

祖名股份 (003030)

公司研究/点评报告

短期成本上涨拖累利润表现，长期看好公司异地扩张

——祖名股份 (003030.SZ) 2021 年三季度点评

点评报告/食品饮料

2021 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 27 日公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入 9.63 亿元，同比+8.05%，实现归母净利润 0.43 亿元，同比-44.51%，实现扣非归母净利润 0.40 亿元，同比-44.61%。

二、分析与判断

➤ 必选消费属性保障公司营收稳定，原料价格上涨短期压缩利润空间

收入端：2021 年前三季度公司实现营业收入 9.63 亿元，同比+8.05%，其中 Q3 实现营业收入 3.45 亿元，同比+6.92%。公司收入保持稳定，主因公司主业产品为生鲜豆制品，属于日常消费必需品，整体需求较为稳定。此外公司上半年对部分产品进行提价，也带来部分价增贡献。**利润端：**2021 年前三季度公司实现归母净利润 0.43 亿元，同比-44.51%，利润下滑主因上游原材料价格上涨，根据国家统计局数据，截至 10 月 20 日黄豆价格同比上涨近 20%，虽然提价覆盖一部分成本，但成本持续处于高位仍拖累公司利润表现。未来公司将与政府合作集中采购黄豆，并考虑进口替代来降低成本上涨风险。

➤ 生鲜需求稳定，异地扩张打开长期增量

展望全年，公司收入仍有望维持稳定增长态势，主因（1）公司产品属于日常家用消费，需求稳定。（2）公司正积极寻求外部市场扩张，与华中生鲜平台达成深度合作，并成立餐饮事业部对接海底捞等 B 端客户。（3）产能释放补充量增基础。

未来公司将从两个层面实现泛区域化扩张：（1）并购：2008 年收购的扬州豆制品厂，经过公司管理制度改革及生产线效率提升，目前已实现近 1 亿元收入，未来有望复制“扬州经验”，实现更多区域扩张。（2）异地建厂：公司于 2010 年建设安吉工厂，目前已成为公司最重要的生产基地，预计未来将在薄弱区域推广“安吉模式”以实现异地扩张。

➤ 原料价格上涨拖累毛利表现，费用投放力度保持稳定

毛利率：前三季度公司毛利率为 27.06%，同比-10.49pct，毛利率的下滑主因黄豆等主要原材料成本上升。**期间费用率：**前三季度期间费用率为 20.91%，同比-4.73pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.74%/4.76%/0.78%/0.63%，分别同比-3.94/-0.12/+0.02/-0.70pct。销售费用率下滑主因运输费用重分类至营业成本所致，整体费用投放力度保持稳定。**净利率：**前三季度公司净利率 4.45%，同比-4.21pct。

三、投资建议

我们下调此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现营收 13.33/15.57/17.87 亿元，同比+8.8%/+16.8%/+14.8%；实现归母净利润 0.73/0.98/1.21 亿元，同比-28.0%/+35.0%/+23.6%，EPS 分别为 0.58/0.79/0.97 元，对应 PE 分别为 41X/30X/25X。公司目前估值高于行业平均水平，但考虑到公司改变采购模式，节省成本开支，及异地扩张所带来的业绩增长潜力，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

成本快速上涨、产能释放不及预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,225 | 1,333 | 1,557 | 1,787 |
| 增长率 (%) | 16.9% | 8.8% | 16.8% | 14.8% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 101 | 73 | 98 | 121 |
| 增长率 (%) | 12.0% | -28.0% | 35.0% | 23.6% |
| 每股收益 (元) | 0.81 | 0.58 | 0.79 | 0.97 |
| PE (现价) | 29.4 | 40.9 | 30.3 | 24.5 |
| PB | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

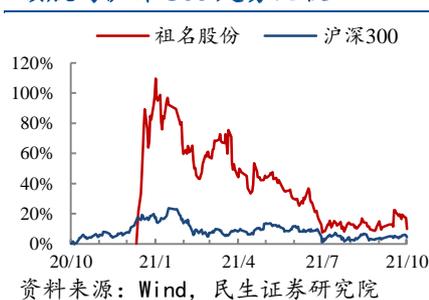
当前价格： 23.8 元

交易数据

2021-10-27

| | |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 45.8/21.86 |
| 总股本 (百万股) | 125 |
| 流通股本 (百万股) | 31 |
| 流通股比例 (%) | 25.00 |
| 总市值 (亿元) | 30 |
| 流通市值 (亿元) | 7 |

该股与沪深 300 走势比较



分析师：王言海

执业证号： S0100521090002

电话： 18956494422

邮箱： wangyanhai@mszq.com

相关研究

1.祖名股份 (003030.SZ) 2021 年半年报点评：短期成本上涨利润承压，长期看好公司外延扩张

2.祖名股份 (003030) 2020 年报与 2021 年一季报点评：疫情下实现较快增长，提价对冲成本上涨

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,225 | 1,333 | 1,557 | 1,787 |
| 营业成本 | 818 | 960 | 1,102 | 1,242 |
| 营业税金及附加 | 7 | 7 | 8 | 10 |
| 销售费用 | 187 | 197 | 230 | 278 |
| 管理费用 | 57 | 61 | 76 | 89 |
| 研发费用 | 10 | 8 | 12 | 14 |
| EBIT | 147 | 100 | 128 | 154 |
| 财务费用 | 16 | 13 | 7 | 3 |
| 资产减值损失 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 135 | 97 | 131 | 161 |
| 营业外收支 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 133 | 95 | 129 | 159 |
| 所得税 | 32 | 23 | 31 | 38 |
| 净利润 | 101 | 73 | 98 | 121 |
| 归属于母公司净利润 | 101 | 73 | 98 | 121 |
| EBITDA | 205 | 160 | 199 | 238 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 475 | 411 | 244 | 366 |
| 应收账款及票据 | 113 | 131 | 150 | 172 |
| 预付款项 | 4 | 9 | 11 | 11 |
| 存货 | 65 | 116 | 86 | 139 |
| 其他流动资产 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 流动资产合计 | 671 | 686 | 505 | 708 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 707 | 795 | 989 | 1098 |
| 无形资产 | 31 | 30 | 29 | 27 |
| 非流动资产合计 | 908 | 995 | 1146 | 1094 |
| 资产合计 | 1579 | 1681 | 1651 | 1802 |
| 短期借款 | 155 | 155 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 70 | 95 | 105 | 118 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 459 | 489 | 360 | 391 |
| 长期借款 | 106 | 106 | 106 | 106 |
| 其他长期负债 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 非流动负债合计 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| 负债合计 | 587 | 617 | 488 | 518 |
| 股本 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 992 | 1064 | 1162 | 1284 |
| 负债和股东权益合计 | 1579 | 1681 | 1650 | 1802 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 16.9% | 8.8% | 16.8% | 14.8% |
| EBIT 增长率 | 11.8% | -32.0% | 27.7% | 20.4% |
| 净利润增长率 | 12.0% | -28.0% | 35.0% | 23.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 33.3% | 28.0% | 29.2% | 30.5% |
| 净利润率 | 8.2% | 5.5% | 6.3% | 6.8% |
| 总资产收益率 ROA | 6.4% | 4.3% | 5.9% | 6.7% |
| 净资产收益率 ROE | 10.2% | 6.8% | 8.4% | 9.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.8 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.5 |
| 现金比率 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.9 |
| 资产负债率 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 31.9 | 34.7 | 34.0 | 33.9 |
| 存货周转天数 | 28.4 | 34.0 | 33.0 | 32.6 |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 1.0 |
| 每股净资产 | 7.9 | 8.5 | 9.3 | 10.3 |
| 每股经营现金流 | 1.4 | 0.8 | 1.8 | 1.3 |
| 每股股利 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 29.4 | 40.9 | 30.3 | 24.5 |
| PB | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 13.4 | 17.6 | 14.1 | 11.3 |
| 股息收益率 | 1.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 101 | 73 | 98 | 121 |
| 折旧和摊销 | 61 | 60 | 72 | 84 |
| 营运资金变动 | (1) | (50) | 41 | (51) |
| 经营活动现金流 | 180 | 102 | 224 | 161 |
| 资本开支 | 269 | 149 | 224 | 34 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (265) | (149) | (224) | (34) |
| 股权募资 | 437 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 499 | (18) | (167) | (5) |
| 现金净流量 | 415 | (64) | (167) | 122 |

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。