

2024年04月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

聚焦区域拓展与渠道转型，双激励彰显信心

—祖名股份（003030.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

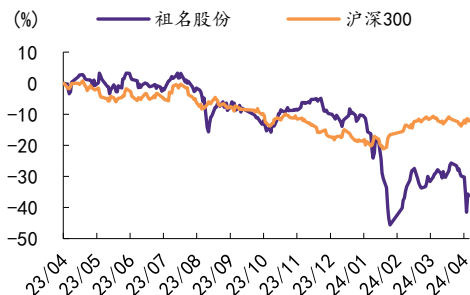
2024年04月19日，祖名股份发布2023年年报、2024年一季度报、2024年员工持股计划（草案）、2024年股票期权激励计划（草案）。

基本数据

2024-04-19

当前股价(元)	14.95
总市值(亿元)	19
总股本(百万股)	125
流通股本(百万股)	81
52周价格范围(元)	13.12-25.05
日均成交额(百万元)	16.95

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《祖名股份（003030）：收入短期承压，整合进行中》2023-10-20
- 《祖名股份（003030）：业绩符合预期，全国化持续扩张》2023-08-25
- 《祖名股份（003030）：成本改善望释放利润，全国化扩张持续加速》2023-05-29

投资要点

■ 成本回落改善利润端，2024年增长可期

公司2023年/2023Q4/2024Q1总营收分别为14.78/4.16/3.81亿元，分别同比-1%/+11%/+17%，营收增幅边际提升。公司2023年/2023Q4/2024Q1归母净利润为0.40/0.07/0.10亿元，分别同增5%/555%/4%，利润增长主要得益于2023年9-10月东北新大豆成本下跌。2023年/2024Q1的毛利率分别为27.26%/24.78%，分别同比+2pcts/-1pct。2023年/2024Q1销售费率分别为15.09%/14.34%，分别同减0.2pct/1pct，2023年/2024Q1管理费率为5.48%/5.16%，分别同增0.8pct/0.5pct，管理费用增加，叠加并购后公司增加对原厂房的技改投入，公司2023年/2024Q1的净利率分别为2.34%/1.82%，分别同减0.2pct/1pct。2024年，公司合并口径收入目标为20亿元，不含并表的2024年收入目标为13-14亿元（同增10%-15%）。

■ 区域拓展稳步推进，渠道变革正当时

分产品看，2023年生鲜豆制品/植物蛋白饮品/休闲豆制品/其他产品营收分别为9.77/2.18/0.73/1.70亿元，分别同减0.1%/6%/2%/2%。分地区看，2023年浙江/江苏/上海/其他地区/境外地区营收分别为8.89/2.60/1.04/2.21/0.04亿元，分别同比-8%/-1%/-39%/+168%/-29%，得益于太原、贵州、北京合资公司的设立，公司其他地区增速亮眼，贵州/太原祖名通过技改提升效率，北京祖名继续布局农贸市场，并持续推进盒马/大润发合作，全国化扩张按节奏稳步推进。分渠道看，2023年经销/直销/商超营收为9.10/2.44/3.24亿元，分别同比-3%/+31%/-11%，公司顺应渠道去中心化的新零售业态，一方面，公司提高商超筛选标准，并将传统商超渠道的联营合作模式转变为进货模式，提高销售效率；另一方面，公司推进多渠道市场开拓策略，拓宽渠道覆盖面。截至2023年末，公司经销商总计1914家，净增加270家，主要系完成太原、贵州、北京合资公司的设立贡献增量。

■ 持股计划与激励计划激发活力，高增长目标彰显发展信心

1) 员工持股计划：规模上，不超过 52.78 万股，占公司总股本 0.42%；资金总额不超过 434.91 万元，购买价格 8.24 元/股。人员上，持有人总数不超过 60 人，包括董高监 5 人，其他核心技术/管理骨干 55 人。2) 股权激励计划：规模上，拟授予股票期权数量为 72.00 万份，占公司总股本 0.58%，股票期权行权价格 12.36 元/份。人员上，对象为核心业务人员 41 人。3) 二者考核目标基本一致：①持股计划第一个解锁期/激励计划第一个行权期，公司需满足：2024 年营收同增不低于 20%，或 2024 年净利润同增不低于 15%。②持股计划第二个解锁期/激励计划第二个行权期，公司需满足：2024-2025 年累计营收相对 2023 年增长率不低于 50%，或 2025 年净利润同增不低于 15%。我们认为，公司考核目标设定增速较高，体现经营信心，伴随渠道模式的转换和全国化战略的深化，预计整体业绩增长较好。

■ 盈利预测

公司逐渐形成以生鲜豆制品为基础、植物蛋白饮品和休闲豆制品为发展重点、其他类产品为补充的产线格局，渠道模式转换利好经营效率的提升。考虑到公司并购其他豆制品厂、增加技改投入，对 2023 年利润有所影响，根据最新的股权激励要求指引，我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.38/0.47/0.56 元，当前股价对应 PE 分别为 39/32/27 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、并购不及预期、原材料上涨风险、渠道拓展不及预期、新品推广不及预期、员工持股和股权激励进展低于预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,478	1,785	2,080	2,347
增长率（%）	-0.6%	20.7%	16.5%	12.9%
归母净利润（百万元）	40	48	59	69
增长率（%）	5.4%	17.6%	24.2%	17.6%
摊薄每股收益（元）	0.32	0.38	0.47	0.56
ROE（%）	3.8%	4.4%	5.5%	6.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	1,478	1,785	2,080	2,347
现金及现金等价物	195	268	389	492	营业成本	1,075	1,303	1,515	1,706
应收款	179	196	199	206	营业税金及附加	9	12	14	15
存货	80	83	84	90	销售费用	223	271	318	362
其他流动资产	39	12	14	14	管理费用	81	105	125	143
流动资产合计	492	559	686	802	财务费用	19	14	11	9
非流动资产:					研发费用	12	14	17	19
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	335	404	471	533
固定资产	890	1,150	1,201	1,172	资产减值损失	-5	-1	-2	-2
在建工程	532	213	85	34	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	82	77	73	70	投资收益	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	53	70	84	97
其他非流动资产	29	29	29	29	加:营业外收入	2	1	2	3
非流动资产合计	1,533	1,470	1,389	1,305	减:营业外支出	5	3	2	1
资产总计	2,025	2,029	2,075	2,107	利润总额	50	68	84	99
流动负债:					所得税费用	16	21	26	31
短期借款	209	239	259	269	净利润	35	47	58	69
应付账款、票据	158	115	126	132	少数股东损益	-6	-1	-1	-1
其他流动负债	238	238	238	238	归母净利润	40	48	59	69
流动负债合计	608	596	627	644					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	248	257	264	269	成长性				
其他非流动负债	101	101	101	101	营业收入增长率	-0.6%	20.7%	16.5%	12.9%
非流动负债合计	349	358	365	370	归母净利润增长率	5.4%	17.6%	24.2%	17.6%
负债合计	957	955	993	1,014	盈利能力				
所有者权益					毛利率	27.3%	27.0%	27.2%	27.3%
股本	125	125	125	125	四项费用/营收	22.7%	22.7%	22.6%	22.7%
股东权益	1,068	1,074	1,083	1,092	净利率	2.3%	2.6%	2.8%	2.9%
负债和所有者权益	2,025	2,029	2,075	2,107	ROE	3.8%	4.4%	5.5%	6.4%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	47.3%	47.1%	47.8%	48.2%
净利润	35	47	58	69	营运能力				
少数股东权益	-6	-1	-1	-1	总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1
折旧摊销	84	63	81	84	应收账款周转率	8.3	9.1	10.4	11.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	13.5	15.9	18.3	19.2
营运资金变动	64	-35	5	-6	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	176	74	143	146	EPS	0.32	0.38	0.47	0.56
投资活动现金净流量	-410	59	77	80	P/E	46.1	39.2	31.6	26.8
筹资活动现金净流量	307	-1	-23	-44	P/S	1.3	1.0	0.9	0.8
现金流量净额	74	132	197	182	P/B	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。