


分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：王玲瑶

执业证号：S0100121070022

电话：010-85127909

邮箱：wanglingyao@mszq.com

➤ **祖名股份 2021 年年报及 2022 年一季报：**2021 年公司实现营收 13.4 亿元，同比+9.1%，实现归母净利润 0.56 亿元，同比-44.8%。2022 年一季度公司实现营收 3.4 亿元，同比+11.1%，实现归母净利润 0.08 亿元，同比-37.1%。拟每 10 股分红 1.5 元。

➤ **需求韧性强劲，省外区域扩张成为新亮点。**2021 年公司实现营收 13.4 亿元，同比+9.1%，Q4 实现 3.74 亿元，同比+12.1%，2022 年 Q1 延续增长态势，同比+11.1%，公司为民生“菜篮子”保供企业，且生鲜制品本身具备刚需属性，业绩保持稳步增长。2021 年生鲜豆制品实现 8.9 亿元营收，同比+8.5%，需求韧性强劲，植物蛋白饮品实现 2.09 亿元营收，同比+24.39%，增速提升得益于早餐等受疫情影响的消费场景有所恢复，以及拓展瓶装豆奶“养自己”带来一定增量。分区域看，浙江/江苏/上海/国内其他地区分别实现 64.1%/18.7%/12.0%/4.8%收入占比，分别同比+6.6%/+9.4%/+11.0%/+45.5%，浙江以外地区渠道拓展贡献业绩新增量，同时布局上海、安徽市场，通过并购及建厂覆盖全国其他区域也成为公司未来重要发力点。从销售模式来看，经销/商超/直销分别占比 64.6%/23.8%/11.6%，分别同比+11.8%/ -7.1%/+40.8%，未来将在保有经销渠道优势基础上，重点发力餐饮、团餐等直销渠道。

➤ **短期黄豆价格上涨挤压利润空间，费用率保持相对稳定。**21 年利润下滑 44.8%，主因 20 年疫情下高基数，公司保障民生供应，收入实现高速增长，同时费用端高速通行费减免、社保减免、水电气降价等共同释放利润空间；而 21 年各项减免政策取消，黄豆采购成本及能源价格均大幅上涨。2021 年公司毛利率 26.1%，同比-7.1pct，22Q1 毛利率为 23.9%，同比-5.0pct，毛利率下滑主因黄豆采购价格上涨，目前黄豆价格增幅已明显下降，且 H2 有望迎来边际下滑。2021 年公司期间费用率为 20.6%，同比-1.41pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.6%/4.8%/0.7%/0.4%，22Q1 期间费用率为 20.7%，同比-2.2pct。

➤ **22 年收入有望再提速，黄豆种植面积扩大有望带动利润空间提升。展望 2022 年，预计公司将达成双位数增长，主要得益于（1）区域层面，加大占比相对较低的上海及安徽地区营销推广力度。（2）渠道层面，重点发展餐饮与团餐业务，实现 B 端放量；对于江浙沪地区农贸市场和批发市场进一步梳理，加密终端销售网点；超市渠道受新零售及社区便利店双重挤压，未来将伴随新零售的开店步伐实现规模扩张。（3）产品层面，在目前 400 余个单品基础上精简 SKU，实现规模化发展。预计后续净利率将会边际改善，主因：（1）成本下滑，1-4 月全国黄豆市场价环比基本持平，同比+3.4%，增速较 2020/2021 年同比+18.1%/+14.1%明显放缓，随着东北、内蒙等地扩大黄豆种植面积，黄豆价格有望在 H2 迎来边际下滑。（2）提价：2021 年 11 月 15 日公司对饮品提价 15%-20%，21 年饮品占比 15.6%，提价红利释放有望推动 22 年利润提升。**

推荐
维持评级
当前价格：
23.67 元
相关研究

- 1.祖名股份 (003030.SZ) 事件点评：异地扩张“再下一城”，全国化布局稳步推进中
- 2.【民生食饮】祖名股份 (003030.SZ) 2021 年三季报点评：短期成本上涨拖累利润表现，长期看好公司异地扩张
- 3.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
- 4.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
- 5.豆制品优势品牌，夯实基础乘风破浪

兼并收购+异地建厂推动全国化布局，武汉工厂“再下一城”。祖名在长三角已具备一定品牌知名度，同时也正通过兼并收购及异地建厂实现全国化布局。**(1) 兼并收购**，公司 2008 年在扬州收购某豆制品厂，目前已形成近 1 亿营收规模，2022 年将重点完成**扬州工厂**的迁建工作。2021 年与**南京果果、贵州龙缘盛**达成股权投资，目前已协助其进行数字化管理升级，并派驻生产和销售人员协助改善品质管控，加强市场扩张。预计后续将在华北、珠三角等区域及内地大型城市再次复制“扬州经验”实现异地快速扩张。**(2) 异地建厂**，公司 2010 年建设**安吉工厂**，配备日本高端生产线，成为公司最重要的生产基地。3 月与武汉江夏经开区政府共建**武汉工厂**，异地扩张“再下一城”。

投资建议：预计 2022-2024 年公司实现营收 15.48/17.68/20.60 亿元，同比 +15.8%/+14.2%/+16.5%；实现归母净利润 0.58/0.88/1.17 亿元，同比 +4.0%/+52.5%/+32.6%，EPS 分别为 0.46/0.71/0.94 元，对应 PE 分别为 51X/33X/25X。考虑到公司主业稳健发展，及异地扩张所带来的业绩增长潜力，维持“推荐”评级。

风险提示：成本快速上涨，异地扩张不及预期，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,337	1,548	1,768	2,060
增长率(%)	9.1	15.8	14.2	16.5
归属母公司股东净利润(百万元)	56	58	88	117
增长率(%)	-44.8	4.0	52.5	32.6
每股收益(元)	0.45	0.46	0.71	0.94
PE	53	51	33	25
PB	2.9	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 19 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,337	1,548	1,768	2,060
营业成本	984	1,148	1,273	1,415
营业税金及附加	6	7	7	9
销售费用	196	237	287	381
管理费用	64	65	71	82
研发费用	10	12	14	16
EBIT	78	79	116	156
财务费用	5	14	12	16
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	2	1	1	2
营业利润	72	77	115	153
营业外收支	-2	-2	-2	-3
利润总额	70	74	113	149
所得税	14	16	24	32
净利润	56	58	88	117
归属于母公司净利润	56	58	88	117
EBITDA	149	169	213	266

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	464	251	168	301
应收账款及票据	142	155	178	209
预付款项	8	10	10	12
存货	77	95	103	115
其他流动资产	50	33	42	51
流动资产合计	742	544	501	687
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	814	1,019	1,145	1,267
无形资产	29	33	34	36
非流动资产合计	952	1,151	1,267	1,376
资产合计	1,693	1,695	1,768	2,062
短期借款	240	194	232	432
应付账款及票据	67	91	98	108
其他流动负债	121	155	164	176
流动负债合计	428	440	494	716
长期借款	218	168	118	98
其他长期负债	32	32	32	32
非流动负债合计	249	199	149	129
负债合计	677	639	643	846
股本	125	125	125	125
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,016	1,056	1,124	1,217
负债和股东权益合计	1,693	1,695	1,768	2,062

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.14	15.80	14.20	16.50
EBIT 增长率	-46.87	1.37	46.32	34.26
净利润增长率	-44.83	3.96	52.47	32.62
盈利能力 (%)				
毛利率	26.44	25.88	28.00	31.30
净利润率	4.17	3.74	4.99	5.69
总资产收益率 ROA	3.29	3.42	5.00	5.68
净资产收益率 ROE	5.48	5.48	7.85	9.63
偿债能力				
流动比率	1.73	1.24	1.01	0.96
速动比率	1.53	1.00	0.79	0.78
现金比率	1.09	0.57	0.34	0.42
资产负债率 (%)	39.99	37.70	36.39	41.01
经营效率				
应收账款周转天数	38.65	36.56	36.76	37.01
存货周转天数	28.71	30.18	29.49	29.59
总资产周转率	0.79	0.91	1.00	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.46	0.71	0.94
每股净资产	8.14	8.46	9.01	9.75
每股经营现金流	1.01	1.68	1.44	1.75
每股股利	0.15	0.14	0.16	0.20
估值分析				
PE	53	51	33	25
PB	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	20.12	18.42	14.89	12.14
股息收益率 (%)	0.63	0.61	0.68	0.85

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	56	58	88	117
折旧和摊销	70	89	97	110
营运资金变动	-15	41	-23	-30
经营活动现金流	125	209	180	219
资本开支	-129	-291	-216	-223
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-166	-290	-215	-221
股权募资	0	0	0	0
债务募资	106	-96	-12	180
筹资活动现金流	30	-133	-48	135
现金净流量	-11	-214	-83	133

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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