

➤ **事件概述：**3月2日，祖名股份发布公告，拟与武汉江夏经济开发区管理委员会签订《项目投资合作协议》，拟在江夏经开区成立全资或控股子公司，投资3亿元建设生产厂房，产品包括生鲜豆制品、植物蛋白饮品、休闲豆制品等，预计建成后5年内产值达3.3亿元。

➤ **异地扩张“再下一城”，兼并收购+异地建厂推动全国化扩张。**祖名在长三角区域已具备一定品牌知名度，在杭州、宁波、绍兴等城市也具备充分市场占有率，已成为中国豆制品行业中断层领先的龙头企业。在稳固长三角优势的同时，祖名也通过兼并收购及异地建厂进行全国化扩张：**(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，连通业务与财务多元系统，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。本次在武汉，即复制“安吉模式”通过异地建厂方式“再下一城”。之所以选择武汉，首先因为武汉具备充足人口基数，能够快速消化生鲜产品；其次武汉不具备绝对龙头品牌，市场格局分散，不形成明显进驻壁垒，而祖名与政府达成合作将更容易进行渠道扩张；此外在疫情期间，祖名已通过盒马等渠道供货武汉，在当地已具备一定品牌认知和渠道基础。

坚定看好22年发展，主业持续稳健增长，黄豆种植面积扩大有望带动成本下滑。2022年我们预计公司收入将实现两位数增长，主要得益于：**(1) 家庭端**生鲜豆制品需求较为稳固，公司属于杭州市“菜篮子”企业，生产经营得以优先保障。**(2) 餐饮端**成立餐饮事业部对接连锁快餐、学校食堂等B端客户，预计在餐饮业逐渐修复的情况下，餐饮板块将取得较快发展。**(3) 华东区域**重点布局上海及安徽潜力市场，提升店面形象，规划销售策略，多渠道开发市场。杭州等优势市场精耕下沉，进一步补充销售终端。成本方面预计在今年5月以前黄豆价格仍将维持高位，而随着黑龙江、内蒙等核心产区扩大黄豆种植面积，黄豆价格有望在新采购季之前逐步下滑。

➤ **投资建议：**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0.61/0.98/1.21亿元，同比-39.2%/+60.3%/+23.3%，EPS分别为0.49/0.79/0.97元，对应PE分别为50X/31X/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	2020A	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	61	98	121
增长率(%)	12.0	-39.2	60.3	23.3
每股收益(元)	0.81	0.49	0.79	0.97
PE	30	50	31	25
PB	3.1	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年03月02日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

24.44元


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

相关研究

- 1.【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
- 2.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
- 3.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)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,225	1,333	1,557	1,787
营业成本	818	978	1,112	1,255
营业税金及附加	7	7	8	10
销售费用	187	205	235	278
管理费用	57	63	76	89
研发费用	10	8	12	14
EBIT	135	71	114	141
财务费用	16	3	-1	-2
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	135	81	129	159
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	133	81	129	159
所得税	32	19	31	38
净利润	101	61	98	121
归属于母公司净利润	101	61	98	121
EBITDA	193	145	194	226

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	475	255	217	260
应收账款及票据	113	131	150	172
预付款项	4	9	11	11
存货	65	93	101	113
其他流动资产	14	16	15	16
流动资产合计	671	503	494	573
长期股权投资	0	0	100	150
固定资产	707	780	826	856
无形资产	31	36	43	48
非流动资产合计	908	993	1,125	1,199
资产合计	1,579	1,496	1,619	1,771
短期借款	155	0	0	0
应付账款及票据	70	97	105	119
其他流动负债	234	249	266	283
流动负债合计	459	346	371	402
长期借款	106	106	106	106
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	128	128	128	128
负债合计	587	474	499	530
股本	125	125	125	125
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	992	1,022	1,120	1,242
负债和股东权益合计	1,579	1,496	1,619	1,771

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.94	8.80	16.80	14.80
EBIT 增长率	11.17	-47.01	59.31	24.23
净利润增长率	12.01	-39.16	60.28	23.29
盈利能力 (%)				
毛利率	33.25	26.60	28.60	29.80
净利润率	8.24	4.61	6.33	6.79
总资产收益率 ROA	6.40	4.11	6.08	6.85
净资产收益率 ROE	10.18	6.01	8.79	9.78
偿债能力				
流动比率	1.46	1.45	1.33	1.42
速动比率	1.31	1.16	1.03	1.12
现金比率	1.03	0.73	0.59	0.65
资产负债率 (%)	37.18	31.69	30.80	29.89
经营效率				
应收账款周转天数	33.59	35.85	35.16	35.13
存货周转天数	28.95	34.56	33.11	32.90
总资产周转率	0.78	0.89	0.96	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	0.49	0.79	0.97
每股净资产	7.95	8.19	8.98	9.95
每股经营现金流	1.48	1.09	1.45	1.67
每股股利	0.00	0.25	0.00	0.00
估值分析				
PE	30	50	31	25
PB	3.1	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.40	20.99	15.88	13.42
股息收益率 (%)	0.00	1.02	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	101	61	98	121
折旧和摊销	58	73	80	85
营运资金变动	-1	-10	-4	-5
经营活动现金流	185	136	181	208
资本开支	-269	-159	-113	-110
投资	0	0	-100	-50
投资活动现金流	-265	-159	-213	-160
股权募资	437	0	0	0
债务募资	37	-155	0	0
筹资活动现金流	499	-198	-6	-6
现金净流量	419	-220	-37	43

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