

2021年04月27日

有友食品 (603697.SH)

公司快报

食品饮料 | 其他食品 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-04-27)

18.32 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,644.85
流通市值 (百万元)	1,647.02
总股本 (百万股)	308.13
流通股本 (百万股)	89.90
12 个月价格区间	12.40/34.66 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.28	11.38	9.85
绝对收益	4.99	7.83	32.43

分析师

 周蓉
 SAC 执业证书编号: S0910520030001
 zhourong@huajinsec.com

分析师

 陈振志
 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenchenzhi@huajinsec.com
 021-20377051

相关报告

有友食品: 开展股权激励计划, 业绩增长目标彰显信心 2021-02-28

有友食品: 品类&渠道双轮驱动 凤爪龙头步入新成长 2020-11-09

利润增速符合预期, 股权激励下业绩增长可期

事件:公司发布 2020 年年报, 实现营业收入 10.93 亿元, 同比增长 8.4%; 归属于上市公司股东净利润 2.26 亿元, 同比增长 26.12%。其中 20Q4 实现营业收入 2.77 亿元, 同比增长 8.07%; 归属于上市公司股东净利润 0.42 亿元, 同比增长 49.74%。每 10 股派发现金红利 3.2 元 (含税)。

公司同时发布 2021 年一季报, 实现营业收入 2.81 亿元, 较上年同期增长 33.94%, 归属上市公司股东净利润 0.6 亿元, 同比增长 46.15%。

投资要点

◆ **20 年收入利润实现双增, 泡椒凤爪仍为主力产品。**2020 全年/20Q4 公司实现营收 10.93/2.77 亿元, 同比+8.40/+8.07%。分产品来看, 全年泡椒凤爪实现营收 9.13/2.31 亿元, 同比+8.1/+5.2%; 豆干实现营收 0.22/0.05 亿元, 同比+4.3/+3.8%; 花生实现营收 0.16/0.04 亿元, 同比+0.3/+3.0%; 竹笋实现营收 0.36/0.09 亿元, 同比+0.5/+9.3%, 另调整收入统计口径后, 猪皮晶 20 年实现营收 0.76 亿元, 同比+7.3%; 从收入占比来看, 泡椒凤爪和猪皮晶等肉制品产品仍然是公司主力产品, 20 年营收占比分别 83.67/6.99%。分市场来看, 20 年公司西南/华东两大主力市场分别实现营收 6.2/2.39 亿元, 营收占比分别为 56.85/21.92%, 同比 19 年 +0.78/+0.56pts。受 20 年疫情影响, 公司全国化布局和渠道下沉进度有所放缓, 华北/华中/西北等市场收入增长略有放缓。

同时在 20Q1 疫情影响基数较低背景下, 加之春节因素提振, 公司 21Q1 实现营收 2.81 亿元, 同比增长 33.94%, 归属上市公司股东净利润 0.6 亿元, 同比增长 46.15%。其中, 猪皮晶业务营收占比环比提升 0.86pts。同时截止 21Q1 公司合同负债及其他流动负债合计 0.32 亿元, 同比增长 100%以上, 公司一直以来采用“先款后货”模式, 经销商打款积极。根据公司整体战略规划, 21 年公司重点布局西南、华东和华北市场, 21 年在华北、华东分别建立分公司, 积极招聘销售和渠道人才, 在西南市场继续精耕细作, 渠道下沉; 同时 21 年公司正积极寻求线上渠道合作方, 今年线上营收有望实现实质性突破, 21 年整体营收稳定增长可期。

◆ **20 年消化原材料库存, 21Q1 成本下降红利初现。**公司 20 年/20Q4 毛利率分别为 34.66/35.25%, 同比 19 年持平/-1.31pts, 上半年由于原材料库存较高, 在鸡价下行时期毛利率下降较为缓慢。公司 20 年销售费用率/管理费用率分别为 9.16%/4.68%, 同比-1.69/+0.24pts, 销售费用率下降主要受上半年疫情之下公司广告等费用减少所致; 管理费用率上升主要受职工薪酬增加所致。

21Q1 公司毛利率为 37.13%, 同比+2.69pts, 截止 21Q1 公司存货 2.79 亿元, 环比 20Q4 下降 11.43%, 在库存逐步消化&鸡价下行背景下, 公司毛利受益于成本下降初现, 我们预计 21 年公司毛利率稳重有升。同时 21Q1 公司三项费用率合计同比下降 1.08pts, 从而公司 21Q1 净利率所有提升。

◆ **21 年股权激励计划推出, 助力公司每年 15%以上增长。**21 年 2 月公司推出员工股

股权激励计划，公司层面实现各期 100%解锁的条件为：以 2020 年度为基准年，2021-2023 年三期的营业收入增速不低于 15%、33%、55%。激励对象主要集中在部分高管及中层管理人员和核心骨干，激励范围较广，充分调动公司主要核心骨干员工的积极性；同时激励考核要求制定地也相对严格、锚定中长期的持续稳定增长，有望激活管理层及骨干团队的潜能。助力公司未来 3 年收入均实现 15%以上增长。

◆ **鸡价步入下行周期，公司迎来成本下降红利。**由于进口受关税政策及疫情和贸易摩擦等原因，加之国内养殖企业的供货能力和产品质量显著提高，我们判断 21 年及未来国内将是公司鸡爪采购的主要渠道。我们判断鸡肉价格 2021 年仍将处于下降通道，伴随公司原材料库存逐步消化，公司将有望迎来成本价格下降红利。

◆ **投资建议：**长期来看，公司布局新品类、开拓新市场，将为公司未来成长助力。我们略调整公司盈利预测：2021-2023 年公司营业收入分别为 12.63/14.65/17.12 亿元，同比增长 15.5%/16.0%/16.9%。归母净利润 2.79/3.34/3.89 亿元，同比增长 23.3%/19.8%/16.7%。对应 EPS 分别为 0.90/1.08/1.26 元。考虑到未来食品行业处于上升阶段，加之公司所处泡椒凤爪行业目前规模尚小且集中度低，给予公司 21 年 30X 估值，维持“买入-B”投资评级。

◆ **风险提示：**原材料等成本上升导致毛利率下降；新品扩张及渠道下沉进度不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题等。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,008	1,093	1,263	1,465	1,712
YoY(%)	-8.4	8.4	15.5	16.0	16.9
净利润(百万元)	179	226	279	334	389
YoY(%)	0.5	26.1	23.3	19.8	16.7
毛利率(%)	34.7	34.7	37.6	38.1	38.3
EPS(摊薄/元)	0.58	0.73	0.90	1.08	1.26
ROE(%)	11.4	12.8	13.6	14.1	14.1
P/E(倍)	32.7	25.9	21.0	17.5	15.0
P/B(倍)	3.7	3.3	2.9	2.5	2.1
净利率(%)	17.8	20.7	22.1	22.8	22.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1346	1475	1802	2050	2469	营业收入	1008	1093	1263	1465	1712
现金	407	438	780	913	1322	营业成本	659	714	787	907	1056
应收票据及应收账款	2	2	2	3	3	营业税金及附加	11	10	11	13	15
预付账款	25	16	32	24	41	营业费用	109	100	118	134	157
存货	229	315	285	406	398	管理费用	45	51	56	65	76
其他流动资产	682	704	703	705	704	研发费用	4	3	4	5	6
非流动资产	398	446	474	508	551	财务费用	-9	-2	-13	-19	-26
长期投资	10	10	10	11	11	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	284	282	320	361	408	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	58	56	53	50	47	投资净收益	15	33	24	28	26
其他非流动资产	46	97	91	87	86	营业利润	206	261	322	388	453
资产总计	1744	1921	2277	2558	3020	营业外收入	7	7	7	7	7
流动负债	142	120	193	147	227	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	211	266	328	393	459
应付票据及应付账款	36	41	44	54	60	所得税	32	40	50	60	70
其他流动负债	105	79	149	93	167	税后利润	179	226	279	334	389
非流动负债	36	34	34	34	34	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	179	226	279	334	389
其他非流动负债	36	34	34	34	34	EBITDA	223	278	334	397	459
负债合计	178	154	227	181	261						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	305	305	308	308	308	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	491	491	491	491	491	成长能力					
留存收益	770	971	1237	1551	1927	营业收入(%)	-8.4	8.4	15.5	16.0	16.9
归属母公司股东权益	1566	1767	2049	2377	2759	营业利润(%)	0.3	27.0	23.5	20.2	17.0
负债和股东权益	1744	1921	2277	2558	3020	归属于母公司净利润(%)	0.5	26.1	23.3	19.8	16.7
						获利能力					
						毛利率(%)	34.7	34.7	37.6	38.1	38.3
						净利率(%)	17.8	20.7	22.1	22.8	22.8
						ROE(%)	11.4	12.8	13.6	14.1	14.1
						ROIC(%)	10.5	11.9	12.6	13.0	12.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	10.2	8.0	10.0	7.1	8.7
						流动比率	9.5	12.3	9.3	13.9	10.9
						速动比率	7.7	9.5	7.7	11.0	8.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	481.4	576.1	576.1	576.1	576.1
						应付账款周转率	17.4	18.5	18.5	18.5	18.5
						估值比率					
						P/E	32.7	25.9	21.0	17.5	15.0
						P/B	3.7	3.3	2.9	2.5	2.1
						EV/EBITDA	21.5	17.1	13.2	10.8	8.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	153	120	354	154	442
净利润	179	226	279	334	389
折旧摊销	24	25	24	29	34
财务费用	-9	-2	-13	-19	-26
投资损失	-15	-33	-24	-28	-26
营运资金变动	-35	-97	88	-161	70
其他经营现金流	10	2	0	0	0
投资活动现金流	-622	-65	-28	-34	-51
筹资活动现金流	506	-24	16	13	18

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.73	0.90	1.08	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.39	1.15	0.50	1.43
每股净资产(最新摊薄)	5.08	5.74	6.64	7.70	8.94

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn