

有友食品 (603697)

公司研究/点评报告

收入稳步增长，股权激励绑定团队利益

——有友食品 (603697.SH) 2021 年三季度报点评

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，2021 年前三季度公司实现收入 9.28 亿元，同比+13.78%，实现归母净利润 1.82 亿元，同比-1.21%，实现扣非归母净利润 1.66 亿元，同比-2.85%。

二、分析与判断

➤ 收入稳步增长，全国化销售网络逐步完善

2021 年前三季度公司实现收入 9.28 亿元，同比+13.78%，其中 Q3 实现收入 3.24 亿元，同比+19.59%。公司收入平稳增长主因夯实西南市场、深耕华东市场，此区域收入占比 79.40%，同时稳步推进华南、华北、华中、西北、东北市场布局，构建布局更加合理、可控性更强、运营效率更高的全国化销售网络。分渠道看，公司 97.73% 的收入来源于线下渠道，截至 9 月末公司拥有 753 家经销商，保障整体稳健发展。

➤ 多元化产品矩阵布局，股权激励落地绑定团队利益

产品端，公司坚持对主导产品泡椒凤爪的新品研发，推出柠檬、藤椒、香辣三个口味的泡椒凤爪及无骨凤爪、无骨鸭掌系列产品，同时大力推广猪皮晶产品，在第一曲线以外积极寻求业绩新增量。**渠道端**，公司已形成覆盖全国的销售网络。保有线下优势的同时，积极寻求电商突破，调整主流电商运营策略，并寻求与抖音、拼多多等平台合作。**生产端**，顺应市场需求提升，公司扩建渝北、四川、璧山生产基地，补充供应能力。

股权激励落地，授予公司中高层管理人员及核心骨干共 50 人合计 93.7 万股股票，授予价格为 8.32 元/股。考核目标为 2021-2023 年分别在 2020 年营收基础上增长 15%/33%/55%，三年收入复合增速为 15.73%，深度绑定团队利益，激发团队积极性。

➤ 成本压力导致毛利率略有下降，期间费用率保持平稳

毛利率：前三季度公司毛利率 33.67%，同比-1.58pct；第三季度毛利率 31.97%，同比-4.64pct，毛利率下降来自于原材料成本压力，但公司为市场龙头，具备将上游成本转移向下游的能力。**期间费用率**：前三季度期间费用率 12.55%，同比+0.01pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.13%/4.42%/0.20%/-0.20%，分别同比-0.22/+0.23/-0.01/+0.01pct，整体费用率基本保持平稳。**净利率**：前三季度公司净利率 19.58%，同比-2.97pct；第三季度净利率为 16.01%，同比-4.11pct，净利率的下滑主因成本上升挤压利润空间。

三、投资建议

我们调整此前盈利预期。预计 2021-2023 年公司收入 12.62/14.62/17.16 亿元，同比+15.5%/+15.8%/+17.4%；实现归母净利润 2.33/2.81/3.49 亿元，同比+3.1%/+20.8%/+24.2%；摊薄后 EPS 分别为 0.76/0.91/1.13 元；对应 PE 分别为 22X/18X/15X。公司目前估值明显低于休闲食品行业 2021 年平均 30X 估值（Wind 一致预期，算术平均法），看好公司在泡卤零食领域的充足品牌力，以及产品拓展所带来的成长潜力，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新品推广不及预期，原材料价格波动风险，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) | 1,093 | 1,262 | 1,462 | 1,716 |
| 增长率 (%) | 8.4% | 15.5% | 15.8% | 17.4% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 226 | 233 | 281 | 349 |
| 增长率 (%) | 26.1% | 3.1% | 20.8% | 24.2% |
| 每股收益 (元) | 0.73 | 0.76 | 0.91 | 1.13 |
| PE (现价) | 22.5 | 21.9 | 18.1 | 14.6 |
| PB | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

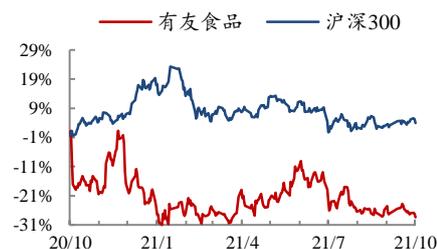
当前价格： 16.52 元

交易数据

2021-10-27

| | |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 23.71/16.18 |
| 总股本 (百万股) | 308 |
| 流通股本 (百万股) | 90 |
| 流通股比例 (%) | 29.18 |
| 总市值 (亿元) | 51 |
| 流通市值 (亿元) | 15 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号： S0100521090002

电话： 18956494422

邮箱： wangyanhai@mszq.com

相关研究

1.【民生食饮】有友食品 (603697.SH) 深度报告：泡椒凤爪龙头，产品渠道扩张推动规模持续扩张

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 | 1,093 | 1,262 | 1,462 | 1,716 |
| 营业成本 | 714 | 838 | 963 | 1,106 |
| 营业税金及附加 | 10 | 11 | 13 | 15 |
| 销售费用 | 100 | 107 | 123 | 142 |
| 管理费用 | 51 | 59 | 67 | 77 |
| 研发费用 | 3 | 6 | 6 | 7 |
| EBIT | 215 | 241 | 290 | 368 |
| 财务费用 | (2) | (5) | (10) | (11) |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 33 | 22 | 24 | 25 |
| 营业利润 | 261 | 274 | 331 | 412 |
| 营业外收支 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 266 | 274 | 331 | 412 |
| 所得税 | 40 | 42 | 50 | 62 |
| 净利润 | 226 | 233 | 281 | 349 |
| 归属于母公司净利润 | 226 | 233 | 281 | 349 |
| EBITDA | 240 | 265 | 313 | 391 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 438 | 820 | 887 | 1342 |
| 应收账款及票据 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 预付款项 | 16 | 23 | 26 | 29 |
| 存货 | 315 | 219 | 429 | 319 |
| 其他流动资产 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 流动资产合计 | 1475 | 1767 | 2050 | 2397 |
| 长期股权投资 | 10 | 32 | 57 | 82 |
| 固定资产 | 282 | 278 | 272 | 268 |
| 无形资产 | 56 | 53 | 50 | 48 |
| 非流动资产合计 | 446 | 457 | 474 | 495 |
| 资产合计 | 1921 | 2225 | 2524 | 2892 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 41 | 47 | 54 | 62 |
| 其他流动负债 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 流动负债合计 | 120 | 160 | 178 | 196 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 非流动负债合计 | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 负债合计 | 154 | 194 | 213 | 230 |
| 股本 | 305 | 308 | 308 | 308 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 1767 | 2031 | 2312 | 2661 |
| 负债和股东权益合计 | 1921 | 2225 | 2524 | 2892 |

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 | 8.4% | 15.5% | 15.8% | 17.4% |
| EBIT 增长率 | 19.3% | 12.2% | 20.2% | 27.0% |
| 净利润增长率 | 26.1% | 3.1% | 20.8% | 24.2% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 34.7% | 33.6% | 34.1% | 35.5% |
| 净利润率 | 20.7% | 18.4% | 19.2% | 20.3% |
| 总资产收益率 ROA | 11.8% | 10.5% | 11.1% | 12.1% |
| 净资产收益率 ROE | 12.8% | 11.5% | 12.2% | 13.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 12.3 | 11.1 | 11.5 | 12.2 |
| 速动比率 | 9.7 | 9.7 | 9.1 | 10.6 |
| 现金比率 | 9.5 | 9.5 | 8.9 | 10.4 |
| 资产负债率 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 存货周转天数 | 137.0 | 114.7 | 121.1 | 121.6 |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.1 |
| 每股净资产 | 5.8 | 6.6 | 7.5 | 8.6 |
| 每股经营现金流 | 0.4 | 1.2 | 0.3 | 1.5 |
| 每股股利 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 22.5 | 21.9 | 18.1 | 14.6 |
| PB | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 19.2 | 15.8 | 13.2 | 9.4 |
| 股息收益率 | 1.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 226 | 233 | 281 | 349 |
| 折旧和摊销 | 24 | 24 | 23 | 23 |
| 营运资金变动 | (97) | 130 | (197) | 126 |
| 经营活动现金流 | 120 | 365 | 83 | 473 |
| 资本开支 | 79 | 13 | 16 | 18 |
| 投资 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (65) | (13) | (16) | (18) |
| 股权募资 | 0 | 31 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (24) | 31 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 30 | 382 | 67 | 455 |

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。