2021 年 02 月 27 日
公司研究●证券研究报告

有友食品（603697.SH）

公司快报

开展股权激励计划，业绩增长目标彰显信心

事件：公司公告《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向共 236 名激励对象定向发行 470 万股限制性股票。其中首次授予 376.3 万股，预留 93.7 万股，首次授予及预留部分的限制性股票授予价格为每股 8.64 元，股票激励计划分三期解除限售，比例分别为 30%、30%、40%。

投资要点

◆ **股票激励计划锚定持续增长，有望激活管理团队潜能** 。股票激励计划授予的股票数量占公告日股本总额 30,454.50 万股的 1.54%。激励对象包括 236 名公司董事、高管、中层管理人员及核心骨干。其中，公司副总经理、财务总监、中层及核心骨干、分别获授 12 万股、12 万股、352.3 万股，分别占本次激励计划授予限制性股票总数的 2.55%、2.55%、74.96%。预留部分为 93.7 万股，占本次激励计划授予限制性股票总数的 19.94%，预留部分的激励对象自本激励计划经股东大会审议通过后 12 个月内确定。股票授予价格为公告前 1 个交易日公司的股票交易均价的 50%，即 8.46 元/股。从激励对象和授予价格来看，激励计划较好地绑定了核心管理层及团队骨干的利益，有效地将公司利益和核心团队利益结合在一起。

激励计划绩效考核分别从公司和个人两个层面设置了解除限售系数：（1）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%。实现 70%解锁的保底要求为：以 2020 年度为基准年，2021-2023 年的营业收入增速不低于 10.5%、23.1%、38.5%。（2）个人年度绩效层面，优秀、良好、合格、不合格对应当期可解除限售比例分别为 100%、80%、60%、0%。个人当年实际解除限售额度＝个人当年计划解除限售额度×公司层面可解除限售比例×个人层面可解除限售比例。

公司本次激励计划摊销总费用约 3175.97 万元，其中 21-24 年依次摊销 1389.49 万元、1138.06 万元、542.56 万元和 105.87 万元，21-22 年的摊销费用较大，或对 21-22 年利润端表现有所承压。

整体来看，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。

◆ **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以贸易摩擦等原因，加之国内养殖企业的供货能力和产品质量显著提高，我们判断未来国内将是公司鸡爪采购的主要渠道。19 年底以来鸡价进入下行周期，随着未来更大规模猪肉供给放量，鸡肉消费可能趋于平缓，再加上供给增加影响，我们判断鸡肉价格 2021 年上半年仍将处于下降通道，公司将迎来成本价格下降红利。

◆ **投资建议：**随着 2020 年下半年疫情缓解，公司环比改善明显，未来成本也步入下

食品饮料 | 其他食品 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2021-02-26)	17.08 元

交易数据

总市值（百万元）	5,201.63
流通市值（百万元）	1,535.54
总股本（百万股）	304.55
流通股本（百万股）	89.90
12 个月价格区间	11.00/34.66 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.22	-12.41	23.47
绝对收益	0.53	-8.27	40.91

分析师 周蓉
SAC 执业证书编号：S0910520030001
zhourong@huajinsc.cn

相关报告

有友食品：品类&渠道双轮驱动 凤爪龙头步入新成长 2020-11-09

行周期，我们认为公司后续收入利润增速有望企稳。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。我们预计公司 2020-2022 年的收入增速分别为 14.2%、15.1%、14.4%，净利润增速分别为 27.6%、18.0%、17.5%， EPS 分别为 0.75 元、0.88 元、1.04 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，维持给予“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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,101	1,008	1,151	1,324	1,515
YoY(%)	11.2	-8.4	14.2	15.1	14.4
净利润(百万元)	178	179	228	269	317
YoY(%)	-6.4	0.5	27.6	18.0	17.5
毛利率(%)	33.0	34.7	37.4	38.0	38.5
EPS(摊薄/元)	0.59	0.59	0.75	0.88	1.04
ROE(%)	20.2	11.4	12.9	13.3	13.6
P/E(倍)	29.2	29.1	22.8	19.3	16.4
P/B(倍)	5.9	3.3	2.9	2.6	2.2
净利率(%)	16.2	17.8	19.8	20.3	20.9

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)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	605	1346	1511	1784	2046
现金	370	407	603	778	1063
应收票据及应收账款	2	2	3	3	4
预付账款	12	25	17	32	24
存货	168	229	205	289	272
其他流动资产	52	682	683	683	683
非流动资产	416	398	417	441	467
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	302	284	309	339	370
无形资产	60	58	55	52	49
其他非流动资产	45	46	42	39	37
资产总计	1021	1744	1927	2225	2513
流动负债	105	142	121	169	152
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	39	36	46	48	59
其他流动负债	65	105	75	121	93
非流动负债	**36**	**36**	**36**	**36**	**36**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36	36
负债合计	140	178	158	206	188
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	225	305	305	305	305
资本公积	9	491	491	491	491
留存收益	646	770	972	1224	1516
归属母公司股东权益	880	1566	1770	2019	2325
负债和股东权益	1021	1744	1927	2225	2513

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	66	153	242	223	322
净利润	178	179	228	269	317
折旧摊销	23	24	24	27	31
财务费用	-11	-9	-15	-18	-24
投资损失	-2	-15	-5	-6	-7
营运资金变动	-138	-35	10	-50	6
其他经营现金流	15	10	0	0	0
投资活动现金流	-36	-622	-37	-46	-50
筹资活动现金流	0	506	-9	-2	13
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.59	0.75	0.88	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.50	0.79	0.73	1.06
每股净资产(最新摊薄)	2.89	5.14	5.81	6.63	7.63

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1101	1008	1151	1324	1515
营业成本	737	659	721	821	932
营业税金及附加	13	11	12	14	17
营业费用	106	109	121	139	159
管理费用	49	45	51	59	67
研发费用	3	4	4	5	6
财务费用	-11	-9	-15	-18	-24
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	15	5	6	7
营业利润	205	206	262	310	367
营业外收入	7	7	8	8	7
营业外支出	1	1	0	1	1
利润总额	212	211	269	318	373
所得税	33	32	41	48	57
税后利润	178	179	228	269	317
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	178	179	228	269	317
EBITDA	223	223	278	324	377

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.2	-8.4	14.2	15.1	14.4
营业利润(%)	-4.6	0.3	27.5	18.3	18.2
归属于母公司净利润(%)	-6.4	0.5	27.6	18.0	17.5
获利能力					
毛利率(%)	33.0	34.7	37.4	38.0	38.5
净利率(%)	16.2	17.8	19.8	20.3	20.9
ROE(%)	20.2	11.4	12.9	13.3	13.6
ROIC(%)	18.4	10.5	11.9	12.3	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	13.8	10.2	8.2	9.2	7.5
流动比率	5.8	9.5	12.5	10.5	13.5
速动比率	3.6	7.7	10.6	8.6	11.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	468.6	481.4	481.4	481.4	481.4
应付账款周转率	17.2	17.4	17.4	17.4	17.4
估值比率					
P/E	29.2	29.1	22.8	19.3	16.4
P/B	5.9	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	21.8	18.6	14.2	11.7	9.3

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.huajinsc.cn