

2020年11月09日

有友食品（603697.SH）

深度分析

品类&渠道双轮驱动 凤爪龙头步入新成长

投资要点

- ◆ **休闲泡卤制品品牌化&集中度低，凤爪龙头市占率有望进一步提升。**根据智研咨询数据，我国目前休闲零食销量已破万亿，并保持 20% 以上复合增速，在 2019 年接近 1.2 万亿销量。其中休闲泡卤制品是增速较快的品类，2019 年规模约 1069 亿元，2012-2019 年复合增长率为 18.8%。休闲泡卤制品正在经历工业化和品牌化过程，需求大，行业集中度有待提高。公司 2019 年泡椒凤爪收入 8.4 亿元，在国内凤爪细分行业处于绝对龙头地位。受益行业规范化以及消费者消费水平和品牌意识持续提升，小型企业和传统夫妻店将加速退出市场，公司凭借品牌、产品、渠道等优势将充分受益行业发展和整合，泡椒凤爪市占率有望进一步提升。
- ◆ **发挥核心单品优势之外，积极布局产品矩阵，扩张新品类。**泡椒凤爪一直是公司核心主力产品，收入占比长期在 70% 以上，2017-2019 年泡椒凤爪收入占比分别为 79.45%、81.63% 和 84.44%。以核心大单品为基础，公司持续进行新品研发，满足不同市场需求，强化公司产品力。公司 19 年下半年推出猪皮晶 B 端火锅业务，打造火锅新食材，创造新吃法。公司已设立专门团队，负责猪皮晶 B 端业务的运营管理，公司计划在销售推广上加大力度，未来餐饮端猪皮晶成长可期，有望成为一个突破亿元级大单品。
- ◆ **布局全国&渠道下沉，扩大营收增长极。**目前公司采用经销和直销相结合的销售模式，以经销商为主（销售占比达 95% 以上），直销渠道为辅。公司销售区域主要在西南川渝地区，渠道已经下沉至县级城市，通路完善地区下沉至镇级市场。近年来公司加强华东和华南两大潜力市场的开拓，进行人力资源补充和渠道拓宽，逐步从 KA 扩充至流通和线上等新兴渠道。未来随着新市场的不断开拓，有望为收入贡献更多增量。
- ◆ **鸡价步入下行周期，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，20 年 7 月份白条鸡主产区平均价 12.60 元/公斤。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 2020 年下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：**2020 年上半年随着疫情缓解，公司环比改善明显，未来成本也步入下行周期，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，采用相对估值法，参考同行业部分公司估值，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 35X 估

食品饮料 | 其他食品 III

投资评级

买入-B(首次)

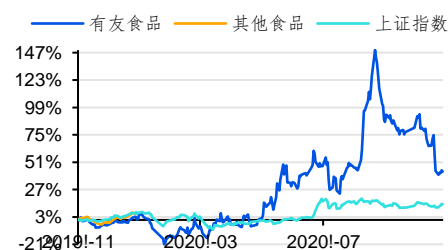
股价(2020-11-06)

19.38 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值（百万元） | 5,902.08 |
| 流通市值（百万元） | 1,742.32 |
| 总股本（百万股） | 304.55 |
| 流通股本（百万股） | 89.90 |
| 12 个月价格区间 | 10.31/34.66 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|-------|-------|
| 相对收益 | -22.34 | -2.24 | 19.56 |
| 绝对收益 | -19.42 | -3.49 | 31.3 |

分析师

周蓉

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

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号：S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsc.cn
 021-20377051

相关报告

值，首次覆盖，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) | 33.1 | 33.0 | 25.8 | 21.9 | 18.6 |
| P/B(倍) | 6.7 | 3.8 | 3.3 | 2.9 | 2.5 |
| 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

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、公司基本情况 | 6 |
| (一) 国内泡椒凤爪行业龙头 | 6 |
| (二) 公司股权结构集中，核心管理层餐饮经验丰富 | 7 |
| (三) 主营业务突出，盈利水平稳步增强 | 8 |
| 1、主营业务突出，2019 年略有下滑 | 8 |
| 2、毛利率水平逐年提升，盈利能力稳步增强 | 8 |
| 二、泡卤制品行业现状及发展趋势 | 9 |
| (一) 休闲食品行业现状及发展趋势 | 9 |
| 1、休闲零食“第四餐化”趋势明显，处于高增时代 | 9 |
| 2、细分行业竞争格局差距大，泡卤制品行业集中度低 | 10 |
| (二) 休闲泡卤制品行业现状及规模 | 10 |
| 1、休闲泡卤制品分为休闲卤制品和休闲泡制品 | 10 |
| 2、休闲泡卤制品集中度&品牌化率低 | 12 |
| 3、消费者对辣味偏好，休闲泡卤制品具备消费粘性 | 13 |
| 4、休闲泡卤制品向休闲化、品牌化发展 | 13 |
| 三、泡椒凤爪行业现状及发展趋势 | 14 |
| (一) 泡椒凤爪行业休闲化初现，集中度有待提高 | 14 |
| 1、泡椒凤爪行业生产技术初步工业化 | 14 |
| 2、泡椒凤爪行业有友为龙头，集中度有待提高 | 14 |
| (二) 凤爪行业向工业化、健康化发展 | 16 |
| 四、从中长期及短期看有友发展空间 | 17 |
| (一) 中长期发展优势-品类扩张&渠道下沉 | 17 |
| 1、营收依赖凤爪单一品类，积极扩张新品类 | 17 |
| 1) 凤爪为主要收入贡献来源，拥有行业优先定价权 | 17 |
| 2) 有友积极布局新品类，有望再次打造 10 亿大单品 | 18 |
| 2、布局全国&渠道下沉，扩大营收增长极 | 20 |
| 1) 休闲食品传统三种营销模式 | 20 |
| 2) 有友以传统经销模式为主，积极拓展新营销渠道 | 21 |
| A. 经销模式收入占比高，毛利率略低 | 21 |
| B. 经销商区域分布以西南、华东为主 | 21 |
| C. 对经销商严格管控，掌控话语权 | 22 |
| 3) 华东市场有望作为新区域收入增长极 | 22 |
| 4) 加大电商经销模式投入，收入占比有望持续提高 | 23 |
| (二) 短期发展优势-鸡肉价格步入下行周期，有友迎来成本下降红利 | 24 |
| 1、凤爪原材料成本占比高达 74% | 24 |
| 2、鸡肉价格步入下行通道 | 24 |
| 3、泡椒凤爪平均价格敏感系数 | 26 |
| 4、凤爪平均单位成本敏感系数 | 26 |
| 五、盈利预测 | 26 |
| 1、收入&成本预测 | 26 |
| 2、相对估值 | 27 |
| 六、风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：有友食品在泡椒凤爪行业市占率 | 6 |
| 图 2：有友食品股权结构示意图 | 7 |
| 图 3：有友食品 14-19 年营业收入及增速 | 8 |
| 图 4：有友食品 14-19 年净利润及增速 | 8 |
| 图 5：有友食品 14-19 年主营业务构成 | 8 |
| 图 6：有友食品 14-19 年销售毛利率及净利率水平 | 9 |
| 图 7：2012-2019 年中国休闲食品行业规模（亿元） | 9 |
| 图 8：2012-2019 年中国休闲卤制品行业市场规模及增长 | 11 |
| 图 9：中国休闲泡卤食品分类行业规模（亿元） | 12 |
| 图 10：2010-2020 年休闲卤制品家禽类卤制品规模及预测 | 12 |
| 图 11：2010-2020 年休闲卤制品红烧肉卤制品规模及预测 | 12 |
| 图 12：休闲卤制品行业集中度低 | 12 |
| 图 13：休闲泡制品行业集中度低 | 12 |
| 图 14：2010-2020 年休闲卤制品品牌化率及预测 | 13 |
| 图 15：中国人口味偏好情况 | 13 |
| 图 16：有友凤爪生产工艺流程图 | 15 |
| 图 17：中国泡爪行业企业分布 | 15 |
| 图 18：泡爪行业企业竞争梯队 | 16 |
| 图 19：有友竞争对手企业简介 | 16 |
| 图 20：有友食品 2014-2019 年凤爪收入及增速 | 17 |
| 图 21：有友食品 2016-2019 年研发费用及增速 | 17 |
| 图 22：有友食品及主要竞品泡椒凤爪价格对比（元/100g） | 18 |
| 图 23：有友食品 14-19 年泡椒凤爪单价及增速 | 18 |
| 图 24：有友食品主要产品矩阵 | 19 |
| 图 25：有友食品火锅食材猪皮晶 | 20 |
| 图 26：有友食品经销与直销模式收入占比 | 21 |
| 图 27：2018 年末有友七大区经销商占比 | 22 |
| 图 28：有友食品 16-19 年营收及增速 | 23 |
| 图 29：有友食品 16-19 年华东地区收入及增速 | 23 |
| 图 30：休闲卤制品主要消费时间 | 23 |
| 图 31：休闲卤制品购买渠道情况 | 23 |
| 图 32：有友食品 16-19 年电商模式收入及增速 | 24 |
| 图 33：2019 年有友泡椒凤爪各主要成本占比 | 24 |
| 图 34：有友食品 17-19 年各品类成本占比 | 24 |
| 图 35：白条鸡主产区平均价走势（元/公斤） | 25 |
| 图 36：我国祖代肉种鸡引种量（万套） | 25 |
| 图 37：17-19 年有友泡椒凤爪平均销售单价敏感系数 | 26 |
| 图 38：2020-21 年有友凤爪平均单位成本敏感分析 | 26 |
| 表 1：有友食品发展历程 | 6 |
| 表 2：休闲食品行业前十大公司规模及市占率 | 10 |
| 表 3：休闲泡制品与休闲卤制品对比 | 11 |
| 表 4：有友食品凤爪 17-20 年提价统计 | 18 |

| | |
|-------------------------------|----|
| 表 5: 有友食品储备研发项目列表 | 19 |
| 表 6: 休闲食品三种营销模式对比 | 20 |
| 表 7: 经销商管理制度 | 22 |
| 表 8: 有友食品分品类营业收入预测（百万元） | 27 |
| 表 9: 同行业部分公司相对估值比较 | 28 |

一、公司基本情况

公司成立于 1997 年，前身为有友饭店，创世人鹿有忠于 1982 年开办，在经营饭店中发现泡椒风味菜品特别是泡椒凤爪十分畅销，抓住商机于 1997 年建厂成为包装泡椒凤爪产品第一人。2007 年，有友食品位于渝北区农业园区国际食品工业城的科研基地创立并正式投产，占地 30 亩，企业迈入了发展快车道；2010 年，建筑面积 4,5000 平方米的有友食品四川基地建成投产；2017 年，重庆璧山生产基地投产，企业在近十年间持续扩产，至今已成为拥有近 2 万平方米科研生产基地、高素质科研开发人才及年产 2.8 万吨以上实际生产量的一家公司。2014 年 11 月，有友食品在新三板正式挂牌；2019 年 5 月 8 日，公司正式在上交所 A 股主板上市。

表 1：有友食品发展历程

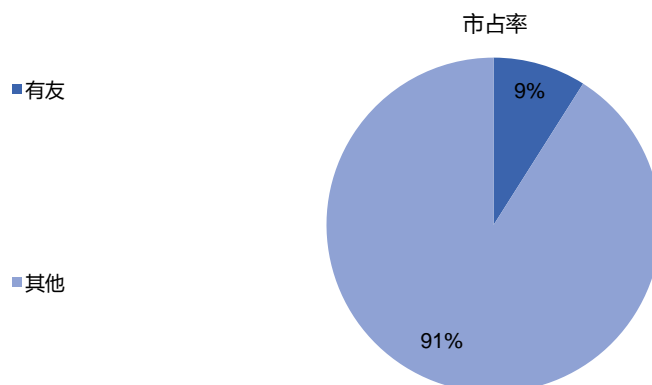
| 时间 | 事件 |
|-------|---|
| 1982年 | 鹿有忠先生成立有友大酒店。 |
| 1997年 | 成立有友食品。 |
| 2007年 | 有友食品渝北区农业园区国际食品工业城的科研基地创立并正式投产。 |
| 2010年 | 有友食品四川基地建成投产。 |
| 2014年 | 有友食品在新三板正式挂牌。 |
| 2017年 | 重庆璧山生产基地投产近十年间持续扩产，拥有近2万平方米科研生产基地、高素质科研开发人才及年产2.8万吨以上实际生产量。 |
| 2018年 | 有友食品股份有限公司IPO申请获证监会发审委通过。 |

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

（一）国内泡椒凤爪行业龙头

公司主要产品为泡卤风味休闲食品，属于休闲食品行业中的一个细分产业。经过多年业务发展，公司已逐步形成以泡椒凤爪等肉制品为主，带鱼、鱿鱼、竹笋、花生、豆干等非肉制品为辅的泡卤风味休闲食品系列，其主导产品为“泡椒凤爪”，2019 年销售占比超 80%，在该细分市场具有较高的品牌知名度和市场影响力，“有友及图”于 2012 年 4 月被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标。

图 1：有友食品在泡椒凤爪行业市占率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

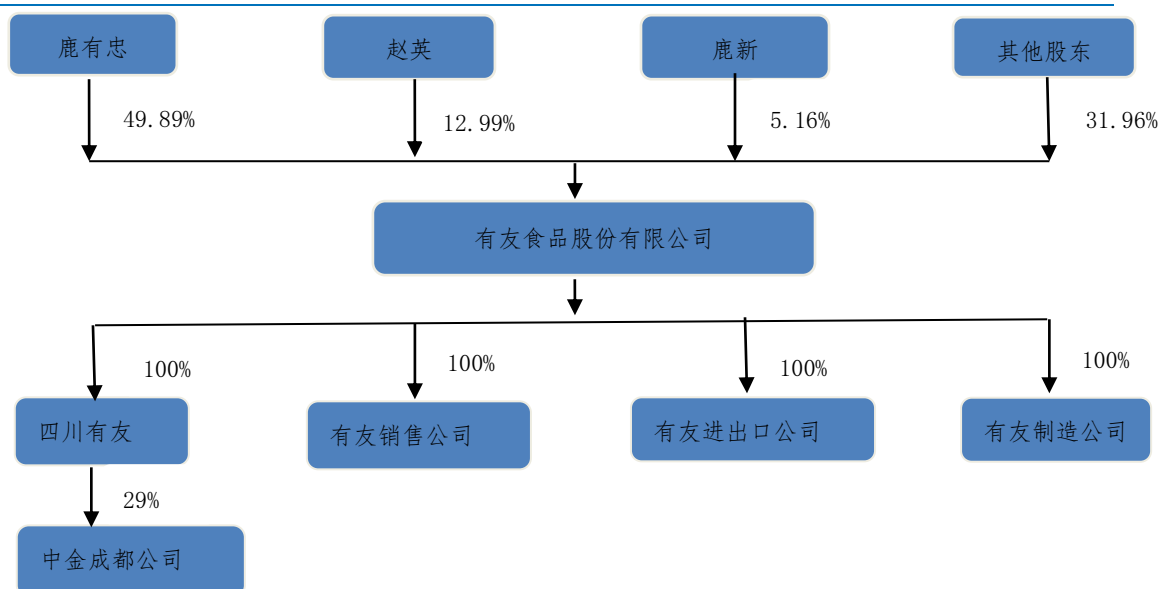
有友食品 2019 年泡椒凤爪收入 8.4 亿元，为市占率第一品牌，第二名收入在 2 亿元左右，有友在国内凤爪细分行业处于绝对龙头地位。泡卤休闲食品生产壁垒较低，相关生产企业以及小作坊数量众多，尤其生产企业集中区域竞争相对激烈，以泡椒凤爪为例，泡椒凤爪发源于成都平原，流行于川渝地区，具有很强的地方特色。目前国内共有规模不等的生产企业 600 多家，其中近一半集中在川渝地区。河北、广西、湖南也有较多分布，主要品牌有有友、奇爽、曾巧（乖媳妇）、辣媳妇、永健、四川品品等，2018 年后三只松鼠等零食品牌也纷纷进入市场，市场上品牌繁多，有友领先于其他品牌开始实现全国化扩张，而其他各品牌多在局部区域或线上进行销售。

较高的产业集中度为公司在原料采购及相关生产配套等方面提供了极大便利。同时，公司所处的川渝地区是我国泡椒凤爪的最主要消费区域，公司主营业务收入中约 60% 来自西南地区，其较高的市场成熟度是保证公司业绩稳定增长的基础。此外，川渝地区作为国内泡凤爪产业的最大集群地和消费市场，具有天然的货物流通便利，能够有效减少运输费用和时间成本，从而使公司较其它地区的泡椒凤爪生产企业具有明显的地理区位优势。

（二）公司股权结构集中，核心管理层餐饮经验丰富

公司管理层多出身食品或餐饮行业，相关经营经验丰富。董事长鹿有忠先生曾经营个体饮食行业；董事鹿新女士于蓝带国际厨艺餐旅学院学习，主要从事新型食品发展前沿相关课题研究；研发中心主任李学辉先生曾担任重庆三高乳业有限责任公司质检部部长；财务总监崔海彬先生曾担任重庆啤酒集团财务部长及财务总监等。公司实际控制人为董事长夫妇鹿有忠、赵英和其女鹿新，共持有股份 68.04%，其中鹿有忠先生持有公司股份 49.89%，公司股权结构明晰集中，管理结构稳定。

图 2：有友食品股权结构示意图



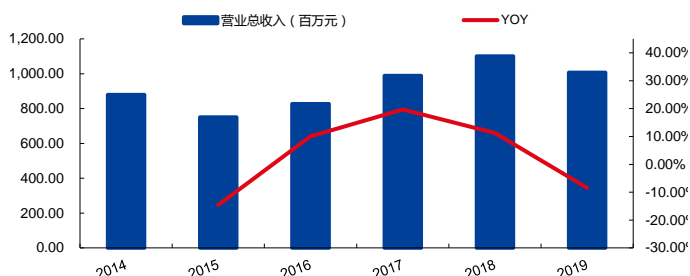
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）主营业务突出，盈利水平稳步增强

1、主营业务突出，2019 年略有下滑

2015 年至 2019 年，公司实现营业收入从 7.52 亿元增长至 10.08 亿元，年复合增长率为 7.60%；净利润从 1.08 亿元增长至 1.79 亿元，年复合增长率为 13.46%。其中，2019 年公司营业收入同比下降 8.44%，实现净利润同比略有增长。主要原因：1、因原材料价格大幅上涨，公司 2018 年针对不同品类及规格的泡椒凤爪系列产品进行提价，终端市场需要一段时间消化涨价冲击，致使 2019 年泡椒凤爪销售收入同比下降 5.86%；2、公司火鸡翅原料来源于美洲市场，受中美贸易战影响，火鸡翅市场供应极不稳定，公司 2019 年暂停火鸡翅产品的生产与销售，销售收入略有影响。

图 3：有友食品 14-19 年营业收入及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

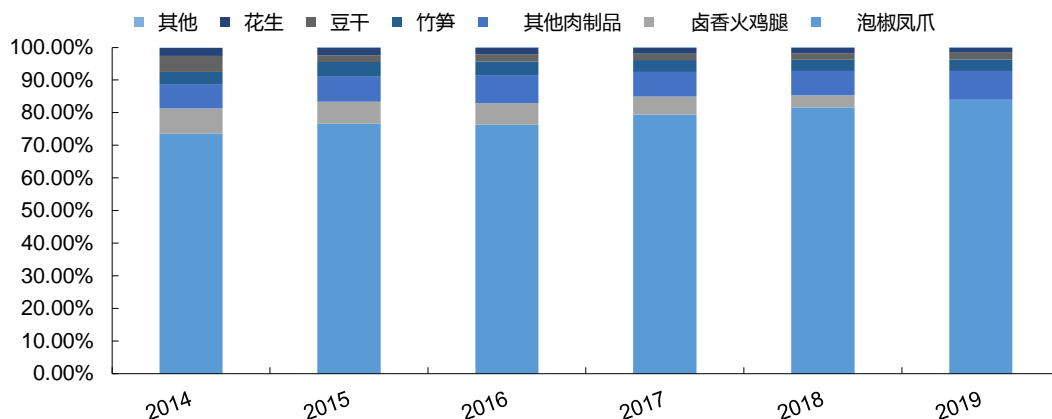
图 4：有友食品 14-19 年净利润及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

自公司成立以来，泡椒凤爪业务一直贡献主要营业收入，主营业务突出。以 2019 年为例，公司实现营业收入 10.08 亿元，其中泡椒凤爪实现收入 8.44 亿元，占比约 83.7%，其他收入分别来自猪皮晶、竹笋、花生、豆干等业务，占比约 16.0%。

图 5：有友食品 14-19 年主营业务构成

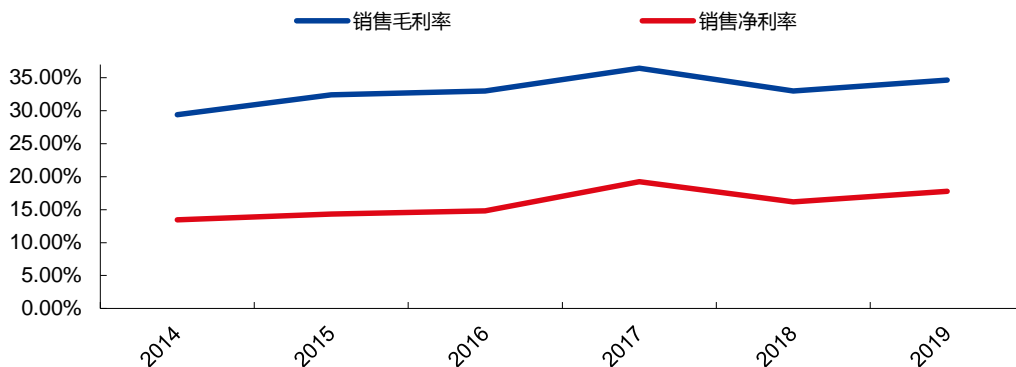


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、毛利率水平逐年提升，盈利能力稳步增强

2015年至2019年，公司销售毛利率从15年32.42%提升至19年34.66%，销售净利率从15年14.35%提升至19年17.66%，毛利率水平逐年提升，主要源自于泡椒凤爪系列产品提价所致，公司盈利能力稳步增强。

图6：有友食品14-19年销售毛利率及净利率水平



资料来源：公司公告，华金证券研究所

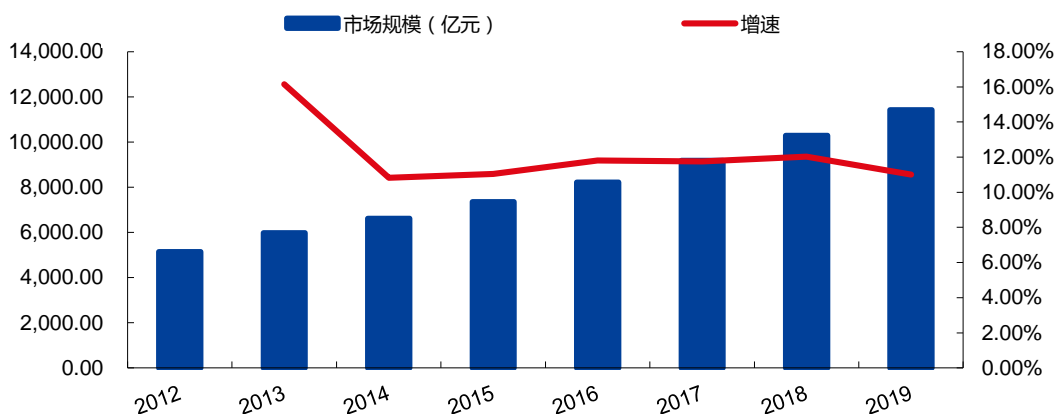
二、泡卤制品行业现状及发展趋势

（一）休闲食品行业现状及发展趋势

1、休闲零食“第四餐化”趋势明显，处于高增时代

在休闲零食“第四餐化”趋势下，休闲食品这一细分板块成为近年食品饮料板块中增长最为快速的细分板块。我国目前休闲零食销量已破万亿，并将保持20%以上的复合增速，在2019年接近1.2万亿销量。休闲零食在“第四餐化”趋势下，市场规模有望在未来10-15年内占到我国消费者食品支出的20%。

图7：2012-2019年中国休闲食品行业规模（亿元）



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

2、细分行业竞争格局差距大，泡卤制品行业集中度低

随着我国居民消费水平的提高，我国休闲食品市场逐渐向年轻化、高端化、健康化升级。休闲食品“第四餐化”的趋势也说明，消费升级下场景消费的增加给食品饮料行业带来的变化。我们认为休闲食品在未来几年仍会保持高速增长的态势，特别看好结构性机会，坚果、卤制品等休闲零食发展刚刚开始，可以重点关注。

休闲食品行业中的各个细分领域发展阶段不一样，其行业竞争格局存在较大差异。总体来看，休闲食品的市场集中度有很大提升空间，休闲食品整体 CR10 约 30%，美国及英国 CR10 超过 60%。特别是一些特色休闲食品，市场集中度还在很低的水平，未来龙头企业会不断向这些领域渗透，市场占有率有望不断提升。根据智研咨询数据，2016 年中国烘焙食品市场 CR5 集中度为 21.7%，其中达利食品、桃李面包和嘉顿市场份额为前三，分别占比 7%、6.6%和 3.4%。中国巧克力销售额前十的企业共占 82.1%的市场份额，其中前两名玛氏和费列罗分别占有 39.8%和 17.8%的市场份额，市场集中度较高。在饼干市场上，前十名品牌占据 63.7%的市场份额，其中前两名分别为乐滋中国和徐福记，分别占据 14.4%和 8.9%的市场份额。在膨化食品市场上，乐事、上好佳、好丽友、品客、可比克、艾比利等品牌占据了零售渠道 90%以上的市场份额，其中乐事以超过 25%的市场份额稳居第一。各细分领域中，集中度较低的是坚果，CR5 约 12%。除坚果外，泡卤制品等中华特色休闲食品正在经历工业化和品牌化的过程，需求大，未来有可能会诞生更多的龙头品牌公司，提升行业集中度。

表 2：休闲食品行业前十大公司规模及市占率

| 公司 | 成立年份 | 销售额（亿元） | 头部公司市场占有率 |
|------|------|---------|-----------|
| 良品铺子 | 2006 | 60 | 19.75% |
| 三只松鼠 | 2012 | 44.2 | 14.55% |
| 洽洽食品 | 2001 | 35.77 | 11.77% |
| 绝味鸭脖 | 2005 | 32.7 | 10.76% |
| 来伊份 | 1999 | 31.8 | 10.47% |
| 周黑鸭 | 2008 | 28.2 | 9.28% |
| 百草味 | 1997 | 20.7 | 6.81% |
| 溜溜果园 | 2011 | 13 | 4.28% |
| 天喔 | 1999 | 11.51 | 3.79% |
| 有友食品 | 2007 | 10.1 | 3.32% |
| 楼兰蜜语 | 2006 | 9 | 2.96% |
| 盐津铺子 | 2005 | 6.8 | 2.24% |
| 合计 | | 303.78 | 100% |

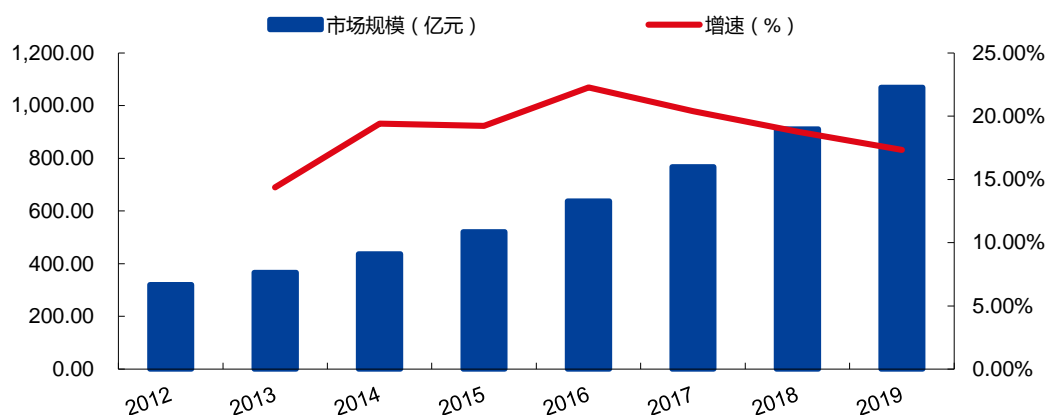
资料来源：智研咨询，华金证券研究所

（二）休闲泡卤制品行业现状及规模

1、休闲泡卤制品分为休闲卤制品和休闲泡制品

休闲泡卤制品属于休闲食品中增速较快的品类，2012 年规模约为 320 亿元，2019 年增长至 1069 亿元，2012-2019 年复合增长率为 18.8%。

图 8：2012-2019 年中国休闲卤制品行业市场规模及增长



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

泡卤制品的起源可以追溯到遥远的战国时期。史书中关于卤菜的最早记载，是战国时期的宫廷名菜“露鸡”。《楚辞·招魂》和《齐民要术》中记载了“露鸡”的制作方法。古文字学家郭沫若根据这些记载在《屈原赋今译》中将其解作“卤鸡”。而此后红卤的烧鸡、白卤的白斩鸡都是根据“露鸡”发展得来的。

泡卤休闲食品包括泡制休闲食品和卤制休闲食品。泡制休闲食品以禽畜、粮食或蔬菜为原材料，加入发酵菌种和调味香料经过发酵而成。卤制休闲食品的制作需将禽畜、粮食等原材料放入调制好的卤汁中烧煮成熟，待卤汁渗入原料中后经过降温形成。

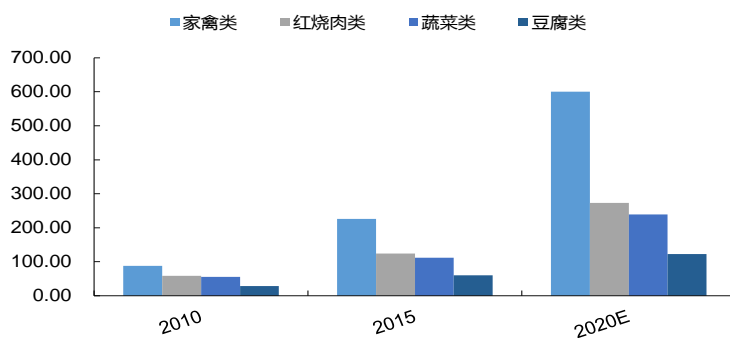
表 3：休闲泡制品与休闲卤制品对比

| | 休闲泡制品 | 休闲卤制品 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|
| 消费人群 | 18-35 岁的年轻群体为主，占比 7-8 成，女性占比大 | |
| 购买场景 | 中大型商超、小卖部为主 | 主要集中在商圈、交通枢纽、专卖店、商超等，社区加盟店未未来趋势 |
| 所选食材 | 长期以各类蔬菜为主要加工对象，肉制品为未来趋势 | 肉制品偏多 |
| 制作过程 | 加热步骤较少，腌制为主要步骤 | 加热过程较多，调味和煮制为关键步骤 |
| 生命周期 | 发展历史悠久，市场成熟度高，产品生命周期长 | |
| 口感 | 脆爽清口，辣味口感更佳 | 滋味重，多辛辣，色香味诱人 |

资料来源：智研咨询，华金证券研究所

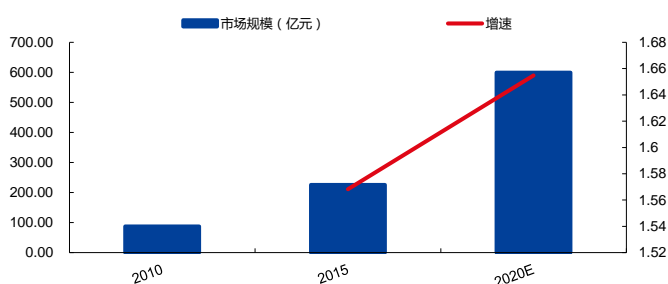
禽类制品作为泡卤制品中贡献最大，预计到 2020 年占比为 48.6%；肉制泡卤品和蔬菜泡卤品各占 20% 左右，豆腐类占比 10%。同时禽类制品作为最大规模的泡卤制品品类，依旧保持细分品类中的增速冠军，预计 15-20 年复合增速将达到 21.6%，成长最快。

图 9：中国休闲泡卤食品分类行业规模（亿元）



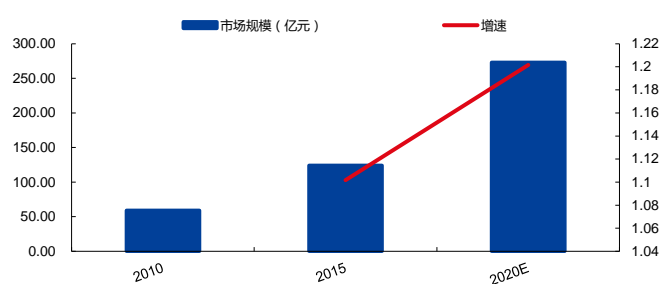
资料来源：智研咨询，华金证券研究所

图 10：2010-2020 年休闲卤制品家禽类卤制品规模及预测



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 11：2010-2020 年休闲卤制品红烧肉卤制品规模及预测

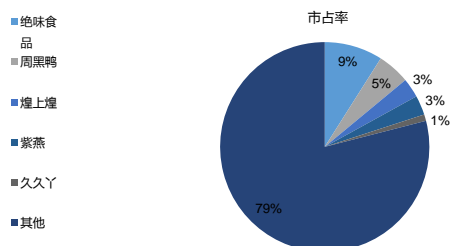


资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

2、休闲泡卤制品集中度&品牌化率低

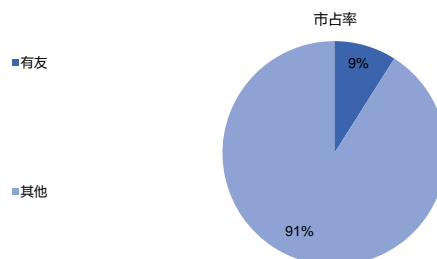
泡卤制品行业存在三种经营模式：作坊式经营、区域性连锁品牌经营以及全国性连锁品牌经营。在行业发展初期由于口味壁垒和消费偏好的局限行业主要以作坊式工厂为主，CR3 仅 17.1%，行业集中度偏低。以卤制品为例，绝味作为销售规模最大的卤企，市占率不足 10%。而有友食品作为国内最大的休闲泡制品公司，其市场率也仅在 9%。未来随着消费者对品牌意识的提升和对新鲜度要求的提高，连锁品牌将推动泡卤制品行业不断突破跨区域销售壁垒，取代现存的作坊模式，提升行业集中度。预计 2015-2020 年，品牌化 CAGR 将保持 28.9%，远高于非品牌 6.3%的增速水平，后者市场将被不断挤压。

图 12：休闲卤制品行业集中度低



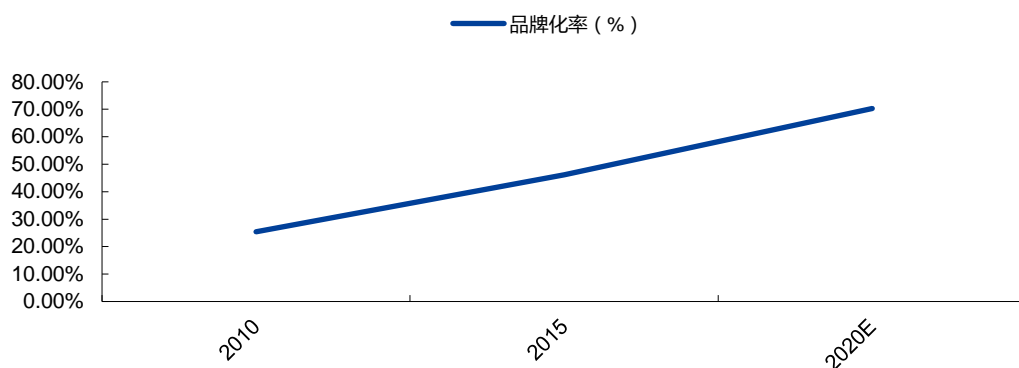
资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 13：休闲泡制品行业集中度低



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：2010-2020 年休闲卤制品品牌化率及预测

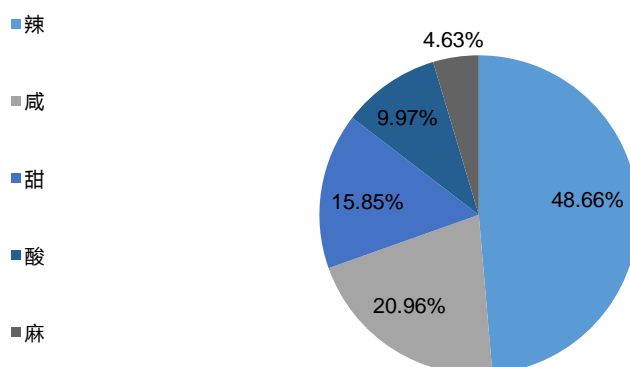


资料来源：智研咨询，华金证券研究所

3、消费者对辣味偏好，休闲泡卤制品具备消费粘性

泡卤食品符合消费者对辣味的偏好。据统计，口味(32.7%)是消费者点餐依据的首要因素，48.66%的中国人最喜爱的口味是辣。泡卤制食品多具有香、酸、辣、和爽口的特点，其风味符合消费者对辣味的偏好。

图 15：中国人口味偏好情况



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

泡卤制品具有成瘾性，复购率高。泡卤制品多以肉为食材，口味以辣和重盐为主，具备成瘾性：1) 辛辣食品的涉入会产生灼热感，从而出发人体释放自身的止痛物质——内啡肽，带来愉悦感；2) 盐是提高情绪的自然物质，重盐食品能让人感到愉悦。

4、休闲泡卤制品向休闲化、品牌化发展

2018 年泡卤制品的行业规模约在 870 亿元，泡卤制品正从佐餐菜肴变身为休闲食品。生产技术的发展与销售区域的扩张相关，生产技术发展的同时推动泡卤制品行业企业突破跨区域销售壁垒，向全国市场扩张。连锁品牌企业间开展品牌竞争，规模化生产效率高且门店供应链完善的企业市占率逐步提升，开始步入成熟阶段。

供应端方面，全国性连锁品牌主要依托门店在多区域的开店来实现市场份额的提升，门店的扩张离不开供应链管理体系的支撑，供应链管理体系的效率影响公司的利润率和竞争优势，因此供应链是行业核心竞争力。供应链体系的优势主要体现在原材料采购端、标准化生产端、冷链运输配送端和门店的精细化管理。休闲泡卤制食品连锁企业的物流呈现小批量、高频次、多点配送和快速配送的特点。鉴于行业特点，企业需要完善的仓储物流体系、先进的食品保鲜技术来支撑，并考虑销售网络的铺设和市场的反应速度；在门店选址上，需要考虑门店与生产基地的运输距离和时间，以达到效率最大化，沿线多点配送可以分摊物流成本，有利于下游配送效率集约化。

渠道端方面，线下渠道贴合社区，线上渠道引流推动增长。休闲泡卤制食品的销售渠道包括餐饮服务店、商超、加盟店、品牌店、电商平台。不同的销售渠道对应不同的消费市场，泡卤肉制品的消费市场主要有四种，分别是家庭消费市场、酒店餐饮市场、休闲食品市场和礼品特产市场。其中，酒店餐饮市场属于直接供应酒店、酒吧、夜市餐饮等大客户，订单量大销售稳定，礼品特产市场主要在专卖店、机场火车站等地区，而家庭消费市场和休闲食品市场是门店直接触达消费者的散装销售，泡卤制食品品牌连锁企业主要面向的是休闲食品市场。

三、泡椒凤爪行业现状及发展趋势

（一）泡椒凤爪行业休闲化初现，集中度有待提高

凤爪又称为鸡爪、鸡脚，是鸡的脚爪，在中国的悠久饮食文化中，被美称为凤爪。随着泡肉技术的不断完善以及包装技术改良，泡椒凤爪的消费场景已经突破了酒桌，走向了日常生活。泡椒凤爪从餐桌热菜到休闲零食的转变加快了行业的产业化进程，同时消费场景的拓宽也助力产品的地域扩张，从发源地川渝地区快速向全国市场蔓延，发展态势良好。中国泡椒凤爪行业自上世纪 90 年代末期实现工业化生产以来，已经具有相当的市场规模，在整个泡卤休闲食品中占据重要地位。

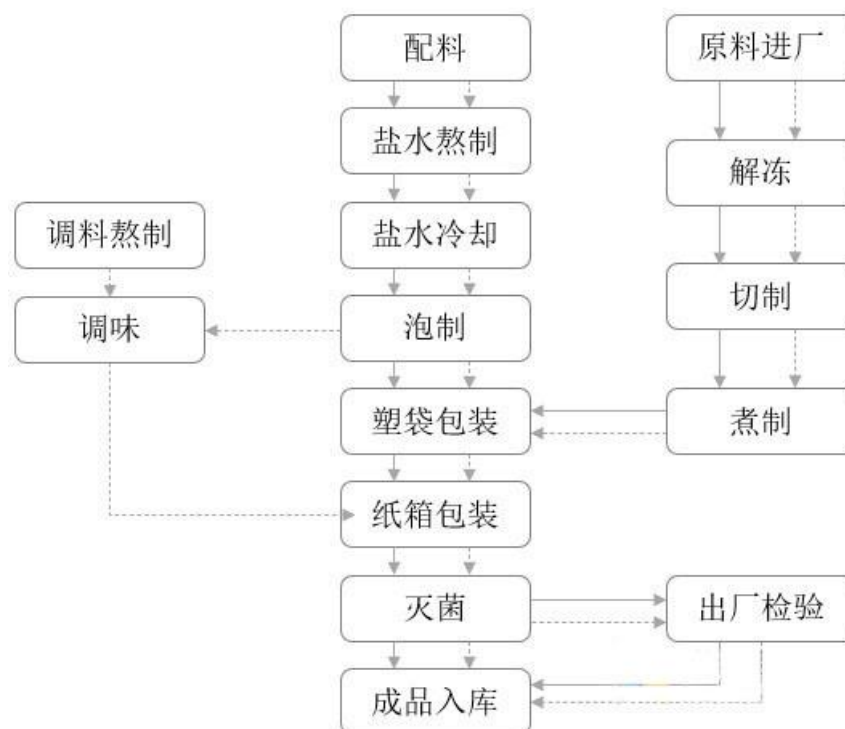
1、泡椒凤爪行业生产技术初步工业化

从有友食品凤爪制作流程来看，针对鸡爪人工切制效率低的问题，有友食品历经 8 年研制出全自动鸡爪切割机，极大提高了生产效率；其次面对保鲜问题，2009 年有友食品与西南大学合作，运用现代生物技术，攻克了泡椒凤爪保质期较短的难题。目前在泡椒凤爪生产领域，已经取得了 13 项专利成果，技术优势领先。

2、泡椒凤爪行业有友为龙头，集中度有待提高

泡椒凤爪发于川渝地区，兴于川渝地区，据统计，全国共有 600 多家泡制食品企业，43% 分布在川渝地区，2019 年重庆泡椒凤爪产量占全国产量 50% 以上。

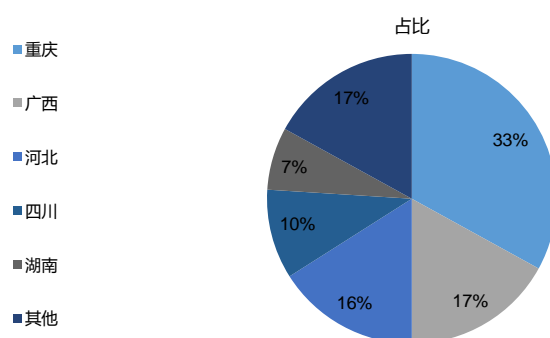
图 16：有友凤爪生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

从泡椒凤爪其他参与企业来看，中国泡椒凤爪市场较为分散，以中小企业为主，包括有友、奇爽、乐棒棒、曾巧、辣媳妇、永健、品品等知名品牌，以及数量众多小规模工厂和家庭作坊式企业。有友作为泡卤凤爪龙头，规模超过 10 亿。第二梯队奇爽、曾巧、辣媳妇规模为 1-2 亿左右。奇爽的主要产品为泡制豆干,泡椒凤爪规模 2 亿左右。

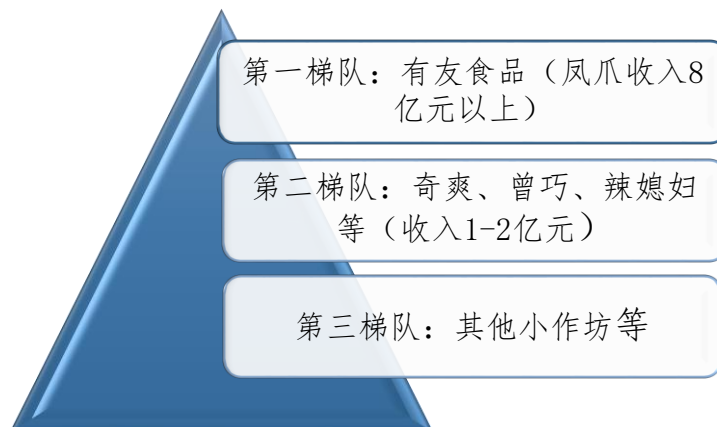
图 17：中国泡爪行业企业分布



资料来源：华经研究网，华金证券研究所

其余凤爪企业与有友规模差异较大，主要通过低价策略抢夺市场份额。受益行业规范化以及消费者消费水平和品牌意识持续提升，小型企业和传统夫妻老婆店等将加速退出市场，公司凭借品牌、产品、渠道等方面优势将充分受益行业发展和整合，泡椒凤爪市占率有望进一步提升。

图 18：泡爪行业企业竞争梯队



资料来源：华经研究网，华金证券研究所

图 19：有友竞争对手企业简介

| 公司 | 主营产品 | 泡椒凤爪品牌 | 公司规模 | 渠道网络 |
|-----|-----------|--------|---|--|
| 奇爽 | 泡制豆干 | 奇爽、乐棒棒 | 注册资本15,000万元，在重庆、威海、泸州以及梁平建立五个生产基地 | 在国内30多个省、自治区、直辖市建立了完善的营销网络，组建32个驻外办事 |
| 曾巧 | 泡椒凤爪 | 乖媳妇 | 注册资本5,000万元，资产总值5.8亿元，职工1000余人 | 设有八个销售大区及办事处，拥有经销商200余名，10,000余名分销商、批发商及零售终端客户，销售网络覆盖全国三十余个省、直辖市 |
| 辣媳妇 | 泡椒凤爪、泡椒豆干 | 辣媳妇 | 注册资本450万元，公司占地面积2万余平米，拥有员工300余人 | 销售网点覆盖了国内三个余个省市、自治区 |
| 永健 | 泡椒凤爪 | 永健 | 注册资本2,352万元 | 围绕食品核心产业在全国各省、自治区、直辖市及主要的城市均建立了专业的营销团队和完善的通路网络 |
| 品品 | 泡椒凤爪 | 逗嘴，品品 | 注册资本1,200万元。公司目前已投入三条生产线，你投入运行全自动化生产线六条，在全产能模式下，年产销量将至少达到6亿元人民币 | 公司已成立了华中、华南、西南、华北、西北、京津、华东七大区域销售中心 |

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（二）凤爪行业向工业化、健康化发展

休闲卤制品加工方式较原始，工业化产品少，大量传统凤爪卤制品拥有成熟手工工艺，尚未被完全工业化，具有广阔的市场前景。但是，传统工艺在工业化过程中仍存在诸多问题。其中最主要的是防腐保鲜处理。添加防腐剂可以较好地保证风味不受破坏，但防腐剂的不健康属性使之越来越不受认可；超高压杀菌效果达不到卤制品保质期的要求，且需要较大的设备投入；辐照杀菌通常可作为辅助杀菌手段，但同样因其辐照的属性受到部分消费者担忧。热杀菌仍然是最主流的杀菌方法，但其对风味的破坏使产品研发受到制约。在未来还需要使用栅栏技术、天然保鲜剂、热杀菌等协同作用方面展开更多研究，实现休闲凤爪包装食品的工业化、健康化。

四、从中长期及短期看有友发展空间

（一）中长期发展优势-品类扩张&渠道下沉

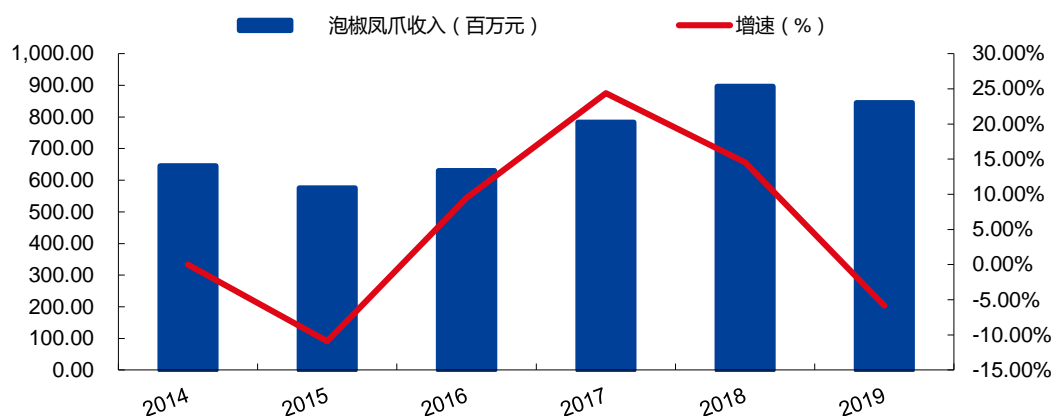
1、营收依赖凤爪单一品类，积极扩张新品类

1) 凤爪为主要收入贡献来源，拥有行业优先定价权

泡椒凤爪一直是公司核心主力产品，收入占比长期在 70%以上，2017-2019 年泡椒凤爪收入占比分别为 79.45%、81.63%和 84.44%。2019 年公司共实现泡椒凤爪销量 2.25 万吨，同比下滑 21%，实现泡椒凤爪营收 8.4 亿元，同比下滑 5.9%。主要原因为 2018 年 9 月对泡椒凤爪系列产品提价幅度较大，导致终端销量下滑，目前提价影响已基本消除。

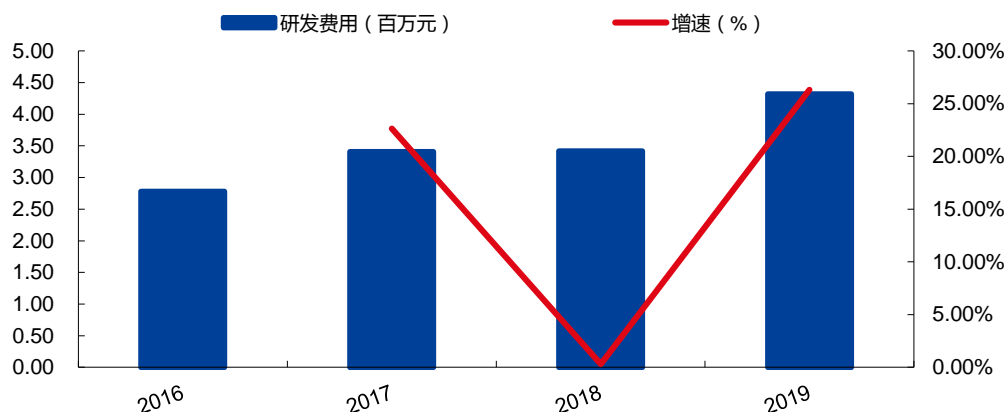
猪皮晶、竹笋为第二、三大品类，2019 年其他肉制品（主要为猪皮晶等）实现营收 8,815 万元，同比增加 6.6%；竹笋实现营收 3,547 万元，同比下降 5.6%；此外豆干、花生等营收分别为 2,120 万元、1,599 万元。

图 20：有友食品 2014-2019 年凤爪收入及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21：有友食品 2016-2019 年研发费用及增速



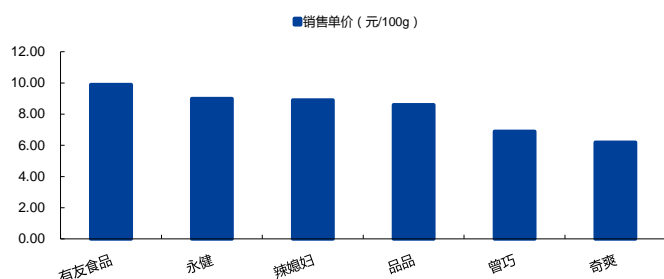
资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司设立了独立的研发中心，成功将“肉食品发酵、保鲜”等现代生物技术与传统的四川泡菜工艺相结合，优选复合原材料进行人工控制调味发酵，并配以公司自主研发取得的秘方，使公司产品具有了独特的产品口味和丰富的营养价值。在泡椒凤爪生产等相关领域，公司已取得 13 项专利，技术优势领先。

由于在泡椒凤爪行业处于龙头地位，发挥品牌优势，公司产品拥有较强的优先定价权，公司泡椒凤爪产品价格显著高于主要竞品。以 2020 年 9 月京东价格为例，有友凤爪单价 9.9 元/100g，高出主要竞品均价约 25%。

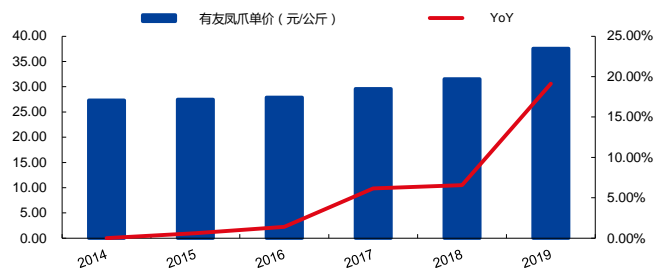
公司泡椒凤爪每隔 3 年左右时间能够直接提价一次，提价幅度 5% 左右。18 年公司提价遇到阻碍主要源于提价较频繁（17 年已经实施过提价）且提价幅度较大（均价提升 20% 左右），但经过半年时间消化，公司销售恢复正常，即公司定价权仍旧较强。

图 22：有友食品及主要竞品泡椒凤爪价格对比（元/100g）



资料来源：京东，华金证券研究所

图 23：有友食品 14-19 年泡椒凤爪单价及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 4：有友食品凤爪 17-20 年提价统计

| 年份 | 提价明细 |
|---------|---|
| 2017年4月 | 公司针对不同品类及规格的泡椒凤爪系列产品进行小幅提价，提价幅度3%-13%之间 |
| 2018年9月 | 公司针对不同品类及规格的泡椒凤爪系列产品进行提价，提价幅度20%左右 |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2) 有友积极布局新品类，有望再次打造 10 亿大单品

以核心大单品为基础，2013 年以来公司持续进行新品研发，新开发豆干、竹笋、猪皮晶等品类，且针对细分市场推出了泡肉、酸菜、泡菜及卤香等新口味，满足不同市场需求，强化公司产品力。

同时公司对新品研发提出了“2+3+3”明确目标，即“每年至少推出 2 个新品，每年至少储备 3 个研发新品，每年至少进行 3 项工艺改进”，并将上述目标纳入公司年度考核，为公司优化产品结构，提高公司整体营收规模提供了重要的产品基础。

图 24：有友食品主要产品矩阵

| 产品系列 | 产品名称及图示 | | | | |
|------|--|--|---|--|--|
| 泡肉系列 |  |  |  |  |  |
| | 泡椒凤爪 | 牛皮晶 | 猪皮晶 | 泡鱿鱼 | 泡带鱼 |
| 泡菜系列 |  |  |  |  |  |
| | 山椒豆干 | 山椒竹笋 | 泡椒花生 | 香菇豆干 | 泡椒竹笋 |
| 卤香系列 |  |  |  |  |  |
| | 卤香鸡翅 | 卤香翅尖 | 卤香鸭掌 | 卤香鸡翅（根） | 卤香豆干 |

资料来源：公司官网，华金证券研究所

表 5：有友食品储备研发项目列表

| 序号 | 项目名称 | 进展情况 |
|----|-----------------|---------------------|
| 1 | 发酵泡椒肉制品 | 中试阶段 |
| 2 | 鱼制品新品研发项目 | 小试阶段 |
| 3 | 肉制品口感改良研发项目技术 | 中试阶段 |
| 4 | 其他风味泡肉制品 | 部分产品进行试销、部分产品处于中试阶段 |
| 5 | 传统调味料风味研究与工业化应用 | 小试阶段 |
| 6 | 酱卤肉制品加工与新技术应用研究 | 小试阶段 |
| 7 | 烘烤肉制品新工艺研究与加工 | 已完成中试，处于上市准备阶段 |
| 8 | 生鲜与短保质期食品工艺研究 | 部分产品进行试销、部分产品处于小试阶段 |

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

在品类扩张上，公司已开发出或计划开发第二代第三代大单品，比如猪皮晶、牛皮晶、带鱼、鱿鱼等。公司 19 年下半年推出猪皮晶 B 端火锅业务，打造火锅新食材，创造出一个新的吃法。川渝地区火锅店数量超过 4 万家，火锅食材空间广阔。猪皮晶采用国外进口猪背柳，毛发处理工艺领先。未来猪皮晶在火锅渠道体量有望增长成传统火锅料鹅肠大单品体量。公司已设立专门团

队，负责猪皮晶 B 端业务的运营管理，公司计划在销售推广上加大力度，未来餐饮端猪皮晶成长可期，有望成为下一个突破 10 亿元大单品。

图 25：有友食品火锅食材猪皮晶



资料来源：有友天猫旗舰店，华金证券研究所

2、布局全国&渠道下沉，扩大营收增长极

1) 休闲食品传统三种营销模式

按照销售渠道的不同，休闲食品公司分为三种营销模式，传统品牌分销、新兴电商品牌分销以及连锁经营品牌分销。

表 6：休闲食品三种营销模式对比

| | 销售模式 | 特点 | 核心盈利能力 |
|------|-----------------------------|---|--------|
| 传统分销 | 销售模式以经销商分销为主 | 对上游的掌控力强，适当涉及原料种植，靠自建产能生产产品 | 规模优势 |
| 新兴电商 | 线上销售，拥有自己的客服团队，注重消费体验 | 产品主要向供应商采购，自身生产就是分装过程，不涉及原料种植，销售以线上为主，通过第三方物流公司完成对消费者的配送， | 品牌 |
| 连锁经营 | 销售以直营门店和网络为主，门店销售人员直接与消费者接触 | 产品向供应商采购，通过统一的仓储和第三方物流完成产品对终端门店的配送， | 供应链 |

资料来源：华金证券研究所

随着商家对消费者消费体验的重视，三种模式逐渐在相互融合。从 2016 年下半年开始，传统的电商品牌企业开始在线下布局。2016 年 9 月末，三只松鼠开了第一家线下店，SKU 与线上基本相同，店内风格休闲，除了产品还有三只松鼠 IP 化形象玩偶等，可以拉近与消费者的亲密距离。良品铺子不仅入驻电商平台且线下开超 2100 家门店，加之其开通了社交电商、手机终端、外卖业务等，有效保持了强势的线上线下能力。此外，之前注重品牌经营的电商和连锁休闲

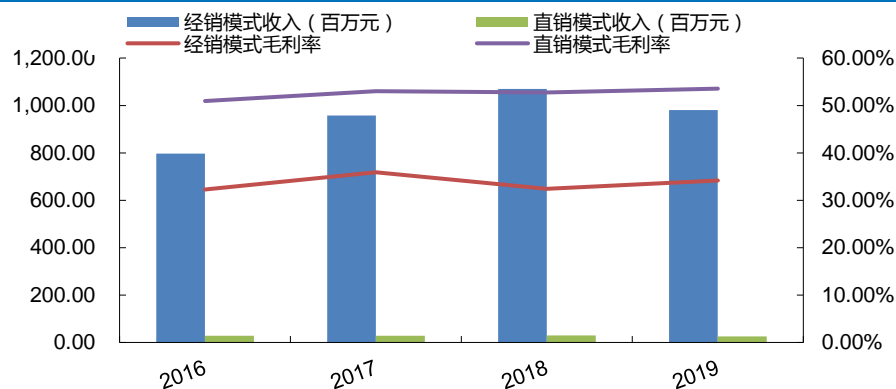
食品企业也开始加大对上游的控制。线上引流，线下体验并提供外卖、休闲场所等多种服务形式，增加客户粘性，两者正逐步融合。

2) 有友以传统经销模式为主，积极拓展新营销渠道

A. 经销模式收入占比高，毛利率略低

根据泡卤休闲食品行业的产品特点、消费者群体及购买方式，我国泡卤休闲食品行业内企业主要采取经销和直销相结合的销售模式，并以经销模式为主，通过经销商覆盖传统渠道（食杂店、杂货店等）及现代流通渠道（连锁商超等）。目前公司采用与同行业主要竞争对手类似的经销和直销相结合的销售模式，以经销商为主（销售占比达 95%以上），直销渠道为辅。2019 年，公司经销商销售收入占比 97.6%，对应销售毛利率为 34.14%，直营渠道占比 2.51%，对应销售毛利率 53.5%，高于经销商模式约 19.4pcts。公司目前渠道中占比最大的为大连锁 KA 和便利店，传统夫妻店和批发市场占比逐渐下滑。

图 26：有友食品经销与直销模式收入占比



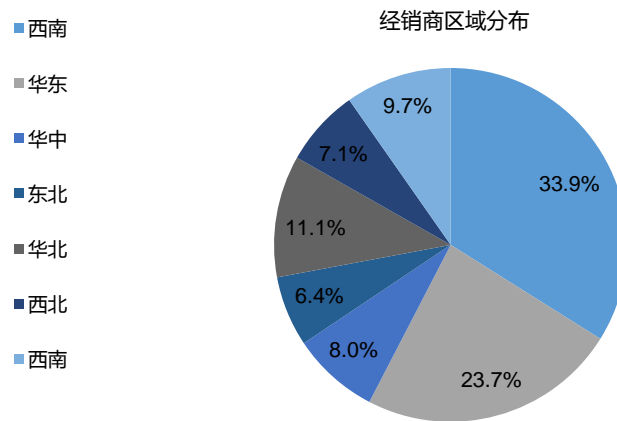
资料来源：公司公告，华金证券研究所

B. 经销商区域分布以西南、华东为主

从经销商地区分布来看，主要集中在川渝地区，西南地区与华东地区经销数占比过半。公司将国内市场按照销售区域划分为西南（四川、重庆、贵州、云南、西藏、广西）、华东（上海、江苏、浙江、安徽）、华中（山西、河南、湖北）、东北（黑龙江、吉林、辽宁）、华北（北京、天津、河北、山东、内蒙古）、西北（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）和华南（广东、福建、江西、湖南、海南）七个大区，并在重庆、成都分别设有 1 个营运中心，另在北京、上海、广州、昆明等城市设有 15 个办事处，共同对经销商根据其所处市场区域进行分区管理。目前公司经销商总量近 650 家，形成了较为完善的经销商网络。

2018 年末公司为优化经销商结构，强化对重点经销商的管理和服务，公司对 2017 年销售金额较低（非特殊销售渠道，2017 年度川渝区域合计销售额 60 万元以下，川渝以外区域合计销售额 24 万元以下）且未来增长潜力较小的经销商进行合作模式调整，由原先的公司直接向其发货销售逐步改为由区域内的其他销售规模较大的经销商向其进行发货销售，公司不再与上述销售金额较低的经销商签订销售协议，也不再作为经销商进行管理。

图 27：2018 年末有友七大区经销商占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

C.对经销商严格管控，掌控话语权

公司凭借其产品竞争力和品牌知名度，在与经销商的合作中处于较为主动的地位，能够

表 7：经销商管理制度

| 相关政策 | 政策细则 |
|---------|--|
| 准入政策 | 分为四步：1) 走访调查；2) 备选客户访谈；3) 短期试销；4) 正式确立经销商资质，签署协议 |
| 市场推广政策 | 产品市场推广由有友销售公司下属市场部独立负责，统一管理。根据不同区域市场特点制定销售目标，与经销商共同设计流程及推广方案。 |
| 经销商信用政策 | 公司对经销商一般采取先款后货信用政策，控制货款回收风险，使公司保持较高盈利质量。 |
| 定价政策 | 采取成本加成定价方式，以产品成本、给予经销商合理利润率水平作为定价依据从而确定出厂销售价格，即为针对经销商的全国统一定价。为确保产品在终端零售市场的销售秩序，避免经销商之间恶性价格竞争，维护品牌形象，针对终端零售市场制定终端市场指导价格。 |
| 经销商划分政策 | 1) 同一区域内存在分别面向现代零售渠道、传统零售及特殊渠道等不同类型经销商；2) 部分经济发展较高区域可能存在多个经销商，其负责配送的中大中小型商超、连锁超市、便利店等存在严格区分，不存在重叠；3) 传统零售渠道面向食杂店、杂货店、校园店等销售终端数量较多且较为分散，会根据实际情况安排多个经销商，满足销售及配送需求。 |
| 独家经营权政策 | 经销商具有某一区域内某一特定渠道的独家经营权。经销商一般不得同时代理、经销与公司产品存在竞争关系的同类产品。 |
| 销售管理政策 | 经销商的开拓、服务、日常管理工作由有友销售公司的休闲事业部负责，该事业部设有 7 个大区销售总监，负责各大区的市场开拓、销售管理等工作。 |
| 培训政策 | 公司通过对于经销商进行市场形势、渠道开拓、产品陈列、营销策略等方面的培训以及每年召开经销商大会等方式，加强公司与经销商之间的沟通联系、协同作战，提高对于终端市场的反应和服务能力。 |

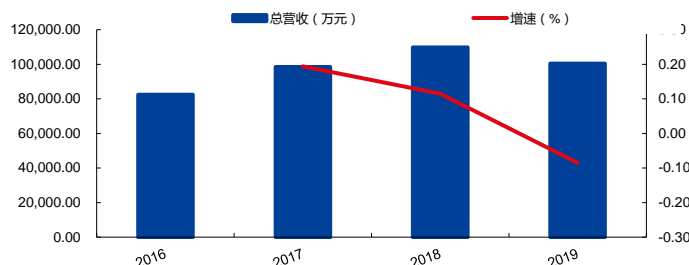
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

及时根据一线销售人员收集的市场信息和情况主动进行经销商的优化调整，结合区域市场情况、不同经销商的渠道优势、公司对于区域市场的发展规划合理分配、调整、整合区域内经销商的销售渠道，从而避免渠道重叠、消除内部竞争，提升区域市场的整体运营效率，实现区域市场整体销售规模的持续增长。公司对经销商实行严格管控，掌握话语权。

3) 华东市场有望作为新区域收入增长极

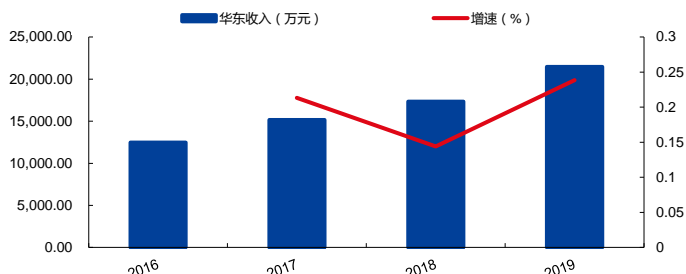
一直以来，泡椒凤爪等泡卤风味休闲食品在以川渝为中心的西南地区具有广泛的消费传统，且公司产品在西南地区具有较好的品牌影响力。西南地区是公司传统的重要销售市场，17-19年西南地区营业收入分别为 6.18 亿元、6.62 亿元和 5.64 亿元，占比分别为 62.73%、60.23%和 56.07%，是公司最重要的收入和利润来源区域。

图 28：有友食品 16-19 年营收及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 29：有友食品 16-19 年华东地区收入及增速



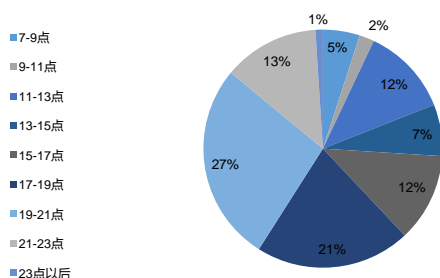
资料来源：公司公告，华金证券研究所

同时华东地区销售占比为 15%左右，是公司除西南地区外的另一个重要市场。2019 年在公司整体收入下滑 8.4%的情况下，华东地区营收逆市上涨。2019 年华东地区实现收入 2.1 亿元，同比增长 23.9%，占总收入比较 2014 年增加 6.5pcts 至 21%。随着产品宣传工作的持续开展及销售网络布局的进一步优化，公司产品将逐步由川渝地区走向全国。为进一步打开全国市场，公司积极开展宣传活动，引用经销商信用评级制度，扩充销售队伍人员，在全国范围内由每一地级市一名客户扩充为每县级市一名客户，对终端系统进行扩充。未来华东市场有望成为新的收入增长极。

4) 加大电商经销模式投入，收入占比有望持续提高

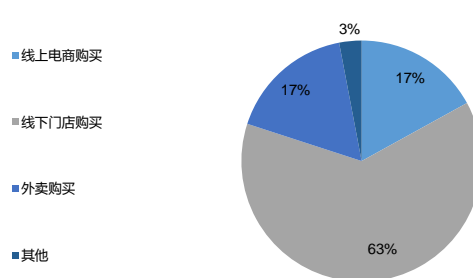
休闲卤制品是消费者最为偏好的品类，消费时段以晚餐及宵夜时段为主，动机多为冲动消费。

图 30：休闲卤制品主要消费时间



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 31：休闲卤制品购买渠道情况

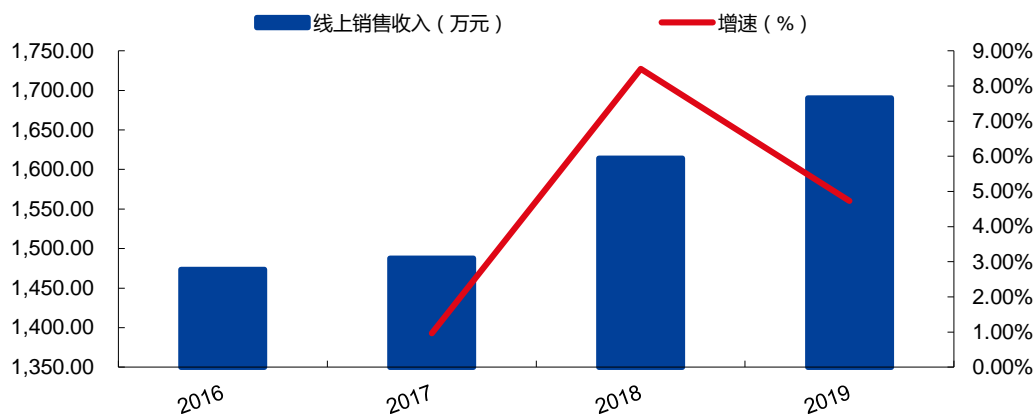


资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

从消费时段来看，卤制品消费多集中在 17:00 以后，占比约 62.0%，午餐时段（11:00-13:00）及下午茶时段（15:00-17:00）亦有一定量消费，占比分别为 12.2%、11.4%。购买渠道上，除了线下购买渠道之外，作为即兴消费，线上购买渠道占比不断提升，线上渠道未来会成为休闲食品公司的重要销售渠道之一。

目前公司在京东商城、阿里巴巴及苏宁易购等多家电商平台通过直营模式，开设旗舰店。2019 年电商渠道收入达 1690 万元，同比增长 4.73%，毛利率为 57.04%。未来公司将进一步加大对电商渠道的投入，计划将电子商务部升级为电子商务中心，搭建网络销售平台，预计未来线上渠道收入占比会不断提升。

图 32：有友食品 16-19 年电商模式收入及增速



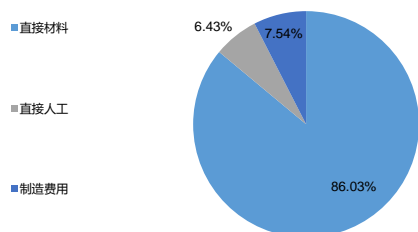
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）短期发展优势-鸡肉价格步入下行周期，有友迎来成本下降红利

1、凤爪原材料成本占比高达 74%

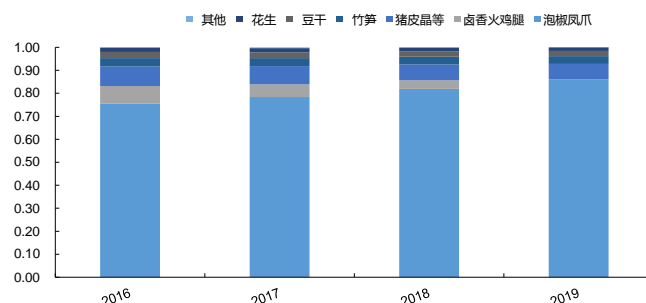
以 2019 年为例，公司 2019 年主营业务成本 6.57 亿元，其中泡椒凤爪产品成本 5.65 亿元，占总成本 86.1%。泡椒凤爪成本中，直接材料（主要为鸡爪）成本 4.87 亿元，占比 86.03%，从而鸡爪作为主要原材料，其成本占公司总成本约 74.1%。

图 33：2019 年有友泡椒凤爪各主要成本占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 34：有友食品 17-19 年各品类成本占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

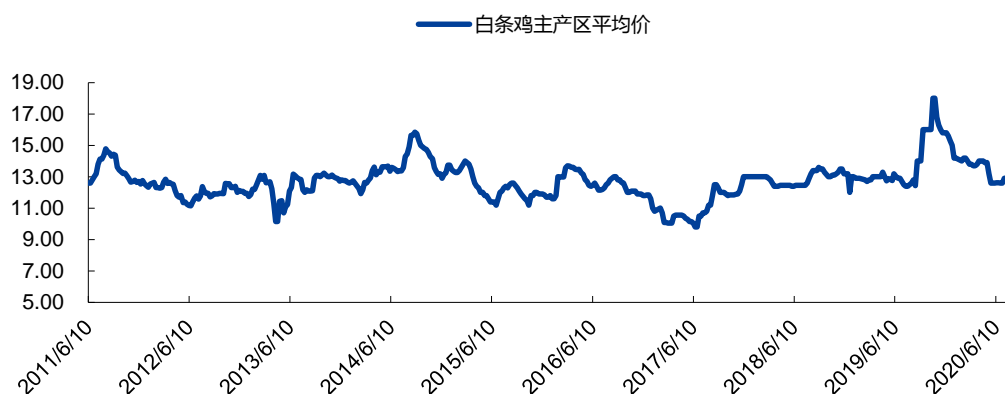
2、鸡肉价格步入下行通道

公司的鸡爪采购以进口和出口为主，其中由于进口受关税政策以贸易摩擦等原因，渠道价格以及数量的稳定性较差，同时由于国内养殖企业的供货能力和产品质量显著提高，未来国内将是

鸡爪采购的主要渠道。鸡爪作为肉鸡的附属品，其价格与肉鸡价格变动相关性较强，我们采用肉鸡价格来判断鸡爪价格的趋势。

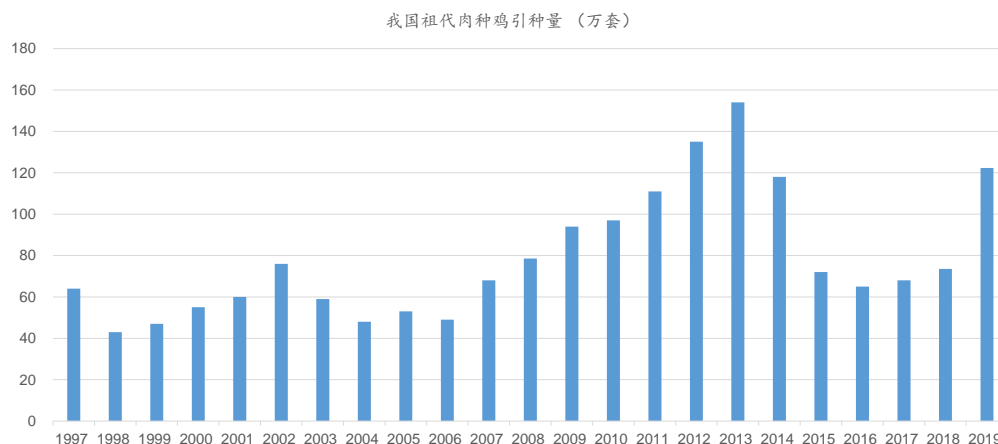
公司 18 年底大幅提价主要源于原材料成本上涨驱动——白条鸡主产区平均价自 18 年 7 月份 12.40 元/公斤提升至 19 年 11 月 18.00 元/公斤。19 年底以来鸡价进入下行周期，20 年 7 月份白条鸡主产区平均价 12.60 元/公斤。

图 35：白条鸡主产区平均价走势（元/公斤）



资料来源：博亚和讯，华金证券研究所

图 36：我国祖代肉种鸡引种量（万套）



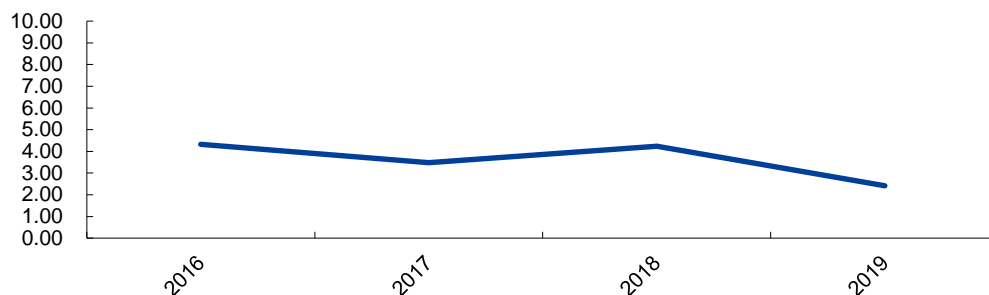
资料来源：博亚和讯，华金证券研究所

本轮鸡周期是从 2016 年开始，到 2018 年以后全行业景气度加速上升。本轮周期形成主要有两点原因：一是供给端受祖代鸡引进受限的影响。2016 年以后，美国出现了禽流感，导致封关，使得我国祖代鸡引进持续低迷。二是 2018 年以后猪肉涨价，刺激了鸡肉需求。两方面共同作用，形成了本轮超级鸡周期。2020 年，这两方面的因素都会得到缓解。由于祖代鸡引种量大幅提升，预计 2020 年下半年开始，肉鸡供应将大幅增长。同时 2020 年下半年，猪肉供应量将会上升，猪肉价格也将有望回到正常水平。随着未来更大规模的冻猪肉和进口猪肉放量增加，鸡肉消费可能趋于平缓，再加上供给增加的影响，我们判断鸡肉价格走势 2020 年下半年仍将处于下降通道，公司将迎来成本价格下降红利。

3、泡椒凤爪平均价格敏感系数

我们对凤爪单价对公司利润总额的影响进行了测算，假设凤爪平均销售单价上涨 1%，公司利润总额 2017-2019 年分别增加 783.14、896.94 和 844.41 万元，公司泡椒凤爪的价格敏感系数分别为 3.48 和 4.24、2.42。

图 37：17-19 年有友泡椒凤爪平均销售单价敏感系数



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

4、凤爪平均单位成本敏感系数

同时，我们也对凤爪平均单位成本对公司利润总额的影响进行了测算，假设 2020 年公司凤爪平均单位成本为 24.18 元/公斤，较 2019 年凤爪平均单位成本 25.18 元/公斤下降 3.98%。在此基础上，假设凤爪平均单位成本分别下降 5%、10%、15%、20%，公司利润总额 2020 年分别增加 11.62%、23.24%、34.86%和 46.47%，2020-21 年凤爪平均单位成本敏感系数分别为-2.32、-2.28。

图 38：2020-21 年有友凤爪平均单位成本敏感分析

| 凤爪平均单位成本变动 | -5.00% | -10.00% | -15.00% | -20.00% |
|--------------|--------|---------|---------|---------|
| 2020 年利润总额变动 | 11.62% | 23.24% | 34.86% | 46.47% |
| 2021 年利润总额变动 | 11.41% | 22.81% | 34.22% | 45.63% |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、盈利预测

2020 年上半年随着疫情缓解，公司环比改善明显，未来成本也步入下行周期，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。

1、收入&成本预测

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。其中：

未来三年，公司仍然以泡椒凤爪为主要收入贡献来源，同时猪皮晶等新品有望成为下一大单品系列，我们预计泡椒凤爪 2020-2022 年的收入增速分别为 13.6%、14.3%、13.9%；猪皮晶 2020-2022 年的收入增速分别为 25.0%、25.0%、23.0%。

表 8：有友食品分品类营业收入预测（百万元）

| 产品 | 指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 泡椒凤爪 | 营业收入 | 844 | 959 | 1096 | 1248 |
| | YOY | -5.9% | 13.6% | 14.3% | 13.9% |
| | 营业成本 | 566 | 614 | 695 | 788 |
| | YOY | -6.3% | 8.5% | 13.2% | 13.3% |
| 其他肉制品（猪皮晶等） | 营业收入 | 88 | 110 | 138 | 169 |
| | YOY | 6.6% | 25.0% | 25.0% | 23.0% |
| | 营业成本 | 44 | 54 | 67 | 81 |
| | YOY | -11.9% | 21.8% | 25.0% | 20.5% |
| 竹笋 | 营业收入 | 35 | 39 | 43 | 46 |
| | YOY | -5.6% | 10.0% | 10.0% | 8.0% |
| | 营业成本 | 22 | 24 | 27 | 29 |
| | YOY | -11.3% | 10.2% | 9.6% | 7.8% |
| 豆干 | 营业收入 | 21 | 23 | 26 | 29 |
| | YOY | -0.8% | 10.0% | 12.0% | 10.0% |
| | 营业成本 | 15 | 17 | 19 | 20 |
| | YOY | -13.3% | 9.7% | 12.0% | 10.0% |
| 花生 | 营业收入 | 16 | 17 | 18 | 20 |
| | YOY | -16.0% | 5.0% | 10.0% | 8.0% |
| | 营业成本 | 10 | 10 | 11 | 12 |
| | YOY | -17.1% | 4.9% | 10.0% | 8.0% |
| 其他 | 营业收入 | 0.11 | 0.12 | 0.13 | 0.14 |
| | YOY | -87.6% | 5.0% | 10.0% | 8.0% |
| | 营业成本 | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 0.07 |
| | YOY | -93.7% | 4.1% | 10.0% | 8.0% |
| 合计 | 主营业务收入 | 1005 | 1148 | 1322 | 1513 |
| | YOY | -8.5% | 14.2% | 15.1% | 14.5% |
| | 主营业务成本 | 657 | 719 | 819 | 930 |
| | YOY | -10.8% | 9.4% | 13.9% | 13.6% |

资料来源：Wind，华金证券研究所

2、相对估值

考虑到未来食品行业处于上升阶段，采用相对估值法，参考盐津铺子、洽洽食品、绝味食品等同行业公司估值，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 35X 估值，首次覆盖，给予“买入-B”投资评级。

表 9：同行业部分公司相对估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 2020E | 2021E | 2022E | PE(TTM) |
|-----------|------|-------|-------|-------|---------|
| | 平均值 | 51.14 | 41.58 | 34.60 | 54.82 |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 68.05 | 47.66 | 35.51 | 73.66 |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 36.54 | 30.77 | 26.15 | 38.05 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 59.63 | 45.46 | 38.24 | 68.12 |
| 603866.SH | 桃李面包 | 48.50 | 42.60 | 36.22 | 50.06 |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 44.78 | 38.55 | 32.98 | 48.04 |
| 003000.SZ | 华文食品 | 49.36 | 44.42 | 38.47 | 50.96 |

资料来源：Wind，华金证券研究所，收盘价 2020 年 11 月 6 日。

六、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 | 33.1 | 33.0 | 25.8 | 21.9 | 18.6 |
| P/B | 6.7 | 3.8 | 3.3 | 2.9 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 24.9 | 21.7 | 16.8 | 13.8 | 11.1 |

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.huajinsc.cn