

有友食品 (603697)

公司研究/深度报告

泡椒凤爪龙头，产品渠道扩张推动规模持续扩张

——有友食品 (603697) 深度报告

深度研究报告/食品饮料

2021年09月22日

报告摘要:

● 泡椒凤爪龙头，休闲卤制品行业市占率有望进一步提升

有友食品 2020 年收入/归母净利润分别 10.93/2.26 亿元，同比+8.40%/+26.12%，21H1 收入/归母净利润分别 6.04/1.30 亿元，分别同比+10.89%/+0.33%，在上半年渠道变革背景下，收入保持较快增长，利润基本持平，已跑赢诸多同业企业。21H1 泡椒凤爪实现收入 4.87 亿元，占比 80%，其余产品合计占比 20%，形成泡椒凤爪大单品+其他产品协同发展的产品模式。在 2020 年休闲卤制品 1235 亿元市场中，有友在泡卤凤爪这一细分领域独占鳌头，为市场唯一 9 亿规模以上品牌，与 1-2 亿规模二线品牌形成断层差距。受益于公司深厚的产品及渠道实力，品类及口味扩张带来的量增空间，有望推动公司市占率进一步提升。

● 泡椒凤爪大单品地位稳固，深耕西南拓展全国

21H1 有友泡椒凤爪/猪皮晶/竹笋/豆干/花生/其他产品分别占比 80.79%/8.20%/3.49%/1.95%/1.41%，形成泡椒凤爪大单品+竹笋/豆干/花生传统小单品+猪皮晶快速培育的产品模式。受中美贸易摩擦，有友在 2019 年停产停售卤香火鸡翅，同时将猪皮晶作为下一个大单品积极培育，泡椒凤爪也推出新口味，丰富核心产品矩阵。渠道方面，有友高度聚焦于经销渠道，经销持续贡献 97% 以上收入。截至 6 月末已拥有 736 家经销商团队，广泛布局于全国，但核心集中于西南及华东地区，两者占比 62%，未来也将持续推进其他区域的布局。

● 口味推新市场拓展，叠加提价红利释放，短期增长逻辑充分

有友目前在泡卤凤爪领域已具备小龙头地位，在产品口味和全国化渠道方面已具备领先优势，目前扩展口味宽度，推新产品矩阵，加大空白市场覆盖力度。在提价红利逐步释放，叠加原材料价格高位回落，预计未来三年将持续实现较快增长。

● 投资建议

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 2.54/2.93/3.49 亿元，同比+12.6%/+15.3%/+19.1%；摊薄后折合 EPS 分别为 0.83/0.95/1.13 元；对应 PE 分别为 20X/18X/15X。我们看好公司在泡卤休闲零食领域已建立的充足品牌力，以及在产品拓展方面所带来的成长潜力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 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	254	293	349
增长率 (%)	26.1%	12.6%	15.3%	19.1%
每股收益 (元)	0.73	0.83	0.95	1.13
PE (现价)	22.9	20.4	17.7	14.8
PB	2.9	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

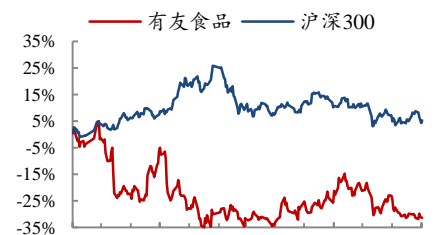
当前价格： 16.82 元

交易数据

2021-9-17

近 12 个月最高/最低 (元)	26.21/16.18
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)	52
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：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

目录

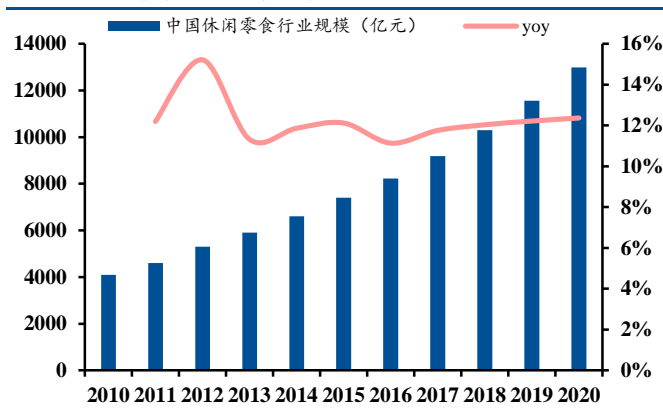
1 卤制品行业持续扩容，有友把握优势快速发展	3
1.1 休闲食品持续增长，卤制品行业前景广阔	3
1.2 泡椒凤爪龙头企业，品牌+产品优势稳固	4
1.3 营收稳健增长，扎根西南有望进一步拓展市场	4
1.4 股权结构稳定，管理层经验丰富	6
2 产品扩充+渠道扩张，双轮驱动公司成长潜力	8
2.1 产品力：凤爪大单品优势稳固，新品加速孵化	8
2.2 渠道力：立足线下零售渠道，经销结构优化后规模稳步上升	10
2.3 生产力：新产能缓解生产压力，研发质控保障产品品质	11
2.3.1 产销匹配，产能利用率处于高位	11
2.3.2 研发推陈出新，全流程质控保证食品安全	11
2.4 同业对比：净利亮眼，营运能力强大	12
2.4.1 盈利能力：毛利稳定叠加费用精简，净利水平亮眼	12
2.4.2 营运能力：应收周转率保持行业绝对高位	13
3 盈利预测	15
3.1 基本假设与收入拆分	15
3.1.1 收入拆分与假设	15
3.1.2 毛利及成本假设	16
3.2 可比公司估值对比	16
3.3 投资建议	17
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 卤制品行业持续扩容，有友把握优势快速发展

1.1 休闲食品持续增长，卤制品行业前景广阔

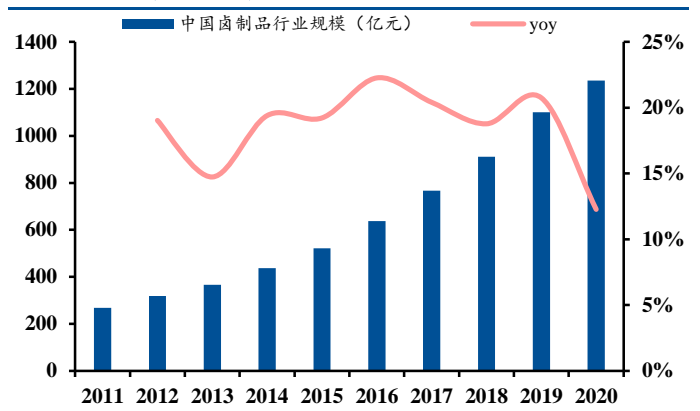
随着宏观经济增长，居民收入不断提高，休闲零食行业迎来新一轮发展高潮，目前在万亿市场规模基础上仍持续较快增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年中国休闲食品行业规模已达 1.30 万亿，10 年复合增速 12.22%。目前我国休闲零食行业仍处于快速增长阶段，产品种类不断丰富，消费者需求持续被探索开发，渠道更加多元化，下沉更为充分，市场空间不断扩大，预计未来仍将保持较快增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年中国休闲卤制品市场规模 1235 亿元，由 2011 年 268 亿元增长至今 CAGR 达 15.8%。

图1: 2020 年中国休闲零食市场规模已达 12984 亿元



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

图2: 2020 年卤制品市场规模 1235 亿元



资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

泡制休闲食品是我国近年来发展较快的一种休闲食品，传统的泡菜类制品，如泡竹笋、泡豆干、泡花生在全国各地广受欢迎，而随着泡肉技术的不断完善和产品口味的日益多样化，以泡椒凤爪为代表的泡肉类食品也正从其发源地川渝地区向全国市场蔓延，发展空间十分巨大。预计泡椒凤爪未来市场规模仍将保持稳定的增长态势，具体来看：

①城镇化进程的推进及产品的升级换代。泡椒凤爪为典型的可选消费品，其兴起和繁荣依托于城市。休闲食品在城市的发展历程长，渗透率高，由于城市的渠道建设较为完善、消费者消费能力强，有实力的品牌均试图在大中城市占据一席之地。根据国家统计局的统计数据，2011 年我国城镇人口首次超过农村人口，2020 年，我国城镇人口进一步增加至 9.02 亿，占总人口的比重已达 63.89%，新进入城市群体所带来的消费贡献及产品自身的更新换代和结构升级将推动城市休闲食品消费的持续增加。

②农村居民消费能力的不断提升意味着农村市场蕴藏巨大潜力。我国农村居民的可支配收入随着经济的快速扩张而大幅增长，从而带来消费能力的提升。根据国家统计局的资料，近年来，我国农村居民人均可支配收入的同比增速均高于城镇居民人均可支配收入，同时，农村居民每年人均食品烟酒消费支出的同比增速也高于城镇居民的同期指标。面对乡镇农村巨大的潜在消费市场，企业渠道的下沉速度加快，使休闲食品消费主流区域下移的迹象逐渐明显，为泡椒凤爪行业在农村市场的逐步增长提供了巨大动力。

1.2 泡椒凤爪龙头企业，品牌+产品优势稳固

餐饮起家，转型包装凤爪打造优势品牌。有友食品创始人鹿有忠早在上世纪八十年代就从事餐饮业。由于“泡椒凤爪”产品在当时深受消费者喜爱，1997年，鹿有忠投资成立有友食品，专门从事泡椒凤爪的生产、研发与销售，在2001年获得了泡凤爪国家专利。公司近年来致力于新产品研发，将泡椒凤爪的生产工艺运用于其他产品。当下有友食品主营产品包括三个系列，即泡肉系列、泡菜系列、卤香系列，其中泡肉系列的泡椒凤爪销量最高，在有友主营的川渝地区具备充足品牌知名度。

表1: 公司主要产品结构

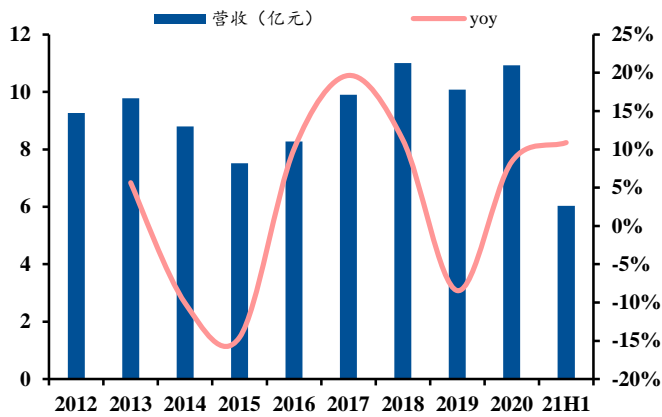
产品系列	主要产品				
泡肉系列					
泡菜系列					
卤香系列					

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 营收稳健增长，扎根西南有望进一步拓展市场

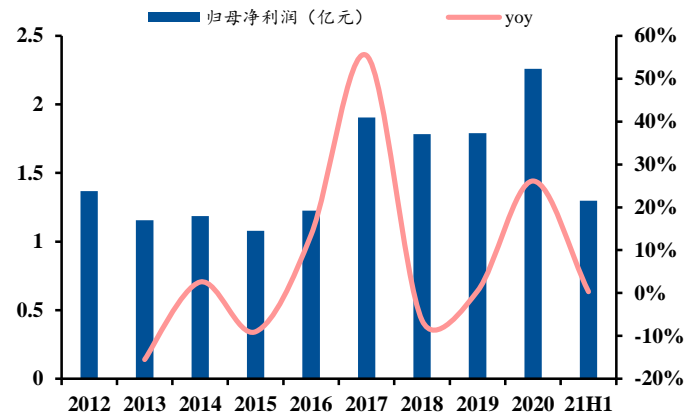
营收规模稳步增长，提价落地利润快速放量。从2015至2020年，营业收入从7.52亿元增长至10.93亿元，CAGR为7.77%，整体实现较快增速。净利润从1.08亿元增长至2.26亿元，CAGR达15.93%，净利润相比营收有更快增长，显示出有友较强的盈利能力。2019年凤爪原料价格大幅上涨，公司对凤爪系列进行提价，市场需要一定时间适应，短期拖累当年营收。2020年提价落地，叠加疫情利好休闲食需求，凤爪营收重回较快增长模式。另受中美贸易摩擦影响，由美国采购的火鸡翅供应量急剧下降，公司不得不在2019年暂停火鸡翅产品的生产，造成了少量的营收亏损。同时，公司大力推广猪皮晶，2020年贡献营收0.76亿元，初具大单品潜质。

图3: 2015-2020 年公司营收 CAGR 为 7.77%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

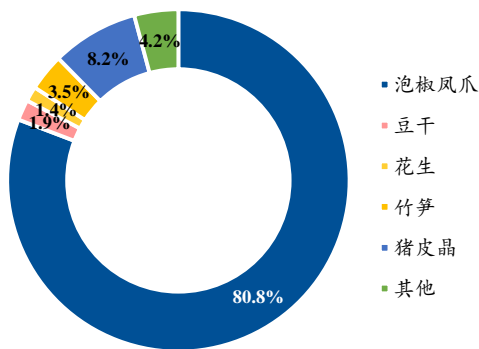
图4: 2015-2020 年公司净利润 CAGR 达 15.93%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

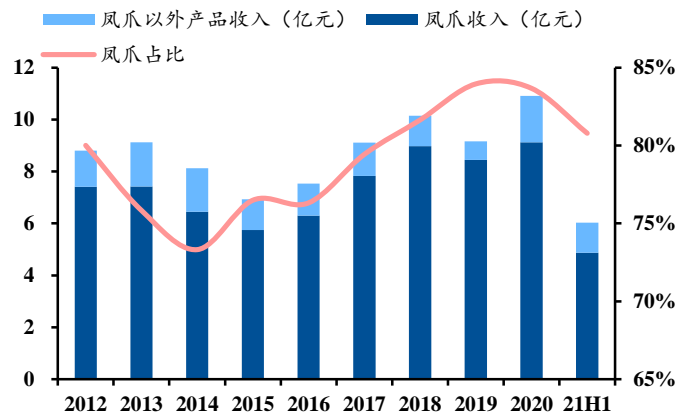
泡椒凤爪大单品优势突出, 稳定贡献有友 80%左右营收。1987 年鹿有忠创办有友大酒店, 经营过程中发现泡椒风味菜品倍受欢迎, 于 1997 年创办有友食品, 专营泡椒凤爪, 经过二十余年虽已发展出多类泡卤休闲食品, 但泡椒凤爪依然是最受消费者欢迎的产品。21H1 泡椒凤爪占主营收入 80.8%, 达 4.87 亿元, 2020 年为 9.13 亿元。在 2019 年及以前有友通过泡椒凤爪这一招牌产品拓展全国市场, 凤爪规模持续扩大, 占比随之上升。2020 年随着猪皮晶的大力推广, 凤爪占比有缩减趋势, 验证有友在打造大单品方面的充足潜力。

图5: 2020 年泡椒凤爪占有友 80.0%营收



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

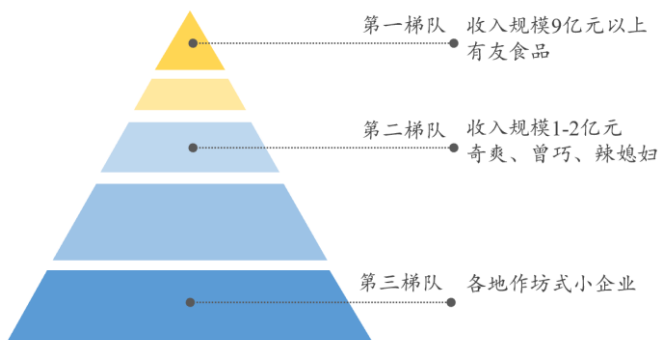
图6: 2020 年之后泡椒凤爪占比稍有下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

扎根西南地区, 凤爪龙头地位稳固。泡椒凤爪发源于成都, 在中国悠久的历史中属于具有地方特色的民族美食, 深受川渝地区的居民喜爱。故泡椒凤爪有很强的地方特色, 在行业集中度偏低的休闲食品行业中拥有较高的细分市场集中度。据有友招股说明书披露, 国内共有规模不等的泡椒凤爪生产企业 600 多家, 主要集中在川渝地区, 河北、广西、湖南也有较多分布, 产业集群效应明显, 属于完全竞争的市场。重庆泡椒凤爪输出量占全国 50%以上, 主要包括有友、奇爽等品牌。而国内凤爪细分市场, 第一梯队 9 亿规模以上企业仅有友一家, 第二梯队 1-2 亿规模聚集奇爽、曾巧、辣媳妇等区域性品牌, 其余大量小规模作坊式企业构成第三梯队。

图7: 有友在泡卤凤爪行业已断层领先



资料来源: 民生证券研究院整理

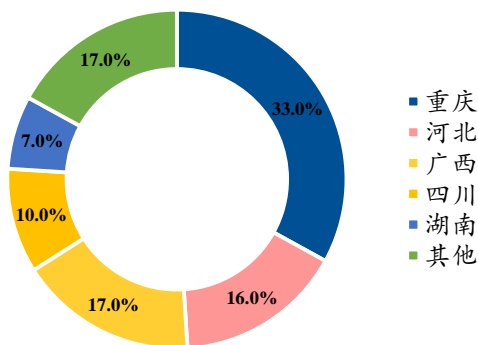
图8: 泡椒凤爪优势企业全国分布格局



资料来源: 民生证券研究院整理

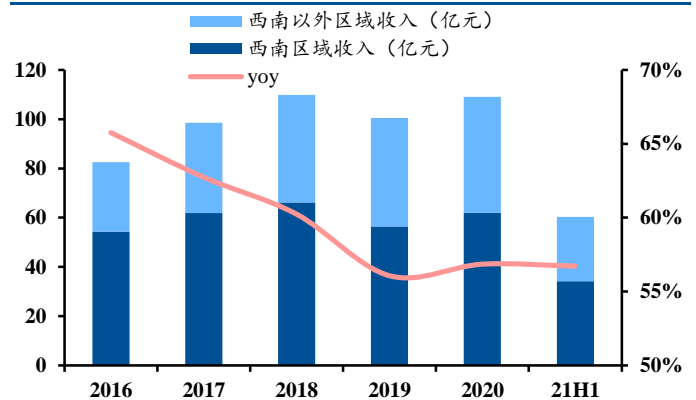
西南地区优势稳固, 积极布局其他区域市场空间。有友食品自成立以来在西南地区专注泡椒凤爪, 该地区的业务系公司主要的营收来源。21H1 公司来自西南区域(四川、重庆、贵州、云南、西藏、广西)的收入占比 56.72%, 该地区本身具有以泡椒凤爪为代表的泡卤食品食用传统, 且有友在该地区具备充足品牌影响力。同时西南区域泡椒凤爪收入占总收入比呈现逐年下降的趋势, 由 2016 年 65.75% 下降至 21H1 的 56.72%, 系有友正在大力布局全国市场。

图9: 2018 年我国泡椒凤爪生产企业区域分布情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图10: 2016 年之后西南地区收入占比持续下滑

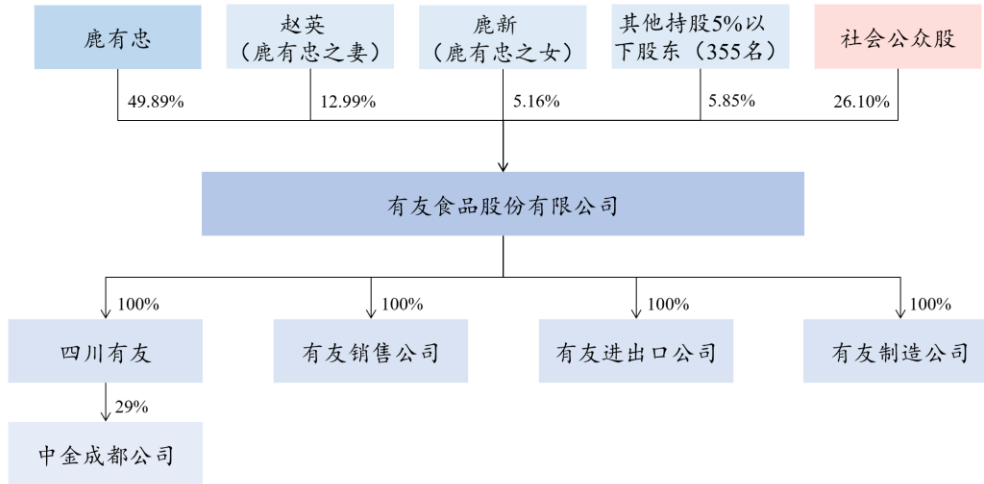


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.4 股权结构稳定, 管理层经验丰富

股权结构集中稳定, 管理层多出身餐饮业和食品行业。有友 2019 年 A 股上市, 发行 7950 万股, 占发行后总股本的 26.10%。创始人、实控人鹿有忠持有公司 1.52 亿股股票, 占发行后比例 49.89%, 其妻子女儿及弟弟合计持股 6271.86 万股, 占比 20.59%, 股权结构高度集中于鹿氏家族, 有利于公司管理的稳定持续。有友食品高管均有餐饮及食品行业丰富经验: 总经理鹿有忠曾经营个体餐饮店并创办有友食品; 鹿新(鹿有忠之女)毕业于蓝带国际厨艺餐旅学院; 财务总监崔海彬曾任职于重庆啤酒集团; 研发主任李学辉出身乳制品公司。

图11:有友食品上市后股权结构图



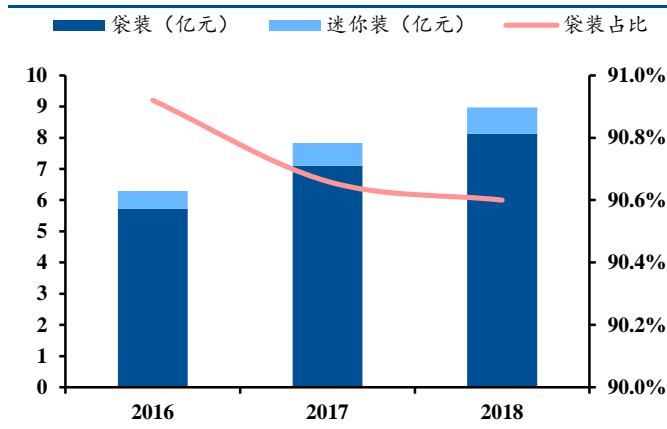
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 产品扩充+渠道扩张，双轮驱动公司成长潜力

2.1 产品力：凤爪大单品优势稳固，新品加速孵化

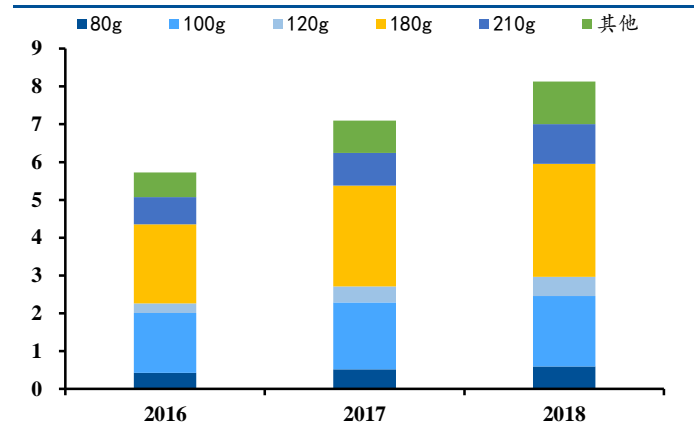
袋装凤爪销量占比达 90%。根据公司招股说明书披露，2016-2018 年袋装凤爪销量相较迷你装有绝对优势，占总比例稳定保持在 90%。袋装凤爪中 180g 装最受欢迎，2018 年占销售额比重 33.31%，在总体销量明显增长的同时保持了相对稳定比例。

图12:袋装产品销售额明显高于迷你装



资料来源：公司公告，民生证券研究院

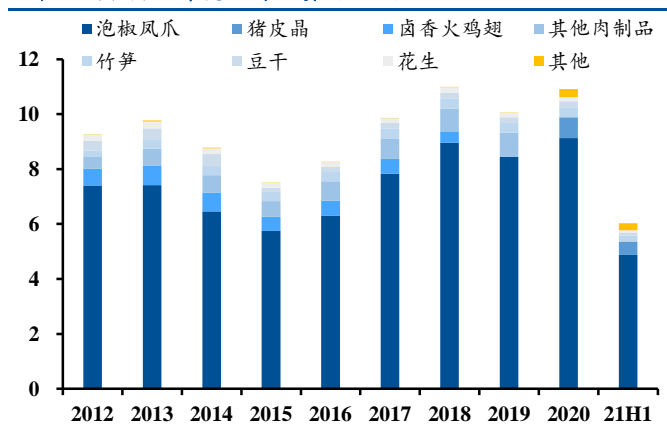
图13:180g 袋装鸡爪更受欢迎 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

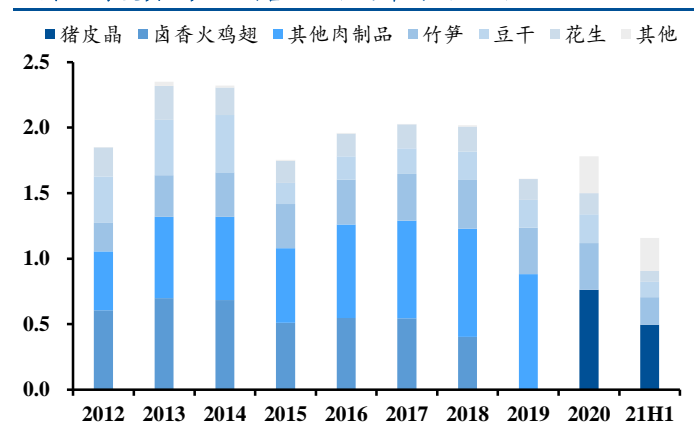
泡椒凤爪优势稳固，猪皮晶快速培育。除凤爪外其他休闲食品种类繁多，增速稳健。泡椒凤爪常年占收入 80% 左右。除凤爪外，有友的主要产品还包括猪皮晶、竹笋、豆干、花生，及过往大单品卤香火鸡翅。2012-2020 年期间泡椒凤爪的业务规模经历了先降后升趋势，2015 年之前规模下滑主因公司采取较为谨慎的市场开拓策略；2015 年后公司加大营销力度，着力布局 KA 和电商业务，推动泡椒凤爪重回较快增长通道，2015-2020 年泡椒凤爪 CAGR 达 9.68%。卤香火鸡翅曾为第二大单品（多年稳定贡献 5000 万左右营收），但受中美贸易摩擦致原料供应问题影响，公司暂停生产火鸡翅。同时将猪皮晶作为大单品快速发展，2020 年猪皮晶贡献收入 7620 万元，21H1 达成 4941 万元，未来有望进一步放量，带动整体业绩上涨。竹笋实现稳步增长，豆干和花生产品生命周期老化，规模稍有下降，2020 年三者分别达成收入 0.36/0.22/0.16 亿元，合计占比 6.77%。

图14:凤爪贡献有友主要业绩 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15:有友其他产品销售规模较为平均 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

新品加速研发，带来产品端量增动力。公司在经典山椒凤爪优势基础上，2020年研发上新柠檬、藤椒、香辣三种口味，形成山椒、酸菜、椒香、柠檬、藤椒、香辣6种口味矩阵，丰富泡椒凤爪产品系列。并于2021年上新无骨凤爪和鸭掌，将口味研发实力复制向新产品，实现品类扩张。公司于2020年提出了“2+3+3”的目标，即每年至少推出2个新品，至少储备3个研发新品，至少进行3项工艺改进。在大力推进研发创新，扩充产品矩阵的情况下，将不断加深产品端核心竞争力，有望带动长期增长动力。

图16:有友已形成6种口味泡椒凤爪产品矩阵



图17:21H1 新推无骨鸡爪及鸭掌系列



资料来源：有友食品天猫官方旗舰店，民生证券研究院

资料来源：有友食品天猫官方旗舰店，民生证券研究院

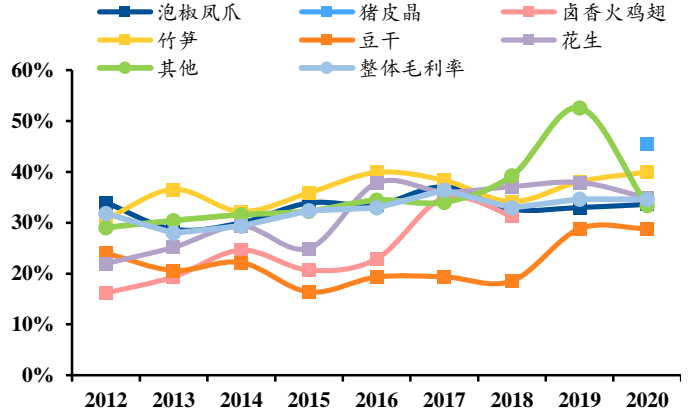
各类产品毛利率稳定上行，提价应对成本上涨。2020年有友毛利率34.57%，其中泡椒凤爪/猪皮晶/竹笋/豆干/花生/其他品类毛利率分别为33.60%/45.58%/39.97%/28.82%/34.90%/33.36%。长期来看，各品类毛利率均平稳上行，推动整体毛利水平增长。泡椒凤爪作为公司重要的业绩支撑，其毛利率基本保持稳定，随着鸡肉价格波动小幅变化，验证公司在泡椒凤爪领域具备充足市场地位，能将上游成本通过提价转移向下游。近年鸡肉价格由2019年末高位回落，推动泡椒凤爪毛利水平小幅上涨。其他品类的毛利率受原料价格上涨及公司提价应对，多体现为波动上涨趋势。随着高毛利的竹笋产品规模逐渐扩大，产品结构调整也有利带动整体毛利水平上行。

图18:2019年后鸡肉价格有所下滑



资料来源：农业部，民生证券研究院

图19:有友各品类毛利率波动上升

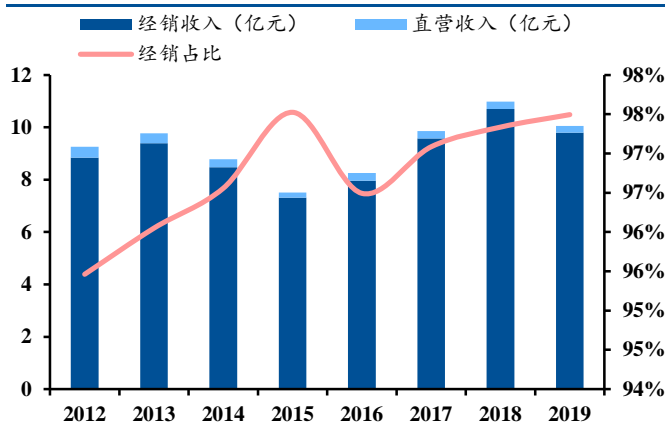


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 渠道力：立足线下零售渠道，经销结构优化后规模稳步上升

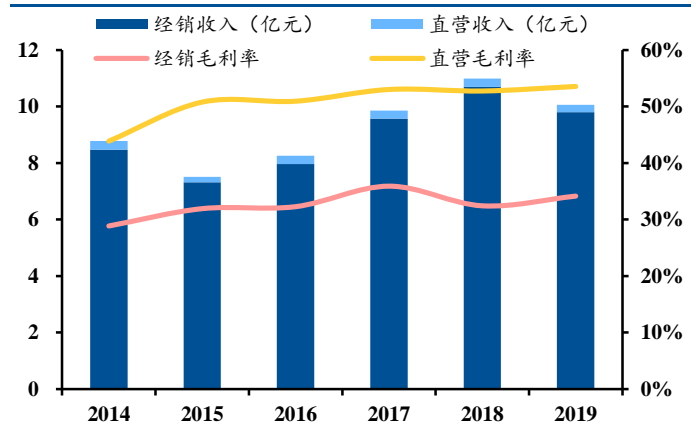
公司渠道以经销为主，直营为辅。公司主要采用经销和直营两种销售模式，其中直营模式包括商超及电商平台渠道。经销商覆盖渠道主要包括现代零售渠道、传统零售渠道和特殊渠道。2019年公司经销/直营模式分别实现收入9.80/0.25亿元，近年经销销量占比持续稳定在97%左右。2019年经销/直营毛利率分别为34.14%/53.54%，多年基本保持稳定。

图20:经销模式常年贡献公司95%以上收入



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21:经销与直营模式毛利率均较为稳定

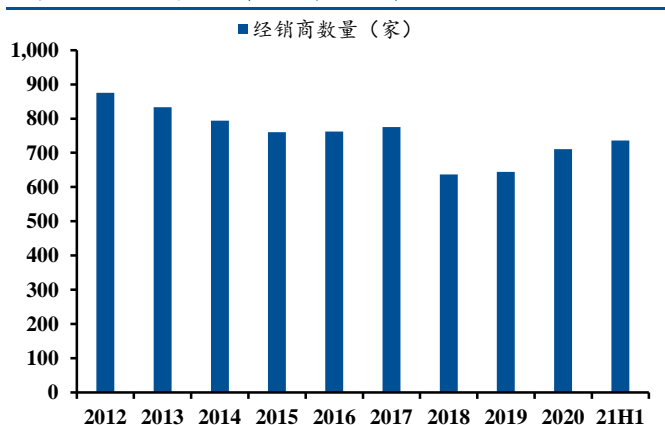


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司经销商网络布局及管理较为完善。目前公司拥有近750家经销商，形成较为完善的全国性经销商网络，终端渗透能力强。在经销商管理方面，凭借一定的产品竞争力和品牌知名度，有友能够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，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，实现整体销售规模的持续增长。

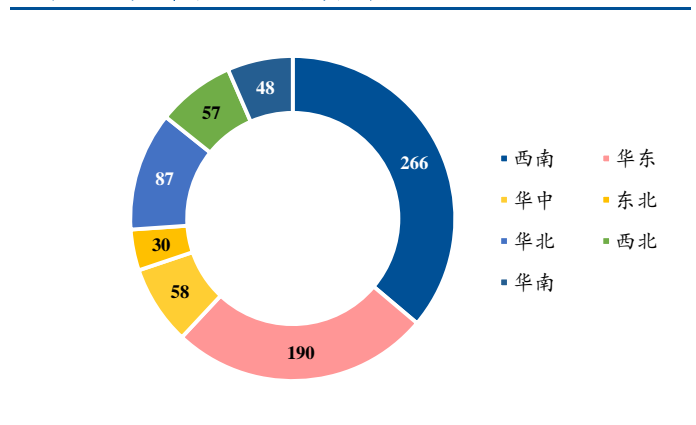
经销商主要集中于西南及华东地区。截至2021年6月末，公司拥有经销商736家，分布于全国但主要集中于西南和华东，两地分别拥有266/190家经销商，合计占比62%。从经销商数量变化趋势看，2018年经销商数量明显下滑，而后逐年稳步递增。2018年公司主动优化经销商结构，削减华东和西南经销商数量，并强化对重点经销商的管理和服务，主要措施为变更增长潜力较小及销售额较低的经销商的合作模式，不再直接签订销售协议而改为由本地大经销商间接供货。

图22:21H1公司已拥有736家经销商



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23:西南及华东地区经销商合计占比62%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

渠道深耕+其他市场布局，带来渠道端潜力。未来公司将加大对西南、华东成熟市场的渠道精耕，加大渠道下沉，覆盖更密集的销售网络。同时增加对华北、西北、华中、华南市场的布局，简称布局更合理，运营效率更高的全国性销售网络，扩大市场占有率。在线上方面，积极调整主流电商运营策略，并加大与拼多多、抖音等新平台合作，积极拥抱线上购物新模式，探索直播带货模式，加大品牌触达频次。同时加强与互联网企业合作，通过与消费者的直接接触与互动，沉淀消费者数据，提升营销精准化与数字化，加深消费者黏性。

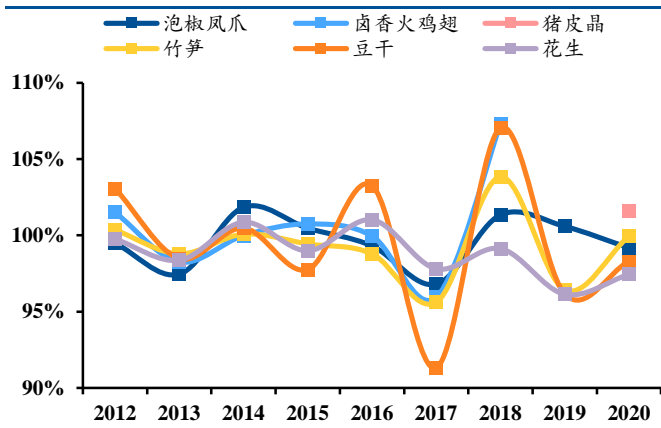
2.3 生产力：新产能缓解生产压力，研发质控保障产品品质

2.3.1. 产销匹配，产能利用率处于高位

有友以销定产，合理匹配。以泡椒凤爪为代表的泡卤制品属于快消品，因此对产品的新鲜度要求较高。有友采用产销结合的生产模式，即根据实际或预测的销售情况安排生产，以达到较高的产销率，减少库存，提高产品新鲜度。有友近年各项产品均保持 100% 左右产销率，2020 年泡椒凤爪产销率达 99.18%，整体产销率达 99.35%，实现产销匹配。

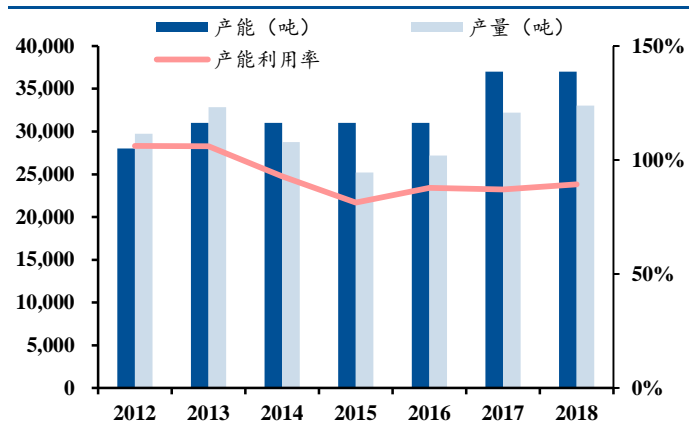
产能瓶颈明显，新产能有力补充。有友食品的产能利用率近年一直维持在行业较高水平，2019 年为 89.32%，多年持续接近 90%，随着市场规模的扩张，产能压力日益明显。为应对需求增长，有友在原有生产基地基础上，继续扩建了渝北、四川、璧山生产基地，均已陆续投产。2020 年 6 月重庆璧山生产基地二期破土动工，预计将在今年有效补充产能。璧山二期规划建筑总面积 1.8 万平方米，同步建设万吨级冷库，达产后有友将实现 3.08 万吨产能。

图24:公司各产品产销率基本保持 100%左右



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25:公司产能利用率持续处于高位

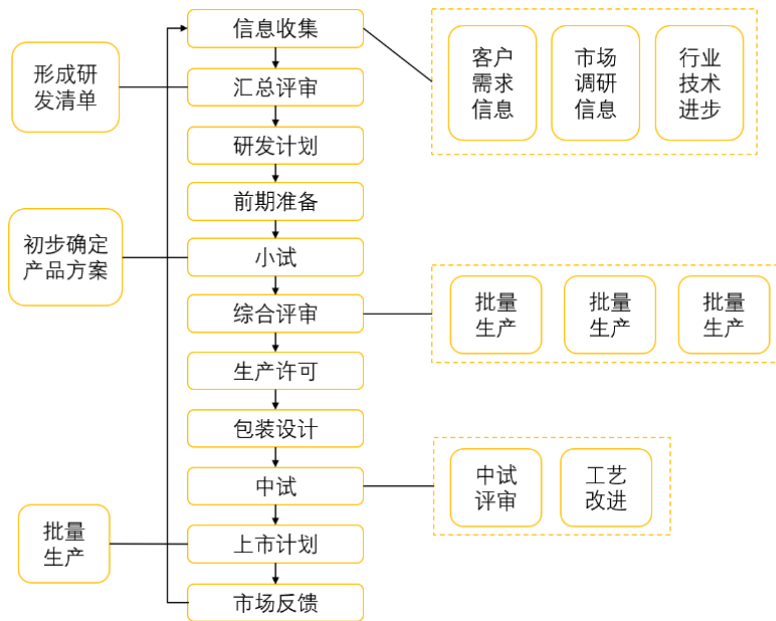


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3.2. 研发推陈出新，全流程质控保证食品安全

研发环节：研发流程完善，技术成熟不断推新。有友食品致力于让肉制品发酵及保鲜等现代生物技术与传统的四川泡菜工艺相结合，通过优选复合乳酸菌种，人工控制发酵，并配以公司自主研发秘方，经过十多道工序，使公司产品具有了独特的产品口味和丰富的营养价值。为此，公司设有独立的研发中心，该中心被认定为 2015 年度重庆市企业技术中心。有友建立了较为完善的新产品研发体系，从市场信息收集、研发方案策划、小批量开发试验、工艺改进、研发确认及批量生产等方面进行科学化管理。公司的技术研发流程如下：

图26:有友食品技术研发流程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

采购环节：主抓供应商管理，保证食品安全。有友食品对供应商建立了一系列严格的遴选机制，其中的管理措施包括要求供应商填写情况调查表，定期实地考察供应商的质保能力和供货保证能力并形成书面报告作为评审供应商的依据。公司对所采购的重要食材如凤爪、鸡翅等会进行抽查，如是进口供应商提供则需要其提供检验检疫局提供的相关检测报告，经验收合格后方可入库。同时，公司对所有原料均采用可追溯的批次管理，并通过电子化系统形成与 ERP 系统的一体化，以充分保障采购原料的质量和安全性。

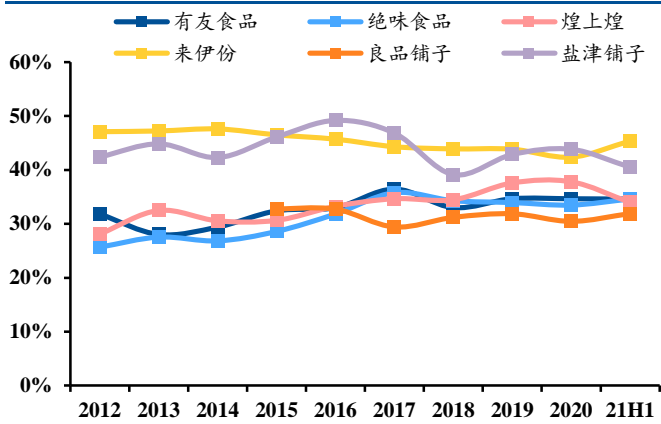
质控体系：高规格质量管理体系认证。公司经过多年的发展建立了一整套严格的生产管理流程、质量管理体系、检测与测量控制程序、采购控制程序以及合格供应商评定和控制程序，实现了每批原材料的全过程质量监控，同时加强现场监督，对每批产品的生产过程实行全过程控制，加强了对生产现场的人员、机械设备、方法、环境等生产要素的有效管理，保持了生产场所良好的环境和秩序。公司先后通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证、ISO 22000:2005 食品安全管理体系认证和 HACCP 体系认证，获评“食品安全示范单位”。

2.4 同业对比：净利亮眼，营运能力强大

2.4.1. 盈利能力：毛利稳定叠加费用精简，净利水平亮眼

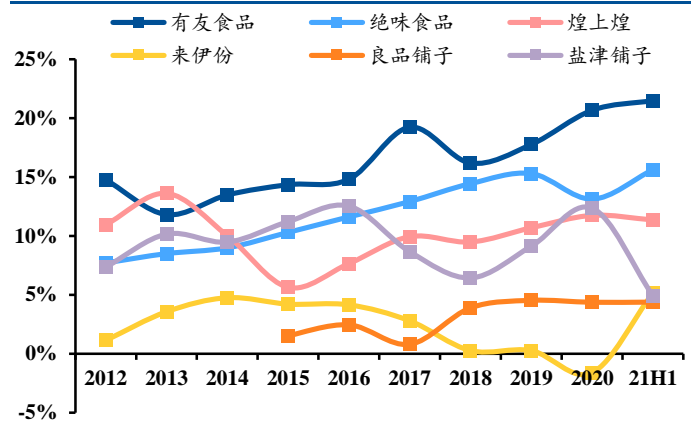
盈利水平持续增长，净利率已处行业高位水平。21H1 公司实现毛利率 34.58%，处于同业可比公司中枢毛利水平。长期来看，在同业毛利率基本趋于稳定的情况下，有友毛利率稳步增长，体现出优秀的成长潜力。净利率方面，同业方差较大，且波动剧烈，但有友持续保持较快的净利率增长态势，由 2013 年低位 11.81% 持续增长至 21H1 的 21.50%，目前已为可比公司中最高水平，盈利能力显著。即使在疫情影响下的 2020 年及社区团购影响下的 21Q2，有友依然保持毛利、净利水平的同步增长，体现出公司优秀的产品底蕴和出色的抵御风险能力。

图27:有友毛利率处于同业平均水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

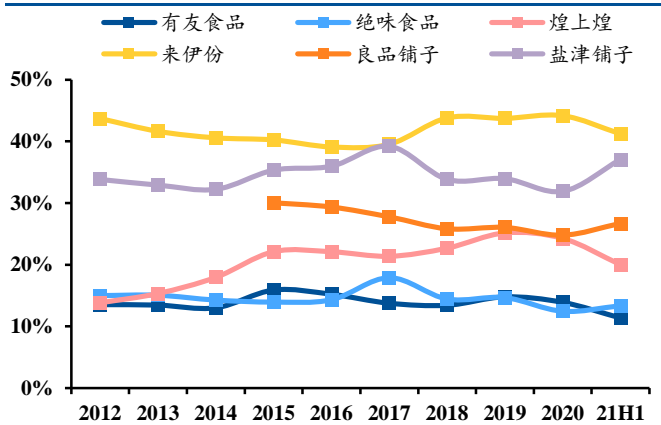
图28:公司净利率处于同业较高水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

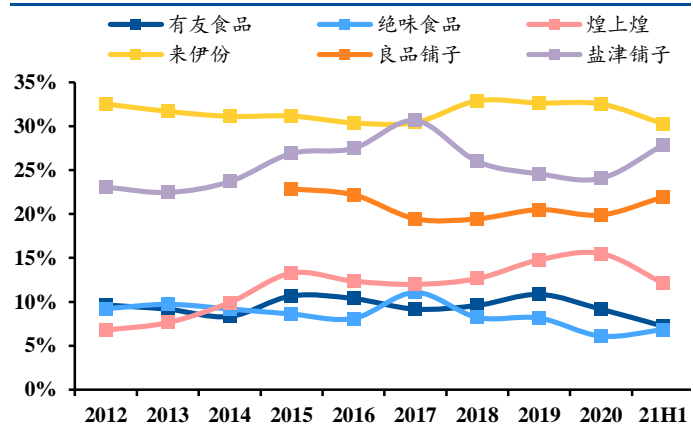
产品结构精简叠加费用投放谨慎, 有友费用率处于行业低位水平。21H1 有友期间费用率为 11.35%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.23%/4.11%/0.21%/-0.20%。对比同业, 有友的整体费用投放力度都相对保守, 期间费用率及其中销售、管理费用率都为同业较低水平。销售费用率偏低主因销售人员较少, 2018 年末公司仅有 275 人销售团队, 占员工总数 16.74%, 远低于其他休闲食品龙头同期上千人销售团队。研发费用投放较为精简, 主因公司产品精简, 研发更多针对现有产品的口味改良, 而非扩充新品类。

图29:有友期间费用率为同业较低水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图30:有友销售费用率为同业较低水平

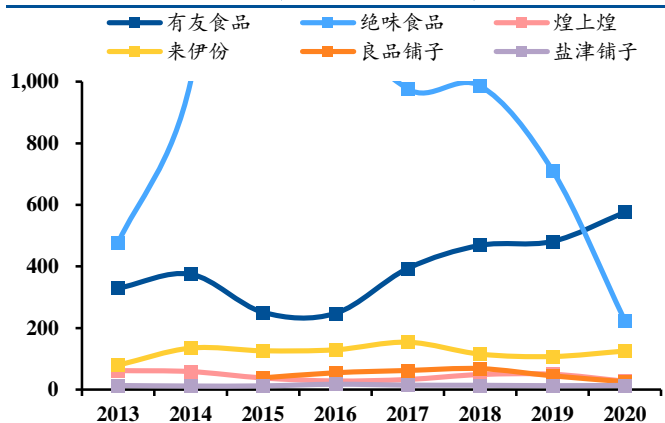


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.4.2. 营运能力: 应收周转率保持行业绝对高位

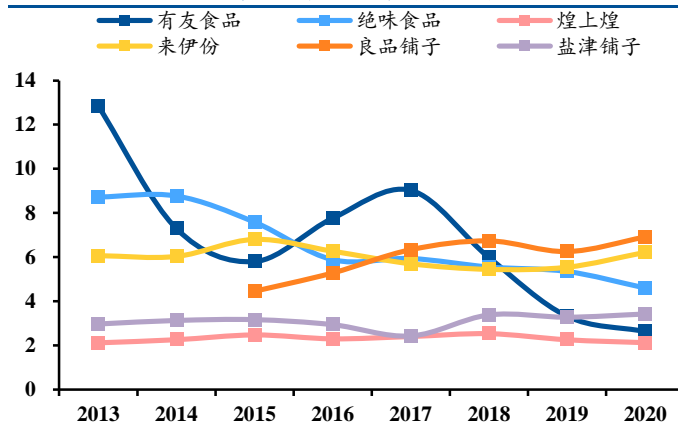
应收账款周转速度仅次于绝味食品, 远超其他公司。有友食品近几年应收账款周转率呈现出先小幅下滑, 再快速增长态势, 由 2012 年 329 次小幅下降至 2015-2016 年期间 250 次左右, 后续快速上涨, 2020 年达 576 次, 高于几乎所有的可比龙头企业。主因有友多年保持 97% 以上经销占比, 对经销商实行先款后货的销售政策, 应收账款金额较小, 规避经营风险。但近年有友存货周转率有所下滑, 主因鸡爪等主要原材料价格上涨, 公司加大了原料储备以平滑价格波动, 考虑食品安全问题, 公司主要原材料库存周期均在 3 个月内, 且 99% 以上都处于 1 个月内。

图31:有友应收账款周转率处于行业高位水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图32:受原材料价格影响存货周转率有所下滑



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 盈利预测

3.1 基本假设与收入拆分

3.1.1. 收入拆分与假设

收入拆分：2020 年有友实现收入 10.93 亿元，同比+8.40%；21H1 实现收入 6.04 亿元，同比+10.89%。鉴于有友食品深耕泡椒凤爪，在市场上形成了较高品牌知名度，鹤壁二期产业园即将释放更多产能；渠道下沉正在稳步推进，预计未来三年收入将保持稳健增长，预计 2021-2023 年收入分别同比+15.4%/+15.8%/+17.4%。

(1) 泡椒凤爪：泡椒凤爪作为公司核心大单品，过去持续贡献 80% 以上收入，有力支撑整体业绩。同时公司 2017 和 2018 年的提价逐步落地，2019 年后鸡肉价格从高点回落，预计公司短期内不会再进行提价，有利于渠道稳定发展。此外 2020 年新推柠檬、藤椒、香辣口味，丰富产品矩阵。预计后续泡椒凤爪依然将实现较快增长，预计未来三年分别同比+15%/+16%/+18%。

(2) 卤香火鸡翅：2019 年受中美贸易摩擦影响，火鸡翅的供应量急剧减少且极不稳定，公司决定暂停火鸡翅产品的生产和销售。就当前中美贸易现状来看，预计未来公司可能继续停产停售此产品。

(3) 猪皮晶：2020 年猪皮晶实现收入 7620 万元，21H1 实现收入 4941 万元，同比+32.64%。作为公司正大力推广的单品，优选全球优质原料，结合公司成熟泡卤技术，在已有渠道推广铺货，预计将实现快速增长。预计未来三年分别同比+36%/+25%/+20%。

(4) 竹笋：作为公司传统产品中成长性最好的单品，过去 8 年 CAGR 为 6.41%，保持持续稳步增长。在 2019 年提价落地后，预计未来将稳步发展，预计未来三年收入将同比增长 3%-5%。

(5) 豆干、花生：豆干及花生市场竞争激烈，公司的豆干及花生产品规模在过去 8 年里经历了先下滑再增长的阶段，2020 年疫情情况下分别同比+4.29%/+0.29%。豆干及花生市场空间广阔，仍是蓝海市场，有友以成熟泡卤技术及品牌优势出发，在细分泡卤领域仍有增量空间及优势前景。预计未来三年豆干及花生将同比增长 2%-3%。

表2: 各品类收入增速预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
泡椒凤爪	783.14	896.94	844.41	912.69	1049.60	1217.53	1436.69
yoy	24.39%	14.53%	-5.86%	8.09%	15%	16%	18%
猪皮晶				76.20	103.63	129.54	155.45
yoy					36%	25%	20%
竹笋	35.55	37.59	35.47	35.66	37.44	39.31	40.49
yoy	3.77%	5.75%	-5.65%	0.53%	5%	5%	3%
豆干	19.50	21.37	21.20	22.11	22.55	23.22	23.69
yoy	8.54%	9.61%	-0.83%	4.29%	2%	3%	2%
花生	18.30	19.05	15.99	16.04	16.36	16.69	17.02
yoy	6.59%	4.06%	-16.04%	0.29%	2%	2%	2%
卤香火鸡翅	54.50	40.22					
yoy	-0.21%	-26.20%					

其他	74.75	83.60	88.26	28.13	32.35	35.58	42.70
yoy	3.98%	11.84%	5.58%	-68.13%	15%	10%	20%
合计	985.75	1098.77	1005.33	1090.82	1261.92	1461.87	1716.03
yoy	19.42%	11.47%	-8.50%	8.50%	15.69%	15.85%	17.39%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1.2. 毛利及成本假设

有友自 2013 年以来，毛利率的长期趋势即持续稳定上涨，过去毛利水平上涨来自于规模效应，及提价所带来的利润空间。成本波动的风险主要来自于原辅料价格的变动，考虑原材料价格波动周期，预计未来三年整体毛利率将随成本小幅波动，但整体稳步提升。

具体来看，泡椒凤爪毛利水平变化核心考虑鸡周期对成本的扰动。目前鸡价正处周期下行阶段，受益于鸡肉价格下降，预计 2021 年毛利率稍有上行，2022 年略有下滑，2023 年恢复增长。考虑到有友对生产及采购的有力把控，我们预估毛利率总体波动幅度较小。猪皮晶正处快速放量阶段，预计将逐步发挥规模效应优势从而推动平均成本稳步下降。但考虑到公司正大力推广该产品，可能将让利渠道，预计 2021 年毛利率稍有下滑，后逐年回升。竹笋品类价格较为稳定，预计未来毛利率变化不大。由于黄豆价格目前正处于高位，在公司提价拉涨利润后，预计短期内不会继续提价，毛利水平基本保持稳定。花生目前价格正由高位下跌，预计后期毛利水平将逐渐改善。

表3: 各品类毛利率及成本预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
毛利率	泡椒凤爪	37.08%	32.66%	32.99%	33.60%	34.30%	33.50%	34.50%
	猪皮晶				45.58%	42.88%	44.13%	45.50%
	竹笋	38.32%	34.14%	38.09%	39.97%	38.50%	38.30%	38.70%
	豆干	19.36%	18.53%	28.80%	28.82%	28.33%	28.67%	29.32%
	花生	36.04%	37.10%	37.92%	34.90%	36.00%	35.40%	35.70%
	卤香火鸡翅	34.91%	31.27%					
	其他	34.03%	39.23%	52.59%	33.36%	33.50%	34.50%	34.50%
	综合毛利率	36.40%	32.96%	34.63%	34.57%	35.02%	34.54%	35.54%
成本	泡椒凤爪	492.75	604.00	565.84	606.03	689.58	809.66	941.03
	猪皮晶				41.47	59.19	72.37	84.72
	竹笋	21.92	24.76	21.96	21.40	23.02	24.25	24.82
	豆干	15.73	17.41	15.09	15.73	16.16	16.57	16.74
	花生	11.71	11.98	9.93	10.44	10.47	10.78	10.94
	卤香火鸡翅	35.47	27.64					
	其他	49.32	50.80	41.85	18.74	21.51	23.31	27.97
	合计	626.90	736.60	654.66	713.82	819.94	956.94	1106.22

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 可比公司估值对比

公司 9 月 16 日收盘价 16.83 元，对应民生 2021 年盈利预测为 20XPE，对应 Wind 一致预期为 20XPE，显著低于 CS 休闲食品行业平均 29X 估值及 CS 肉制品行业平均 25X 估值 (Wind 一致预期，算术平均法)。

公司 2021 年预期 PE 明显低于同行业公司，在猪皮晶单品大力拓展、研发新口味的基础上，叠加原材料价格有望在高位回落，预计公司成长性以及盈利能力有改善空间，并带动公司估值水平上移。

表4: 可比公司估值 (PE 法估值)

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603697.SH	有友食品	16.82	0.83	0.95	1.13	20.37	17.66	14.83
603517.SH	绝味食品	60.95	1.65	2.09	2.60	36.87	29.11	23.48
002695.SZ	煌上煌	13.88	0.65	0.80	0.97	21.40	17.39	14.34
603777.SH	来伊份	14.90	0.89	0.74	0.85	16.75	20.06	17.56
603719.SH	良品铺子	34.09	1.06	1.29	1.54	32.29	26.48	22.19
002847.SZ	盐津铺子	53.89	2.33	3.48	4.95	23.17	15.50	10.88
核心可比公司						26.09	21.71	17.69
休闲食品行业						29.10	23.50	18.83
肉制品行业						25.56	20.68	18.28

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 可比公司 EPS、PE 均采用 Wind 一致预期, 预测 PE 为算术平均法

我们按照未来三年归母净利润复合增速来计算 PEG, 公司目前股价对应 PEG 为 1.30X, 为同业中枢水平。在公司充分的市场前景以及自身优势基础下, 目前估值水平具备充足投资价值。

表5: 可比公司估值 (PEG 法估值)

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	三年归母净利润复合增速	EPS-2021E	PE-2021E	PEG
603697.SH	有友食品	16.82	15.66%	0.83	20.37	1.30
603517.SH	绝味食品	60.95	31.48%	1.65	36.87	1.17
002695.SZ	煌上煌	13.88	20.72%	0.65	21.40	1.03
603777.SH	来伊份	14.90	-263.66%	0.89	16.75	-0.06
603719.SH	良品铺子	34.09	21.73%	1.06	32.29	1.49
002847.SZ	盐津铺子	53.89	38.39%	2.33	23.17	0.60

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 可比公司三年归母净利润复合增速、EPS、PE 均采用 Wind 一致预期

3.3 投资建议

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 2.54/2.93/3.49 亿元, 同比+12.6%/+15.3%/+19.1%; 全面摊薄后折合 EPS 分别为 0.83/0.95/1.13 元; 对应 PE 分别为 20X/18X/15X。

我们看好公司在泡卤休闲零食领域已建立的充足品牌力, 以及在产品拓展方面所带来的成长潜力, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

4 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。

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	820	957	1,106
营业税金及附加	10	11	13	15
销售费用	100	105	116	142
管理费用	51	54	66	77
研发费用	3	6	6	7
EBIT	215	267	304	368
财务费用	(2)	(5)	(11)	(11)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	33	22	24	25
营业利润	261	300	346	412
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	266	300	346	412
所得税	40	46	53	63
净利润	226	254	293	349
归属于母公司净利润	226	254	293	349
EBITDA	240	290	327	391
资产负债表 (百万元)				
货币资金	438	852	914	1384
应收账款及票据	2	2	3	3
预付款项	16	22	26	29
存货	315	208	436	311
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	1475	1787	2084	2431
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	2244	2558	2926
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	41	46	54	62
其他流动负债	7	7	7	7
流动负债合计	120	158	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	192	212	230
股本	305	308	308	308
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1767	2052	2346	2695
负债和股东权益合计	1921	2244	2558	2926

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%	24.0%	14.0%	21.1%
净利润增长率	26.1%	12.6%	15.3%	19.1%
盈利能力				
毛利率	34.7%	35.0%	34.5%	35.5%
净利润率	20.7%	20.2%	20.1%	20.4%
总资产收益率 ROA	11.8%	11.3%	11.5%	11.9%
净资产收益率 ROE	12.8%	12.4%	12.5%	13.0%
偿债能力				
流动比率	12.3	11.3	11.7	12.4
速动比率	9.7	10.0	9.3	10.8
现金比率	9.5	9.8	9.1	10.6
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	1.0	1.1
每股净资产	5.8	6.7	7.6	8.7
每股经营现金流	0.4	1.3	0.3	1.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.9	20.4	17.7	14.8
PB	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	19.6	14.6	12.8	9.5
股息收益率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	226	254	293	349
折旧和摊销	24	24	23	23
营运资金变动	(97)	140	(215)	141
经营活动现金流	120	396	77	488
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	414	62	470

插图目录

图 1:	2020 年中国休闲零食市场规模已达 12984 亿元	3
图 2:	2020 年卤制品市场规模 1235 亿元	3
图 3:	2015-2020 年公司营收 CAGR 为 7.77%	5
图 4:	2015-2020 年公司净利润 CAGR 达 15.93%	5
图 5:	2020 年泡椒凤爪占有友 80.0% 营收	5
图 6:	2020 年之后泡椒凤爪占比稍有下降	5
图 7:	有友在泡卤凤爪行业已断层领先	6
图 8:	泡椒凤爪优势企业全国分布格局	6
图 9:	2018 年我国泡椒凤爪生产企业区域分布情况	6
图 10:	2016 年之后西南地区收入占比持续下滑	6
图 11:	有友食品上市后股权结构图	7
图 12:	袋装产品销售额明显高于迷你装	8
图 13:	180g 袋装鸡爪更受欢迎 (亿元)	8
图 14:	凤爪贡献有友主要业绩 (亿元)	8
图 15:	有友其他产品销售规模较为平均 (亿元)	8
图 16:	有友已形成 6 种口味泡椒凤爪产品矩阵	9
图 17:	21H1 新推无骨鸡爪及鸭掌系列	9
图 18:	2019 年后鸡肉价格有所下滑	9
图 19:	有友各品类毛利率波动上升	9
图 20:	经销模式常年贡献公司 95% 以上收入	10
图 21:	经销与直营模式毛利率均较为稳定	10
图 22:	21H1 公司已拥有 736 家经销商	10
图 23:	西南及华东地区经销商合计占比 62%	10
图 24:	公司各产品产销率基本保持 100% 左右	11
图 25:	公司产能利用率持续处于高位	11
图 26:	有友食品技术研发流程	12
图 27:	有友毛利率处于同业平均水平	13
图 28:	公司净利率处于同业较高水平	13
图 29:	有友期间费用率为同业较低水平	13
图 30:	有友销售费用率为同业较低水平	13
图 31:	有友应收账款周转率处于行业高位水平	14
图 32:	受原材料价格影响存货周转率有所下滑	14

表格目录

表 1:	公司主要产品结构	4
表 2:	各品类收入增速预测 (百万元)	15
表 3:	各品类毛利率及成本预测 (百万元)	16
表 4:	可比公司估值 (PE 法估值)	17
表 5:	可比公司估值 (PEG 法估值)	17
	公司财务报表数据预测汇总	18

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

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。