



泡卤凤爪行业龙头，大单品迈向全国化

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、休闲食品行业整体正持续扩容，其中辣味休闲食品得益于年轻消费群体喜辣习惯，增速优于其他子赛道。公司作为休闲零食凤爪龙头，市占率长期维持在30%+，有望持续享受行业集中度提升红利。2、产品矩阵丰富完备，大单品凤爪具备成长性。公司已形成丰富的泡卤休闲产品矩阵，此外泡椒凤爪大单品在全国范围内享有较高的知名度，随着后续成本端压力逐渐缓释，未来凤爪有望维持双位数以上增速。3、开启省外扩张，逐步迈向全国化。公司省外扩张以华东为中心，近五年华东收入占比已提升10%；随着公司持续拥抱线上、新零售等新兴渠道，未来实现全国化可期。
- 近万亿规模休闲食品赛道广阔，休闲零食凤爪竞争格局一家独大。** 1、2022年国内休闲食品市场规模约1.2万亿元，预计未来五年将保持平稳增长，具有一定刚需属性。同时，国内休闲食品的人均消费量仅约14kg，相较全球市场平均水平27kg仍有较大增长空间；在居民消费水平提高、健康化消费、场景多元化等因素的推动下，休闲食品行业将保持较快增长。2、辣味休闲食品增速高于行业，由于深受年轻消费者欢迎，16-21年我国辣味休闲食品零售额规模由1139亿元增长至1729亿元，年复合增长率8.7%。3、从整体竞争格局上看，我国休闲食品行业因品类众多竞争分散；细分看休闲零食凤爪行业，有友长期位居第一梯队，一家独大的竞争格局稳定。
- 产品矩阵丰富完备，大单品凤爪具备扩张成长性。** 1、公司深耕泡卤休闲食品行业，已形成丰富的产品矩阵；非凤类产品收入占比四年提升7%至23%，整体收入结构正持续优化。2、公司大单品凤爪二十余年来已积累起良好的品质及口碑优势，虽22年以来受制于原料价格攀升以及疫情影响消费力，短期量价有所承压；随着24年原料价格企稳回落叠加经济环境持续复苏，在辣味风潮席卷全国的背景下，公司凤爪大单品具备对外扩张的成长性。
- 品宣投放逐步加码，省外扩张发力华东。** 1、过去公司，在销售费用投放相对谨慎；随着公司逐步丰富品宣打法，有友品牌知名度将进一步提升。2、公司省外扩张以华东为桥头堡，华东收入占比近年来快速提升，由18年15%提升至22年25%。公司设立上海有友，主要负责线上电商相关营销，并积极对接新零售、量贩连锁等新兴渠道，华东有望成为公司收入增长新引擎。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润复合增速达21.5%，考虑到有友食品大单品能力强、处于全国化开拓成长期，给予公司2024年19倍PE，对应目标价10.26元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险；华东市场开拓情况或不及预期；外部经济环境回暖或不及预期；食品安全风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1024.42	1063.64	1256.00	1461.00
增长率	-16.01%	3.83%	18.09%	16.32%
归属母公司净利润(百万元)	153.60	158.62	232.71	291.41
增长率	-30.13%	3.27%	46.71%	25.22%
每股收益EPS(元)	0.36	0.37	0.54	0.68
净资产收益率ROE	8.26%	8.06%	10.83%	12.34%
PE	23	22	15	12
PB	1.87	1.77	1.62	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

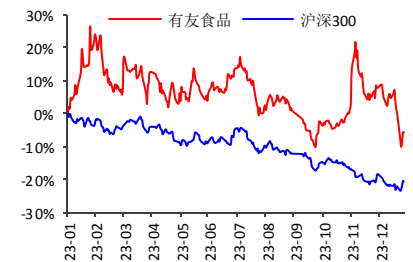
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

分析师: 夏霖
执业证号: S1250523070006
电话: 021-68415380
邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通A股(亿股)	4.28
52周内股价区间(元)	7.75-15.83
总市值(亿元)	38.62
总资产(亿元)	19.72
每股净资产(元)	4.27

相关研究

目 录

1 稳健增长的泡椒凤爪龙头	1
2 休闲食品赛道广阔，泡椒凤爪格局稳固	3
2.1 市场规模初现，提升空间广阔.....	3
2.2 卤制食品：行业方兴未艾，疫情不改扩容趋势.....	4
3 大单品凤爪势能强劲，品牌渠道双管齐下发力全国化	6
3.1 产品矩阵丰富完备，凤爪支撑未来高增.....	6
3.2 品牌力领先行业，持续加码品宣投放.....	8
3.3 积极拓展新兴渠道，发力开拓华东市场.....	10
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司收入情况.....	2
图 4: 公司归母净利润情况.....	2
图 5: 公司毛利率、净利率情况.....	2
图 6: 公司四费率情况.....	2
图 7: 2023 前三季度公司收入结构 (分产品).....	3
图 8: 2023 前三季度公司收入结构 (分区域).....	3
图 9: 休闲食品行业规模.....	3
图 10: 全国居民人均可支配收入 (万元).....	4
图 11: 全国居民人均消费支出 (万元).....	4
图 12: 休闲食品消费者主要考虑因素.....	4
图 13: 休闲食品主要消费场景.....	4
图 14: 辣味休闲食品零售额 (亿元).....	5
图 15: 2021-2026 年辣味休闲食品零售额复合增长率 (预计).....	5
图 16: 卤制品行业规模及增速.....	5
图 17: 卤制品行业构成.....	5
图 18: 休闲零食凤爪行业市场规模.....	6
图 19: 泡椒凤爪行业竞争格局 (2023).....	6
图 20: 进口冻鸡爪价格 (美元/kg).....	6
图 21: 进口冻鸡爪数量 (吨).....	6
图 22: 2019-2022 年各产品收入占比变化.....	7
图 23: 凤爪及非凤产品历年营收及增速.....	7
图 24: 2016-2022 年凤爪销量变动.....	8
图 25: 2016-2022 年凤爪吨价变动.....	8
图 26: 凤爪毛利率近年来持续承压.....	8
图 27: 2022 年起进口凤爪采购单价急剧攀升.....	8
图 28: 近年来公司广告宣传推广费用及销售费率.....	9
图 29: 横向对比 2022 年零食行业公司销售费率.....	9
图 30: 有友地铁广告投放案例.....	10
图 31: 有友产品进入小杨哥直播间.....	10
图 32: 分渠道收入结构.....	10
图 33: 公司经销商数量变化.....	10
图 34: 23Q3 经销商区域分布.....	11
图 35: 分地区收入结构.....	11

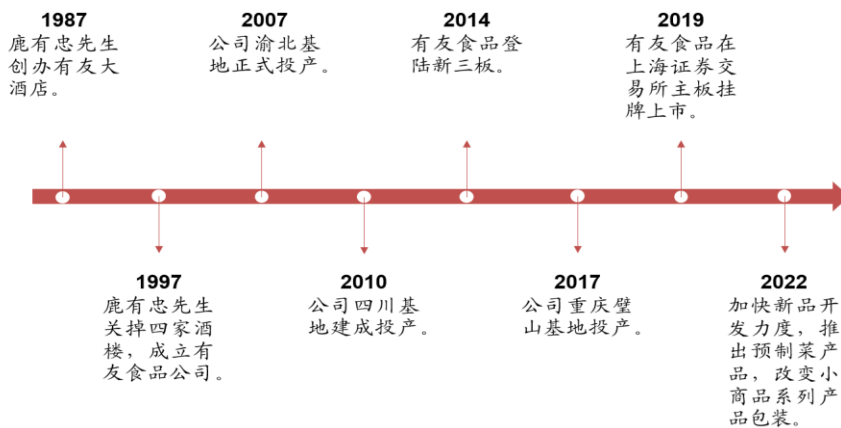
表 目 录

表 1: 有友食品产品矩阵.....	7
表 2: 公司凤爪与竞品在电商平台上价格对比.....	9
表 3: 分业务收入及毛利率.....	11
表 4: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	14

1 稳健增长的泡椒凤爪龙头

有友食品成立于1997年，前身为成立于1987年的有友大酒店，经过近三十年的发展，公司已形成以泡椒凤爪为主，猪皮晶、竹笋、花生、豆干等为辅的泡卤风味休闲食品系列。2019年公司在上交所主板正式挂牌上市，募集资金主要用于建设有友食品产业园项目、营销网络建设和品牌推广项目。2022年，公司加快新品推出力度，推出玩味花生、魔鸭食客及预制菜新品，同时精耕渠道，严峻的外部挑战使公司收入、利润承压；2023年公司在渠道的改变将贡献增量。

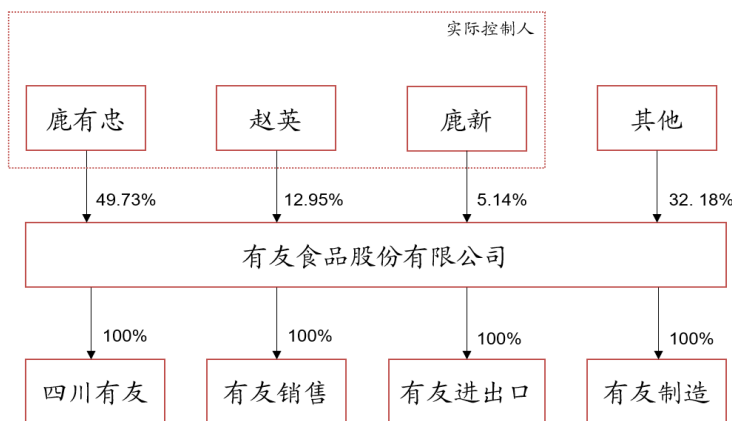
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

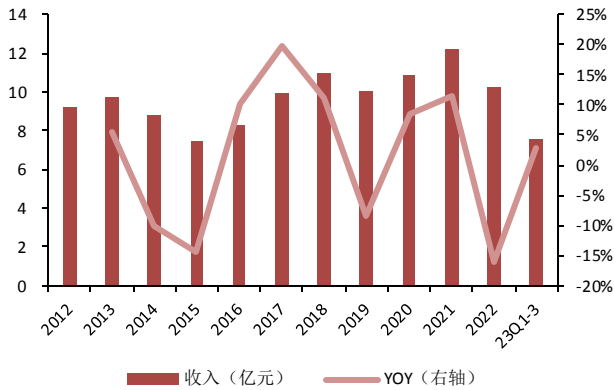
公司股权结构集中，管理结构稳定。董事长及妻女共持有公司股份的 67.82%，其中董事长鹿有忠先生持有公司股份的 49.73%。公司主要高管均具有餐饮、食品相关经验，且在公司任职多年，经验丰富且人员稳定。

图 2：公司股权结构

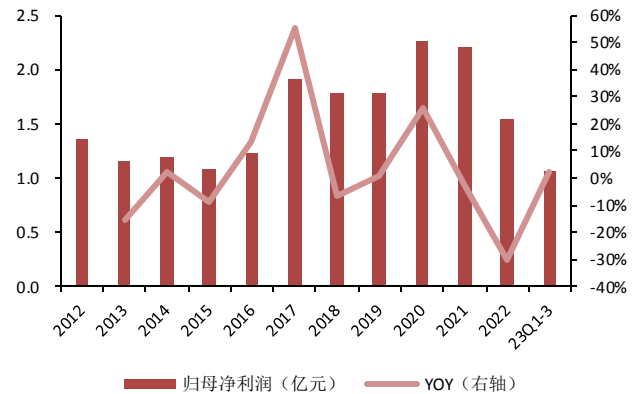


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司整体保持平稳增长。收入端看，除 2015 年、2019 年、2022 年分别由于团队调整、提价幅度较大导致终端未消化、疫情导致外部环境压力较大，有所下滑外，其余年份均保持正增长；2023 前三季度实现收入 7.6 亿元，同比增长 2.8%。利润端看，增速整体高于收入，受成本影响较大，2023 年原材料价格高位震荡，前三季度归母净利润 1.1 亿元，同比增长 2%。

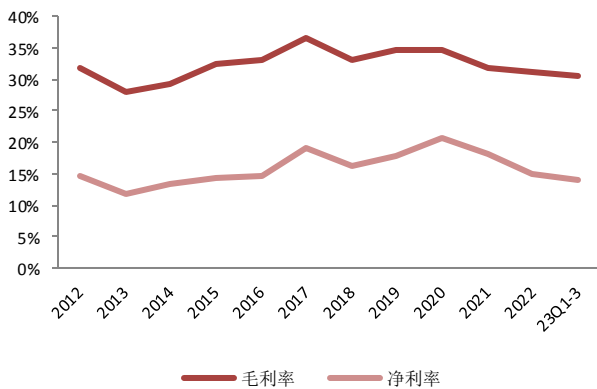
图 3：公司收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

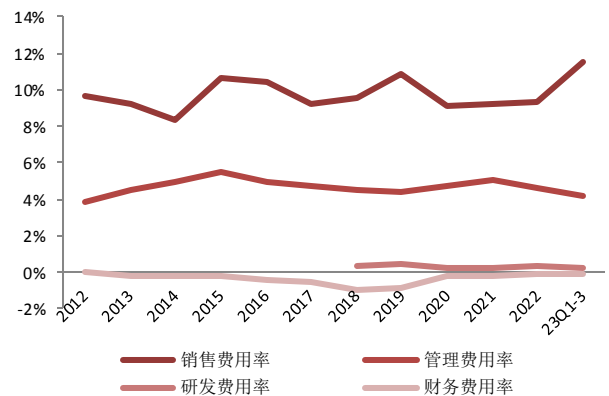
图 4：公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

原材料价格高位震荡，销售费用投放增加。1) 2023 前三季度公司整体毛利率 30.6%，同比提升 0.6pp，在原材料价格高位震荡的背景下，毛利率略有增加。2) 2023 前三季度公司销售费用率 11.5%，同比增加 2.2pp，大幅增加投放力度；管理费用率、研发费用率、财务费用率基本稳定，2023 前三季度四费率 15.9%。3) 2023 前三季度公司净利率 14%，基本保持稳定。

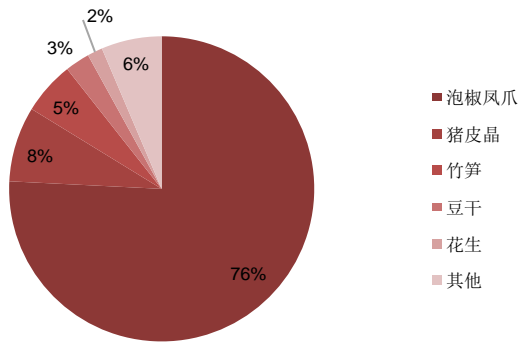
图 5：公司毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

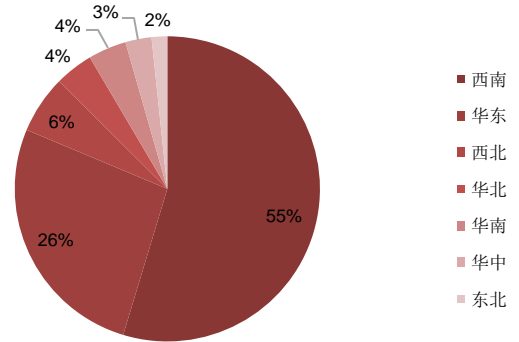
图 6：公司四费率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

泡椒凤爪及西南大本营市场贡献主要收入。1) 分产品看，2023 前三季度泡椒凤爪、猪皮晶、竹笋、豆干、花生分别实现营业收入 5.7 亿元 (+0.9%)、6010 万元 (+5.6%)、4232 万元 (+23.4%)、1968 万元 (+14.9%)、1212 万元 (持平)，泡椒凤爪贡献公司收入的 75.8%，为公司绝对主导产品，占比下降，公司产品结构优化。2) 分区域看，西南、华东分别实现营业收入 4.1 亿元 (+3%)、2 亿元 (+4.9%)，分别贡献公司收入的 54.7%、26.6%，华东市场占比提升，公司发力华东市场效果逐步显现。

图 7：2023 前三季度公司收入结构（分产品）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2023 前三季度公司收入结构（分区域）


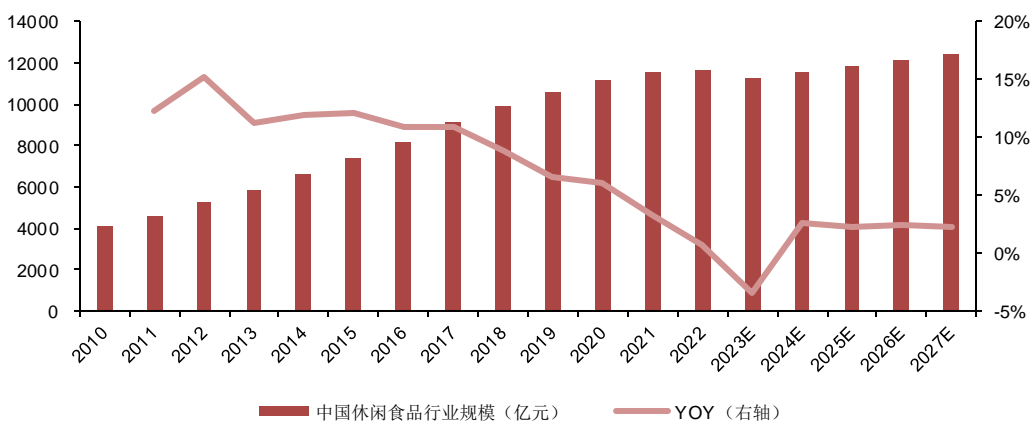
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 休闲食品赛道广阔，泡椒凤爪格局稳固

2.1 市场规模初现，提升空间广阔

休闲食品行业市场规模初现，未来仍有较大提升空间。近年来，休闲食品市场规模发展迅速，2022 年国内市场规模 1.2 万亿元，预计 2023 年略微下滑后，2024-2027 年将保持平稳增长，具有一定刚需属性。同时，根据智研咨询显示，2022 年中国休闲食品的人均消费量仅约 14kg，与全球市场平均水平 27kg 仍有较大增长空间，休闲食品行业整体依然处于增长阶段。

休闲食品品类丰富，处于不同成长阶段。休闲零食品类丰富，既有西方的糖果、膨化饼干、烘焙食品，又有中国传统的卤制品、坚果炒货、果脯蜜饯，各品类所处的成长阶段不尽相同。其中，糖巧、坚果炒货、膨化、烘焙等品类已较为成熟，规模占比较大；休闲蔬菜制品、调味面制品等处于成长初期，增速领先。

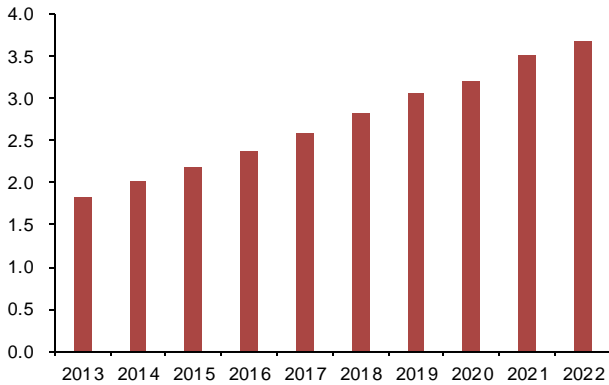
图 9：休闲食品行业规模


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

在居民消费水平提高、健康化消费、场景多元化等因素的推动下，休闲食品行业将保持增长：

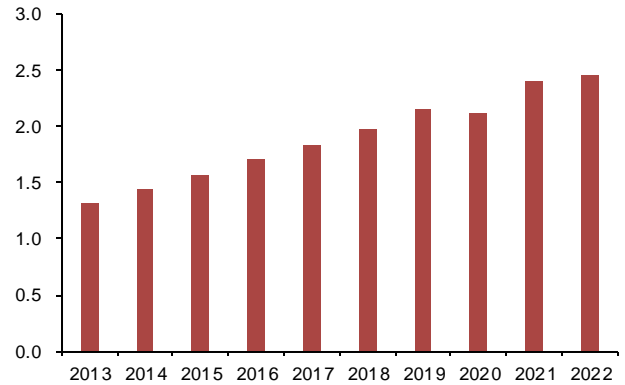
消费力提高，推动行业持续发展。人均可支配收入、人均消费支出稳定增长，2022 年分别提升至 3.7 万元、2.5 万元，过去五年复合增速分别约 7.3%、6%，居民消费水平的逐渐提高为休闲食品行业发展提供基础。

图 10：全国居民人均可支配收入（万元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 11：全国居民人均消费支出（万元）

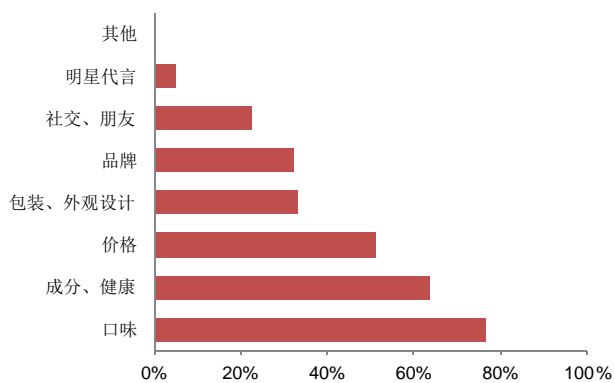


数据来源：国家统计局，西南证券整理

口味、健康为主要考虑因素。口味依然是消费者选择休闲食品时首要考虑因素。此外，随着健康消费理念逐渐提升，食品成分和健康程度逐渐成为消费者在选购休闲食品时的重要考虑因素，如低脂、低糖等口味受到消费者欢迎；休闲食品企业已纷纷从原料采购、配方调整、生产制造等方面提升产品品质，更符合健康消费新趋势。

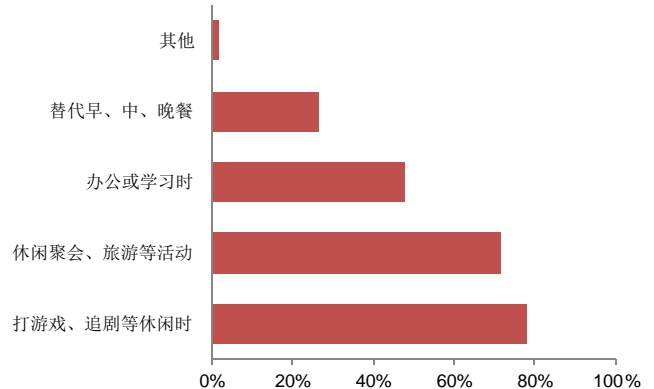
消费场景多元化。休闲食品主要消费场景为打游戏、追剧等休闲时（78%）和休闲聚会等活动时（72%），替代正餐、餐间解饿、缓解压力等场景与休闲食品也有较高关联度。休闲食品的消费场景多元化，已进入消费者生活的各方面。

图 12：休闲食品消费者主要考虑因素



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

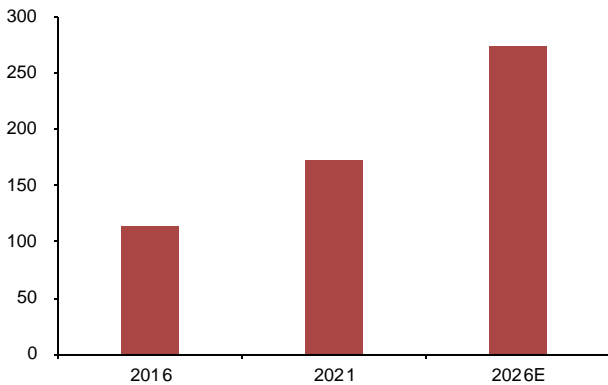
图 13：休闲食品主要消费场景



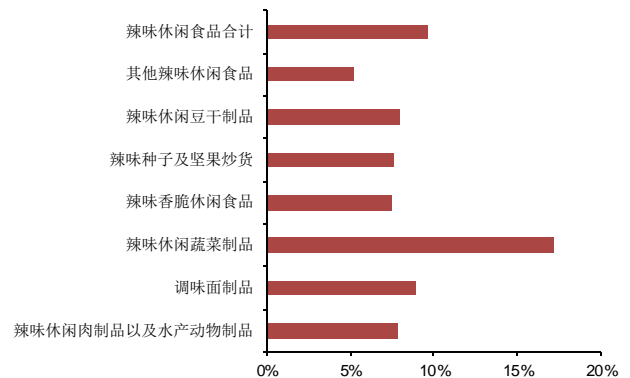
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

2.2 卤制食品：行业方兴未艾，疫情不改扩容趋势

辣味休闲食品增速高于行业。作为历史悠久的饮食口味，辣味食品深受年轻消费者欢迎，规模保持较快增长，高于休闲食品行业。根据弗若斯特沙利文统计，2016-2021年我国辣味休闲食品零售额规模由1139亿元增长至1729亿元，年复合增长率8.7%，在休闲食品行业的份额由2016年的18.6%提升2.4pp至2021年的21%。根据弗若斯特沙利文预计，辣味休闲食品零售额2021-2026年均复合增速达9.6%，明显高于非辣味休闲食品的6%。

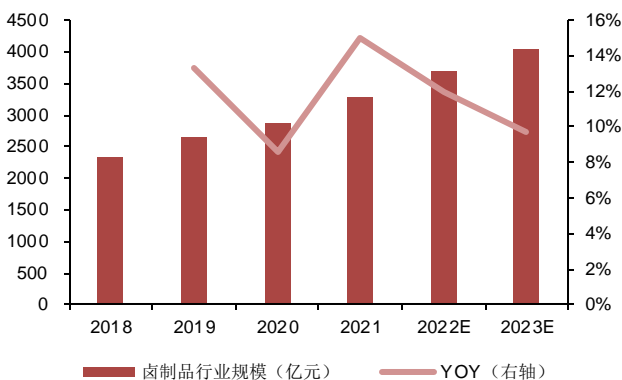
图 14：辣味休闲食品零售额（亿元）


数据来源：卫龙招股书，西南证券整理

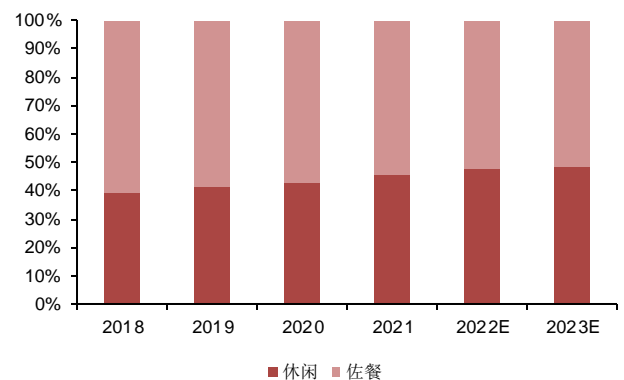
图 15：2021-2026 年辣味休闲食品零售额复合增长率（预计）


数据来源：卫龙招股书，西南证券整理

行业持续扩容，佐餐、休闲共同发展。2018-2021年我国卤制品行业复合增速约12.3%；2022年以来疫情反复的背景下行业仍保持扩容趋势，预计2023年行业规模将突破4000亿元。卤制品口味整体以酱香、麻辣为主，符合国人饮食习惯，并具有一定成瘾性，为食品行业中的优质赛道。根据消费场景的不同，卤制品可分为佐餐及休闲两大类，其中佐餐占据主要部分，需求较为刚性；休闲卤制品偏向冲动消费、即买即食。近年来，卤制品的口味、形式趋于多样化、年轻化，休闲卤制品增速略高于佐餐卤制品。

图 16：卤制品行业规模及增速


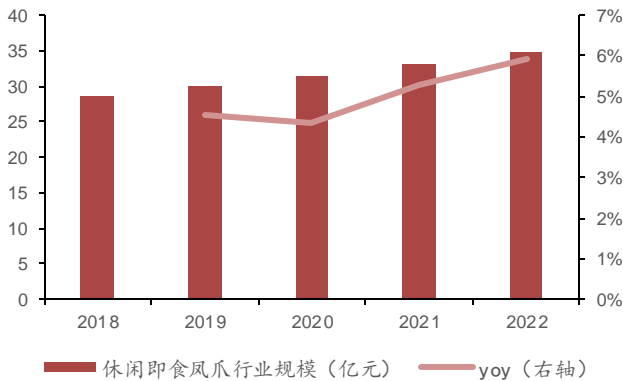
数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 17：卤制品行业构成


数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

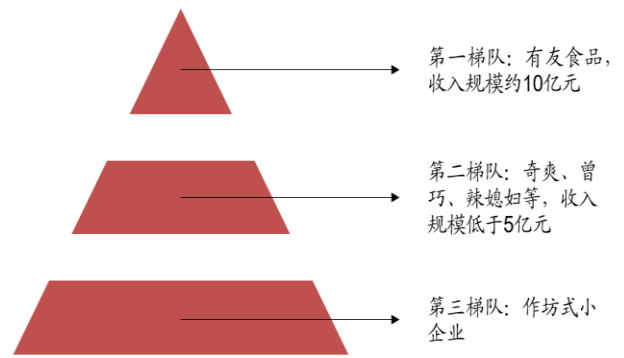
休闲零食凤爪行业持续扩容，有友独占龙头低位。泡椒凤爪起源、流行于川渝地区，并逐渐走向全国，具有较强的地区特色，生产企业集中在重庆、四川及周边省份。进一步细分凤爪行业来看，休闲零食凤爪正持续扩容，行业规模从2018年28亿元增长至2022年35亿元，对应年复合增速为5%。泡椒凤爪细分行业竞争格局清晰，有友以10亿级规模独占龙头地位。公司经历近三十年的经营，已形成稳固的竞争优势，在西南大本营及全国市场均保持领先地位。

图 18: 休闲零食凤爪行业市场规模



数据来源: 观研报告网, 西南证券整理

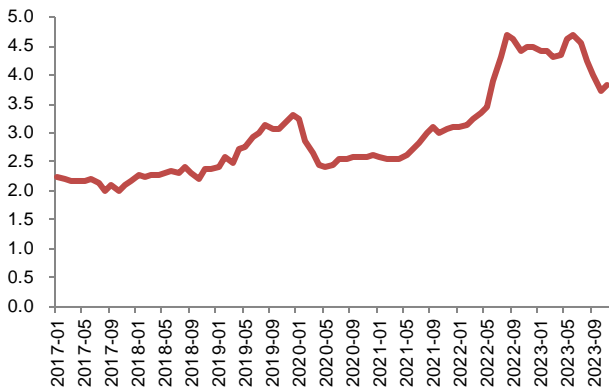
图 19: 泡椒凤爪行业竞争格局 (2023)



数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

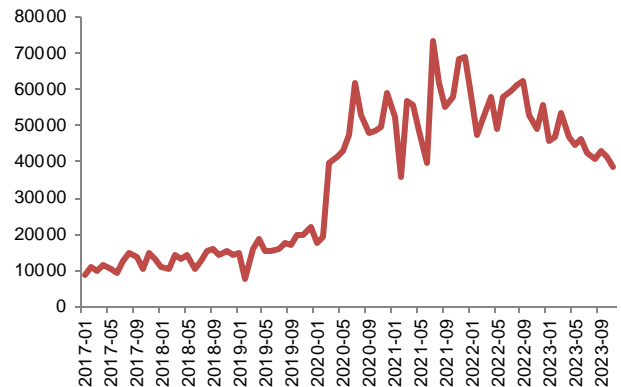
全球禽流感影响产量, 鸡爪价格依然高企。受饮食习惯影响, 我国较多鸡爪来自进口, 2022 年进口量为 66.5 万吨, 2023 年 1-11 月进口量 49.1 万吨, 2023 年以来进口量明显下降。全球爆发禽流感, 已感染多个欧美国家, 亚洲国家也逐渐出现疫情, 影响我国鸡爪直接进口及祖代鸡引种。进口冻鸡爪价格依然保持高位震荡, 截至 2023 年 11 月底价格为 3.83 美元/kg。有友作为行业龙头, 在采购原料及传导成本上涨方面更具优势。

图 20: 进口冻鸡爪价格 (美元/kg)



数据来源: 海关统计数据平台, 西南证券整理

图 21: 进口冻鸡爪数量 (吨)



数据来源: 海关统计数据平台, 西南证券整理

3 大单品凤爪势能强劲, 品牌渠道双管齐下发力全国化

3.1 产品矩阵丰富完备, 凤爪支撑未来高增

深耕泡卤行业二十余载, 公司已形成丰富完备的产品矩阵。按工艺划分, 公司主要分为以泡制和卤制两大系列产品线, 其中泡制品是在肉类或蔬菜等原材料中加入调味香辛料人工控制发酵而成, 卤制品则是将原料在卤汁中熬煮入味后冷却得到; 公司在泡肉、泡菜及卤香三大系列划分下已衍生数十个 SKU, 形成了丰富完备的泡卤休闲食品产品矩阵。

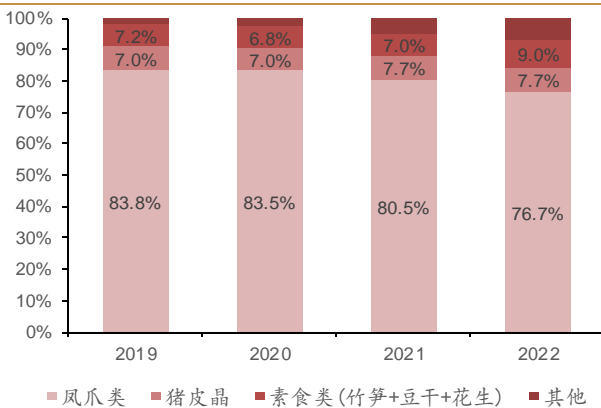
表 1: 有友食品产品矩阵

主要产品	具体产品展示					
泡肉系列	泡椒凤爪	牛皮晶	猪皮晶	泡鱿鱼	泡带鱼	虎皮凤爪
						
泡菜系列	山椒豆干	山椒竹笋	风味花生	香菇豆干	泡椒竹笋	脱油花生
						
卤香系列	卤香鸡翅	卤香翅尖	卤香鸭掌	卤香大鸡翅	卤香豆干	魔鸭食客
						

数据来源: 招股说明书, 京东, 西南证券整理

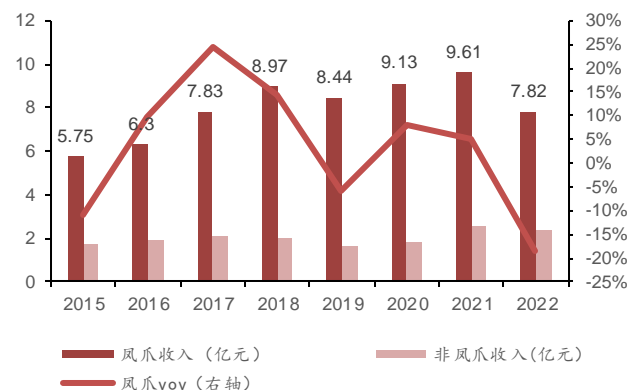
凤爪产品为收入支柱, 非凤产品占比持续提升。从主要产品类别来划分, 则凤爪类、皮晶类和素菜类(竹笋、豆干及花生合计)产品为公司收入占比的前三甲, 分别占 2022 年收入的 76.7%、7.7%、9.0%。自 2019 年上市以来, 贡献八成以上营收的凤爪产品始终是公司收入端的绝对增长引擎。一方面, 凤爪作为公司技术壁垒最深且最具消费者知名度的拳头产品, 在有友高速扩张的阶段立下了汗马功劳; 另一方面, 单一产品占比过高的潜在隐患客观上的确存在, 故公司近年来同样大力推进品类扩张, 非凤类产品占比从 2019 年 16.2% 提升至 2022 年 23.3%, 进一步丰富了公司收入来源。

图 22: 2019-2022 年各产品收入占比变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

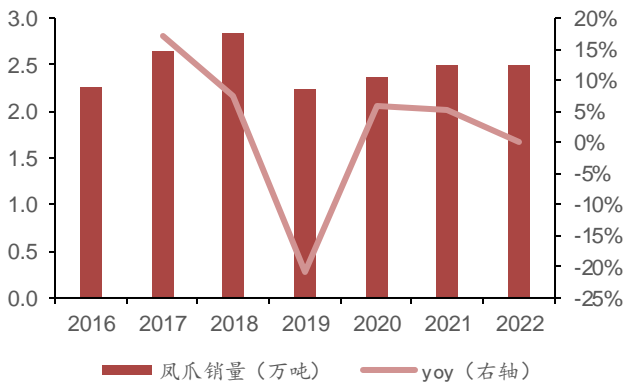
图 23: 凤爪及非凤产品历年营收及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

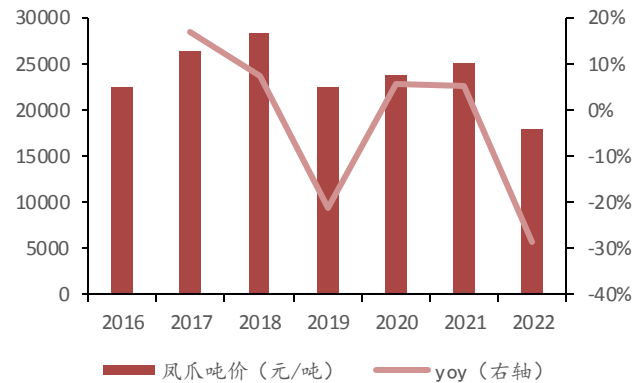
量短期受提价及疫情影响有所波动，价长期稳定增长可期。2016-2018年间，得益于公司积极开拓以华东为代表的中大型KA渠道，凤爪体量持续扩张，CAGR约为12.2%。2019年受18年末提价幅度较大以及优化部分小经销商影响，销量下滑较大；随后在20-21年间受益于居家消费风潮销量持续回升。22年受年初提价以及疫情封控影响销量基本持平；进入23年后随着C端消费需求持续复苏，以及提价完全传导至终端后负面因素消弭，预计23年凤爪销量将保持平稳增速。公司每2-3年开启一次提价，得益于其包装凤爪行业的龙头地位稳固，有着较高的提价成功率，随着居民消费力的持续提升，凤爪产品吨价稳定增长可期。

图 24：2016-2022 年凤爪销量变动



数据来源：招股说明书，西南证券整理

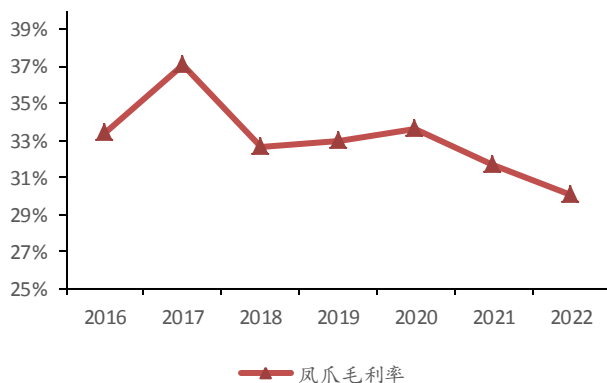
图 25：2016-2022 年凤爪吨价变动



数据来源：公司公告，西南证券整理

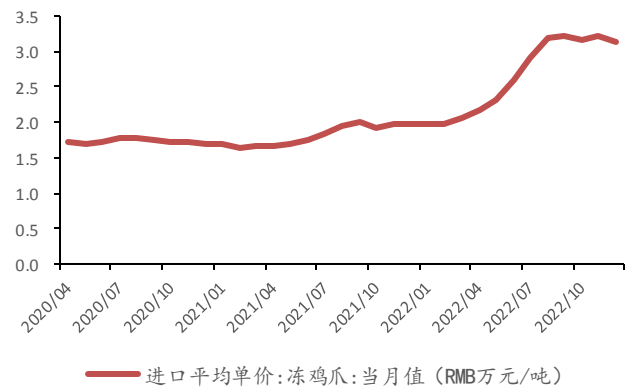
受进口鸡爪价格飙升影响，凤爪毛利率近年来持续承压。一般来说，由于饮食习惯差异，海外鸡爪的单价相对于国内要更加便宜，因此公司相对更多地选择进口鸡爪作为原料。但随着2021年俄乌战争的爆发，以及新冠疫情封控导致的海关防疫检测趋严，海外鸡爪原料成本连年飙升。从吨成本角度看，2022年公司因21年采购的低价鸡爪库存已消耗殆尽，叠加进口凤爪采购单价急剧攀升，全年吨成本同比大幅增加16.7%至30554万元/吨。长期来看，随着整体进口鸡爪的成本趋于稳定，公司毛利率有望逐步回归至正常水平。

图 26：凤爪毛利率近年来持续承压



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 27：2022 年起进口凤爪采购单价急剧攀升



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 品牌力领先行业，持续加码品宣投放

龙头品牌形象深入人心,定价高于行业水平。从预包装泡椒凤爪行业的市场占有率来看,主要可分为三个梯队:第一梯队为全国性凤爪企业即有友,凤爪体量在9亿元以上;第二梯队为以奇爽、曾巧及永健为代表的中型企业,其凤爪体量在1-2亿元;第三梯队则是数量庞大的区域性作坊式小企业。而有友作为行业龙头,凭借多年深耕下庞大的规模及渠道优势,已在行业内累积了相当的品牌知名度与美誉度。而品牌力的突出也帮助有友在产品定价上享有部分溢价权,从线上平台的价格对比来看,有友凤爪平均单价明显高于竞争对手。

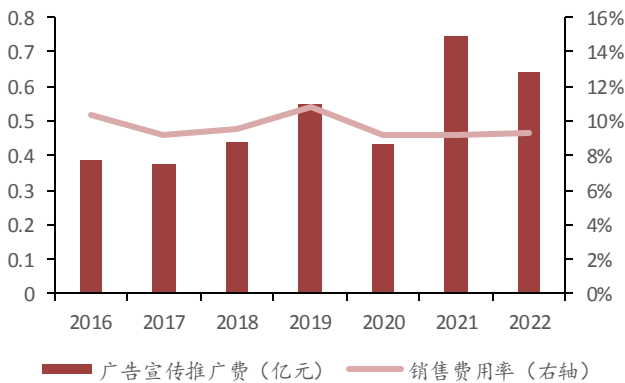
表 2: 公司凤爪与竞品在电商平台上价格对比

品牌名	有友	曾巧(乖媳妇)	奇爽-(乐棒棒)	永健	良品铺子	辣媳妇	品品-(逗嘴)
500g 装零售价(元)	43.90	39.90	36.18	39.77	38.26	30.05	33.25
每百克单价(元)	8.78	7.98	7.24	7.95	7.65	6.01	6.65

数据来源: 京东, 天猫, 西南证券整理(部分无 500g 包装的产品价格为近似折算)

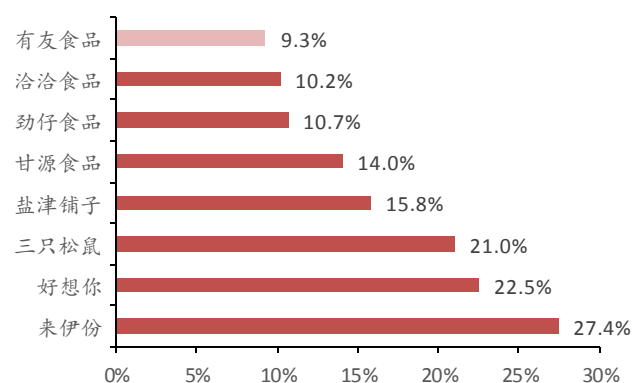
费用投放较为稳健,销售费率行业中维持低位。长期以来,公司在销售费用方面的投放态度十分稳健,销售费用率常年保持在 9% 左右水平,而与零食行业中同类公司横向对比对比来看,有友销售费用率亦处于行业中垫底水平。一方面,过去在较低的费用支持下有友仍能占领大量消费者心智,侧面佐证了有友凤爪过硬的产品素质;另一方面随着传统线下渠道的客流量明显下滑,行业内竞争逐渐加剧,公司在品宣上仍有较大发展空间。

图 28: 近年来公司广告宣传推广费用及销售费率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 29: 横向对比 2022 年零食行业公司销售费率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

空中+地面齐发力,品牌宣传持续加码。公司近年来逐步丰富品牌宣传方面打法,地面上公司通过投放公交车身广告,地铁广告及标志性建筑物广告等手段,不断增加品牌曝光度。而线上方面,公司亦积极拥抱新打法,通过抖快直播带货、小红书种草等方式增加品牌触达。随着国内整体经济环境持续复苏,预计公司未来将持续加大品牌建设方面投入,为其全国化扩张建立良好的消费者认知基础。

图 30：有友地铁广告投放案例



数据来源：道博文化，西南证券整理

图 31：有友产品进入小杨哥直播间



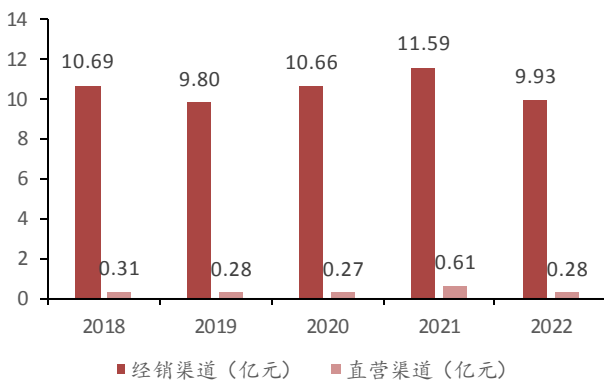
数据来源：抖音，西南证券整理

3.3 积极拓展新兴渠道，发力开拓华东市场

经销贡献绝大部分收入，直营积极拓展新兴渠道。公司主要通过经销商实现对多种传统 C 端渠道如连锁 KA、BC 超及夫妻老婆店等的覆盖；直营部分主要负责电商平台及其他新兴渠道。从收入结构来看，经销渠道收入占比近五年来均维持在 95% 以上，为公司主要收入来源。截止 23Q3，公司共有 654 家经销商，已形成了覆盖全国且实力雄厚的经销商体系。

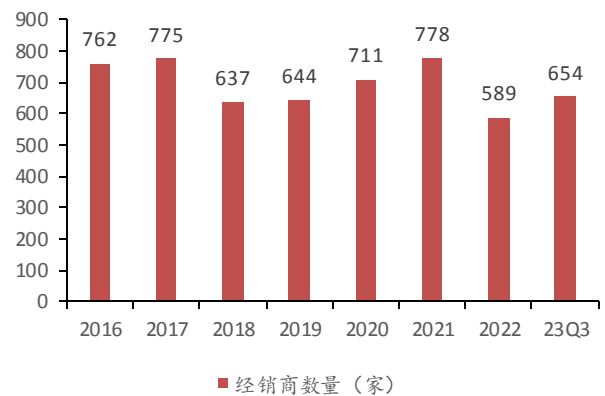
另一方面，以商超为主的传统经销渠道受客流量减少以及其他渠道分流等因素影响，近年来收入日渐承压已成定局。为此，公司直营团队主动开拓如山姆、盒马等新零售渠道，并积极对接零食连锁等渠道，充分利用新兴渠道的强劲势能。此外公司亦与华东区域专业营销机构开展合作，通过参与直播带货、线上种草等活动进一步发挥线上销售引流作用。

图 32：分渠道收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

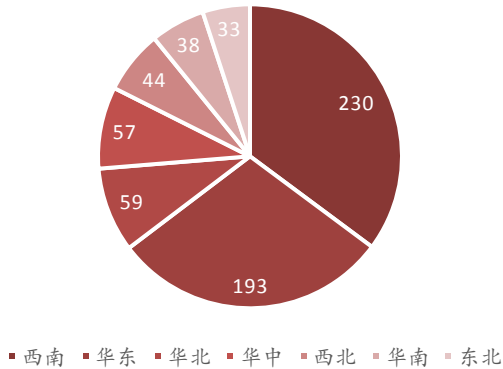
图 33：公司经销商数量变化



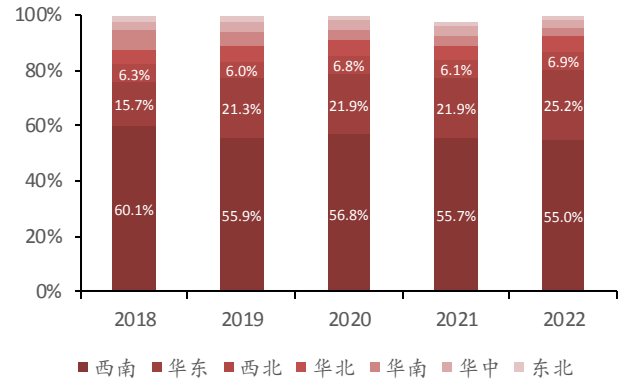
数据来源：公司公告，西南证券整理

西南大本营市场稳固，华东为省外扩张主力方向。从收入区域分布上看，西南大本营作为基地市场收入占比较为稳定，常年维持在 55% 以上；华东区域是公司向省外扩张的主力方向，华东收入占比从 2018 年 15.7% 迅速提升至 2022 年 25.2%。从全国化布局来看，公司自 2020 年起已陆续在西安、武汉、上海等地购置办公场所，为日后全国化扩张打好基础；而华东作为公司市场转型发展的关键抓手，公司在 2022 年 2 月设立上海有友，将其作为华

东区域桥头堡；并于同年6月设立孙公司杭州有友，主要负责全国范围内的电商营销，有效利用当地发达的电商资源。

图 34：23Q3 经销商区域分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：分地区收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司泡椒凤爪业务 23 年增速相对承压, 主要系 23Q1 受春节时点前置提前发货, 以及疫后消费需求呈现弱复苏态势影响, 全年收入实现正增长。随着公司在新零售以及电商等渠道开拓进展顺利, 叠加省外向华东区域扩张的步伐持续, 我们预计 2023-2025 年泡椒凤爪的销量增速分别为+1%、+15%、+15%。

假设 2: 猪皮晶作为公司第二大单品, 自上市以来凭借其独特的风味和口感, 已累积起大量忠实的消费者群体, 且猪皮晶的其他品牌竞品数量远少泡椒凤爪。随着公司明年持续加大品宣方面的投入, 猪皮晶有望借助有友知名度的提升持续放量, 我们预计 2023-2025 年猪皮晶的销量增速分别为+3%、+20%、+15%。

假设 3: 鸡爪作为对公司利润率有关键影响的核心原材料, 其价格自 2022 年以来持续走高, 致使 22 和 23 年公司整体毛利率承压。展望未来, 24 年起鸡爪价格有望进入下行通道, 缓释公司成本端压力。我们预计 2023-2025 年公司整体毛利率分别为 31.1%、32.3%、33.9%。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
泡椒凤爪	收入	782	790	936	1098
	增速	-18.6%	0.8%	18.5%	17.3%
	成本	547	561	652	742
	毛利率	30.0%	29.0%	30.4%	32.4%
猪皮晶	收入	78	83	102	119

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-14.3%	6.1%	22.4%	17.3%
	成本	49	51	61	70
	毛利率	37.5%	38.8%	40.0%	41.1%
其他主营产品 (竹笋+花生+豆干+其他主营+其他业务)	收入	164	191	219	244
	增速	-2.3%	16.2%	14.7%	11.7%
	成本	108	121	138	154
合计	毛利率	34.0%	36.3%	37.0%	37.0%
	收入	1,024	1,064	1,256	1,461
	增速	-16.0%	3.8%	18.1%	16.3%
	成本	704	733	850	966
	毛利率	31.2%	31.1%	32.3%	33.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 10.64、12.56 和 14.61 亿元，归母净利润分别为 1.59、2.33 和 2.91 亿元，EPS 分别为 0.37、0.54 和 0.68 元，对应 PE 分别为 22、15 和 12 倍。

4.2 相对估值

综合考虑业务类型，此处选择休闲食品大单品型公司洽洽食品、甘源食品、劲仔食品作为可比估值对象，3 家公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍。从大单品方面来看，公司泡椒凤爪大单品凭借其优异的品质和良好的口碑基础，已在西南大本营建立了稳固的销量基本盘，未来有望借助辣文化风靡全国潮流，逐步打开外埠市场；在全国化方面，公司以华东为重点突破口，持续加强品宣力度，并积极切入新兴渠道，双管齐下发力省外扩张。综合考虑下，给予公司 2024 年 19 倍 PE，对应目标价 10.26 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002557.SZ	洽洽食品	35.64	1.90	1.64	2.19	2.59	26	22	16	14
002991.SZ	甘源食品	72.16	1.78	3.18	4.00	5.06	43	23	18	14
003000.SZ	劲仔食品	11.84	0.28	0.41	0.54	0.69	43	29	22	17
平均值							43	23	18	14
603697.SH	有友食品	8.16	0.36	0.37	0.54	0.68	23	22	15	12

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 原材料价格波动风险：全球鸡爪原料价格受包括宏观环境多方面因素影响，如若持续维持高位，将对公司利润端造成较大压力。
- 2) 华东市场开拓情况或不及预期：新市场和新渠道的开拓存在风险，在目前休闲零食行业整体处于红海的现状下，公司新市场开拓可能不及预期
- 3) 外部经济环境回暖或不及预期：公司凤爪产品在行业内定价相对较高，若整体经济环境持续低迷，性价比风潮席卷下，公司产品高增或存在需求端压力。
- 4) 食品安全风险：当前短视频及其他自媒体平台普及度高，如若发生食安事件，负面舆情将会迅速传播，短期内对公司股价造成压力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1024.42	1063.64	1256.00	1461.00	净利润	153.60	158.62	232.71	291.41
营业成本	704.38	733.19	850.31	965.79	折旧与摊销	28.49	46.02	50.04	54.23
营业税金及附加	10.05	10.53	12.56	14.61	财务费用	-1.60	-5.69	-7.96	-11.42
销售费用	94.99	106.36	119.32	134.41	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	47.02	51.05	56.52	62.82	经营营运资本变动	11.85	-44.35	-22.38	-30.05
财务费用	-1.60	-5.69	-7.96	-11.42	其他	7.05	-16.32	-40.00	-39.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	199.39	138.27	212.42	264.18
投资收益	7.02	16.32	40.00	40.00	资本支出	-11.75	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	4.54	0.00	0.00	0.00	其他	124.42	16.32	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	112.68	-33.68	-10.00	-10.00
营业利润	179.14	184.52	265.25	334.79	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.08	3.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	182.22	187.52	275.25	344.79	股权融资	-8.83	0.00	0.00	0.00
所得税	28.62	28.90	42.54	53.38	支付股利	-197.80	-50.69	-52.34	-76.80
净利润	153.60	158.62	232.71	291.41	其他	-0.27	3.58	7.96	11.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-206.90	-47.11	-44.39	-65.37
归属母公司股东净利润	153.60	158.62	232.71	291.41	现金流量净额	105.17	57.48	158.03	188.81
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	268.16	325.64	483.67	672.48	成长能力				
应收和预付款项	35.78	37.42	43.26	49.24	销售收入增长率	-16.01%	3.83%	18.09%	16.32%
存货	249.31	264.88	301.04	344.24	营业利润增长率	-29.50%	3.00%	43.75%	26.22%
其他流动资产	943.85	944.12	945.48	946.92	净利润增长率	-30.13%	3.27%	46.71%	25.22%
长期股权投资	12.75	12.75	12.75	12.75	EBITDA 增长率	-25.99%	9.13%	36.69%	22.86%
投资性房地产	20.00	20.00	20.00	20.00	获利能力				
固定资产和在建工程	425.65	434.05	438.42	438.60	毛利率	31.24%	31.07%	32.30%	33.90%
无形资产和开发支出	53.52	49.24	44.96	40.68	三费率	13.71%	14.26%	13.37%	12.72%
其他非流动资产	38.60	38.47	38.34	38.21	净利率	14.99%	14.91%	18.53%	19.95%
资产总计	2047.63	2126.58	2327.93	2563.13	ROE	8.26%	8.06%	10.83%	12.34%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.50%	7.46%	10.00%	11.37%
应付和预收款项	75.72	79.76	92.95	105.85	ROIC	21.98%	21.62%	29.22%	34.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.11%	21.14%	24.47%	25.84%
其他负债	112.40	79.38	87.18	94.86	营运能力				
负债合计	188.12	159.15	180.13	200.71	总资产周转率	0.49	0.51	0.56	0.60
股本	308.53	427.69	427.69	427.69	固定资产周转率	2.94	2.67	3.05	3.45
资本公积	528.59	409.42	409.42	409.42	应收账款周转率	1445.73	1129.50	1269.84	1281.46
留存收益	1048.66	1156.59	1336.96	1551.57	存货周转率	2.68	2.85	3.01	2.99
归属母公司股东权益	1859.50	1967.43	2147.80	2362.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.96%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1859.50	1967.43	2147.80	2362.42	资产负债率	9.19%	7.48%	7.74%	7.83%
负债和股东权益合计	2047.63	2126.58	2327.93	2563.13	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.50	12.23	11.86	11.83
					速动比率	7.92	10.17	9.85	9.81
					股利支付率	128.78%	31.96%	22.49%	26.35%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	206.03	224.84	307.33	377.59	每股收益	0.36	0.37	0.54	0.68
PE	22.67	21.95	14.96	11.95	每股净资产	4.35	4.60	5.02	5.52
PB	1.87	1.77	1.62	1.47	每股经营现金	0.47	0.32	0.50	0.62
PS	3.40	3.27	2.77	2.38	每股股利	0.46	0.12	0.12	0.18
EV/EBITDA	5.91	9.46	6.41	4.71					
股息率	5.68%	1.46%	1.50%	2.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
