

24Q1 实现开门红，期待省外扩张成效

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年一季报，24Q1实现营收2.8亿元，同比增长18%；实现归母净利润0.43亿元，同比下降8.8%；实现扣非归母净利润0.35亿元，同比下降10.42%。
- 低基数影响下，Q1收入实现高增。** 分业务看，24Q1公司凤爪/猪皮晶/竹笋/鸡翅/豆干/花生/其他业务分别实现收入2.09/0.22/0.14/0.11/0.06/0.03/0.06亿元，同比分别+19%/+20.5%/+18.9%/+26.3%/-3.7%/-7.5%/-15.2%，Q1主业实现高增，主要系22Q4放开后经销商提前备货致使23Q1存在低基数。分渠道看，24Q1公司线上/线下渠道收入增速分别为+173%/+14%，线上渠道低基数下收入高速增长。分区域看，24Q1公司西南/华东/华南/华北/西北/东北/华中大区收入分别同比+9.3%/+40.6%/+44.7%/+7%/-0.1%/+6.1%/+19.6%，受益于省外扩张持续，华东及华南同比实现高增。截至24Q1，公司经销商数量净增长79家至745家。
- 成本提升+规模效应减弱，23年盈利能力承压。** 2023年公司毛利率为29.4%，同比-1.9pp；24Q1毛利率为31.4%，同比-2.4pp。23年毛利率下滑主要由于鸡爪原材料价格维持高位，叠加销量下降致使规模效应减少。费用率方面，2023/24Q1年公司销售费用率同比分别+2.9pp/+2.4pp至12.2%/11.8%，销售费率提升主要系公司加大品牌宣传和渠道开拓力度所致；2023/24Q1管理费用率同比+0.5pp/-0.6pp至5.1%/3.7%。综合来看，2023/24Q1公司净利率分别为12%/15.7%，同比分别-3pp/-4.6pp。
- 开启省外扩张，全国化扩张可期。展望未来:** 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、新零售及量贩连锁等新兴渠道，未来实现全国化可期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.35元、0.45元、0.52元，对应动态PE分别为19倍、15倍、13倍。考虑到公司凤爪大单品产品力强，省外扩张步伐持续，给予公司2024年24倍PE，对应目标价8.40元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全国化开拓不及预期风险，原材料价格持续上升风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	966.21	1081.48	1205.05	1319.68
增长率	-5.68%	11.93%	11.43%	9.51%
归属母公司净利润(百万元)	116.16	148.54	191.09	220.49
增长率	-24.38%	27.88%	28.64%	15.39%
每股收益EPS(元)	0.27	0.35	0.45	0.52
净资产收益率ROE	6.33%	7.64%	9.15%	9.82%
PE	25	19	15	13
PB	1.56	1.47	1.37	1.27

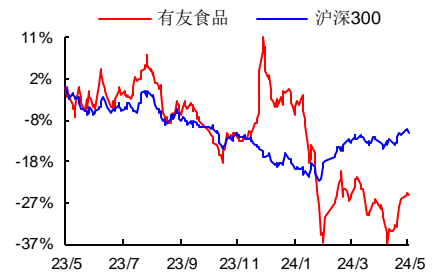
数据来源: Wind, 西南证券

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: zhz@swsc.com.cn

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

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)	5.98-13.69
总市值(亿元)	29.04
总资产(亿元)	20.06
每股净资产(元)	4.39

相关研究

- 有友食品(603697): 泡卤凤爪行业龙头，大单品迈向全国化 (2024-02-02)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：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，公司凤爪产品作为已经具备较高消费者知名度的核心单品有望实现快速放量，我们预计 2024-2026 年泡椒凤爪的销量增速分别为+15%、+10%、+9%。

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于泡椒凤爪。随着公司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 2024-2026 年猪皮晶销量增速分别为+5%、+4%、+3%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
泡椒凤爪	收入	722.3	855.5	959.9	1056.7
	增速	-7.7%	18.5%	12.2%	10.1%
	毛利率	28.8%	29.5%	30.2%	31.6%
猪皮晶	收入	78.4	84.8	89.9	93.5
	增速	0.2%	8.2%	6.1%	4.0%
	毛利率	37.3%	38.5%	39.1%	39.7%
其他主营产品 (竹笋+鸡翅+花生 +豆干+其他)	收入	166	190	215	240
	增速	1.0%	16.0%	13.1%	11.5%
	毛利率	27.9%	30.0%	31.7%	33.4%
合计	收入	966.2	1081.5	1205.0	1319.7
	增速	-5.7%	11.9%	11.4%	9.5%
	毛利率	29.4%	30.4%	31.0%	32.2%

数据来源：Wind, 西南证券

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 2024-2026 年平均 PE 分别为 20 倍、16 倍、13 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，并积极切入量贩连锁新兴渠道，双管齐下发力省外扩张。综合考虑下，给予公司 2024 年 24 倍 PE，对应目标价 8.4 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002557.SZ	洽洽食品	36.63	1.58	2.10	2.45	2.78	22	17	15	13
002991.SZ	甘源食品	85.03	3.53	4.38	5.47	6.62	20	19	16	13
003000.SZ	劲仔食品	15.13	0.46	0.66	0.85	1.06	26	23	18	14
平均值							23	20	16	13
603697	有友食品	6.79	0.27	0.35	0.45	0.52	25	19	15	13

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	966.21	1081.48	1205.05	1319.68	净利润	116.16	148.54	191.09	220.49
营业成本	682.44	753.05	831.70	895.03	折旧与摊销	29.43	45.20	48.30	52.10
营业税金及附加	10.24	10.71	12.05	13.20	财务费用	-0.76	-2.74	-4.38	-6.06
销售费用	118.04	108.15	126.53	137.25	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.90	54.07	60.25	65.98	经营营运资本变动	-381.33	-17.09	-73.61	-58.11
财务费用	-0.76	-2.74	-4.38	-6.06	其他	232.58	-16.39	-39.97	-39.98
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-3.95	157.53	121.43	168.44
投资收益	23.38	16.32	40.00	40.00	资本支出	34.63	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	6.96	0.00	0.00	0.00	其他	-26.75	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	7.88	-33.68	-10.00	-10.00
营业利润	138.27	174.56	218.89	254.28	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.99	3.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.26	177.56	228.89	264.28	股权融资	-26.27	0.00	0.00	0.00
所得税	24.10	29.02	37.81	43.79	支付股利	-140.53	-38.33	-49.02	-63.06
净利润	116.16	148.54	191.09	220.49	其他	0.16	0.82	4.38	6.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-166.64	-37.51	-44.64	-57.00
归属母公司股东净利润	116.16	148.54	191.09	220.49	现金流量净额	-162.69	86.33	66.79	101.44
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	105.47	191.81	258.59	360.03	成长能力				
应收和预付款项	42.15	43.21	48.71	52.43	销售收入增长率	-5.68%	11.93%	11.43%	9.51%
存货	340.64	318.52	363.34	396.16	营业利润增长率	-22.82%	26.25%	25.40%	16.17%
其他流动资产	952.36	980.97	1011.64	1040.09	净利润增长率	-24.38%	27.88%	28.64%	15.39%
长期股权投资	14.01	14.01	14.01	14.01	EBITDA 增长率	-18.98%	30.01%	21.10%	14.27%
投资性房地产	37.37	37.37	37.37	37.37	获利能力				
固定资产和在建工程	391.06	399.96	405.77	407.77	毛利率	29.37%	30.37%	30.98%	32.18%
无形资产和开发支出	48.89	44.91	40.93	36.95	三费率	17.20%	14.75%	15.14%	14.94%
其他非流动资产	50.18	50.07	49.95	49.83	净利率	12.02%	13.74%	15.86%	16.71%
资产总计	1982.15	2080.83	2230.31	2394.65	ROE	6.33%	7.64%	9.15%	9.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.86%	7.14%	8.57%	9.21%
应付和预收款项	50.93	69.21	74.00	78.80	ROIC	13.60%	14.14%	16.66%	18.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.28%	20.07%	21.81%	22.76%
其他负债	96.08	66.27	68.90	71.01	营运能力				
负债合计	147.01	135.49	142.90	149.80	总资产周转率	0.48	0.53	0.56	0.57
股本	427.69	427.69	427.69	427.69	固定资产周转率	2.47	2.82	3.13	3.36
资本公积	383.15	383.15	383.15	383.15	应收账款周转率	392.30	326.26	405.31	371.45
留存收益	1024.29	1134.50	1276.57	1434.00	存货周转率	2.31	2.28	2.44	2.36
归属母公司股东权益	1835.13	1945.34	2087.41	2244.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1835.13	1945.34	2087.41	2244.84	资产负债率	7.42%	6.51%	6.41%	6.26%
负债和股东权益合计	1982.15	2080.83	2230.31	2394.65	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	13.61	16.27	16.54	17.02
					速动比率	10.39	12.89	12.97	13.37
					股利支付率	120.98%	25.80%	25.65%	28.60%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	166.93	217.02	262.81	300.31	每股收益	0.27	0.35	0.45	0.52
PE	24.63	19.26	14.97	12.98	每股净资产	4.29	4.55	4.88	5.25
PB	1.56	1.47	1.37	1.27	每股经营现金	-0.01	0.37	0.28	0.39
PS	2.96	2.65	2.37	2.17	每股股利	0.33	0.09	0.11	0.15
EV/EBITDA	11.31	8.30	6.60	5.44					
股息率	4.91%	1.34%	1.71%	2.20%					

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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
