

## 新兴渠道迅速放量, Q3业绩大超预期

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年三季度报,前三季度实现营收8.9亿元,同比增长16.8%;实现归母净利润1.2亿元,同比增长14.3%。其中24Q3实现营收3.6亿元,同比增长28%;实现归母净利润0.45亿元,同比增长75.2%,公司业绩远超市场预期。此外,公司拟向全体股东每10股派发现金红利1元(含税)。
- 其他业务实现爆发式增长,全国扩张步伐顺利。**分业务看, Q3单季度凤爪/猪皮晶/其他业务分别实现收入2.2/0.2/0.7亿元,同比分别+3.6%/+17.2%/+1593%。其他业务收入实现大幅提升,主要系公司鸭掌类新品在新拓展的会员制仓储式超市渠道实现快速放量所致;凤爪主业则在高基数下仍维持平稳增长态势。分渠道看, 24Q3公司线上/线下渠道收入增速分别为+263%/+12.9%,线上渠道受益于低基数实现高速增长。分区域看, 24Q3西南/华东/华南/华中大区收入分别同比+5%/+16.7%/+247%/+39%;西南大本营高基数下维持稳健增速;公司省外扩张步伐持续,华东地区在新兴渠道放量及费用加持下实现较快增长,华南地区受益于新渠道开拓实现高增。
- 成本下行+销售降费, Q3盈利能力大幅提升。**24Q3公司毛利率为30.1%,同比-0.6pp;其中Q3单季度毛利率为28.9%,同比+1.9pp。Q3单季度毛利率上行主要系部分低价原材料开始逐步投入使用,叠加产品结构持续提升所致。费用率方面, 24Q3公司销售费用率同比-4.5pp至9.3%,主要系公司积极控制费投力度, Q3销售费用同比下降13.8%,且会员制超市渠道在低费投下亦可贡献大量收入;24Q3管理费用率同比-0.6pp至3.2%,公司持续开展提质增效专项行动,精益管理能力不断提升。综合来看,在成本下行以及销售降费的双重带动下, 24Q3公司净利率同比+3.4pp至12.6%。
- 凤爪赛道仍大有可为,新兴渠道表现值得期待。**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) 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,未来公司盈利能力有望逐步提升。3) 公司以华东为中心开启省外扩张,逐步迈向全国化。随着公司持续拥抱线上、新零售等新兴渠道;尤其是对费用投放要求极低的会员制超市渠道,后续有望成为贡献收入增量与带动渠道扩张的关键引擎,未来公司实现量利双收值得期待。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.36元、0.48元、0.62元,对应动态PE分别为24倍、18倍、14倍。给予公司2025年22倍PE,对应目标价10.56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,食品安全风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	966.21	1155.26	1321.10	1488.81
增长率	-5.68%	19.57%	14.35%	12.69%
归属母公司净利润(百万元)	116.16	154.97	205.27	264.31
增长率	-24.38%	33.42%	32.46%	28.76%
每股收益EPS(元)	0.27	0.36	0.48	0.62
净资产收益率ROE	6.33%	7.94%	9.75%	11.48%
PE	32	24	18	14
PB	2.02	1.90	1.76	1.61

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

### 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)	5.43-10.5
总市值(亿元)	37.12
总资产(亿元)	19.63
每股净资产(元)	4.16

### 相关研究

- 有友食品(603697): Q2主业增速稳健,期待后续省外扩张 (2024-08-27)
- 有友食品(603697): 24Q1实现开门红,期待省外扩张成效 (2024-05-09)
- 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+4%、+4%、+3%，吨价增速分别为+4%、+5%、+4%。

假设 2：24Q3 公司山姆渠道鸭掌产品迅速放量，单季度收入贡献预计超过 5000 万，随着公司产能持续爬坡，后续鸭掌产品有望持续贡献收入。同时由于会员制超市渠道特性。鸭掌产品毛利率较凤爪主业相对较低，我们预计 2024-2026 年其他业务收入增速分别为+398%、+50%、+40%，毛利率分别为 20%、21%、22%。

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	781.2	853.1	913.8
	增速	-7.7%	8.2%	9.2%	7.1%
	毛利率	28.8%	32.9%	34.9%	39.2%
猪皮晶	收入	78.4	85.6	90.8	94.4
	增速	0.2%	9.2%	6.1%	4.0%
	毛利率	37.3%	38.5%	38.5%	39.1%
其他业务 (以鸭掌为主)	收入	26.1	130.0	195.0	273.0
	增速	-61.8%	398%	50%	40%
	毛利率	29.7%	20%	21%	22%
合计	收入	966.2	1155.3	1321.1	1488.8
	增速	-5.7%	19.6%	14.4%	12.7%
	毛利率	29.4%	31.3%	32.5%	35.2%

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 17 倍、14 倍、12 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；此外山姆渠道大单品脱骨鸭掌迅速放量，随着后续产能释放有望持续释放强劲动能；渠道方面，公司将借助会员制仓储式超市及其他新零售渠道，不断实现全国化扩张。综合考虑下，给予公司 2025 年 22 倍 PE，对应目标价 10.56 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	31.77	1.58	1.94	2.25	2.59	22	16	14	12
002991.SZ	甘源食品	72.51	3.53	4.25	5.11	6.04	20	17	14	12
003000.SZ	劲仔食品	12.41	0.46	0.67	0.83	1.03	26	19	15	12
平均值							<b>23</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>12</b>
603697	有友食品	8.68	0.27	0.36	0.48	0.62	32	24	18	14

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	1155.26	1321.10	1488.81	净利润	116.16	154.97	205.27	264.31
营业成本	682.44	793.22	891.21	964.13	折旧与摊销	29.43	45.20	48.30	52.10
营业税金及附加	10.24	11.44	13.21	14.89	财务费用	-0.76	-2.47	-3.80	-5.64
销售费用	118.04	129.39	158.53	174.19	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.90	57.76	66.05	74.44	经营营运资本变动	-381.33	-49.50	-91.90	-74.96
财务费用	-0.76	-2.47	-3.80	-5.64	其他	232.58	-16.38	-39.96	-39.97
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-3.95	131.82	117.91	195.83
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	<b>投资活动现金流净额</b>	7.88	-33.68	-10.00	-10.00
<b>营业利润</b>	<b>138.27</b>	<b>182.25</b>	<b>235.88</b>	<b>306.80</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>140.26</b>	<b>185.25</b>	<b>245.88</b>	<b>316.80</b>	股权融资	-26.27	0.00	0.00	0.00
所得税	24.10	30.27	40.61	52.49	支付股利	-140.53	-38.33	-51.14	-67.74
净利润	116.16	154.97	205.27	264.31	其他	0.16	0.55	3.80	5.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-166.64	-37.78	-47.34	-62.10
归属母公司股东净利润	116.16	154.97	205.27	264.31	<b>现金流量净额</b>	-162.69	60.36	60.57	123.73
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	165.83	226.40	350.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	42.15	45.56	52.29	56.70	销售收入增长率	-5.68%	19.57%	14.35%	12.69%
存货	340.64	335.51	389.34	426.74	营业利润增长率	-22.82%	31.81%	29.43%	30.06%
其他流动资产	952.36	999.28	1040.45	1082.08	净利润增长率	-24.38%	33.42%	32.46%	28.76%
长期股权投资	14.01	14.01	14.01	14.01	EBITDA 增长率	-18.98%	34.77%	24.63%	25.99%
投资性房地产	37.37	37.37	37.37	37.37	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	391.06	399.96	405.77	407.77	毛利率	29.37%	31.34%	32.54%	35.24%
无形资产和开发支出	48.89	44.91	40.93	36.95	三费率	17.20%	15.99%	16.71%	16.32%
其他非流动资产	50.18	50.07	49.95	49.83	净利率	12.02%	13.41%	15.54%	17.75%
<b>资产总计</b>	<b>1982.15</b>	<b>2092.52</b>	<b>2256.50</b>	<b>2461.59</b>	ROE	6.33%	7.94%	9.75%	11.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.86%	7.41%	9.10%	10.74%
应付和预收款项	50.93	73.13	79.72	85.80	ROIC	13.60%	14.52%	17.24%	20.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.28%	19.47%	21.22%	23.73%
其他负债	96.08	67.61	70.88	73.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>147.01</b>	<b>140.74</b>	<b>150.60</b>	<b>159.11</b>	总资产周转率	0.48	0.57	0.61	0.63
股本	427.69	427.69	427.69	427.69	固定资产周转率	2.47	3.01	3.43	3.79
资本公积	383.15	383.15	383.15	383.15	应收账款周转率	392.30	339.32	409.96	376.40
留存收益	1024.29	1140.93	1295.06	1491.63	存货周转率	2.31	2.35	2.46	2.36
归属母公司股东权益	1835.13	1951.77	2105.91	2302.47	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1835.13</b>	<b>1951.77</b>	<b>2105.91</b>	<b>2302.47</b>	资产负债率	7.42%	6.73%	6.67%	6.46%
负债和股东权益合计	1982.15	2092.52	2256.50	2461.59	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	13.61	15.53	15.61	16.24
					速动比率	10.39	12.16	12.06	12.63
					股利支付率	120.98%	24.73%	24.91%	25.63%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	166.93	224.97	280.38	353.26	每股收益	0.27	0.36	0.48	0.62
PE	31.96	23.95	18.09	14.05	每股净资产	4.29	4.56	4.92	5.38
PB	2.02	1.90	1.76	1.61	每股经营现金	-0.01	0.31	0.28	0.46
PS	3.84	3.21	2.81	2.49	每股股利	0.33	0.09	0.12	0.16
EV/EBITDA	16.41	11.90	9.33	7.06					
股息率	3.79%	1.03%	1.38%	1.82%					

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

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	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
	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
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	



---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn

---