

2024年11月23日

# 泡椒凤爪第一品牌，大单品+新渠道驱动新成长

## 有友食品(603697)

### 分析判断：

#### ► 泡椒凤爪第一品牌，多年耕耘奠定品牌基础

公司成立于1997年，成立至今深耕泡卤行业，成为以泡椒凤爪为主导的国内泡卤风味休闲食品领导企业。经过多年发展，有友与泡椒凤爪品类深度绑定，有友泡椒凤爪成为规模近10亿元的大单品，验证了公司较强的产品研发能力，同时带动有友品牌知名度进一步提升并实现全国化布局。公司泡椒凤爪24年重回稳健增长，受益于细分市场扩张和公司渠道开拓，核心大单品规模有望持续提升，夯实公司业务基本盘。

#### ► 脱骨鸭掌快速放量，新品增量可期

公司不断以泡卤相关工艺为基础，推出新品、丰富产品种类，非泡椒凤爪类产品占比提升至30%，产品不断多元化。24年公司推出新品脱骨鸭掌，臻选优质原料，传承25年泡制工艺，在山姆售卖，一经上线迅速成为山姆肉干肉脯类爆款产品，带来业绩增量，验证公司爆品研发思路。未来公司持续不断产品创新，结合自身研发生产优势和渠道特点进行新品开发，带来业绩增量可期。

#### ► 积极拥抱新零售，新渠道看点十足

公司传统流通渠道业务基本盘稳定；近几年公司积极拥抱新零售和特通渠道，紧抓零食行业渠道变革机会，通过优势产品+定制产品双管齐下的方式打开新渠道销售。公司与山姆、盒马、Costco均有较好的合作基础，定制产品在各大渠道得到销售者较好的反馈，未来有望继续拓展在其他产品的合作，提升公司渠道丰富度。此外，近两年零食量贩渠道爆发式增长，公司亦在积极对接，未来有望继续深化合作，享受渠道红利，带动产品销售。

### 投资建议

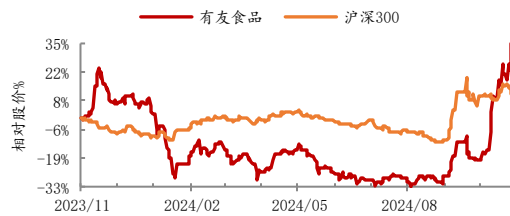
我们预计公司24-26年营业收入11.52/14.07/16.41亿元，分别同比+19.2%/+22.1%/+16.7%；24-26年EPS分别为0.37/0.48/0.58元，对应2024年11月22日9.67元/股收盘价，PE估值分别为26/20/17倍。首次覆盖，给予买入评级。

### 风险提示

原材料成本上涨、行业竞争加剧、食品安全

### 评级及分析师信息

|             |            |
|-------------|------------|
| 评级：         | 买入         |
| 上次评级：       | 首次覆盖       |
| 目标价格：       |            |
| 最新收盘价：      | 9.67       |
| 股票代码：       | 603697     |
| 52周最高价/最低价： | 11.76/5.20 |
| 总市值(亿)      | 41.36      |
| 自由流通市值(亿)   | 41.36      |
| 自由流通股数(百万)  | 427.69     |



#### 分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040004  
联系电话：

#### 分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520100001  
联系电话：

**盈利预测与估值**

| 财务摘要        | 2022A  | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 1,024  | 966    | 1,152 | 1,407 | 1,641 |
| YoY (%)     | -16.0% | -5.7%  | 19.2% | 22.1% | 16.7% |
| 归母净利润 (百万元) | 154    | 116    | 159   | 205   | 246   |
| YoY (%)     | -30.1% | -24.4% | 37.1% | 28.8% | 20.0% |
| 毛利率 (%)     | 31.2%  | 29.4%  | 30.0% | 30.8% | 31.2% |
| 每股收益 (元)    | 0.36   | 0.27   | 0.37  | 0.48  | 0.58  |
| ROE         | 8.3%   | 6.3%   | 8.8%  | 10.1% | 10.8% |
| 市盈率         | 26.86  | 35.81  | 25.97 | 20.16 | 16.80 |

资料来源：wind、华西证券研究所

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 泡卤风味休闲食品领导企业，产品优势持续积累.....     | 4  |
| 2. 大单品爆发可期，全面拥抱新渠道.....           | 5  |
| 2.1. 产品端：泡椒凤爪优势积累，脱骨鸭掌持续爆发可期..... | 5  |
| 2.2. 渠道端：从西南走向全国，全面拥抱新渠道.....     | 8  |
| 2.3. 品牌端：凤爪第一品牌，精准投放提升品牌价值.....   | 10 |
| 2.4. 成本端：凤爪价格回落，有望带来利润增量.....     | 10 |
| 3. 盈利预测.....                      | 11 |
| 3.1. 三季度点评：泡椒凤爪恢复增长，脱骨鸭掌贡献增量..... | 11 |
| 3.2. 核心逻辑.....                    | 12 |
| 4. 风险提示.....                      | 14 |

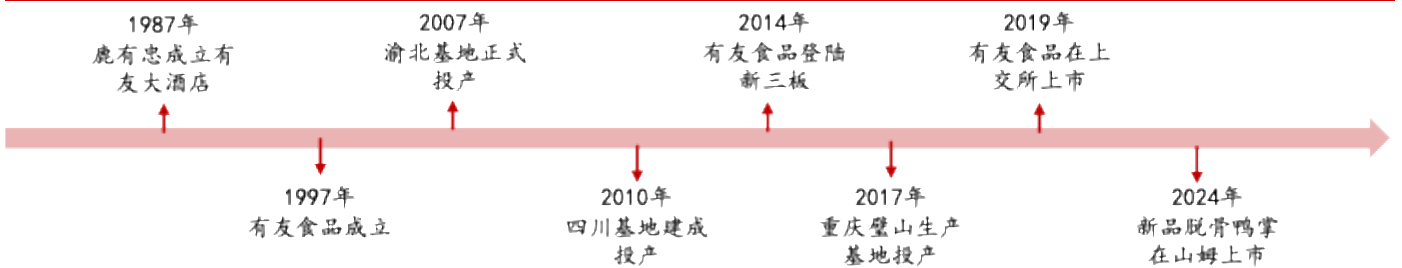
## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1 公司发展历程.....                | 4  |
| 图 2 公司实控人持股比例高.....            | 4  |
| 图 3 公司股利支付率超过 90%.....         | 4  |
| 图 3 公司收入端回升.....               | 5  |
| 图 4 公司归母净利润情况.....             | 5  |
| 图 6 公司产品矩阵.....                | 6  |
| 图 7 泡椒凤爪占比降至 70%左右.....        | 6  |
| 图 8 公司 2024Q1-Q3 产品结构.....     | 6  |
| 图 9 泡椒凤爪重回增长.....              | 7  |
| 图 10 非泡椒凤爪产品占比提升.....          | 7  |
| 图 11 公司脱骨鸭掌产品分析.....           | 7  |
| 图 12 脱骨鸭掌产品对比.....             | 8  |
| 图 13 公司销售分区域情况（亿元）.....        | 9  |
| 图 14 2024 年 Q1-Q3 区域收入占比.....  | 9  |
| 图 15 公司经销商数量超过 800 家.....      | 9  |
| 图 16 2024 年公司线上渠道收入放量（亿元）..... | 9  |
| 图 17 公司直销合作多个渠道.....           | 10 |
| 图 18 公司品牌投入基本稳定（亿元）.....       | 10 |
| 图 19 公司在地铁、轻轨等加大品牌露出.....      | 10 |
| 图 20 国内冻鸡爪进口量.....             | 11 |
| 图 21 国内冻鸡爪进口单价回落.....          | 11 |
| 图 22 公司收入拆分.....               | 13 |
| 图 23 可比公司估值对比.....             | 13 |

## 1. 泡卤风味休闲食品领导企业，产品优势持续积累

公司成立于1997年，前身为董事长鹿有忠于1987年成立的有友大酒店，2019年正式在上交所主板挂牌上市。经过多年发展，公司形成了以泡椒凤爪为主导，猪皮晶、豆干、花生、竹笋等为辅的泡卤风味休闲食品系列，发展成为国内泡卤风味休闲食品领导企业；近两年公司不断创新研发上市了脱骨鸭掌、鸡脚筋、无骨凤爪等产品，持续不断的创新使得公司产品优势持续积累。

图1 公司发展历程

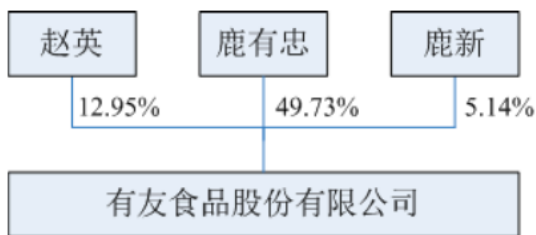


资料来源：公司公告、华西证券研究所

**股权结构集中，管理高效：**公司股权结构集中，实际控制人及其一致行动人合计持股 67.82%，其中董事长个人持股 49.73%，且上市至今从未减持，有利于管理决策的稳定性。公司核心高管多数拥有丰富的餐饮、食品等行业从业经验，且在公司任职多年，管理层相对稳定。

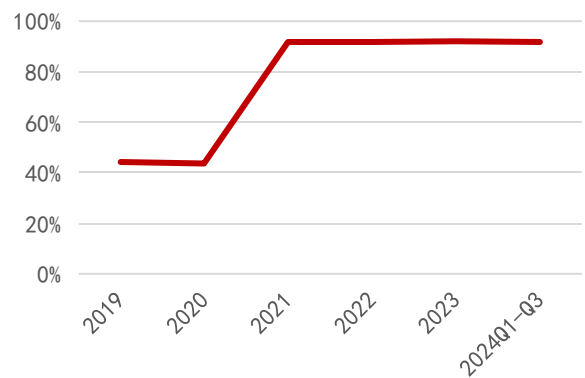
**持续高分红，注重股东回报：**公司上市以来十分重视股东回报，股利支付率从 2019 年的 44.22% 提升到 90% 以上，2023 年达到 92.05%。2024 年公司年内已分红三次，重视股东回报，与股东共享公司成长红利。

图2 公司实控人持股比例高（截止三季度末）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

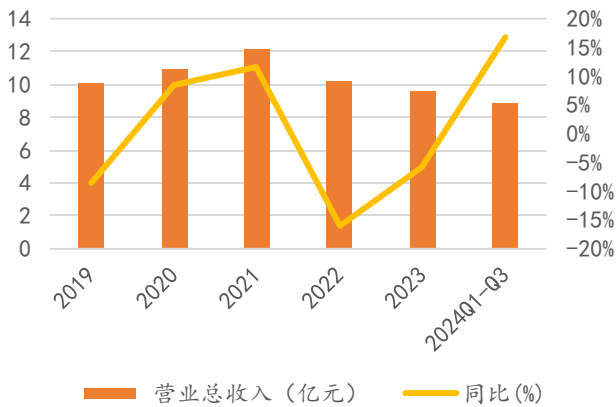
图3 公司股利支付率超过 90%



资料来源：公司公告、华西证券研究所

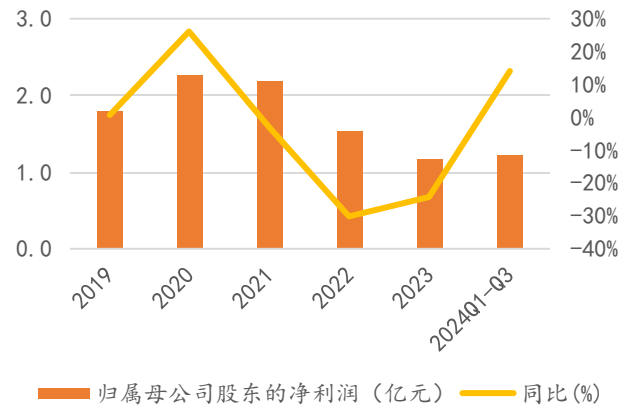
**业绩基本稳定，战略调整恢复增长：**公司 2019 年上市至今，收入维持在 10 亿元左右，2020-2021 年受益于需求提升和新品放量，实现收入同比增长；2022-2023 年因外部压力加大，公司产品销售受阻，收入同比下降；2024 年公司产品、渠道均有所突破，重新实现收入增长，前三季度累计实现收入 8.87 亿元，同比 +16.77%。利润端来看，受原材料成本变化，公司利润增速波动大于收入增速，2024 年前三季度受益于收入增速恢复，实现归母净利润 1.21 亿元，同比 +14.30%。

图 4 公司收入端回升



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 2. 大单品爆发可期，全面拥抱新渠道

### 2.1. 产品端：泡椒凤爪优势积累，脱骨鸭掌持续爆发可期

**深耕泡卤行业多年，研发创新能力领先：**公司创立至今聚焦泡卤类休闲食品，泡、卤工艺在我国有着悠久的历史，也是食品加工中最为常见的两种烹调技法，在国内有多年的烹饪和食用历史。公司设有独立的研发中心，该中心研发中心被认定为 2015 年度重庆市企业技术中心。公司建立了较为完善的产品研发流程及技术创新体系，有效保证公司技术的先进性，公司成功将“肉制品发酵、保鲜”等现代生物技术与传统的四川泡菜工艺相结合，并配以公司自主研发取得的秘方，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，研发创新能力行业领先。

**产品矩阵丰富，新品持续获得市场认可：**公司以泡卤工艺为基础形成了泡肉、泡菜及卤香三大系列，拥有丰富完善的泡卤休闲食品产品矩阵。近几年公司不断创新，上新了脱骨鸭掌、鸡脚筋、素食记忆、无骨乌鸡凤爪、魔鸭食客等产品，持续获得市场认可。

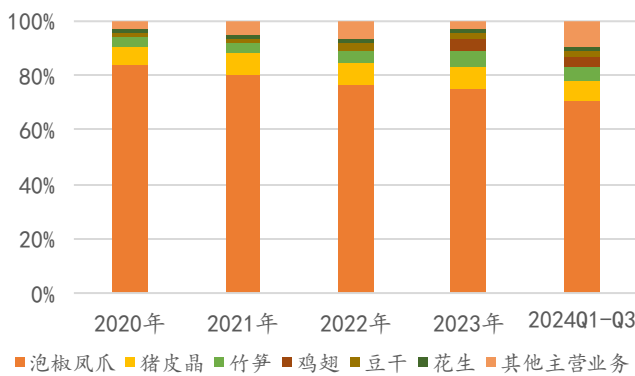
图 6 公司产品矩阵

|      |   |   |   |  |   |
|------|---|---|---|--|---|
| 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：公司公告、华西证券研究所

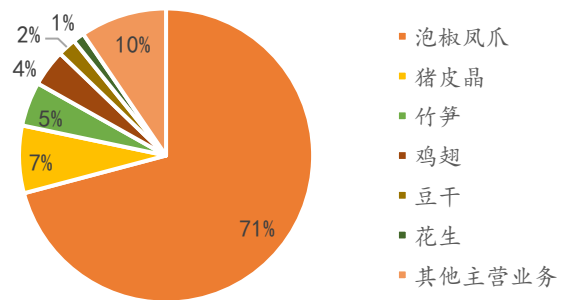
**泡椒凤爪为核心产品，新品贡献增量：**产品端拆分来看，泡椒凤爪是公司的核心产品，体量最大时接近 10 亿元，收入占比 70%左右；猪皮晶作为公司第二大单品，收入占比维持在 8%左右；竹笋、鸡翅、豆干、花生等丰富公司产品线，贡献业绩增量。2024 年前三季度受益于新品爆发式增长，公司脱骨鸭掌为代表的其他类产品快速增长，收入占比提升至 9.5%，产品结构调整，新品成为业绩增长的有效抓手。

图 7 泡椒凤爪占比降至 70%左右



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 8 公司 2024Q1-Q3 产品结构



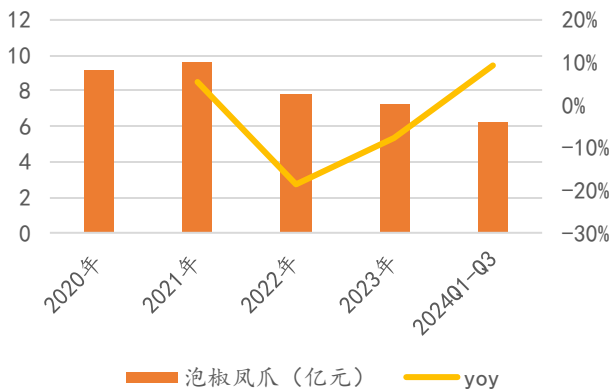
资料来源：公司公告、华西证券研究所

**泡椒凤爪产品持续优化，与有友深度绑定：**国内泡椒凤爪自上世纪 90 年代末实现工业化生产以来，已经具备相当的市场规模，在泡卤休闲食品中占据重要地位。泡椒凤爪自公司成立至今一直是公司的主营业务和核心产品，主因泡椒凤爪是公司实控人创业的基础以及推动公司快速发展壮大的主要动力。经过多年的发

展，有友在泡椒凤爪细分市场有了较高的知名度和品牌效应，有友与泡椒凤爪品类深度绑定，公司规模与泡椒凤爪行业共同成长。有友泡椒凤爪发展成为规模近10亿元的大单品。

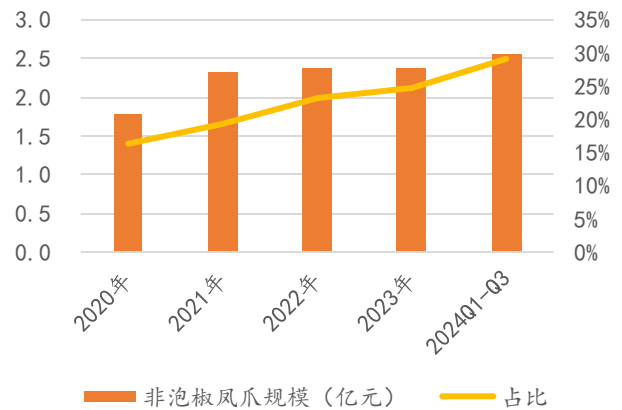
**泡卤工艺为基础推进研发创新，丰富产品种类：**公司以泡椒凤爪相关生产工艺为基础，运用到其他食材以及新产品，陆续推出了包括卤香火鸡翅、豆干、花生、竹笋、猪皮晶等泡卤食品，丰富产品种类，加大市场推广力度，非泡椒凤爪类产品占比持续不断提升，产品研发优势凸显，为公司收入带来增量。

图9 泡椒凤爪重回增长



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图10 非泡椒凤爪产品占比提升



资料来源：公司公告、华西证券研究所

**脱骨鸭掌产品爆发，创新引领成长：**公司以多年研发持续研发创新为基础，24年推出新品脱骨鸭掌，在山姆售卖，成为山姆肉干肉脯类爆款产品。公司脱骨鸭掌产品选用优质鸭掌原料，精细去骨工艺保留皮、肉和脆筋，减盐25%，乳酸菌发酵小米辣，采用有友25年泡制工艺，产品兼具差异化和美味，成为山姆月销10w+袋的大单品。

图11 公司脱骨鸭掌产品分析



**产品定价：**69.9元/600g

**卖点：**臻选优良鸭掌原料、减盐25%、乳酸菌发酵小米辣、传承25年泡制工艺、0添加防腐剂和色素

**口感：**三重脆感，掌柄爽脆Q弹、掌肉厚实饱满有嚼劲、前掌扎实肉感咔吡脆爽

**消费者评价：**山姆平台好评率97.0%，月销10w+，入选肉干肉脯榜单TOP2。

资料来源：山姆App、华西证券研究所

**脱骨鸭掌优势明显，原料和生产工艺具备行业领先：**产品对比来看，有友在脱骨鸭掌品类中优势明显，一方面公司通过原料、工艺、规模等优势奠定了一定的价格优势；另一方面，有友产品配料中主要为食品级原料和香辛料，通过独特的泡制工艺，做到好吃又健康，消费者认可度高。公司有多年凤爪、鸭掌类产品采购经验，与供应商合作紧密，在原料端具备稳定性和先发优势；工艺层面，脱骨鸭掌一脉相承于公司多年泡卤工艺，在产品工艺和生产设备上准备充足，领先于竞争对手。我们看好公司秉承自身优势，不断强化在脱骨鸭掌品类中的优势，将脱骨鸭掌做成支撑公司发展的第二大单品。

图 12 脱骨鸭掌产品对比

| 产品        | 价格                      | 配料表  | 优势                                   | 销售情况       |
|-----------|-------------------------|--|--------------------------------------|------------|
| 有友脱骨鸭掌    | 69.9 元/600g<br>0.12 元/g | 鸭掌、水、泡小米辣(小米辣、水、食用盐植物乳植杆菌)、食醋、食用盐、酿造酱油、白砂糖、味精、黄酒、酵母抽提物、风味型酵母抽提物、香辛料  | 臻选优良鸭掌原料、减盐 25%、乳酸菌发酵小米辣、传承 25 年泡制工艺 | 山姆月销 10w+袋 |
| 小胡鸭冷泡无骨鸭掌 | 30.81 元/150g<br>0.2 元/g | 去骨鸭掌、白砂糖、辣椒、食用盐、生姜、鸡精调味料、白酒、复合调味料、郫县豆瓣、香辛料   | 泰式冷泡、川辣蒜香、去骨留筋、劲道脆爽                  | 淘宝月销 8000+ |
| 王小卤去骨鸭掌   | 72 元/432g<br>0.17 元/g   | 去骨鸭掌、水、辣椒、大蒜、白砂糖、酿造配料表:食醋、食用盐、大豆油、芝麻香油、辣椒油、酿造酱油(含焦糖色)、鸡精调味料、肉类腌料(复合调味料)、味精、乳酸、柠檬酸、双乙酸钠、D-异抗坏血酸钠、乳酸链球菌素、三聚磷酸钠         | 泰式脆爽、48h 冷泡、去骨留筋、个大肉厚                | 淘宝已售 4000+ |
| 春江无骨鸭掌    | 17.9 元/120g<br>0.15 元/g | 鸭掌、水、泡椒、食用盐、酿造酱油(含焦糖色)、味精白酒、鸡精调味料、食品添加剂(乳酸、冰乙酸、5'-呈味核苷酸二钠、葡萄糖酸、双乙酸钠、三聚磷酸钠、脱氢乙酸钠、山梨酸钾、乳酸链球菌素、D-异抗坏血酸钠、柠檬酸)、食用香精香料香辛料。 | 柠檬清香、大号鸭掌、Q 弹脆爽                      | 淘宝已售 4000+ |

资料来源：山姆 App、淘宝、华西证券研究所 ps：销售情况截止 2024 年 11 月 25 日

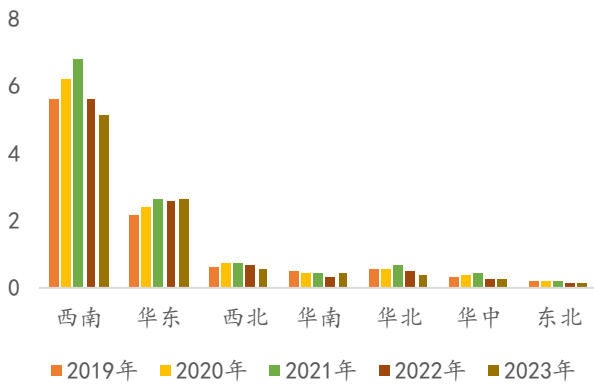
**虎皮凤爪强化优势，规模爆发可期：**公司生产销售凤爪系类产品超过 20 年，近几年虎皮凤爪深受销售者喜爱，公司顺应市场需求，研发上市了虎皮凤爪产品，有望借着行业需求的东风实现销售规模提升。有友虎皮凤爪产品以不油炸、泡卤风味为特色，产品口碑较好，规模爆发增长可期。

## 2.2. 渠道端：从西南走向全国，全面拥抱新渠道

**大本营西南市场地位稳固，积极拓展西南外市场：**销售区域分布来看，西南是公司的大本营市场，主因一方面公司地处川渝地区，另一方面泡椒凤爪发源于成都平原，其后逐渐流行于川渝地区，在川渝地区消费者接受度和喜爱度高，西南成为公司占比过半的核心市场，市场地位稳固。随着公司规模扩张和有友品牌知名度提升，公司产品销售逐渐从川渝走向全国，特别是公司 22 年 2 月设立上海有友成立后，加快了华东市场的开拓，华东市场占比从 2019 年的 21.3%提升至 2023 年的 27.4%，公司在多地搭建销售团队和购置办公场所，形成了泛全国化的销售网络。

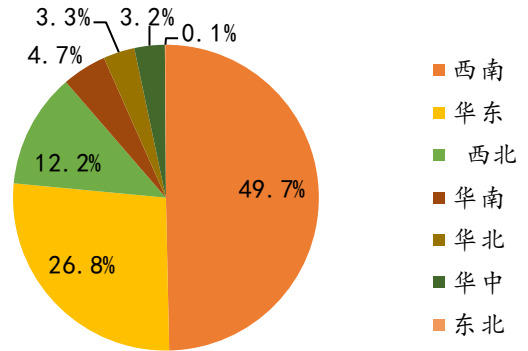


图 13 公司销售分区域情况 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 14 2024 年 Q1-Q3 区域收入占比

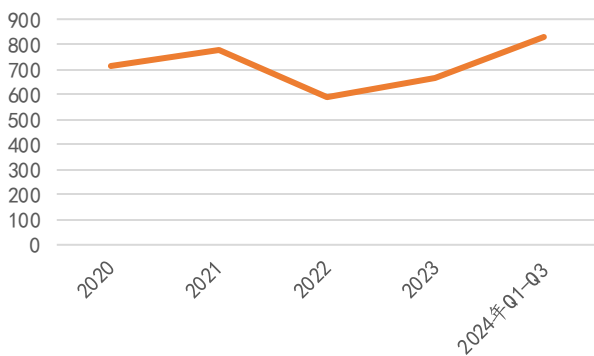


资料来源：公司公告、华西证券研究所

**经销渠道为主，形成销售基本盘：**从销售渠道来看，公司形成以线下经销为主、直销渠道为辅的销售模式。经销是公司最主要的销售模式，公司在全国各主要区域市场设立办事处，形成了全国营销网络布局，公司拥有 800 多家稳定、高效的经销商，覆盖现代零售、传统零售和特殊渠道等，并由经销商销售并配送至大型卖场、连锁超市、便利店、食杂店等销售终端，形成公司稳定的销售基本盘。

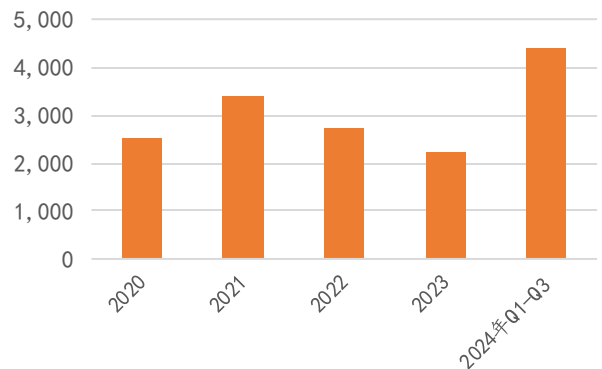
**线上渠道占比提升，带来业绩增量：**线上渠道在零售销售中重要性持续提升，公司在各大电商平台均有布局，通过旗舰店、直播带货等方式推动线上产品销售，并不断将线下大单品引入线上渠道，打造线上线下联动的销售节奏。2024 年前三季度公司线上渠道实现营业收入 0.44 亿元，同比增长 264%，线上规模快速增长。

图 15 公司经销商数量超过 800 家



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 16 2024 年公司线上渠道收入放量 (万元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

**积极开拓直销渠道，渠道结构优化：**公司近几年重视直销渠道和客户的开发，通过优势产品+定制产品双管齐下的方式打开新渠道销售。近两年，山姆的脱骨鸭掌、盒马的乌鸡凤爪、Costco 的素食记忆等成功上市，验证公司研发创造力，并与渠道达成紧密合作，产品均在各大渠道得到消费者较好的反馈，未来有望继续拓展在其他产品的合作，与更多的渠道达成直销合作，提升公司渠道丰富度。此外，近两年零食量贩渠道爆发式增长，公司作为知名零食品牌亦有布局，未来有望继续深化合作，享受渠道红利，带动产品销售。

图 17 公司直销合作多个渠道

| 直销渠道   | 合作产品                               | 合作进展                                |
|--------|------------------------------------|-------------------------------------|
| 山姆     | 脱骨鸭掌                               | 销售良好，成为月销 10w+ 袋的大单品，入选肉干肉脯榜单 TOP2。 |
| Costco | 有友 素食记忆/有友 双味泡椒凤爪                  | 合作两款产品，包含素食和肉类，合作顺利                 |
| 盒马     | 有友 泡凤爪/有友 无骨乌鸡凤爪<br>有友山椒凤爪/有友 素食记忆 | 自营合作多款产品，合作顺利                       |

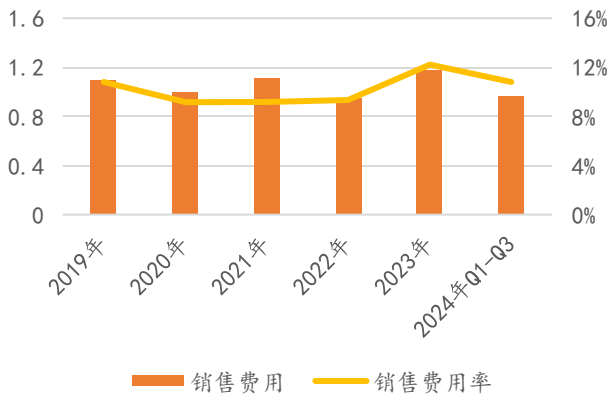
资料来源：山姆 App、Costco App、盒马 App、华西证券研究所

### 2.3. 品牌端：凤爪第一品牌，精准投放提升品牌价值

**凤爪第一品牌，多年经营打造高品牌知名度：**经过多年的发展，有友已经在泡椒凤爪市场具有一定的产品知名度和品牌效应，成为凤爪第一品牌，“有友及图”于 2012 年 4 月被国家工商总局商标局认定为中国驰名商标，品牌形象深入人心；另一方面，泡椒凤爪已经成为重要的“重庆美食名片”，成为重庆美食重要的组成部分，借助重庆美食进一步强化有友品牌价值。

**品牌投入注重效率，精准投放提升品牌力：**品牌投入方面，公司多年以来积累了稳定的客户群和较强的品牌认知度，因此在品牌投入方面更加注重效率和有效性，销售费用率维持在 9% 左右。近两年随着媒介越来越多元化，公司在品牌宣传端加大投入，品牌推广费用和销售费用率同比有所提升。具体投入方面，公司线下通过地铁、轻轨广告等增加品牌曝光度，线上通过直播带货、小红书种草等方式提升消费者触达，通过精准投放，公司品牌力进一步提升。

图 18 公司品牌投入基本稳定（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 19 公司在地铁、轻轨等加大品牌露出



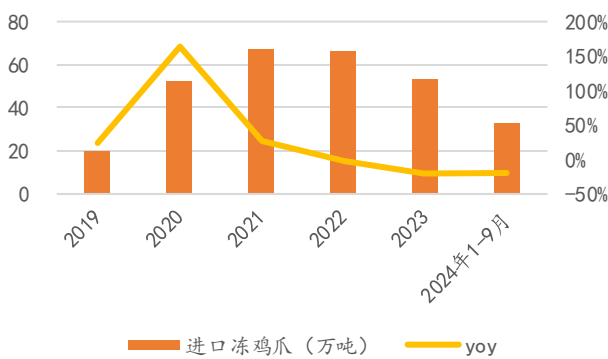
资料来源：公司官网、华西证券研究所

### 2.4. 成本端：凤爪价格回落，有望带来利润增量

**多元化采购平滑原材料价格波动：**公司核心原材料主要是鸡爪、猪背皮、黄豆、花生、竹笋等食品材料，袋、箱等包装材料以及小米辣等辅料，其中鸡爪为公司的第一大原材料。公司鸡爪原材料主要以采购国内企业为主，国外直采作为补充；但受饮食习惯和原料稳定性等因素影响，国内上游原材料企业多是鸡爪也是从国外采购为主；同时为了拓宽采购来源、降低原料成本，公司成立子公司有友进出口公司负责开展国外原料采购业务。为缓解原材料价格波动对公司经营形成的压力，一方面公司会长期循环储备一定安全库存，另一方面公司加强生产经营管理，降低单位产品原材料耗用水平，提升原材料利用率。

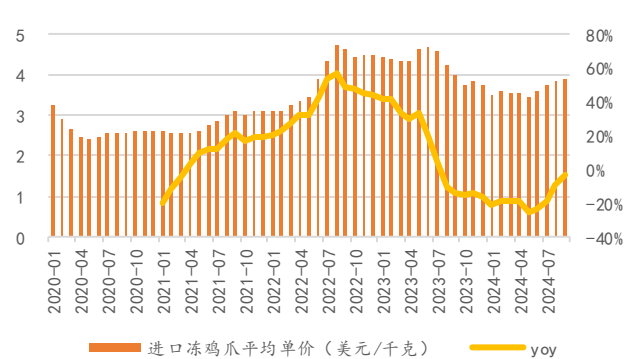
**鸡爪价格回落，毛利率持续回升可期：**国内鸡爪多数来自于进口，从进口数量来看，19-21年鸡爪进口数量逐年增加，2021年达到67.43万吨，2022年进口数量同比微降1.4%至66.50万吨；2023年以来受全球禽流感爆发影响，国内鸡爪进口数量持续回落，2023年同比下降20.4%到52.95万吨，2024年延续下降趋势，前三季度累计同比下降19.8%至32.95万吨。进口量的波动对进口价格也有直接影响，进口冻鸡爪价格20-21年相对平稳，基本在3美元/kg以下，22-23年是鸡爪价格上涨的周期，平均涨幅在20%以上，最高涨幅超过50%，相应的下游企业有一定的成本压力；23年下半年开始，鸡爪价格跟随大宗商品价格回落，平均降幅在10%以上，2024年下半年价格环比上半年有所提升，但同比仍在下降通道，成本端相对友好。公司泡椒凤爪产品毛利率与冻鸡爪价格走势相关性较高，20年毛利率处于较高的33.60%，21-23年因原材料价格上涨毛利率有所回落，到2023年降至28.84%。我们认为随着鸡爪价格回落，同时叠加公司灵活采购政策和海外自行采购等多种方式应对价格波动，公司成本端有望维持相对平稳，毛利率有望稳中有升，优化公司盈利能力。

图 20 国内冻鸡爪进口量



资料来源：wind、华西证券研究所

图 21 国内冻鸡爪进口单价回落



资料来源：wind、华西证券研究所

### 3. 盈利预测

#### 3.1. 三季度报点评：泡椒凤爪恢复增长，脱骨鸭掌贡献增量

公司 24Q1-Q3 实现营收 8.87 亿元，同比+16.77%，归母净利润 1.21 亿元，同比+14.3%，扣非归母净利润 1.05 亿元，同比+17.07%。公司 24Q3 实现营收 3.57 亿元，同比+27.98%，归母净利润 0.45 亿元，同比+75.23%，扣非归母净利润 0.44 亿元，同比+111.80%。

**收入端：**2024 年公司继续巩固和扩大主导产品的市场占有率和行业地位，并重点发展各类新型泡卤风味休闲食品，上市脱骨鸭掌新品，加大品牌推广及营销网络建设，强化公司产业链综合优势，收入同增 16.77%至 8.87 亿元。**分产品来看**，前三季度泡椒凤爪/猪皮晶/竹笋/鸡翅/豆干/花生和其他分别实现收入 6.24/0.65/0.43/0.36/0.18/0.11/0.84 亿元，分别同比+9.3%/+8.7%/+1.2%/+19.5%/9.3%/-8.6%/+353.8%，公司核心大单品泡椒凤爪和猪皮晶恢复增长，其他品类主要是新品脱骨鸭掌，实现爆发式增长。**分地区来看**，西南/华东/华南/西北/华中/华北/东北分别实现收入 4.33/2.34/1.06/0.41/0.29/0.28/0.09 亿元，分别同比+5.0%/+16.7%/+247.4%/-10.8%/+39.1%/-8.3%/-24.3%，大本营西南市场维持稳健增长，华东、华南市场实现较快增长，相应的公司经销商总数达到 829 家，支持公司全国化布局发展。**分渠道来看**，线下/线上分别实现营业收入 8.37/0.44 亿元，分别同比+12.9%/263.5%，线上渠道低基数下实现飞速发展。

**利润端：**成本端来看，前三季度公司毛利率同比下降 0.56pct 至 30.06%，我们认为主要系产品和渠道结构调整；费用端来看，前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.87%/3.68%/0.31%/0.05%，分别较去年同期 -0.64/-0.54/+0.06/+0.14pct，费效比持续改善，费用投放有效性提升。整体来看，得益于公司规模提升以及费用率下降，公司净利率同比提升 0.29pct 至 13.67%，相应的归母净利润同比提升 14.30%至 1.21 亿元。

### 3.2. 核心逻辑

**泡椒凤爪第一品牌，多年耕耘奠定品牌基础：**公司成立于 1997 年，成立至今深耕泡卤行业，成为以泡椒凤爪为主导的国内泡卤风味休闲食品领导企业。经过多年发展，有友与泡椒凤爪品类深度绑定，有友泡椒凤爪成为规模近 10 亿的大单品，验证了公司较强的产品研发能力，同时带动有友品牌知名度进一步提升并实现全国化布局。公司泡椒凤爪 24 年重回稳健增长，受益于细分市场规模扩张和公司渠道开拓，核心大单品规模有望持续提升，夯实公司业务基本盘。

**脱骨鸭掌快速放量，新品增量可期：**公司不断以泡卤相关工艺为基础，推出新品、丰富产品种类，非泡椒凤爪类产品占比提升至 30%，产品不断多元化。24 年公司推出新品脱骨鸭掌，臻选优质原料，传承 25 年泡制工艺，主要在山姆上线，一经上线迅速成为山姆肉干肉脯类爆款产品，带来业绩增量，验证公司爆品研发思路。未来公司持续不断产品创新，结合自身研发生产优势和渠道特点进行新品开发，带来业绩增量可期。

**积极拥抱新零售，新渠道看点十足：**公司传统流通渠道业务基本盘稳定；近几年公司积极拥抱新零售和特通渠道，紧抓零食行业渠道变革机会，通过优势产品+定制产品双管齐下的方式打开新渠道销售。公司与山姆、盒马、Costco 均有较好的合作基础，定制产品在各大渠道得到销售者较好的反馈，未来有望继续拓展在其他产品的合作，提升公司渠道丰富度。此外，近两年零食量贩渠道爆发式增长，公司亦在积极对接，未来有望继续深化合作，享受渠道红利，带动产品销售。

**核心假设：**我们预计公司核心产品泡椒凤爪受益于新渠道开拓，24-26 年收入分别同比增长 12%/11%/10%，毛利率受益于规模提升和成本预计稳中有降，预计维持小幅增长趋势；以鸭掌为代表的其他主营业务，受益于山姆等渠道爆发，24-26 年预计分别实现营业收入 1.6/3.0/4.2 亿元，毛利率随着规模提升预计将有大幅提升空间；猪皮晶、竹笋、鸡翅等产品有望随着新渠道和新市场开拓，维持稳健

增长，特别是竹笋有望作为公司泡卤素食代表产品增速快于公司整体；豆干、花生等放量情况有待继续跟踪。

图 22 公司收入拆分 (亿元)

|        | 2020年 | 2021年   | 2022年  | 2023年  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|--------|-------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 泡椒凤爪   | 9.13  | 9.61    | 7.82   | 7.22   | 8.09   | 8.98  | 9.87  |
| yoy    |       | 5.3%    | -18.6% | -7.7%  | 12.0%  | 11.0% | 10.0% |
| 猪皮晶    | 0.76  | 0.91    | 0.78   | 0.78   | 0.87   | 0.96  | 1.06  |
| yoy    |       | 19.7%   | -14.3% | 0.0%   | 12.0%  | 10.0% | 10.0% |
| 竹笋     | 0.36  | 0.42    | 0.49   | 0.54   | 0.57   | 0.71  | 0.85  |
| yoy    |       | 16.7%   | 16.7%  | 10.2%  | 5.0%   | 25.0% | 20.0% |
| 鸡翅     |       |         |        | 0.39   | 0.47   | 0.56  | 0.67  |
| yoy    |       |         |        |        | 20.0%  | 20.0% | 20.0% |
| 豆干     | 0.22  | 0.25    | 0.26   | 0.25   | 0.23   | 0.23  | 0.23  |
| yoy    |       | 13.6%   | 4.0%   | -3.8%  | -10.0% | 0.0%  | 0.0%  |
| 花生     | 0.16  | 0.17    | 0.17   | 0.15   | 0.14   | 0.14  | 0.15  |
| yoy    |       | 6.3%    | 0.0%   | -11.8% | -8.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 其他主营业务 | 0.28  | 0.57    | 0.68   | 0.26   | 1.56   | 2.96  | 4.15  |
| yoy    |       | 103.6%  | 19.3%  | -61.8% | 500.0% | 90.0% | 40.0% |
| 其他业务   | 0.02  | 0.27    | 0.04   | 0.06   | 0.07   | 0.09  | 0.10  |
| yoy    |       | 1250.0% | -85.2% | 50.0%  | 20.0%  | 20.0% | 20.0% |
| 合计     | 10.93 | 12.20   | 10.24  | 9.26   | 11.52  | 14.07 | 16.41 |
| yoy    |       | 11.6%   | -16.1% | -9.6%  | 24.4%  | 22.1% | 16.7% |

资料来源：公司公告、华西证券研究所

我们预计公司 24-26 年营业收入 11.52/14.07/16.41 亿元，分别同比 +19.2%/+22.1%/+16.7%；24-26 年 EPS 分别为 0.37/0.48/0.58 元，对应 2024 年 11 月 22 日 9.67 元/股收盘价，PE 估值分别为 26/20/17 倍。首次覆盖，给予买入评级。

图 23 可比公司估值对比

| 代码        | 证券简称 | 总市值(亿元) | 市盈率 PE |       |       | EPS   |       |       |       |
|-----------|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |         | TTM    | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 603697.SH | 有友食品 | 41      | 32     | 26    | 20    | 17    | 0.37  | 0.48  | 0.58  |
| 003000.SZ | 劲仔食品 | 56      | 19     | 18    | 15    | 12    | 0.67  | 0.83  | 1.02  |
| 002991.SZ | 甘源食品 | 68      | 17     | 17    | 14    | 12    | 4.25  | 5.11  | 6.03  |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 150     | 16     | 15    | 13    | 12    | 1.93  | 2.23  | 2.56  |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 139     | 23     | 21    | 17    | 14    | 2.39  | 3.03  | 3.77  |

资料来源：WIND、华西证券研究所 ps：可比公司 EPS 和估值均来自 wind 2024 年 11 月 22 日一致预测

## 4. 风险提示

**原材料成本上涨的风险：**公司营业成本中大部分是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响。

**行业竞争加剧的风险：**公司所处的休闲食品行业为充分竞争行业，竞争者呈现多元化趋势，未来公司面临一定的竞争压力。

**食品安全的风险：**公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 现金流量表 (百万元)     | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入              | 966          | 1,152        | 1,407        | 1,641        | 净利润             | 116          | 159          | 205          | 246          |
| YoY (%)            | -5.7%        | 19.2%        | 22.1%        | 16.7%        | 折旧和摊销           | 32           | 36           | 34           | 36           |
| 营业成本               | 682          | 807          | 973          | 1,129        | 营运资金变动          | -123         | 38           | -104         | -25          |
| 营业税金及附加            | 10           | 12           | 15           | 17           | 经营活动现金流         | -4           | 205          | 103          | 222          |
| 销售费用               | 118          | 126          | 151          | 174          | 资本开支            | -10          | -4           | 10           | 3            |
| 管理费用               | 49           | 45           | 56           | 66           | 投资              | -16          | -20          | -29          | -24          |
| 财务费用               | -1           | -1           | -1           | -2           | 投资活动现金流         | 8            | -11          | 9            | 12           |
| 研发费用               | 3            | 4            | 5            | 6            | 股权募资            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | 0            | 0            | 0            | 0            | 债务募资            | 0            | -1           | 0            | 0            |
| 投资收益               | 23           | 23           | 28           | 33           | 筹资活动现金流         | -167         | -178         | 0            | 0            |
| 营业利润               | 138          | 187          | 241          | 290          | 现金净流量           | -163         | 16           | 112          | 234          |
| 营业外收支              | 2            | 3            | 3            | 3            | <b>主要财务指标</b>   | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| 利润总额               | 140          | 190          | 244          | 293          | <b>成长能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 所得税                | 24           | 30           | 39           | 47           | 营业收入增长率         | -5.7%        | 19.2%        | 22.1%        | 16.7%        |
| 净利润                | 116          | 159          | 205          | 246          | 净利润增长率          | -24.4%       | 37.1%        | 28.8%        | 20.0%        |
| 归属于母公司净利润          | 116          | 159          | 205          | 246          | <b>盈利能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| YoY (%)            | -24.4%       | 37.1%        | 28.8%        | 20.0%        | 毛利率             | 29.4%        | 30.0%        | 30.8%        | 31.2%        |
| 每股收益               | 0.27         | 0.37         | 0.48         | 0.58         | 净利率             | 12.0%        | 13.8%        | 14.6%        | 15.0%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 总资产收益率 ROA      | 5.9%         | 7.9%         | 9.2%         | 9.8%         |
| 货币资金               | 105          | 121          | 234          | 467          | 净资产收益率 ROE      | 6.3%         | 8.8%         | 10.1%        | 10.8%        |
| 预付款项               | 38           | 42           | 52           | 60           | <b>偿债能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 存货                 | 341          | 344          | 451          | 502          | 流动比率            | 13.61        | 9.80         | 10.36        | 10.02        |
| 其他流动资产             | 957          | 956          | 958          | 958          | 速动比率            | 7.77         | 5.61         | 5.82         | 5.98         |
| 流动资产合计             | 1,441        | 1,463        | 1,694        | 1,987        | 现金比率            | 1.00         | 0.81         | 1.43         | 2.36         |
| 长期股权投资             | 14           | 15           | 16           | 17           | 资产负债率           | 7.4%         | 9.3%         | 9.1%         | 9.4%         |
| 固定资产               | 389          | 424          | 438          | 461          | <b>经营效率 (%)</b> |              |              |              |              |
| 无形资产               | 49           | 46           | 42           | 39           | 总资产周转率          | 0.48         | 0.58         | 0.66         | 0.69         |
| 非流动资产合计            | 542          | 543          | 532          | 520          | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计               | 1,982        | 2,007        | 2,226        | 2,507        | 每股收益            | 0.27         | 0.37         | 0.48         | 0.58         |
| 短期借款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股净资产           | 4.29         | 4.25         | 4.73         | 5.31         |
| 应付账款及票据            | 22           | 36           | 37           | 47           | 每股经营现金流         | -0.01        | 0.48         | 0.24         | 0.52         |
| 其他流动负债             | 84           | 113          | 126          | 151          | 每股股利            | 0.25         | 0.26         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计             | 106          | 149          | 164          | 198          | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款               | 0            | 0            | 0            | 0            | PE              | 35.81        | 25.97        | 20.16        | 16.80        |
| 其他长期负债             | 41           | 38           | 38           | 38           | PB              | 2.17         | 2.03         | 1.82         | 1.63         |
| 非流动负债合计            | 41           | 38           | 38           | 38           |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 147          | 188          | 202          | 237          |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 428          | 428          | 428          | 428          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 1,835        | 1,819        | 2,024        | 2,270        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 1,982        | 2,007        | 2,226        | 2,507        |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|                                  | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                  | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|                                  | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |
| 行业评级标准                           |      |                                |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                  | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。