

2024年12月11日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

凤爪龙头再启航，产品渠道加速驱动

—有友食品（603697.SH）公司深度报告
投资要点

买入（维持）

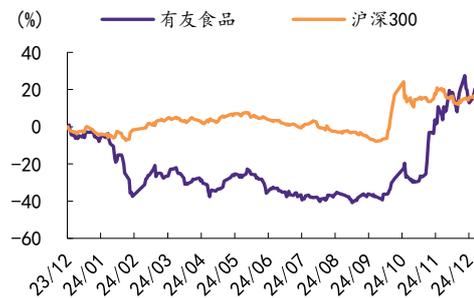
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2024-12-11

当前股价（元）	11.07
总市值（亿元）	47
总股本（百万股）	428
流通股本（百万股）	428
52周价格范围（元）	5.43-11.42
日均成交额（百万元）	42.71

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《有友食品（603697）：营收增长环比加速，盈利能力边际改善》2024-10-28
- 《有友食品（603697）：营收稳健增长，原材料高位致使盈利承压》2024-08-21
- 《有友食品（603697）：短期利润承压，渠道转型正当时》2024-04-28

■ 有友食品：泡椒凤爪龙头，业绩弹性释放

公司1997年成立于重庆，2019年上市，为泡椒凤爪龙头。

■ 凤爪市场大有可为，纵深与横向扩张释放潜力

休闲卤制品2023年行业收入1396亿元，预计2027年超2000亿元，CAGR为9%，其中休闲即食凤爪2022年行业收入35亿元，有友深耕川渝市场成为第一梯队代表，第二梯队公司通过区域渗透维持1-2亿元营收规模，此外市场零散分布区域小作坊企业，而三只松鼠、无穷等知名品牌也迅速切入赛道，竞争格局呈现头部集中、区域分散、跨界融合特征，行业景气度持续提升。

■ 经营思维切换，产品渠道加速驱动

品牌端，泡椒凤爪开创者，“有友及图”被国家工商总局商标局认定为中国驰名商标。**产品端**，2024Q1-Q3泡椒凤爪营收占总营收71%，2024年1-10月进口鸡爪原材料均价同减16%，盈利弹性进一步释放。脱骨鸭掌2024年进入山姆渠道后快速放量，成为月销超10万件的爆品，随着新品红利释放叠加山姆开店预期，有望成为公司第二大单品。**渠道端**，抖音等新零售渠道投入加大，2024Q1-Q3线上渠道同增263%，赵一鸣、零食很忙等零食渠道品类持续导入，山姆、costco等会员制渠道持续开发定制产品，积极拥抱渠道变革，业绩弹性有望持续释放。**市场端**，西南市场经多年精耕已成大本营，后续多区域配合将华东区域打造为第二增长极。

■ 盈利预测

根据调研及对公司的深度分析，我们调整公司2024-2026年EPS分别为0.34/0.42/0.51（前值为0.34/0.37/0.41）元，当前股价对应PE分别为33/27/22倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、原材料上涨风险、大单品增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (百万元)	966	1,129	1,351	1,550
增长率 (%)	-5.7%	16.9%	19.7%	14.7%
归母净利润 (百万元)	116	145	178	217
增长率 (%)	-24.4%	25.2%	22.5%	21.8%
摊薄每股收益 (元)	0.27	0.34	0.42	0.51
ROE (%)	6.3%	7.6%	8.9%	10.3%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

正文目录

1、有友食品：泡椒凤爪龙头，业绩弹性释放.....	5
1.1、基本情况：国内凤爪龙头，股权架构稳定.....	5
1.2、业务拆分：凤爪为营收基石，夯实线下基本盘拓展多元渠道.....	7
1.3、财务分析：营业收入企稳回升，利润逐渐释放.....	7
2、凤爪市场大有可为，纵深与横向扩张释放潜力.....	9
2.1、休闲卤制品前景广阔，市场份额头部集中.....	9
2.2、凤爪市场规模稳增，品类多元与市场纵深双向发展.....	10
3、经营思维切换，产品渠道加速驱动.....	12
3.1、品牌端：泡椒凤爪开创者，品牌营销力度提升.....	12
3.2、产品端：凤爪成本边际下降，脱骨鸭掌快速放量.....	13
3.3、渠道端：拥抱渠道变革，加大新兴渠道拓展.....	17
3.4、市场端：深耕西南市场，发掘华东区域潜力.....	19
4、盈利预测评级.....	20
5、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：有友食品发展历程.....	5
图表 2：有友食品股权结构.....	6
图表 3：公司主要管理层介绍.....	6
图表 4：2019-2024Q1-Q3 公司分产品营业收入占比.....	7
图表 5：2019-2023 年公司分渠道营业收入占比.....	7
图表 6：2019-2024Q1-Q3 营业收入与同比.....	8
图表 7：2019-2024Q1-Q3 归母净利润与同比.....	8
图表 8：2019-2024Q1-Q3 毛利率与净利率对比.....	8
图表 9：2019-2024Q1-Q3 费用率（%）.....	8
图表 10：中国休闲卤制品行业市场规模与同比.....	9
图表 11：2021 中国休闲食品各品类所占市场份额（%）.....	9
图表 12：2022 年中国休闲卤制品行业企业竞争格局.....	10
图表 13：中国休闲卤制品行业发展历程分析.....	10
图表 14：2018-2022 年中国休闲即食凤爪市场规模与同比.....	10
图表 15：当前市场主流风味凤爪简介.....	10
图表 16：企业竞争格局.....	11
图表 17：市场需求特点分析.....	12
图表 18：公司宣传营销网络图.....	13

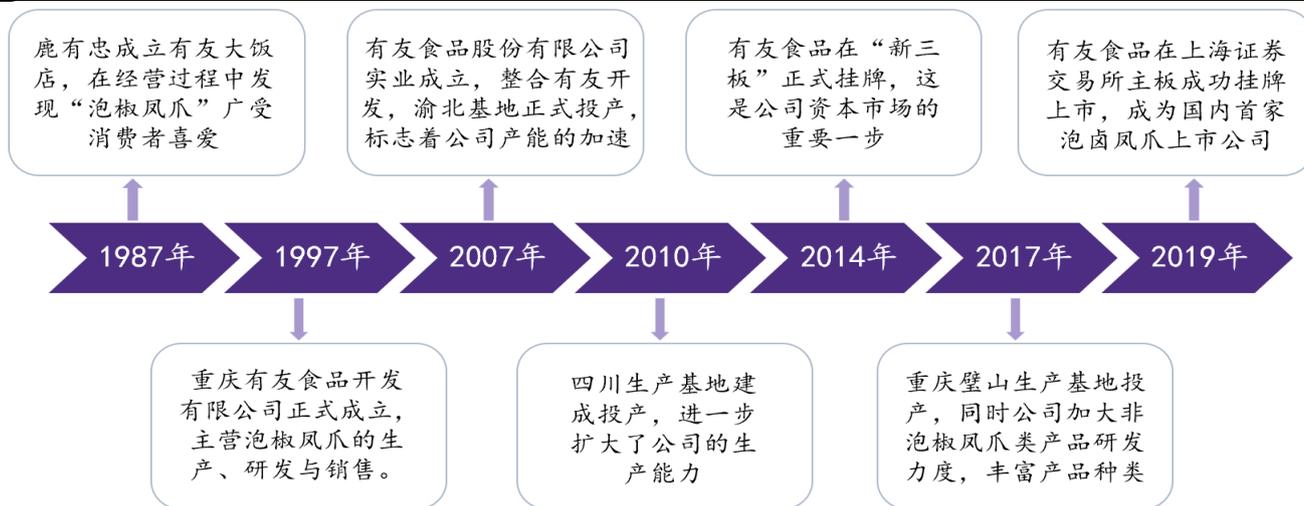
图表 19: 公司在地铁、轻轨等加大品牌投放.....	13
图表 20: 公司主要产品举例.....	13
图表 21: 2024Q1-Q3 公司主要产品营收占比.....	13
图表 22: 2023 年各产品原材料成本占比.....	14
图表 23: 2018-2023 年公司各产品毛利率 (%).....	14
图表 24: 2018-2023 年公司产能、产量与产能利用率.....	14
图表 25: 2018-2024Q1-Q3 泡椒凤爪营收与同比.....	15
图表 26: 2018-2023 年泡椒凤爪销量与吨价.....	15
图表 27: 2018-2022 年我国鸡爪生产量与进口量.....	16
图表 28: 2018-2024 年我国进口鸡爪数量与单价.....	16
图表 29: 2018-2024Q1-Q3 其他产品营收 (亿元).....	16
图表 30: 2020 年以来公司研发推新.....	16
图表 31: 有友推出脱骨鸭掌.....	17
图表 32: 脱骨鸭掌目前月销超 10 万件.....	17
图表 33: 2019-2024Q1-Q3 线下渠道营收与同比.....	18
图表 34: 2019-2024Q1-Q3 经销商数量.....	18
图表 35: 2019-2024Q1-Q3 公司线上渠道营收与同比.....	18
图表 36: 零食量贩渠道市场规模与同比.....	18
图表 37: 山姆会员超市门店数量与同比.....	19
图表 38: 2019-2023 年公司分地区营业收入占比.....	20
图表 39: 2019-2023 年公司华东区域营收与同比.....	20
图表 40: 公司营业收入假设.....	20

1、有友食品：泡椒凤爪龙头，业绩弹性释放

1.1、基本情况：国内凤爪龙头，股权架构稳定

三十余年稳步发展，成为国内凤爪龙头。有友食品 1987 年起步于有友大酒店，1997 年有友食品开发成立，专门生产研发和销售泡椒凤爪，2014 年有友食品在“新三板”正式挂牌，再到 2019 年在上海证券交易所的挂牌上市，经过三十余年的奋斗，逐步发展成为国内泡椒凤爪行业的领军品牌，拥有“有友”这一中国驰名商标，并以其高品质产品占据市场的主导地位。

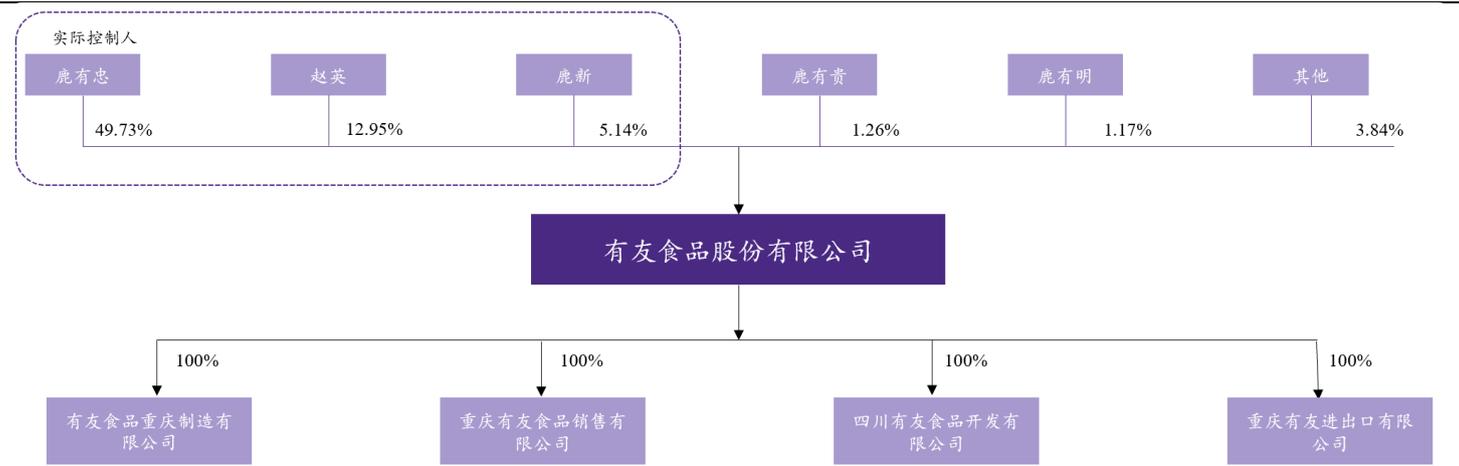
图表 1：有友食品发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

股权结构集中，核心管理稳定。有友食品的股权结构较为集中，主要掌握在公司董事长鹿有忠及其家庭成员手中。截至 2024Q3 末，鹿有忠、其妻赵英以及女儿鹿新三人共持有公司 67.82% 的股份。其中，鹿有忠个人持有公司股份的 49.73%，赵英持股比例为 12.95%，鹿新持股比例为 5.14%，三人为公司的一致行动人。

图表 2：有友食品股权结构



资料来源：WIND，华鑫证券研究

董事长鹿有忠为公司创始人，管理层经验丰富。董事长兼总经理鹿有忠 1997 年开始从事餐饮工作，后续瞄准泡椒凤爪产业机会创办公司，在采购、生产、销售等各个环节积累多年经验，奠定公司稳步发展基石；董事鹿新曾于蓝带国际厨艺餐旅学院研究新型食品发展前沿相关课题；董事兼副总经理李学辉曾就职于乳制品公司，有丰富的生产和技术研发经验。

图表 3：公司主要管理层介绍

姓名	职务	任职日期	年龄	持股数 (万)	从业经历
鹿有忠	董事长、总经理	2016.11	69	21270.69	2013 年至今任有友食品股份有限公司董事长、总经理，1977 年-1981 年就职于渝中区中山路饮食公司，1981 年-1993 年经营个体饮食行业历任有友饮食法定代表人、经理，有友开发法定代表人、董事长、总经理
鹿新	董事	2013.11	35	2199.65	曾于蓝带国际厨艺餐旅学院学习，主要从事新型食品发展前沿相关课题研究。
李学辉	董事、副总经理	2013.11	47	31.6	历任重庆三高乳业有限责任公司质检部部长，重庆有友食品开发有限公司生产部副部长，有友实业生产部部长、副总工程师
崔海彬	董事、财务总监	2016.11	48	4.56	历任重庆啤酒集团盐城有限责任公司财务部长、财务总监，江苏金山啤酒原料有限公司财务总监
梁余	董事会秘书	2024.10	44	-	曾任职于天健会计师事务所重庆管理总部任高级审计师，长江证券股份有限公司重庆分公司任高级经理，重庆渝欧跨境电子商务股份有限公司董秘。
陈鹏	监事会主席	2022.02	42	0	曾就职于重庆呈祥通信公司，重庆电信菲斯特实业有限公司，重庆市通信建设有限公司，重庆市通信产业服务有限公司渝西分公司

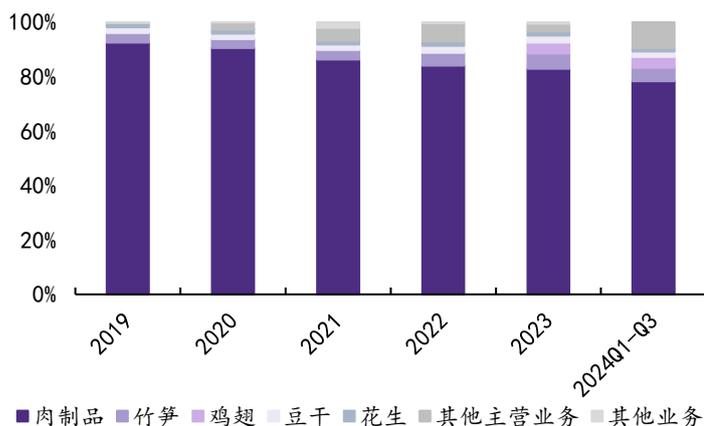
资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.2、业务拆分：凤爪为营收基石，夯实线下基本盘拓展多元渠道

泡椒凤爪常年营收居首，其他产品营收占比有所提升。拆分产品结构，从 2019-2023 年，肉制品营收占比始终高于 80%，2023 年，2023 年肉制品/竹笋/鸡翅/豆干/花生/其他主营业务/其他业务的营收占比分别为 82.86%/5.58%/4.01%/2.59%/1.60%/2.70%/0.67%。其中泡椒凤爪是公司的主要肉质产品。近年来，公司主动求变，不断加大对其他品类的研发力度，产品结构多元化发展，营收层面对肉制品的依赖程度有所减轻，从 2019 年的 92.52% 下降至 2023 年的 82.86%，竹笋、鸡翅、豆干和花生等产品的营收占比呈现上升趋势。

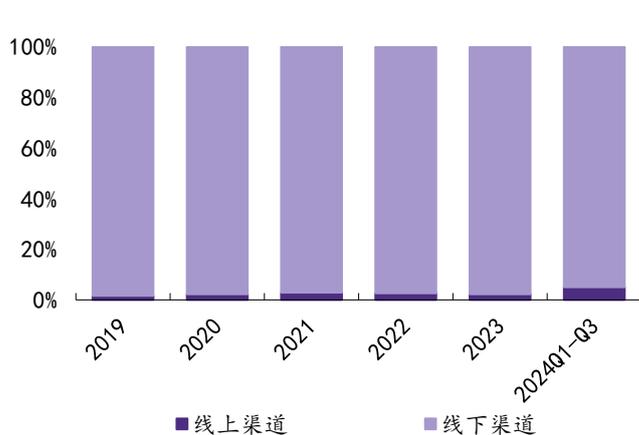
经销渠道占据主要位置，线上渠道作为补充。公司渠道端以线下经销商主，主要覆盖现代零售、传统零售和特殊渠道，占比保持在 95% 以上，经过多年的市场开拓，公司目前已经建立了覆盖国内大中型城市的全国性销售网络。线上渠道作为补充，主要包括淘宝、京东等货架电商，近期逐渐加大抖音等新兴电商投放力度。目前公司线上渠道 2024Q1-Q3 营收占比 5%，尽管仍处于较低水平，但同比增长 3pct，逐渐释放渠道势能。

图表 4：2019-2024Q1-Q3 公司分产品营业收入占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 5：2019-2023 年公司分渠道营业收入占比



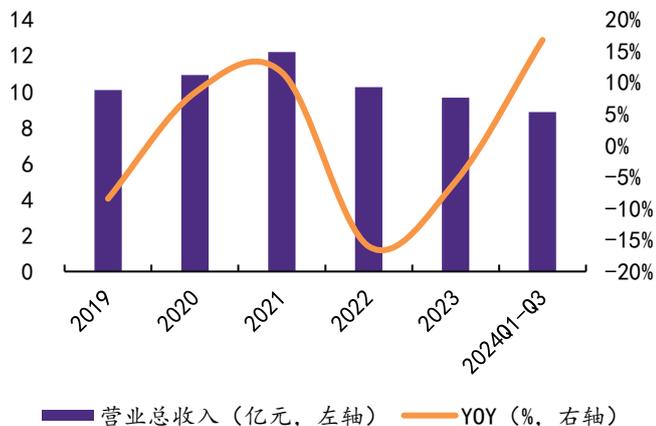
资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

1.3、财务分析：营业收入企稳回升，利润逐渐释放

消费疲软致使前期经营承压，品类与渠道开拓助力营收与净利企稳回升。营收端，公司在 2019-2021 年营收由 10.80 亿元上升至 12.20 亿元，营收稳步提升，这主要得益于公司稳步推进研发工作，推出了虎皮凤爪等新品类以及持续推进品牌建设工作，不断加大线上投放力度以扩大市场份额。2022 年受俄乌战争、国内经济下行和消费疲软等国内外客观因素，公司营收出现阶段性下降。2024Q1-Q3，伴随着疫情影响减弱和国内消费需求回暖，以及开辟会员制商超渠道的影响，公司营收同增 16.77%。利润端，2022 年，原材料价格上涨，以及高温限电等因素造成成本上涨，公司净利润走低。2024Q1-Q3，原材料价格压力同

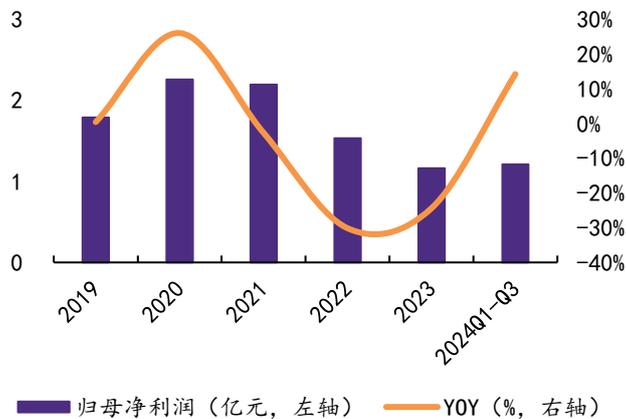
比减轻，伴随着国内消费提振，营收环境改善，公司 2024 年 Q1-Q3 归母净利润 1.21 亿元已经超越 2023 年全年，并有望在四季度继续保持高速增长。

图表 6：2019-2024Q1-Q3 营业收入与同比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

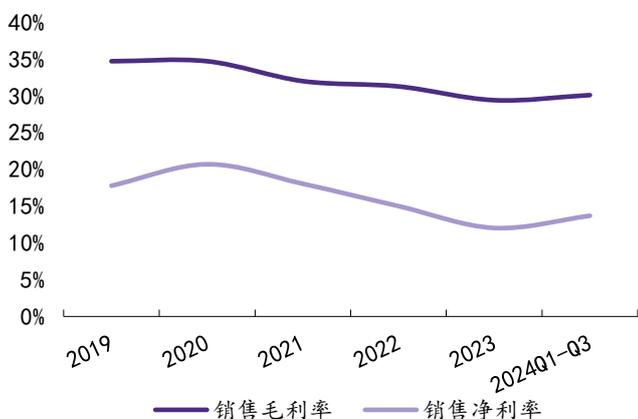
图表 7：2019-2024Q1-Q3 归母净利润与同比



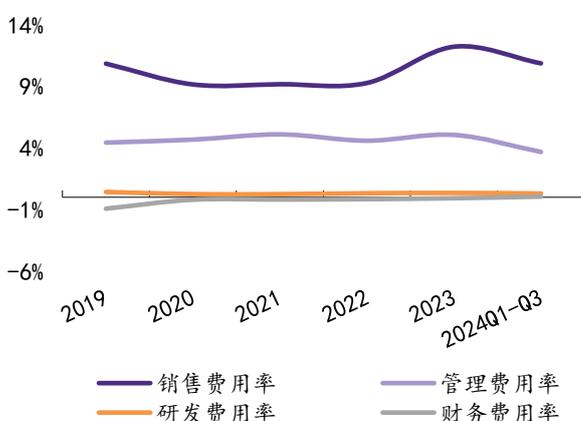
资料来源：WIND，华鑫证券研究

原材料成本优化带动毛利率边际回升，规模效应释放拉低费用率水平。毛利率端来看，泡椒凤爪作为公司主要产品，其原材料成本在 2022-2023 年上涨，导致公司毛利率水平下行。2024Q1-Q3，原材料鸡爪成本呈现下降趋势，公司毛利率水平边际回升至 30.06%。费用端来看，公司销售费用率在 10% 水平附近波动，2024 年以来，公司大力推进线上电商渠道产品与营销投放，2024Q1-Q3 销售费用同比提升，但营收快速增长，规模效应释放带动 2024Q1-Q3 销售费用率同比下降大约 0.6pct 至 10.87%。同时，公司不断优化经营管理模式，建设严格有效的生产管理流程，2024Q1-Q3，管理费用率同比下降大约 0.5pct 至 3.68%。净利率来看，大体趋势与毛利率波动方向一致，今年在成本优化、规模效应释放双重利好带动下实现快速修复，2024Q1-Q3 净利率恢复至 13.67%

图表 8：2019-2024Q1-Q3 毛利率与净利率对比



图表 9：2019-2024Q1-Q3 费用率 (%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

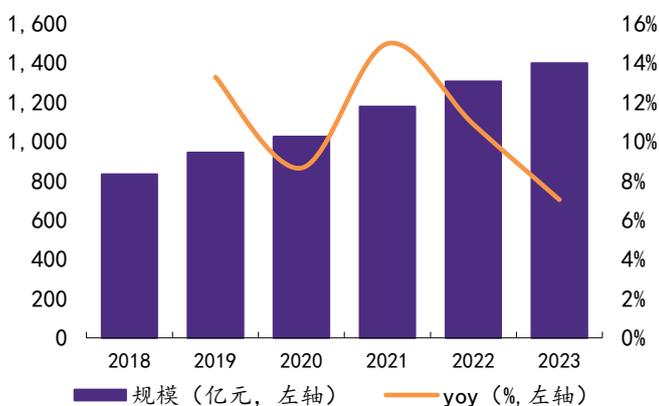
资料来源：WIND，华鑫证券研究

2、凤爪市场大有可为，纵深与横向扩张释放潜力

2.1、休闲卤制品前景广阔，市场份额头部集中

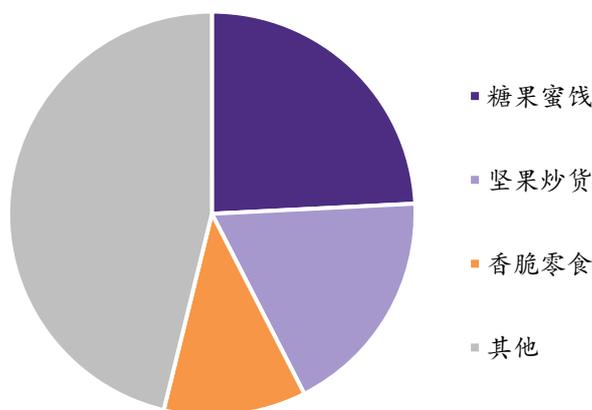
休闲卤制品行业凭借稳定的市场份额、多样化需求和强劲增长潜力，正逐步成为中国休闲食品领域的重要增长引擎。近年来休闲卤制品在中国休闲食品各品类中保持 10% 左右的市场份额，市场份额有待进一步提升；根据 Frost & Sullivan 与头豹研究院数据，中国休闲卤制品行业市场规模从 2018 年的 831.81 亿元增长至 2023 年的 1396.10 亿元，5 年 CAGR 为 10.91%，行业增长空间可观，预测 2027 年市场规模将突破 2000 亿，产品、消费场景、功能需求多样化已成为大趋势，此外，随着健康消费理念普及、产品迭代创新休闲卤制品在细分市场的渗透率有望进一步提升，行业增长动能强劲。

图表 10：中国休闲卤制品行业市场规模与同比



资料来源：FROST & SULLIVAN，头豹研究院，华鑫证券研究

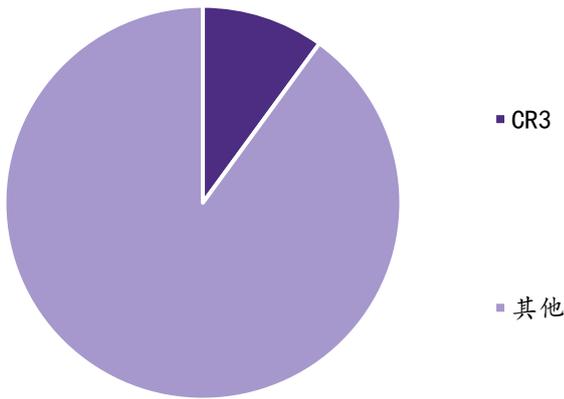
图表 11：2021 中国休闲食品各品类所占市场份额 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

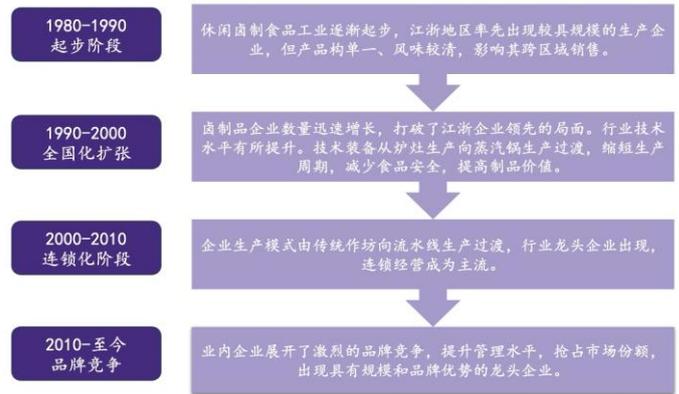
休闲卤制品市场集中度低，未来品牌化和渠道优化将助力龙头品牌提升份额。目前休闲卤制品市场集中度较低，2022 年 CR3 仅有 10%，业内企业众多，龙头企业尚未在细分领域形成对中小品牌的全面压制，行业整体仍处于跑马圈地阶段，具备较大市场整合空间，未来随着品牌运营的深化以及渠道管理的优化，头部品牌有望凭借研发创新和供应链协同不断扩大市占率。

图表 12: 2022 年中国休闲卤制品行业企业竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 华鑫证券研究

图表 13: 中国休闲卤制品行业发展历程分析

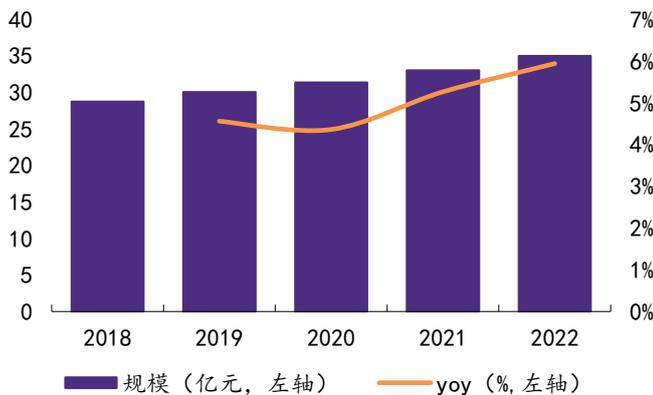


资料来源: 前瞻产业研究院, 华鑫证券研究

2.2、凤爪市场规模稳增, 品类多元与市场纵深双向发展

休闲即食凤爪市场稳步增长, 新品类与多元化策略正推动品牌竞争与行业格局优化。随着品牌纷纷入局, 盐焗凤爪、虎皮凤爪、无骨凤爪、烤凤爪等新品类不断涌现, 提升市场份额。根据冻品头条, 中国休闲即食凤爪市场规模从 2018 年的 28.74 亿元增长至 2022 年的 34.97 亿元, CAGR 为 5.03%, 呈现稳步增长趋势。长远来看, 线上渠道等新型消费方式挖掘、多元化品类开发将成为企业应对部分细分市场趋于饱和的挑战, 头部企业通过强化品牌优势和优化供应链管理, 仍有较大空间提升市场份额并巩固行业地位。

图表 14: 2018-2022 年中国休闲即食凤爪市场规模与同比



资料来源: 冻品头条, 华鑫证券研究

图表 15: 当前市场主流风味凤爪简介

细分品类	特点	代表产品
泡椒凤爪	泡椒凤爪具有酸、辣、爽脆的口感, 其加工工艺在于泡椒料水的熬煮和重量比例配置; 泡椒凤爪是由有友食品创始人兼董事长鹿先生独创, 后经过持续改良成为有友进入大众视野的主打单品	
虎皮凤爪	虎皮凤爪脆而不烂、麻辣回甜、风味厚实, 其独特工艺在于先炸后卤; 王小卤凭借此单品迅速出圈, 进而彻底打开线下市场	
无骨凤爪	无骨凤爪便于食用, 生产工艺在于开水煮制后晾干以及后续的取出骨头、皮肉压合; 良品铺子、三只松鼠等新晋品牌都基于无骨凤爪研发了柠檬等口味的畅销单品	

资料来源: GOOGLE PATENTS, 华鑫证券研究

竞争格局呈现头部集中化、区域分散化、跨界融合化三大特征。第一梯队包括有友食

品、王小卤，有友食品凭借对川渝市场的深耕布局和稳定的产品矩阵，2023 年泡椒凤爪营收达 7.22 亿元，规模化优势显著，王小卤则凭借“大单品”虎皮凤爪在 2023 年营收超 10 亿元，坐稳该单品业内龙头地位；**第二梯队**品牌如奇爽、辣媳妇，通过区域市场的深耕和特定消费群体的精准覆盖，维持年营收 1-2 亿元水平；**第三梯队**的小型作坊式企业则凭借区域化优势和低成本模式，具有一定的区域性竞争力；三只松鼠、良品铺子、无穷等**知名品牌**凭借多年积累的品牌知名度与客户忠诚度，以及成熟的供应链管理和产品创新能力，通过全渠道营销策略和高效资源整合能力迅速切入凤爪市场，在年轻消费群体和线上渠道中展现竞争优势。

图表 16: 企业竞争格局

梯队分布	企业名称	主营产品	产品营收	市场布局	每100g售价(元)
第一梯队		泡椒凤爪	泡椒凤爪2023年营收7.22亿元，占总收入74.75%	主营线下渠道，线上销售逐步提升	8.75
		虎皮凤爪	2019-2023年全国销量第一，2023年营收超10亿元	线下渠道成熟，线上渠道布局完善	13.71
第二梯队		山椒凤爪	五大生产基地带动产品销量	在30多个省布局有完整的线下经销网络	11.03
		重庆凤爪	重庆系列凤爪天猫旗舰店月售700+	品类覆盖全，独立站等带动线上营收增长	7.53
知名品牌		香辣烤凤爪	香辣烤凤爪单品天猫旗舰店月售1万+	品类覆盖全面，通过消费者渗透线上业务	20.25
		虎皮凤爪	虎皮凤爪单品天猫旗舰店月售1万+	针对细分产品全面升级供应链	4.45
		柠檬去骨凤爪	柠檬去骨凤爪天猫超市月售5000+	销售渠道布局全面，多矩阵产品带动凤爪	12.48

资料来源: Wind, 京东, 淘宝, 财经网, 新浪财经, 华鑫证券研究

消费升级与技术创新驱动凤爪行业市场纵深发展。凤爪行业的需求增长反映了消费升级和市场扩展的多重驱动。年轻女性和城市白领逐步成为主要消费群体，推动企业通过创新口味和丰富产品线满足细分市场需求；另一方面，随着城镇化率提升和消费能力的区域均衡化，川渝以外的华东、华南等市场正成为新的增长点。此外，技术创新显著提升了产品安全与品质，辐照等先进工艺的应用进一步满足了消费者对健康、高质量休闲食品的要求，为行业可持续发展注入新动能。

图表 17: 市场需求特点分析



资料来源：观研报告网，华鑫证券研究

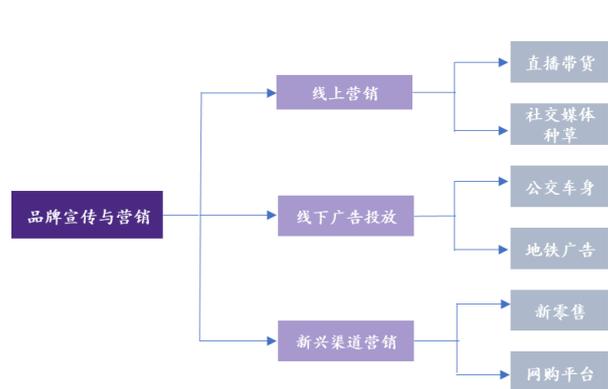
3、经营思维切换，产品渠道加速驱动

3.1、品牌端：泡椒凤爪开创者，品牌营销力度提升

泡椒凤爪开创者，品质与创新铸就品牌辉煌。有友泡椒凤爪推出之后风靡全国，成为国内泡椒凤爪品牌引领者。“有友及图”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，已经成为消费者信赖的“重庆美食名片”。三十年来，公司一直以泡椒凤爪为主打产品，不断完善产品矩阵，加大研发力度，注重产品创新与品质提升，赢得消费者的信任与喜爱。

线上营销拓展品牌影响力，新渠道对接增强投放精准度。公司在品牌宣传与营销投入方面一直采取稳健且多元化的策略，通过拓展线上营销方式，如：直播带货和社交媒体种草等，以及加强线下广告投放，如公交车身和地铁广告，来提升品牌影响力。通过与美团闪购、饿了么、京东到家、多点、淘鲜达等 5 大平台开展深入合作，参与平台主题活动，2023 年 11 月 17 日，有友食品荣获 2023 饿了么即时零售品牌杰出经营奖。公司持续践行线下广告全覆盖，线上营销新渠道双管齐下战略，提升品牌影响力。

图表 18: 公司宣传营销网络图



资料来源: 招股说明书, 公司官网, 界面新闻, 华鑫证券研究

图表 19: 公司在媒体、地铁、轻轨等加大品牌投放



资料来源: 有友食品公众号, 公共交通广告运营专家, 青岛通广传媒, 华鑫证券研究

3.2、产品端: 凤爪成本边际下降, 脱骨鸭掌快速放量

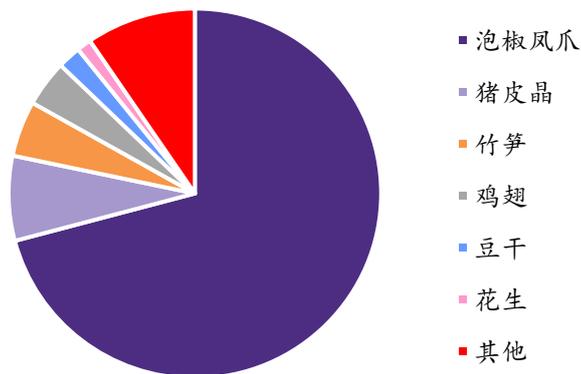
泡椒凤爪贡献主力, 脱骨鸭掌展现第二大单品潜力。公司主要业务为以泡椒凤爪为主, 猪皮晶、豆干、花生、竹笋等为辅的泡卤风味休闲食品系列, 其中泡椒凤爪为公司的主导产品, 2024Q1-Q3 营收占比 70.87%, 猪皮晶紧随其后, 2024Q1-Q3 营收占比 7.42%, 素食类产品营收表现较为稳定。同时公司坚持做新品迭代、培育潜力单品, 陆续上新虎皮凤爪、筋骨棒、乌鸡凤爪、脱骨鸭掌等产品, 其中脱骨鸭掌在山姆渠道推出后借助品牌力与优质口感实现快速放量, 在其带动下的其他产品 2024Q1-Q3 营收占比同增 7pct 至 9.52%, 逐渐成为公司第二大单品。

图表 20: 公司主要产品举例

泡肉系列	示例图			
	名称	泡椒凤爪	筋骨棒	猪皮晶
	规格	168g	95g	70g
	价格	16.5元	6.3元	8元
素食系列	示例图			
	名称	笋尖	花生	豆皮
	规格	100g	95g	95g
	价格	7.9元	7元	5元

资料来源: 淘宝旗舰店、京东旗舰店, 华鑫证券研究

图表 21: 2024Q1-Q3 公司主要产品营收占比

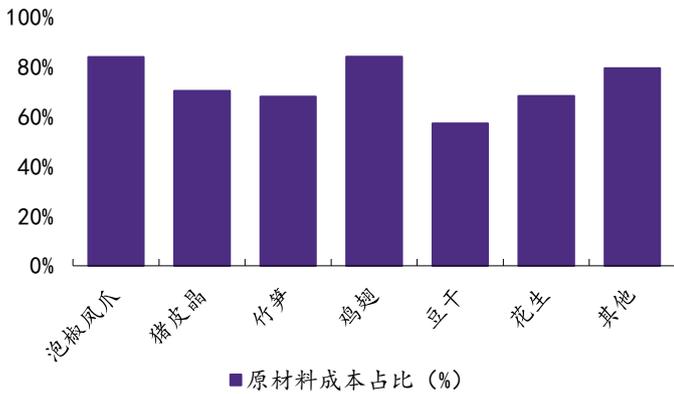


资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

猪皮晶毛利率水平稳定领先, 泡椒凤爪原料端承压。拆分产品原材料成本占比情况, 泡椒凤爪与鸡翅原材料成本占比最高, 2023 年均达到 84%, 受原材料波动影响较大, 猪皮

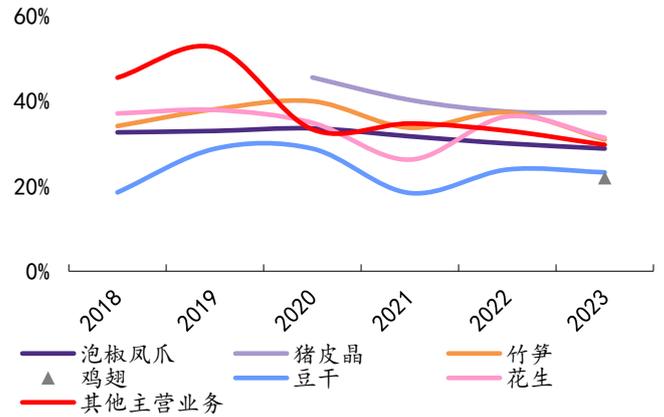
晶与其他素食原材料成本占比较低，在 70% 上下。在毛利率表现上，猪皮晶毛利率稳定领先，围绕 40% 上下波动，竹笋与花生毛利率紧随其后，而泡椒凤爪毛利率受原材料价格影响较大，由 2018 年的 33% 降至 2023 年的 29%，未来随着鸡爪行情逐步回调，叠加公司采购节奏调整与采购结构优化，毛利率有望企稳回升。

图表 22：2023 年各产品原材料成本占比



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

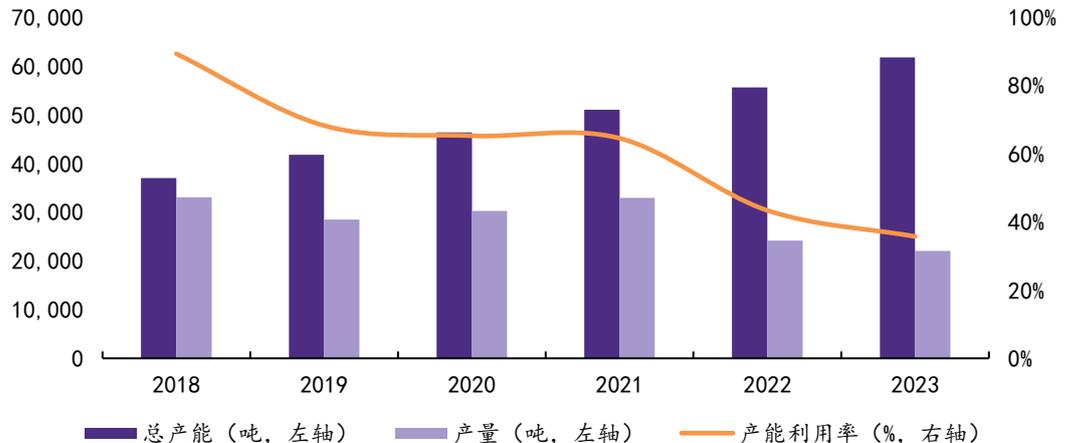
图表 23：2018-2023 年公司各产品毛利率 (%)



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

公司总设计产能 6.18 万吨，规模效应释放预计推升产能利用率。根据公司招股说明书数据，2019 年公司及四川有友总产能为 3.1 万吨，同时首次公开发行人募集资金的投资项目“有友食品产业园项目”设计产能为 3.08 万吨，并于 2022 年 6 月正式投产，目前公司总设计产能为 6.18 万吨，而 2023 年公司总产量为 2.21 万吨，产能利用率仅为 36%，相对较低，后续公司拟在巩固优势区域市场的同时加强对新兴市场的开拓，随着规模释放，预计产能利用率逐步提升，以 2023 年 4.43 万元/吨的吨价作为假设，未来可支撑约 18 亿元产值释放。

图表 24：2018-2023 年公司产能、产量与产能利用率

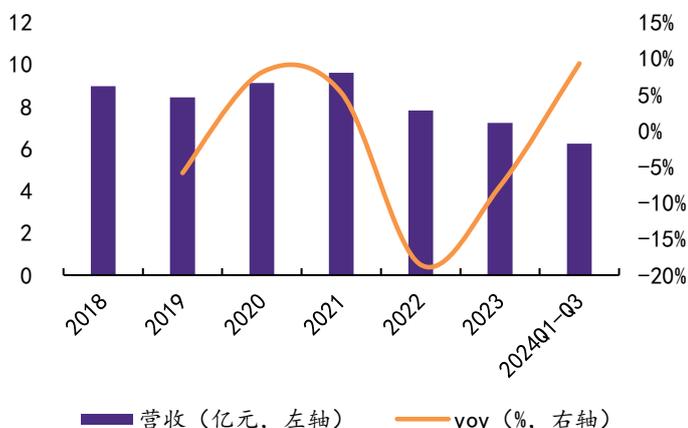


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.2.1 泡椒凤爪：销售企稳回升，成本压力缓解

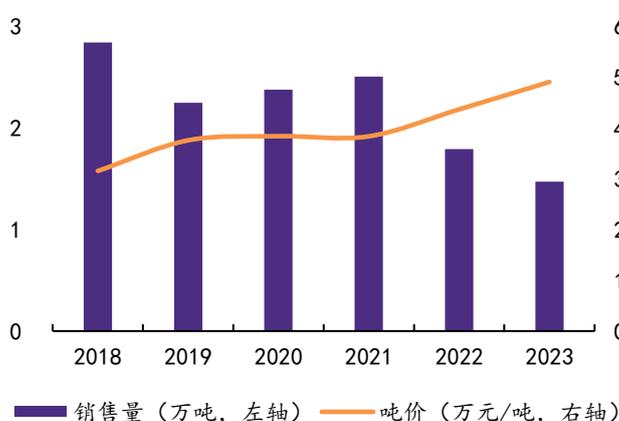
终端销售企稳回升，提价传导上游压力。公司泡椒凤爪产品营收维持在 8 亿元上下，2019 年由于终端市场消化提价冲击，致使收入同比下降，2020-2021 年产品规模稳步提升，2022-2023 年由于原料价格高位徘徊，叠加俄乌战争、消费需求疲软等因素影响，产品压力凸显，直至 2024 年公司通过新渠道导入与推广力度增加，助推泡椒凤爪规模出现回升。量价拆分来看，考虑到原料成本上涨压力与终端消费环境，公司分别于 2018 年底和 2022 年进行集中提价，致使 2019/2022 年公司吨价分别提升 19%/14%，吨价由 2018 年 3.15 万元/吨逐渐提升至 2023 年的 4.91 万元/吨，原料成本上涨压力逐步向下游转嫁，但同时影响 2019/2022 年销量分别同比下降 21%/28%。

图表 25：2018-2024Q1-Q3 泡椒凤爪营收与同比



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

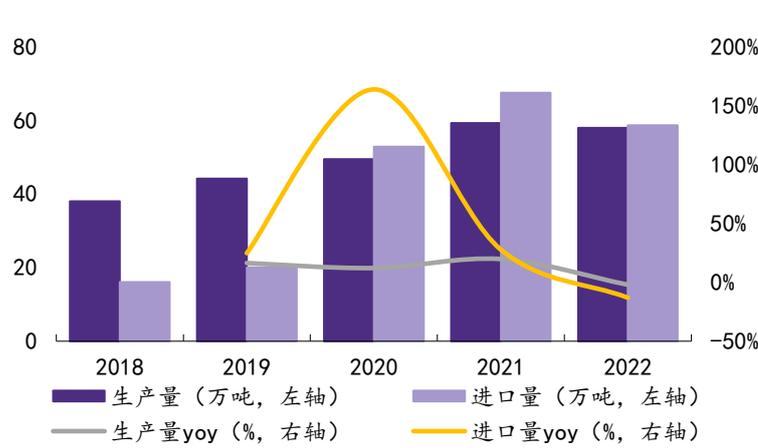
图表 26：2018-2023 年泡椒凤爪销量与吨价



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

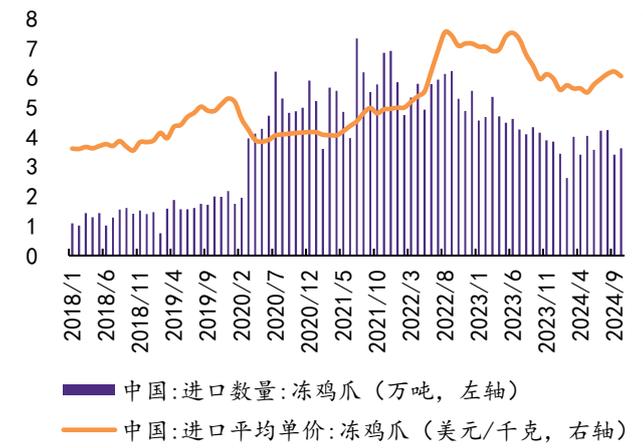
原料端依赖进口，鸡爪价格压力同比缓解。泡椒凤爪主原料为冻鸡爪，在消费场景扩容下，我国鸡爪需求量呈现出增长态势，而海外并无鸡爪饮食习惯，而中国鸡爪消费量占比全球 80%。一方面国内鸡爪产量供不应求，另一方面泡椒凤爪主要使用白羽鸡，而我国祖代鸡更新渠道为国外引进，海外鸡爪进口规模自 2018 年的 16.07 万吨增长至 2022 年的 58.55 万吨，进口均价也由 2018 年的 2.32 美元/千克增长至 2022 年的 3.96 美元/千克，2023 年禽流感爆发致使进口量降低，而需求旺盛致使价格处于历史高位，2023H2 开始鸡爪价格进入下行通道，2024 年 1-10 月平均进口单价为 3.64 美元/千克（同减 16%），且价格波动幅度较小，同比原料压力有缓解趋势。

图表 27: 2018-2022 年我国鸡爪生产量与进口量



资料来源: 观研天下, 华鑫证券研究

图表 28: 2018-2024 年我国进口鸡爪数量与单价



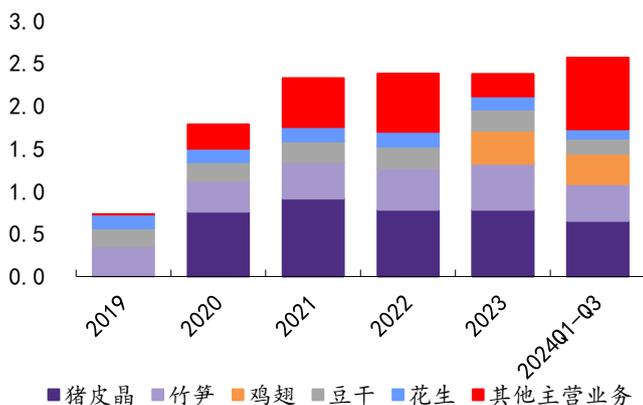
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

安全库存平滑成本波动, 优化加工成本释放盈利弹性。公司采用“以产定购”的采购模式, 同时设定安全库存平滑采购成本波动, 在鸡爪采购上采取国内采购与海外进口相结合的方式, 一方面与圣农发展、山东凤祥等在内的一批大中型供应商建立长期、稳定的战略合作关系, 另一方面成立有友进出口公司负责开展国外原料采购业务, 后续公司不断提升采购效率、优化加工成本, 2024 年伴随成本回落, 营收规模抬升, 公司盈利弹性将持续释放。

3.3.2 其他产品: 保持研发与迭代节奏, 脱骨鸭掌明显放量

保持研发与迭代节奏, 脱骨鸭掌单品势能明显。除泡椒凤爪之外, 公司沿着泡卤风味休闲食品研发, 升级产品品质, 推出猪皮晶、豆干、花生、竹笋等产品, 确保每年推出并储备一批新产品的同时, 不断对现有产品进行优化或迭代, 以持续保持产品竞争力, 凭借着品牌与风味优势, 2019 年以来, 公司除凤爪之外的产品营收规模持续增长, 其中公司重磅推出的脱骨鸭掌带动其他产品 2024Q1-Q3 营收规模同比大幅提升 354%至 0.84 亿元。

图表 29: 2018-2024Q1-Q3 其他产品营收 (亿元)



资料来源: WIND, 公司公告, 华鑫证券研究

图表 30: 2020 年以来公司研发推新

年份	新品
2020	新研发上市柠檬凤爪、藤椒凤爪、香辣凤爪, 储备了7项研发项目, 并对4项产品工艺进行了优化
2021	新研发虎皮凤爪及无骨系列, 储备了预制菜等14项研发项目, 并对4项产品工艺进行了优化
2022	新研发玩味花生、魔鸭食客系列产品, 推出椒麻鸡、丰都麻辣鸡块、蜜汁鸭掌、臭鸭肝、烧椒猪皮等系列预制菜品类, 革新小商品”系列包装
2024	新品上市有友脱骨鸭掌, 臻选优良鸭掌原料, 精细去骨工艺保留皮、肉和脆筋, 0添加防腐剂和色素, 乳酸菌发酵小米辣, 传承25年泡制工艺

资料来源: WIND, 公司公告, 华鑫证券研究

鸭掌新品山姆月销超 10 万件，占据采购、品控、先发优势。2024 年 9 月公司上线新品无骨鸭掌，并于山姆首发，采用独创专利泡肉技术及经典秘制配方，0 添加防腐剂、色素，减盐 25%，乳酸菌发酵小米辣，保证口感丰富、绿色健康。山姆 APP 显示有友脱骨鸭掌（山椒味）目前为肉干肉脯类爆款零食第二名，月销超过 10 万件。在鸭掌新品上，公司采购端具备规模优势，降低原料成本；在加工端，公司借助深厚产品研发与长期深耕泡卤零食经验，保证稳定品控能力，同时使用零添加与减盐工艺，切入消费者心智；目前山姆内部尚无鸭掌相关竞品，公司占据品类先发优势，随着门店端持续渗透于放量，无骨鸭掌有望逐渐成为公司第二大单品。

图表 31：有友推出脱骨鸭掌



资料来源：山姆APP，华鑫证券研究

图表 32：脱骨鸭掌目前月销超 10 万件

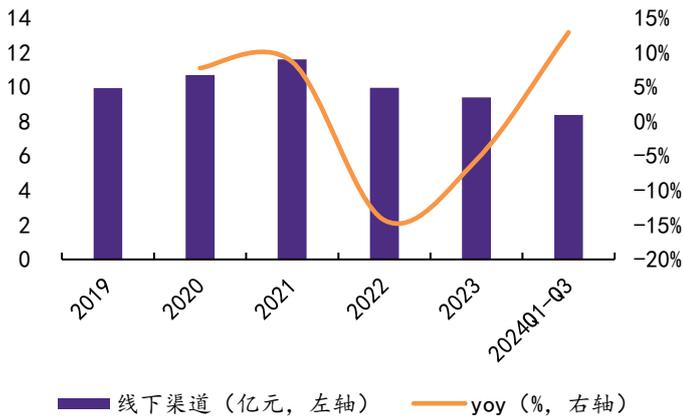


资料来源：山姆APP，华鑫证券研究

3.3、渠道端：拥抱渠道变革，加大新兴渠道拓展

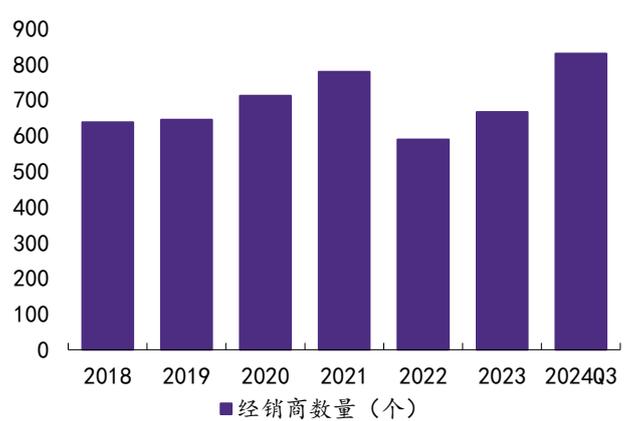
夯实传统渠道基本盘，助推经销商经营思维转换。公司在线下传统渠道精耕多年，销售网络逐渐遍布全国，截至 2024Q3 末，公司共有 829 家经销商，助力公司开拓市场。在大环境承压下，公司助推经销商思维由“做商”到“行商”转变，优化传统经销商思路，夯实线下传统渠道基本盘表现。

图表 33: 2019-2024Q1-Q3 线下渠道营收与同比



资料来源: WIND, 公司公告, 华鑫证券研究

图表 34: 2019-2024Q1-Q3 经销商数量

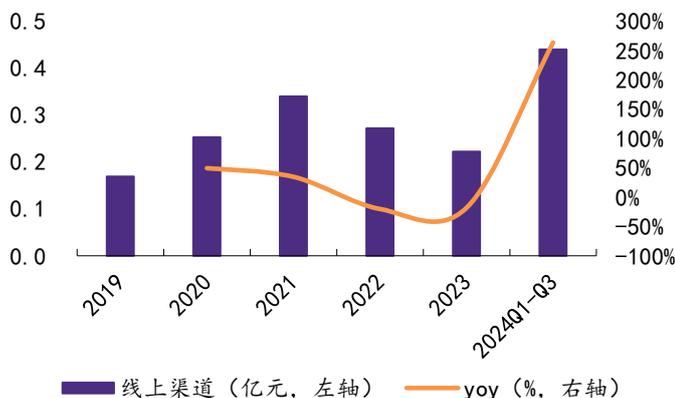


资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

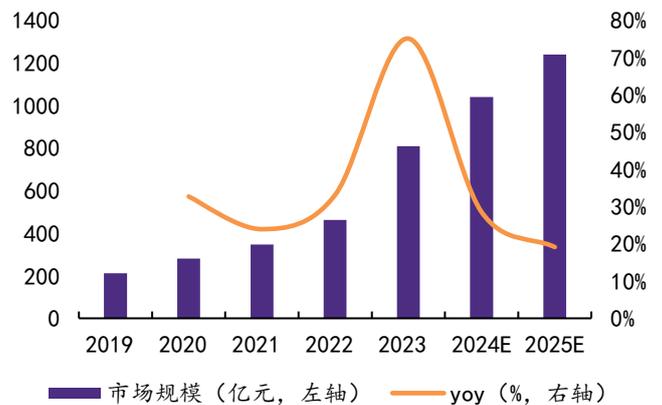
随着传统商超规模见顶, 公司不断拥抱渠道变革。过去公司以盈利为主要诉求, 将主要精力投入线下传统商超渠道, 随着新业态商业模式逐渐获得市场验证, 公司经营思路不断转换, 今年以来不断渗透多元化渠道, 打开规模增长空间:

- **新零售渠道:** 公司针对电商团队曾进行多次架构调整, 目前在上海设置专业运营团队在抖音、小红书等新兴渠道, 2024Q1-Q3 线上营收低基数下同比增长 263%。目前运营思路逐渐捋顺, 未来计划将抖音等平台作为新品推广首要渠道加大投入, 通过溢出效应实现全渠道品牌力提升。
- **零食专营渠道:** 消费降级下, 以零食量贩店为代表的硬折扣商业模式兴起, 以精简 SKU 的方式去提高单品采购量, 绕过经销商渠道压缩终端售价, 借助极致性价比优势不断开店获取市场规模, 2023 年行业规模约为 809 亿元, 预计 2027 年将达 1547 亿元 (CAGR 为 18%)。公司前期考虑到零食渠道兴起时涌入大量白牌, 对于品牌方规模与盈利空间造成挤压, 随着渠道模式逐渐跑通, 走入规范化运营, 公司逐渐进入赵一鸣、零食很忙等头部零食品牌, 导入单爪等散称差异化产品, 随着品类导入与零食量贩开店扩张, 渠道将持续贡献增量。

图表 35: 2019-2024Q1-Q3 公司线上渠道营收与同比



图表 36: 零食量贩渠道市场规模与同比

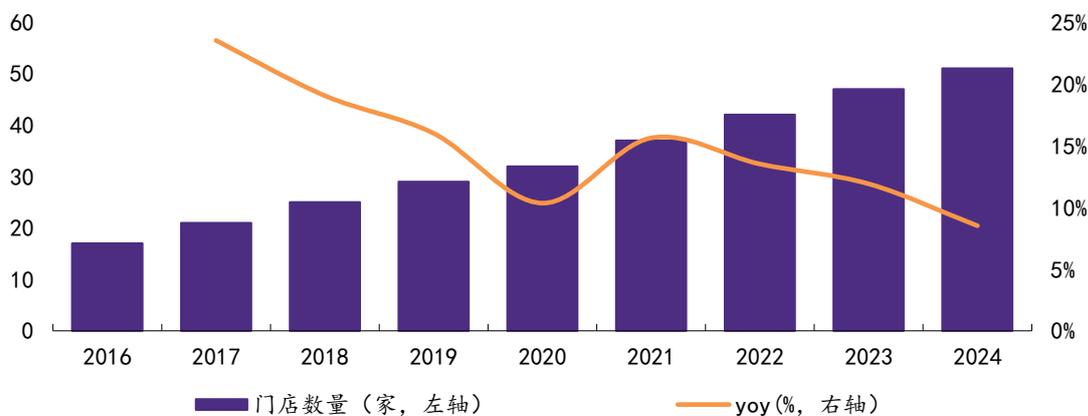


资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

- 会员店渠道：**以山姆为代表的会员制商超通过仓储合一实现低于传统大卖场的运营成本，近年来山姆快速推进全国化扩张，门店数量由 2016 年的 15 家增长至 2024 年 11 月的 51 家。2024 年中，公司脱骨鸭掌通过筛选，在多层竞争中打败竞对进入山姆体系，为公司带来明显的品牌与质量背书，三季度实现快速放量，新品势能处于释放期，随着山姆门店拓展与新品项进入，预计山姆渠道将为公司打开规模天花板。除山姆之外，公司针对盒马推出乌鸡爪定制产品，针对 costco 也陆续切入品类，未来通过多个产品纵深发展，打造会员店渠道新增长极。

图表 37：山姆会员超市门店数量与同比

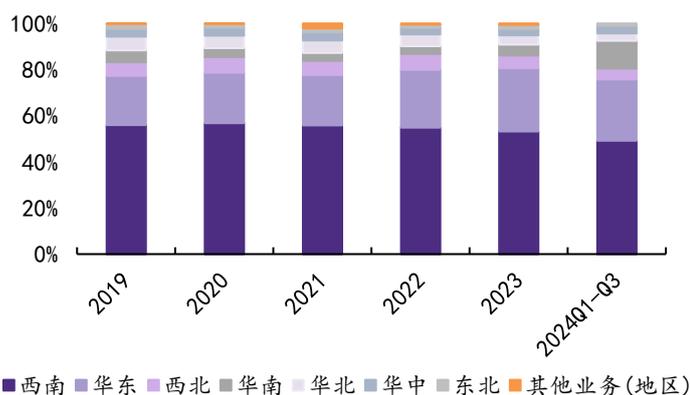


资料来源：观点，新零售，食商网，零售圈，纳食，华鑫证券研究

3.4、市场端：深耕西南市场，发掘华东区域潜力

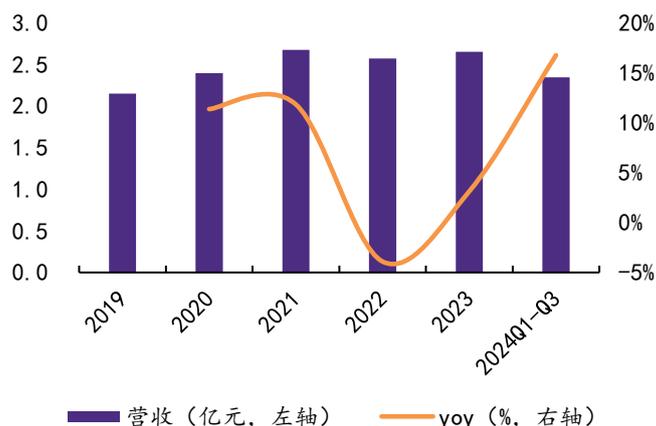
西南市场稳健发展，华东市场规模日渐扩大。公司发家于重庆，长期深耕于西南市场，具有良好的市场基础，多年来西南市场的营收占比稳定位于 50% 以上。近年来，公司进一步开拓全国市场，销售渠道不断下沉，后续计划以分公司的形式运作华北、西北、华东业务。其中公司重视以上海为主的华东市场开拓潜力，主动加强对华东市场的开发力度，华东市场的营收占比由 2019 年的 21.31% 逐步攀升至 2024Q1-Q3 的 26.60%，2024Q1-Q3 华东营收 2.34 亿元（同增 17%），日渐成为公司在西南以外又一区域发展重心，未来公司通过其他区域配合，齐力打造华东区域主要阵地。

图表 38：2019-2023 年公司分地区营业收入占比



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

图表 39：2019-2023 年公司华东区域营收与同比



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

根据调研及对公司的深度分析，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.34/0.42/0.51（前值为 0.34/0.37/0.41）元，当前股价对应 PE 分别为 33/27/22 倍，维持“买入”投资评级。

图表 40：公司营业收入假设

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	966	1,129	1,351	1,550
增长率 (%)	-5.7%	16.9%	19.7%	14.7%
归母净利润 (百万元)	116	145	178	217
增长率 (%)	-24.4%	25.2%	22.5%	21.8%
摊薄每股收益 (元)	0.27	0.34	0.42	0.51
ROE (%)	6.3%	7.6%	8.9%	10.3%

资料来源：华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 新品推广不及预期；
- 3) 原材料上涨风险；
- 4) 大单品增长不及预期等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	966	1,129	1,351	1,550
现金及现金等价物	105	633	720	849	营业成本	682	799	942	1,065
应收款	4	3	4	5	营业税金及附加	10	12	14	15
存货	341	267	275	266	销售费用	118	132	157	178
其他流动资产	990	662	686	699	管理费用	49	52	61	68
流动资产合计	1,441	1,565	1,686	1,820	财务费用	-1	-18	-20	-24
非流动资产:					研发费用	3	5	5	6
金融类资产	713	623	643	653	费用合计	170	171	203	229
固定资产	389	364	341	318	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	2	1	0	0	公允价值变动	7	10	7	5
无形资产	49	46	44	42	投资收益	23	13	11	12
长期股权投资	14	14	14	14	营业利润	138	173	212	258
其他非流动资产	88	88	88	88	加:营业外收入	2	2	3	4
非流动资产合计	542	513	486	461	减:营业外支出	0	0	1	2
资产总计	1,982	2,078	2,172	2,281	利润总额	140	175	214	260
流动负债:					所得税费用	24	30	36	43
短期借款	0	0	0	0	净利润	116	145	178	217
应付账款、票据	22	44	47	47	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	53	53	53	53	归母净利润	116	145	178	217
流动负债合计	106	129	134	135					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	41	41	41	41	营业收入增长率	-5.7%	16.9%	19.7%	14.7%
非流动负债合计	41	41	41	41	归母净利润增长率	-24.4%	25.2%	22.5%	21.8%
负债合计	147	170	175	176	盈利能力				
所有者权益					毛利率	29.4%	29.3%	30.3%	31.3%
股本	428	428	428	428	四项费用/营收	17.6%	15.1%	15.0%	14.8%
股东权益	1,835	1,908	1,997	2,105	净利率	12.0%	12.9%	13.2%	14.0%
负债和所有者权益	1,982	2,078	2,172	2,281	ROE	6.3%	7.6%	8.9%	10.3%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	7.4%	8.2%	8.1%	7.7%
净利润	116	145	178	217	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
折旧摊销	28	28	27	25	应收账款周转率	218.7	365.0	304.2	304.2
公允价值变动	7	10	7	5	存货周转率	2.0	3.0	3.5	4.1
营运资金变动	-155	336	-8	6	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-4	520	203	252	EPS	0.27	0.34	0.42	0.51
投资活动现金净流量	8	116	4	13	P/E	40.8	32.5	26.6	21.8
筹资活动现金净流量	524	-73	-89	-109	P/S	4.9	4.2	3.5	3.1
现金流量净额	527	563	119	157	P/B	2.6	2.5	2.4	2.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。