

有友食品（603697.SH）

主动创新寻求新增长，业绩成长拐点可期

2025 年 03 月 04 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

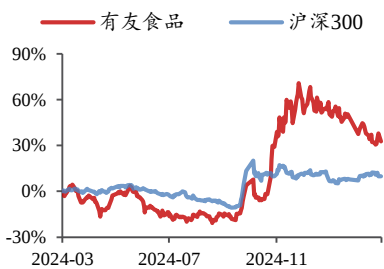
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2025/3/3
当前股价(元)	8.79
一年最高最低(元)	11.76/5.33
总市值(亿元)	37.59
流通市值(亿元)	37.59
总股本(亿股)	4.28
流通股本(亿股)	4.28
近 3 个月换手率(%)	97.06

股价走势图



数据来源：聚源

● 主动创新打造新增长点，业绩成长拐点可期，首次覆盖给予“增持”评级

公司以泡椒凤爪为核心主业，保障发展基本盘，2024 年主动变革创新寻求新增长点，在新产品和新渠道开拓上取得较好成效，并持续推进全国化扩张，业绩成长拐点可期。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 1.5 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元，分别同比+26.8%、+30.6%、+21.1%，EPS 分别为 0.34、0.45、0.54 元，当前股价对应 PE 分别为 25.5、19.5、16.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 泡椒凤爪市场规模较大，行业集群式特征明显，未来成长空间较大

我国泡椒凤爪发展时间较早，2023 年行业销售额规模已超 200 亿元。目前行业区域特征显著，大部分公司集中在川渝地区，有友食品作为行业龙头品牌销售规模已达 10 亿元级别，竞争优势明显，其他竞品主要以中小型企业 and 家庭式作坊为主。未来泡椒凤爪市场具备较大成长空间，一方面随着产品向休闲化发展，年轻消费群体将持续扩容，另一方面新产品、新兴渠道将为行业带来更多增量空间。

● 泡椒凤爪主业企稳增长，新品打造第二增长曲线

过去公司以泡椒凤爪为核心基本盘，但由于创新不足以及原材料涨价等因素，导致业绩增长有所停滞。2024 年公司主动创新寻求新增长，一方面围绕泡椒凤爪持续开拓新口味产品，销量实现企稳增长，同时成本回落后将提升盈利水平；另一方面公司积极创新其他新品，Q3 在山姆渠道上市了脱骨鸭掌新品，取得了较好销售规模，带动其他业务收入实现高增，未来有望成为第二增长曲线产品。公司目前主营业务增长稳健，并已研发储备多款新品，未来业绩成长拐点可期。

● 以传统市场为基本盘，积极拥抱新渠道发展，稳步推进全国化扩张

公司在传统渠道和核心市场优势较好，2024 年加速推进新渠道和新市场发展。在渠道端，公司以商超和经销为基础，线下积极拥抱会员制商超以及零食量贩渠道，线上重视新兴内容电商平台销售。在市场端，以西南为核心市场，并将华东打造为重点战略区域，未来将加大开拓华南、华中等区域，推进全国化步伐。

● 风险提示：原料涨价风险、食品安全风险、新业务拓展和宏观经济不及等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,024	966	1,177	1,489	1,734
YOY(%)	-16.0	-5.7	21.8	26.5	16.5
归母净利润(百万元)	154	116	147	192	233
YOY(%)	-30.1	-24.4	26.8	30.6	21.1
毛利率(%)	31.2	29.4	30.2	31.0	31.5
净利率(%)	15.0	12.0	12.5	12.9	13.4
ROE(%)	8.3	6.3	7.9	10.0	11.8
EPS(摊薄/元)	0.36	0.27	0.34	0.45	0.54
P/E(倍)	24.5	32.4	25.5	19.5	16.1
P/B(倍)	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 有友食品：泡椒凤爪龙头企业，经营发展稳步前行.....	5
1.1、 历史：深耕泡椒凤爪二十余载，创新发展增长可期.....	5
1.2、 管理：股权结构集中，管理层稳定.....	5
1.3、 业务：泡椒凤爪为核心主业，西南、华东区域销售较好.....	6
1.4、 财务：历史业绩有所波动，原材料成本影响盈利水平.....	8
2、 行业：泡椒凤爪市场稳步增长，市场开拓空间较大.....	9
2.1、 市场发展：泡椒凤爪市场需求较大，有望进入量增价稳阶段.....	9
2.2、 行业格局：区域特色属性较强，竞争格局较为分散.....	11
2.3、 未来趋势：消费群体快速扩容，新产品、新渠道带来成长空间.....	12
3、 公司：积极拥抱新业务发展，主动开辟新增长曲线.....	15
3.1、 产品：泡椒凤爪保障基本盘，新品打造第二增长曲线.....	16
3.1.1、 泡椒凤爪：创新开拓带动销量增长，成本回落释放盈利弹性.....	16
3.1.2、 其他产品：持续推进产品创新，新品脱骨鸭掌将成为重要增长点.....	19
3.2、 渠道：积极拥抱新兴渠道，线上线下成长潜力充足.....	20
3.3、 市场：从川渝走向全国，持续开拓新增长区域.....	23
3.4、 营销：增加新渠道费用投入，提升品牌影响力和曝光度.....	25
3.5、 产能：募投项目提升产能，保障未来长期发展.....	26
4、 盈利预测与投资建议.....	27
5、 风险提示.....	29
附：财务预测摘要.....	30

图表目录

图 1： 公司专注生产泡椒凤爪已有三十余年.....	5
图 2： 公司股权结构集中.....	6
图 3： 2023 年公司产品结构以泡椒凤爪为主.....	7
图 4： 公司泡椒凤爪主营业务保持稳步发展.....	7
图 5： 2023 年公司其他食品营收占比提升至 25.3%.....	7
图 6： 西南、华东为公司两大主要市场.....	8
图 7： 2023 年西南、华东两大市场合计营收占比超 80%.....	8
图 8： 2024 年 Q1-3 公司营收同比增长 16.8%.....	8
图 9： 2024 年 Q1-3 公司归母净利润同比增长 14.3%.....	8
图 10： 2023 年原材料采购占营业成本的 81.1%.....	9
图 11： 2018 年公司鸡爪原材料占原材料成本一半以上.....	9
图 12： 公司各项费用率相对较为平稳.....	9
图 13： 2024 年 Q1-3 毛利率和净利率分别为 30.06%和 13.67%.....	9
图 14： 2023 年我国熟食鸡爪市场规模预计达 522.9 亿元.....	10
图 15： 2023 年我国泡椒凤爪市场规模预计达 222.9 亿元.....	10
图 16： 2018-2022 年凤爪国内产量和进口量稳步提升.....	10
图 17： 近两年进口鸡爪数量有所下降.....	10
图 18： 2024 年进口鸡爪单价较 2023 年高点回落明显.....	11
图 19： 2024 年 1-4 月活鸡集贸市场价格有所回落.....	11

图 20: 我国泡椒凤爪市场主要集中在西南区域.....	11
图 21: 有友食品为泡椒凤爪行业龙头型公司.....	11
图 22: 鸡爪食品受到年轻消费群体青睐	13
图 23: 年轻消费群更愿意尝试多元化的休闲食品.....	13
图 24: 2023 年我国无骨鸡爪市场规模近 50 亿元.....	13
图 25: 无骨、多口味凤爪产品具备较大发展空间.....	13
图 26: 我国 MCN 市场规模预计将高速增长	14
图 27: 2025 年预计零食量贩市场有望超 1000 亿元.....	14
图 28: 我国会员制超市规模有望高速增长.....	14
图 29: 国内外企业加速布局会员制商超	14
图 30: 2024 年公司积极拥抱新业务发展	16
图 31: 公司泡椒凤爪生产工艺和标准严格, 保障产品品质.....	17
图 32: 2024 年 Q1-3 泡椒凤爪营收同比增长 9.3%.....	17
图 33: 泡椒凤爪占公司营收 70% 以上.....	17
图 34: 2016-2023 年泡椒凤爪销售量有所下滑	18
图 35: 2016-2023 年泡椒凤爪销售均价持续提升	18
图 36: 公司已形多种口味产品矩阵	18
图 37: 公司泡椒凤爪涵盖多种规格产品	19
图 38: 公司线上平台主要销售零食化产品.....	19
图 39: 2016-2023 年泡椒凤爪平均成本持续走高	19
图 40: 受原材料影响毛利率持续承压	19
图 41: 2016-2023 年非主营收 CAGR 为 3.1%.....	20
图 42: 猪皮晶产品表现相对较好	20
图 43: 2024 年 Q3 公司在山姆渠道推出脱骨鸭掌产品.....	20
图 44: 2024Q3 其他业务收入达到 0.7 亿元.....	20
图 45: 2024 年 Q1-3 公司线下营收同比增长 12.9%.....	22
图 46: 2024Q3 公司线下营收同比增长 23.3%	22
图 47: 2024 年 Q1-3 公司线上营收同比增长 263.5%.....	22
图 48: 2024 年 Q1-3 公司线上营收占比提升明显	22
图 49: 2024Q3 公司线上营收同比增长 400.8%	23
图 50: 2024Q3 公司线上营收营收占比提升至 6.0%	23
图 51: 2024 年 Q1-3 西南市场实现营收 4.1 亿元	24
图 52: 2024 年 Q3 西南市场营收同比增长 9.0%	24
图 53: 2016 年以来华东市场营收占比持续提升.....	24
图 54: 2024 年前三季度华东区域保持较好增速.....	24
图 55: 2024 年 Q3 华南市场同比增长 615.8%	25
图 56: 2024 年前三季度华中区域高速增长.....	25
图 57: 2016 年以来公司广告宣传推广费持续增加.....	25
图 58: 2023 年公司销售费用率相对较低	25
图 59: 公司在抖音平台发力线上销售	26
图 60: 公司通过达人直播带货提升品牌影响力.....	26
图 61: 2016-2023 年公司产量和销量基本持平	26
图 62: 2016-2023 年公司库存水平一直维持在低位	26
图 63: 2016-2018 年公司产能利用率较高	27
图 64: 新产能落地后, 预计 2023 年产能利用率为 34.5%	27

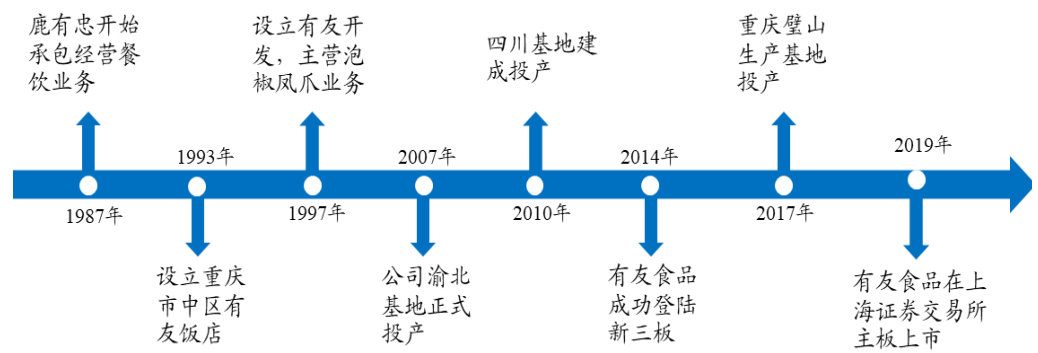
表 1： 公司核心管理层稳定	6
表 2： 公司竞争对手主要以中小型企业为主.....	12
表 3： 公司西南和华东为两大核心区域	23
表 4： 2019 年公司通过募投项目实施“有友食品产业园项目”	27
表 5： 收入拆分预测表	28
表 6： 可比公司估值：有友食品估值高于行业平均水平	29

1、有友食品：泡椒凤爪龙头企业，经营发展稳步前行

1.1、历史：深耕泡椒凤爪二十余载，创新发展增长可期

深耕泡椒凤爪多年，2024 年积极拥抱新变革，带动业绩快速增长。公司创始人兼董事长鹿有忠自上世纪 80 年代初即开始承包经营餐饮业务，在经营过程中，由于“泡椒凤爪”菜品广受消费者喜爱，鹿有忠遂逐步产生了以该菜品为主导进行食品生产与加工的发展思路，并于 1997 年设立有友开发，主要经营泡椒凤爪的生产、研发与销售。随着销售规模的扩大，公司于 2007 年在重庆市渝北区建成生产基地，2010 年在四川建成生产基地，在西南区域建立了较强竞争优势。经过多年发展公司实现业绩快速增长，成为泡椒凤爪行业龙头企业，2014 年成功在新三板上市。2017 年公司建成重庆璧山生产基地，生产规模进一步扩大，2018 年公司营收规模突破 10 亿元，2019 年成功在上海证券交易所上市，并用募集资金继续推进产能和销售扩张。2020-2022 年由于行业环境变化以及市场竞争加剧，公司业绩增长有所停滞，2024 年以来公司管理层通过创新和变革，积极拥抱新产品和新渠道，带动业绩重回较好增长。

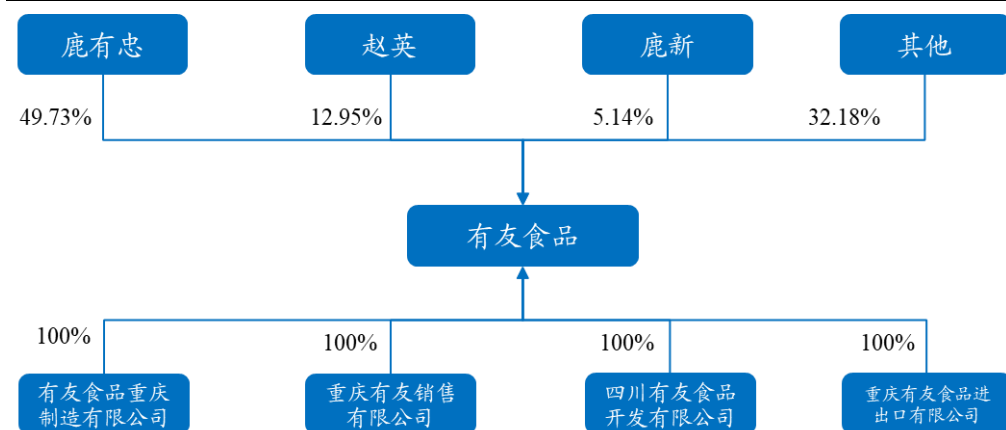
图1：公司专注生产泡椒凤爪已有三十余年



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、管理：股权结构集中，管理层稳定

公司股权结构集中且较为稳定，有利于中长期稳定发展。公司董事长鹿有忠及其妻女，三者合计共持有公司股份的 67.82%，其中董事长鹿有忠持有公司股份的 49.73%，妻子赵英和女儿鹿新分别持有公司股份的 12.95%和 5.14%。公司股权结构集中且较为稳定，董事长对公司有较强的管理经营权，有效保障公司中长期的稳定发展。

图2：公司股权结构集中


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至 2024 年三季报）

核心管理层稳定，具备多年行业发展经验。公司主要管理团队均具有餐饮和食品行业从业经验，董事长鹿有忠于上世纪 80 年代进入餐饮行业，90 年代起生产泡椒凤爪，对行业发展以及产业趋势有深入理解和研究。公司副总经理于 2005 年进入公司，主管生产、研发多年。公司其他核心管理人员均有丰富的从业经验，且大多任职时间较久。

表1：公司核心管理层稳定

姓名	职务	履历
鹿有忠	董事长，总经理	1994 年-2005 年任有友饮食经理，1997 年-2008 年任有友开发董事长，总经理，2007 年创立有友实业。现任公司董事长，总经理。
李学辉	副总经理，董事	2005 年-2007 年任重庆有友食品开发有限公司生产部副部长，2007 年起历任有友实业生产部部长，副总工程师。现任公司董事，副总经理，总工程师。
鹿游	副总经理	2009 年-2013 年任职于有友食品股份有限公司研发部助理；2015 年-2018 年任职于有友食品股份有限公司研发部；2019 年至今，任职于有友食品股份有限公司，现任副总经理。
崔海彬	财务总监，代董事会秘书	曾任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；2015 年 5 月加入有友食品。现任公司董事，财务总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、业务：泡椒凤爪为核心主业，西南、华东区域销售较好

泡椒凤爪为公司核心业务，其他食品占比较低。公司产品主要以泡卤风味休闲食品为主，产品包括泡椒凤爪、猪皮晶、鸡翅、豆干、花生、竹笋等。分品类看，泡椒凤爪为公司核心主业务，贡献公司大部分营收，2023 年营收占比达 74.8%，主要口味包括泡椒味、香辣味、山椒味等，产品规格以袋装为主，包括 180g、100g、80g 等。猪皮晶为公司 2020 年重点推广产品，2023 年已发展为公司第二大单品，营收占比达 8.11%。其他产品包括竹笋、豆干、花生、鸡翅等，2023 年合计营收占比达 17.1%，其中竹笋和鸡翅占比最大，分别为 5.6%和 4.0%。

图3：2023 年公司产品结构以泡椒凤爪为主

泡椒凤爪系列
2023年营收占比
74.75%



泡椒凤爪双味（山椒味·醋椒味）



鸡脚筋



山椒泡凤爪



香辣泡凤爪

猪皮晶系列
2023年营收占比
8.11%



猪皮晶香辣味



猪皮晶山椒味

其他食品
2023年营收占比
17.14%



竹笋
2023年营收占比5.58%



豆干
2023年营收占比2.59%



花生
2023年营收占比1.60%

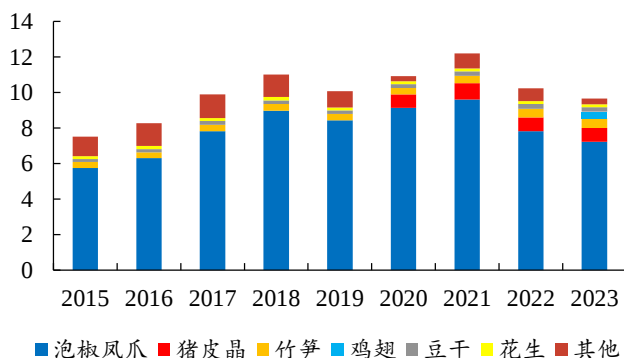


鸡翅
2023年营收占比4.01%

资料来源：公司官网、开源证券研究所

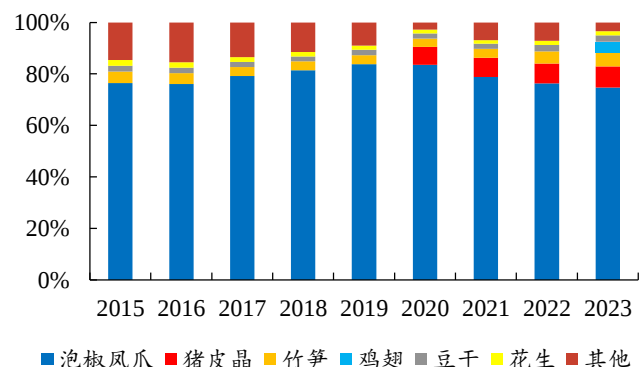
泡椒凤爪保持稳步发展，其他食品占比有所提升。分业务发展情况看，泡椒凤爪作为公司主营业务，2015 年以来营收占比基本保持在 70%以上，2015-2021 年泡椒凤爪收入从 5.8 亿元增长至 9.6 亿元，CAGR 达 8.9%，2022-2023 年受宏观经济影响，收入有所下滑。除泡椒凤爪以外的其他食品近年来收入占比保持稳步提升，主要系猪皮晶、鸡翅等新产品推出后贡献较好收入增量，2023 年其他食品合计营收占比提升至 25.3%。

图4：公司泡椒凤爪主营业务保持稳步发展



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年公司其他食品营收占比提升至 25.3%

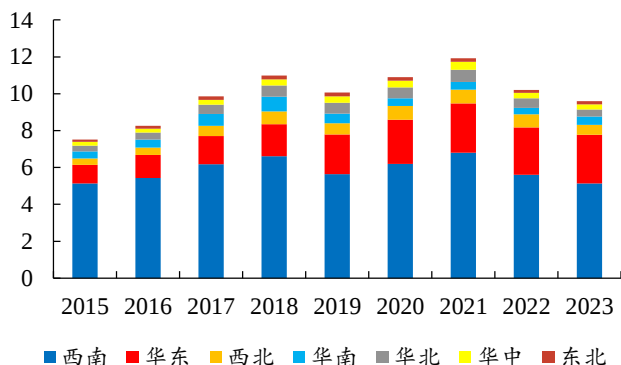


数据来源：Wind、开源证券研究所

西南为公司核心市场，华东为第二增长区域，其他市场稳步发展。公司起家于西南市场，并在当地深耕多年，建立了良好的品牌形象和产品口碑，目前是公司重要的收入和利润来源区域，2023 年营收占比达 53.1%。同时，公司持续推进其他区域扩张，华东市场已开拓为公司第二大市场，近年来保持较快发展趋势，2015-2023 年收入 CAGR 达 12.8%，收入占比从 13.4%提升至 27.4%。其他市场包括西北、华南、

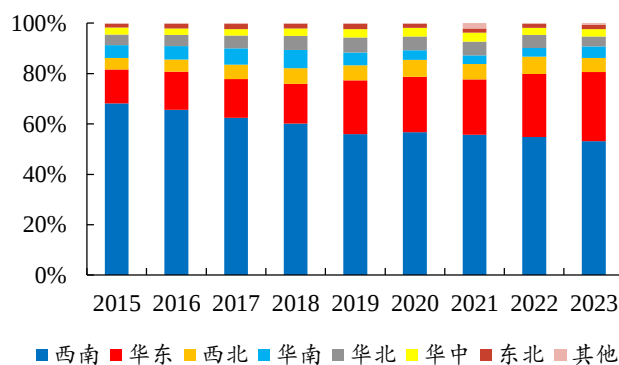
华北、华中、东北等，合计占比在 20% 左右，未来公司将持续推进全国化布局。

图6：西南、华东为公司两大主要市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年西南、华东两大市场合计营收占比超 80%

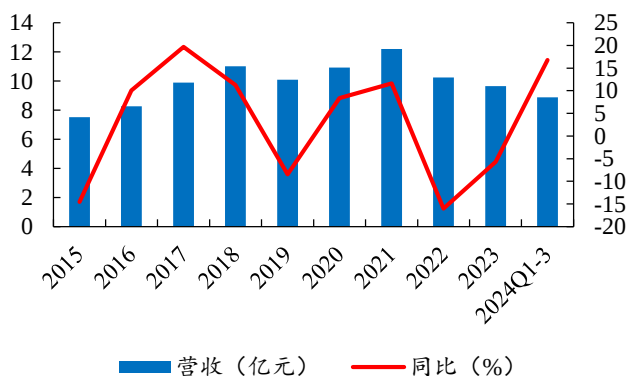


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、财务：历史业绩有所波动，原材料成本影响盈利水平

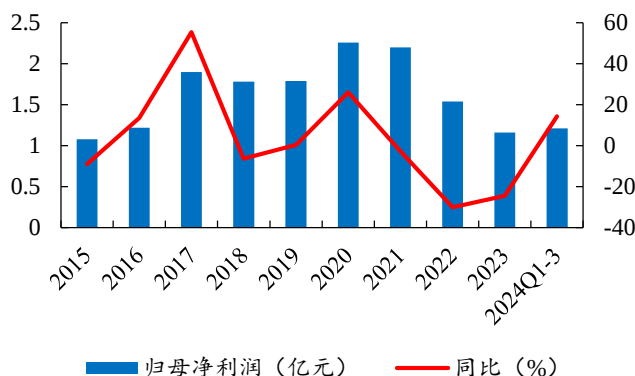
历史业绩有所波动,2024 年积极开拓创新,带动业绩实现较好增长。2015 年-2021 年公司业绩实现稳步增长,营收规模从 2015 年的 7.5 亿元增长至 2021 年的 12.2 亿元,CAGR 达 8.4%,归母净利润从 1.1 亿元增长至 2.2 亿元,CAGR 达 12.6%。2022-2023 年由于宏观经济影响、消费需求下滑、市场竞争加剧等因素影响,收入和利润有所下滑。2024 年公司主动调整经营策略,积极开拓新产品和新渠道,带动业绩增速改善明显,2024 年 Q1-3 公司收入同比增长 16.8%,归母净利润同比增长 14.3%。未来随着新产品和新渠道持续贡献新增量,预计公司业绩有望开启新一轮增长。

图8：2024 年 Q1-3 公司营收同比增长 16.8%



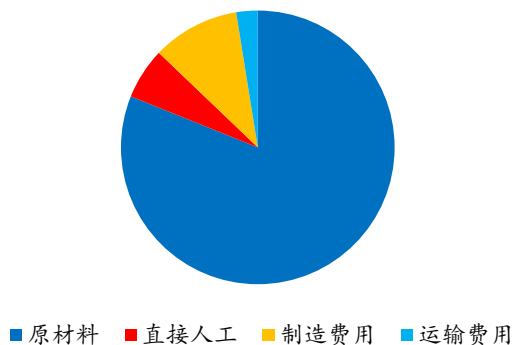
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024 年 Q1-3 公司归母净利润同比增长 14.3%

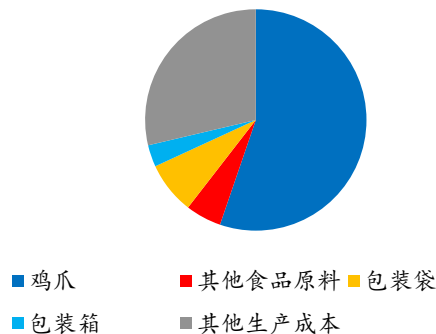


数据来源：Wind、开源证券研究所

原材料为公司重要生产要素，其中鸡爪对主营成本有较大影响。公司经营生产成本中，原材料为公司最重要的生产要素之一，2023 年原材料采购占营业成本的 81.1%，其他直接人工、制造费用、运输费用等合计占比仅为 18.9%。从公司生产经营所需原材料结构来看，鸡爪原材料采购额占比过半，对公司主营成本具有重大影响；其他原材料包括火鸡翅、黄豆/豆粕、花生、竹笋等占比为 5% 左右；其他包装材料（袋、箱等）占比为 10% 左右。

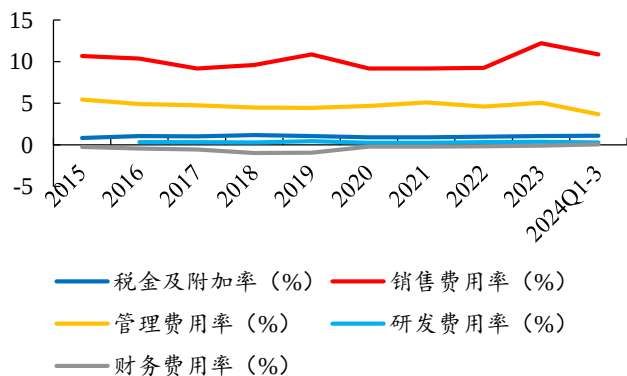
图10：2023 年原材料采购占营业成本的 81.1%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

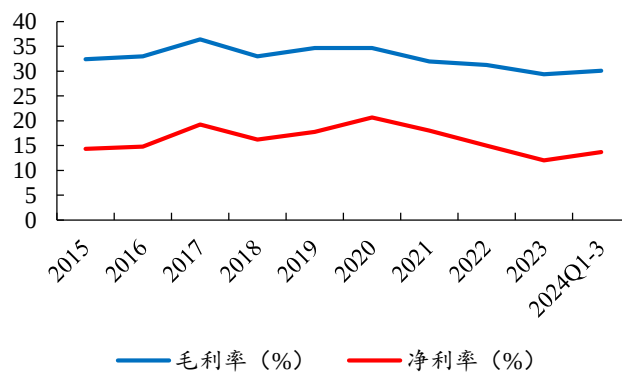
图11：2018 年公司鸡爪原材料占原材料成本一半以上


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

原材料成本影响盈利水平，其他费用率相对平稳。2015-2020 年公司毛利率和净利率相对稳定，毛利率保持在 33-36%左右，净利率稳定在 15-20%左右。2020 年以来公司毛利率和净利率有所下滑，主要系原材料鸡爪价格近年来持续走高，导致公司生产成本提升，影响毛利率水平。其他费用率基本保持平稳，净利率下滑主要受毛利率影响。2023 年公司毛利率和净利率分别为 29.37%和 12.02%。当前公司原材料鸡爪采购价格仍处于高位，预计未来随着原材料价格下降以及成本结构改善，盈利能力有望逐步提升。

图12：公司各项费用率相对较为平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2024 年 Q1-3 毛利率和净利率分别为 30.06%和 13.67%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：泡椒凤爪市场稳步增长，市场开拓空间较大

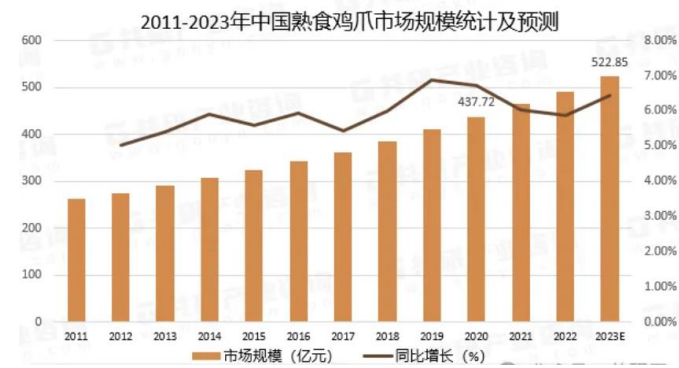
2.1、市场发展：泡椒凤爪市场需求较大，有望进入量增价稳阶段

熟食凤爪食品深受大众消费者青睐，预计 2023 年市场规模超 500 亿元。熟食凤爪食品发展时间较早，其作为休闲、即食、多口味类型的产品，深受大众消费群体青睐。近年来随着经济增长和城镇化率提升，居民消费能力和消费理念持续升级，对熟食鸡爪食品需求快速增长，2020 年我国熟食鸡爪市场规模已达 437.72 亿元，预计 2023 年市场规模将达到 522.85 亿元。

泡椒凤爪从西南走向全国，消费群体持续扩容，市场规模超 200 亿元。泡椒凤

爪作为熟食鸡爪市场中的重要产品，其发源于成都平原，早期属于当地特色的民间美食，后逐渐流行于川渝地区，近年来通过川渝地区企业的产业化运营走向全国，闻名于中国的大江南北。从产品特性上，泡椒凤爪具有酸辣爽口、皮韧肉香的特点，同时作为休闲食品，消费人群数量和复购频次持续增加。2011 年以来泡椒凤爪市场规模持续扩容，2020 年规模增长至 187.9 亿元，2023 年预计规模达到 222.9 亿元，年均复合增速达 5.9%，预计未来仍将保持稳步增长趋势。

图14：2023 年我国熟食鸡爪市场规模预计达 522.9 亿元



数据来源：共研产业咨询

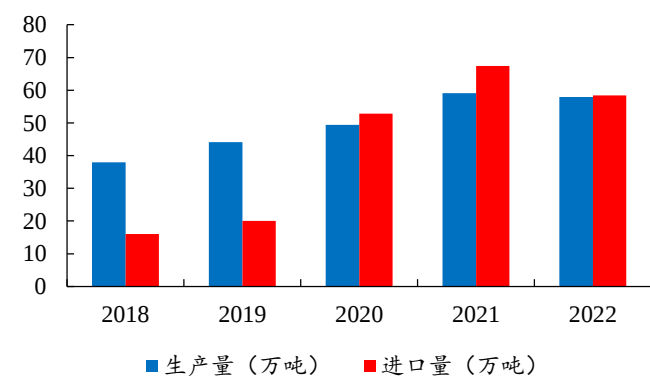
图15：2023 年我国泡椒凤爪市场规模预计达 222.9 亿元



数据来源：共研产业咨询

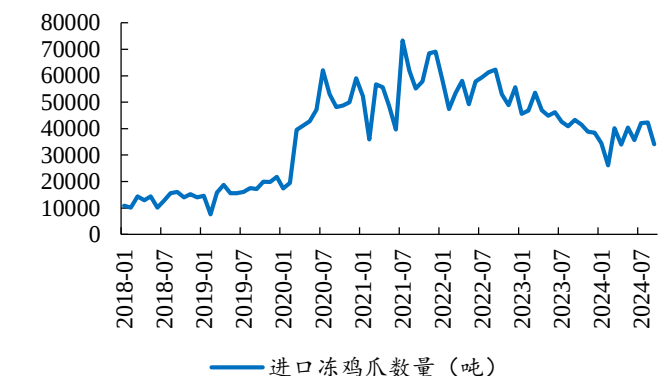
我国凤爪市场主要依靠国内生产和国外进口。2018 年我国凤爪生产量和进口量分别为 38.0 万吨和 16.1 万吨，占总量比例分别为 70.3%和 29.7%。随着凤爪需求量快速增加，国内生产量无法满足需求量，带动进口凤爪数量快速提升，2021 年进口凤爪数量达到峰值 67.39 万吨，同期生产量为 59.1 万吨。2022-2024 年受国际环境影响，进口鸡爪数量有所下降。未来随着国内产量增加，以及国际环境改善，预计凤爪数量仍将持续增加。

图16：2018-2022 年凤爪国内产量和进口量稳步提升



数据来源：观潮新消费、开源证券研究所

图17：近两年进口鸡爪数量有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

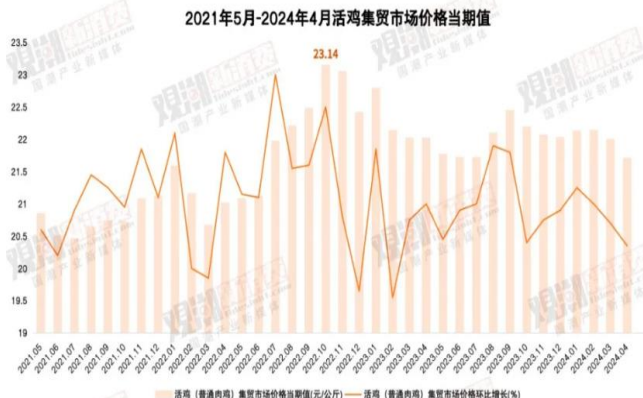
凤爪价格存在波动性，2024 年国内和国际均价环比有所下降。2021 年及以前国内和进口凤爪价格相对较低，一方面国内活鸡供给充足，活鸡价格相对较低，另一方面进口鸡爪贸易受限制较少，2018-2020 年进口凤爪平均单价基本稳定在 2-3 美元/千克。2021-2023 年由于国内活鸡价格提升以及国际环境变化，国内和进口凤爪价格呈现波动上行趋势，其中国内活鸡价格从 2021 年的 20 元左右提升至 2022 年的 23 元左右，进口鸡爪价格从 2021 年年初的 2.6 美元/千克持续提升至 2023 年 6 月的 4.7 美元/千克，价格涨幅接近翻倍。2024 年随着供需关系改善以及大环境好转，国内和进口凤爪价格开始从高点回落，预计未来整体凤爪价格有望逐步恢复至正常水平。

图18：2024 年进口鸡爪单价较 2023 年高点回落明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2024 年 1-4 月活鸡集贸市场价格有所回落



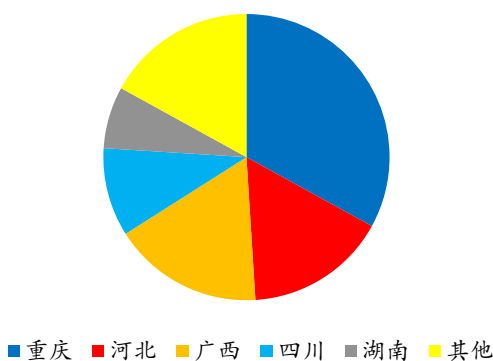
数据来源：观潮新消费

2.2、行业格局：区域特色属性较强，竞争格局较为分散

泡椒凤爪具有较强的地方特色，主要集中在川渝地区。由于泡椒凤爪具口味偏辣，特色美食属性较强，其大部分市场主要集中在西南地区，其中重庆市场占比达 33%左右，其次河北、广西、四川、湖南也有较多分布，市场占比分别为 16%、17%、10%、7%。

从竞争格局上看，行业竞争格局相对较为分散，仍有大量中小生产企业。我国生产泡椒凤爪相关的企业数量达 600 多家，但行业市场集中度相对较低，规模较大的仅有有友食品、奇爽、辣媳妇、曾巧、乐棒棒、永健等。目前有友食品为泡椒凤爪行业的龙头型企业，收入规模保持在 10 亿元左右；其次为一些中小型企业，包括奇爽、曾巧、辣媳妇等营收在 1-5 亿元左右；剩余企业主要为区域型工厂和作坊式凤爪企业，大部分规模小、技术弱，仅在当地市场有一定竞争优势。

图20：我国泡椒凤爪市场主要集中在西南区域



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图21：有友食品为泡椒凤爪行业龙头型公司



资料来源：中国凤爪行业发展深度调研与未来投资研究报告（2023-2030年）

数据来源：观研报告网

表2：公司竞争对手主要以中小型企业为主

品牌	品牌	主要销售区域	销售规模
奇爽实业	休闲豆制品加工企业	奇爽、乐棒棒	成立于 2003 年，是一家以休闲豆制品、肉制品、蔬菜制品的研发、加工、销售为一体的综合性休闲食品加工企业 重庆奇爽在国内 30 多个省、自治区、直辖市建立了完善的营销网络，组建 32 个驻外办事处。
曾巧食品	休闲食品企业	乖媳妇	成立于 2003 年，主要生产肉制品、水产品、豆制品、蔬菜制品等休闲食品 全国八个销售大区及办事处，拥有经销商 200 余名，10,000 余名分销商、批发商及零售终端客户，销售网络覆盖全国三十余个省、直辖市
辣媳妇食品	休闲食品企业	辣媳妇山椒凤爪	成立于 2001 年，是一家生产肉制品、豆制品、蔬菜制品、蛋制品等产品的食品企业。 销售网点覆盖了国内三十多个省市、自治区
永健食品	综合性食品生产企业	永健	成立于 1998 年，产品主要包括以泡椒凤爪、泡椒花生、泡椒笋尖、泡椒野菜等为代表的泡椒系列产品等 在全国各省、自治区、直辖市及主要的城市均建立了专业的营销团队和完善的通路网络
品品食品	休闲食品企业	“逗嘴”泡椒凤爪	成立于 2001 年，是一家专业致力于研发、生产、销售肉类休闲食品的企业，牛板筋、泡椒凤爪销售较好 已成立了华中、华南、西南、华北、西北、京津、华东七大区域销售中心，形成了较为完善的销售网络

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3、未来趋势：消费群体快速扩容，新产品、新渠道带来成长空间

从未来发展趋势来看，泡椒凤爪行业仍具备较大成长和发展空间，一是泡椒凤爪作为特色即食休闲食品，年轻化、休闲化的产品定位有望受到更多消费群体的青睐；二是泡椒凤爪目前仍处于产品结构升级阶段，新的无骨凤爪、多口味凤爪市场空间广阔；三是过去泡椒凤爪销售渠道相对较为传统，当前新兴电商平台、线下零食量贩、会员制商超等新渠道将给行业发展带来更多的增量渠道。

发展趋势一：生活水平提升带动休闲食品需求增加，泡椒凤爪有望受到更多消费群体青睐。随着经济发展和居民生活水平提升，年轻消费群体对饮食的需求开始向享受型发展，对于休闲娱乐、新品尝鲜等需求持续增加，成为购买休闲食品的主要驱动力。凤爪食品作为近年来发展较快的休闲食品之一，其大部分消费者年龄在 25-44 岁之间，并主要居住在一二线城市，收入水平相对较好，同时女性消费群体占比相对更高。未来随着凤爪产品休闲化发展，行业有望受到更多年轻消费者青睐，驱动市场规模持续扩容。

图22：鸡爪食品受到年轻消费群体青睐

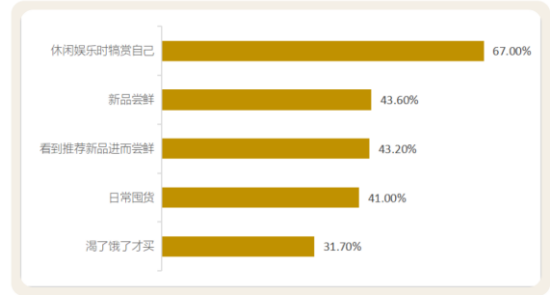


数据来源：行业魔方公众号

图23：年轻消费群更愿意尝试多元化的休闲食品

>>> 创新风味：借势地域美食风潮“东风”，风味更多元

调研显示，犒劳自己和猎奇尝试，是Z世代年轻人购买休闲零食的重要驱动力。

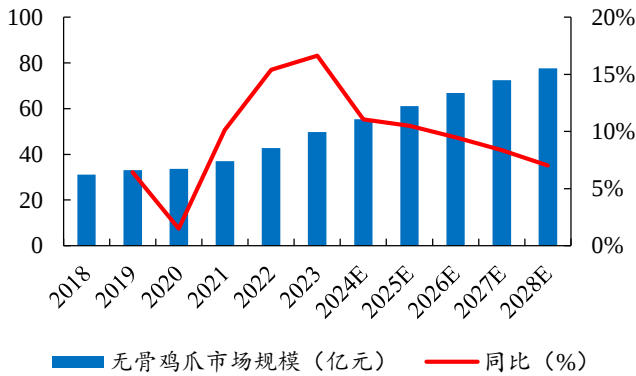


数据来源：时趣研究院

数据来源：时趣研究院

发展趋势二：产品结构仍在升级阶段，无骨凤爪、多口味凤爪具备较大发展空间。当前泡椒凤爪市场的痛点问题主要是单品雷同、口味相似、产品同质化严重等，导致行业内部竞争较为激烈。近年来相关品牌和企业逐渐意识到行业发展问题，开始打造不同风味和不同类型的产品，通过差异化和产品结构升级来撬动市场。在产品口味上，多家凤爪企业推出了泰式酸辣味、冬阴功味、藤椒味、老坛酸菜味等地域特色口味，深受广大消费者喜爱。在产品形态方面，有整只凤爪、去骨凤爪、碎切凤爪等可选，满足不同消费者的需求。以无骨凤爪为例，得益于食用便捷、口感独特等优势，市场规模从2018年的31.1亿元增长至2023年的49.8亿元，CAGR达9.9%。未来凤爪市场在多元化、多口味、多形态等方面仍有较大提升空间。

图24：2023年我国无骨鸡爪市场规模近50亿元



数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

图25：无骨、多口味凤爪产品具备较大发展空间



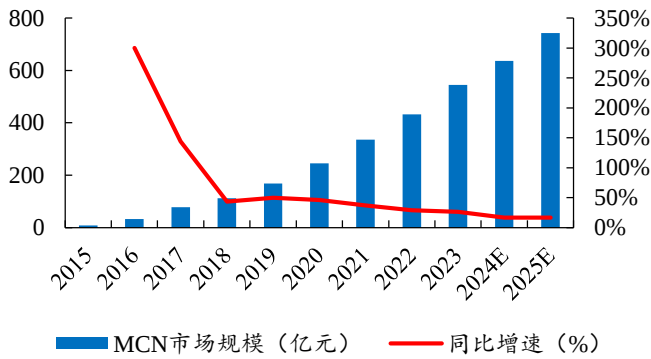
数据来源：艾媒数据中心

发展趋势三：泡椒凤爪过去以传统渠道模式为主，近几年直播电商、零食量贩、会员制商超等新渠道快速发展，给行业增长带来了新的发展方向。

直播电商：近年来我国MCN市场规模持续扩大，直播电商作为新兴网红经济正在快速崛起，2015年MCN市场仅为8亿元，2023年增长至545亿元，预计2025年将达到743亿元。过去凤爪食品企业主要通过天猫、京东等传统电商销售，直播电商的快速发展为企业销售开辟了新的路径。近几年头部凤爪食品企业也在陆续布局新兴电商平台，2024年有友食品已在抖音等新平台取得较好拓展进度。

零食量贩：随着零食量贩的出现，经济实惠的零食购物满足了消费者多元化的生活方式和口味偏好，其消费群体持续扩大，带动零食量贩门店数量和市场规模呈现出高速增长。2022 年零食量贩渠道规模约 407 亿元，门店数量超 1 万家，2025 年行业规模预计将超过 1000 亿元，CAGR 将达 27.3%，门店数量有望达到接近 3 万家。泡椒凤爪作为休闲食品，其过去在线下主要以传统商超和经销渠道为主，新的零食量贩渠道有望打开线下市场新的增长空间。

图26：我国 MCN 市场规模预计将高速增长



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

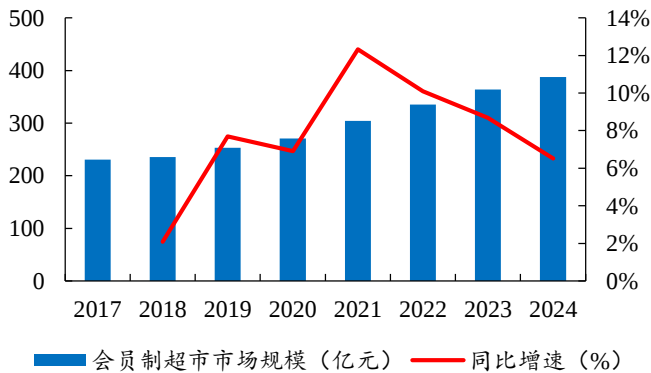
图27：2025 年预计零食量贩市场有望超 1000 亿元



数据来源：灼识咨询

会员制商超：通过高效供应和高质价比产品，逐步取代部分传统商超客流，行业保持快速发展趋势。会员制超市是一种在大型综合超市经营基础上，筛选大众化实用品，将仓库和卖场合二为一的零售业态。近年来受益于经济增长，会员制超市通过高供应效率以及高质价比产品吸引了大量消费群体，行业热度持续高涨，市场规模增长明显，2024 年预计会员制超市规模有望接近 400 亿元。同时，国内外企业都在争抢布局会员制超市，老玩家主要以国际品牌山姆、Costco 等为主，加速拓展门店，新入局者多以国内企业为主，数量持续增加，包括盒马、永辉、华联等。未来预计会员制超市企业数量仍将持续增加，并逐步替代部分传统商超市场和消费客群，给泡椒凤爪食品销售提供新的成长空间。

图28：我国会员制超市规模有望高速增长



数据来源：艾媒数据、开源证券研究所

图29：国内外企业加速布局会员制商超

品牌	区域	特色
COSTCO	聚焦华东华南	全球巨头、供应链
山姆会员店	布局全国	全球巨头、供应链
麦德龙PLUS	北京、成都等	改造大卖场
盒马会员店	北、上、苏	本土仓储会员店开创者
永辉仓储会员店	布局全国	更亲民的仓储会员店
FUDI仓储会员店	北京	生鲜加强型仓储会员店
北京华联仓储店	石家庄	下沉市场仓储会员店
北国仓储超市	开始布局全国	全球巨头、供应链

数据来源：共研产业咨询

3、公司：积极拥抱新业务发展，主动开辟新增长曲线

总结过去：2023年及以前以“守正”为主，创新发展相对较为保守。公司过去发展思路以“守正”为主，主要聚焦于主业务和核心市场发展，在行业内积累了较好的品牌和品质优势，得到消费者广泛认可。但由于行业的快速变迁，新品牌持续涌现加速行业竞争，同时叠加公司过去发展较为保守，在产品、营销、渠道、市场等方面未能在行业中保持较强竞争优势，导致公司过往业绩表现一般。

展望未来：2024年积极拥抱新产品和新渠道，开启成长新征程。面对行业快速发展，2024年公司核心管理层主动调整发展战略，一方面公司稳固核心基本盘，保持核心业务和市场的稳步发展；另一方面公司积极拥抱新产品和新渠道，通过多元化发展战略，提升整体竞争优势。我们认为公司未来有望通过新业务发展，开辟新增长曲线，业绩成长拐点可期。公司主要的调整和改变包括以下几个方面：

第一，以泡椒凤爪为核心，快速推进新品、新口味开发，满足多元化消费需求。公司在泡椒凤爪主业稳步发展的基础下，快速推进产品的创新和升级，一方面加快了新口味和新产品的创新和研发，例如脱骨鸭掌、猪皮晶等产品均取得较好成效；另一方面持续推进小包装产品的发展，通过零食化产品，满足年轻人休闲化的饮食需求。同时，随着凤爪原材料价格从高点回落，生产成本将进入下行趋势，预计公司泡椒凤爪主业务销售和盈利能力有望稳步提升。

第二，积极拥新渠道发展和开拓，线上、线下有望快速增长。公司在传统渠道的基础上，开始加速开拓线上线下新渠道。线上渠道中，公司主要以小红书、抖音等新兴平台为主，加大费用投入，做好品牌宣传推广。线下重点开拓会员制商超和零食量贩渠道，目前公司已在山姆会员渠道实现较好增量，并积极与头部零食品牌合作，预计未来新渠道将快速贡献销售增量。

第三，营销模式从传统走向创新，加大新平台品牌宣传。公司调整了营销推广策略，在传统营销基础上，逐步在线上新兴电商平台以及线下零售平台上加大消费费用投入，目前公司已通过直播电商、平台内容推广等宣传方式取得较好成效。未来公司将持续重视新兴平台的营销宣传，持续提升品牌影响力。

第四，加快全国市场扩张，以西南区域为核心，重点开拓华东、华南等区域。公司稳步推进西南大本营市场发展，保障业绩基本盘，并在华东区域加大投入，完成华东分公司建设，在人员组织架构和业务模式上进行扩充，带动华东区域保持快速增长，未来将是公司重要增长区域。2025年公司将延续全国市场拓展策略，计划逐步加大华南、华北等市场开拓。

图30：2024 年公司积极拥抱新业务发展

	2023年及以前	2024年及未来
产品	以泡椒凤爪为主业，其他新品开拓较慢，贡献营收较少	加速新产品、新口味创新，无骨鸭掌新品成效显著
渠道	线上以传统电商为主，线下以商超、经销、零售店为主	线上重点发展新兴内容电商，线下聚焦开拓会员制商超以及零食量贩渠道
市场	以西南区域为主，其他区域发展不及预期	西南保障基础盘，重点开拓华东、华南等经济发达区域，逐步推进全国化扩张
营销	以传统营销为主，主要通过媒体、交通枢纽投放广告	增加线上、线下新平台费用投放，通过达人直播、短视频营销等方式增加品牌曝光度

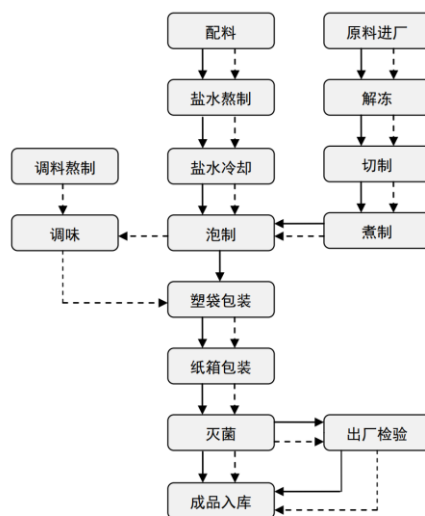
资料来源：开源证券研究所

3.1、产品：泡椒凤爪保障基本盘，新品打造第二增长曲线

3.1.1、泡椒凤爪：创新开拓带动销量增长，成本回落释放盈利弹性

公司于上世纪 90 年代开始泡椒凤爪的生产，产品品质保持行业领先。上世纪 90 年代随着泡制工艺发展，泡椒凤爪为代表的泡制食品开始在西南地区兴起。公司创始人鹿有忠基于消费者对于泡椒凤爪菜品的喜爱，于 1997 年开始进入食品生产与加工行业，主营泡椒凤爪的生产、研发及销售。经过多年的工艺发展，成功将“肉食品发酵、保鲜”等现代生物技术与传统的四川泡菜工艺相结合，优选复合乳酸菌种，人工控制发酵，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。在历史发展中，公司严格把控生产环节，从原材料采购、到泡制（卤制）加工、包装、杀菌均执行严格标准，保障了泡椒凤爪的生产品质，在行业内得到消费群体的广泛认可。

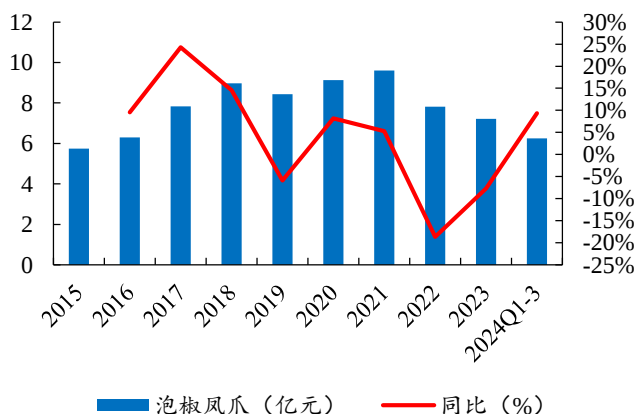
图31：公司泡椒凤爪生产工艺和标准严格，保障产品品质



资料来源：招股说明书

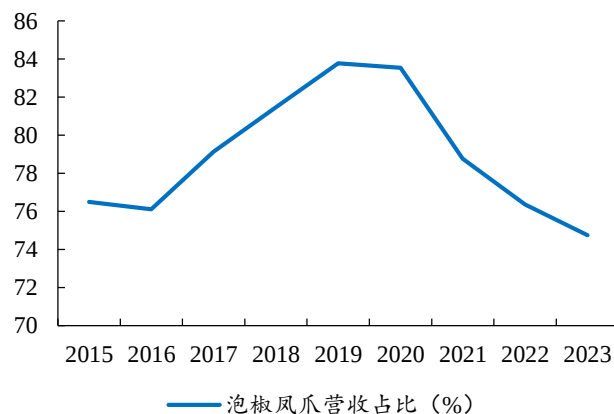
泡椒凤爪营收占比保持在 70%以上，主业保持平稳发展。2015-2021 年受益于经济增长以及消费需求较好，公司泡椒凤爪主营业务保持稳步发展趋势，收入规模从 5.8 亿元增长至 9.6 亿元，CAGR 达 8.9%，营收占比基本保持在 76-83%之间。2022 年由于国内外宏观环境发生变化，公司主动进行业务发展调控，以稳定发展为主，2022-2023 年泡椒凤爪主营业务销售有所下滑。2024 年公司调整经营发展战略，通过积极拥抱新产品和新渠道，带动泡椒凤爪主营业务企稳增长，2024 年前三季度实现营收 6.2 亿元，同比增长 9.3%。

图32：2024 年 Q1-3 泡椒凤爪营收同比增长 9.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

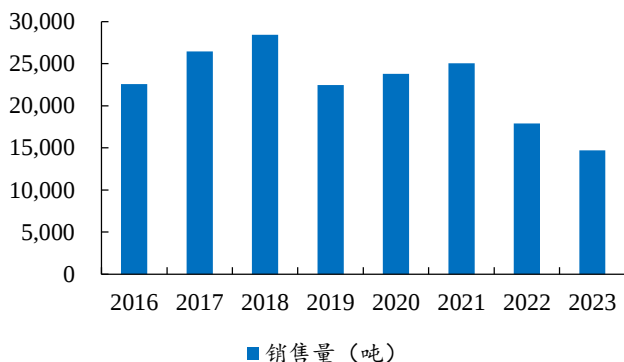
图33：泡椒凤爪占公司营收 70%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

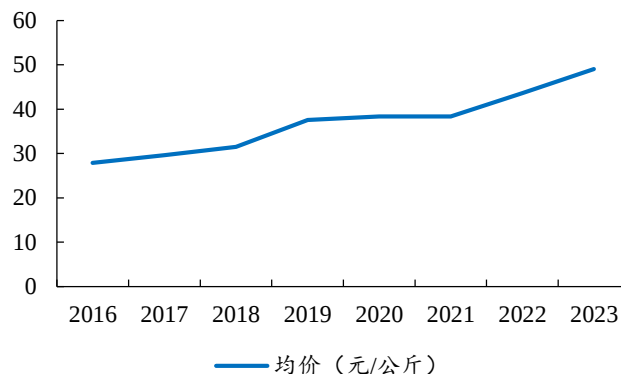
泡椒凤爪通过提价对冲原材料涨价，销量受价格和竞争影响有所下降。从量价拆分来看，2016 年以来由于原材料价格持续提升，公司主要通过提价对冲成本影响，泡椒凤爪价格呈现增长趋势，销售均价从 2016 年的 29.6 元/公斤增长至 2023 年的 49.0 元/公斤，年均提价幅度为 8.4%。同时，受到价格提升以及行业竞争加剧等因素影响，泡椒凤爪销量近年来呈现下滑趋势，2018 年销量峰值达到 2.8 万吨，2023 年销量已下降至 1.5 万吨，为历年来低点。

图34：2016-2023 年泡椒凤爪销售量有所下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2016-2023 年泡椒凤爪销售均价持续提升

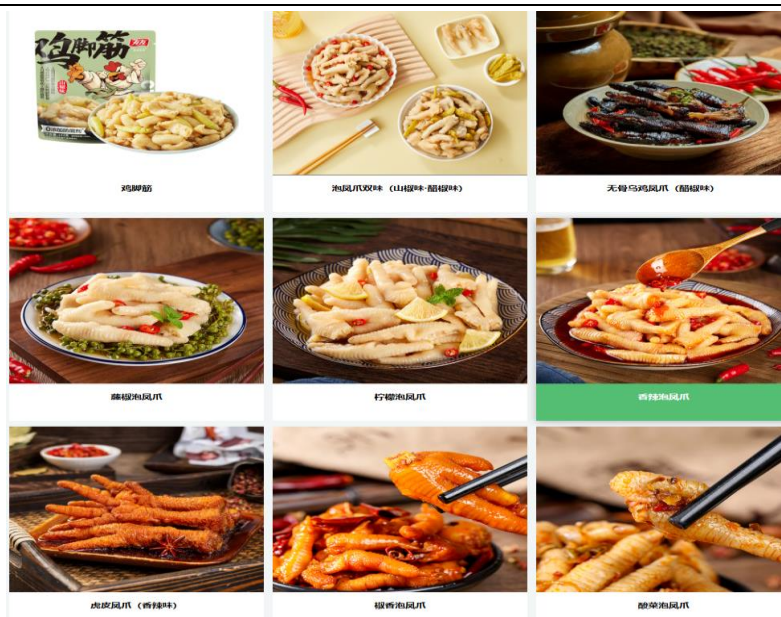


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

展望未来，受益于公司加速推出新口味凤爪产品，预计泡椒凤爪销量有望企稳增长，同时随着原材料价格逐步改善，生产成本回落后将带动盈利能力开始提升。

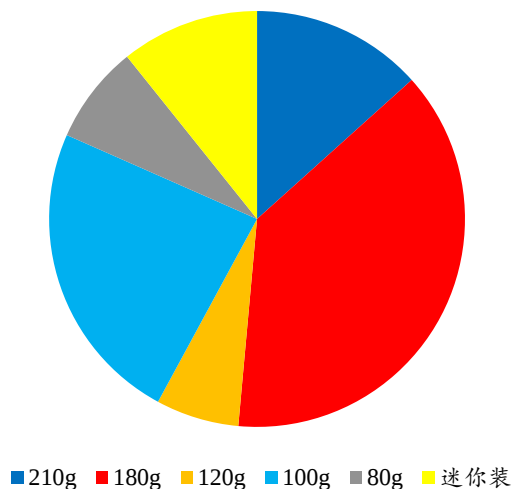
公司持续创新多口味和定量装的风爪产品，预计新品有望带动主业销量企稳增长。过去公司凤爪系列产品口味相对单一，主要以山椒味泡凤爪为主，同时产品规格相对较大，2018 年 100g 及以上规格的产品占泡椒凤爪业务营收的 70%以上。近年来公司持续推进产品的创新和升级，一方面在经典口味基础上，持续做新产品的创新和研发，2020 年上新柠檬、藤椒、香辣三种口味，2021 年上新无骨凤爪，2023 年推出了乌鸡凤爪，2024 年上新鸡脚筋，目前根据公司官网显示，在凤爪系列上公司已形成醋椒味、藤椒味、柠檬味、香辣味、虎皮凤爪、椒香味、酸菜味、山椒味 8 种口味矩阵；另一方面公司持续发力休闲零食化的消费场景，在线上、线下的新渠道中销售小规格的定量装产品，以天猫平台为例，28g、70g、98g 等规格的风爪销售较好，产品均价在 9-11 元左右，公司通过定量装产品可以更好的满足线上消费者对休闲化、零食化的需求。

图36：公司已形多种口味产品矩阵



资料来源：公司官网

图37：公司泡椒凤爪涵盖多种规格产品



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

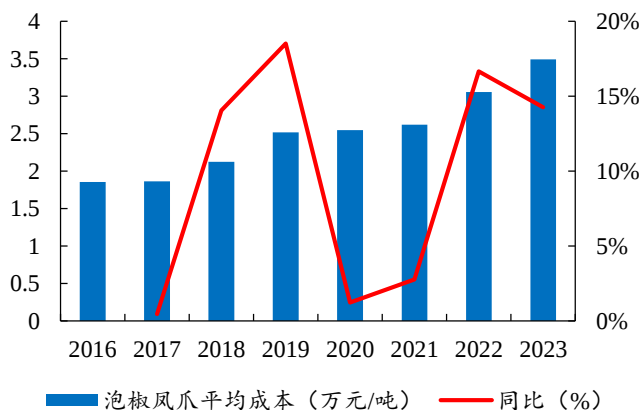
图38：公司线上平台主要销售零食化产品



数据来源：天猫旗舰店、开源证券研究所

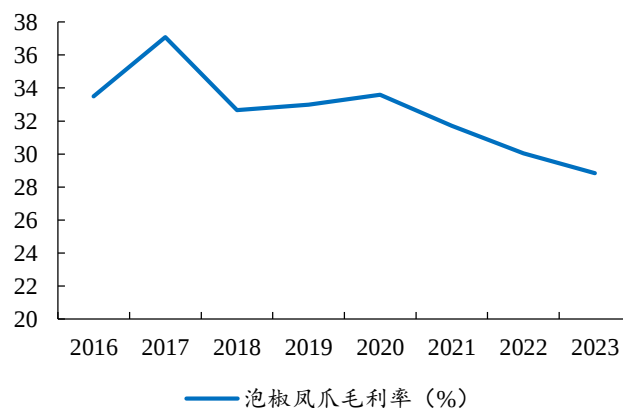
随着凤爪价格从高点回落，预计凤爪原材料成本将进入下行，带动盈利能力逐步提升。凤爪作为公司重要生产成本之一，2016年以来受原材料价格持续走高影响，泡椒凤爪平均成本持续提升，2016-2023年单吨成本CAGR达9.5%，导致毛利率水平持续承压。2024年鸡爪采购成本较此前高点有所回落，根据海关平台统计数据，2024年1-9月进口鸡爪均价同比下滑17.6%，随着公司高价库存消耗完后，新采购的低价原材料有望改善泡椒凤爪的盈利水平，释放利润弹性。

图39：2016-2023年泡椒凤爪平均成本持续走高



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图40：受原材料影响毛利率持续承压



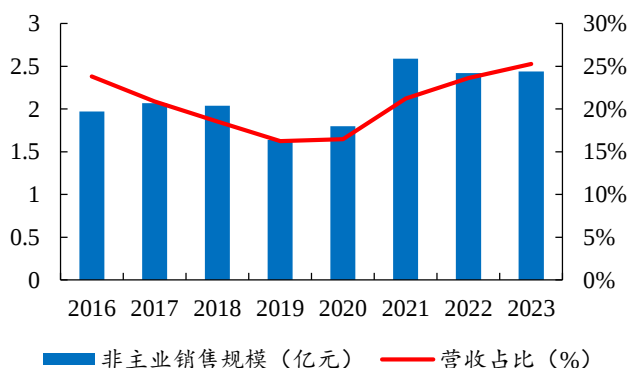
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、其他产品：持续推进产品创新，新品脱骨鸭掌将成为重要增长点

非主业产品发展平稳，猪皮晶表现相对较好。2016-2018年公司非主营业务主要以竹笋、豆干、花生、卤香火鸡翅等产品为主，收入规模保持在2亿元左右，发展基本相对平稳。2019年主要单品卤香火鸡翅由于中美贸易摩擦影响原材料供给，公司暂停了单品的生产和销售，导致2019年非主业销售下滑至1.6亿元。2020年公司重点推广猪皮晶产品，当年度猪皮晶实现收入0.8亿元，带动非主业规模提升。整体

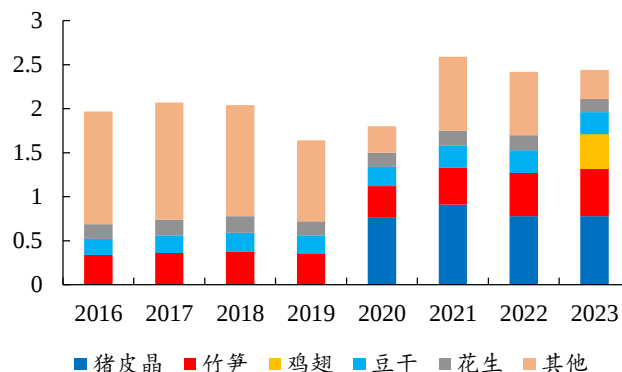
来看，2016-2023 年受益于新品推出以及老产品的稳定发展，非主业营收 CAGR 达 3.1%，2023 年营收占比达 25.3%。

图41：2016-2023 年非主业营收 CAGR 为 3.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：猪皮晶产品表现相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

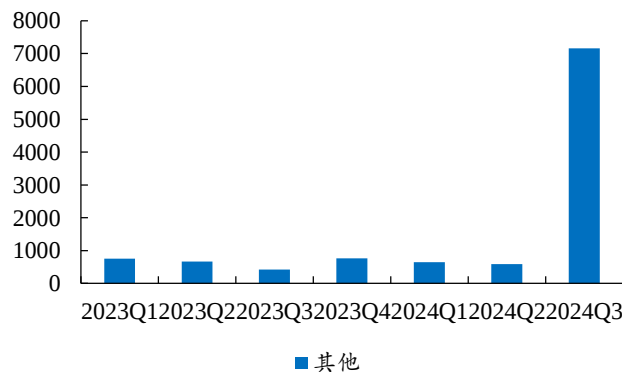
脱骨鸭掌新品初见成效，有望打造第二增长曲线。2024 年公司研发新品脱骨鸭掌，产品臻选优良鸭掌原料，通过精细去骨工艺保留皮、肉和脆筋，再经过传统泡制工艺，口味主打“酸辣爽脆”口感；同时产品符合绿色健康要求，具备 0 添加防腐剂和色素、乳酸菌发酵小米辣、较传统产品减盐 25% 以上等特点。公司新品于 2024 年 Q3 成功进入山姆渠道销售，并实现快速放量，带动其他业务收入实现快速增长，单 Q3 其他业务收入 0.7 亿元，预计新品后续仍有望保持高增趋势。

图43：2024 年 Q3 公司在山姆渠道推出脱骨鸭掌产品



资料来源：公司官网

图44：2024Q3 其他业务收入达到 0.7 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、渠道：积极拥抱新兴渠道，线上线下成长潜力充足

以传统渠道为基础，加速开拓新渠道发展，线上线下成效明显。过去公司采用线下经销为主，线上渠道为辅的销售模式，线下主要以现代零售渠道、传统零售渠道和特殊渠道等为主，占据大部分营收，线上以阿里、京东等传统电商为主，营收增速和占比较低，整体来看渠道结构相对传统。2024 年公司调整渠道销售模式，在传统渠道稳步发展的基础上，重视线上和线下新渠道的开拓，线下聚焦发展会员制商超以及零食量贩渠道，线上聚焦小红书、抖音等新兴内容电商平台，前三季度新渠道开拓进展显著，贡献公司主要的收入增量。未来随着公司战略调整，预计新渠道将带动公司收入保持高增趋势。

线下：会员制商超和零食量贩打造新增长曲线，传统商超保持稳步增长。

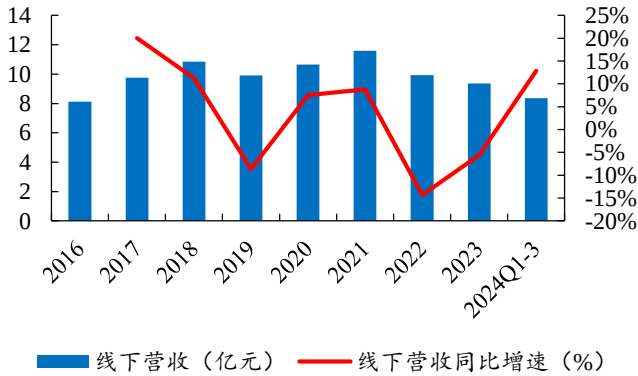
2023 年及以前线下渠道主要以商超和零售商店为主，发展增速放缓。公司线下渠道过去以经销模式为主，通过经销商覆盖传统渠道（食杂店、杂货店等）及现代流通渠道（连锁商超等），其中一线城市中主要依靠大型连锁超市等现代流通渠道，通常采取与超市直接签订进场协议或者通过区域内的经销商进驻卖场；三四线城市和乡镇农村则主要以传统流通渠道为主，如小型超市和食品零售店等。2016 年以来公司传统线下平台发展增速趋缓，2016-2023 年收入 CAGR2.1%。

2024 年公司积极拥抱线下渠道变革，快速开拓多元化渠道，打开成长新空间。近年来线下零售模式快速变迁，会员制商超、零食量贩门店快速崛起，传统商超纷纷开始模式调改，线下销售回归聚焦到产品力上，对于强品牌和强品类的头部产品更加青睐。2024 年公司及时调整发展战略，主动积极拥抱线下渠道变革，并凭借优秀的产品力和品牌力，快速开拓了多个线下新渠道，成功打开成长新空间。

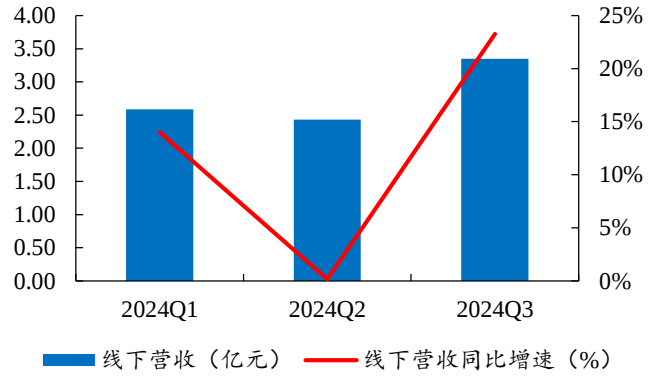
（1）会员制商超：山姆渠道取得较好成效，会员商超开拓潜力较大。近年来以山姆为代表会员制商超通过高性价比产品、高效供应链能力，实现门店和销售额的快速增长。2024 年公司与山姆达成合作，并在三季度上市脱骨鸭掌新品，产品实现快速放量增长。预计未来会员制商超渠道将给公司带来较大收入增长贡献，一方面公司在山姆渠道已储备多款新品，脱骨鸭掌成功经验有望复制到其他新品上，预计后续新品将持续贡献收入增量；另一方面进入山姆渠道将给公司带来较好的品牌和品质背书，有利于公司进一步开拓其他会员商超渠道，公司目前计划将陆续在盒马、Costco 等渠道上市新产品。

（2）零食专营渠道：逐步开始与头部品牌合作，推出零食渠道专供产品，有望打造新增长点。早期公司对于零食专营渠道开拓较为谨慎，一方面考虑零食渠道在前期快速开拓时，大量白牌产品进入后导致渠道利润空间较低；另一方担心零食渠道销售后，会影响公司传统渠道价盘的稳定性。2024 年随着零食专营渠道进入稳定发展阶段，行业价格竞争趋缓，门店对于产品的品质和品牌要求提升，公司逐步开始与头部零食品牌合作，推出高性价比的零食渠道专供产品，在保障品质的同时，在规格和包装上与传统渠道进行区隔，目前泡椒凤爪、猪皮晶、豆干等产品均已开始销售。预计 2025 年随着覆盖的零食门店和陈列 SKU 数量的增加，预计零食渠道将成为新的增长点。

（3）线下商超：传统商超开启调改，公司商超基础盘扎实，有望顺势享受渠道改革红利。在线上线下新零售业态不断涌现的背景下，传统商超市场份额被持续挤压，头部商超纷纷开始调改，积极尝试新商超模式，在商品结构、经营模式、购物体验、供应链建设、组织架构等多个方面进行改革，例如胖东来帮助步步高、永辉超市进行调改，华润万家、联华超市等开始自主调改。公司过去在传统商超中持续深耕，与全国大型商超均建立良好合作关系，同时消费者对于品牌和产品认可度较高，未来随着线下商超调改完成，公司有望与头部商超进一步加深合作关系，顺势享受渠道改革红利，商超渠道收入有望保持稳步增长。

图45：2024 年 Q1-3 公司线下营收同比增长 12.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

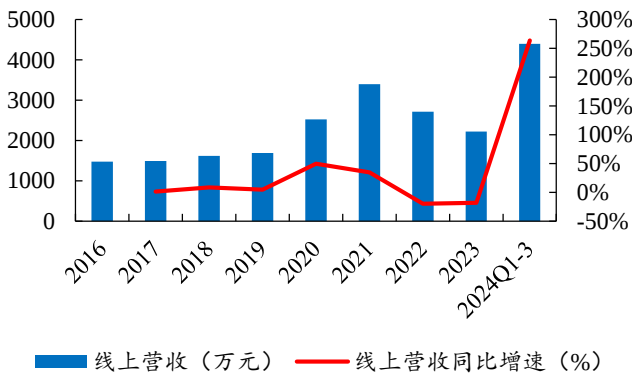
图46：2024Q3 公司线下营收同比增长 23.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

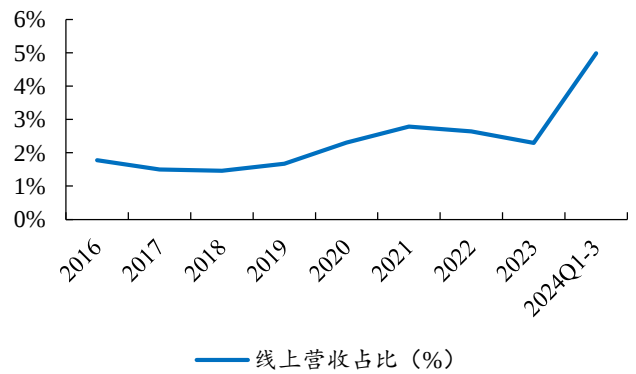
线上：传统电商平台增速平稳，新兴内容平台高速增长。

2023 年及以前公司主要以传统电商平台为主，收入增速和占比较低。2014 年公司天猫商城开设首家线上旗舰店，逐步加大电商平台的投入力度，并陆续在京东商城、苏宁易购巴巴等平台开设网上旗舰店。但由于电商投入和发展不及预期，导致线上营收增长一直较为缓慢，2016 年至 2023 年电商规模基本处于 2000-3000 万元左右，占总营收比例一直维持在 3% 以下。

2024 年调整线上渠道策略，重视内容电商平台销售，带动线上高速增长。2024 年公司加大重视小红书、抖音等新兴内容电商平台发展，通过自播、达人直播、广告营销等方式实现销量快速增长，2024 年前三季度线上收入同比增长 263%，营收占比提升至 5.0%。分季度数据来看，2024 年 Q1-3 线上营收同比增速分别为 73.0%、210.4%、400.8%，线上营收增速呈现逐季提升趋势。未来随着新兴内容电商平台的持续开拓，预计线上营收增速和占比仍将维持高增。

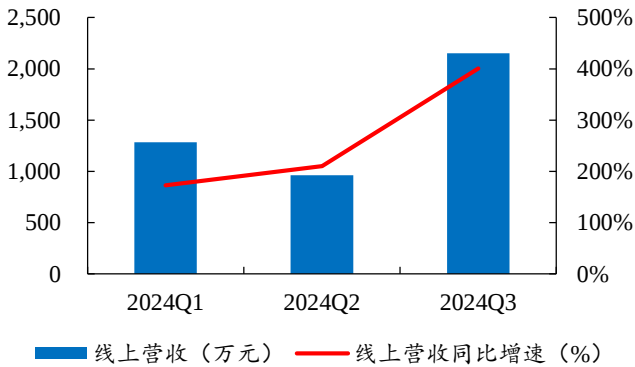
图47：2024 年 Q1-3 公司线上营收同比增长 263.5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：2024 年 Q1-3 公司线上营收占比提升明显


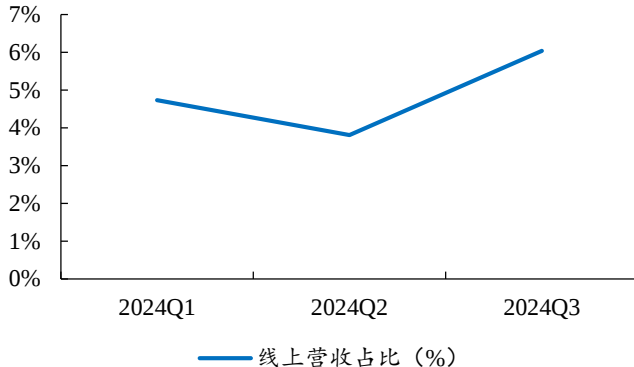
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：2024Q3 公司线上营收同比增长 400.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：2024Q3 公司线上营收营收占比提升至 6.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、市场：从川渝走向全国，持续开拓新增长区域

公司市场划分为七个大区，西南和华东为两大核心市场。公司将国内市场按照销售区域划分为西南、华东、华中、东北、华北、西北和华南七个大区。从销售规模上来，西南区域为公司大本营市场，2023 年收入占比在 50%以上，经销商占比在 25.3%；华东区域为公司第二大市场，2023 年收入占比在 27.4%，经销商占比在 29.1%。西南和华东两大市场合计营收占比超 80%，经销商数量占比超 60%，其余市场营销较小，收入占比和经销商数量占比基本在个位数左右。

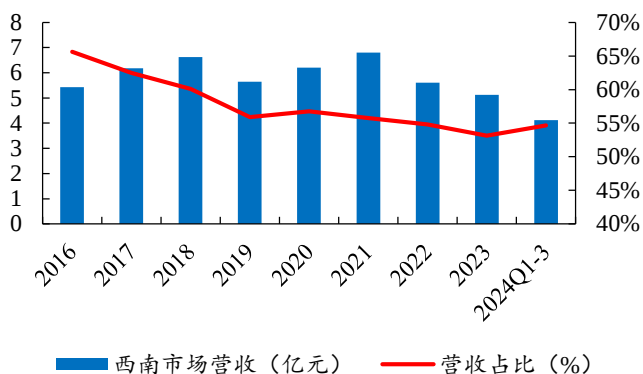
表3：公司西南和华东为两大核心区域

姓名	主要市场	2023 年营收(亿元)	2023 年营收占比 (%)	2023 年经销商数量 (家)	2023 年经销商占比 (%)
西南	四川、重庆、贵州、云南、西藏、广西	5.13	53.14%	262	35.17%
华东	上海、江苏、浙江、安徽	2.65	27.42%	217	29.13%
华中	山西、河南、湖北	0.28	2.88%	65	8.72%
东北	黑龙江、吉林、辽宁	0.16	1.70%	37	4.97%
华北	北京、天津、河北、山东、内蒙古	0.38	3.96%	60	8.05%
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	0.54	5.60%	50	6.71%
华南	广东、福建、江西、湖南、海南	0.45	4.62%	54	7.25%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

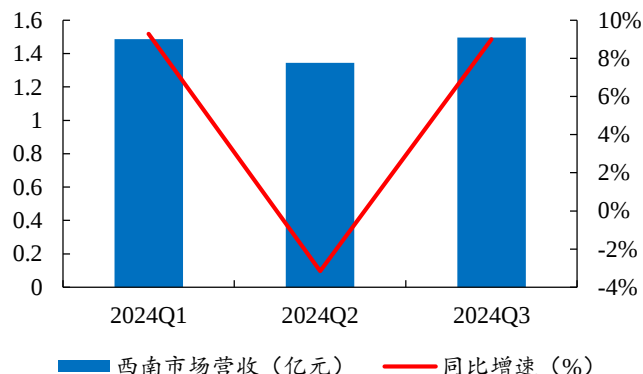
西南市场：公司核心基地市场，发展稳定保障基础，未来有望稳步增长。西南区域为公司大本营市场，在主要的重庆、成都市场均设有营运中心。西南区域营收比例一直保持在一半以上，主要得益于当地消费群体对于泡椒凤爪的接受度较高，消费需求量大，同时对于公司品牌影响力和产品质量认可度较高。2016-2023 年西南市场收入增速相对较慢，一方面是当地泡椒凤爪行业竞争较为激烈，中小生产企业数量较多，对公司造成一定影响；另一方面西南区域已相对较为成熟，公司已完成大部分渠道和门店布局。2024 年公司通过新产品和新渠道开拓，前三季度西南区域收入同比增长 5.0%，其中 Q1 和 Q3 收入增速在 8%以上。未来公司仍将以西南区域为核心，持续增加资源投入，收入规模有望保持稳定增长。

图51：2024 年 Q1-3 西南市场实现营收 4.1 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

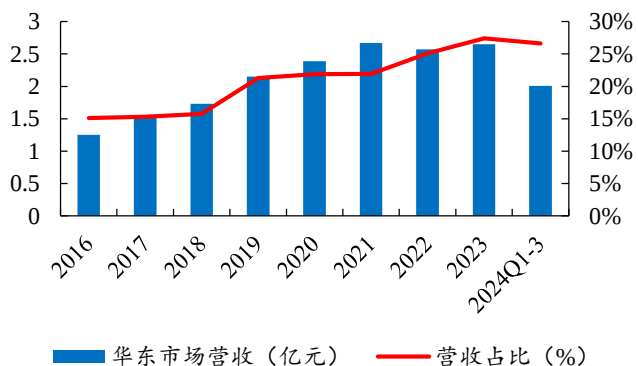
图52：2024 年 Q3 西南市场营收同比增长 9.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

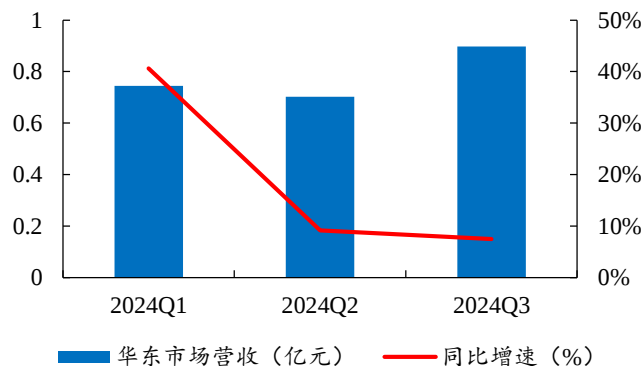
华东市场：为公司第二大重点市场，未来将成为重要增长极。公司对华东市场开拓一直较为重视，早期利用西南成熟区域发展经验，积极进行华东市场的区域销售网络建设，2016-2021 年华东区域保持高速增长，CAGR 达 16.4%。2022 年公司在上海新设全资子公司，并作为区域总部专门负责华东市场的推广和渠道建设工作，2023 年进行了人员和组织架构的调整扩张，带动华东区域保持稳步发展。2024 年受益于新渠道开拓，前三季度华东区域收入同比增长 26.6%，其中 Q1 收入同比增长 40.6%。未来随着华东区域持续深耕以及新渠道开拓，预计华东区域将成为公司重要增长点。

图53：2016 年以来华东市场营收占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

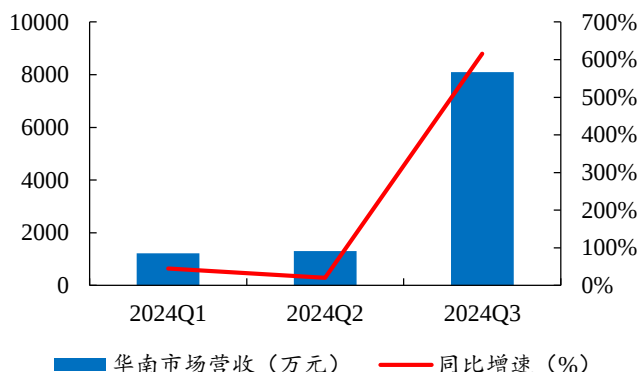
图54：2024 年前三季度华东区域保持较好增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

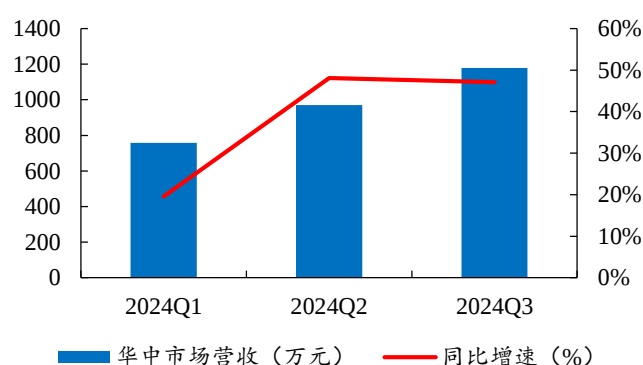
其他市场：持续开拓新增长区域，逐步加速全国化扩张。公司在巩固西南和华东等优势市场的同时，持续加强对新兴市场的开拓，2016-2023 年公司在西北、华南、华北等市场均实现一定销量，但发展增速相对较慢。2024 年受益于新渠道和新产品的快速开拓，华南和华中两大市场表现较好，2024 年前三季度收入分别同比增长 247.4%和 39.1%。未来公司仍将持续加强新市场的渠道布局和资源投入，华中、华南有望成为公司下一个战略区域。

图55：2024年Q3华南市场同比增长615.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2024年前三季度华中区域高速增长



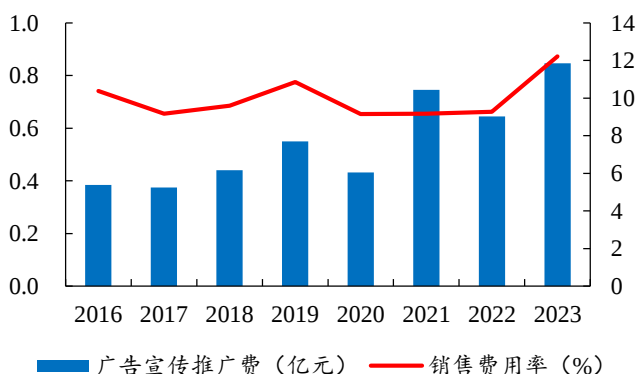
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、营销：增加新渠道费用投入，提升品牌影响力和曝光度

重视品牌发展，在西南地区深得消费者信赖。公司自成立以来就高度重视品牌发展战略，坚持生产一流产品，塑造一流品牌的发展方针。尤其是在西南地区，公司凭借优质的产品和服务，赢得了当地消费者和市场的高度认可，并2012年被国家工商总局商标局认定为中国驰名商标。

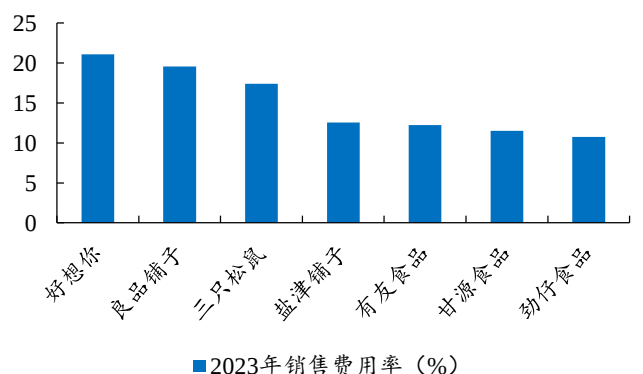
公司历年销售费用率相对较低，主要以传统营销为主。2016年以来公司销售费用投放相对维持稳定，广告宣传推广费保持逐年稳步提升，但销售费用率基本保持在10%上下，仅2023年达到12.2%，但对比行业其他休闲食品公司仍相对处于较低水平。同时，公司营销宣传主要以传统广告模式为主，一方面在电视平台进行广告宣传，另一方面在楼宇、地铁站、高铁站等交通枢纽进行广告投入。

图57：2016年以来公司广告宣传推广费持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：2023年公司销售费用率相对较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

增加新渠道费用投放，提升品牌曝光度和知名度。2024年公司逐步开始加大新渠道广告营销投入，一方面在抖音等新兴平台进行费用投入，通过短视频、推荐内容等方式提升产品影响力；另一方面增加直播带货场次，通过自播、达人直播等方式，提升产品销量和知名度。公司当前销售费用率较低，未来随着收入水平提升以及新渠道的营销投入，预计销售费用将持续增加，带动品牌影响力继续提升。

图59：公司在抖音平台发力线上销售



数据来源：抖音旗舰店

图60：公司通过达人直播带货提升品牌影响力

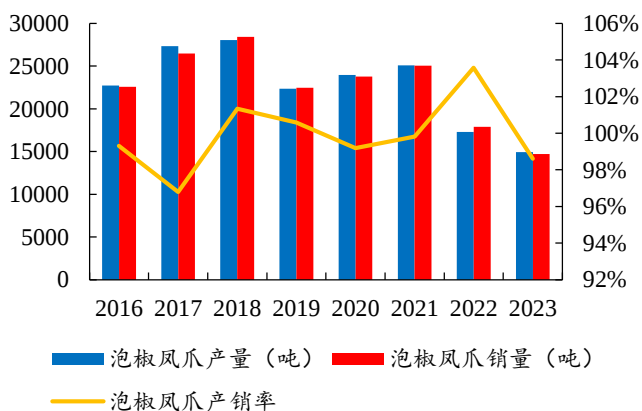


数据来源：抖音商城

3.5、产能：募投项目提升产能，保障未来长期发展

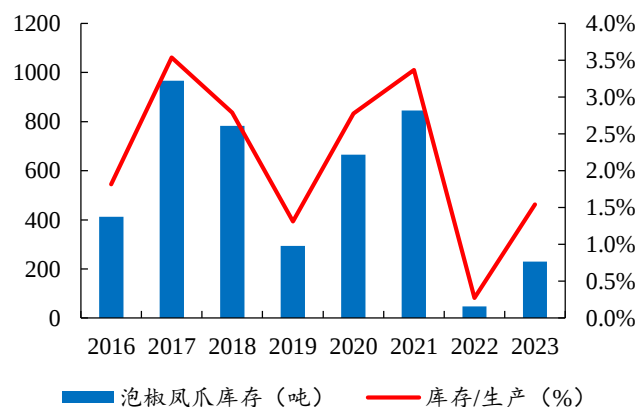
公司产销率较高，库存水平较低。公司所生产的泡卤风味休闲食品属于快速消费品，对产品的新鲜度和口味要求较高，公司基本采用“以产能为基础，产销结合”的生产模式。公司主要根据经销商订单、月度销售计划等进行产量制定，使库存商品维持在较低水平，在保证发出产品的新鲜度的同时避免库存积压。2016-2023 年公司产量和销量基本持平，产销率基本保持在 100% 左右，同时库存水平较低，库存占生产量比例均在 3.5% 以下。

图61：2016-2023 年公司产量和销量基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：2016-2023 年公司库存水平一直维持在低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

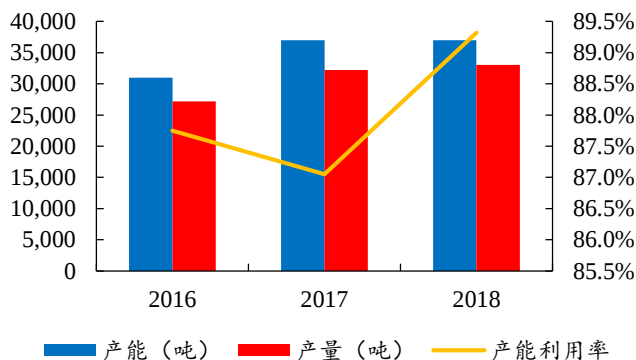
募投项目投产后产能储备充足，对未来泡卤制食品生成提供充足保障。2018 年公司总产能为 3.7 万吨，产量为 3.3 万吨，产能利用率达到 89.3%，产能相对较为紧缺，对公司发展造成制约。2019 年公司通过募投项目实施“有友食品产业园项目”，该项目建成投产后预计将新增约 3.08 万吨生产能力，为公司后续发展提供坚实的产能支撑。2022 年 6 月公司产业园项目达到可使用状态，预计 2023 年公司产能提升至 6.38 万吨，总产量为 2.2 万吨，预计产能利用率仅为 34.5%，产能利用率已处于较低水平。2024 年随着公司加速开拓新产品和新渠道，预计未来公司产量将逐步提升，产能利用率提升后，规模效应释放有望带动盈利能力提升。

表4：2019 年公司通过募投项目实施“有友食品产业园项目”

募投项目名称	投资金额（万元）	建成投产时间	项目规划
有友食品产业园项目	35,687.49	24 个月	完全达产年度公司将新增泡卤类休闲食品产能 3.08 万吨
营销网络建设和品牌推广项目	24,198.83	36 个月	拟新建的运营中心分布在西北、华北、东北、华东、华中及华南区，营销体系将进一步完善，品牌价值进一步提升

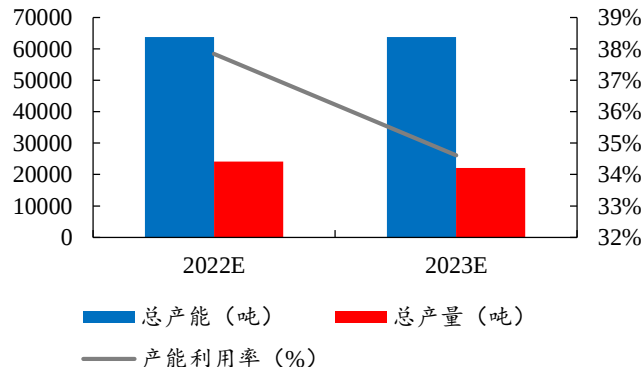
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图63：2016-2018 年公司产能利用率较高



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图64：新产能落地后，预计 2023 年产能利用率为 34.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

收入假设：2024 年公司主动调整发展战略，以泡椒凤爪为基本盘，积极开拓新产品和新渠道，寻找新增长点。分品类看，泡椒凤爪作为公司业绩基本盘，稳定贡献大部分营收，受益于新产品和新口味的凤爪推出，预计销量有望逐步提升，同时随着原材料成本企稳，预计销售均价有望保持平稳，带动主营业务稳定发展，我们预计泡椒凤爪业务 2024-2026 年营收增速分别为 11.0%、12.0%、13.0%。其他业务中，2024 年 Q3 公司成功在山姆渠道上新了脱骨鸭掌新品，带动其他业务收入实现高速增长，未来随着新品 SKU 数量的增加，预计其他业务 2024-2026 年营收增速分别为 351.8%、129.7%、29.8%。公司其他产品包括猪皮晶、竹笋、鸡翅、豆干、花生业务预计有望保持稳步增长。综合来看，我们预计公司 2024-2026 年总营收增速分别 21.8%、26.5%、16.5%。

毛利率假设：受益于凤爪原材料价格回落、新品类和新渠道贡献收入增量、产能利用率提升带来规模效应，我们预计公司毛利率可能保持稳步上升，预计 2024-2026 年整体毛利率分别为 30.2%、31.0%、31.5%。

费用假设：2024 年公司在渠道拓张和品牌宣传上增加了费用投放，带动品牌影响力实现较好提升，未来公司仍将持续加大新渠道费用投入，但考虑新产品和新渠道带来收入的快速增长，费用率整体预计保持平稳，预计 2024-2026 年费用率分别为 16.8%、16.6%、16.0%。

表5：收入拆分预测表

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
泡椒凤爪	收入（百万元）	782.3	722.3	801.7	897.9	1014.6
	增速	-18.6%	-7.7%	11.0%	12.0%	13.0%
	毛利率	30.0%	28.8%	29.8%	30.7%	31.7%
猪皮晶	收入（百万元）	78.2	78.4	86.2	94.8	104.3
	增速	-14.3%	0.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	37.6%	37.3%	37.3%	37.3%	37.3%
竹笋	收入（百万元）	48.6	53.9	56.6	62.2	68.5
	增速	14.5%	10.9%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	37.3%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
鸡翅	收入（百万元）		38.70	46.44	53.41	61.42
	增速			20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率		22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
豆干	收入（百万元）	25.52	24.99	23.74	26.11	28.73
	增速	4.1%	-2.1%	-5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	23.9%	23.3%	23.2%	23.2%	23.2%
花生	收入（百万元）	17.34	15.45	14.99	16.49	18.13
	增速	2.4%	-10.9%	-3.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	36.4%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
其他业务	收入（百万元）	72.46	32.56	147.10	337.80	438.58
	增速	-13.6%	-55.1%	351.8%	129.7%	29.8%
	毛利率	34.7%	31.9%	31.9%	31.8%	31.7%
营业总收入	收入（百万元）	1024.4	966.2	1176.8	1488.8	1734.3
	增速	-16.0%	-5.7%	21.8%	26.5%	16.5%
	毛利率	31.2%	29.4%	30.2%	31.0%	31.5%
	费用率	13.7%	17.2%	16.8%	16.6%	16.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：费用率包括销售费用率、管理费用率和财务费用率）

有友食品属于休闲食品制造企业，我们选取了产品和商业模式较为相似的 4 家公司，发现 2024 年同行业公司估值平均水平为 17.1 倍，有友食品估值水平为 25.5 倍，高于行业平均水平。目前有友食品正处于新产品和新渠道开拓阶段，新业务有望打开更高成长空间，估值水平仍有提升空间。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。公司以泡椒凤爪为基本盘，并积极推进新业务创新和开拓，预计新产品和新渠道将给公司业绩带来更大的成长空间，同时公司以西南区域为核心，持续向华东、华南等区域开拓，全国市场开拓稳步推进。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 1.5 亿元、1.9 亿元、2.3 亿元，分别同比 +26.8%、+30.6%、+21.1%，EPS 分别为 0.34、0.45、0.54 元，当前股价对应 PE 分别为 25.5、19.5、16.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表6：可比公司估值：有友食品估值高于行业平均水平

证券简称	股价（元）	EPS			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
甘源食品	71.8	4.54	5.60	6.87	15.82	12.83	10.45
洽洽食品	26.0	1.95	2.17	2.44	13.35	12.00	10.67
盐津铺子	54.1	2.51	3.22	4.27	21.53	16.79	12.66
劲仔食品	12.1	0.68	0.86	1.06	17.76	14.05	11.40
平均值					17.12	13.91	11.29
有友食品	8.8	0.34	0.45	0.54	25.52	19.54	16.13

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截至 2025 年 3 月 3 日，以上公司盈利预测均来自于开源证券研究所）

5、风险提示

- （1）原材料涨价风险：公司凤爪原材料在生产成本中占比较大，原材料成本存在波动风险；
- （2）食品安全风险：对于食品加工制造企业，卫生安全要求较为关键，若生产过程出现食品安全问题，对公司销售可能产生负面影响；
- （3）新业务拓展不及预期：公司新产品、新渠道可能存在开拓进展不及预期的风险；
- （4）宏观经济复苏不及预期：宏观环境可能影响消费群体收入水平和消费意愿，可能对公司销售产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1497	1441	1444	1537	1530
现金	268	105	72	0	0
应收票据及应收账款	1	4	0	3	1
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	34	38	50	61	68
存货	249	341	369	520	508
其他流动资产	944	952	952	952	952
非流动资产	551	542	586	664	714
长期投资	13	14	16	18	20
固定资产	395	389	429	501	548
无形资产	54	49	45	42	38
其他非流动资产	89	90	95	104	107
资产总计	2048	1982	2031	2202	2244
流动负债	158	106	116	245	228
短期借款	0	0	0	146	99
应付票据及应付账款	40	22	0	0	0
其他流动负债	118	84	116	99	129
非流动负债	31	41	39	39	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	41	39	39	40
负债合计	188	147	155	284	267
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	309	428	428	428	428
资本公积	529	383	383	383	383
留存收益	1049	1024	1074	1118	1155
归属母公司股东权益	1860	1835	1876	1917	1977
负债和股东权益	2048	1982	2031	2202	2244

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	199	-4	127	26	299
净利润	154	116	147	192	233
折旧摊销	28	29	30	36	42
财务费用	-2	-1	0	4	9
投资损失	-7	-23	-23	-24	-23
营运资金变动	26	-123	-25	-182	38
其他经营现金流	-0	-2	-2	0	-0
投资活动现金流	113	8	-52	-90	-69
资本支出	44	10	75	112	89
长期投资	150	-16	-2	-2	-2
其他投资现金流	7	34	25	24	22
筹资活动现金流	-207	-167	-109	-155	-182
短期借款	0	0	0	146	-47
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	119	0	0	0
资本公积增加	-8	-145	0	0	0
其他筹资现金流	-198	-140	-109	-301	-135
现金净增加额	105	-163	-33	-218	47

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1024	966	1177	1489	1734
营业成本	704	682	821	1028	1188
营业税金及附加	10	10	13	16	19
营业费用	95	118	139	171	191
管理费用	47	49	59	71	78
研发费用	3	3	4	4	5
财务费用	-2	-1	0	4	9
资产减值损失	0	-0	0	0	0
其他收益	1	4	6	7	6
公允价值变动收益	5	7	0	0	0
投资净收益	7	23	23	24	23
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	179	138	171	225	274
营业外收入	3	2	5	5	4
营业外支出	0	0	1	1	0
利润总额	182	140	175	228	277
所得税	29	24	27	36	44
净利润	154	116	147	192	233
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	154	116	147	192	233
EBITDA	203	167	202	268	327
EPS(元)	0.36	0.27	0.34	0.45	0.54

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-16.0	-5.7	21.8	26.5	16.5
营业利润(%)	-29.5	-22.8	23.4	31.7	21.8
归属于母公司净利润(%)	-30.1	-24.4	26.8	30.6	21.1
获利能力					
毛利率(%)	31.2	29.4	30.2	31.0	31.5
净利率(%)	15.0	12.0	12.5	12.9	13.4
ROE(%)	8.3	6.3	7.9	10.0	11.8
ROIC(%)	7.8	6.1	7.6	9.4	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	9.2	7.4	7.6	12.9	11.9
净负债比率(%)	-12.7	-4.1	-2.4	9.1	6.4
流动比率	9.5	13.6	12.5	6.3	6.7
速动比率	7.7	7.8	6.8	2.9	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	1521.8	413.0	857.5	875.5	874.4
应付账款周转率	13.8	22.0	74.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.27	0.34	0.45	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	-0.01	0.30	0.06	0.70
每股净资产(最新摊薄)	4.35	4.29	4.39	4.48	4.62
估值比率					
P/E	24.5	32.4	25.5	19.5	16.1
P/B	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	12.8	17.8	14.8	12.0	9.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

30/32

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn