

2025 年 04 月 27 日

新渠道持续扩张，25FY 高增值得期待

有友食品(603697)

评级:	买入	股票代码:	603697
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	14.88/5.33
目标价格:		总市值(亿)	57.74
最新收盘价:	13.5	自由流通市值(亿)	57.74
		自由流通股数(百万)	427.69

事件概述

25Q1 公司实现营收 3.83 亿元，同比+39.23%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比+16.25%；实现扣非归母净利润 0.44 亿元，同比+25.80%。

分析判断：

► 鸭掌新品维持高增，高势能渠道带动东南市场

分产品来看，公司 25Q1 禽类制品/畜类制品/蔬菜制品及其他收入分别为 3.25/0.29/0.21 亿元，分别同比+47.18%/+20.83%/-19.14%。禽类制品实现优于公司平均增速增长，我们预计主因公司针对山姆渠道推出的新品脱骨鸭掌快速放量。分渠道来看，公司 25Q1 线上渠道/线下渠道收入分别为 0.24/3.52 亿元，分别同比+88.00%/+35.90%，线上渠道在低基数上实现较快增长。分地区来看，公司 25Q1 东南区域/西南区域/其他区域收入分别为 2.10/1.35/0.32 亿元，分别比+151.18%/-9.46%/-20.02%。公司在东南市场增长较快，我们认为主因公司新品热销的山姆会员店在东南地区开店较多所致。

► 毛利率有所承压，费控能力提升

成本端来看，公司 25Q1 毛利率为 27.08%，同比-4.35pct。公司毛利率端有所承压，我们预计主因毛利率较低的新渠道扩张较快所致。费用端来看，公司 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.88%/3.13%/0.28%/-0.02%，分别同比-2.88%/-0.56%/+0.09%/-0.01pct。公司费用率水平显著下降，我们预计主因低费投、高效率的会员制超市新渠道快速增长所致。利润端来看，公司 25Q1 归母净利润率为 13.14%，同比-2.60pct；25Q1 扣非归母净利润率为 11.38%，同比-1.22pct。受制于毛利率承压，公司净利润率水平有所承压。

► 新渠道动能持续释放，关注潜在新品

根据公司 24 年年报披露，公司 2025 年预计营业收入增长不低于 20%。产品端来看，我们认为公司 24 年通过脱骨鸭掌新品成功切入选品严格的山姆渠道，并成为爆款单品，验证了公司在产品打造上的能力。公司产品储备丰富，涵盖凤爪、素食、猪皮晶等种类，未来有望依靠产品创新，持续打造适合渠道特点的新单品，带来业绩增量。渠道端来看，山姆以其优秀的选品能力与严格的供应链管理，近年来实现快速增长。根据金融界报道，截止 25 年 1 月，山姆中国门店数达 53 家，较过去 12 个月新增 6 家，规划未来三年每年新增 6-7 家门店，进驻城市由一二线城市下沉至三线。我们认为山姆渠道成长具备延续性，公司与其形成紧密合作，仍有较大成长空间。

投资建议

参考公司最新财务报告，我们将公司 25-27 年营业收入的预测由 14.31/16.66/19.13 亿元上调至 14.74/17.42/19.97 亿元，将公司 25-27 年 EPS 为 0.48/0.58/0.65 元的预测下调至 0.45/0.54/0.61 元。对应 4 月 25 日收盘价 13.5 元/股，PE 分别为 30/25/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动，新品推广不及预期，新渠道开拓不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	966	1,182	1,474	1,742	1,997
YoY (%)	-5.7%	22.4%	24.6%	18.2%	14.6%
归母净利润(百万元)	116	157	194	233	263
YoY (%)	-24.4%	35.4%	23.6%	19.6%	12.9%
毛利率 (%)	29.4%	29.0%	27.5%	26.9%	26.4%
每股收益 (元)	0.27	0.37	0.45	0.54	0.61
ROE	6.3%	8.9%	11.0%	12.9%	14.1%
市盈率	50.00	36.49	29.69	24.83	21.99

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,182	1,474	1,742	1,997	净利润	157	194	233	263
YoY (%)	22.4%	24.6%	18.2%	14.6%	折旧和摊销	31	28	29	31
营业成本	840	1,068	1,273	1,470	营运资金变动	74	-23	14	-6
营业税金及附加	14	16	17	20	经营活动现金流	229	166	234	234
销售费用	126	133	157	180	资本开支	-21	-33	-17	-25
管理费用	51	59	66	76	投资	109	94	95	94
财务费用	0	-2	-3	-4	投资活动现金流	122	87	116	119
研发费用	4	5	6	7	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	21	29	38	50	筹资活动现金流	-220	-201	-200	-200
营业利润	186	229	271	306	现金净流量	131	52	150	153
营业外收支	1	3	3	3					
利润总额	187	232	274	309	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	29	37	41	46	成长能力				
净利润	157	194	233	263	营业收入增长率	22.4%	24.6%	18.2%	14.6%
归属于母公司净利润	157	194	233	263	净利润增长率	35.4%	23.6%	19.6%	12.9%
YoY (%)	35.4%	23.6%	19.6%	12.9%	盈利能力				
每股收益	0.37	0.45	0.54	0.61	毛利率	29.0%	27.5%	26.9%	26.4%
					净利率	13.3%	13.2%	13.3%	13.2%
					总资产收益率 ROA	7.7%	9.6%	10.8%	11.8%
					净资产收益率 ROE	8.9%	11.0%	12.9%	14.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	239	291	441	594	流动比率	6.26	6.35	5.06	4.96
预付款项	27	46	48	60	速动比率	4.75	4.61	3.66	3.57
存货	337	356	389	408	现金比率	0.99	1.25	1.40	1.76
其他流动资产	907	782	717	615	资产负债率	13.3%	13.0%	16.1%	16.5%
流动资产合计	1,509	1,476	1,595	1,677	经营效率				
长期股权投资	15	16	17	18	总资产周转率	0.59	0.72	0.83	0.91
固定资产	377	368	370	377	每股指标 (元)				
无形资产	48	46	44	42	每股收益	0.37	0.45	0.54	0.61
非流动资产合计	538	557	553	556	每股净资产	4.15	4.14	4.21	4.36
资产合计	2,047	2,032	2,148	2,233	每股经营现金流	0.53	0.39	0.55	0.55
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.47	0.49	0.43	0.47
应付账款及票据	135	103	164	166	估值分析				
其他流动负债	106	129	151	172	PE	36.49	29.69	24.83	21.99
流动负债合计	241	232	316	338	PB	2.45	3.26	3.21	3.10
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	32	31	31	31					
非流动负债合计	32	31	31	31					
负债合计	273	263	347	369					
股本	428	428	428	428					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,774	1,769	1,801	1,864					
负债和股东权益合计	2,047	2,032	2,148	2,233					

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。

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。