

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.43
总股本/流通股本(亿股)	4.28 / 4.28
总市值/流通市值(亿元)	53 / 53
52周内最高/最低价	15.93 / 5.43
资产负债率(%)	13.3%
市盈率	33.59
第一大股东	鹿有忠

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

有友食品(603697)

会员渠道放量驱动增长，业绩有望保持高增

● 事件

公司发布 2025 年半年度业绩预告，显示 2025 年上半年公司实现营业收入 7.46-7.98 亿元，同比增长 40.91%-50.77%，单 Q2 实现收入 3.63-4.15 亿元，同比增长 42.91%-63.39%。上半年实现归母净利润 1.05-1.12 亿元，同比增长 37.91%-47.57%，单 Q2 实现归母净利润 0.55-0.62 亿元，同比增长 66.67%-87.88%。上半年公司实现扣非净利润 0.89-0.97 亿元，同比增长 46.82%-58.90%，单 Q2 实现扣非净利润 0.45-0.53 亿元，同比增长 74.62%-105.38%。

● 投资要点

会员制商超持续上新，新渠道动能强劲。公司积极推动渠道结构优化与产品创新升级，会员制与零食量贩渠道成为增长新引擎，传统线下渠道稳健调整，线上电商强化品宣与新品孵化功能，产品研发响应效率显著提升。会员制商超合作持续深化，5 月在山姆渠道上新第三款定制单品酸汤双脆，主要原料选取优质鸡胸软骨和鸡膝骨，主打高蛋白营养产品，新品重回肉类赛道，其受众群体、消费场景更为广泛，预计将带来更好月销水平。零食量贩渠道随着终端扩张、体量快速攀升，已完成单个系统多品类导入，25 年以来增速表现亮眼。传统线下渠道今年以来仍面临一定压力，全年规划以稳为主，虽整体态势弱势，但仍会适度加大投入，加强店面陈列、调整经销商结构，把握渠道模式迭代机会。电商渠道一季度保持快速增长，电商团队架构去年已到位，加大在兴趣电商方面品牌投入，打法上部分产品做线上首发后再导入线下，以承接部分品牌推广职能。

渠道结构变化影响毛利率，公司中长期发展目标清晰。从成本角度看，主要原料凤爪通过提前备货平滑短期波动，全年成本预期平稳，高潜力新品（如鸡脚筋、鸡脆骨）毛利率略高于传统产品。因会员制商超和零食渠道裸价销售模式、导致低毛利率渠道占比提升，直营会员渠道费用率低，但线上电商及传统渠道品牌投入加大，期间费用绝对额上升但整体费率下降。既一季度因渠道结构变化影响利润率同比有所下滑，二季度来看净利率及扣非净利率同环比均有所提升。

● 盈利预测与投资评级

我们看好公司在新渠道新市场发展势能，25 年再会员店与线上渠道持续深耕，期待新品进一步放量。考虑到山姆渠道上新超预期，我们上调 2025-2027 年收入预测至 16.97/20.06/22.49 亿元（原预测为 15.01/17.47/19.6 亿元），同比+43.51%/18.22%/12.11%，上调 2025-2027 年归母净利润预测至 2.21/2.65/2.99 亿元（原预测为

1.97/2.31/2.61), 同比+40.42%/20.0%/12.91%, 对应当前股价 PE 分别为 25/21/19, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**

食品安全风险; 市场竞争加剧风险; 原材料价格波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1182	1697	2006	2249
增长率(%)	22.37	43.51	18.22	12.11
EBITDA(百万元)	216.23	300.81	362.02	408.45
归属母公司净利润(百万元)	157.33	220.92	265.11	299.35
增长率(%)	35.44	40.42	20.00	12.91
EPS(元/股)	0.37	0.52	0.62	0.70
市盈率(P/E)	35.20	25.07	20.89	18.50
市净率(P/B)	3.12	2.91	2.93	2.95
EV/EBITDA	15.60	15.89	13.58	12.32

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1182	1697	2006	2249	营业收入	22.4%	43.5%	18.2%	12.1%
营业成本	840	1228	1440	1608	营业利润	34.5%	40.7%	20.1%	13.0%
税金及附加	14	19	22	25	归属于母公司净利润	35.4%	40.4%	20.0%	12.9%
销售费用	126	149	173	191	获利能力				
管理费用	51	53	60	65	毛利率	29.0%	27.6%	28.2%	28.5%
研发费用	4	5	5	6	净利率	13.3%	13.0%	13.2%	13.3%
财务费用	0	2	7	12	ROE	8.9%	11.6%	14.0%	15.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	12.8%	27.3%	23.6%	24.3%
营业利润	186	262	314	355	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	13.3%	17.5%	23.8%	28.3%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	6.26	4.70	3.43	2.87
利润总额	187	264	316	357	营运能力				
所得税	29	43	51	58	应收账款周转率	15.85	44.18	44.18	44.18
净利润	157	221	265	299	存货周转率	2.49	2.39	2.39	2.39
归母净利润	157	221	265	299	总资产周转率	0.58	0.74	0.81	0.86
每股收益(元)	0.37	0.52	0.62	0.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.37	0.52	0.62	0.70
货币资金	239	170	201	225	每股净资产	4.15	4.44	4.42	4.39
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	75	38	45	51	PE	35.20	25.07	20.89	18.50
预付款项	27	54	63	71	PB	3.12	2.91	2.93	2.95
存货	337	514	602	672	现金流量表				
流动资产合计	1509	1751	1914	2043	净利润	157	201	249	285
固定资产	382	382	403	422	折旧和摊销	30	36	39	39
在建工程	3	27	27	26	营运资本变动	74	-282	-85	-67
无形资产	48	47	45	43	其他	-34	6	11	17
非流动资产合计	538	553	566	578	经营活动现金流净额	227	-40	214	273
资产总计	2047	2304	2480	2620	资本开支	-23	-50	-50	-50
短期借款	0	103	242	357	其他	146	15	11	9
应付票据及应付账款	135	102	120	134	投资活动现金流净额	122	-35	-39	-41
其他流动负债	106	168	197	220	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	241	373	559	711	债务融资	-7	102	138	115
其他	32	31	31	30	其他	-213	-97	-282	-323
非流动负债合计	32	31	31	30	筹资活动现金流净额	-220	6	-144	-208
负债合计	273	404	589	741	现金及现金等价物净增加额	129	-69	31	24
股本	428	428	428	428					
资本公积金	383	383	383	383					
未分配利润	963	1089	1079	1068					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1774	1900	1890	1879					
负债和所有者权益总计	2047	2304	2480	2620					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048