

有友食品 (603697.SH)

成长亮眼，利润提速

事件：有友食品 25H1 实现营收 7.7 亿元，同比+45.6%，归母净利润 1.1 亿元，同比+42.5%，扣非净利润 0.9 亿元，同比+52.5%。其中 25Q2 营收 3.9 亿元，同比+52.4%，归母净利润 0.6 亿元，同比+77.0%，扣非净利润 0.5 亿元，同比+87.9%，收入及利润均为业绩预告中枢。拟中期分红 9836.9 万元，分红率达 90.7%。

会员店放量清晰，量贩电商快速推进。25H1 有友食品营收同比+45.6%至 7.7 亿元，新兴渠道快速扩容支撑公司营收延续高速增长趋势。25Q2 营收同比+52.4%至 3.9 亿元，环比 Q1 进一步加速，核心增量来自于会员店、量贩零食店、线上等新兴渠道。渠道维度看，25Q2 线下渠道营收同比+49.1%至 3.6 亿元，其中山姆脱骨鸭掌销售持续保持优秀水平，当前仍为美味宵夜热度榜第一，酸汤双脆及轻享时光也贡献一定增量，量贩加大主流系统合作渗透度，打开市场空间；线上渠道营收同比+153.3%至 2437.5 万元，公司加速电商运营模式迭代，通过社交电商运营顺利实现高增，但公司 Q2 电商占比仅 6.3%，仍有充足扩容空间。品类维度看，25Q2 禽类制品营收同比+63.5%至 3.3 亿元，会员店渠道鸭掌、掌中宝、筋脆骨均实现显著放量，当前公司积极培育鸡脚筋，有望在传统渠道打造出新晋大单品；畜类制品营收同比+0.7%至 2401.5 万元，预计主要面向传统渠道；蔬菜制品及其他营收同比+17.2%至 2882.0 万元，预计会员店轻享时光贡献一定增量。

Q2 盈利能力顺利提升，渠道结构改变毛利费用结构。25H1 公司毛利率同比 -3.3pct 至 27.6%，销售/管理费用率分别同比 -3.5/-0.8pct 至 8.4%/3.2%，会员店、量贩零食等低毛利、低费用、高周转的新业态改变公司的毛利及费用结构，但落实到净利率维度，25H1 净利率同比-0.3pct 至 14.1%，保持相对稳定。25Q2 公司毛利率同比-2.2pct 至 28.0%，主因渠道结构变化，但新兴渠道费用投放较少，公司销售费用总额保持相对稳定，规模提升顺利兑现费用率的控制，25Q2 销售/管理费用率分别同比-4.1/-1.1pct 至 8.0%/3.2%，净利率同比+2.1pct 至 15.0%，以规模效应对冲渠道结构变化，顺利实现盈利能力提升。

山姆论证优秀能力，渠道拓展空间充足。我们认为有友当前正站在拓渠道的前期阶段，山姆会员店的优秀表现与快速扩品已论证公司产品研发的實力及渠道对接的执行力，泡卤风味可挖掘的空间充足，后续密切关注新品进驻节奏。对于量贩及电商渠道，公司进驻的时间较晚，但渠道空间清晰，有友加强产品及运营，有望顺利兑现成长性。产品维度来看，有友过去逐步从泡卤凤爪拓展向泡卤蔬菜及猪皮晶等，当前在会员店打造亮眼产品，有望赋能大单品研发思路，拓展更多优秀产品。

投资建议：我们认为有友当前正处渠道快速扩容阶段，新兴渠道带来成长性非常显著，且 Q2 顺利兑现净利率提升。预计 2025-2027 年公司营收分别同比+38.5%/+26.8%/+16.7%至 16.4/20.8/24.2 亿元，归母净利润分别同比+44.6%/+24.8%/+20.3%至 2.3/2.8/3.4 亿元，维持“买入”评级。

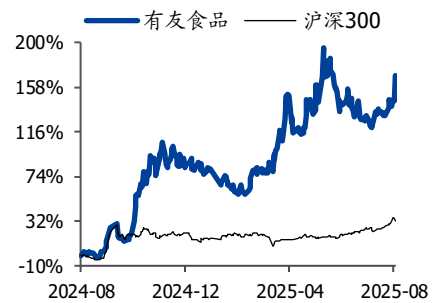
风险提示：新品推广不及预期、渠道竞争加剧、原材料价格大幅上升。

买入（维持）

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
08月27日收盘价(元)	14.52
总市值(百万元)	6,210.09
总股本(百万股)	427.69
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	8.38

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号：S0680524060005

邮箱：wanglingyao@gszq.com

相关研究

- 《有友食品(603697.SH)：凤爪品类龙头，拓渠驱动成长》 2025-08-17

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	966	1,182	1,637	2,076	2,423
增长率 yoy (%)	-5.7	22.4	38.5	26.8	16.7
归母净利润 (百万元)	116	157	227	284	341
增长率 yoy (%)	-24.4	35.4	44.6	24.8	20.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.27	0.37	0.53	0.66	0.80
净资产收益率 (%)	6.3	8.9	12.7	15.6	18.4
P/E (倍)	53.5	39.5	27.3	21.9	18.2
P/B (倍)	3.4	3.5	3.5	3.4	3.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1441	1509	1597	1678	1722
现金	105	239	306	273	289
应收票据及应收账款	4	75	136	202	236
其他应收款	1	1	2	9	0
预付账款	38	27	38	50	58
存货	341	337	333	413	458
其他流动资产	952	831	781	731	681
非流动资产	542	538	546	556	578
长期投资	14	15	15	15	15
固定资产	389	377	369	368	377
无形资产	49	48	47	46	44
其他非流动资产	90	97	114	128	141
资产总计	1982	2047	2142	2234	2300
流动负债	106	241	314	378	409
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	22	135	183	213	219
其他流动负债	84	106	131	165	190
非流动负债	41	32	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	32	31	31	31
负债合计	147	273	345	409	440
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	428	428	428	428	428
资本公积	383	383	383	383	383
留存收益	1024	963	986	1015	1049
归属母公司股东权益	1835	1774	1797	1825	1860
负债和股东权益	1982	2047	2142	2234	2300

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-4	229	176	126	236
净利润	116	157	227	284	341
折旧摊销	32	31	27	30	33
财务费用	0	1	0	0	0
投资损失	-23	-21	-28	-35	-41
营运资金变动	-123	74	-47	-150	-96
其他经营现金流	-5	-14	-3	-1	-1
投资活动现金流	8	122	96	97	88
资本支出	-10	-21	-14	-24	-39
长期投资	-16	109	85	85	85
其他投资现金流	34	34	25	35	41
筹资活动现金流	-167	-220	-205	-256	-307
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	119	0	0	0	0
资本公积增加	-145	0	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-220	-205	-256	-307
现金净增加额	-163	131	67	-32	16

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	966	1182	1637	2076	2423
营业成本	682	840	1200	1564	1831
营业税金及附加	10	14	16	21	24
营业费用	118	126	128	135	144
管理费用	49	51	54	57	61
研发费用	3	4	4	6	7
财务费用	-1	0	-2	-3	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	4	5
公允价值变动收益	7	18	0	0	0
投资净收益	23	21	28	35	41
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	138	186	268	335	403
营业外收入	2	2	3	3	3
营业外支出	0	1	2	2	2
利润总额	140	187	270	337	405
所得税	24	29	42	53	63
净利润	116	157	227	284	341
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	116	157	227	284	341
EBITDA	139	178	294	363	436
EPS (元/股)	0.27	0.37	0.53	0.66	0.80

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-5.7	22.4	38.5	26.8	16.7
营业利润(%)	-22.8	34.5	44.2	25.0	20.4
归属母公司净利润(%)	-24.4	35.4	44.6	24.8	20.3
毛利率(%)	29.4	29.0	26.7	24.7	24.4
净利率(%)	12.0	13.3	13.9	13.7	14.1
ROE(%)	6.3	8.9	12.7	15.6	18.4
ROIC(%)	4.8	7.0	12.5	15.4	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	7.4	13.3	16.1	18.3	19.1
净负债比率(%)	-5.1	-13.2	-16.8	-14.7	-15.3
流动比率	13.6	6.3	5.1	4.4	4.2
速动比率	7.8	4.7	3.7	2.9	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1
应收账款周转率	413.0	30.2	15.5	12.3	11.1
应付账款周转率	22.0	27.7	27.1	28.2	28.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.37	0.53	0.66	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.53	0.41	0.30	0.55
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.15	4.20	4.27	4.35
估值比率					
P/E	53.5	39.5	27.3	21.9	18.2
P/B	3.4	3.5	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	28.0	23.1	20.1	16.4	13.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com