

渠道与产品共振助泡卤龙头破局

华泰研究

首次覆盖

2025 年 9 月 21 日 | 中国内地

首次覆盖有友食品并予以“买入”，目标价 15.60 元（基于 26 年 26xPE）。公司是泡椒凤爪细分领域龙头，以领先产品力与品牌力站上十亿收入台阶；近年下游消费趋势发生深刻变革，会员 KA、零食量贩等高质量渠道分流传统低效渠道，消费者对零食的需求亦从高热量带来的浅层满足，向能深层满足风味化/健康化/性价比的产品切换。2023 年公司顺势求变，确立“大单品筑基+多品类突破+全渠道覆盖”战略，以健康泡卤产品打开山姆渠道，并凭借高响应速度/强供应链能力持续进驻新品，带来显著收入增量；此外积极拥抱量贩、直播电商，以传统大单品+创新产品持续导入，打开增量空间，我们看好公司加速向 20 亿收入新台阶迈进。

行业维度：中式零食崛起，高效渠道迭代

产品端，当前居民转向健康化、口味化和性价比产品，泡卤等具备中式风味创新空间，叠加爪类低卡、高蛋白健康属性，持续替代糖巧等高热量零食，2020-2024 年肉类/深海/其他风味零食零售额 CAGR 为 5.5%/ 5.9%/2.8%，显著超过零食整体（1.1%）；渠道端，高效率渠道（如零食量贩、会员制商超）兼具性价比与高品质，线上流量向直播、小红书等新渠道迁移，2019-2024 年专卖店/电商餐饮 GMV 占比提升 3.6/2.4pct，传统超市/杂货店下降 3.4/1.4pct。有友作为爪类泡卤龙头，爪类健康化、泡卤风味化契合消费趋势，公司全面拥抱会员制商超、量贩、直播电商渠道，实现新一轮周期破局。

公司维度：产品筑基 10 亿泡卤龙头，渠道再助 20 亿发展新阶

收入端，公司打造泡椒凤爪 10 亿级大单品，验证其产品/品牌/供应链实力，当前公司与山姆全面合作，复用大单品在供应链与口味沉淀，依托山姆团队进一步强化对产品趋势的理解，24-25 年实现 3 款产品合作，我们测算 24/25 年收入占比达 13%/30%，且加速了公司在产品创新与渠道拓展的破局进程，进入新一轮成长通道；**利润端**，历史上公司利润率受鸡爪等原材料价格波动影响，23H2 成本进入下行周期、当前维持低位；此外，当前增量较多的新渠道多为低毛利率、低费率的模式，对于公司利润率的结构性影响可控，且公司产能利用率低，新渠道放量有望显著释放规模效应、弥补渠道议价影响。

与市场观点不同之处

市场普遍关注公司短期新产品开发与新渠道拓展，并担心业绩高增长会是爆品带来的“昙花一现”，而我们认为市场低估公司管理层经营思路求变的决心及效果：过去公司经营层面聚焦生产端，产品向下游推广打法上相对保守，以至经营受困，当前公司董事长等高层级领导亲自对接新渠道，体现积极合作态度，并在出样、供应链上全力支持，合作关系有望持续深化；与山姆合作不仅能为公司带来收入增量，山姆对产品趋势的把握亦有望为公司产品创新带来新思路，公司有望借助新渠道与新产品的共振实现加速破局。

盈利预测与估值

我们预测公司 25-27 年归母净利润为 2.1 亿元、2.6 亿元和 2.9 亿元，同比增速分别为 36.4%、19.3%、14.3%，对应 EPS 为 0.50、0.60、0.68 元。参考可比公司 26 年 PE 均值为 26x，给予其 26 年 26x PE，目标价 15.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；原料成本波动；食品安全风险。

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

15.60

吕若晨

SAC No. S0570525050002
SFC No. BEE828

研究员

lvruochen@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

倪欣雨

SAC No. S0570523080004
SFC No. BVQ058

研究员

nixinyu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至 9 月 19 日)	11.89
市值(人民币百万)	5,085
6 个月平均日成交额(人民币百万)	172.58
52 周价格范围(人民币)	5.72-15.93

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	1,182	1,637	1,942	2,229
+/-%	22.37	38.42	18.65	14.81
归属母公司净利润(百万)	157.33	214.60	255.92	292.61
+/-%	35.44	36.40	19.26	14.34
EPS(最新摊薄)	0.37	0.50	0.60	0.68
ROE(%)	8.87	12.00	12.76	12.95
PE(倍)	32.32	23.70	19.87	17.38
PB(倍)	2.87	2.84	2.54	2.25
EV EBITDA(倍)	18.59	14.70	11.99	10.06
股息率(%)	3.95	0.76	0.76	0.76

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,441	1,509	1,722	1,854	2,112
现金	105.47	238.69	330.40	304.60	547.64
应收账款	3.79	74.61	33.92	94.85	52.99
其他应收账款	0.62	1.37	1.39	1.88	1.87
预付账款	37.73	26.60	62.45	43.21	78.10
存货	340.64	336.84	462.41	578.61	600.63
其他流动资产	952.36	831.24	831.24	831.24	831.24
非流动资产	541.53	537.81	533.27	519.09	503.44
长期投资	14.01	15.07	17.28	19.43	21.63
固定投资	388.87	377.22	374.99	363.66	350.53
无形资产	48.89	48.30	45.07	41.85	38.56
其他非流动资产	89.75	97.22	95.93	94.15	92.73
资产总计	1,982	2,047	2,255	2,373	2,616
流动负债	105.83	240.99	435.34	336.31	324.62
短期借款	0.00	0.00	197.72	0.00	0.00
应付账款	22.15	38.48	47.35	55.50	63.33
其他流动负债	83.69	202.51	190.26	280.81	261.29
非流动负债	41.18	31.84	31.84	31.84	31.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.18	31.84	31.84	31.84	31.84
负债合计	147.01	272.83	467.18	368.15	356.46
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	427.69	427.69	427.69	427.69	427.69
资本公积	383.15	383.15	383.15	383.15	383.15
留存公积	1,024	963.49	1,170	1,416	1,697
归属母公司股东权益	1,835	1,774	1,788	2,005	2,259
负债和股东权益	1,982	2,047	2,255	2,373	2,616

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	(3.95)	228.51	80.07	183.46	252.62
净利润	116.16	157.33	214.60	255.92	292.61
折旧摊销	31.57	31.28	28.75	29.73	30.23
财务费用	(0.76)	0.11	(0.37)	(0.77)	(5.26)
投资损失	(23.38)	(20.74)	(21.56)	(22.06)	(20.56)
营运资金变动	(123.46)	74.07	(128.15)	(65.67)	(33.59)
其他经营现金	(4.08)	(13.53)	(13.20)	(13.70)	(10.81)
投资活动现金	7.88	122.21	15.59	26.18	23.66
资本支出	(10.46)	(20.85)	(22.00)	(13.40)	(12.38)
长期投资	(15.77)	109.12	(2.21)	(2.16)	(2.20)
其他投资现金	34.12	33.94	39.80	41.74	38.24
筹资活动现金	(166.64)	(220.05)	(3.94)	(235.45)	(33.23)
短期借款	0.00	0.00	197.72	(197.72)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	119.25	(76.76)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(145.43)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(140.45)	(143.29)	(201.67)	(37.72)	(33.23)
现金净增加额	(162.69)	130.71	91.71	(25.80)	243.04

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	966.21	1,182	1,637	1,942	2,229
营业成本	682.44	839.85	1,189	1,425	1,646
营业税金及附加	10.24	13.73	19.01	22.55	25.89
营业费用	118.04	125.86	144.76	156.21	172.66
管理费用	48.90	50.56	68.36	73.34	77.51
财务费用	(0.76)	0.11	(0.37)	(0.77)	(5.26)
资产减值损失	(0.01)	(0.03)	(0.04)	(0.04)	(0.05)
公允价值变动收益	6.96	18.27	18.27	19.70	17.70
投资净收益	23.38	20.74	21.56	22.06	20.56
营业利润	138.27	185.93	252.40	302.19	346.28
营业外收入	2.13	1.83	2.50	1.70	1.10
营业外支出	0.14	1.25	0.50	0.50	0.50
利润总额	140.26	186.51	254.40	303.39	346.88
所得税	24.10	29.18	39.81	47.47	54.28
净利润	116.16	157.33	214.60	255.92	292.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	116.16	157.33	214.60	255.92	292.61
EBITDA	170.83	217.47	282.19	331.64	371.03
EPS (人民币, 基本)	0.27	0.37	0.50	0.60	0.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(5.68)	22.37	38.42	18.65	14.81
营业利润	(22.82)	34.47	35.75	19.72	14.59
归属母公司净利润	(24.38)	35.44	36.40	19.26	14.34
获利能力 (%)					
毛利率	29.37	28.97	27.35	26.63	26.16
净利率	12.02	13.31	13.11	13.18	13.13
ROE	6.33	8.87	12.00	12.76	12.95
ROIC	11.76	23.31	27.05	30.55	34.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.42	13.33	20.72	15.51	13.63
净负债比率 (%)	(4.14)	(11.97)	(6.01)	(13.93)	(23.12)
流动比率	13.61	6.26	3.96	5.51	6.51
速动比率	7.77	4.75	2.74	3.66	4.41
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.59	0.76	0.84	0.89
应收账款周转率	412.95	30.16	30.16	30.16	30.16
应付账款周转率	22.01	27.71	27.71	27.71	27.71
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.37	0.50	0.60	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.01)	0.53	0.19	0.43	0.59
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.15	4.18	4.69	5.28
估值比率					
PE (倍)	43.78	32.32	23.70	19.87	17.38
PB (倍)	2.77	2.87	2.84	2.54	2.25
EV EBITDA (倍)	25.15	18.59	14.70	11.99	10.06

正文目录

核心观点	5
回望来时路：泡椒立基稳盘局，全渠拓品启新程	6
股权结构：家族控股股权集中，内部培养激励人才	9
整装再出发：三维度看泡卤龙头破局崛起	11
行业维度：中式零食崛起，高效渠道迭代	11
产品端：健康化、中式化趋势崛起，利好泡卤品类	11
渠道端：效率决胜，会员&量贩模式&直播电商重构渠道结构	12
成长维度：产品筑基 10 亿泡卤龙头，渠道再助 20 亿发展新阶	14
1 只产品→10 亿龙头：十年磨一剑，风味与供应链打磨铸造泡卤龙头之路	14
10 亿→20 亿进阶：渠道破新局，新品类与新渠道共振开拓新增量	16
利润维度：成本仍处低位，规模效应释放	20
盈利预测与估值	23
风险提示	26

图表目录

图表 1：公司三维度周期复盘	7
图表 2：公司股价复盘	7
图表 3：公司各产品营收占比	8
图表 4：公司各产品收入增速	8
图表 5：公司各地区营收占比	8
图表 6：公司各地区收入增速	8
图表 7：公司各渠道营收、增速及毛利率	9
图表 8：公司各渠道营收占比	9
图表 9：公司股权结构（截至 25H1 末）	9
图表 10：公司管理层履历	10
图表 11：中国、美国、日本人均热量摄入情况变化（卡路里/日）	11
图表 12：2011-2024 年中国零食品类规模拆分（终端零售销售额口径）	11
图表 13：全球零食市场中不同地区健康零食市场渗透率	12
图表 14：中国风味零食规模占比与海外对比（终端零售额口径）	12
图表 15：有友与部分品类大单品营养成分表对比	12
图表 16：中国食饮零售渠道结构	13
图表 17：山姆门店加速扩张	14
图表 18：零食量贩门店数量	14
图表 19：直播电商市场规模及增长率	14
图表 20：直播电商渗透率及增长率	14
图表 21：休闲即食、熟食凤爪行业主要企业	15

图表 22: 公司主要产品基本信息 (2024 年)	16
图表 23: 有友脱骨鸭掌商品信息	16
图表 24: 有友酸汤双脆商品信息	16
图表 25: 截至 2025 年 7 月各省份山姆门店数量 (营业+筹建)	17
图表 26: 山姆选品流程	17
图表 27: 休闲食品行业山姆链公司梳理	18
图表 28: 公司在会员制商超的 SKU	18
图表 29: 零食量贩行业龙头规模扩张	19
图表 30: 2027 年零食量贩市场有望超 1500 亿元	19
图表 31: 公司搭建自播矩阵推广多款新品	20
图表 32: 公司 22/23/24H1/24H2/25H1 线上收入及占比和增速	20
图表 33: 公司经销商及销售人员数量	20
图表 34: 公司分区域经销商数量及体量	20
图表 35: 有友食品成本结构测算	21
图表 36: 月度进鸡爪价格与数量走势	21
图表 37: 白羽肉毛鸡棚前收购价格及泡凤爪类产品毛利率	21
图表 38: 公司产能布局及利用率	22
图表 39: 有友食品分业务收入拆分 (百万元)	23
图表 40: 有友食品分业务产品毛利率	24
图表 41: 有友食品费用率&归母净利润拆分	24
图表 42: 可比公司估值表	24
图表 43: 自由现金流预测 (单位: 百万元)	25
图表 44: WACC 假定条件	25
图表 45: DCF 估值结果 (单位: 百万元)	25
图表 46: 公司权益价值敏感性分析 (单位: 百万元)	26
图表 47: 有友食品 PE-Bands	26
图表 48: 有友食品 PB-Bands	26

核心观点

公司是泡椒凤爪细分领域龙头，以领先产品力与品牌力站上十亿收入台阶；近年下游消费趋势发生深刻变革，会员 KA、零食量贩等高质量比渠道分流传统低效渠道，消费者对零食的需求亦从高热量带来的浅层满足，向能深层满足风味化/健康化/性价比的产品切换。2023 年公司应势求变，确立“大单品筑基+多品类突破+全渠道覆盖”战略，以健康泡卤产品打开山姆渠道，并凭借高响应速度/强供应链能力持续进驻新品，带来显著收入增量；此外积极拥抱量贩、直播电商，以传统大单品+创新产品持续导入，打开增量空间，我们看好公司当前处于产品、渠道、成本共振的加速成长期，有望加速向 20 亿收入新台阶迈进。

我们从三维度解读本轮崛起核心支撑：

1) 行业维度：产品与渠道的快速变迁为上游零食厂商带来新机遇。产品端，当前居民的零食消费偏好从热量满足转向对感性价值（健康化、口味化）和理性性价比的双重追求，魔芋、泡卤等具备中式风味化创新空间，叠加健康食材（低卡、高蛋白），持续替代糖巧等高热量西方零食；**渠道端**，高效率渠道（如零食量贩、会员制商超）兼具性价比与高品质，线上流量向抖快直播、小红书等新渠道迁移。有友食品作为爪类泡卤龙头，爪类健康化、泡卤风味化契合当前消费趋势，23 年公司全面拥抱新渠道，抓住会员制商超、量贩、直播电商渠道红利，依托行业趋势实现新一轮周期破局。

2) 成长维度：公司凭借泡椒凤爪大单品实现第一个十亿规模的跃迁，在大单品打造过程中打磨风味研发与供应链能力，依托安全/美味的产品属性实现全国化，这既契合了当时行业的升级趋势，亦为公司在新产品与渠道趋势跃迁中奠定基础；2023 年公司调整思路、坚定拥抱行业新趋势，与山姆合作，复用大单品在供应链与口味的多年打磨沉淀，且依托山姆团队进一步强化对产品趋势的理解与认识，在收入增量之外，加速了公司在产品创新与渠道拓展的破局进程，进入新一轮成长通道。

3) 利润维度：历史上公司利润率受鸡爪等原材料价格波动影响，23H2 成本进入下行周期、当前维持低位，鸡爪行业后续进口依赖度或持续降低、公司强化与头部企业合作，成本波动性有望减弱；当前公司会员超市、量贩、电商等新渠道贡献增量较多，渠道产业链地位提升引发市场对利润率结构性下行的担忧，但当前看新渠道低毛利率、低费率的模式对于公司利润率影响可控，且公司产能利用率低，新渠道放量有望显著释放规模效应、弥补渠道议价影响。

我们与市场观点不同之处：市场普遍关注公司短期新产品开发与新渠道拓展，并担心业绩高增长会是爆品带来的“昙花一现”，而我们认为市场低估公司管理层经营思路求变的决心及效果：过去公司经营层面聚焦生产端，产品向下游推广打法上相对保守，以至经营受困，当前公司董事长等高层级领导亲自对接新渠道，体现积极合作态度，并在出样、供应链上全力支持，合作关系有望持续深化；与山姆合作不仅能为公司带来收入增量，山姆对产品趋势的把握亦有望为公司产品创新带来新思路，公司有望借助新渠道与新产品的共振实现加速破局。

回望来时路：泡椒立基稳盘局，全渠拓品启新程

发展复盘：二十载成就泡卤领军企业，新渠道赋能二次变革。公司的前身为成立于 1987 年的有友大酒店，创始人鹿有忠先生做餐饮起家，在经营过程中发现泡椒凤爪倍受欢迎，产生了以该菜品为主导进行食品生产与加工的发展思路，转而研发泡凤爪包装食品。经过二十余年的发展，公司已形成以泡椒凤爪为主，皮晶、鸭掌、鸡翅及豆干、花生、竹笋等为辅的泡卤风味休闲食品系列。经历成本端、渠道端的阵痛，2024 年后靠新产品新渠道实现戴维斯双击，复盘公司 2019 年上市以来的经营周期：

2019 年：炒新情绪退潮后，PE.TTM 由峰值 39x 回落至 19Q4 的 20x，底部估值仅为同期休闲食品（中信）指数的一半。1) 业绩端：受非洲猪瘟影响，猪肉价格快速上涨带动鸡肉作为替代品需求激增，白羽肉鸡价格攀至历史高位，导致产品价格上涨、需求下滑，2019 年营收/归母净利润 YoY-8.4%/+0.5%。2) 产品端：2019 年核心产品泡椒凤爪占总营收比重达 83.7%，产品结构单一问题凸显，营收萎缩趋势未见好转，豆干、花生等其他品类收入均呈下滑态势。3) 渠道端：休闲食品电商渠道销售增速明显，新兴零食量贩模式开始崛起，但公司未能及时调整渠道策略，仍聚焦传统经销渠道，导致市场份额流失。

2020 年：网红新品+居家场景切入年轻客群，估值先于业绩修复（PE.TTM 由 19Q4-20Q1 的 20x 上下修复至 20Q4 的峰值 37x）。1) 业绩端：受益于非洲猪瘟消退和产能过剩影响下白羽肉鸡降价，毛利率提升明显，2020 年营收/归母净利润 YoY+8.4%/+26.1%。2) 产品端：重点开发低脂、高纤维健康零食，储备多项新产品，推出柠檬凤爪、藤椒凤爪等网红单品，推动客单价提升；3) 行业端：疫情加速行业洗牌，中小厂商因供应链中断和渠道萎缩退出市场，份额向龙头集中，且受益疫情催生“宅经济”，产品契合居家场景，线下商超和便利店销量逆势增长；4) 渠道端：组建电商团队，布局直播带货和社区团购。

2021 年-2024 年中：经营调整期产品、渠道落后竞对，PE.TTM 保持在 20x 左右的低位水平，利润下滑导致股价单边下行。1) 业绩端：原材料成本高位运行叠加公司研发落后竞争加剧导致业绩承压，2021-2023 年营收/归母净利润 CAGR 为-4.0%/-19.9%。2) 产品端：核心产品泡椒凤爪收入持续下滑，颓势源于消费者对单一口味的审美疲劳，且新品研发滞后，健康化产品推广慢于市场整体水平，而王小卤、无穷等新兴品牌通过虎皮凤爪、去骨凤爪等差异化产品分流市场。3) 渠道端：期间公司持续摸索渠道调整机会，直至 24 年中会员店渠道战略级突破，量贩零食渠道逐步渗透，线上渠道布局见效。

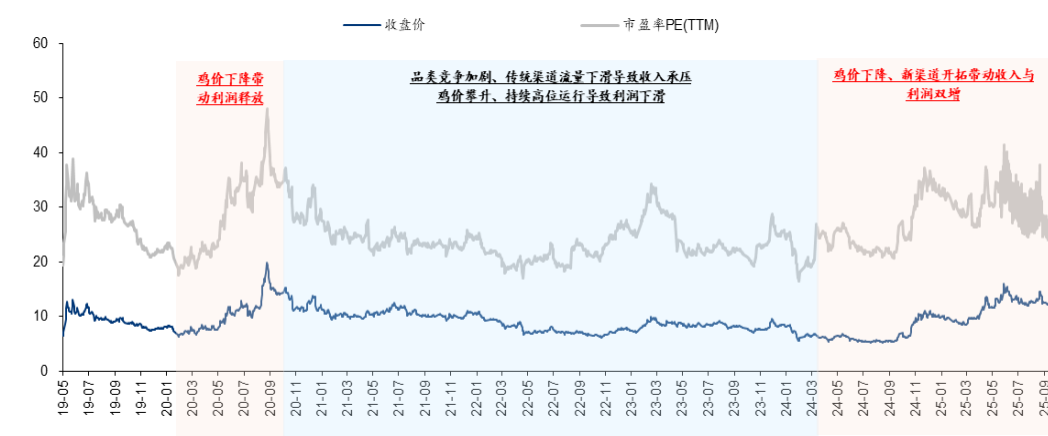
2024 年中-2025 年 8 月：新品导入+多渠道发力，实现估值与业绩的双击，PE.TTM 修复至 30-35x。1) 业绩端：脱骨鸭掌成功开启第二增长曲线，原材料价格持续下行推动盈利修复，2024 年营收/归母净利润 YoY+22.4%/+35.4%。2) 产品端：新品脱骨鸭掌在山姆会员店迅速走红，迅速成长为第二大单品，筋骨棒、鸡脚筋等新品也进入快速放量阶段。3) 渠道端：在山姆、Costco、盒马等会员制商超均实现多 SKU 突破，产品研发能力提升助力公司加速进入量贩、直播电商渠道，新兴渠道放量显著带动公司业绩高增。

图表1：公司三维度周期复盘

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
收入YOY	-8.4%	8.4%	11.6%	-16.0%	-5.7%	22.4%	45.6%
归母净利润YOY	0.5%	26.1%	-2.7%	-30.1%	-24.4%	35.4%	42.5%
期间股价涨跌幅	/	45%	-9%	-26%	8%	18%	38%
期末PE（FY1）	/	24.92	22.16	22.16	25.35	28.35	27.80
成本周期	↑受非洲猪瘟影响鸡价上涨	↓非洲猪瘟消退/产能过剩带动鸡价下降	↑高位运行：白羽肉毛鸡价格趋势上升，整体高位运行			↓24H2原材料价格持续下行推动盈利修复	
毛利率YOY	1.6%	0.0%	-2.7%	-0.7%	-1.9%	-0.4%	-3.3%
集贸市场活鸡价格:YoY	16.6%	-10.8%	2.6%	6.2%	-1.7%	-1.6%	-2.3%
冻鸡爪进口均价：YOY	38.3%	-21.3%	18.9%	44.4%	-16.5%	-0.8%	-1.8%
产品周期（收入占比）	↓产品结构单一，依赖核心大单品泡椒凤爪	↑鸡爪竞争加剧、新品通过渠道激励强化推广、但新品增长较慢				↑24年7月脱骨鸭掌素食礼包、酸汤双脆三大SKU进入山姆渠道，产品创新加速	
肉制品：泡椒凤爪	83.8%	83.5%	78.8%	76.4%	74.8%	66.4%	
肉制品：其他泡卤类产品（主要为山姆产品）	/	/	/	/	/	12.9%	
肉制品：猪皮晶、鸡翅等	8.7%	7.0%	7.5%	7.6%	12.1%	11.9%	
其他：花生、竹笋等	7.2%	9.3%	11.6%	15.6%	12.5%	8.2%	
渠道周期（收入占比）	↓电商/量贩崛起，分流传统渠道	↑线上渠道开拓：组建电商团队，布局直播带货和社区团购		↑会员店渠道战略级突破，量贩零食渠道逐步渗透，线上渠道布局见效			
线上	1.7%	2.3%	2.8%	2.6%	2.3%	5.7%	6.4%
线下	98.3%	97.7%	97.2%	97.4%	97.7%	94.3%	93.64%

资料来源：Wind，公司官网，华泰研究

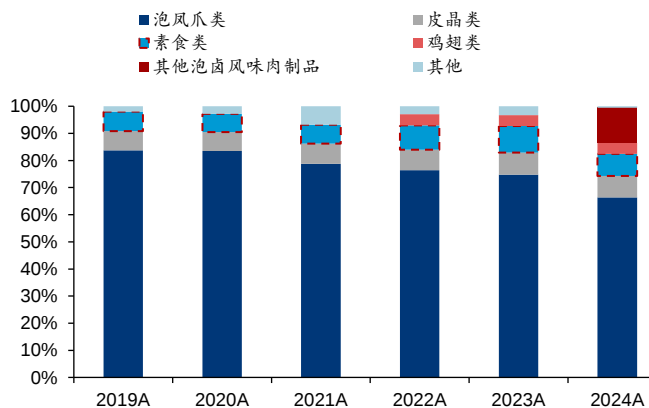
图表2：公司股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

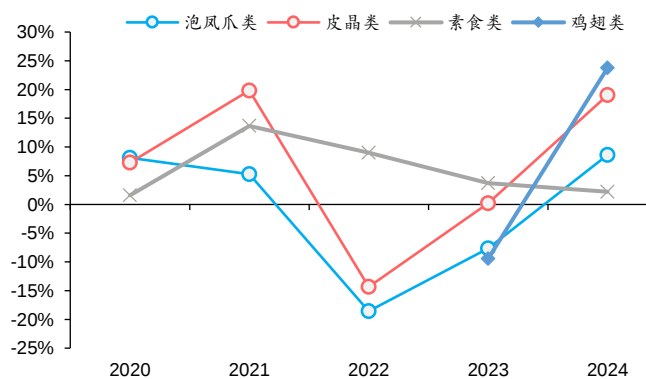
产品构成：核心单品泡凤爪重拾升势，新品导入顺利。2024 年泡凤爪类/皮晶类/素食类/鸡翅类/其他泡卤风味肉制品分别实现收入 7.9/0.9/0.9/0.5/1.5 亿元，2020-2024 年泡凤爪类/皮晶类/素食类 CAGR-1.5%/+5.6%/+17.8%，25H1 半年报分产品收入披露口径变化，25H1 禽类制品/畜类制品/蔬菜制品及其他分别实现收入 6.6/0.5/0.5 亿元，YoY55.0%/11.0%/-1.6%。各产品具体表现如下：**1）泡凤爪类：**自上市来营收占比持续下行，历经三年调整期后重拾升势，2024 年收入同比上升 8.6%，前期主要系原材料成本上升，提价后营收下降；**2）其他泡卤风味肉制品：**2024 年收入高增、迅速成为泡凤爪之外的第二大单品，主因 24 年与山姆合作的脱骨鸭掌产品孵化顺利等新产品导入顺利，成为新增长极。

图表3：公司各产品营收占比



资料来源：公司公告，华泰研究

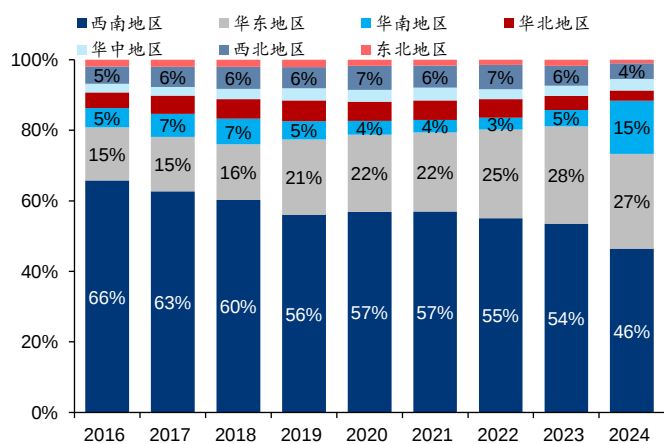
图表4：公司各产品收入增速



资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

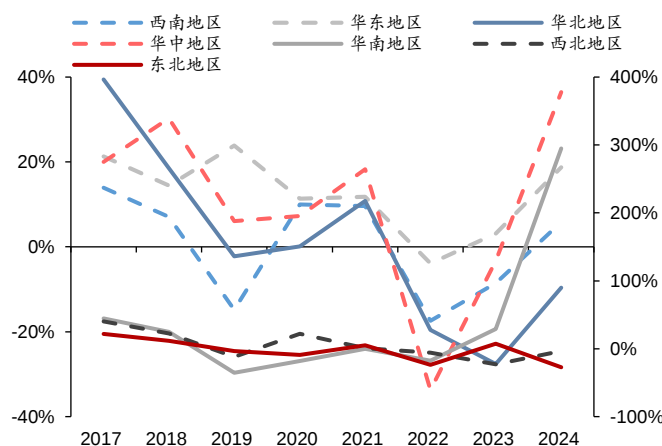
地区构成：西南基本盘稳固，华东、华南新增长极崛起，西北、华北市场趋稳。1) **西南地区：**渠道下沉保持规模优势，仍为最大市场；2) **华东地区：**品牌推广团队落地上海、杭州，资源倾斜下保持高增，3-5 年翻倍计划稳步推进；3) **华南地区：**山姆渠道脱骨鸭掌单品破圈，新品导入期毛利相对较低；4) **其他地区：**华中地区受益新渠道+新产品实现高增，华北、西北差异化策略下收入降速放缓。

图表5：公司各地区营收占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司各地区收入增速

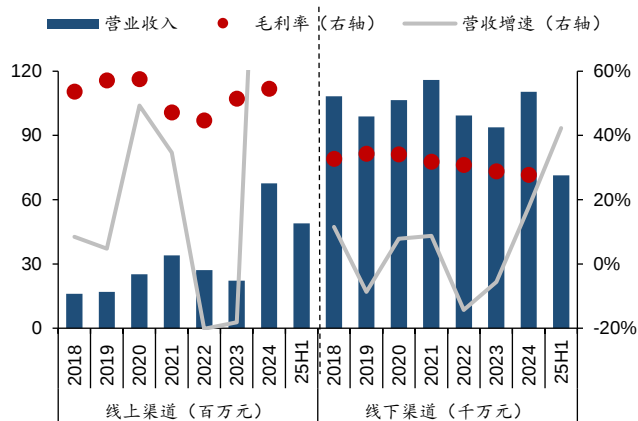


注：西北、东北地区为右轴

资料来源：公司公告，华泰研究

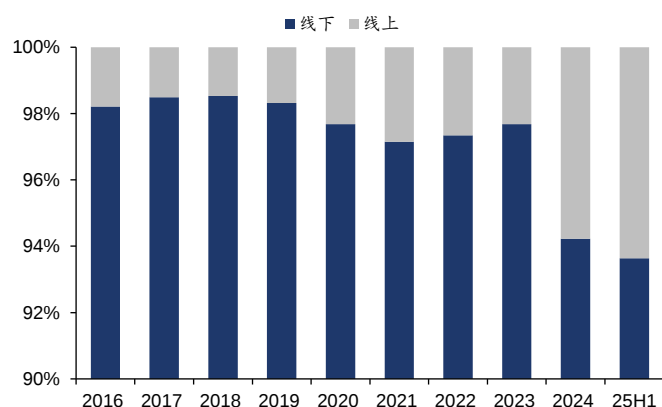
渠道构成：线上渠道扭转长期弱势，线下渠道重拾增长。2024 年线上/线下渠道收入 0.7/11.0 亿元，毛利率 54.5%/27.69%，2020-2024 年 CAGR 31.9%/2.2%。公司过去更侧重于生产端，产品力和口味研发表现出色，但在营销招商、渠道开发方面相对保守，内部组织变革及渠道模式变化后，管理层积极思变，自 2023 年起加大新零售和互联网营销的资源投入，2024 年初步兑现成果，线上渠道同比增长 204.3%。线上渠道保持高速增长、会员渠道单品爆款出圈、量贩渠道与主要品牌建立合作，逐步通过“传统渠道守基本盘、新兴渠道创增量”策略实现转型。

图表7：公司各渠道营收、增速及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：公司各渠道营收占比

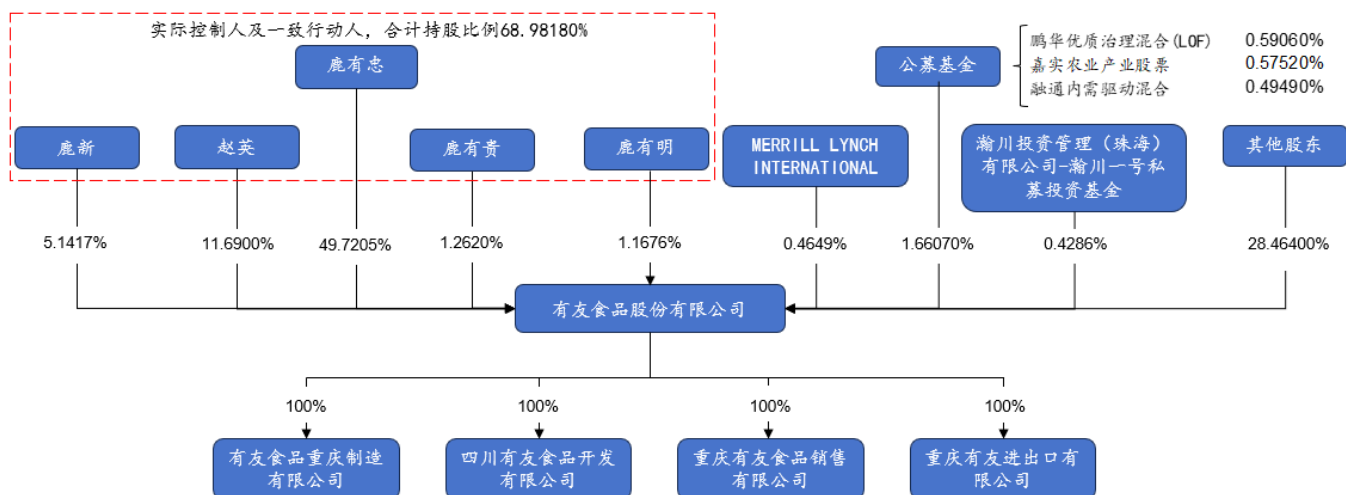


资料来源：公司公告，华泰研究

股权结构：家族控股股权集中，内部培养激励人才

股权结构：股权结构集中，控制权稳定。截至 25H1 末，公司前十大股东控股 71.54%，其中鹿有忠、鹿新、赵英、鹿有贵及鹿有明作为一致行动人，合计持股 68.89%，实控人家族拥有绝对控制权，有效提升决策效率，同时保障战略延续性。2025 年 6 月 23 日，实控人及一致行动人因个人资金需求，自公司上市以来首次减持股票，减持比例不超过公司股本 3%，减持完成后持股比例预计不低于 67%，仍为市场较高水平。

图表9：公司股权结构（截至 25H1 末）



资料来源：公司公告，企查查，华泰研究

管理团队：采用内部培养、基层选拔模式，老将坐镇+新锐补强，兼顾人才激励与团队建设。董监高成员多有十年以上公司内部从业履历，基层经验涉及生产、研发、采购、财务、运维等关键环节，积累贯穿产业链的知识储备，深悉业务痛点与资源分布，高效实施运营管理。董事长鹿永忠 80 年代便切入餐饮领域，90 年代创新性开发泡椒凤爪，对休闲食品产业周期与消费趋势具有前瞻洞察，核心高管自企业初创期便深度参与生产体系搭建与产品研发迭代。

图表10：公司管理层履历

姓名	职务	入职时间	从业履历
鹿有忠	董事长、总经理	1997年	1994年-2005年任有友饮食法定代表人、经理，1997年-2008年任有友开发法定代表人、董事长、总经理，2007年创立有友实业并担任法定代表人、执行董事、总经理。
鹿新	董事	2011年	2012年-2013年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。现任本公司董事。
李学辉	董事、副总经理	2005年	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、总工程师。
崔海彬	董事、财务总监	2015年	2015年5月加入有友食品，历任财务总监助理、财务总监。
陈鹏	职工代表监事	2015年	2015年加入有友食品，从事信息化建设及运维管理工作。
周庭伟	监事	2015年	2015年加入有友食品，就职于有友食品总经理办公室。
张义承	监事	2008年	2008年加入有友食品，现从事研发工作。
鹿游	副总经理	2009年	2009年-2013年，任有友食品股份有限公司研发部助理；2015年-2019年，任职于有友食品股份有限公司研发部、采购部，现任本公司副总经理。
梁余	董事会秘书	2024年	2024年加入有友食品，任本公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，企查查，华泰研究

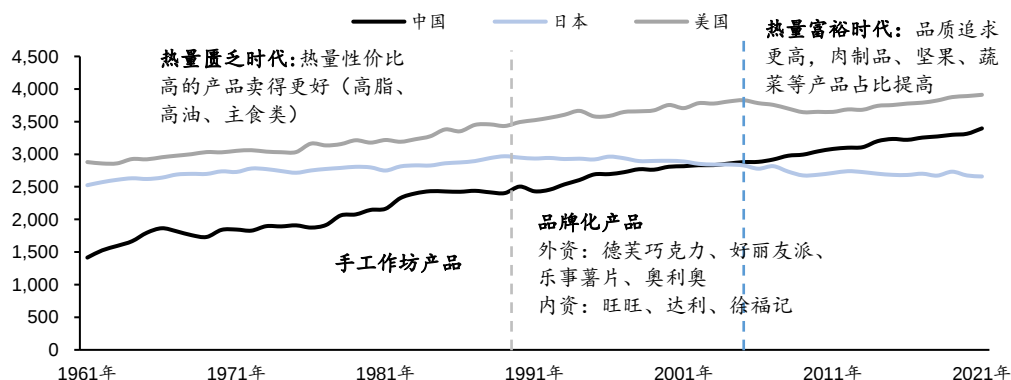
整装再出发：三维度看泡卤龙头破局崛起

行业维度：中式零食崛起，高效渠道迭代

产品端：健康化、中式化趋势崛起，利好泡卤品类

中国零食行业的发展历经了从物质匮乏到供过于求的变迁，消费偏好也从基础饱腹转向对感性价值（健康化、口味化）和理性性价比的双重追求，具体体现为以下趋势：1) **健康化**：随着热量匮乏时代的逝去、健康意识的提升，消费者对于零食的需求由高油高糖高脂的糖巧等品类转向健康化品类，如低脂低糖低热量的魔芋、燕麦等品类；2) **口味化**：在基础口味普及的背景下，口味创新成为承载情绪价值的关键，表现为追求极致刺激（如打造“痛感-快感”循环的超辣味）、融入文化符号唤起情感共鸣（如地域特色口味）；3) **中式化**：零食正成为应对快节奏都市生活的“代餐”，通过技术创新（如速食复水、香气锁留、快速熟化技术）在通勤、加班等场景中高效替代正餐，因此在中式餐饮的基础上延伸出中式化口味的零食品类（如凤爪、辣条、魔芋、鹌鹑蛋等）。

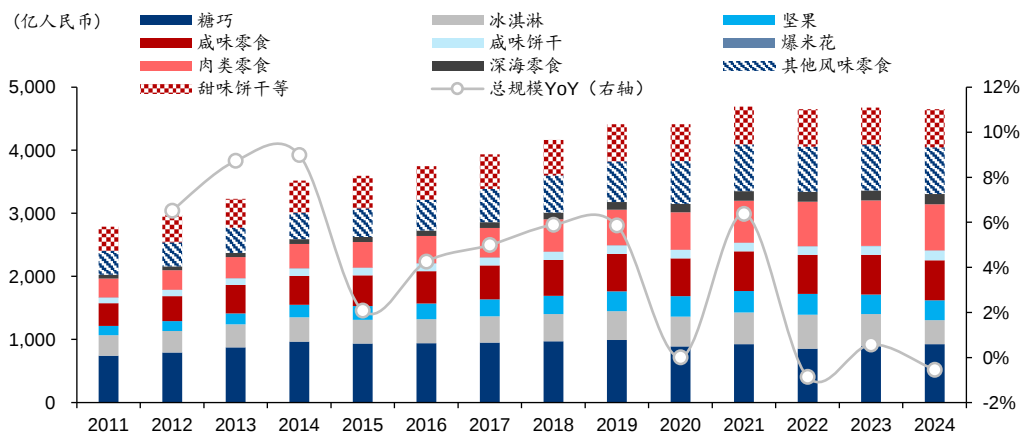
图表11：中国、美国、日本人均热量摄入情况变化（卡路里/日）



资料来源：Wind，华泰研究

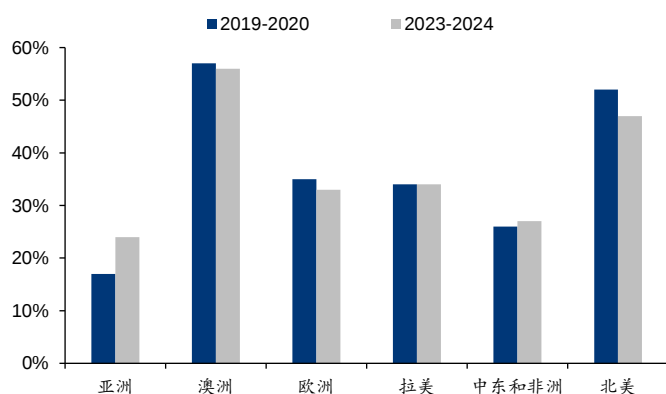
健康化趋势显著，品类增速分化，高热量增速下滑，健康品类持续成长。根据欧睿数据，2020-2024 年零食行业零售销售额整体 CAGR 为 1.1%，分品类看，传统高热量品类糖巧、冰激凌、甜味饼干零售销售额 CAGR 为 -1.4%/-1.7%/+0.6%，低于零食行业整体增速，而健康化、风味化的零食品类销售额增速高于行业平均，如肉类、深海、其他风味零食 2020-2024 年零售销售额 CAGR 为 5.5%/5.9%/2.8%。

图表12：2011-2024 年中国零食品类规模拆分（终端零售销售额口径）



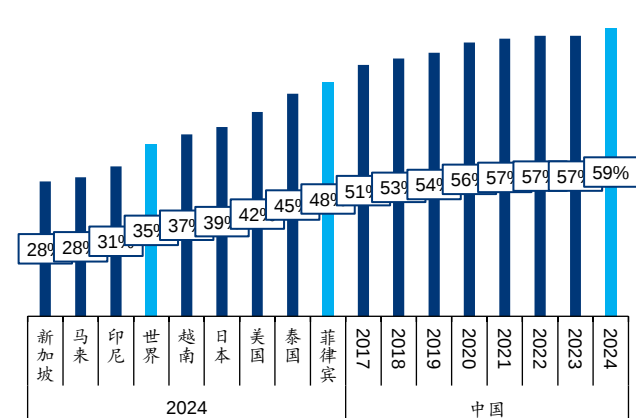
资料来源：欧睿，华泰研究

图表13：全球零食市场中不同地区健康零食市场渗透率



资料来源：Innova, 华泰研究

图表14：中国风味零食规模占比与海外对比（终端零售额口径）



注：风味零食包括坚果、咸味零食、咸味饼干、爆米花、肉类零食、深海零食、其他风味零食

资料来源：欧睿，华泰研究

24 年休闲即食&熟食凤爪行业规模合计突破百亿，风味化、健康化趋势驱动行业规模快速扩容据智研咨询和行业魔方，2024 年休闲即食/熟食凤爪市场规模（出厂口径）分别为 39/88 亿，2020-2024 年 CAGR 为 5.3%/5.4%，其口味多元（涵盖泡椒、盐焗、虎皮等）、独特的口感体验以及富含胶原蛋白的营养特性，高度契合当下健康悦己的消费趋势和即食便捷的消费场景：

口味属性：卤制品作为中国传统美食的代表，凭借其多元地域风味体系（如麻辣川卤、江南糟卤、北方酱卤等），拥有广泛的消费基础和显著的消费粘性，我国卤味品类整体市场规模已从 2018 年的 2,330 亿元增长至 2023 年的 3,180 亿元，年复合增长率(CAGR)达 6.4%，增速略高于休闲食品行业平均水平(据欧睿，19-24 年休闲零食行业规模 CAGR 为 -0.6%)。

健康属性：从营养成分表对比看，肉类零食、风味零食的热量整体显著低于糖巧品类，魔芋品类近年来天然具备“低热量&富含膳食纤维”等健康属性、独特的口感、突出的性价比，加速成长为休闲食品行业中增速最快的细分赛道之一，而有友的凤爪、猪皮晶、脱骨鸭掌等产品，在营养成分表对比的维度下比魔芋更符合健康需求，在相对更低热量的同时，具有高蛋白含量，并更好地控制了钠的含量。

图表15：有友与部分品类大单品营养成分表对比

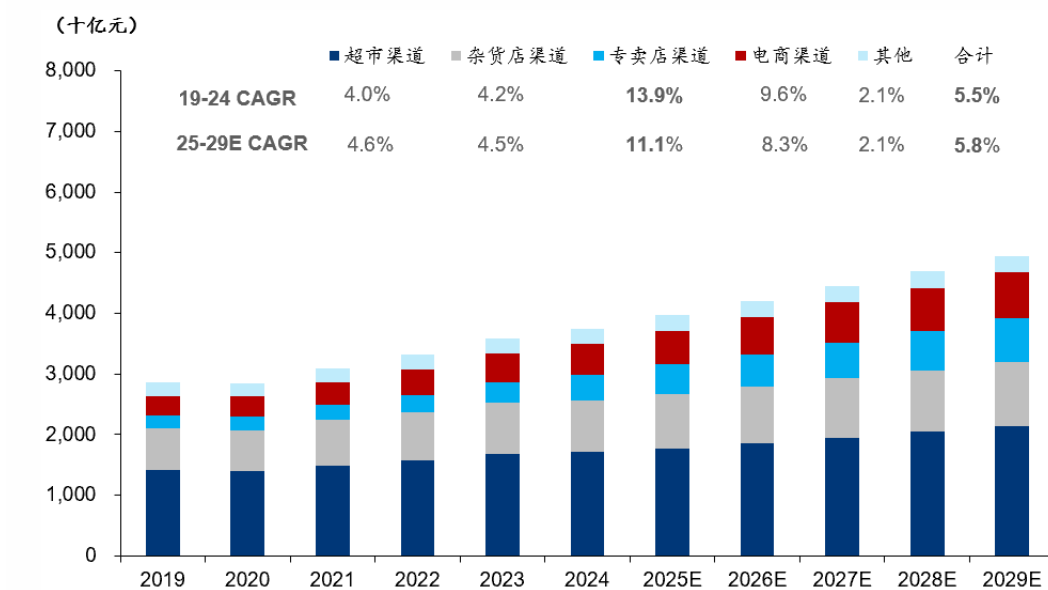
品牌	有友	有友	有友	有友	有友	亿滋食品	玛氏	旺旺	卫龙	盐津铺子
产品	山椒味脱骨鸭掌	筋脆骨+掌中宝酸辣双脆	山椒凤爪	素食主义-海带	猪皮晶	奥利奥经典原味夹心饼干	德芙牛奶巧克力	旺旺雪饼	大面筋	大魔王
能量 (千焦/100g)	531	518	606	150	679	2027	2270	2017	1821	735
蛋白质 (g/100g)	17.9	15.9	17.6	1.1	19.4	4.8	6.3	4.4	7.2	2.2
脂肪 (g/100g)	5.3	3.2	7.2	0	7.6	21.1	31.6	18.5	25	15.2
碳水化合物 (g/100g)	1.8	7.6	2.4	6	4	67.8	57	74	45.5	5
钠 (mg/100g)	753	1220	1374	778	1460	360	67	650	2563	1135

资料来源：山姆会员商店 SamsClub 小程序，盒马 APP，天猫超市，华泰研究

渠道端：效率决胜，会员&量贩模式&直播电商重构渠道结构

渠道效率变革深化，倒闭零食厂商提效求变。线下端：中国零售业正在经历一场前所未有的结构性调整，以商超为核心的传统大卖场模式日渐式微，而小型化、生鲜化、折扣化的新型零售业态迅速崛起，以会员店/零食量贩店为代表的新零售渠道体现为“终端离消费者更近”和“链路距消费者更短”的特点，品牌厂商与终端的直接对接将过去层层加价的渠道利润出让给消费者，以高质价比获得流量优势，生产端企业在与零售端的博弈中，唯通过供应链、品牌和食品安全管理方可维持利润空间。**线上端：**抖快电商、小红书等依托短视频平台流量和生活方式种草等产生流量，当前亦形成成熟电商闭环链条，持续分流天猫、京东等传统货架电商。据鸣鸣很忙招股书引用的沙利文数据，近年来专卖店 GMV 占比持续提升（由 2019 年的 7.6% 提升至 2024 年的 11.2%），线上化趋势亦拉动电商 GMV 占比提升 2.4pct 至 13.6%，传统的超市/杂货店渠道 GMV 占比则下降 3.4/1.4pct。

图表16：中国食饮零售渠道结构

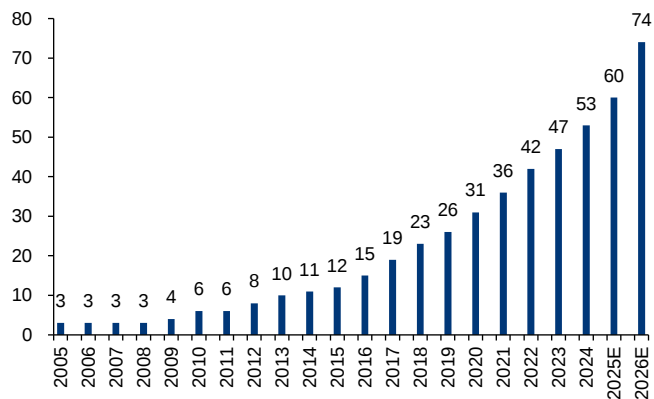


线下端：中国城乡二元结构显著，需求分化，性价比消费趋势崛起驱动各类零售业态往高效的硬折扣业态发展：2010s 前后电商基本完成轻体验、高加价、中低频消费品的渗透，当前线下高频消费场景是提效核心，通过高效、低成本运营，以保障收入规模提升→成本费用摊薄→盈利提升→持续拓店的正向循环，但由于需求分化，不同业态需嵌入更加明确的“客群×品类”场景中，如下沉市场以低货值的零食切入、强调极致性价比，高线城市的会员超市等业态多覆盖中产“高质中价”需求。从商业模式倒推选品逻辑，海内外硬折扣零售商依靠消费群体精准定位→搭建共性需求下的极简 SKU 组合→实现规模效应与定价优势，在量贩 1.0 时代，如山姆的会员费/选址/大包规/高品质差异化商品均围绕中产以上有大房子大冰箱的家庭设计，定位高质中高价；零食量贩则定位年轻人（如学生、女性群体）。

山姆：严选商品+极致性价比，蛰伏 20 年后乘势迸发。1996-2017 年 20 年内，山姆仅在国内开设 19 家门店、覆盖 16 个城市，山姆奉行“宽 SPU、窄 SKU”原则，锚定中产客群，精选约 4000 个 SKU（传统商超 SKU 普遍超万个），提升运营效率与会员决策效率，其中自有品牌 Member's Mark 占比超 30%，展现出差异化、性价比与爆品孵化能力，并转化为客户粘性，随着小红书等社交平台“山姆必买清单”等内容爆红，近年门店数量开始逆势迸发，在传统商超（如沃尔玛）被线上及量贩持续分流的背景下，山姆近年来开店持续加速，2018-2024 年累计新开门店 24 家，根据 LatePost 数据，山姆会员年均消费 13000 元，年续卡率稳定在 60%以上。

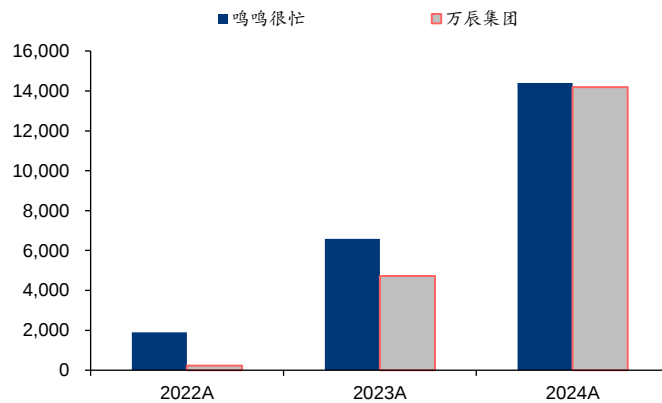
零食量贩：双龙头格局已定，万店系统构建高效率系统。零食量贩通过低价+散称体验吸引客流，通过厂商直供实现性价比，24 年大额开店补贴帮助龙头完成跑马圈地、建立起规模效应，在零食品类建立起强势的价格、品质、采购、体验优势，实现持续客流和稳定盈利。通过直采砍掉传统经销层级的加价成本，同时依托万店规模形成规模化集采议价能力，倒逼上游厂商优化生产工艺并让渡成本空间。据公司公告，截至 24 年底，鸣鸣很忙与万辰集团在全国门店数达 14,394/14,196 家，量贩业务收入 393/318 亿元，成为上游零食厂商的重要增量渠道。

图表17: 山姆门店加速扩张



注: 预测数据来自于联商网
 资料来源: 联商网, 华泰研究

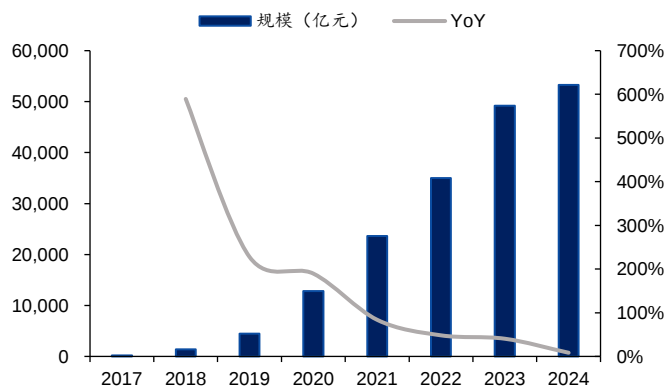
图表18: 零食量贩门店数量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

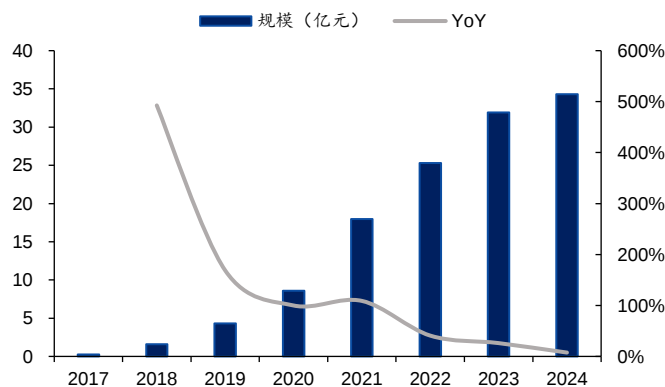
线上端: 供需两侧共同推动直播电商等新渠道崛起。需求端: 消费者性价比消费趋势兴起, 抖音电商显示用户以低价消费心态为主, 休闲零食相对小客单价、向性价比方向发展的特征与抖音用户需求吻合; 其次, 休闲零食满足冲动消费心理, 与直播间观看即时下单特性相匹配, 符合抖音用户消费心态。**2) 供给端:** 一方面, 传统货架电商持续分流, 抖快等直播电商自带巨大流量与成熟的物流基础设施持续受益, 为休闲零食企业提供更多品牌及产品曝光的可能性; 另一方面休闲零食企业对直播电商渠道的重视度逐渐提升, 在抖快等电商渠道的投入力度加大, 构建达播与自播矩阵。2024 年直播电商交易规模达 5.3 万亿元, 同比增速 8.31% (2019-2023 年增速超 30%), 渗透率达到 34.3%, 持续挤占传统电商份额。

图表19: 直播电商市场规模及增长率



资料来源: 网经社, 华泰研究

图表20: 直播电商渗透率及增长率



资料来源: 网经社, 华泰研究

成长维度: 产品筑基 10 亿泡卤龙头, 渠道再助 20 亿发展新阶

1 只产品→10 亿龙头: 十年磨一剑, 风味与供应链打磨铸造泡卤龙头之路

聚焦休闲凤爪赛道: 行业格局分散、“3+X”格局明晰, 有友、王小卤、脱骨侠 3 个 10 亿级龙头在各细分品类充分发挥各自优势。1) 有友食品: 依托先发优势聚焦产品创新、渠道拓展与产能扩张, 在泡椒凤爪细分赛道中, 作为绝对龙头, 其后是区域性品牌及线上渠道名企如重庆辣媳妇、奇爽、盐津铺子等; 2) 王小卤: 展现极致的营销能力与全渠道渗透能力, 线上线下载全覆盖迅速导入市场, 快速实现弯道超车; 3) 脱骨侠: 发力供应链效率、产品体验差异化与精准场景营销, 通过智能化工厂高效“去骨留筋”, 解决传统鸡爪食用不便痛点, 并通过绑定消费场景实现市场渗透。头部企业在细分赛道依托产品特色与供应链优势实现超车, 具体看:

图表21：休闲即食、熟食凤爪行业主要企业

行业地位	品牌	凤爪类产品	营收/线上销售 价格（元） 年销量（件）	发展历程	业务概述
细分品类 龙头	王小卤	虎皮凤爪	12亿+	2016年成立，注册资本163万元。起初售卖熟食卤味，2019年将业务重心转向虎皮凤爪，凭借该单品实现高速增长。	以虎皮凤爪为核心，丰富产品口味，推出半只装、渠道定制款等满足不同需求，同时拓展新的卤味零食品类。渠道上，构建了线上线下融合的渠道体系，线下零售终端数量目标50万+（23年为20万）。
	有友	泡椒凤爪	8亿	1997年成立，注册资本4.28亿元，泡凤爪行业的开创者，泡凤爪行业上市第一股。	以泡凤爪为核心大单品，拥有糖皮凤爪、卤香鸡翅等经典产品，近期推出脱骨鸭掌、鸡脚筋等新品。渠道上，过去依赖传统经销商渠道，近年转变打法，与会员制商超、零售量贩店深度合作，线上同步发力，构建全渠道营销体系。
	脱骨侠 卓希食品	脱骨凤爪	86.9	前身为安徽卓希食品，早期以代工为主，2021年10月正式推出自主品牌，2022年开启集团化运营。	脱骨凤爪市占率第一，柠檬酸辣味为核心大单品，推出50g便携装（适配办公场景）、1000g家庭装（佐餐场景）及冷链锁鲜装（餐饮B端），覆盖全场景需求。渠道拓展天猫、京东等传统电商及抖音直播渠道，同时入驻盒马、Costco等高端商超。
线上渠道 名企	无穷	虎皮凤爪	33.96	1999年成立，注册资本1.09亿元，集养殖、研发、生产、营销于一体，拥有南北两大现代化肉禽食品制造基地。	主营盐焗、烧烤、汤煮、酱卤等4大系列50多个品种。渠道上，立足传统渠道，开拓新零售渠道，产品进入沃尔玛等线下重点零售渠道，终端KA门店超3000家，国内BC类型小超市及便利店超10万家。
	良品铺子	脱骨凤爪	19.9	2006年成立，注册资本4.01亿元，以休闲食品研发、加工、零售为主。	产品涵盖坚果、肉类零食、糕点等多个品类。渠道上，通过线上线下融合的方式，在全国多地开设门店，线上在各大电商平台均有布局。
	百草味	虎皮凤爪	8.9	2003年成立，注册资本2.5亿元。起初是线下休闲零食店，2010年转型电商，2020年被百事公司收购。	以坚果果干为主，产品涵盖健康坚果、肉脯卤味等多个品类，拥有1000+SKU。通过线上电商平台、线下商超、新零售门店等全渠道销售，线下加盟店覆盖16个省市，在全国建立了十五大仓储物流中心。
	三只松鼠	虎皮凤爪	8.9	2012年成立，注册资本4.01亿元，依靠坚果起家，借助电商平台迅速发展，后逐渐拓展线下门店。	产品种类丰富，包括坚果、肉类零食、糕点等。线上依托天猫、京东等电商平台，线下开设“三只松鼠投食店”等门店，同时与商超等渠道合作。
	小胡鸭	脱骨凤爪	54.9	1996年成立，注册资本4013万元，主要从事禽类、水生蔬菜产品深加工，开设连锁经营门店300多个。	以荆江麻鸭为主要原材料，产品分为香酥、香酥等五大系列，近百个品种，通过线下连锁经营门店和线上网络营销覆盖全国市场，在湖北等地有较高知名度。
	卫龙	虎皮凤爪	40	品牌前身可追溯至1861年的卫龙卫人食品，2019年由四川卫人食品重组，2020年转型无骨鸡爪赛道。	将乐山钵钵鸡调料配方融入鸡爪，契合年轻消费者对“清爽不腻”的需求，以川渝为根据地，逐步向江浙、华南渗透，2020年试水直播带货，2025年线下入驻永辉、盒马等商超。
	辣媳妇	泡椒凤爪	15.9	2001年成立，注册资本450万元，从事肉、豆、蔬菜制品的生产、销售。	以泡椒凤爪起家，通过“鲜泡工艺”实现技术突破，并扩展至豆制品、蔬菜制品等近40种产品，以川渝为根据地，通过“高密度门店+社区团购”实现本地市场全覆盖，销售网点覆盖了国内三十多个省市、自治区。
区域龙头/ 知名品牌	奇爽	泡椒凤爪	28.9	2003年成立，注册资本1.5亿元，为西南区最大休闲豆制品加工企业，先后在重庆、威海、泸州及蒙平建立五个生产基地。	拥有“奇爽”、“乐棒”两大品牌，产品涵盖豆制品、肉制品、蔬菜制品等，以豆制品为特色，率先推出数斤装斤模式的小包装豆干，引领休闲豆制品行业进入新的终端营销模式，同时囊括山椒凤爪、虎皮凤爪、无骨凤爪等多款凤爪类产品。
	紫燕	虎皮凤爪	39.9	2000年成立，注册资本4.14亿元，拥有多座大型标准工厂、完善的供应链体系和冷链配送系统，2022年成功在上交所主板上市。	2000年成立，注册资本4.14亿元，拥有多座大型标准工厂、完善的供应链体系和冷链配送系统，2022年成功在上交所主板上市。
	盼盼	卤味凤爪	41.9	2004年成立，注册资本588万元，主要从事肉制品、调味品的加工、销售。	以泡椒凤爪为核心单品，延伸至鸭类（鸭翅、鸭脖等）、豆制品、蔬菜制品等70余种产品。在福建及周边省市开设200余家加盟店，部分门店采用“现捞现煮”模式，同时覆盖商超、电商等渠道。
	品品	泡椒凤爪	11.8	2013年成立，注册资本5500万元，致力于研发、生产、销售肉类休闲食品。	拥有品品、达嘴、煮食等等多品牌，品品以牛板筋为核心品类，达嘴主推鸭肉零食（如香泡凤爪）。以川渝为根据地，通过“高密度门店+社区团购”渗透本地消费场景，在川渝、东北等核心市场建立七大区域销售中心，与山姆、家乐福、沃尔玛等大型连锁商超深度合作，实现“货架即触达”。

注：价格、年销量来自淘特，分别为产品优惠价前价格、全网热销件数（在天猫、天猫国际、淘宝平台销售的同型号同规格的同款产品，基于过去 365 天销量加总）
资料来源：公司公告，企查查，淘特，华泰研究

供应链打磨夯实公司龙头品牌技术：休闲凤爪作为低货值零食，零售单价平均在 1.5 元/只左右，由于熟食自制、家庭作坊广泛存在，**如何锐化供应链、以品质消除消费者对于凤爪类产品安全、卫生的担忧是建立品牌与规模的必经之难。**有友的大单品泡椒凤爪属于“泡肉”类产品，采用川渝地区民间传统工艺，精选鲜冻肉鸡爪配以红泡椒或野山椒等泡制而成，其口味独特，回味无穷，以麻辣有滋、皮韧肉香而著称较于卤肉制品的多样化，我国的泡制食品长期以各类蔬菜为主要加工对象，而肉制品则因其易变质、难保存的特点较少采用发酵工艺进行加工，有友研发“泡肉”技术，并拥有泡椒凤爪国家专利（总计 31 项专利），生产工艺标准化，从原料解冻→切制→泡制→包装→灭菌层层把关，生产过程实现全流程监控，降低食品安全风险（获 ISO22000、BRC-B+认证），并可确保口味一致性，在产品品质上领先二梯队龙头与区域小企业，在零食行业发展早期、小企业林立、产品鱼龙混杂的阶段依托供应链与品质优势领跑。

风味化新品与健康化升级进一步验证公司产品实力：1）健康化升级：2024 年 7 月公司与山姆合作推出脱骨鸭掌新品，首发于山姆会员店渠道，实施减盐 25%和 0 添加防腐剂/人工色素的配方，24Q3 公司将减盐工艺复用至核心泡椒凤爪产品线，25H1 实现减盐 25%的升级，实现减盐不减味，确保 0 添加防腐剂/人工色素，结合爪类产品低脂高蛋白特性，进一步提升健康化属性。**2）产品创新：**公司凤爪类产品口味矩阵覆盖山椒、酸菜、椒香、藤椒、柠檬等风味，满足多元化消费需求，2016 年公司提出“1+2+N”战略，将皮晶冻和泡椒竹笋确立为泡椒凤爪之外的两大主推产品，单独设立奖励额度激励经销商推广新品，其后将非泡椒凤爪产品（比如豆干等）陆续纳入奖励范围，拉动公司非泡椒凤爪类产品收入占比由 19 年的 14%提升至 24 年的 33%，降低公司对单一产品依赖度的同时，彰显了公司新品打造能力。

图表22：公司主要产品基本信息（2024 年）

产品系列	收入占比	毛利率	代表产品	口味种类	产品外观	产品价格（元/公斤）		
						出厂价	线上终端零售价	线下终端零售价
泡凤爪类	67.0%	31.6%	山椒泡凤爪	山椒、醋椒、藤椒、柠檬、香辣、椒香、酸菜		46.7	82.1	114.0
皮品类	8.0%	39.4%	猪皮晶、牛皮晶	孜然、山椒、酸菜、香辣、椒香、卤香		37.7	92.1	108.9
鸡翅类	4.1%	18.2%	泡凤翅	山椒、卤香、柠檬		77.7	72.0	95.0
竹笋类	4.5%	27.2%	鲜笋、笋尖	山椒、泡椒、山椒		23.2	47.5	68.0
豆干类	2.1%	20.4%	香菇豆干、麻辣豆干	香菇、山椒、泡椒、麻辣、卤香		22.3	39.6	68.0
花生类	1.3%	27.5%	卤香花生、香辣花生	卤香、香辣、泡椒、		23.0	36.9	65.0
其他	13.0%	16.5%	脱骨鸭掌	山椒		-	-	116.5
			鸡脚筋	山椒		-	158.0	258.0

注：出厂价为该系列平均价格，线上终端参考淘宝官方旗舰店，线下终端参考世纪华联优选超市，素食类由于 24 年公司公告披露口径变化，为 23 年数据
资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

10 亿→20 亿进阶：渠道破新局，新品类与新渠道共振开拓新增量

（一）会员制商超激发公司研发潜能，引领公司渠道破局

山姆两大新品验证公司的产品力，工艺优势&供应链能力打造高质价比高口碑产品。公司目前有两个 SKU 山姆在售，2024 年 7 月脱骨鸭掌上线山姆会员店，迅速成长为公司第二大单品，脱骨鸭掌进驻山姆后长期排名山姆肉干肉脯小食热度榜 TOP3，月销超 20 万件，山姆渠道新品“酸汤双脆”（筋脆骨+掌中宝）2025 年 5 月上线山姆，7 月单月销量突破 10 万件，已逐步接力脱骨鸭掌成为新增长点。山姆渠道产品的放量印证了公司在泡卤风味上的工艺优势在禽类、肉类产品复用的可行性以及供应链高效协同能力。未来公司有望持续推新，短期看红利期持续确定性高，脱骨鸭掌、酸汤双脆有望随着山姆门店的增长实现月销的持续爬坡，据联商网，2025/2026 年山姆全国门店有望增加至 60/74 家（2024 年为 53 家）；长期看公司可通过鸭掌类产品出圈向其他渠道扩展、其他单品复制导入路径延续红利。

图表23：有友脱骨鸭掌商品信息



资料来源：山姆会员商店 SamsClub 小程序，华泰研究

图表24：有友酸汤双脆商品信息



资料来源：山姆会员商店 SamsClub 小程序，京东，华泰研究

山姆会员店新品选品标准与流程是以会员价值为核心、数据驱动的闭环生态系统。其流程严格遵循“预测需求-供应商筛选-产品考核-成本优化-试销验证”的链条。产品的初选阶段需要经过多轮苛刻的流程测评。具体而言，新品首先需通过三大渠道进入初选：会员的新品推荐、大数据筛选（依托接近一半的线上销售数据）或品牌方自荐（需提交方案及样品）。进入初选后需要经过以下流程：1）采购和相关专业人士试吃并调整反馈；2）组织消费者盲测 PK：供标品给会员试吃，收集真实反馈以判断市场接受度；3）小范围试卖：单渠道门店以 2 万个单位为试销量，通过一周的销售数据验证是否达到预期。通过初选的产品将进入深度成本分析阶段，山姆通过市场调研反向推导成本结构，并协同供应链调整以实现 20%-30% 的刚性毛利率目标，产品及品类负责人进一步分析后，由总部 CMO 最终把关。整套流程确保商品满足“性价比、差异化、销售力”三大核心条件：即用更低价格提供更高品质，具备山姆独有性以避免同质化，并拥有高复购率与会员转化潜力。

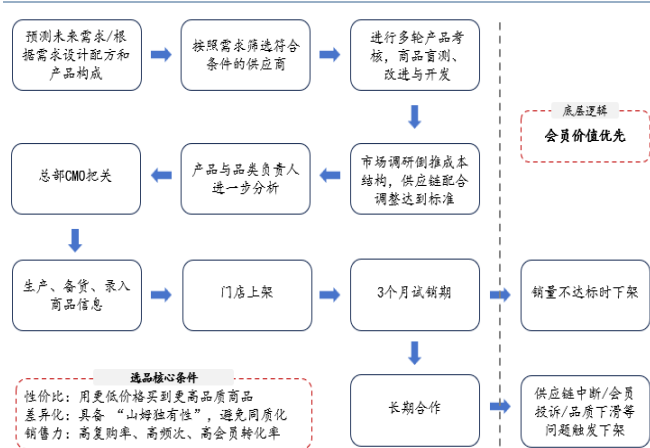
后续试销验证及淘汰机制等构成山姆难以被复制的爆款打造体系。总部把关后将进入到市场投放阶段，产品将经历生产备货、门店上架及至关重要的 3 个月试销期，试销量达标者进入长期合作，而未达预期或出现供应链中断、会员投诉、品质下滑等问题则立即触发下架机制。山姆打造爆款的核心壁垒在于其严谨的数据分析与区域化测试体系，具体包括：1）专业市场分析团队：各城市板块市场部员工对商品进行严谨的数据分析、市场调研及数据抓取；2）全门店数据联动：全国门店（含购物广场、社区店）需对单品前期数据进行分析，预测销售走向及区域适配性，确保实际销售数据与测评数据相符；3）品牌方协同研发：针对目标品类（如烘焙），山姆会明确研发侧重点并与品牌方合作，试吃超出预期后快速推进。这套严苛流程最终形成以会员价值为底层逻辑、难以被复制的爆款锻造体系。

图表25：截至 2025 年 7 月各省份山姆门店数量（营业+筹建）

省份	进驻城市	开业店数	筹建店数	省份	进驻城市	开业店数	筹建店数
上海市	上海	6	1	福建省	福州、厦门、泉州	4	
北京市	北京	4	4	辽宁省	沈阳	1	1
广东省	深圳、广州、东莞、珠海、惠州、佛山、中山	9	7	安徽省	合肥	1	
江苏省	苏州、南京、扬州、无锡、南通、常州	8	3	江西省	南昌	1	
浙江省	杭州、台州、温州、嘉兴、绍兴、宁波	8	1	广西壮族自治区	南宁	1	
湖北省	武汉	4		辽宁省	大连	1	
天津市	天津	1	2	山东省	济南、青岛	2	
四川省	成都	3		河北省	石家庄	1	
重庆市	重庆	2		河南省	郑州	1	
湖南省	长沙	2		山西省	西安	1	
合计	开业店数	56	筹建店数	24			

资料来源：山姆官网，零售品牌案例 DTICases 微信公众号，华泰研究

图表26：山姆选品流程



资料来源：晚点 LatePost，食品板，华泰研究

从选品偏好上，基于本土消费者数据分析的健康化和差异化产品更受青睐。山姆多数生鲜和快消品来自本地化供应链（如华东蔬菜基地），且基于国内消费者偏好研发，强调区域性风味创新（如川式调味品、零食等），新品开发周期短（通常数月），快速响应市场趋势（如 Z 世代健康需求），我们梳理 8 月山姆热销榜单，TOP3/TOP10 中有 100%/60% 的 SKU 为自 MM 自有品牌产品，体现差异化特色，而在 TOP20 的产品中，牛奶/矿泉水/酸奶/椰子水等健康食品占比较多，体现选品健康化趋势；而在上榜的零食产品中，多以高品质（如海盐苏打饼干强调无反式脂肪酸、瑞士卷为 100% 动物奶油、黄油餐包使用鲜牛奶/不加一滴水）、特色口味（黑松露火腿/牛肉馅饼干）、健康化（低糖蛋黄酥、有友泡椒鸭掌）产品为主。而梳理主要零食龙头与山姆的合作产品，亦主要以健康化原材料（如坚果、魔芋、鹌鹑蛋、鸭掌、红枣）为主，重视口味的本土化与独特性（如牛肝菌味、芥末味等）。

公司头部品牌属性+出色的产品力与山姆选品逻辑高度契合。从国内与山姆合作的食品类上市公司来看，山姆倾向于与细分领域头部品牌合作，确保产品质量和市场认可度，产品多为差异化口味规格或全新开发、独家销售，适配会员高客单价、“国货”需求的特点，合作稳定后，通常能为公司带来大额增量。有友脱骨鸭掌正是从公司传统的鸡爪品类向鸭掌延伸，复用公司泡卤风味上的工艺优势，采用减盐 25%、无添加剂配方，为山姆渠道全新开发的产品，出色的产品力叠加有友在泡卤凤爪品牌力的强大背书，最终实现了爆品的打造。山姆本身爆品开发的体系完善，爆品率高，脱骨鸭掌的成功不仅作为第二增长极持续贡献收入，也为公司后续扩大与山姆的合作、持续打造爆品打开空间。

图表27：休闲食品行业山姆链公司梳理

公司	首次合作时间	合作产品	价格（元）	规格（g）	销量
甘源食品	2021年10月	香菜味翡翠豆	56.9	1000	坚果炒货热度第15名
		鲜萃冻干臻果	79.9	260	
		咸蛋黄味夏威夷果仁（代工）			
洽洽食品	/	葵珍原味大瓜子	59.9	750	坚果炒货热度第12名
		松茸酥心葵花籽仁	79.9	500	
盐津铺子	2024年3月	蛋皇鹌鹑蛋	69.9	1000	月销20w+
好想你	2024年6月	精选免洗灰枣	39.9	1000	月销5w+
		免洗去核灰枣	89.9	2000	月销1w+
		黑金枣	99.9	900	月销1w+
有友食品	2024年7月	山椒味脱骨鸭掌	69.9	600	月销20w+
		筋脆骨+掌中宝零食组合	69.9	500	月销5w+
周黑鸭	2025年3月	经典卤料包	65.9	1620	月销1w+
		风味鸭肉酱	39.9	720	
卫龙美味	2025年7月	高纤牛肝菌魔芋	49.9	800	月销10w+

资料来源：公司公告，山姆会员商店 SamsClub 小程序，周黑鸭微信公众号，财经天下 WEEKLY，天下网商，新浪财经，勤策消费研究，华泰研究

此外，山姆的强选品能力为公司产品及供应链提供强背书，公司与 Costco 合作供应山椒鸡脚筋/山椒酸菜双味泡凤爪/素食记忆礼包，与盒马合作供应山椒泡凤爪/山椒鸡脚筋/酸菜味筋骨脆/无骨乌鸡凤爪/素食主义等多款产品，形成以泡卤工艺为核心，爪类、肉类、素食品类的全面合作。

图表28：公司在会员制商超的 SKU

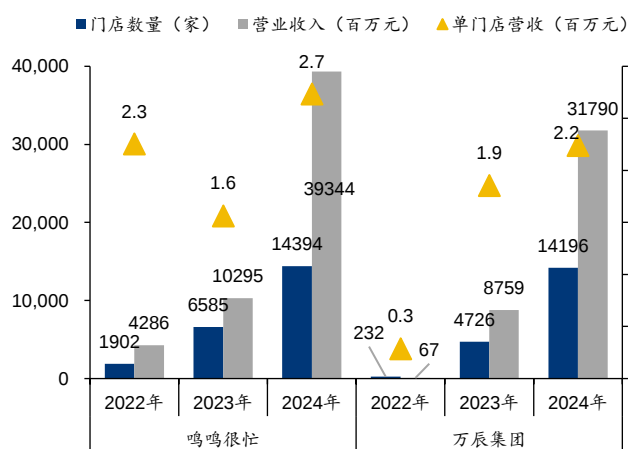
渠道	产品	价格	规格	产品图片	销售量	渠道	产品	价格	规格	产品图片
山姆	山椒味脱骨鸭掌	69.9	600g		月销20w+	盒马	山椒凤爪	53.0	500g	
山姆	筋脆骨+掌中宝酸汤双脆零食组合	69.9	600g		月销5w+	盒马	鸡脚筋山椒味	25.0	142g	
Costco	素食主义	45.9	750g		/	盒马	素食主义	59.9	850g	
Costco	鸡脚筋山椒味	68.9	500g		/	盒马	泡凤爪	18.9	169g	
Costco	双味泡凤爪（山椒味+酸菜味）	94.9	1kg		/	盒马	筋脆骨酸菜味	14.9	75g	
						盒马	无骨乌鸡凤爪（醋椒味）	19.9	118g	

资料来源：山姆小程序，Costco，盒马，华泰研究

(二) 零食量贩：来者可追，核心单品逐步渗透，门店覆盖同步提升。

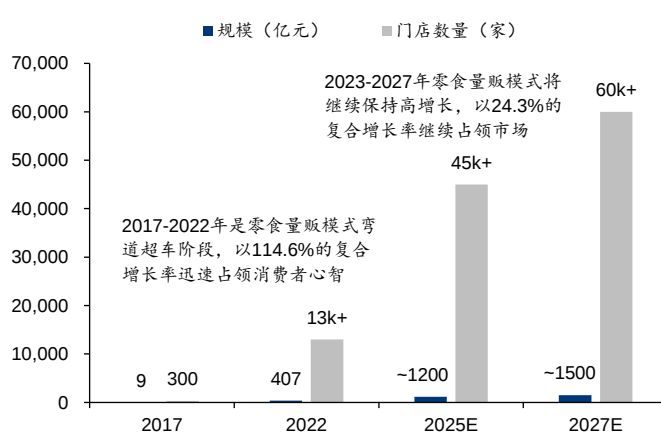
量贩渠道采用“工厂直采+总仓直配”模式，剔除传统经销商多级加价后价格优势显著，行业呈现“两超多强”格局，头部品牌鸣鸣很忙和万辰集团占据主导地位，24年末门店数量均超1.4万家，合计市占率超50%，中小品牌生存空间受限下市场份额持续头部集中，整体已进入提升盈利的下半场竞争阶段。初期出于价格体系维护考量，公司对量贩渠道持审慎态度，23年末起与头部量贩品牌达成战略合作，由早期的经销商对接转为公司间总对总对接，在新品共研、产品导入上效率更高，针对性开发独立规格产品，SKU导入与门店覆盖双线并进、收入贡献有望显著提升：**1) SKU导入**：公司当前已经与头部量贩品牌合作导入泡脚凤爪、猪皮晶等核心大单品，与会员店合作推广且非专供的产品（如鸡脚筋、乌鸡凤爪等），以及与量贩店共研的新品有望继续导入；**2) 门店覆盖**：当前公司与头部品牌达成合作，有望陆续三大系统内近3w+家门店，后续随着门店覆盖与合作品牌的增加，收入贡献亦有望持续提升。

图表29：零食量贩行业龙头规模扩张



资料来源：公司公告，华泰研究

图表30：2027年零食量贩市场有望超1500亿元



资料来源：灼识咨询，华泰研究

(三) 电商渠道：构建达播+自播矩阵，新品持续导入

24年启动社交平台布局，成为品牌曝光与流量抓取新渠道。公司于2014年前瞻性入驻天猫旗舰店，但前期过于重视经销渠道，线上表现不温不火，2024年线上战略全面升级，重点发力抖音、小红书等内容平台，凭借“内容种草+即时转化”的新电商模式重塑增长逻辑，当前播电商已成为公司“产品创新+渠道拓展”战略的重要引擎，驱动线上收入快速提升。**组织架构上**：公司成立上海电商团队专攻抖音、小红书平台，并在杭州设立电商平台公司，采用“自播+达人直播+短视频营销”模式，聚焦流量曝光和转化率。**平台运营上**：公司强化短视频和直播带货，日均发布内容提升曝光率，差异化新品（如泡椒筋骨棒、虎皮猪皮晶、盐焗/泰式酸辣/金蒜鸡脚、筋脆骨等）通过直播测试市场反馈，同时公司强化资源投放，通过直播活动（如“鸡脚筋狂欢季”）引流，拉动公司线上收入高增，24H1/24H2/25H1公司线上收入22.5/45.1/48.5亿元，同比+187.8%/+213.3%/+116.0%，占收入比重4.3%/7.0%/6.4%，较23年线上收入占比2.3%显著提升。

图表31：公司搭建自播矩阵推广多款新品



资料来源：抖音，华泰研究

图表32：公司 22/23/24H1/24H2/25H1 线上收入及占比和增速

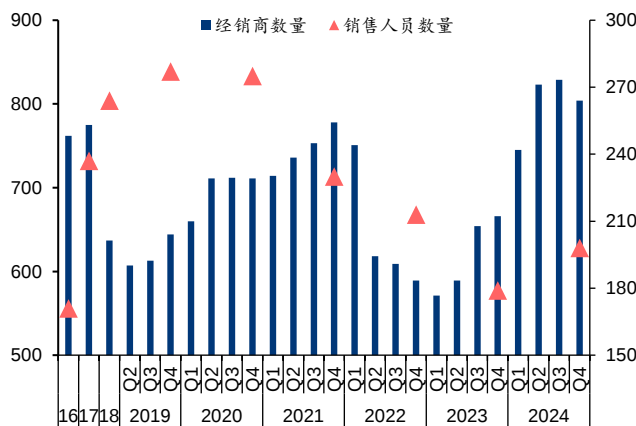
	2022	2023	24H1	24H2	25H1
线上收入 (亿元)	27.1	22.2	22.5	45.1	48.5
YoY	-20.2%	-18.2%	187.8%	213.3%	116.0%
线上收入占比	2.7%	2.3%	4.3%	7.0%	6.4%

资料来源：公司公告，华泰研究

(四) 传统渠道：流量分散有所承压，区域拓展回补增量

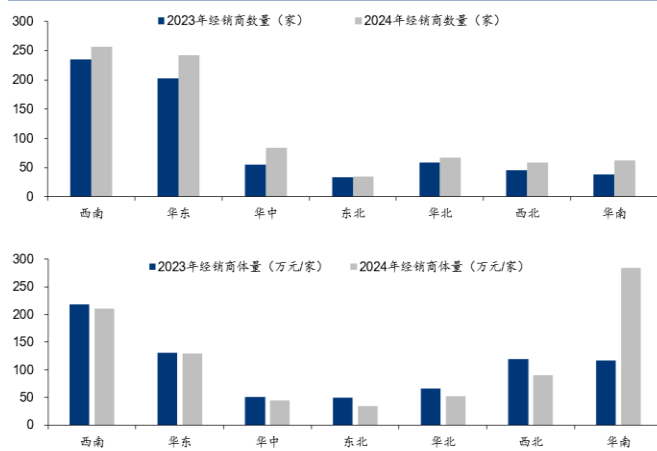
近年来公司传统的经销渠道（主要对接传统 KA/杂货店等渠道）流量下滑，导致收入承压，24 年以来主动梳理经销渠道，一是优化经销商结构，过去经销商以批发为主，公司对终端掌控力有限，现招商更多关注终端营销推广实力；二是调整区域布局，此前营收主要集中在总部所在的西南区域，上海成立华东区域总部后，华东、西南双核心市场向外渗透。2024 年调整结果初现，经销商数量重回高位水平，西南、华东、华南等核心市场经销商体量保持稳健，实现量质双增。展望来看，公司将持续将线上试销有效的新品向线下传统渠道导入，单店收入有望提升，华东市场开拓有望带来新增量。

图表33：公司经销商及销售人员数量



资料来源：智研咨询，华泰研究

图表34：公司分区域经销商数量及体量



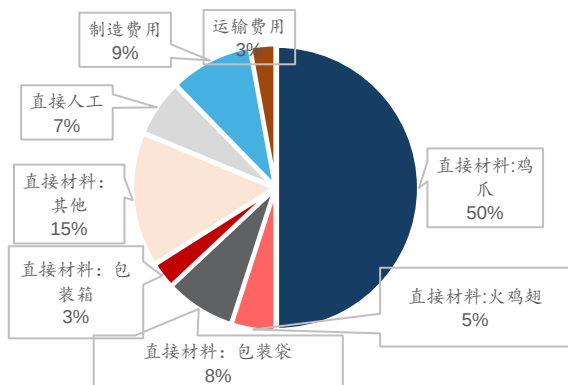
资料来源：公司公告，华泰研究

利润维度：成本仍处低位，规模效应释放

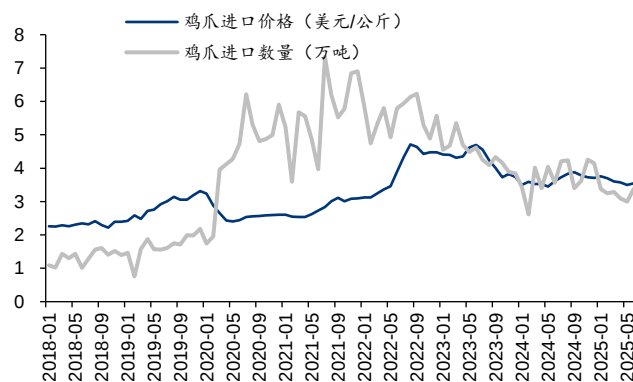
成本维度：23H2 成本进入下行周期，25 年成本红利仍存。我们梳理 20-24 年公司成本结构，其中原材料/直接人工/制造费用/运输费用占成本比重约 81%/6%/9%/3%，原材料价格波动对成本影响大，其中鸡爪/鸡翅/包材占总成本比重约 50%/5%/11%。行业维度看对公司成本影响较大的鸡爪供应，2018-2022 年海外鸡爪供应占国内总供应量的比重由 70%降至 50%，25 年由于进口鸡爪受国际疫情、贸易政策影响较大，如巴西、泰国等国因禽流感或兽药残留问题暂停输华，导致短期供应缺口，25H1 鸡爪进口量同比下滑 8%、进口均价同比上涨 2%，整体影响可控，国内头部供应商持续提升供应链能力、减少进口依赖度，公司绑定圣农等头部供应商，确保采购优势，当前原材料以国内供应为主，复盘来看公司毛利率与国内白羽鸡收购价呈现显著负相关关系，23H2 价格持续下行、当前价格低位、成本红利仍有望延续。

展望来看，当前公司成本处低位、关注后续鸡价走势。据华泰农业组 2025 年 8 月 26 日发布的报告《反内卷初见成效，建议关注农牧龙头》，25 年 7 月以来，白羽鸡毛鸡、鸡苗的价格均出现明显回暖，或主要源于持续亏损、尤其 6-7 月的严重亏损驱动的行业产能去化。考虑到白羽鸡养殖屠宰行业已亏损 2 年有余、且今年以来亏损面有所扩大，中美贸易摩擦可能导致自美国进口祖代种鸡恢复难度进一步升级，白羽鸡行业产能可能出现持续去化；同时，白羽鸡肉消费受渠道结构影响、与国内整体消费表现出较强的正相关性，若国内消费持续修复，或带动白羽鸡肉消费回升，关注白羽鸡肉价格上涨持续性。

图表36: 月度进鸡爪价格与数量走势



资料来源：公司公告，华泰研究



资料来源：Wind，华泰研究

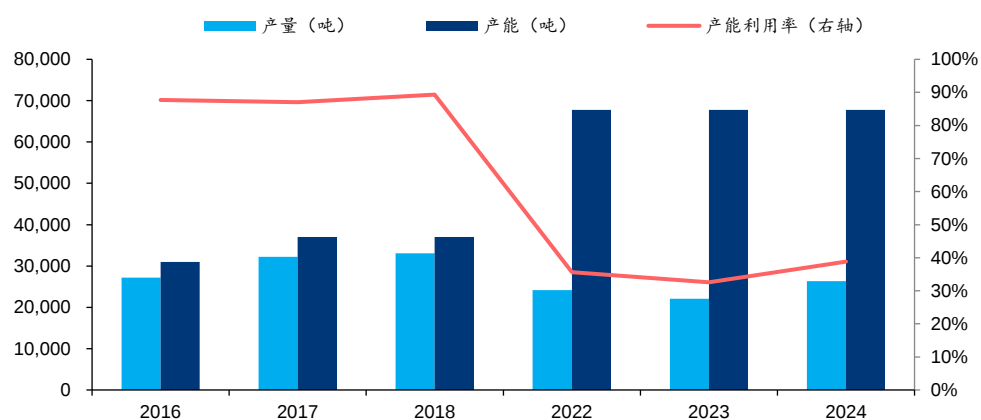
图表37：白羽肉毛鸡棚前收购价格及泡凤爪类产品毛利率



资料来源：博亚和讯网，ifind，公司公告，华泰研究

当前公司产能利用率较低，规模效应走强有望带动产效提升。2018 年公司产能 3.7 万吨，IPO 募投项目 3.1 万吨泡卤类休闲食品产能于 2022 年投产，公司总产能提升至 6.2 万吨，22-24 年产能利用率维持在 35%-40%的低位，随着全渠道加速放量、产能利用率有望持续提升、带动规模效应显现和利润率提升。

图表38：公司产能布局及利用率



注：2019-2021 年产能数据缺失

资料来源:公司公告, 华泰研究

盈利预测与估值

收入预测：

1) 泡凤爪类&皮晶类&鸡翅类：公司泡凤爪类产品前期受单一口味产品老化、竞争加剧等收入下滑，皮晶类和鸡翅以传统渠道为核心进行推广，整体亦承压；24 年公司对以上品类推出小包装等产品入驻零食量贩、直播电商等新渠道，实现较快增长，后续随着直播电商发力、量贩系统覆盖门店增加，有望维持较快增长，预计 25-27 年泡凤爪类业务收入达 8.9/10.2/11.4 亿，同比+14%/+14%/+12%；25H1 畜类制品（主要为皮晶类产品）收入 0.5 亿，同比+10.9%，随着在部分量贩等新渠道的导入，维持平稳增长，我们预计 25-27 年皮晶类收入 1.0/1.1/1.2 亿，同比+10%/+10%/+10%；鸡翅类收入 0.5/0.6/0.8 亿，同比+15%/15%/18%。

2) 蔬菜制品：传统蔬菜制品以花生、竹笋、豆干为主，受传统渠道拖累，23-24 年收入增速较缓，且公司蔬菜制品在传统渠道不具品牌优势，故而在量贩等渠道的拓展相对较缓，导致 25H1 收入同比下滑 1.6%。25H1 末公司与 Costco、盒马、山姆等会员制商超合作、加强产品创新，以泡卤工艺优势推出素食组合产品“素食主义”，新渠道有望强化产品增速，我们预计新品有望带动 25H2 与 26-27 年收入增长提速，25-27 年素食类收入 1.1/1.2/1.4 亿元，同比+10%/+10%/+15%。

3) 其他泡卤产品：24 年中公司与山姆达成合作，推广无骨鸭掌产品，成为休闲零食爆款，为公司贡献显著增量，25 年公司继续在山姆实现酸汤双脆产品推广，亦实现显著放量，我们预计 25-27 年收入 4.7/6.2/7.4 亿元，同比+208%/+32%/+20%。

图表39：有友食品分业务收入拆分（百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,024	966	1,182	1,637	1,942	2,229
YOY	-16%	-6%	22%	38%	19%	15%
泡凤爪类	782	722	785	894	1,020	1,142
YOY	-19%	-8%	9%	14%	14%	12%
皮晶类	78	78	93	103	113	124
YOY	-14%	0%	19%	10%	10%	10%
素食类	91.44	94.81	97	107	117	135
YOY	9%	4%	2%	10%	10%	15%
鸡翅类	43	39	48	55	63	75
YOY		-9%	24%	15%	15%	18%
其他泡卤肉制品			152	470	620	744
YOY				208%	32%	20%
其他	30	32	7	8	9	10
YOY	-65%	8%	-78%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，华泰研究预测

毛利率预测：

成本端：23H2 以来冻鸡爪价格持续回落，当前虽然进口供给逐步减少，但公司通过降低进口依赖度、强化与国内头部供应商合作，成本具有显著优势，25 年成本红利延续；对于**皮晶类和蔬菜类产品**，据 Wind，25H1 猪肉/蔬菜平均批发价同比持平/-5%，稳中有降。但 25H1 公司整体毛利率同比-3.3pct，主因渠道结构变化，低毛利率的会员制商超、量贩、直播电商收入占比持续提升；展望来看，我们预计渠道结构仍将对各类产品的毛利率造成持续影响，我们预计 25-27 年泡凤爪类/皮晶类/素食类/鸡翅类产品毛利率均同比-0.5/-0.2/-0.2pct，其他泡卤肉制品主要为山姆的无骨鸭掌，24 年产品上市，25 年我们判断毛利率变化不大，26-27 年受益于规模效应，毛利率有望稳中有降，我们预计 25-27 年其他泡卤肉制品毛利率同比持平/-0.2/-0.2pct。最终 25-27 年公司整体毛利率同比-1.6/-0.8/-0.4pct。

图表40：有友食品分业务产品毛利率

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
泡凤爪类	30.0%	28.8%	31.6%	31.1%	30.9%	30.7%
皮晶类	37.5%	37.3%	39.4%	38.9%	38.6%	38.3%
素食类	32.7%	28.8%	28.5%	28.0%	27.8%	27.6%
鸡翅类	31.6%	22.0%	18.2%	17.7%	17.5%	17.3%
其他泡卤肉制品			16.5%	16.5%	16.3%	16.1%

资料来源：Wind，华泰研究预测

费用率&净利率：

公司费用额度投放平稳，新渠道费用投放较少（为低毛利率、低费率模式的渠道），费率与收入规模相关性较大，23 年收入同比下滑导致销售/管理费率同比提升，24 年及 25H1 因新渠道放量带动规模效应体现，费率同比下行。展望来看，我们看好新渠道带动规模效应持续显现、费率亦有望结构性下行，我们预计 25-27 年销售费用率同比-1.8/-0.8/-0.3pct；管理费用率同比-0.1/-0.4/-0.3pct。

图表41：有友食品费用率&归母净利润拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.3%	12.2%	10.6%	8.8%	8.0%	7.7%
管理费用率	4.6%	5.1%	4.3%	4.2%	3.8%	3.5%
归母净利润（百万元）	154	116	157	215	256	293
归母净利润率	15.0%	12.0%	13.3%	13.1%	13.2%	13.1%
归母净利润 YOY	-30.1%	-24.4%	35.4%	36.4%	19.3%	14.3%

资料来源：Wind，华泰研究预测

我们采用 PE 估值法对公司进行估值，使用 DCF 估值法作为辅助：

PE 估值法：

我们看好公司战略重视新渠道，凭借产品/品牌/供应链能力实现收入的加速增长，我们预计其 25-27 年 EPS 0.50/0.60/0.68 元，参考可比公司 26 年 PE 均值 26x（Wind 一致预期），给予其 26 年 26x PE，目标价 15.60 元，给予“买入”评级。

图表42：可比公司估值表

公司简称	公司代码	市值（百万）	PE（倍）					EPS（元）				25-27 年净利 CAGR
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR	
盐津铺子	002847 CH	19,272	30	24	19	16	2.36	2.97	3.69	4.47	24%	
三只松鼠	300783 CH	10,254	25	27	18	14	1.02	0.95	1.40	1.80	21%	
周黑鸭	1458 HK	4,687	54	28	23	19	0.04	0.08	0.09	0.12	43%	
妙可蓝多	600882 CH	12,371	107	52	37	28	0.23	0.46	0.65	0.87	57%	
平均值			54	33	26	19	0.91	1.12	1.46	1.81	29%	
中间值			42	27	21	17	0.62	0.71	1.03	1.33	24%	
有友食品	603697 CH	5,085	32	24	20	17	0.37	0.50	0.60	0.68	23%	

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，华泰研究预测

DCF 估值法：

现金流预测：两阶段预测：1) 我们预计 2030 年公司收入有望达 32.0 亿元（25-30 年 CAGR 为 18.0%），对应 2030 年公司 EBIT 有望达 4.5 亿元（25-30 年 CAGR 为 19.6%），对应 2030 年公司 FCF（自由现金流）有望达 3.3 亿元；2) 2031-2035 年，假设收入增速由 2030 年的 10.0% 每年逐年下降 1.2pct，对应 2035 年公司收入有望达 47.4 亿元（31-35 年 CAGR 为 8.2%），对应 2035 年公司 EBIT 有望达 6.7 亿元（31-35 年 CAGR 为 8.6%），对应 2035 年公司 FCF 有望达 5.3 亿元。此外，我们假设永续增长率 g 为 0.5%。

图表43：自由现金流预测（单位：百万元）

自由现金流预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	966	1,182	1,637	1,942	2,229	2,537	2,862	3,200	3,539	3,872	4,190	4,483	4,744
YoY	-5.7%	22.4%	38.4%	18.6%	14.8%	13.8%	12.8%	11.8%	10.6%	9.4%	8.2%	7.0%	5.8%
息税前利润	107	152	216	265	307	351	397	446	495	543	590	633	672
YoY	-36.5%	42.9%	41.5%	22.9%	15.9%	14.2%	13.2%	12.2%	11.0%	9.8%	8.6%	7.4%	6.2%
息税后利润	88	128	182	223	259	296	335	376	417	458	497	534	567
+折旧及摊销	28	29	30	30	31	31	31	32	32	33	33	34	34
-营运资金变化	-145	64	-101	-67	-63	-65	-69	-72	-72	-71	-67	-62	-54
-资本支出	-10	-21	-21	-15	-6	-7	-8	-8	-9	-10	-11	-12	-13
自由现金流	-39	201	89	172	221	255	290	327	368	410	452	494	534
YOY	-130.6%	-613.0%	-55.5%	92.5%	28.4%	15.3%	13.6%	12.9%	12.4%	11.4%	10.4%	9.3%	8.2%

资料来源：Wind，华泰研究预测

WACC 假定条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况，我们假定有效税率为 20%，目标权益资本比为 5%，贝塔系数为 0.8（使用 Wind 的 BETA 计算器计算公司上市以来的 BETA 均值），无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 1.9%（2025 年 9 月 8 日数据），风险溢价为 6.4%（采用 2020 年以来沪深 300 相较 10 年期国债到期收益率的风险溢价），债务资本成本为 2.5%，计算得出 WACC 值为 6.9%。

图表44：WACC 假定条件

税率	20.0%
目标权益资本比	5.0%
贝塔系数	0.80
无风险收益率	2.0%
风险溢价	6.4%
权益资本成本	7.1%
债务资本成本	2.5%
税后债务资本成本	2.0%
WACC	6.9%

资料来源：Wind，华泰研究预测

DCF 估值结果：未来现金流折现至 2025 年，得出公司的权益价值为 70.4 亿元，对应每股权益价值为 16.45 元，与 PE 估值法给出的目标价接近，内在价值具备支撑。

图表45：DCF 估值结果（单位：百万元）

预测期自由现金流现值	2,425
自由现金流终值	8,410
永续自由现金流现值	4,321
企业价值	6,745
净现金，少数股东权益	291
权益价值	7,037

资料来源：Wind，华泰研究预测

敏感性分析：我们对 WACC 和永续增长率进行敏感性分析，我们看到，若永续增长率在原始假设值的基础上提升 0.5pct 至 1.0%，就会使公司权益价值上升至 74.3 亿元，较原始估值上升 5.5%；若 WACC 在原始假设值基础上提升 0.5pct 至 7.4%，则公司权益价值将下降至 64.8 亿元，较原始估值下降 8.0%。

图表46：公司权益价值敏感性分析（单位：百万元）

		永续增长率						
公司权益价值		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
5.9%		7,187	7,550	7,975	8,478	9,085	9,830	10,767
6.4%		6,639	6,940	7,288	7,695	8,178	8,759	9,473
WACC	6.9%	6,163	6,415	6,703	7,037	7,427	7,890	8,447
	7.4%	5,746	5,959	6,200	6,477	6,797	7,171	7,615
	7.9%	5,379	5,560	5,764	5,995	6,261	6,567	6,926

资料来源：Wind，华泰研究预测

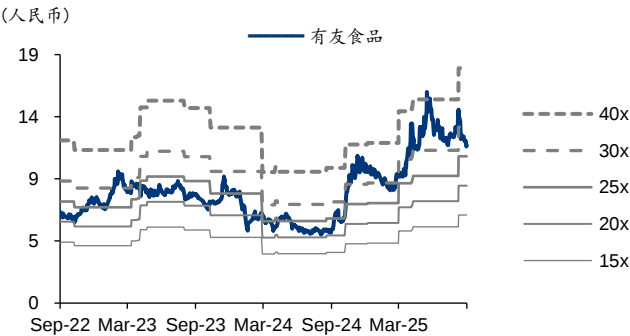
风险提示

行业竞争加剧风险。零食行业细分赛道众多，竞争格局分散，竞争激烈程度可能加剧，公司市占率存在下行的风险。

原料成本波动。公司核心原材料包括鸡爪、鸡翅等，若原材料价格剧烈波动，公司毛利率或将受到一定的影响，进而影响公司业绩。

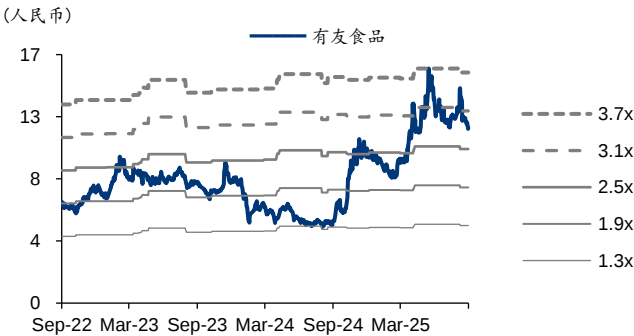
食品安全风险。若公司对供应链各环节管理不善，导致出现食品安全问题，公司销售也将受到影响。

图表47：有友食品 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表48：有友食品 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、倪欣雨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰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。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨、倪欣雨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司