

有友食品 (603697.SH)

经典沉淀，创新品类拓新程

有友食品是泡卤食品龙头企业，依托传统渠道将泡椒凤爪推向全国。面对渠道变革与成熟单品增长压力，董事长决心进行公司战略转型，公司在 22-25 年针对产品持续进行口味创新、新品开发，24 年加速与山姆等会员制商超、量贩合作，凭借产品创新与丰富产品储备，在新渠道快速突破，为其打开新增长空间。公司通过优化供应链协同、提高运营效率等方式，提升费效比，成本端随着规模扩大，规模效应将持续释放，带动公司盈利能力企稳回升。预计 25-27 年归母净利润分别为 2.3 亿、2.8 亿、3.3 亿，对应 26 年 18 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

- 有友食品：深耕泡卤凤爪三十余年，核心单品优势凸显。公司坚持以创新产品、拓展渠道为核心，围绕市场需求重构产品矩阵，新品上新能力处于行业前列。公司核心大单品凤爪已为国内休闲泡卤领军产品，通过核心产品实现消费者心智占据。面对渠道变革与成熟单品增长压力，董事长决心进行公司战略转型，公司在 22-25 年针对产品持续进行口味创新、新品开发，渠道方面积极调整拥抱新渠道，以获取更大的成长潜力。
- 品类扩张：凤爪十亿级单品，培育鸡脚筋、鸭掌等新品类。公司第一大单品泡椒凤爪成为行业引领者，作为基本盘相对稳定，新品脱骨鸭掌、酸汤双脆为公司带来增量贡献。脱骨鸭掌已成为公司的第二大单品，未来还有望继续拓展受众群体和消费场景，有望进一步提升销量。公司持续进行产品创新（掌中宝、鸡翅、鸭腿、魔芋等），以健康化、多元化的产品矩阵形成差异化竞争壁垒，满足消费者不断变化的需求。
- 渠道突破：创新开拓会员商超，积极合作量贩。公司 24 年突破了会员制零售体系，与山姆、costco 等建立合作，山姆渠道占比预计 20% 以上，后续山姆仍有产品合作洽谈中。同时深化主流零食量贩渠道的渗透，与万辰、很忙系等开展合作，电商渠道重视度也在提升，新兴渠道快速扩容。展望后续，1) 山姆：公司与山姆合作顺利，脱骨鸭掌爆款后，酸汤双脆在 1-2kw 月销，公司还有多款新品储备。2) 量贩：公司 24 年合作零食有鸣，25 年合作零食很忙、万辰，量贩全年预计营收 2-3 亿。3) 电商：25H1 线上同比+116%，今年公司加大抖音等新兴内容电商布局，增长亮眼。4) 传统流通渠道：存量市场优化经销商网络，新区域突破，传统渠道以稳为主。
- 投资建议：产品矩阵多元化，渠道增量持续开拓。展望未来，在消费升级和渠道变革的双重机遇下，通过产品、渠道协同，公司有望迎来高质量发展。公司通过优化供应链协同、提高运营效率等方式，提升费效比，降低费用率，成本端随着规模扩大，规模效应将持续释放，带动公司盈利能力企稳回升。我们预计公司 25-27 年收入增速 36%、20%、16%，归母净利润增速 43%、24%、17%，预计 25-27 年归母净利润分别为 2.3 亿、2.8 亿、3.3 亿，对应 26 年 18 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：需求恢复不及预期、行业竞争加剧、新品不及预期、原材料成本上涨、食品安全风险。

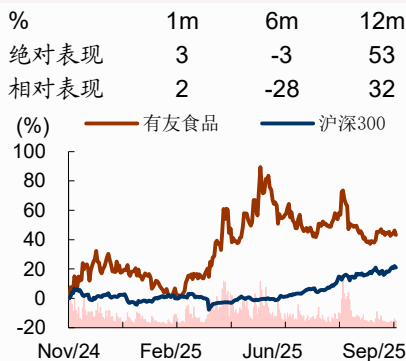
强烈推荐（首次）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：11.8 元

基础数据

总股本（百万股）	428
已上市流通股（百万股）	428
总市值（十亿元）	5.0
流通市值（十亿元）	5.0
每股净资产（MRQ）	4.1
ROE（TTM）	11.9
资产负债率	24.2%
主要股东	鹿有忠
主要股东持股比例	49.73%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
胡思蓓 S1090524090002
✉ husibei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	966	1182	1609	1929	2231
同比增长	-6%	22%	36%	20%	16%
营业利润(百万元)	138	186	268	333	390
同比增长	-23%	34%	44%	24%	17%
归母净利润(百万元)	116	157	225	278	326
同比增长	-24%	35%	43%	24%	17%
每股收益(元)	0.27	0.37	0.53	0.65	0.76
PE	43.4	32.1	22.5	18.1	15.5
PB	2.8	2.8	2.6	2.5	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 有友食品：凤爪品类龙头，深耕三十余年.....5

1、 历史复盘：深耕泡卤凤爪三十余年，核心单品优势凸显5

2、 产品结构：核心单品支撑基本盘，新品矩阵打开增长空间6

3、 股权结构：股权结构稳定，管理层从业经验丰富7

二、 零食行业：渠道持续迭代，量贩/会员商超兴起.....8

1、 休闲食品行业万亿规模，结构分化8

2、 零食渠道不断迭代，考验公司主观能动性8

三、 成长空间：新品类打开空间，新渠道贡献增量.....10

1、 渠道：会员商超/量贩/电商带来增量，传统渠道求稳.....10

2、 品类看点：凤爪大盘稳定，脱骨鸭掌/酸汤双脆驱动增量12

3、 供应链：原料采购规模优势强化，生产基地布局川渝13

四、 公司财务情况.....14

五、 盈利预测与投资建议.....16

风险提示17

图表目录

图 1：有友食品发展历程5

图 2：有友食品营业收入及增速6

图 3：有友食品各品类收入（百万元）6

图 4：2024 年有友食品核心产品.....6

图 5：有友食品股权结构7

图 6：辣味休闲食品占比逐年增长.....8

图 7：中国休闲即食凤爪行业规模及增速.....8

图 8：休闲食品行业渠道变革9

图 9：中国山姆门店数和 GMV（亿元）9

图 10：山姆渠道爆款零食单品9

图 11：零食折扣店加价环节和费用支出更少10

图 12：有友 24 年 7 月、25 年 4 月、25 年 5 月在山姆会员店上新的产品10

图 13：2024 年经销商数量及单个经销商规模12

图 14: 2024 年公司分区域营收占比 (%)	12
图 15: 有友食品凤爪营收 (百万元)	12
图 16: 有友食品凤爪量价拆分	12
图 17: 有友食品产品结构变化	13
图 18: 公司归母净利润与净利率波动 (%)	14
图 19: 公司各项成本占比 (2018)	14
图 20: 中国进口冻鸡爪平均单价及 yoy	14
图 21: 中国进口冻鸡爪月均价 (美元/kg)	14
图 22: 有友食品各项费用率情况	15
图 23: 有友食品国内鸡爪采购占比超 50%	15
图 24: 中国进口鸡爪数量、金额情况	15
图 25: 有友食品历史 PE Band	17
图 26: 有友食品历史 PB Band	17
表 1: 有友食品核心管理层简介	7
表 2: 有友食品募投项目情况	13
表 3: 有友食品收入预测 (百万元)	16
附: 财务预测表	18

一、有友食品：凤爪品类龙头，深耕三十余年

1、历史复盘：深耕泡卤凤爪三十余年，核心单品优势凸显

深耕泡卤凤爪三十余年，核心单品优势凸显。有友食品前身为 1987 年董事长鹿有忠成立的有友大酒店，发现泡椒风味菜品备受欢迎。1997 年有友食品开发有限公司成立，主营业务为泡椒凤爪。2007-2017 年公司分别在渝北、四川、重庆璧山建立生产基地。2019 年在上交所成功上市，公司已为国内休闲泡卤领军品牌，通过核心产品实现消费者心智占据。

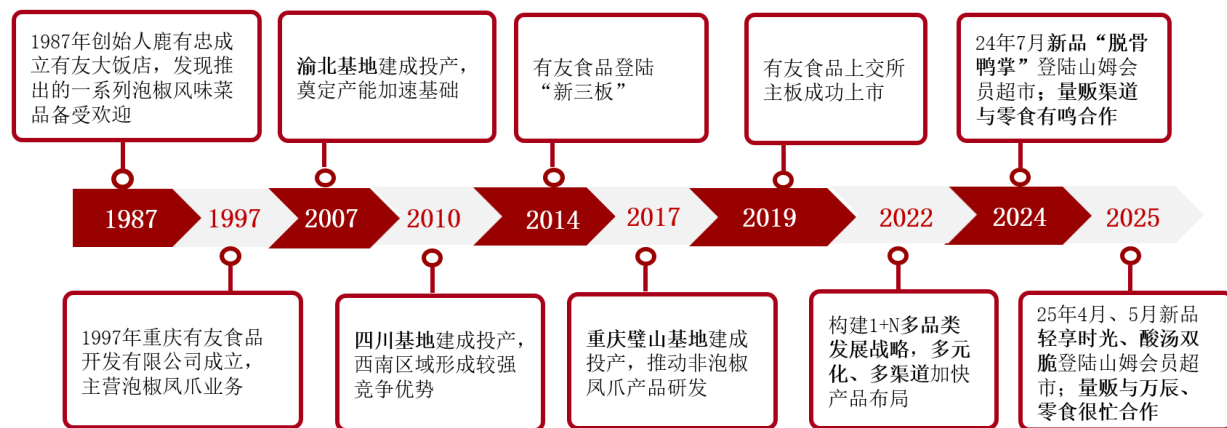
14-15 年渠道调整&主动控制投入，16 年独立 KA 部门。2013 年销售达到阶段性高峰，2014 年受宏观经济、禽流感及渠道调整影响，公司采取谨慎的市场策略，对市场支出进行控制，同时优化经销商数量，淘汰体量小的经销商，营收出现下滑。2016 年推出“1+2+N”销售策略，加大推广皮晶、竹笋和迷你装产品，同年，公司成立独立的 KA 部门、电商部门，营收回升至 8.3 亿。2017 年，重庆璧山生产基地投产，产能进一步扩大。

18-21 年增长平台期，探索转型方向。公司聚焦鸡爪主业，基于凤爪优势品类推出椒香、酸菜等新口味，以创新驱动增长。2019 年因原材料涨价及火鸡翅原料进口问题，产品暂停销售，产品结构单一问题突出。2020-2021 年，得益于素食、皮晶类产品增长较好，营收实现正增长。

22 年提价影响销量，23 年调整思路。疫情冲击下市场竞争加剧，公司积极寻求转型。21 年后营收开始走下坡，由于原材料价格高位、消费疲软影响，公司进行产品提价，导致 22 年销量出现下降。同时面临渠道转型滞后、线上销售占比低、新兴渠道布局不足等问题。董事长在 22 年明确“1+N”多品类矩阵战略，从董事长到团队转变思路，积极挖掘新渠道，23 年公司在盒马首发无骨乌鸡凤爪产品。

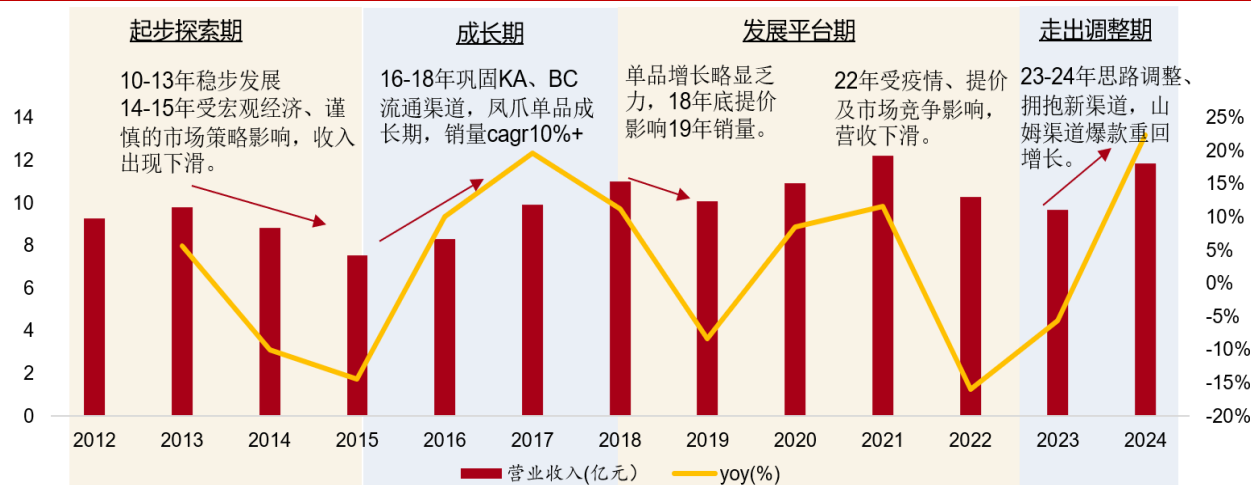
24 年拥抱新零售渠道，山姆渠道爆发重拾增长。24 年公司更加主动拥抱山姆、costco 等会员商超渠道，以及零食有鸣等零食量贩新渠道，丰富产品矩阵，开发新产品，24Q3 实现山姆渠道突破，新品脱骨鸭掌进驻山姆会员店，产品+渠道双着力点开始见效，带动业绩重回较高增长，彰显成长势能。

图 1：有友食品发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：有友食品营业收入及增速

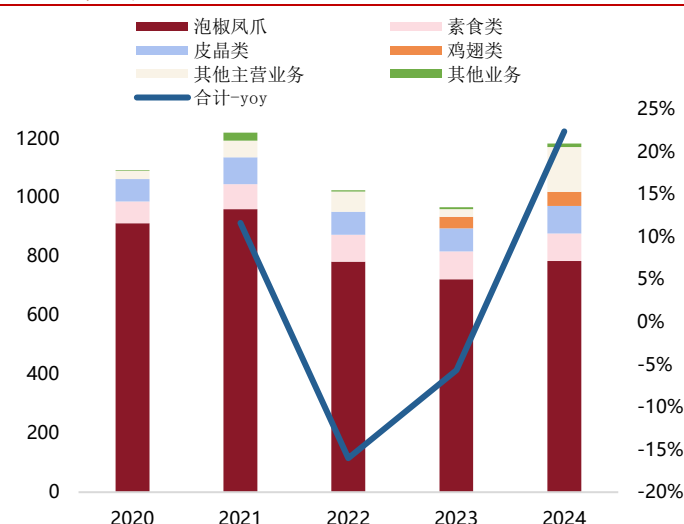


资料来源：公司公告、招商证券

2、产品结构：核心单品支撑基本盘，新品矩阵打开增长空间

核心单品凤爪占比过半，鸭掌、鸡脚筋、掌中宝等新品加速推出。公司产品主要以泡卤风味休闲食品为主，产品呈现多元化，凤爪、皮晶、卤制品、素食、花生等 14 个系列，其中凤爪作为核心大单品，21 年营收峰值 9.6 亿（占比达 80%），24 年凤爪营收同比+8.6%，20-24 年平均收入占比 76%。公司明确产品多元化方向，新品频出。22 年公司加大推新力度，推广 1+N 多品类发展战略，坚持培养潜力单品，陆续上新脱骨鸭掌、筋骨棒、无骨乌鸡凤爪等产品。24 年脱骨鸭掌进入山姆渠道，成为爆款，24 年该系列营收同比+484.1%至 1.5 亿元，收入占比+10.2pct 至 12.9%，25H1 脱骨鸭掌月销稳定两千万以上。

图 3：有友食品各品类收入（百万元）



资料来源：公司年报、招商证券

图 4：2024 年有友食品核心产品

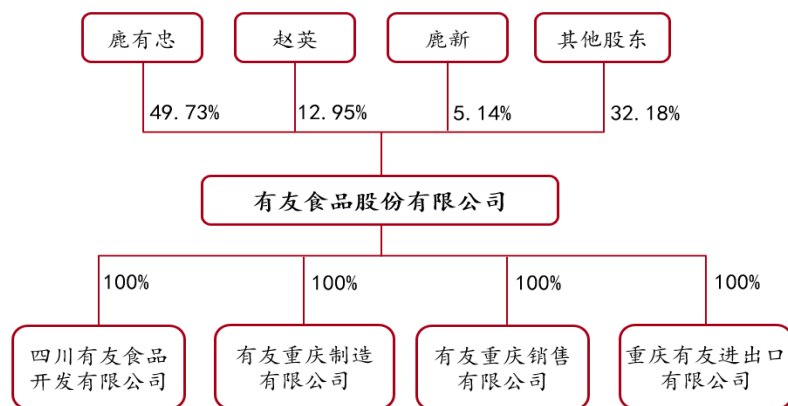
产品系列	主要产品	图示	特色
凤爪系列 (8亿)	鸡脚筋		每只鸡产8-15克鸡腿软骨，口感脆爽带劲
	泡椒凤爪		色泽美观，香辣纯正，爽脆开胃
皮晶系列 (0.9亿)	猪皮晶		冷卤泡制，爽口弹牙，Q弹爽滑
素食系列 (0.9亿)	竹笋		酸辣劲爽，笋肉饱满
	花生		颗粒饱满，甄选多种香料
	豆干		质地紧实，有嚼劲
鸭掌系列 (2亿不到)	脱骨鸭掌		仅在山姆会员店销售

资料来源：公司年报、公司官网、招商证券

3、股权结构：股权结构稳定，管理层从业经验丰富

股权结构稳定，实控人持股集中。截至目前，董事长鹿有忠持有公司 2.13 亿股，占比 49.73%，第二、三大股东分别为鹿有忠的妻子与女儿，董事长及妻女同为公司实控人，合计持股 67.8%，股权结构高度集中。公司前十大股东合计持有公司总股本的 74.09%，股东结构基本保持长期稳定。

图 5：有友食品股权结构



资料来源：wind、招商证券

高管团队经验丰富，稳定深耕、专业多元。董事长鹿有忠自餐饮转型食品生产、开创泡椒凤爪品类，四十余年的深耕让其对休闲食品行业的发展趋势、消费需求及产业痛点有着深刻洞察。核心管理团队普遍具备餐饮与食品领域的专业背景，且任职时间长久，副总经理李总拥有乳制品行业生产与研发经验，2005 年加入公司后长期主管生产研发环节；财务总监崔总曾任职于重庆啤酒集团等企业，深耕财务领域二十余年，2015 年加入后为公司财务稳健提供有力支撑。公司战略保持长期连贯性，支撑公司在行业波动中实现创新突破与稳健发展。

表 1：有友食品核心管理层简介

姓名	职务	最新持股数 (万股)	个人简历
鹿有忠	董事长、总经理	21271	清华大学总裁研修班结业。1977 年-1981 年就职于渝中区中山路饮食公司，1981 年-1993 年经营个体饮食行业，1994 年-2008 年任有友开发法定代表人、董事长、总经理，200 年创立有友实业并担任法定代表人、执行董事、总经理。现任有友食品股份有限公司董事长、总经理。
鹿新	董事	2,200	董事长之女，2012 年-2013 年于蓝带国际厨艺餐旅学院学习，从事新型食品发展前沿相关课题研究，负责公司产品研发相关工作。现任有友食品股份有限公司董事。
鹿游	副总经理	4.88	董事长之子，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，现任有友食品公司副总经理。
李学辉	副总经理、董事	32	2001 年-2002 年就职重庆聚立信生物工程有限公司，2002 年-2005 年担任重庆三高乳业有限责任公司质检部部长，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、剥总工程师。理任有友食品股份有限公司董事、副总经理、总工程师。
崔海彬	财务总监、董事	5	1997 年-2006 年就职于湖南省澧县粮食局、湖南重庆啤酒有限公司，2006 年-2010 年任重庆啤酒集团盐城有限责任公司财务部长、财务总监，2010 年-2015 年任江苏金山啤酒原料有限公司财务总监，2015 年 5 月加入有友。现任有友食品股份有限公司董事、财务总监。

资料来源：wind、招商证券

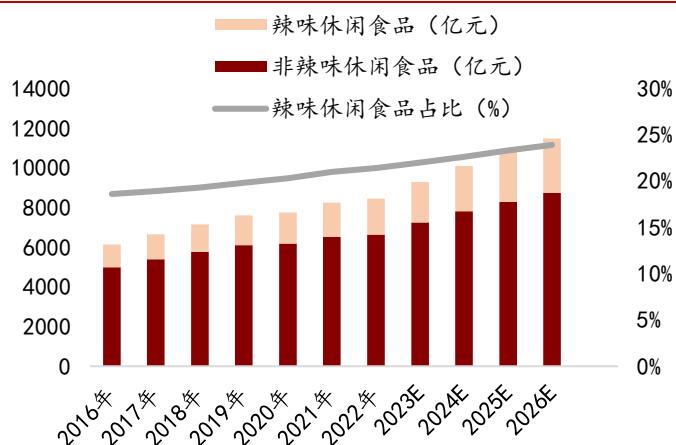
二、零食行业：渠道持续迭代，量贩/会员商超兴起

1、休闲食品行业万亿规模，结构分化

休闲食品行业万亿规模，结构分化。根据弗若斯特沙利文，按零售额计算，2021 年中国休闲食品行业的市场规模为人民币 8251 亿元（按零售额计），2016 年至 2021 年年复合增长率为 6.1%。休闲零食行业规模预计 2026 年突破 1.15 万亿元，年复合增长率 6.8%。其中，辣味休闲食品增速（9.6%）持续领跑，非辣味品类增速（6.0%）相对平稳。

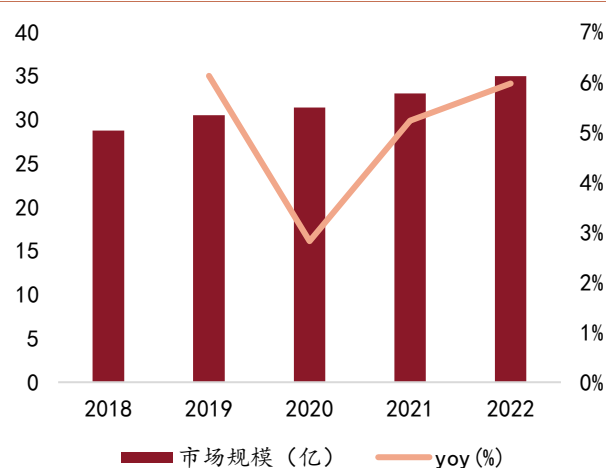
凤爪行业持续增长，健康化升级成趋势。我国凤爪行业市场规模持续增长，2018-2021 年期间从 296 亿增至 438 亿，复合年增长率达 13.1%，其中休闲零食包装化销售的凤爪行业持续扩容。得益于消费者对泡椒凤爪的喜爱和需求增长，以及在产品创新、包装改进、销售渠道拓展等方面不断创新和发展，我国泡椒凤爪市场规模保持增长态势。2022 年我国休闲即食凤爪市场规模为 35 亿元，增长 6.0%，泡椒凤爪品类每年仍稳中有增。

图 6：辣味休闲食品占比逐年增长



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券

图 7：中国休闲即食凤爪行业规模及增速



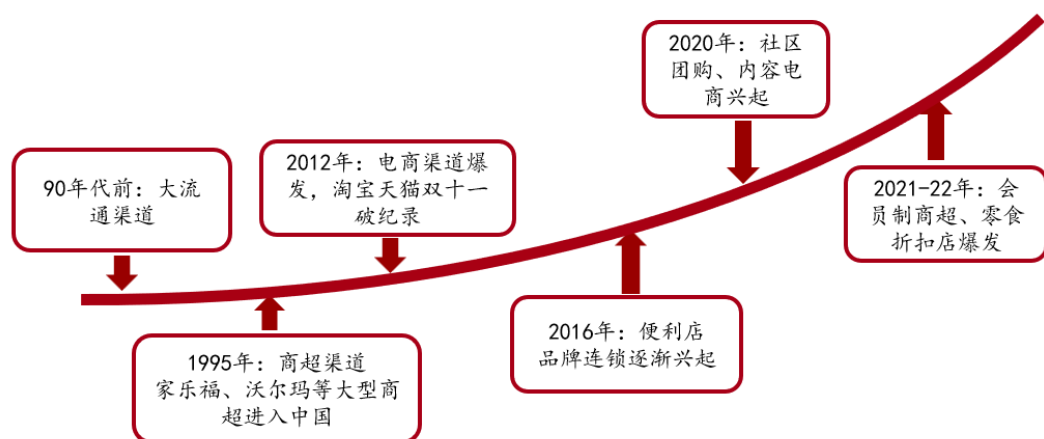
资料来源：观研天下数据中心、招商证券

2、零食渠道不断迭代，考验公司主观能动性

休闲零食渠道快速迭代。休闲零食市场规模庞大，分类众多，行业分散，呈现大行业小公司的格局，下游需求、渠道变化也较快，公司自身主观能动性是关键。零食销售渠道多样，从 90 年代前大流通渠道主导，再到 1995 年后家乐福、沃尔玛等进入中国，商超渠道放量，再到 2012 年后淘宝、天猫等引领电商渠道爆发。此后，新一轮渠道开启扩张，2020 年社区团购、内容电商兴起，2021 年会员制商超、零食折扣店等渠道兴起。

商超流量红利转移，新渠道不断涌现。近年来传统商超渠道客流下滑，内容电商、会员制商超、零食折扣店等渠道享受流量转移的红利，我们认为零食行业渠道的迭代仍将延续，不断会有新渠道出现。

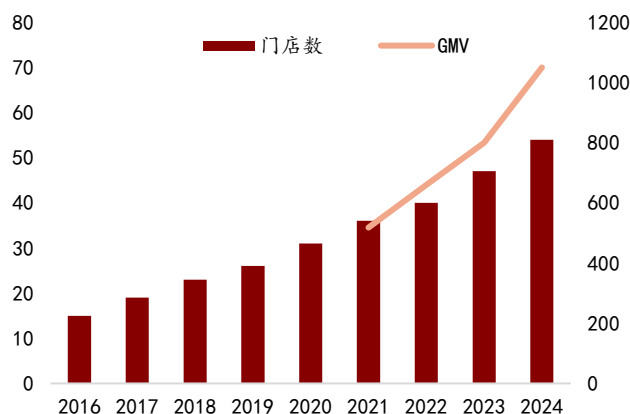
图 8：休闲食品行业渠道变革



资料来源：招商证券《劲仔食品深度报告》

会员商超成为重要的零食销售渠道，爆款效应强。会员制商超选品非常严格，对供应商要求高，山姆热销产品往往容易成为行业爆品，也是对供应商产品力的背书、倒逼研发能力提升，有利于供应商品牌的销售，如有友的脱骨鸭掌、甘源的芥末味夏威夷果仁、盐津的蛋皇鹌鹑蛋等。山姆会员店在中国快速发展，山姆 24 年底门店 54 家，加快中国门店扩张。渠道调研反馈，山姆每年扩店预计 5-6 家，2030 年预计达到 100 家，中长期预计中国区门店 200 家以上。

图 9：中国山姆门店数和 GMV（亿元）



资料来源：渠道调研、招商证券

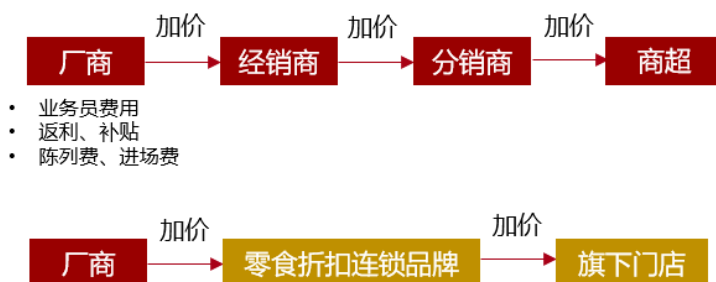
图 10：山姆渠道爆款零食单品



资料来源：山姆会员店、招商证券

量贩渠道打造极致性价比，高周转支撑业态扩张。零食量贩为近两年快速发展的新兴业态，上游直接对接供应商，压缩渠道环节、减少渠道费用，充分让利消费者打造极致性价比。通过低毛利、高周转、大规模快速成为休闲零食的重要渠道之一。门店端贯彻薄利多销的理念，15-20%左右的低毛利率，通过快速周转实现高店效，摊薄费用率，最终获得稳定盈利，目前门店投资回收期平均在两年左右。25 年零食量贩开店依然保持较快增速，2024 年末行业门店数近 4 万家，其中万辰集团和鸣鸣很忙集团合计超 2.5 万家，25 年万辰、鸣鸣很忙纷纷向全品类社区超市转型。

图 11：零食折扣店加价环节和费用支出更少



资料来源：《中国零食硬折扣白皮书》、招商证券

三、成长空间：新品类打开空间，新渠道贡献增量

1、渠道：会员商超/量贩/电商带来增量，传统渠道求稳

(1) 会员制商超渠道：后续新品仍有看点

精准匹配山姆选品逻辑，24Q3 进入山姆，快速放量。有友食品于 2024 年 Q3 成功打入山姆会员店体系，历时数月的多轮选品竞争中脱颖而出。新品脱骨鸭掌（山椒味）以 69.9 元/600g 定位高端，入选山姆“夏日开胃好食榜”，稳居美味宵夜榜 TOP1，凸显品牌研发与品控硬实力。25 年 4 月、25 年 5 月再次上新，山姆渠道势能持续释放。24 年第一款产品进入山姆后，公司积极选品向山姆推送，并在 25 年 4 月和 5 月分别上新素食轻享时光和酸汤双脆（掌中宝、筋脆骨），成为山姆零食上新节奏最快的公司之一。25 年下半年轻享时光因月销原因不及预期随后在山姆渠道下架。

聚焦爆品策略，新品后续仍有看点。2024 年 7 月脱骨鸭掌在山姆首发后迅速引爆，月销突破 10 万件，好评率高达 97.5%。随着山姆门店扩张（预计 2027 年前新开 22 家），脱骨鸭掌有望巩固 TOP 级单品地位，酸汤双脆 5 月下旬上新，月销有望接近鸭掌，此外公司已在储备多款潜在新品，为增长提供长效动能。

图 12：有友 24 年 7 月、25 年 4 月、25 年 5 月在山姆会员店上新的产品



资料来源：山姆会员店、招商证券

（2）零食量贩渠道：新拓万辰渠道，加深与很忙合作

量贩渠道上实现深度合作+品类扩容。24 年公司与零食有鸣合作，推出专供量贩的规格差异化产品，比如泡椒凤爪、猪皮晶等，带动量贩渠道月销突破 1000 万元，24 年量贩渠道销售占比约 4%。25 年公司进一步加大量贩渠道开拓，在零食有鸣基础上，开展万辰与零食很忙的合作，多 SKU 上新、叠加零食门店覆盖率提升，量贩渠道 25 年有望实现 200% 增长。量贩渠道公司目标覆盖 4 万家终端门店，今年与万辰和零食很忙合作，其他量贩品牌基本也在对接合作中。**展望：**未来量贩渠道门店数可达到 7 万家，假设公司按目标覆盖 4 万家门店，单店 8-10 款 sku，月销预计在大几千万，该渠道年销售额中长期可实现 5 亿以上。盈利能力方面，受渠道特征影响，量贩渠道盈利能力预计比传统渠道略低。

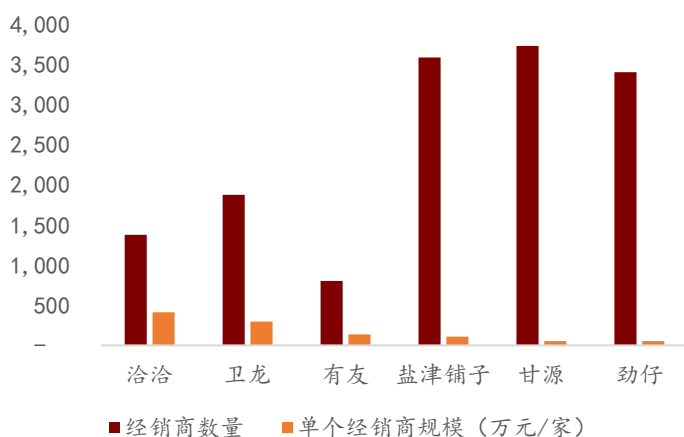
（3）传统流通渠道：增长放缓，以稳为主

传统客流下滑，增长动能趋缓。随着传统渠道被其他渠道分流，零食消费场景向便利化、健康化升级，KA/BC 超、夫妻老婆店渠道增长明显放缓。传统流通渠道的市场份额可能会进一步被挤压，传统流通渠道的销售压力可能会持续存在。网点布局逐步饱和，叠加单店动销效率停滞，主要依赖存量复购维持规模。2016-23 年有友食品传统渠道收入复合年增长率仅为 2%，增长动能明显不足。22-23 年公司营收连续两年下滑，传统渠道的疲软是重要原因之一。随着传统商超纷纷进行模式调改，更加聚焦产品力，对于强品牌和强品类的头部产品更加青睐，公司有望通过新品、扎实的渠道陈列推广，重回增长。

西南区域为核心市场，华东、华北空白网点扩张。公司在传统商超中拥有扎实的基础，与全国大型商超均建立了良好合作关系，消费者对其品牌和产品认可度较高。有友早期通过经销商体系深度渗透西南地区传统零售网络，以夫妻老婆店、杂货店为核心载体，凭借高性价比大规格凤爪产品快速铺货。依托 800 多家经销商网络，重点布局西南及三四线城市下沉市场，奠定线下流通基本盘。

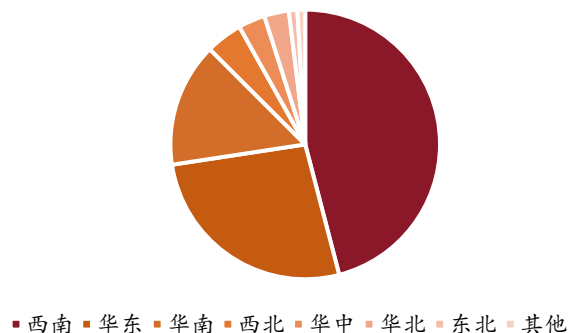
存量优化，新区域突破，经销商网络革新。重庆、四川为核心的西南区域公司基本以维持现有客户为主，华东、华南、华北是重点突破区域，面对传统渠道增速见顶，公司主动缩减低效网点投入，聚焦核心区域存量优化，经销商网络革新，以无骨鸭掌、不油炸虎皮凤爪、鸡脚筋等年度新锐产品导入，加大铺市率，提升流通渠道销售额。

图 13：2024 年经销商数量及单个经销商规模



资料来源：公司年报、招商证券

图 14：2024 年公司分区域营收占比 (%)



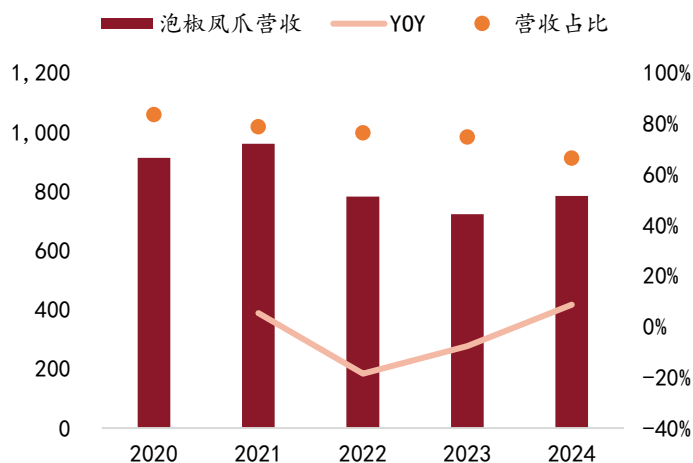
资料来源：公司年报、招商证券

2、品类看点：凤爪大盘稳定，脱骨鸭掌/酸汤双脆驱动增量

泡椒凤爪占比高，主业维持平稳发展。21 年之前，泡椒凤爪主营业务规模稳步提升至近 10 亿量级，营收占比不断提升；22 年因国内外宏观环境变化对业务进行调控，22-23 年凤爪业务有所下滑；24 年公司积极调整策略，拥抱新产品+新渠道，带动凤爪主业企稳增长，全年增速实现转正至 8.6%，未来增长可期。量价拆分看，考虑到原料成本上涨压力与终端消费环境，公司于 22 年进行集中提价，吨价提升，销量下降。

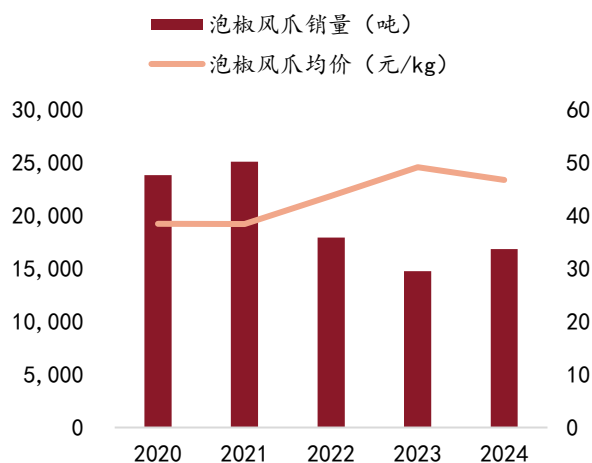
脱骨鸭掌、酸汤双脆驱动增量，有望打造第二增长曲线。公司借助山姆会员商超渠道，脱骨鸭掌占据品类先发优势，成为爆款，此后新品表现一直较好。自 2024 年 7 月有友脱骨鸭掌上新山姆后，该产品很快成为山姆会员店的爆款，月销一度接近 3000 万，未来随着产能解决以及山姆持续扩店，脱骨鸭掌的月销量仍将继续爬坡，鸭掌已成为有友食品的第二大单品。此外，2025 年 5 月有友在山姆渠道上新酸汤双脆，主要原料选取优质鸡胸软骨和鸡膝骨，主打高蛋白营养产品，其受众群体、消费场景更为广泛，为公司收入增长提供了助力。

图 15：有友食品凤爪营收 (百万元)



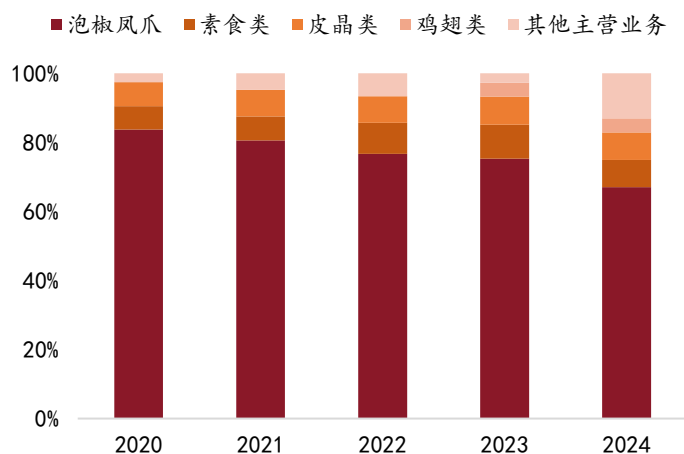
资料来源：公司年报、招商证券

图 16：有友食品凤爪量价拆分



资料来源：公司年报、招商证券

图 17：有友食品产品结构变化



资料来源：公司年报、招商证券

3、供应链：原料采购规模优势强化，生产基地布局川渝

两大募投项目投产，助力泡卤类休闲食品产能突破。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 89.3%，相对紧缺。2019 年公司募投项目有友食品产业园通过 3.6 亿元投资建设智能化生产基地，新增年产 3.08 万吨泡卤类休闲食品产能，推动产能规模化升级；营销网络建设及品牌推广项目配套投入 2.42 亿元，构建全国化营销体系并强化品牌影响力，通过渠道下沉与消费者触达加速消化新增产能。（1）有友食品产业园项目 2022 年 8 月完成结项。产能释放与品牌势能提升协同发力，实现规模效益与市场竞争力的双重突破。（2）营销网络建设和品牌推广项目：截至 2025 年 6 月该项目的累计投入进度为 60.9%，公司仍在积极推动营销网络全渠道布局工作。

原料采购具备规模优势，生产基地布局川渝。为进一步加大原材料采购优势，公司设立有友进出口公司，对全球原料价格进行监测并动态开展跨境比价采购，以构建多元化供应格局。公司还与福建圣农发展股份有限公司等优质供应商构筑了稳固的战略合作伙伴关系，确保能以合理成本获取足量高品质原料。生产方面，有友食品在重庆、四川建有生产基地，覆盖西南市场；同时通过上海、杭州、北京等地的销售子公司布局全国市场。此外，公司还与盐津铺子共建“西南卤味联盟”，共享原料采购、物流网络，成本降低 18%。

表 2：有友食品募投项目情况

有友食品产业园		营销网络建设和品牌推广
总投资（万元）	35687	24199
建设内容	生产车间、研发中心、冷库、原料库、成品库、办公楼及相关配套设施	营销网络建设（场地购买/租赁、装修、设备采购、人员培训等）、品牌推广活动
实施主体	全资子公司有友制造公司	全资子公司有友销售公司
建设周期	24 个月	36 个月
达产计划	第 1 年 40%、第 2 年 80%、第 3 年 100%	未明确分阶段计划
经济效益	年新增营收 85,239.48 万元/净利润 11,309.44 万元/投资利润率 32.52%/静态回收期 5.80 年（含建设期）/税后财务内部收益率 24.77%	
	提升营销能力和品牌知名度，增强盈利能力	

核心目标

新增泡卤类休闲食品产能 3.08 万吨/年

优化全国营销网络布局, 提升品牌影响力

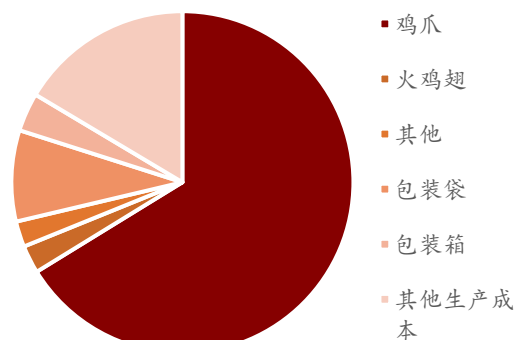
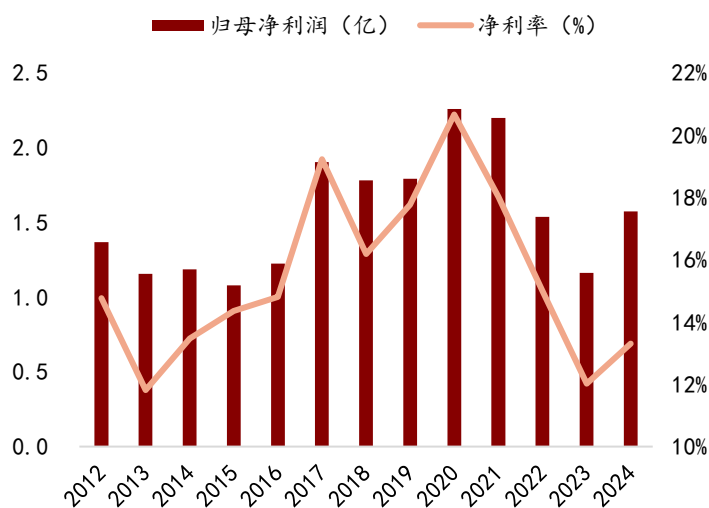
资料来源: 公司年报、招商证券

四、公司财务情况

复盘: 成本压力下被动提价, 盈利能力波动。回顾公司提价历史, 1) 2017 年: 对不同品类及规格的泡椒凤爪系列产品进行提价, 当年营收约为 9.9 亿元, 同比上涨 19.65%, 净利润同比增加 55.39%。2) 2018 年: 4 月对泡椒凤爪进行了 3%-13% 的提价幅度, 同年 9 月公司再次对产品进行提价, 不过提价过快引起终端销量下滑。3) 2022 年初: 对部分产品进行了提价, 泡椒凤爪和猪皮晶当年均价同比上升 10% 以上, 销量出现下滑, 产能利用率下降, 盈利能力变弱。24 年-25 年, 鸡爪价格基本稳定且有下降趋势, 公司盈利能力逐步回升。

图 18: 公司归母净利润与净利率波动 (%)

图 19: 公司各项成本占比 (2018)

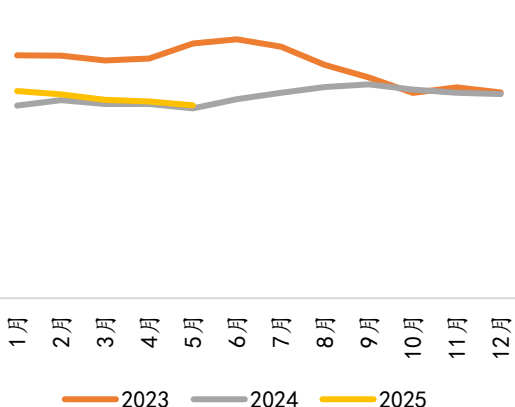
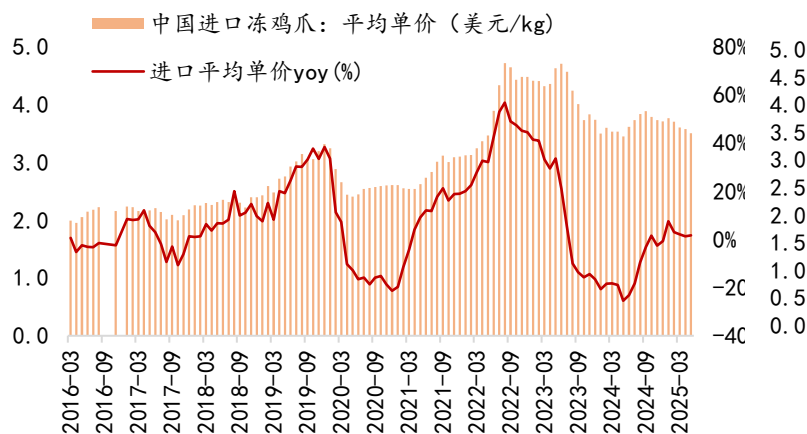


资料来源: 公司年报、招商证券

资料来源: 公司招股说明书、招商证券

图 20: 中国进口冻鸡爪平均单价及 yoy

图 21: 中国进口冻鸡爪月均价 (美元/kg)



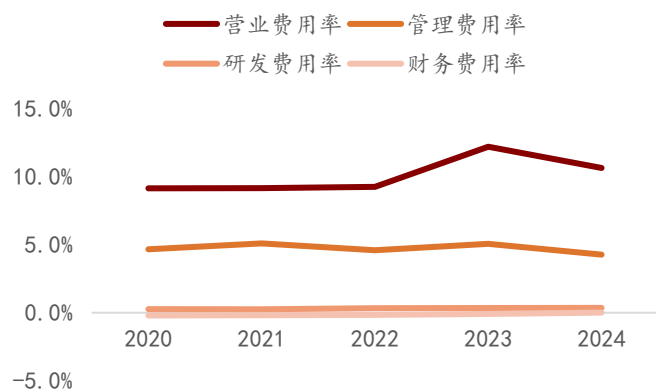
资料来源: 海关统计数据平台、招商证券

资料来源: 海关统计数据平台、招商证券

23 年渠道投入加大，24-25 年费效比优化明显。23 年销售费用率同比+3pct，上升至 12.2%，主要由于渠道转型期加大新渠道推广投入，广告及宣传费从 233 万增至 1507 万元，促销活动从 1524 万增至 2374 万元。24 年销售费用率回落至 10.6%；受益费用效率优化及原料成本涨幅收窄，净利率回升至 13.3%，控费能力提升，新渠道周期到来。20-23 年毛利率/净利率下降，主因鸡爪采购价上涨，抵消提价与产品结构升级的拉升作用。25 年公司进一步主动控制费用投放力度，25H1 销售费用率下降至 8.4%，同比-4.1pct。

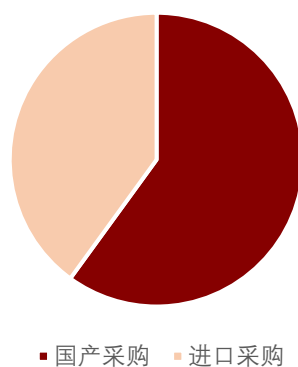
国产采购比例逐年上升，平滑原料价格波动。渠道调研反馈，公司的鸡爪采购中国产占比 50%以上，对进口鸡爪依赖度不断降低。进口部分采购时，公司通过提前采购、锚定海外低价周期降低采购成本，国产依托规模化议价稳定供给，缓冲单一市场波动风险。25 年公司提前对原材料做了规划和储备，成本控制能力凸显，结合现在需求环境公司暂时不考虑提价可能。

图 22：有友食品各项费用率情况



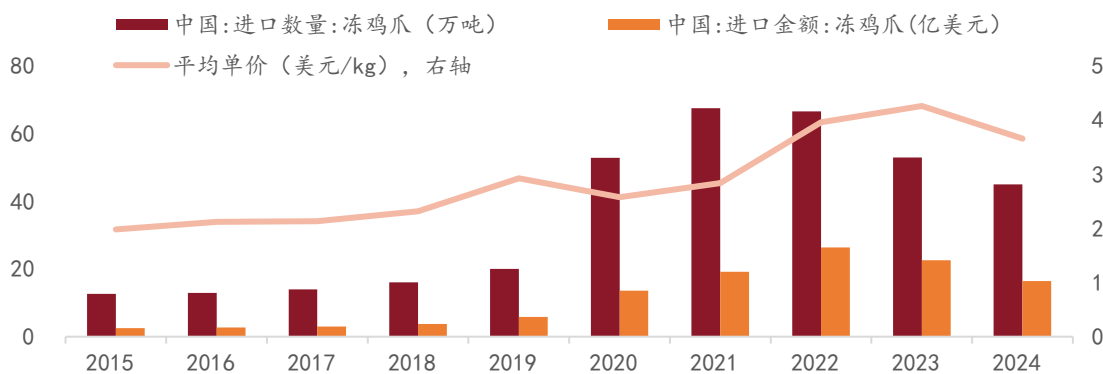
资料来源：公司年报、招商证券

图 23：有友食品国内鸡爪采购占比超 50%



资料来源：公司年报、渠道访谈、招商证券

图 24：中国进口鸡爪数量、金额情况



资料来源：海关数据、招商证券

五、盈利预测与投资建议

公司坚持以创新产品、拓展渠道为核心。有友食品围绕市场需求重构产品矩阵，新品上新能力处于行业前列。产品方面，第一大单品泡椒凤爪成为行业引领者，作为基本盘仍在稳定增长，新品脱骨鸭掌、酸汤双脆为公司带来增量贡献，鸭掌已成为公司的第二大单品，未来还有望继续拓展受众群体和消费场景，有望进一步提升销量。此外，公司还将持续进行产品创新，以健康化、多元化的产品矩阵形成差异化竞争壁垒，满足消费者不断变化的需求。渠道方面，公司 24 年突破了会员制零售体系，与山姆等建立合作，后续产品合作洽谈中。同时深化主流零食量贩渠道的渗透，与万辰、很忙系等开展合作，电商渠道重视度也在提升，新兴渠道快速扩容。

收入端：1) **线下渠道：**公司线下渠道主要包括传统流通、会员商超、量贩渠道，其中传统流通渠道受商超流量自然下滑影响，考虑到公司在泡卤风味品类领先优势以及市占率，预计传统流通渠道持平微增；会员商超渠道：公司自 24Q3 开始进入后，打磨产品、研发推新的能力不断上升，24 年会员商超渠道实现收入 1-2 亿，25 年产品持续上新，后续还有产品在对接洽谈中预计 2025-2027 年会员渠道仍保持双位数以上快速增长；量贩渠道深化头部合作，25 年与万辰、很忙系等开展合作，动销增长迅速，预计 2025-2027 年量贩持续上升，中期有望实现 4 亿营收以上。综上，公司不断巩固自身产品实力，线下渠道预计 2025-2027 年分别增长 35%、19%、14%。2) **线上渠道：**2024 年公司实现线上营收 6757 万，同比增长 204%，一方面公司持续拓展抖音渠道，加大抖音等内容电商布局，另一方面，经过 23 年的渠道调整，之前电商渠道产品结构单一、sku 少，调整后加大新品导入电商渠道，通过 sku 导入以及平台运营能力升级带动电商渠道高增。25H1 公司电商渠道同比增长 116%，增长亮眼。我们预计 2025-2027 年公司线上渠道同比增长 50%、40%、30%，25 年预计实现收入 1 亿元左右。

费用&利润端：考虑到公司控费提效，落实费用精细化管理策略，预计公司 25-27 年费用率稳中有降。毛利率方面，随着收入规模上升、生产端规模效应、原材料采购价格回落有望带动毛利率小幅优化，从成本角度来看，当前国内冻鸡爪价格进入下行通道，冻鸡爪均价同比下降接近双位数，且展望后续有望进一步兑现成本红利，预计公司 2025-2027 年净利率有望持续改善。

投资建议：产品矩阵多元化，渠道增量持续开拓。展望未来，公司通过优化供应链协同、提高运营效率等方式，有效降低了费用率，毛销差得到改善，随着收入规模的进一步扩大，规模效应将持续释放，带动公司盈利能力的提升。在消费升级和渠道变革的双重机遇下，通过产品、渠道协同，公司有望迎来高质量发展。我们预计公司 25-27 年收入增速 36%、20%、16%，归母净利润增速 43%、24%、17%，预计 25-27 年归母净利润分别为 2.3 亿、2.8 亿、3.3 亿，对应 26 年 18 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

表 3：有友食品收入预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入合计（百万）	966	1182	1608	1929	2230

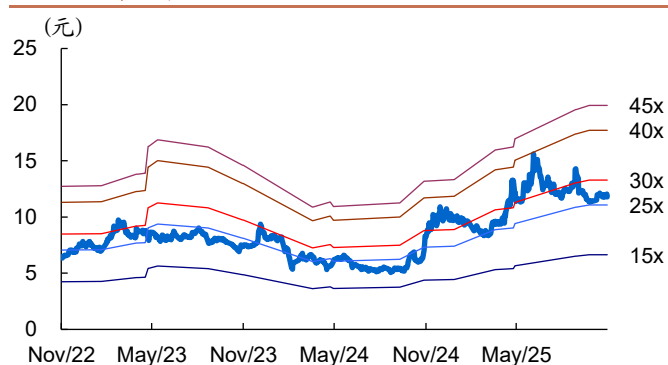
同比增长 (%)		22%	36%	20%	16%
线上渠道	22	68	101	142	184
yoy	-18%	204%	50%	40%	30%
线下渠道	944	1114	1507	1787	2046
yoy	-5%	18%	35%	19%	14%
毛利率 (%)	29.4%	29.0%	27.8%	28.5%	28.8%
净利率 (%)	12%	13%	14.0%	14.4%	14.6%
归母净利润(百万)	116	157	225	278	326
同比增长 (%)		35%	43%	24%	17%

资料来源：公司年报、招商证券

风险提示

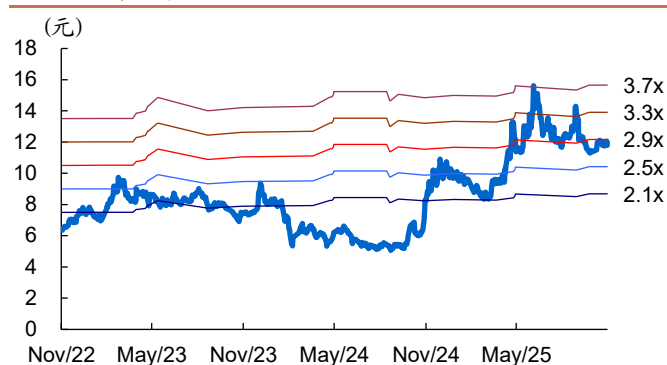
- 1、需求不及预期风险：**零食消费者健康意识持续提升，对低糖、低盐、低脂、无添加等健康零食的需求快速增长，若公司未能及时调整产品结构，可能导致需求下降，份额被竞品抢占。
- 2、行业竞争加剧风险：**当前零售行业竞争激烈，若市场竞争加剧，容易对公司的渠道拓展形成一定影响，可能对公司营收、盈利造成压力。
- 3、新品推广不及预期风险：**零食新品迭代速度加快，若公司新品推广出现消费者反馈不佳等，可能会导致新品无法有效在货架留存，存在新品不及预期风险。
- 4、原材料上涨风险：**受供需关系波动、全球经济周期、地缘政治、汇率波动等因素影响，原材料如鸡爪、鸭掌等价格大幅波动，推升公司生产成本，压缩利润空间。
- 5、食品安全风险：**消费者越来越重视食品安全性，若出现食品安全问题/事件，预计对零食品牌销售造成不确定性。

图 25：有友食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 26：有友食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1441	1509	1732	1868	2004
现金	105	239	326	353	385
交易性投资	713	829	829	829	829
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	4	75	80	96	111
其它应收款	1	1	2	2	3
存货	341	337	455	540	622
其他	278	29	40	47	55
非流动资产	542	538	520	504	485
长期股权投资	14	15	15	15	15
固定资产	389	377	366	355	340
无形资产商誉	49	48	43	39	35
其他	90	97	96	95	94
资产总计	1982	2047	2253	2372	2489
流动负债	106	241	312	360	407
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	22	135	187	222	256
预收账款	30	41	57	67	78
其他	53	64	67	70	73
长期负债	41	32	32	32	32
长期借款	0	0	0	0	0
其他	41	32	32	32	32
负债合计	147	273	343	392	439
股本	428	428	428	428	428
资本公积金	383	383	383	383	383
留存收益	1024	963	1098	1170	1240
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1835	1774	1909	1981	2051
负债及权益合计	1982	2047	2253	2372	2489

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(4)	229	149	203	251
净利润	116	157	225	278	326
折旧摊销	29	30	33	32	30
财务费用	0	1	(3)	(4)	(4)
投资收益	(23)	(21)	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	(128)	62	(68)	(67)	(64)
其它	2	(0)	4	6	5
投资活动现金流	8	122	27	27	32
资本支出	(10)	(21)	(15)	(15)	(10)
其他投资	18	143	42	42	42
筹资活动现金流	(167)	(220)	(88)	(203)	(252)
借款变动	(34)	7	(1)	0	0
普通股增加	119	0	0	0	0
资本公积增加	(119)	0	0	0	0
股利分配	(142)	(218)	(90)	(207)	(256)
其他	9	(9)	3	4	4
现金净增加额	(163)	131	88	27	31

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	966	1182	1609	1929	2231
营业成本	682	840	1161	1379	1589
营业税金及附加	10	14	19	22	26
营业费用	118	126	144	169	191
管理费用	49	51	53	61	69
研发费用	3	4	6	7	8
财务费用	(1)	0	(3)	(4)	(4)
资产减值损失	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
公允价值变动收益	7	18	18	18	18
其他收益	4	3	3	3	3
投资收益	23	21	21	21	21
营业利润	138	186	268	333	390
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	140	187	268	333	391
所得税	24	29	44	55	65
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	116	157	225	278	326

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-6%	22%	36%	20%	16%
营业利润	-23%	34%	44%	24%	17%
归母净利润	-24%	35%	43%	24%	17%
获利能力					
毛利率	29.4%	29.0%	27.8%	28.5%	28.8%
净利率	12.0%	13.3%	14.0%	14.4%	14.6%
ROE	6.3%	8.7%	12.2%	14.3%	16.2%
ROIC	5.9%	8.5%	11.8%	13.9%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	7.4%	13.3%	15.2%	16.5%	17.6%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	13.6	6.3	5.6	5.2	4.9
速动比率	10.4	4.9	4.1	3.7	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	2.3	2.5	2.9	2.8	2.7
应收账款周转率	413.0	30.2	20.8	21.9	21.5
应付账款周转率	22.0	10.7	7.2	6.7	6.6
每股资料(元)					
EPS	0.27	0.37	0.53	0.65	0.76
每股经营净现金	-0.01	0.53	0.35	0.48	0.59
每股净资产	4.29	4.15	4.46	4.63	4.79
每股股利	0.25	0.47	0.48	0.60	0.70
估值比率					
PE	43.4	32.1	22.5	18.1	15.5
PB	2.8	2.8	2.6	2.5	2.5
EV/EBITDA	21.7	16.7	12.0	9.9	8.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。