

有友食品 (603697.SH)

强烈推荐 (维持)

春节错期与一次性费用影响 Q4 利润，继续看好渠道拓展

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 9.85 元

公司发布《2025 年年度报告》，25 年公司营收/归母净利润 15.9 亿元/1.9 亿元，同比+34.4%/+17.9%，25Q4 公司营收/归母净利润 3.4 亿元/0.1 亿元，同比+16.4%/-67.4%，25Q4 春节错期与一次性费用计提增加导致净利润承压，26Q1 以来公司经营情况良好，预计 26 年公司传统渠道进一步企稳，会员制商超、零食量贩、直播电商等继续贡献增量。叠加成本端红利延续，公司费用控制能力优秀，短期影响消退后盈利能力有望修复。

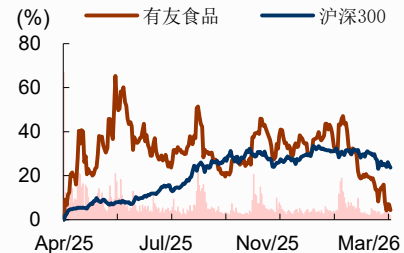
基础数据

总股本 (百万股)	428
已上市流通股 (百万股)	428
总市值 (十亿元)	4.2
流通市值 (十亿元)	4.2
每股净资产 (MRQ)	4.1
ROE (TTM)	10.5
资产负债率	25.7%
主要股东	鹿有志
主要股东持股比例	49.73%

□ 25 年营收符合预期，春节错期与一次性费用影响 Q4 利润。25 年公司营收/归母净利润 15.9 亿元/1.9 亿元，同比+34.4%/+17.9%，25Q4 公司营收/归母净利润 3.4 亿元/0.1 亿元，同比+16.4%/-67.4%，25 年整体营收情况符合预期，25Q4 单季度营收降速、净利润承压，主要系 26 年春节错期，且 25Q4 由于生产设备一次性投入 (25 年制造费用 1.2 亿元，同比+57.7%)、人员绩效年终核算等影响利润水平。预计影响消除后公司 26Q1 继续快速增长，新品类导入与渠道拓展贡献增量。25 年全年现金股利 0.42 元，分红比例达 97%，持续关注股东回报。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-14	1
相对表现	-10	-10	-14



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 禽类制品延续快速增长，会员商超等贡献核心增量。1) 分品类来看，25 年公司禽类制品/畜类制品/蔬菜制品及其他收入分别为 13.8 亿元/1.0 亿元/0.9 亿元，同比+41.1%/+9.8%/-4.4%。2) 分渠道来看，25 年公司线上/线下渠道收入分别为 1.0 亿元/14.8 亿元，同比+42.7%/+34.4%。公司传统渠道逐步企稳，新兴渠道依托品类扩张，全面开拓会员商超、合作零食量贩并加大直播电商布局，成效不断显现。后续来看，零食量贩渠道 SKU 仍在持续导入，山姆侧还有多款新品储备。3) 分地区来看，25 年公司东南/西南/其他区域收入分别为 9.3 亿元/5.3 亿元/1.2 亿元，同比+90.4%/-3.1%/-14.8%。

相关报告

1、《有友食品 (603697)——经典沉淀，创新品类拓新程》2025-10-31

□ 渠道结构变化与一次性费用增加影响利润率水平，费用管控良好。25 年公司实现毛利率/净利率 25.7%/11.7%，同比-3.2pct/-1.6pct，其中 25Q4 毛利率/净利率 19.9%/3.4%，同比-5.8pct/-8.8pct，全年维度公司渠道结构变化 (会员制商超、零食量贩占比提升) 带动毛利结构下行；单季度维度短期制造费用与人员绩效增加对于 25Q4 利润率产生一次性影响。费用侧，25 年公司销售/管理/研发费用率分别为 9.0%/3.6%/0.3%，同比-1.7pct/-0.7pct/基本持平，公司运营效率持续提升，规模效应逐步显现。

陈书慧 S1090523010003
chen shuhui@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
zhu yanlin@cmschina.com.cn

□ 投资建议：春节错期与一次性费用影响 Q4 利润，继续看好渠道拓展。25Q4 春节错期与一次性费用计提增加导致净利润承压，26Q1 以来公司经营情况良好，预计 26 年公司传统渠道进一步企稳，会员制商超、零食量贩、直播电商等继续贡献增量。叠加成本端红利延续，公司费用控制能力优秀，短期影响消退后盈利能力有望修复。预计公司 26-28 年归母净利润分别为 2.34 亿元、2.72 亿元、2.99 亿元，对应 26 年 18.0 倍 PE，维持“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、舆情风险。

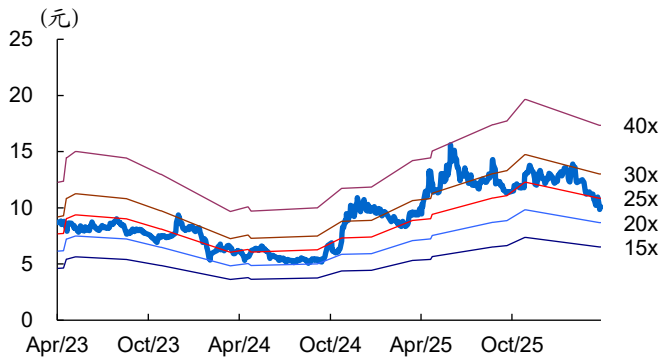
财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1182	1589	1862	2090	2288

同比增长	22%	34%	17%	12%	9%
营业利润(百万元)	186	224	284	330	364
同比增长	34%	21%	27%	16%	10%
归母净利润(百万元)	157	186	234	272	299
同比增长	35%	18%	26%	16%	10%
每股收益(元)	0.37	0.43	0.55	0.63	0.70
PE	26.8	22.7	18.0	15.5	14.1
PB	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2

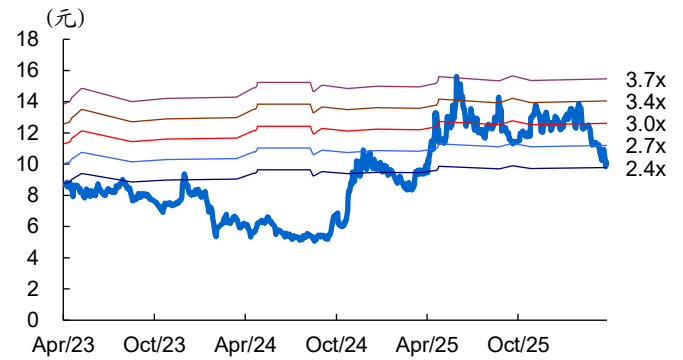
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 有友食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 有友食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《有友食品（603697）—经典沉淀，创新品类拓新程》2025-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1509	1832	1975	2100	2206
现金	239	234	314	366	408
交易性投资	829	1037	1037	1037	1037
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	75	133	136	152	167
其它应收款	1	2	2	2	2
存货	337	385	438	489	533
其他	29	41	48	54	59
非流动资产	538	552	549	541	534
长期股权投资	15	15	15	15	15
固定资产	377	385	388	385	383
无形资产商誉	48	49	44	40	36
其他	97	103	102	101	100
资产总计	2047	2384	2524	2641	2740
流动负债	241	584	670	742	804
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	135	459	534	596	650
预收账款	41	65	75	84	92
其他	64	60	61	62	63
长期负债	32	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	32	28	28	28	28
负债合计	273	613	698	770	833
股本	428	428	428	428	428
资本公积金	383	383	383	383	383
留存收益	963	961	1015	1060	1097
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1774	1772	1826	1871	1908
负债及权益合计	2047	2384	2524	2641	2740

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	229	401	253	264	291
净利润	157	186	234	272	299
折旧摊销	30	32	36	35	34
财务费用	1	0	(3)	(4)	(4)
投资收益	(21)	(15)	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	62	198	22	(5)	(4)
其它	(0)	1	2	3	3
投资活动现金流	122	(238)	5	10	10
资本支出	(21)	(39)	(32)	(27)	(27)
其他投资	143	(199)	37	37	37
筹资活动现金流	(220)	(189)	(178)	(223)	(259)
借款变动	7	113	(1)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(218)	(299)	(180)	(227)	(263)
其他	(9)	(3)	3	4	4
现金净增加额	131	(26)	80	51	42

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1182	1589	1862	2090	2288
营业成本	840	1180	1371	1531	1669
营业税金及附加	14	15	17	19	21
营业费用	126	142	158	173	189
管理费用	51	57	64	69	76
研发费用	4	5	6	6	7
财务费用	0	(0)	(3)	(4)	(4)
资产减值损失	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
公允价值变动收益	18	13	13	13	13
其他收益	3	9	9	9	9
投资收益	21	15	15	15	15
营业利润	186	224	284	330	364
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	187	225	285	331	365
所得税	29	39	51	59	66
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	157	186	234	272	299

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	22%	34%	17%	12%	9%
营业利润	34%	21%	27%	16%	10%
归母净利润	35%	18%	26%	16%	10%
获利能力					
毛利率	29.0%	25.7%	26.3%	26.8%	27.0%
净利率	13.3%	11.7%	12.6%	13.0%	13.1%
ROE	8.7%	10.5%	13.0%	14.7%	15.8%
ROIC	8.5%	10.2%	12.7%	14.3%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	13.3%	25.7%	27.7%	29.2%	30.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.3	3.1	2.9	2.8	2.7
速动比率	4.9	2.5	2.3	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	2.5	3.3	3.3	3.3	3.3
应收账款周转率	30.2	15.3	13.9	14.5	14.4
应付账款周转率	10.7	4.0	2.8	2.7	2.7
每股资料(元)					
EPS	0.37	0.43	0.55	0.63	0.70
每股经营净现金	0.53	0.94	0.59	0.62	0.68
每股净资产	4.15	4.14	4.27	4.37	4.46
每股股利	0.47	0.42	0.53	0.61	0.68
估值比率					
PE	26.8	22.7	18.0	15.5	14.1
PB	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	20.4	17.2	13.8	12.1	11.1

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。