

非金融公司|公司深度|有友食品（603697）

# 泡椒凤爪第一股，发展新周期或至



## | 报告要点

有友食品成立于1997年，恰逢重庆成为直辖市的第一年。砥砺二十余载，公司现已凭借明星单品泡椒凤爪逐步发展为休闲泡卤食品龙头之一。我们从渠道视角详细拆解有友食品的去、现在和未来：管理层对营销及市场的重视度愈高，为量贩零食及仓储会员超市搭建专门的团队+积极引入电商人才，山姆、盒马、Costco及量贩零食系统多项合作逐步落地，新品类+新渠道有望为公司贡献收入增量，同时传统渠道拓点+提效优化正当时，发展新周期或至。

## | 分析师及联系人



刘景瑜



邓洁

SAC: S0590524030005 SAC: S0590524040002

## 有友食品(603697)

# 泡椒凤爪第一股，发展新周期或至

行业：食品饮料/休闲食品  
 投资评级：买入（首次）  
 当前价格：9.10元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 428/428  
 流通A股市值(百万元) 3,892.00  
 每股净资产(元) 4.16  
 资产负债率(%) 9.26  
 一年内最高/最低(元) 11.76/5.33

### 股价相对走势



### 相关报告



扫码查看更多

### 投资要点

有友成立于1997年，凭借明星单品泡椒凤爪逐步发展为休闲泡卤食品龙头之一。公司先后经历几轮调整，2023年以来新产品+新渠道双轮驱动，发展新周期或至。

#### ➤ 大行业+小企业，泡卤食品空间广阔

2023年我国休闲零食行业规模约1.12万亿，预计未来五年增速在低个位数水平：①2018-2022年泡椒凤爪行业规模CAGR约5%，略高于行业，而有友于该品类市占率接近30%，有望强者恒强。②卤味食品规模持续增长，公司有望竞争抢份额。

#### ➤ 从渠道视角拆解有友的去、现在和未来

①2000-2010年商超及专营店阶段：有友首创泡椒凤爪+绑定商超系统，享现代零售渠道扩容之时代红利。②2010-2022年电商阶段：电商成为行业扩容的发动机，但该阶段公司把握略滞后，产品结构单一+市场分布集中的问题逐渐暴露，经营步入调整期。迁善不嫌迟，公司针对线下渠道积极调整：打造差异+梳理提效+加速下沉，非泡椒凤爪类产品收入提速，经销商单位创收步入上行区间。

#### ➤ 新品类+新渠道，发展新周期或至

2023年以来管理层对营销的重视度愈高，搭建专门的量贩零食及仓储会员超市团队，品类+渠道共振，发展新周期或至：①量贩零食：我们预计2025年收入增速有望达高双位数甚至翻倍；②仓储会员超市：2024年7月于山姆渠道上市脱骨鸭掌，新品储备在途；2023年618期间于盒马独家首发无骨乌鸡凤爪，我们预计2025年收入或可达大千万级别；Costco现合作品项2款，新品可期；③积极引进营销人才、搭建电商团队，辐射全国市场；④传统渠道：拓点+提效，争取稳中有升。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营收分别为12.08/15.05/18.00亿元，同比增速分别为25.07%/24.51%/19.63%，2024-2026年归母净利润为1.49/1.76/2.15亿元，同比增速分别为28.27%/18.25%/21.84%，EPS分别为0.35/0.41/0.50元/股，三年CAGR为22.72%。绝对估值法测得公司每股价值为11.92元，可比公司2025年平均PE25.04倍，鉴于公司新品类+新渠道共振，综合绝对估值法和相对估值法，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争的风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期的风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1024	966	1208	1505	1800
增长率(%)	-16.01%	-5.68%	25.07%	24.51%	19.63%
EBITDA(百万元)	211	171	233	270	316
归母净利润(百万元)	154	116	149	176	215
增长率(%)	-30.13%	-24.38%	28.27%	18.25%	21.84%
EPS(元/股)	0.36	0.27	0.35	0.41	0.50
市盈率(P/E)	25.3	33.5	26.1	22.1	18.1
市净率(P/B)	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA	12.9	19.0	12.8	11.3	9.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2025年02月05日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

有友食品成立于1997年，恰逢重庆成为直辖市的第一年。砥砺二十余载，公司现已凭借明星单品泡椒凤爪逐步发展为休闲泡卤食品龙头之一。我们从渠道视角详细拆解有友食品的去、现在和未来：管理层对营销及市场的重视度愈高，为量贩零食及仓储会员超市搭建专门的团队+积极引入电商人才，山姆、盒马、Costco及量贩零食系统多项合作逐步落地，新品类+新渠道有望为公司贡献收入增量，同时传统渠道拓点+提效优化正当时，发展新周期或至。

### 核心假设

- **收入预测：**新品类+新渠道有望为公司贡献收入增量，同时传统渠道拓点+提效优化正当时，我们看好公司未来发展，预计2024-2026年公司营收同比增速分别为25.07%/24.51%/19.63%，其中线上渠道营收同比增速分别为188.20%/34.52%/39.40%，线下渠道营收同比增速分别为22.07%/23.95%/18.43%。
- **业绩预测：**由于量贩零食、仓储会员商超等渠道占比提升、或对毛利率产生短期影响，但随着规模效应逐步显现，中长期毛利率有望逐步修复。我们预计2024-2026年公司毛利率分别为28.97%/28.55%/29.10%。2024-2026年归母净利润为1.49/1.76/2.15亿元，同比增速分别为28.27%/18.25%/21.84%，三年CAGR为22.72%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营收分别为12.08/15.05/18.00亿元，同比增速分别为25.07%/24.51%/19.63%，2024-2026年归母净利润为1.49/1.76/2.15亿元，同比增速分别为28.27%/18.25%/21.84%，EPS分别为0.35/0.41/0.50元/股，三年CAGR为22.72%。DCF测得公司合理估值为每股11.92元，鉴于公司新品类+新渠道共振，参考可比公司2025年平均PE25.04倍，给予公司2025年29倍PE，对应目标价11.93元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- 短期来看，零食量贩系统合作逐步深化+仓储会员超市订单陆续落地+电商重视程度环比提升，公司收入端有望迎来显著提振、规模效应逐步显现。
- 长期来看，公司管理团队思路清晰，精准把握品类及渠道趋势，随着新产品+新渠道双轮驱动，公司经营端有望步入上行区间。

## 正文目录

1. 泡椒凤爪第一股，品类渠道新征途	6
1.1 泡椒凤爪启华章，泡卤百味绘新篇	6
1.2 股权集中，结构稳定	7
1.3 营收增长稳健，利润拐点可期	8
2. 大行业+小企业，泡卤食品空间广阔	12
2.1 休闲凤爪行业增长稳健	12
2.2 卤味食品市场持续扩张	14
3. 从渠道视角拆解有友的去、现在和未来	16
3.1 2000-2010年：现代零售风起，品类扩充加速	16
3.2 2010-2022年：流量时代，结构多元	18
3.3 2023年至今：新产品+新渠道，发展新周期或至	23
4. 盈利预测、估值与投资建议	28
4.1 盈利预测	28
4.2 估值与投资建议	29
5. 风险提示	31

## 图表目录

图表 1: 有友食品发展历史	6
图表 2: 有友食品产品矩阵	7
图表 3: 有友食品股权结构（股东结构截至 2024Q3，控股子公司截至 2024H1）	8
图表 4: 有友食品管理层背景	8
图表 5: 有友食品历史分阶段复盘	10
图表 6: 泡椒凤爪核心品类收入占比逾七成（图示 2023 年，单位：%）	10
图表 7: 西南为公司优势市场，华东收入占比明显提升	11
图表 8: 费用优化仍有空间	11
图表 9: 公司净利率变动复盘	12
图表 10: 我国休闲零食行业规模	13
图表 11: 我国休闲凤爪行业三大梯队	14
图表 12: 我国卤味品类市场规模及增速	14
图表 13: 2023 年闭店率提升至 10%	14
图表 14: 2022 年佐餐卤制:休闲卤制占比约 64%:36%	15
图表 15: 休闲卤制食品 CR3 更高	15
图表 16: 休闲卤制、佐餐卤制、卤制市场整体竞争格局（2020 年）	15
图表 17: 传统渠道 VS 商超及专营店渠道	16
图表 18: 餐饮企业与食品加工企业对比	17
图表 19: 外资企业沃尔玛销售规模及门店数量	18
图表 20: 外资企业家乐福销售规模及门店数量	18
图表 21: 内资企业物美销售规模及门店数量	18
图表 22: 内资企业联华销售规模及门店数量	18
图表 23: 我国休闲零食渠道结构	19

图表 24: 我国休闲零食电商平台市场规模.....	19
图表 25: 2010-2020 年间休闲零食企业销售费用率较高, 2020 年后趋势向下 (销售费用率单位: %)	19
图表 26: 该阶段有友食品线上渠道发力稍显不足.....	20
图表 27: 核心品类泡椒凤爪收入占比.....	20
图表 28: 有友食品优势地区占比过高 (图示地区收入占比)	21
图表 29: 线下渠道实施差异化激励, 重视非泡椒凤爪产品推广.....	21
图表 30: 非泡椒凤爪产品收入增长.....	22
图表 31: 2018 年经销收入/经销商数量/单位经销商创收分别同比+11.75%/-17.81%/+35.34%	23
图表 32: 我国量贩零食门店数量.....	24
图表 33: 我国零食集合店行业规模.....	24
图表 34: 我国仓储会员超市行业规模.....	25
图表 35: 仓储会员超市与传统超市的对比.....	25
图表 36: 我国仓储会员超市主要品牌情况 (2021 年)	26
图表 37: 有友与山姆合作产品脱骨鸭掌.....	26
图表 38: 有友与盒马合作产品无骨乌鸡凤爪.....	26
图表 39: 营销人员占比逐步提升.....	27
图表 40: 新产品+新渠道, 发展新周期或至.....	28
图表 41: 公司营收测算汇总 (百万元)	29
图表 42: 可比公司估值一致预测.....	29
图表 43: FCFF 法参数假设.....	30
图表 44: FCFF 法估值表 (百万元)	30
图表 45: FCFF 敏感性测试.....	31

## 1. 泡椒凤爪第一股，品类渠道新征途

### 1.1 泡椒凤爪启华章，泡卤百味绘新篇

有友食品成立于1997年，恰逢重庆成为直辖市的第一年。砥砺前行二十余载，公司凭借泡椒凤爪这一明星单品已逐步发展成为中国休闲泡卤食品龙头企业。创始人鹿有忠先生于1987年创办有友大酒店，在经营酒楼的过程中，发现推出的一系列泡椒风味菜品备受欢迎，遂于1997年关掉四家酒楼、成立有友食品公司。1999年公司推出泡椒凤爪，以其“酸辣劲爽、骨里留香”的特点，正式从餐桌走向口袋。有友食品将传统四川泡菜工艺与发酵、保鲜等现代生物技术相结合，既保证了泡椒凤爪的口感、又解决了保质期的问题，深受川渝及全国消费者的喜爱。2014、2019年，公司分别在新三板及上交所主板完成挂牌上市，为资本化扩张打下坚实基础。砥砺前行二十余载，公司现已成功打造泡椒凤爪、卤香火腿等肉制品为主，豆干、花生、竹笋等非肉类为辅的休闲泡卤产品矩阵。

图表1：有友食品发展历史



资料来源：公司官网，招股说明书，公司年报，国联证券研究所

公司主营泡、卤风味休闲食品的研发、生产和销售。有友食品的产品主要分为卤制品和泡制品两条主线：(1) 卤制品包括如猪皮晶、鸡翅等产品，将禽畜及粮食等原材料放入调制好的卤汁中烧煮、降温即成。(2) 泡制品则主要指泡椒凤爪、竹笋等，常以禽畜、粮食或蔬菜为原料，加入发酵菌种和调味香料，在人工控制下发酵而成。

图表2：有友食品产品矩阵



资料来源：招股说明书，国联证券研究所

## 1.2 股权集中，结构稳定

有友食品股权集中，结构稳定。截至2024年三季报，公司前十大股东合计持有公司总股本的74.09%。其中，第一大股东为鹿有忠，持有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。前十大股东结构基本保持长期稳定。

**图表3：有友食品股权结构（股东结构截至 2024Q3，控股子公司截至 2024H1）**


资料来源：公司公告，wind，国联证券研究所

有友食品的管理层具备丰富的从业经验。以董事长鹿有忠先生为代表的多位高管，在食品行业拥有多年的工作经历，在研发、管理及市场等方面拥有丰富的实践经验。2007 年引入职业经理人管理团队，公司经营及管理日益市场化。

**图表4：有友食品管理层背景**

姓名	职务	期末持股数（万股）	相关履历
鹿有忠	总经理, 董事长	21,271	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-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。现任有友食品股份有限公司董事长、总经理。
鹿新	董事	2,200	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。现任有友食品股份有限公司董事。
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、副总工程师。现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、湖南重庆啤酒国人有限公司，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：公司公告，国联证券研究所

### 1.3 营收增长稳健，利润拐点可期

营收增长稳健，利润拐点可期。2012-2023 年有友食品营收由 9.26 亿元增至 9.66 亿元，CAGR 为 0.4%。近年来，受到俄乌冲突、原料及海运价格走高的冲击，叠加国内

高温限电等政策的影响，利润端略有承压，但公司积极优化其生产工艺、加强成本控制、推进降本增效，利润拐点可期。

复盘公司近十年发展，是传统零食龙头迈步新时代、拥抱新渠道的缩影，也是一部我国休闲零食行业渠道的变更史，大致可分为几个阶段：

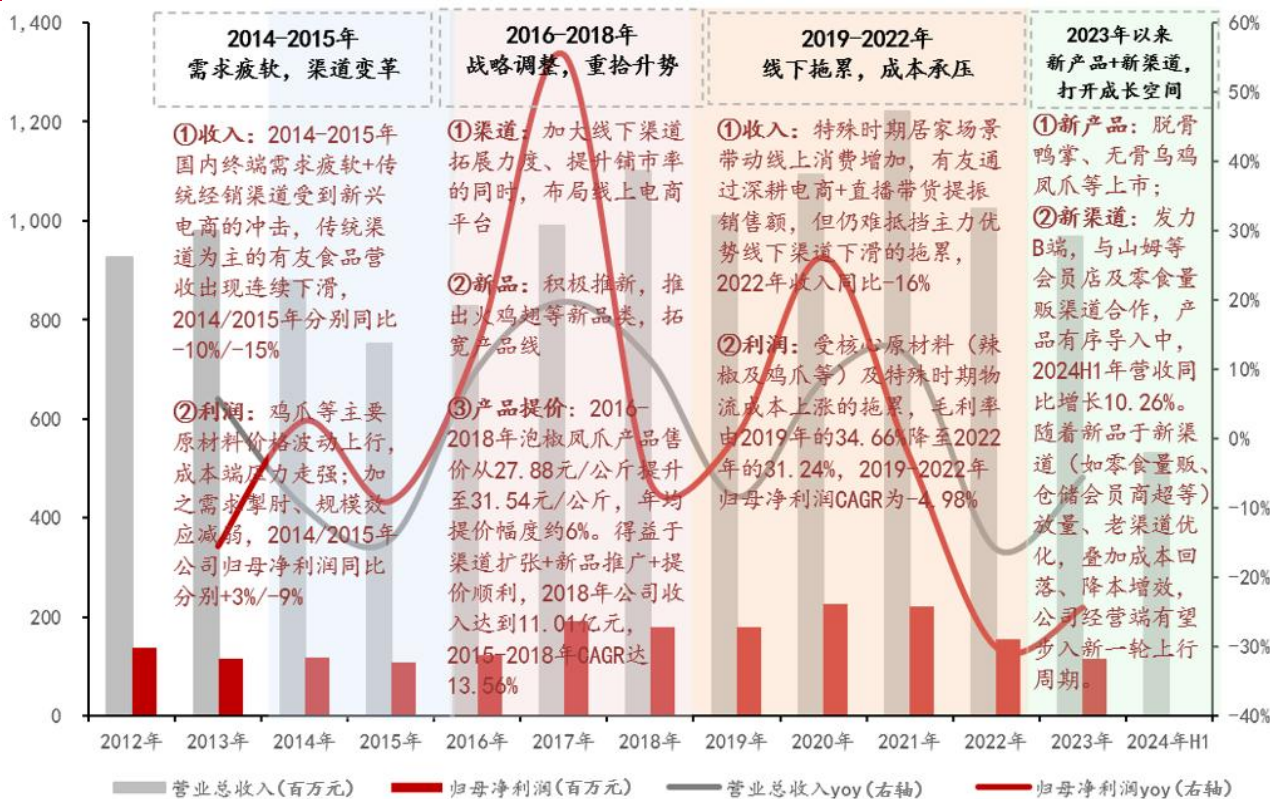
**(1) 2014-2015 年：需求疲软，渠道变革。**①收入：2014-2015 年国内终端需求疲软+传统经销渠道受到新兴电商的冲击，传统渠道为主的有友食品营收出现连续下滑，2014/2015 年分别同比-10%/-15%。②利润：鸡爪等主要原料价格上行，成本端压力增强；加之需求掣肘、规模效应减弱，2014/2015 年归母净利润同比分别+3%/-9%。

**(2) 2016-2018 年：战略调整，重拾升势。**①渠道：该阶段公司在加大线下渠道拓展力度、提升铺市率的同时，逐步布局线上电商平台。②新品：该阶段公司积极推新，推出火鸡翅等新品类，拓宽产品线，延续增长动能；③产品提价：该阶段公司持续深化产品提价策略，2016-2018 年泡椒凤爪产品售价从 27.88 元/公斤提升至 31.54 元/公斤，年均提价幅度约 6%。得益于渠道扩张+新品推广+提价顺利，2018 年公司收入达到 11.01 亿元，2015-2018 年 CAGR 达 13.56%。

**(3) 2019-2022 年：线下拖累，成本承压。**①收入：特殊时期居家场景带动线上消费增加，有友积极入局，通过深耕电商+直播带货提振销售额，但仍难抵挡主力优势线下渠道下滑的拖累。2022 年公司收入同比-16%。②利润：受核心原材料（辣椒及鸡爪等）及物流成本上涨的拖累，公司毛利率由 2019 年的 34.66%降至 2022 年的 31.24%，2019-2022 年公司归母净利润 CAGR 为-4.98%。

**(4) 2023 年以来：新产品+新渠道，有望打开新空间。**①新产品：脱骨鸭掌、无骨乌鸡凤爪等新品逐步上市；②新渠道：发力 B 端，通过直营的方式与山姆等仓储会员店以及零食量贩渠道开展合作，产品有序导入当中，2024H1 年公司营收达 5.30 亿元，同比增长 10.26%。展望未来，随着新品于新渠道（如零食量贩、仓储会员商超等）放量、老渠道优化，叠加成本回落、降本增效，公司经营端有望步入新一轮上行周期。

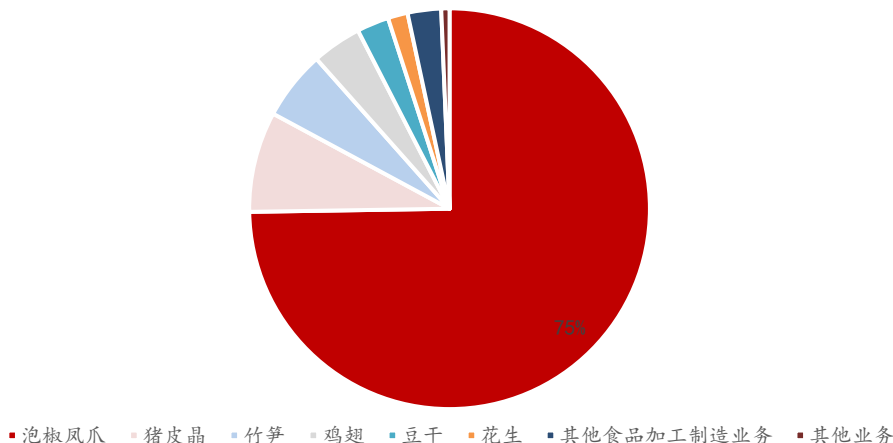
图表5：有友食品历史分阶段复盘



资料来源：招股说明书，公司年报，国联证券研究所

分拆收入，有友主营泡椒凤爪，核心品类占比逾七成。大单品泡椒凤爪收入占比稳定在70%以上，截至2023年，公司前三大品类泡椒凤爪、猪皮晶、竹笋收入占比分别为75%、8%、6%。

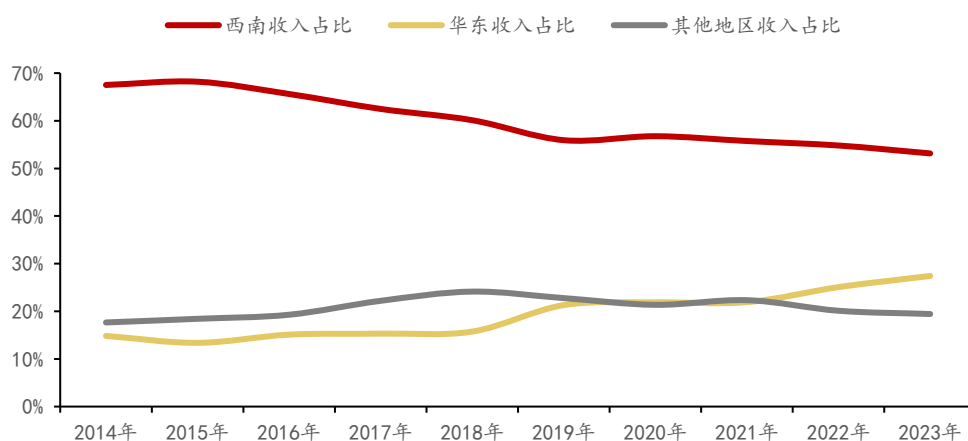
图表6：泡椒凤爪核心品类收入占比逾七成（图示2023年，单位：%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

分地区来看，西南为公司优势市场，华东收入占比明显提升。西南基地市场贡献公司主要收入，2023年西南、华东地区收入占比分别为53.14%、27.42%，2014-2023年CAGR分别为-1.60%、+8.19%，华东地区作为公司的第二大市场，近年来发展提速，有望成为公司新的增长极。

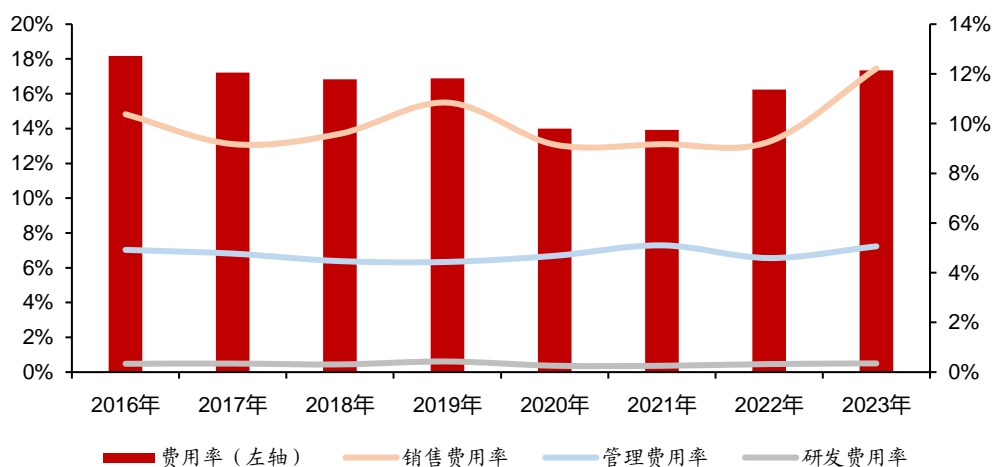
图表7：西南为公司优势市场，华东收入占比明显提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

费用优化仍有空间。为应对行业竞争、把握新渠道机遇，公司加大品牌推广及促销活动力度，致其近年来销售费用率略有上行，由2020年的9.16%增至2023年的12.22%，展望未来，随着规模效应逐步显现、降本增效措施持续推进，我们认为公司费用优化仍有较大空间。

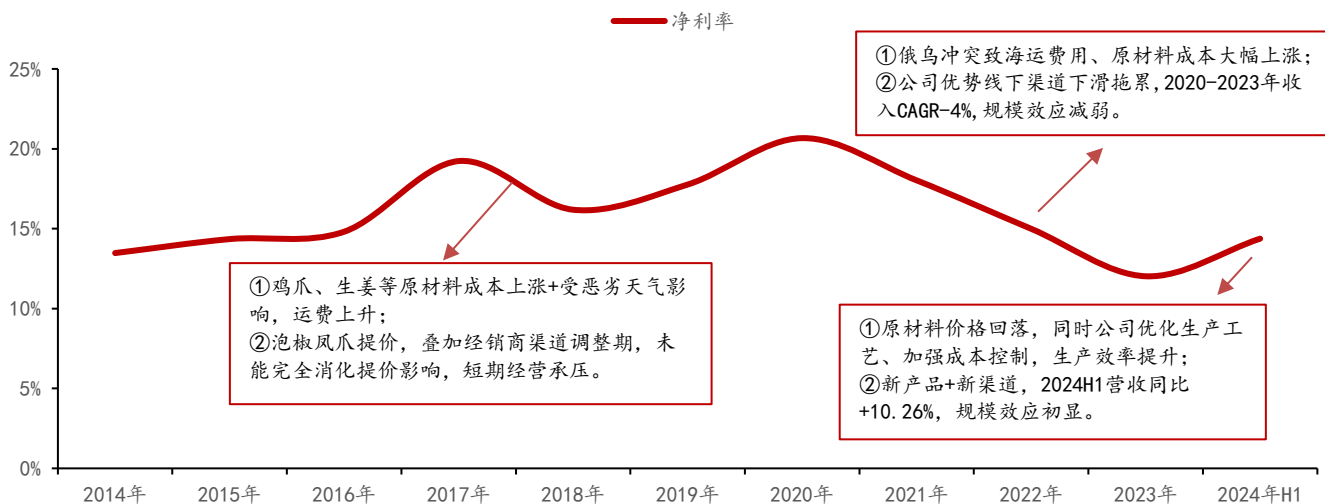
图表8：费用优化仍有空间



资料来源：公司公告，国联证券研究所

原材料成本红利+降本提效+规模效应显现，利润拐点或将至。2017年后受原材料及海运价格走高+提价短期冲击+渠道切换期规模效应走弱的影响，利润端略有承压，但随着原料价格回落、新产品切入新渠道，收入端拐点已至，利润拐点可期。

图表9：公司净利率变动复盘



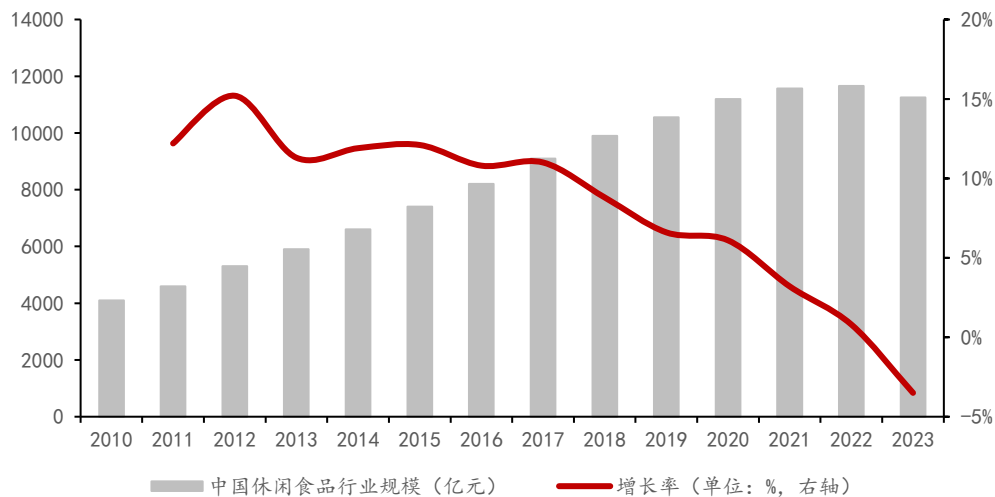
资料来源：招股说明书，公司年报，国联证券研究所

## 2. 大行业+小企业，泡卤食品空间广阔

### 2.1 休闲凤爪行业增长稳健

我国休闲零食行业增速趋稳，2018-2023年CAGR约3%。休闲零食行业规模由2010年的4100亿元增至2023年的11247亿元，期间CAGR为8.07%，其中2010-2018年CAGR为12%，特殊时期商超及专营店等线下消费场景受损，2018-2023年行业CAGR降至3%左右。据艾媒咨询预测，预计2024-2027年行业增速维持在低个位数水平。

图表10：我国休闲零食行业规模

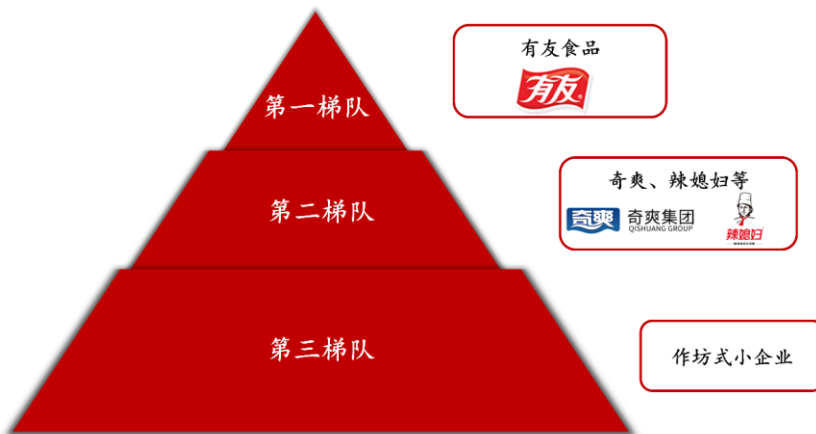


资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

其中凤爪品类发展稳健，增速略高于行业平均水平。泡椒凤爪属川菜中的小吃之一，以酸辣爽口、皮韧肉香而著称，具有开胃生津、促进血液循环的功效。随着产品创新以及销售渠道拓展，我国凤爪市场规模从 2018 年的 295.54 亿元增长至 2022 年的 432.04 亿元，CAGR 约 9.96%，略高于休闲零食行业平均增速。

有友为我国泡椒凤爪行业龙头，跻身 10 亿级营收梯队。第二梯队包括奇爽、辣媳妇等品牌，其余均为作坊式小企业，营收规模较头部品牌存在较大差距。有友于泡椒凤爪细分类目一家独大，渠道及消费者认知基础佳、规模优势突出，拥有市场定价权，有望强者恒强。

图表11：我国休闲凤爪行业三大梯队

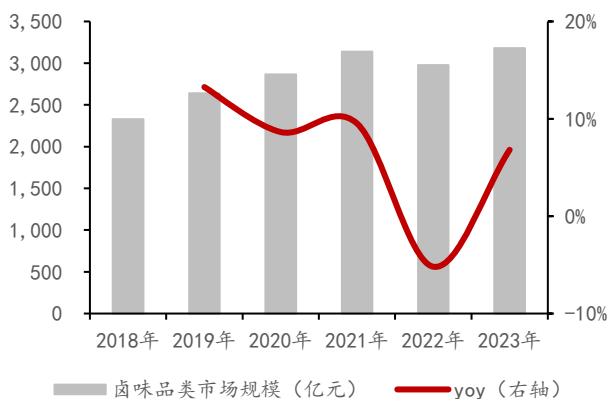


资料来源：华经情报网，国联证券研究所

## 2.2 卤味食品市场持续扩张

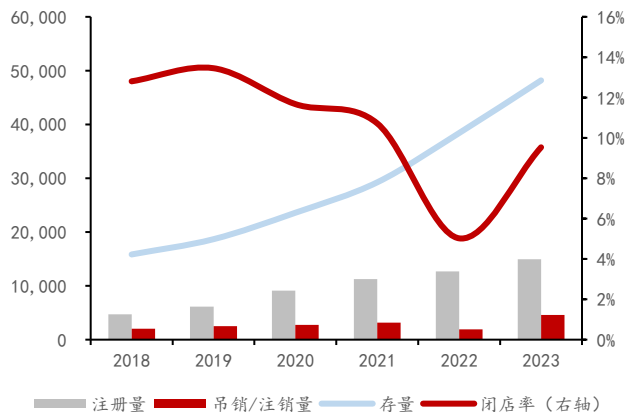
卤味赛道规模持续增长，市场竞争略有加剧。据红餐产业研究院数据，我国卤味品类市场规模由2018年的2330亿元增至2023年的3180亿元，CAGR达6.42%，略领先于休闲食品行业增速。从行业进入/退出者数量来看，2023年卤味赛道新增注册企业1.49万家，同比增长17.76%，延续较高增长势能；2018-2023年行业闭店率维持在5%-13%区间，2023年同比提升5pct至10%，竞争或有加剧。在此背景下，具备品类及渠道逻辑的企业有望竞争抢份额。

图表12：我国卤味品类市场规模及增速



资料来源：红餐产业研究院，国联证券研究所

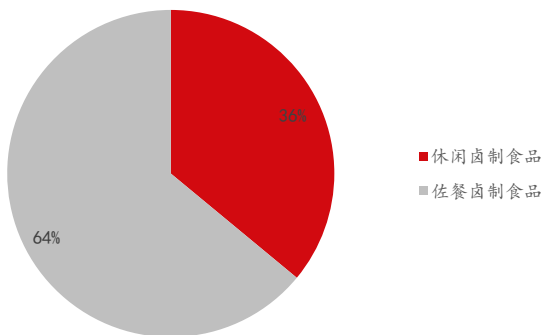
图表13：2023年闭店率提升至10%



资料来源：红餐产业研究院，企查查，国联证券研究所（注：统计时间截至2023年12月）

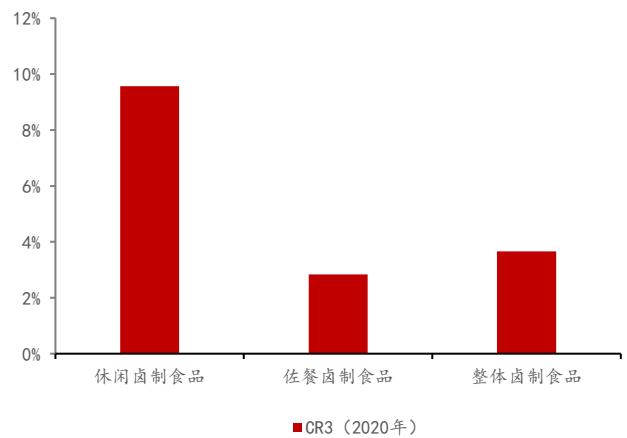
按类型划分，卤制食品可分为佐餐卤制食品及休闲卤制食品，前者作为凉菜用于佐餐，后者则作为非正餐休闲食用，2022年市场规模占比为64%/36%。行业格局而言，休闲卤制品赛道相对集中，佐餐卤制品格局较为分散，2020年卤制食品整体/休闲卤制食品/佐餐卤制食品CR3分别为3.66%/9.57%/2.84%，其中休闲卤制食品竞争格局较为稳定，前三绝味食品、煌上煌、周黑鸭市占率分别为5.39%/2.11%/2.07%，对标龙头，有友市占率提升空间充足。

图表14：2022年佐餐卤制:休闲卤制占比约64%:36%



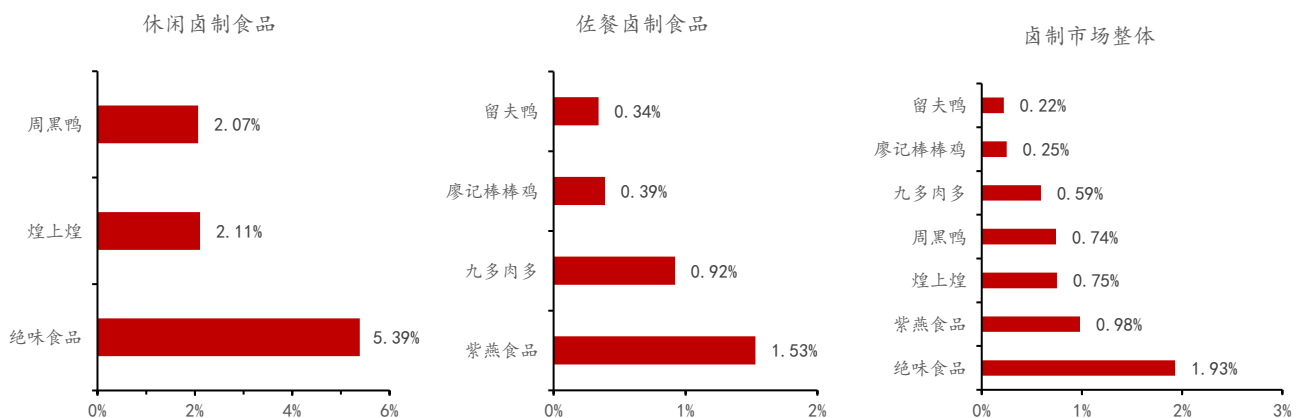
资料来源：F&S和头豹研究院《2023年中国佐餐卤制食品行业概览》，国联证券研究所

图表15：休闲卤制食品CR3更高



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表16：休闲卤制、佐餐卤制、卤制市场整体竞争格局（2020年）




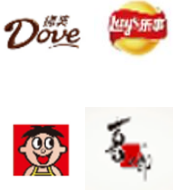
资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

### 3. 从渠道视角拆解有友的去、现在和未来

#### 3.1 2000-2010 年：现代零售风起，品类扩充加速

2000-2010 年我国休闲零食行业进入商超及专营店阶段。现代零售及专营店业态催生我国线下渠道的第一轮变革。1990 年之前我国休闲零食的销售场景主要是地摊、小卖部、集市及批发市场等，渠道分离度高、消费人群分散，交易关系不稳定，客单价相对较低；销售产品多为瓜子、糕点、果脯等长保品，品牌数量少，以地方性小品牌为主。20 世纪 90 年代外资开始涌入，大型商超及便利店迅速拓店，我国进入现代零售阶段：2010 年中国连锁百强企业销售规模增幅达 21.2%，分别较 2008、2009 年增幅高出 2.8、7.7pct，其中 18 家企业增幅超 30%，带动现代零售关联度高的零食品牌兴起，如洽洽、有友等，同时外资零食品牌进入中国，如德芙、乐事、好丽友，共同推动我国休闲零食品类多元化发展。21 世纪后零食专营店模式进一步兴起，部分品牌依靠新渠道崛起、快速拓店，如良品铺子、来伊份等。

图表17：传统渠道 VS 商超及专营店渠道

渠道特点	消费人群	产品特征	主要品牌	消费者客单价
传统渠道 1990 年以前，传统渠道分离度高、交易关系不稳定。销售场景主要为地摊、集市、小卖部、批发市场等	消费人群相对分散，更倾向于价格敏感型消费者	产品种类相对单一，为瓜子、糕点、果脯等长保品	品牌数量少，以地方性小品牌为主 	由于产品种类和购买渠道的限制，客单价相对较低
商超及专营店渠道 ①1990 年后外资涌入，国外大型综合超市进驻中国，带动现代零售业态开始兴起，使得一些零食品牌如洽洽、有友实现了快速发展。 ②2000 年后零食专营店兴起，如良品铺子、来伊份等依靠新渠道崛起的中小企业在 2010 年左右快速拓店，实现了快速发展。	追求品质和便利性的中产阶级和年轻消费者	随着外资品牌的进入，产品种类开始丰富，出现了更多创新和多样化的零食产品，如德芙巧克力和乐事薯片等	外资品牌如德芙、乐事、好丽友；国内品牌如达利园、旺旺、喜之郎等 	消费者客单价：商超提供更多的产品选择和便利性，客单价有所提高

资料来源：前瞻产业研究院，FBIF 食品饮料创新，CBNDATA 消费站，国联证券研究所

该阶段有友食品从餐饮走向食品加工，首创泡椒凤爪单品，享现代零售渠道扩容之时代红利：(1) 公司具备餐饮基因，泡椒凤爪实现突破性创新。创始人鹿有忠先生自 20 世纪 80 年代承包经营餐饮业务，熟悉川渝当地饮食口味，90 年代将泡制工艺创造性的由植物原料泡菜制品拓展至以泡椒凤爪为代表的肉制品领域，首创泡椒凤爪单品，同时不断进行口味改良及保鲜技术革新，成功将保质期短而局限于餐桌的泡肉制品导入了更为广泛的休闲食品市场。多年的餐饮运营经验使得公司在原料采购、库

存管理、物流运输等供应链管理方面具备良好基础，区域市场的品牌认知及消费者资源积累充足，同时餐饮企业长期直面消费者，使得有友在成立初期便掌握了标准化、规模化的生产及管理经验，研发敏锐度高、产品禀赋突出。

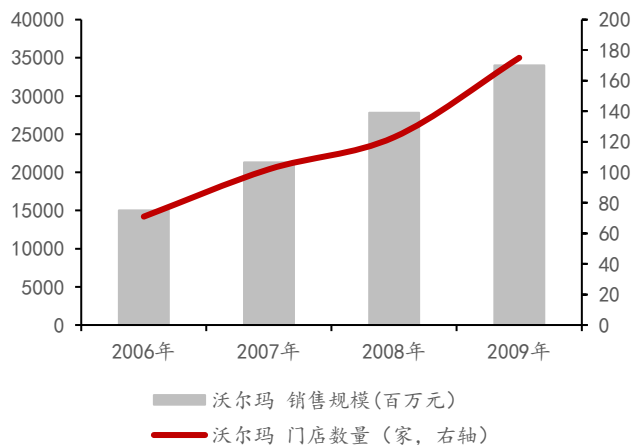
**图表18：餐饮企业与食品加工企业对比**

	模式特点	供应链管理	品牌宣传	规模效益与制造效率	市场销售及渠道管理
<b>餐饮企业</b>	重销售，直面消费者，销售的是菜品和服务。能够快速响应市场变化和消费者需求，提供更为个性化的产品	通常拥有较为成熟的供应链体系，供应链管理偏生产端，通过规模化生产降低经营成本	通过实体店铺和在线平台进行品牌宣传	“中央厨房”具备一定规模效应	门店经营，需要进行连锁门店管理
<b>食品加工企业</b>	偏制造，销售的是加工产品。侧重于大规模生产和标准化制造，对市场变化的响应速度或相对较慢	在供应链管理上同样具备优势，随着量贩零食、会员商超等新业态的发展，对于销售侧的供应链管理要求愈高	通过产品销售及产品宣传建立品牌认知	单个产品的数量或更大，单品具备更强的规模效应；通常生产环节自动化程度更高（尤其在配方化的食品生产中）	通过广泛的销售渠道导入市场，需要进行渠道管理：直营+分销渠道

资料来源：，加盟星，澎湃新闻，国联证券研究所

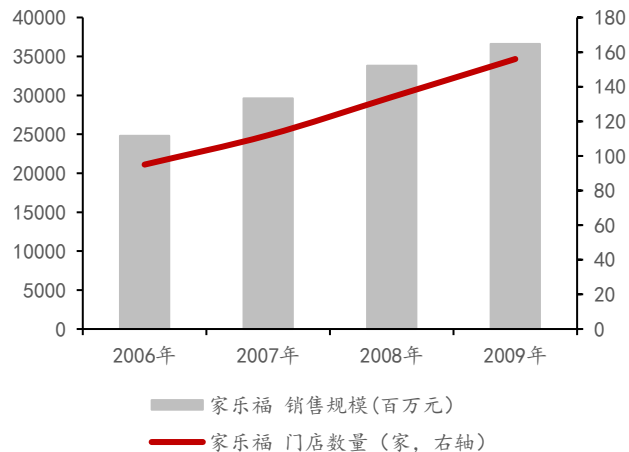
**(2) 乘现代零售之东风，渠道扩张如虎添翼。**2004年中国完全解除对外资零售的限制，外资企业进一步激活国内现代零售发展的动能：据中国连锁百强数据，2006-2009年超市企业的总销售规模由3406亿元增至5756亿元，CAGR达15.6%，其中连锁百强中超市门店总数由1.6万家增至2.4万家，CAGR达19.5%。截至2009年，连锁百强中外资超市包括大润发、家乐福、沃尔玛等8家，销售规模及门店总数分别为1757.1亿/785家；中资超市包括联华、物美等31家，总销售规模及门店总数分别为3913亿/2.3万家。有友发展初期恰逢中国商超为代表的现代零售变革浪潮，公司通过直销+经销模式与各大商超系统建立了紧密合作，同时授权经销商深入开发小型超市及食品零售店、餐饮门店等渠道。公司凭借突破性单品与充沛的资金率先打入现代零售渠道，享渠道扩容之时代红利，最终实现对川渝市场的全面覆盖。

图表19: 外资企业沃尔玛销售规模及门店数量



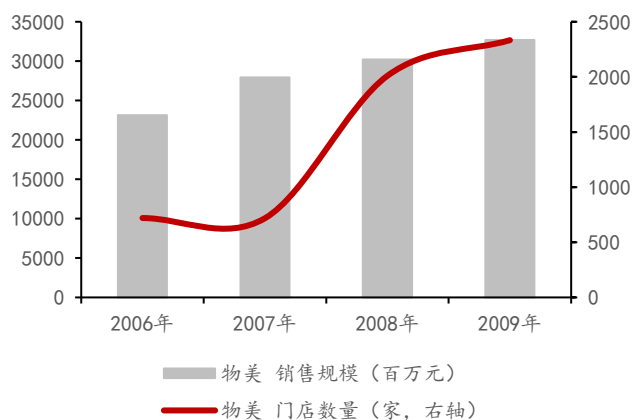
资料来源: 水清木华研究中心《2010年中国超市行业研究报告》, 国联证券研究所

图表20: 外资企业家乐福销售规模及门店数量



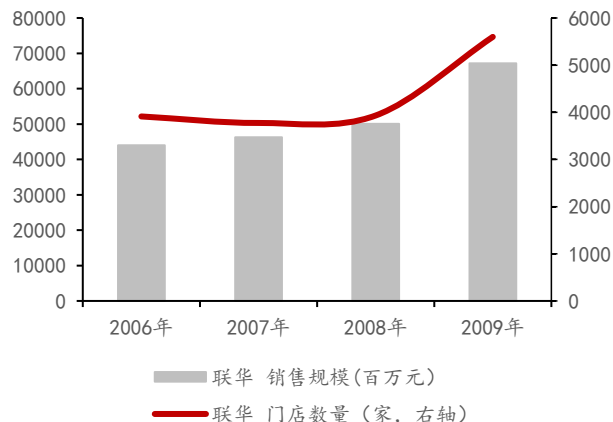
资料来源: 水清木华研究中心《2010年中国超市行业研究报告》, 国联证券研究所

图表21: 内资企业物美销售规模及门店数量



资料来源: 水清木华研究中心《2010年中国超市行业研究报告》, 国联证券研究所

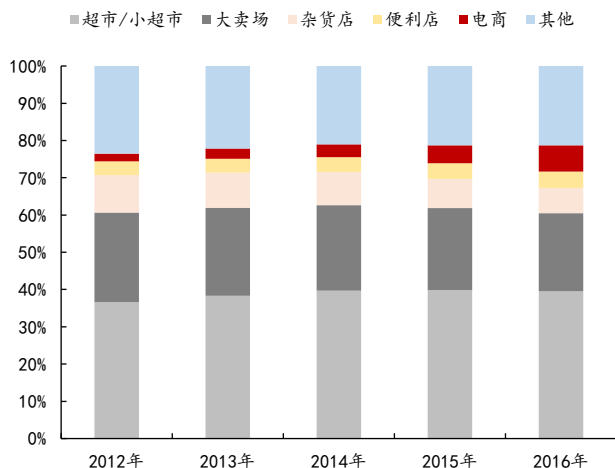
图表22: 内资企业联华销售规模及门店数量



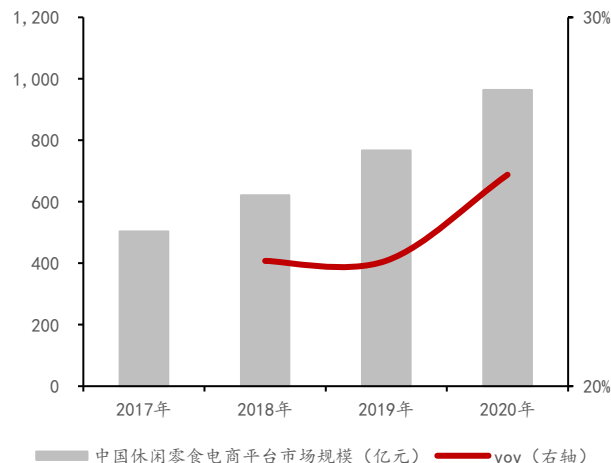
资料来源: 水清木华研究中心《2010年中国超市行业研究报告》, 国联证券研究所

### 3.2 2010-2022年: 流量时代, 结构多元

21世纪10年代后, 我国零食行业线上化加速, 我国休闲零食行业进入电商阶段。随着淘宝、京东等电商平台迅速发展, 线上购物日趋普遍, 在我国城镇快消品消费中, 电商渠道占比由2012年的2%增至2016年的7%。中国休闲零食电商平台销售规模由2017年的503.5亿元增至2020年的964亿元, CAGR达24%, 显著高于同期行业平均增速。

**图表23：我国休闲零食渠道结构**


资料来源：贝恩公司，三只松鼠招股说明书，国联证券研究所

**图表24：我国休闲零食电商平台市场规模**


资料来源：F&amp;S，中商产业研究院，红星资本局《2022年中国休闲零食行业研究报告》，国联证券研究所

线上化进一步激化竞争，零食企业加大费投，盈利有所承压。线上渠道壁垒低、价格战有所激化，企业端销售费用投放力度加大。因此该阶段线上运营能力突出、供应链效率高而费投合理的品牌实现弯道超车。

**图表25：2010-2020年间休闲零食企业销售费用率较高，2020年后趋势向下（销售费用率单位：%）**

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
好想你	4.30	6.88	11.89	18.92	27.00	31.16	26.41	21.26	20.74	21.57	24.76	19.13	22.78	21.28
洽洽食品	13.17	14.40	12.89	12.68	13.34	13.17	12.98	13.73	13.73	13.90	9.85	10.19	10.27	9.13
来伊份				31.91	31.33	31.40	30.71	30.71	33.18	32.87	32.76	32.77	27.63	28.12
劲仔食品							14.26	12.60	13.57	12.51	10.60	11.57	10.73	10.83
三只松鼠					25.42	24.42	20.82	19.47	20.96	22.70	17.54	21.31	21.16	17.51
良品铺子						23.01	22.32	19.57	19.55	20.61	20.02	18.06	18.70	19.66
盐津铺子			23.28	22.64	23.90	27.12	27.77	31.01	26.30	24.79	24.27	22.35	15.96	12.63
甘源食品							22.19	21.45	19.15	17.55	17.68	16.24	14.21	11.61
有友食品			9.73	9.24	8.40	10.76	10.49	9.27	9.71	10.96	9.24	9.26	9.36	12.35

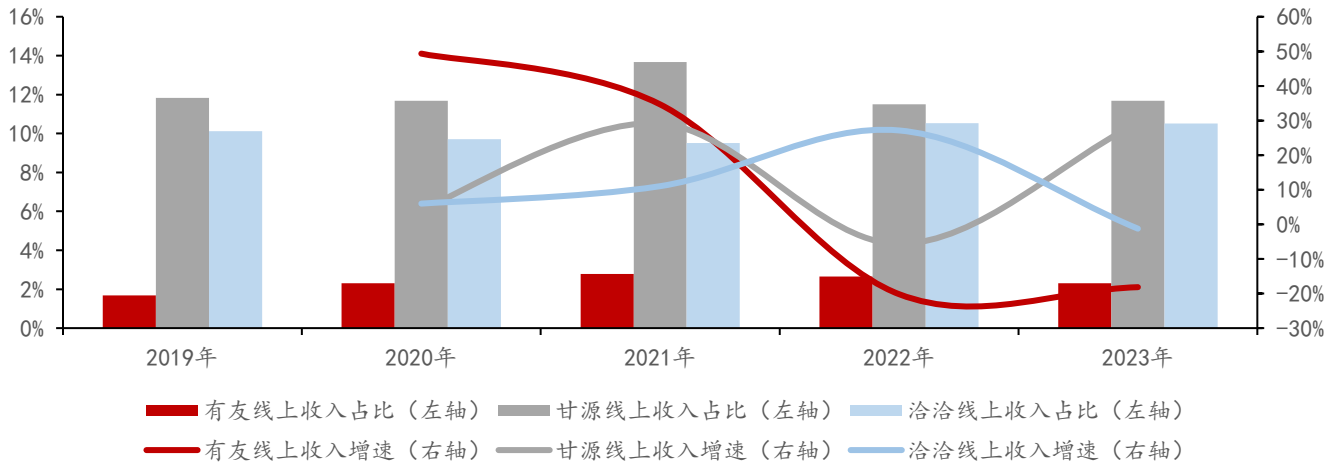
资料来源：公司年报，国联证券研究所

该阶段有友食品对于电商渠道的把握略显滞后，线上运营能力、供应链效率以及费用投放略有乏力，叠加收入结构稍显单一（产品结构单一+市场分布集中），公司经营步入调整期。迁善不嫌迟，同时段公司针对线下渠道积极调整，为后续经营拐点奠基：

(1) 电商渠道发力稍显不足。2013年公司成立全资子公司重庆有友食品销售有限

公司，标志着正式布局电商赛道，而后除了在天猫、京东等传统平台开设官方旗舰店以外，也积极推进与新电商渠道抖音、拼多多、快手等平台合作。但考虑到线上利润率较低，布局力度整体偏弱、线上线下产品区隔不强，线上布局收效甚微，与其他龙头企业逐渐拉开差距：2019-2023年有友线上渠道收入占比持续低于友商，且增速逐步回落，至2023年公司线上渠道收入占比/增速分别为2%/-18%。

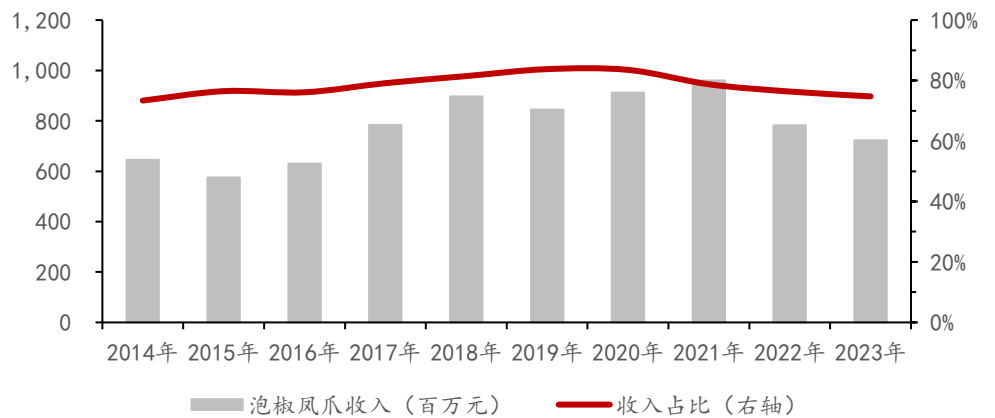
图表26：该阶段有友食品线上渠道发力稍显不足



资料来源：公司公告，国联证券研究所

**(2) 产品结构单一+市场分布集中。**2014-2023年大单品泡椒凤爪收入占比维持在70%以上，同期产品销售额由6.45亿元增至7.22亿元，CAGR仅为1.26%，产品结构高度集中+大单品增长趋平，公司成长性受掣肘。

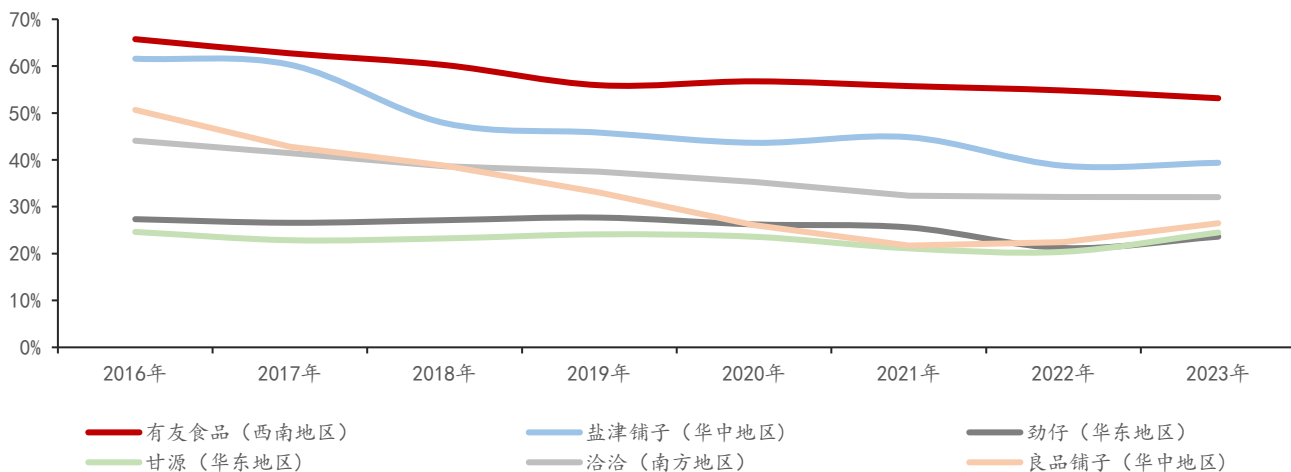
图表27：核心品类泡椒凤爪收入占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

从区域分布来看，公司市场过度集中于西南地区。2016-2023 年基地西南市场占公司收入比重持续高于 50%，显著高于其他同行，市场高度集中。

图表28：有友食品优势地区占比过高（图示地区收入占比）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

(3) 迁善不嫌迟，该阶段公司针对线下渠道积极调整，打造差异+梳理提效+加速下沉：①差异化激励：2016 年公司提出“1+2+N”战略，首次尝试针对两款非泡椒凤爪产品（皮晶及竹笋）实行差异化的经销商激励政策，即在经销商完成两款产品月度销售额目标的情况下，给予特别销售奖励，带动 2016 年皮晶产品实现销售收入 5614.09 万元，同比增长 42.10%。随后 2017 年将差异政策的覆盖范围进一步扩大至非泡椒凤爪产品大类、2018 年将范围调整至公司重点推广产品（如皮晶类、竹笋类、鱼类产品等），2016-2018 年间非泡椒凤爪类产品，如肉制品其他（包括皮晶类）、竹笋、豆干、花生收入维持高增，CAGR 分别为 8%/5%/9%/5%。

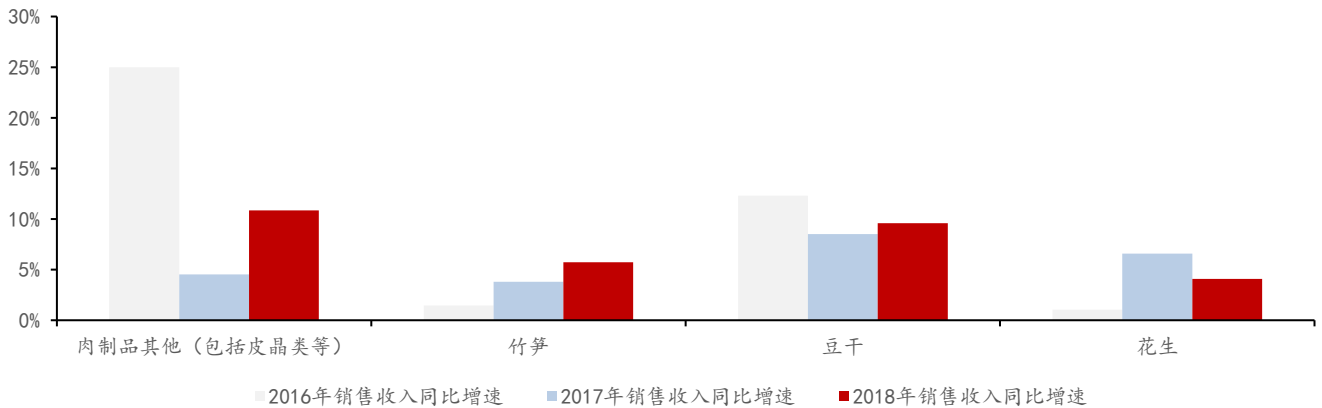
图表29：线下渠道实施差异化激励，重视非泡椒凤爪产品推广

	2016 年之前	2016 年	2017 年	2018 年
模式介绍	大单品+统一的经销商返利政策	“1+2+N”销售策略，对两款非泡椒凤爪产品（皮晶及竹笋）实行差异化的经销商激励政策：除执行正常的销售返利政策外，还给予特别的销售奖励 <b>结果</b> ：2016 年皮晶产品实现销售收入 5614.09 万元，同比增长 42.10%	销售人员月度及季度考核中新增非凤爪类产品收入增长的指标	销售人员考核中强调了重点推广产品（皮晶类、竹笋类、鱼类产品等）收入增长的考核指标
月度销售奖	<b>结果</b> ：主导产品泡椒凤爪竞争优势明显，经销商资源过	在经销商竹笋类及皮晶类产品销售月度目标达成率达到 80%（川渝地区经销商的月度目标达成率达到 100%）的情况下，按照如下标准给予月度销售返	在经销商非凤爪类产品销售月度目标达成率达 80%的情况下，按照标准给予月度销售返利： <b>月度奖励金额=经销商非凤爪类</b>	在经销商重点推广品类月销售目标达成率达 100%的情况下，按标准月度销售返利： <b>月度奖励金额=重点推广品类销</b>

<p>于集中，其他产品推广受阻</p> <p>季度销售奖</p> <p>年度销售奖</p>	<p>利：</p> <p>月度奖励金额=经销商竹笋类及皮晶类销售额（含税）×月度目标任务达成率（超过150%按150%计算）×3%</p> <p>经销商季度销售达成率100%且每月销售达成率不低于80%的前提下，给予经销商季度销售奖励：</p> <p>季度奖励额=季度销售额（含税）×1%</p> <p>在经销商年度销售达成率100%且每月销售达成率不低于80%的前提下，按照经销商的实际销售额划分不同级别给予5,000元至20万元不等的奖励</p>	<p>销售额（含税）×月度目标任务达成率（超过120%按120%计算）×1.5%</p> <p>在经销商季度销售达成率100%且每月销售达成率不低于90%的前提下，公司给予经销商季度销售奖励：</p> <p>季度奖励金额=季度销售额（含税）×1%</p> <p>在经销商年度销售达成率100%且每月销售达成率不低于90%的前提下，按照经销商的实际销售额划分不同级别给予5,000元至20万元不等的奖励。</p>	<p>销售额（含税）×重点推广品类月度目标任务达成率（超过120%按120%计算）×1.5%</p>
---	---	---	--

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

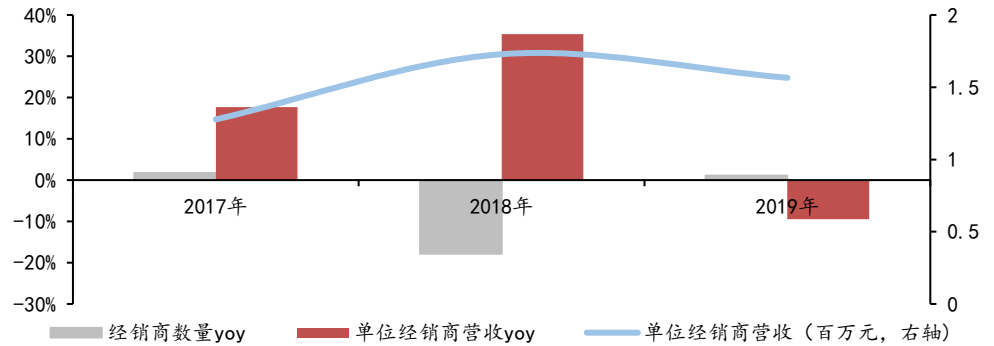
图表30：非泡椒凤爪产品收入增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

②渠道下沉：2019年公司上市募资，将沈阳、北京、西安、上海、武汉和广州6个办事处升级为营运中心，完善全国性营销网络；同时在西南优势市场，特别是川渝地区，渠道下沉至县级及以下行政区域。③梳理提效：2018年公司积极进行线下渠道调整，终止部分规模小、运营成本高且难以形成规模效应的长尾经销商的直接合作，赋能区域大商进行覆盖，同时梳理经销商架构，避免渠道重叠、消除内部竞争：2018年公司经销收入/经销商数量/单位经销商创收分别同比+11.75%/-17.81%/+35.34%，提质显著。

图表31：2018年经销收入/经销商数量/单位经销商创收分别同比+11.75%/-17.81%/+35.34%



资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.3 2023年至今：新产品+新渠道，发展新周期或至

公司管理层对于营销及市场的重视度愈高，积极推进新品面市+多渠道兼容布局，发展新周期或至，收入弹性可期：(1) 量贩零食及仓储会员店：公司针对仓储会员、量贩零食等新渠道搭建专门工作小组对接相应客户，盒马及山姆等渠道增量可期；(2) 积极引进营销人才、搭建电商团队，后续有望将华东打造成为第二总部，辐射全国市场。

#### 3.3.1 量贩零食：加大布局，新品在途

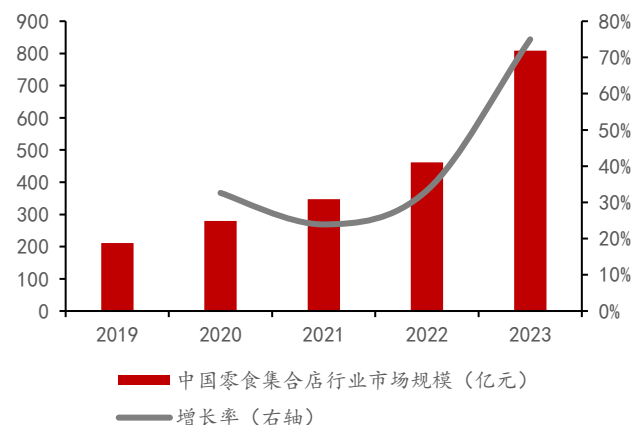
居民消费趋于理性化，近年来商品种类多、购买方便、店面环境好、价格具备优势的零食量贩业态迎来迅速发展，成为休闲零食行业新的增长极。量贩门店数量成倍增长，行业迅速扩容：据灼灼咨询和艾媒咨询，我国量贩门店数量由2017年的300余家增至2022年的1.3万余家；零食集合店行业规模由2019年的211亿元增至2023年的809亿元，CAGR高达40%，其中2023年行业规模同比增速高达75%，景气度断层领先。

图表32：我国量贩零食门店数量



资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

图表33：我国零食集合店行业规模

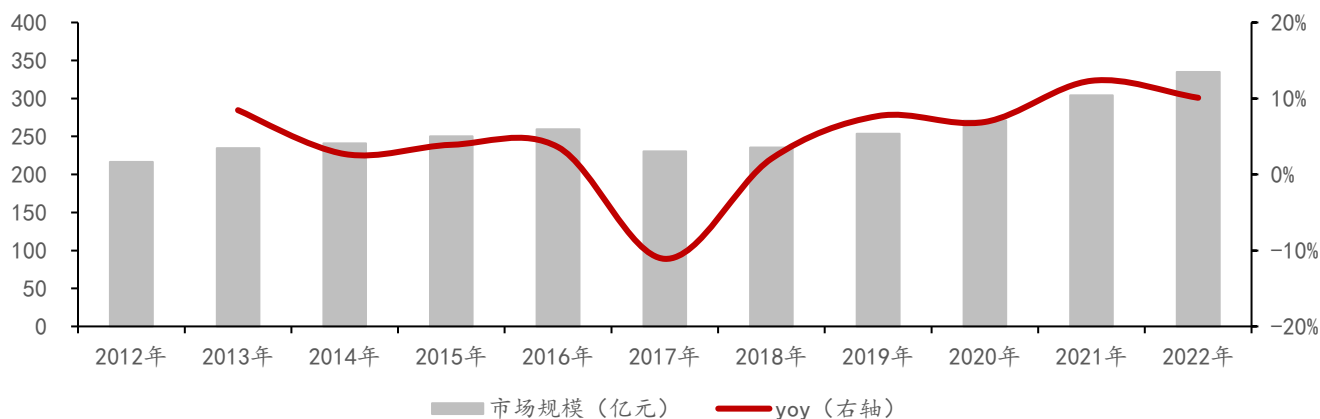


资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

公司对量贩零食渠道的态度由前期观望转向积极拥抱。公司针对量贩零食渠道搭建了专门的工作小组来对接客户，重视度环比明显提升。后续计划有序进入各大量贩零食系统，质量为先、不卷低价，随着新品导入+渠道扩容，我们预计2025年公司于量贩零食渠道的收入增速有望达高双位数甚至翻倍。

### 3.3.2 仓储会员超市：高势能增长，贡献收入增量

我国仓储会员超市行业规模持续增长，近年来势能进一步向上。我国仓储会员超市行业规模由2012年的216.3亿元增至2022年的335亿元，近年来得益于便捷高效、追求性价比与个性化的消费需求兴起，2020-2022年行业CAGR高达11.2%，明显提速、势能充足。

**图表34：我国仓储会员超市行业规模**


资料来源：艾媒咨询，国联证券研究所

**图表35：仓储会员超市与传统超市的对比**

	仓储会员超市	传统超市
选址	交通便利的城乡结合部	容流量较大的住宅区、商业区
营业面积	>10000m <sup>2</sup>	标准超市约为 500-1500m <sup>2</sup> ，大型超市>2500m <sup>2</sup>
装修	库架合一、装饰简单	装修精致
SKU 数量	<10000 个	2-3 万个
会员制度	√	×
用户画像	个人消费者：拥有交通工具的家庭为主 企业客户：中小零售商、酒店等	普通个人消费者
加盟/直营	直营	加盟+直营
经营模式	储存销售一体化、价格低廉	零售为主、高流量带动利润
毛利率	平均<15%	平均>25%

资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

**图表36：我国仓储会员超市主要品牌情况（2021年）**

品牌	入局时间	门店数量	单店面积	单店SKU数	年会费
山姆	1996年	53	2-3万m <sup>2</sup>	≈4000	普通：260元 卓越：680元
麦德龙	1996年	100多家门店、24家会员门店	0.4-1万m <sup>2</sup>	1-2w	199
Costco	2019年	7	1.4万m <sup>2</sup>	≈4000	299
盒马	2020年	10	1.7万m <sup>2</sup>	≈3000	258
永辉超市	2021年	2	0.5-1万m <sup>2</sup>	≈5000	/
Fudi	2021年	4	2.3万m <sup>2</sup>	≈6000	福会员：365元 福星会员：680元

资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

仓储会员超市有望为有友食品贡献收入增量，第二轮渠道红利或至：（1）**山姆**：山姆渠道风格与有友公司匹配，是有友重要的高势能渠道客户。据财经网，2024年7月初，公司于山姆渠道上市新品脱骨鸭掌（山椒味），排名稳居山姆肉干肉脯小食热度榜TOP3，已成为公司第二大单品。我们预计2025年该产品于山姆渠道销售收入有望达2-3亿；另有新品储备在途，有望陆续上架，贡献收入弹性；（2）**盒马**：新品可期，合作空间较大。2023年618期间公司于盒马独家首发有友无骨乌鸡凤爪，精选丝羽乌鸡爪，创新醋椒口味，于2024年五一期间荣登盒马休闲零食“鸡肉小食飙升榜”TOP1，我们预计2025年收入贡献或可达大千万级别。（3）**Costco**现有合作品项包括泡椒凤爪等2款，新品可期。

**图表37：有友与山姆合作产品脱骨鸭掌**


资料来源：公司官网，国联证券研究所

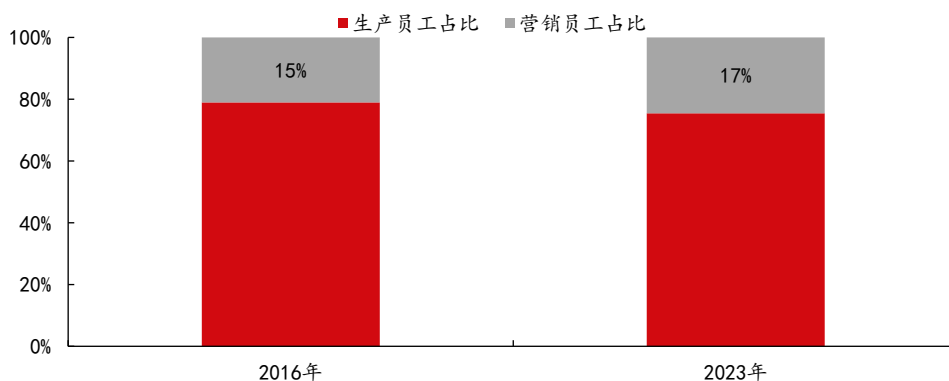
**图表38：有友与盒马合作产品无骨乌鸡凤爪**


资料来源：公司官网，国联证券研究所

### 3.3.3 电商平台：搭建团队，辐射全国

**搭建电商团队，华东或成公司第二总部：**①加速渠道覆盖。公司除了在天猫、京东等传统平台开设官方旗舰店之外，也在积极尝试与抖音、拼多多、快手等新兴平台合作。②引进营销人才，搭建电商团队。公司于2022年2月投资成立上海有友食品有限公司，在巩固西南地区市场基础上，大力拓展以宁沪杭为核心的华东市场；同年6月投资成立杭州有友食品销售有限公司，专注独立电商渠道的运营管理。公司积极引进营销人才、搭建电商团队，经过2023年及2024H1的运作，团队基本到位，后续有望将华东打造成第二总部、辐射全国市场。③新品鸡脚筋于线上渠道上市，收入增量可期。

图表39：营销人员占比逐步提升

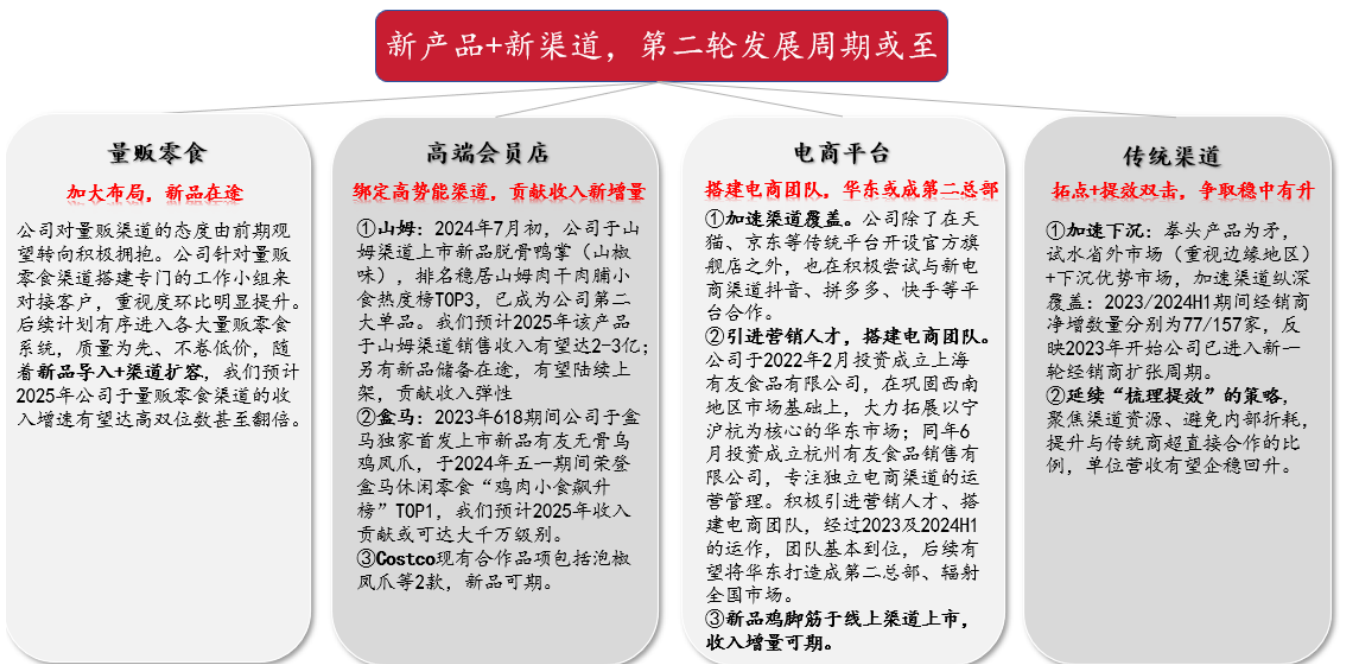


资料来源：公司公告（注：年报口径为“销售人员”，招股说明书口径为“营销人员”），国联证券研究所

### 3.3.4 传统渠道：拓点+提效，争取稳中有升

**传统渠道拓点+提效双击，争取稳中有升。**①休闲零食本质上属大单品生意，公司从大单品出发，借势差异化的渠道战略，以点拓面，导入皮晶、水产品及卤制品、素食、脱油花生等非泡椒凤爪产品。②加速下沉：拳头产品为矛，试水省外市场（重视边缘地区）+下沉优势市场，加速渠道纵深覆盖：2023/2024H1期间经销商分别净增77/157家，反映2023年开始公司已进入新一轮经销商扩张周期，“拓点”在途。③公司延续“梳理提效”的策略，聚焦渠道资源、避免内部折耗，提升与传统商超直接合作的比例，单位营收有望增长。

图表40：新产品+新渠道，发展新周期或至



资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

**收入预测**：公司管理层对营销及市场的重视度愈高，为量贩零食及仓储会员超市搭建专门的团队+积极引入电商人才，山姆、盒马、Costco 及量贩零食系统多项合作逐步落地，新品类+新渠道有望为公司贡献收入增量，同时传统渠道拓点+提效优化正当时，发展新周期或至。我们看好公司未来发展，预计 2024-2026 年公司营收同比增速分别为 25.07%/24.51%/19.63%，其中线上渠道营收同比增速分别为 188.20%/34.52%/39.40%，线下渠道营收同比增速分别为 22.07%/23.95%/18.43%。

**业绩预测**：由于量贩零食、仓储会员商超等渠道占比提升、或对毛利率产生短期影响，但随着规模效应逐步显现，中长期毛利率有望逐步恢复。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 28.97%/28.55%/29.10%。2024-2026 年归母净利润为 1.49/1.76/2.15 亿元，同比增速分别为 28.27%/18.25%/21.84%，三年 CAGR 为 22.72%。

**图表41：公司营收测算汇总（百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	1024.42	966.21	1208.42	1504.57	1799.88
YOY	-16.01%	-5.68%	25.07%	24.51%	19.63%
毛利率	31.24%	29.37%	28.97%	28.55%	29.10%
<b>线上渠道</b>					
收入	27.13	22.20	63.99	86.08	120.00
YOY	-20%	-18%	188.20%	34.52%	39.40%
<b>线下渠道</b>					
收入	993.10	937.56	1144.43	1418.49	1679.87
YOY	-14%	-6%	22.07%	23.95%	18.43%

资料来源：iFind，国联证券研究所

## 4.2 估值与投资建议

**相对估值：**我们预测 2024-2026 年公司营业收入分别为 12.08/15.05/18.00 亿元，同比增速分别为 25.07%/24.51%/19.63%，2024-2026 年归母净利润为 1.49/1.76/2.15 亿元，同比增速分别为 28.27%/18.25%/21.84%，三年 CAGR 为 22.72%。

我们选取与公司经营模式相近的盐津铺子、万辰集团、劲仔食品、三只松鼠及良品铺子作为可比公司，2025 年平均 PE 约为 25.04 倍。鉴于公司新产品+新渠道双轮驱动，我们给予公司 2025 年 PE 目标值 29 倍，对应公司整体市值 51.04 亿元，目标价 11.93 元/股。

**图表42：可比公司估值一致预测**

可比公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
盐津铺子	138.40	50.73	2.38	3.02	3.75	21.32	16.80	13.54
万辰集团	175.85	97.70	1.31	3.14	4.67	74.64	31.13	20.93
劲仔食品	51.77	11.48	0.67	0.83	1.02	17.22	13.80	11.26
三只松鼠	115.81	28.88	1.01	1.39	1.87	28.68	20.84	15.47
良品铺子	54.82	13.67	0.24	0.32	0.42	56.72	42.65	32.23
平均值						39.72	25.04	18.69
有友食品	39.10	9.14	0.35	0.41	0.50	26.10	22.10	18.10

资料来源：iFind，国联证券研究所。注：股价为 2025 年 2 月 5 日收盘价，可比公司盈利预测为 iFind 一致预期

**绝对估值：**我们采用 FCFF 法对公司股权价值进行估算：新产品+新渠道双轮驱动、贡献增量，发展新周期或至，因此假设第二阶段增长率为 9.50%，永续增长率为 1.80%，无风险收益率参考十年期国债利率，市场预期回报率参考上证指数年涨幅和有友食品股息率，预计分别为 1.67%、7.00%，债务资本比重为 0.91%，得到公司每股价值 11.92 元。

**图表43：FCFF 法参数假设**

假设	数值
公司 $\beta$ 系数 (标的为上证指数)	1.07
无风险收益率 $R_f$ (十年期国债利率)	1.67%
市场预期回报率 $R_m$ (参考上证指数年涨幅和有友食品股息率)	7.00%
第二阶段年数 (年)	10
第二阶段增长率	9.50%
永续增长率	1.80%
有效税率	15.99%
债务资本比重 $W_d$	0.91%
WACC	7.30%

资料来源：iFinD、国联证券研究所

**图表44：FCFF 法估值表 (百万元)**

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	502.78	11.49%
第二阶段	1,280.86	29.28%
第三阶段 (终值)	2,591.34	59.23%
<b>企业价值 AEV</b>	<b>4,374.97</b>	
加：非核心资产	733.44	16.76%
减：带息债务(账面价值)	10.02	0.23%
减：少数股东权益	0.00	0.00%
<b>股权价值</b>	<b>5,098.39</b>	116.54%
除：总股本(股)	427,692,098.00	
<b>每股价值(元)</b>	<b>11.92</b>	

资料来源：iFinD、国联证券研究所

图表45: FCFF 敏感性测试

每股价值 (元)		永续增长率		
		1.64%	1.80%	1.98%
WACC	6.64%	13.18	13.44	13.74
	7.30%	11.74	11.92	12.14
	8.03%	10.50	10.64	10.79

资料来源: iFinD、国联证券研究所

**投资建议:** 绝对估值法测得公司每股价值为 11.92 元, 可比公司 2025 年平均 PE25.04 倍。鉴于公司新产品+新渠道双轮驱动, 综合绝对估值法和相对估值法, 我们给予公司 2025 年 29 倍 PE, 对应公司整体市值 51.04 亿元, 目标价 11.93 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- (1) 市场竞争的风险。企业面对海内外的竞争, 如若不能尽快提升自身研发、扩大产能, 提升品牌知名度, 保持及加强竞争优势, 或面临市占率下降的风险。
- (2) 原材料成本上涨。若原材料价格大幅上涨, 公司净利润将受到较大影响。
- (3) 产品销售不达预期的风险。如若公司单品推广不达预期, 或对公司收入及利润产生影响。

## 财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	268	105	302	264	233					
应收账款+票据	1	4	2	3	3					
预付账款	34	38	42	53	63					
存货	249	341	339	425	504					
其他	945	953	820	846	873					
<b>流动资产合计</b>	<b>1497</b>	<b>1441</b>	<b>1506</b>	<b>1590</b>	<b>1676</b>					
长期股权投资	13	14	15	16	18					
固定资产	398	402	387	374	344					
在建工程	31	2	34	16	16					
无形资产	54	49	38	28	17					
其他非流动资产	55	74	77	87	97					
<b>非流动资产合计</b>	<b>551</b>	<b>542</b>	<b>552</b>	<b>522</b>	<b>492</b>					
<b>资产总计</b>	<b>2048</b>	<b>1982</b>	<b>2057</b>	<b>2113</b>	<b>2169</b>					
短期借款	0	0	0	0	0					
应付账款+票据	40	22	47	59	70					
其他	118	84	124	155	184					
<b>流动负债合计</b>	<b>158</b>	<b>106</b>	<b>171</b>	<b>213</b>	<b>254</b>					
长期带息负债	0	10	8	6	3					
长期应付款	0	0	0	0	0					
其他	31	31	31	31	31					
<b>非流动负债合计</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>35</b>					
<b>负债合计</b>	<b>188</b>	<b>147</b>	<b>210</b>	<b>250</b>	<b>288</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0					
股本	309	428	428	428	428					
资本公积	529	383	383	383	383					
留存收益	1022	1024	1037	1051	1069					
<b>股东权益合计</b>	<b>1860</b>	<b>1835</b>	<b>1848</b>	<b>1862</b>	<b>1880</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2048</b>	<b>1982</b>	<b>2057</b>	<b>2113</b>	<b>2169</b>					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	154	116	149	176	215					
折旧摊销	30	32	56	61	61					
财务费用	-2	-1	0	-1	-1					
存货减少(增加为“-”)	27	-91	1	-86	-79					
营运资金变动	26	-123	196	-80	-76					
其它	-36	64	-22	64	58					
<b>经营活动现金流</b>	<b>199</b>	<b>-4</b>	<b>380</b>	<b>135</b>	<b>177</b>					
资本支出	-45	-10	-65	-30	-30					
长期投资	150	-16	0	0	0					
其他	8	34	20	20	21					
<b>投资活动现金流</b>	<b>113</b>	<b>8</b>	<b>-45</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>					
债权融资	-2	10	-2	-2	-2					
股权融资	-1	119	0	0	0					
其他	-204	-296	-136	-161	-196					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-207</b>	<b>-167</b>	<b>-138</b>	<b>-163</b>	<b>-198</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>105</b>	<b>-163</b>	<b>197</b>	<b>-38</b>	<b>-31</b>					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
<b>营业收入</b>	<b>1024</b>	<b>966</b>	<b>1208</b>	<b>1505</b>	<b>1800</b>					
营业成本	704	682	858	1075	1276					
税金及附加	10	10	12	15	18					
销售费用	95	118	138	170	202					
管理费用	50	52	59	72	86					
财务费用	-2	-1	0	-1	-1					
资产减值损失	0	0	0	0	0					
公允价值变动收益	5	7	5	5	6					
投资净收益	7	23	22	22	22					
其他	1	4	6	6	6					
<b>营业利润</b>	<b>179</b>	<b>138</b>	<b>174</b>	<b>206</b>	<b>252</b>					
营业外净收益	3	2	3	3	3					
<b>利润总额</b>	<b>182</b>	<b>140</b>	<b>177</b>	<b>210</b>	<b>256</b>					
所得税	29	24	28	34	41					
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>176</b>	<b>215</b>					
少数股东损益	0	0	0	0	0					
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>154</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>176</b>	<b>215</b>					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-16.01%	-5.68%	25.07%	24.51%	19.63%
EBIT	-29.61%	-22.77%	26.94%	18.06%	21.91%
EBITDA	-25.72%	-18.96%	36.34%	15.61%	17.12%
归属于母公司净利润	-30.13%	-24.38%	28.27%	18.25%	21.84%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.24%	29.37%	28.97%	28.55%	29.10%
净利率	14.99%	12.02%	12.33%	11.71%	11.93%
ROE	8.26%	6.33%	8.06%	9.46%	11.42%
ROIC	20.04%	15.67%	12.88%	17.89%	20.23%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	9.19%	7.42%	10.20%	11.85%	13.30%
流动比率	9.5	13.6	8.8	7.5	6.6
速动比率	7.7	7.8	6.0	4.6	3.7
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1157.9	254.6	580.3	580.3	580.3
存货周转率	2.8	2.0	2.5	2.5	2.5
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.27	0.35	0.41	0.50
每股经营现金流	0.5	0.0	0.9	0.3	0.4
每股净资产	4.3	4.3	4.3	4.4	4.4
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.3	33.5	26.1	22.1	18.1
市净率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA	12.9	19.0	12.8	11.3	9.8
EV/EBIT	15.0	23.3	16.9	14.6	12.2

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2025 年 02 月 05 日收盘价

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将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。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联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。国联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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼