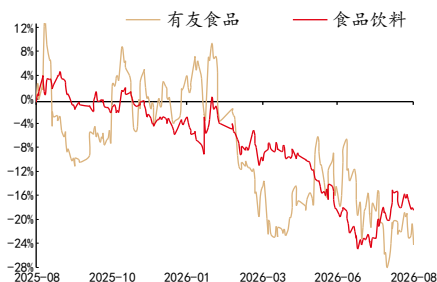


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	9.46
总股本/流通股本(亿股)	4.28 / 4.28
总市值/流通市值(亿元)	40 / 40
52周内最高/最低价	14.59 / 8.98
资产负债率(%)	25.7%
市盈率	22.00
第一大股东	鹿有忠

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

有友食品(603697)

收入延续高增，新品及渠道拓展成效显著

● 事件

公司发布 2026 年半年报,实现营收/归母/扣非 10.34/1.24/1.07 亿元,同比+34.08%/+14.42%/+15.00%;单 Q2 营收/归母/扣非 4.99/0.58/0.48 亿元,同比+28.62%/+0.33%/-3.17%。

● 投资要点

禽类制品与线下渠道双轮驱动，新兴渠道持续高增。H1 禽类制品收入 9.23 亿元,同比增长 39.99%,收入占比由 86.4%提升至 89.6%;Q2 禽类制品收入 4.43 亿元,同比增长 32.56%。公司在新势能渠道推出的鸭掌新品表现亮眼:零食量贩渠道有骨鸭掌泡卤风味上市后反馈积极,山姆会员店脱骨鸭掌月销持续爬坡,稳居品类前列。分渠道看,线下渠道延续高景气。H1 线下渠道收入 9.77 亿元,同比增长 36.70%,收入占比进一步提升至 94.8%;Q2 线下渠道收入 4.75 亿元,同比增长 30.9%,延续较高景气。零食量贩渠道新 SKU 订单在 Q2 逐步交付,成为线下增长重要驱动力。线上渠道 H1 收入 0.54 亿元,同比增长 10.61%,增速低于线下。

毛利率阶段性承压，费用管控优化部分对冲。Q2 归母净利润同比持平,毛利率大幅下行主因渠道结构变化(低毛利或无费率的零食量贩及会员制商超等新兴渠道收入占比快速提升,结构性拉低综合毛利率),费用端优化效果显著,四项费用率合计下降 2.39 个百分点,对冲了部分毛利率下行压力。

展望全年，收入高增确定性较强，高分红承诺提升股东信心。公司股权激励 2026 年收入增长目标为不低于 25%，上半年已达成 34.08% 的增速,奠定良好基础。往后看,下半年进入消费旺季,山姆新品持续爬坡、零食量贩渠道渗透率持续提升、传统渠道继续稳健,有望驱动收入端延续高增。去年下半年起利润基数逐渐回落,26H2 产能跟上后提供了更多弹性空间,利润弹性有望逐季释放。股东回报方面,公司实施 2026 年中期分红,每股派息 0.27 元,分红比例约 93% (25H1 每股派息 0.23 元,分红比例 90.7%,同比略有提升)。公司同步发布 2026-2028 年股东回报规划,承诺每年现金分红不低于当年归母净利润的 90%，高股息属性突出,为中长期投资者提供坚实安全边际。

● 盈利预测与投资建议

我们预计 2026-2028 年营业收入分别为 20.76/25.6/29.97 亿元(原 2026-2027 年预测值为 20.06/22.49 亿元),同比+30.67%/23.29%/17.07%,预计 2026-2028 年归母净利润分别为 2.33/3.04/3.72 亿元(原 2026-2027 年预测值为 2.65/2.99 亿元),同比+25.55%/30.67%/22.28%。对应当前股价 PE 分别为 17/13/11 倍,维持“买入”评级。

● 风险提示:

原材料价格大幅波动；山姆新品放量不及预期；零食量贩渠道竞争加剧；产能紧张及排产交付不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1589	2076	2560	2997
增长率(%)	34.39	30.67	23.29	17.07
EBITDA（百万元）	229.28	314.36	405.66	492.65
归属母公司净利润（百万元）	185.56	232.96	304.42	372.23
增长率(%)	17.94	25.55	30.67	22.28
EPS(元/股)	0.43	0.54	0.71	0.87
市盈率（P/E）	21.80	17.37	13.29	10.87
市净率（P/B）	2.28	2.14	1.98	1.81
EV/EBITDA	21.84	12.11	9.45	7.72

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1589	2076	2560	2997	营业收入	34.4%	30.7%	23.3%	17.1%
营业成本	1180	1609	1967	2290	营业利润	20.6%	25.6%	30.7%	22.3%
税金及附加	15	21	26	30	归属于母公司净利润	17.9%	25.5%	30.7%	22.3%
销售费用	142	139	169	195	获利能力				
管理费用	57	54	65	75	毛利率	25.7%	22.5%	23.2%	23.6%
研发费用	5	5	6	6	净利率	11.7%	11.2%	11.9%	12.4%
财务费用	0	0	0	0	ROE	10.5%	12.3%	14.9%	16.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	9.1%	12.3%	14.9%	16.6%
营业利润	224	282	368	450	偿债能力				
营业外收入	1	2	2	2	资产负债率	25.7%	27.9%	28.8%	28.6%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	3.14	2.86	2.78	2.83
利润总额	225	283	369	451	营运能力				
所得税	39	50	65	79	应收账款周转率	15.31	13.57	13.25	12.94
净利润	186	233	304	372	存货周转率	3.27	4.33	5.02	5.00
归母净利润	186	233	304	372	总资产周转率	0.72	0.83	0.93	1.00
每股收益(元)	0.43	0.54	0.71	0.87	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.43	0.54	0.71	0.87
货币资金	234	245	219	248	每股净资产	4.14	4.42	4.78	5.21
交易性金融资产	1037	1187	1307	1407	估值比率				
应收票据及应收账款	133	173	213	250	PE	21.80	17.37	13.29	10.87
预付款项	27	32	39	41	PB	2.28	2.14	1.98	1.81
存货	385	357	426	490	现金流量表				
流动资产合计	1832	2011	2222	2454	净利润	186	233	304	372
固定资产	385	406	422	434	折旧和摊销	33	32	37	41
在建工程	1	21	31	31	营运资本变动	205	98	-21	-35
无形资产	49	53	56	59	其他	-23	-23	-27	-32
非流动资产合计	552	609	648	672	经营活动现金流净额	401	339	294	347
资产总计	2384	2620	2870	3125	资本开支	-39	-74	-64	-54
短期借款	0	0	0	0	其他	-199	-141	-104	-79
应付票据及应付账款	459	527	585	617	投资活动现金流净额	-238	-215	-169	-133
其他流动负债	125	176	215	250	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	584	703	800	867	债务融资	0	3	0	0
其他	28	28	28	28	其他	-189	-116	-151	-185
非流动负债合计	28	28	28	28	筹资活动现金流净额	-189	-113	-151	-185
负债合计	613	731	827	895	现金及现金等价物净增加额	-26	11	-26	29
股本	428	428	428	428					
资本公积金	383	383	383	383					
未分配利润	779	862	970	1102					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	181	216	262	318					
所有者权益合计	1772	1889	2043	2230					
负债和所有者权益总计	2384	2620	2870	3125					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048