

金龙鱼系列报告（一） 粮油深度挖潜，征程未有穷期



分析师及联系人

• 陈佳
(8621)61118733
chenjia2@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490513080003

• 李秋燕
(8621)61118733
liqy2@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490518080001

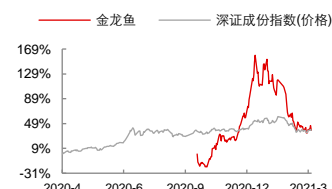
MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2021-04-01
公司研究	深度报告
评级	买入 维持
当前股价(元)	77.48

公司基本数据

总股本(万股)	542,159
流通 A 股/B 股(万股)	36,984/0
资产负债率	51.17%
每股净资产(元)	15.41
市盈率(当前)	167.24
市净率(当前)	4.80
12 个月内最高/最低价(元)	145.00/44.47

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《益海嘉里金龙鱼: 如何理解公司的盈利与成长?》2020-12-06
- 《益海嘉里金龙鱼深度报告: 长缨在握, 成长可期》2020-11-29

金龙鱼(300999)

金龙鱼系列报告(一): 粮油深度挖潜, 征程未有穷期

粮油市场前景广阔, 消费升级催生新的发展契机。看好金龙鱼粮油业务的长期发展前景。未来公司有望通过不断优化粮油产品结构, 积极拓展更高端、更优质的产品, 拓宽销售渠道, 持续优化生产、物流等成本来提升盈利水平。持续推荐。

● 消费端: 粮油消费升级及需求层次多元化带来发展契机

城镇化及居民收入增加为驱动粮油消费升级的核心因素, 粮油消费层次多元化时代开启。1) 口粮消费升级趋势明显, 其表现之一是粮油产品逐渐向包装化及品牌化方向发展。2) 随着人们生活水平的提高以及饮食观念的不断变化, 粮油产品除了满足基本生存需要外, 还可向美味、营养健康及时尚便捷等方向不断延伸, 粮油消费进入多元化时代。3) 由于现代生活节奏的加快和部分消费者烹饪技能的缺乏, 国内餐饮企业相继推出主打“轻烹饪”的概念产品。预制品需求旺盛, 中央厨房亦有望迎来黄金发展期。

● 生产端: 食用油行业寡头垄断, 米面加工业集中度有望提升

国内粮油生产能力仍存在一定的结构性过剩, 中小粮油加工企业产能落后, 产品品质较低且同质化程度较高, 行业竞争激烈。具体而言: 1) 小包装油呈寡头垄断竞争格局, 品牌和龙头企业的竞争优势日益显现, 2018 年 CR3 达 60% 以上。2) 米面加工业进入壁垒较低, 企业数量较多且大多为中小企业, 市场集中度整体不高。国内前三大小麦粉加工企业分别为五得利、中粮及益海嘉里, 2019 年 CR3 约在 1/3 左右。目前国内大米加工企业中, 产能靠前的企业主要有中粮集团、益海嘉里等粮油巨头以及北大荒等地方性龙头企业。其中 2019 年中粮集团以年加工 495 万吨的产能位居全国首位, 约占全年大米加工总产能/总产量的 1.3%/4.4%。我们判断, 优质的大型粮油集团企业具备规模和人才优势, 可集中采购, 同时在整个供应链上产品结构丰富, 未来有望在市场竞争中保持较大优势, 逐步替代行业内的落后产能, 带动整个产业的优化发展。

● 如何看金龙鱼粮油业务的增长点?

益海嘉里粮油产品种类丰富, 知名品牌众多, 在以小包装零售产品满足家庭烹饪需求的同时, 为餐饮业客户提供中大包装产品, 并为食品工业客户提供食品原辅料。分渠道看: 未来公司家庭渠道粮油产品的增长或主要来自于包装油渗透率&市占率双升和产品结构优化, 包括开发细分产品, 适应多种消费场景等; 餐饮渠道的增长主要或来自于行业扩容, 另外近年来团餐及中央厨房的增长亦将为中大包装油带来新的发展动能。分产品来看: 目前小包装油行业呈寡头垄断格局, 行业趋于饱和。随着居民生活水平的提升, 溢价能力更高的中高端粮油产品仍将较大的发展空间, 公司食用油业务盈利水平或仍有进一步改善的可能; 公司在米、面产品方面的整体市场占有率仍然有较大的成长空间。目前米、面行业集中度不高, 未来行业有望逐步向头部企业集中, 公司正在持续投资米、面产能, 预计米、面业务亦有望迎来较快增长。

风险提示:

1. 食品安全风险;
2. 农产品价格上涨超预期。

目录

粮油深度挖潜，征程未有穷期	6
消费端：粮油消费升级及需求层次多元化带来发展契机	6
趋势一：粮油产品向包装化及品牌化方向发展	6
趋势二：粮油产品需求层次多元化	8
趋势三：预制品需求旺盛，中央厨房或迎来黄金发展期	10
生产端：食用油行业寡头垄断，米面加工业集中度有望提升	11
小包装油：寡头垄断竞争	12
大米加工：产能过剩，行业集中度有优化空间	14
面粉加工：产能利用率呈下滑趋势	16
如何看金龙鱼粮油业务的增长点？	19
家庭渠道：消费升级及品类细分化	19
餐饮渠道：积极探索餐饮新零售模式	23
投资建议	25

图表目录

图 1：国内居民人均消费的谷物数量有所下降（单位：千克）	7
图 2：居民饮食结构中人均食用油的消费量有所下降（单位：千克）	7
图 3：近年来国内城镇及农村居民人均可支配收入趋势增加	7
图 4：恩格尔系数	7
图 5：中长期来看中日韩三国人均大米消耗量均呈现下滑趋势	7
图 6：中小包装油或有望取代散装油成为国内食用油消费主流	8
图 7：居民人均消费支出中食品项的占比变化情况	9
图 8：居民人均消费支出中食品项的走势变化情况	9
图 9：2020 年全国居民人均消费支出结构：其中食品烟酒项占 30%	9
图 10：粮油产品需求层次呈现多元化发展态势	9
图 11：根据产品特色不同，不同食用油适用于不同的烹饪场景	9
图 12：中国餐饮业收入增速	10
图 13：2019 年外卖对整体餐饮行业的渗透率已达 14%	10
图 14：餐饮消费者年龄分布	10
图 15：疫情对消费者行为习惯的影响	10
图 16：2015 年下半年以来网上外卖用户规模迅速增长	11
图 17：2015 年下半年以来网上外卖使用率增长至 40% 左右	11
图 18：团餐市场规模及其占餐饮市场的份额变化情况	11
图 19：中央厨房建设投资情况	11

图 20: 2018 年中国小包装食用油行业 CR3 达 60%以上	12
图 21: 不同属性的油脂所具备的粮食属性和调味属性权重不同	12
图 22: 2017~2019 年不同类型小包装食用油市场份额（按销量）	13
图 23: 2017~2019 年不同类型小包装食用油市场份额（按销售额）	13
图 24: 2018 年国内粮油企业大豆压榨产能情况（单位：万吨）	13
图 25: 益海嘉里建立了覆盖高中低档的综合品牌矩阵	13
图 26: 国内大米加工数量整体仍在增加，产能利用率出现下滑	15
图 27: 2017~2019 年国内稻米加工企业从 10317 个降至 9760 个	15
图 28: 我国稻谷库存高企，供应整体较为宽松	15
图 29: 近年来籼稻价格走势强于粳米价格	15
图 30: 中粮集团大米加工产能及市占率（2019 年）	16
图 31: 中国包装米行业竞争格局（2020 年）	16
图 32: 国内小麦粉加工产能稳中略有增加，但产能利用率出现下滑	16
图 33: 我国小麦粉供应整体宽松	16
图 34: 2019 年国内前三大小麦粉加工企业的产能及市占率	17
图 35: 近年来国内小麦粉加工行业企业数量持续下滑	17
图 36: 近年来专用面粉的产量及占比持续增长	17
图 37: 益海嘉里在包装面粉现代渠道市场份额排名第一	17
图 38: 益海嘉里金龙鱼产品增长动能示意图	19
图 39: 中国食用油零售规模预测（小包装油口径）	20
图 40: 高端油种橄榄油销量仍有望延续增长态势	20
图 41: 小包装油销量增速与益海嘉里食用油销量增速	21
图 42: 小包装食用油集中度变化趋势	21
图 43: 2015~2020 年包装油销售渠道结构变化趋势	21
图 44: 国内食用油生产企业包装油零售额及年均复合增速情况比较	21
图 45: 中国包装大米零售规模预测	22
图 46: 近年来益海嘉里大米零售额增速略高于行业平均	22
图 47: 2010~2020 年金龙鱼包装米市占率持续提升	22
图 48: 中国包装米行业集中度趋势提升	22
图 49: 2015~2020 年包装米销售渠道变化趋势	23
图 50: 国内头部大米生产企业零售额及年均复合增速情况比较	23
图 51: 益海嘉里包装面粉在现代渠道市占率排名已达到第一	23
图 52: 公司目前在主食上的市占率仍然有很大的成长空间	23
图 53: 2015-2020 年中国餐饮服务业线上消费占比持续提升	24
图 54: 2015-2020 年中国餐饮服务业堂食占比持续下降	24
图 55: 2015-2020 年国内餐饮业连锁餐饮占比持续提升	24
图 56: 益海嘉里中央厨房项目	24
图 57: 多元化的渠道网络布局，长期稳定的客户关系	25
表 1: 食用油细分品类及重点品牌情况梳理	14

表 2：益海嘉里主要竞争对手情况.....	17
表 3：包装油细分品类未来市场规模及销售额增速预测	21

粮油深度挖潜，征程未有穷期

粮油市场前景广阔，消费升级催生新的发展契机。城镇化及居民收入增加为驱动粮油消费升级的核心因素，粮油消费层次多元化时代开启。当前国内粮油产能仍存在一定的结构性过剩，行业竞争激烈。行业内优质的大型集团企业具备规模和人才优势，集中采购，同时在整个供应链上产品结构丰富，将会在未来的市场竞争中保持较大优势，逐步替代行业内的落后产能，带动整个产业的优化发展。

消费端：粮油消费升级及需求层次多元化带来发展契机

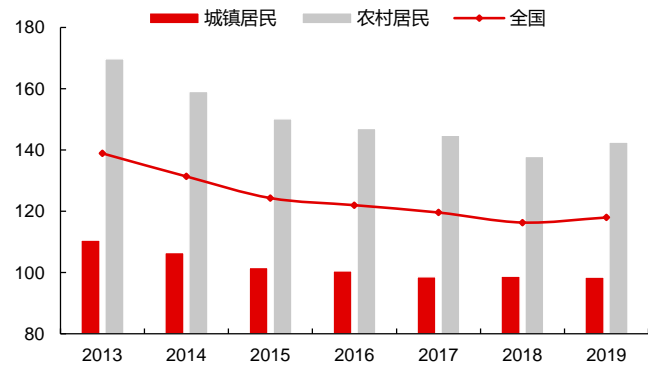
消费端来看：1) 城镇化及居民收入增加为粮油消费升级的核心驱动因素。口粮消费升级趋势明显，其表现之一是粮油产品逐渐向包装化及品牌化方向发展。2) 随着人们生活水平的提高以及饮食观念的不断变化，粮油产品的内涵不断延伸，粮油产品除了满足居民日常生活需要（基本生存需要），还可向美味（享受型消费）、营养健康（保健型消费）及时尚便捷等方向不断延伸，粮油消费进入多元化时代。3) 由于现代生活节奏加快和部分消费者烹饪技能的缺乏，既营养又简便快捷的餐饮半成品成为更多消费者的选择，预制品需求旺盛，中央厨房亦有望迎来黄金发展期。

趋势一：粮油产品向包装化及品牌化方向发展

城镇化及居民收入增加为粮油消费升级的核心驱动因素。随着居民人均可支配收入增加及生活水平的提高，居民的膳食结构持续优化。国内口粮消费总量已有明显下降，但消费者对产品品质、安全等方面有了更高的要求。2013~2019 年全国居民人均每年食用谷物的数量从 138.91 千克降至 117.94 千克，降幅达 15.1%。2020 年是全面建成小康社会的收官之年，国民生产总值达 101.6 万亿元，全国居民人均可支配收入 32189 元，粮油消费升级具备坚实基础。

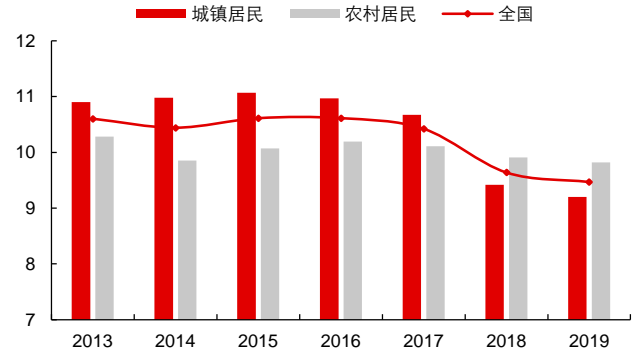
口粮消费升级趋势明显，其表现之一是粮油产品逐渐向包装化及品牌化方向发展。其折射的是随着人们生活水平的提高及消费观念的转变，消费者对食品安全的要求在逐步提高。散装油价格低廉、风味较重，但卫生条件难以保证（也无法获得“QS”标志的质量安全认证）。自 2003 年实施“食品质量安全市场准入制度”以后，各大城市相继出台禁止散油出售的政策。普遍使用散装油的餐饮行业在“禁散令”的影响下，逐渐向使用包装植物油转移。

图 1：国内居民人均消费的谷物数量有所下降（单位：千克）



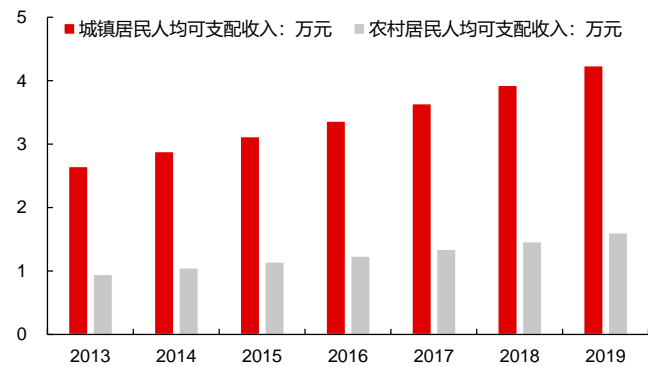
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 2：居民饮食结构中人均食用油的消费量有所下降（单位：千克）



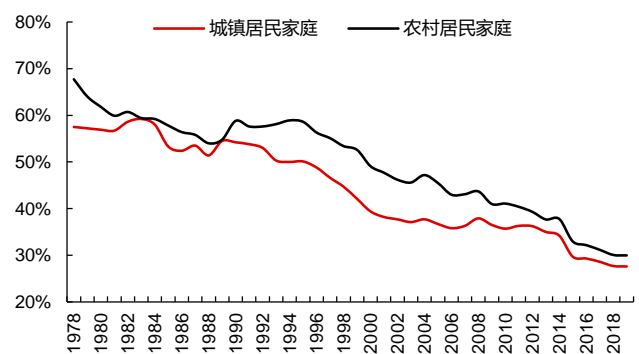
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 3：近年来国内城镇及农村居民人均可支配收入趋势增加



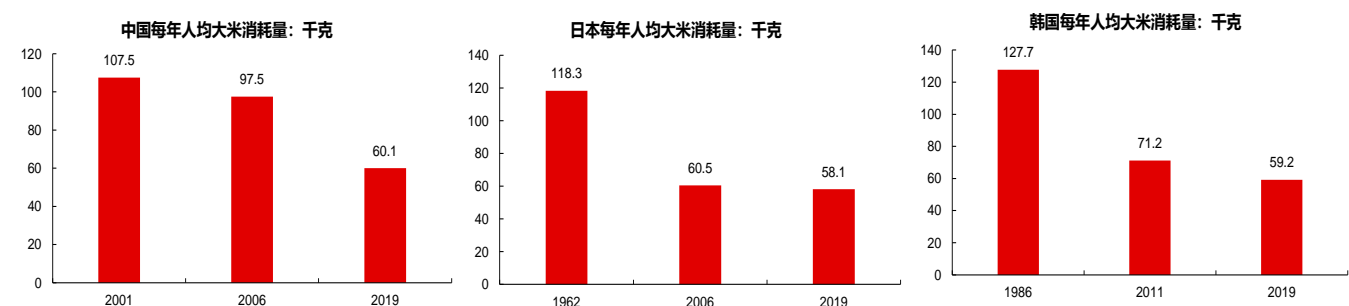
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 4：恩格尔系数



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：中长期来看中日韩三国人均大米消耗量均呈现下滑趋势



资料来源：BeeData，长江证券研究所

图 6：中小包装油有望取代散装油成为国内食用油消费主流



资料来源：前瞻网，长江证券研究所

趋势二：粮油产品需求层次多元化

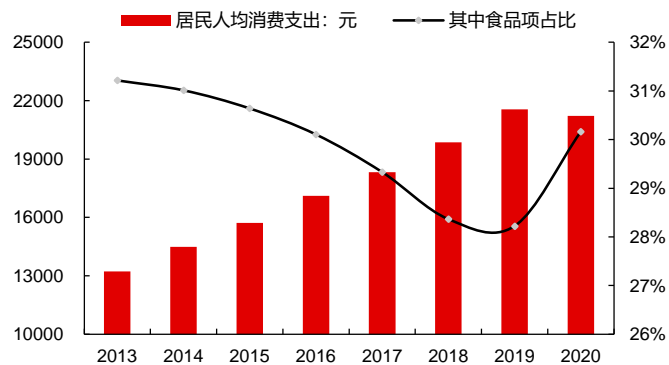
我国逐渐深化的城镇化建设对米面油等厨房食品的消费结构有深远的影响。随着人们生活水平的提高以及饮食观念的不断变化，粮油产品的内涵不断延伸，除了满足居民日常生活需要（基本生存需要），还可向美味（享受型消费）、营养健康（保健型消费）及时尚便捷等方向不断延伸，粮油消费进入多元化时代。

从不同的消费群体来看：1）在低线城市及部分偏远农村地区，粮油消费逐渐向包装化及品牌化方向发展。目前在部分农村地区仍以消费散装粮油为主。随着经济的发展及城镇化加速，越来越多的农村人口成为城镇人口。这些人口原来使用散装米面油的消费习惯逐步被从终端消费渠道采购包装的消费习惯代替。2）在一二线城市，小包装粮油食品早已完成一轮普及，消费者对粮油产品的风味、口感、新鲜度及营养水平等都有了新的要求。基于不同消费群体及消费理念，粮油产品的多种功能受到不同消费群体的关注，例如糖尿病患者关注粮油产品的升糖指数，塑型健身者关注碳水含量，人口老龄化加剧背景下健康营养、功能保健的粮油食品的市场需求也在不断扩容。

从食用油消费用途出发：1）不同的食用油各有特色，适用于不同的烹饪方式：玉米油、大豆油、葵花籽油等耐热性差，适用于炖煮；花生油、米糠油等耐热性较好，适用于炒菜；橄榄油、芝麻油、茶籽油、亚麻籽油等由于其特有香味，主要用于凉拌菜等。2）大米分为优质米、专用米、发芽糙米、改性糙米、留胚米、免淘米、营养强化米及各类米制主食品等；均适宜于不同的消费场景。3）面粉通常可分专用粉、全麦粉、预拌粉及各类面制主食品等。中国地大物博，各地饮食习惯差异较大：如东北、山东、河南的面食主要以馒头烧饼和面条为主，西北主要以面条特别是拉面、拉条为主，而南方面食花样多但又不是主食，专用粉开发应与各地居民群体的饮食习惯相适应。

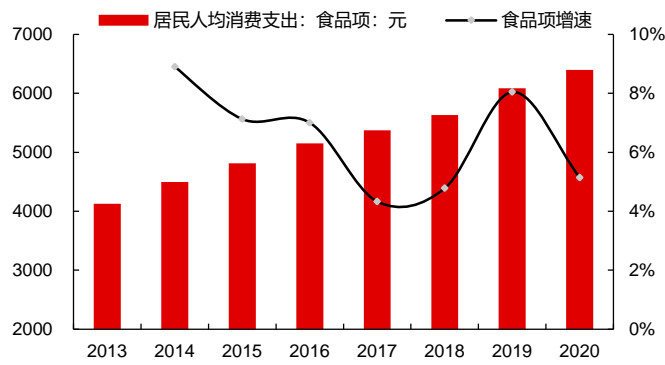
此外，随着餐饮行业的快速发展，餐饮企业对安全、优质的粮油产品的需求也在不断增长。这些都为粮油产品的发展打开了成长空间。

图 7：居民人均消费支出中食品项的占比变化情况



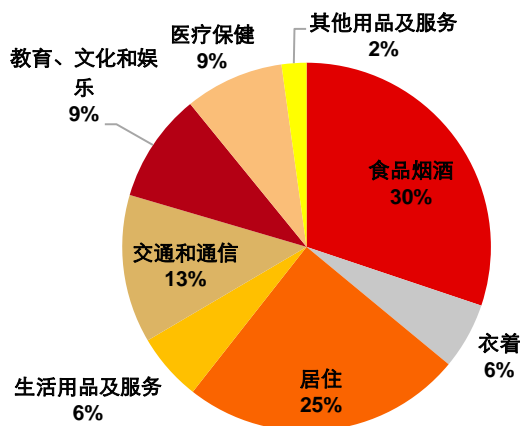
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 8：居民人均消费支出中食品项的走势变化情况



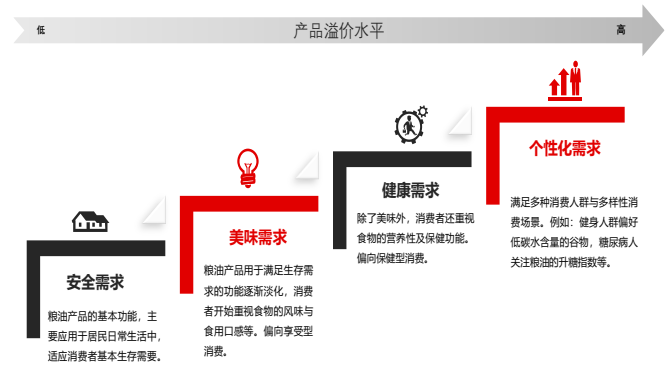
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 9：2020 年全国居民人均消费支出结构：其中食品烟酒项占 30%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 10：粮油产品需求层次呈现多元化发展态势



资料来源：长江证券研究所

图 11：根据产品特色不同，不同食用油适用于不同的烹饪场景



资料来源：长江证券研究所

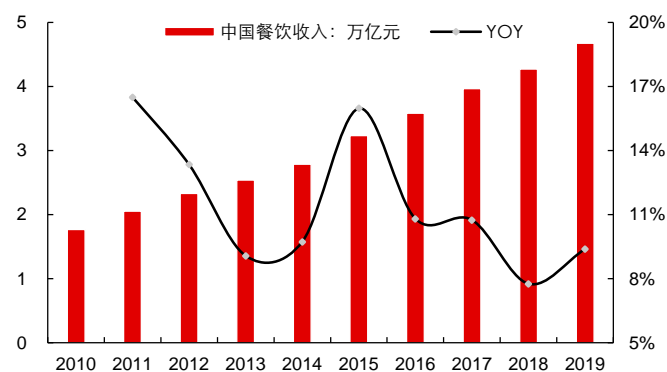
趋势三：预制品需求旺盛，中央厨房或迎来黄金发展期

当前，单身族、丁克族、空巢族群体的逐年壮大，促使人们对家庭餐饮的便捷化提出了很高要求。另一方面，随着工作与生活节奏的加快，下厨做饭的城市白领变少了，越来越多人依赖外卖。2019 年外卖产业规模已达到 6535.7 亿元，同比增长 39.3%，外卖对整体餐饮行业的渗透率已达 14%，90 后~00 后消费群体中，有过外卖消费经历的已超过 60%。

外卖是团餐市场中重要组成部分。根据中国烹饪协会、中国饭店协会等机构的数据，2019 年中国团餐市场规模超过 1.5 万亿元，占整个餐饮市场的比重超过 30%。2020 年，新冠肺炎疫情爆发初期，整个餐饮行业都受到较大的冲击，但抗疫进入常态化后，外卖市场迅速恢复；且考虑到疫情防控对饭店堂食的影响，预计 2021 年外卖市场占餐饮行业的比重将进一步提高。

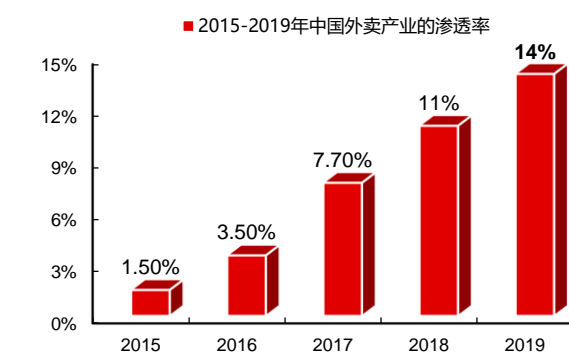
外卖给传统餐饮业带来颠覆性影响，国内餐饮企业相继推出主打“轻烹饪”概念产品。这也在很大程度上降低了餐饮企业的成本，也使得对上游供应商规模化、标准化要求提高。中央厨房是团餐的配餐环节，预制品需求旺盛，中央厨房亦有望迎来黄金发展期。

图 12：中国餐饮业收入增速



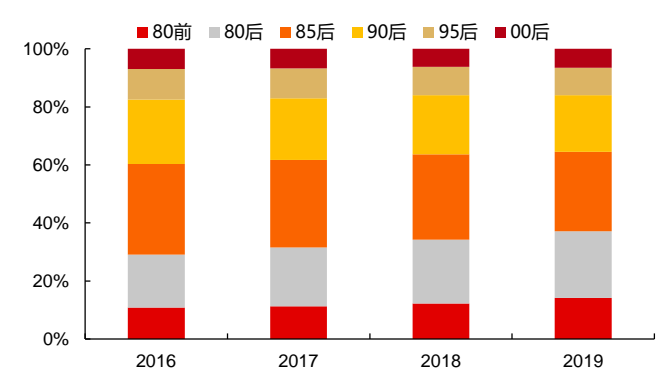
资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

图 13：2019 年外卖对整体餐饮行业的渗透率已达 14%



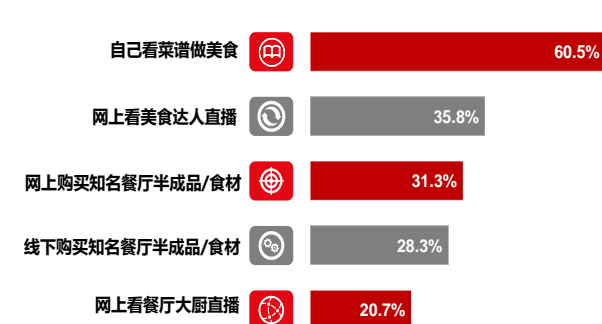
资料来源：美团《中国餐饮大数据 2020》，长江证券研究所

图 14：餐饮消费者年龄分布



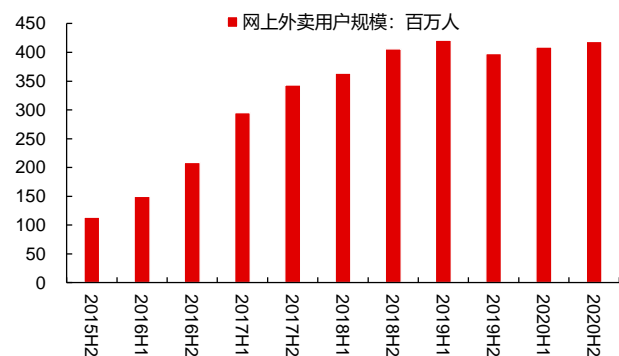
资料来源：美团《中国餐饮大数据 2020》，长江证券研究所

图 15：疫情对消费者行为习惯的影响



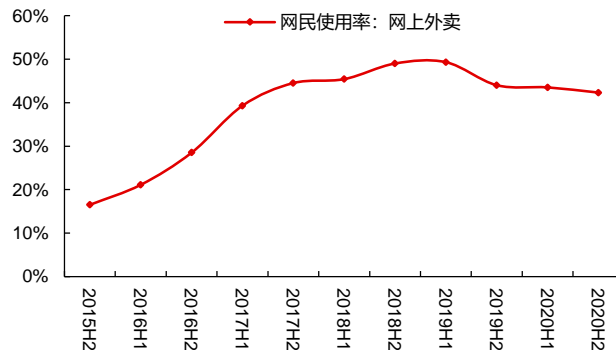
资料来源：美团《中国餐饮大数据 2020》，长江证券研究所

图 16：2015 年下半年以来网上外卖用户规模迅速增长



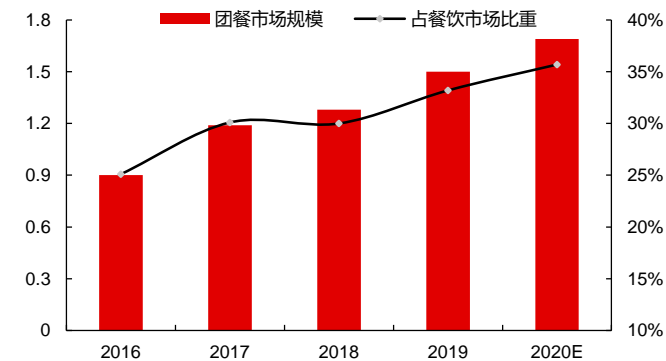
资料来源：中国互联网络信息中心，长江证券研究所

图 17：2015 年下半年以来网上外卖使用率增长至 40% 左右



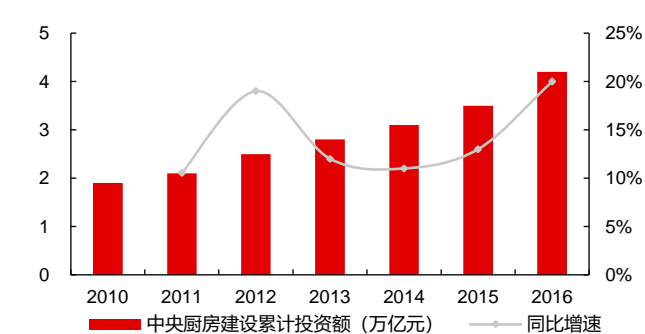
资料来源：中国互联网络信息中心，长江证券研究所

图 18：团餐市场规模及其占餐饮市场的份额变化情况



资料来源：中国饭店协会，艾媒数据，长江证券研究所

图 19：中央厨房建设投资情况



资料来源：速途研究院，长江证券研究所

生产端：食用油行业寡头垄断，米面加工业集中度有望提升

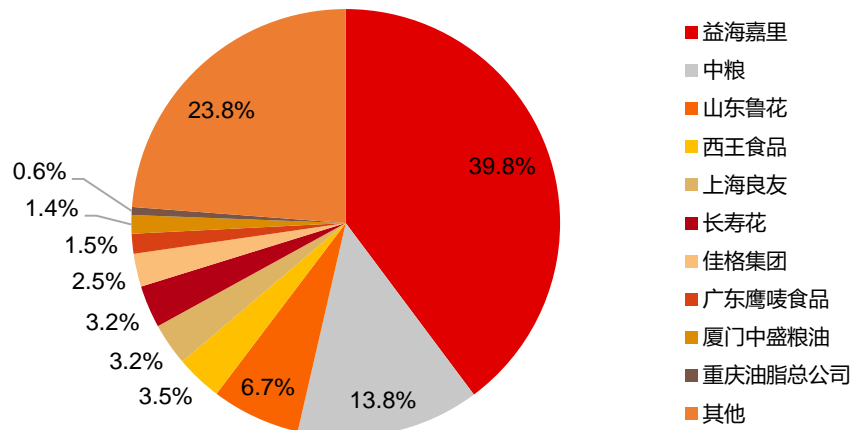
国内粮油加工行业生产能力进入壁垒不高，仍存在一定的结构性过剩；企业数量较多，中小粮油加工企业产能落后，行业竞争激烈。分品类来看：（1）小包装油呈寡头垄断竞争格局，品牌和龙头企业的竞争优势日益显现，CR3 高达 60% 以上。（2）稻麦加工行业参与主体大多为中小企业，市场集中度整体不高。国内前三大小麦粉加工企业分别为五得利、中粮及益海嘉里，CR3 约在 1/3 左右。目前国内大米加工企业中，产能靠前的企业主要有中粮集团、益海嘉里等粮油巨头以及北大荒等地方性龙头企业。其中 2019 年中粮集团以年加工 495 万吨的产能位居全国首位，约占全年大米加工总产能/总产量的 1.3%/4.4%。

行业内优质的大型集团企业具备规模和人才优势，集中采购，同时在整个供应链上产品结构丰富，将会在未来的市场竞争中保持较大优势，逐步替代行业内的落后产能，带动整个产业的优化发展。

小包装油：寡头垄断竞争

国内粮油生产能力仍存在一定的结构性过剩，中小粮油企业产能落后，产品同质化程度较高，行业竞争激烈，CR3 达 60%以上（2018 年），行业整体呈寡头垄断竞争格局，品牌和龙头企业的竞争优势日益显现。

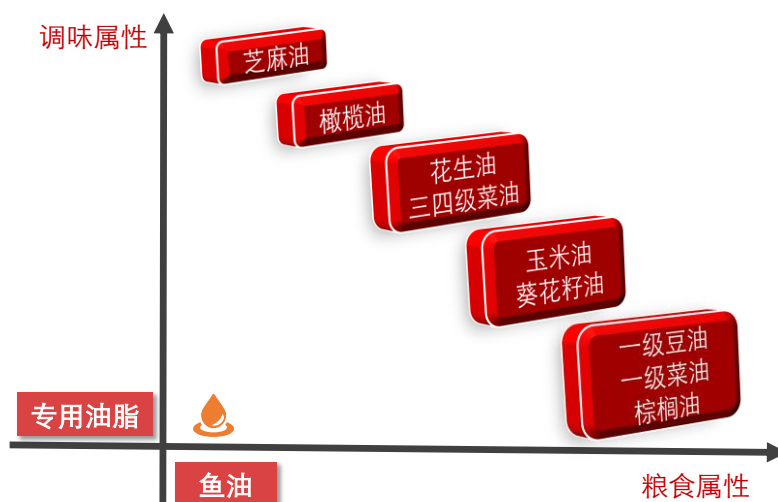
图 20：2018 年中国小包装食用油行业 CR3 达 60%以上



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

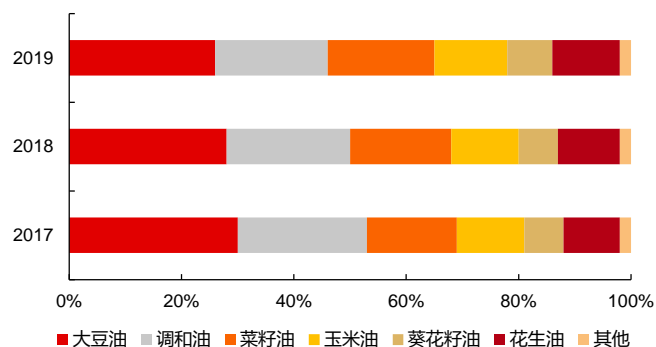
从小包装油销售量来看，销售价格相对便宜的油种，如大豆油、食用调和油、菜籽油等依然占据小包装食用植物油的主要部分，销售量占比约 80%。从销售额来看，风味好但销售价格相对较高的花生油占比最高，2018 年、2019 年销售额占比均超过 20%。在不同的细分油种里，金龙鱼已占据最大的小包装油品类——大豆油及调和油，在高端油种领域也皆有布局，产品可覆盖不同消费群体，适用于多种消费场景。

图 21：不同属性的油脂所具备的粮食属性和调味属性权重不同



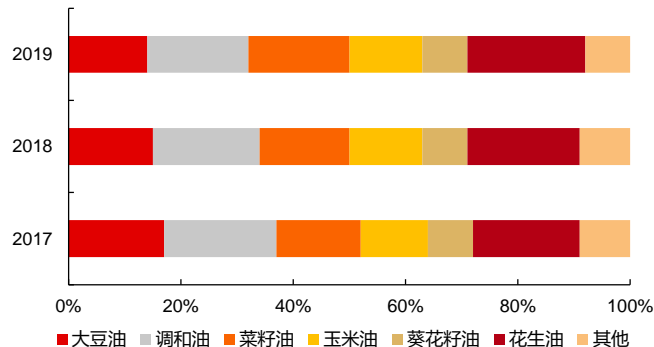
资料来源：《金龙鱼背后的粮油帝国》，长江证券研究所

图 22：2017~2019 年不同类型小包装食用油市场份额（按销量）



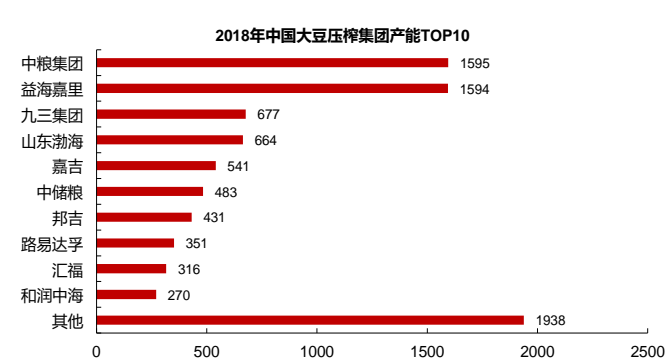
资料来源：尼尔森，长江证券研究所

图 23：2017~2019 年不同类型小包装食用油市场份额（按销售额）



资料来源：尼尔森，长江证券研究所

图 24：2018 年国内粮油企业大豆压榨产能情况（单位：万吨）



资料来源：国家粮油信息中心，天下粮仓，长江证券研究所

图 25：益海嘉里建立了覆盖高中低档的综合品牌矩阵



资料来源：益海嘉里金龙鱼招股说明书，长江证券研究所

大豆油：目前大豆油与调和油是金龙鱼具有较强竞争优势的细分领域。尽管其他油种方面均有较强劲的对手——菜籽油如道道全、花生油如鲁花等、玉米油如西王和长寿花等、葵花籽油如多力等，但在这些细分领域金龙鱼皆有布局，且高端、中端及大众品牌梯队清晰，产品市场认可度较高。

菜籽油：目前知名度比较高的有有道全等。自古以来油菜广泛的种植于长江流域，湖南、湖北和江西是油菜籽的主产区。道道全自成立以来一直紧紧围绕以包装油销售和菜籽油类产品推广两大经营核心，早年在国内菜籽油领域尚没有领导品牌的时候，把握市场先机，现已在长江流域已经具有较强的品牌影响力。目前金龙鱼推出的主要有外婆乡小榨菜籽油（定位高端）、金龙鱼 AE 一级营养菜籽油等（定位中端）以及大众品牌鲤鱼牌菜籽油等。

花生油：花生油领域知名度较高的有山东鲁花等。花生油风味佳，溢价水平也更高。不过受国外市场花生油品种较差（非洲花生黄曲霉素严重超标）、工艺差异（国内以压榨为主，国外浸出为主）等因素影响，目前花生油料以国产为主。山东鲁花不仅靠近原料产地，而且其掌握的“5S 物理压榨工艺”科技含量高，在去除黄曲霉素的同时，还能完整保留了植物油的营养、风味等品质特征，技术壁垒较高，目前在花生油细分领域具有非

常强的竞争力。在花生油细分领域，金龙鱼已经布局了胡姬花古法小榨花生油（定位高端）以及胡姬花花生油（定位中高端）等产品。

玉米油：玉米油知名度较高的品牌有长寿花和西王等。两家企业均发轫于山东，靠近原料产地。1997 年，了解到国内玉米油的空缺和市场潜力，在当时中国还没有玉米油生产企业的情况下，山东三星集团敢为人先，开创了研发生产玉米油的先河，投资兴建了中国第一家玉米油生产企业（长寿花前身），率先在国内食用油市场擎起了“玉米油健康油”的大旗，并发展成为国内食用油行业的领军者。西王食品则属于后起之秀，通过较强营销运作，公司玉米油市占率在 2008~2012 年间也迎来了快速提升。

事实上各大食用油品牌均十分注重玉米油产业。金龙鱼 1999 年即在中国推出小包装玉米油，经历了 2001~2009 年玉米油产品高速发展及品牌飞速提升阶段，虽然后来金龙鱼占据了玉米油将近一半的市场份额，但由于金龙鱼调和油知名度更高，在消费者提起玉米油普遍认为品牌知名度比较高的主要是长寿花和西王等。

葵花籽油：目前品牌知名度较高的是佳格集团旗下的多力葵花籽油，其在小包装葵花籽油品类中市占率一度曾达到 34% 左右（2017 年）。葵花籽油是欧洲国家的重要油种之一，但由于口味清淡、在中国市场玉米油对其可替代性较强，目前其需求端出现增速放缓迹象。在葵花籽油细分领域，金龙鱼布局有金龙鱼阳光葵花籽油系列产品，其产品原材料源自金龙鱼欧洲工厂。

此外金龙鱼还发展了欧丽薇兰橄榄油、金龙鱼油茶籽油等高端油种，产品进一步细分，满足不同消费人群需求。

表 1：食用油细分品类及重点品牌情况梳理

食用油品类	代表品牌	产能/销量	核心竞争力	消费偏好	金龙鱼对应品牌产品
花生油	鲁花	花生油年生产能力 150 万吨	核心技术：5S 物理压榨工艺 品牌优势 原料采购优势	华北地区为主，但花生油近年来区域性走弱	胡姬花古法小榨花生油（高端）等
菜籽油	道道全	2019 年食用油（含其他油细分市场定位准确，具备品牌种）产量 37.8 万吨	长江流域 及终端优势		1、外婆乡小榨菜籽油（高端） 2、金龙鱼 AE 一级营养菜籽油等（中端） 3、鲤鱼牌菜籽油（大众）等
玉米油	长寿花	2019 年销售自家品牌食用油 17.15 万吨，非品牌食用油 7.95 万吨	核心价值定位是：低饱和脂肪、低热量、零胆固醇	南方部分地区偏好玉米油口味清淡	1、金龙鱼玉米油 2、金龙鱼植物甾醇玉米油（金龙鱼玉米油升级品种）等
	西王	2019 年食用油（含其他油种）产量 24.8 万吨	核心价值定位是：新鲜		
葵花籽油	多力	--	先发优势；营销推广能力强	口味清淡，可替代性较强；需求呈收缩趋势	金龙鱼阳光葵花籽油等

资料来源：各公司官网及公司公告，《食用油营销第 1 书（余盛著）》，长江证券研究所

大米加工：产能过剩，行业集中度有优化空间

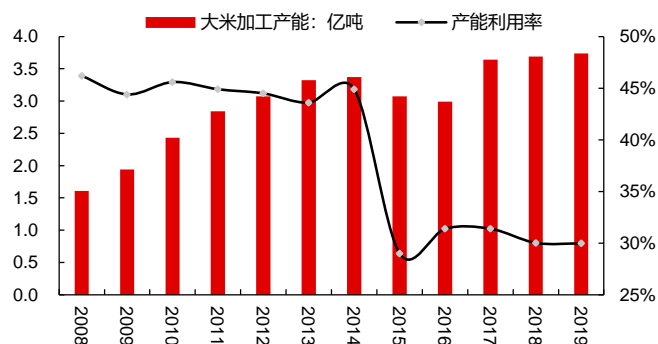
大米加工行业产能过剩，产能利用率低。由于粮油行业关系到国内民生稳定，稻米加工企业的参与主体中，以国有单位为主；同时行业进入壁垒较低，企业数量较多，且大多为中小企业，市场集中度整体不高。国内稻谷连年丰产，大米加工企业持续扩展产能，2008~2019 年大米年加工产能年均复合增速达 8%。2015 年以来，国内大米加工行业

产能利用率持续下滑，2019 年产能利用率仅 30%左右，与国际经验¹相对比，仍处于较低水平，国内大米加工行业产能整体过剩。

伴随着产能过剩的是大米加工业盈利中枢下行。2008 年以来，我国稻米市场反复出现“稻强米弱”现象，即短期内稻谷原粮价格走势强于大米产品价格走势。主要源于国家为保护农户种植利益、刺激农民生产积极性，稻谷最低收购价持续走高；但由于产能过剩挤压了稻米加工行业利润空间。

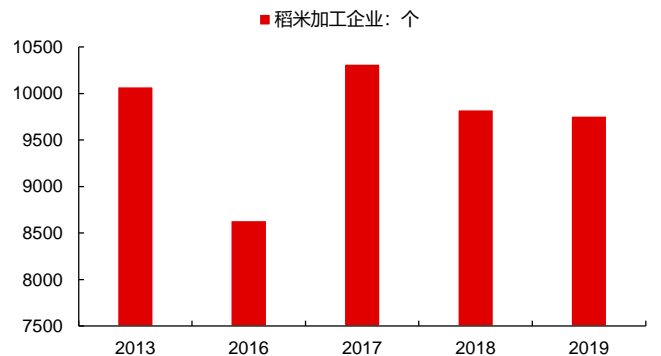
近年来粮油加工企业部分落后产能加速退出。2017~2019 年国内稻米加工企业从 10317 个降至 9760 个，降幅达 5.4%。目前国内大米加工企业中，产能靠前的企业主要有中粮集团、益海嘉里等粮油巨头以及北大荒等地方性龙头企业。其中 2019 年中粮集团以年加工 495 万吨水稻的产能位居全国首位，约占全年稻米加工总产能/总产量的 1.3%/4.4%。

图 26：国内大米加工数量整体仍在增加，产能利用率出现下滑



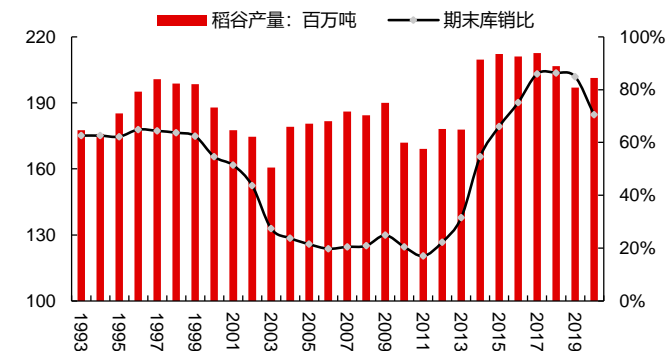
资料来源：中国粮油学会，长江证券研究所

图 27：2017~2019 年国内稻米加工企业从 10317 个降至 9760 个



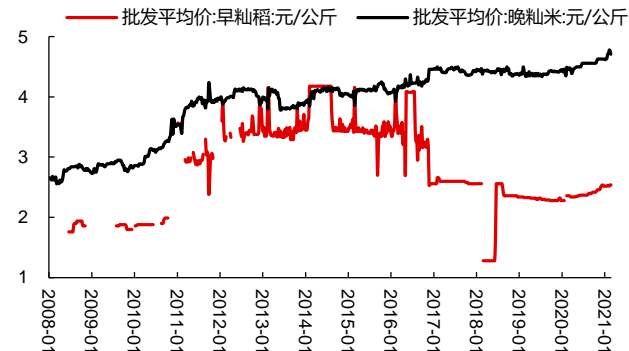
资料来源：中国粮油学会，长江证券研究所

图 28：我国稻谷库存高企，供应整体较为宽松



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 29：近年来籼稻价格走势强于粳米价格

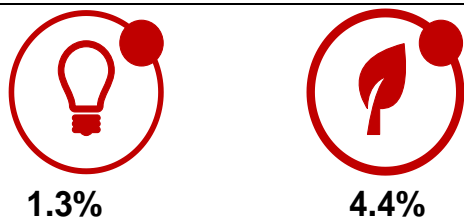


资料来源：农业农村部，长江证券研究所

随着大米产业转型升级加快，小包装大米的销售额也不断攀升，品牌大米集中度相应提升。不过与食用油的发达品牌相比，大米市场品牌集中度仍相对较低。2020 年金龙鱼和福临门包装米市占率合计占比 33.7%。散装大米市场份额持续下降，且主要以地方品牌为主，集中度相对不高。目前散装米仍然是大米市场消费的主流，但消费者从散装米向包装米升级的趋势已经逐渐形成。

¹ 依据美联储现有标准，80%-90%是行业产能利用率的合理区间，产能利用率若超过 90%表示产能不足，若低于 80%说明产能过剩。

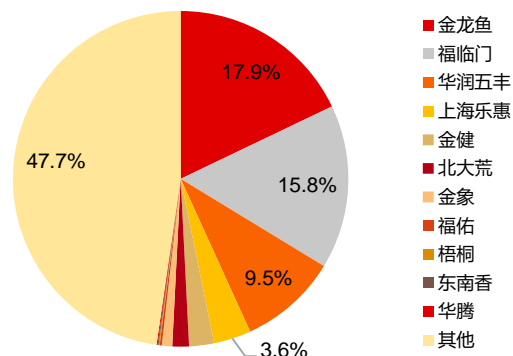
图 30：中粮集团大米加工产能及市占率（2019 年）

**2019年稻谷年加工产能495万吨**

2019年中粮集团以年加工495万吨的产能位居全国首位，约占全年大米加工总产能/总产量的1.3%/4.4%

资料来源：中粮集团网站，中国粮油学会，长江证券研究所

图 31：中国包装米行业竞争格局（2020 年）



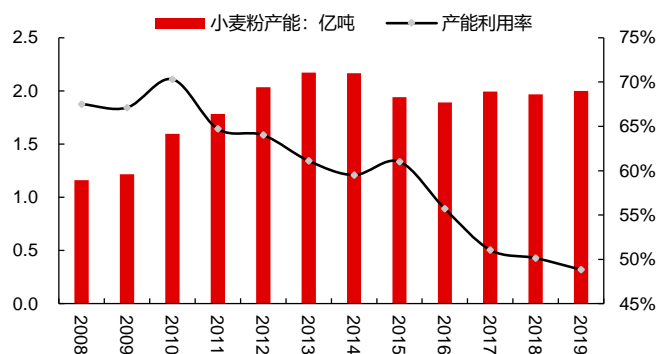
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

面粉加工：产能利用率呈下滑趋势

小麦加工企业数量较多，行业集中度不高。从行业竞争格局来看，国内前三大小麦粉加工企业分别为五得利、中粮及益海嘉里，CR3 约在 1/3 左右（2019 年）。

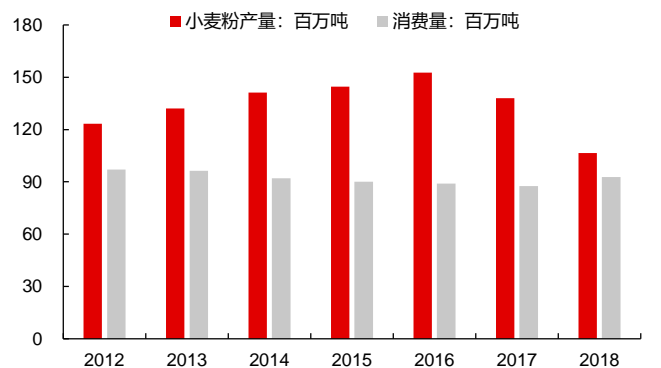
面粉加工行业整体看处于供过于求的状态。近年来，国内面粉加工业经历了快速发展直至产能过剩的过程，2008-2019 年国内小麦粉加工产能从 1.16 亿吨增至 2 亿吨，增长了 72%。2019 年全国小麦总产量约为 9756.3 万吨，面粉行业设备平均开工率仅为 48.8%。面粉加工企业开工率同比偏低，面粉企业之间竞争较为激烈，具备规模及技术优势的大型面粉企业仍不断扩张产能，中小型面粉企业市场空间不断遭受挤压。受国内经济增速放缓、市场需求低迷、生产成本高企及原粮内外价格倒挂等因素影响，面粉加工企业的利润不断被挤压，亏损率上升。2019 年行业平均利润率约 2.8%。

图 32：国内小麦粉加工产能稳中略有增加，但产能利用率出现下滑

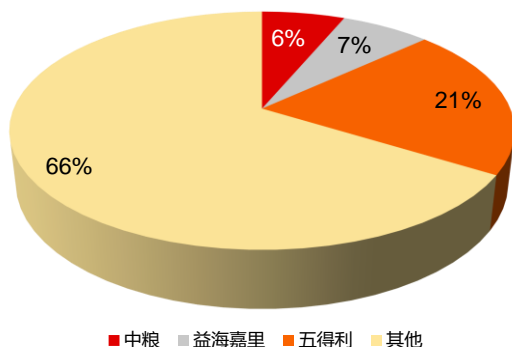


资料来源：中国粮油学会，长江证券研究所

图 33：我国小麦粉供应整体宽松

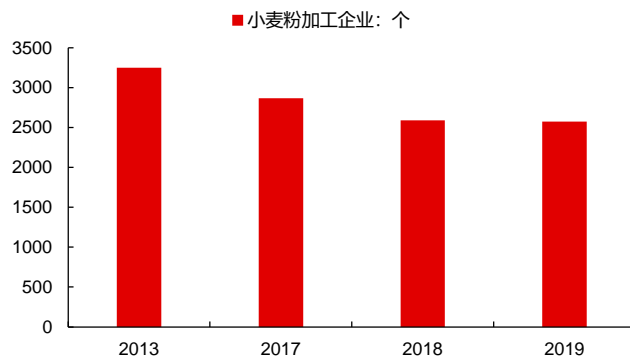


资料来源：国家统计局，中国海关，长江证券研究所

图 34：2019 年国内前三大小麦粉加工企业的产能及市占率²

资料来源：中粮集团官网，五得利官网，金龙鱼公告，长江证券研究所

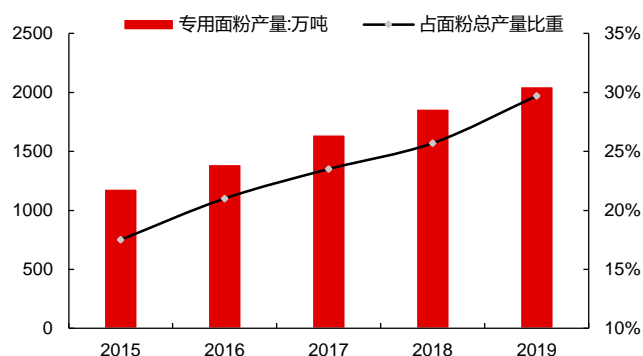
图 35：近年来国内小麦粉加工行业企业数量持续下滑



资料来源：中国粮油学会，长江证券研究所

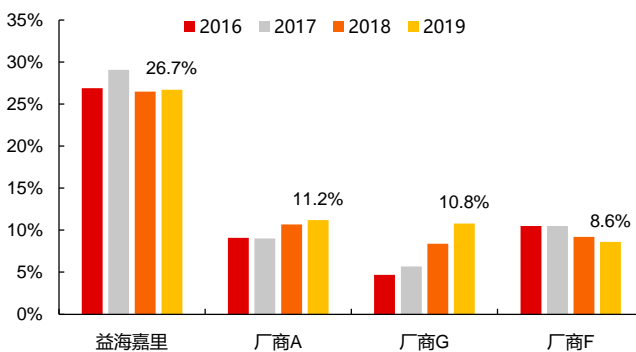
从 2019 年国内面粉市场销售情况来看，普通粉因同质化程度较高，市场竞争激烈，专用粉市场表现相对较好。2019 年专用面粉产量为 2050 万吨，占当年面粉总产量 29.7%。在国内小麦供给总量仍显充足、消费市场细分化以及高质量化的趋势下，产品品质与品牌优势成为赢取市场的关键。例如，面粉加工业龙头五得利集团开发出了 140 余种面粉品种，以适应西式、中式面制品加工及家庭、餐馆、食品企业等不同消费终端的需要³。

图 36：近年来专用面粉的产量及占比持续增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 37：益海嘉里在包装面粉现代渠道市场份额排名第一



资料来源：金龙鱼招股说明书，长江证券研究所

表 2：益海嘉里主要竞争对手情况

公司名称	运营情况	市场地位	相关业务主要品牌	技术实力情况及产能
益海嘉里	益海嘉里是国内最大的农产品和食品加工企业之一，主营业务是厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售。	根据尼尔森数据，报告期内，公司在小包装食用植物油、包装面粉现代渠道、包装米现代渠道市场份额排名第一。公司在饲料原料、油脂科技行业市场占有率排名靠前。此外，公司积极开发新产品，目前在挂面、调味品、日化用品等细分产品领域也取得了长足的进步。	金龙鱼、欧丽薇兰、胡姬花、香满园、海皇牌、元宝牌、口福、金燕、百合花等	截至 2019 年 12 月 31 日，益海嘉里及境内子公司拥有专利共计 424 项，境外子公司拥有专利共计 4 项，合计 428 项，其中发明专利 196 项。公司 2019 年压榨产能为 2255 万吨、精炼产能为 1,106 万吨、中小包装产能为 2258 万吨、水稻加工产能为 384 万吨、小麦加工产能为 668 万吨。

² 五得利官网披露目前日加工小麦 5.5 万吨，此处年产能按 365 个工作日满产计算。³ 资料来源：《2019 年中国农产品加工业经济运行报告》

中粮集团	中粮集团有限公司以粮、油、糖、棉为核心主业，覆盖稻谷、小麦、玉米、油脂油料、糖、棉花等农作物品种以及生物能源，同时涉及食品、金融、地产等行业。	中粮集团是立足中国的国际一流粮食企业，是全球布局、全产业链的农业及粮油食品企业。	福临门、蒙牛、中茶、酒鬼酒等	中粮集团在设计、产品、技术方面积极创新，积累了长效竞争优势，根据产业特性，组建研发部和中粮科学研究院，负责集团层面的新产品研发、粮油技术研发、生化技术研发和工程技术服务任务。在中国，中粮集团综合加工能力超过 6000 万吨
九三集团	九三粮油工业集团有限公司是集贸、工、农为一体的大型大豆加工企业集团，主要产品包括油脂类、蛋白类、保健品、餐桌食品、多功能饮料等五大类。	九三集团是首批国家级农业产业化重点龙头企业，也是拥有集种植、收储、物流、加工、营销全链条资源的中国农业产业化领军企业。	九三	九三集团设有国家级博士后科研工作站，拥有国际先进水平的食品安全检测中心；九三集团年加工大豆总能力 1200 万吨，年可生产食用油 220 万吨，蛋白饲料 960 万吨。
山东鲁花	山东鲁花集团有限公司业务涉及食用油、调味品、米面及蔬菜加工等多个行业，拥有较强的食用油、调味品、大米、面粉加工能力。	山东鲁花是农业产业化国家重点龙头企业。	鲁花	山东鲁花食用油年生产能力 150 万吨，调味品年生产能力 30 万吨，米面年加工能力 50 万吨。
道道全	道道全粮油股份有限公司是一家集食用植物油及其相关副产品生产、科研、贸易、仓储、物流于一体的综合性油脂加工企业，主要产品包括菜籽油、大豆油、调和油等植物油品种。	道道全是农业产业化国家级重点龙头企业，是国内食用植物油菜籽油品类的代表性品牌企业。	道道全	道道全 2019 年度食品加工生产量约 37.8 万吨。
西王食品	西王食品股份有限公司主产品为“西王牌”玉米油等。2016 年，西王食品股份有限公司收购了运动营养与体重管理健康食品公司，目前主营业务主要涉及食用油及运动营养和体重管理两大业务板块。	西王食品依托原料优势、技术优势以及在玉米油领域多年的生产实践经验，优良的产品品质为企业赢得了良好的品牌美誉度及市场占有率。	西王牌	西王食品拥有国内最先进的玉米胚芽油生产工艺和全套生产线，引进了日本、瑞典、法国、德国、意大利等国际最先进的工艺设备，生产过程实现了全自动化控制。
五得利	五得利面粉集团有限公司是一家专业生产面粉的民营企业，产品广泛用于面包、饺子、拉面、面条、馒头等面制品。	五得利牌面粉获得“最具市场竞争力品牌”等荣誉称号；五得利先后荣获“农业产业化国家重点龙头企业”“国家标准化良好行为企业”“中国食品工业百强企业”“中国制业企业 500 强”“中国企业 500 强”“河北省政府质量奖”等称号。	五得利	五得利投入金额进行科技创新，提高面粉精度和出粉率，引进国际先进工艺、生产低灰分高精度面粉，开发有中国人饮食特点的类专用粉，打破了高档面粉靠进口的局面。
克明面业	克明面业股份有限公司主要从事挂面的研发、生产和销售，在河南遂平、延津、湖北武汉、湖南长沙、益阳南县等地建有生产基地，主要品牌为“陈克明”。	根据中国商业联合会中华全国商业信息中心定期公布的《全国连锁店畅销商品月度监测表》数据显示，“陈克明”品牌超市综合权重市场占有率稳居第一。	陈克明	克明面业 2019 年度米面制品产量达到 55.4 万吨。
京粮控股	海南京粮控股股份有限公司主营业务为植物油加工及食品制造。	古船品牌在第三、八届北京影响力评选活动中被评为最具影响力品牌，在第七届北京影响力评选活动中荣膺最具影响力十大品牌。	古船、绿宝、古币、火鸟	京粮控股 2019 年度油脂产品产量 167 万吨，食品加工产量 5 万吨。
金健米业	金健米业股份有限公司以粮油、新型健康食品和药品开发、生产、销售为发展方向，主导产品包括“金健”牌系列精米、专用面粉、面条、食用油、乳品及“小背篓”鲜湿米粉。	金健品牌具有较高的知名度，目前正处于由区域性粮油品牌向全国性粮油品牌成长的过渡阶段。	金健	金健米业 2019 年度大米销售量 13.9 万吨，面制品销售量 2.7 万吨，包装油销售量 13.3 万吨。

资料来源：益海嘉里金龙鱼招股说明书，长江证券研究所

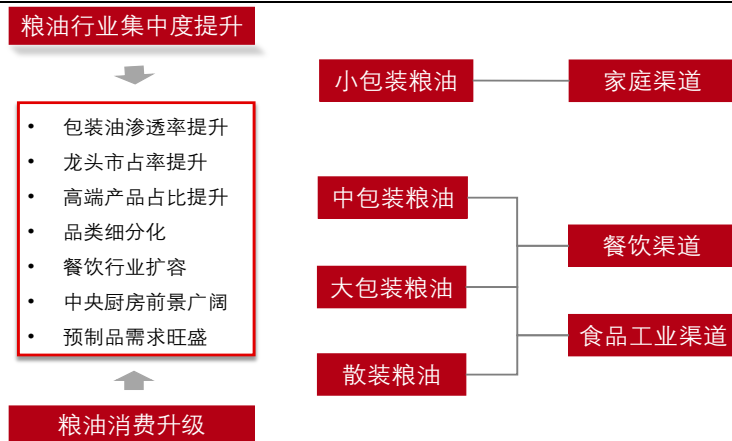
如何看金龙鱼粮油业务的增长点？

公司粮油产品种类丰富，知名品牌众多，在以小包装零售产品满足家庭烹饪需求的同时，为餐饮业客户提供中大包装产品，并为食品工业客户提供食品原辅料。

分渠道来看：1、家庭渠道粮油产品的增长主要来自于两方面：（1）市占率提升。当前包装米面行业竞争激烈，集中度有进一步提升趋势；龙头企业市占率有进一步提升空间。渠道下沉及渠道重构或有望带动公司包装米面油产品的渗透率提升；（2）产品结构升级：开发细分产品，适应多种消费场景。2、餐饮渠道和食品工业渠道的增长主要来自于餐饮及食品加工行业扩容，另外近年来团餐及中央厨房的增长亦将为中大包装粮油业务带来新的发展动能。

分品类来看：目前小包装油行业呈寡头垄断格局，行业趋于饱和；随着居民生活水平的提升，消费者对食用油风味、营养等方面的需求逐步提升，溢价能力更高的中高端粮油产品将仍有较大的发展空间，公司食用油业务盈利水平仍有进一步改善的可能。公司在米、面产品方面的整体市场占有率仍然有较大的成长空间。目前米、面行业集中度不高，未来行业有望逐步向头部企业集中，公司正在持续投资米、面产能，预计米、面业务亦有望迎来较快增长。

图 38：益海嘉里金龙鱼产品增长动能示意图



资料来源：长江证券研究所

家庭渠道：消费升级及品类细分化

居民生活水平改善推动厨房用品消费从生存型消费加速向健康型、享受型消费方向转变。我们判断未来公司家庭渠道粮油产品的增长主要来自于两方面：（1）市占率提升。当前包装米面行业竞争激烈，集中度有进一步提升趋势；龙头企业市占率有进一步提升空间。渠道下沉及渠道重构或有望带动包装米面油产品的渗透率提升。（2）产品结构升级，包括开发细分产品，适应多种消费场景。

➤ 包装油

过去十几年间，国内小包装油渗透率快速提升。根据欧睿国际数据，2020 年中国小包装油销量约为 89.48 亿升，2006~2020 年其年均复合增速达 6.9%。

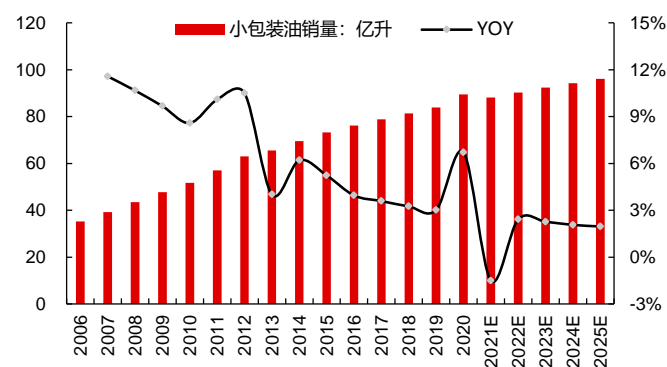
过去 10 年间，益海嘉里小包装油市占率基本在 38.5%~41.7% 之间波动，市占率持续领先于竞争对手，表明产品具有较强的竞争力。伴随着国内小包装油行业持续扩容，公司小包装油销量持续增长。自 2016 年起益海嘉里小包装油销售额增速略低于行业增速水平。我们判断公司未来包装油增长动能主要来自于：

1) 偏远农村及低线城市包装油的渗透率提升。欧睿预计 2020~2025 年国内小包装油销量增速放缓，年均复合增速约为 1.4%。未来公司小包装油业务的增长主要来自于行业扩容与渠道重构。公司重视电商渠道的发展，与电商平台进行了紧密合作。公司在传统的零售渠道也在推广渠道下沉，目标是推广到镇、村，预计未来四、五线城市还有很大发展空间。

2) 居民消费升级趋势下带动小包装油产品结构的优化，小包装橄榄油等高端油种销量有望迎来持续增长。欧睿国际预计 2020~2025 年小包装橄榄油销量年均复合增速或达到 4.15% 左右。公司目前小包装油产品结构中，高端产品占比较小中端小。过去几年，国内大部分需求集中在中端、大众产品。公司目前在食用油及包装米面等细分领域市占率领先于竞争对手，也意味着公司小包装油产品销量结构中，高端产品占比较小中端要小；而中端、大众产品毛利率也要低于高端产品，也意味着公司盈利中枢低于高端产品。

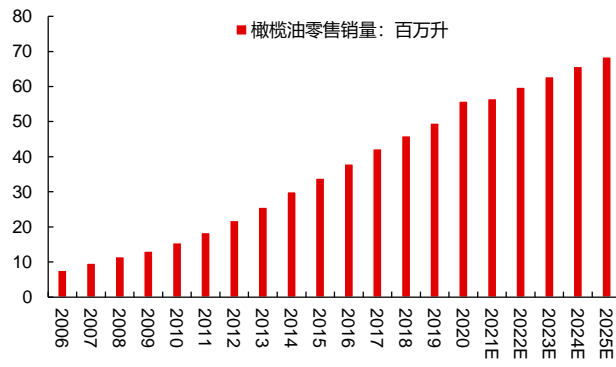
随着居民生活水平的提升，消费者对食用油风味、营养等方面的需求逐步提升，溢价水平更高的中高端包装油或有较大的发展空间，公司盈利水平仍有进一步改善的可能。

图 39：中国食用油零售规模预测（小包装油口径）



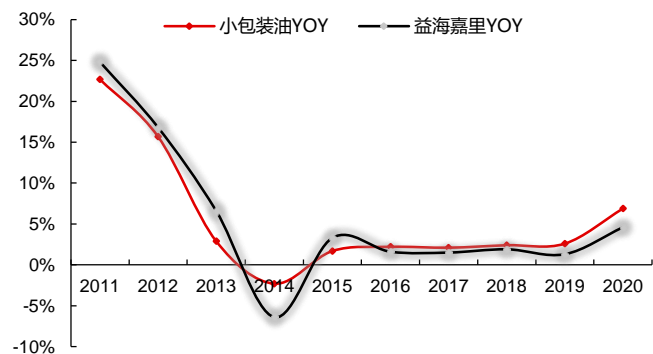
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 40：高端油种橄榄油销量有望延续增长态势



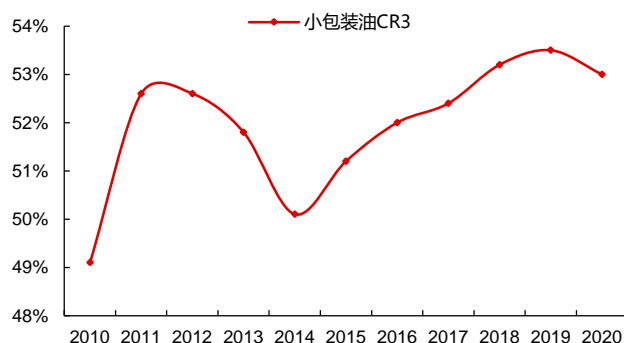
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 41：小包装油销量增速与益海嘉里食用油销量增速



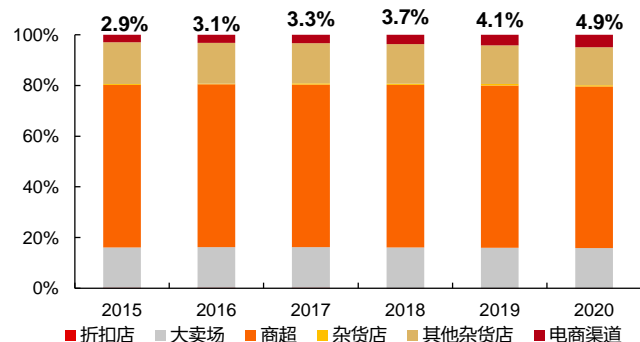
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 42：小包装食用油集中度变化趋势



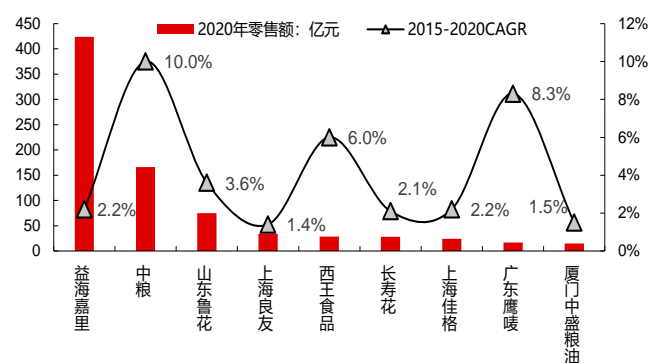
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 43：2015~2020 年包装油销售渠道结构变化趋势



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 44：国内食用油生产企业包装油零售额及年均复合增速情况比较



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

表 3：包装油细分品类未来市场规模及销售额增速预测

品类	2020 年销售额：亿元	2020 年增速	2015-2020 CAGR	2020-2025E CAGR
橄榄油	54.5	13.2%	11.8%	4.5%
玉米油	127.1	6.7%	3.8%	1.1%
菜籽油	119.9	12.1%	5.6%	4.5%
豆油	368.3	1.5%	0.4%	-0.2%
葵花籽油	93.1	9.8%	5.8%	4.3%
其他食用油	337.6	9.7%	3.85	4.3%

资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

➤ 包装米

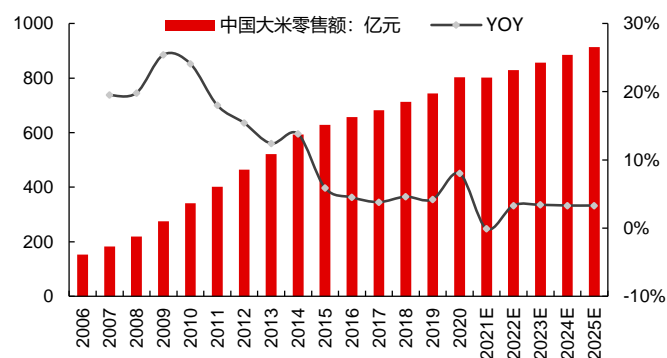
相较于小包装油行业，目前国内包装米行业集中度更低，2020 年 CR3 约为 43.2%，且部分农村地区仍以消费散米为主，包装米渗透率不高。根据欧睿国际数据，2006~2020 年国内包装米销售规模年均复合增速达 12.6%，预计 2020~2025 年国内包装米销量年均复合增速约在 2.6% 左右。

过去十年来（2010-2020 年）益海嘉里包装米销售规模年均复合增速达 20.6%，高于行业同期增长水平（CAGR=8.95%），公司对应市占率从 5.5% 提升至 17.9%，居行业首位，显示出益海嘉里包装米具备较强的竞争实力和增长韧性。

我们认为，未来公司包装米业务的增长主要来自于：1）包装米渗透率提升带来的行业扩容；2）公司包装米市占率持续提升；3）产品结构持续优化升级以及针对细分场景的多品类包装米销售结构优化。其中之一的发力方向是渠道重构：不仅在商超等渠道，线上同样是包装米销售的重要渠道。2015~2020 年以来，包装米销售渠道中线上渠道占比从 3.9% 提升至 11.0%，电商渠道重要性日益凸显。第二是开发包括多种产品，实现品牌化溢价。随着居民对食品安全的重视程度提升和消费升级趋势进一步发展，消费者对米制品需求层次呈多元化发展，对优质大米、品牌大米的需求将继续提升。2011 年至今，高端大米年复合增长率约达 20% 左右，有机等高端大米市场份额已经从 2011 年的 0.3% 增长至目前的 2% 左右，且平均售价一直保持在每公斤 23.56 元左右，远高于普通大米，未来高端大米亦有望成为包装米实现品牌化溢价的重要增长点。

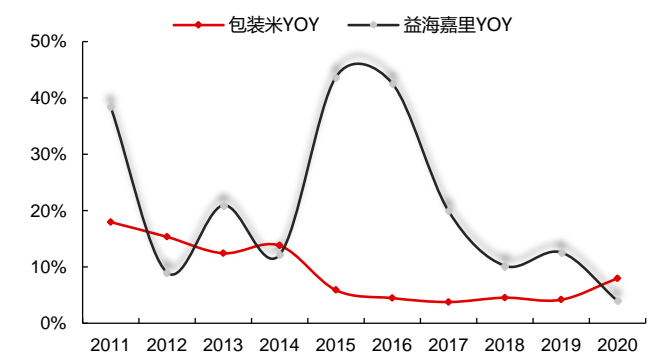
目前国内包装米的渗透率还比较低，我们看好包装米行业的长期发展前景。基于公司的规模效应、成本优势、渠道优势及研发优势，益海嘉里市场份额或有望长期领先；同时伴随着国内包装米普及率的进一步提升，看好公司包装米业务长期成长性。

图 45：中国包装大米零售规模预测



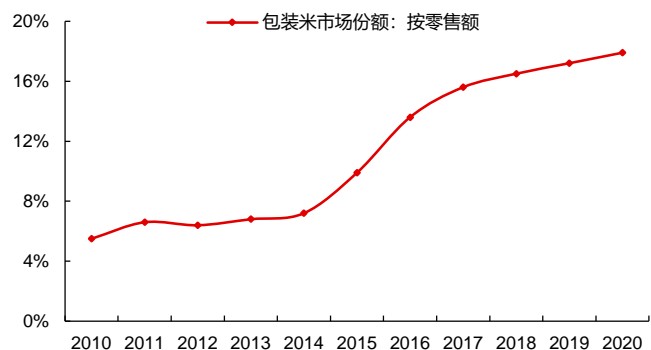
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 46：近年来益海嘉里大米零售额增速略高于行业平均



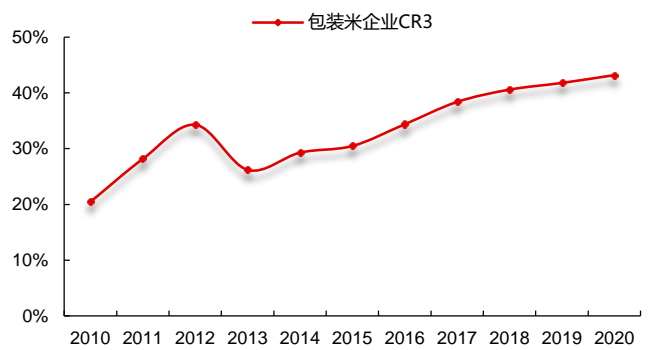
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 47：2010~2020 年金龙鱼包装米市占率持续提升



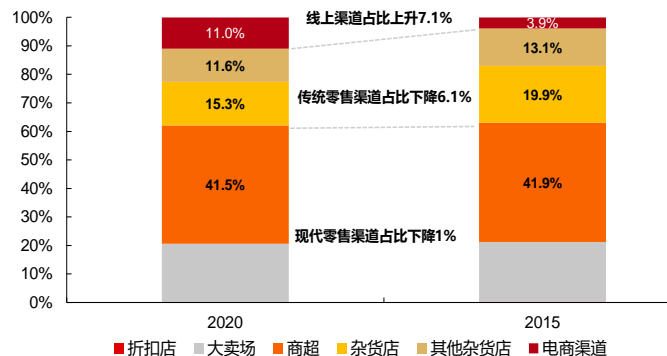
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 48：中国包装米行业集中度趋势提升



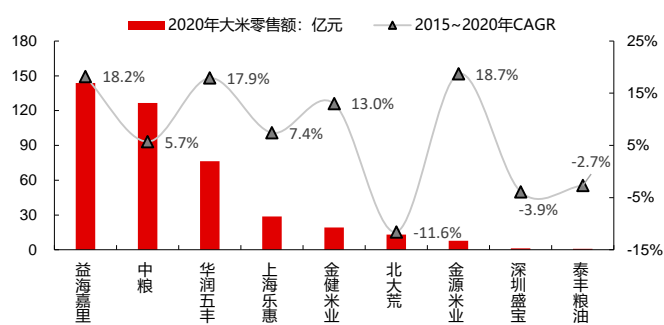
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 49：2015~2020 年包装米销售渠道变化趋势



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 50：国内头部大米生产企业零售额及年均复合增速情况比较



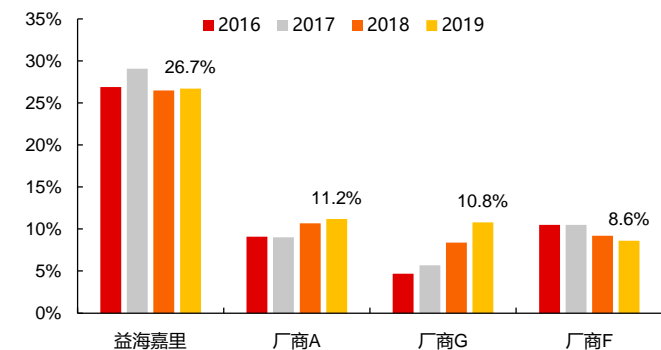
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

➤ 包装面

目前包装面粉行业集中度较低，公司在现代渠道市占率排名已达到第一。预计未来包装面粉整体的增长主要来自于包装面粉渗透率与市占率的双重提升。另一方面，在细分市场上，还可以开发特种面粉；积极开发适合不同群体需要、不同营养功能、不同区域特色的优质米、面制品，诸如优质米粉(米线)、米粥、米饭、馒头、挂面、鲜湿及冷冻面食等大众主食品种和具有区域特色的主食品种。

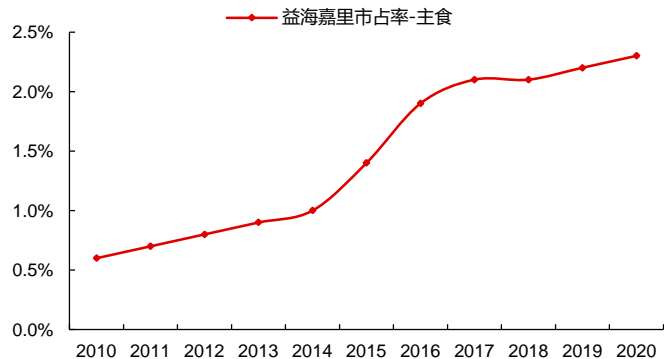
整体看，公司目前在米、面产品方面的整体市场占有率仍然有很大的成长空间。目前米、面行业集中度不高，从行业发展历史来看，米、面行业未来也会逐步向头部企业集中，公司正在持续投资米、面产能，预计米、面业务亦有望迎来较快增长。

图 51：益海嘉里包装面粉在现代渠道市占率排名已达到第一



资料来源：金龙鱼招股说明书，长江证券研究所

图 52：公司目前在主食上的市占率仍然有很大的成长空间



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

餐饮渠道：积极探索餐饮新零售模式

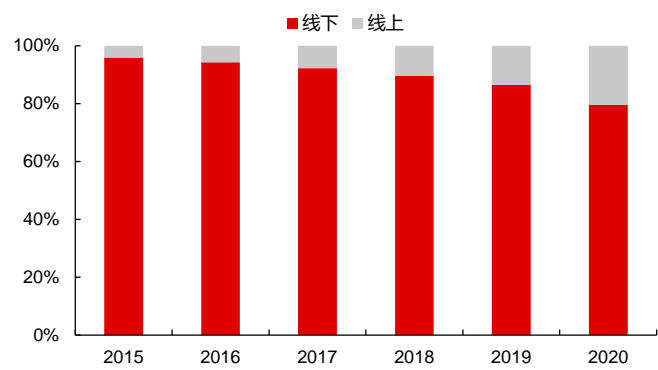
餐饮行业的发展离不开对原材料的品质要求，同时，消费者对于餐饮的消费需求已经从简单的“安全、卫生”提升到了“营养、健康、美味”，这在一定程度上提高了对于上游食品生产企业的要求，有利于具有规模优势、品质优势、新产品开发优势的食品企业的发展。此外，随着互联网技术的飞速发展，外卖逐渐成为消费者日常用餐的重要组成部分。

分，为餐饮业的快速发展注入了新的活力。同时由于 2020 年新冠疫情影响，餐饮行业堂食占比从 2015 年的 86.3% 降至 75.9%，同期线上消费占比从 4.1% 提升至 20.5%。

公司借助优质粮油产品及经销商网络，与餐饮连锁及团膳公司积极探索餐饮新零售模式，寻找粮油业务新的增长点。益海嘉里在河北、重庆、陕西、浙江等地推进中央厨房项目，推动农产品加工与销区的对接，满足城市的多样化、便捷化需求。在未来几年内，益海嘉里还将在全国各地选址，投资设立子公司、建设中央厨房，并开展中央厨房业务上中下游的投资，建立完整的中央厨房配套体系，进行食品制造和餐饮服务，打造从源头到餐桌全产业链，全方位地引领中国餐饮发展新模式。

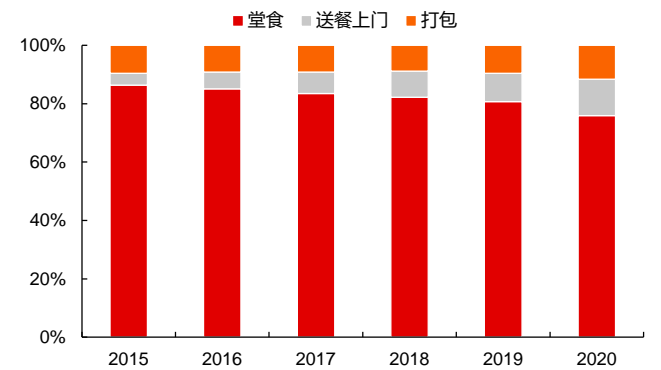
中央厨房的基本模式是，公司计划依托现有生产基地，建立综合性的食品安全生产园区，在园区实现产品仓储、实验研发、物流运输、销售渠道等资源共享。公司现有工厂的米、面、油等原料可以及时配送至中央厨房，减少运输环节，节省包装成本；同时可以引进产业链上下游的相关企业，打造中央厨房生态体系，中央厨房产品将涵盖营养餐、便当、餐饮等餐食类产品。

图 53：2015-2020 年中国餐饮服务业线上消费占比持续提升



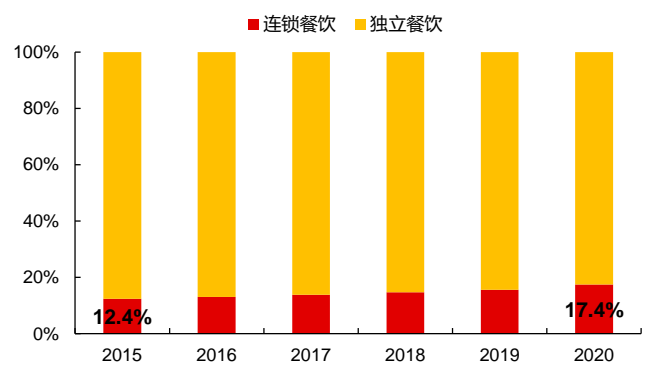
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 54：2015-2020 年中国餐饮服务业堂食占比持续下降



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 55：2015-2020 年国内餐饮业连锁餐饮占比持续提升



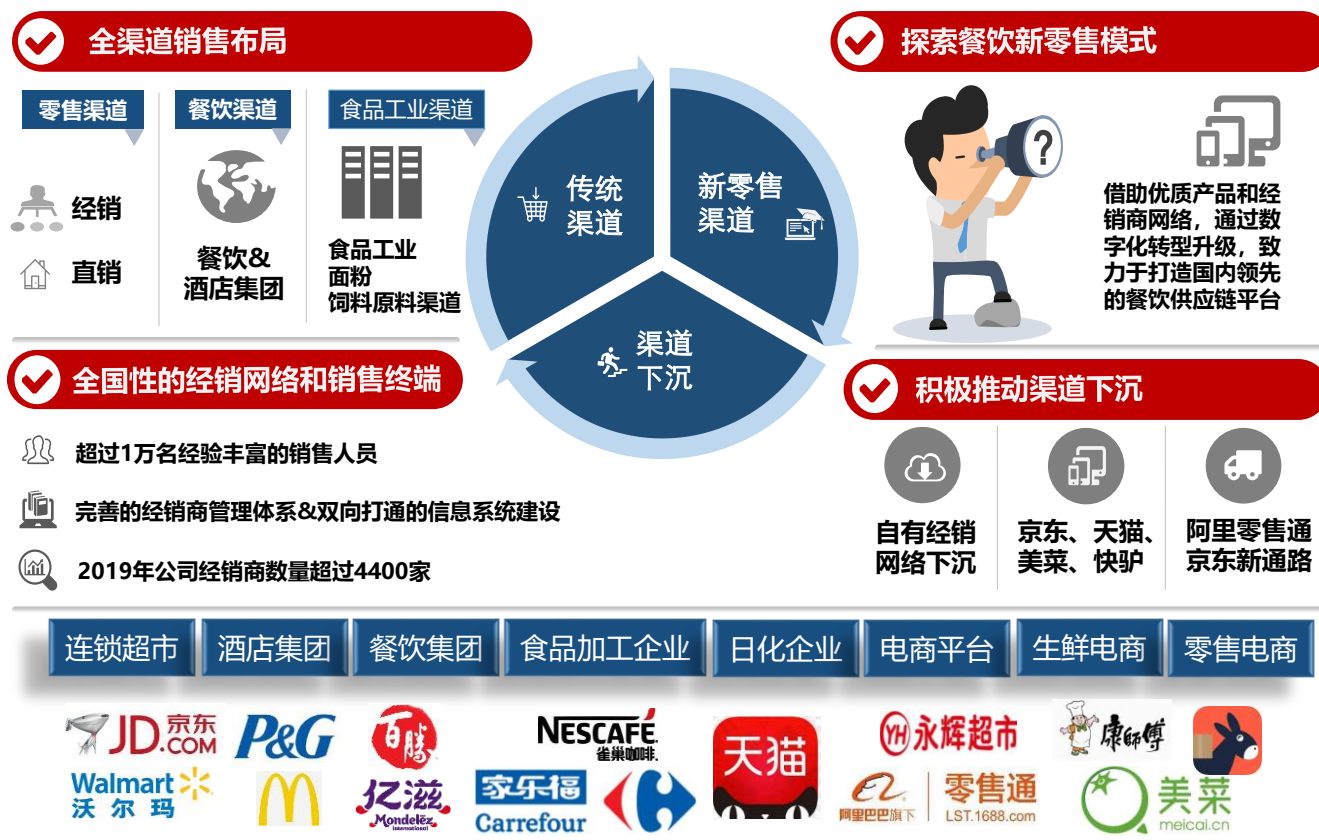
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 56：益海嘉里中央厨房项目



资料来源：益海嘉里官网，长江证券研究所

图 57：多元化的渠道网络布局，长期稳定的客户关系



资料来源：公司公告，长江证券研究所（以上数据截止日期 2019.12.31）

投资建议

看好公司粮油业务长期发展前景。未来公司有望通过不断优化产品结构，积极拓展更高端、更优质的产品，进一步拓宽销售渠道，持续优化生产、物流等成本来提升整体盈利水平。预计公司 2021~2023 年分别有望实现净利润 80.26/90.37/98.29 亿元，EPS 分别为 1.48/1.67/1.81 元，给予“买入”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	194922	213249	222828	236613
营业成本	170888	189454	196753	208775
毛利	24034	23795	26075	27838
%营业收入	12%	11%	12%	12%
营业税金及附加	456	499	521	553
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	8472	9520	9860	10501
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	2853	3168	3286	3502
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	183	207	222	229
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	-829	195	-94	-513
%营业收入	0%	0%	0%	0%
加：资产减值损失	-740	9	14	19
信用减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-1259	673	200	35
投资收益	-2290	107	45	24
营业利润	8919	11313	12787	13956
%营业收入	5%	5%	6%	6%
营业外收支	27	8	14	11
利润总额	8946	11321	12801	13967
%营业收入	5%	5%	6%	6%
所得税费用	2381	2596	3031	3341
净利润	6565	8724	9770	10626
归属于母公司所有者的净利润	6001	8026	9037	9829
少数股东损益	564	698	733	797
EPS（元）	1.11	1.48	1.67	1.81

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	1199	5547	2740	4414
取得投资收益收回现金	3068	107	45	24
长期股权投资	-359	0	0	0
资本性支出	-2756	9382	14073	19546
其他	-12971	-754	-1261	-788
投资活动现金流净额	-13018	8735	12856	18781
债券融资	0	0	0	0
股权融资	13799	542	0	0
银行贷款增加（减少）	73746	-14346	-22022	-18394
筹资成本	-2256	-1990	-1363	-665
其他	-72731	20815	0	0
筹资活动现金流净额	12559	5022	-23385	-19059
现金净流量（不含汇率变动影响）	664	19303	-7789	4136

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	55334	74637	66848	70984
交易性金融资产	2493	2493	2493	2493
应收账款	7133	7573	8021	8503
存货	40182	45158	45819	46903
预付账款	5091	3410	4274	4557
其他流动资产	9672	8848	9145	9520
流动资产合计	119906	142119	136601	142960
长期股权投资	2706	2706	2706	2706
投资性房地产	212	212	212	212
固定资产合计	27178	23146	17088	8664
无形资产	12620	10520	7369	2993
商誉	5988	5988	5988	5988
递延所得税资产	533	533	533	533
其他非流动资产	10035	11448	12812	13572
资产总计	179177	196673	183309	177628
短期贷款	62383	48038	26015	7621
应付款项	5748	6804	6908	7334
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	1264	379	590	1044
应交税费	1389	1066	1003	946
其他流动负债	14910	16717	15303	16504
流动负债合计	85695	73003	49819	33450
长期借款	4737	4737	4737	4737
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	327	327	327	327
其他非流动负债	925	925	925	925
负债合计	91684	78993	55808	39439
归属于母公司所有者权益	83534	113022	122111	132001
少数股东权益	3960	4658	5391	6187
股东权益	87493	117680	127501	138189
负债及股东权益	179177	196673	183309	177628

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.11	1.48	1.67	1.81
每股经营现金流	0.22	1.02	0.51	0.81
市盈率	70.00	52.34	46.48	42.74
市净率	5.03	3.72	3.44	3.18
EV/EBIDTA	29.37	61.15	57.69	63.19
总资产收益率	3.3%	4.1%	4.9%	5.5%
净资产收益率	7.2%	7.1%	7.4%	7.4%
净利率	3.1%	3.8%	4.1%	4.2%
资产负债率	51.2%	40.2%	30.4%	22.2%
总资产周转率	1.09	1.08	1.22	1.33

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

