

# 金龙鱼 (300999.SZ)

## 30年铸就粮油帝国，扩品类发挥平台优势

**公司简介：厨房食品行业龙头，多元化发展。**公司是小包装粮油龙头，旗下品牌包括金龙鱼、胡姬花、欧丽薇兰等，依托全产业链涉足饲料原料及油脂科技产业。公司自1990年进入中国，创建金龙鱼牌小包装食用油并不断发展壮大；同时1991年丰益国际成立，上游整合扩张大豆压榨产能。2007年丰益完成对嘉里粮油收购，强强联合后打通上下游产能、品牌及渠道网络资源，并开始布局大米、面粉加工，形成多元化粮油帝国。公司第一大股东为丰益国际，拥有稳定且经验丰富的管理团队，员工持股计划参与战略配售。公司2019年收入规模1707亿元，其中食用油占比近50%；毛利构成中厨房食品占70%以上，归母净利润54.1亿元。

**粮油行业：空间广阔，受益消费升级。**粮油米面为民生产品，农产品属性强，与调味品行业相比毛利率较低且盈利波动性较大。我国食用植物油行业零售市场规模约4300亿元，人均消费量达到天花板，消费升级趋势下，小包装占比持续提升、逐步向高附加值油种升级。食用植物油行业竞争格局良好，公司长期保持近40%市占率，益海嘉里龙头地位稳固；中粮位列第二，其他品牌差异化定位。米面市场空间广阔，进入存量竞争阶段，消费升级、深加工是发展趋势。包装米面现代渠道集中度逐步提升，公司市占率领先，但整体包装化率仍低，竞争格局较为分散。

**竞争优势：依托产业链、渠道网络优势，多元化发展。**1) **食用油是公司基本盘：**公司在低端市场采取低价策略，中端产品依靠营销优势，高端产品具备研发优势，稳居小包装食用油龙头。2) **粮油行业资源及成本优势构成竞争壁垒：**公司在原材料采购方面具备套保优势，产能全国布局提高物流配送效率，综合企业群模式提升规模经济，同时利用研发优势创建循环经济以提升附加值及盈利能力。3) **打造综合型平台，多元化发展：**公司具备四大渠道平台、十大生意平台，综合性平台优势突出，不断扩品类。

**未来看点：油米面结构升级，拓品类发挥平台优势。**1) **食用油升级，米面空间大：**厨房食品中食用油贡献主要利润，结构升级推动盈利能力改善；米面市场发展空间广阔、集中度低，有望继续扩展份额。2) **渠道下沉拓展，发力餐饮B端：**公司渠道下沉空间仍大，加强城市周边渠道开发；积极布局餐饮赛道，美菜网为第一大客户。3) **综合平台丰富产品组合：**借助渠道网络、品牌及产业链优势，公司进入调味品、中央厨房、冷冻面团等领域。

**盈利预测：**食用油稳健增长，米面制品产能投放扩大规模；成本端2020下半年趋于上行，我们预计公司通过提价、套保可以部分平滑上游价格波动；费用率保持平稳。我们预计公司2020/21/22年营收分别为1883.2/2084.6/2303.6亿元，归母净利润69.8/82.3/93.1亿元，分别同比+29.0%/17.9%/13.1%，对应PE分别为84.2/71.4/63.1倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济波动及下游需求变化；原材料价格波动；行业竞争激烈。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167,074	170,743	188,322	208,460	230,359
增长率 yoy (%)	10.8	2.2	10.3	10.7	10.5
归母净利润(百万元)	5,128	5,408	6,977	8,228	9,307
增长率 yoy (%)	2.5	5.5	29.0	17.9	13.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.95	1.00	1.29	1.52	1.72
净资产收益率(%)	8.8	8.1	8.0	8.6	8.9
P/E(倍)	114.5	108.6	84.2	71.4	63.1
P/B(倍)	9.9	9.1	6.9	6.3	5.7

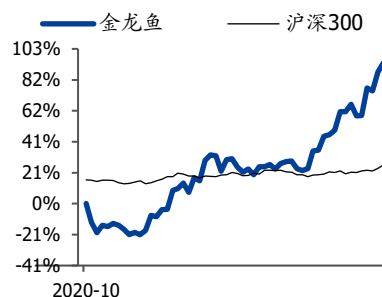
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持(首次)

#### 股票信息

行业	农产品加工
最新收盘价	108.32
总市值(百万元)	587,266.80
总股本(百万股)	5,421.59
其中自由流通股(%)	6.58
30日日均成交量(百万股)	36.64

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	123394	116019	128318	133364	139520	<b>营业收入</b>	167074	170743	188322	208460	230359
现金	66054	64612	74254	77678	79573	营业成本	150021	151276	166958	185127	203614
应收票据及应收账款	5145	6188	5961	6301	5823	营业税金及附加	430	410	429	537	566
其他应收款	2291	1415	1724	1056	1654	营业费用	7203	8025	8851	10006	11288
预付账款	3835	2536	4312	3408	3680	管理费用	2340	2574	2825	3127	3686
存货	37088	34551	32232	35086	38955	研发费用	150	184	207	250	299
其他流动资产	8981	6717	9834	9834	9834	财务费用	541	554	453	356	549
<b>非流动资产</b>	46026	54666	57798	61005	63860	资产减值损失	-1083	-2102	-565	-625	-691
长期投资	2467	2347	2671	2857	2954	其他收益	251	234	280	250	250
固定资产	19897	24439	26178	27928	29511	公允价值变动收益	254	262	-1200	200	200
无形资产	11692	12603	13125	13772	14346	投资净收益	948	1013	600	300	300
其他非流动资产	11970	15278	15824	16448	17049	资产处置收益	-20	-26	-23	-25	-24
<b>资产总计</b>	169421	170685	186116	194369	203379	<b>营业利润</b>	6731	7069	8821	10408	11775
<b>流动负债</b>	103624	98661	93322	93479	93319	营业外收入	50	51	53	51	52
短期借款	81681	73442	70000	70000	70000	营业外支出	79	162	103	115	126
应付票据及应付账款	10135	9993	10877	10903	10530	<b>利润总额</b>	6702	6958	8771	10345	11701
其他流动负债	11808	15226	12445	12576	12788	所得税	1185	1394	1579	1862	2106
<b>非流动负债</b>	3059	3549	3194	2806	2383	<b>净利润</b>	5517	5564	7192	8483	9594
长期借款	2730	2393	2038	1651	1228	少数股东损益	389	156	216	254	288
其他非流动负债	329	1155	1155	1155	1155	<b>归属母公司净利润</b>	5128	5408	6977	8228	9307
<b>负债合计</b>	106683	102210	96515	96285	95702	EBITDA	11888	11954	13443	15055	16684
少数股东权益	3522	3676	3891	4146	4434	EPS (元/股)	0.95	1.00	1.29	1.52	1.72
股本	4870	4879	5422	5422	5422	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	23683	24686	38077	38077	38077	<b>会计年度</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	30207	34616	41808	50291	59885	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	59216	64799	85709	93937	103244	营业收入 (%)	10.8	2.2	10.3	10.7	10.5
<b>负债和股东权益</b>	169421	170685	186116	194369	203379	营业利润 (%)	13.7	5.0	24.8	18.0	13.1
						归属母公司净利润 (%)	2.5	5.5	29.0	17.9	13.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率 (%)	10.2	11.4	11.3	11.2	11.6
						净利率 (%)	3.1	3.2	3.7	3.9	4.0
						ROE (%)	8.8	8.1	8.0	8.6	8.9
						ROIC (%)	5.6	5.3	5.7	6.1	6.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	63.0	59.9	51.9	49.5	47.1
						净负债比率 (%)	32.6	21.9	-0.9	-4.7	-6.4
						流动比率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.5
						速动比率	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
						应收账款周转率	30.4	30.1	31.0	34.0	38.0
						应付账款周转率	16.8	15.0	16.0	17.0	19.0
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.95	1.00	1.29	1.52	1.72
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	2.50	2.13	1.76	1.53
						每股净资产 (最新摊薄)	10.92	11.95	15.81	17.33	19.04
						<b>估值比率</b>					
						P/E	114.5	108.6	84.2	71.4	63.1
						P/B	9.9	9.1	6.9	6.3	5.7
						EV/EBITDA	51.4	50.6	43.6	38.7	34.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

一、公司简介：粮油行业龙头，多元化发展	6
1.1 发展历程：30 年深耕，“金龙鱼”闪耀神州	6
1.2 主营业务：厨房食品为主，饲料原料及油脂科技为辅	7
1.3 股权结构：丰益国际控股，员工持股计划参与战略配售	8
二、粮油行业分析：空间广阔，受益消费升级	10
2.1 粮油产业链解析：资源决定性，自上而下发展	10
2.1.1 上游：大豆进口依存度高，价格受供需影响波动较大	10
2.1.2 中游：大豆压榨产能过剩，益海占据先机	12
2.1.3 下游：粮油价格变化受成本驱动明显	13
2.2 食用植物油迈入成熟阶段，包装化、结构升级是趋势	14
2.3 食用油竞争格局良好：益海嘉里龙头地位稳固，中粮位列第二	16
2.4 米面市场：空间广阔，竞争格局分散	17
三、竞争优势：依托产业链、渠道网络优势，多元化发展	19
3.1 基本盘：稳居小包装食用油龙头，打造多品牌矩阵	19
3.2 供应链布局：“最低的成本生产最优质的产品”	22
3.3 打造综合型平台，多元化发展	24
四、未来看点：油米面结构升级，拓品类发挥平台优势	25
4.1 食用油升级，米面空间大	25
4.2 渠道下沉拓展，发力餐饮 B 端	27
4.3 综合平台：丰富产品组合	28
4.4 募投项目分析：加大产能建设	29
五、盈利预测及估值	31
5.1 财务分析及关键假设	31
5.2 估值分析	34
5.2.1 绝对估值	34
5.2.2 相对估值	34
六、风险提示	35

## 图表目录

图表 1：益海嘉里发展历程	7
图表 2：公司董事及高管团队	9
图表 3：粮油产业链上下游	10
图表 4：大豆产量及进口量(万吨)	11
图表 5：大豆压榨用途居多(万吨)	11
图表 6：CNF 进口大豆价格(元/吨)	12
图表 7：期货收盘价：CBOT 大豆(美分/蒲式耳)	12
图表 8：国内豆粕消费量及增速	12
图表 9：进口大豆压榨利润走势	12
图表 10：大豆压榨企业压榨量集中度(2018 年)	13
图表 11：金龙鱼厨房食品成本构成(2019 年)	14
图表 12：桶装食用油零售价走势(元/升)	14
图表 13：我国食用油植物油生产量及消费量(单位：万吨)	14

图表 14: 我国食用植物油零售市场规模(亿元).....	14
图表 15: 我国食用植物油人均消费量.....	15
图表 16: 我国食用植物油出厂价(元/吨).....	15
图表 17: 我国小包装食用油渗透率.....	15
图表 18: 不同油种销量份额(%).....	15
图表 19: 国内食用植物油介绍及价格.....	16
图表 20: 2016-19 年小包装食用植物油销售量份额.....	16
图表 21: 食用油行业集中度.....	16
图表 22: 主要食用油企业比较.....	17
图表 23: 我国大米产量及消费量.....	18
图表 24: 我国小麦产量.....	18
图表 25: 稻谷、小麦平均收购价(元/50 公斤).....	18
图表 26: 小包装米面零售价格走势(元/公斤).....	18
图表 27: 2016-19 年小包装米全国现代渠道销售量份额.....	19
图表 28: 2016-19 年小包装面全国现代渠道销售量份额.....	19
图表 29: 公司经销商数量.....	20
图表 30: 厨房食品按客户类别经销收入占比.....	20
图表 31: 金龙鱼“1:1:1”调和油广告图片.....	21
图表 32: 金龙鱼成为 2008 年北京奥运会独家供应商.....	21
图表 33: 公司研发费用投放.....	21
图表 34: 不断推出食用油新产品.....	22
图表 35: 不同品牌及档次的金龙鱼食用油.....	22
图表 36: 公司商品衍生金融工具损益(单位: 百万元).....	23
图表 37: 公司泰州综合企业群.....	23
图表 38: 公司全国产能布局.....	23
图表 39: 水稻吃干榨净的循环经济模式.....	24
图表 40: 金龙鱼平台优势.....	25
图表 41: 分部报告收入构成(亿元).....	25
图表 42: 分部报告利润总额构成(亿元).....	25
图表 43: 公司食用油收入及增速(亿元).....	26
图表 44: 食用油销售均价区间(元/吨).....	26
图表 45: 公司食用油毛利率区间.....	26
图表 46: 食用厨房食品分渠道毛利率变化.....	26
图表 47: 其他厨房食品收入体量及增速(亿元).....	27
图表 48: 公司水稻、小麦加工量增长较快(万吨).....	27
图表 49: 与快消品同行业公司相比公司经销商数量(个).....	28
图表 50: 与快消品同行业公司相比公司终端数量(万个).....	28
图表 51: 金龙鱼与美菜网合作.....	28
图表 52: 丸庄和海天酱油比较.....	29
图表 53: 公司募投项目分析(单位: 百万元).....	30
图表 54: 公司收入拆分(单位: 亿元).....	31
图表 55: 一级豆油现货平均价(元/吨).....	32
图表 56: 加回套保的毛利变化(亿元).....	32
图表 57: 不同渠道出厂价(元/吨).....	32
图表 58: 厨房食品分渠道毛利率.....	32
图表 59: 公司 2020 年毛利率及净利润变化敏感程度测算.....	32
图表 60: 公司销售费用率构成.....	33

图表 61: 公司管理费用率构成 .....	33
图表 62: 人均创收比较(2019 年, 单位: 万元).....	33
图表 63: 物流运输费用率比较 .....	33
图表 64: 公司主要财务指标.....	33
图表 65: WACC 假设以及 DCF 计算过程.....	34
图表 66: 敏感性分析(单位: 元).....	34
图表 67: 可比公司估值(截至 2020/12/31).....	35



## 一、公司简介：粮油行业龙头，多元化发展

### 1.1 发展历程：30 年深耕，“金龙鱼”闪耀神州

**小包装粮油龙头，依托全产业链多元化发展。**益海嘉里是国内领先的农产品和食品加工企业，主营业务以厨房食品为主，旗下品牌包括金龙鱼、胡姬花、欧丽薇兰等。公司依托食品加工产业链，同时涉足饲料原料及油脂科技产业，向食品工业客户提供原辅料。公司在中国食用油市场上长期稳居龙头，2019 年其市占率达到 39.6%。截至 2019 年，公司在中国 24 个省、自治区、直辖市拥有 65 个生产基地。回顾公司发展历程，大致可分为两条线路、三个阶段：

#### ➤ 第一阶段：兵分两路，郭孔丰创办丰益，金龙鱼完成全国产能布局

**进入中国市场，小包装油上市：**爱国华侨郭鹤年领导的郭氏家族在国内布局地产、酒店、粮油等诸多领域，包括嘉里中心、北京国贸中心、香格里拉酒店等赫赫有名的项目。1990 年嘉里粮油集团在中国投资的第一家油脂生产厂——南海油脂工业(赤湾)有限公司在深圳正式投产。1991 年公司在先行开启粮油体制改革的深圳推出了第一瓶金龙鱼小包装食用油。作为我国小包装食用油开拓者，公司在推动消费者从散油到包装油的消费习惯的改变上功不可没，为其此后成为包装食用油龙头奠定了坚实的基础。

**线路一：郭孔丰创办丰益，国内投资建厂。**郭孔丰离开郭氏粮油，与印尼油棕大王吴笙福联合在新加坡创建丰益贸易公司（Wilmar）开拓棕榈油市场。1993-95 年，丰益与跨国粮油巨头阿丹米（ADM）、中粮合作，加快开拓国内市场，建设了北海粮油、黄海粮油和东海粮油等三个压榨厂和精炼厂。

**线路二：李福官掌舵金龙鱼，完成全国产能布局。**1992 年金龙鱼通过企事业单位工会春节福利推广小包装油，逐步进入家庭厨房。90 年代初粮价放开，油脂工业进入市场经济轨道，嘉里粮油在广西、上海、山东、辽宁、四川、陕西设立 6 家食用油精炼和包装厂，完成全国范围生产布局；此外嘉里粮油在深圳建立特种油脂加工厂、面粉厂，多元化发展。

**1995 年国家政策转向，**限制外商投资“油脂加工”，鼓励外商投资“饲料蛋白资源开发”，外资申请建油脂精炼厂不易获批。中粮与嘉里粮油分手，转而与丰益国际合作建设上游大豆压榨厂。

#### ➤ 第二阶段：丰益上游建厂扩张，金龙鱼壮大

**线路一：丰益整合上游。**2000 年丰益与阿丹米合作组建益海集团，由丰益控股并负责运作在华粮油业务。2004-05 年，国际市场大豆价格经历了先涨后跌的风波，国内 80% 的油企大幅亏损，益海抓住机会快速扩张，在沿海和内陆共新建或合作了 8 个压榨厂，行业集中度提高。此外益海于 2006 年新建阿克苏工厂和江苏泰州厂，益海在国内的工厂布局基本完成。

**线路二：金龙鱼逐步发展壮大。**2002 年金龙鱼第二代调和油隆重上市，倡导“1: 1: 1”膳食脂肪酸平衡的健康概念，投放大量广告，引领大众食用油消费理念从“安全”向“营养健康”跃升。2003 年嘉里粮油小包装食用油销量突破一百万吨；2004 年金龙鱼推出 AE 醇香菜籽油；2006 年金龙鱼成为中国女排主赞助商。

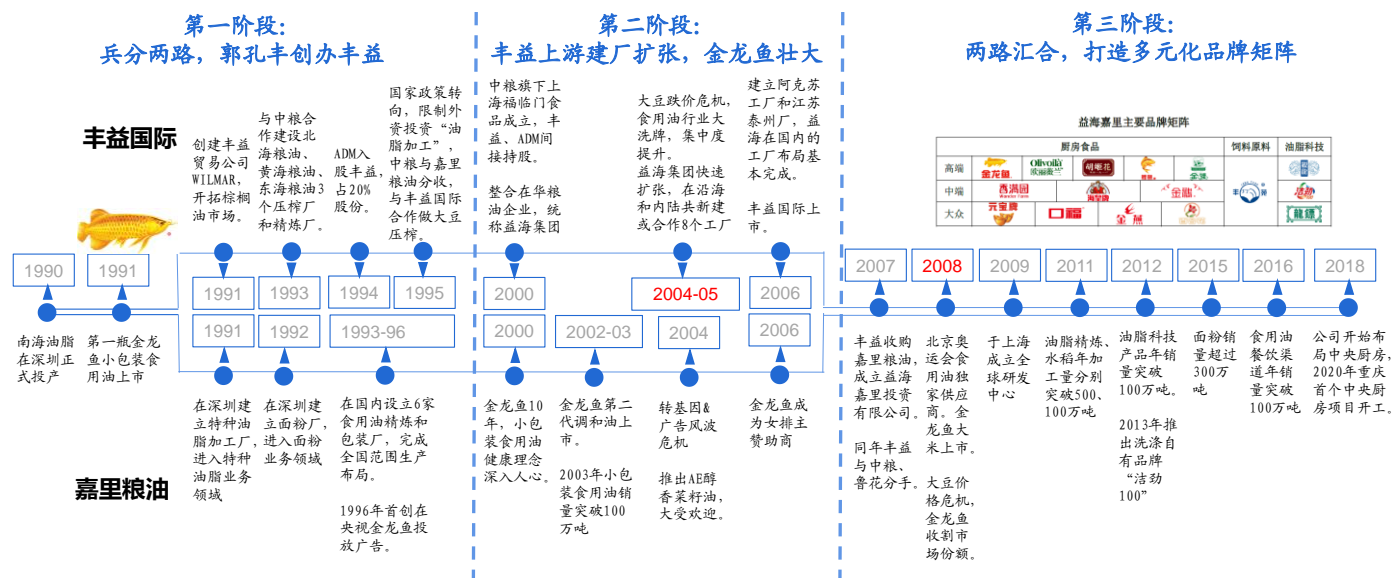
#### ➤ 第三阶段：两路汇合，打造多元化品牌矩阵

**两路合并：**2007 年丰益国际完成对嘉里粮油的收购，与益海集团合并正式成立益海嘉里投资有限公司。整合后的益海嘉里，不仅拥有丰益上游全国工厂布局，还拥有嘉里粮油打造的金龙鱼等多个高知名度品牌、丰富的产品种类和全国渠道网络。

2008 年金龙鱼成为北京奥运会食用油独家供应商，同年金龙鱼大米上市。2008 年大豆价格再次出现大幅波动，金龙鱼趁机收割市场份额。2009 年，公司于上海成立全球研发中心，在产品深加工领域增强实力。此后公司依托全产业链优势，在多个领域成为领头

者。2011年公司油脂精炼、水稻年加工量分别突破500万吨、100万吨；2012年油脂科技产品年销量突破100万吨；2015年面粉销量超过300万吨；2016年食用油餐饮渠道年销量突破100万吨。2017年公司进行资产重组，丰益国际将其控制的中国境内主营业务相关经营实体陆续注入公司。目前公司已经形成了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵。2018年后公司开始规划布局中央厨房，2020年7月重庆首个中央厨房项目开工。

图表1：益海嘉里发展历程



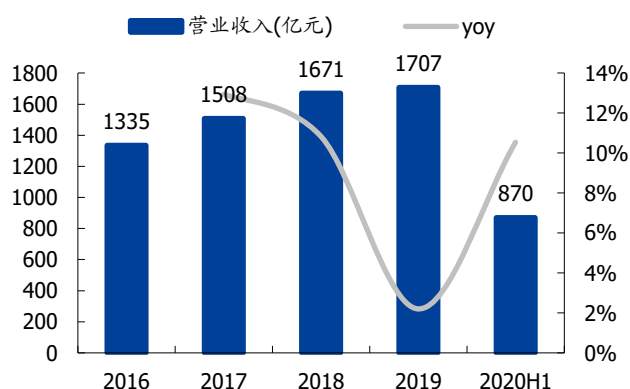
资料来源：《金龙鱼背后的粮油帝国》，公司官网，国盛证券研究所

## 1.2 主营业务：厨房食品为主，饲料原料及油脂科技为辅

食用油占整体收入比重近50%，饲料原料及油脂科技占比近四成。公司2019年营收规模为1707亿元，2016-19年CAGR为8.5%。公司营收构成以厨房食品为主，2019年厨房食品营收1088亿元，占整体收入比重63.9%；其中食用油营收815.3亿元，占厨房食品收入的75%以及整体收入的48%左右；其他厨房食品为米面、调味品等，2019年营收规模273亿元。公司第二大收入来源为饲料原料及油脂科技，2019年营收610亿元，2016-19年CAGR为6.9%，占整体营收比重在36-40%之间。

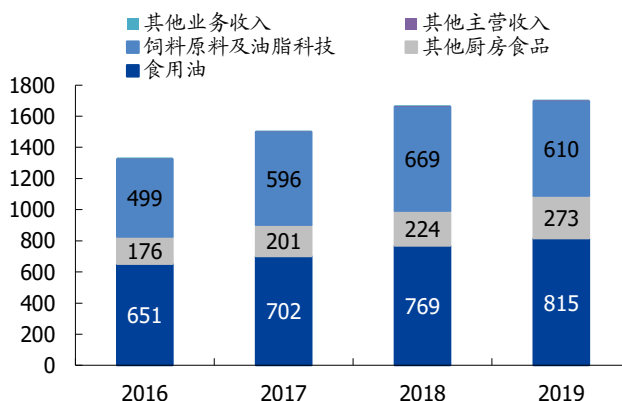
渠道端，以零售客户为主，餐饮客户占比逐步提升。2017-19年公司零售客户占比42.2-46.5%，餐饮客户占比约为38.0-43.8%，食品工业客户占比14.1-15.5%。2016-19年公司厨房食品收入保持10%左右增幅，一方面源于公司加大餐饮端产品研发和渠道投入，提升餐饮产品市场份额；另一方面公司依托品牌、渠道网络优势，推进厨房食品整合营销，2016-19年除食用油外的其他厨房食品收入增长CAGR为15.8%。公司饲料原料的销售受到下游饲料厂需求变化，2019年由于非洲猪瘟影响饲料需求减少，公司饲料原料销售收入下滑。油脂科技产品下游客户主要为日化用品厂，收入稳步增长。

图表 2: 公司营收规模(亿元)及其增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

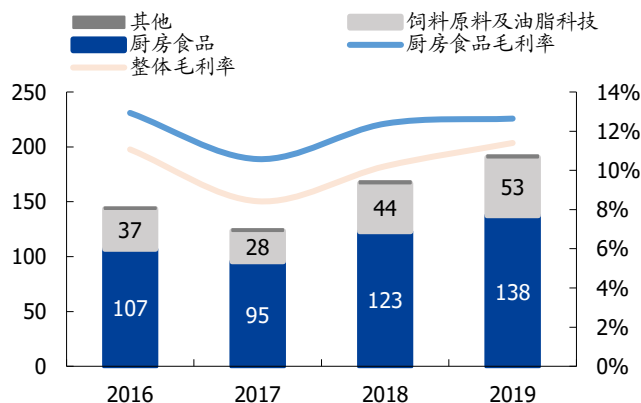
图表 3: 按产品划分收入构成(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

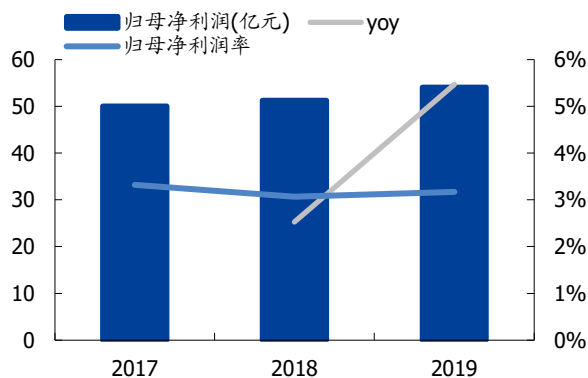
公司毛利率在 10% 左右, 与原材料成本变动相关性大, 净利润率 3% 左右。公司毛利构成中厨房食品占比 70% 以上, 饲料原料及油脂科技占比 25% 左右, 二者成本端直接材料占比约 88% (以大豆、水稻、小麦、其他油籽及其分别的加工品为主), 因而公司毛利率变化与上游原材料成本变动相关性大。2017 年受小麦、其他油籽及其加工品等采购单价上涨影响, 公司整体毛利率同比下降 2.7pct 至 8.4%。公司销售费用率、管理费用率基本保持平稳。2019 年公司归母净利润为 54.1 亿元, 净利润率为 3.1%, 2017 年公司重组完成后, 归母净利润增长 CAGR 为 4.0%。

图表 4: 按产品划分毛利构成及毛利率(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 公司净利润及增速



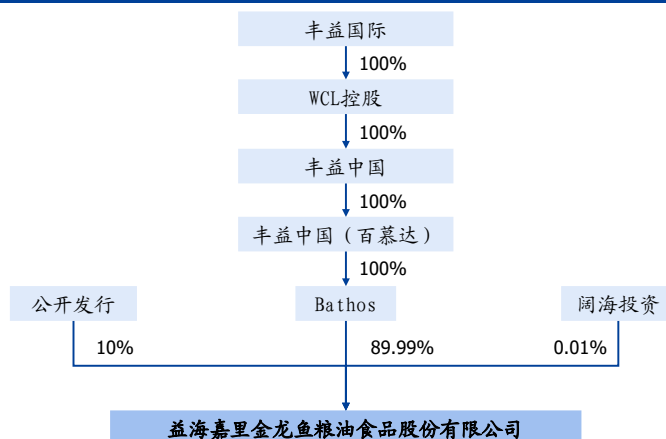
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3 股权结构: 丰益国际控股, 员工持股计划参与战略配售

公司间接第一大股东为丰益国际, 员工持股计划参与战略配售。公司控股股东 Bathos 持有公司 89.99% 的股份, 最终大股东为新加坡上市公司丰益国际。丰益国际的主要股东为郭孔丰、ADM、郭氏家族的 Kuok Brothers Sdn Berhad 和 Kerry Group Limited, 不存在实际控制人, 故而公司不存在实际控制人。此外, 公司 200 名高级管理人员与核心员工通过专项资产管理计划(益海嘉里 1 号员工计划)参与战略配售, 约占本次发行数量的 2.87%, 有利于保持公司管理层稳定性以及提升核心员工积极性。



图表 8: 益海嘉里股权架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司拥有稳定且经验丰富的管理团队。公司主要高管平均在公司工作了 16 年, 总裁穆总、副总裁牛总从益海集团创立加入公司, 从工厂经营一线做起, 行业经验丰富。

图表 2: 公司董事及高管团队

姓名	职位	主要经历	持有益海嘉里 1 号员工计划份额
郭孔丰	董事长/丰益国际集团董事长兼首席执行官	1949 年出生, 新加坡国籍。1989 年至 1991 年任郭氏粮油公司总经	--
潘锡源	董事/鹏瑞利首席运营官兼执行董事/丰益国际首席运营官兼执行董事	1964 年出生, 新加坡国籍。2009 年至 2012 年, 创办鹏瑞利置地集团并任该公	--
穆彦魁	董事/总裁	1960 年出生, 中国国籍。历任河北省粮食局副局长、河北省油脂公司副	1.75%
牛余新	董事/副总裁	1963 年出生, 中国国籍。历任山东济南油脂公司总助、副总, 康惠油脂	1.5%
陆玟好	董事/财务总监	1970 年出生, 马来西亚国籍。历任丰益国际财务经理、上海益海企业	1.31%
洪美玲	董事会秘书/财务副总监	1975 年出生, 新加坡国籍。2003 年入职历任丰益国际财务经理、益海	0.94%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 二、粮油行业分析：空间广阔，受益消费升级

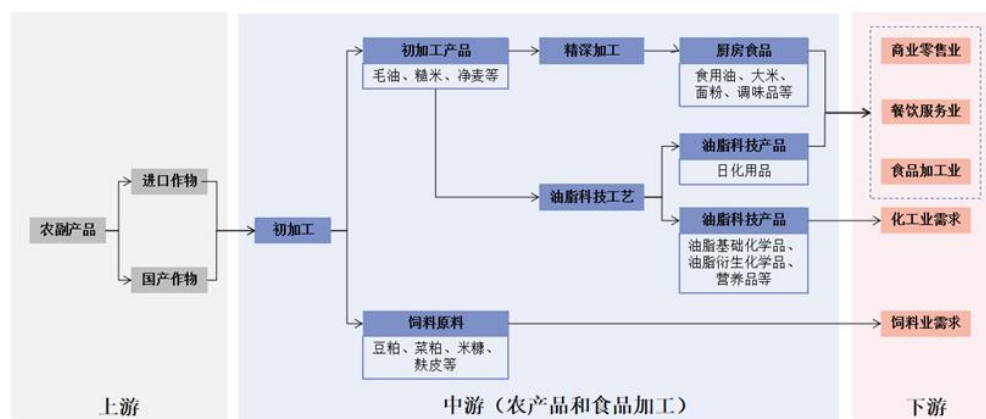
**粮油米面为民生产品，农产品属性强。**由于食品在我国 CPI 权重体系中占比较高，而粮油米面是民生商品，会受到国家重点监控。为稳定市场粮价、促进农民增收，我国 2006 年起对主要农产品采取托市收购政策，每年对稻米大豆等农产品发布最低收购价。由于上游大宗农产品价格波动较大且存在托市收购，下游粮油产品以市场价格销售且价格波动幅度较低，因而粮油加工行业利润变化存在周期性。

与调味品行业比较，粮油行业毛利率水平较低，主要原因包括：1) 粮油加工工艺简单，而调味品制作需要经过发酵工艺更为复杂；2) 粮油产品同质化程度较高，而调味品具有味蕾记忆；3) 国家对粮油类民生基础产品价格管控力度更大。

### 2.1 粮油产业链解析：资源决定性，自上而下发展

粮油行业上游为大宗商品，是资源决定性行业。公司主要从事产业链中游的农产品加工，如压榨和提炼，上游为大宗商品大豆等农产品，下游客户包括商业零售商、餐饮服务业、食品加工业等。产业链中游通常为重资产企业，对大豆进行压榨形成毛豆油、豆粕，毛豆油经过精加工成为包装食用油，豆粕则直接作为饲料原料出售给饲料企业。

图表 3：粮油产业链上下游

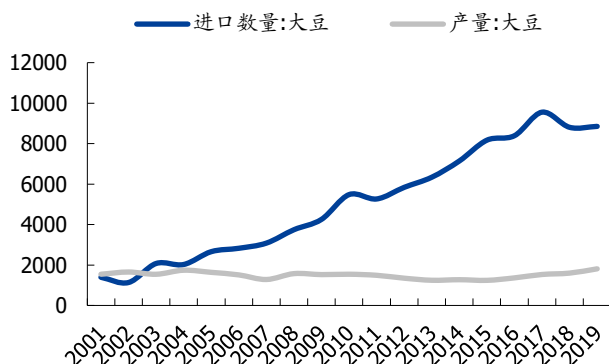


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

#### 2.1.1 上游：大豆进口依存度高，价格受供需影响波动较大

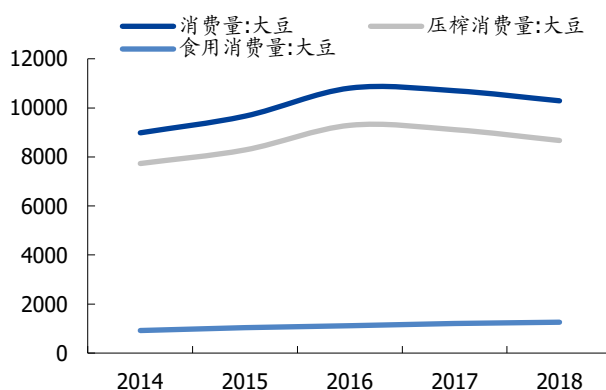
国内大豆消费依赖进口，压榨用途居多。2003 年后我国大豆进口量迅速增加，截至 2019 年我国大豆消费量 1.07 亿吨，国内大豆产量 1810 万吨，进口大豆 8851 万吨，进口大豆已经占到国内大豆消费量的 80% 以上。由于国内对转基因大豆应用的管控，进口大豆通常用于进行大豆压榨生产动物饲料、豆油；国内生产的非转基因大豆主要用于酿造及豆制品生产。2018 年我国国内大豆压榨消费量占比达到 84.3%，因而对于粮油加工行业而言，受到国际大豆价格影响较大。

图表 4: 大豆产量及进口量(万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 5: 大豆压榨用途居多(万吨)



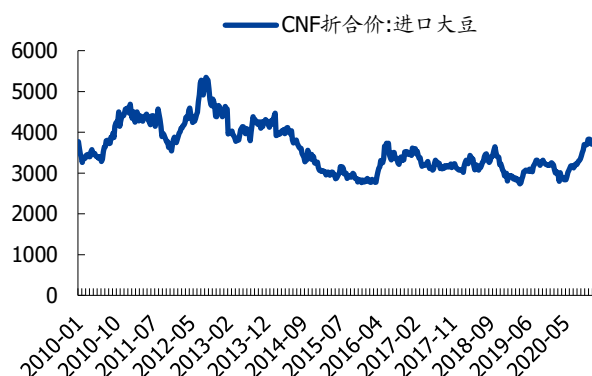
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**供给端:** 我国进口大豆来源以巴西、美国及阿根廷为主。全球大豆以南北半球分为两个收获期, 南美 (巴西、阿根廷)大豆的收获期是每年的 4-5 月, 北半球美国、中国的大豆收获期是 9-10 月份。我国大豆进口量占全球大豆贸易量的 60%左右, 巴西、美国和阿根 廷占到我国进口大豆总量的 95%左右, 2019 年巴西占比 65.1%、美国占比 19.2%、阿 根廷占比 9.9%。供给端来看, 极端天气、自然灾害等因素都会对全球大豆主产区产 量造成影响。

**需求端:**  $100\% \text{大豆} = 19\% \text{豆油} + 80\% \text{豆粕} + 1\% \text{损耗}$ 。大豆加工后产品主要有豆油、 豆粕, 豆油用于生产食用油, 而豆粕主要用途是生产饲料。需求端食用油较为稳定, 养 殖和饲料需求也将影响大豆价格。2018 年下半年受到非洲猪瘟影响饲料需求减少, 豆粕 价格自高位 3600 元/吨下滑至 2700 元/吨, 同期进口大豆价格也大幅下滑。2020 年 3 月份养殖业复产趋势向好, 但受疫情影响大豆进口受阻, 国内豆粕价格飞涨、油脂价格 低位徘徊。此外能源价格、关税、汇率变动以及政府价格调控等因素都会影响大豆市场 价格。

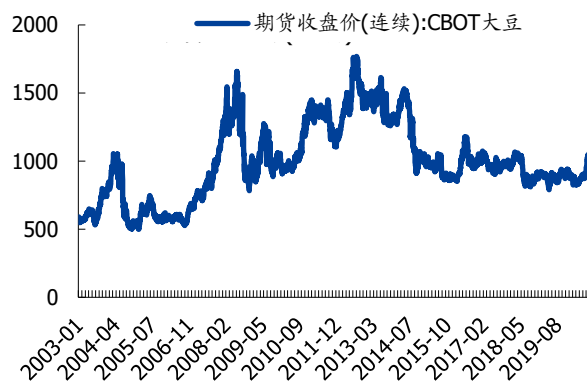
**进口大豆价格 2020 年下半年进入上行阶段, 推动国内粮油价格上涨。**国际大豆价格走 势受到主产区种植期气候、生长情况、收获进度以及农业贸易相关政策影响, 难以进行 预判。2003 年 8 月至 2004 年 4 月期间由于美国大豆在 8 月份的关键生长期遭遇了严重 的旱情, 大豆减产预期强烈, 带动国际大豆期货、现货价格上涨。2006-08 年全球大豆 面临大幅减产威胁, 经济环境差、气候不好造成大豆产量下滑, 国际大豆价格连续 2 年 大幅上涨。2010-12 年极端干旱的天气条件给市场带来了大豆减产的预期, 国际大豆价 格上涨; 2013 年以后全球大豆种植面积迅速扩张, 逐年丰产, 市场供大于需, 价格持续 下降。2020 年下半年受到疫情影响大豆交易成本上行, 国外疫情蔓延速度超过预期也导 致大豆价格进入上行周期。

图表6: CNF进口大豆价格(元/吨)



资料来源: 国家粮油信息中心, 国盛证券研究所

图表7: 期货收盘价: CBOT大豆(美分/蒲式耳)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 中游: 大豆压榨产能过剩, 益海占据先机

我国大豆压榨产能过剩, 处于存量竞争阶段。20世纪90年代我国禽畜养殖工业化对饲料原料豆粕的需求增加, 推动大豆进口量迅速增长, 2000-2003年我国沿海地区新建了100多个以进口大豆为原料, 日压榨能力在1000吨以上的大型油脂加工企业。1995年我国鼓励外商投资“饲料蛋白资源开发”, 中粮也转向与丰益合作建设大豆压榨厂。随着豆粕成为大豆压榨的主要驱动, 且养殖技术提升使得豆粕消费产生天花板, 压榨行业进入存量竞争阶段。2019年我国大豆消费量1.09亿吨, 2016-19年增长CAGR为1.8%。2017年, 我国大豆压榨产能超过1000吨/天的企业预计将达到152家, 日压榨大豆总能力达44.98万吨, 折合年压榨量1.48亿吨, 远高于我国大豆消费量。2016/2017年度我国大豆压榨量为9170万吨, 产能利用率在60%左右。

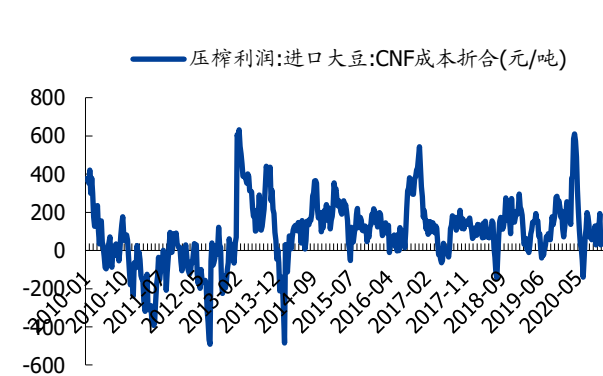
未来大豆压榨利润空间逐步降低, 将推动上游产能供给侧改革。大豆压榨利润受到上游大豆价格、下游豆粕饲料需求影响较大, 进口大豆由于成本低可以获得更好的压榨利润。2017年后压榨利润在100-200元/吨, 非洲猪瘟疫情影响下压榨利润一度降低至100元/吨内, 2019年大豆压榨行业产能利用率下滑至57%。随着未来豆粕需求接近天花板, 压榨利润空间逐步降低, 压榨行业存量竞争下将迎来供给侧改革。

图表8: 国内豆粕消费量及增速



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表9: 进口大豆压榨利润走势



资料来源: 国家粮油信息中心, 国盛证券研究所



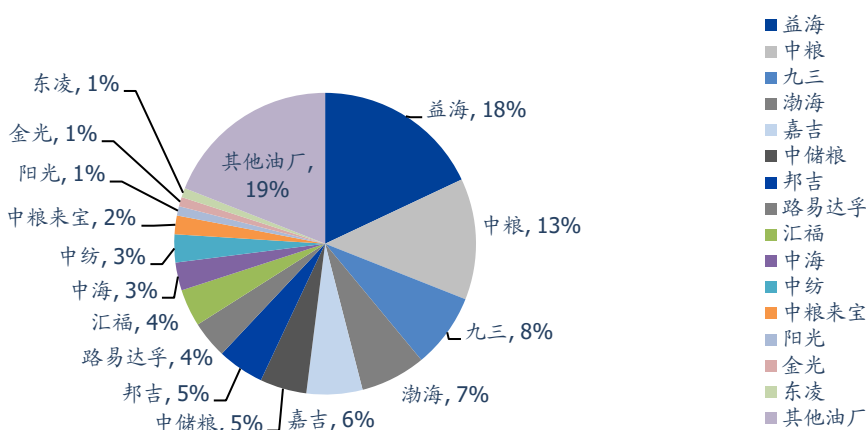
**益海占据先机，大豆压榨行业龙头地位稳固。**在国家政策支持背景下，2000-2003 年益海集团迅速兴建了 5 个大豆压榨厂，成为大豆压榨行业龙头。由于国内期货市场还不完善，2003-05 年受到大豆价格先涨后跌的影响，国内大豆压榨厂损失惨重。豆油价格持续低迷推动行业大洗牌，油脂行业规模企业数量自 2002 年 5169 个下降至 2005 年 1043 个，行业集中度迅速提高。益海抓住机遇，2004-05 年在国内新建或合作了 8 个工厂，并于 2006 年新建阿克苏工厂、泰州工厂，完成全国产能布局。

2007 年国家政策转向，不再鼓励外商投资“蛋白饲料开发、生产”，明确要求“大豆、油菜籽食用油脂加工”必须由中方控股。这一政策对已经完成全国工厂布局的益海影响不大，但嘉吉、邦吉和路易达孚等外资粮商扩张受到限制。外资在中国油料加工能力占比自 2008 年的 29% 下降至 2014 年的 23%。同时国家通过补贴支持国产油料发展，扶持中储粮、中纺、中粮三大央企粮油巨头，2009 年中粮大豆压榨产能超过 1000 万吨。

**大豆压榨是资金密集型产业，龙头企业具有产业链及套保优势。**规模较大的压榨企业通过庞大的客户群体建立消费数据网络，可以获得对中下游库存和中短期消费变动的高频且准确的预估，同时在利用金融资源进行套保方面具备优势。此外综合实力较强的大型压榨集团通过产业链一体化及多元化发展战略，增厚利润并增强竞争优势。2017 年行业整体产能利用率下降过程中，外企开工率仍在上升，民企开工率不断下降。

我国大豆压榨行业集中度较高，头部企业进一步扩大份额。截至 2018 年我国大豆压榨量 CR 3 达到 39%，CR 10 为 73%。益海嘉里以 1594 万吨压榨量占据 18% 市场份额，其次为中粮集团占据 13% 份额，总体来看国企占据优势位置。

图表 10: 大豆压榨企业压榨量集中度(2018 年)



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

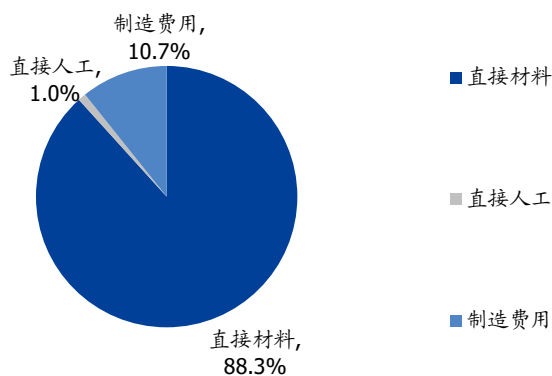
### 2.1.3 下游：粮油价格变化受成本驱动明显

粮油成本中直接材料占比高达 88.3%，复盘国内粮油价格走势，大豆成本变化影响下游粮油产品价格调整：

- ✓ 2006-08 年涨价：受到国际大豆价格上涨，国内桶装食用油价格均出现较大幅度上涨，金龙鱼、大满贯、福临门等各大品牌食用油都纷纷上涨，大豆油价格由 8 元/升上涨到 13 元/升。
- ✓ 2010-12 年涨价：虽然国际大豆期货价格上涨，国内采取多种措施保障粮油价格稳定，食用桶装大豆油零售价格自 10.5 元/升上涨至 12.5 元/升，此后进入平稳阶段。
- ✓ 2014 年下调产品价格：由于 2014 年年中主要食用油原料价格回落，平均降幅为 9%，金龙鱼品牌分别于 2014 年 4 月、10 月两次下调产品价格，累计下调幅度约 23%。
- ✓ 2020 年预期涨价：受到原材料价格上涨影响，鲁花、金龙鱼先后宣布旗下食用油部分产品价格有一定程度提升，相关产品有提价计划。

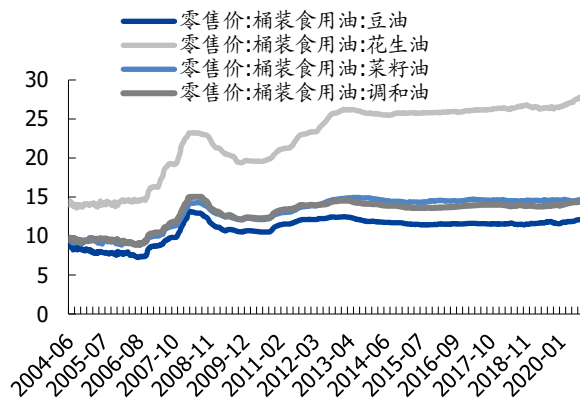


图表 11: 金龙鱼厨房食品成本构成(2019 年)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 桶装食用油零售价走势(元/升)

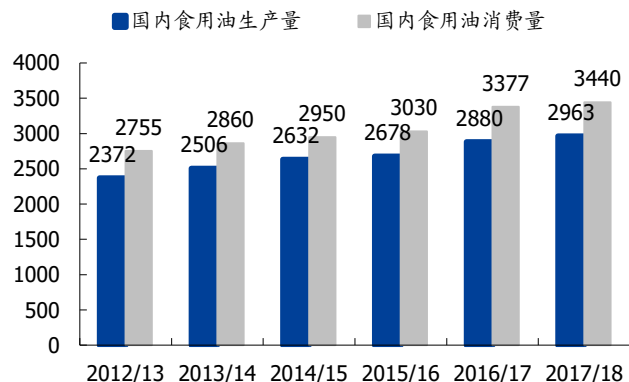


资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

## 2.2 食用植物油迈入成熟阶段, 包装化、结构升级是趋势

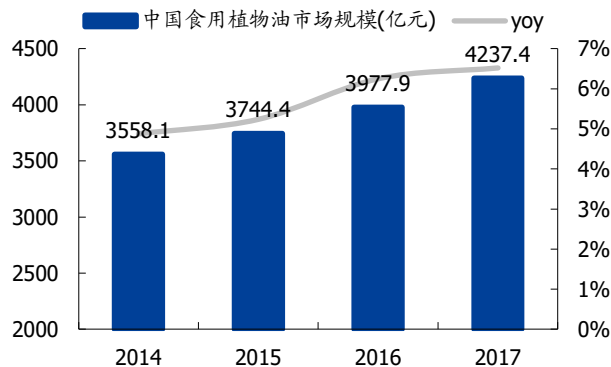
我国食用植物油零售市场规模约 4300 亿元, 复合增速约为 6%。根据国家粮油信息中心统计数据, 2017/18 年我国食用植物油消费量为 3440 万吨, 2013-18 年增长 CAGR 为 4.5%。从市场规模来看, 2017 年我国食用植物油零售市场规模为 4237.4 亿元, 2014-17 年增长 CAGR 为 6%; 出厂规模口径, 我国食用植物油市场出厂口径市场规模约为 2000 亿元。

图表 13: 我国食用油植物油生产量及消费量(单位: 万吨)



资料来源: 国家粮油信息中心, 国盛证券研究所

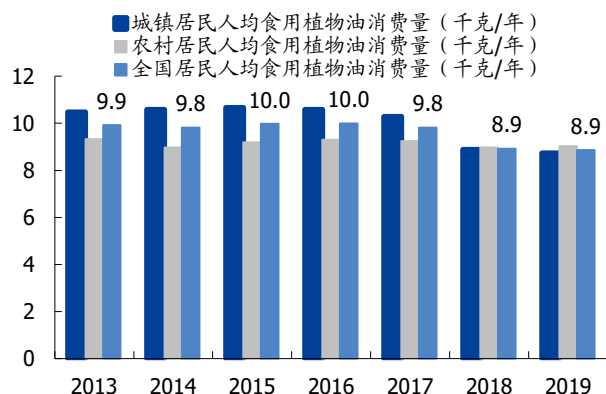
图表 14: 我国食用植物油零售市场规模(亿元)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

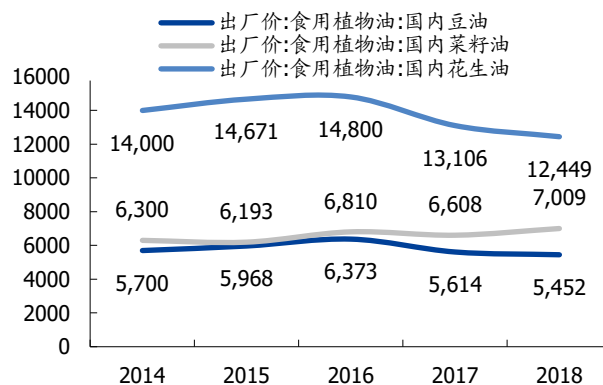
食用植物油人均消费量达到天花板, 向高附加值食用油转型。全国居民的人均食用植物油年消费量自 2016 年达到 10 千克/年后, 呈现逐年下滑趋势。根据《中国居民膳食指南(2016)》推荐每日成年人食用油摄入量为 25-30 克, 随着“低油、低盐”的健康理念传播, 当前我国居民人均食用油消费量已达到天花板, 未来行业增长点可能转向高端食用油市场, 追求更营养的优质产品。根据 USDA 数据统计, 我国食用植物油的主力油种为大豆油、菜籽油, 2018 年消费量分别占比 43.1%、22.1%。2018 年大豆油出厂价平均为 5452 元/吨, 菜籽油出厂均价为 7009 元/吨。食用植物油出厂价近年来基本保持平稳, 2017-18 年受到进口大豆价格下滑, 食用大豆油出厂价同步下行。

图表 15: 我国食用植物油人均消费量



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

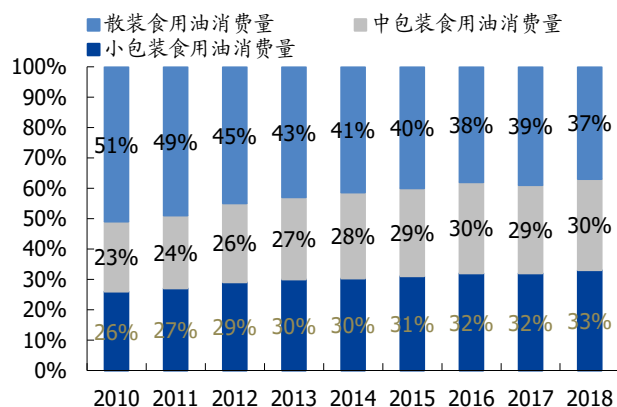
图表 16: 我国食用植物油出厂价(元/吨)



资料来源: 中国农业信息网, 国盛证券研究所

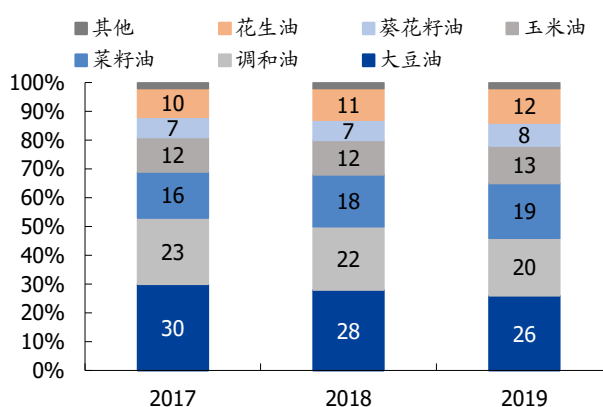
食用油消费升级趋势下, 小包装化占比持续提升, 品类向更健康、附加值更高的油种升级。随着居民生活水平提升、消费者食品安全意识日益提高, 以及国家关于限制散装油销售相关法规不断出台, 中小包装食用油消费量逐渐上升并成为主流。2018 年小包装食用油消费量占比 33%, 中包装食用油消费量占比 30%, 包装化率达到 63%。考虑未来我国家庭平均人口规模减小, 我们预计小包装食用油消费量占比仍将继续提升。消费者对口感、原料及营养健康日益重视, 推动高端优质油种消费增加。根据尼尔森统计数据, 2019 年售价相对便宜大豆油、调和油、菜籽油占小包装食用植物油销量约 65%, 但大豆油、调和油占比持续下滑。2017-19 年售价相对较高的玉米油、花生油和葵花籽油销量份额持续提升。食用油消费升级趋势下, 高端油类未来有望进一步提升销量份额。

图表 17: 我国小包装食用油渗透率



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 18: 不同油种销量份额(%)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 19: 国内食用植物油介绍及价格

名称	功能	平均售价 (元/升)
大豆油	含有丰富的亚油酸, 可降低血清胆固醇含量, 预防心血管疾病发生	9-13
菜籽油	含有亚油酸和维生素 E 等营养成分, 可软化血管, 延缓衰老	10-14
花生油	易于人体消化吸收, 减缓血小板集聚, 预防肿瘤发生	17-25
玉米油	不饱和脂肪酸含量高达 80%-85%, 调节胆固醇含量, 预防心血管疾病	12-16
葵花籽油	延缓人体衰老, 利于新陈代谢, 滋润皮肤	12-16
橄榄油	对心脏有益, 阻止动脉粥样硬化, 调节血脂, 降低血压, 延缓肌肤衰老	37-52
芝麻油	防治高血压, 冠心病, 糖尿病, 贫血, 防治便秘, 延缓衰老	50-70
棕榈油	具有很强抗氧化性, 油烟少, 泡沫少, 不易变质	12-22
调和油	一般选用精炼大豆油、菜籽油、花生油、葵花籽油、棉籽油等为主要原料按照一定比例调和。	11-16

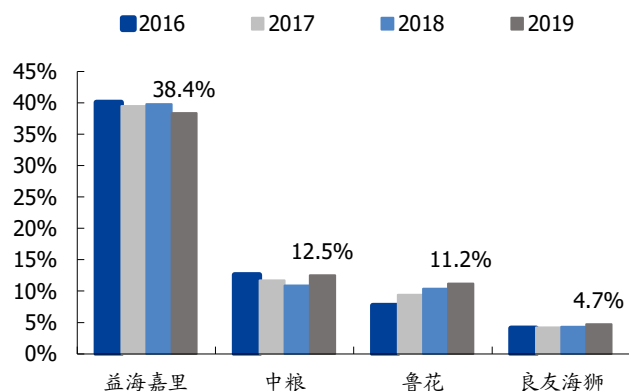
资料来源: 网络整理, 国盛证券研究所

### 2.3 食用油竞争格局良好: 益海嘉里龙头地位稳固, 中粮位列第二

公司在小包装食用油行业市场份额领先, 龙头地位稳固。公司 2019 年的市占率为 38.4%, 其次是中粮集团 (12.5%)、山东鲁花 (11.2%)、上海良友 (4.7%)。2015 年到 2019 年, 行业 CR3 从 58.2% 上升到 61.5%, CR10 从 72.2% 上升到 75.8%, 均已超过 50%, 集中度高, 行业格局已趋于稳定。

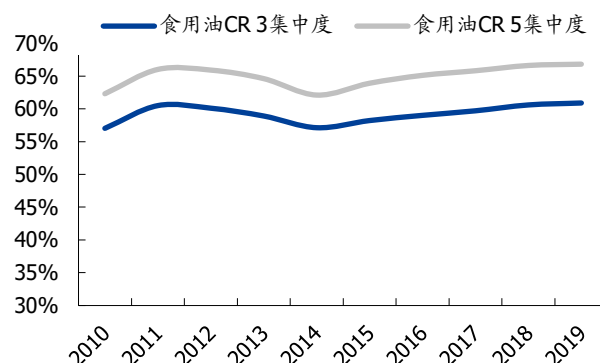
头部企业有规模与效率优势, 中小企业可在小品类赛道发力。头部企业在产量达到较大的规模后, 边际生产成本将逐步降低, 规模、效率优势将不断挤占小企业生存空间。2019 年 CR2 已达到 54.7%, CR5 达到 67.4%。大企业从多品类的食用油生产组合中获利, 在大豆油、调和油和菜籽油等主赛道表现强势。一般来说, 在关键产品类别上, 中小型企业很难与较大的企业竞争。但中小企业可在小赛道发力, 如鲁花花生油, 通过专注于特定类型的食用油来巩固自己的地位。

图表 20: 2016-19 年小包装食用植物油销售量份额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 21: 食用油行业集中度



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

益海嘉里市场份额领先, 其他品牌差异化定位。益海嘉里和中粮集团是我国最大的两家食用植物油加工企业, 其产品包括调和油、大豆油、菜籽油、玉米油等多个油种。2019

年，二者的食用油销售规模分别为 815 亿元、156 亿元。其他食用油加工企业差异化定位，从细分赛道切入，例如鲁花花生油、西王玉米油、道道全菜籽均具有一定规模及市场知名度，但在全国化渠道布局及销售规模上与益海嘉里相距较远。

图表 22: 主要食用油企业比较

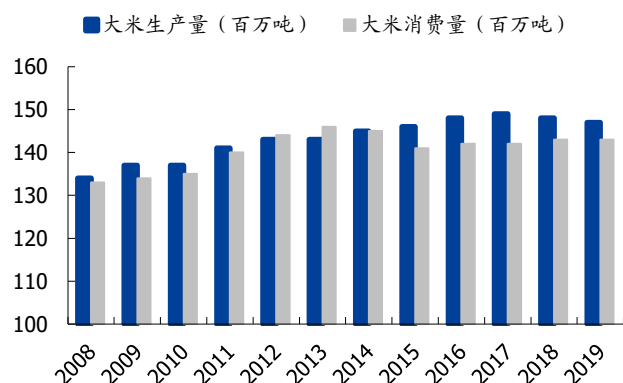
公司名称	主营业务	收入规模	食用油销售规模
益海嘉里	主营业务为厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售，主品牌有金龙鱼、胡姬花、欧丽薇兰等。	1707 亿元	815 亿元
中粮集团	核心主业为粮、油、糖、棉，覆盖稻谷、小麦、玉米、油脂油料、糖、棉花等农作物品种以及生物能源，同时涉及食品、金融、地产等行业，主品牌有福临门等。	4984 亿元	156 亿元（包装油）
九三集团	大型大豆加工企业。主要产品包括油脂类、蛋白类、保健品、餐桌食品、多功能饮料等五大类，主品牌有九三等。	超过 450 亿元	
山东鲁花	业务涉及食用油、调味品、米面及蔬菜加工等多个行业，主品牌有“鲁花牌”花生油。	339 亿元	70 亿元（包装油）
上海良友	主营业务可分为政策性业务和经营性业务。政策性业务指粮油储备业务；经营性业务包括现代农业、仓储物流、粮油加工、贸易零售等四大核心业务板块等。主品牌有“海狮”系列食用油。	178 亿元	33 亿元（包装油）
京粮控股	植物油加工及食品制造，主品牌有古币香油、绿宝食用油，火鸟色拉油等。	74 亿元	65 亿元
西王食品	食用油及运动营养和体重管理两大业务板块，主产品有“西王牌”玉米油等。	57 亿元	26 亿元
道道全	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，主品牌有道道全等。	41 亿元	35 亿元
佳格集团	冲调营养品、健康高端食用油、健康调味品等多元化产品，主品牌有“多力牌”葵花油等。	73 亿元	23 亿元（包装油）
长寿花食品	主要业务为制造食用玉米油产品，主品牌有长寿花。	30 亿元	26 亿元

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所整理

## 2.4 米面市场：空间广阔，竞争格局分散

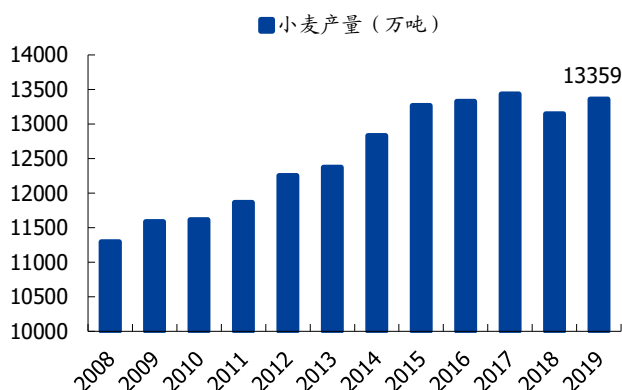
米面市场空间大，行业增长放缓、供过于求。我国是世界人口第一大国，同时也是大米第一产量大国和第一消费大国。2019 年我国大米的产量、消费量分别达到 1.47 亿吨、1.43 亿吨，2008-19 年增长 CAGR 分别达 0.85%、0.66%。面粉主要由小麦加工而成，小麦在我国是仅次于水稻、玉米的主要粮食作物，历年种植面积约占粮食作物总面积的 20%。2019 年的小麦、面粉产量分别为 1.34 亿吨、6920 万吨，2015 年后我国小麦、面粉产量增长速度趋于平缓，2015-19 年增长 CAGR 分别为 0.2%、0.6%。在行业体量上，米大约是油的 5 倍，面粉大约是油的 3 倍。随着我国传统农业结构的变化调整，畜牧业、奶业、水产业也都有了长足的发展，消费者对于米面等主食的需求下降，行业进入存量竞争时期。

图表 23: 我国大米产量及消费量



资料来源: USDA, 国盛证券研究所

图表 24: 我国小麦产量

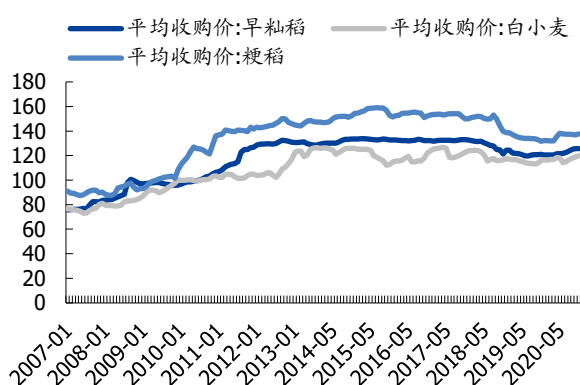


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

**米面初加工利润空间薄, 消费升级、深加工是发展趋势。**由于国家对稻谷采取托市收购政策抬高了稻谷价格, 而下游市场化竞争, 导致“稻强米弱”的格局持续多年, 大米加工利润微薄。2012 年以来我国稻谷、小麦收购价保持平稳, 相对应小包装大米、面粉零售价也呈现平稳态势。

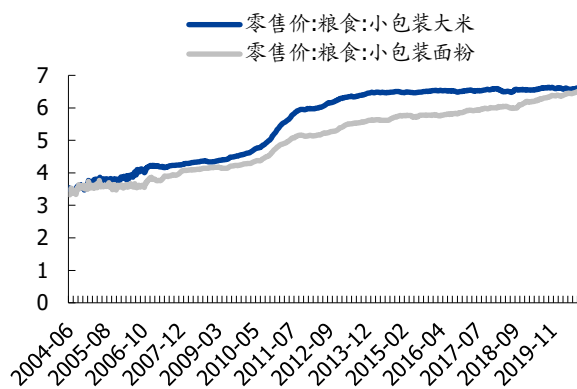
**米面市场包装化率逐步提升, 中高端品牌形成, 行业升级空间大。**随着消费者健康、品牌意识提升, 米面市场消费升级趋势明显。一方面包装大米逐步取代散装, 2019 年包装大米销量 919 万吨, 占整体大米消费量 6.4%, 未来提升空间较大。另一方面, 消费者对大米品质口感、营养健康更为重视, 中高端品牌正在形成, 推动零售价提升。对米面加工企业而言, 深加工技术、全产业链布局有利于提高产品附加值、减少损耗率, 实现盈利水平抬升。

图表 25: 稻谷、小麦平均收购价 (元/50 公斤)



资料来源: 国家发改委, 国盛证券研究所

图表 26: 小包装米面零售价格走势(元/公斤)

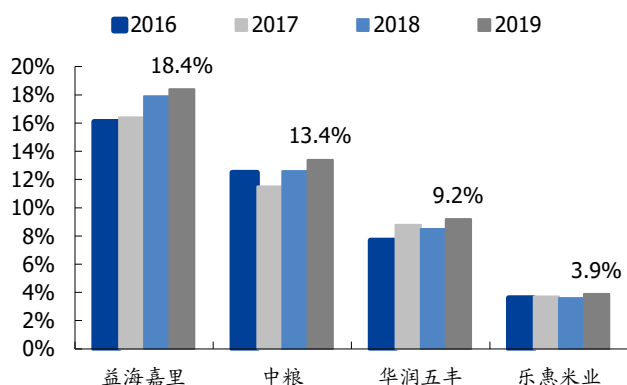


资料来源: 商务部, 国盛证券研究所

**包装米面现代渠道集中度提升, 益海嘉里领跑。**由于米面市场散装占比较大, 加工企业及品牌众多, 整体市场竞争较为分散。但现代渠道中, 2C 端为主的头部品牌集中度较高。根据尼尔森数据, 2019 年包装米面销售量行业 CR3 均超过 40%, 且呈现持续上升趋势。益海嘉里 2019 年在包装米面市场份额分别为 18.4%、26.7%, 均领先于竞争对手。

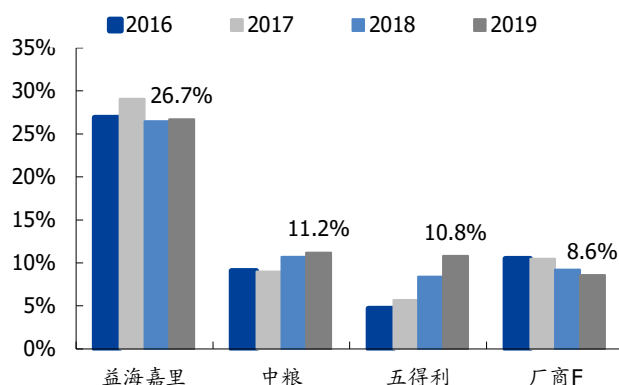


图表 27: 2016-19 年小包装米全国现代渠道销售量份额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 28: 2016-19 年小包装面全国现代渠道销售量份额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 三、竞争优势: 依托产业链、渠道网络优势, 多元化发展

#### 3.1 基本盘: 稳居小包装食用油龙头, 打造多品牌矩阵

食用油是公司发展的基本盘, 经过 30 年的布局和深耕, 公司长期在包装食用油行业占据近 40% 市场份额, 形成了品牌、渠道和经销商体系等优势。我们首先复盘金龙鱼如何打造小包装食用油第一品牌:

##### ➤ 先发优势: 金龙鱼 1991 年开启厨房革命, 小包装食用油市场开拓者。

率先在全国推广小包装食用油, 推动消费习惯改变。1991 年公司推出金龙鱼小包装食用油, 但彼时国家粮油价格尚未放开, 消费者通常凭粮票至粮油站购买低价散油, 小包装油价格高昂超出城镇居民消费能力。1992 年 10 月国家放开粮油产品销售价格, 取消补贴和粮票机制。与市场接轨后, 1993 年散油价格大涨, 但金龙鱼没有跟随涨价, 将小包装油价格与散油价格拉齐, 引导消费者购买金龙鱼小包装油, 自此金龙鱼小包装油打开市场, 推动国内小包装食用油消费习惯。

在产能布局上公司也占据先机, 公司在 1995 年政策限制外商投资油脂加工前, 在广西防城港、上海、山东青岛、辽宁营口、四川成都和陕西西安新建或合资了 6 家食用油精炼和包装厂, 完成全国生产布局。

抢占营销先机, 树立国民品牌。1996 年金龙鱼在央视投放第一个小包装食用油广告“金光神州闪”。在家庭电视逐步普及的年代, 金龙鱼小包装食用油借助央视强大渗透力得到消费者广泛关注, 成为中国第一家树立品牌概念的食用油企业。

##### ➤ 渠道优势

消费者盘中盘, 从企事业单位福利团购切入。1992 年公司为培育消费者, 从企事业单位福利团购切入, 定位新颖高档产品, 抓住核心消费者。1994 年趁国有粮食企业改革浪潮, 金龙鱼发展了不少脱胎于国有粮油系统的经销商, 这些经销商往往已经有较好的粮油销售网络。

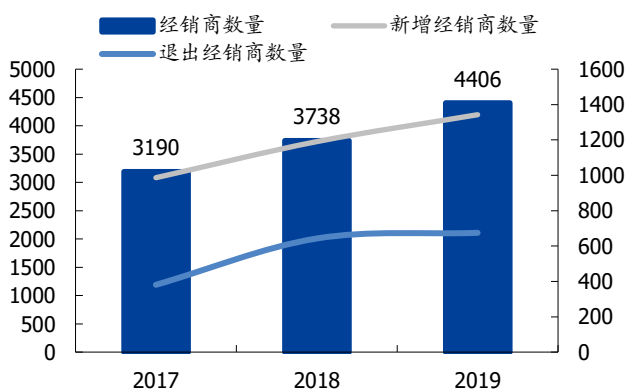
采用区域代理模式, 布局核心城市、核心市场。金龙鱼在发展的第一阶段主要将目标锁定在一类大型城市, 利用中心城市的影响力向周边城市自然渗透金龙鱼初期采用区域代理模式, 一个城市设一个独家代理商, 建立稳定合作关系并规定其不能代理销售其他同类产品。

积累了一批忠诚、稳定的经销商群体。随着生意做大, 金龙鱼帮扶经销商建立团队管理

机制、进行经营情况回顾分析，伴随经销商做大。经过多年的发展，公司在全国范围内建立了全方位、立体化的经销商网络和完善的经销管理体系，培养了一批经验丰富的销售管理人员。很多经销商都是早期就跟随益海嘉里发展壮大，拥有自建的集仓储、物流、厂房为一体的综合园区，经营规模过亿。截至2019年公司经销商数量达到4406家，公司坚持渠道划分、渠道下沉原则，经销商数量平稳增长。

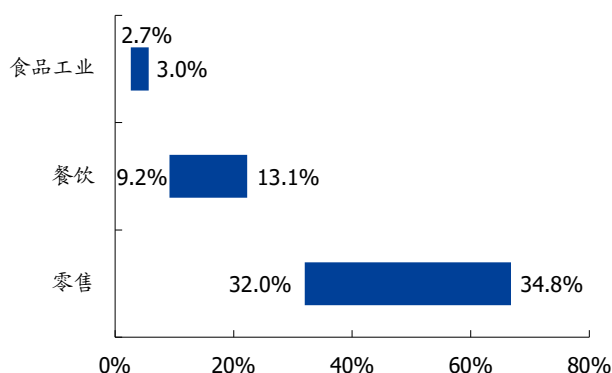
**KA 直销保证终端覆盖。**2009年之后公司大型商超 KA 崛起，由于进场费高、账期较长侵蚀了渠道利润，为了保证终端形象展示，公司针对全国性以及大型区域零售连锁企业等现代渠道采用直销模式。目前公司在零售、餐饮、食品工业渠道均有经销、直销方式，针对不同产品类型和渠道特点进行分工。2017-19年公司经销收入占比约30%，其中零售客户经销收入占厨房食品收入的32-34.8%；餐饮端经销收入占厨房食品收入的9.2-13.1%。

图表 29: 公司经销商数量



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 厨房食品按客户类别经销收入占比



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### ➤ 营销加持，围绕“营养健康”做文章。

2002年公司推出金龙鱼第二代“1:1:1”调和油产品，倡导膳食脂肪酸平衡的健康概念，让消费者从对食用油的认知从调味升级为营养健康。金龙鱼黄金比例食用调和油含大豆油、玉米油、菜籽油、葵花籽油、花生油、芝麻油、亚麻籽油、稻米油等8种原料，由营养专家按照独特配方精心调而成，是市场上唯一获得中国营养学会 DRI 认证的营养食用油。

**科普“1:1:1”概念，抢占消费者心智。**20世纪70年代初，世界卫生组织、联合国粮农组织发布报告，倡导的人体膳食脂肪酸 1:1:1 完美比例，即当人体摄入的饱和脂肪酸、单不饱和脂肪酸、多不饱和脂肪酸的平均比例达到 1:1:1 时，脂肪酸摄入更加均衡。另外，根据中国营养学会编著的《中国居民膳食指南》，“单一油种的脂肪酸构成不同，营养特点也不同，因此应经常更换烹饪油的种类，食用多种植物油。”公司借助多种官方组织、权威机构之口科普“1:1:1”概念，获取消费者信任。同时在铺天盖地的广告中也采用红旗飘飘设计突出“1:1:1”，这一概念很快家喻户晓，也引起竞争对手质疑引发广告风波。事实证明这是一次极为成功的营销策略，金龙鱼连续十年高增长，2003年嘉里粮油小包装食用油销量突破100万吨。

**2006-08 年开启体育奥运营销。**2006年金龙鱼成为中国女排主赞助商，2008年成为北京奥运会食用油独家供应商，意味着公司产品品质获得官方认可，进一步诠释了“健康营养”这一理念。同时“为健康中国加油”这一主题很好地串联起奥运、品牌以及公众三方价值，既提升了品牌形象，又拉近了与消费者的距离、增强了品牌亲和力。

图表 31: 金龙鱼“1:1:1”调和油广告图片



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 32: 金龙鱼成为 2008 年北京奥运会独家供应商

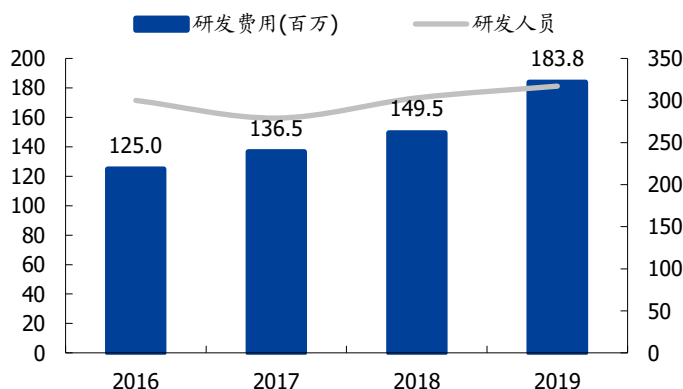


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 研发优势: 寻求差异化, 金龙鱼持续创新升级。

公司 2009 年于上海建立全球研发中心。公司为更加系统地开展研发工作, 于 2009 年成立上海研发中心, 围绕安全、营养、健康、口感等性能进行研发。研发中心是公司目前全球粮油产业中最大的纯研发中心之一, 已累计投资几十亿人民币, 由世界著名植物分子生物学家、中国科学院外籍院士蔡南海教授担任董事长及法定代表人, 聘请海内外业界科学家担任高级顾问组建科研队伍, 目前有科研人员约 300 人, 其中近 70% 的员工拥有国内外知名高校的硕士、博士学位, 并拥有一大批熟悉市场、经验丰富的研发项目经理。公司 2019 年研发费用投放达到 1.8 亿元, 2016-19 年增长 CAGR 为 13.7%

图表 33: 公司研发费用投放



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

2017 年金龙鱼“双一万”稻米油上市。该产品将稻米油中谷维素和植物甾醇的平均含量同时提升至 10000ppm, 成功解决稻米油在加工过程中如何既保留营养精华, 又达到好的口感和色泽这一世界难题。

2020 年公司推出“零反系列”新品。大量研究证实, 反式脂肪酸对人体有诸多不良影响, 如阻塞动脉、引发冠心病、造成肥胖等。金龙鱼自 2012 年便开始研发绿色精准适度加工工艺, 经过 8 年打磨终于使这项工艺从实验室走向生产线。与原有工艺相比, 新工艺不仅实现了“零反”的突破, 且将有益成分如维生素 E、植物甾醇保留率平均提高 20% 以上, 高达 80%。“阳光零反式脂肪葵花籽油”的不饱和脂肪酸平均含量达 87%, “金滴零反玉米油”的植物甾醇达到了 8080ppm, 两者均富含维生素 E。



图表 34: 不断推出食用油新产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所整理

低端产品采取低价战略, 中端产品依靠营销优势, 高端产品具备研发优势。公司建立覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵, 并通过在不同市场采取不同竞争策略, 保持各细分市场的领先地位。大众市场上, 公司通过低价争取优势。元宝牌大豆油约9元/升, 百合花牌菜籽油约8元/升, 低于其各自行业平均售价9-13元/升、10-14元/升。中端产品, 公司一直注重广告营销。2002年金龙鱼黄金比例食用调和油推广“1:1:1”概念, 投放电视广告、邀请明星代言、与抖音平台合作等不断强化宣传效果。此外, 公司还担任了北京奥运会独家粮油供应商, 并即将成为北京冬奥会官方粮油赞助商。高端市场上, 金龙鱼具有领先行业的技术水平。金龙鱼外婆乡小榨菜籽油采用压榨工艺, 精选非转基因原料, 成就独特浓香风味; kings 亚麻籽油采取冷榨技术, 保护 $\alpha$ -亚麻酸活性, 使产品营养与新鲜度得以保留; “零反系列”首推绿色精准适度加工工艺, 较大程度降低和消除油中反式脂肪。

图表 35: 不同品牌及档次的金龙鱼食用油



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

### 3.2 供应链布局: “最低的成本生产最优质的产品”

粮油行业中资源及成本优势构成竞争壁垒。粮油产业由于民生产品属性, 下游价格受到管控, 上游农产品价格有政府“托市收购”政策保护且波动较大, 中游加工行业利润空间有限, 因而“低成本、高品质”是粮油行业的竞争壁垒。公司自贸易起家, 自上而下扩展产业链, 具备规模优势并且将掌控完整产业链。益海嘉里是我国大豆、菜籽油、棕

桐油进口份额头部企业。

**公司具备套保优势。**基于多年积累的行业经验、业务规模优势以及对市场价格走势的研判，公司在日常采购和销售业务开展过程中，根据国内外市场情况、农副产品现货采购情况、自身生产和销售计划制定具体的套期保值交易计划，参与金融衍生工具市场交易通过套期保值交易计划以尽可能规避原材料和产品价格波动对于公司经营的不利影响。**公司 2017-19 年均实现套保投资收益。**2016 年受到市场预期之外的阿根廷洪水和交易型基金在期货市场上的大量参与的共同影响，2016 年二季度大豆期货价格出现异常波动。2017 年 CBOT 大豆合约价格总体呈现下降趋势，公司为套保进行的期货交易收益较大。

图表 36: 公司商品衍生金融工具损益(单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019
商品衍生金融工具-投资收益	-3638.0	2801.3	3889.0	610.6
商品衍生金融工具-公允价值变动损益	232.7	-347.5	99.0	195.7

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**产能全国布局，提高物流配送效率。**公司目前在全国已投产 65 个生产基地，并计划在齐齐哈尔、温州、太原、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地。基于公司的生产供应体系，公司于 2017 年专门成立供应链管理部，针对服务和成本最优的合理布局进行研究设计，不断优化供应链网络。公司多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场，有利于降低生产成本，保证产品质量，同时节约了公司生产运营的运输成本。

**综合企业群模式提升规模经济。**公司综合企业群是指一个生产基地有多个工厂，一个工厂的产成品是另一个工厂的原材料，可以降低物流、库存和仓储成本。在综合企业群里，工厂之间可以共享基础设施和管理团队，比如说共享采购团队、人事团队、保安团队等，也可以共享锅炉、污水处理、维修车间等，协同效应明显。以泰州综合企业群为例，大豆到仓后，先在压榨车间生产出豆油和豆粕，豆油继续到精炼厂、小包装厂生产出小包装油；豆粕则分别按订单需求进入浓缩蛋白车间、散粕库等。

图表 37: 公司泰州综合企业群



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 38: 公司全国产能布局

益海嘉里生产基地示意图（截至 2019 年 12 月 31 日）



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

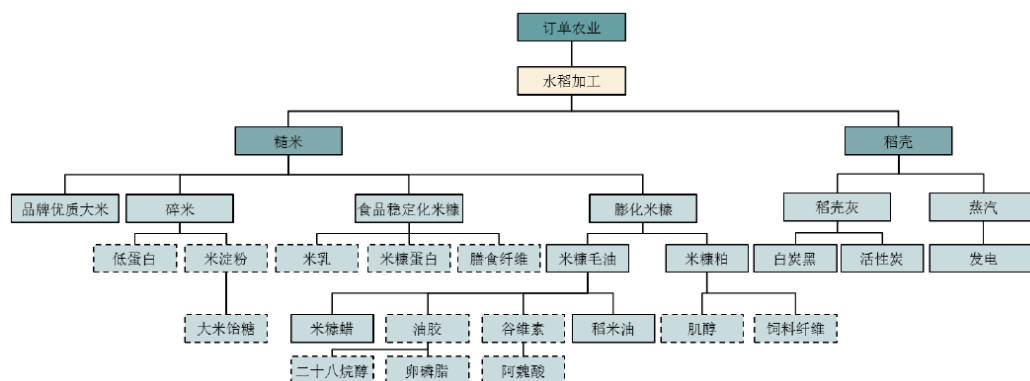
创建循环经济产业模式，由资源消耗型向高效利用型转变。

加强精深加工延伸产业链，提升附加值及盈利能力。公司提出“循环经济”新型产业发展模式，通过“吃干榨净”的精深加工，充分开发利用国产大豆、玉米、小麦等农产品的资源价值，从而拉长产业链。



以水稻循环经济模式为例：公司加工生产优质品牌大米，提高产品溢价能力；将水稻加工主要副产品稻壳用来发电，并从稻壳灰中提取白炭黑、活性炭等产品进行销售；副产品米糠被用来榨取高营养价值的米糠油，米糠油可以继续用来提取谷维素、精炼稻米油等高附加值产品。米糠油销售价格约 5000-6000 元/吨，稻米油可达到 1.6-1.7 万元/吨，而谷维素、香兰素售价更高。经过水稻循环经济产业链，公司每吨水稻可以升值 2000-3000 元。2010 年公司“大米产业链创新技术”荣获中国粮油学会科学技术奖一等奖。公司自 2006 年开始在佳木斯经营第一家大米加工厂，亏损了 12 年，于 2018 年开始才小有盈利。

图表 39：水稻吃干榨净的循环经济模式



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

### 3.3 打造综合型平台，多元化发展

公司具备四大渠道平台、十大生意平台、九大职能平台，综合性平台协同优势突出。

公司渠道平台包含消费品渠道、餐饮渠道、食品工业渠道及烘焙渠道，其中消费品渠道事业部负责消费品零售渠道相关分公司及经销商的管理。生意平台则按照品类划分为包装油、米业、油脂、饲料原料等十个事业部，每个事业部负责公司该品类整体业务的管理，协同集团各部门，从研发、原料采购、生产、品控、供应链等对包装油业务进行全过程管理。公司内部产业链纵向一体化、相互间板块协同，发挥出综合竞争优势。

多元化渠道网络布局、长期稳定的客户关系是基础。公司经过多年发展，已经在全国范围内建立了全方位、立体化的经销商网络和完善的经销管理体系，我们认为完善的渠道网络构成公司最具价值的平台优势。公司目前通过 4406 家经销商覆盖大多数县级以上城市，共 130 多万个终端。

利用强大的平台优势不断推出新品。公司借助金龙鱼构造了覆盖全国的渠道网络以及稳定的经销商体系和客情关系，在厨房食品领域不断增加新品类，并且可以快速起量形成规模。公司于 2006 年推出包装大米，2011 年水稻年加工量突破 100 万吨；2009 年推出包装面粉，2015 年益海嘉里面粉销售超过 300 万吨，2017 年面粉家工厂扩张到 18 家，年产能高达 600 万吨。

此外，公司抓住消费升级机遇，积极开拓挂面、调味品及日化用品等新品类。2013 年益海嘉里推出洗涤产品的自有品牌“洁劲 100”，号称“金龙鱼食用油唯一指定洗洁精”，其产品线涵盖洗衣皂、洗衣液和洗洁精。为了在国内日化红海市场差异化竞争，公司先后推出“露兰迪”牌玫瑰精油皂、橄榄精油皂等高端洗护产品，以及日本原装进口的“绿涤”系列洗涤用品。2017 年公司与台湾九庄共同投资建设九庄益海天然酿造酱油项目，2019 年九庄酱油高端产品上市，调味品板块还包含“梁汾”品牌醋及金龙鱼芝麻油。

图表 40: 金龙鱼平台优势



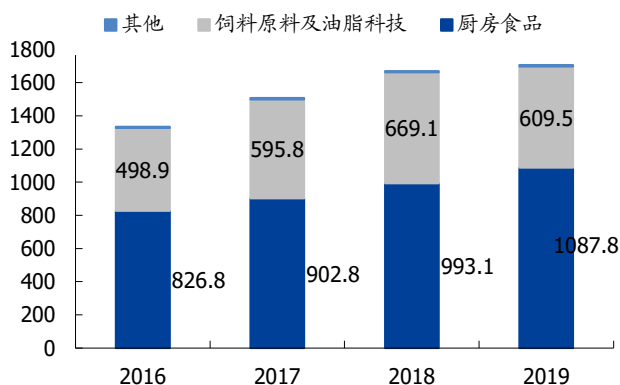
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 四、未来看点: 油米面结构升级, 拓品类发挥平台优势

### 4.1 食用油升级, 米面空间大

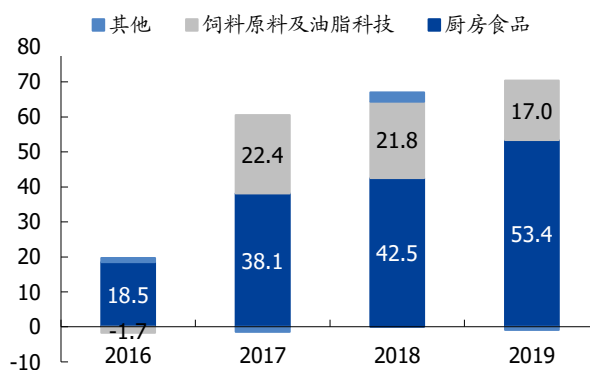
厨房食品中食用油贡献主要利润。从分部情况看, 厨房食品 2019 年占收入比重 64%, 占利润总额比重约为 77%, 厨房食品是公司利润总额的主要构成部分且利润率更高。考虑到公司米制品业务 2018 年才扭亏并小有盈利, 我们预计食用油利润占厨房食品的 85% 以上。饲料原料及油脂科技的利润水平受上游大宗商品价格波动影响大, 2016 年由于成本波动较大, 利润为负。

图表 41: 分部报告收入构成(亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 42: 分部报告利润总额构成(亿元)

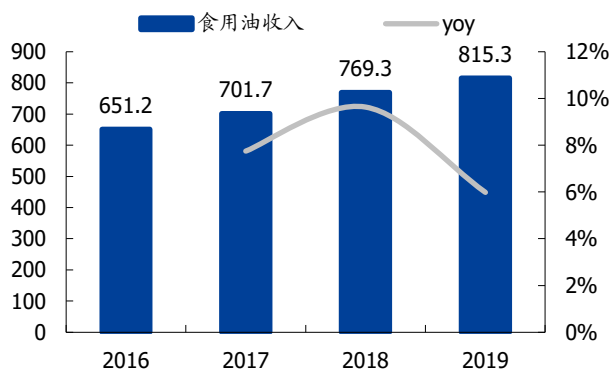


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

包装食用油收入端稳健增长, 结构升级有望推动盈利能力改善。包装食用油行业发展已经较为成熟, 且行业竞争格局相对稳固, 益海嘉里市占率接近 40% 稳居行业龙头。公司食用油未来发展驱动力主要来源于: 1) 渠道下沉至低线城市进一步替代散装油及抢占地方小品牌市占率; 2) 产品结构持续升级, 推动吨价提升从而盈利能力改善。2019 年公司食用油收入规模为 815.3 亿元, 2016-19 年增长 CAGR 为 7.8%。拆分量价看, 2019 年公司精炼加工量 621 万吨, 2016-19 年加工量增长 CAGR 为 3.6%。假设公司产销率

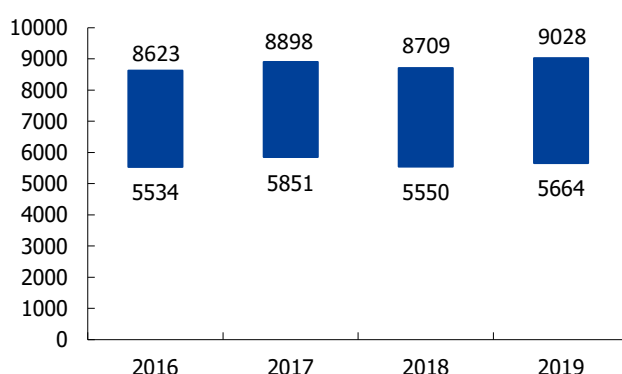
为 100% 计算食用油销售吨价，则 2016-19 年吨价增长 CAGR 为 4.1%。

图表 43: 公司食用油收入及增速(亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

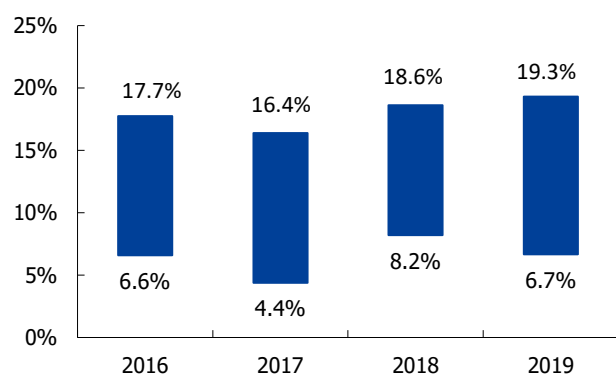
图表 44: 食用油销售均价区间(元/吨)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

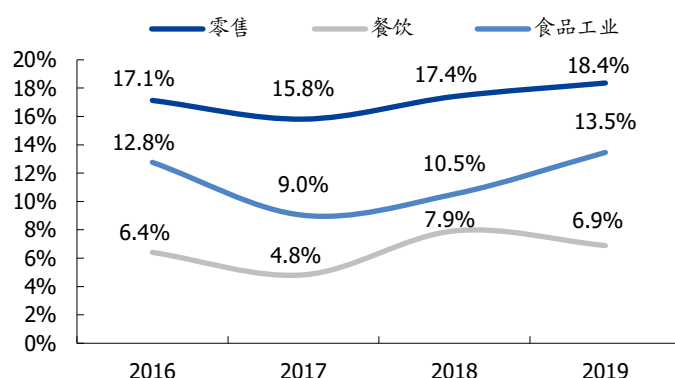
公司食用油毛利率中枢持续改善。由于公司招股书仅披露食用油毛利率区间，2017 年由于豆油等原料价格上涨，导致毛利率略有下行，2018-19 年受益于产品结构高端化、上游成本下行，毛利率中枢持续提升。

图表 45: 公司食用油毛利率区间



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 46: 食用厨房食品分渠道毛利率变化

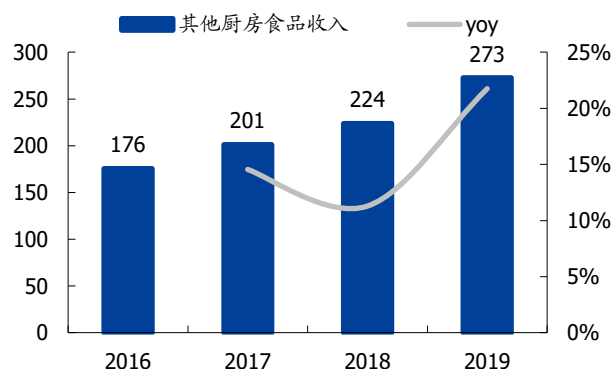


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

米面市场发展空间广阔、集中度低，公司有望继续扩份额。小包装大米销量大约为 400 万吨左右，而我国每年大米产量约为 1.2 亿吨，占比不到 4%。一二线城市家庭人口规模减小以及消费升级趋势推动小包装大米市场增长强劲。米、面行业由于进入门槛低，因而竞争格局分散，但随着消费者品牌意识崛起、购买渠道从粮油站转向 KA 卖场，市场份额逐步向头部品牌企业集中。

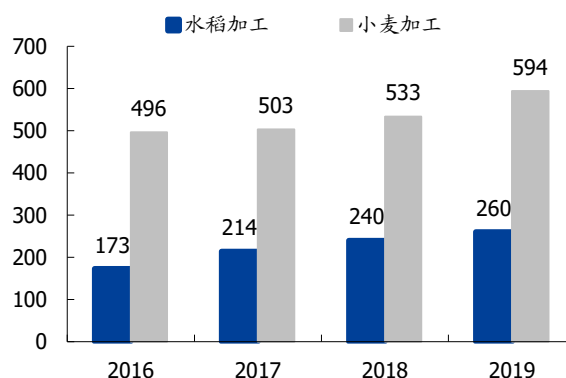
公司米、面业务增速更快，未来加大在米、面业务投入。公司自 2006 年开始布局大米市场，2009 年“金龙鱼”和“香满园”品牌大米上市，至 2013 年公司大米销量超过 100 万吨，这两个品牌大米加起来做到行业领先。公司米、面产品虽然在现代渠道的市占率领先，但是在整体市场占有率还很小，发展空间大。2019 年公司其他厨房食品收入规模为 273 亿元，2016-19 年增长 CAGR 为 15.8%，快于食用油收入增速。此外公司募投项目正持续投资米、面产能，2019 年公司水稻加工量为 260 万吨，增长 CAGR 为 14.5%；小麦加工量为 594 万吨，增长 CAGR 为 6.2%，预计米、面业务仍保持较快增速。

图表 47: 其他厨房食品收入体量及增速(亿元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 48: 公司水稻、小麦加工量增长较快(万吨)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 4.2 渠道下沉拓展, 发力餐饮 B 端

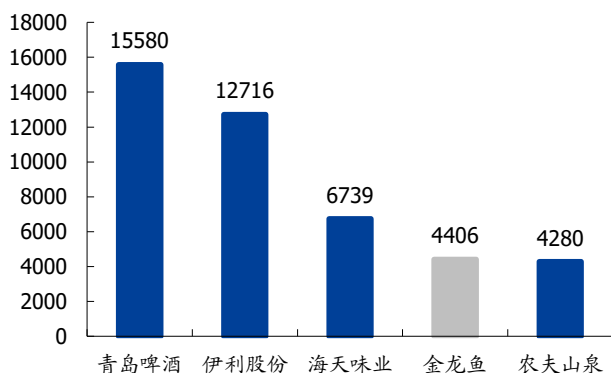
受益小包装油渗透率提升, 公司渠道下沉空间仍大。受益城镇化、消费升级, 包装油将随着渠道下沉, 拓展至三-五线城市、乡村、城镇等。根据公司消费品渠道事业部总监陈总, “虽然目前一二线城市大部分家庭都已使用包装油, 但在全中国也只占 30%, 其他不少城镇、乡村的家庭仍然在吃散油, 这部分人口数量大概 7-8 亿”。截至 2019 年公司经销商数量 4406 家, 覆盖超过 130 万终端, 相比于农夫山泉、康师傅等快消品龙头, 公司渠道下沉空间仍大。

“直分销+深度粉销”模式加强城市周边渠道开发。经过十年销量高增长, 2005 年金龙鱼开展了一场全国范围内声势浩大的“春耕”行动。通过全面梳理渠道, 公司将重点移至全面提升终端基础工作上, 包括品牌推广、品类教育、员工标准化工作、经销商的评估方面。2006 年公司管理重心进一步下沉, 明确以区域市场为中心, 由区域平台给出规划和方向, 各地结合自身市场明确量化的目标及时间约束, 提升对市场反应速度。

“直分销”的本质厂商联动, 直销针对核心终端打造品牌形象、分销上量。公司以直销重点 KA 终端为切入点, 打造品牌形象和市场氛围, 支持产品快速启动, 形成对分销渠道的销售拉动, 而分销渠道是公司上量基础。公司在渠道端实施厂商营运一体化, 以公司为导向、经销商队伍为执行主体, 分工明确、互相配合。公司在各地分支机构主要负责当地品牌、市场营销推广, 对经销商进行有效的指导和监督, 帮助经销商分析市场、建设团队以及通过量化工具进行考核。由于公司及经销商对市场掌控优势在城区, 公司在市区取消所有二批, 并且在周边市场进行切分, 分品牌开发独立的县级经销商。

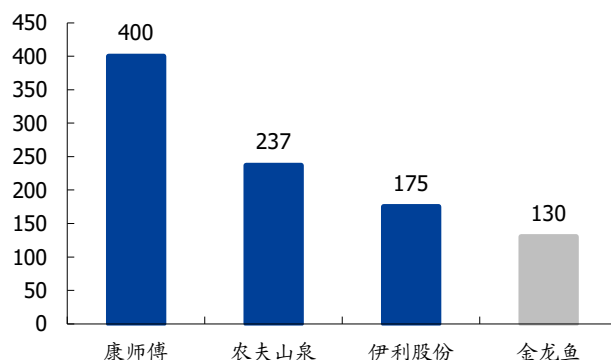


图表 49: 与快消品同行业公司相比公司经销商数量(个)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 50: 与快消品同行业公司相比公司终端数量(万个)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**积极布局餐饮渠道, 与美菜网开展合作。**近年来餐饮业快速增长, 公司为扩大餐饮产品的市场份额, 持续加大产品研发、积极拓展销售渠道, 加大与电商平台合作以及经销商渠道开发。公司餐饮端采用经销+直销方式, 主要包括乡村基、真功夫等大型连锁餐饮企业; 美菜、快驴进货等生鲜电商平台; 好利来等大型烘焙连锁企业。

公司 2017 年开始与美菜网合作, 借助美菜网的渠道优势, 进一步降低餐饮食材原料流通中的交易成本。宁波瓜瓜农业科技有限公司 2018、19 年美菜网均为公司第一大客户, 销售收入分别为 28.9 亿元、40.4 亿元, 增速非常快。美菜的客户超过 90%都是中小餐饮企业, 通过美菜线上平台一站式采购, 食材送货上门, 极大节约中小餐饮企业时间、人工及采购成本。公司与美菜的合作模式包括: 1) 在美菜平台售卖公司米面油产品; 2) 给美菜自有品牌食用油“春粟”代工。

图表 51: 金龙鱼与美菜网合作



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 4.3 综合平台: 丰富产品组合



公司借助渠道网络优势、品牌优势以及产业链优势, 打造综合平台, 积极拓展产品品类, 进入中央厨房、冷冻面团、酵母、调味品等细分领域。

**调味品毛利率更高, 公司差异化定位中高端。**公司与台湾知名品牌九庄合作, 生产高品质黑豆酱油。九庄食品成立于 1909 年, 是台湾地区唯一完整传承黑豆、黄豆两种酱油纯手工酿造秘方及工艺的百年老字号, “九庄酱油”则是宝岛家喻户晓的“酱门世家”。



2015年，公司与九庄食品正式签约，共同在泰州港经济开发区核心港区建设益海嘉里九庄酱油项目，设计总产能16万吨，首批产品于2019年10月上市。公司将九庄定位为高端酱油，差异化突出“黑豆”概念，定价高于海天的主流产品金标生抽、味极鲜。此外公司2019年9月收购山西梁汾醋业，“梁汾”品牌山西陈醋以采用独特的固态酿造工艺为业务切入点。公司利用多年积累的优质品牌形象和覆盖面广泛的分销网络优势推广调味品，进一步完善厨房食品品类矩阵。

图表 52: 九庄和海天酱油比较

品牌	产品	规格(ml)	定价(元)	单价(元/L)	图片
九庄	全黑豆 0 添加原汁酱油	550	29.9	54.4	
	黑豆原酿酱油	550	19.8	36.0	
	黑豆纯酿鲜酱油	550	13.9	25.3	
	黑豆特级老抽	550	17.9	32.5	
海天	金标生抽	500	9.9	19.8	
	味极鲜	750	13.9	18.5	
	草菇老抽	500	9.8	19.6	

资料来源: 京东商城, 国盛证券研究所

未来 30 年布局中央厨房项目。中央厨房是益海嘉里产业链拓展的最新一步，中央厨房已经成为公司重点发展的方向之一。2018 年公司成立全资子公司“丰厨(上海)餐饮管理有限公司”，致力于打造餐企一站式的采购及服务平台。

丰厨依托公司丰富的粮油产品矩阵、全国布局的生产基地以及物流供应链体系，具备“优质、高效、高性价比”优势。公司合作伙伴厦门沛浪餐饮管理主营团餐服务，专业为企业事业单位、写字楼、工厂、学校、承担食堂承包和食堂托管，其董事长徐福中表示：“益海嘉里为终端餐饮客户提供优质、优价、安全有保障的产品，提升了终端餐饮企业在消费者心目中的美誉度。沛浪选择益海嘉里成为优质供应商伙伴，先后订购金龙鱼粮油、大米等产品。未来将与兄弟企业携手并肩、同心协力，在团餐领域实现新的突破、大展宏图、大有所为。”

公司重视对中央厨房项目建设，重庆、陕西基地开工建设。2020 年下半年公司董事长郭孔丰奔赴重庆、河北、山东、河南、江苏、上海、天津、陕西、黑龙江等地考察，与各地领导就加大投资、助力现代食品产业发展、深化“中央厨房”等领域合作进行交流。2020 年 6 月丰厨重庆中央厨房项目开工，总投资 4 亿元，将以火锅底料、川味复合调味料、火锅系列食材、米面油制品、中央厨房加工为主，一期工程预计 2021 年 12 月投产；7 月陕西丰厨(兴平)项目开工，主要生产净菜、面食、便当、速冻米面制品等，一期工程预计 2022 年上半年投产。未来公司将在全国各地选址，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，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。

#### 4.4 募投项目分析：加大产能建设

募投资金继续加快产能扩建。公司已经建立了一个战略性、高效的生产网络，通过综合企业群实现效率最大化和规模经济。公司未来计划在齐齐哈尔富裕、温州、太原、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地，从而扩展生产网络，进一步降低成本并提升运营效率。分产品看，公司重点加大了对米面食品的产能建设，我们估算拟新建小麦加工产能超 500 万吨/年，新建水稻加工产能超 100 万吨/年。此外，公司将持续加快仓储物流体系建设，加快货品流转速度，降低仓储物流成本。进一步提升仓储物流设施的智能化、信息化程度，以有效支撑公司业务规模的不断增长以及产品品类的不断扩充。

图表 53: 公司募投项目分析(单位: 百万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金拟投资额	主要计划用途
<b>厨房食品综合项目</b>				
1	兰州新区粮油食品加工基地项目(一期)	1,508	1,100	拟在甘肃省兰州新区建设米面油综合加工项目, 实现日产能油籽压榨 2000 吨、浓香小榨 100 吨、精炼 1000 吨、包装 780 吨、面粉 1500 吨、大米 300 吨等。
2	益海嘉里(太原)粮油深加工项目	1,453	900	实现日产能大豆压榨 2000 吨、大豆膨化 200 吨、精炼 600 吨、小包装 1330 吨、大米 680 吨、小麦 1500 吨等。
3	乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	1,400	1,120	实现日产能 1000 吨油脂精炼、1000 吨食用油灌装、1500 吨面粉加工及 7 万吨级码头建设等。
4	益海嘉里(合肥)-米、面、油综合加工一期项目	920	800	实现日加工小麦 1500 吨、水稻 1000 吨、米糠 600 吨, 日灌装包装食用油 600 吨等
5	益海嘉里(茂名)食品工业有限公司食品加工	790	620	开展 30 万吨/年油脂精炼、3 万吨/年古法小榨花生、15 吨/年食用油中小包装灌装线、36 万吨/年面粉等项目。
6	益海嘉里(青岛)风味油脂有限公司-风味油脂加工	740	500	实现 30 万吨/年浓香花生油压榨、12 万吨/年花生古法小榨、4.5 万吨/年芝麻榨油、4 万吨/年花生制品等
7	益海嘉里(青岛)食品工业有限公司-食品加工	1,000	870	新建年产各类面粉 54 万吨、花生制品 2.7 万吨(不含花生油加工)、芝麻制品 2.46 万吨等
<b>厨房食品食用油项目</b>				
8	益海嘉里(青岛)粮油工业有限公司-食用植物油加工	1,200	900	实现年加工 18 万吨油脂精炼、年灌装 30 万吨食用油等
9	益海嘉里(昆明)-油脂压榨精炼及配套工程建设项目	950	810	实现日加工 2000 吨大豆、菜籽等压榨; 日加工 1000 吨食用油脂精炼; 日加工 60 吨浓香菜油压榨; 年加工 40 万吨中小包装食用油; 日加工 400 吨大豆膨化等
10	益海嘉里(潮州)油脂工业有限公司	656	530	开展 60 万吨/年油脂精炼项目, 25 万吨/年的中小包装餐饮用油项目, 配套的仓储、公用设施等项目
11	益海嘉里(潮州)饲料蛋白开发有限公司	805	680	开展 75 万吨/年的粮油加工副产物饼粕大豆压榨项目, 60 万吨/年的大豆(菜籽)油料加工双榨项目, 24 万吨/年的膨化大豆项目, 配套的仓储、公用设施等项目
12	益海嘉里(茂名)粮油工业有限公司粮油加工项目	765	560	实现 4000 吨/天大豆压榨
13	4000 吨/日大豆压榨项目	430	300	在榨油车间建设日处理大豆 4,000 吨/日的大豆压榨加工线等
<b>厨房食品面粉项目</b>				
14	益海嘉里(霸州)-年初加工 100 万吨小麦制粉项目	1,000	750	实现年产初加工小麦制粉 100 万吨
15	益海嘉里(潮州)-面粉项目	828	640	开展 45 万吨/年的面粉项目, 配套的仓储、公用设施等项目
16	东莞益海嘉里粮油食品工业(面粉三期项目)	500	320	实现三条面粉生产线年处理小麦 63.3 万吨等
17	益海嘉里(重庆)-面粉加工	340	250	实现小麦加工 1,500 吨/天等
<b>厨房食品其他项目</b>				
18	益海嘉里(富裕)生物科技有限公司	1,830	1,550	开展 100 万吨/年玉米深加工项目
19	益海嘉里(富裕)粮油食品工业有限公司	784	670	实现年加工小麦 25 万吨、年加工低温豆粕 4.5 万吨。
<b>合计</b>		<b>17899</b>	<b>13870</b>	<b>-</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 五、盈利预测及估值

### 5.1 财务分析及关键假设

食用油稳健增长，米面制品增加产能投建，继续扩大规模。公司包装食用油市场份额领先，一方面受益于餐饮行业快速发展，公司不断扩大餐饮产品研发及渠道投入，中包装餐饮产品收入显著增长；另一方面消费水平升级、健康理念提升，食用油产品结构改善，吨价呈现增长趋势。米面制品发展空间仍大，公司依托品牌、渠道网络优势推动多品类整合营销，且募投项目加大米面制品产能建设，米面制品保持较快增长。我们预计公司食用油未来 3 年收入保持 8% 左右复合增速，米面等其他厨房食品未来 3 年保持 15-20%。此外受益生猪复产顺利，预计饲料原料销售恢复常态，保持 10% 左右复合增速。

图表 54: 公司收入拆分(单位: 亿元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>1. 厨房食品</b>	<b>902.8</b>	<b>993.1</b>	<b>1087.8</b>	<b>1202.1</b>	<b>1335.9</b>	<b>1487.9</b>
yoy	9.2%	10.0%	9.5%	10.5%	11.1%	11.4%
<b>1.1 食用油</b>	<b>701.7</b>	<b>769.3</b>	<b>815.3</b>	<b>888.7</b>	<b>959.8</b>	<b>1036.6</b>
yoy	7.8%	9.6%	6.0%	9.0%	8.0%	8.0%
<b>1.2 其他厨房食品</b>	<b>201.2</b>	<b>223.8</b>	<b>272.5</b>	<b>313.4</b>	<b>376.1</b>	<b>451.3</b>
yoy	14.5%	11.3%	21.7%	15.0%	20.0%	20.0%
<b>2. 饲料原料及油脂科技</b>	<b>595.8</b>	<b>669.1</b>	<b>609.5</b>	<b>670.5</b>	<b>737.5</b>	<b>803.9</b>
yoy	19.4%	12.3%	-8.9%	10.0%	10.0%	9.0%
3. 其他	3.9	4.4	5.1	5.6	6.2	6.8
<b>主营业务收入</b>	<b>1502.5</b>	<b>1666.5</b>	<b>1702.5</b>	<b>1878.2</b>	<b>2079.6</b>	<b>2298.6</b>
yoy	13.1%	10.9%	2.2%	10.3%	10.7%	10.5%
其他业务收入	5.1	4.2	4.9	5.0	5.0	5.0
<b>营业总收入</b>	<b>1507.7</b>	<b>1670.7</b>	<b>1707.4</b>	<b>1883.2</b>	<b>2084.6</b>	<b>2303.6</b>
yoy	12.9%	10.8%	2.2%	10.3%	10.7%	10.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司成本中直接材料占比高，套保平滑原材料价格波动。公司厨房食品成本构成中，2019 年直接材料占比 87.8%，主要包括大豆、水稻、小麦、其他油籽及加工品。由于精炼与压榨产能的差异，公司压榨产能不足时每年外购散油金额约为 500 亿元，对外销售散油约 300 亿元。由于上游大宗原材料采购运输大约需要 3 个月时间，公司必须备有一定存货，因而公司通过套期保值管理价格波动风险。如将计入投资收益、公允价值变动损益的商品衍生金融工具收益部分加回毛利，毛利率呈现平稳上行趋势。

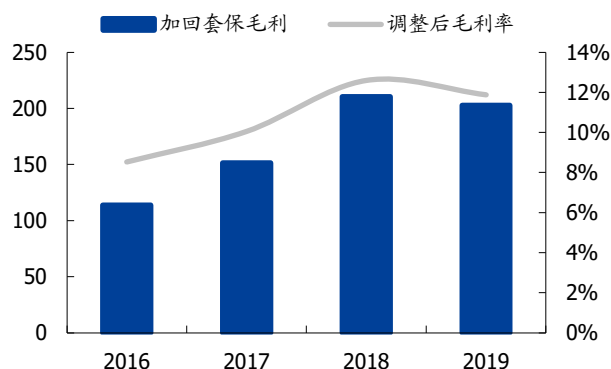
公司零售渠道毛利率高于餐饮、食品工业渠道。公司在零售渠道主要以小包装产品为主，较强的品牌溢价能力，产品单价较高，毛利率水平相对较高。从销售单价看，零售产品单价相对平稳，餐饮、食品工业渠道价格相对可以跟随原材料价格变化。

图表 55: 一级豆油现货平均价 (元/吨)



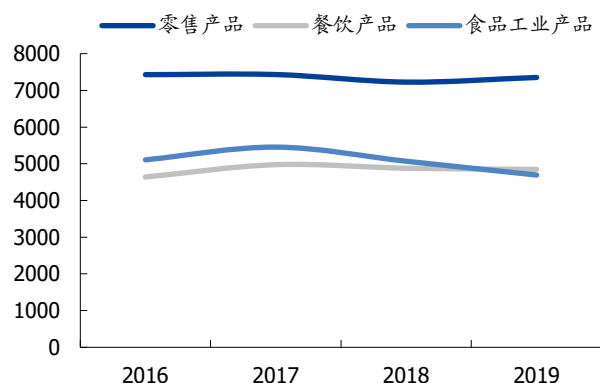
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 56: 加回套保的毛利变化(亿元)



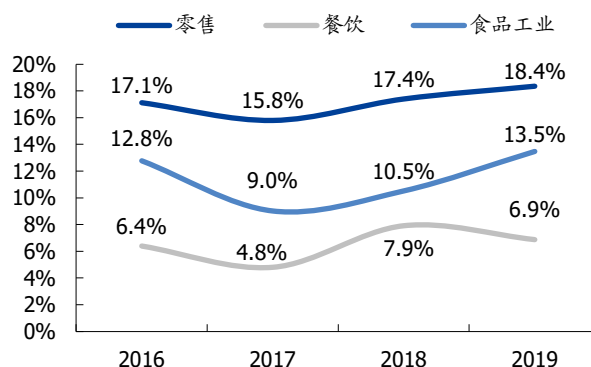
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 57: 不同渠道出厂价(元/吨)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 58: 厨房食品分渠道毛利率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

受疫情影响, 2020 年下半年以来主要原材料成本、散油价格出现明显上行, 由于公司采购周期为 3 个月, 预计四季度成本端上涨影响逐步体现。我们假设 2020 年成本端涨幅为 3%, 并且进行敏感型测算, 公司 2020 年毛利率预计在 9.8%-12.9%之间。

图表 59: 公司 2020 年毛利率及净利润变化敏感程度测算

成本涨幅	1%	2%	3%	4%	5%
毛利率	12.9%	12.1%	11.3%	10.6%	9.8%
净利润率	4.9%	4.3%	3.7%	3.1%	2.5%
归母净利润	92.9	81.3	69.8	58.2	46.6
yoy	71.8%	50.4%	29.0%	7.6%	-13.8%

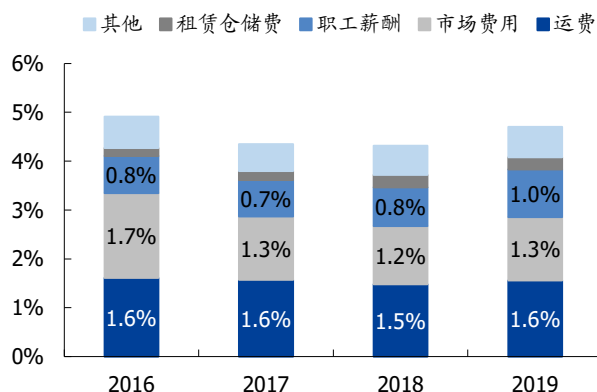
资料来源: wind, 国盛证券研究所

费用端保持平稳, 销售费用或小幅上行。公司销售费用构成主要来自于运费、市场费用及职工薪酬, 保持相对平稳。公司零售产品一般由公司负责配送, 且公司制定的零售产品基准价中会将运输成本包括在内, 因而公司运输费用率仅为 1.6%, 相比海天味业、克明面业等同行可比公司低。我们预计未来公司大力推广米面制品、调味品等, 市场



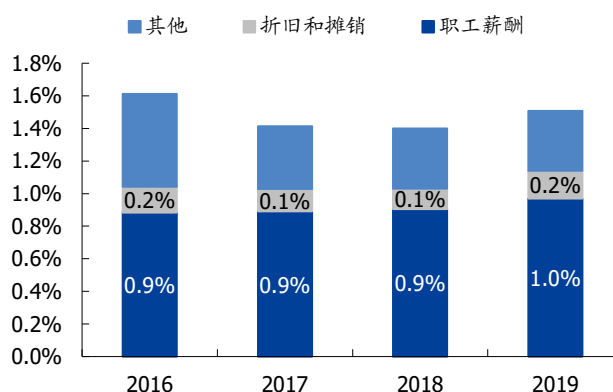
费用率呈现上行趋势。公司管理费用率以职工薪酬为主，整体保持平稳。由于公司生产端自动化程度相对较高，且采用大商制经营模式，公司人均创收水平同行业领先。

图表 60: 公司销售费用率构成



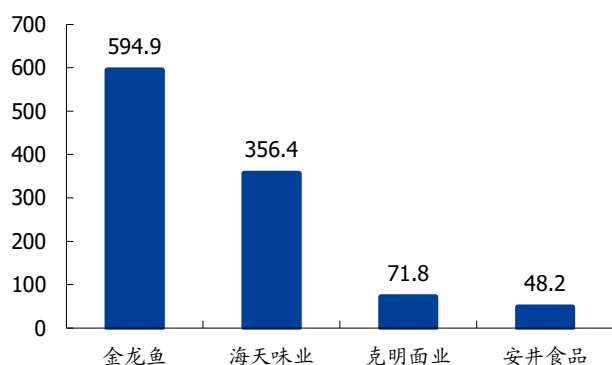
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 61: 公司管理费用率构成



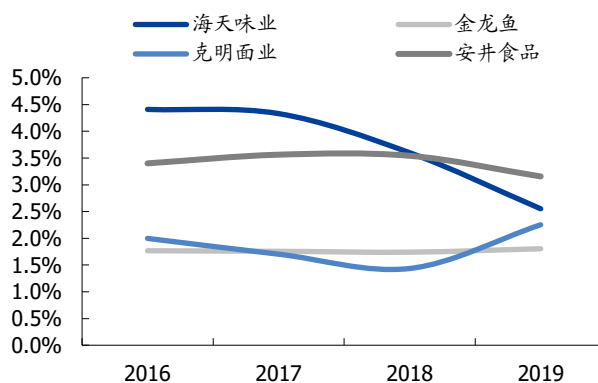
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 62: 人均创收比较(2019年, 单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 63: 物流运输费用率比较



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

综上所述, 我们预计公司 2020/21/22 年营收分别为 1883.2/2084.6/2303.6 亿元, 同比 +10.3%/10.7%/10.5%; 归母净利润分别为 69.8/82.3/93.1 亿元, 同比 +29.0%/17.9%/13.1%。

图表 64: 公司主要财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167,074	170,743	188,322	208,460	230,359
增长率 YoY(%)	10.8	2.2	10.3	10.7	10.5
归母净利润(百万元)	5,128	5,408	6,977	8,228	9,307
增长率 YoY(%)	2.5	5.5	29.0	17.9	13.1
EPS(元)	0.95	1.00	1.29	1.52	1.72
净资产收益率(%)	8.8	8.1	8.0	8.6	8.9
P/E(倍)	114.5	108.6	84.2	71.4	63.1

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5.2 估值分析

### 5.2.1 绝对估值

粮油行业是日常消费品，需求端增长较为平稳。公司作为粮油行业龙头企业，且经过 30 年发展已经进入较为成熟阶段。展望未来，我们认为公司厨房食品受益消费升级，通过渠道下沉、餐饮渠道拓展收入端保持 10% 左右稳定增长。公司成本端虽短期存在扰动，但中长期角度公司通过套保等方式进行平滑，适合采取 DCF 进行估值。假设公司过渡期为 15 年，增长 CAGR 为 15%，则对应股权价值为 6650 亿元，对应股价为 122.7 元。

图表 65: WACC 假设以及 DCF 计算过程

WACC 计算假设		股权价值计算过程	
无风险利率	2.5%	FCFF 预测期现值(百万)	23519.3
市场收益率	9.0%	FCFF 过渡期现值(百万)	48239.0
债务成本	5.0%	FCFF 永续价值现值(百万)	585768.7
税率	18.0%	<b>企业价值(百万)</b>	<b>657526.9</b>
股票 beta	0.9	加: 非核心资产(百万)	84775.9
股权成本	8.4%	减: 付息债务(百万)	73418.5
债权比例	46.1%	减: 少数股东权益(百万)	3891.4
WACC	6.8%	<b>股权价值(百万)</b>	<b>664992.8</b>
过渡期年数	15	总股本	5421.6
永续增长率	3.5%	<b>每股价值(元)</b>	<b>122.7</b>

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 66: 敏感性分析(单位: 元)

	2.63%	2.89%	3.18%	3.50%	3.85%	4.24%	4.66%
5.11%	202.57	225.30	257.47	306.22	388.31	554.58	1065.95
5.62%	158.05	172.23	191.35	218.41	259.42	328.47	468.33
6.18%	124.78	133.87	145.71	161.67	184.27	218.52	276.18
6.80%	99.39	105.32	112.85	122.66	135.89	154.61	182.98
7.48%	79.71	83.63	88.51	94.69	102.75	113.61	128.99
8.23%	64.30	66.92	70.12	74.08	79.11	85.67	94.51
9.05%	52.16	53.92	56.03	58.60	61.80	65.85	71.12

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 5.2.2 相对估值

行业龙头享受估值溢价，当前估值水平较为合理。同为所处行业龙头地位的海天味业、农夫山泉相比，与公司未来 3 年复合增速及对应估值较为接近，市场给予行业空间大、且具有稳定增长前景的龙头公司一定估值溢价。公司当前市值对应 2020/21/22 年估值分别为 84.2/71.4/63.1 倍，我们认为处于较为合理位置，给予“增持”评级。

图表 67: 可比公司估值(截至 2020/12/31)

	市值 (亿元)	归母净利润增速				PE		
		2020E	2021E	2022E	2019-22E CAGR	2020E	2021E	2022E
海天味业	6498.4	18.6%	18.3%	17.8%	18.2%	102.4	86.5	73.5
农夫山泉	6174.3	4.7%	22.8%	19.2%	15.3%	100.3	81.6	68.5
道道全	52.6	14.2%	94.0%	27.9%	41.5%	35.8	18.4	14.4
克明面业	59.6	53.9%	17.4%	18.8%	29.0%	18.7	16.0	13.4
<b>金龙鱼</b>	<b>5872.7</b>	<b>29.0%</b>	<b>17.9%</b>	<b>13.1%</b>	<b>19.8%</b>	<b>84.2</b>	<b>71.4</b>	<b>63.1</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 六、风险提示

**宏观经济波动及下游需求变化。**公司主要产品属于日常消费品，在经济形势下行阶段，消费者对高端产品需求下降；新的消费趋势和理念可能对公司产品市场需求产生影响。如果宏观经济下行、下游需求波动，公司业绩出现下滑风险。

**原材料价格波动。**公司成本构成中，直接材料占比 85% 以上，原材料占比高。公司原材料采购价格以国内和国际商品市场的价格为基础，原材料价格如果出现大幅波动，可能对公司的盈利水平产生较大的影响。

**行业竞争激烈。**厨房食品行业竞争激烈，消费者喜好、品牌忠诚度可能发生变化，新产品推出、竞争对手定价策略可能会加剧行业竞争。如果公司由于竞争导致现有市场份额减少或利润下降，公司业务发展和经营业绩会受到不利影响

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com