

产业链优势不断强化的千亿粮油巨头

金龙鱼（300999.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2021年03月29日

● 核心结论

稳健增长的粮油界龙头。公司国内最大的农产品和食品加工企业之一，主营业务涵盖厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售。自公司1991年推出第一瓶金龙鱼小包装油以来，历经30余年已成为国内包装食用油、包装大米、包装面粉份额第一的粮油龙头企业。公司收入端增速平稳，2007-2020年公司营业收入年均复合增长率为10%达到1949亿元。

粮油行业市场容量相对稳定，结构升级创造新增量。1) 食用油：2012/13年度-2019/20年度国内食用油消费量年均复合率达2.6%，包装油增速（2005-2019年CAGR为8.82%）高于食用油整体增速。我们认为未来小包装化比例提升、行业集中度提升以及品牌化趋势演变愈加明显。2) 米面：米面作为主食消费，预计消费量相对稳定。近几年随着消费升级以及消费者食品安全意识的提升，包装米、面占比及集中度正逐渐提升，具备品牌、渠道优势的企业份额持续提升。

创新驱动，产品+渠道+采购铸造核心竞争力。1) 产品：公司是全国最大粮油生产商，目前已经形成了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵，在各细分市场均保持领先的市场地位。且公司不断扩宽产品品类，调味品业务布局加速推进，长期来看调味品有望沿袭公司大米、面粉成功发展路径；2) 渠道：公司渠道护城河深厚，在全国范围内建立了多元化、全渠道销售网络。各个渠道互为支撑、共享资源、协同发展，从而提升产品销售与市场开拓能力。3) 采购：公司背靠丰益国际和ADM，原材料供应有保障。且经过多年的发展，公司已经建立了一个战略性、高效的生产网络，同时通过建设大型综合企业群的方式实现效率最大化和规模经济。

盈利预测及投资评级。预计公司21-23年归母净利润分别为72.7/88.8/103.2亿元，EPS为1.34/1.64/1.90元，对应PE为58.3X/47.7X/41.0X。我们认为公司作为粮油行业龙头，在产品、品牌、渠道等方面均具有明显优势，给予公司21年63倍估值，目标价格84.4元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、下游需求波动风险、供应商集中度较高风险、套期保值风险。

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	170,743	194,922	221,689	242,609	268,079
增长率	2.2%	14.2%	13.7%	9.4%	10.5%
归母净利润（百万元）	5,408	6,001	7,266	8,877	10,324
增长率	5.5%	11.0%	21.1%	22.2%	16.3%
每股收益（EPS）	1.00	1.11	1.34	1.64	1.90
市盈率（P/E）	78.3	70.5	58.3	47.7	41.0
市净率（P/B）	5.9	5.1	4.7	4.2	3.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

增持

股票代码

300999

前次评级

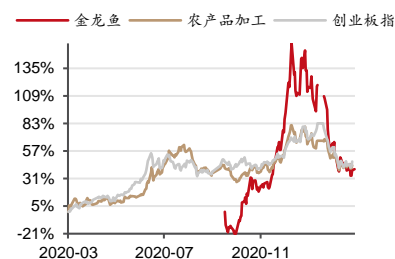
评级变动

首次

当前价格

78.52

近一年股价走势



分析师



刘丛丛 S0800519100003



liucongcong@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
金龙鱼核心指标概览	6
一、观历史：公司如何成长为国内粮油界龙头	7
1.1 历经 30 余年，终成粮油巨头	8
1.2 丰益国际控股，不存在实际控制人	9
1.3 营收稳健增长，净利润受投资收益影响波动	9
二、看行业：粮油市场增长动力、演变趋势是什么？	10
2.1 粮油行业市场规模较为稳定，格局清晰	10
2.1.1 国内食用油消费总量稳步增长	11
2.1.2 小包装食用油占据主要地位，渠道更加多样现代化	11
2.1.3 包装化、集中度提升是食用油市场增长动力	14
2.2 米面行业需求稳定，包装化、品牌化是长期驱动力	15
2.2.1 大米需求稳定，市场份额向龙头企业集中	15
2.2.2 面粉需求进入稳定期，专用面粉增长显著	16
2.3 饲料原料：下游需求提升带动原料行业发展	17
三、品优势：公司核心竞争力如何塑造	18
3.1 产品创新+精准营销，塑造公司品牌力	18
3.1.1 产品：研发平台支撑产品创新，同质化行业创造差异化产品	19
3.1.2 营销：精准营销，提升品牌知名度	20
3.1.3 品牌：矩阵丰富，抢占各个细分市场	21
3.2 渠道：多元化渠道网络全覆盖，渠道下沉	22
3.2.1 深度覆盖各消费渠道	22
3.2.2 持续推进渠道下沉	23
3.3 全球化采购链构筑核心优势	24
3.3.1 采购-全球化采购，原料供应有保障	24
3.3.2 生产基地-形成企业集群，实现规模经济	24
四、盈利预测及投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	26

4.2.1 相对估值.....	26
4.2.2 绝对估值法.....	26
五、风险提示.....	27

图表目录

图 1：金龙鱼核心指标概览图.....	6
图 2：2020 年公司营业收入构成.....	7
图 3：2020 年公司毛利构成.....	7
图 4：公司主要产品类别.....	7
图 5：Bathos 处于绝对控制地位.....	9
图 6：公司收入端增速平稳.....	10
图 7：公司归母净利润受投资收益影响较大.....	10
图 8：公司投资收益及资产减值损失波动.....	10
图 9：我国食用植物油生产及消费量稳定增长.....	11
图 10：我国食用植物油消费总量位居全球首位.....	11
图 11：我国居民人均食用油消费量位居全球中等水平.....	11
图 12：我国人均食用油消费量呈微幅下降趋势.....	11
图 13：预计到 2024 年我国包装食用油总体消费量为 17490 百万升.....	12
图 14：预计到 2024 年我国包装食用油总销售额为 118306 百万元.....	12
图 15：大豆油、调和油、菜籽油占据小包装食用植物油主要份额.....	13
图 16：售价较高的花生油占据小包装食用植物油销售额比重最大.....	13
图 17：金龙鱼不同食用油品种价格.....	13
图 18：大卖场、超市是小包装食用油的主要销售渠道.....	13
图 19：我国食用油包装化程度不断提升.....	14
图 20：我国规模以上食用植物油加工企业数量不断减少.....	14
图 21：预计 20 年我国粮油加工营收超百亿企业达 30 个.....	14
图 22：2016-2019 年小包装食用植物油全国销售量份额.....	15
图 23：2013 年以来我国大米生产量和消费量较为稳定.....	15
图 24：我国规模以上大米加工企业数量持续增长：(家).....	16
图 25：我国包装米市场份额向优势企业集中.....	16
图 26：我国面粉生产量和消费量进入稳定期.....	16
图 27：我国专用面粉产量保持较快增长.....	17
图 28：专用面粉占国内面粉比重持续提升.....	17
图 29：我国面粉加工企业数量减少.....	17
图 30：益海嘉里在包装面粉市场占有率第一.....	17
图 31：我国饲料总产量稳健增长.....	18
图 32：能繁母猪存栏逐步回升（%）.....	18

图 33: 禽类存栏相对高位.....	18
图 34: 公司不断推出创新产品	19
图 35: 2019 年公司推出“丸庄”酱油.....	20
图 36: 2021 年公司“梁汾”陈醋上市	20
图 37: 公司借助各种媒体进行品牌营销活动	20
图 38: 金龙鱼食用油品牌力指数稳居第一	21
图 39: 香满园食用油位居第六位	21
图 40: 香满园大米位居第三位	21
图 41: 餐饮和零售渠道是公司厨房食品业务增长主要动力	22
图 42: 公司零售产品毛利率最高	22
图 43: 公司经销商数量逐年增加	23
图 44: 17-19 年公司新增经销商平均单家销售金额逐年下降	23
图 45: 公司向关联方企业的原材料采购金额（亿元）	24
图 46: 公司向关联方企业的原材料采购金额占比	24
图 47: 公司全国生产基地示意图	24
图 48: 泰州综合企业群鸟瞰图	24
表 1: 公司发展历程	8
表 2: 金龙鱼品牌在食用油市场份额达到 33.7%（2019 年）	19
表 3: 宁波瓜瓜农业科技有限公司是公司第一大客户	23
表 5: 金龙鱼业务拆分预测	25
表 6: 可比公司估值（数据截至 2021.3.29）	26
表 7: 公司绝对估值（单位：百万元）	26
表 8: 公司绝对估值敏感性分析	26

投资要点

关键假设

收入端：

(1) 厨房食品：公司厨房食品分为零售产品、餐饮产品及食品加工产品，17-20 年公司厨房食品销量增速分别为 15.08%/11.09%/3.49%，售价增速分别为-4.5%/-1.4%/7.6%。考虑到 21 年原材料价格整体高位运行及公司餐饮端销量的恢复，我们预计 21-23 年公司厨房食品业务销量同比分别增长 13.4%/12.8%/15.6%，售价同比分别增长 -1.6%/-0.7%/-2.8%。即厨房食品收入分别为 1353/1515/1703 亿元，同比分别增长 11.7%/12.0%/12.4%。

(2) 饲料原料及油脂业务：17-20 年公司饲料原料及油脂业务销量增速分别为 8.5%/-3.3%/12.6%，售价增速分别为 3.5%/-5.9%/5.6%。我们预计 21-23 年公司该项业务销量同比分别增长 13.5%/7.0%/7.2%，售价同比分别增长 3.2%/-1.6%/0%。即饲料原料及油脂业务收入分别为 849/894/959/亿元，同比分别增长 17.2%/5.3%/7.2%。

毛利率及费用端：

(3) 预计 21-23 年公司整体毛利率分别为 12.1%/12.1%/12.3%，三项费用率较为稳定。

区别于市场的观点

市场认为公司盈利能力较弱且成长性不足。我们认为，公司的毛利率在行业内处于合理水平且占比最大的厨房食品毛利率呈现上升趋势。公司是国内最大的农产品和食品加工企业之一，产品种类众多且渠道深耕多年，包装粮油米面均处于行业领先地位，公司已然是国内实力最强的必需品消费公司。未来公司毛利率会伴随公司产品结构升级（毛利率较高的零售业务占比提升）及新品的推陈出新（金龙鱼品牌优势明显，溢价能力高，品牌定位覆盖低中高，有综合性和专业性品牌，具有不断嫁接新产品、新品类的能力）而进一步提升。

股价上涨催化剂

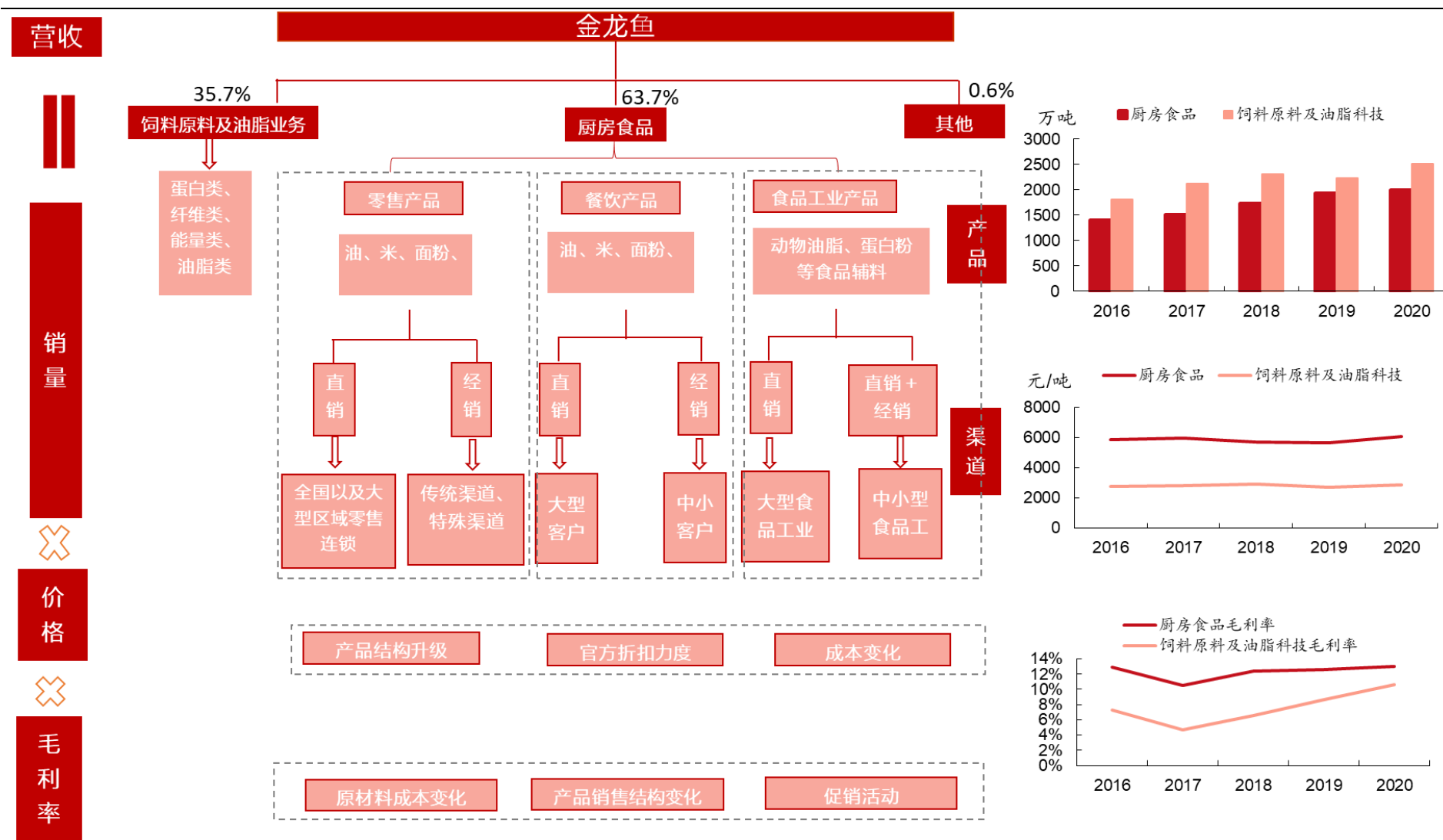
新品上市超预期增长；公司油价提升幅度高于原材料成本提升幅度；投资收益大幅提升

估值与目标价

预计公司 2021/2022/2023 年分别实现营业收入 2216.9/2426.1/2680.8 亿元，归母净利润 72.7/88.8/103.2 亿元，EPS 为 1.34/1.64/1.90 元。对应 PE 分别为 58.3 X /47.7X/41.0X。我们认为公司作为粮油行业龙头，在产品、品牌、渠道等方面均具有明显优势，未来调味品业务亦有望沿袭公司大米、面粉成功发展路径。给予公司 21 年 63 倍估值，目标价格 84.4 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

金龙鱼核心指标概览

图1：金龙鱼核心指标概览图



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

一、观历史：公司如何成长为国内粮油界龙头

益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司成立于 2005 年，目前是国内最大的农产品和食品加工企业之一。公司主营业务涵盖厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售，旗下拥有“金龙鱼”“欧丽薇兰”“胡姬花”“香满园”“海皇”“丰苑”“金味”“锐龙”“洁劲 100”等知名品牌。从收入构成上看，厨房食品是公司主要的收入来源，2020 年，厨房食品占主营业务收入的比例在 62.2% 左右，其次是饲料原料及油脂业务，占比 37.2%。从毛利占比看，厨房食品的毛利占比在 70.6% 左右，是公司主要的利润来源。

图 2：2020 年公司营业收入构成

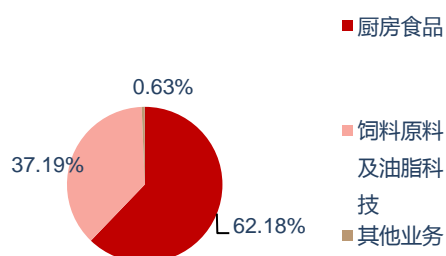
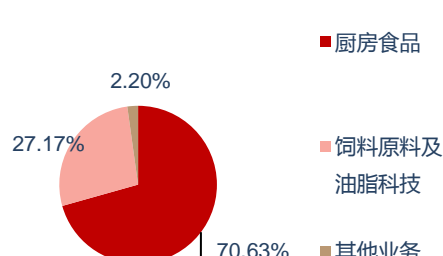


图 3：2020 年公司毛利构成



资料来源：wind，西部证券研发中心

资料来源：wind，西部证券研发中心

产品结构上，公司厨房食品种类丰富，细分领域涉及零售产品、餐饮产品以及食品工业产品。1) 零售产品以小包装化来满足消费者的需求，1991 年，推出第一瓶“金龙鱼”小包装食用油，推动中国从散装油到小包装油的消费革命，目前已相继推出小包装食用油、大米、面粉、挂面以及调味品等。2) 为满足中国餐饮业厨房烹饪的需求，公司推出适合餐饮客户的食用油、大米、面粉、调味品、豆浆粉等产品。3) 在食品工业领域，公司主要提供专用油脂、动物油脂、食品辅料以及面粉类产品，产品广泛应用于西式快餐、工业烘焙、速冻食品、连锁饼店、冷饮和奶粉等众多领域。

依托于食品加工产业链，公司同时涉足饲料原料以及油脂科技产品，主要包括脂肪酸、皂粒、甘油等油脂基础化学品，造纸化学品、高分子材料、表面活性剂等油脂衍生化学品，维生素 E、植物甾醇等营养品，以及家居及个人护理产品等日化用品等。

图 4：公司主要产品类别



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

1.1 历经30余年，终成粮油巨头

1988年，初步建立阶段。1988年，益海嘉里在中国投资的第一家油脂工厂南海油脂工业（赤湾）有限公司成立，用于筹建食用油精炼以及小包装工厂。

1988-2003年，产品创新阶段，完成市场普及。1991年，第一瓶金龙鱼小包装油面世，引领了中国从散装油到小包装油的消费模式革命。同年，丰益国际集团成立，业务范围包括棕榈种植，油籽压榨，食用油精炼，食糖加工和提炼，消费品、专用油脂、面粉及大米加工，油脂化工品、棕榈生物柴油和化肥制造等。2002年，金龙鱼第二代食用调和油上市，引领中国食用油消费理念从“安全”向“营养健康”跃升的二次革命。2003年，小包装食用油年销量突破100万吨。

2004-2010年，兼并收购成为大豆加工领域龙头。2005年，公司前身益海投资有限公司成立，金龙鱼第二代食用调和油获得国家发明专利证书，并获得中国粮油学会科学技术奖二等奖，成为北京2008年奥运会食用油独家供应商。2009年，油籽压榨年加工量突破1,000万吨，为了更加系统地开展研发工作，成立益海嘉里研发中心，创领粮油未来。

2011年至今，横向扩张阶段。2011-2016年，油脂精炼年加工量突破500万吨，水稻年加工量突破100万吨，油脂科技产品年销量突破100万吨，小麦年加工量突破450万吨，食用油餐饮渠道年销量突破100万吨。2017年，益海（佳木斯）粮油工业有限公司被国家发改委正式批准为“水稻加工循环经济标准化试点”单位，公司自2017年起实施了四次同一控制下的资产重组，丰益国际将其控制的中国境内与公司主营业务相关的经营实体陆续注入公司，其中涵盖南海油脂工业（赤湾）有限公司。2018年，设立股份有限公司，公司名称变更为“益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司”，食品工业专用油脂年销量突破100万吨，成为北京2022年冬奥会官方粮油赞助商。

表1：公司发展历程

时间	发展历程
1988年	南海油脂工业（赤湾）有限公司成立，筹建食用油精炼及小包装工厂
1991年	第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世
1994年	开展大豆压榨产业链相关业务
2002年	金龙鱼第二代食用调和油上市
2003年	小包装食用油年销量突破100万吨
2005年	公司前身益海投资有限公司成立 ü 金龙鱼第二代食用调和油获得国家发明专利证书，并获得中国粮油学会科学技术奖二等奖
2006年	在佳木斯创建首个“水稻循环经济模式”实验基地，探索“精深加工、变废为宝”的全新产业模式 ü 成为北京2008年奥运会食用油独家供应商
2009年	油籽压榨年加工量突破1,000万吨 ü 为了更加系统地开展研发工作，成立上海研发中心
2010年	“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
2011年	油脂精炼年加工量突破500万吨 ü 水稻年加工量突破100万吨
2012年	油脂科技产品年销量突破100万吨
2015年	小麦年加工量突破450万吨
2016年	食用油餐饮渠道年销量突破100万吨
2017年	益海（佳木斯）粮油工业有限公司被国家发改委正式批准为“水稻加工循环经济标准化试点”单位 ü 公司自2017年起实施了四次同一控制下的资产重组，丰益国际将其控制的中国境内与公司主营业务相关的经营实体陆续注入公司，其中涵盖南海油脂工业（赤湾）有限公司

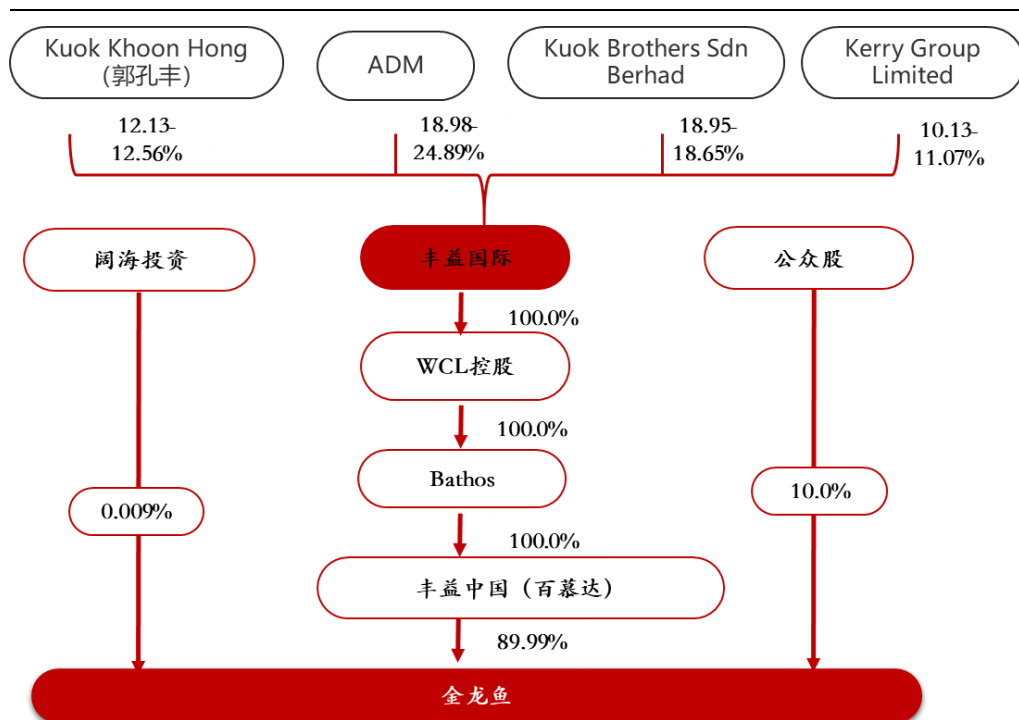
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

1.2 丰益国际控股，不存在实际控制人

公司控股股东为 Bathos，持股比例将为 89.99%，居于绝对控制地位。

Bathos 系丰益中国（百慕达）的全资子公司，丰益国际依次通过 WCL 控股、丰益中国、丰益中国（百慕达）间接持有 Bathos 100% 权益。丰益国际成立于 1999 年 8 月 14 日，于 2006 年 8 月 8 日在新加坡交易所上市，其主营业务主要涉及棕榈及月桂酸油、油籽和谷物、糖及其他业务四大板块，主要股东的分别为郭孔丰、ADM、Kuok Brothers Sdn Berhad、Kerry Group Limited，无任一股东能够控制丰益国际。同时，阔海投资直接持有公司 0.01% 的股份。阔海投资成立于 2002 年 8 月 20 日，系山东益海贸易有限公司、牛余新等益海嘉里员工共同设立的内资企业，其主营业务主要涉及国产原粮和油料贸易、第三方物流及动力煤贸易领域。

图 5：Bathos 处于绝对控制地位

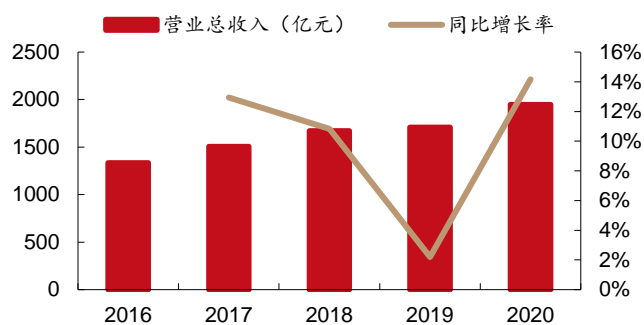


资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

1.3 营收稳健增长，净利润受投资收益影响波动

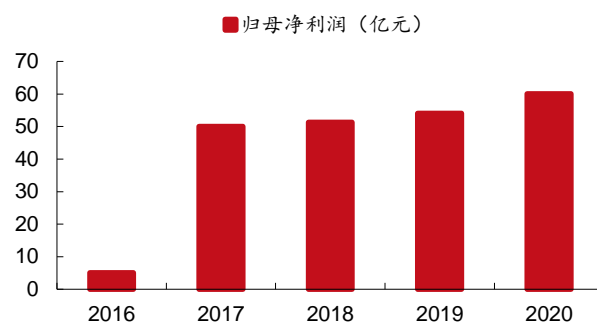
公司收入端增速平稳，2016-2020 年公司营业收入年均复合增长率为 10% 达到 1949 亿元；但归母净利润受投资收益（主要为商品衍生工具）及资产减值损失影响较大，2016-2020 年公司归母净利润分别为 5.1/50.0/51.3/54.1/60.01 亿元，CAGR 为 85%。其中投资净收益分别为 -29.6/34.8/9.5/10.1/-22.9 亿元，投资净收益大幅变动主要因公司大豆期货交易所致；2016-2020 年公司资产减值损失分别为 1.8/2.7/10.83/21.0/7.4 亿元，其中存货跌价损失分别为 1.1/1.7/10.6/20.9/6.6 亿元，2018 年、2019 年增长较大主要因为存货跌价损失（2018Q4 及 2019 年上半年豆粕等饲料原料产品价格下跌，公司存货计提了存货跌价准备）的增加。20 年公司存货跌价损失主要因 Q4 公司基于套期保值的衍生品截至年末按市值计价的损失影响，但该业务下的业绩在期后随着销售能够逐步转回。

图 6：公司收入端增速平稳



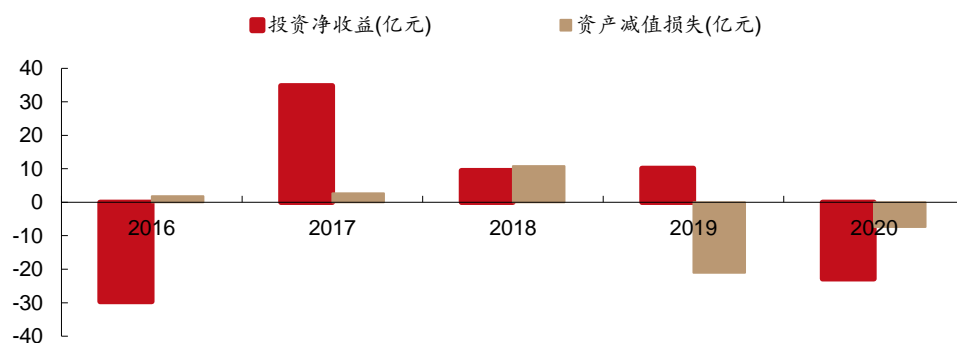
资料来源：公司招股说明书，公司年报，西部证券研发中心

图 7：公司归母净利润受投资收益影响较大



资料来源：公司招股说明书，公司年报，西部证券研发中心

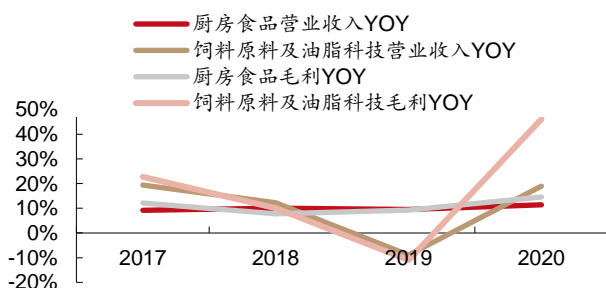
图 8：公司投资收益及资产减值损失波动



资料来源：公司招股说明书，公司年报，西部证券研发中心

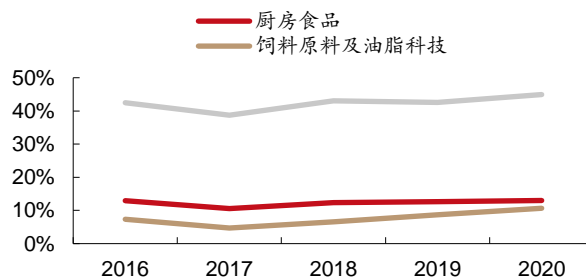
从增速上看，2016-2020 年，公司厨房食品营业收入和毛利的年均复合增速分别为 10%、11%，饲料原料及油脂科技业务营业收入和毛利的年均复合增速分别为 10.4%、17%。从毛利率来看，厨房食品业务始终保持高毛利率，2020 年厨房食品业务毛利率进一步提升至 13.0%，饲料原料及油脂科技业务毛利率提升至 10.7%。

图 10：近四年公司厨房食品收入、毛利增速平稳



资料来源：公司招股说明书，公司年报，西部证券研发中心

图 11：公司厨房食品毛利率较为稳定



资料来源：公司招股说明书，公司年报，西部证券研发中心

二、看行业：粮油市场增长动力、演变趋势是什么？

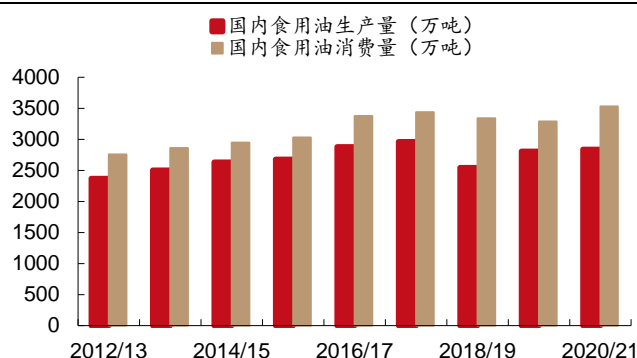
2.1 粮油行业市场规模较为稳定，格局清晰

2.1.1 国内食用油消费总量稳步增长

食用油按照品类可分为食用动物油和食用植物油。从供给端来看,由于加工工艺及市场供需关系等原因,植物油脂产量远高于动物油脂,占整个市场份额的90%以上。相应地,在我国消费结构中,食用植物油占据了主导地位。

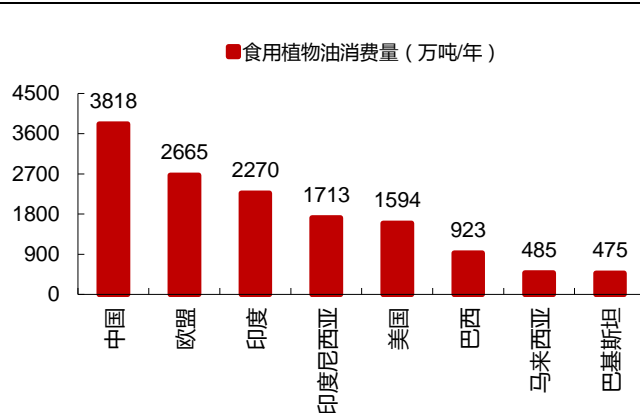
从总量上看,国内食用植物油消费量保持稳定增长。根据国家粮油信息中心及农业农村部统计数据显示,2019/20年度(2019年10月至2020年9月)我国国内食用植物油生产量/使用量分别为2809/3289万吨,并预计20/21年度食用植物油生产量/使用量分别为2837/3532万吨。2012/13年度-2019/20年度国内食用植物油消费量年均复合率达2.6%,食用植物油生产及消费量保持相对稳增长。且从国际对比来看,我国每年食用植物油消费量稳居全球首位,远超排名第二的欧盟。

图9: 我国食用植物油生产及消费量稳定增长



资料来源: 国家粮油信息中心, 西部证券研发中心

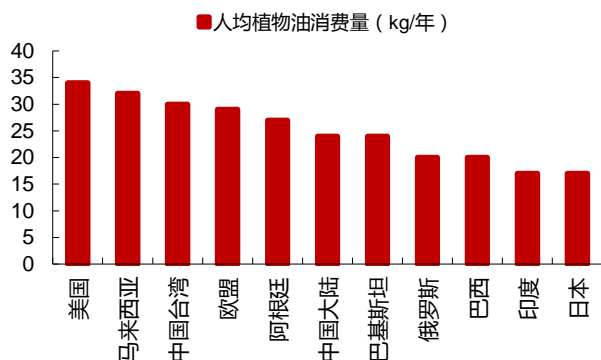
图10: 我国食用植物油消费总量位居全球首位



资料来源: USDA, 西部证券研发中心

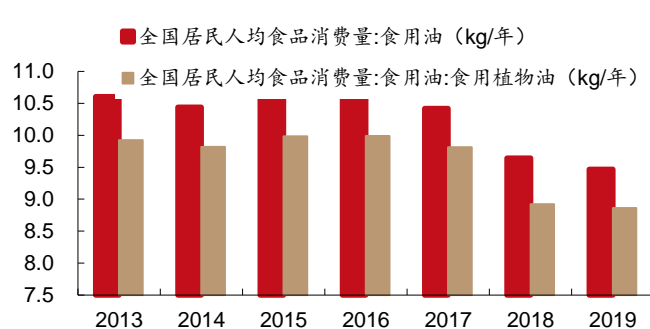
从人均消费量来看,我国食用油人均消费量(包含食品加工、工业使用)处于中等水平,仍有提升空间。但从直接使用角度,随着人们对健康饮食的重视,近几年我国人均食用油/食用植物油消费量有小幅下降趋势。整体来看,预计食用油人均消费量预计维持相对稳定。

图11: 我国居民人均食用油消费量位居全球中等水平



资料来源: USDA, 西部证券研发中心

图12: 我国人均食用油消费量呈微幅下降趋势



资料来源: wind, 西部证券研发中心

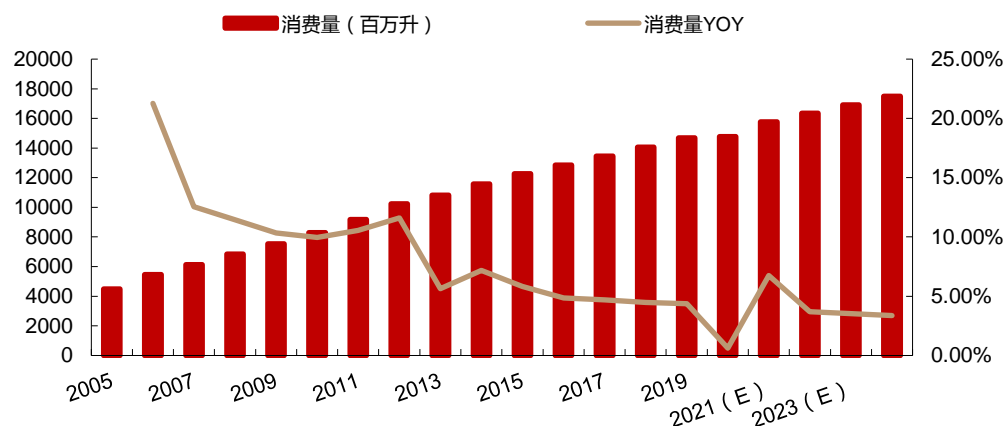
2.1.2 小包装食用油占据主要地位, 渠道更加多样现代化

按照包装方式划分,食用植物油可分为散装油、中包装食用油以及小包装食用油。2011年以来,国家相继出台了《中华人民共和国质量法》、《中华人民共和国食品安全法》等一系列法律法规,对食品生产、加工、流通等各环节进行规范。另一方面,随着居民消费能力不断提升,消费者的食品安全卫生意识日益提高。市场上散装油消费量逐渐减少,中小

包装食用油稳步上升，占据着食用油市场的主要地位。

据 Euromonitor 数据，2019 年我国包装食用油消费量及销售额分别为 14674 百万升、103071 百万元，2005-2019 年 CAGR 为 8.82%，并预计 2024 年包装食用油消费量及销售额分别为 17490 百万升、118306 百万元，2019-2024 年 CAGR 为 3.57%，包装油市场保持稳健增长。

图 13：预计到 2024 年我国包装食用油总体消费量为 17490 百万升



资料来源：Euromonitor, 西部证券研发中心

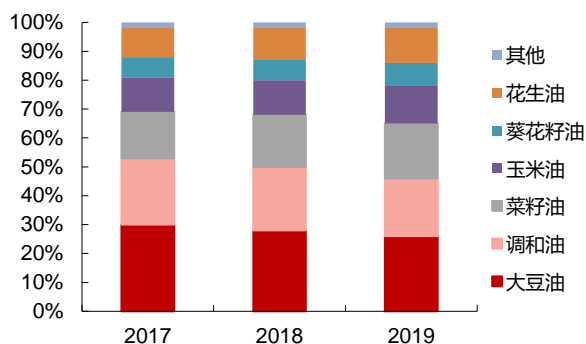
图 14：预计到 2024 年我国包装食用油总销售额为 118306 百万元



资料来源：Euromonitor, 西部证券研发中心

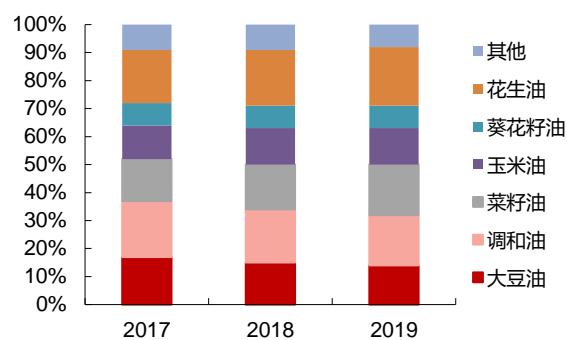
从油种上看，小包装食用植物油包括大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油、花生油等品类。从销售量来看，销售价格相对便宜的大豆油、食用调和油、菜籽油等依然占据小包装食用植物油的主要部分，销售量占比超过 80%。从销售额来看，销售价格相对较高的花生油占比最高，2018 年、2019 年销售额占比均超过 20%。

图 15: 大豆油、调和油、菜籽油占据小包装食用植物油主要份额



资料来源: 尼尔森 (金龙鱼招股说明书), 西部证券研发中心

图 16: 售价较高的花生油占据小包装食用植物油销售额比重最大



资料来源: 尼尔森 (金龙鱼招股说明书), 西部证券研发中心

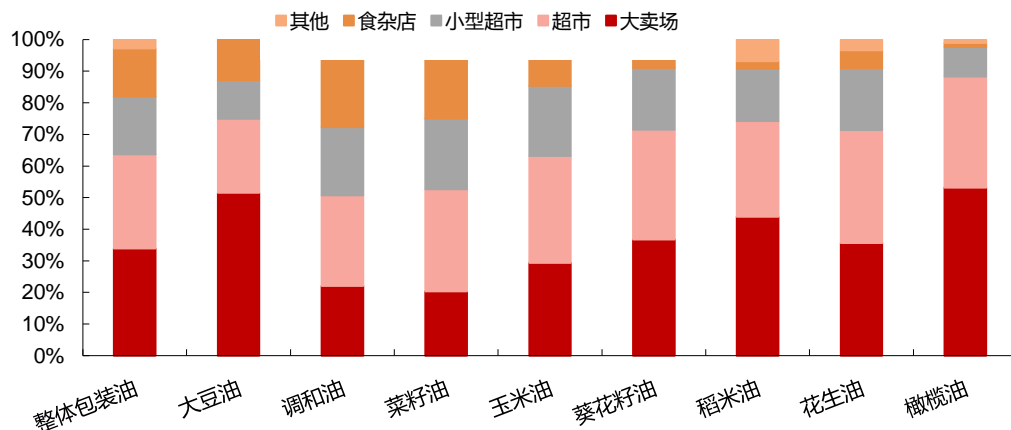
图 17: 金龙鱼不同食用油品种价格



资料来源: 金龙鱼京东旗舰店, 西部证券研发中心

销售渠道趋向多样化和现代化。从销售渠道来看, 大卖场、超市、小型超市等是小包装食用植物油销售的主要渠道, 占行业 70%以上的销售比重, 其中又以大卖场和超市贡献最大, 占行业 50%以上的销售比重。

图 18: 大卖场、超市是小包装食用油的主要销售渠道

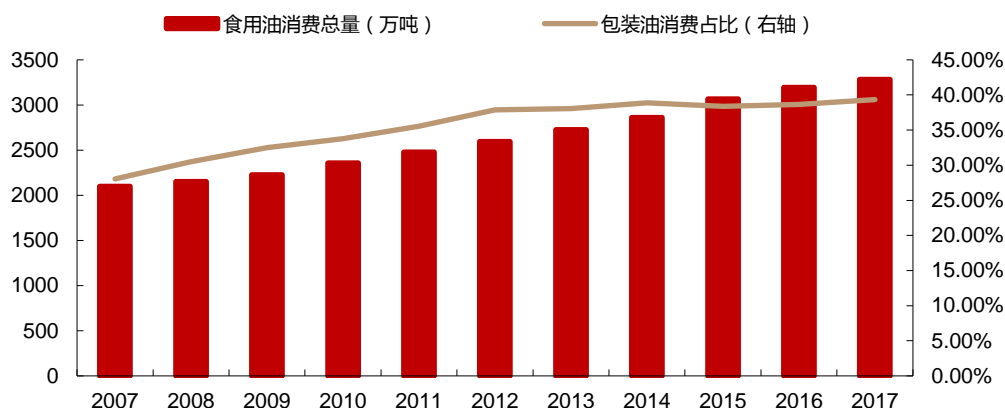


资料来源: 尼尔森 (转引自公司招股说明书), 西部证券研发中心

2.1.3 包装化、集中度提升是食用油市场增长动力

当前我国食用油市场已进入稳定增长阶段，其中三大行业趋势是食用油市场增长的主要动力。一是小包装化比例提升。根据统计，07-19年我国食用油消费量以年均2.5-3.0%的速度增长，包装油占食用油消费比重不到40%，但却以每年约8%的速度增长，我们认为随着《中华人民共和国食品安全法》等食品安全法律法规体系的不断完善，以及多地政府部门出台关于禁止销售散装食用油的相关规定，包装油替代散装油的行业趋势仍在持续，未来有望取代散装油成为食用油消费主力。

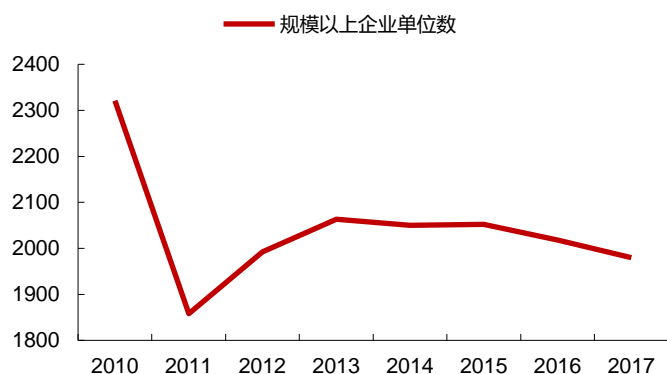
图 19：我国食用油包装化程度不断提升



资料来源：欧睿数据，中国农业发展展望报告，西部证券研发中心

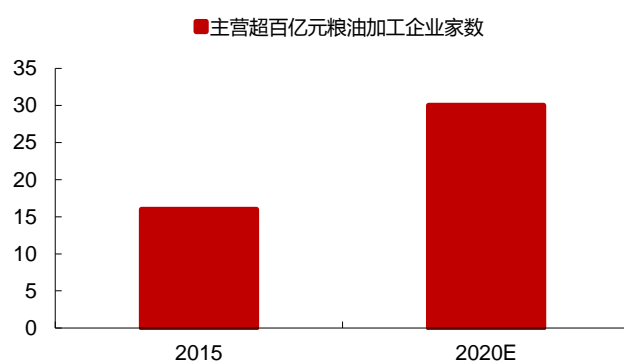
二是行业不断整合，集中度提升。根据国家统计局及《中国农产品加工业年鉴》数据显示，我国食用植物油规模以上企业由2010年的2321家下降至2017年的1980家。同时，根据国家粮食局发布的《粮油加工业“十三五”发展规划》，预期到2020年，中国粮油加工业主营业务收入过100亿元企业数量达30个，相比2015年增加14家。竞争力相对弱势企业逐渐推出市场的同时，越来越多的优势资源将会向龙头企业集中。

图 20：我国规模以上食用植物油加工企业数量不断减少



资料来源：国家统计局，《中国农产品加工业年鉴》，西部证券研发中心

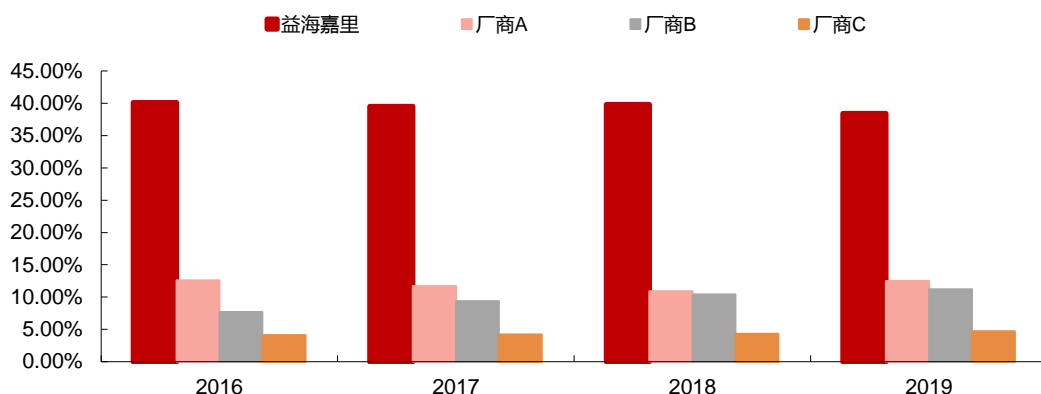
图 21：预计 20 年我国粮油加工营收超百亿企业达 30 个



资料来源：国家粮食局，西部证券研发中心

三是规模化、品牌化的优势愈加明显。根据尼尔森数据，我国小包装食用植物油 CR4 由2017年的64.8%稳步提升至68.8%，行业集中度不断提高的同时，竞争格局整体呈现“一超多强”局面，2016年-2019年，益海嘉里以40%的市场份额居于领头地位，包装食用植物油市场份额远超其他厂商。

图 22：2016-2019 年小包装食用植物油全国销售量份额



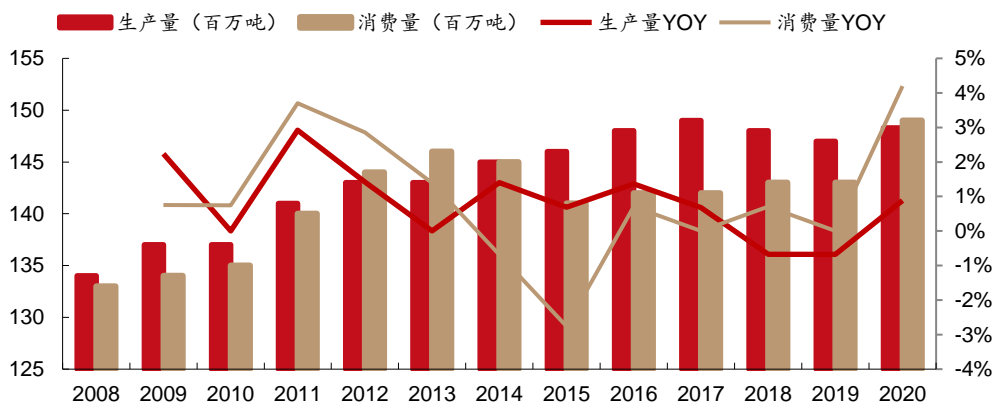
资料来源：尼尔森（转引自公司招股说明书），西部证券研发中心

2.2 米面行业需求稳定，包装化、品牌化是长期驱动力

2.2.1 大米需求稳定，市场份额向龙头企业集中

预计大米总消费量较为稳定。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。作为主食消费品，大米具备弹性系数小的特点。2008-2013年，我国大米生产量和消费量持续稳定增长，年均复合增长率分别为1.19%和1.92%。2013年以来，随着传统农业结构的调整和居民消费结构的不断升级，大米食用消费有所下降。2020年我国大米消费量为149百万吨，相比2019年提升4.2%。整体来看，作为主食消费的大米总消费量预计相对稳定。

图 23：2013 年以来我国大米生产量和消费量较为稳定



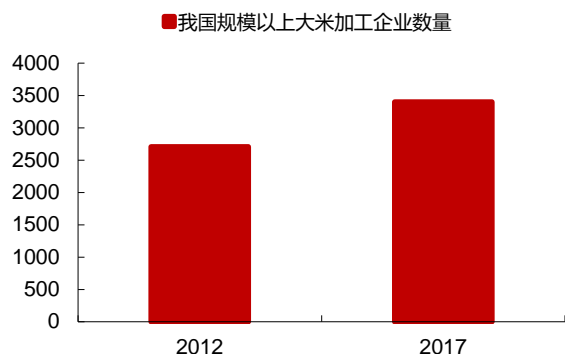
资料来源：USDA，西部证券研发中心

包装米占比提升，且份额向优势企业集中。大米加工行业的低门槛性吸引了较多的企业，2004年我国粮食市场全面放开以后，大米行业规模以上企业数量持续增加。2012年我国大米行业规模以上企业数量为2700家，到2017年已经增长到3400家。

从消费结构上看，我国大米消费结构主要由食物消费、饲料、工业用粮组成，其中食物消费占比约40%，而食物消费中主要以散装米为主，包装米占比较低。近几年，随着消费升级以及消费者食品安全意识的提升，包装米占比逐渐提升。根据尼尔森数据，按销售量统计，行业前四大厂商包装米现代渠道市场份额由2016年的40%稳步提升至2019年的45%。其中，益海嘉里市场占有率第一，2016-2019年，公司包装米现代渠道销售份额分别为

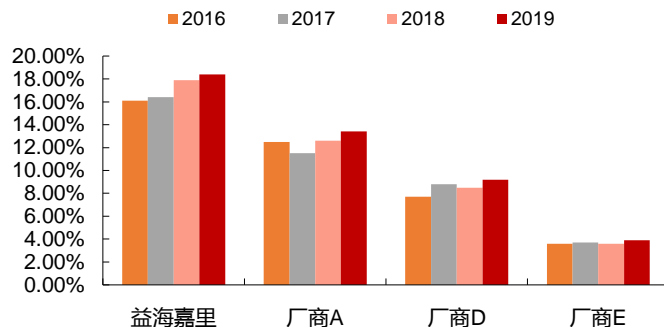
16.1%、16.4%、17.9%及 18.4%，均领先于其他厂商。

图 24：我国规模以上大米加工企业数量持续增长：(家)



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 25：我国包装米市场份额向优势企业集中

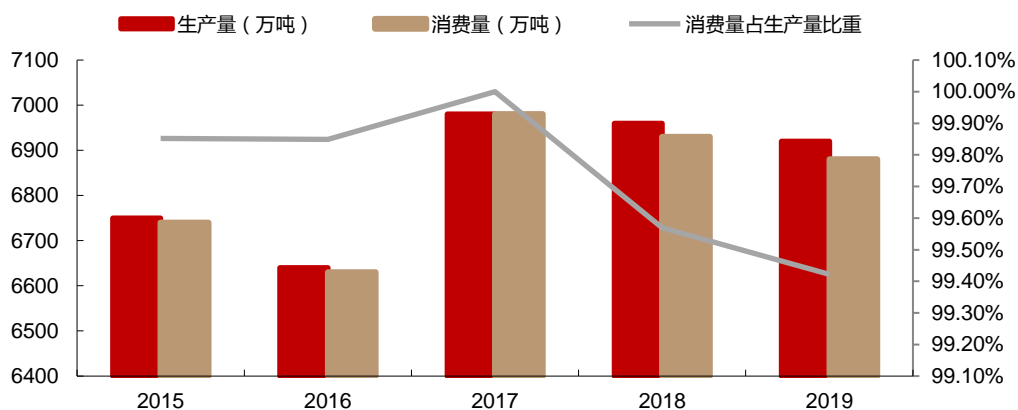


资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

2.2.2 面粉需求进入稳定期，专用面粉增长显著

面粉整体消费进入稳定期，专用面粉增长亮眼。面粉是一种主要通过研磨未加工谷物（小麦最为常见）制成的粉末。小麦是世界上最为广泛种植的谷类作物，在我国是仅次于水稻、玉米的主要粮食作物，种植面积约占粮食作物总面积的 20%。面粉产量随小麦产量而浮动。2015 年以来我国面粉产量稳步增长，由 2015 年的 6750 万吨增加至 2019 年的 6920 万吨。需求量相对稳定，由 2015 年 6740 万吨增加至 2019 年的 6880 万吨，年均复合增长率为 0.5%。

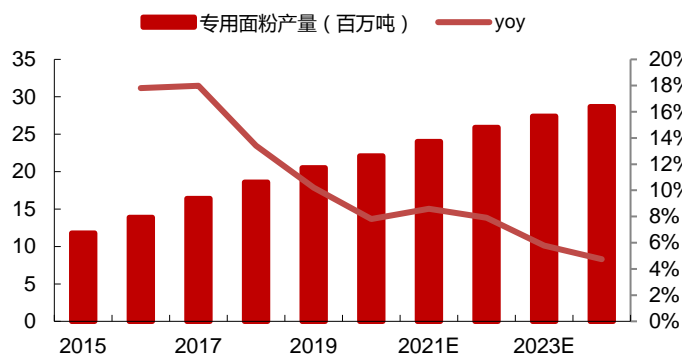
图 26：我国面粉生产量和消费量进入稳定期



资料来源：国家统计局（转引自公司招股说明书），西部证券研发中心

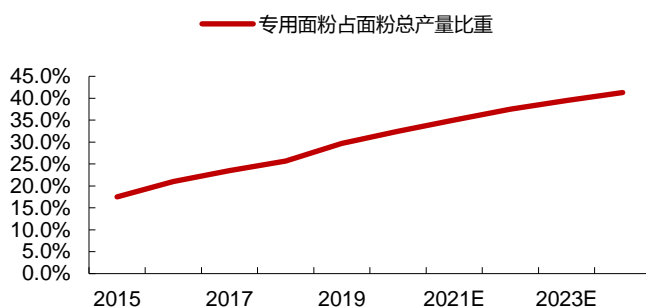
按性能和用途划分，面粉可以分为专用面粉（面包粉、饺子粉、饼干粉等）、通用面粉（标准粉、富强粉）以及营养强化面粉（增钙面粉、富铁面粉等）。随着我国经济发展，食品加工及家庭消费对面粉的需求逐步精细化、多元化，专用面粉消费量快速提升。根据弗若斯特沙利文数据，2015-2019 年我国专用面粉产量 CAGR 为 14.8%，远高于国内面粉总产量不到 1% 的年均复合增速，且专用面粉产量占国内面粉总量比重由 2015 年度的 17.5% 上升至 2019 年 29.7%，预计到 2024 年专用面粉产量 2087 万吨，2020-2025 年 CAGR 为 6.8%，专用面粉未来五年增速虽有所下降但仍远高于行业整体增速。

图 27：我国专用面粉产量保持较快增长



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

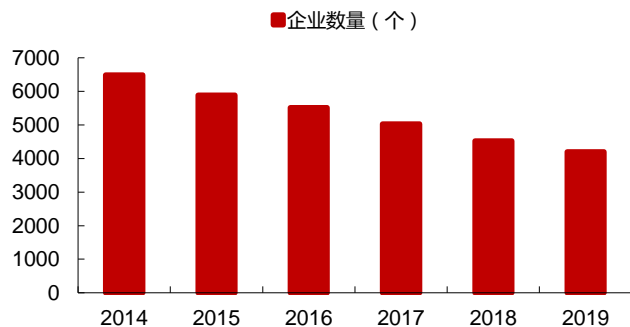
图 28：专用面粉占国内面粉比重持续提升



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

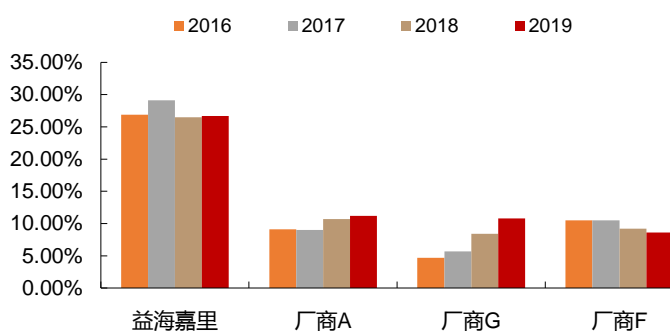
集中化、包装化提升是长期趋势。当前国内面粉加工行业正处在从扩大市场规模到打造行业品牌的关键时期，从数量到质量，从质量到渠道，从渠道到认知，都正在进行着巨大的转变。数量上来，我国面粉加工企业数量减少，行业趋向集中化。2019 年中小微面粉企业总数量为 2600 家，规模以上企业 1600 家，较上年分别减少 7.25%和 7.14%。质量上，随着消费结构升级，消费者更加关注粮食质量安全，更倾向于购买长保质期以及高质量的包装米面产品。根据尼尔森数据，按销售量统计，行业前四大厂商包装面粉现代渠道市场份额由 2016 年的 51%稳步提升至 2019 年的 57%。其中，益海嘉里市场占有率第一，2016-2019 年，公司包装面粉现代渠道销售份额分别为 26.9%、29.1%、26.5%及 26.7%，均领先于其他厂商。

图 29：我国面粉加工企业数量减少



资料来源：中国农业产业报告，西部证券研发中心

图 30：益海嘉里在包装面粉市场占有率第一

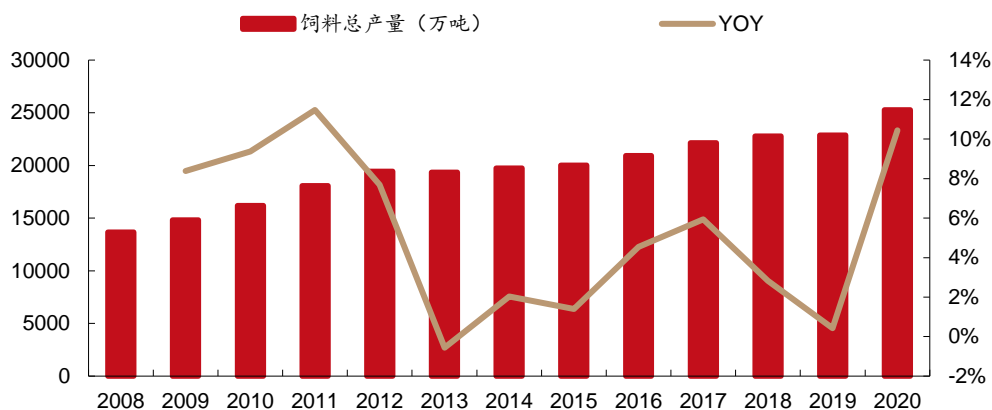


资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

2.3 饲料原料：下游需求提升带动原料行业发展

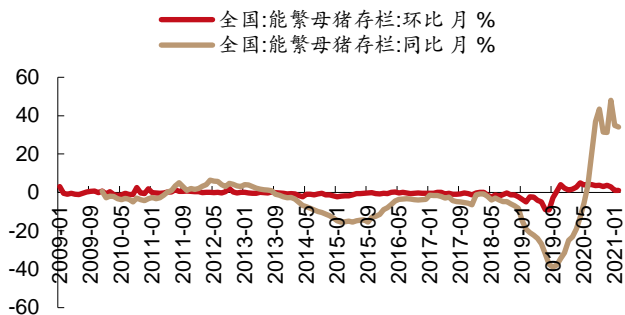
饲料原料主要包括油籽及其加工产品、谷物及其加工产品等，向饲料生产企业供应，进一步加工成为饲料产品。根据中国饲料工业协会的数据，2020 年我国饲料总产量约 2.53 亿吨，2008-2020 年 GAGR 达 5.3%。展望未来 2-3 年，随着生猪存栏逐步恢复以及禽类存栏相对高位，我们认为下游需求的提升将带动饲料原料行业增速提升。

图 31：我国饲料总产量稳健增长



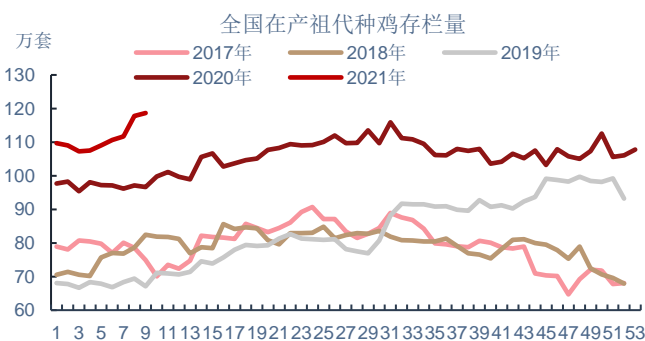
资料来源：饲料工业协会，西部证券研发中心

图 32：能繁母猪存栏逐步回升（%）



资料来源：农业农村部，西部证券研发中心

图 33：禽类存栏相对高位



资料来源：禽业协会，西部证券研发中心

三、品优势：公司核心竞争力如何塑造

食用油作为必需消费品，消费冲动性弱，消费者对其价格敏感性较高，因此性价比会是其主要考量因素。同时，随着国内经济发展及人民生活水平提高，消费者对食品安全的需求也与日俱增，需求层次从数量逐步演变为质量、营养安全需求，因此品牌亦显著影响消费者意愿。金龙鱼作为引领全国小包装油的龙头企业，在品牌知名度方面具备明显优势，且公司凭借强大的采购、研发、渠道一体化优势，有望享受现有行业的稳增长以及细分品类新品的增量。

3.1 产品创新+精准营销，塑造公司品牌力

自 1991 年第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世以来，益海嘉里凭借其多年的品牌战略及精准营销，成长为全国最大粮油生产商，“金龙鱼”品牌的知名度和美誉度亦得到大幅提升。根据世界品牌实验室 2019 年《中国 500 最具价值品牌》，“金龙鱼”的品牌价值高达 398.54 亿元；根据欧睿国际发布的 2019 年《Top 100 Megabrands》白皮书，“金龙鱼”品牌位列全球快速消费品第 21 位，远高于同行业竞争对手福临门、鲁花。市场份额方面，根据 Euromonitor 统计，2019 年食用油市场中金龙鱼品牌市场份额达到 33.7%，欧丽薇兰、胡姬花也进入前十。除了之外，公司包装米、面粉在现代渠道市占率亦较为领先。根据尼尔森数据，按销售量统计，2017 年、2018 年及 2019 年，公司包装米现代渠道

销售份额分别为 16.4%、17.9%及 18.4%，均领先于竞争对手。

品牌的建设需要投入大量资本和人力，对于产品服务的质量和价值有着较强的品牌背书效应，因此，消费者对于产品品牌的认知度，构成了公司强大的品牌壁垒。

表 2：金龙鱼品牌在食用油市场份额达到 33.7%（2019 年）

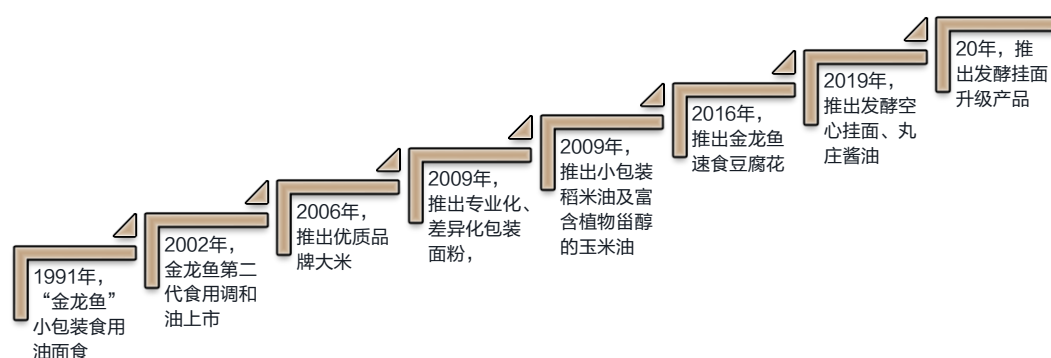
排名	品牌	所属公司	市场份额
1	金龙鱼	益海嘉里	33.70%
2	福临门	中粮食品	13.50%
3	鲁花	山东鲁花	6.80%
4	海狮	上海良友	3.20%
5	长寿花	中国玉米油	2.70%
6	西王	西王食品	2.70%
7	欧丽薇兰	益海嘉里	2.30%
8	多力	Standard Food Group	2.20%
9	胡姬花	益海嘉里	1.90%
10	鹰唛	广东鹰唛	1.50%

资料来源：欧睿，西部证券研发中心

3.1.1 产品：研发平台支撑产品创新，同质化行业创造差异化产品

产品创新是企业成长的源动力，金龙鱼一直致力于将产品创新贯彻始终，1991 年第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世，推动了中国从散装油到小包装油的消费革命。2002 年，第二代调和油步入我国市场，公司提出“平衡脂肪酸”概念，进一步拿下小包装食用油市场的半壁江山。2006 年开始公司将食用油小包装化、品牌化发展的成功经验逐步复制到小包装大米以及小包装面粉等产品领域。2006 年公司推出了优质品牌包装大米；2009 年，公司推出了专业化、差异化的包装面粉。随后相继推出富含谷维素的稻米油、富含植物甾醇的玉米油、AE 营养强化大豆油、发酵挂面、现代工艺的豆浆粉和速食豆花粉、高分散性大豆分离蛋白等创新产品，源源不断的品类革新成为支撑公司业务做大做强的最根本原因。

图 34：公司不断推出创新产品



资料来源：公开资料整理，西部证券研发中心

除粮油米面外，公司在调味品业务的布局亦在加快。2015 年 1 月，公司与中国台湾丸庄酱油（成立于 1909 年，是中国台湾地区唯一一家完整传承黑豆、黄豆两种酱油纯手工酿造秘方及工艺的百年老字号）正式签约，2017 年共同在泰州兴建益海嘉里首个酱油生产线，可年产 16 万吨优质酱油。2019 年，丸庄酱油高端产品正式上市丸庄酱油。同年，公司在重庆江津地区的火锅底料、川味复合调料项目亦在加快建设。2021 年，公司旗下金

龙鱼梁汾山西陈醋(2年陈醋)、梁汾三年老陈醋、梁汾五年老陈醋产品已全面上市。我国调味品行业坐拥千亿市场，且未来仍将受益于餐饮行业的发展以及消费升级而维持可观增速。金龙鱼作为国内知名大品牌，依托其现有丰富的产品种类及渠道优势，我们认为消费者培育成本较低，长期来看调味品有望沿袭公司大米、面粉成功发展路径，有望公司盈利新的增长点。

图 35：2019 年公司推出“丸庄”酱油



资料来源：天猫旗舰店、西部证券研发中心

图 36：2021 年公司“梁汾”陈醋上市



资料来源：天猫旗舰店、西部证券研发中心

3.1.2 营销：精准营销，提升品牌知名度

公司成立了大品牌项目部，负责综合品牌的整体战略定位、策划、运营、宣传和推广工作，同时针对专业品牌和每条产品线成立了专门的品牌运营部门，立足于产品特性进行营销推广。针对渠道网络和消费者信息获取碎片化趋势，公司采取了多样化的品牌运作方式，主要包括传统媒体投放及广告推广、体育营销、美食场景营销、娱乐营销、文化营销、新媒体营销等。公司品牌营销和产品推广相辅相成，在通过成熟品牌推广创新产品的同时，优质创新产品也在一定程度上提升了品牌的知名度和美誉度。

图 37：公司借助各种媒体进行品牌营销活动



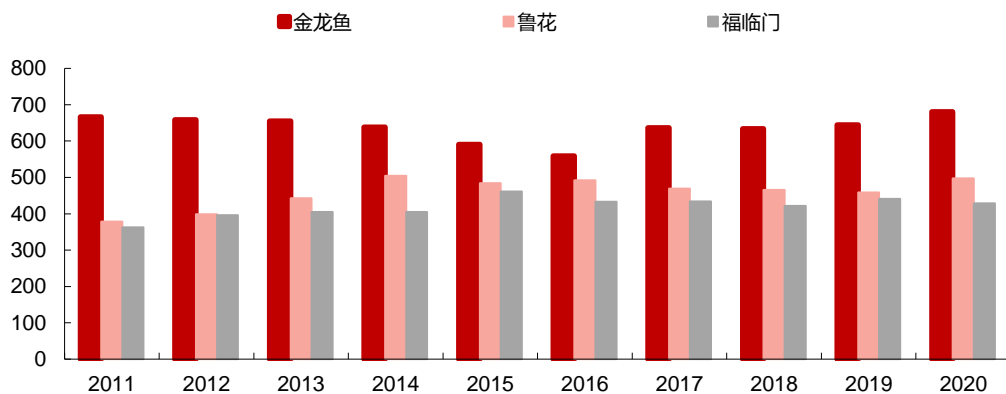
资料来源：公开资料整理，西部证券研发中心

3.1.3 品牌：矩阵丰富，抢占各个细分市场

公司非常注重旗下产品品牌形象的维护，目前已经形成了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵，在各细分市场均保持领先的市场地位，并通过品牌共享模式打造了多个核心综合品牌。高端品牌厨房食品包括金龙鱼、欧丽薇兰、胡姬花、鲤鱼、金妹；中端品牌包括香满园、海星牌、金鹿；大众品牌包括口福、金燕、百合花。

针对不同定位品牌，公司面临的竞争及打法不尽相同。其中高端市场，金龙鱼主要竞争对手为福临门，福临门品牌涵盖品类与金龙鱼类似，实行的策略也是紧跟金龙鱼面对面竞争。另一竞争对手鲁花，其品类较为简单，只在花生油领域做到顶端，其他未有明显竞争冲击。因此在高端市场公司需求追求产品的持续创新及产品质量的精益求精。在中国领先的品牌评级与品牌顾问机构 Chnbrand 发布的中国品牌力指数（C-BPI）排名中，金龙鱼食用油的牌子力指数始终稳居第一，远超鲁花和福临门。

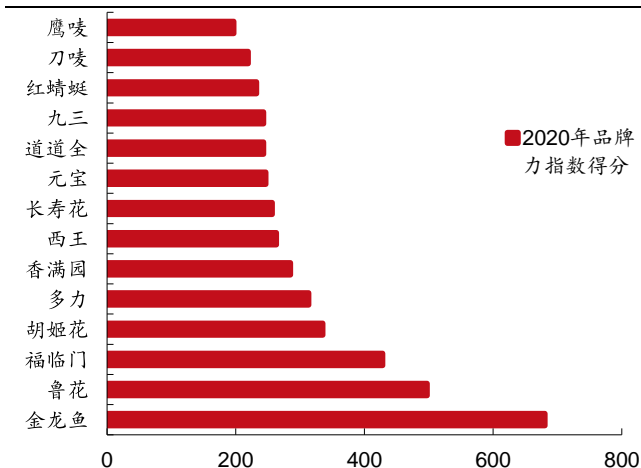
图 38：金龙鱼食用油牌子力指数稳居第一



资料来源：中国品牌力指数研究成果发布平台，西部证券研发中心

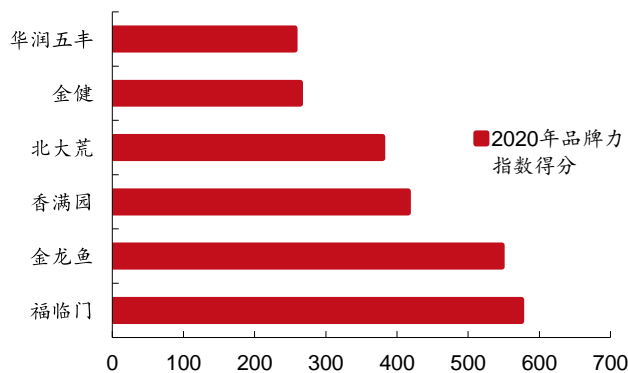
中低端市场：香满园主要竞争对手五湖、四海。香满园旗下产品主要包括食用油、大米、面粉以及谷物，低端市场更多讲究性价比及品类布局，因此渠道及产品丰富的企业相对竞争优势更加明显。在 Chnbrand 发布的“2020 年中国品牌力指数食用油品牌排名和分析报告”中香满园食用油以 285.2 分位居第 6 位。大米品牌报告中，香满园大米以 415.7 分位居第三位。公司食用油及大米在中低端市场的牌子力仍优于竞争对手。

图 39：香满园食用油位居第六位



资料来源：中国品牌力指数研究成果发布平台，西部证券研发中心

图 40：香满园大米位居第三位



资料来源：中国品牌力指数研究成果发布平台，西部证券研发中心

3.2 渠道：多元化渠道网络全覆盖，渠道下沉

公司根据消费者不同的消费方式，在全国范围内建立了包括零售渠道、餐饮渠道以及食品工业渠道在内的多元化、全渠道销售网络。各个渠道互为支撑、共享资源、协同发展，从而提升产品销售与市场开拓能力。

3.2.1 深度覆盖各消费渠道

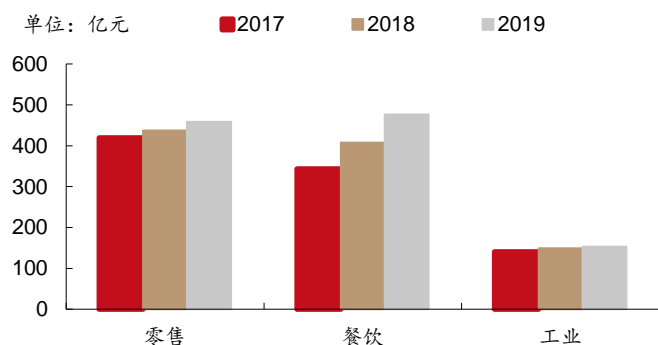
家庭零售渠道份额领先。公司主要通过销售小包装零售产品来满足消费者的家庭消费需求。凭借着较强的品牌溢价，公司零售产品的毛利率保持较高水平，2016-2019年，公司零售产品的毛利率分别为17.12%、15.80%、17.40%、18.35%。2017-2019年公司厨房食品业务的增长主要源于零售渠道和餐饮渠道，其中零售渠道2018-2019年收入增速分别为4.2%、4.9%，收入额占公司厨房食品业务比重为42%。销售模式方面，公司采用不同的销售模式拓展零售产品的多种细分渠道，在农贸市场等传统渠道和加油站等特殊渠道，以经销模式为主；在零售连锁企业等现代渠道，以直销模式为主，同时，公司与电商平台合作，开拓新零售电商渠道，紧跟新零售趋势，积极扩大现代渠道销售市场。从统计数据来看，公司包装油、米、面市场份额均遥遥领先。

餐饮渠道积极开发新模式。公司餐饮产品主要包括适用于餐饮客户的食用油、大米、面粉等产品。餐饮客户主要为酒店、餐饮集团、食品加工企业以及日化企业，这些客户需求量较大且相对稳定，对于产品的稳定性要求较高，且对于合格供应商有着严格复杂的认证程序，因而餐饮渠道粘性较大，市场进入壁垒较高。2018-2019年公司餐饮渠道营收增速分别为21%、17.8%，销售额占公司厨房食品业务比重为44%，成为支撑公司厨房食品业务增长的主要动力。

销售模式上，对于区域性酒店、快餐连锁等中小型客户，采用以经销模式为主的销售模式；对于连锁酒店、贸易商等大型客户，采用以直销模式为主的销售模式。目前公司餐饮渠道共26个营销分公司，2600多家经销商，销售范围覆盖全国2300个市县的30多万个终端客户。同时，在当前企业数字化转型升级背景下，公司通过与美菜、快驴等生鲜电商以及阿里巴巴“零售通”、京东“新通路”等社区零售平台开展合作，积极探索餐饮新零售模式，提高终端客户的覆盖能力。

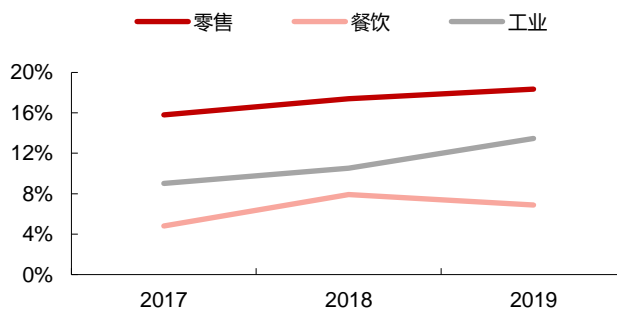
工业客户深度绑定。公司食品工业产品主要面向西式快餐等食品工业客户，包括特种油脂、专用面粉、专用大米等产品。由于国内食品工业客户市场集中度低，公司主要采用直销模式服务大型食品工业客户，并采用经销模式服务区域性的食品工业客户。

图 41：餐饮和零售渠道是公司厨房食品业务增长主要动力



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 42：公司零售产品毛利率最高



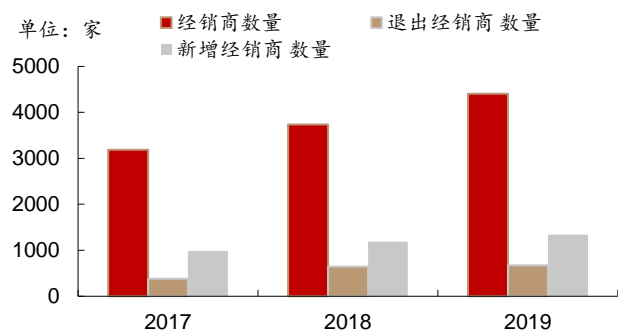
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

3.2.2 持续推进渠道下沉

目前公司已经建立了全国性销售网络，覆盖中国所有省、自治区和直辖市的城市和农村地区。在经销商网络建设过程中，公司坚持渠道划分、渠道下沉的原则。近几年公司经销商数量增加较快，2017-2020年经销商个数分别为3190、3738、4406、5097个，每年新增经销商数量占比达到30%，每年退出经销商数量占比12-15%，新增经销商平均单家销售金额有逐年下降趋势。

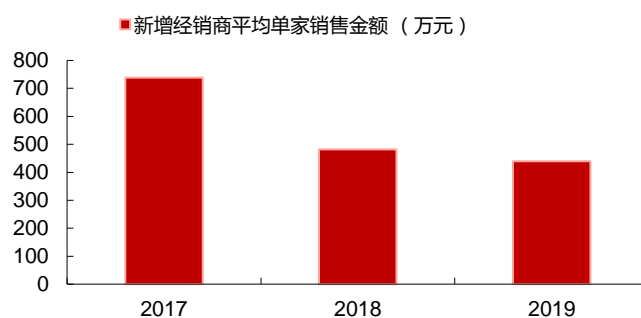
我们认为这主要与公司经销商数量的增多和经销商密度加大有关，伴随着公司渠道的持续下沉，公司新增经销商单家销售额下滑趋势或将延续。

图 43：公司经销商数量逐年增加



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 44：17-19 年公司新增经销商平均单家销售金额逐年下降



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

面对渠道渗透率提升到达一定程度带来的边际增量下滑，公司也在积极扩展其他渠道。从公司前五大客户结构可以看出，生鲜电商平台宁波瓜瓜农业科技有限公司已成为公司第一大客户，该公司成立于2016年，隶属于“美菜网”体系，美菜网作为中国餐饮供应链杰出服务商，专注为全国近千万家餐厅，提供全品类的餐饮食材采购服务。根据《2018 胡润大中华区独角兽指数》，美菜网为估值增长最快的独角兽之一。未来公司有望借助美菜网的电商平台优势，扩大餐饮端的销售份额并进一步降低餐饮食料流通成本。

表 3：宁波瓜瓜农业科技有限公司是公司第一大客户

期间	序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
2019 年	1	宁波瓜瓜农业科技有限公司	403,595	2.36%
	2	陕西粮农油脂集团有限公司	255,534	1.50%
	3	康师傅控股有限公司	200,257	1.17%
	4	新希望六和股份有限公司	186,042	1.09%
	5	卜蜂中国投资有限公司	160,183	0.94%
	合计		1,205,611	7.06%

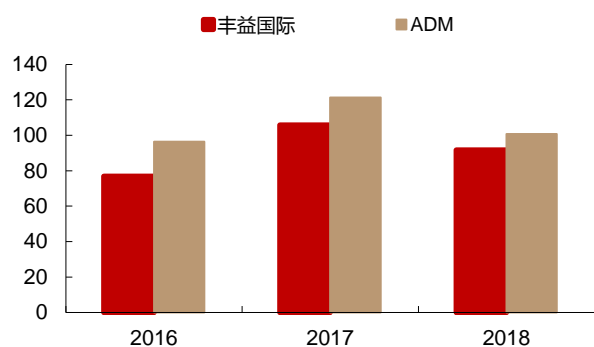
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

3.3 全球化采购链构筑核心优势

3.3.1 采购-全球化采购，原料供应有保障

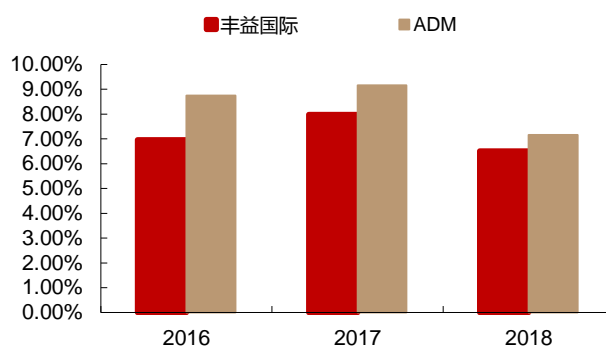
作为国内最大的粮油供应商，2017-2019 年，公司产品原材料成本占主营业务成本的比重分别为 88.99%、89.08%和 87.82%，原材料成本占比较高，因此原材料供应的稳定性至关重要。公司控股股东丰益国际是全球知名的综合型跨国粮油企业，原材料全球化采购优势突出。公司大豆及加工品的主要供应商之一为 ADM，也是全球领先的农产品供应商。2018 年，公司向 ADM 采购原材料金额达 1007783 万元，占原材料采购总额的比例达 7.16%，向丰益国际采购原材料金额达 917071 万元，占原材料采购总额的比例为 6.51%。

图 45: 公司向关联方企业的原材料采购金额 (亿元)



资料来源：金龙鱼招股说明书，西部证券研发中心

图 46: 公司向关联方企业的原材料采购金额占比

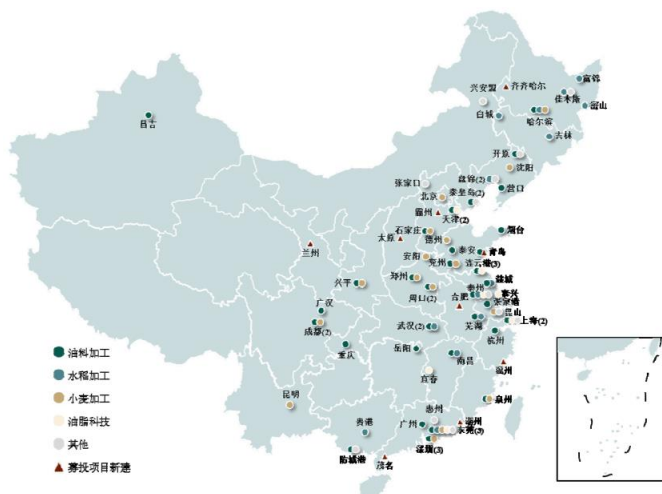


资料来源：金龙鱼招股说明书，西部证券研发中心

3.3.2 生产基地-形成企业集群，实现规模经济

经过多年的发展，公司已经建立了一个战略性、高效的生产网络，同时通过建设大型综合企业群的方式实现效率最大化和规模经济。截至 2020 年 12 月 31 日，公司在全国拥有 66 个已投产生产基地，并在齐齐哈尔、太原、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地。综合企业群以产业链为轴心，通过将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地，内部建立统一的能源、原辅料供应以及仓储物流体系，同时在行政管理、后勤保障等方面统一管理，达到资源共享、节约成本、提高效率的目的，从而实现效率最大化和规模经济。

图 47: 公司全国生产基地示意图



资料来源：金龙鱼招股说明书，西部证券研发中心

图 48: 泰州综合企业群鸟瞰图



资料来源：金龙鱼招股说明书，西部证券研发中心

四、盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

收入端

1、厨房食品：公司厨房食品分为零售产品、餐饮产品及食品加工产品，17-20 年公司厨房食品销量增速分别为 15.08%/11.09%/3.49%，售价增速分别为-4.5%/-1.4%/7.6%。考虑到 21 年原材料价格整体高位运行及公司餐饮端销量的恢复，我们预计 21-23 年公司厨房食品业务销量同比分别增长 13.4%/12.8%/15.6%，售价同比分别增长 -1.6%/-0.7%/-2.8%。即厨房食品收入分别为 1353/1515/1703 亿元，同比分别增长 11.7%/12.0%/12.4%。

2、饲料原料及油脂业务：17-20 年公司饲料原料及油脂业务销量增速分别为 8.5%/-3.3%/12.6%，售价增速分别为 3.5%/-5.9%/5.6%。我们预计 21-23 年公司该项业务销量同比分别增长 13.5%/7.0%/7.2%，售价同比分别增长 3.2%/-1.6%/0%。即饲料原料及油脂业务收入分别为 849/894/959/亿元，同比分别增长 17.2%/5.3%/7.2%。

毛利率及费用端

3、预计 21-23 年公司整体毛利率分别为 12.1%/12.1%/12.3%，三项费用率较为稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：金龙鱼业务拆分预测

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
厨房食品	销售单价(元/吨)	5,707	5,629	6,059	5,964	5,923	5,759
	yoy	-4.45%	-1.37%	7.63%	-1.56%	-0.69%	-2.76%
	销量(万吨)	1740.00	1933.00	2000.50	2269.16	2558.55	2957.65
	yoy	15.08%	11.09%	3.49%	13.43%	12.75%	15.60%
	营业收入(亿元)	993	1,088	1,212	1,353	1,515	1,703
	yoy	10.00%	9.54%	11.42%	11.66%	11.97%	12.40%
	单位成本	5001.00	4917.00	4967.75	4994.73	4980.75	4970.18
	毛利率	12.38%	12.64%	13.00%	13.01%	13.30%	13.20%
饲料原料及油脂科技	毛利润(亿元)	122.95	137.50	157.59	176.11	201.60	224.88
	销售单价(元/吨)	2897.00	2727.00	2880.12	2972.67	2925.01	2925.49
	yoy	3.50%	-5.87%	5.62%	3.21%	-1.60%	0.02%
	销量(万吨)	2310.00	2235.00	2516.89	2857.46	3058.15	3277.54
	yoy	8.50%	-3.25%	12.61%	13.53%	7.02%	7.17%
	营业收入(亿元)	669.10	609.54	724.89	849.43	894.51	958.84
	yoy	12.30%	-8.90%	18.92%	17.18%	5.31%	7.19%
	单位成本	2706.00	2490.00	2573.11	2668.92	2645.09	2627.69
其他业务	毛利率	6.57%	8.68%	10.66%	10.22%	9.57%	10.18%
	毛利润(亿元)	43.96	52.91	77.27	86.79	85.60	97.61
	营业收入(亿元)	8.54	10.06	12.29	14.13	16.25	18.69
	yoy	-5.53%	17.80%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	43.01%	42.58%	44.93%	43.00%	43.00%	43.00%
	毛利润(亿元)	3.67	4.28	5.52	5.23	5.76	6.33

合计	合计收入（亿元）	1670.74	1707.43	1949.22	2216.90	2426.10	2680.80
	合计成本	1500.16	1512.74	1708.84	1948.76	2133.14	2351.99
	合计毛利润	170.58	194.69	240.38	268.14	292.96	328.81

资料来源：wind，西部证券研发中心

4.2 估值与投资建议

4.2.1 相对估值

预计公司 2021/2022/2023 年分别实现营业收入 2216.9/2426.1/2680.8 亿元，归母净利润 72.7/88.8/103.2 亿元，EPS 为 1.34/1.64/1.90 元。

公司是全国渠道布局最广、产品及品牌竞争力最强的农产品和食品加工企业，且除了粮油米面之外，公司在调味品业务亦在较快推进。目前国内调味品行业规模持续扩容且行业集中度仍有较大提升空间，金龙鱼作为国内知名大品牌，依托其现有丰富的产品种类及渠道优势，我们认为消费者培育成本较低，长期来看调味品有望沿袭公司大米、面粉成功发展路径。故我们选取粮油米面行业的克明面业以及调味品行业的海天味业、日辰股份、天味食品、千禾味业作为可比公司，公司作为粮油行业巨头，产业链优势持续强化，理应享受一定估值溢价，给予公司 21 年 63 倍估值，目标价格 84.4 元。

表 5：可比公司估值（数据截至 2021.3.29）

证券代码	公司	最新股价（元/股）	市值（亿元）	EPS：（元）			PE		
				2020A(E)	2021E	2022E	2020A(E)	2021E	2022E
002661.SZ	克明面业	15.30	51.22	1.01	1.10	1.23	15.1	13.9	12.5
603288.SH	海天味业	152.06	4,927.42	1.96	2.32	2.74	77.6	65.5	55.5
603755.SH	日辰股份	70.85	69.87	0.93	1.25	1.64	76.1	56.4	43.2
603027.SH	千禾味业	37.18	247.50	0.44	0.59	0.76	83.9	63.1	48.7
603317.SH	天味食品	49.29	310.75	0.91	0.64	1.24	135.1	54.4	40.0
平均值								50.7	40.0
金龙鱼				1.11	1.34	1.64	70.5	58.3	47.7

资料来源：wind，西部证券研发中心

4.2.2 绝对估值法

我们采用 FCFF 法对公司进行估值，假设公司 WACC 为 4.75%，永续增长率为 1.5%，得出每股股价为 82.2 元。

表 6：公司绝对估值（单位：百万元）

项目	数值	项目	数值
过渡期年数	20	FCFF 预测期现值	14499.48
过渡期增长率	5.0%	FCFF 过渡期现值	168857.26
永续增长率 g	1.5%	FCFF 永续价值现值	270033.08
贝塔值 (β)	1.14	企业价值	453389.82
无风险利率 Rf (%)	4%	加：非核心资产	70679.04
市场的预期收益率 Rm (%)	6.0%	减：付息债务	73905.39
有效税率 Tx (%)	25.0%	减：少数股东权益	4643.51
应付债券利率	0.00%	每股价值 (元)	82.2

资料来源：wind，西部证券研发中心

表 7：公司绝对估值敏感性分析

永续增长率 g	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
WACC											
2.95%	149.11	154.59	161.26	169.52	179.97	193.53	211.75	237.35	255.48	339.49	464.84
3.24%	128.79	132.73	137.46	143.22	150.35	159.38	171.09	186.81	208.92	242.10	297.12
3.57%	111.75	114.60	117.98	122.04	126.99	133.12	140.88	150.94	164.45	183.44	211.95
3.92%	97.34	99.40	101.83	104.72	108.20	112.43	117.67	124.29	132.89	144.43	160.67
4.32%	85.05	86.55	88.31	90.37	92.83	95.78	99.37	103.82	109.45	116.75	126.56
4.75%	74.51	75.61	76.88	78.36	80.10	82.18	84.66	87.70	91.45	96.20	102.37
5.22%	65.44	66.23	67.15	68.21	69.46	70.92	72.65	74.74	77.28	80.43	84.41
5.74%	57.58	58.16	58.82	59.59	60.47	61.50	62.72	64.16	65.90	68.01	70.63
6.32%	50.77	51.18	51.66	52.21	52.84	53.56	54.42	55.42	56.61	58.04	59.78
6.95%	44.83	45.13	45.47	45.86	46.31	46.82	47.42	48.11	48.93	49.91	51.08
7.64%	39.66	39.87	40.11	40.39	40.70	41.07	41.48	41.96	42.53	43.19	43.98

资料来源：wind，西部证券研发中心

综上，我们认为公司作为粮油行业龙头，在产品、品牌、渠道等方面均具有明显优势，未来调味品业务亦有望沿袭公司大米、面粉成功发展路径。给予公司 21 年 63 倍估值，目标价格 84.4 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

五、风险提示

原材料价格波动风险：公司产品原材料成本占主营业务成本的比重较高。若公司原材料价格大幅波动而公司产品未跟随成本及时调整，则公司盈利波动性会增强。

食品安全风险：公司主要产品为厨房食品，食品安全至关重要，公司制定了一系列的质量管理制度并严格执行，但仍不排除由于公司质量管理工作出现疏忽、其他不可预见的原因和不可抗力而发生产品质量问题的可能。同时，公司也使用了部分进口转基因大豆、菜籽进行压榨，如果未来国家在转基因食品的政策导向如果发生变化，且公司未能及时调整经营策略，公司产品销售和原材料采购可能受到一定程度的影响，进而影响公司的盈利水平。

下游需求波动风险：随着社会经济发展和人均收入水平的提升，新的消费趋势和消费理念也随着消费者年龄结构和层次演变而不断产生。公司若未能及时洞察消费趋势及下游需求的变化、优化产品结构以满足新一代消费者需求，公司产品销售可能会受到一定程度的影响。

供应商集中度较高的风险：2017- 2020 年，公司从前五大供应商采购的原材料金额占公司原材料采购总额的比重分别为 35.08%、31.93%、29.57%、30.52%。如果原材料市场供需出现较大变化，公司无法从当前供应渠道采购充足的生产所需原材料，将导致公司的原材料供应减少或中断，公司的正常生产经营活动可能受到一定程度的不利影响。

套期保值风险：公司使用期货、远期外汇合约等金融衍生工具进行套期保值，虽然套期保值可以帮助公司转移和规避价格风险，但公司在开展套期保值业务的同时，会面对套期保值交易本身所带来的各种风险，进而影响公司利润水平。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	64,612	55,334	62,000	65,815	71,265	营业收入	170,743	194,922	221,689	242,609	268,079
应收款项	10,139	16,419	13,489	16,896	18,589	营业成本	151,276	170,888	194,875	213,313	235,198
存货净额	34,551	40,182	46,169	49,805	55,314	营业税金及附加	410	456	532	577	637
其他流动资产	6,717	7,971	9,391	8,696	8,686	销售费用	8,025	8,472	10,198	11,645	12,332
流动资产合计	116,019	119,906	131,049	141,212	153,854	管理费用	2,758	3,036	3,769	4,124	4,557
固定资产及在建工程	28,936	33,519	37,048	39,663	42,561	财务费用	554	(829)	539	620	650
长期股权投资	2,347	2,706	2,506	2,519	2,577	其他费用/(-收入)	653	3,980	1,087	(360)	(6)
无形资产	12,603	12,620	12,947	13,285	13,470	营业利润	7,069	8,919	10,691	12,690	14,711
其他非流动资产	10,780	10,427	10,202	10,377	10,219	营业外净收支	(111)	27	(92)	(76)	(41)
非流动资产合计	54,666	59,272	62,703	65,844	68,827	利润总额	6,958	8,946	10,599	12,614	14,670
资产总计	170,685	179,177	193,752	207,057	222,681	所得税费用	1,394	2,381	2,650	2,901	3,374
短期借款	73,442	62,383	65,880	66,892	69,326	净利润	5,564	6,565	7,949	9,713	11,296
应付款项	21,900	17,904	22,668	24,881	26,466	少数股东损益	156	564	684	835	971
其他流动负债	3,320	5,408	4,111	4,279	4,599	归属于母公司净利润	5,408	6,001	7,266	8,877	10,324
流动负债合计	98,661	85,695	92,658	96,052	100,391	财务指标					
长期借款及应付债券	2,393	4,737	4,739	4,743	4,749	盈利能力					
其他长期负债	1,155	1,252	912	1,107	1,090	ROE	8.7%	8.1%	8.3%	9.3%	9.8%
长期负债合计	3,549	5,989	5,651	5,849	5,839	毛利率	11.4%	12.3%	12.1%	12.1%	12.3%
负债合计	102,210	91,684	98,309	101,901	106,230	营业利润率	4.1%	4.6%	4.8%	5.2%	5.5%
股本	4,879	5,422	5,422	5,422	5,422	销售净利率	3.3%	3.4%	3.6%	4.0%	4.2%
股东权益	68,475	87,493	95,443	105,155	116,451	成长能力					
负债和股东权益总计	170,685	179,177	193,752	207,057	222,681	营业收入增长率	2.2%	14.2%	13.7%	9.4%	10.5%
现金流量表 (百万元)						营业利润增长率	5.0%	26.2%	19.9%	18.7%	15.9%
净利润	5,564	6,565	7,949	9,713	11,296	归母净利润增长率	5.5%	11.0%	21.1%	22.2%	16.3%
折旧摊销	2,314	2,559	2,098	2,406	2,697	偿债能力					
营运资金变动	554	(829)	539	620	650	资产负债率	59.9%	51.2%	50.7%	49.2%	47.7%
其他	5,097	(7,097)	(2,039)	(2,392)	(5,987)	流动比	1.18	1.41	1.41	1.47	1.53
经营活动现金流	13,528	1,199	8,547	10,346	8,656	速动比	0.83	0.93	0.92	0.95	0.98
资本支出	(7,778)	(4,830)	(5,861)	(5,319)	(5,721)	每股指标与估值					
其他	6,321	(8,188)	684	(1,756)	936	每股指标					
投资活动现金流	(1,458)	(13,018)	(5,177)	(7,075)	(4,785)	EPS	1.00	1.11	1.34	1.64	1.90
债务融资	(7,985)	(8,926)	3,271	535	1,593	BVPS	11.95	15.41	16.75	18.39	20.29
权益融资	1,090	12,674	25	9	(14)	估值					
其它	(6,811)	8,811	0	0	0	P/E	78.3	70.5	58.3	47.7	41.0
筹资活动现金流	(13,706)	12,559	3,296	544	1,579	P/B	5.9	5.1	4.7	4.2	3.8
汇率变动						P/S	2.5	2.2	1.9	1.7	1.6
现金净增加额	(1,636)	740	6,666	3,815	5,450						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。