

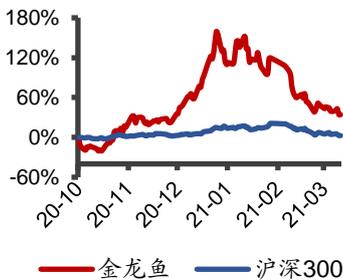
韧性成长，稳中求进

投资评级：(维持)增持

报告日期：2021-03-26

收盘价(元)	78.08
近12个月最高/最低(元)	145.62/39.51
总股本(百万股)	5,422
流通股本(百万股)	370
流通股比例(%)	6.82
总市值(亿元)	4,233
流通市值(亿元)	279

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1.金龙鱼(300999)深度报告：厨房食品业务优势突显，饲料业务景气上行 2020-10-16

主要观点：

- **摘要：**粮油行业“薄利多销”，消费品的渠道深耕和品牌打造仅是形成竞争壁垒的必要条件，高效能的供应链才是公司占据行业制高点的基石，是为自身和客户创造价值的核心引擎。作为产业链的重要组织者，公司最多受益消费升级带来的价值红利，量利成长动能不减，天花板仍高，预计近三年营收增速10%+，净利润增速约20%。展望未来，产业进化提供商业模式演进良机，公司具备构建餐饮供应链生态的基础，拥有赋能食品工业升级的实力，转型现代制造服务企业势能初具，价值曙光在前，维持增持评级。
- **粮油消费市场基数大，结构性成长空间广阔。**食用油、面粉和大米年消费合计超过3.6亿吨，市场流通量超过1.3亿吨。品质升级驱动行业价值中枢提升，米面行业整合加速利好龙头企业发展。
- **渠道和品牌共筑业绩护城河，供应链优化占据行业制高点。**公司织就高效协同的渠道网络精准触达千万用户，建设厨房食品品牌矩阵满足各层次消费需求，市场份额长期保持领先。在产品差异化有限、利润空间较小、投入产出比不高的粮油领域，公司打造成成熟高效的供应链，一方面为企业自身带来更高的周转、更多的利润和更快的发展，更重要的是加强产业链各环节的资源互补与合作互动，实现全链价值最大化，从而在更高层面主导竞争格局。
- **风控护航穿越周期，研发助力业务升级。**公司完善的风险管理体系维护业务根基，研发创新挖掘增长机会，共同推动业务可持续发展。
- **探索产业服务增值新路径，未来可期。**看好餐饮供应链的整合趋势，公司开始发力中央厨房业务，切入餐饮供应生态链核心。食品工业升级发展，公司发挥上游的资源优势和服务能力，有望提升业务盈利能力。制造+服务双驱动，期待公司的价值创造攀上新高度。
- **投资建议：维持“增持”评级。**我们长期看好公司厨房食品业务发展前景：厨房食品零售渠道龙头地位稳固，持续受益渗透率提升和消费升级；餐饮渠道规模保持快速增长，中央厨房业务将奠定公司在餐饮供应生态链的优势地位；食品工业渠道产品专业性和服务重要性增强，有助公司业务价值提升。预计2021-2023年公司营收2,172、2,411、2,692亿元，同比增长11%/11%/12%，归母净利润为76.7、91.6、109.2亿元，同比增长28%/19%/19%，EPS分别为1.42、1.69、2.01，对应PE分别为53.09、44.48、37.29，PEG分别为1.91、2.30、1.93。市场给予市场空间广阔、领先地位稳固、业绩稳定增长预期的标的一定估值溢价，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险，套期保值风险，食品安全风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	194922	217235	241119	269248
收入同比(%)	14.2%	11.4%	11.0%	11.7%
归属母公司净利润	6001	7672	9157	10922
净利润同比(%)	11.0%	27.8%	19.4%	19.3%
毛利率(%)	12.3%	12.2%	12.6%	12.7%
ROE(%)	7.2%	8.3%	8.8%	9.3%
每股收益(元)	1.11	1.42	1.69	2.01
P/E	97.86	53.09	44.48	37.29
P/B	7.03	4.40	3.93	3.47
EV/EBITDA	40.74	26.94	23.35	20.30

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一、粮油龙头地位稳固，业绩持续增长.....	6
二、粮油消费基本盘稳定，行业存在结构性机遇.....	11
2.1 食用油包装化、健康化发展，行业竞争格局形成.....	11
2.2 米面品牌化、专业化发展，龙头发展空间广阔.....	15
三、渠道和品牌共筑业绩护城河，供应链优化占据行业制高点.....	18
3.1 全渠道营销网络稳固市场地位.....	18
3.2 品牌运营典范，零售份额领先.....	21
3.3 重塑流程，提升效率，推动供应链价值提升.....	24
四、风控护航穿越周期，研发助力业务升级.....	26
4.1 加强全面风险管理，确保行稳致远.....	26
4.2 研发持续投入，赋予业务新动能.....	29
五、探索产业服务增值新路径，未来更为期待.....	31
5.1 营造中央厨房生态，切入餐饮供应链核心.....	31
5.2 致力提供一揽子解决方案，受益食品产业升级红利.....	33
六、盈利预测与投资建议.....	35
6.1 盈利预测.....	35
6.2 投资建议.....	37
风险提示:	37
财务报表与盈利预测.....	38

图表目录

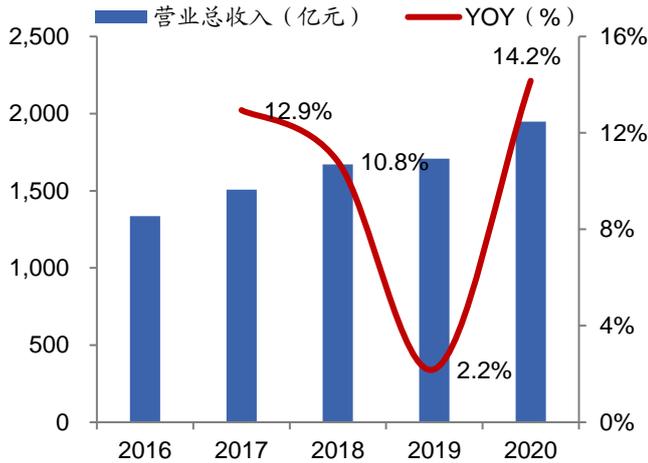
图表 1 公司营业收入变化.....	6
图表 2 公司归母净利润变化.....	6
图表 3 主营业务营收变化情况 (亿元).....	6
图表 4 主营业务营收占比情况.....	6
图表 5 两大主营业务毛利额变化情况 (亿元).....	7
图表 6 两大主营业务毛利额占比情况.....	7
图表 7 金龙鱼营收规模领先 (2018 年, 亿元).....	7
图表 8 金龙鱼盈利规模领先 (2018 年, 亿元).....	7
图表 9 金龙鱼毛利率较高.....	8
图表 10 公司主营业务毛利率变化.....	8
图表 11 厨房食品分渠道毛利率变化.....	8
图表 12 公司稻谷采购具有价格优势 (元/吨).....	9
图表 13 公司大豆采购与市场平均价格接近 (元/吨).....	9
图表 14 公司小麦采购具有价格优势 (元/吨).....	9
图表 15 金龙鱼净利率更高, 波动较小.....	10
图表 16 金龙鱼费用率变化.....	10
图表 17 中国粮油费用率变化.....	10
图表 18 金龙鱼库存周转率与中国粮油接近.....	11
图表 19 金龙鱼应收账款周转率提升.....	11
图表 20 金龙鱼现有以及新增产能情况.....	11
图表 21 我国食用油供需均稳中趋降 (万吨).....	12
图表 22 农村居民自产食用油占据相当比例.....	12
图表 23 河南、四川、江苏城镇化率 (2019 年).....	12
图表 24 我国不同食用油人体脂肪供比 (2018 年).....	13
图表 25 日本不同食用油人体脂肪供比 (2018 年).....	13
图表 26 食用油消费呈现包装化趋势.....	13
图表 27 小包装油零售额低速增长.....	14
图表 28 小包装油消费结构变化 (销售额, 百万元).....	14
图表 29 小包装油消费结构变化 (销售量, 升).....	14
图表 30 食用油规模以上企业占比超过 80%.....	15
图表 31 大豆压榨产能 CR3 达到 33%.....	15
图表 32 我国小麦年度国内消费量与生产量对比.....	15
图表 33 我国稻谷年度国内消费量与生产量对比.....	15
图表 34 我国面粉消费结构 (万吨).....	16
图表 35 我国大米消费结构 (万吨).....	16
图表 36 小包装米高端价格带扩容 (元/斤).....	16
图表 37 稻麦加工规模以上企业占比仍有提升空间.....	17
图表 38 我国小麦加工产能 CR3.....	17
图表 39 我国稻谷加工产能 CR3.....	17
图表 40 稻麦最低收购价高位下调 (元/吨).....	18
图表 41 公司以直销模式为主, 经销模式为辅.....	19

图表 42 公司经销商数量变化情况	20
图表 43 食品企业渠道和终端比较	20
图表 44 公司渠道管理体系示意图	21
图表 45 公司厨房食品品牌矩阵	21
图表 46 2020 年中国食用油品牌排行榜	22
图表 47 2019 年欧睿全球包装食品品牌价值排名 (十亿美元)	22
图表 48 公司小包装油市场份额整体领先	22
图表 49 公司小包装油品牌市场份额领先	22
图表 50 公司小包装米现代渠道市场份额领先	23
图表 51 公司小包装面粉现代渠道市场份额领先	23
图表 52 公司借助公益事件开展全方位品牌传播	23
图表 53 公司供应链优化战略示意图	24
图表 54 公司泉州福海工厂鸟瞰图	25
图表 55 智能物流系统软件操作系统界面	25
图表 56 公司供应链优化模式示意图	25
图表 57 益嘉物流平台服务公司外部业务	26
图表 58 企业风险因子分类	27
图表 59 CBOT 大豆期货结算价持续波动 (美分/蒲式耳)	27
图表 60 进口大豆压榨利润受产品价格影响较大 (元/吨)	27
图表 61 公司价格风险管控流程示意图	28
图表 62 公司实现全流程的质量安全跟踪追溯	29
图表 63 公司的质量管理“金字塔”	29
图表 64 公司财务共享中心职能示意图	29
图表 65 公司研发中心架构示意图	30
图表 66 公司研发职能与业务全流程无缝联接	30
图表 67 中央厨房处于餐饮供应链承上启下的核心位置	31
图表 68 餐饮企业房租和人力成本占比约为 30%	32
图表 69 餐饮企业采购分散	32
图表 70 我国餐饮连锁化率非常低	32
图表 71 我国团餐规模不断增长	32
图表 72 疫情改变消费者行为, 催化半成品渗透率	33
图表 73 公司的水稻循环经济模式	34
图表 74 公司以植物油为原料开发结构乳脂	34
图表 75 公司可为客户提供一揽子解决方案	34
图表 76 公司营收按业务拆分预测	35
图表 77 公司厨房食品按渠道拆分预测	36
图表 78 公司毛利率预测	36

一、粮油龙头地位稳固，业绩持续增长

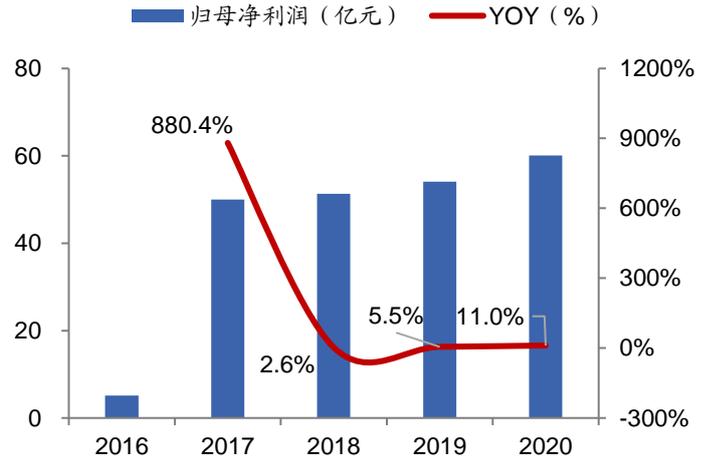
收入稳定增长，净利润波动上升。公司营业总收入从2016年的1,334.9亿元增至2020年的1,949.2亿元，CAGR达到10%，高于粮油市场整体增速，不断巩固领先优势。归母净利润从2016年的5.1亿元上升到2020年的60.1亿元。2016-2017年波动较大，一方面推进同一控制下资产重组，被收购方净损益较高，另一方面，公司从事的大豆套期保值产生的非经常性损益金额较大。

图表1 公司营业收入变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

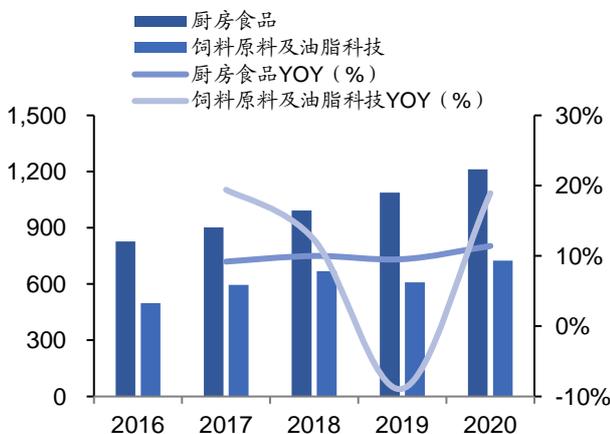
图表2 公司归母净利润变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司的主营业务以厨房食品为主，饲料原料及油脂科技为辅。厨房食品是公司的核心业务，产品主要包括小包装油、米、面和调味品等。厨房食品营收占比60%以上，且保持10%左右的稳定增长，未来公司拓展米面业务，发力价值较高的小包装业务，这一比例有望稳步提升。受益于下游养殖和日化需求拉动，饲料原料以及油脂科技业务营收增速常年保持在10%以上。2019年因非洲猪瘟的影响，下游猪饲料的需求大幅减少，对公司饲料原料业务形成冲击。2020年，随着疫病得到控制及后续生猪出栏量的回升，这部分业务营收出现恢复增长。

图表3 主营业务营收变化情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

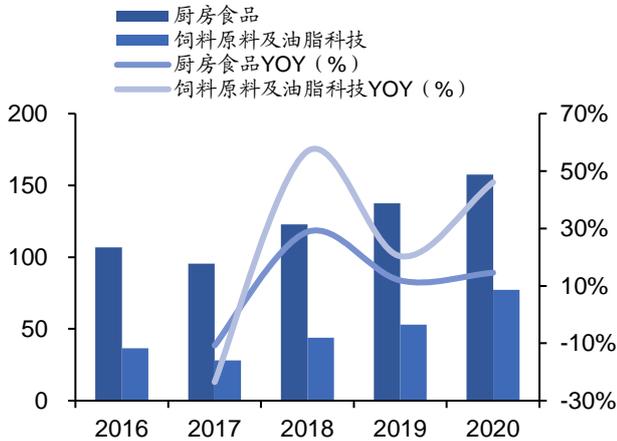
图表4 主营业务营收占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

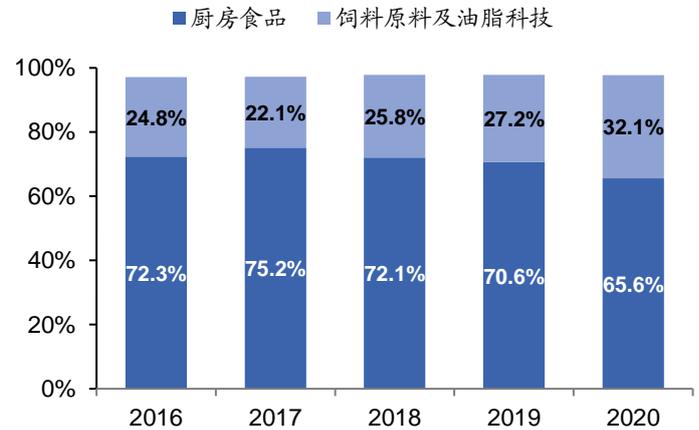
厨房食品是公司主要毛利来源。2017-2020年，公司两大主营业务的毛利润保持增长，其中厨房食品的CAGR为18%，饲料原料以及油脂科技为40%。厨房食品毛利额占比维持在65%以上。2017年毛利额下降主要由于原材料中的油脂和大豆价格采购价格处于高位，侵蚀了加工产品的利润空间。

图表5 两大主营业务毛利额变化情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

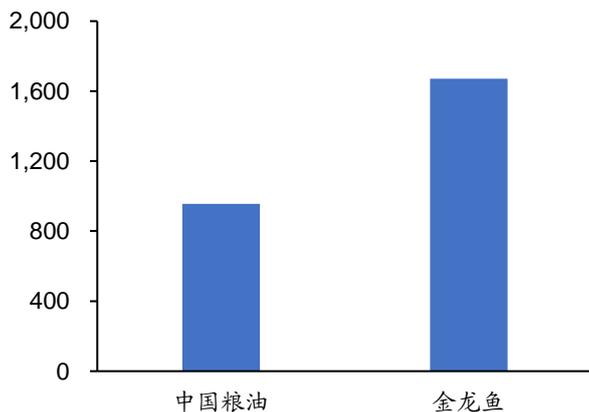
图表6 两大主营业务毛利额占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

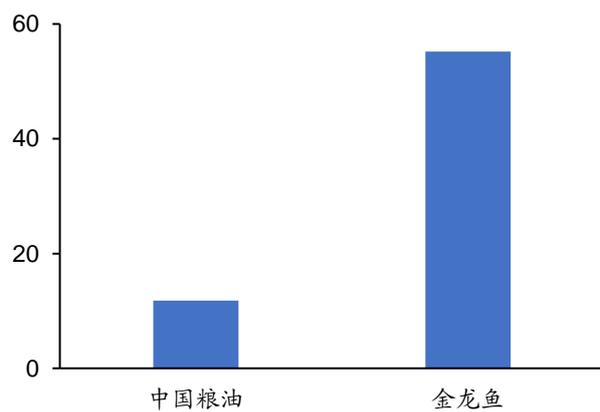
公司营收与盈利规模国内绝对领先。作为国内另一综合性的粮油龙头，中国粮油控股 (606.HK) 2017年先后剥离饲料和生化板块，专注米面油品牌食品业务，与金龙鱼可比性最高。从规模上看，2018年中国粮油的营收和净利润仅为金龙鱼的57%和21%。

图表7 金龙鱼营收规模领先 (2018年, 亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表8 金龙鱼盈利规模领先 (2018年, 亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司毛利率水平明显高于中国粮油且持续提升。因中国粮油2019年下半年私有化退市，我们取2016-2019上半年数据进行比较。粮油企业的业绩存在一定的波动性，这与上游原材料的价格变化以及下游养殖的需求存在较大关系。整体来看，金龙鱼的毛利率平均高出中国粮油2-3个百分点，2017年起进入上升通道。

图表 9 金龙鱼毛利率较高



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司厨房食品特别是零售业务对毛利率水平形成有力支撑。厨房食品业务不仅营收贡献最大，毛利率水平也持续高于公司整体，2020 年达到 13%。分渠道看，2C 品牌影响力持续增强，零售毛利率由 2017 年的 15.8% 稳步提升至 2019 年的 18.3%；餐饮渠道客户价格敏感度较高，且竞争更为激烈，毛利率水平较其他两类渠道偏低，三年平均水平在 6.5%；食品工业虽与餐饮同属于 2B 业务，但专业研发与服务能力要求高，毛利率在处于中间位置，且增速较高，从 2017 年的 9% 抬升到了 2019 年 13.5%，增幅达到了 50% 左右。

图表 10 公司主营业务毛利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 厨房食品分渠道毛利率变化

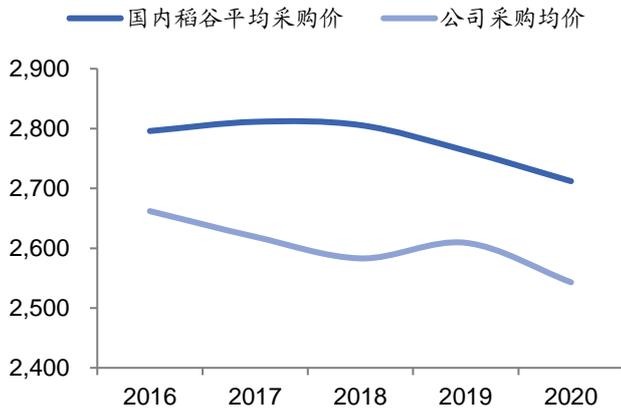


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司原粮采购具有成本优势，规模效应明显。原粮构成行业最主要的生产成本，公司原料成本的把控使其能够留有足够毛利空间，为公司持续扩张奠定了基础。近三年来公司在稻谷、小麦的采购价上均低于国内当年的平均采购价。由于公司同时采购部分国产大豆，国产大豆价格约 6,000 元/吨，远高于进口大豆，大豆整体采购价会出现高于进口大豆均价的情况。我们认为公司采购成本优势来自以下方面：

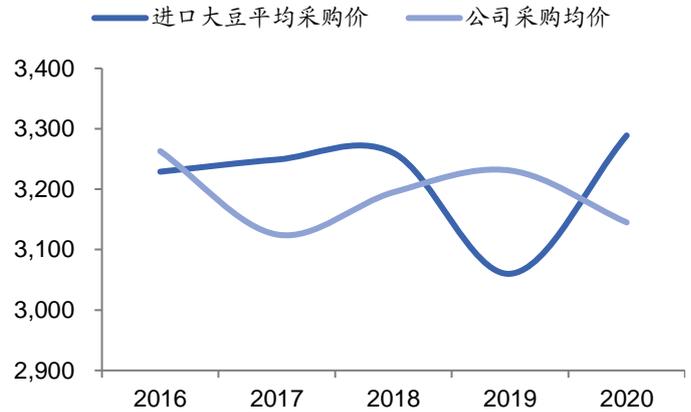
国内采购方面，公司在全国范围内拥有全面的生产基地布局，相当比例的工厂布局在原料产区或者交通枢纽附近，通过节约运费以及增强信息获取的及时性等方式降低了企业的原料采购成本。海外采购方面，公司与母公司丰益国际及美国粮商 ADM 的紧密联系使得其能够即使获得全球范围内粮油以及粮食产品的即时信息，包括价格走势。公司在新加坡设立采购中心，集中管理原料的采购，采购效率较高。

图表 12 公司稻谷采购具有价格优势 (元/吨)



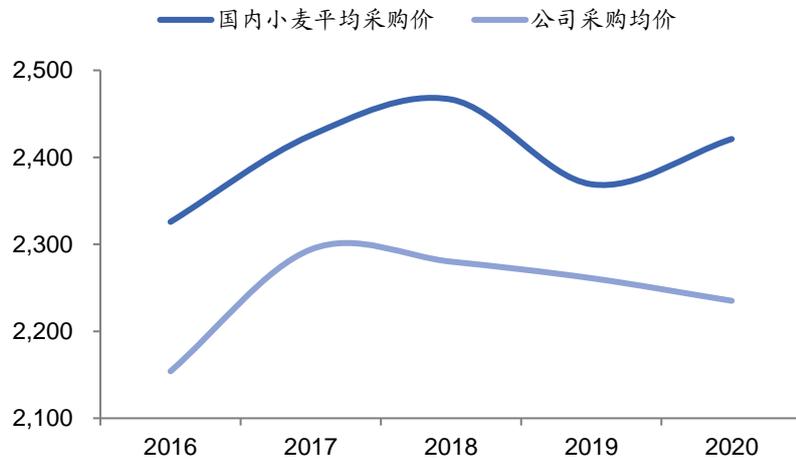
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 13 公司大豆采购与市场平均价格接近 (元/吨)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 14 公司小麦采购具有价格优势 (元/吨)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

公司盈利稳定性较好，费用结构更为合理。虽然同受大宗商品价格周期性波动影响，金龙鱼净利润水平波动较小，一方面得益于公司优秀的价格风险管控能力，一方面归因于公司下游品牌业务的领先地位。费用方面，公司持续开展渠道建设和市场投入，销售费用率稳定在 4% 以上，而管理费用率和财务费用率平均而言较中国粮油低，公司在实现规模扩张的同时实现管理提升，优化资金使用效率。

图表 15 金龙鱼净利率更高，波动较小



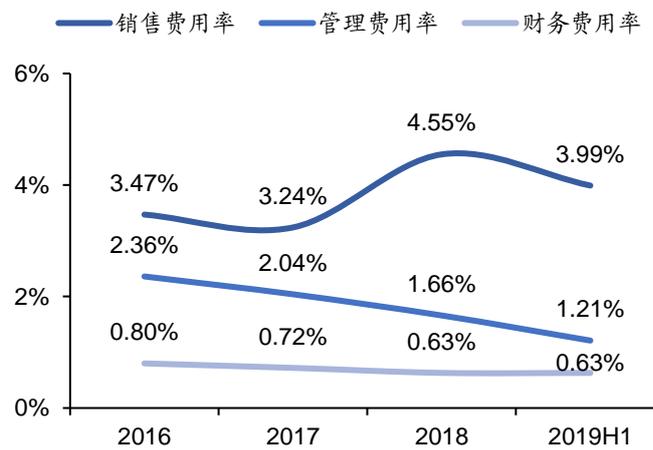
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 金龙鱼费用率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

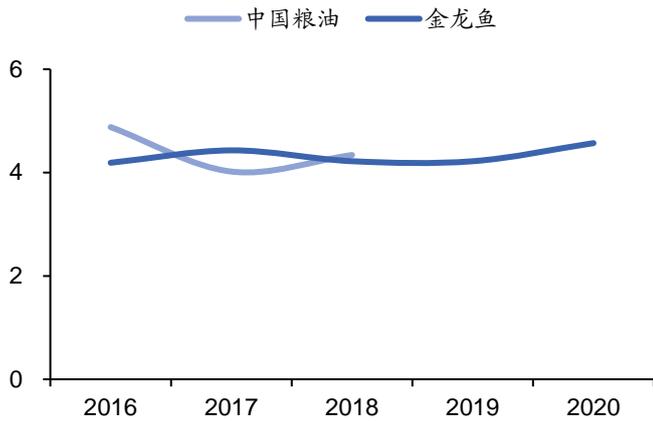
图表 17 中国粮油费用率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

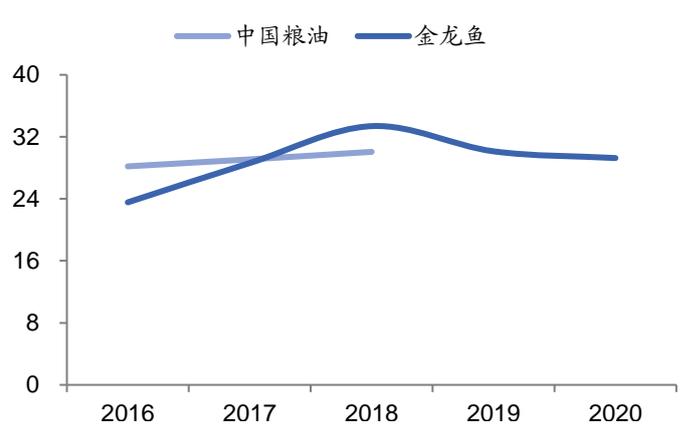
公司运营效率不断优化，产业链地位稳固。2016-2020 年，公司库存周转率保持在 4 以上，与中国粮油接近，处于食品行业合理区间。同时，公司应收账款周转率由 2016 年的 24 次增加至 30 左右，意味着下游客户和经销商对于公司资金占用不断减少，回款速度加快，公司在市场的重要性不断显现。

图表 18 金龙鱼库存周转率与中国粮油接近



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 金龙鱼应收账款周转率提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司全国化产能布局基本完成，小麦加工是扩产重点。截至 2020 年，公司在全国 24 个省、自治区、直辖市拥有 66 个已投产的生产基地，占据优质原粮产地、重要交通枢纽，辐射重点消费地域。合计压榨产能 2,404 万吨、精炼产能 1,142 万吨、中小包装产能 2,258 万吨、水稻加工产能 455 万吨以及小麦加工产能 836 万吨。公司在取得食用油领导地位后，产能扩张的方向已转向谷物加工，特别是小麦加工，面粉业务将成为公司新的业绩增长点。

图表 20 金龙鱼现有以及新增产能情况

项目	年产能总计(万吨)	预计新增产能(万吨)	增幅
压榨	2,255	573	25%
精炼	1,106	139	13%
中小包装	2,258	256	11%
稻谷加工	455	130	29%
小麦加工	836	428	51%

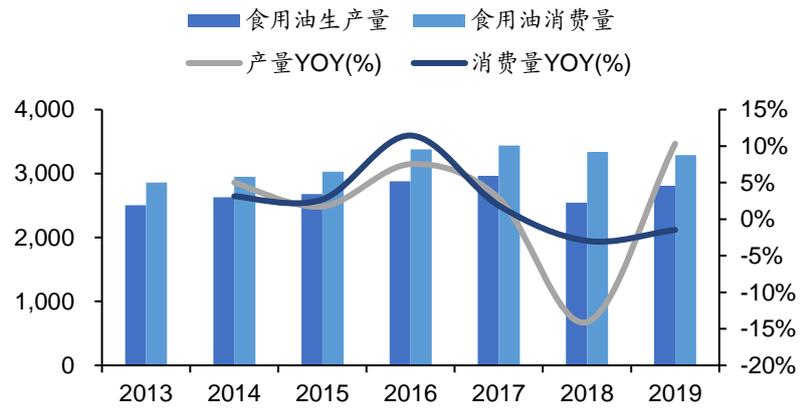
资料来源：公司公告，华安证券研究所

二、粮油消费基本盘稳定，行业存在结构性机遇

2.1 食用油包装化、健康化发展，行业竞争格局形成

我国食用油消费稳中有降，产量低速增长。2013-2019 年我国食用油产量 CAGR 为 2%，食用油消费量 CAGR 为 2.3%。2017 年达到 3,440 万吨后，食用油消费量出现下滑，总需求不振也使产量增长进入瓶颈。我们判断食用油未来供需将保持稳定，消费量和产量的提升空间不大，行业已经进入了存量竞争阶段。

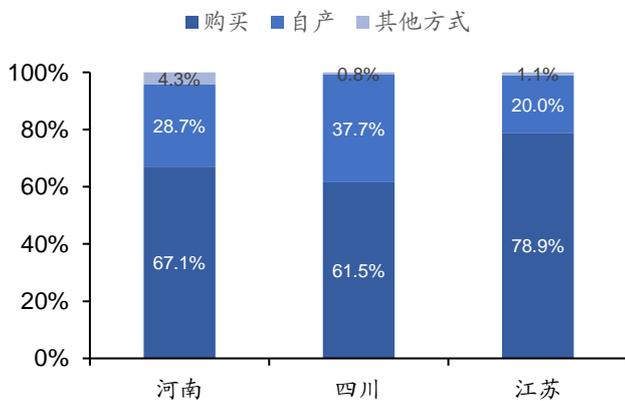
图表 21 我国食用油供需均稳中趋降 (万吨)



资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

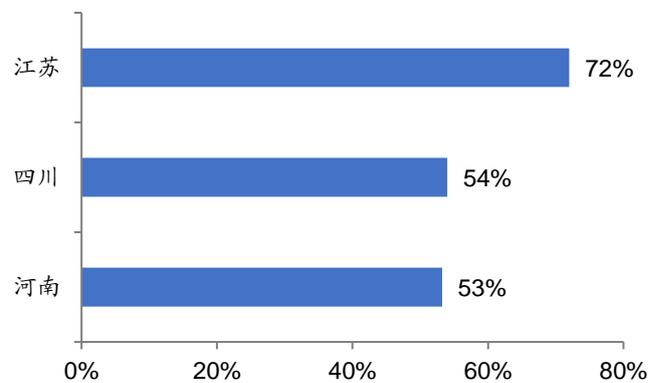
城镇化推进提升食用油商品化率，食用油市场还有拓展空间。我国农村自产的食用油仍占据较大比例。随着我国城镇化进程的进一步推进，未来这一比例有望逐步降低。农业农村部对河南、四川和江苏农村居民食用油消费调研结果显示，2019年上述三省食用油消费来源中约有 20%-30%为自产，其中城镇化率较高的江苏（72%）自产比例（20%）明显低于河南和四川。我们推测，随着城镇化推进，农村地区食用油自产比例将逐步下降，食用油商品化率提升，为食用油企业提供新的市场空间。

图表 22 农村居民自产食用油占据相当比例



资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 23 河南、四川、江苏城镇化率 (2019 年)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

我国食用油消费结构健康程度有待提升。从食用植物油消费的品种结构来看，2018 年我国提供脂肪排名前五位的植物油依次为大豆油、棕榈油、菜籽油、花生油、棉籽油，日本为菜籽油、大豆油、棕榈油、玉米胚芽油和橄榄油。棕榈油的饱和脂肪酸含量高于其他植物油，且增加心脑血管风险的棕榈酸含量高达 46%。玉米胚芽油、菜籽油、橄榄油不饱和脂肪酸含量高，且富含多种生物活性成分，是更为健康的食用油品种。相比较而言，日本食用油消费以菜籽油为主，其他健康油种为辅。

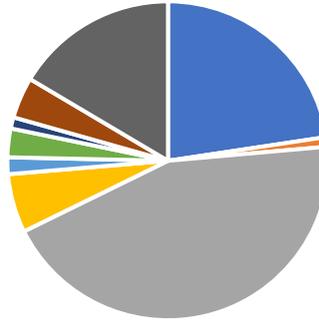
图表 24 我国不同食用油人体脂肪供比 (2018 年)

- 大豆油
- 花生油
- 葵花籽油
- 菜籽油
- 棉籽油
- 棕榈仁油
- 棕榈油
- 椰子油
- 芝麻油
- 橄榄油
- 米糠油
- 玉米胚芽油
- 其他



图表 25 日本不同食用油人体脂肪供比 (2018 年)

- 大豆油
- 葵花籽油
- 菜籽油
- 棕榈油
- 椰子油
- 橄榄油
- 米糠油
- 玉米胚芽油
- 其他

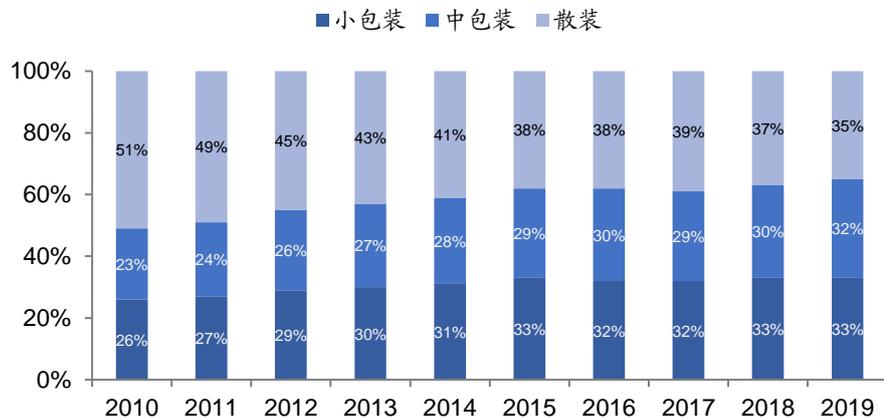


资料来源: FAO, 华安证券研究所

资料来源: FAO, 华安证券研究所

食用油消费呈现包装化趋势, 散油份额逐步压缩。市场流通的食用油按照包装类型分为三类: 主要面向家庭消费的小包装油 (≤5L); 主要面向餐饮行业的中包装油 (10-22 L) 和散装油。从食用油安全和品质角度考虑, 包装油要好于散装油。随着消费者健康饮食观念的兴起和餐饮业蓬勃发展, 小包装油和中包装油份额分别从 2010 年的 26% 和 23% 持续提高至 2019 年的 33% 和 32%, 共同将散装油占比从过半挤压至 1/3 左右。食用油包装化趋势仍在继续, 餐饮中包装还有较大发展空间, 散装油逐步淡出市场。

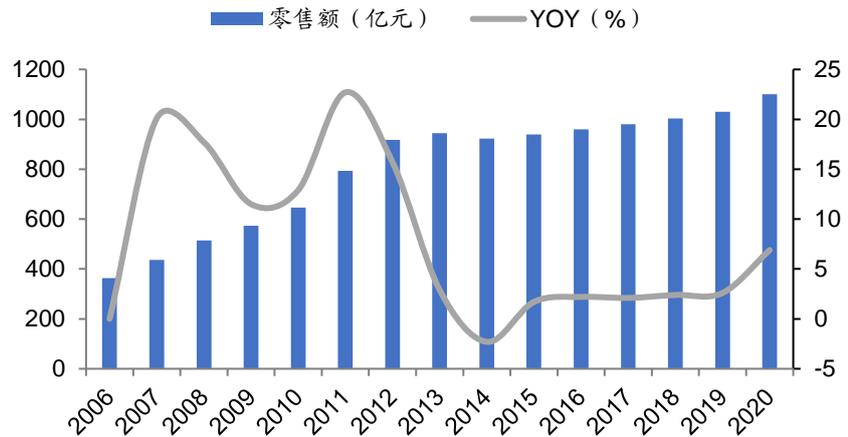
图表 26 食用油消费呈现包装化趋势



资料来源: 导油网, 欧睿, 华安证券研究所

小包装油市场逐步成熟, 零售额保持低速增长。2006-2020 年, 我国小包装食用油零售额从 364 亿元增长到了 1,110 亿元, 期间 CAGR 为 8.3%。分阶段看, 2013 年之前小包装油市场为高速增长, CAGR 为 14.1%。2013 年后, 增速快速下滑, CAGR 仅为 1.5%。预计未来小包装油零售规模增速仍为低个位数, 市场已经进入存量竞争的阶段。

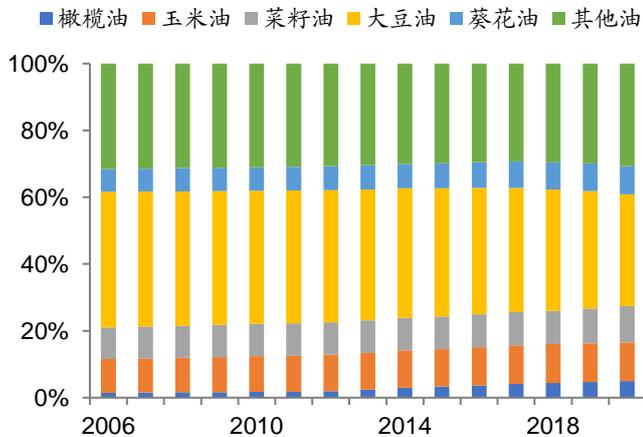
图表 27 小包装油零售额低速增长



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

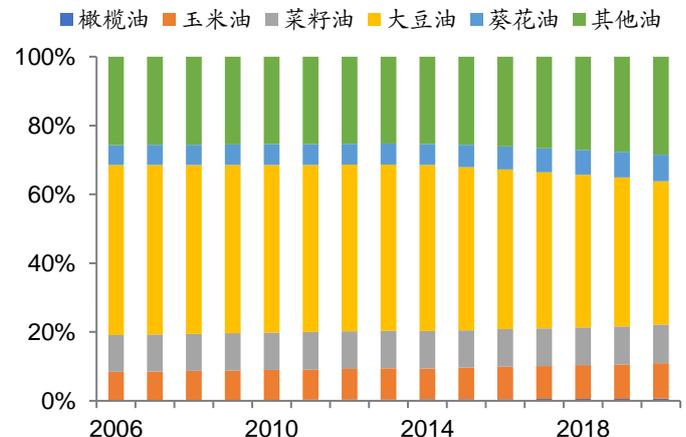
小包装油消费以大豆油为主, 健康油种较快增长。大豆油无论销售量还是销售额均占比最高, 主要与大豆油成本与价格优势有关。随着消费者越来越重视食用油营养, 高端油高价油的消费量以及消费额存在较大上升空间。例如, 橄榄油 2006 年到 2020 的销额 CAGR 为 18%, 消费占比也由 1.4% 提升至 5%; 而大豆油的销额 CAGR 仅仅为 6.8%, 消费占比由 41% 萎缩至 33%。

图表 28 小包装油消费结构变化 (销售额, 百万元)



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

图表 29 小包装油消费结构变化 (销售量, 升)

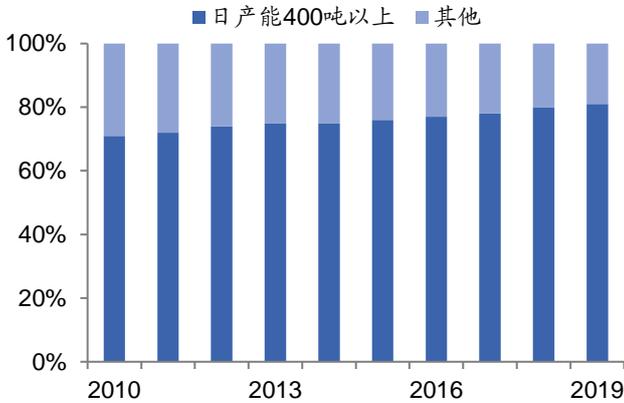


资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

食用油供应集中度较高, 头部企业强者恒强。以日产能 400 吨以上作为规模企业门槛, 产能占比从 2010 年的 71% 上升到了 2019 年的 81%, 提升了 10 个百分点, 小企业的低效产能正逐渐出清, 行业的集中度在不断提高。以大豆压榨能力作为衡量标准, 目前行业产能 CR3 超过 30%, CR5 超过 50%, 未来还有提升空间, 主要因为: 一是自从 2018 年食用油国标更新后, 政府对于食用油的安全质量监管越来越严格, 要求企业在食用油配方比例上做出明确标识, 这一政策必然使产品质量良莠不齐的中小企业被逐步淘汰; 二是大型企业在成本效率方面有较大优势。比如具备规模优势的大型企业能够将产能布置在全国范围, 这样一方面使得生产端与销售端

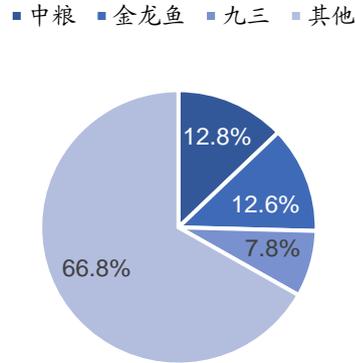
距离较近，能较快根据市场需求及时调整生产；另一方面大规模的产能布局使得企业在区域之间的运输成本也较低。

图表 30 食用油规模以上企业占比超过 80%



资料来源：国家粮食和物资储备局，华安证券研究所

图表 31 大豆压榨产能 CR3 达到 33%

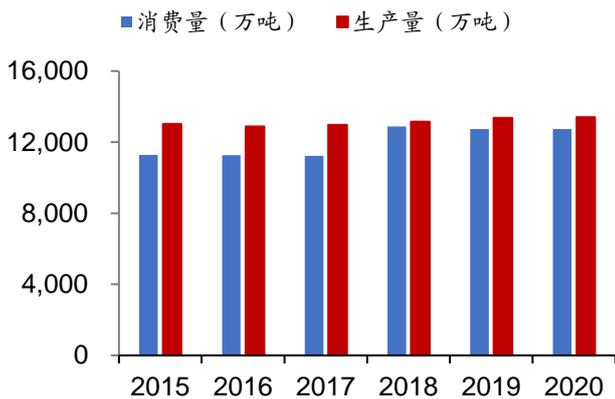


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

2.2 米面品牌化、专业化发展，龙头发展空间广阔

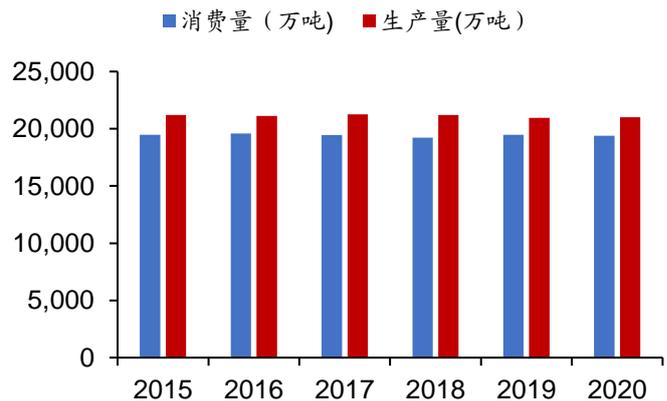
稻麦总体处于供需平衡状态。近年来我国稻谷和小麦的消费量与生产量基本保持稳定，而生产量始终稍高于消费量。稻谷和小麦生产量保持在 20,000 万吨和 13,000 万吨以上。小麦消费量略有增长，2015-2017 年小麦的年消费量在 11,200 万吨左右，而 2018-2020 年消费量在 12,800 万吨左右，期间 CAGR 为 1.7%。水稻年消费量基本持平，近五年均不超过 20,000 万吨。

图表 32 我国小麦年度国内消费量与生产量对比



资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

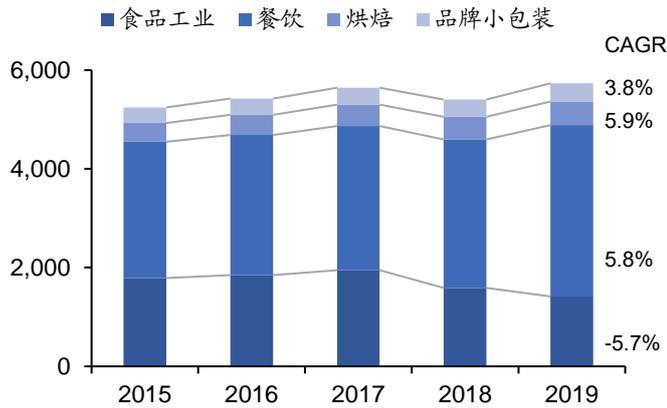
图表 33 我国稻谷年度国内消费量与生产量对比



资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

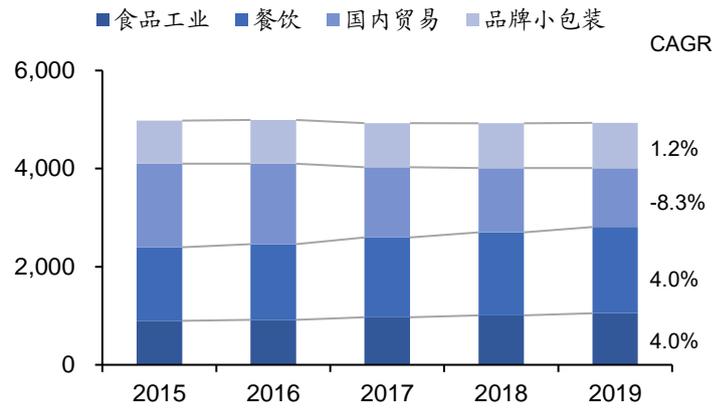
餐饮渠道在米面消费结构中的重要性越来越明显，家庭小包装也保持增长。在下游餐饮烘焙市场快速发展的驱动下，烘焙用粉、餐食用粉、餐饮大米占比逐渐上升。同时，伴随消费者对米面品质的提升，家庭小包装大米和面粉消费也保持增长态势，而散装贸易大米占比快速萎缩。

图表 34 我国面粉消费结构 (万吨)



资料来源: 艾格咨询, 欧睿, 华安证券研究所

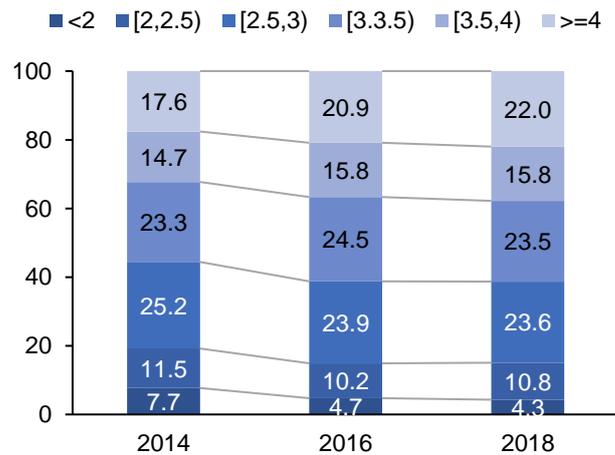
图表 35 我国大米消费结构 (万吨)



资料来源: BCG, 欧睿, 华安证券研究所

小包装结构升级, 高端价格带销售额占比增加。以大米为例, 现代渠道 4 元/斤以上的小包装米销售额占比由 2016 年的 17.6% 增长至 2018 年的 22.0%, 增幅达到 25%。相应的, 3 元/斤以下的小包装米销售额占比均出现下降。

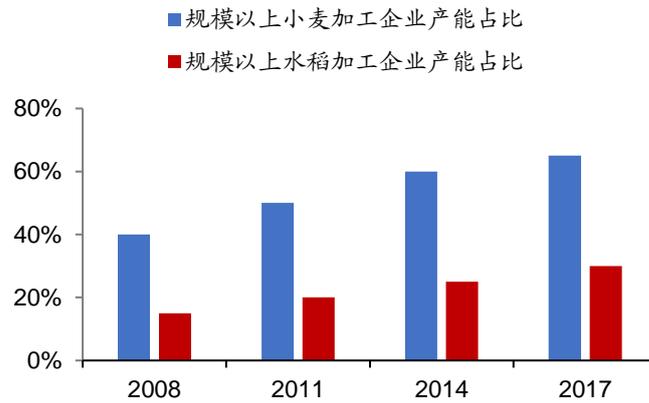
图表 36 小包装米高端价格带扩容 (元/斤)



资料来源: 尼尔森, 华安证券研究所

稻麦加工产能集中度处于上升通道, 龙头企业发展空间广阔。经过多年优胜劣汰, 稻麦加工企业规模化、现代化、品牌化特点已经基本形成, 行业进入加速整合升级新阶段。规模以上 (年加工量超过 10 万吨) 的稻谷和小麦加工企业产能占比分别从 2018 年的 15%、40% 增加至 30%、65%。但若以领先企业产能占比来看, 小麦和稻谷加工产能 CR3 仅分别为 13% 和 2%, 市场仍然非常分散。小麦与稻谷相比, 因加工门槛较高, 产品产地属性较弱, 更利于龙头企业快速成长和市场份额集中。

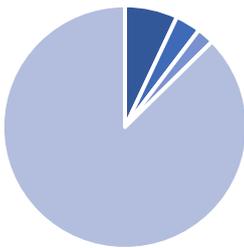
图表 37 稻麦加工规模以上企业占比仍有提升空间



资料来源：国家粮食与物资储备局，华安证券研究所

图表 38 我国小麦加工产能 CR3

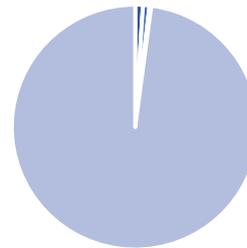
■ 五得利 ■ 金龙鱼 ■ 中粮 ■ 其他



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 我国稻谷加工产能 CR3

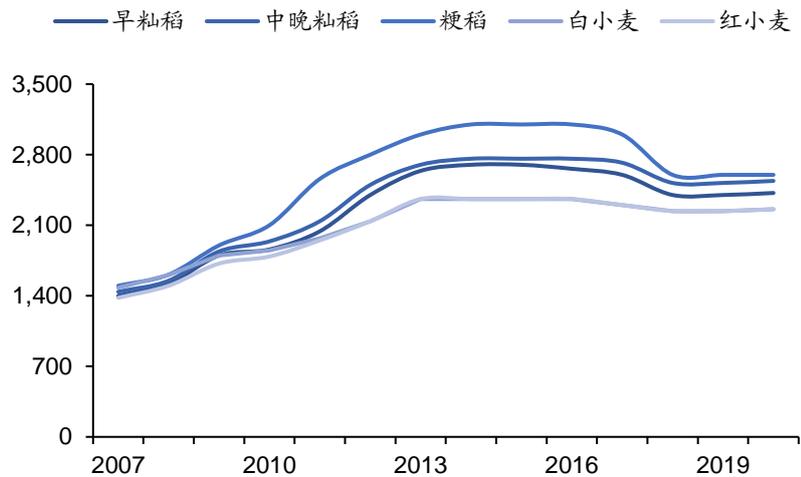
■ 中粮 ■ 金龙鱼 ■ 华润五丰 ■ 其他



资料来源：公司公告，华安证券研究所

稻麦最低收购价调整有利于行业景气向上。托市收购政策抬高了原粮价格，给稻谷和小麦加工企业造成巨大成本压力，行业开工率较低，普遍处于亏损或微利状态。随着粮食价格市场化改革的深入推进，国内稻谷和小麦托市价格结束长期以来的上升通道，逐步回归市场定价。从种植端看将引导种植结构调整，改善优质稻麦供需不平衡状况。对于加工企业来说，最低收购价的下调将有效降低采购成本，改善“稻强米弱”和“麦强面弱”格局，增强行业活力，提升整体毛利率。

图表 40 稻麦最低收购价高位下调 (元/吨)



资料来源：国家发改委，华安证券研究所

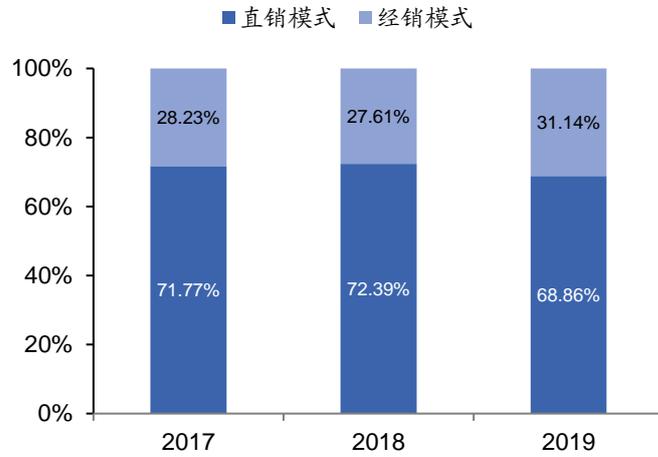
三、渠道和品牌共筑业绩护城河，供应链优化占据行业制高点

3.1 全渠道营销网络稳固市场地位

公司在全国范围内建立了包括零售渠道、餐饮渠道、食品工业渠道以及烘焙渠道在内的多元化、立体化营销网络和全方位的经销商网络。长年深耕与合作形成的紧密渠道关系很难为竞争对手所拥有或复制，是公司品牌以外最重要的无形资产。

公司的销售模式以直销为主，分销为辅。从销售模式的营收占比来看，公司整体仍以直销为主，3年内的直销营收占比均在70%左右，经销模式占比相对较小但存在上升的趋势，占比从2017年的28.23%上升到了2019年的31.14%。公司根据渠道和终端特点选择合适的销售模式。(1) 厨房食品：针对零售渠道，公司在农贸市场、粮油批发商店、零售店、食杂店等传统渠道，以及福利团购、联合促销、加油站、药店等特殊渠道，公司采用以经销模式为主的销售模式；在全国性以及大型区域零售连锁企业等为主的现代渠道，采用直销模式为主的销售模式。针对餐饮渠道，对于区域性酒店、中小餐饮、烘焙店、快餐连锁等中小客户，公司采用以经销模式为主的销售模式；针对连锁酒店、连锁餐饮、大型企业食堂、贸易商等大型客户，公司采用以直销模式为主的销售模式。针对食品工业渠道，目前国内食品工业客户分布存在分散、市场集中度较低的特点，因此公司食品工业渠道采取经销模式和直销模式相结合的销售模式。(2) 饲料原料及油脂科技产品：公司主要采用直销模式向企业客户和贸易商销售饲料原料及油脂科技产品。此外，公司油脂科技产品中的日化用品主要通过厨房食品下属零售渠道以及餐饮渠道进行销售。

图表 41 公司以直销模式为主，经销模式为辅



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司经销模式不断优化，经销商队伍持续扩充。公司在拓展经销渠道的初期采用的是区域性独家代理的模式，即某个地区的只有一个本公司产品的经销商，并且规定该经销商不能代理其他品牌的产品，取得区域代理资格的经销商能够在品牌商的帮助下快速拓展本区域，区域的品牌垄断使得相关经销商的销售欲望强烈，营销积极。经过多年发展，公司在全国范围内建立了较为完善的经销商网络和经销管理体系，培养了一批经验丰富的销售管理人员。2015 年开始，公司发力低线市场，推动渠道下沉，相应发展次级分销商，经销商数量不断增加，从 2017 年的 3,190 家增加到 2019 年的 4,406 家，期间增幅为 38%，平均每年增加 405 家，覆盖终端超过 100 万个，销售人员突破 1 万人，在食品行业中处于前列。同时，公司新增的经销商数量大于退出的经销商数量，而退出的经销商数量增幅不断下降，从 2018 年的 68% 下降到 2019 年的 5%。公司 2018 年和 2019 年的经销商存活率分别为 88% 和 82%，存活率整体较高。未来随着公司对于经销机制的深入优化，将会有更多的区域经销商和分销商加入，助力公司加密销售网络。

图表 42 公司经销商数量变化情况



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

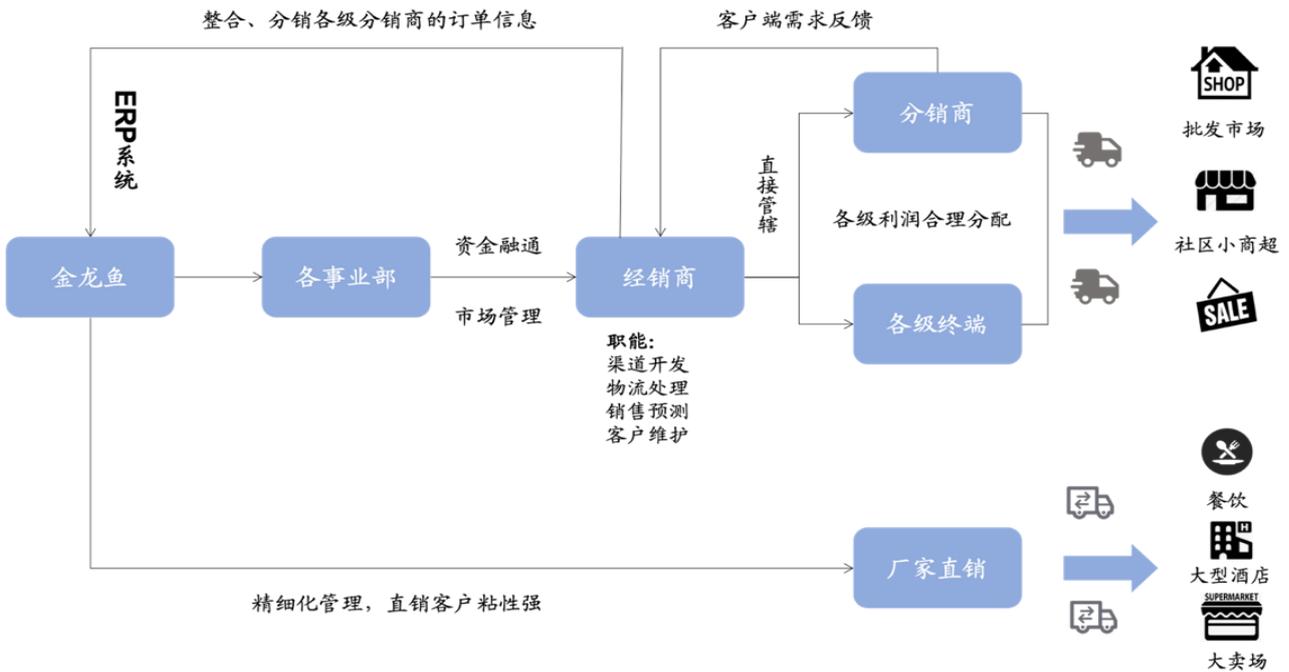
图表 43 食品企业渠道和终端比较

2019 年	金龙鱼	海天味业	伊利股份	中炬高新	西王食品
收入 (亿元)	1,707	198	902	47	57
经销商 (家)	4,406	5,806	12,304	1,051	800
终端 (万家)	100+	200+	200	25	20+
销售人员 (人)	10,573	2,023	17,854	1,237	709

资料来源：公司公告，华安证券研究所

推进深度分销，加强渠道管理水平。公司近年来通过“深度分销”改革，力争理顺自身与渠道各成员之间的关系，具体方式包括：(1)明确职责，公司负责市场管理，经销商负责对终端的开发以及客户的维护。公司通过为经销商选拔、培训以及考核相关业务人员的方式间接管理经销业务；(2)根据市场发展阶段的特点合理的为各环节分配利润。公司在拓展某区域的初期，往往会将代理权集中交到某个代理商上，给予独家经销商较高的利润，推动其进一步开拓本地市场。公司产品打开销路之后，会逐步考虑引入多级经销商和分销商，一方面是为了避免独家经销商积极性下降，另一方面多层级的经销体系也有助于提高分销效率，包括对销售对象的选择服务上都更加精准。(3)公司不通过经销商，直接给经销商以下的分销商返利。即公司的进货以及备货奖励可以直达各级分销商以及终端，这样一定程度防止了经销商对于返利的截胡，提高了各级分销商和终端的积极性。公司通过以上的机制改革，在全国范围内迅速建立起了一个高效率的经销体系，筑牢了渠道壁垒。

图表 44 公司渠道管理体系示意图



资料来源：《食用油营销第1书》，华安证券研究所

3.2 品牌运营典范，零售份额领先

公司建立了完善合理的厨房食品品牌矩阵。公司厨房产品覆盖米面油三大品类和零售、餐饮、食品工业（烘焙）三大渠道。为适应业务发展，公司培育了一批知名品牌，按照产品档次、产品属性和销售渠道构建了一套多维品牌体系。例如全品类跨渠道的综合性品牌“金龙鱼”、“香满园”、“元宝”，以及花生油专业品牌“胡姬花”、泰国香米专业品牌“香纳兰”、橄榄油专业品牌“欧丽薇兰”等。

图表 45 公司厨房食品品牌矩阵

厨房食品品牌矩阵	全品类，跨渠道	细分		
		零售（小品种）	餐饮	烘焙
高端	金龙鱼	Olivoilà 欧丽薇兰 鲤鱼 香纳兰 胡姬花 KING'S 长牌	鲤鱼 Olivoilà 欧丽薇兰	金味 花鼓牌
中端	香满园 Wonder Farm		海皇牌	金鸕 金山
大众	元宝牌		百合花 口福	金燕 BLUE 蓝 KEY 匙

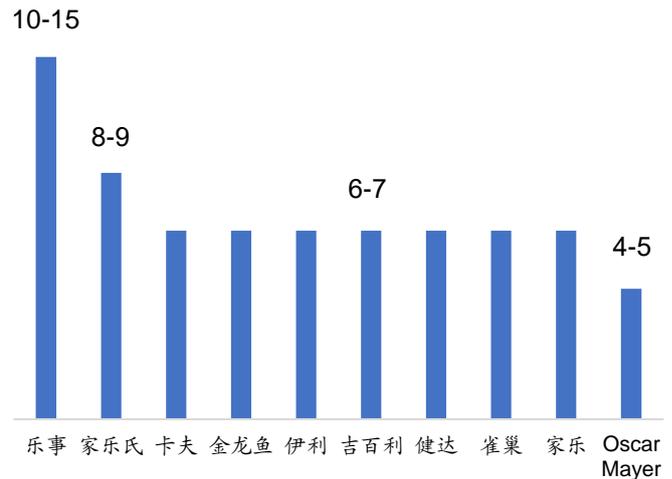
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

公司主要品牌知名度名列前茅，品牌影响力是公司核心优势之一。根据 Chnbrand 发布的 2020 年中国品牌力指数 (C-BPI)，金龙鱼连续 10 年蝉联食用油排行榜冠军，2020 年得分 680.7，远高于第二名鲁花 (497.7 分)。公司打造的高端橄榄油品牌“欧丽薇兰”、高端花生油品牌“胡姬花”、中端品牌“香满园”、大众品牌“元宝”悉数上榜。另据欧睿 2019 年发布的全球快消品品牌价值排名，“金龙鱼”位列 21 位，品牌价值 60-70 亿美元，在包装食品细分类别中高居第 4 位，仅次于乐事、家乐氏和卡夫。

图表 46 2020 年中国食用油品牌排行榜



图表 47 2019 年欧睿全球包装食品品牌价值排名(十亿美元)

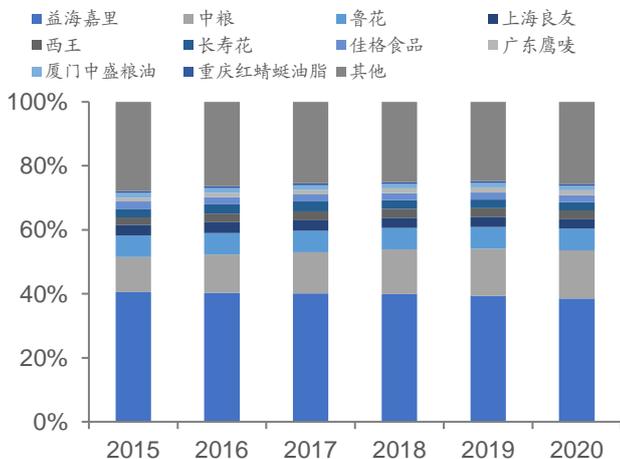


资料来源: Chnbrand, 华安证券研究所

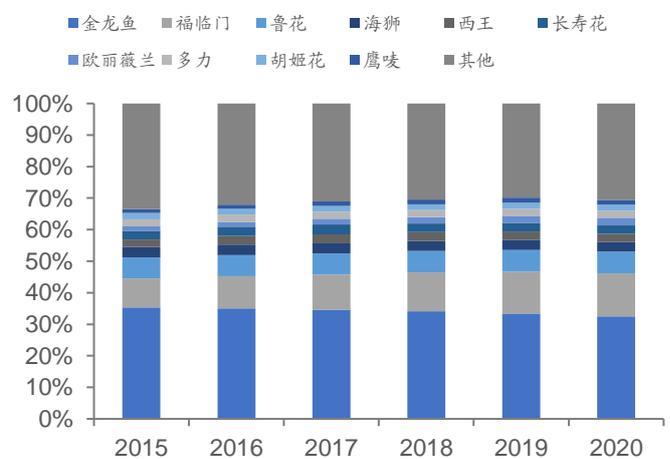
资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

公司小包装米面油市场份额均保持领先。公司小包装油销售额份额近五年保持 40% 水平，位居第一，远远高于第二的中粮。分品牌看，从品牌角度来看，公司除了“金龙鱼”主品牌市场份额第一以外，主攻高端小品种的“欧丽薇兰”、“胡姬花”市场份额也分列第七、第九位。另外，公司小包装大米和面粉近三年在现代渠道市场份额的领先优势也非常明显。

图表 48 公司小包装油市场份额整体领先



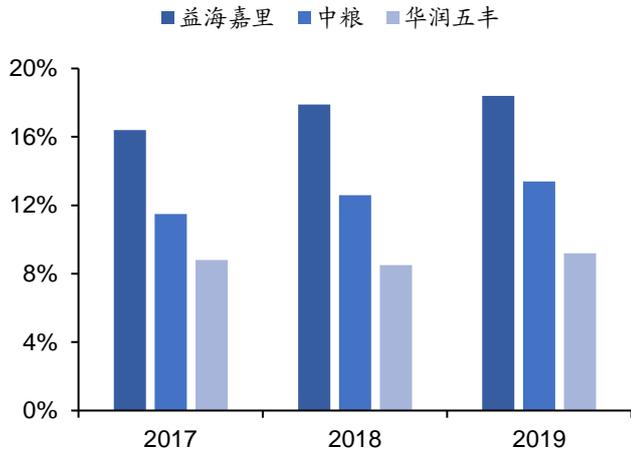
图表 49 公司小包装油品牌市场份额领先



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

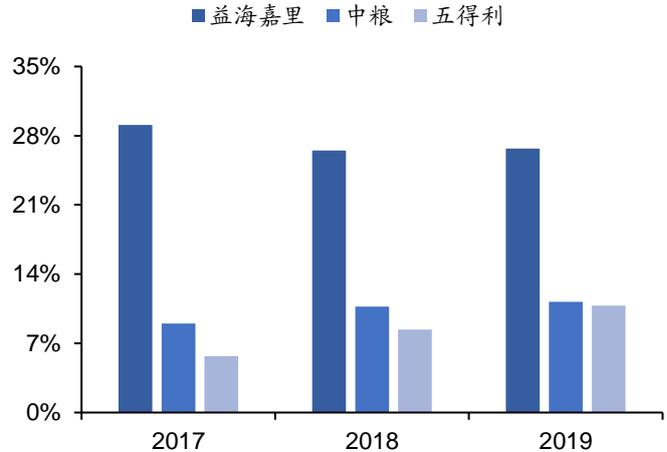
资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

图表 50 公司小包装米现代渠道市场份额领先



资料来源：尼尔森，华安证券研究所

图表 51 公司小包装面粉现代渠道市场份额领先



资料来源：尼尔森，华安证券研究所

整合新媒体进行品牌的全方位传播，占领消费者心智。公司主营民生产品，特别注重营造积极正面、具备社会责任感的国家品牌形象。2017 年中国首个品牌日，公司与中国烹饪协会联合推出“中国美食走进联合国”事件，依托金龙鱼品牌助力中国美食申遗，宣传过程中融合多种媒介触达不同年龄段和不同圈层的消费者，通过创意视频卡片广告占位微信朋友圈、新闻客户端、新浪微博、OTT 联投，达到全民参与和占领消费者心智的目的，并结合新闻媒体及线下终端进行公关报道，放大权威媒介声量。此次传播后，媒体调研的数据表明消费者对品牌的好感度大幅提升，特别对提升品牌在年轻群体中的品牌形象起到了推动作用。

图表 52 公司借助公益事件开展全方位品牌传播



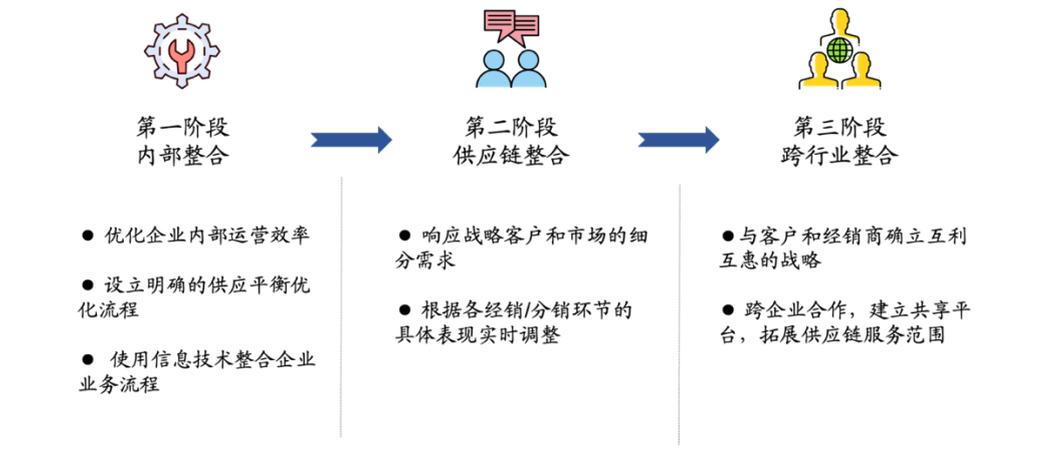
资料来源：华安证券研究所整理

3.3 重塑流程，提升效率，推动供应链价值提升

供应链是企业将上游原材料转化并交付给下游客户的物流、资金流和信息流链条。在产品差异化有限、利润空间较小、投入产出比不高的粮油领域，成熟高效的供应链一方面为企业自身带来更高的周转、更多的利润和更快的发展，更重要的是加强产业链各环节的资源互补与合作互动，实现全链价值最大化，最终为客户创造新的价值。

我们认为，公司的供应链优化战略将分三步演进，最终能够有效协调公司内部采产销之间的关系、公司与渠道商之间的关系、公司作为平台服务商与同业企业的关系，从而在更高层次主导竞争格局。（1）**内部整合阶段**。公司在生产过程中通过推进内部的智能生产建设以及信息化技术升级，提升公司自身的智能化、信息化水平，优化生产工序，提高了生产效率。（2）**产业链整合阶段**。公司通过持续的品牌建设投入以及生产成本的优化，帮助下游经销商提高自身的经济效益，同时为经销商提供供应链融资、仓储管理以及物流运输等服务，为经销商创造更大的价值，提高公司与各经销商之间的粘性。（3）**跨行业整合阶段**。这一阶段公司将重点发展跨行业间的合作，通过建设仓储、物流等一体化平台拓展自身的服务能力和服务范围，利用自身现有的供应链渠道以及运输渠道为其他行业的企业充分赋能，互惠互利。

图表 53 公司供应链优化战略示意图



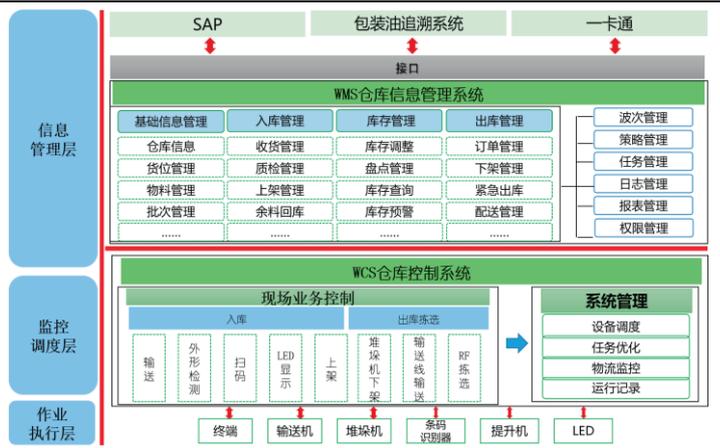
资料来源：华安证券研究所整理

内部整合阶段，公司重点借助智能化、信息化工具提高生产物流效率。以公司投资建设的泉州福海工厂为例，实现了生产物流的信息化、自动化、智能化。具体的解决方法包括：（1）**软件、硬件深度融合**。仓储管理系统（WMS）有效地整合了SAP、包装油追溯等信息处理系统，自动收集、分析生产仓储全过程数据，实现敏捷生产，加速库存周转，从而达到降本增效的目的。另一方面，产品全生命周期可追溯，提高质量安全控制水平。（2）**科学规划，提升生产用地空间利用率**。建设成品立体仓库，提高建筑可利用高度，建筑面积由横向扩张向竖向发展，有效提高单位土地面积的生产力，缩短投资回报周期。

图表 54 公司泉州福海工厂鸟瞰图



图表 55 智能物流系统软件操作系统界面

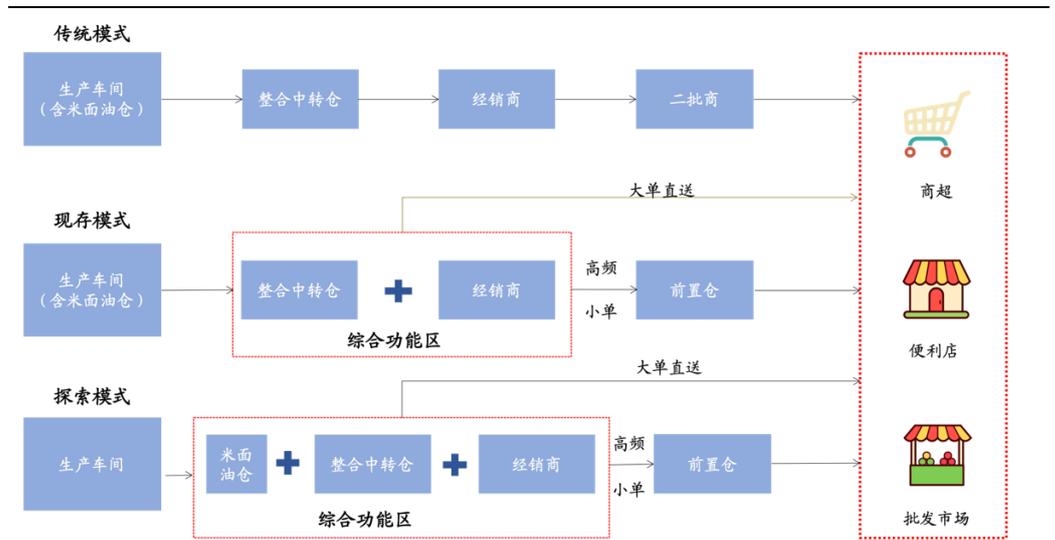


资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：华安证券研究所整理

外部整合阶段，公司聚焦供应链优化，与经销商建立“深度绑定、相互促进”的合作关系。在传统的生产流通模式下，公司将生产车间的产品运输至各大经销商仓库后，后续的运输以及各种售后服务、品牌宣传等都由后端的经销商体系去完成。随着粮油市场集中度提升带来的激烈竞争，公司经销商很难在管理复杂物流的同时还能将终端客户服务到位，因此原有的产业链生态局限较大。为此，公司在物流部分采取了创新举措，通过将经销商纳入一体化仓储平台以及建立前置仓的方式，减少了产品运输次数。同时，划分出订单大小，大单直送商超、便利店、批发市场等终端，配送次数多的小单统一配送到距离终端客户较近的前置仓，提升送单频率，快速满足终端客户需求，并且降低了物流环节终端配送的费用总和。这样，经销商得以从繁琐的运输业务中解放，并深度聚焦于下游终端客户的维护与开拓，另一方面，产品在平台仓库内集中存放管理，有公司作担保，经销商能够按照自身发展需求向银行融资，提高了资金的周转率，增强了经销商对公司的粘性。未来，公司探索将工厂成品仓整合进综合功能区，最终通过“以销定产”的模式实现供应链效率最大化和客户满意度最大化。

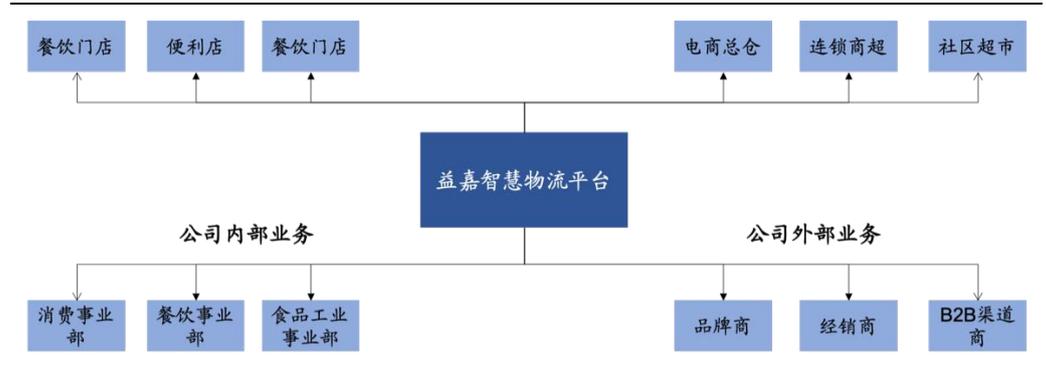
图表 56 公司供应链优化模式示意图



资料来源：华安证券研究所整理

跨行业整合阶段，公司依托益嘉物流建设物流共配平台，利用自身规模和布局优势为外部品牌商提供服务。目前公司的物流平台已经有 300 多个外部客户入驻，包括农夫山泉等优质品牌商。公司利用自身优势实现平台迅速成长：一是规模优势，公司粮油销量在全国排名第一，大体量使运输成本得到有效分摊，内外部产品统一配送，能帮助外部客户实现行业内最低的运输成本；（2）布局完善。按照公司未来产能规划，基本可以实现 300 公里内运输覆盖，打造 300 公里范围内的配送响应圈。

图表 57 益嘉物流平台服务公司外部业务



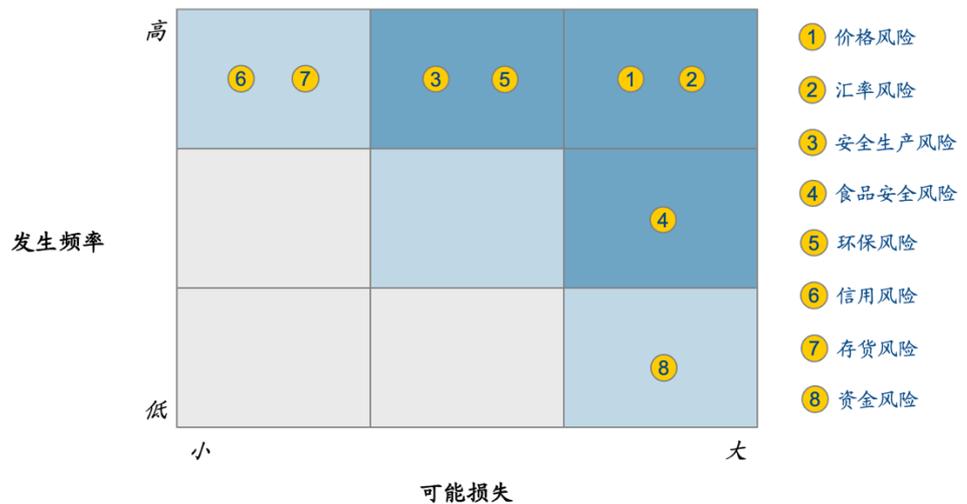
资料来源：华安证券研究所整理

四、风控护航穿越周期，研发助力业务升级

4.1 加强全面风险管理，确保行稳致远

利润率较低、竞争激烈是国内外粮油行业的共同特点，但 ABCD 四大粮商却均有百年以上历史，风险管理是企业穿越周期持续经营的核心能力。按照发生频率和可能损失两个维度将粮油企业风险因子进行归类管理。因为涉及大量原料进口，价格风险、汇率风险不仅发生频率高，而且潜在损失大，需要利用衍生金融工具进行风险规避。食品企业常见的安全、环保等风险发生频率或可能损失处于中等水平，需要建立完善的风险控制体系。信用、存货等风险发生频率高但造成损失小，企业有必要加强日常财务管控。对于发生可能性小但损失大的资金风险，则需要健全资金调度制度的基础上保持资本结构合理、加快资金周转。

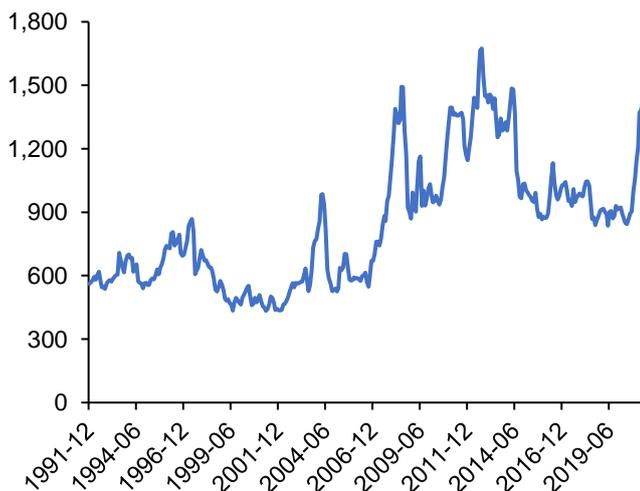
图表 58 企业风险因子分类



资料来源：华安证券研究所整理

油脂压榨企业需要利用价格风险管理工具稳定压榨利润。以进口大豆压榨为例，国际大豆和国内豆粕价格受各方面因素影响，价格持续波动，若企业不注重价格风险管理，很容易在市场逆境中陷入亏损。如 2014 年，受国内豆粕、豆油消费低迷，大豆因大量进口而承受较大库存压力影响，加之国内压榨企业使用期货工具尚不够成熟，全国压榨行业蒙受了巨额亏损。因此，市场定价的原材料和产品都有必要进行套保，在买入保值的同时也要卖出保值。压榨企业可以在大连商品交易所买入大豆期货合约进行买入保值，在大连商品交易所卖出豆油或者豆粕合约进行卖出保值，以防范原材料大豆价格上涨导致压榨成本增加，产品油脂或者豆粕价格下跌导致销售价格下跌，锁定其加工利润。

图表 59 CBOT 大豆期货结算价持续波动 (美分/蒲式耳)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 60 进口大豆压榨利润受产品价格影响较大 (元/吨)

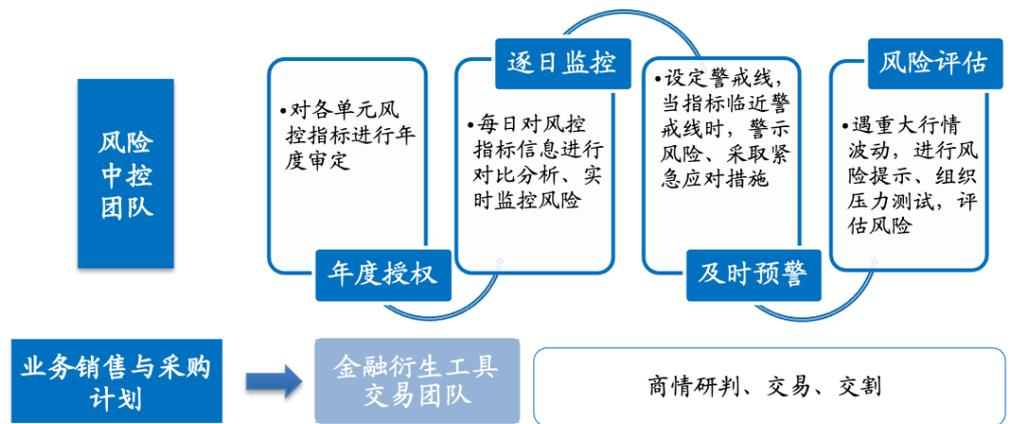


资料来源：wind，华安证券研究所

公司利用金融衍生工具为业务发展护航。公司在芝加哥期货交易所、加拿大洲际交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所等公开市场通过期货、期权等衍生金

融工具进行对冲交易，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。公司建立了专门的金融衍生工具交易团队，负责金融衍生工具交易的具体执行。公司针对金融衍生工具交易的风险控制，制定了相关制度，对岗位设置与职责分工、授权管理与交易管理、预警管理、交割管理、资金管理、交易报告等内容进行了规定。公司按照相关制度规定来制定计划、审批、下达指令、操作等，并进行相应的管理。公司设有风险中控团队，负责公司金融衍生工具交易的限额监控和风险监测，每日向公司管理层报告衍生金融工具的交易情况，以评估公司的风险管理状况及抗风险能力。

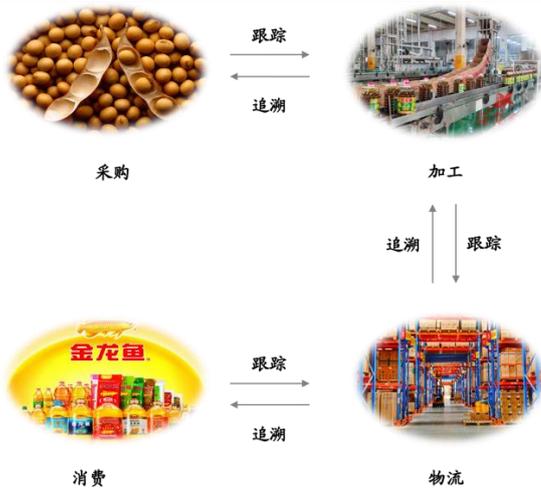
图表 61 公司价格风险管控流程示意图



资料来源：华安证券研究所整理

公司建立了业内最高标准的质量管理体系。(1) 实行质量管理“一把手”工程。公司设立专职的食品安全部门，对下属全部生产企业垂直管理，直接向董事长汇报食品安全工作，拥有“一票否决权”。(2) 推行食品安全全产业链的预防和管理。从田间粮食的种植、到生产加工，到最后的产产品储存、物流和销售的所有环节，都有一套预防、自检、自控体系，确保整个产业链的质量安全。原料控制是任何食品企业的重中之重，为有效控制粮食油料作物的农残(农药残留)和重金属等卫生指标，企业的质量管理团队和采购团队，会在每年收割之前，对主要的收购产区进行水、土壤和施药情况的抽烟监测，选择符合集团要求的产区来进行定向的原料收购。(3) 搭建一套“金字塔型”的质量管理体系。除通过 ISO9000、ISO14000、ISO22000 系列标准体系认证外，还建立起特殊保障体系。包括国际知名的跨国食品企业如麦当劳、肯德基、雀巢、联合利华、达能等，这些企业都是根据自身的特点量身定做的审核标准，不但严苛，而且汇聚了多年的实践经验，通过每年客户的供应商审核，融合成为企业管理的独特标准。基于对产品品质的高标准要求，公司还主动申报了美国烘焙协会(American Institute of Baking, 简称 AIB)的食品安全审核，“AIB 评分”堪比“食品行业的奥运”，益海嘉里目前已有 14 家生产企业通过了 AIB 审核，并在企业内部要求执行 AIB 的食品安全标准。在此基础上，公司结合各类标准规范，建立了集团特有的 WQM 体系。从供应商管理、生产加工管理、储存管理、渠道管理和客户服务管理各个环节建立良好操作规范，并要求旗下工厂严格执行并接受不定期飞行审核。

图表 62 公司实现全流程的质量安全跟踪追溯



资料来源：华安证券研究所整理

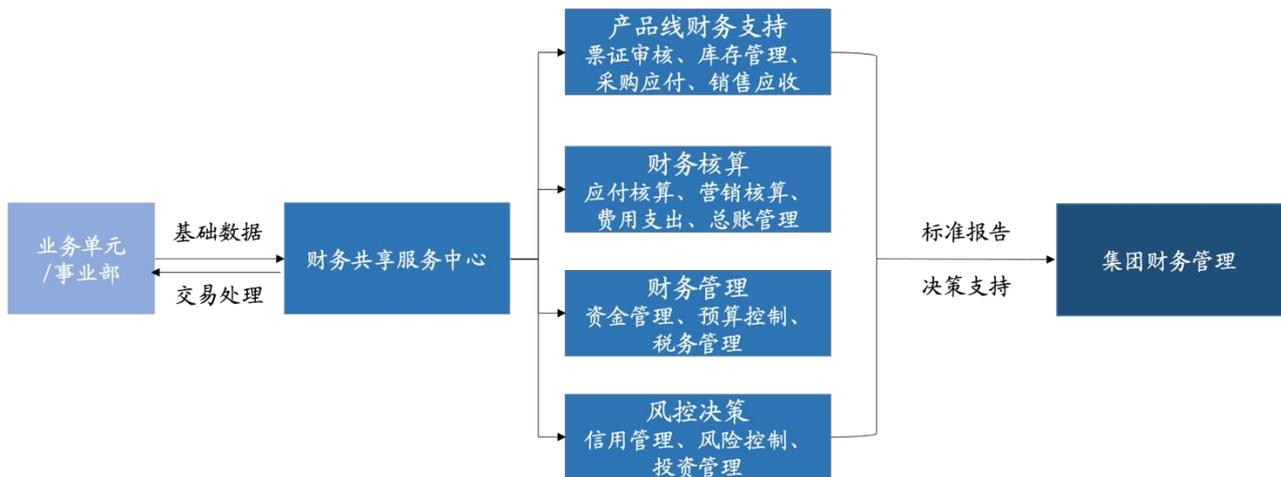
图表 63 公司的质量管理“金字塔”



资料来源：华安证券研究所整理

公司开展财务管理革新，实现财务风险控制的同时提升效率。随着业务持续内生外延，业务板块和产品线越来越多，建设标准化财务体系、控制潜在财务风险势在必行。财务共享服务中心是企业集中式管理模式在财务管理上的最新应用，目标是解决大型集团公司财务职能建设中的重复投入、管理混乱和效率低下的弊端。公司 2013 年在无锡设立财务共享服务中心，服务于 60 多家工厂及超过 30 家营销公司，实现集团各类型企业的费用报销模块、应付模块、应收模块、支付模块等全业务链共享，达到高效、统一、标准化的财务核算和财务管理，为集团考核、决策、风控提供基础支持。

图表 64 公司财务共享中心职能示意图



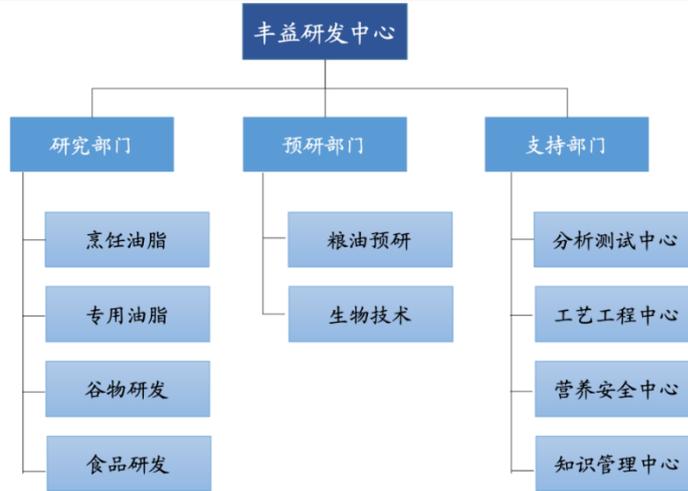
资料来源：华安证券研究所整理

4.2 研发持续投入，赋予业务新动能

公司已建立系统性强、可持续发展的研发体系，强力推动业务升级。公司研发中心 2009 年成立，研发领域包括农副产品综合加工利用、食品安全与营养、生物发酵技术和酶加工技术应用等，并围绕分子生物学技术、生物质新能源新技术等前沿

开展预备研究。2019 年底，公司共有研发人员 317 人，其中专职从事油脂、食品、谷物类技术支持与产品开发的人员 137 人，从事粮油、生物关键技术开发的人员 55 人，从事油脂科技开发人员 48 人，负责提供分析检测、中试、知识产权、营养安全等研发支持服务的员工 77 人。

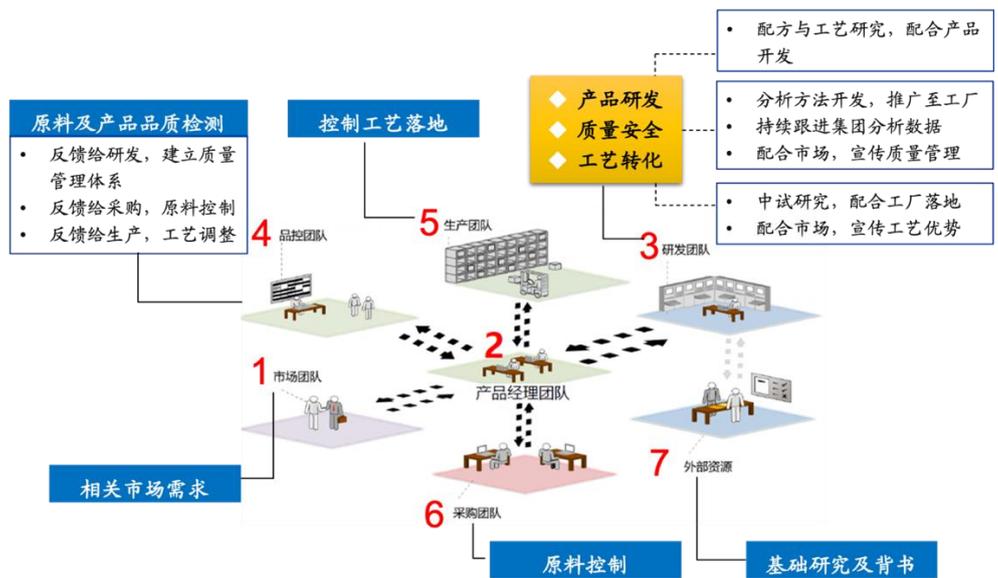
图表 65 公司研发中心架构示意图



资料来源：华安证券研究所整理

公司将研发嵌入业务全链条，提供全方位技术支持。公司研发团队为市场、产品、品控、生产和采购团队提供包括产品研发、质量控制、工艺转化等全方位的技术支持，加速市场需求向产品转化，不断推动厨房食品的品类革新，增加产品附加值。迎合消费升级趋势，公司陆续推出黄金比例食用调和油、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、发酵空心挂面、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。

图表 66 公司研发职能与业务全流程无缝联接



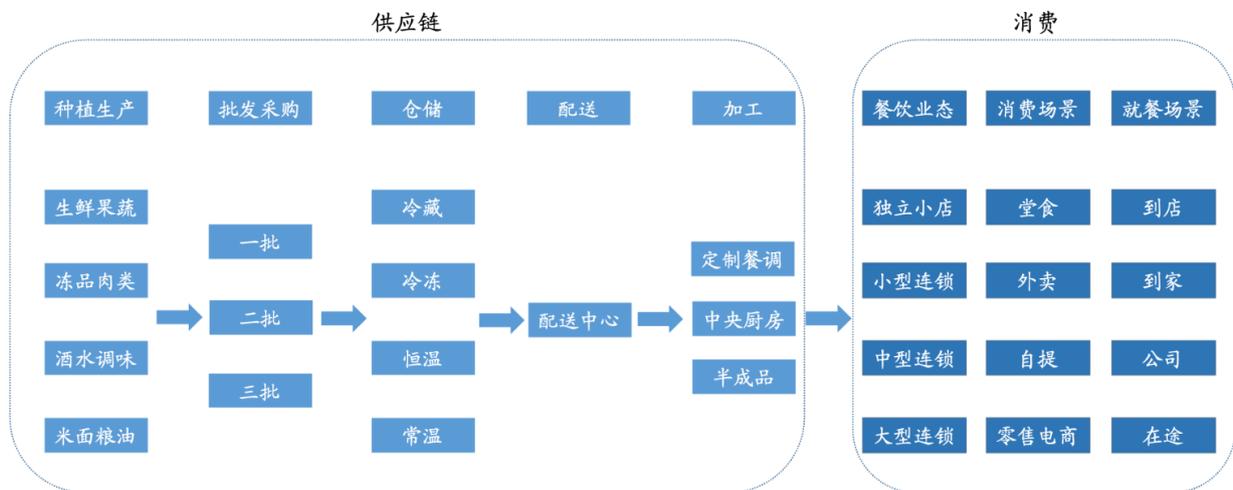
资料来源：华安证券研究所整理

五、探索产业服务增值新路径，未来更为期待

5.1 营造中央厨房生态，切入餐饮供应链核心

中央厨房符合餐饮业发展趋势。符合餐饮业国民经济快速增长，城市的工业化和现代化建设步伐加快，为餐饮业发展提供了广阔的市场空间。中央厨房作为餐饮产业链的一种特色生产供应模式，涉及基地打造、食材采购、生产加工、物流运输等多个产业环节，起着衔接上游产业（农林牧渔、包装食品等）和下游产业（商超、社区、学校、餐饮）的作用。中央厨房已经成为餐饮产业完善连锁经营体系，实现物流系统化与规模经营有机结合的有效途径，是餐饮连锁企业稳定发展的有力保证。

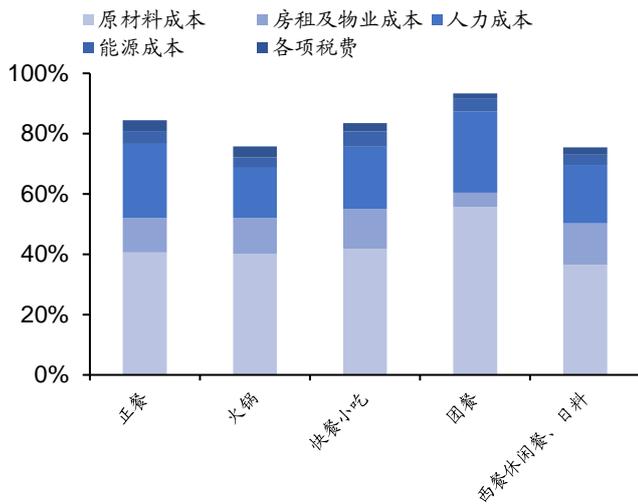
图表 67 中央厨房处于餐饮供应链承上启下的核心位置



资料来源：亿欧，华安证券研究所

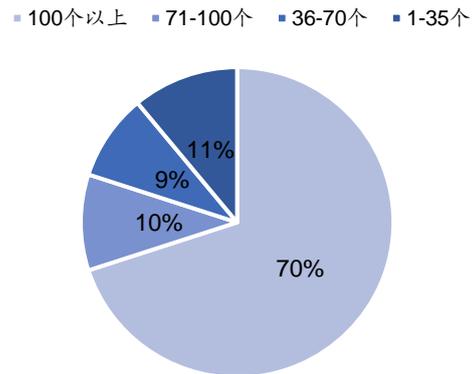
中央厨房有助餐饮企业节约成本，提升运行效率。餐饮行业高房租、高人力成本是餐饮企业盈利困难的关键影响因素，由中央厨房供应成品或半成品菜肴可有效节省餐厅厨房面积和人手，菜品标准化带来制作时间缩短，也利于餐厅翻台率提升。另外，目前餐饮供应渠道多元，企业一般采用多供应商模式，70%的企业供应商数量在 100 个以上。这导致采购分散、订单处理程序复杂，成本波动频繁，中央厨房代替餐厅完成最前端的采购和供应商管理，特别利于连锁餐饮企业形成规模优势。

图表 68 餐饮企业房租和人力成本占比约为 30%



资料来源：中国饭店协会，华安证券研究所

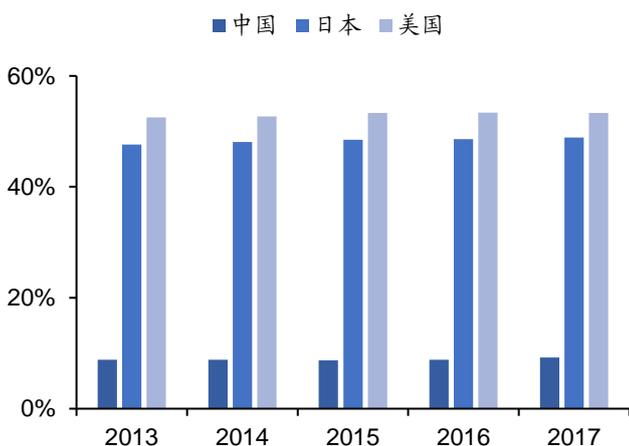
图表 69 餐饮企业采购分散



资料来源：中物联冷链委，华安证券研究所

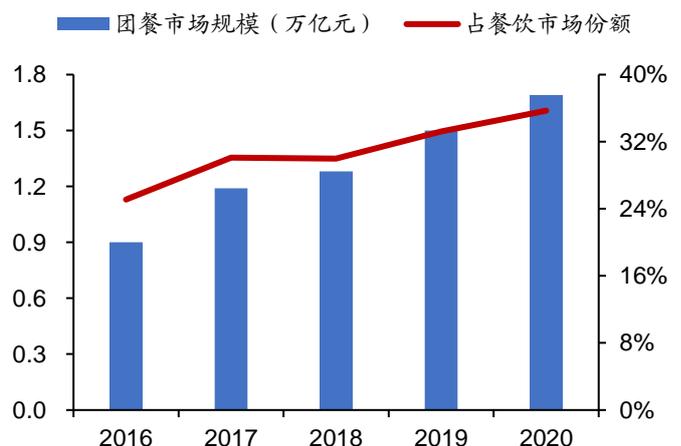
中小型连锁餐厅和团餐规模带动第三方中央厨房需求增长。(1) 相较于其他发达国家，我国餐饮连锁化率仍然很低。2017 年我国餐饮连锁化率为 9.2%，远低于日本 49% 和美国 53% 的连锁化率水平。随着餐饮连锁化率提升，连锁餐厅出于成本、标准化、食品安全等考虑对于中央厨房需求将迅速增长。其中，实力雄厚的连锁化大型餐饮企业倾向于选择自建餐饮供应链或采取联盟成立供应链企业的模式，对于成本非常敏感的小型独立的餐饮门店继续选择菜市场等传统渠道，而处于中间地位的中小型连锁餐饮企业更可能成为第三方中央厨房的目标客户。(2) 食堂、航空铁路配餐、会议餐等团餐形成成为餐饮业新的增长动力，目前已占到我国餐饮业 30% 的份额，中青年主力消费群体的崛起也带动团餐企业向更专业、更多元化的方向发展。团餐需求的相对可预测性特别适合由中央厨房统一制作和配送。

图表 70 我国餐饮连锁化率非常低



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 71 我国团餐规模不断增长

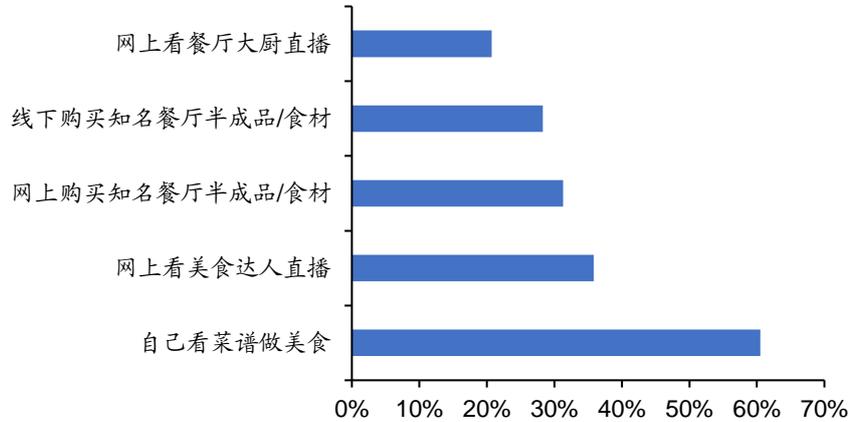


资料来源：中国饭店协会，艾媒咨询，华安证券研究所

疫情催生中央厨房 2C 需求。疫情使得消费者通过线上模式触达餐饮信息的比例更高，围绕消费端的餐饮供应链商机逐渐显现。目前许多知名餐饮企业在商超销

售预包装食品，随着中餐工业化工艺成熟和冷链物流的完善，2B、2C 渠道产品的界限逐渐模糊，为中央厨房的产品增加家庭消费场景。

图表 72 疫情改变消费者行为，催化半成品渗透率



资料来源：美团《中国餐饮大数据 2020》，华安证券研究所

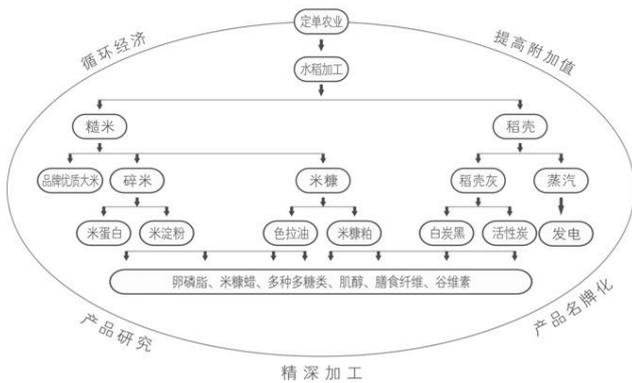
我们认为，公司具有发展中央厨房业务的基础和优势。(1) 布局方面，公司在全国建成和在建生产基地 70 多个，条件成熟的产业园可直接建设中央厨房，并吸引合作厂家入驻，实现产品品类互补和物流、渠道等资源共享。(2) 渠道方面，公司 2019 年餐饮渠道销售额超过 400 亿元，通过中国烹饪协会与众多餐饮企业建立合作对话。同时，2018 年开始美菜网成为公司第一大客户。美菜网采用 F2B 模式为餐厅提供一站式、全品类的餐饮食材采购服务，目前业务覆盖 300 个城市，成为超过 200 万餐饮商户食材配送供应商。

中央厨房业务有望成为公司餐饮渠道新增长极。公司目前已在重庆、廊坊、杭州、陕西兴平启动中央厨房项目，并通过引入合作伙伴适应当地口味需求。如重庆的中央厨房项目与饭巢合作，将以火锅底料、川味复合调味料、火锅系列食材为主。

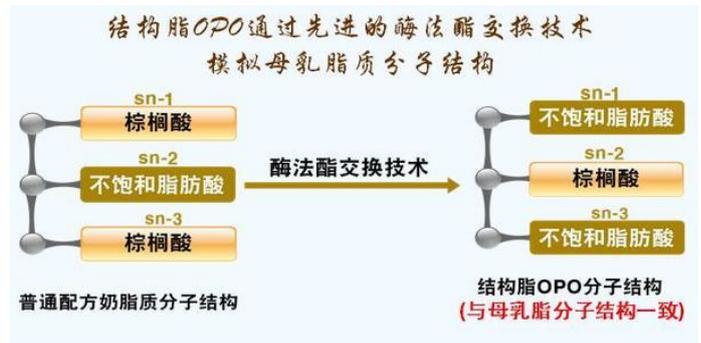
5.2 致力提供一揽子解决方案，受益食品产业升级红利

公司通过精深加工模式，充分开发原粮的资源价值。(1) 公司在佳木斯创建首个“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。副产品米糠被用来榨取高营养价值的米糠油，米糠、米糠粕可进一步深加工为多种食品、保健品的原辅料。(2) 油脂化工领域，公司长期聚焦婴幼儿配方产品，持续助力脂质研究创新发展，以食用植物油与油酸为原料，经酯交换和分提制得的 1,3-二油酸-2-棕榈酸甘油三酯 (OPO)，成功实现了加工增值。OPO 使婴幼儿配方产品的脂肪结构更接近母乳，目前完成配方注册的婴幼儿配方乳粉中近三分之一添加了 OPO。公司 2 万吨有机 OPO 油项目预计 2022 年正式投产。

图表 73 公司的水稻循环经济模式



图表 74 公司以植物油为原料开发结构乳脂

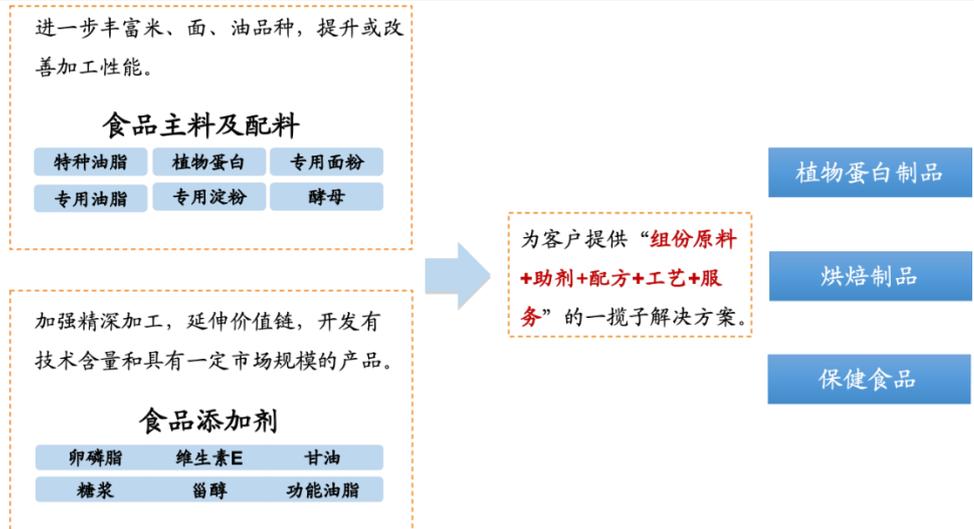


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所整理

公司可以凭借资源优势和技术积淀，为食品工业客户提供一揽子解决方案，增强客户粘性，提升业务价值。公司目前向食品工业客户提供各类食品原辅料，主要包括起酥油、代可可脂、人造奶油等专用油脂，花生蛋白粉、谷朊粉等多种食品辅料，以及食用油脂、专用面粉、专用大米等，广泛用于西式快餐、工业烘焙、速冻食品、连锁饼店、冷饮和奶粉等众多领域。下游消费市场逐步细分，对食品营养、口味、消费场景提出了多元化要求，继而需要上游原辅料和添加剂供应商打造“一揽子解决方案”，想客户之所想，应客户之所需，为客户提供个性化、定制化的产品，同时加大技术支持和服务比例，满足个性化需求，从而由“简单产品”的价格竞争变为“定制化产品+技术服务”的商业模式。

图表 75 公司可为客户提供一揽子解决方案



资料来源：华安证券研究所整理

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

收入端预测: (1) 厨房食品收入营收增速 9%/10%/12%。食用油和米面销量各保持 7%和 15%左右年均增长, 而食用油单价相对稳定, 米面单价温和上升。(2) 饲料原料和油脂科技业务营收增速 15%/12%/12%, 2020 年增速较高主要由于 2019 年非瘟抑制饲料需求, 基数较低。拆分来看, 主要受到饲料景气拉动, 量价均有小幅增加。(3) 综合来看, 2021-2023 年公司整体营收增速分别达到 11%/11%/12%。

图表 76 公司营收按业务拆分预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	167,074	170,743	194,920	217,235	241,119	269,248
YOY	10.8%	2.2%	14.2%	11.4%	11.0%	11.7%
厨房食品	99,310	108,783	121,202	132,330	145,978	162,940
YOY	10.0%	9.5%	11.4%	9.2%	10.3%	11.6%
销量(万吨)	1,740	1,933	2,005	2,206	2,448	2,693
YOY	15.1%	11.1%	3.7%	10.0%	11.0%	10.0%
单价(元/吨)	5,707	5,629	6,045	6,000	5,963	6,051
YOY	-4.5%	-1.4%	7.4%	-0.7%	-0.6%	1.5%
占比	59.4%	63.7%	62.2%	60.9%	60.5%	60.5%
食用油	76,925	81,533	85,103	89,199	94,445	101,899
YOY	9.6%	6.0%	4.4%	4.8%	5.9%	7.9%
销量(万吨)	1,184	1,319	1,298	1,386	1,497	1,599
YOY	16.8%	11.3%	7.0%	6.7%	6.8%	6.8%
单价(元/吨)	6,496	6,184	6,555	6,437	6,308	6,371
YOY	-6.1%	-4.8%	6.0%	-1.8%	-2.0%	1.0%
占比	77.5%	75.0%	70.2%	67.4%	64.7%	62.5%
米面等厨房食品	22,384	27,250	36,099	43,131	51,533	61,041
YOY	11.3%	21.7%	32.5%	19.5%	19.5%	18.5%
销量(万吨)	556	615	707	820	951	1094
YOY	11.6%	10.6%	15.0%	16.0%	16.0%	15.0%
单价(元/吨)	4,028	4,435	5,108	5,262	5,419	5,582
YOY	-0.3%	10.1%	15.2%	3.0%	3.0%	3.0%
占比	22.5%	25.1%	29.8%	32.6%	35.3%	37.5%
饲料原料及油脂科技	66,910	60,954	72,490	83,566	93,681	104,717
YOY	12.3%	-8.9%	18.9%	15.3%	12.1%	11.8%
销量(万吨)	2,310	2,235	2,517	2,769	2,990	3,229
YOY	8.5%	-3.2%	5.0%	10.0%	8.0%	8.0%
单价(元/吨)	2,897	2,727	2,880	3,018	3,133	3,243
YOY	3.5%	-5.8%	5.6%	4.8%	3.8%	3.5%
占比	40.0%	35.7%	37.2%	38.5%	38.9%	38.9%
其他主营业务	854	1,006	1,228	1,339	1,459	1,590
YOY	-5.5%	17.7%	22.1%	9.0%	9.0%	9.0%
占比	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

厨房食品按照渠道拆分: (1) 2020 年疫情影响餐饮消费, 提振家庭消费, 零售渠道收入增速较高, 餐饮渠道收入下滑, 食品工业渠道的高价产品占比提升致使销量略减的同时收入较快增长。(2) 中长期看, 家庭米面油消费量增速趋降, 健康高端需求提升单价, 收入增速略大于销量增速。餐饮业蓬勃发展, 餐饮渠道销量收入均保持较高增速。(3) 食品工业渠道销量增速保持稳定, 因价格较低的专用面粉等产品比例持续加大, 收入增速略小于销量增速。

图表 77 公司厨房食品按渠道拆分预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
厨房食品	99,310	108,783	121,202	132,330	145,978	162,940
零售渠道						
收入 (百万元)	25,215	28,820	43,996	40,784	44,312	47,691
YOY	-3.33%	14.30%	52.66%	-7.30%	8.65%	7.63%
销量 (百万吨)	3.49	3.92	5.93	5.33	5.65	5.94
YOY	-0.57%	12.32%	51.15%	-10.00%	6.00%	5.00%
餐饮渠道						
收入 (百万元)	33,944	40,214	32,697	41,945	48,478	58,421
YOY	11.35%	18.47%	-18.69%	28.29%	15.58%	20.51%
销量 (百万吨)	6.96	7.90	6.72	8.57	9.86	11.53
YOY	28.25%	13.51%	-15.00%	27.65%	15.00%	17.00%
食品工业渠道						
收入 (百万元)	40,151	35,244	44,509	49,600	53,188	56,828
YOY	19.08%	-12.22%	26.29%	10.44%	7.23%	6.84%
销量 (百万吨)	6.95	7.51	7.41	8.15	8.97	9.46
YOY	12.41%	8.06%	-1.33%	10.00%	10.00%	9.00%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司整体毛利率预测为 12.15%/12.55%/12.73%。厨房食品业务各渠道、饲料原料和油脂科技的毛利率均保持稳中有升的态势。规模效应显现, 公司期间费用率稳中趋降, 归母净利率小幅上升, 预测为 3.53%/3.80%/4.06%。

图表 78 公司毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.21%	11.40%	12.33%	12.15%	12.55%	12.73%
厨房食品	12.35%	12.64%	13.00%	12.66%	12.22%	13.08%
零售渠道	17.40%	18.35%	17.54%	18.98%	21.12%	21.38%
餐饮渠道	7.91%	6.87%	7.33%	7.80%	7.80%	8.70%
食品工业渠道	10.51%	13.47%	16.05%	15.26%	17.13%	18.67%
饲料原料与油脂科技	6.57%	8.68%	10.66%	10.86%	12.59%	11.74%
销售费用率	4.31%	4.70%	4.35%	4.40%	4.48%	4.52%
管理费用率	1.40%	1.51%	1.46%	1.50%	1.48%	1.45%
财务费用率	0.32%	0.32%	-0.43%	0.59%	0.49%	0.40%
归母净利率	3.07%	3.17%	3.08%	3.53%	3.80%	4.06%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

6.2 投资建议

维持“增持”评级。2020年归母净利润不及预期，主要由于饲料库存卖出套保工具的公允价值损失，2021年将随着库存销售逐步转回。我们长期看好公司厨房食品业务发展前景：厨房食品零售渠道龙头地位稳固，持续受益渗透率提升和消费升级；餐饮渠道规模保持快速增长，中央厨房业务将奠定公司在餐饮供应生态链的优势地位；食品工业渠道产品专业性和服务重要性增强，有助公司业务价值提升。预计2021-2023年公司营收2,172、2,411、2,692亿元，同比增长11%/11%/12%，归母净利润为76.7、91.6、109.2亿元，同比增长28%/19%/19%，EPS分别为1.42、1.69、2.01，对应PE分别为53.09、44.48、37.29，PEG分别为1.91、2.30、1.93。市场给予市场空间广阔、领先地位稳固、业绩稳定增长预期的标的有一定估值溢价，维持“增持”评级。

风险提示：

原材料价格大幅上涨风险，套期保值风险，食品安全风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	119906	123888	131005	138813	营业收入	194922	217235	241119	269248
现金	55334	52785	53332	54038	营业成本	170888	190837	210856	234961
应收账款	7133	7975	8720	9590	营业税金及附加	456	500	555	619
其他应收款	4194	4464	5285	5164	销售费用	8472	9558	10802	12170
预付账款	5091	5343	5693	6109	管理费用	2853	3259	3569	3904
存货	40182	45226	49392	54395	财务费用	-829	1276	1182	1065
其他流动资产	7971	8095	8584	9517	资产减值损失	-740	-709	-765	-805
非流动资产	59272	64919	71722	79666	公允价值变动收益	1259	-270	-126	-145
长期投资	2706	3049	3158	3368	投资净收益	-2290	-217	-241	-673
固定资产	27178	29423	34000	39559	营业利润	8919	11215	13107	15007
无形资产	12620	12991	13199	13408	营业外收入	268	84	58	157
其他非流动资产	16768	19457	21366	23332	营业外支出	241	120	177	233
资产总计	179177	188807	202728	218479	利润总额	8946	11179	12988	14931
流动负债	85695	86099	87348	89121	所得税	2381	2795	3247	3434
短期借款	62383	57855	54829	52750	净利润	6565	8384	9741	11497
应付账款	5748	6536	8203	9141	少数股东损益	564	713	584	575
其他流动负债	17564	21709	24316	27229	归属母公司净利润	6001	7672	9157	10922
非流动负债	5989	5550	6422	6181	EBITDA	14710	15470	17723	20231
长期借款	4737	4197	4817	4461	EPS (元)	1.11	1.42	1.69	2.01
其他非流动负债	1252	1353	1605	1720					
负债合计	91684	91649	93770	95301					
少数股东权益	3960	4673	5257	5832					
股本	5422	5422	5422	5422					
资本公积	36895	36895	36895	36895					
留存收益	41217	50169	61384	75030					
归属母公司股东权益	83534	92485	103701	117346					
负债和股东权益	179177	188807	202728	218479					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1199	12528	13032	14875
净利润	6001	7672	9157	10922
折旧摊销	2641	2606	2867	3176
财务费用	-678	2659	2502	2398
投资损失	2290	217	241	673
营运资金变动	-11599	-1833	-3185	-3719
其他经营现金流	20143	10711	13792	16065
投资活动现金流	-13018	-6781	-7576	-9490
资本支出	-7071	-6052	-7512	-8405
长期投资	-5129	-670	110	-441
其他投资现金流	-817	-59	-174	-644
筹资活动现金流	12559	-8296	-4910	-4678
短期借款	-11059	-4528	-3026	-2079
长期借款	2343	-540	620	-356
普通股增加	542	0	0	0
资本公积增加	12209	0	0	0
其他筹资现金流	8523	-3228	-2504	-2243
现金净增加额	664	-2549	547	707

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	14.2%	11.4%	11.0%	11.7%
营业利润	26.2%	25.7%	16.9%	14.5%
归属于母公司净利	11.0%	27.8%	19.4%	19.3%
获利能力				
毛利率 (%)	12.3%	12.2%	12.6%	12.7%
净利率 (%)	3.1%	3.5%	3.8%	4.1%
ROE (%)	7.2%	8.3%	8.8%	9.3%
ROIC (%)	5.7%	6.1%	6.6%	7.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	51.2%	48.5%	46.3%	43.6%
净负债比率 (%)	104.8%	94.3%	86.1%	77.4%
流动比率	1.40	1.44	1.50	1.56
速动比率	0.87	0.85	0.87	0.88
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.15	1.19	1.23
应收账款周转率	27.32	27.24	27.65	28.08
应付账款周转率	29.73	29.20	25.70	25.70
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	1.42	1.69	2.01
每股经营现金流	0.22	2.31	2.40	2.74
每股净资产	15.41	17.06	19.13	21.64
估值比率				
P/E	97.86	53.09	44.48	37.29
P/B	7.03	4.40	3.93	3.47
EV/EBITDA	40.74	26.94	23.35	20.30

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 文献, 华安证券食品饮料首席分析师, 十三年食品饮料研究经验。

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。