

农林牧渔

国内粮油龙头志存高远，成长可期

2021年06月16日

——金龙鱼（300999）深度研究报告

公司评级：增持（首次）

分析师：顾静

执业证书：S1030510120007

电话：0755-83199599

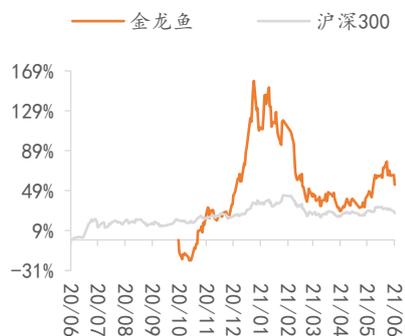
邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) 国内千亿粮油龙头，平台综合实力显著，受益限制政策取消，迎来发展良机。公司的战略目标是致力于成为中国最大的综合性农产品及食品公司之一。公司食用油品牌国内市占率排名第一、包装面粉/包装米现代渠道市场份额排名第一。2020年，公司实现营业收入1949亿元，同比增长14.2%。公司筑就平台综合实力，在品牌、渠道、产品、成本四大方面竞争优势显著，奠定实现战略目标基石。随着外商投资限制取消，公司扩张阻力解除，新老业务协同共进，毛利率逐年提升，迎来发展良机。
- 2) 公司长期业绩看点：1、公司食用油产品结构升级，市占率有提升空间；2、国内包装大米市场规模提升空间近三倍，公司米面业务值得期待；3、公司将受益国内调味品、饲料市场集中度提升；4、公司中央厨房业务有望注入业绩增长新动力。
- 3) 公司短、中期业绩看点：1、公司食用油产品仍有提价空间；2、公司大部分募投项目近两年投产，将贡献业绩增长；3、公司饲料原料业务短期将继续受益生猪产能恢复；4、套期保值对公司业绩的不利影响有望逐步淡化。
- 4) 盈利预测与投资评级。2021-2023年，我们预测公司EPS分别为1.41元、1.73元、2.06元，对应PE分别为61.5/50/42倍。公司估值有吸引力：2021年，可比平台类上市公司（海天味业、农夫山泉）PE均值为76倍，考虑产品属性差别，给予公司2021年70倍PE估值，对应目标价为99元；我们采用绝对估值法对公司进行估值，对应每股股价为100.9元。我们看好公司作为国内厨房食品平台类龙头，长期可复制食用油业务的成功模式及经验。公司通过大力发展大市场集中度低的米面、调味品等产品，拓展品类，加之市场空间广阔的中央厨房业务助力，将给业绩增长注入动力。我们首次覆盖，综合考虑，给予公司“增持”评级。
- 5) 风险提示：套期保值影响业绩风险；存货余额较大风险；原材料价格波动风险等。

金龙鱼（300999）与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值（百万）	470,323.07
流通市值（百万）	34,093.17
总股本（百万股）	5,421.59
流通股本（百万股）	393.00
日成交额（百万）	2,431.67
当日换手率（%）	7.00
第一大股东	Bathos Company Limited
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	194921.56	217348.17	237698.71	253898.79
收入同比	14.16%	11.51%	9.36%	6.82%
净利润（百万元）	6000.87	7651.56	9393.35	11175.00
净利润同比	11.0%	27.5%	22.8%	19.0%
毛利率	12.33%	12.64%	12.53%	12.40%
净利率	3.08%	3.52%	3.95%	4.40%
EPS（元）	1.11	1.41	1.73	2.06
PE（倍）	78.4	61.5	50.1	42.1

## 正文目录

<b>一、国内千亿粮油龙头志存高远，迎来发展良机</b>	<b>9</b>
<b>1.1 厨房食品业务贡献公司主要业绩，毛利率逐年提升</b>	<b>9</b>
(1) 公司厨房食品业务营收、毛利占比6成以上	9
(2) 公司厨房食品业务毛利率逐年提升	10
<b>1.2 公司食用油品牌、米面现代渠道市场份额位居第一</b>	<b>12</b>
(1) 公司食用油品牌国内市占率排名第一	12
(2) 公司包装米面现代渠道市场份额排名第一	13
<b>1.3 公司盈利能力较强，业绩稳步增长</b>	<b>13</b>
(1) 公司净资产收益率较高	13
(2) 公司净利润增速稳步提高	15
<b>1.4 公司大股东实力雄厚，核心团队激励提升</b>	<b>16</b>
(1) 公司大股东丰益国际实力雄厚	16
(2) 公司管理层优秀，核心团队激励提升	18
<b>1.5 “金龙鱼”深耕中国逾三十年，迎来发展良机</b>	<b>20</b>
(1) “金龙鱼”是小包装食用油先行者，深耕中国超30年	20
(2) 外商投资限制政策取消，公司上市后迎来发展良机	21
<b>1.6 公司志存高远，新老业务协同发展可期</b>	<b>22</b>
(1) 公司致力于成为中国最大的综合性农产品及食品公司之一	22
(2) 公司新老业务协同共进，发展前景可期	22
<b>二、“四力”筑就公司平台综合实力、奠定实现战略目标基石</b>	<b>23</b>
<b>2.1 品牌力：知名度+加大市场推广+综合品牌矩阵</b>	<b>23</b>
(1) “金龙鱼”品牌知名度较高，公司保持市场推广力度	23
(2) 公司各层级品牌知名度排名居前，产品矩阵定位清晰	25
(3) 公司灵活的价格策略利于品牌力、市场份额提升	26
<b>2.2 渠道力：稳定的客户关系凸显壁垒、经销商规模优势突出</b>	<b>29</b>
(1) 公司渠道壁垒已形成，重点客户关系稳定	29
(2) 公司经销商规模优势突出，厨房食品经销收入占比提升	31
(3) 公司销售费用率较低，应收账款周转率合理，存货周转率有提升空间	34
<b>2.3 产品力：食品安全认证+研发优势+循环经济模式</b>	<b>37</b>
(1) 公司产品质量控制力强，大部分工厂通过国内外权威安全认证	37
(2) 公司技术专利领先，研发优势显著	38
(3) 公司具备领先的循环经济模式，高附加值产品市场发展空间大	38
<b>2.4 成本力：采购成本较低+规模效应+企业群模式</b>	<b>40</b>
(1) 公司原材料采购成本较低，供应有保障	40
(2) 公司近70个生产基地已形成规模效应	43

(3) 综合企业群模式降低物流成本.....	44
(4) 自动化集约生产模式降低人工成本.....	45
<b>三、长期看点1：公司食用油产品结构升级，市占率有提升空间 .....</b>	<b>46</b>
<b>3.1 公司食用油产品市占率仍有提升空间.....</b>	<b>46</b>
(1) 国内食用油消费量已进入缓慢增长阶段.....	46
(2) 国内中小包装食用油发展前景良好.....	50
(3) 公司作为国内食用油龙头，市占率仍有提升空间.....	53
<b>3.2 受益产品结构优化，公司食用油毛利率将逐年提升 .....</b>	<b>54</b>
(1) 国内食用植物油消费朝着健康、营养、高端方向升级.....	54
(2) 公司食用油毛利率长期将继续受益产品升级.....	56
<b>四、长期看点2：国内包装大米市场规模提升空间近三倍，公司米面业务值得期待... ..</b>	<b>57</b>
<b>4.1 国内人均粮食消费量下降，消费呈现升级态势.....</b>	<b>57</b>
<b>4.2 国内包装品质大米市场规模提升空间近三倍.....</b>	<b>58</b>
(1) 国内人均大米消费量趋于饱和.....	58
(2) 国内包装大米口粮消费占比低，预计市场规模提升空间为2.6倍.....	60
(3) 优质高端大米市场发展良好.....	61
<b>4.3 随着生活节奏加快，国内专业包装面粉市场前景良好 .....</b>	<b>61</b>
(1) 国内面粉消费总量呈现下降趋势.....	61
(2) 生活节奏加快，国内专业面粉需求增加.....	62
(3) 小包装面粉市场前景良好，价格更高.....	63
<b>4.4 公司米面业务：竞争优势显著，市占率有提升空间 .....</b>	<b>64</b>
(1) 公司米面业务量价齐升，发展态势良好.....	64
(2) 公司米面加工、渠道市占率均有提升空间.....	64
(3) 公司米面业务优势：种植合作+存储/加工+物流成本低.....	66
<b>五、长期看点3：公司将受益国内调味品、饲料市场集中度提升 .....</b>	<b>68</b>
<b>5.1 公司调味品业务：行业集中度低，新品打造业绩新增长极 .....</b>	<b>68</b>
(1) 国内人均调味品消费量较低，拥有翻倍发展空间.....	68
(2) 公司调味品与粮油产品协同，酱油、醋将长期受益行业集中度提升.....	69
<b>5.2 公司饲料原料业务：长期将受益下游饲料企业集中度提升 .....</b>	<b>73</b>
(1) 公司饲料原料业务竞争优势显著.....	73
(2) 下游饲料企业集中度提升，公司饲料原料业务将长期受益.....	73
<b>5.3 公司油脂科技业务需求稳健增长，厨房日化产品值得关注 .....</b>	<b>74</b>
(1) 国内脂肪酸、甘油需求稳定增长.....	74
(2) 公司厨房日化产品值得关注.....	75
<b>六、长期看点4：公司中央厨房业务有望注入业绩增长新动力 .....</b>	<b>75</b>
<b>6.1 中央厨房简介 .....</b>	<b>75</b>
(1) 中央厨房概念&分类.....	75
(2) 中央厨房产业链及优势简介.....	76
<b>6.2 中央厨房将受益预制菜市场快速发展.....</b>	<b>77</b>
(1) 预制菜消费市场趋热，国内发展空间较大.....	77
(2) 三要素驱动预制菜市场发展.....	77
<b>6.3 团餐市场规模较大，中央厨房发展优势凸显.....</b>	<b>79</b>

(1) 2019年国内团餐市场规模高达1.5万亿元 .....	79
(2) 中央厨房开展团餐业务优势凸显 .....	80
<b>6.4 众多中小餐饮企业需求将推动第三方中央厨房发展 .....</b>	<b>80</b>
(1) 第三方代工菜品具备四方面优势 .....	80
(2) 第三方代工菜品需求增加推动第三方中央厨房发展 .....	80
<b>6.5 公司中央厨房模式竞争优势显著，在建项目前景良好 .....</b>	<b>81</b>
(1) 公司中央厨房商业模式具有较强竞争力 .....	81
(2) 公司中央厨房在建项目将逐步投产，有望贡献业绩 .....	83
<b>七、短、中期看点：公司食用油提价预期、募投项目投产、套期保值负面影响淡化等</b>	<b>84</b>
<b>7.1 公司零售端食用油产品仍有提价空间 .....</b>	<b>84</b>
(1) 短期政府临时价格管控的可能性不大 .....	84
(2) 公司零售食用油产品仍有提价空间 .....	85
<b>7.2 公司大部分募投项目集中今明两年投产，将贡献业绩 .....</b>	<b>86</b>
(1) 公司约80%募投项目将于2021-2022年投产 .....	86
(2) 公司募投项目将缓解油脂压榨产能不足 .....	87
(3) 公司米面、调味品加工产能将持续增长 .....	90
(4) 公司饲料原料产能不断扩大 .....	92
<b>7.3 公司饲料原料业务短期将继续受益生猪产能恢复 .....</b>	<b>92</b>
(1) 2020年公司饲料原料及油脂科技业务量价齐升 .....	92
(2) 公司饲料原料业务业绩仍将受益生猪产能恢复 .....	93
<b>7.4 套期保值对公司业绩的不利影响有望逐步淡化 .....</b>	<b>94</b>
(1) 公司利用衍生金融工具进行套期保值具有合理性 .....	94
(2) 金融工具造成的损益对公司业绩不利影响将淡化 .....	95
<b>八、盈利预测及投资评级 .....</b>	<b>96</b>
<b>8.1 关键假设 .....</b>	<b>96</b>
(1) 营业收入 .....	96
(2) 毛利率 .....	98
(3) 期间费用率 .....	98
<b>8.2 盈利预测与投资评级 .....</b>	<b>99</b>
(1) 相对估值 .....	99
(2) 绝对估值 .....	99
(3) 投资评级 .....	100
<b>九、风险提示 .....</b>	<b>101</b>

## 图表目录

Figure 1 公司主营业务收入构成 .....	9
Figure 2 公司主营业务利润构成 .....	9
Figure 3 公司食用油厨房食品及总收入占比 .....	9
Figure 4 公司厨房食品业务销售金额及同比增速 .....	10
Figure 5 公司厨房食品业务销量及销售价格数据 .....	10
Figure 6 公司主营业务产品简介 .....	11
Figure 7 公司主营业务产品一栏 .....	11
Figure 8 公司农产品和食品加工产业链 .....	12
Figure 9 中国食用油品牌前十市占率排名 (2019) .....	13
Figure 10 包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额 .....	13
Figure 11 包装米厂商全国现代渠道销售量份额 .....	13
Figure 12 国内粮油上市公司 ROE 指标      单位: % .....	14
Figure 13 国内外粮油巨头代表的 ROE 指标 .....	14
Figure 14 上市后, 2020 年公司 ROE 合理波动 .....	14
Figure 15 国内外粮油巨头代表的净利率指标 .....	15
Figure 16 国内粮油上市公司净利率指标      单位: % .....	15
Figure 17 公司营业收入及同比增速 .....	16
Figure 18 公司净利润及同比增速 .....	16
Figure 19 公司股权结构 .....	16
Figure 20 丰益国际主要股东 .....	17
Figure 21 公司前十大股东 (2020Q1) .....	17
Figure 22 丰益国际全球主要业务简介 .....	17
Figure 23 公司董事长郭孔丰简介 .....	18
Figure 24 公司现任高级管理人员及核心人员简介与薪酬 .....	19
Figure 25 公司逾三十年发展历程 .....	20
Figure 26 国内粮油相关政策进程 (1986-2017 年) .....	21
Figure 27 国内大豆压榨企业产能占比 (2019 年) .....	22
Figure 28 公司新老业务市场规模&毛利率&行业集中度 .....	23
Figure 29 “金龙鱼”品牌寓意及广告投放 .....	24
Figure 30 公司市场费用及同比增速 .....	24
Figure 31 公司主要品牌矩阵 .....	25
Figure 32 2021 年中国顾客推荐度指数食用油推荐度排行榜 .....	25
Figure 33 国内食用油品牌与价格分析 .....	26
Figure 34 公司食用油品牌线上销售数据 .....	27
Figure 35 国内桶装食用油零售价格走势 (2004-2021 年) .....	27
Figure 36 CBOT 大豆期货收盘价(元/吨) .....	27
Figure 37 2021 年 3 月福临门再次上调食用大豆油价格 .....	28
Figure 38 公司销售模式收入占比 .....	29

Figure 39 公司主营产品销售模式及渠道简介.....	30
Figure 40 公司产品销售客户构成平均占比（2017-2019年）.....	31
Figure 41 公司经销商数量及同比增速.....	31
Figure 42 国内调味品和粮油上市公司经销商数量（2020年）.....	32
Figure 43 新增经销商平均销售金额逐年下降（万元）.....	32
Figure 44 公司经销商数据及占比（2020年）.....	32
Figure 45 公司新增经销商数据及占比（2020年）.....	32
Figure 46 公司厨房食品业务经销商客户收入结构（2017-2019）.....	33
Figure 47 公司厨房食品经销商客户毛利率水平（2017-2019）.....	33
Figure 48 公司销售费用构成.....	34
Figure 49 公司与国内粮油上市公司销售费用率指标比较.....	34
Figure 50 粮油相关上市公司直销收入占比指标（2020年）.....	35
Figure 51 公司厨房食品零售产品直销及经销销售单价.....	35
Figure 52 公司厨房食品零售产品毛利率指标.....	35
Figure 53 公司与国际粮油巨头 ADM 应收账款周转率比较.....	36
Figure 54 公司与国内粮油上市公司应收账款周转率指标比较.....	36
Figure 55 公司与粮油巨头 ADM 财务指标具有可比性（2020年）.....	36
Figure 56 公司与国内粮油上市公司存货周转率指标比较.....	37
Figure 57 公司存货账款周转率与国际粮油巨头 ADM 比较.....	37
Figure 58 公司研发费用人员数量居国内相关上市公司首位（2020年）.....	38
Figure 59 公司水稻循环经济模式.....	39
Figure 60 公司稻米油荣获全球三大食品奖.....	40
Figure 61 公司稻谷精加工产品概览.....	40
Figure 62 公司主营业务成本结构.....	41
Figure 63 公司原材料境外采购占该类原材料比例.....	41
Figure 64 公司大豆采购均价有成本优势 单位：元/吨.....	42
Figure 65 公司水稻采购价格有优势.....	42
Figure 66 公司小麦采购均价低于国家收购均价.....	42
Figure 67 公司前五大供应商及占比（2019年）.....	43
Figure 68 公司前五大供应商及关联股东供应总额占比.....	43
Figure 69 丰益国际和 ADM 供应公司原材料占同类比重.....	43
Figure 70 公司生产基地示意图（2019年）.....	44
Figure 71 公司与国内粮油上市公司管理费用率指标比较.....	44
Figure 72 公司泰州综合企业群图示.....	45
Figure 73 公司员工结构占比（2020年）.....	45
Figure 74 2020年厨房食品相关上市公司年人均创收（万元/人）.....	46
Figure 75 国内人均食用油消费量及植物油消费占比.....	46
Figure 76 城镇与农村居民食用油消费量.....	46
Figure 77 国内食用植物油消费量及同比增速.....	47
Figure 78 中国食用油消费量增速将放缓（万吨）.....	47
Figure 79 国内食用植物油供给总量及结构（2019年）单位：万吨.....	48
Figure 80 国内大豆消费量及结构（2019年）.....	48
Figure 81 国内大豆进口及产量.....	48
Figure 82 中国主要大豆进口国家及占比（2019年）.....	49
Figure 83 国产油籽压榨加工量及占比.....	49

Figure 84 2019年中国食用植物油进口量及结构(万吨)	50
Figure 85 2010-2019年小包装食用油消费量占比从26%提升至36.9%	50
Figure 86 中国城镇化率及居民人均可支配收入	51
Figure 87 中国平均家庭户规模逐年下降(人)	51
Figure 88 三种情景假设下未来十年国内小包装食用油消费量预测及增速	51
Figure 89 国内餐饮收入与同比增速	52
Figure 90 各国餐饮业连锁化率(2018年)	52
Figure 91 中国连锁餐饮商品购进总额及统一配送占比	52
Figure 92 三种情景假设下国内中包装食用油消费量预测及增速	53
Figure 93 三种情景假设下未来十年公司食用油销量预测及增速	54
Figure 94 国内食用植物油消费结构(2019年)	54
Figure 95 全球食用植物油消费结构(2019年)	54
Figure 96 国内小包装食用植物油销售量份额	55
Figure 97 国内小包装食用植物油销售额份额	55
Figure 98 国内常见食用植物油饱和脂肪酸及不饱和脂肪酸指标	56
Figure 99 公司食用油价格区间(元/吨)	57
Figure 100 公司食用油毛利率区间	57
Figure 101 全国居民年人均粮食消费量下降(公斤/人)	57
Figure 102 全国居民年人均肉奶蛋等类消费量提升(公斤/人)	57
Figure 103 2019年中国粮食产量结构占比	58
Figure 104 全球主要大米生产国家产量占比	58
Figure 105 国内大米产量及同比增速	59
Figure 106 国内大米消费量及同比增速	59
Figure 107 国内大米口粮消费占比77%(2019年)	59
Figure 108 日本、韩国人均大米消费及预测值	59
Figure 109 小包装大米价格(元/公斤)	60
Figure 110 全国粳稻米市场价走势(元/公斤)	60
Figure 111 国内有机大米消费量及同比增速	61
Figure 112 有机大米价格及产量占比逐年提高	61
Figure 113 国内小麦产量及同比增速	62
Figure 114 国内小麦消费量及同比增速	62
Figure 115 国内小麦口粮消费占比72%(2019年)	62
Figure 116 面粉按筋度分为三类	62
Figure 117 国内专业面粉及同比增速	63
Figure 118 全国面粉消费量及同比增速	63
Figure 119 小包装面粉价格走势(元/公斤)	63
Figure 120 国内富强粉及标准粉价格走势	63
Figure 121 公司米面等厨房食品业务销售收入及同比增长	64
Figure 122 国内大米行业企业数量及同比增速	65
Figure 123 包装米厂商全国现代渠道销售量份额	65
Figure 124 包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额	65
Figure 125 公司及国内小包装食用油前四企业市场占有率	66
Figure 126 公司大米产品系列及简介	67
Figure 127 公司小麦加工产品系列及简介	67
Figure 128 中国调味品细分市场格局(2019年)单位:亿元	69

Figure 129 中国调味品行业市场规模及同比增速 .....	69
Figure 130 各国调味品人均消费量 (千克/年) .....	69
Figure 131 公司原有调味品简介 .....	70
Figure 132 中国酱油行业 CR3 约 28%.....	70
Figure 133 日本酱油行业 CR3 约 53%.....	70
Figure 134 公司丸庄黑豆酱油简介 .....	71
Figure 135 丸庄酱油与国内零添加酱油产品代表 .....	71
Figure 136 国内食醋行业市场占有率 .....	72
Figure 137 公司“梁汾”品牌山西陈醋简介 .....	72
Figure 138 国内 10 万吨以上规模饲料生产厂产量及同比增速 .....	73
Figure 139 国内 10 万吨以上规模饲料生产厂产量及占比 .....	73
Figure 140 油脂化工产业链 .....	74
Figure 141 国内脂肪酸供应量及同比增速 .....	75
Figure 142 国内甘油供应量及同比增速 .....	75
Figure 143 公司洁劲厨房日化产品 .....	75
Figure 144 公司中央厨房加工方式简介 .....	76
Figure 145 国内中央厨房行业市场结构分布 .....	76
Figure 146 中央厨房产业链简介.....	77
Figure 147 城乡居民年度食品消费支出及同比增速 .....	78
Figure 148 国内冷藏车保有量及同比增速 .....	79
Figure 149 国内团餐市场规模及市场份额 .....	79
Figure 150 正餐类餐饮企业成本构成 .....	81
Figure 151 国内餐饮市场规模按服务分类占比 .....	81
Figure 152 国内大部分中央厨房属于小微型 .....	82
Figure 153 公司中央厨房商业模式 .....	83
Figure 154 公司中央厨房在建项目简介 .....	83
Figure 155 中国 CPI 及 CPI: 食用油当月同比.....	85
Figure 156 国内桶装食用油零售价格走势 .....	86
Figure 157 进口大豆 CNF 折价 (元/吨) .....	86
Figure 158 公司食用油产品价格与综合毛利率敏感性分析 (2019 年) .....	86
Figure 159 公司募投项目效益及投资进度 .....	87
Figure 160 大豆油压榨及精炼工艺图 .....	88
Figure 161 公司厨房食品产量及销量 .....	88
Figure 162 公司产能及产能利用率 单位: 万吨 .....	89
Figure 163 公司募投项目食用油新增产能测算 .....	89
Figure 164 公司小麦、水稻加工产能及同比增速 .....	91
Figure 165 公司小麦、水稻加工产能利用率 .....	91
Figure 166 公司米面募投项目概况.....	91
Figure 167 公司调味品相关募投项目简介 .....	92
Figure 168 公司饲料相关募集项目简介 (万吨) .....	92
Figure 169 公司饲料原料及油脂科技业务收入及同比增速 .....	93
Figure 170 公司饲料原料及油脂科技业务量价齐升 .....	93
Figure 171 国内饲料产量及同比增速 .....	93
Figure 172 生猪存栏量及同比增速 .....	93
Figure 173 国内饲料产量占比 (2019 年) .....	94

Figure 174 国内饲料产量占比（2020年）	94
Figure 175 国内豆粕总供给量及同比增速	94
Figure 176 国内豆粕总消费量及同比增速	94
Figure 177 公司套期保值安排简介	95
Figure 178 公司投资收益及公允价值变动损益对利润总额的影响	95
Figure 179 公司商品衍生金融工具产生损益情况	96
Figure 180 公司业务及营业总收入预测（2021-2023年）	97
Figure 181 公司主营业务毛利率预测（2021-2023年）	98
Figure 182 公司期间费用率预测（2021-2023年）	98
Figure 183 国内粮油相关上市公司及可比公司估值（2021.6.16）	99
Figure 184 公司历史 PE 走势	99
Figure 185 公司绝对估值相关假设指标	100
Figure 186 公司股权成本与永续增长率敏感性分析	100

单位：元/股

## 一、国内千亿粮油龙头志存高远，迎来发展良机

### 1.1 厨房食品业务贡献公司主要业绩，毛利率逐年提升

#### (1) 公司厨房食品业务营收、毛利占比6成以上

公司主要产品包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品。厨房食品包括食用油、大米、面粉等；饲料原料包括豆粕、麸皮、米糠粕等；油脂科技产品以棕榈油等油脂为原料生产的油脂基础化学品等。2020年，公司实现营业收入1949亿元，同比增长14.2%，厨房食品、饲料原料及油脂科技业务收入占比分别为62.2%、37.2%，毛利占比分别为65.6%、32.1%。

Figure 1 公司主营业务收入构成



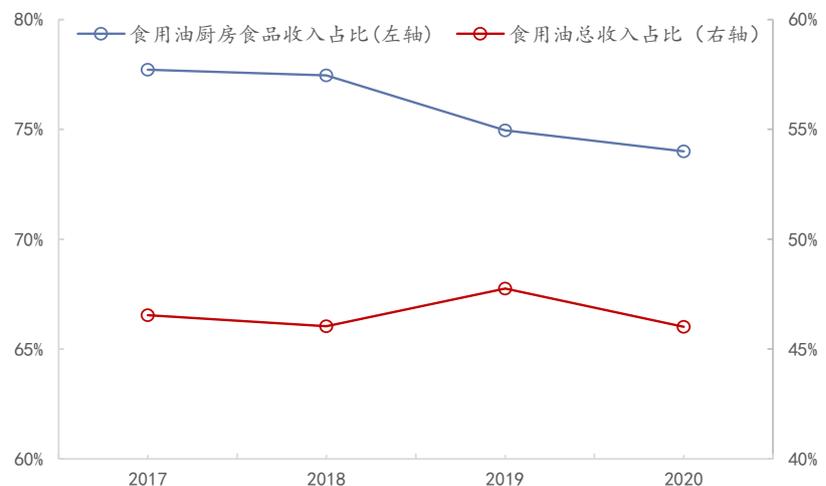
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司主营业务利润构成



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司食用油厨房食品及总收入占比



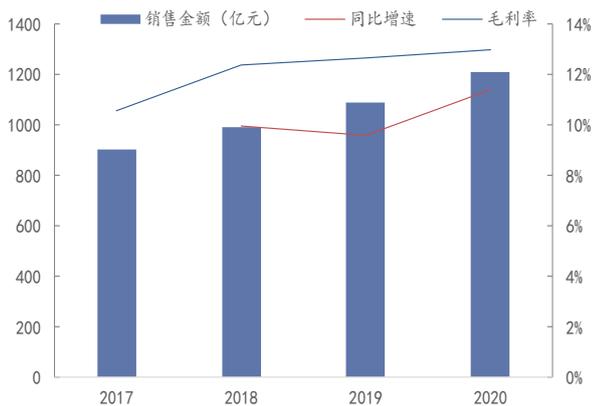
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

食用油产品占公司厨房食品业务收入约 75%。2019 年，公司食用油产品实现销售收入 815.3 亿元，在厨房食品业务中占比为 75%。2020 年，我们估算公司食用油厨房食品销售收入占比为 74%，总收入占比为 46%。

## (2) 公司厨房食品业务毛利率逐年提升

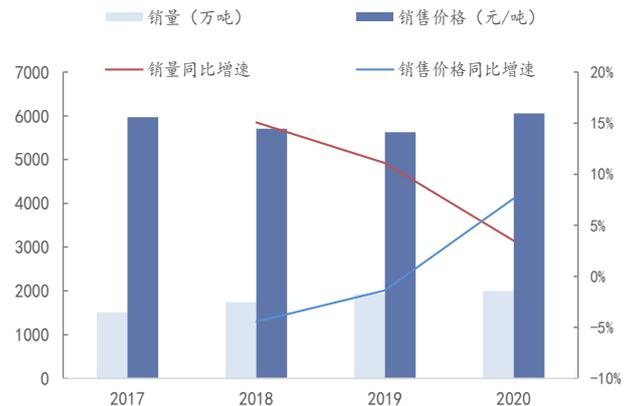
2017-2020 年，公司毛利率从 10.6% 提升至 13%。2020 年，公司厨房食品业务实现营业收入 1212 亿元，同比增长 11.4%，同比提升 1.8pct，毛利率为 13%，同比提升 0.4pct。主要是疫情期间公司面向家庭消费的毛利较高的小包装产品和食品工业客户产品销量提升，弥补了毛利率较低的餐饮渠道产品销量的下滑；也与公司不断调整产品销售结构，提高销售价格密切相关。2020 年，公司厨房食品业务实现销量 2000.5 万吨，同比增长 3.5%、销售均价为 6059 元/吨，同比增长 7.6%。

Figure 4 公司厨房食品业务销售金额及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 公司厨房食品业务销量及销售价格数据



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**公司厨房食品产品按照包装方式划分：**

- 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。其中小包装食用油（5L 或以下）主要用于零售家庭消费；中包装食用油（10L-22L）主要用于餐饮消费；散油主要供应食品工业以及部分零售消费和餐饮消费。
- 大米、面粉：**可分为散装米面、中包装、小包装米面。小包装米面包装规格在 5KG 以下，主要针对家用市场；中包装米面一般大于或等于 10KG，主要用于餐饮市场；散装米面主要用于食品加工。

Figure 6 公司主营业务产品简介

业务分类		主要产品简介	
厨房食品	零售产品	小包装食用油 (≤5L)	调和油、大豆油、玉米油、花生油、葵花籽油、菜籽油、稻米油、橄榄油、亚麻籽油
		小包装大米 (≤5kg)	精品系列、原产地系列、进口系列、生态基地系列、通用系列
		小包装面粉 (≤5kg)	精品面粉、专用面粉、通用面粉
		小包装挂面	精品系列、健康系列、家常系列
	餐饮产品	小包装调味品	主要包括芝麻油类产品、花椒油类产品、藤椒油类产品以及芝麻酱类产品
		中包装食用油	主要包括 10L、16L 和 22L 等规格
		包装大米	主要包括 10KG、15KG、25KG 等规格
		包装面粉	主要包括 25KG 等规格
	食品工业产品	包装调味品	主要包括芝麻油、花椒油、藤椒油等调味油，以及蒸鱼鲜、焖烧豉油、淋鲜甜等调味汁，5L、1.8L 等规格
		豆浆粉	主要包括餐饮豆浆粉、速食豆腐花等产品，包括 260G、450G 等规格
专用油脂		包括起酥油、代可可脂、烘焙油脂、营养油脂等	
动物油脂		主要包括应用在烘焙、火锅底料等行业的猪油、牛油等产品	
饲料原料及油脂科技产品	饲料原料产品	食品辅料	适用于各类食品工业客户的食品辅料
		面粉	适用于各类食品工业客户的面粉产品
	油脂科技产品	饲料原料	包括豆粕、菜粕、花生粕、大豆浓缩蛋白等蛋白类产品，棕榈粕、椰子粕、豆皮、米糠、麸皮等纤维类产品，脂肪粉、脂肪酸钙等能量类产品，满足各类养殖企业不同阶段的需求。
		油脂科技	主要以棕榈油、棕榈仁油、椰子油等油脂为原料进行生产加工，产品包括脂肪酸、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。

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

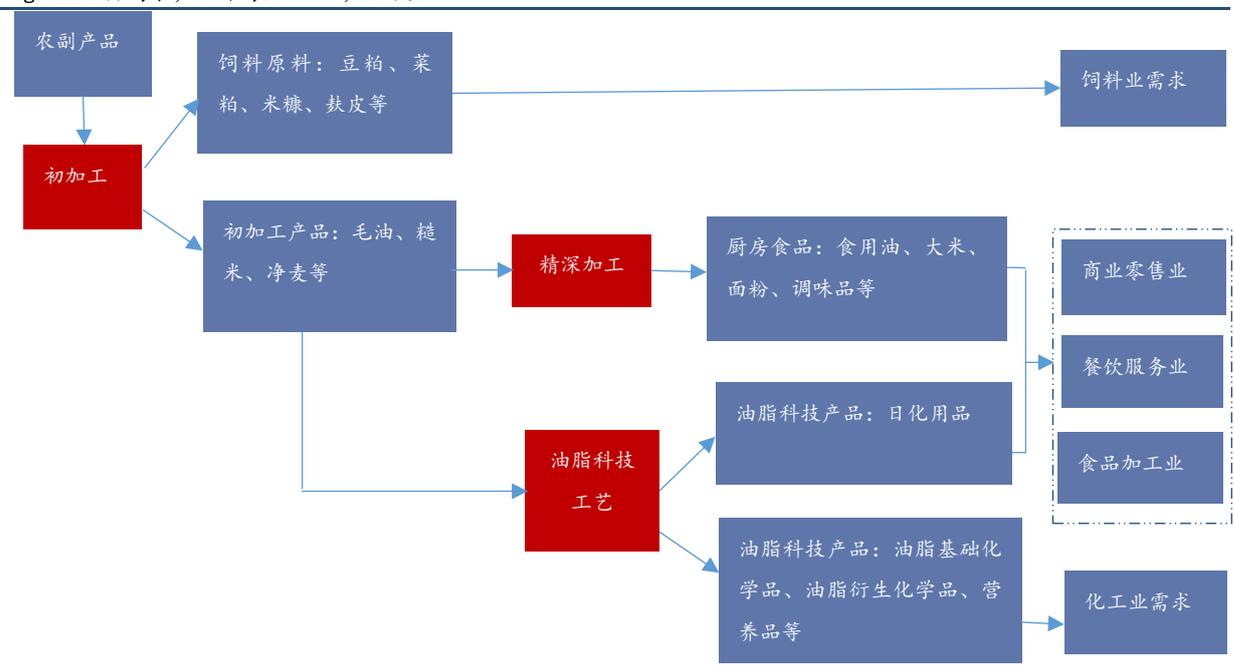
Figure 7 公司主营业务产品一栏



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司农产品和食品加工产业链呈现一体化特征。公司以农产品和食品加工产业链为基础，主要加工环节包括农产品初加工、精深加工、油脂科技工艺等。产业链下游为商业零售业、餐饮服务业、食品加工业、饲料业以及化工业；上游的农副产品经过初加工，会产生毛油、糙米、净麦等初加工产品，同时还会产生豆粕、菜粕、米糠、麸皮等副产品；副产品可直接变成饲料原料；初加工产品通过精深加工会产生食用油、大米、面粉等产品，通过油脂科技工艺，还可以产生油脂科技产品。公司产品生产之间紧密相连，呈现一体化生产工艺。

Figure 8 公司农产品和食品加工产业链



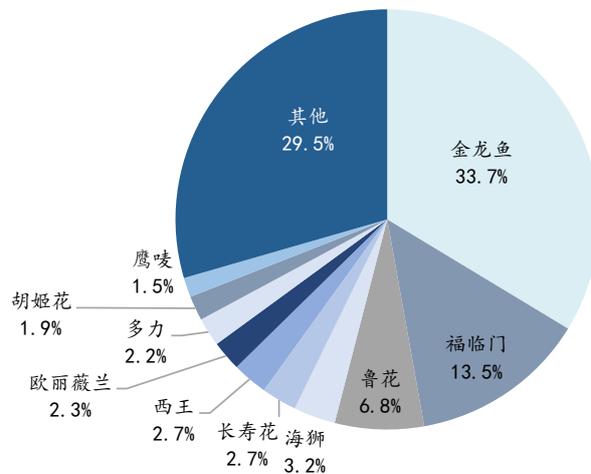
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

## 1.2 公司食用油品牌、米面现代渠道市场份额位居第一

### (1) 公司食用油品牌国内市占率排名第一

2019年，“金龙鱼”品牌市场份额为33.7%，加上公司欧丽薇兰（2.3%）、胡姬花（1.9%）、元宝等其他（2%），公司食用油品牌市场占有率合计为40%，远高于位列第二的福临门（13.5%）。

Figure 9 中国食用油品牌前十市占率排名（2019）

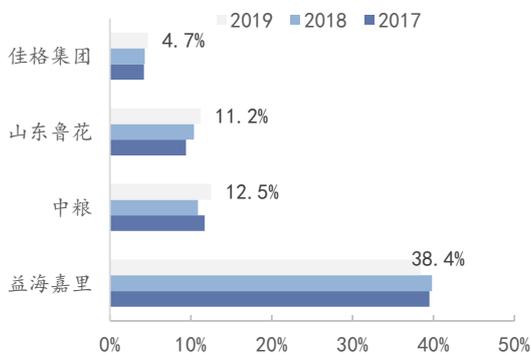


资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

## (2) 公司包装米面现代渠道市场份额排名第一

根据尼尔森数据，2019年，公司包装米、包装面粉的全国现代渠道销售量的市场份额分别为18.4%、26.7%，位列第一。

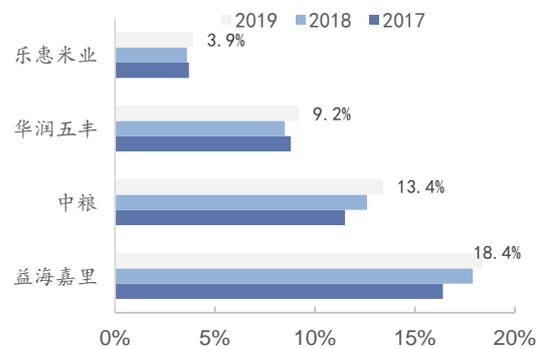
Figure 10 包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

注：尼尔森对全国现代渠道-包装面粉市场的零售研究数据，覆盖范围包含尼尔森定义全国范围内的大卖场、超市、小超市、便利店和传统零售店铺。

Figure 11 包装米厂商全国现代渠道销售量份额



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

注：尼尔森对全国现代渠道-包装米市场的零售研究数据，覆盖范围包含尼尔森定义全国范围内的大卖场、超市、小超市、便利店和传统零售店铺。

## 1.3 公司盈利能力较强，业绩稳步增长

### (1) 公司净资产收益率较高

公司 ROE 指标处于中上水平。粮油属于重资产业务，资产负债率偏高，权益乘数提升空间有限，相关上市公司 ROE 普遍偏低。2020 年，剔除负值，国内粮油上市公司 ROE 均值为 7.75%，公司为 8.09%。与国内外粮油巨头比较，

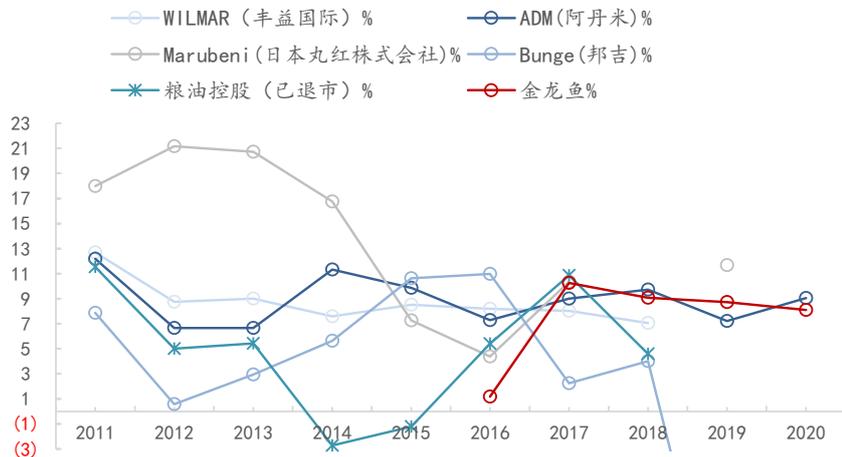
公司 ROE 位于中上水平。2019 年，国际粮油巨头代表 ADM（阿丹米）、日本丸红株式会社的 ROE 分别为 7.22%、11.67%，公司为 8.72%，处于中上水平。

Figure 12 国内粮油上市公司 ROE 指标 单位：%

公司代码	公司简称	2017	2018	2019	2020
000505.SZ	京粮控股	11.96	7.68	5.70	7.23
000639.SZ	西王食品	16.43	14.12	(19.02)	8.71
002661.SZ	克明面业	5.31	8.47	9.21	12.16
002852.SZ	道道全	14.81	10.92	6.33	(4.03)
600127.SH	金健米业	1.46	(7.30)	1.79	2.89
平均值		9.99	10.30	5.76	7.75
300999.SZ	金龙鱼	10.26	9.06	8.72	8.09

资料来源：wind、世纪证券研究所  
注：平均值剔除负值

Figure 13 国内外粮油巨头代表的 ROE 指标



资料来源：wind、世纪证券研究所

**2020 年公司 ROE 略下降，属合理波动。**2020 年，公司 ROE 为 8.09%，同比下降 0.63pct，其中权益乘数下降 0.38pct，总资产周转率提升 0.11pct。主要原因是：2020 年 10 月，公司上市后总股本和净资产响应增加，但募集资金投资项目需要一段时间的建设期，净资产收益率等财务指标出现下降具有合理性。

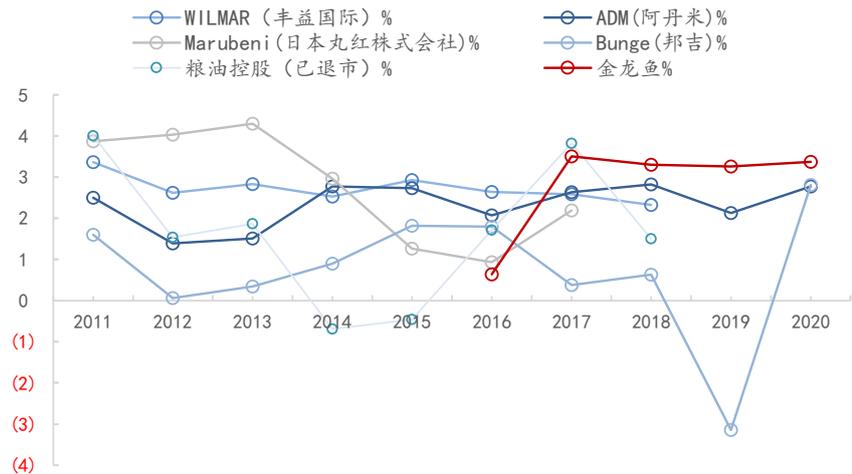
Figure 14 上市后，2020 年公司 ROE 合理波动

财务指标	2017	2018	2019	2020
销售净利率 (%)	3.50	3.30	3.26	3.37
资产周转率 (次)	1.18	1.09	1.00	1.11
资产负债率 (%)	58.17	62.97	59.88	51.17
权益乘数	2.63	2.70	2.74	2.36
净资产收益率 (%)	10.26	9.06	8.72	8.09

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司净利率相对较高。粮油业务由于属于初加工产业，产业链较短，产品同质化程度较高，国内外粮油相关公司净利率均偏低。2020年，国内粮油相关上市公司净利率均值为2.94%；2020年，国际粮油巨头代表ADM（阿丹米）、Bunge（邦吉）的净利率分别为2.77%、2.81%，公司净利率为3.37%，盈利能力相对较好。

Figure 15 国内外粮油巨头代表的净利率指标



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 16 国内粮油上市公司净利率指标 单位: %

公司代码	公司简称	2017	2018	2019	2020	2021. Q1
000505. SZ	京粮控股	2.64	2.85	2.40	2.51	1.80
000639. SZ	西王食品	7.05	9.10	(16.82)	5.88	5.87
002661. SZ	克明面业	4.95	6.48	6.81	7.40	7.72
002852. SZ	道道全	5.80	6.15	3.02	(1.46)	6.52
600127. SH	金健米业	0.38	(1.80)	0.23	0.4	0.68
	平均值	4.16	4.56	(0.87)	2.94	4.52
300999. SZ	金龙鱼	3.50	3.30	3.26	3.37	3.57

资料来源: wind、世纪证券研究所

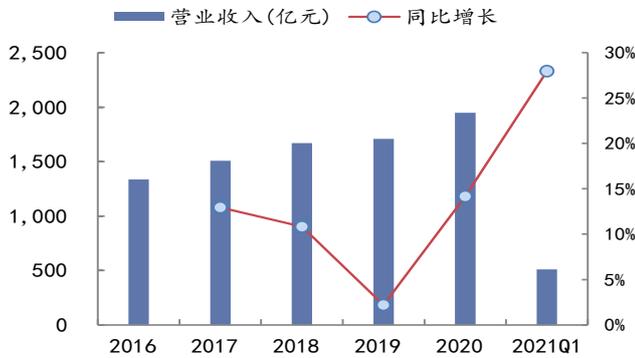
## (2) 公司净利润增速稳步提高

公司净利润增速稳步提高。2018-2020年，公司净利润增速呈现稳步增长态势。2018-2019年，受非洲猪瘟疫情影响，公司净利润增速分别为2.5%、5.5%。2020年，公司实现营业收入1949.2亿元，同比增长14.2%，实现归母净利润60亿元，同比增长10.9%，同比提高5.4pct。

2021年一季度，公司实现营业收入510.8亿元，同比增长28%，实现归母净利润15.7亿元，同比增长29.1%。主要得益于公司厨房食品业务零售产品销量稳步增长，单价同比有所提升，餐饮渠道和食品工业渠道产品受疫情影响

后恢复性增长。同时，饲料原料及油脂科技板块受市场行情上涨影响，收入有所增长。

Figure 17 公司营业收入及同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 18 公司净利润及同比增速



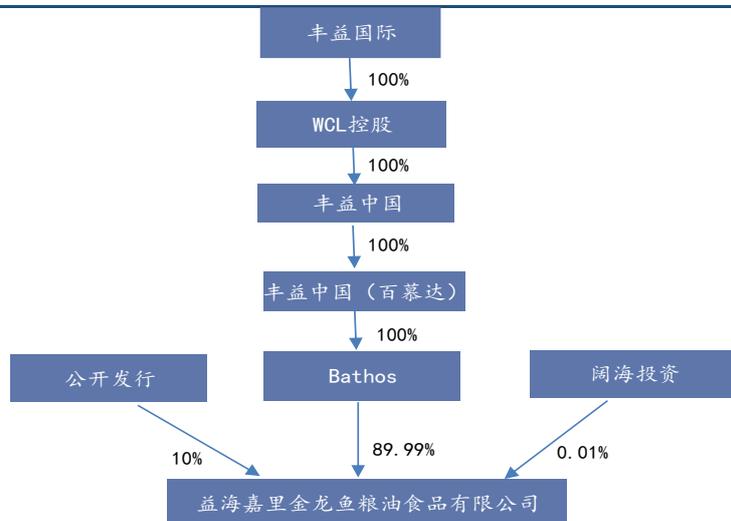
资料来源: wind、世纪证券研究所

### 1.4 公司大股东实力雄厚，核心团队激励提升

#### (1) 公司大股东丰益国际实力雄厚

公司大股东是丰益国际，间接控股 89.99%。丰益国际通过 Bathos Company Limited、WCL 控股、丰益中国、丰益中国(百慕达)间接持有金龙鱼 89.99% 股权。阔海投资是由公司副总裁牛余新等益海嘉里员工及其他第三方共同成立的内资企业，成立的目的是在粮油加工产业所涉及的国产原粮和油料贸易、第三方物流及动力煤贸易领域开展业务。

Figure 19 公司股权结构



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

丰益国际背后的四大主要股东是美国粮商 ADM、郭孔丰和郭氏家族的 Kuok Brothers Sdn Berhad 与 Kerry Group Limited。

Figure 20 丰益国际主要股东

主要股东	权益比例范围 (%)
郭孔丰	12.13-12.56
ADM	18.98-24.89
Kuok Brothers Sdn Berhad	18.58-18.65
Kerry Group Limited	10.13-11.07

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 21 公司前十大股东 (2020Q1)

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	Bathos Company Limited	89.99
2	融泽投资有限责任公司	0.55
3	GIC Private Limited	0.38
4	中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	0.29
5	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	0.29
6	人民日报传媒广告有限公司	0.29
7	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.19
8	永辉超市股份有限公司	0.14
9	深圳华侨城资本投资管理有限公司-深圳华侨城文化产业股权投资母基金合伙企业(有限合伙)	0.14
10	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	0.11
	合计	92.37

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**大股东丰益国际实力雄厚。1、世界领先跨国粮油企业，布局 30 多个国家。**新加坡丰益国际集团成立于 1991 年，是世界领先的农业综合型跨国粮油企业集团。2020 年，丰益国际位列《财富》杂志 2020 年世界 500 强企业第 285 位。目前，丰益国际在 30 多个国家和地区拥有超过 900 家加工厂，大部分位于亚洲、非洲“一带一路”沿线，销售网络遍及 50 多个国家和地区，约 9 万名全球员工。**2、新加坡上市企业，营业收入近三千亿元。**丰益国际 (WILMAR) 2006 年在新加坡上市，主要业务为棕榈及月桂酸油、油籽压榨、食用油精炼、米面加工、食糖加工提炼等。2019 年营业收入 426 亿美元，净利润 12.93 亿美元。

Figure 22 丰益国际全球主要业务简介

国家	丰益国际业务简介
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 最大的食用油精炼厂和特种脂肪及油化工制造商</li> <li>➢ 领先的油籽破碎机，品牌消费包装油、大米和面粉的生产商</li> <li>➢ 最大的面粉和米磨坊主之一</li> </ul>

印度尼西亚和马来西亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>最大的油棕榈种植园业主之一，最大的棕榈油精炼厂，棕榈仁和椰菜破碎机，面粉磨坊主，特种脂肪，油化学和生物柴油制造商</li> <li>印尼最大的品牌消费包装油生产商</li> </ul>
非洲	<ul style="list-style-type: none"> <li>最大的油棕榈种植园业主之一，食用油精炼厂和消费者包装油，肥皂和洗涤剂的生产商</li> <li>第三大食糖生产商</li> </ul>
澳大利亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>最大的原糖生产商和精炼厂</li> <li>糖和甜味剂市场领先的消费品牌</li> <li>全球十大原糖生产商</li> </ul>
欧洲	热带石油的主要精炼厂
印度	<ul style="list-style-type: none"> <li>最大的品牌消费包装油，特种脂肪和油化工生产商和食用油精炼厂</li> <li>领先的油籽破碎机</li> <li>领先的糖厂和精炼厂</li> </ul>
俄罗斯	最大的消费者包装人造黄油和蛋黄酱制造商
乌克兰	最大的食用油精炼厂和特种脂肪生产商

资料来源：丰益国际官网、世纪证券研究所

## (2) 公司管理层优秀，核心团队激励提升

**公司董事长颇有影响力。**金龙鱼目前董事长由郭孔丰担任，1949年出生，新加坡国籍，是郭氏集团创始人郭鹤年的侄子。公司董事长是郭氏集团在中国粮油业务的开拓者，创办丰益国际并在新加坡上市，具有较强影响力。

Figure 23 公司董事长郭孔丰简介

日期	简介
1973年	24岁的郭孔丰自新加坡大学毕业后，在联邦集团从事面粉业务期间就向郭鹤年提议开拓大豆压榨业务，随后开建了郭氏集团最早的大豆压榨厂和豆油精炼厂。
1986年	郭孔丰注册了“金龙鱼”商标，开始在马来西亚销售金龙鱼牌的小包装油。
1988年	早期为了整合资源，开拓郭氏集团在海外的粮油加工项目，联邦集团及其他郭氏集团的子公司合作成立了郭氏粮油，由郭孔丰担任总经理，郭氏粮油在中国组建了嘉里粮油集团。嘉里粮油在中国投资第一家油脂工厂-南海油脂工业（赤湾）有限公司。
1991年	郭孔丰离开了郭氏粮油，之后郭孔丰和阿丹米（ADM）即利用其对榨油厂的建设和管理经验，在两年时间内，与中粮合作建设了北海粮油、黄海粮油和东海粮油等三个压榨厂和精炼厂。
1991年	郭孔丰与印尼油棕大王吴笙福联合，于新加坡创建丰益贸易公司（WILMAR）。1991年至2006年，担任董事长及总经理，在此期间，开始在中国进行投资及开展粮油相关业务
1993年	丰益和中粮合资成立了香港嘉银（莱阳）有限公司，与鲁花合资成立莱阳鲁花浓香花生油有限公司，持股49%。
1994年	阿丹米入股丰益，占20%股份。
2000年	中粮旗下负责小包装油营销的上海福临门食品有限公司于2000年11月成立，股东为东海粮油、北海粮油、黄海粮油和东洲粮油4家油厂，相当于丰益和阿丹米也间接持有其股份。
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。
2003年	丰益、中粮与鲁花合作成立山东鲁花浓香花生油有限公司，鲁花持股51%。
2004年	丰益与鲁花合资建周口鲁花浓香花生油有限公司。
2004-2005年	益海在福建泉州、湖北武汉、湖南岳阳、江苏盐城、江苏张家港、四川广汉、广东广州和新疆昌吉新建或合作了8个工厂，加上新建于2006年6月的阿克苏工厂和12月的江苏泰州厂，益海在国内的工厂布局基本完成。
2005年	丰益控股在新加坡借壳上市-丰益国际。
2006年-至今	郭氏集团粮油业务与丰益国际换股并购。丰益国际向丰益控股和阿丹米收购益海集团，将其装进了益国际。在企业合并后，金龙鱼品牌从新加坡郭氏兄弟粮油私人有限公司划转到丰益贸易（中国）私人有限公司名下。丰益控股持有丰益国际48.5%股权，郭氏集团持有约31%股权。阿丹米持有9.7%。嘉里粮油从此与益海粮油合并，成立了益海嘉里投资有限公司，作为丰益国际在华的核心阵地。2006年至今，任丰益国际董事长兼首席执行官。2005年至2019年1月，任益海嘉里有限董事长。自2019年1月至今，担任公司董事长。

资料来源：公司招股说明书、《金龙鱼背后的粮油帝国》、世纪证券研究所

公司对核心管理团队共享理念，提升激励。公司拥有一支经验丰富的管理团队，核心管理团队成员一直伴随公司成长，对企业有着较高的忠诚度。同时，公司核心管理团队成员均具有丰富的行业经验积累，对公司产品的研发、生产、销售以及原料采购有着深刻的理解，因此公司核心管理团队薪酬较高，2020年同比平均提升10%。另外公司发行上市共200名管理相关人员参与益海嘉里1号员工计划，激励充分，利于激发公司管理活力。

Figure 24 公司现任高级管理人员及核心人员简介与薪酬

姓名	职务	领薪税前报酬总额 (万元)		简介
		2020年	2019年	
穆彦魁	董事、总裁	1750	1550	1960年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于郑州粮食学院油脂工程专业。2002年至2009年，任上海益海企业发展有限公司董事长。2005年至2019年1月，任益海嘉里有限副董事长。自2019年1月至今担任公司董事、总裁。
牛余新	董事、副总裁	1200	1,068	1963年出生，中国国籍，无境外永久居留权，新加坡南洋理工EMBA。2002年至2009年，任上海益海企业发展有限公司总经理。2005年至2019年1月，任益海嘉里有限董事、总经理。自2019年1月至今担任公司董事、副总裁。
陆玟好	董事、财务总监	460	430	1970年出生，马来西亚国籍，毕业于特许会计师公会ACCA。曾在马威、普华永道会计师事务所任职。2003年至2005年，任上海益海企业发展有限公司财务总监。2005年至2019年1月，任益海嘉里有限董事、财务总监。自2019年1月至今担任公司董事、财务总监。
唐绍明	董事		-	1975年出生，新加坡国籍，牛津大学法律学位。2005年至2008年，任瑞银投资银行资本市场部执行董事。2009年至2012年5月，任丰益国际投资部负责人。2010年至今，任Kerry Holdings Limited 投资部总监。自2019年3月至今担任公司董事。
洪美玲	董秘、财务副总	375	345	1975年出生，新加坡国籍，毕业于新加坡南洋理工大学会计学专业。曾在普华永道会计师事务所任职。2005年6月至2019年1月，任益海嘉里有限财务部副总监。2019年1月至今担任公司董事会秘书、财务副总监。
其他核心人员				
徐学兵	研发中心总经理		348	1962年出生，丹麦国籍，毕业于丹麦技术大学。2008年2月至2009年12月，任奥胡斯大学教授。2010年1月至今，任丰益（上海）生物技术研发中心有限公司总经理。
凌国锋	生产部总监		220	1975年出生，毕业于江苏大学。曾在东海粮油工业（张家港）、益海（烟台）粮油、益海（广汉）粮油、泉州福海粮油任职，2010年2月至今，任公司生产部总监。
潘坤	品管部总监		195	1975年出生，毕业于武汉轻工大学，曾在南海油脂工业（赤湾）任职，2014年9月至今，任公司品管部总监、公共事务副总监。

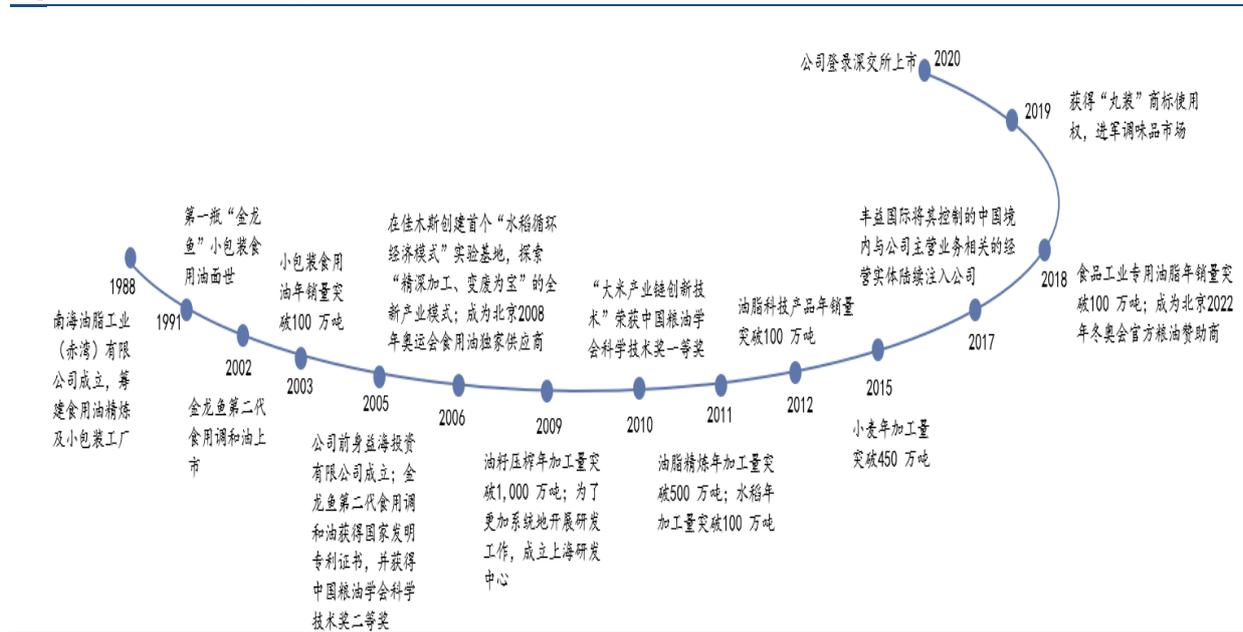
资料来源：公司公告、公司招股说明书、世纪证券研究所

## 1.5 “金龙鱼”深耕中国逾三十年，迎来发展良机

### (1) “金龙鱼”是小包装食用油先行者，深耕中国超30年

**第一阶段（1988-2002年）：拓展中国小包装油业务，完成全国布局。**1988年，嘉里粮油在深圳蛇口成立南海油脂工业（赤湾）有限公司，是中国第一家大规模现代油脂精炼厂；1991年，公司推出第一瓶“金龙鱼”小包装食用油；1992年，公司产品进入各企事业单位的工会，借此打开金龙鱼销售局面；1993-1995年，嘉里粮油赶在政府限制外商投资油脂加工行业之前，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，完成全国范围的生产布局；1996年，金龙鱼首次在央视投放第一个小包装油广告；2001年，中粮正式与郭氏集团签订了南海油脂的股份出售协议；2002年，嘉里粮油投资青岛花生油和天津嘉里两个油厂。

Figure 25 公司逾三十年发展历程



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

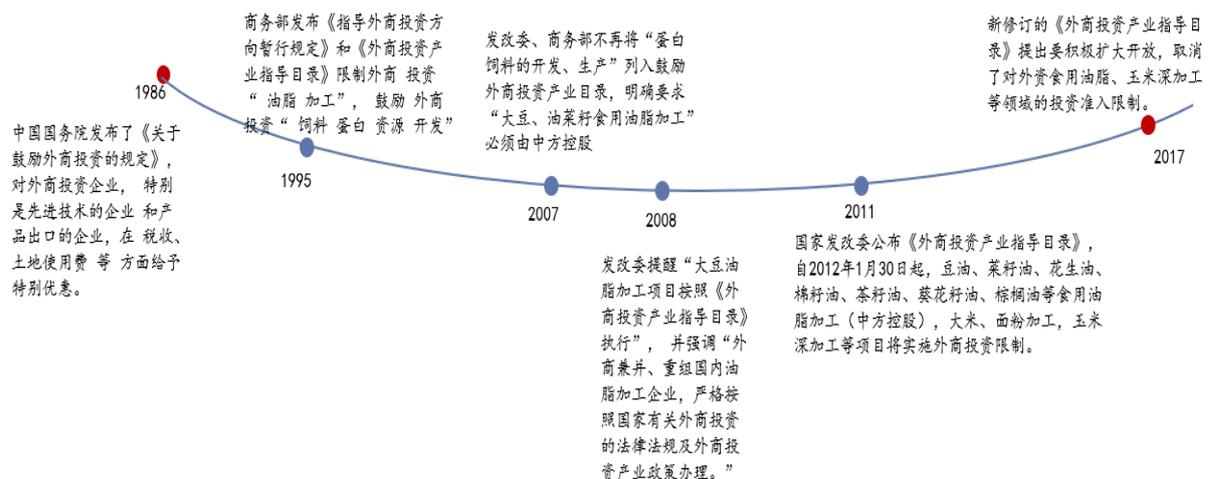
**第二阶段（2002-2015年）：借助第二代调和油市场营销快速发展。**2002年，金龙鱼第二代食用调和油上市；2003年，公司小包装食用油年销量突破100万吨；2005年，公司前身益海投资有限公司成立。2009年，公司油籽压榨年加工量突破1,000万吨；2011年，公司油脂精炼年加工量突破500万吨，水稻年加工量突破100万吨；2012年，公司油脂科技产品年销量突破100万吨；2015年，公司小麦年加工量突破450万吨。

**第三阶段（2017-2020.10）：资产重组，深交所上市。**2017-2018年经历一系列重组，公司控股股东丰益国际将中国大陆的粮油食品加工、销售等业务整合进入公司。2018年12月公司整体变更设立股份有限公司，2020年10月公司登陆深交所创业板上市。

## （2）外商投资限制政策取消，公司上市后迎来发展良机

**外商投资粮油项目限制政策取消。1995-2017年，政策对外资投资国内粮油项目进行限制。**1995年，商务部发布限制外资投资“油脂加工”文件；2007年10月，发改委和商务部出台新修订的《外商投资产业指导目录》，不再将“蛋白饲料的开发、生产”列入鼓励外商投资产业目录，明确要求“大豆、油菜籽食用油脂加工”必须由中方控股；2008年9月，发改委出台《促进大豆加工业健康发展的指导意见》，提醒“大豆油脂加工项目按照《外商投资产业指导目录》执行”；2011年，国家进一步将花生油、棉籽油、茶籽油等食用油脂及大米、面粉、等粮食加工列入了限制外商投资产业目录。2008-2014年，外资在中国油料加工能力占比从29%下降至23%。**2017年以后政策放开外资投资粮油项目限制。**2017年6月，新修订的《外商投资产业指导目录》提出要积极扩大开放，取消了对外资食用油脂、玉米深加工等领域的投资准入限制，转折点已确立。

Figure 26 国内粮油相关政策进程（1986-2017年）

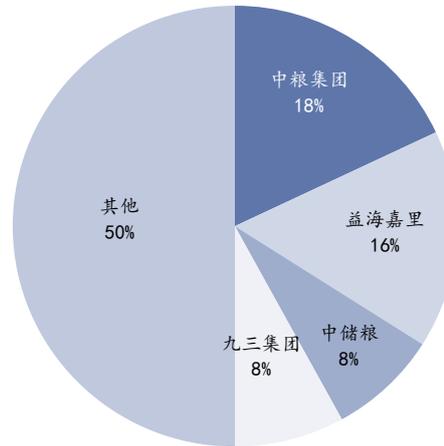


资料来源：商务部、世纪证券研究所

**公司扩张受限解除，将迎来发展良机。**之前由于受外资投资限制，公司只能也开始将更多的精力放在发展大豆加工以外的项目之上。2019年，益海嘉里压榨产能占有率为16%，仅次于中粮集团（18%）。随着国内的投资环境变

好，公司通过在 A 股上市后能顺理成章变身成为一家地地道道的国内企业，摆脱掉“外资”的称号和限制，也是实现公司在华业务进一步扩张的基础，未来公司将凭借长期铸就的平台竞争优势，迎来发展良机。

Figure 27 国内大豆压榨企业产能占比（2019年）



资料来源：导油网、世纪证券研究所

## 1.6 公司志存高远，新老业务协同发展可期

### (1) 公司致力于成为中国最大的综合性农产品及食品公司之一

公司的战略目标是致力于成为中国最大的综合性农产品及食品公司之一，将不断拓展产业布局的深度和广度，以更有竞争力的成本和先进的研发技术，通过完善的营销网络，打造强大的品牌影响力，为消费者提供更多元化、更安全、营养、健康、美味的优质产品。

### (2) 公司新老业务协同共进，发展前景可期

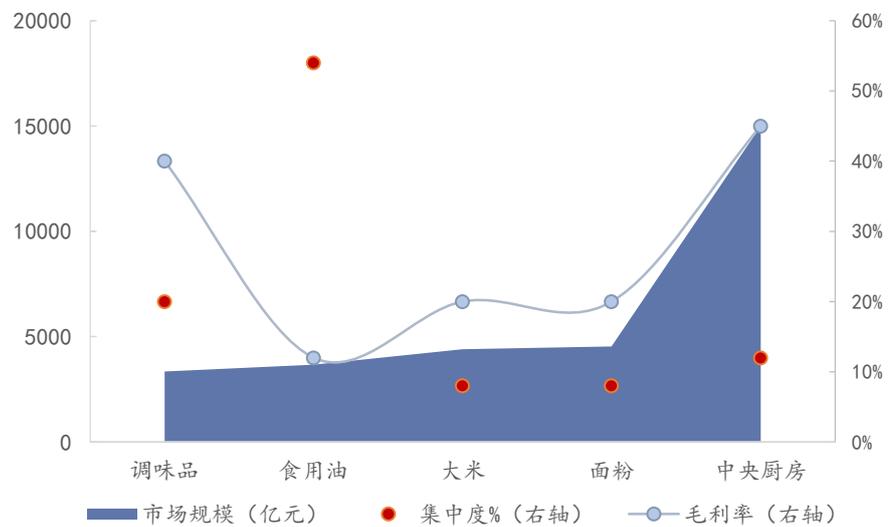
公司已形成较高壁垒，新老业务协同发展。公司在食用油为代表的量大利薄的生意中形成较高的竞争壁垒，已经具备产业链优势。公司以此为基础不断扩展高附加值产品品类，不断优化产品结构，新老产品协同共进，奠定了未来实现战略目标的基石。

目前公司业务布局相关领域市场规模（大米、调味品、面粉、食用油、中央厨房）合计超3万亿元，公司未来有望不断提升各领域市场占有率，顺应消费升级趋势，各项业务发展前景可期。公司目前在厨房产品线的布局有油、米、面粉、挂面、调味品、酵母、日化、中央厨房等。公司每项单品会组建

专业的研发、生产、销售团队，借助全国生产、销售网络优势，有望复制食用油成功商业模式。

具体而言，目前公司食用油销量将保持小幅增长，将基于消费升级，未来将持续推广现有的高端产品及推出更多优质新产品，进行产品结构升级；公司在米、面产品市场占有率小，成长空间大；另外，公司已经进入了毛利率较高的调味品、中央厨房等相关领域。总之，公司会不断开发新的产品，围绕产业链上下游以及与原有产品具有互补性的业务展开，使得现有产品和新产品协同发展，持续降低生产、营销、物流成本。

Figure 28 公司新老业务市场规模&毛利率&行业集中度



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

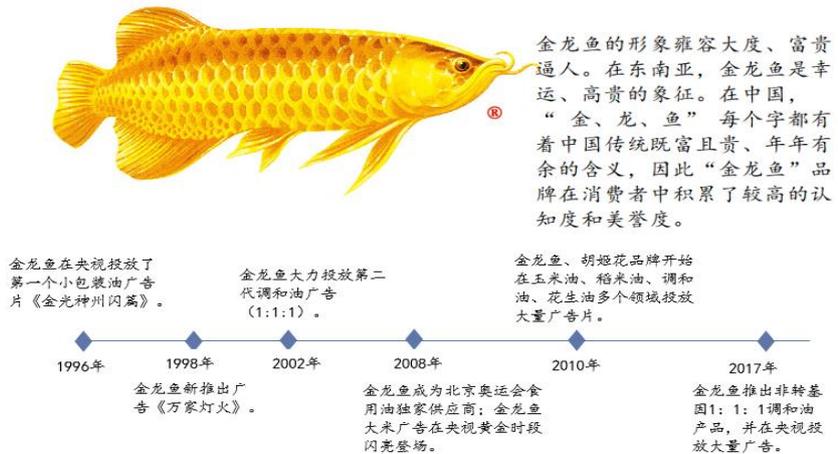
## 二、“四力”筑就公司平台综合实力、奠定实现战略目标基石

### 2.1 品牌力：知名度+加大市场推广+综合品牌矩阵

#### (1) “金龙鱼”品牌知名度较高，公司保持市场推广力度

“金龙鱼”品牌象征富贵，已沉淀较高知名度。公司的品牌寓意较好，公司通过长期的广告高投放，使得“金龙鱼”品牌在消费者中获得普遍认可。1996年就“金龙鱼”首次在央视投放食用油广告；第二代1:1:1调和油广告也深入人心。根据世界品牌实验室2020年《中国500最具价值品牌》数据，“金龙鱼”的品牌价值高达人民币452.73亿元，是家喻户晓的综合食品品牌。

Figure 29 “金龙鱼”品牌寓意及广告投放

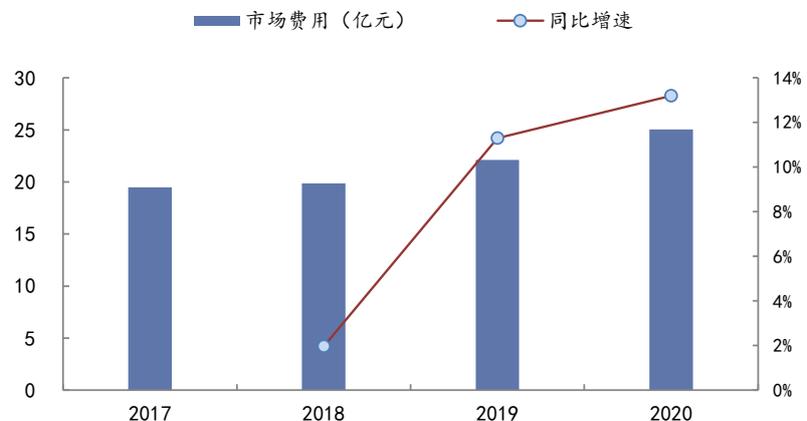


资料来源：公司官方网站、世纪证券研究所

公司仍保持较高广告投入强度，逐步占领消费者心智。公司通过长期的广告投入，获得消费者心智认同，随着消费者对于食品品牌意识的逐渐提高，公司优势将愈加明显。公司是2008年北京奥运会食用油独家供应商，以及2024年巴黎奥运会中国体育代表团官方粮油产品赞助商。也成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方粮油产品赞助商。

2020年，公司市场费用为25亿元，同比增长13.2%，主要因为公司整体加大了厨房食品市场促销力度，具体来看：广告费用为9.5亿元，同比下降1.85%，基本维持较高的投入。促销费用为15.5亿元，同比增长25%。我们认为，公司在品牌已具有知名度的基础上，通过加大促销力度，加强消费者心智占领，有利于扩大公司产品消费人群，提升销量。

Figure 30 公司市场费用及同比增速



资料来源：公司公告、公司招股说明书、世纪证券研究所

## (2) 公司各层级品牌知名度排名居前，产品矩阵定位清晰

“金龙鱼”品牌已发展成高端、中端、大众的综合品牌矩阵。公司产品类型覆盖食用油、大米、面粉、面条、调味品等，已建立了综合的品牌矩阵，覆盖多品类产品，核心品牌优势明显。公司通过不断的嫁接新产品、新品类，公司核心品牌“金龙鱼”已经从单一食用油品牌发展成为综合厨房食品品牌。旗下品牌包括香满园，胡姬花，欧丽薇兰，元宝，鲤鱼，海皇等，品牌线丰富。

Figure 31 公司主要品牌矩阵

厨房食品						饲料原料	油脂科技
高端							
中端							
大众							

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司各层级品牌知名度排名居前。2021年1月，根据中国北京-品牌评级权威机构Chnbrand发布2021年（第七届）中国顾客推荐度指数SM(C-NPS®)品牌排名和分析报告，C-NPS(China Net Promoter Score)是测定品牌口碑的重要指标，也是衡量顾客忠诚度的关键指标。公司高端品牌“胡姬花”、“金龙鱼”排名依然靠前，中端品牌“香满园”、大众品牌“元宝”排名上升，“口福”成为新上榜的食用油品牌。

Figure 32 2021年中国顾客推荐度指数食用油推荐度排行榜

品牌	品牌发源地	2021年排名	变化	C-NPS (净推荐值)	推荐者比例%	被动者比例%	贬损者比例%
多力	上海	1	+6	20.6	34.7	51.1	14.1
鲁花	山东	2	-1	20.2	34.6	50.9	14.4
胡姬花	山东	3	-1	18.1	34.5	49.1	16.4
金龙鱼	新加坡	4	-1	14.4	30	54.3	15.6
道道全	--	5	+5	12.1	25.9	60.3	13.8
刀唛	香港	6	--	10.8	20.3	70.3	9.5
口福	新加坡	7	new	6	32	42	26
福临门	上海	8	--	1.2	17.5	66.2	16.3
九三	黑龙江	9	--	0.6	20.9	58.9	20.3
香满园	新加坡	10	+4	-2.6	20.9	55.6	23.5
元宝	新加坡	11	+2	-18.3	0	81.7	18.3
西王	山东	12	-8	-18.9	0	81.1	18.9
红蜻蜓	重庆	13	-2	-19.8	4.9	70.4	24.7
长寿花	山东	14	-9	-23.8	15	46.3	38.8
<b>行业均值</b>				<b>13.1</b>	<b>29.2</b>	<b>54.8</b>	<b>16</b>

资料来源：Chnbrand、粮油调味营销、世纪证券研究所

注：事先未经Chnbrand明确书面同意，禁止将研究结果用于广告或促销

请务必阅读文后重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎



## 1) 顺势而为，上调产品价格

从历史上来看，公司会根据原材料市场价格波动，自身原材料采购的库存情况，顺势而为。当原材料行情出现较大幅度、持续性、趋势性的变化，公司会考虑调整产品的定价，比如2020年到2021年年初，行情持续性的上涨，整个行业也都出现了价格调整，公司则对产品价格进行了一定的上调。据媒体报道显示，2020年11月份以来，鲁花、金龙鱼等食用油头部品牌宣布上调产品价格。

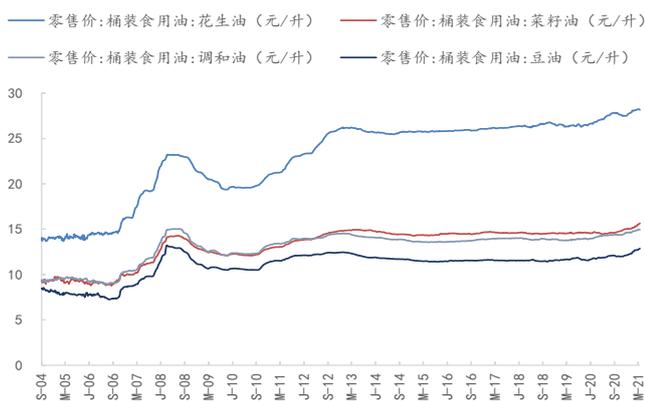
2020年，公司厨房食品销售价格同比上涨7.6%。由于低基数原因，2021年，公司产品价格相比去年大部分月份价格增长幅度将较大。从公司天猫、京东的线上销售数据来看，2020年，公司产品均价为60.4元/件，同比增长2.2%；2021年1-5月，公司线上食用油品牌产品均价为65.3元/件，同比增长15.4%。

Figure 34 公司食用油品牌线上销售数据

	2021.1-5月	同比增速	2020	同比增速
线上销售金额(亿元)	7.1	-26.6%	26.0	117.2%
销量(万件)	1089.8	-36.4%	4300.9	112.5%
均价(元/件)	65.32	15.4%	60.4	2.2%

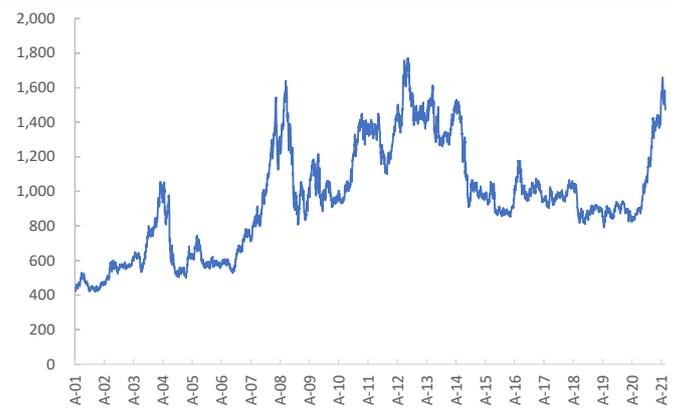
资料来源：同花顺、世纪证券研究所

Figure 35 国内桶装食用油零售价格走势(2004-2021年)



资料来源：商务部、世纪证券研究所

Figure 36 CBOT 大豆期货收盘价(元/吨)



资料来源：CBOT、世纪证券研究所

## 2) 顺势降价，利于提升市占率

历史上，当原材料价格下跌时，公司通过灵活的降价策略，凭借性价比优势拓展消费群体，拉动产品销量，从而提升市占率。2010-2019年，虽然受到政策临时价格管控、公司主动降价影响，但是公司食用油品牌市场份额占

比已经从 23.9% 提升至 39.9%。

2013 年 5 月，金龙鱼和福临门这两大食用油巨头分别宣布大众油品下调，降幅约在 8%-16%；2014 年 3 月，金龙鱼对调和油、菜籽油以及豆油品类降价，降幅为 10% 左右。2019 年，国内桶装食用大豆油零售均价为 11.66 元/升，较 2013 年下降 4%，同期国内进口大豆 CNF 折合均价累计下降 26%。2018-2019 年，公司厨房食品销售价格分别同比下降 4.5%、1.4%。

### 3) 公司近期末跟随“福临门”提价，采取灵活策略

公司由于具有原料采购价格较低的优势，近期暂未跟随“福临门”提价，通过采取灵活定价策略，有利于公司产品销量的增长。一般情况下，公司食用大豆油价格高于“福临门”同规格产品，但 2021 年 3 月“福临门”上调食用大豆油产品并未跟随。2021 年 3 月 22 日，福临门已较 2 月 10 日上调大豆油 5L 食用油价格，幅度为 6%-8%。截止 2021 年 6 月 11 日，公司仍维持之前价格不变，估计主要通过调整促销力度、费用投入的增减来进行调节。

Figure 37 2021 年 3 月福临门再次上调食用大豆油价格

日期	大豆食用油价格对比			
2021. 2. 10	 金龙鱼 食用油 精炼一级大豆油 5L ¥ 53.90	 福临门 食用油 一级大豆油5L 中粮出品 ¥ 49.90	 金龙鱼 食用油 非转基因 精炼一级大豆油5L ¥ 63.90	 福临门 食用油 非转基因一级大豆油 5L 中粮出品 ¥ 59.90
2021. 3. 22	 金龙鱼 食用油 精炼一级大豆油 5L ¥ 53.90	 福临门 食用油 一级大豆油5L 中粮出品 ¥ 53.90	 金龙鱼 食用油 非转基因 精炼一级大豆油5L ¥ 63.90	 福临门 食用油 非转基因一级大豆油 5L 中粮出品 ¥ 63.90

资料来源：京东各品牌旗舰店、世纪证券研究所

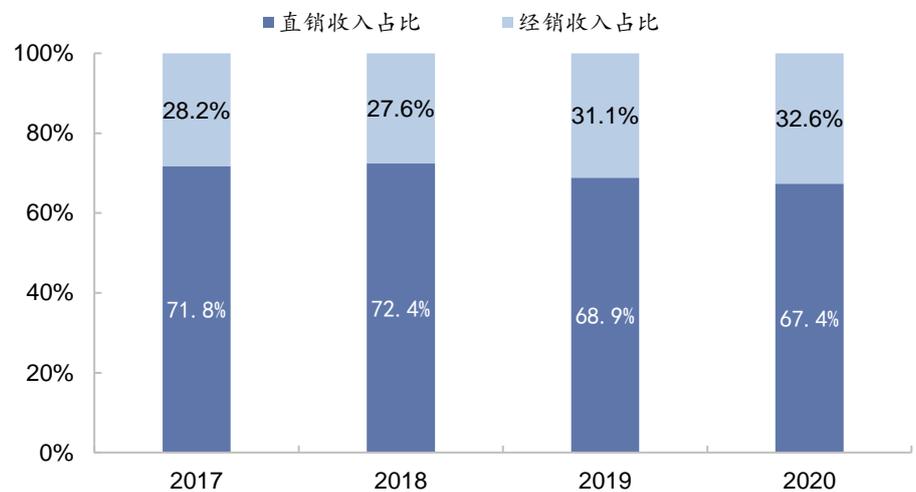
## 2.2 渠道力：稳定的客户关系凸显壁垒、经销商规模优势突出

公司很早就建立了渠道网络，从传统渠道到现代渠道、电商渠道，并持续探索更多的渠道推广方式。目前公司已建立了多元化、全渠道销售网络，拥有全国性的优质且实力强的经销商及分销商资源。公司的产品可以共用销售渠道，集约效益明显，利用现有的产品、品牌、经验丰富的市场营销能力、全覆盖的渠道网络优势，使得公司能够在市场上快速的推广新产品。

### (1) 公司渠道壁垒已形成，重点客户关系稳定

公司通过大量资金、技术实力进行长期经营，渠道壁垒不断加强，奠定公司市场份额不断扩大的基石。公司销售模式分为经销及直销，经销渠道分为线上和线下，直销主要针对线下客户。公司在中心城市、省会城市中，现代渠道发展非常快的地区主要采取了直销模式。2020年，公司经销和直销收入占比分别为67.4%、32.6%。公司主要服务B端客户，重点客户关系稳定，具体来看：

Figure 38 公司销售模式收入占比



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

1) 公司已通过线下重要客户认证，建立长期战略合作关系。公司线下客户包括连锁超市、酒店集团、餐饮集团、食品加工企业以及日化企业等，其中许多客户为国内外知名企业集团，如沃尔玛、百胜、麦当劳、康师傅、雀巢、亿滋、宝洁等。上述客户对于合格供应商有着严格复杂的认证程序，公司通过多年的积累，已经和相关行业的众多企业建立了长期稳定的战略合作关系。

2) 公司产品已在各类电商平台销售。公司与京东、天猫超市等电商平台，美菜、快驴进货等生鲜电商平台，阿里巴巴“零售通”、京东“新通路”等社区零售电商平台开展合作，提高终端客户的覆盖能力。

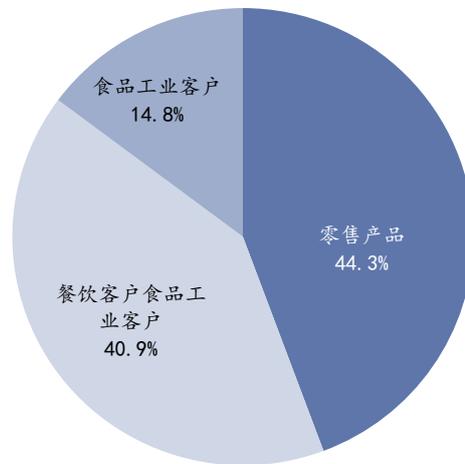
Figure 39 公司主营产品销售模式及渠道简介

销售模式		厨房食品			饲料原料及油脂科技产品
		零售渠道	餐饮渠道	食品工业渠道	
经销模式 (A-C-B)	线下	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。	针对区域性酒店、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。	经销模式服务区域性的食品工业客户。	
	线上	公司重视电商渠道的开发，与京东、天猫超市等电商平台进行了合作；公司在积极开拓发达城市的同时，重视县级城市、农村、乡镇市场，积极推动渠道下沉，并与阿里巴巴“零售通”、京东“新通路”等社区零售电商平台开展合作，提高终端客户的覆盖能力。	公司积极探索餐饮新零售模式，以直销模式与美菜、快驴进货等生鲜电商平台进行合作。		
直销模式 (A-B)		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，包括沃尔玛、大润发、华润、家乐福等大型商超。	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，包括真臻鲜、乡村基、真功夫等大型连锁餐饮企业。	直销模式服务大型食品工业客户。包括好利来等大型烘焙连锁企业，百胜、麦当劳、康师傅、亿滋、桃李面包、旺旺、雀巢等大型食品工业企业。	
					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，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。主要直销客户包括温氏、新希望、双胞胎、正大、正邦等饲料生产企业，宝洁、索尔维、立白、纳爱斯、蓝月亮等大型日化、快速消费品、化学企业，以及大型贸易商。

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

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、线上线下全渠道销售网络。公司厨房食品业务渠道主要分为零售产品、餐饮客户、食品工业客户，占比均值分别为 44.3%、40.9%、14.8%。2017-2019 年，公司零售客户的销售收入占比区间约为 42.15%-46.47%，公司餐饮客户的销售收入占比区间约为 38.00%-43.79%，公司食品工业客户的销售收入占比区间约为 14.06%-15.53%。

Figure 40 公司产品销售客户构成平均占比（2017-2019年）

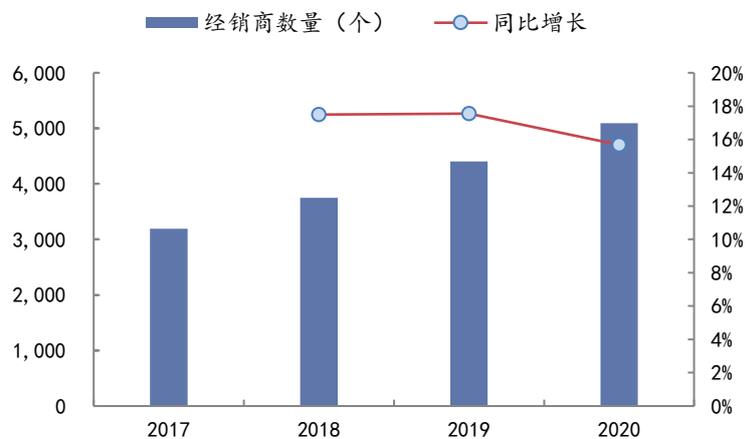


资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

## (2) 公司经销商规模优势突出，厨房食品经销收入占比提升

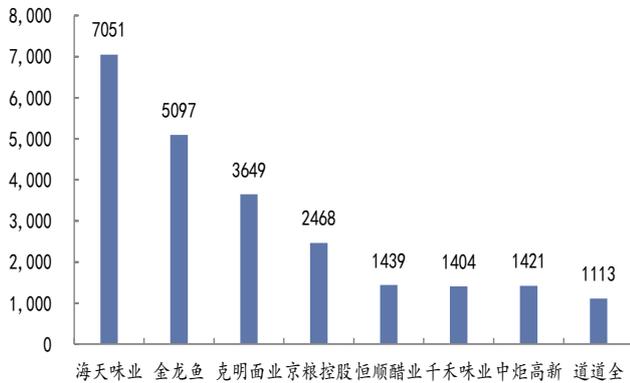
**公司经销商网络具有规模优势。**目前公司经销商数量在调味品和粮油上市公司中仅次于海天味业（7051家）。2020年，公司经销商数量为5097个，同比增长15.7%。我们预计公司新增经销商平均单家销售金额将逐年下降，经销商密度随之增加，经销商数量将逐年增多，终端网点数量也将增加，使产品能够更快速到达消费终端。我们估计2020年公司新增经销商平均销售金额为420万元，同比下降4.3%。

Figure 41 公司经销商数量及同比增速



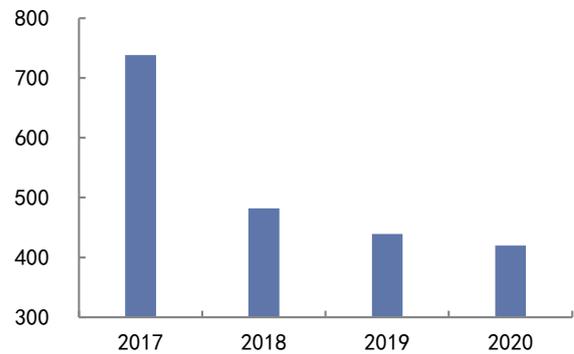
资料来源：公司公告、公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 42 国内调味品和粮油上市公司经销商数量（2020年）



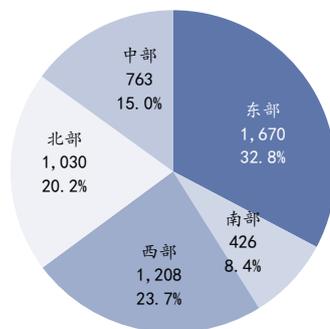
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 43 新增经销商平均销售金额逐年下降（万元）

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所  
注：2020年为推算数据

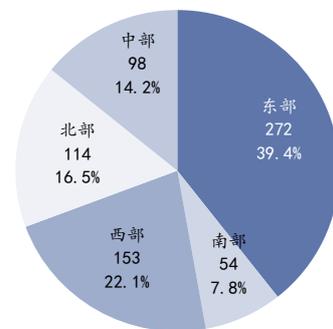
公司基本覆盖全国各省市的终端销售网点。2020年，公司东部、西部、北部、中部、南部经销商占比分别为32.8%、23.7%、20.2%、15%、8.4%。具体来看，2020年，公司新增经销商主要分布在东部、西部，占比分别为39.4%、22.1%，合计为61.5%。

Figure 44 公司经销商数据及占比（2020年）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 45 公司新增经销商数据及占比（2020年）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

未来经销商仍将保持稳健增长，主要原因有以下三点：

一是公司经销商会随着新产线、新产品同步增加。公司业务除了原来的油米面产品，目前也正在加大力度推广调味品产品，开展酵母业务，年底可能会推出部分中央厨房产品；另外公司与家乐氏合作生产产品客薯片和早餐谷物，产品已经上市，还在国内市场销售母公司在海外生产的纽麦福乳制品产品。

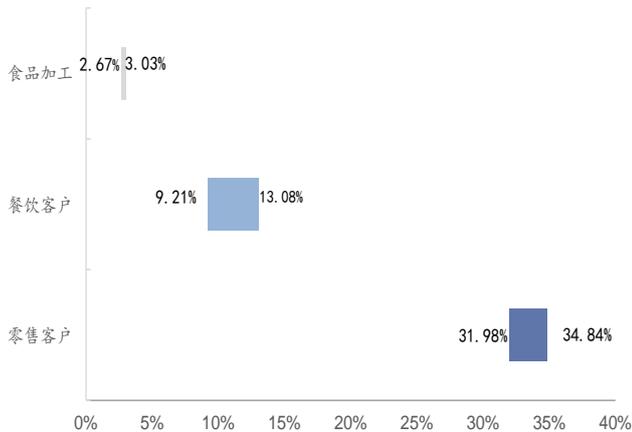
二是公司经销商的渠道下沉和渠道裂变，将进一步拓展经销商的数量。在部分较为发达的市场，公司会对经销商进行进一步细分；推广渠道下沉，公

司会进一步开发经销商，目标是推广到镇、村，未来四、五线城市，还有很大发展空间；由于餐饮渠道相比零售起步晚，公司可以加强对专业的经销商的开发来填补空白。公司通过产品多样性、一站配送、研发等方面带来质量、成本及服务优势将会帮助公司很好地发展餐饮渠道的业务。

三是公司与经销商已形成良好的合作粘性。公司对经销商会有若干方面的考核，包括经营理念、资金实力、物流仓储能力、市场服务能力、团队管理能力等。同时也向经销商提供培训支持，也提供仓储管理等方面的指导，实现互惠共赢。公司与很多经销商保持了长期合作，形成了良好的合作粘性。

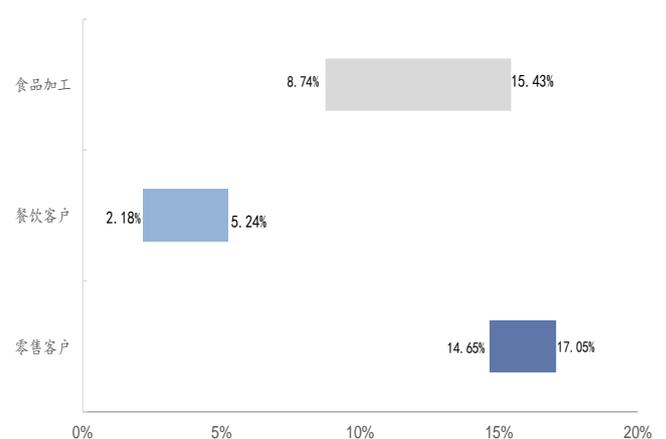
公司厨房食品业务毛利率受益零售客户经销收入占比提高。2020年，公司厨房食品经销商收入占比为52.5%，同比提升4.1pct；毛利率为14.5%，同比提升0.4pct。我们认为主要受益公司经销商网络的稳健增长，毛利率相对较高零售客户的占比提升。

Figure 46 公司厨房食品业务经销商客户收入结构（2017-2019）



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 47 公司厨房食品经销商客户毛利率水平（2017-2019）



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

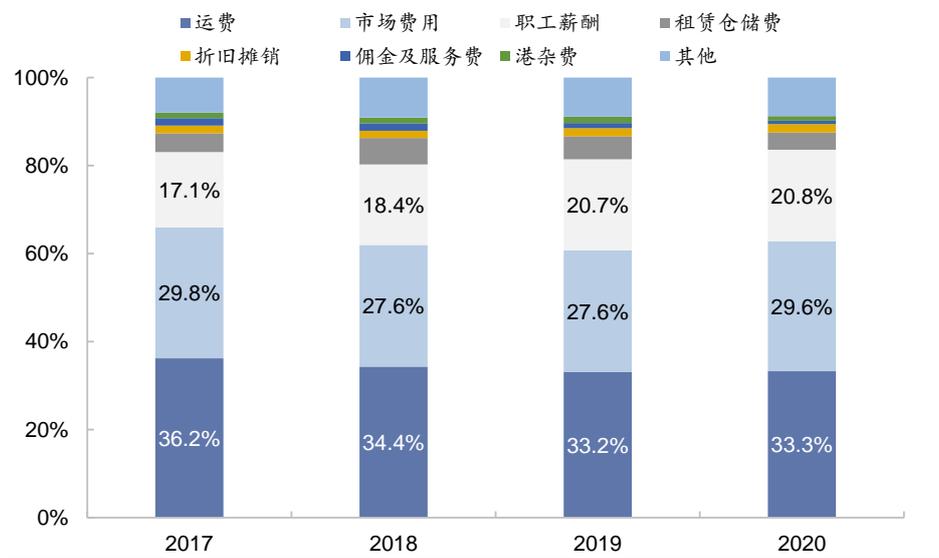
2017-2019年，公司零售客户的经销收入占厨房食品收入比例区间约为31.98%-34.84%，毛利率区间约为14.65%-17.05%；餐饮客户的经销收入占厨房食品收入比例区间约为9.21%-13.08%，毛利率区间约为2.18%-5.24%；食品工业客户的经销收入占厨房食品收入比例区间约为2.67%-3.03%，毛利率区间约为8.74%到15.43%。

### (3) 公司销售费用率较低，应收账款周转率合理，存货周转率有提升空间

#### 1) 公司销售费用率低于业内均值

公司销售费用率低于业内均值。公司销售费用包括运费、市场费用、职工薪酬。2020年，占比分别为33.3%、29.6%、20.8%。2020年公司销售费用率为4.35%，低于业内上市公司均值（5.51%）。

Figure 48 公司销售费用构成



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 49 公司与国内粮油上市公司销售费用率指标比较

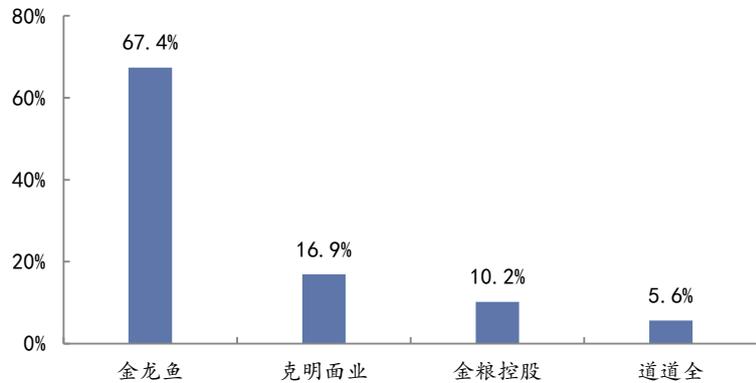
证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020
000505.SZ	京粮控股	2.26	2.33	2.61	2.64	1.93
000639.SZ	西王食品	14.43	17.29	17.45	16.93	11.68
002661.SZ	克明面业	10.58	11.27	10.86	11.25	8.56
002852.SZ	道道全	5.09	3.69	5.53	6.16	3.21
600127.SH	金健米业	6.67	5.99	8.99	5.31	2.19
<b>平均值</b>		<b>7.81</b>	<b>8.11</b>	<b>9.09</b>	<b>8.46</b>	<b>5.51</b>
300999.SZ	金龙鱼	4.91	4.35	4.31	4.70	4.33

资料来源：wind、世纪证券研究所

#### 主要有以下两方面原因：

一是因为公司直销业务占比较大。2017-2020年，公司直销业务收入占比均值为70.1%，主要是公司饲料原料业务普遍采取直销，2019-2020年，公司厨房食品直销收入占比分别为51.6%、47.5%，因此所需市场费用投入相对较少。

Figure 50 粮油相关上市公司直销收入占比指标（2020年）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

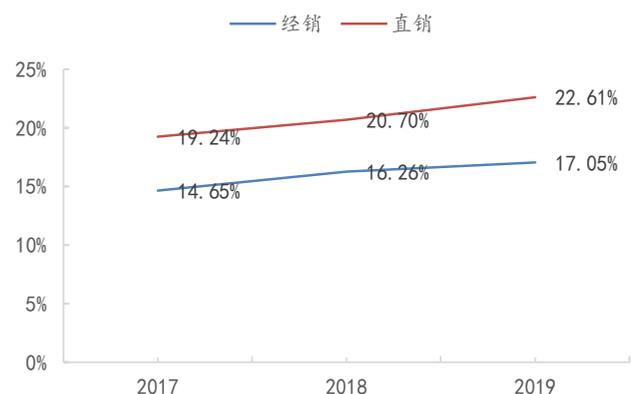
二是给与经销商一定的价格让利。公司与经销商签订的经销协议中未约定返利政策，经销商在协议期间需要进行基础资源投入和市场投入，也间接减少了公司的销售费用投入，因此公司经销模式的销售单价和毛利率均低于同期直销的单价和毛利率。如：2019年，公司厨房食品零售产品价格经销和直销价格分别为7280元/吨、7599元/吨。公司厨房食品零售产品经销和直销毛利率分别为17.05%、22.61%。

Figure 51 公司厨房食品零售产品直销及经销销售单价



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 52 公司厨房食品零售产品毛利率指标



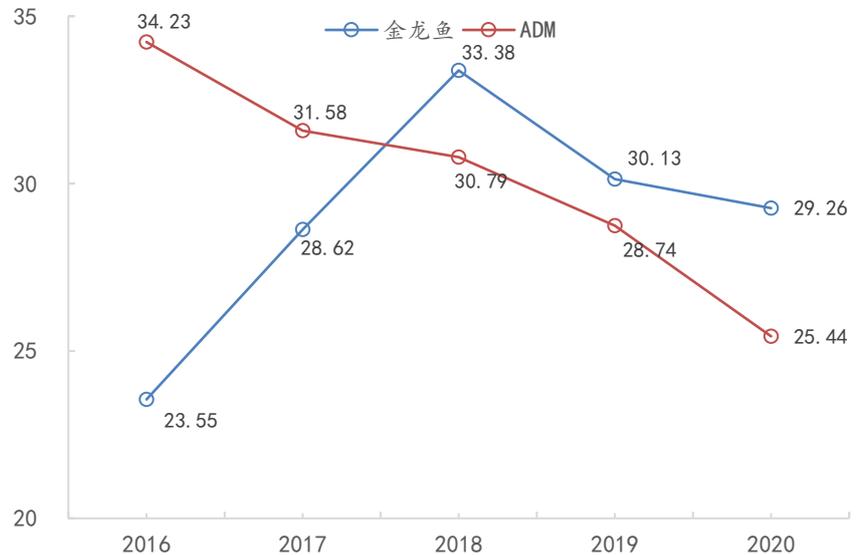
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

## 2) 应收账款周转率处于合理区间

公司应收账款周转率合理，与ADM具有可比性。由于公司直销客户占比较大，先款后货的经销商客户比例相对较少，加之销售收入远高于国内可比上市公司，因此应收账款周转率低于国内相关粮油上市公司均值（54.87），公司为29.26。若与国际粮油巨头ADM比较，公司应收账款周转率相差不大。

2020年，ADM 应收账款周转率为 25.44，相比而言，公司应收账款周转率具有合理性。

Figure 53 公司与国际粮油巨头 ADM 应收账款周转率比较



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 54 公司与国内粮油上市公司应收账款周转率指标比较

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020
000505.SZ	京粮控股	58.30	173.54	85.68	83.36	101.07
000639.SZ	西王食品	10.08	11.85	13.96	14.39	19.39
002661.SZ	克明面业	6.61	7.46	11.31	12.96	20.75
002852.SZ	道道全	530.88	194.50	137.19	129.27	85.18
600127.SH	金健米业	23.61	22.03	21.34	29.91	47.96
<b>平均值</b>		<b>125.90</b>	<b>81.88</b>	<b>53.90</b>	<b>53.98</b>	<b>54.87</b>
300999.SZ	金龙鱼	23.55	28.62	33.38	30.13	29.26

资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 55 公司与粮油巨头 ADM 财务指标具有可比性 (2020 年)

公司	简介	收入 (亿元)	总资产 (亿元)	应收账款 (亿元)	ROE	净利率
金龙鱼	公司是国内最大的农产品和食品加工企业之一，主营业务是厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售。	1,949	1,792	71	8.09%	3.37%
ADM	阿彻丹尼斯米德兰公司是全球最大的农业生产、加工、制造公司，以生产油籽、玉米及小麦加工闻名于世界。其主要业务是粮食加工、贮运和全球贸易。	4,199	3,244	318	9.04%	2.77%

资料来源：wind、世纪证券研究所

### 3) 存货周转率有提升空间

存货周转率有提升空间。2016—2019年，公司存货周转率分别为 4.43、4.22 及 4.22，存货周转率保持稳定。2020年，公司存货周转率提升 0.35pct 至 4.57，但低于国内粮油上市公司均值 (6.33)，也低于国际粮油巨头 ADM 的存货周转率 (5.74)。我们认为，随着公司募投配套物流项目的

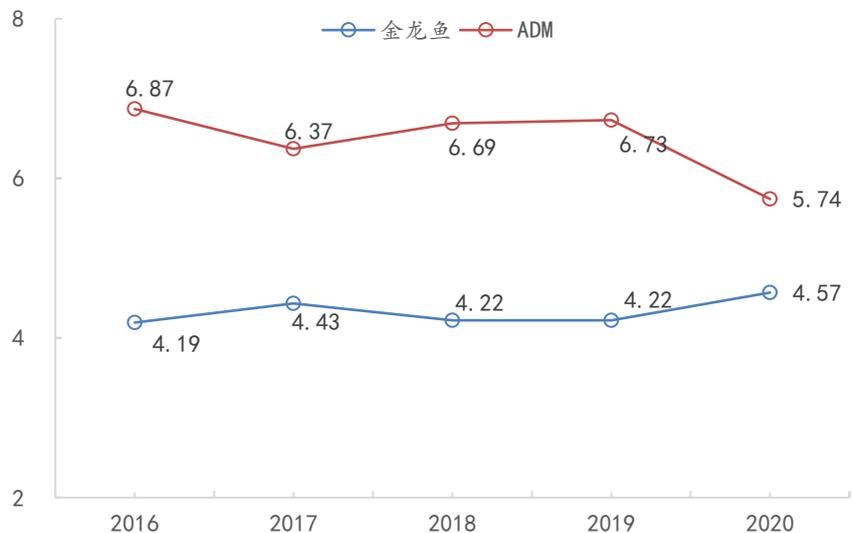
投产，规模集约化效应的加强，公司存货周转率将提升。

Figure 56 公司与国内粮油上市公司存货周转率指标比较

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020
000505.SZ	京粮控股	1.70	8.49	5.15	5.17	6.13
000639.SZ	西王食品	5.05	4.55	4.91	6.08	6.65
002661.SZ	克明面业	13.49	7.60	6.14	5.97	6.73
002852.SZ	道道全	13.23	7.15	5.78	5.34	5.53
600127.SH	金健米业	4.42	4.41	4.13	5.53	6.62
<b>平均值</b>		<b>7.58</b>	<b>6.44</b>	<b>5.22</b>	<b>5.62</b>	<b>6.33</b>
300999.SZ	金龙鱼	4.19	4.43	4.22	4.22	4.57

资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 57 公司存货账款周转率与国际粮油巨头 ADM 比较



资料来源：wind、世纪证券研究所

## 2.3 产品力：食品安全认证+研发优势+循环经济模式

### (1) 公司产品质量控制力强，大部分工厂通过国内外权威安全认证

在质量控制方面，公司控制力较强。公司建立并实施了从原辅料到产成品的质量与食品安全管理体系，关注产业链上各环节从源头原材料、生产加工、仓储物流到终端客户服务等全过程质量与食品安全管理体系。

公司通过国际 ISO 22000、AIB 食品安全认证，国内 ISO 认证，产品质量有保证。目前国际通用的食品安全认证国内是 ISO 认证，国外的是 FDA、SGS 认证。其中 FDA 因为标准比较高，一般也因此为食品方面认证的最高标准。SGS 的国际食品行业认证包括 ISO22000、FSSC22000、IFS、BRC、GlobalGAP、HACCP、SQF、GMP。目前公司主要下属工厂已经获得了 ISO 9001 质量管理体系认证、ISO 22000 食品安全管理体系认证、ISO

14001 环境管理体系认证，部分工厂检测中心通过了 ISO 17025 实验室认可。

另外，公司约 60 家工厂通过了 AIB（美国烘烤技术研究所）食品安全全球统一标准审核，利于公司产品在食品加工渠道的销售。AIB 的审核标准严苛，通过率较低，得到了消费者及北美食品零售商的广泛认可，进而被许多全球食品零售商和采购集团用来作为对供应商实施准入的一道门槛。

## (2) 公司技术专利领先，研发优势显著

公司研发投入大。相比而言，粮油巨头的研发支出远高于业内中小企业，研发优势更加显著：2020 年，国际粮油巨头 ADM 研发费用为 1.6 亿美元；公司研发费用投入 1.8 亿元，远高于国内其他粮油上市公司。

公司技术专利及研究人员人数在国内粮油上市公司中居首位。公司建立了行业内领先的研发中心，拥有近百个实验室和千余台科研设备，建立了优秀的烘焙中心、金龙鱼国际烹饪研究院。公司以给客户的产品服务遵循“安全、营养、健康、美味”的理念，持续研发创新适合中国市场的新产品。2020 年，公司拥有专利 428 项，共有研发人员 329 人，七成以上的研发人员拥有硕士或博士学位，专业知识和技能扎实，多位员工先后入选“上海市领军人才”、“上海市青年拔尖人才”等人才培养计划。

Figure 58 公司研发费用人员数量居国内相关上市公司首位（2020 年）

粮油上市公司	研发费用（万元）	研发费用率	研发人员数量（人）
ADM	16000(\$)	0.25%	/
金龙鱼	18284.10	0.09%	329
西王食品	10305.22	1.78%	113
克明面业	2621.97	0.66%	94
金健米业	1182.07	0.21%	83
京粮控股	990.32	0.11%	52
道道全	493.27	0.09%	26

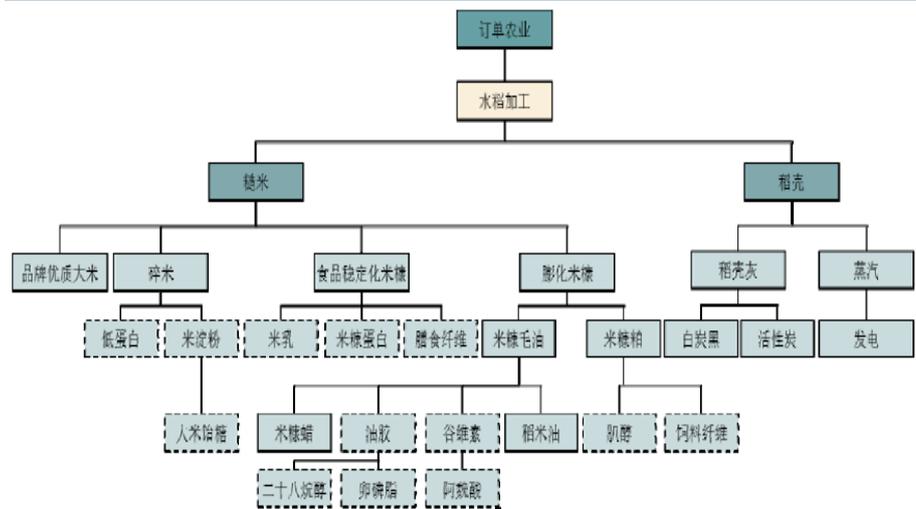
资料来源：wind、世纪证券研究所

## (3) 公司具备领先的循环经济模式，高附加值产品市场发展空间大

公司创建了领先的水稻循环经济模式，难以被复制。国内水稻种植加工大多处于分散种植、粗放加工、产能低效的状况，“小、散、低”的加工格局加剧了粮食损失浪费，水稻加工升级和提高经济效益是产业发展方向。从

2006年在黑龙江佳木斯建立第一个水稻加工生产基地起，经过多年的研发，公司构建了“订单种植—精深加工—产品品牌化—副产品综合利用—高科技产品研发”的新型水稻循环经济产业模式，并荣获“中国粮油学会科学技术奖”一等奖。公司该模式不仅保障产品原料质量，还实现了从传统粗放型水稻加工模式向精深加工、副产品高效节能利用的“吃干榨净”式加工模式的转变，由于需要在具备规模优势基础上进行，较难被复制，具有较强竞争力。

Figure 59 公司水稻循环经济模式



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司水稻加工“吃干榨尽”模式利于实现经济效益提升。在公司稻谷深加工模式中，一粒稻谷不仅可以化身为品牌大米，还可以衍生出卵磷脂、米糠蜡、谷维素、米栖粉等高附加值的产品，而且能发电、可制油、可变身绿色环保的轮胎。主要有以下四点：

- 1) **订单农业提供优质原料。**公司基于优质原料，公司加工生产优质品牌大米，从而提高产品溢价能力；
- 2) **稻壳-发电：节约公司生产成本。**作为主要的副产品，稻壳用来发电（稻壳稻谷占比为20%，2吨稻壳可替代1吨煤）。根据辽宁日报报道，公司每年燃烧稻壳约60万吨，相当于节省煤炭约35万吨，节省发电成本约7200万元，可减少二氧化硫排放约3500吨；
- 3) **稻壳灰-白炭黑：迎合市场需求方向，公司产品已通过固特异试用。**稻壳灰用来提取白炭黑等高附加值产品（1吨稻谷产生的稻壳可以制取0.03吨高附加值的白炭黑）。自2012年11月欧盟“轮胎标签法”实施以

来，绿色轮胎成为轮胎产业发展方向，高分散型白炭黑呈现巨大的需求潜力，公司白炭黑产品已通过世界知名轮胎厂商固特异试用；

- 4) **米糠-稻米油：公司获得国际认可，市场前景良好。**在 2016 年日本东京召开的国际稻米油大会中，金龙鱼稻米油一举夺得食用油界高品质奖项——“国际稻米油品质大奖”。它代表着国际上对企业的技术创新、营养品质的高度认可，同时也是对行业表率的一次重量级褒奖。之后公司产品陆续出口到了澳大利亚和日本。公司每年加工稻米油 7 万吨，可增值约 1.4 亿元。

Figure 60 公司稻米油荣获全球三大食品奖



资料来源：天猫超市、世纪证券研究所

Figure 61 公司稻谷精加工产品概览



资料来源：公司展厅、世纪证券研究所

米糠油中富含维生素 E、谷维素、植物甾醇等多种活性物质，是一种不占耕地的、珍贵的谷物功能性油脂的油料资源，可以减少大豆进口量，提高中国食用油自给率。一般而言，稻谷出糠率为 7%，95%的稻谷用于加工，2019 年，国产稻谷 2.1 亿吨，米糠产量约 1400 万吨，其含油率为 15%-20%，可产出稻米油 230 万吨（相当于 1300 万吨大豆的出油）。然而，目前我国产品化的高附加值米糠制品还比较少，大部分都被用作畜禽饲料，不足 20%的米糠被用来制油或进一步提取米糠蛋白、米糠多肽、谷维素等价值较高的产品。与日本米糠利用率几乎 100%，以及印度的米糠利用率达 60%-70%差距较大。

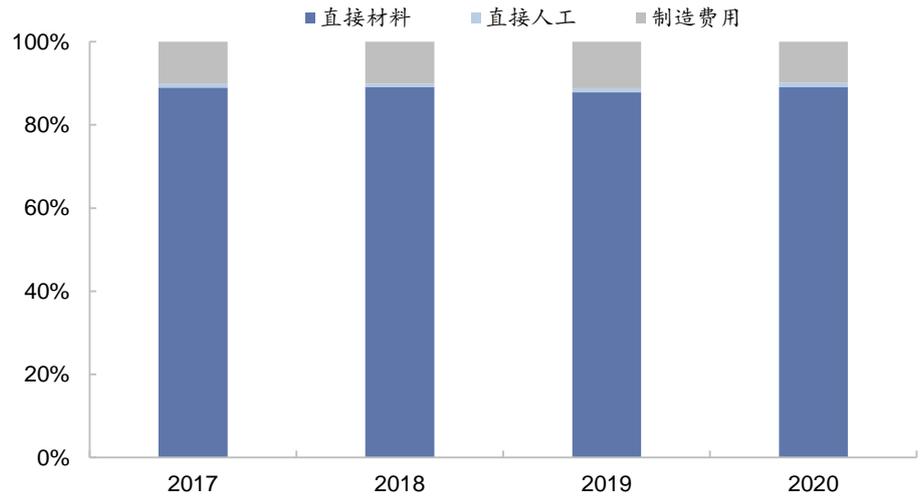
## 2.4 成本力：采购成本较低+规模效应+企业群模式

### (1) 公司原材料采购成本较低，供应有保障

公司原材料成本占比较大，采购价格低于市场均价。公司采购品类主要分为大豆、水稻、小麦、油脂等农副产品和包材辅料及设备类两大类。2017-

2020年，公司原材料营业成本占比均值为88.74%。2019年，公司原材料境外采购金额占比为39.1%，其中大豆及加工品、棕榈及月桂酸油占该类原材料采购比例较高，分别为60.5%、59.3%。其中境外采购的大豆原产地主要为巴西、阿根廷、美国等国家，境外采购的棕榈油原产地主要为马来西亚、印度尼西亚等国家。

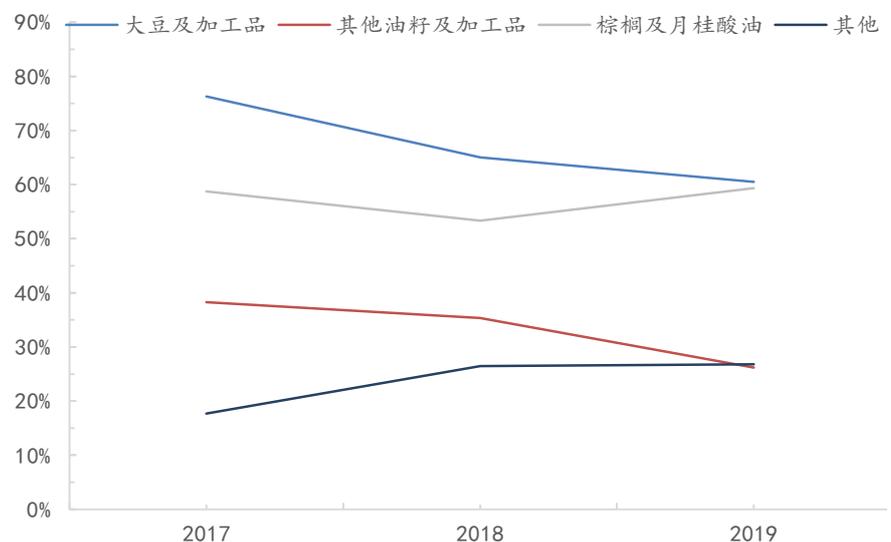
Figure 62 公司主营业务成本结构



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

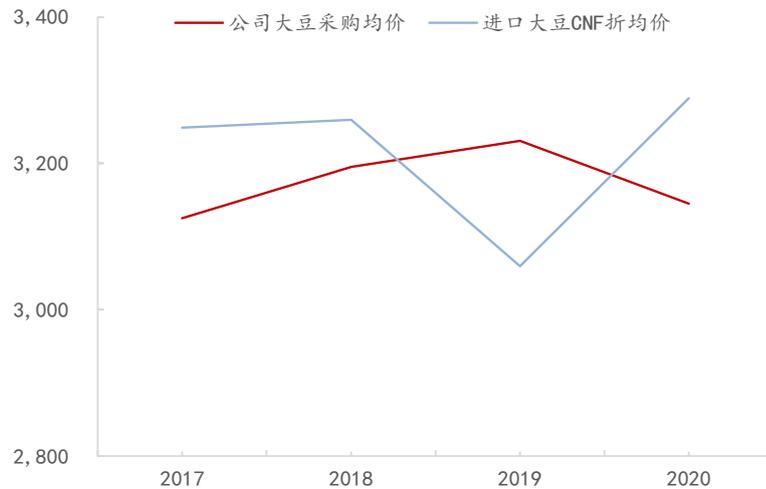
2017-2020年，除2019年外（大豆油占比较大），公司大豆及加工品采购价格均低于进口大豆市场均价。2020年下半年大豆价格上行，除原料采购结构影响外，公司原料采购优势显现，大豆及加工品采购价格同比下降2.7%；公司小麦采购均价低于国家收购均价；水稻采购价格前两年低于国家收购均价，近两年基本与国家收购价持平，低于市场均价。

Figure 63 公司原材料境外采购占该类原材料比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 64 公司大豆采购均价有成本优势 单位：元/吨



资料来源：国家粮油信息中心、公司公告、世纪证券研究所

Figure 65 公司水稻采购价格有优势



资料来源：国家发改委、公司公告、世纪证券研究所

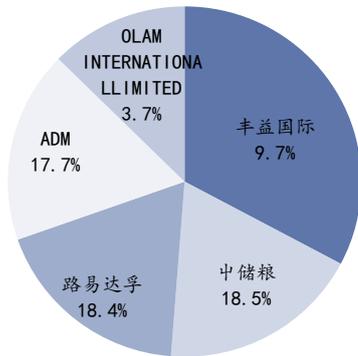
Figure 66 公司小麦采购均价低于国家收购均价



资料来源：国家发改委、公司公告、世纪证券研究所

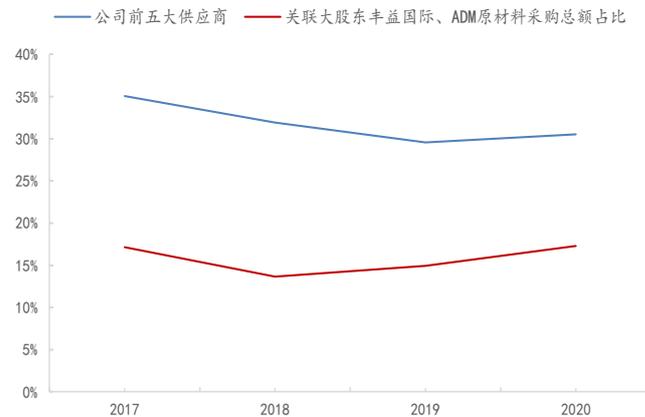
**公司原料采购近产地，关联大股东提供原料供应便利。**公司建立了全国范围的收储队伍，负责收购应季新鲜优质，具有性价比的原料，提供给公司就近的生产加工企业；另外公司基于大股东、数十年行业经验、业务规模优势，尽可能减小原材料供应对公司利润的影响。2020年，公司前五大供应商采购的原材料采购总额占比为30.52%，其中公司关联大股东丰益国际、ADM原材料采购占比合计分别为17.3%，同比分别增加0.95/2.37pct。

Figure 67 公司前五大供应商及占比（2019年）



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 68 公司前五大供应商及关联股东供应总额占比



资料来源：wind、世纪证券研究所

**丰益国际和 ADM 供应公司原材料占同类比重加大。**丰益国际是全球最大的棕榈油供应商，市场份额约为 1/3，公司向其采购的棕榈及月桂酸油的比例占总同类原材料采购金额的比重超过 50%；ADM 为公司提供的主要原材料为大豆及加工品等。2019 年，公司向其采购的大豆及加工品占总同类原材料采购金额的比重约为 12%。

Figure 69 丰益国际和 ADM 供应公司原材料占同类比重

供应商	原材料类别	占同类比重		
		2017	2018	2019
丰益国际	棕榈及月桂酸油	57.27%	51.71%	56.06%
ADM	大豆及加工品	17.96%	14.40%	11.95%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

## (2) 公司近 70 个生产基地已形成规模效应

公司遍布全国的生产网络，辐射范围广，可以在全国范围内统筹及协调生产，满足客户在不同地区、不同时间的产品需求。公司多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场，目前已经形成全国广泛的生产网络布局，各地的综合企业群能够实现效率最大化和规模经济。公司很多工厂同时包含油、米、面等产品，可以一站式满足客户需求，降低仓储与运输成本，保证产品质量与新鲜度，并能够快速响应市场需求。

截至 2020 年底，公司在全国 24 个省、自治区、直辖市拥有 66 个已投产生产基地，并在齐齐哈尔、温州、太原、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地。预计，未来几年，公司综合性生产加工基地将达到 80 多个，有利于进一步增强规模效应。

Figure 70 公司生产基地示意图（2019年）



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司规模优势降低管理费用率。公司建立了矩阵式的管理模式：目前有4大渠道平台、12大生意平台和8大职能平台，平台之间互相协同。事业部总监对相关业务领域的原料采购、生产、品控、销售等进行全面管理，下属工厂具体执行集团层面的要求，保证了管理的有效性及效率。同时，各个下属公司也会有一定的自主权，例如每个营销分公司都可以根据当地情况制定本地化的销售策略。

2016-2020年，公司管理费用率均值为1.57%，远低于国内粮油上市公司均值（3.65%），2020年，仍然保持较低水平（1.56%）低于国内粮油上市公司均值（2.91%）。

Figure 71 公司与国内粮油上市公司管理费用率指标比较

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019	2020
000505.SZ	京粮控股	10.62	2.99	2.60	2.46	2.17
000639.SZ	西王食品	6.49	5.00	4.69	5.08	5.13
002661.SZ	克明面业	3.72	4.06	4.66	4.99	4.04
002852.SZ	道道全	1.28	1.36	1.42	1.64	1.44
600127.SH	金健米业	4.19	3.41	3.39	2.54	1.77
平均值		<b>5.26</b>	<b>3.36</b>	<b>3.35</b>	<b>3.34</b>	<b>2.91</b>
300999.SZ	金龙鱼	1.70	1.50	1.49	1.62	1.56

资料来源：wind、世纪证券研究所

### （3）综合企业群模式降低物流成本

公司产业集群产品运输半径小，可共享仓储等设备，从而降低物流成本。公司在泰州、秦皇岛、上海、连云港、防城港等地建立了多个综合企业群。公司通过将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内，一间工厂的产成品是另一间工厂的原材料，从而降低了整体的物流、库存、管理成本。同时综

合企业群的规模效益使得公司可以在企业群内共用先进的仓储设备，共用采购团队统筹负责采购原料，降低采购成本。

Figure 72 公司泰州综合企业群图示

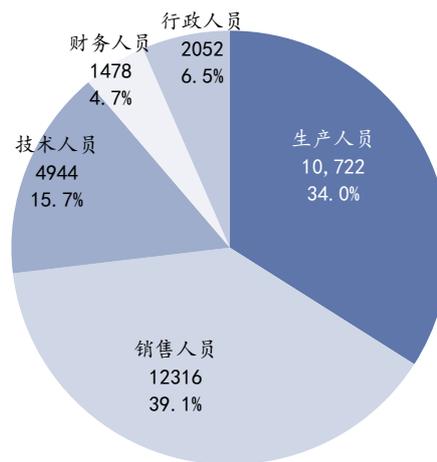


资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

#### (4) 自动化集约生产模式降低人工成本

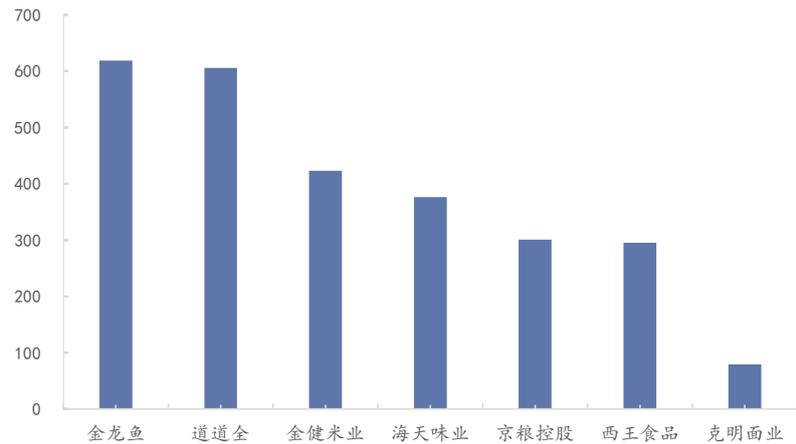
2020年，公司员工总数31512人，其中销售人员、生产人员占比较大，合计73%。2020年，公司人均创收618.56元，同比增长5.4%，在厨房食品相关上市公司中位居首位。主要原因是公司的集约化生产模式，生产自动化程度较高及直销客户占比较大。

Figure 73 公司员工结构占比（2020年）



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 74 2020年厨房食品相关上市公司年人均创收（万元/人）



资料来源：公司招股说明书、各公司公告、世纪证券研究所

### 三、长期看点 1：公司食用油产品结构升级，市占率有提升空间

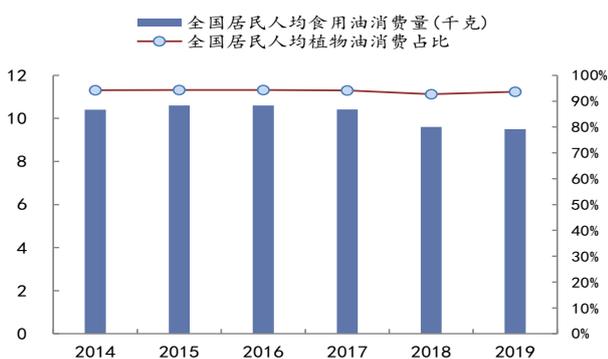
#### 3.1 公司食用油产品市占率仍有提升空间

未来食用油行业主要是结构化的投资机会：我国食用油行业已进入增长缓慢期，人均消费量趋稳，各品牌之间接近于存量竞争。随着消费者健康意识的提高，对健康、安全、营养的食用油需求将持续增加。未来品牌化、高端化将是行业竞争的重点，行业集中度有望进一步向头部企业增强。

##### (1) 国内食用油消费量已进入缓慢增长阶段

根据营养摄入建议，国内人均食用油消费量基本饱和。在我国消费结构中，食用植物油占据了主导地位，食用动物油占比较低。2019年，全国居民人均消费植物油 8.9 千克，占比为 93.7%。2018 年开始，国内城镇居民人均食用油消费量低于农村居民。

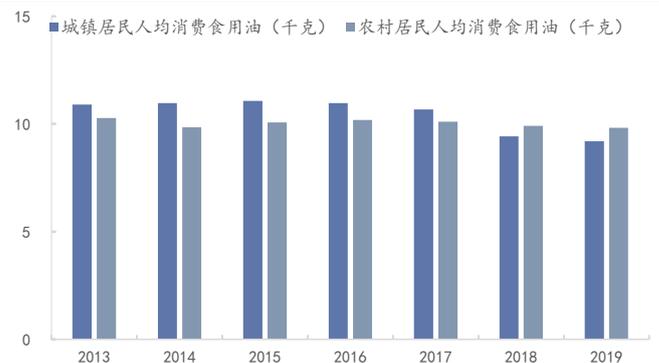
Figure 75 国内人均食用油消费量及植物油消费占比



资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

Figure 76 城镇与农村居民食用油消费量



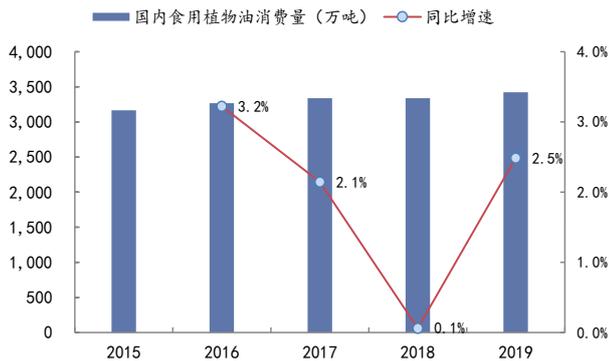
资料来源：wind、世纪证券研究所

市场有风险 入市需谨慎

人均日食用油摄入量从 28.5 克下降至 26 克，已经基本饱和。根据《中国居民膳食指南（2016）》建议，少吃高盐和高油食品，建议每天烹调油 25-30 克，上限为年消费 11 公斤食用油，脂肪提供能量应占总能量的 30% 以下。2019 年，全国居民人均食用油消费量从 2014 年人均消费 10.4 千克下降至 9.5 千克。

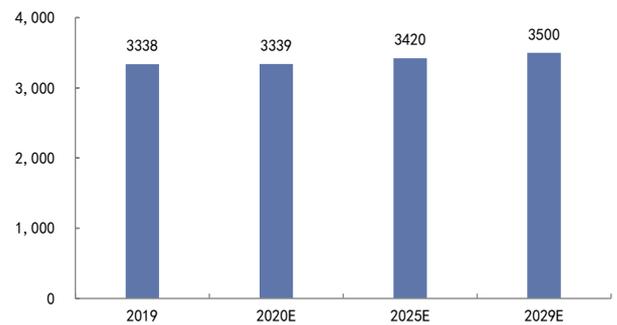
随着健康消费理念普及，多元化、优质化和理性化的消费倾向将导致部分消费群体食用油消费量减少。根据农业农村部数据，2019 年，中国消费食用植物油 3338 万吨，同比增长 0.1%。2015-2019 年，国内食用油消费量年均复合增速为 1.6%。预计 2020 年、2025 年、2029 年消费量分别为 3339 万吨、3420 万吨、3500 万吨，未来 10 年，国内食用植物油消费量年均复合增速为 0.5%。

Figure 77 国内食用植物油消费量及同比增速



资料来源：中国农业信息网、世纪证券研究所

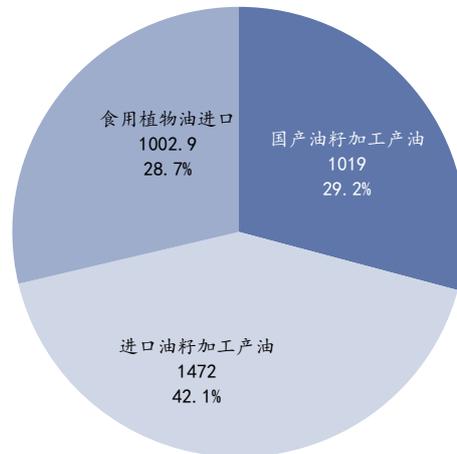
Figure 78 中国食用油消费量增速将放缓 (万吨)



资料来源：农业农村部、世纪证券研究所

国内食用植物油供略大于求，整体平衡。2019 年，国内食用植物油总供给为 3616.8 万吨，高出总消费量 8.4%。国内食用植物油供给包括自产植物油和进口植物油，而自产植物油又包括以自产和进口的油籽生产的植物油。2019 年，国内进口油籽加工产油量为 1472 万吨，占比 40.7%，国产油籽加工产油量为 1019 万吨，占比 29.2%，食用植物油进口（剔除出口）1002.9 万吨，占比 28.7%。

Figure 79 国内食用植物油供给总量及结构（2019年）单位：万吨



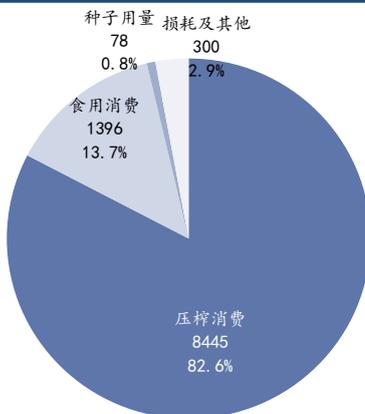
资料来源：农业农村部、世纪证券研究所

### a.国内大豆对外依存度高

**国内大豆主要用于压榨需求。**大豆是全球面积最大的油料作物，是植物蛋白的重要来源。2019年，中国大豆消费1.02亿吨，压榨消费8445万吨，占比为82.6%，食用消费量为1396万吨，占比为13.7%。其中大豆压榨主要用于生产大豆油、豆粕产品。

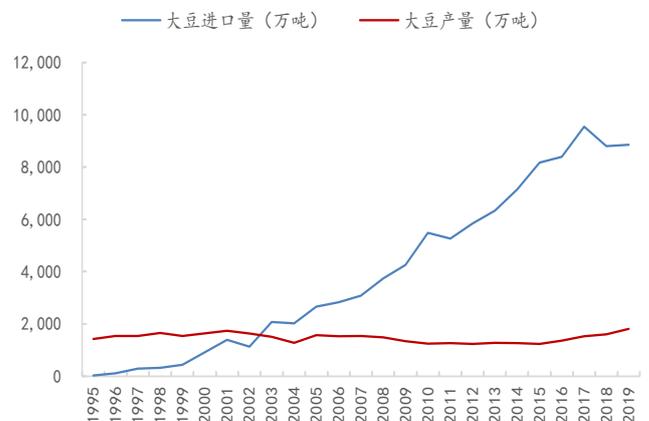
**国内大豆对外依存度高。**2019年，中国大豆产量为1810万吨，进口量为8859万吨，对外贸易依存度为86.4%。主要从巴西、美国、阿根廷三个国家进口，占比分别为65.1%、19.2%、9.9%，合计94.2%。

Figure 80 国内大豆消费量及结构（2019年）



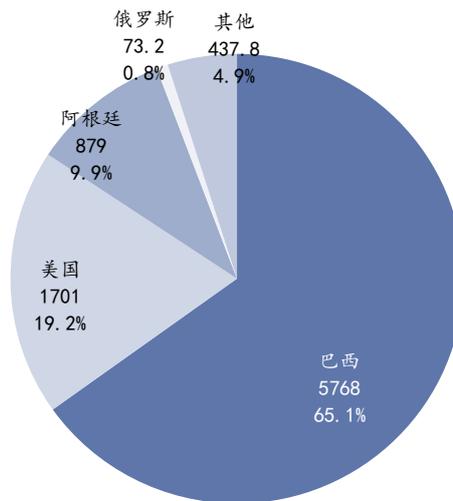
资料来源：商务部、国家统计局、世纪证券研究所

Figure 81 国内大豆进口及产量



资料来源：商务部、国家统计局、世纪证券研究所

Figure 82 中国主要大豆进口国家及占比（2019年）

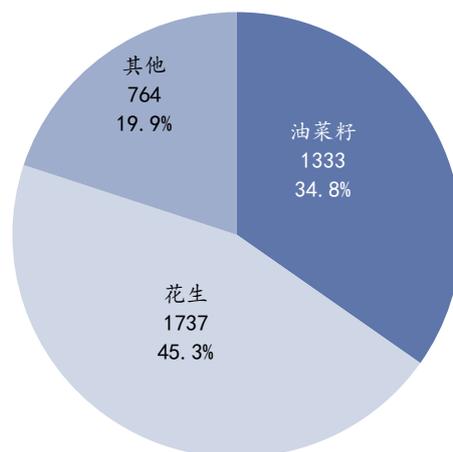


资料来源：海关总署、世纪证券研究所

### b. 国产油籽加工产油以花生及油菜籽为主

2019年，中国国产食用油籽压榨加工量 3834 吨，产油 1019 万吨。从国产油籽品种来看，以花生及油菜籽为主，占比分别为 45.3%、34.8%，合计超过 80%。

Figure 83 国产油籽压榨加工量及占比

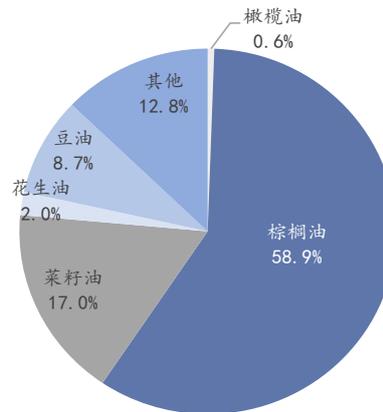


资料来源：《中国统计年鉴》、世纪证券研究所

### c. 国内食用植物油进口以棕榈油为主

由于棕榈油具有价格优势，主要用于食品加工，根据海关总署数据，2019年，国内进口食用油总量为 953 万吨，其中棕榈油占比为 58.9%，其次是菜籽油、豆油，占比分别为 17%、8.7%。

Figure 84 2019年中国食用植物油进口量及结构(万吨)



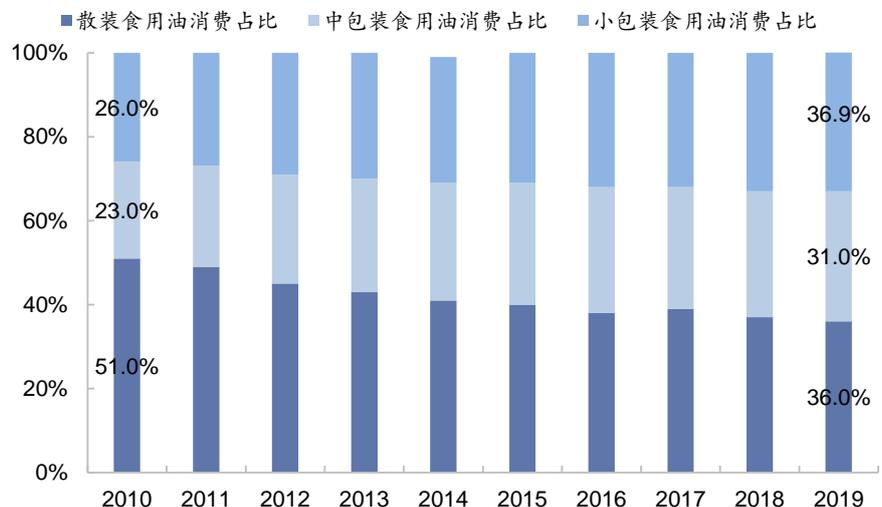
资料来源：海关总署、世纪证券研究所

## (2) 国内中小包装食用油发展前景良好

### 1) 国内小包装食用油：多因素促进消费量优于整体增速

随着城镇化率的提升，小包装食用逐渐替代散装油；居民收入，单位家庭人数的减少，国内小包装食用油消费量将持续增长。随着城市化水平的提高，原来吃散油的农村人口逐渐转化成吃小包装油。2013-2019年，中国城镇化率从53.7%提升至60.6%，预计2030年将达到70%以上，小包装食用油将进一步替代农村散油消费；全国居民人均可支配收入从1.83万元增长至3.07万元，对价格相对较高的小包装食用油形成消费支持；2010-2019年，中国平均家庭户规模从3.5人下降至2.9人，考虑食用油的保质期，小家庭将优选小包装食用油。

Figure 85 2010-2019年小包装食用油消费量占比从26%提升至36.9%

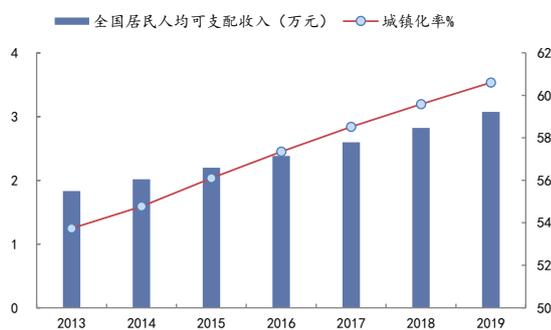


资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

我们倾向于未来十年中性假设条件下，国内小包装食用油消费量占比将从**36.9%提升至46%**，消费量年均复合增速为**2.2%**。目前在香港、新加坡和日本，小包装食用油已占当地食用油市场的50%—60%。2010—2019年，国内小包装油消费量占比从26%提升至36.9%，但国内小包装食用油消费占比相对较低，仍有提升空间。

根据2019年国内小包装食用油渗透率数据，国内小包装食用油消费量为1232万吨。2030年，若按照农业农村部对2029年国内食用油植物油消费量预测值3500万吨计算，我们对其未来10年分别进行悲观、中性、乐观的三种年均复合增速的假设，预计国内小包装食用油消费占比将分别增长至41.2%、45.9%、51.1%，对应小包装食用油消费量分别为1440.9/1605.8/1787.7万吨，较2019年分别增长17.0%/30.4%/45.1%，年均复合增速分别为1.3%/2.2%/3.2%，均高于国内食用油消费量年均复合增速（0.5%）。

Figure 86 中国城镇化率及居民人均可支配收入



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 87 中国平均家庭户规模逐年下降 (人)



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 88 三种情景假设下未来十年国内小包装食用油消费量预测及增速

国内食用油消费	2019	CAGR (2010-2019)	CRGR (2020-2030)			2030E		
			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
小包装食用油渗透率	36.9%	3.6%	1.0%	2.0%	3.0%	41.2%	45.9%	51.1%
小包装食用油消费量 (万吨)	1231.7					1440.9	1605.8	1787.7
年均复合增速						1.3%	2.2%	3.2%
较2019年增长						17.0%	30.4%	45.1%

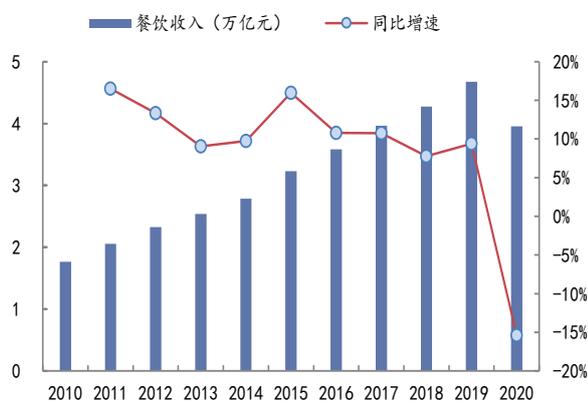
资料来源：Euromonitor、农业农村部、世纪证券研究所

## 2) 国内中包装食用油：餐饮业需求将推动消费量强于整体增速

政策限制散油消费，餐饮需求增加拉动中包装食用油消费占比逐年提高。

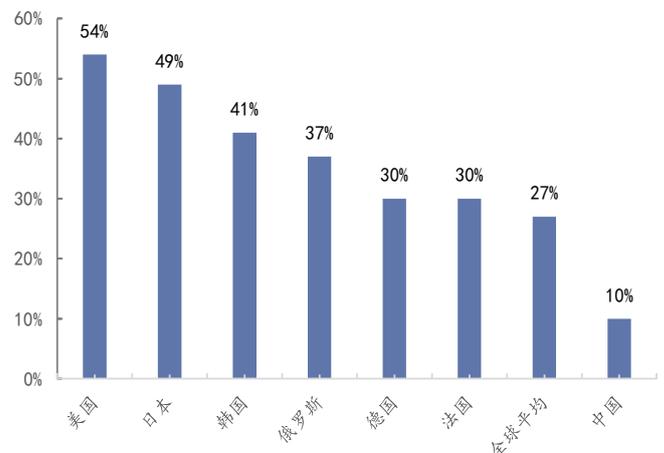
由于散装食用油存在卫生、安全、质量无法保障的隐患，国家限制散装油销售的法规陆续出台，目前很多地区已禁售散装食用油多年。随着人们生活节奏加快，收入增长，外出就餐频次增加，除疫情特殊情况外，餐饮行业正常情况下稳健增长。2010年中国餐饮服务市场收入从1.76万亿元增长至2019年的4.7万亿元，年复合增速为10.23%。

Figure 89 国内餐饮收入与同比增速



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

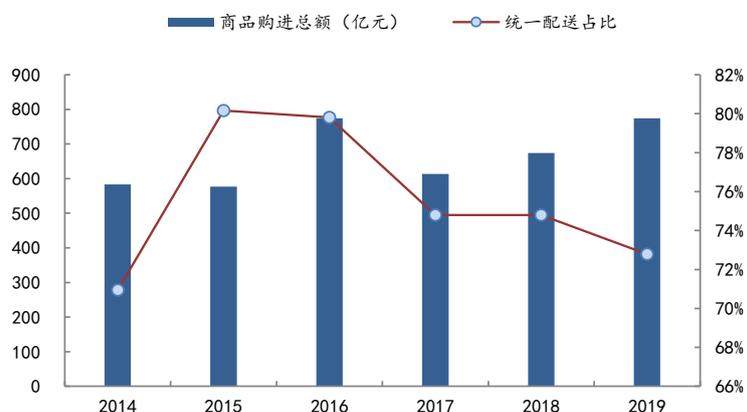
Figure 90 各国餐饮业连锁化率 (2018年)



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

另外，中包装食用油将受益国内餐饮连锁化率提升后统一配送服务需求增加。2018年，中国餐饮业连锁化率仅为10%，远低于全球平均水平（27%），连锁餐饮企业基本采取统一配送，2019年统一配送总额占比为72.8%，未来国内中包装食用油消费量将随着餐饮业连锁化率提升而增加。

Figure 91 中国连锁餐饮商品购进总额及统一配送占比



资料来源：智研咨询、世纪证券研究所

我们倾向于未来十年中性假设条件下，国内中包装食用油消费量占比将从**31%提升至38%**，消费量年均复合增速为**2%**。2010-2019年，国内散装食用油从51%下降至36%，国内中包装食用油消费量占比从23%提升至31%。

2019年，国内中包装食用油消费量为1035万吨。2030年，若按照农业农村部对2029年国内食用油植物油消费量预测值3500万吨计算，根据2019年国内中包装食用油渗透率数据，我们对其未来10年分别进行悲观、中性、乐观的三种年均复合增速的假设，预计国内小包装食用油消费占比将分别增长至34.2%、37.5%、40.7%，对应中包装食用油消费量分别为1210.5/1313.1/1423.6万吨，较2019年分别增长15.7%/26.9%/37.6%，年均复合增速分别为1.2%/2.0%/2.7%，均高于国内食用油消费量年均复合增速（0.5%）。

Figure 92 三种情景假设下国内中包装食用油消费量预测及增速

国内食用油消费	2019	CAGR (2010-2019)	CRGR (2020-2030)			2030E		
			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
中包装食用油渗透率	31%	3.03%	0.9%	1.75%	2.5%	34.2%	37.5%	40.7%
中包装食用油消费量 (万吨)	1034.8					1197.4	1313.1	1423.6
年均复合增速						1.2%	2.0%	2.7%
较2019年增长						15.7%	26.9%	37.6%

资料来源：Euromonitor、农业农村部、世纪证券研究所

### (3) 公司作为国内食用油龙头，市占率仍有提升空间

由于国内食用油消费量整体趋缓，进入存量竞争阶段，新进入者较少，食用油市场呈现寡头竞争的局面，国内龙头将充分受益食用油消费升级。主要有以下两方面原因：一方面是龙头大型企业具备产能扩张优势，将受益中小包装对散油消费量的替代；另一方面是随着消费者品牌质量安全意识提升，龙头具有品牌优势，产品凭借优良的性价比，抢占中小品牌食用油竞争者的市场份额。

我们认为，中性和乐观假设下，未来十年公司食用油市占有率有望提升至**45%或以上**，食用油销量年均复合增速为**1.4%**，高于整体消费速度（0.5%）。我们对其未来10年分别进行悲观、中性、乐观的三种复合增速的假设，预计公司食用油品牌市场份额将分别增长至41%/45%/47%，对应食用油销量分别为1435/1575/1645万吨，较2019年分别增长7.7%/18.3%/23.5%，年均复

合增速分别为 0.6%/1.4%/1.6%。

Figure 93 三种情景假设下未来十年公司食用油销量预测及增速

	2010年		2019年				2030E		
	金龙鱼	欧丽薇兰	胡姬花	其他	合计	悲观	中性	乐观	
公司品牌市场占比	23.86%	33.70%	2.30%	1.90%	2%	39.90%	41.00%	45%	47%
公司食用油销量(万吨)			1332				1400	1470	1575
年均复合增速						0.6%	1.4%	1.8%	
相比2019年销量						7.7%	18.3%	23.5%	

资料来源：Euromonitor、农业农村部、世纪证券研究所

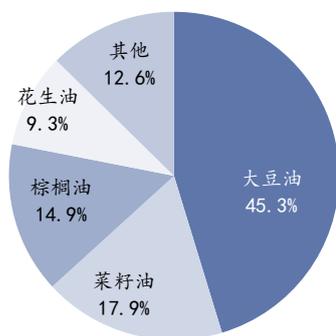
### 3.2 受益产品结构优化，公司食用油毛利率将逐年提升

#### (1) 国内食用植物油消费朝着健康、营养、高端方向升级

随着人们收入水平的提高和健康消费意识的增强，将倾向于选择附加值更高、更健康、多元化的食用植物油，预计消费升级趋势将从低价位的调和油和豆油向高价位的花生油、玉米油、葵花籽油和菜籽油等迁移。

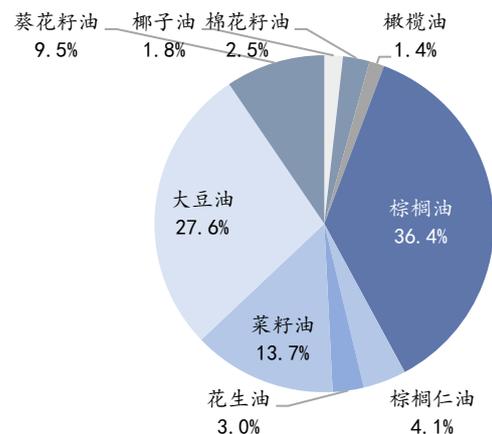
中国居民食用植物油消费结构进一步优化，更加多元化。2019年，全球食用植物油消费量中棕榈油、大豆油，菜籽油占比分别为 36.4%、27.6%、13.7%。2019年，中国大豆油、菜籽油、棕榈油和花生油占比分别为 45.3%、17.9%、14.9%和 9.3%，合计为 87.4%，同比下降 0.7pct，显示出中国居民食用植物油消费结构进一步优化，更加多元化。

Figure 94 国内食用植物油消费结构（2019年）



资料来源：农村农业部、世纪证券研究所

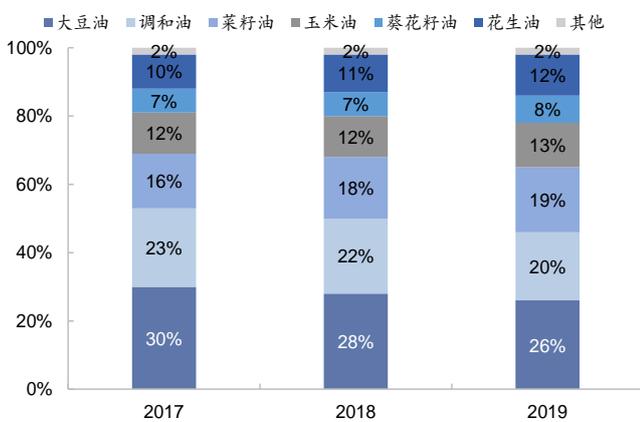
Figure 95 全球食用植物油消费结构（2019年）



资料来源：USDA、世纪证券研究所

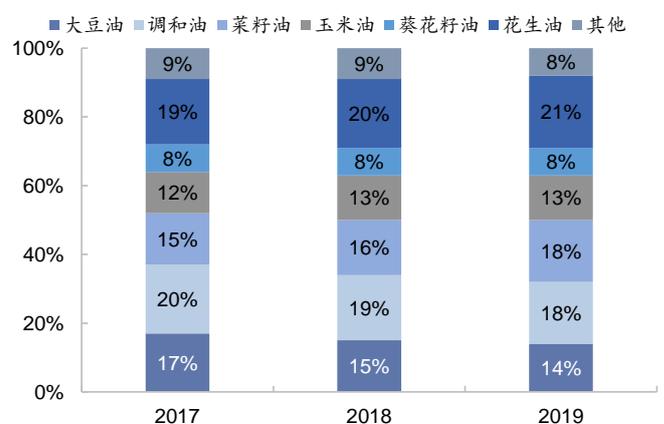
顺应健康消费需求，国内花生油、菜籽油消费占比提高。国内小包装食用植物油按照细分油种可以分为大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油、花生油等品类。从销售量来看， $\omega$ -6 脂肪酸较高的大豆油、调和油（以大豆油为主）、占比逐年下降。2017-2019 年，大豆油销售量占比从 30% 下降至 26%，调和油从 23% 下降至 20%；从销售额来看，附加值较高的花生油、更健康的菜籽油占比逐年提高。2017-2019 年，价格较高的花生油从 19% 提升至 21%，菜籽油从 15% 提升至 18%。

Figure 96 国内小包装食用植物油销售量份额



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

Figure 97 国内小包装食用植物油销售额份额



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

从健康的方向来看，营养专家一般建议选择低饱和脂肪，以及单不饱和脂肪和多不饱和脂肪的良好组合的食用油。近年来，人们对小宗特色油脂的消费需求逐渐增多。就此中国营养学会发布了《中国居民膳食营养素参考摄入量，ChineseDRIs》，其中，对脂肪的摄入量进行了推荐：中国居民成人脂肪酸适宜摄入量为饱和脂肪酸<10%，单不饱和脂肪酸 10%，多不饱和脂肪酸 10%， $\omega$ -6/ $\omega$ -3= (4-6):1（就能让人体得到足够的 DHA 和 EPA 等物质）。

就食用植物油的健康指标来看，菜籽油、葵花籽油、玉米油的饱和脂肪酸较低，橄榄油、菜籽油、花生油单不饱和脂肪酸较高，菜籽油的多不饱和脂肪酸组合比例相对较好。另外，玉米油、稻米油富含植物甾醇、 $\gamma$ -谷维素，也值得关注。专家建议消费者结合各类食用油的营养特点来挑选，经常更换种类，以达到摄入油种多样化。

Figure 98 国内常见食用植物油饱和脂肪酸及不饱和脂肪酸指标

食用植物油	饱和脂肪酸	单不饱和脂肪酸	多不饱和脂肪酸		合计	其他
			ω-3 脂肪酸	ω-6 脂肪酸		
菜籽油	7%	59%	9%	20%	29%	5%
葵花籽油	10%	19%	0%	64%	64%	7%
玉米油	12%	24%	1%	56%	57%	7%
橄榄油	13%	71%	1%	8%	9%	7%
芝麻油	14%	39%	0%	40%	40%	8%
大豆油	14%	23%	6%	49%	55%	7%
花生油	16%	44%	0%	31%	31%	9%
棕榈油	48%	36%	0%	9%	9%	7%

资料来源：2013skillsyouneed.com、世纪证券研究所

## (2) 公司食用油毛利率长期将继续受益产品升级

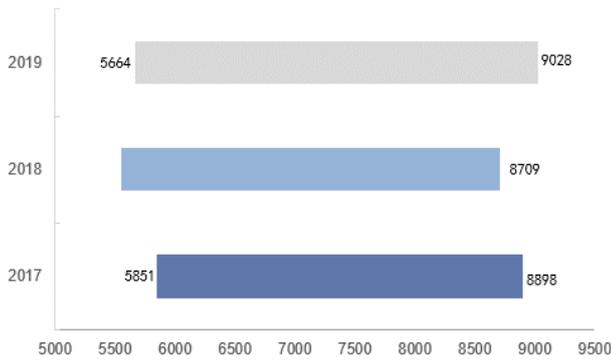
公司新产品更加健康、营养、高端化，符合国内消费升级趋势。从公司1991年推出第一瓶小包装油，推动了从散装油到小包装油的消费模式革命，进入2000年以后，中国食用油消费理念也开始向“营养健康”的方向发展，推出了“金龙鱼”第二代食用调和油。目前公司仍在不断研发创新适合中国市场的新产品，贴合消费升级趋势，已经逐步形成有利布局。

**1) 公司健康营养产品。**凭借领先的技术优势和强大的研发实力，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，引领先进消费理念，支持更健康的生活，提供产品转型升级的解决方案，不断推动厨房食品的品类革新。

**2) 公司高端产品。**公司近年也陆续开发了很多高端产品，例如“零反式脂肪酸”油、古法小榨花生油、外婆乡小榨菜籽油、稻米油等更健康、更具独特风味的优质、健康产品，获得了消费者的高度认可。

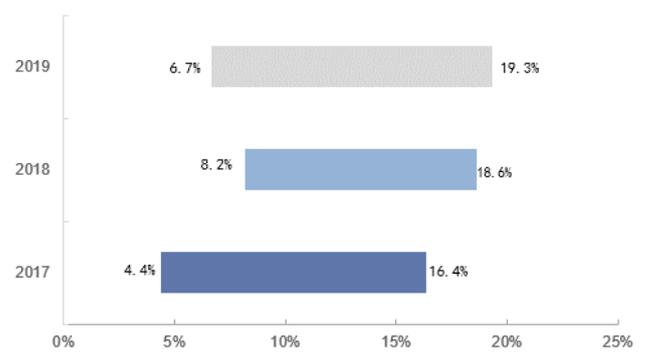
受益产品结构升级，公司食用油产品毛利率区间上下限逐年提升。公司零售客户、餐饮客户、食品工业客户食用油毛利率区间下限从4.4%提升2.3pct至6.7%，上限从16.3%提升2.9pct至19.3%。2017-2019年，食用油价格区间上限从8898元/吨小幅提升至9028元/吨，主要受益公司不断进行产品结构优化。

Figure 99 公司食用油价格区间（元/吨）



来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 100 公司食用油毛利率区间



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

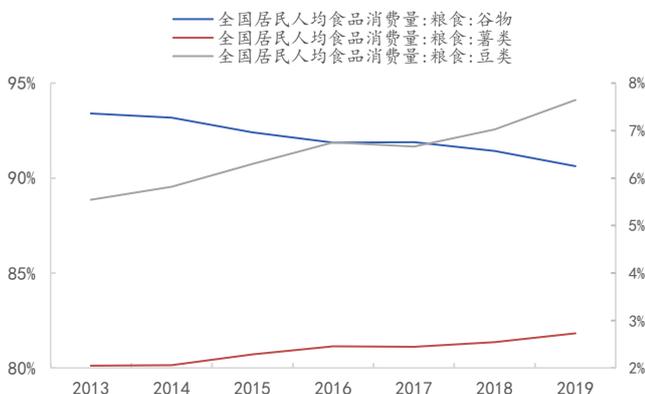
长期来看，公司毛利率将继续受益产品结构优化。随着中国经济的发展，也随着越来越多的消费者意识到健康食品的重要性，国内对更优质、更健康产品的需求正在快速增长。公司目前小包装油产品结构中，高端产品占较小，估计仅为20%左右，未来仍有较大提升空间。

#### 四、长期看点 2：国内包装大米市场规模提升空间近三倍，公司米面业务值得期待

##### 4.1 国内人均粮食消费量下降，消费呈现升级态势

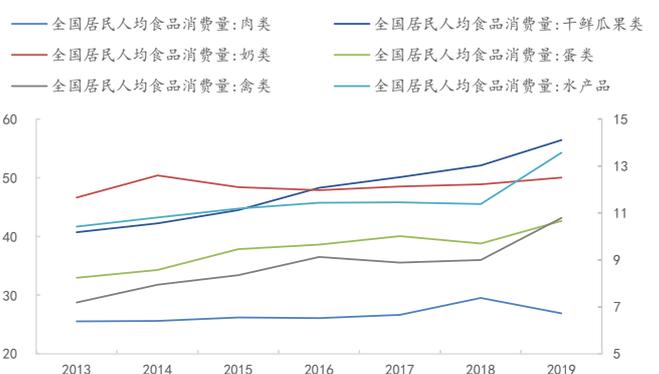
国内人均粮食消费量下降。稻谷、小麦是主要的口粮品种。2019年，国内粮食生产总量为6.64亿吨，稻谷、小麦、玉米占比分别为31.6%、20.1%、39.3%，其中。2013-2019年，全国居民人均粮食消费量从148.7下降至130.1公斤/人。主要原因是城乡居民在生活水平不断提高的过程中将增加水果、蔬菜、肉、蛋、奶等农产品的消费，同时豆类、薯类粮食消费增加。

Figure 101 全国居民年人均粮食消费量下降（公斤/人）



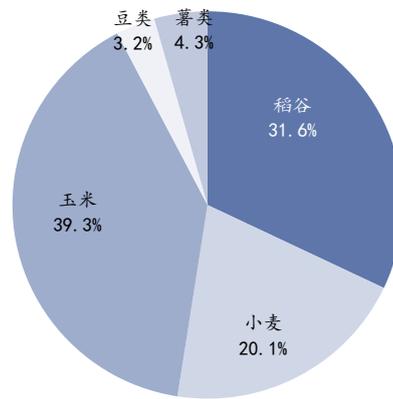
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 102 全国居民年人均肉奶蛋等类消费量提升（公斤/人）



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 103 2019年中国粮食产量结构占比



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

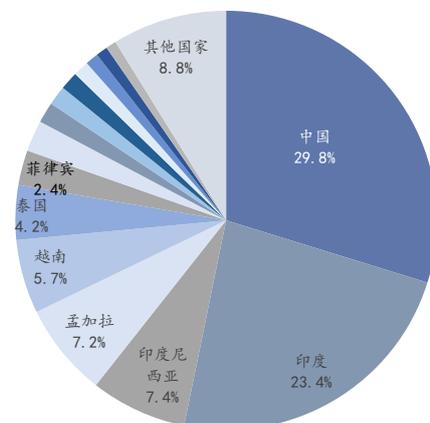
**国内米面呈现消费升级趋势。**随着国内人均粮食消费量下降，大米和面粉的消费量趋于饱和；随着人民生活水平的不断提升，将更加关注口粮消费的营养和保健功能，人们对稻米和小麦的消费主要向包装化、精细化、专业化、品牌化方向发展，预计高端大米、精面的比重将日渐提高，各种高品质大米、专用面粉、营养强化面粉将引导人们口粮消费的趋势。

#### 4.2 国内包装品质大米市场规模提升空间近三倍

##### (1) 国内人均大米消费量趋于饱和

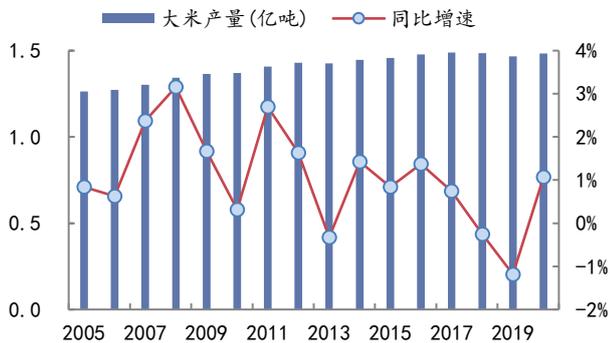
国内大米以自给为主，供需基本平衡。中国是全球最大的大米产量国，2019年产量占比为29.8%。2019年，我国大米的产量和消费量分别达到1.47亿吨和1.43亿吨，口粮消费占比为77.3%，大米净出口40万吨。

Figure 104 全球主要大米生产国家产量占比



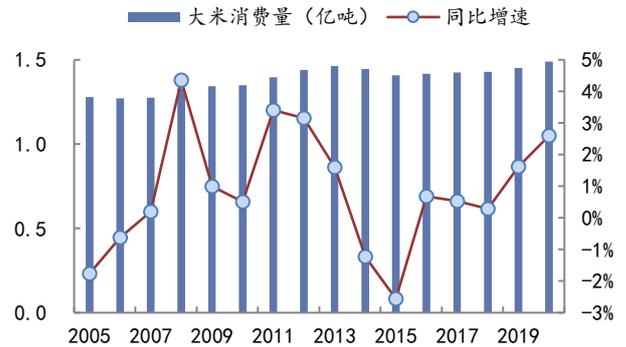
资料来源：USDA、世纪证券研究所

Figure 105 国内大米产量及同比增速



资料来源：USDA、世纪证券研究所

Figure 106 国内大米消费量及同比增速

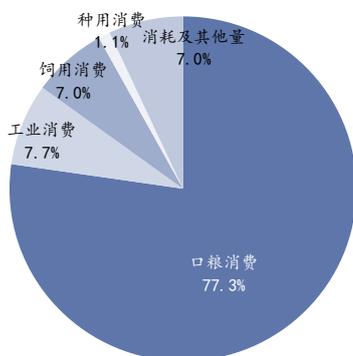


资料来源：USDA、世纪证券研究所

**国内人均大米消费量趋于饱和。**随着我国传统农业结构的变化调整，畜牧业快速发展，奶业、水产业也都有了长足的发展，消费者对于大米等“主食”需求有所下降。根据农业农村部数据，2019年，国内人均稻米消费量为110.8公斤，与上年相比有所减少；我们根据稻米口粮消费及全国人口数据，推算人均年消费稻米量为81.53kg。

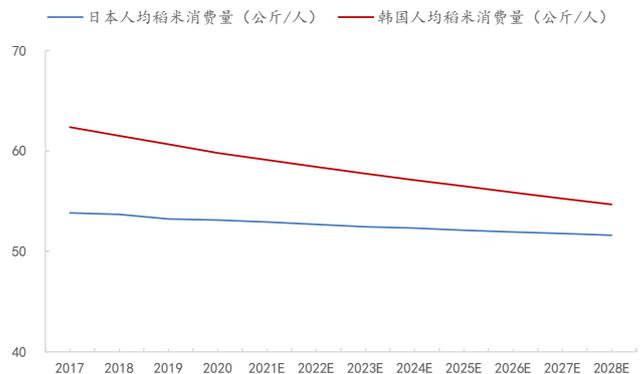
**与日韩国家比较来看，国内大米消费量还将进一步下降。**根据日本农林水产省数据，日本2020年人均年消费量为57.0公斤，比上一年度减少0.6公斤。由于高龄化和多样饮食生活的影响，消费量只是1996年实际消费量75公斤的四分之三，根据经合组织预测数据，2028年日本人均大米消费量还将进一步下降至51.6公斤。

Figure 107 国内大米口粮消费占比77% (2019年)



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 108 日本、韩国人均大米消费及预测值



资料来源：OECD、世纪证券研究所

## (2) 国内包装大米口粮消费占比低，预计市场规模提升空间为 2.6 倍

国内大米市场规模超 4 千亿元，包装大米消费占比较低。2019 年，国内口粮消费 1.1 亿吨，由于价格管控，我们保守估算国内大米均价为 0.4 万元/吨，市场规模约 4400 亿元。虽然包装大米可以解决原来采用麻袋或编织袋装漏气易吸湿，保质期很短的问题，但目前国内包装大米消费占比仍较低。2019 年我国包装大米销量 919 万吨，仅占口粮大米消费量的 8%。小包装大米（≤5kg）均价为 6.58 元/公斤，国内包装大米市场规模为 605 亿元。

我们预计国内包装米市场规模提升空间为 2.6 倍。随着国内城市化率的提升，消费者品牌安全意识等提高，考虑大米口粮消费总量将下降，我们对包装大米口粮消费占比未来 10 年分别进行悲观、中性、乐观散装情景假设，预计将分别增长至 20%、30%、40%，对应包装大米口粮消费消费量分别为 1826/2739/3652 万吨，较 2019 年分别增长 137%/256%/375%。我们倾向于中性假设条件下，未来十年国内包装大米消费占比提升至 30%，价格年均涨幅为 2%，国内包装大米市场规模将达到 2154 亿元，相比 2019 年增长幅度高达 256%。

Figure 109 三种情景假设下未来十年国内包装大米消费量预测及增速

	2019	悲观	中性	乐观
大米口粮消费 (亿吨)	1.14		0.91	
包装大米口粮消费占比	8.05%	20.00%	30.00%	40.00%
包装大米销量 (万吨)	919	1826	2739	3652
较 2019 年增长幅度		148%	273%	397%
小包装包大米均格 (元/吨)	6580		7864	
包装大米市场规模 (亿元)	605	1436	2154	2872
较 2019 年增长幅度		137%	256%	375%

资料来源：国家统计局、Euromonitor、世纪证券研究所

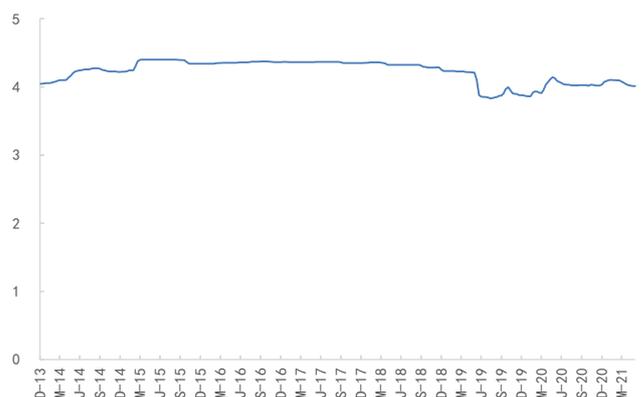
Figure 109 小包装大米价格 (元/公斤)



资料来源：商务部、世纪证券研究所

请务必阅读文后重要声明及免责条款

Figure 110 全国粳稻米市场价走势 (元/公斤)



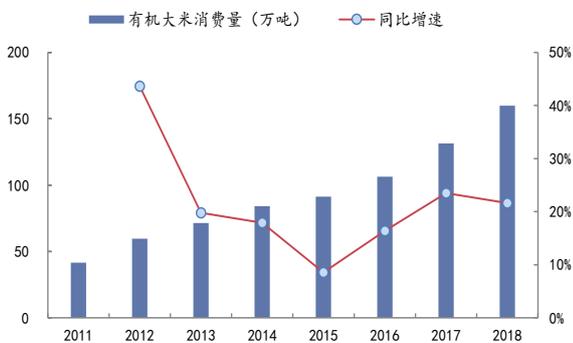
资料来源：国家发改委、世纪证券研究所

市场有风险 入市需谨慎

### (3) 优质高端大米市场发展良好

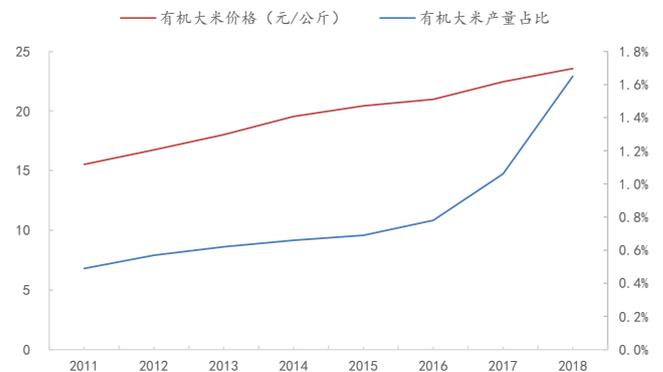
近年来，我国大米消费尤其是高档大米消费呈增长趋势。从目前大米消费市场的情况看，从品质和加工精度上分类，可分为高、中、低档产品和食品工业用粮。随着经济的发展，人们生活水平的提高，收入的增长，品质好、加工精度高以及一些营养高档产品的市场需求将越来越大。2018年，作为我国高端大米的有机大米消费量为159.8万吨，2011-2018年，年复合增长率为18.4%，有机大米产量占比从0.49%增长至1.65%；有机大米市场规模从64.41亿元增长至376.49亿元，年复合增长率为24.7%。

Figure 111 国内有机大米消费量及同比增速



资料来源：智研咨询、世纪证券研究所

Figure 112 有机大米价格及产量占比逐年提高



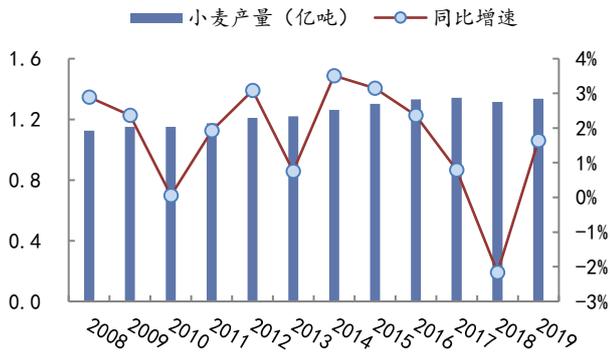
资料来源：智研咨询、世纪证券研究所

## 4.3 随着生活节奏加快，国内专业包装面粉市场前景良好

### (1) 国内面粉消费总量呈现下降趋势

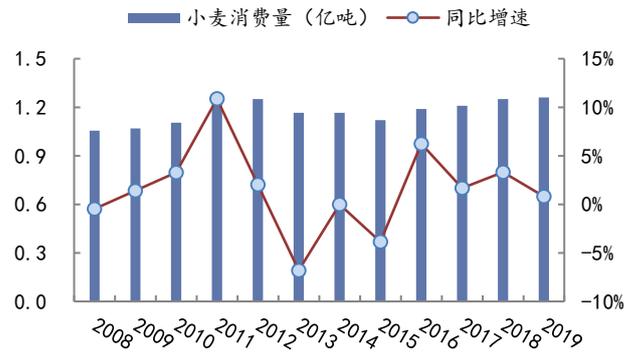
小麦在我国是仅次于水稻、玉米的主要粮食作物。2008-2015年，我国小麦产量逐年增长，年均复合增长率为2.32%；2015年后，我国小麦产量增长速度趋于平缓。2019年，国内小麦的产量和消费量分别达1.34亿吨和1.26亿吨，其中国内小麦口粮消费（制粉消费）占比72%，其次是工业、饲用消费，占比分别为10.5%、9%。根据《中国粮食行业研究报告》数据，2012-2018年，国内年人均面粉消费量由70公斤/人下降至60公斤/人。

Figure 113 国内小麦产量及同比增速



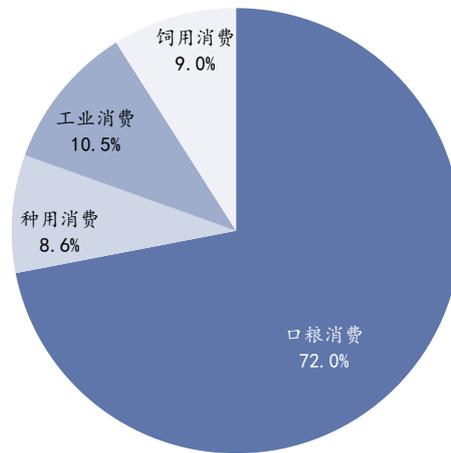
资料来源: USDA、世纪证券研究所

Figure 114 国内小麦消费量及同比增速



资料来源: USDA、世纪证券研究所

Figure 115 国内小麦口粮消费占比 72% (2019 年)



资料来源: 农业农村部、世纪证券研究所

## (2) 生活节奏加快, 国内专业面粉需求增加

**面粉简介及分类:** 面粉是一种由小麦磨成的粉状物, 主要成分是淀粉, 蛋白质的含量与构成决定面粉的筋道, 蛋白质含量越高, 面粉越"筋道", 且延展性和弹性都较高。按使用用途, 面粉可划分为专用面粉、通用面粉及复合粉; 按筋度可以分为高筋面粉、中筋面粉、低筋面粉。

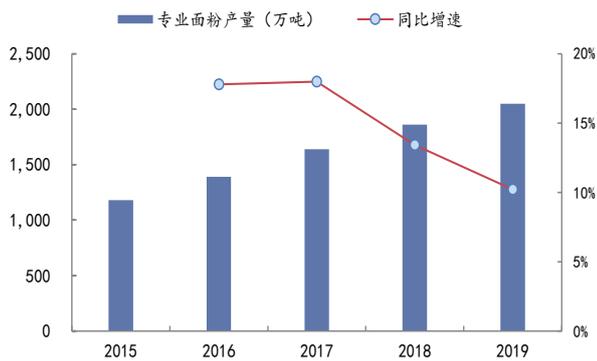
Figure 116 面粉按筋度分为三类

分类	蛋白质含量	湿面筋重量	用途
高筋粉	12-15%	>35%	适宜制作面包、起酥糕点、泡芙和松酥饼等
中筋粉	9-11%	25-35%	适宜做水果蛋糕, 也可以用来做面包
低筋粉	7-9%	<25%	适宜制作蛋糕、饼干、混酥类糕点等

资料来源: 世纪证券研究所

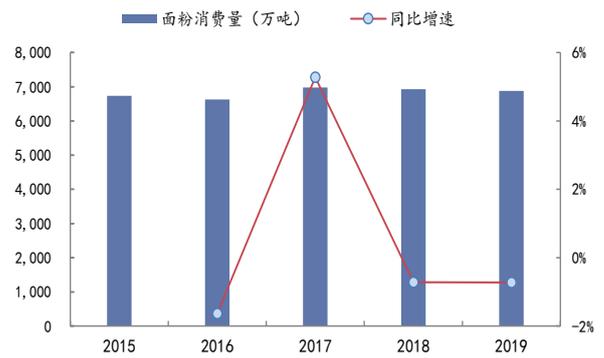
近些年，随着国内居民消费结构不断调整和健康意识日益增强，速冻类、油炸类、蒸煮类乃至更好的糕点制品因顺应快节奏的现代生活，面制主食品工业化的开发快速发展，优质高筋专用面粉需求呈现增长态势。2015-2019年，国内专用面粉产量占比从17.5%提升至29.7%，专业面粉年复合增长率为11.7%，远高于整体面粉产量增速（0.4%）。

Figure 117 国内专业面粉及同比增速



资料来源：国家粮油信息中心、世纪证券研究所

Figure 118 全国面粉消费量及同比增速

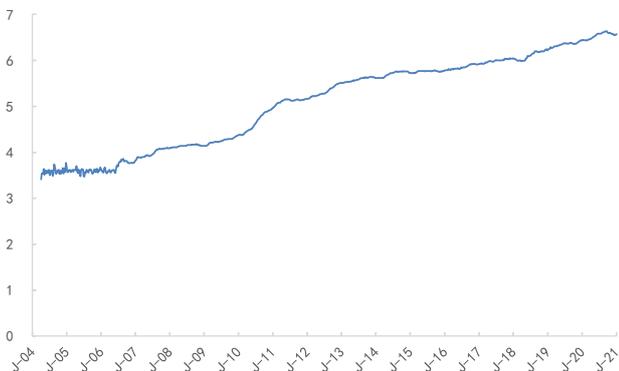


资料来源：国家发改委、世纪证券研究所

### (3) 小包装面粉市场前景良好，价格更高

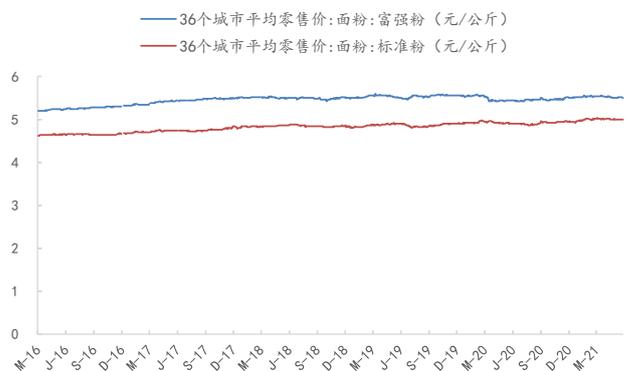
由于保质期更长、质量更有保障，越来越多的消费者倾向于购买包装面粉。从价格来看，小包装面粉（≤5kg）价格高于散装面粉价格，2020年小包装面粉均价为6.5元/公斤，与36个城市的标准粉、富强粉分别高出31%、18%。

Figure 119 小包装面粉价格走势（元/公斤）



资料来源：商务部、世纪证券研究所

Figure 120 国内富强粉及标准粉价格走势



资料来源：国家发改委、世纪证券研究所

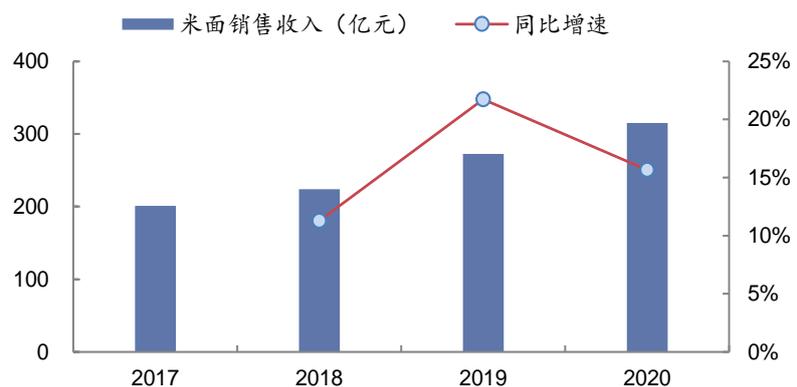
#### 4.4 公司米面业务：竞争优势显著，市占率有提升空间

公司米面业务长期发展不仅受益包装大米消费占比的提升，还将受益市场占有率的提升，因此近年来也呈现良好的发展态势。

##### (1) 公司米面业务量价齐升，发展态势良好

公司米面业务量价齐升，发展态势向好。根据我们的推算，2020年，公司米面等业务实现营业收入315亿元，同比增长15.7%；销量为663万吨，同比增长10%，销售均价为4757元/吨，同比增长5%。2020年，公司米面产能利用率分别为86.8%、76%，处于相对较高水平。随着国内米面加工行业向集约化、规模化、品质化方向发展，公司米面业务长期发展态势良好。

Figure 121 公司米面等厨房食品业务销售收入及同比增长

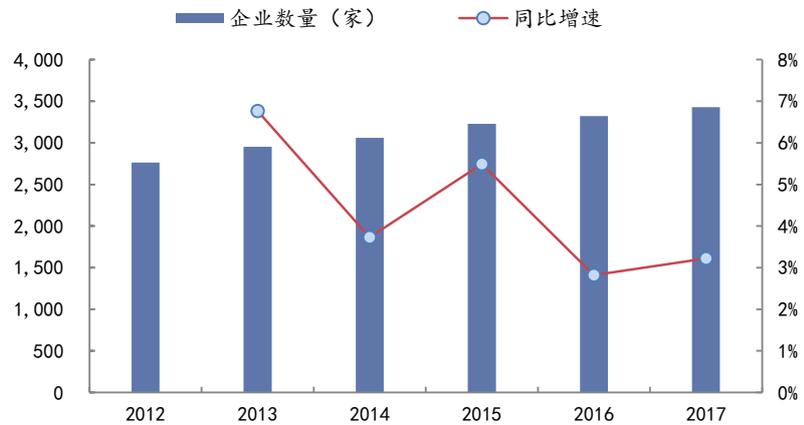


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

##### (2) 公司米面加工、渠道市占率均有提升空间

未来行业将通过竞争、产业整合来淘汰落后产能，提升技术水平和竞争能力，竞争力较弱的小企业会面临亏损甚至倒闭的风险。对于行业龙头企业，规模化、品牌化的优势将愈加明显，公司市占率还有进一步提升空间。由于米面加工门槛相对较低，行业较为分散。2017年，国内大米行业内有企业3427家，目前小麦制粉业企业约七千家。

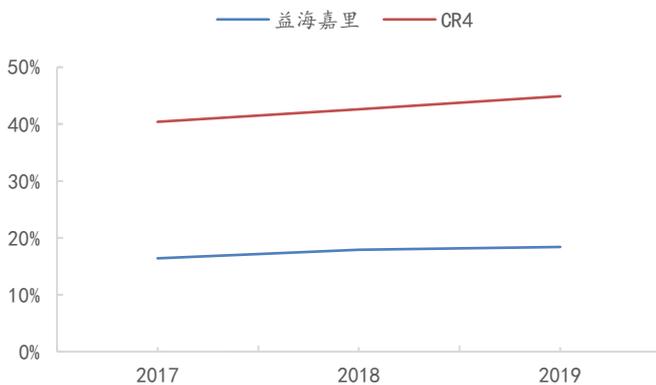
Figure 122 国内大米行业企业数量及同比增速



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

**公司包装米面现代渠道市占率仍有提升空间。**国内包装大米、包装面粉 CR4 全国现代渠道销售份额分别为 44.9%、57.3%，相比小包装食用油 CR4 市场份额（66.8%）仍有提升空间。2019 年，公司包装米、包装面粉现代渠道销售份额分别为 18.4%、26.7%，均领先其他竞争对手，但远低于小包装食用油的的市场份额（38.4%），均有较大的提升空间。

Figure 123 包装米厂商全国现代渠道销售量份额



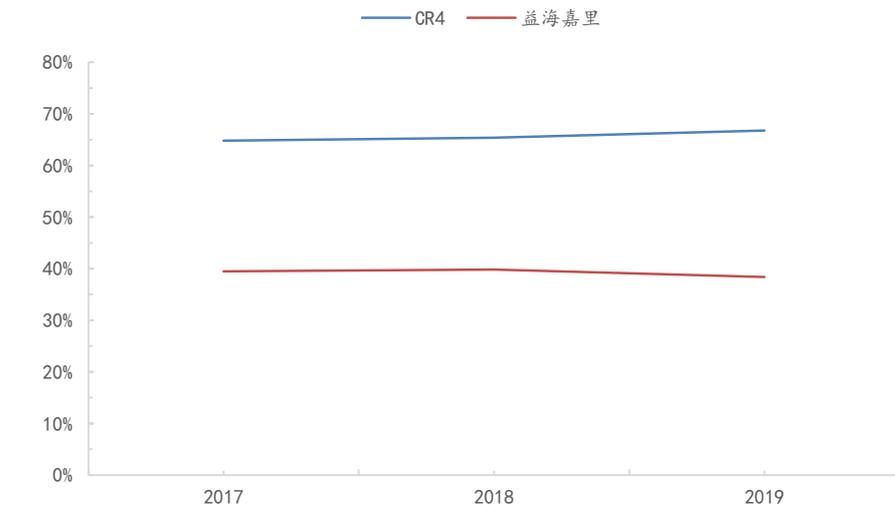
资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

Figure 124 包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

Figure 125 公司及国内小包装食用油前四企业市场占有率



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

### (3) 公司米面业务优势：种植合作+存储/加工+物流成本低

为了及时更好满足消费者的不同需求，公司也推出了不同品种的优质大米产品，主要体现在以下四点竞争优势：

- ◇ **种植方面**，公司不直接从事水稻种植，但会与水稻育种专家合作优选一些优良稻谷品种，推荐优质产区农户种植，通过订单农业等方式收购部分优质原料；
- ◇ **存储方面**，由于中国南北方的温差和湿差，大米容易发霉变质，还需要防虫鼠害，因此公司大部分工厂采用低温储存，并搭配低温梯级烘干技术，保持稻米活性，防止水分流失；
- ◇ **加工方面**，公司在加工时尽可能采用轻碾轻抛的适度加工工艺，保留大米的营养和口感；
- ◇ **产销方面**，在工厂布局方面，公司采用产销区结合的工厂布局方式，将新鲜口感的大米及时的抵达各地消费者手中，可以节省物流成本。

Figure 126 公司大米产品系列及简介

类型	产品描述	主要产品图示
原产地系列	主要包括由独特地域环境生产的水稻加工而成的大米产品	
进口系列	主要包括香纳兰品牌进口大米，主要为泰国进口米	
生态基地系列	主要包括由生态基地生产的水稻加工而成的大米产品	
通用系列	大产区通用常见品种大米	

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司开发各种多用途面粉产品，顺应消费升级趋势。基于公司研发优势，并通过烘焙学院烹饪学院的研发创新，引领先进消费理念，支持更健康的生活，提供产品转型升级的解决方案。公司通过研究产品，开发了各种多用途面粉，比如饺子专用粉，糕点用小麦粉，也开发了各种健康挂面产品，比如含51%荞麦含量的荞麦挂面、活性发酵空心挂面等。

Figure 127 公司小麦加工产品系列及简介

产品	类型	产品描述	主要产品图示
小包装面粉	精品面粉	主要包括面包用高筋小麦粉、糕点用低筋小麦粉、澳大利亚麦芯小麦粉等	

小包装挂面	专用面粉	主要包括饺子专用麦芯小麦粉、自发麦芯粉、荞麦小麦粉等					
	通用面粉	主要包括多用途麦芯小麦粉、家庭通用小粉、馒头用小麦粉等					
	精品系列	主要包括澳麦挂面、荞麦挂面、发酵面、鲜蛋和面、意大利面等					
	健康系列	主要包括添加五谷杂粮的挂面产品					
	家常系列	主要包括细圆麦芯挂面、鸡蛋挂面、鸡蛋麦芯面片等					

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

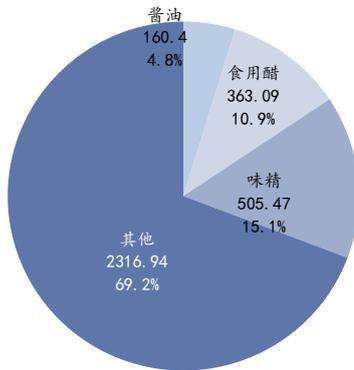
## 五、长期看点 3：公司将受益国内调味品、饲料市场集中度提升

### 5.1 公司调味品业务：行业集中度低，新品打造业绩新增长极

#### (1) 国内人均调味品消费量较低，拥有翻倍发展空间

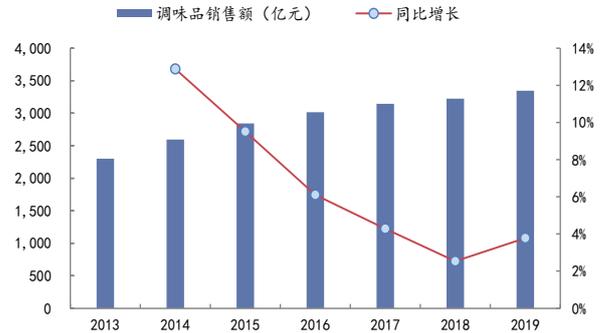
调味品市场规模超 3 千亿元，味精、酱油、食用醋占比较大。调味品市场细分品类众多，其中味精、酱油、食用醋是其较大的市场品类，2019 年市场规模占比分别为 15.11%、10.85%、4.79%。2012-2019 年，国内调味品行业市场规模从 2012.4 亿元增长到了 3345.9 亿元，年均复合增速为 5.5%。

Figure 128 中国调味品细分市场格局（2019年）单位：亿元



资料来源：智研咨询、世纪证券研究所

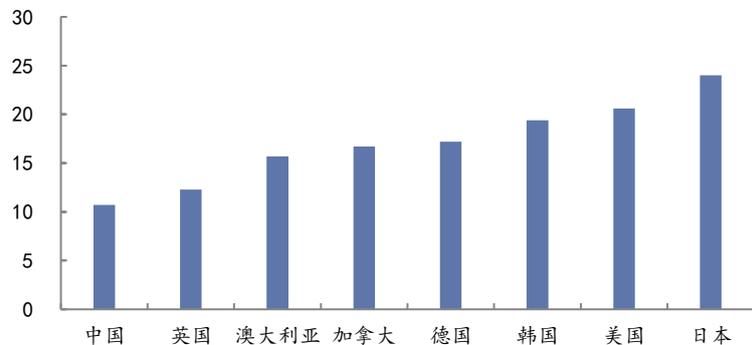
Figure 129 中国调味品行业市场规模及同比增速



资料来源：智研咨询、世纪证券研究所

国内调味品人均消费量仍有上升空间。2006-2020年，国内人均调味品人均消费量从 5.7 千克/年增长至 10.7 千克/年，年均复合增速为 4.3%。但与其他国家相比，2020 年中国调味品人均消费量约为日本、美国、韩国的 45%、52%、55%。

Figure 130 各国调味品人均消费量（千克/年）



资料来源：Euromonitor、世纪证券研究所

## (2) 公司调味品与粮油产品协同，酱油、醋将长期受益行业集中度提升

**调味品与公司粮油产品具有协同效应。**由于油、米、面等产品都与调味品息息相关，公司可以利用优质品牌形象和覆盖面广泛的分销网络优势，公司传统调味品主要是食用油的加工品，通过一站式配送等推广调味品新产品，加强产品的多样性，除酱油、陈醋以外，最近也推出了蚝油、料酒等调味品产品。

Figure 131 公司原有调味品简介

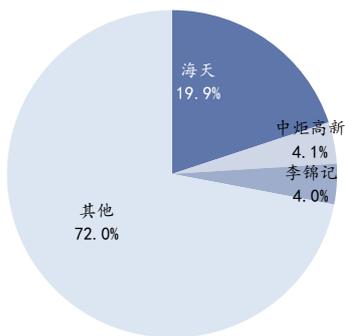
类型	产品描述	主要产品图示
小包装调味品	主要包括芝麻油类产品、花椒油类产品、藤椒油类产品以及芝麻酱类产品	

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司调味新品将受益行业集中度提升。我们认为，国内调味品市场集中度较低，公司优质调味新品定位清晰，利用生产、研发、销售等方面的优势进行差异化竞争，未来仍可在市场上占据一席之地。

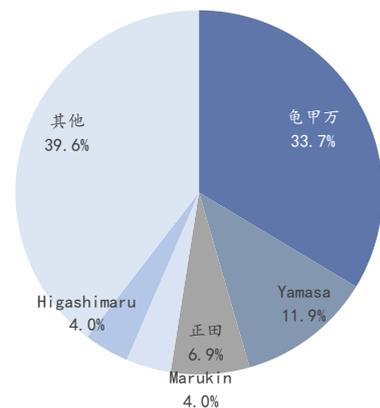
1、酱油行业集中度较低，仍有提升空间。2019年，国内酱油行业CR3销量约28%，呈现一超多强态势，行业中仍存在较多中小规模工厂及小作坊。相比日本酱油行业CR3、CR5销量分别为53%、61%，随着国内消费者对品质要求的提升，行业集中度还有较大的提升空间。

Figure 132 中国酱油行业 CR3 约 28%



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

Figure 133 日本酱油行业 CR3 约 53%



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

公司“丸庄”酱油黑豆发酵，零添加，定位高端，值得期待。公司与中国台湾知名品牌丸庄公司合作，其生产高品质黑豆酱油已有百年历史。公司的酱油工厂建立在综合企业群内，有助于降低制造成本，米面油销售平台也有助于公司以具有竞争力的销售成本推广产品。丸庄酱油超过国家“特级生抽”标准，氨基酸态氮含量为 1.2 g/100ml，原料黑豆含有高蛋白，抗氧化物质总黄酮，零添加防腐剂（山梨酸钾、苯甲酸钠）、味精等，食用更安心。

公司目前“丸庄”酱油业务进展良好。“丸庄”是公司酱油产品的专业品牌，在产品标签上标注了“金龙鱼”作为背书品牌。丸庄酱油是目前大陆第一家用黑豆酿造的酱油，销售区域为全国销售，零售和餐饮渠道均有销售；公司产品上市以后，从开始的三分之一销售、三分之二的绑赠，到现在已经转化为三分之二销售、三分之一绑赠。目前公司一期产能已经满负荷运作，正在进行二期扩建，未来公司也会综合考虑多种因素后决定未来新工厂的规划。

Figure 134 公司丸庄黑豆酱油简介



资料来源：益海嘉里调味品旗舰店、世纪证券研究所

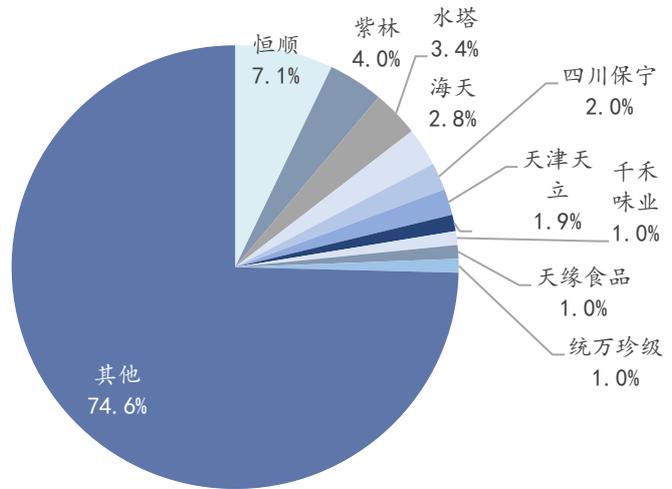
Figure 135 丸庄酱油与国内零添加酱油产品代表



资料来源：天猫商城、世纪证券研究所

**2、食醋行业 CR10 销量约 25.4%，行业集中度提升空间较大，龙头将受益。**全国近 6000 家食醋生产企业，中小规模及小作坊约占 70%，生产效率较低，产品创新能力以及品牌力弱，我们认为品牌企业未来将挤占该类小企业的市场份额。

Figure 136 国内食醋行业市场占有率



资料来源：中国调味品协会、世纪证券研究所

公司“梁汾”陈醋以料、工艺差异化竞争，可获一定市场份额。公司推出的“梁汾”品牌山西陈醋采用独特的固态酿造工艺为业务切入点。公司自主研发与设计的工业化固态发酵生产线，实现全自动、全封闭生产，有口感风味稳定，卫生安全，发酵周期短等优势，并且在固态发酵醋中具有成本优势。大曲用量和醋风味品质息息相关，梁汾山西陈醋以曲代粮，添加 40%传统大曲（大麦、豌豆），增加了其风味物质及营养成分，可获一定市场份额。公司产品目前已在全国进行销售。

Figure 137 公司“梁汾”品牌山西陈醋简介



资料来源：益海嘉里调味品旗舰店、世纪证券研究所

## 5.2 公司饲料原料业务：长期将受益下游饲料企业集中度提升

### (1) 公司饲料原料业务竞争优势显著

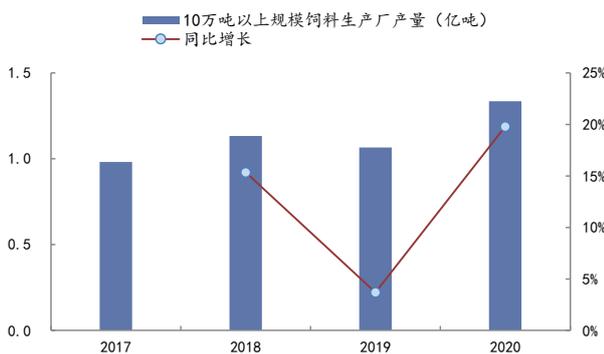
公司有遍布全国的供应生产网络，产品结构丰富，具有规模成本优势，利于直销大客户。公司目前在饲料原料领域的市场占有率较高，主要得益于公司有遍布全国的生产及供应网络，能快速响应市场需求，同时综合企业群优势以及原材料采购优势，使得公司在成本方面也具备一定的竞争力。

另外，公司是国内最大的饲料原料供应商之一，产品品类丰富包括豆粕、饲料级浓缩蛋白、发酵豆粕、膨化大豆、米糠粕、麸皮、菜粕、椰子粕、棕榈粕、玉米蛋白粉、谷朊粉和饲料油等，能够满足各类养殖企业不同阶段的需求。随着压榨厂、面粉厂、大米厂等工厂的不断扩大，预计公司饲料原料的供应优势将进一步提升。

### (2) 下游饲料企业集中度提升，公司饲料原料业务将长期受益

2017-2020年，国内10万吨以上规模饲料生产厂从575家增至749家，产量从0.98亿吨增长至1.34亿吨，年均复合增速为8%，高于行业增速(3.3%)，饲料总产量占比从44.3%提升至52.8%。

Figure 138 国内10万吨以上规模饲料生产厂产量及同比增速



资料来源：中国饲料工业协会、世纪证券研究所

Figure 139 国内10万吨以上规模饲料生产厂产量及占比



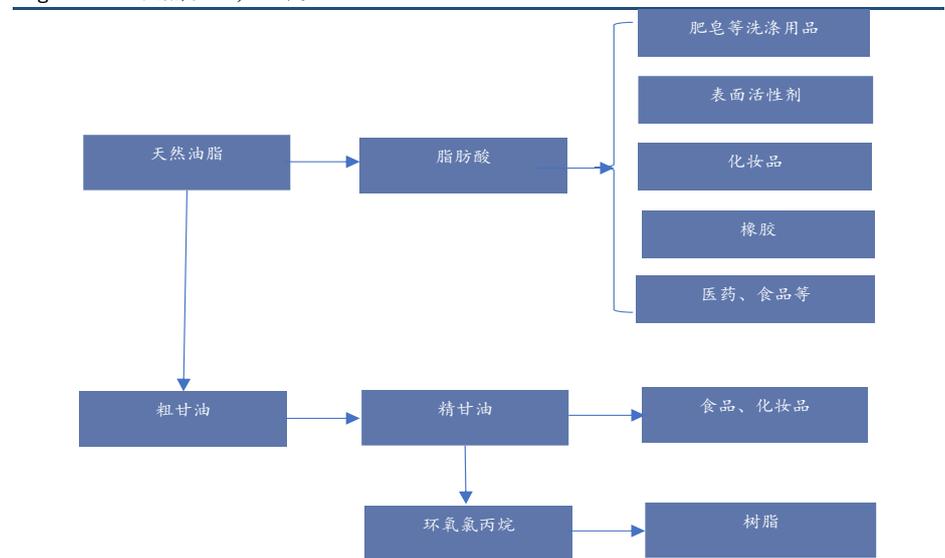
资料来源：中国饲料工业协会、世纪证券研究所

### 5.3 公司油脂科技业务需求稳健增长，厨房日化产品值得关注

#### (1) 国内脂肪酸、甘油需求稳定增长

油脂科技行业包含油脂基础化学品、油脂衍生化学品、营养品以及日化用品等细分行业，以脂肪酸、甘油等产品为代表。油脂化工产品主要原材料为棕榈油，世界棕榈油产地主要在印度尼西亚和马来西亚，二者合计产能在全世界占比超过85%。

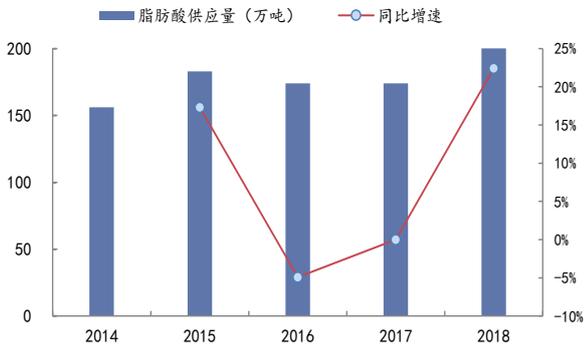
Figure 140 油脂化工产业链



资料来源：中国产业信息、世纪证券研究所

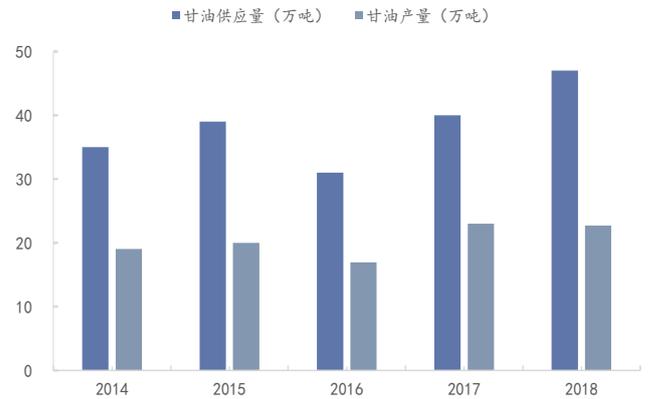
**国内脂肪酸、甘油需求稳健增长。**公司油脂科技业务主要随行业需求稳健增长。近年来，随着脂肪酸运用领域的不断扩大，以及人们对于日化、个人护理等产品的需求日益增长，脂肪酸行业得到了较快发展。我国脂肪酸供应量从2014年的156万吨增长到了2018年的213万吨，年均复合增长率为8%。国内甘油供应量从2014年的35万吨增长到了2018年的47万吨，年均复合增长率为7.1%。国内进口以粗甘油为主，2018年我国粗甘油进口102.8万吨，甘油累计进口量23.9万吨。

Figure 141 国内脂肪酸供应量及同比增速



资料来源:《中国油脂化工》、世纪证券研究所

Figure 142 国内甘油供应量及同比增速



资料来源:《中国油脂化工》、世纪证券研究所

## (2) 公司厨房日化产品值得关注

公司厨房日化产品值得关注。日化产品是公司油脂科技产业链的下游产品，公司日化代表产品洁劲 100 产品是植物油脂产品，健康环保，公司可凭借良好的米面油营销网络，在消费者群体、餐厅客户中进行推广，值得关注。

Figure 143 公司洁劲厨房日化产品



资料来源:公司展厅、世纪证券研究所

## 六、长期看点 4: 公司中央厨房业务有望注入业绩增长新动力

### 6.1 中央厨房简介

#### (1) 中央厨房概念&分类

中央厨房简介: 中央厨房主要是指集中配餐配送的中心，主要任务是通过标

准化操作和管理，统一对客户所需食材、调味料进行清洗、分解、配比等预处理，将原料制作加工半成品或成品，配送到各门店进行二次加热，或者组合后销售给顾客。

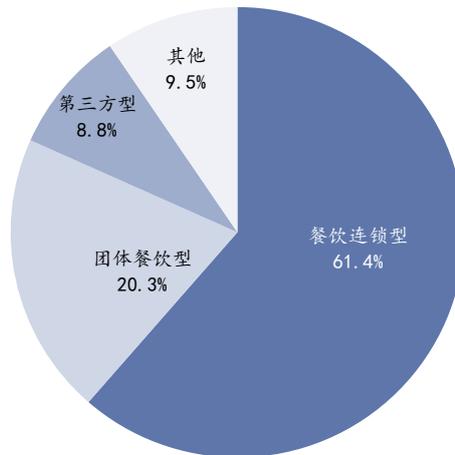
Figure 144 公司中央厨房加工方式简介

中央厨房主要加工方式	简介
半成品加工	批量采购食材集中加工（清洗、切配、包装等）成半成品，再通过冷链运输到渠道进行销售，如预制菜。
成品加工	通过规模生产可以加热或直接食用的餐食，直接送到用户需求端或各门店售卖，如团餐。

资料来源：世纪证券研究所

**中央厨房根据业态可分为：**团膳业、快餐连锁业、火锅连锁业中央厨房。**按服务对象可分为：**企业员工餐、学生营养餐、高校、铁路、航空、部队、医院及社区供餐等。**按照国内中央厨房的市场结构分布，主要可分为餐饮连锁型、团体餐饮型、第三方型，占比分别为 61.40%、20.30%、8.80%。**

Figure 145 国内中央厨房行业市场结构分布

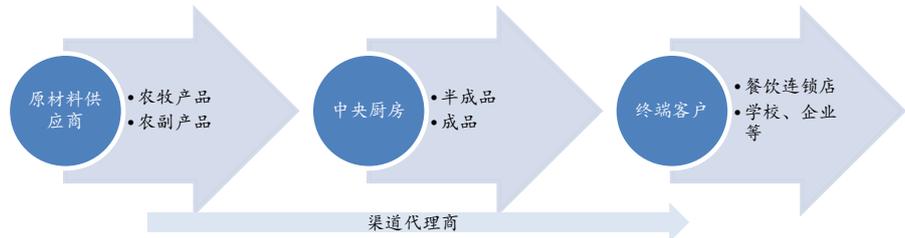


资料来源：中研普华产业研究院、世纪证券研究所

## (2) 中央厨房产业链及优势简介

**中央厨房产业链。**中央厨房涉及基地、食材、加工、供应链等多个产业环节，是链接前端原料生产和后端半成品或成品供给的核心。产业链主要包括农产品、牧业产品及农副产品的原材料供应商、代理厂商、中央厨房、分销渠道、下游客户等环节。

Figure 146 中央厨房产业链简介



资料来源：世纪证券研究所

中央厨房提供的价值在于省时、省工、省钱、提高产品附加值，保证商品的品质、卫生标准的一致性。目前餐饮业遇到的最大困难就是租金高、人工成本高、人员流动大等导致的产品不稳定，很难让消费者满意，中央厨房可以提供定制化、规模化、标准化产品，满足日益增长的消费者需求。

## 6.2 中央厨房将受益预制菜市场快速发展

### (1) 预制菜消费市场趋热，国内发展空间较大

国内预制菜（半成品）市场发展空间较大，拉动中央厨房需求。预制菜即“半成品菜”，它与外卖或者成品菜的主要区别在于，其在中央厨房经过制作，采取冷冻或者真空包装保存后，以“半成品”的状态卖给餐馆或者消费者，只要简单烹饪便能成为一道成品菜。根据麦星投资数据显示，2019年中国家庭户均消费半成品菜市场规模大概只达到日本2004年家庭户均消费的5%，发展空间较大。

### (2) 三要素驱动预制菜消费市场发展

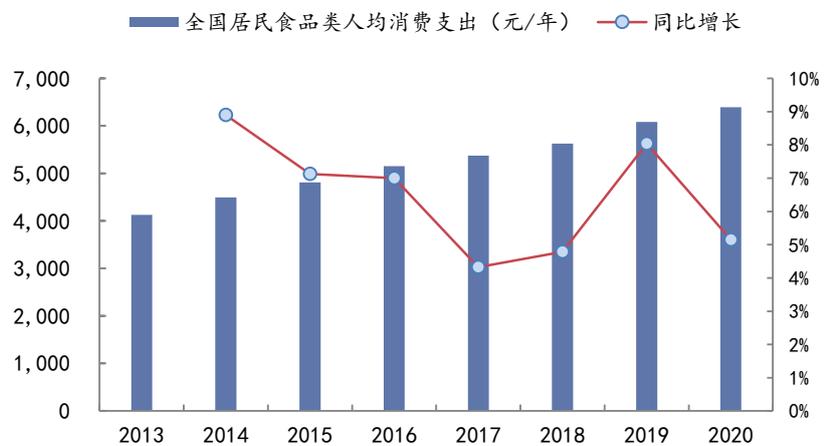
1) 疫情改变消费习惯，催化预制菜市场发展。由于疫情防控常态化影响，人们出于对外卖和到店就餐的安全问题的担忧，开始倾向购买预制菜进行简单加工，改变此前消费者习惯，也成为预制菜消费的催化剂。从电商平台统计的数据来看，预制菜与方便速食产品销量增长速度较快。根据2020年天猫数据，预制菜销量同比增长111%，自热火锅等新式方便速食的销售增长

超过 50%。

### 2) 随着居民收入提升,加之生活节奏加快,消费者对预制菜的接受度提高。

随着居民人均食品消费支出整体呈上升趋势。随着当前国内生活节奏加快,人们在考虑食品便捷性的同时,更加关注食物的口味口感、绿色健康等因素,对健康、卫生、营养的便捷类食品需求提升,也将促进预制菜在家庭消费市场呈现上升势头。2013-2019年,全国居民食品类人均消费支出从4126.7元/年提升至6739元/年,年均复合增速为6.5%。

Figure 147 城乡居民年度食品消费支出及同比增速

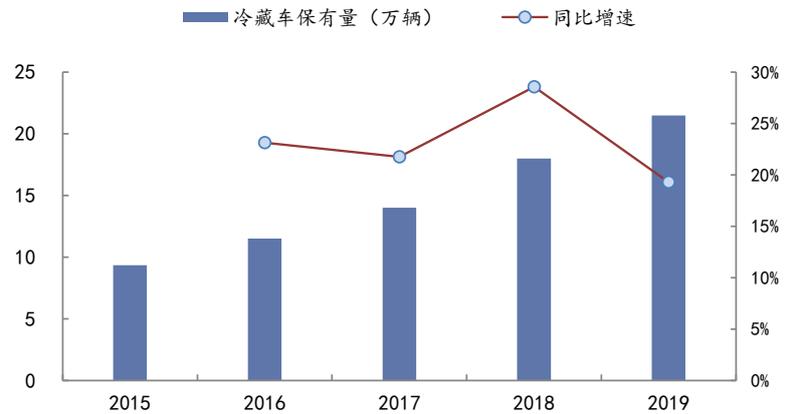


资料来源:国家统计局、世纪证券研究所

3) 冷链物流配送能力加强,企业可扩大辐射范围。2000年前后,我国陆续出现了半成品菜生产企业,通过对肉禽和水产等原材料的进一步加工,提供了比净菜更加丰富的产品种类并进一步精简了客户的烹饪环节,但受限于早期冷冻技术和冷链运输的高成本,半成品菜行业在发展初期存在销售区域小、企业数量多、集中度低的特点,行业内规模以上企业较少,并未大面积普及推广。

随着速冻技术的发展,半成品菜的储存时间得以大幅延长。国产速冻设备和冷链运输车辆的推广大幅降低了企业物流配送成本,企业的辐射范围扩大。2019年,我国冷链物流核心运输设备冷藏车保有量约21.47万辆,同比增长19.3%。

Figure 148 国内冷藏车保有量及同比增速



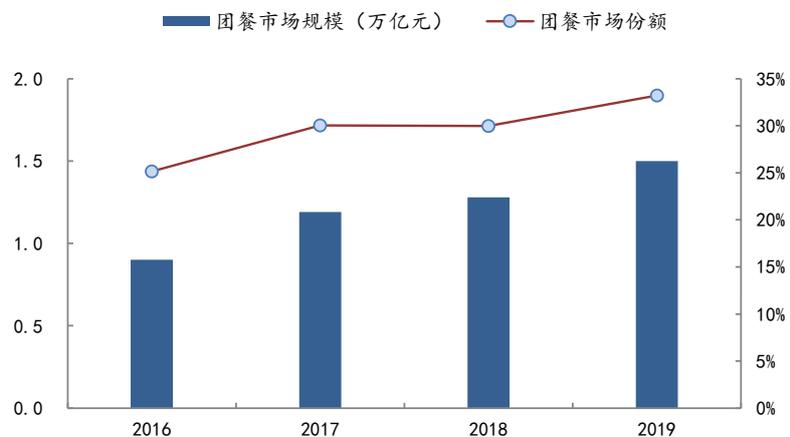
资料来源：中物联冷链委、世纪证券研究所

### 6.3 团餐市场规模较大，中央厨房发展优势凸显

#### (1) 2019年国内团餐市场规模高达1.5万亿元

团餐是团体用餐的一种餐饮服务形式的简称，它是一种群体集中膳食管理的新餐饮模式，双方以合约的形式，按双方事先约定的模式和标准以及约定量提供餐饮产品及现场服务，且在合约周期内模式、标准、经营权等基本不变。2016-2019年，国内团餐市场规模从0.9万亿元增长至1.5万亿元，年均复合增速为13.6%；团餐市场份额从25.14%增长至33.23%。

Figure 149 国内团餐市场规模及市场份额



资料来源：中国饭店协会、世纪证券研究所

## (2) 中央厨房开展团餐业务优势凸显

- ✧ **中央厨房食品全链条信息化可追溯，安全有保障。**团餐由于用餐规模较大，对食品安全质量要求较高，中央厨房参与团餐优势在于食品全链条信息化可追溯，全程监管从田间到餐桌的生产环节，包括中央厨房的生产环境温度，菌落等风险可控。
- ✧ **中央厨房稳定的品质控制有保障。**以中央厨房通过高效的加工处理设备，能更好的提供高品质、集约化、信息化的餐食，且通过不断促进低温锁鲜营养便当产品的更新迭代，以适应追求新口味、优质产品的新一代消费者需求，最大化地满足消费者的个性化需求。
- ✧ **中央厨房可以赋予团餐更高的性价比。**中央厨房提供的团餐不限于学生餐，还包括营养餐、企业机关、写字楼用餐等其他团餐业务，另外，还可借助便利店等渠道，以速食快餐的形式，实现全天候供餐。中央厨房凭借大规模集中采购，集中加工，相比中小型餐饮企业可以提供性价比更高的团餐。

## 6.4 众多中小餐饮企业需求将推动第三方中央厨房发展

### (1) 第三方代工菜品具备四方面优势

- ✧ 第三方代工企业会批量采购原材料，在食材采购、物流运输上具有更强的议价权，具备规模效应，有效降低原材料成本；
- ✧ 第三方代工厂原材料周转要好于单个餐厅，冷藏及物流运输更有保障，食材更加新鲜安全；
- ✧ 代工厂标准化的生产流程保证菜品口味稳定；
- ✧ 减少后厨所需人员，提高出菜速度。

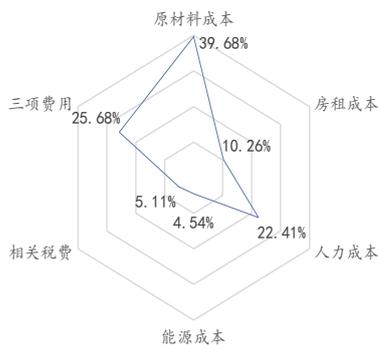
### (2) 第三方代工菜品需求增加推动第三方中央厨房发展

1) 中央厨房目前主要是在占比较小的连锁大规模餐饮企业中普及。根据新思界产业研究中心数据，虽然中央厨房在我国大部分连锁餐饮企业中得到了广泛普及，已经达到 84.3%。但由于我国餐饮市场是一个规模巨大、分散程度高且竞争激烈的市场。根据中国烹饪协会数据，2019 年，餐饮百强企业总营业收入为 3273.8 亿元，同比增长 9.6%，在 4.7 万亿元的餐饮市场中占比为 6.97%。

2) 占比较大的中小餐饮对第三方代工菜的需求将逐步增加, 将推动第三方中央厨房的发展。众多中小餐饮企业独立参与市场竞争, 未能规模化经营, 导致成本居高不下, 在供应链, 成本结构, 标准化等相互嵌套的环节, 餐饮行业均存在明显痛点。我们认为众多中小餐饮企业将逐步与第三方代工厂或食材供应链企业达成合作将成为趋势, 因为在降低成本的同时, 避免了繁琐的食材处理过程, 使餐厅集中资源和精力打造特色菜品, 才有利于发展。

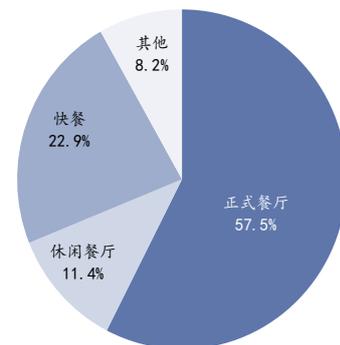
2020年, 我国餐饮收入达到3.95万亿元, 同比下降16.6%。新冠肺炎疫情加快了餐饮行业向数字化、连锁化、零售化方向转型升级的速度, 在此背景下, 餐饮行业对中央厨房的需求增加。餐饮企业的经营成本主要由原材料成本、房租成本、人力成本、能源成本及相关税费构成。根据中国饭店协会《2019中国餐饮业年度报告》数据, 正餐类餐饮企业平均人力费用占营业收入比例达22.41%, 房租成本比例达10.26%。

Figure 150 正餐类餐饮企业成本构成



资料来源: 中国饭店协会、世纪证券研究所

Figure 151 国内餐饮市场规模按服务分类占比



资料来源: 中商情报网、世纪证券研究所

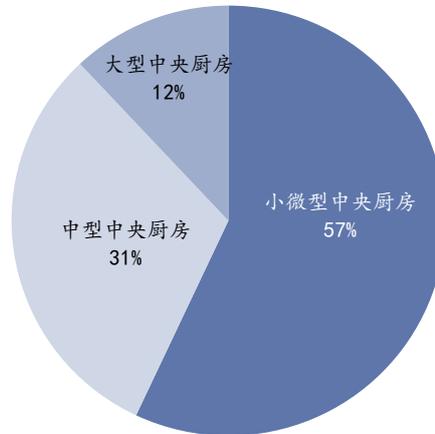
## 6.5 公司中央厨房模式竞争优势显著, 在建项目前景良好

### (1) 公司中央厨房商业模式具有较强竞争力

中央厨房行业平均盈利能力较低, 近三成企业亏损。中央厨房是重资产投资, 从建造到投入生产, 资金和时间成本较高, 往往会对餐饮企业产生较大的运营风险。目前国内57%中央厨房企业属于小微型, 中型规模的占比31%, 而达到大型规模的只占12%。企业的盈利能力普遍不强, 平均利润率只有3.33%, 有近三成企业出现亏损。约七成品牌创立时间少于10年, 品牌价值普遍不高, 市场竞争力较弱。不规范、不安全、功能单一成为制约行业发展的痛点。我们认为, 未来随着竞争优势显著的大型中央厨房项目的逐步投

产，将挤占中小型中央厨房的市场份额，行业集中度及盈利水平均将提升。

Figure 152 国内大部分中央厨房属于小微型



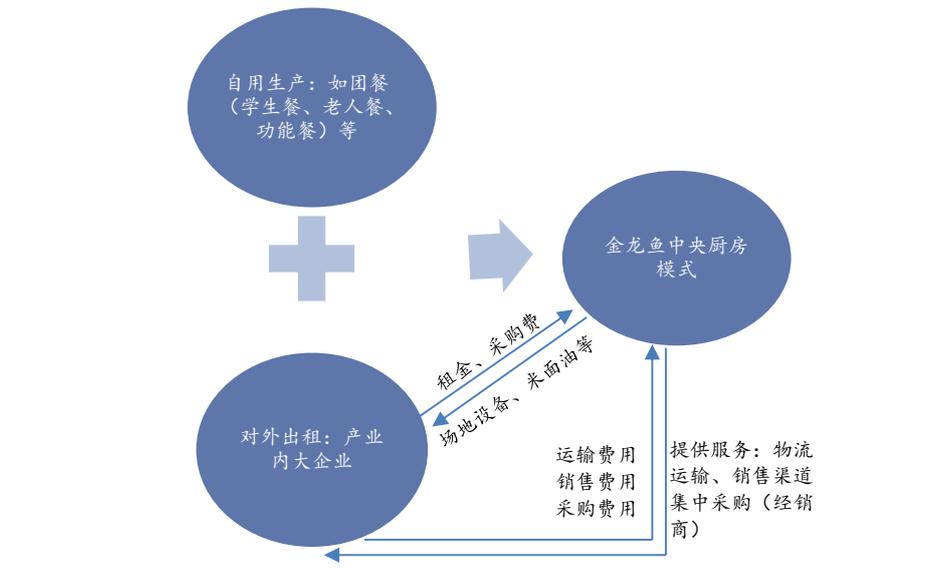
资料来源：《益嘉人·秦韵 202103-04》、世纪证券研究所

依托现有规模综合性工厂，公司中央厨房业务成本优势显著，盈利能力值得期待。公司的综合性工厂在全国布局较好，可在现有生产基地增加中央厨房项目，从而在土地资源、原料采购、产品研发、加工制造、物流配送、销售渠道等方面形成强大的整合优势和竞争力，加之公司的强大的品牌力，我们认为未来公司大型中央厨房项目的盈利能力将远高于行业平均水平。

公司打造的中央厨房园区是全新的央厨模式，盈利点较多。公司将充分利用在成本、集采、效率、风味等方面的优势构建了其中央厨房的特有模式。并且公司在园区布局规划、趣味选址、功能定位、设备升级预留、引入不同类型战略合作伙伴、品牌营销将结合后期市场动态变化、产业联动及工艺的可拓展性，具体来看公司中央厨房模式盈利点较多：

- ◇ **生产产品，服务客户。**公司中央厨房产品范围可能涵盖营养餐、便当以及其他特定的优质成品及半成品餐食类产品，打造从源头到餐桌的全产业生态链；
- ◇ **提供对外出租，提供配套服务。**公司园区内的客户不仅可以共享公共配套设施、污水处理设备、锅炉设备、研发室、检测室、办公区等完善的配套服务，公司通过提供场地等获得租金；
- ◇ **直供散装米面油产品，增加销量。**将园区工厂的米面油等产品散装销售，减少经销、包装、运输费用，提供高性价比产品；
- ◇ **提供便利增值服务。**公司可向园区内客户可提供物流运输、销售渠道、经销商集中采购服务等增值服务。

Figure 153 公司中央厨房商业模式



资料来源：和讯网、公司公告、世纪证券研究所

(2) 公司中央厨房在建项目将逐步投产，有望贡献业绩

依托现有综合性工厂，预计公司将大力发展中央厨房业务，业绩贡献可期。我们认为，公司可依托现在的规模综合性工厂，利用综合成本竞争优势，顺应国内大健康产业发展趋势，积极投资布局中央厨房项目，满足国民对营养健康功能性食品多样化、个性化需求，未来还将新增多个中央厨房项目，进一步加大业绩贡献力度。

公司在建中央厨房项目建成达产后合计有望贡献 300 亿元工业产值，考虑项目投产后的运营期，预计将在 2023 年之后显现。目前公司共有 4 个中央厨房在建项目，分别位于重庆、陕西兴平、河北廊坊、浙江杭州四地。其中重庆园区项目主要围绕火锅产业链进行产线优化组合，一期工程预计将在 2021 年 12 月投产；陕西兴平园区一期项目计划 2022 年上半年建成投产。

Figure 154 公司中央厨房在建项目简介

中央厨房项目	简介	奠基时间	项目规划
重庆园区	围绕火锅产业链进行产线优化组合。	2020.6.15	该项目由益海嘉里集团全资子公司丰厨（天津）投资有限公司与重庆饭巢食品有限公司共同投资建设，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。该项目计划总投资 4 亿元，整体项目投产后预计可实现年加工能力 12 万吨，工业产值 22 亿元。一期工程预计将在 2021 年 12 月投产。

<b>兴平园区</b>	以面食之都历史名城西安为起点，做西北小吃文化推行者。	2020.7.27	目标兴建一个高度自动化智能化的中央厨房园区，打造陕西最大规模食品深加工集成园区，主要生产净菜、面食、便当、调理包、酱料、糕点、饮品、糖果、鲜食面、速冻米面制品等，项目分三期建设，占地面积约18万平方米， <b>预计总投资41亿元</b> 。开工的一期项目预计投资7.74亿元， <b>计划2022年上半年建成投产</b> ，预计新增就业岗位近千个，年上缴税金7000万元。
<b>廊坊园区</b>	以鲜食为核心驱动，联动面食等其他业务模块发展。	2020.12.21	据悉，丰厨（霸州）中央厨房项目占地约200亩， <b>总投资25亿元</b> ，将依托益海嘉里金龙鱼公司自有的米、面、油等原材料产品及渠道优势，与全球及中国优质食材供应商合作，打造以粮食类主食为核心的中餐工业化餐饮供应链平台。这是一个高度自动化的中央厨房及物流中心， <b>建成后年产值约100亿元，可带动约3000人就业</b> 。
<b>杭州园区</b>	以预制菜为切入口，带动其他品类产线综合发展。		

资料来源：《益嘉人·秦韵 202103-04》、廊坊日报、重庆晨报、咸阳日报

## 七、短、中期看点：公司食用油提价预期、募投项目投产、套期保值负面影响淡化等

### 7.1 公司零售端食用油产品仍有提价空间

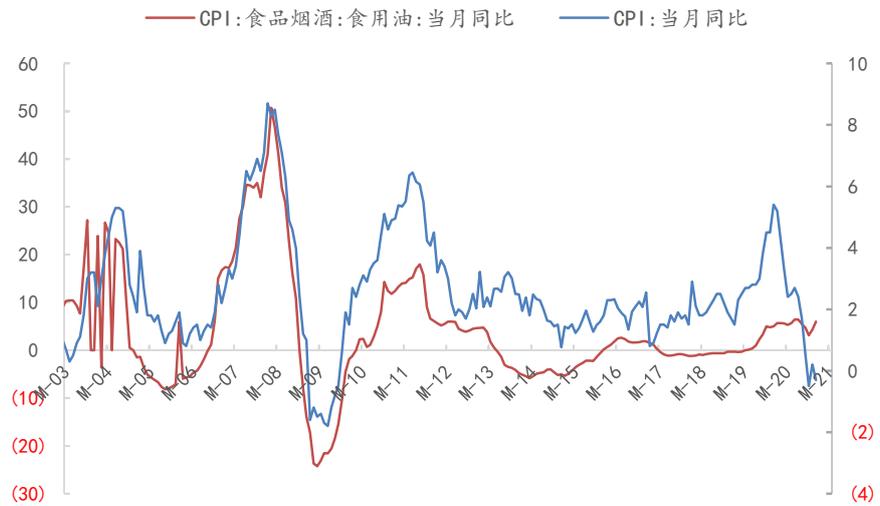
#### (1) 短期政府临时价格管控的可能性不大

**国内政府价格管控是否触发主要看通胀。**我们认为，当国内粮油市场价格出现大幅上涨，对消费者的日常生活支出产生较大影响时，为管理通货膨胀，政府可能采取临时价格干预措施。在政府价格临时管控之前，2006-2008年，国内CPI及CPI食用油当月同比都出现了大幅上涨走势。2008年1月，发改委公布《关于对部分重要商品及服务实行临时价格干预措施的实施办法》，其中涉及对粮油进行临时价格干预。从此以后，国内CPI食用油当月同比波动幅度整体低于CPI波动幅度。

**短期食用油价格上涨触发通胀管理的可能性不大。**我们认为，2021年国内CPI增速将受制猪价回落，加之油脂占CPI权重为1%左右，合理上涨对国内通胀影响有限，触发政府临时管控的可能性不大。

**乐观看待政府临时价格管控。**我们认为，即使政府临时价格管控曾经的对公司短期利润造成不利影响，但由于公司产品涨价幅度小或保持稳定，性价比高，品牌将得以推广，随着中小企业的亏损退出，利于龙头市场份额提升。

Figure 155 中国 CPI 及 CPI: 食用油当月同比



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

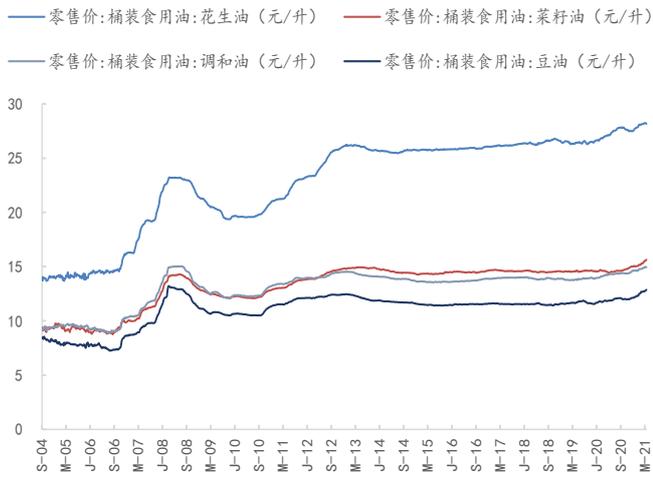
**2010-2012 年，食用油价格被临时管控，公司销量大幅增长。**2010 年底，发改委约谈中粮、金龙鱼、中纺集团及九三粮油集团，要求 4 个月内不得涨价。2011 年 1 月，许多中小油厂停厂，益海嘉里的小包装油销售“被增长”，同比销量提高了一倍多，亏损近 9 亿元。2012 年 7 月，国家发改委二度“约谈”中粮和益海嘉里，希望两大巨头能够保持国内食用油价格的稳定，并给予一定的补贴，要求建立食用油价格报告制度，由此监控食用油价格。因此当时国内 CPI 食用油当月同比波动幅度整体低于 CPI 波动幅度。

## (2) 公司零售食用油产品仍有提价空间

由于公司零售端食用油价格考虑因素较多，公司在春节前涨价后，并未跟随友商二次提价。目前来看，公司仍可转嫁大豆原材料上涨的压力，提升业绩，主要有以下两点原因：

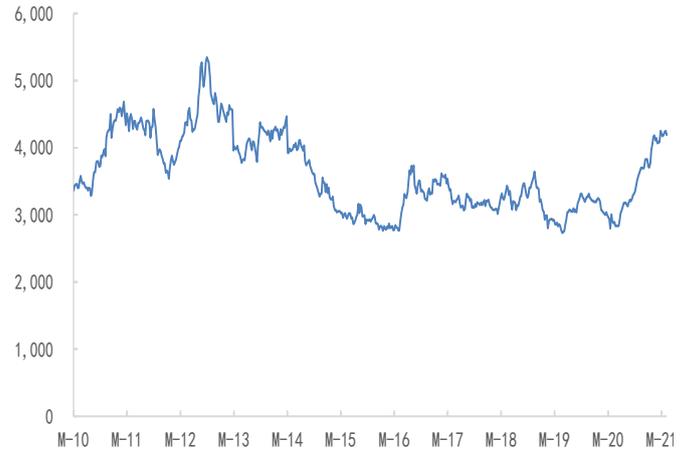
**一是预计大豆价格仍处于高位。**2020 年下半年以来，国际大豆开始上涨，2020 年国内进口大豆 CNF 折合均价同比上涨 7.5%。2021 年，截止 6 月 10 日，国内进口大豆 CNF 折合价为 4512 元/吨，均价为 4286.8 元/吨，同比上涨 45.6%。由于阿根廷因干燥天气导致单产低于预期，美国农业部种植意向报告低于预期，将调整生物燃料生产商豆油消费量，加上国内养殖需求端的逐渐复苏，对饲料豆粕的需求将增加，预计国内大豆价格仍将处于高位。

Figure 156 国内桶装食用油零售价格走势



资料来源：商务部、世纪证券研究所

Figure 157 进口大豆 CNF 折价价（元/吨）



资料来源：国家粮油信息中心、世纪证券研究所

二是公司大豆油零售价格上调幅度远低于大豆价格涨幅。2020年国内桶装大豆油零售均价上涨2.2%。2021年，截止6月4日，国内桶装食用花生油、菜籽油、调和油、大豆油零售价均值分别为28.16元/升、15.64元/升、14.95元/升、12.87元/升，今年均值同比分别上涨3.9%/4.5%/4.4%/5.7%。公司毛利率对食用油产品价格上涨相对敏感。2017-2019年，根据公司测算如果公司产品价格整体上涨1%，公司厨房食品毛利率上涨幅度在0.86%-0.89%之间。按照2019年数据，假设其他条件不变，我们推算公司食用油产品价格整体上涨1%，公司综合毛利率将提高0.48%。

Figure 158 公司食用油产品价格与综合毛利率敏感性分析（2019年）

	公司食用油产品价格上涨幅度										
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
公司综合毛利率	11.40%	11.6%	11.9%	12.1%	12.4%	12.6%	12.8%	13.1%	13.3%	13.6%	13.8%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 7.2 公司大部分募投项目集中今明两年投产，将贡献业绩

### (1) 公司约80%募投项目将于2021-2022年投产

目前公司募投在建共16个项目，其中13个将在2021-2022年期间投产，占比为81.3%。具体来看，2021年公司将投产6个项目，预计实现年均收入合计112.8亿元，实现年均净利润合计5亿元；2022年公司将投产7个项目，预计实现年均收入合计311亿元，实现年均净利润合计7.7亿元；2023-2024年，公司将投产3个项目，预计实现年均收入合计102.5亿元，实现年均净利润合计2.9亿元。

Figure 159 公司募投项目效益及投资进度

承诺投资项目和超募资金投向	项目效益 (万元)		项目建 设期 (月)	投资进度 (2021. Q1)	项目达到预定可使用 状态日期
	预计实现 年均收入	预计实现 年均净利 润			
东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司 厂区 (面粉三期项目)	147194.0	4472.0	36	63.43%	2021年4月30日
黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里 (富裕) 生物科技有限公司100万吨 /年玉米深加工项目	254855.7	13584.1	18	74.19%	2021年6月30日
黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里 (富裕) 粮油食品工业有限公司25 万吨/年小麦、4.5万吨/年低温豆粕 加工项目	14051.1	10686.2	18	50.84%	2021年10月31日
4000吨/日大豆压榨项目	402000.0	5898.0	24	95.69%	2021年12月31日
益海嘉里(霸州)食品工业有限公司 年初加工100万吨小麦制粉项目	285500.0	10981.3	24	74.13%	2021年12月31日
面粉加工项目	23940.0	4802.0	24	86.33%	2021年12月31日
<b>合计(亿元)</b>	<b>112.8</b>	<b>5.0</b>			
益海嘉里(茂名)粮油工业有限公司 粮油加工项目	494760.0	7304.0	24	21.66%	2022年3月31日
益海嘉里(潮州)食品工业有限公司	140364.0	11323.0	24	32.22%	2022年4月30日
益海嘉里(潮州)油脂工业有限公司	565780.0	7559.0	24	6.16%	2022年7月31日
兰州新区粮油食品加工基地项目(一 期)	570177.0	21483.0	24	8.96%	2022年8月31日
益海嘉里(潮州)饲料蛋白开发有限 公司	577010.0	8419.0	36	19.21%	2022年9月30日
油脂压榨精炼及配套工程建设项目	384260.0	8671.2	24	0.15%	2022年10月30日
乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综 合项目	378143.0	12549.0	36	31.02%	2022年12月31日
<b>合计(亿元)</b>	<b>311.0</b>	<b>7.7</b>			
米、面、油综合加工一期项目	402887.5	8334.8	24	7.38%	2023年3月28日
益海嘉里(青岛)食品工业有限公司 -食品加工项目	214920.0	6148.3	24	19.58%	2023年10月31日
益海嘉里集团粮油深加工项目	407079.0	14679.0	24	35.49%	2024年12月31日
<b>合计(亿元)</b>	<b>102.5</b>	<b>2.9</b>			

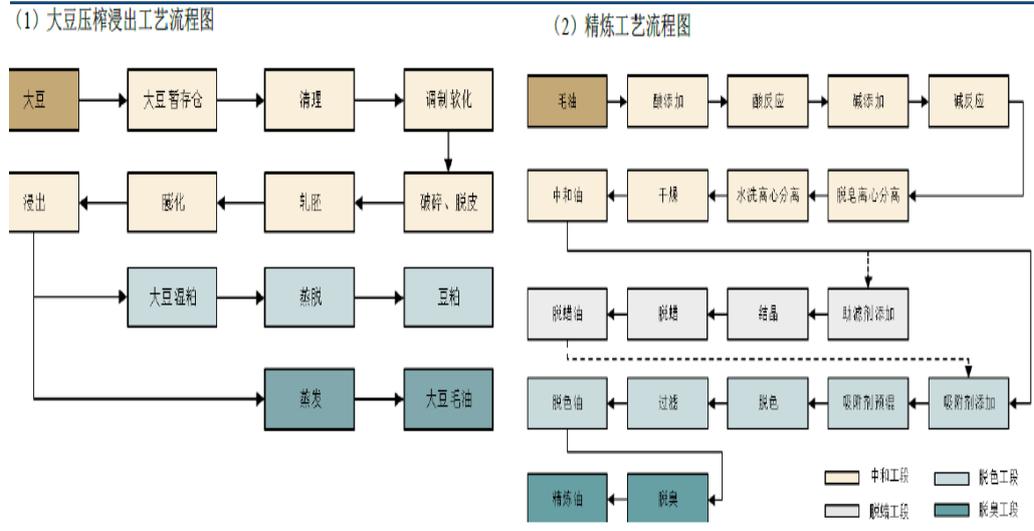
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## (2) 公司募投项目将缓解油脂压榨产能不足

公司油脂压榨产能利用率较高。食用植物油的生产工艺一般包括压榨、精炼等，除了上述流程外，中小包装食用油的生产工艺还包括调油、灌装等。除2019年受非洲猪瘟影响，饲料需求减少，公司减少大豆压榨开机外，2017-2018年，公司压榨产能利用率为80%左右，基本处于饱和状态。2020年，公司新增油脂压榨产能6.6%，产能利用率提升5.4pct至62.7%。

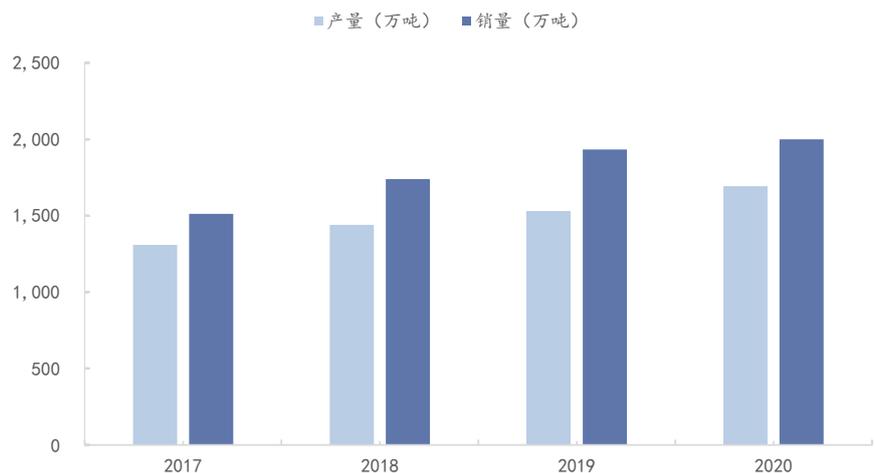
公司精炼与压榨产能的差异导致公司需外购散油，公司压榨产能不足时，会外购大豆散油等用于精炼、灌装。公司每年外购散油金额约为500亿元，公司对外销售散油金额约为300亿元，公司每年净外购散油金额约200亿元。由于公司油脂压榨产能不足，因此公司存在向供应商直接采购产品并对外销售的情况，因此存在产品销量高于产量的情况。2017-2020年，公司厨房产品产量和销量分别相差203/300/406/307万吨。

Figure 160 大豆油压榨及精炼工艺图



资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

Figure 161 公司厨房食品产量及销量



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司油脂精炼、油脂灌装需要充足的产能以应对生产高峰期。受厨房食品季节性消费以及消费者对于厨房食品新鲜品质要求的影响，同时为避免长时间产成品库存较高而导致存储成本上升，公司下属工厂通常在平日产能利用程度相对较低，在中秋、国庆、春节等节假日消费旺季来临前，公司需要充

足的产能以应对生产高峰期。因此，公司下属工厂无法在全年内均按照工厂的最高设计产能运行，因而导致全年部分工厂的产能利用率较低。2017-2020年，公司精炼产能利用率均值分别为56.15%、54.71%。2019-2020年，公司油脂灌装产能利用率分别为41.6%、41.2%。

Figure 162 公司产能及产能利用率 单位：万吨

类别	2019年			2020年		
	产能	加工量	产能利用率	产能	加工量	产能利用率
油脂压榨	2,255	1,292	57.27%	2404.3	1507.8	62.71%
油脂精炼	1,106	621	56.12%	1142	624.8	54.71%
油脂灌装	1,447	602	41.60%	1426.5	587.2	41.16%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：产能按照每年330-340个工作日折算

公司新增食用油产能主要以压榨产能为主。2020年底，公司油脂压榨、油脂精炼、油脂灌装在建产能分别为277.1万吨、133.3万吨、8.47万吨。公司募集资金项目建设周期大部分为24个月，预计达产后将分别新增油脂压榨、油脂精炼、包装油年产能576万吨，229万吨、234万吨，将较2019年产能分别增长26%、20.7%、10.4%。

Figure 163 公司募投项目食用油新增产能测算

厨房食品综合项目	项目概况	压榨产能（万吨/年）					精炼产能（万吨/年）	包装油产能（万吨/年）
		油籽压榨	大豆压榨	浓香花生油	古法小榨花生油	浓香菜油压榨		
兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	项目建设内容主要包括：油籽压榨2,000吨/日、浓香小榨100吨/日、精炼1,000吨/日、包装油780吨/日、面粉1,500吨/日、大米300吨/日及其他副产品等。	67					33.5	26.1
益海嘉里集团粮油深加工项目	项目建设地位于山西省太原市唐槐产业园区，完全达产后，公司可新增大豆压榨车间2,000吨/日、大豆膨化车间200吨/日、精炼车间600吨/日、小包装车间1,330吨/日、大米车间680吨/日、小麦车间1,500吨/日产能。		67				20.1	44.6
乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	本项目位于浙江省温州市乐清市南岳镇乐清湾港区，主要建设内容包括：1,000吨/日的油脂精炼、1,000吨/日的食用油灌装、1,500吨/日的面粉加工及7万吨级码头建设等。						33.5	33.5
米、面、油综合加工一期项目	项目位于安徽省合肥市庐江县同大镇，建设内容包括日加工小麦1,500吨，日加工水稻1,000吨，日灌装包装食用油600吨，日加工米糠600吨等。							20.1

益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	项目位于茂名滨海新区博贺新港区，建设规模包括30万吨/年的油脂精炼项目、3万吨/年的古法小榨花生项目、15万吨/年的食用油中小包装灌装线项目、36万吨/年面粉项目等。				3		30.0	15.0
益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	项目建设地点位于青岛市胶州市洋河镇绿色健康科技产业园，本项目主要建设内容包括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。				30	12		
益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司-食用植物油加工项目	本项目建设地点位于青岛市胶州市洋河镇绿色健康科技产业园，项目周围交通运输便利，配套基础设施齐全。本项目主要建设内容包括年加工18万吨油脂精炼、年灌装30万吨食用油等						18.0	30.0
油脂压榨精炼及配套工程建设项目	本项目建设地点位于云南省昆明市晋宁区益海嘉里（昆明）食品工业有限公司原有厂区。本项目主要建设内容包括日加工2,000吨的大豆、菜籽等压榨；日加工1,000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	67				2	33.5	40.0
益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	项目建设地点位于潮州市饶平县柘林镇文胜围（潮州临港产业转移工业园）。本项目主要建设内容为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。						60.0	25.0
益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	本项目位于潮州市潮州港经济开发区饶平县柘林镇文胜围潮州临港产业转移工业园内。本项目主要建设内容为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。	60						
益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	项目位于茂名滨海新区博贺新港区通用码头后方，项目建成后主要包括4,000吨/天大豆压榨等。	134						
4000吨/日大豆压榨项目	本项目在重庆江津区德感工业园益海嘉里（重庆）粮油有限公司内实施，主要建设内容为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。	134						
<b>合计</b>					<b>576</b>		<b>229</b>	<b>234</b>

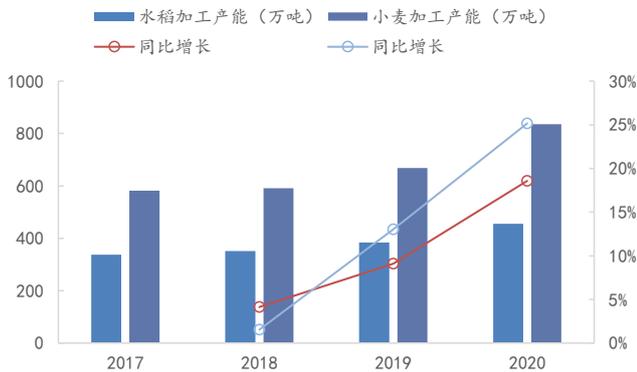
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

注：产能按照每年330-340个工作日折算

### （3）公司米面、调味品加工产能将持续增长

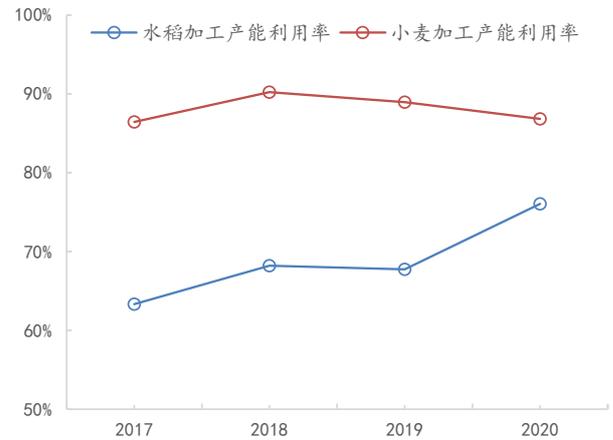
公司米面加工产能将持续增长。2020年，公司小麦、水稻加工产能分别为836万吨，455.3万吨，同比分别增长25.1%、18.6%。2020年底公司最新公告小麦、水稻加工在建产能分别为562.7万吨、87.7万吨，达产后产能将分别增长84.2%、22.8%，较募投项目计划有所调整。

Figure 164 公司小麦、水稻加工产能及同比增速



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

Figure 165 公司小麦、水稻加工产能利用率



资料来源：尼尔森、世纪证券研究所

Figure 166 公司米面募投项目概况

厨房食品项目	项目概况	面粉年产能 (万吨/年)	大米年产能 (万吨/年)
兰州新区粮油食品加工基地项目 (一期)	项目包括建设面粉 1,500 吨/日、大米 300 吨/日及其他副产品等。	50.25	10.05
益海嘉里集团粮油深加工项目	项目包括建设大米 680 吨/日、小麦 1,500 吨/日等。	50.25	22.78
乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	项目包括建设 1,500 吨/日的面粉加工及 7 万吨级码头建设等。	50.25	
米、面、油综合加工一期项目	项目包括建设内容包括日加工小麦 1,500 吨/日, 加工水稻 1,000 吨。	50.25	33.5
益海嘉里 (茂名) 食品工业有限公司食品加工项目	项目包括建设 36 万吨/年面粉项目等。	36	
益海嘉里 (青岛) 食品工业有限公司-食品加工项目	新建年产各类面粉 54 万吨。	54	
益海嘉里 (霸州) 食品工业有限公司年初加工 100 万吨小麦制粉项目	项目建设地址位于河北霸州经济开发区裕华西道南侧、泰山路西侧。项目建成后, 年产初加工小麦制粉 100 万吨。	100	
益海嘉里 (潮州) 食品工业有限公司	本项目主要建设内容为 45 万吨/年的面粉项目, 配套的仓储、公用设施等项目。	45	
东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司厂区 (面粉三期项目)	项目建设地位于广东省东莞市麻涌镇新沙港工业区, 建设内容包括三条面粉生产线年处理小麦 63.3 万吨等。	63.3	
面粉加工项目 (重庆)	项目建设地位于重庆市江津区德感工业园区, 项目建成后规模可达到小麦加工 1,500 吨/天等。	50.25	
黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里 (富裕) 粮油食品工业有限公司 25 万吨/年小麦项目	本项目建设内容为年加工小麦 25 万吨	25	
<b>合计</b>		<b>575</b>	<b>66</b>

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

**募投项目产能助力调味品业务发展。**公司原有传统调味品主要包括芝麻油、花椒油、芝麻酱等，公司募投项目达产后将分别增加花生制品、芝麻制品、芝麻油产能 6.7/2.5/4.5 万吨。

Figure 167 公司调味品相关募投项目简介

调味品相关募投项目	项目简介	花生制品 (万吨/ 年)	芝麻制品 (万吨/ 年)	芝麻油(万 吨/年)
益海嘉里(青岛)风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	项目包含建设 4.5 万吨/年芝麻榨油、4 万吨/年花生制品等。	4		4.5
益海嘉里(青岛)食品工业有限公司-食品加工项目	年产花生制品 2.7 万吨(不含花生油加工)、年产芝麻制品 2.46 万吨等	2.7	2.46	
<b>合计</b>		<b>6.7</b>	<b>2.46</b>	<b>4.5</b>

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

#### (4) 公司饲料原料产能不断扩大

公司饲料原料产能将随着油脂压榨等项目产能投产不断扩大。公司是国内最大的饲料原料供应商之一，产品品类丰富，包括：豆粕、饲料级浓缩蛋白、发酵豆粕、膨化大豆、米糠粕、麸皮、菜粕、椰子粕、棕榈粕、玉米蛋白粉、谷朊粉和饲料油等。具体而言，公司饲料相关募集项目达产后膨化大豆、豆粕产能将分别增加 37.4 万吨、79.5 万吨。

Figure 168 公司饲料相关募集项目简介(万吨)

饲料相关项目	项目简介	膨化大豆	豆粕
油脂压榨精炼及配套工程建设项目	项目包括日加工 400 吨大豆膨化等。	13.4	
益海嘉里(潮州)饲料蛋白开发有限公司	项目主要建设内容为 75 万吨/年的粮油加工副产物饼粕大豆压榨项目，24 万吨/年的膨化大豆项目，配套的仓储、公用设施等项目。	24	75
黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里(富裕)粮油食品工业有限公司项目	项目含年加工低温豆粕 4.5 万吨产能。		4.5
<b>合计</b>		<b>37.4</b>	<b>79.5</b>

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

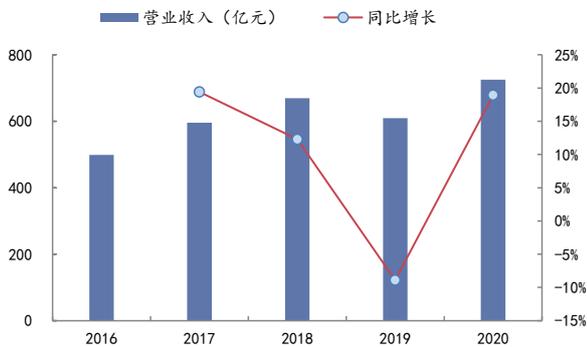
### 7.3 公司饲料原料业务短期将继续受益生猪产能恢复

#### (1) 2020 年公司饲料原料及油脂科技业务量价齐升

2020 年，公司饲料原料及油脂科技业务实现营业收入 724.9 亿元，同比增长 18.9%。综合毛利率提升 1.98pct 至 10.66%。2020 年，公司销量为 2516.8 万吨，销售均价为 2880 元/吨，同比分别增长 12.6%，5.5%。主要

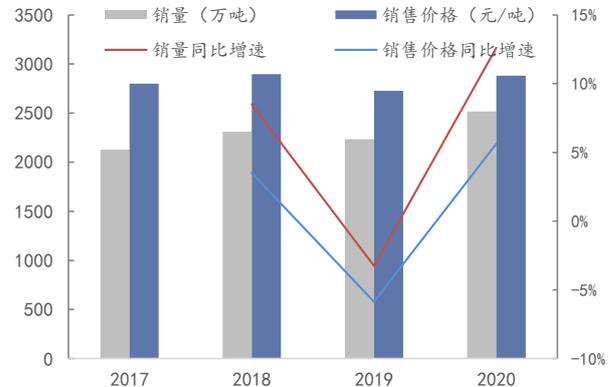
得益于公司饲料原料受益下游生猪养殖需求回暖，油脂科技产品稳健增长。

Figure 169 公司饲料原料及油脂科技业务收入及同比增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 170 公司饲料原料及油脂科技业务量价齐升



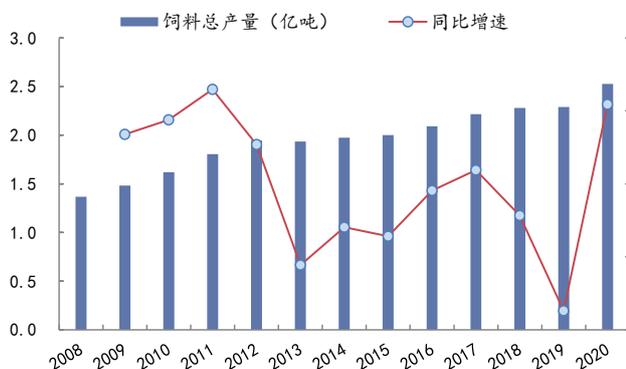
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## (2) 公司饲料原料业务业绩仍将受益生猪产能恢复

2021年1季度，公司公告，受市场行情上涨影响，饲料原料及油脂科技板块利润较去年同期有增长。我们认为随着下游生猪养殖产能复苏，将增加饲料原料的需求，进而将支撑公司该业务短期业绩增长。

生猪产能复苏拉动饲料原料需求。2019年，由于受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏量下降27.8%，饲料产量为2.62亿吨，同比增速下降3.7%；2020年，随着疫情影响减弱，生猪存栏量同比增长71.8%至4.1亿头，饲料产量同比增长10.4%至2.53亿吨，分品种看，猪饲料产量8922.5万吨、同比增长16.4%，达到2018年历史最高产量的86%，占比提升1.8pct至35.3%；2021年，预计下半年生猪产能可恢复至正常水平，将进一步增加饲料需求。

Figure 171 国内饲料产量及同比增速



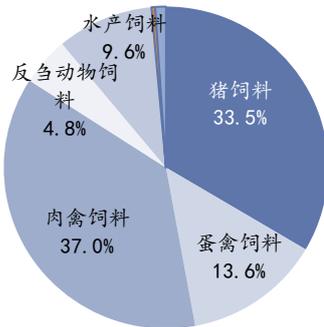
资料来源：中国饲料工业协会、世纪证券研究所

Figure 172 生猪存栏量及同比增速



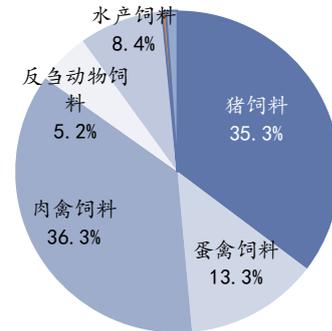
资料来源：中国政府网、世纪证券研究所

Figure 173 国内饲料产量占比（2019年）



资料来源：中国饲料工业协会、世纪证券研究所

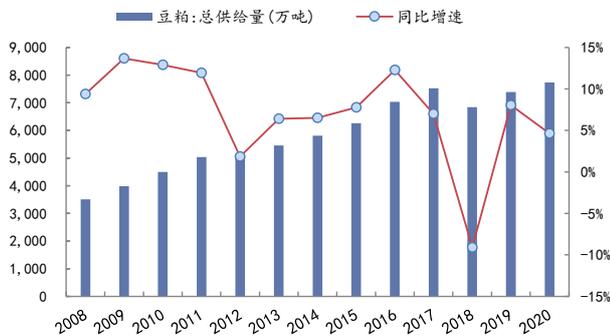
Figure 174 国内饲料产量占比（2020年）



资料来源：中国饲料工业协会、世纪证券研究所

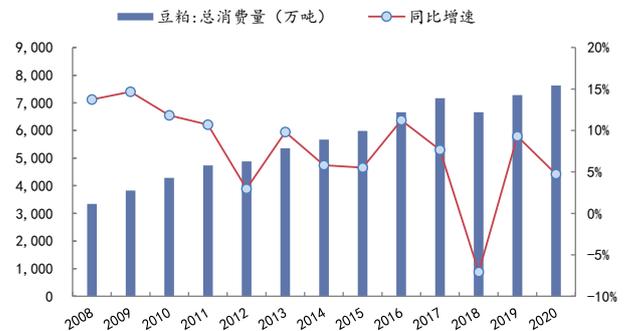
**饲料产品需求复苏拉动饲料原料行业发展。**饲料原料主要包括油籽及其加工产品、谷物及其加工产品等，向饲料生产企业供应，进一步加工成为饲料产品。豆粕作为最主要的饲料原料之一，大部分被用于家禽和猪的饲养，豆粕内的多种氨基酸适合于家禽和生猪对于营养的需求。此外，最近几年，豆粕也被广泛应用于水产养殖业中。2008-2019年，我国豆粕总供给量年均复合增长率达6.3%；2019年我国豆粕总消费量约7625万吨，2008-2019年，年均复合增长率达6.6%。

Figure 175 国内豆粕总供给量及同比增速



资料来源：中国饲料工业协会、世纪证券研究所

Figure 176 国内豆粕总消费量及同比增速



资料来源：中国饲料工业协会、世纪证券研究所

## 7.4 套期保值对公司业绩的不利影响有望逐步淡化

### (1) 公司利用衍生金融工具进行套期保值具有合理性

公司原材料价格以国内和国际商品市场的价格为基础，其中大豆等农产品的价格受到气候、自然灾害、全球供需、政策调控、关税、国内外市场状况和贸易摩擦等多种因素影响而产生波动。

公司会根据自身订单情况确定较为合理的原材料采购数量和采购时间，公司采用大豆及棕榈油期货合同管理其持有的大豆及棕榈油产品所面临的商品价格风险，以此来规避承担的随着大豆及棕榈油市场价格的波动产生的存货公允价值变动的风险。公司通过定性分析，确定套期工具与被套期项目的数量比例为 1:1，进口豆粕与大豆期货的数量比例为 0.85:1-0.9:1。

Figure 177 公司套期保值安排简介

被套期项目	套期工具	套期方式
存货（进口大豆）中的风险成分	芝加哥期货交易所标准大豆期货合约	卖出商品期货合约锁定进口大豆存货的价格波动
存货（国产大豆）中的风险成分	大连期货交易所标准大豆期货合约	卖出商品期货合约锁定国产大豆存货的价格波动
存货（进口大豆所压榨的豆粕）的价格风险	芝加哥期货交易所标准大豆期货合约	卖出商品期货合约锁定进口大豆所压榨的豆粕存货的价格波动
存货（棕榈油）中的风险成分	大连期货交易所标准棕榈油期货合约	卖出商品期货合约锁定棕榈油存货的价格波动

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## (2) 金融工具造成的损益对公司业绩不利影响将淡化

**2020 年，由于会计期间错配，公允价值变动收益拉低公司净利润水平。**2020 年，受大豆价格上涨影响，公司公允价值变动收益为（-12.59）亿元。出于谨慎性原则，按照会计常规处理方法，企业使用的套保衍生工具应当以公允价值计量且其变动计入当期损益，而与其交易则需等到交易发生时候才能予以确认，因此由于会计期间错配，拉低了公司净利润水平。

**2021 年 1 季报，公司衍生金融工具相关财务指标出现好转。**1、**衍生金融负债下降。**当一个衍生金融工具在资产负债表日公允价值是负的，则是衍生金融负债，报告期公司资产负债表中衍生金融负债为 14 亿元，较去年年报下降 46.21%，说明相关金融工具公允价值的负值缩减，正值增加，报告期公司衍生金融资产为 10 亿元，较去年年报增长 14.8%；2、**公允价值变动损益贡献利润。**2021 年 1 季度，公司公允价值变动收益为 5.72 亿元，主要是衍生金融工具未实现损益的变动，拉高了公司净利润水平。公司体现衍生金融工具损益的两个财务指标-投资收益和公允价值变动损益合计为（-4.96）亿元，利润总额占比为-17.7%，较同期收窄 3.4pct，较 2020 年收窄 22pct。

Figure 178 公司投资收益及公允价值变动损益对利润总额的影响

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2020Q1
投资收益(亿元)	(29.64)	34.76	9.48	10.13	(22.89)	(10.68)	2.35
公允价值变动损益(亿元)	(0.56)	(4.10)	2.54	2.62	(12.59)	5.72	(5.16)
合计利润总额占比	-167.5%	51.9%	17.9%	18.3%	-39.7%	-17.7%	-21.1%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 179 公司商品衍生金融工具产生损益情况

项目	2016	2017	2018	2019	2020
商品衍生金融工具-投资收益(亿元)	(36.38)	28.01	3.89	6.11	(25.89)
商品衍生金融工具-公允价值变动损益(亿元)	2.33	(3.47)	0.99	1.96	(12.75)
合计	(34.05)	24.54	4.88	8.06	(38.48)

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 八、盈利预测及投资评级

### 8.1 关键假设

#### (1) 营业收入

##### 1) 厨房食品业务

**销售收入：**根据我们的预测，2021-2023年，公司厨房食品业务销售收入分别为1332亿元、1449亿元、1566亿元，同比增速分别为9.9%、8.8%、8.1%。其中，公司食用油销售收入分别为968.7亿元、1031.5亿元、1088亿元，同比增速分别为8%、6.5%、5.5%；米面等厨房食品销售收入分别为363亿元、418亿元、478亿元，同比分别增长15.3%、15%、14.6%。

**销量：**2020年，公司厨房食品销量为1933万吨，增速为3.5%。考虑公司现有产能利用率及募投项目投产速度，2021-2023年，预计公司厨房食品销量分别为2085.7万吨、2177万吨、2275万吨，同比增速分别为4.3%/4.4%/4.5%。其中：公司食用油销量年均增速为1.4%；米面等厨房食品销量分别为725.5万吨、798万吨、877万吨、同比增速分别为10%左右。

**销售价格：**2020年，公司厨房食品销售价格为6058.6元/吨，同比增长7.7%，考虑公司2020年提价时间及产品结构优化，预计2021-2023年，公司厨房食品销售价格同比增速分别为5.4%、4.2%、3.4%。其中公司食用油销售价格同比增速分别为6.5%、5%、4%；米面等厨房食品销售价格同比增速分别为4.7%、4.5%、4.3%。

## 2) 饲料原料及油脂科技业务

**销售收入：**根据我们的预测，2021-2023年，公司饲料原料及油脂科技业务销售收入分别为827亿元、906亿元、938亿元，同比增速分别为14.4%/9.6%/3.5%。

**销量：**2020年，公司饲料原料及油脂科技业务销量为2516.8万吨，同比增长12.6%。综合考虑猪周期、公司产能投产速度以及下游集中度逐渐提升影响，2021-2023年，我们预计公司该业务销量同比分别增长10%、8%、3%。

**销售价格：**2020年，公司饲料原料及油脂科技业务销售均价为2880.2元/吨。考虑近期豆粕价格仍处于高位，预计2021-2023年，公司该业务产品销售均价同比分别增长3.7%、1.5%、0.5%。

## 3) 中央厨房业务

根据公司中央项目投产进展，及预期工业产值，我们预计公司中央厨房项目将在2022-2023年逐步贡献业绩，但由于公司目前披露数据有限，出于谨慎性考虑，纳入预测值较小。

Figure 180 公司业务及营业总收入预测（2021-2023年）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>1、厨房食品业务</b>					
收入（亿元）	1087.8	1212.0	1332.0	1449.1	1566.7
同比增速	9.5%	11.4%	9.9%	8.8%	8.1%
占比	63.7%	62.2%	61.7%	61.5%	62.5%
销量（万吨）	1933.0	2000.5	2085.7	2177.1	2275.3
同比增速	11.1%	3.5%	4.3%	4.4%	4.5%
销售价格（元/吨）	5627.7	6058.6	6384.7	6652.8	6879.9
同比增速	-1.4%	7.7%	5.4%	4.2%	3.4%
<b>1) 食用油</b>					
收入（亿元）	815.3	896.9	968.7	1031.5	1088.0
同比增速	6.0%	10%	8.0%	6.5%	5.5%
占比	74.95%	74.00%	72.7%	71.2%	69.4%
销量（万吨）	1331.9	1345.7	1364.7	1384.1	1403.7
同比增速		1.0%	1.4%	1.4%	1.4%
销售价格（元/吨）	6121.7	6685.1	7119.6	7475.6	7774.6
同比增速		9.2%	6.5%	5.0%	4.0%
<b>2) 米面等厨房食品</b>					
收入（亿元）	272.50	315.2	363.3	417.6	478.7
同比增速	21.7%	15.7%	15.3%	15.0%	14.6%
占比	25.05%	26.00%	27.00%	28.00%	28.10%
销量（万吨）	601.1	658.9	725.5	798.0	877.0
同比增速		9.6%	10.1%	10.0%	9.9%
销售价格（元/吨）	4533.1	4783.0	5007.8	5233.2	5458.2

同比增速		5.5%	4.7%	4.5%	4.3%
<b>2、饲料原料及油脂科技业务</b>					
收入(亿元)	609.54	724.9	826.9	906.4	938.3
同比增速	-8.9%	18.9%	14.1%	9.6%	3.5%
占比	31.3%	37.2%	38.3%	38.5%	37.5%
销量(万吨)	2235.0	2516.8	2768.5	2990.0	3079.7
同比增速	-3.2%	12.6%	10%	8%	3%
销售价格(元/吨)	2729.3	2880.2	2986.8	3031.6	3046.8
同比增速	-5.8%	5.5%	3.7%	1.5%	0.5%
<b>3、其他业务收入(亿元)</b>	10.1	12.30	14.6	21.4	34
<b>营业总收入(亿元)</b>	<b>1707.43</b>	<b>1949.22</b>	<b>2173.5</b>	<b>2377.0</b>	<b>2539.0</b>
同比增速	2.2%	14.2%	11.5%	9.4%	6.8%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

注：公司食用油、米面等厨房产品的销量、销售收入是根据农业农村部、Euromonitor、公司公告数据估算

## (2) 毛利率

2021—2023年，根据我们的预测，公司综合毛利率分别为12.6%、12.5%、12.4%。具体来看：综合考虑公司提价、产品结构升级、较好的成本控制能力，我们预计公司厨房食品业务毛利率仍将保持逐年增长态势，分别为13.4%、13.5%、13.6%；公司饲料原料及油脂科技业务由于受生猪养殖周期影响，我们预计毛利率分别为10.9%、10.3%、9.5%；其他业务保持2020年水平。

Figure 181 公司主营业务毛利率预测（2021-2023年）

公司业务	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
厨房食品业务	10.6%	12.4%	12.6%	13.0%	13.4%	13.5%	13.6%
饲料原料及油脂科技业务	4.7%	6.6%	8.7%	10.7%	10.9%	10.3%	9.5%
其他业务	38.7%	43.0%	42.6%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
综合毛利率	8.4%	10.2%	11.4%	12.3%	12.6%	12.5%	12.4%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## (3) 期间费用率

结合公司历史数据，预计随着公司集约化水平的提高，管理费用率及销售费用率仍有下降空间。2021-2023年，我们预计公司管理费用率分别为1.39%、1.36%、1.35%；销售费用率分别为4.26%、4.22%、4.20%；研发费用率保持0.1%左右。

Figure 182 公司期间费用率预测（2021-2023年）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
管理费用率	1.40%	1.51%	1.46%	1.39%	1.36%	1.35%
销售费用率	4.31%	4.70%	4.35%	4.26%	4.22%	4.20%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 8.2 盈利预测与投资评级

### (1) 相对估值

2021—2023 年，根据我们的预测，公司营业总收入分别为 2173.5 亿元、2377 亿元、2539 亿元，同比增速分别为 11.51%、9.36%、6.82%；预计归属于母公司净利润分别为 75.2 亿元、93.9 亿元、111.8 亿元，EPS 分别为 1.41 元、1.73 元、2.06 元。我们选择平台类的海天味业、农夫山泉作为可比公司。2021 年，可比上市公司 PE 均值为 76 倍，考虑产品属性差别，给予公司 2021 年 70 倍 PE 估值，对应目标价为 99 元。

Figure 183 国内粮油相关上市公司及可比公司估值 (2021.6.16)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002661.SZ	克明面业	13.56	45.7	0.87	1.02	1.20	1.47	15.61	13.25	11.27	9.20
002852.SZ	道道全	14.61	52.6	(0.26)	0.50	0.62	0.75	(55.19)	29.20	23.63	19.36
600872.SH	中炬高新	43.98	350.4	1.12	1.25	1.51	1.84	39.37	35.09	29.06	23.92
603288.SH	海天味业	133.90	5640.6	1.52	1.80	2.13	2.50	88.10	74.43	62.99	53.53
9633.HK	农夫山泉	41.80	4701.0	0.47	0.54	0.63	0.74	89.08	77.38	66.18	56.78
<b>均值</b>								<b>35.39</b>	<b>45.87</b>	<b>38.63</b>	<b>32.56</b>
300999.SZ	金龙鱼	86.75	4703.2	1.11	1.41	1.73	2.06	78.38	61.47	50.07	42.08

资料来源：wind、世纪证券研究所

注：农夫山泉为港元。

Figure 184 公司历史 PE 走势



资料来源：wind、世纪证券研究所

### (2) 绝对估值

我们采用 FCFF 法对公司进行估值，过渡期为 20 年，股权自由现金流年均复合增速为 13.4%。若假设公司股权成本为 7.4%，WACC 为 6.77%，保守估计永续增长率为 2%，得出企业价值为 4827 亿元，对应每股股价为 100.9 元。

Figure 185 公司绝对估值相关假设指标

项目	数值	项目	数值
无风险利率 Rf	3.3%	永续增长率 (g)	2%
市场的预期收益率 Rm	9%	FCFF 预测期现值 (亿元)	128.91
债务成本 (Kd)	5%	FCFF 过渡期现值 (亿元)	1988.51
股权成本 (Ke)	7.40%	FCFF 永续价值现值 (亿元)	2802.42
贝塔值 ( $\beta$ )	0.82	企业价值 (亿元)	5469.65
WACC	6.77%	总股本 (亿股)	54.22
过渡期 (年)	20	每股价值 (元)	100.89

资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 186 公司股权成本与永续增长率敏感性分析 单位: 元/股

	6.5%	6.8%	7.1%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%
0.5%	109.93	102.17	95.25	89.05	83.48	78.46	73.91
1.0%	115.29	106.72	99.13	92.38	86.35	80.93	76.06
1.5%	121.72	112.13	103.71	96.27	89.68	83.79	78.52
2.0%	129.58	118.66	109.18	100.89	93.59	87.12	81.38
2.5%	139.40	126.72	115.84	106.44	98.25	91.06	84.72
3.0%	152.03	136.89	124.13	113.26	103.90	95.79	88.70
3.5%	168.88	150.14	134.72	121.82	110.90	101.57	93.51

资料来源: wind、世纪证券研究所

### (3) 投资评级

我们看好公司作为国内厨房食品平台类龙头, 长期可复制食用油业务的成功模式及经验。公司通过大力发展大市场集中度低的米面、调味品等产品, 拓展品类, 加之市场空间广阔的中央厨房业务助力, 将给业绩增长注入动力。我们首次覆盖, 综合考虑, 给予公司“增持”评级。

## 九、风险提示

### 1、食品安全和质量控制风险

公司的产品需要经过运输、仓储、上架销售等多个环节才能到达终端消费者，尽管公司已针对原材料采购、生产加工、销售流通等环节采取了严格的管理措施，仍不能完全排除因相关主体处置不当而发生食品安全事件的可能，从而对公司的品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。

### 2、套期保值影响业绩风险

为了有效减小公司原材料价格和汇率波动等因素对公司经营业绩带来的不利影响，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，如基差风险、期货交易保证金不足的财务风险、偏离套期保值宗旨的期货交易风险等。

### 3、存货余额较大风险

公司存货主要为原材料和库存商品，考虑到春节消费旺季备货的影响。公司存货余额较大。公司保持一定的库存量能够保障生产经营的稳定性，但如果原材料、库存商品的行情出现大幅下滑或者公司产品销售不畅，而公司未能及时有效应对并做出相应调整，公司将面临存货跌价的风险。

附：财务预测摘要

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>194922</b>	<b>217348</b>	<b>237699</b>	<b>253899</b>
每股收益	1.11	1.41	1.73	2.06	营业成本	170888	189867	207915	222404
每股净资产	15.41	17.28	19.59	22.33	毛利率%	12.3%	12.6%	12.5%	12.4%
每股经营现金流	0.22	2.13	2.19	2.47	营业税金及附加	456	508	556	594
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	8472	9258	10024	10653
P/E	78.38	61.47	50.07	42.09	营业费用率%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%
P/B	5.63	5.02	4.43	3.89	管理费用	2853	3022	3239	3425
P/S	2.41	2.16	1.98	1.85	管理费用率%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
EV/EBITDA	40.74	28.50	26.54	25.25	研发费用	183	196	214	229
股息率 (%)	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用	-829	985	1209	1335
毛利率	12.3%	12.6%	12.5%	12.4%	财务费用率%	-0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润率	3.1%	3.5%	4.0%	4.4%	资产减值损失	-740	-749	-725	-745
净资产收益率	7.2%	8.2%	8.8%	9.2%	投资收益	<b>-2290</b>	<b>-1087</b>	<b>-357</b>	<b>508</b>
资产回报率	3.3%	3.9%	4.3%	4.8%	<b>营业利润</b>	8919	11641	13851	15631
投资回报率	5.7%	6.1%	6.2%	6.0%	营业外收支	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>43</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>利润总额</b>	8946	11678	13891	15674
营业收入增长率	14.2%	11.5%	9.4%	6.8%	所得税	2381	3270	3681	4154
EBIT 增长率	45.9%	20.1%	8.6%	5.4%	有效所得税率%	26.6%	28.0%	26.5%	26.5%
净利润增长率	11.0%	27.5%	22.8%	19.0%	少数股东损益	564	757	817	346
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>6001</b>	<b>7652</b>	<b>9393</b>	<b>11175</b>
资产负债率	51.2%	50.0%	48.3%	45.9%					
流动比率	1.40	1.48	1.59	1.74	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	0.87	0.91	0.98	1.07	货币资金	55334	55721	57008	58498
现金比率	0.65	0.63	0.64	0.66	应收款项	7133	7508	8508	9050
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	40182	44644	48888	52295
应收帐款周转天数	13.36	12.61	13.07	13.01	其它流动资产	17256	22804	28080	33260
存货周转天数	85.82	85.82	85.82	85.82	流动资产合计	119906	130678	142485	153103
总资产周转率	1.09	1.10	1.10	1.08	长期股权投资	2706	3086	3486	3896
固定资产周转率	7.17	6.85	6.49	6.05	固定资产	27178	31711	36644	41977
					在建工程	6341	8341	10341	12341
					无形资产	12620	12644	12678	12723
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	非流动资产合计	59272	66235	73628	81442
净利润	6001	7652	9393	11175	<b>资产总计</b>	<b>179177</b>	<b>196913</b>	<b>216113</b>	<b>234545</b>
少数股东损益	564	757	817	346	短期借款	62383	62621	61776	58775
非现金支出	3381	3325	3401	3521	应付账款	6824	7582	8302	8881
非经营收益	2851	3904	2956	2023	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-11599	-4078	-4693	-3695	其它流动负债	16488	18017	19379	20410
<b>经营活动现金流</b>	<b>1199</b>	<b>11560</b>	<b>11874</b>	<b>13370</b>	流动负债合计	85695	88219	89457	88066
资产	-7071	-6722	-6632	-6542	长期借款	4737	9037	13687	18287
投资	-5129	-5080	-4800	-4910	其它长期负债	1252	1252	1252	1252
其他	-817	-1394	-264	801	非流动负债合计	5989	10289	14939	19539
<b>投资活动现金流</b>	<b>-13018</b>	<b>-13196</b>	<b>-11696</b>	<b>-10652</b>	<b>负债总计</b>	<b>91684</b>	<b>98509</b>	<b>104396</b>	<b>107606</b>
债权募资	73746	4538	3805	1599	实收资本	5422	5422	5422	5422
股权募资	13799	0	0	0	归属于母公司所有者权益	83534	93688	106183	121061
其他	-74986	-2515	-2697	-2827	少数股东权益	3960	4717	5533	5879
<b>融资活动现金流</b>	<b>12559</b>	<b>2023</b>	<b>1109</b>	<b>-1228</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>179177</b>	<b>196913</b>	<b>216113</b>	<b>234545</b>
<b>现金净流量</b>	<b>664</b>	<b>387</b>	<b>1287</b>	<b>1490</b>					

数据来源: wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明：		行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持：	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性：	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出：	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。