

行业名称 植物油

看好植物油市场的消费结构升级

分析师：范劲松

联系人：王佳博

电话：021-20315138

电话：021-20315125

邮件：fanjs@r.qlzq.com.cn

邮件：wangjb@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740517030001

投资要点

- 食用油按照品类可分为食用动物油和食用植物油。在我国消费结构中，食用植物油占食用油消费主导地位。食用动物油面临一定的健康食用瓶颈，市场容量有限，目前市场需求量基本处于停滞状态。食用植物油产销量维持小幅增长，从产品规格来看，其中量增主要体现在中包装及散油上；小包装销量趋稳，关注点集中于消费升级带来的毛利率水平提高。我们认为，食用植物油作为最基础的必选消费品，终端需求来源于家庭消费、餐饮和食品加工制造业，行业有望受益于消费结构的转型升级，实现量稳价增，盈利中枢有望抬升，长期发展机会广阔。
- 从产业链来看：植物油产业链上中下游商业属性差异较大，上游为高度国际化的大宗农产品，国际价格变化莫测；中游为重资产的压榨及深加工环节，连接上下游，对企业管理要求愈发高；下游面向零售、餐饮服务业、食品加工业等，属于消费逻辑。随着行业不断变革，中游效率提升，下游消费升级，企业仅凭单一产业链环节优势很难在行业内做大做强。从中长期来看，我们看好行业内一体化综合实力强劲的一线龙头和具备大宗+消费双重属性的企业。
- 从竞争格局来看：我国植物油行业已接近存量市场，当前结构性升级已是竞争重点。当前行业集中度高，企业 CR3 60%，品牌 CR3 53%（2020 年）。头部企业在行业内积淀深厚，不管在供应链把控、还是生产及销售上均占主导，优势明显，行业地位难以被超越。部分中小企业面临上游产能低效、下游产品同质化的局面，难以顺应行业发展趋势而被淘汰。二线龙头受益于行业洗牌，有望提高市场占有率，打通产业链布局，并做大做强。
- 风险提示：原材料价格波动风险；政府价格干预风险；套期保值风险；食品安全风险。

内容目录

食用油：民生属性，消费升级引领发展	- 4 -
市场容量大，量增放缓	- 4 -
粮油基因带来低毛利	- 5 -
议价能力受制于行业环境	- 7 -
产业链：原料决定性，效率提升和消费品打造齐发展	- 7 -
上游：高度国际化的大宗商品	- 8 -
中游：低效产能出清中，行业整合提效进行时	- 10 -
下游：原料决定性，体现消费品溢价是关键	- 13 -
竞争格局：头部优势显著，二线加速布局	- 19 -
龙头地位稳固，行业地位难超越	- 19 -
二线龙头：深耕细分领域，产能渠道齐发展	- 21 -

图表目录

图表 1：中国食用植物油产销量	- 4 -
图表 2：国内食用猪油产销量	- 4 -
图表 3：人均食用油消费量及人均消费单价	- 4 -
图表 4：棕榈油、豆油、菜油价格	- 4 -
图表 5：发改委 3 次调控食用油价格	- 5 -
图表 6：发改委三次调控食用油价格	- 5 -
图表 7：企业粮油板块原材料占其营业成本比重大	- 6 -
图表 8：行业上市公司毛利率波动较大	- 6 -
图表 9：行业上市公司净利率偏低	- 6 -
图表 10：国内豆油消费量	- 7 -
图表 11：金龙鱼销售毛利率	- 7 -
图表 12：国内菜油消费量	- 7 -
图表 13：以菜籽油为主营企业销售毛利率	- 7 -
图表 14：食用油产业链	- 7 -
图表 15：全球主要油料产量变化（百万吨）	- 8 -
图表 16：全球油料贸易流	- 8 -
图表 17：中国主要油料对外依赖度	- 9 -
图表 18：中国大豆供需（百万吨）	- 9 -
图表 19：四大粮商基本介绍	- 9 -
图表 20：2000-2021 年度中国各油品消费量	- 10 -
图表 21：2020 年中国主要油品食品消费量占比	- 10 -
图表 22：豆油平均价与进口大豆价格变化较同步	- 10 -

图表 23: 国内豆油消费量 (单位: 千吨)	- 10 -
图表 24: 国内豆粕消费量 (单位: 千吨)	- 10 -
图表 25: 进口大豆及菜籽压榨.....	- 11 -
图表 26: 大豆压榨利润 (元/吨)	- 12 -
图表 27: 菜籽压榨利润 (元/吨)	- 12 -
图表 28: 大豆压榨日压榨能力排名 (2019 年)	- 12 -
图表 29: 菜籽油加工企业十强 (2019 年)	- 12 -
图表 30: 近年各企业压榨产能布局情况	- 12 -
图表 31: 产业链纵向延伸.....	- 13 -
图表 32: 2019/20 年度 国内食用植物油消费结构.....	- 14 -
图表 33: 植物油消费中 食用消费部分结构	- 14 -
图表 34: 人均可支配收入.....	- 14 -
图表 35: 小包装各规格消费量占比.....	- 14 -
图表 36: 包装化提升产品单价及居民复购率	- 14 -
图表 37: 植物油小包装发展历程.....	- 15 -
图表 38: 中国餐饮收入变化.....	- 15 -
图表 39: 各国餐饮连锁化率 (2020 年)	- 16 -
图表 40: 中国餐饮行业连锁化率 (2015-2020)	- 16 -
图表 41: 不同包装食用油价格对比 (2020 年)	- 16 -
图表 42: 西王包装及散装油毛利率 (2010-2015)	- 16 -
图表 43: 植物油细分品类销售量占比.....	- 17 -
图表 44: 植物油细分品类销售额占比.....	- 17 -
图表 45: 多家植物油企业发力高端产品	- 17 -
图表 46: 2020 年度小包装植物油渠道结构.....	- 18 -
图表 47: 小包装植物油渠道布局变化 (销售额增速)	- 18 -
图表 48: 小包装净利润影响因素.....	- 18 -
图表 49: 2020 年中国食用油企业市占率 (零售端)	- 19 -
图表 50: 2020 年中国食用油品牌市占率 (零售端)	- 19 -
图表 51: 食用油行业企业集中度.....	- 20 -
图表 52: 食用油行业品牌集中度.....	- 20 -
图表 53: 金龙鱼五大估值溢价核心逻辑.....	- 21 -
图表 54: 食用油细分品类及品牌.....	- 21 -
图表 55: 主要油品销售额复合增速对比 (零售端)	- 21 -
图表 56: 植物油上市企业产能布局.....	- 22 -
图表 57: 经销商数量对比 (截止 2020 年末)	- 22 -

食用油：民生属性，消费升级引领发展

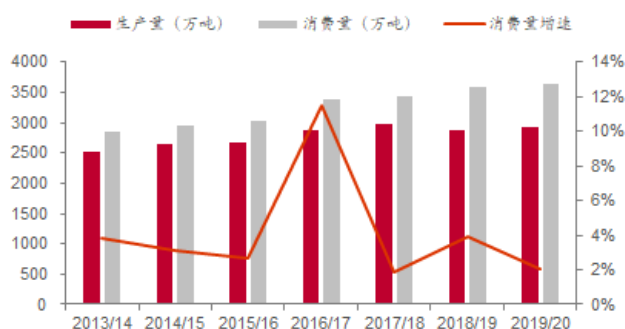
市场容量大，量增放缓

■ 食用植物油占消费主导，产销量稳步增长。食用油按照品类可分为食用动物油和食用植物油。在我国消费结构中，食用植物油占消费主导地位，动物油消费逐年降低。

(1) 从目前市场发展来看，虽然猪油等动物油以其独特风味一直深受部分消费者喜爱，但食用动物油面临一定的健康食用瓶颈，市场容量十分有限，目前市场需求量基本处于停滞状态。以食用猪油为例，结合调研及多方数据，目前猪肉消费量约为植物油的十分之一；根据观研天下数据显示，我国人均年消费量不足1千克，2019年，我国食用猪油产量为39.1万吨，销量约为38.4万吨，分别同比增长1.82%和1.83%，市场基本处于饱和甚至衰退阶段。

(2) 食用植物油产销量维持小幅增长，其中量增主要体现在中包装及散油上；小包装销量趋稳，关注点集中于消费升级带来的毛利率水平提升。根据国家粮油信息中心统计数据，2019/20市场年度，我国食用植物油生产量达2933万吨，5年复合增速为2.19%；2019/20市场年度，食用油消费量达3648万吨，5年复合增速为4.34%。

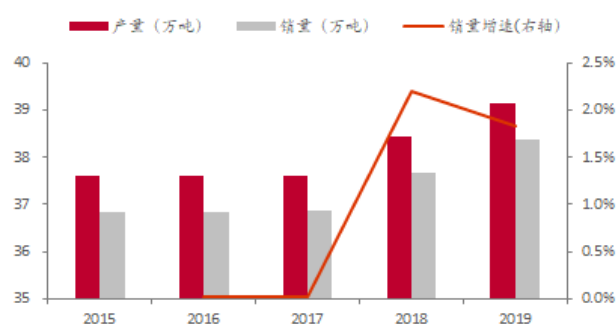
图表 1：中国食用植物油产销量



来源：国家粮油信息中心、中泰证券研究所

注：其中市场年度为当年10月至下年9月

图表 2：国内食用猪油产销量

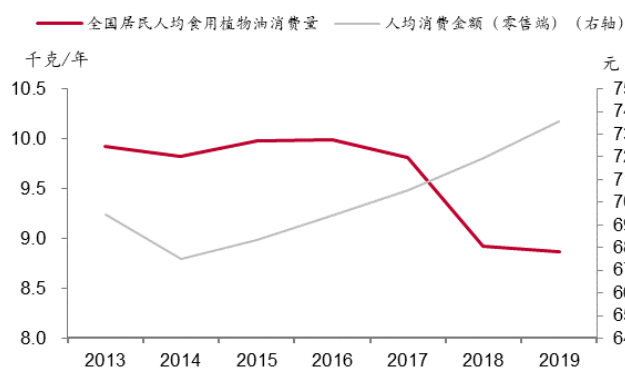


来源：观研天下、中泰证券研究所

■ 人均食用油消费量趋于稳定，消费升级是人均消费额增长的核心驱动力。根据国家统计局数据，我国居民人均食用植物油消费量自2016年达到峰值10.6千克（仅包含家庭消费端）后，呈逐年下降趋势。从下图中能看到，2014年-2019年，人均消费单价稳步提升，但期间主要原料价格（如棕榈油、豆油、菜油）却处于下行区间，说明是消费价格中枢的上移带来了行业毛利的提升。随着“低油、低盐”等健康理念的传播以及消费持续升级，我国人均食用油消费量已基本稳定，但更多的消费者愿意为高端营养健康的食品支付溢价。未来行业结构仍有较大的优化空间，人均消费单价有望稳定提升。

图表 3：人均食用油消费量及人均消费单价

图表 4：棕榈油、豆油、菜油价格



来源：国家统计局、欧睿、中泰证券研究所



来源：欧睿、中泰证券研究所

粮油基因带来低毛利

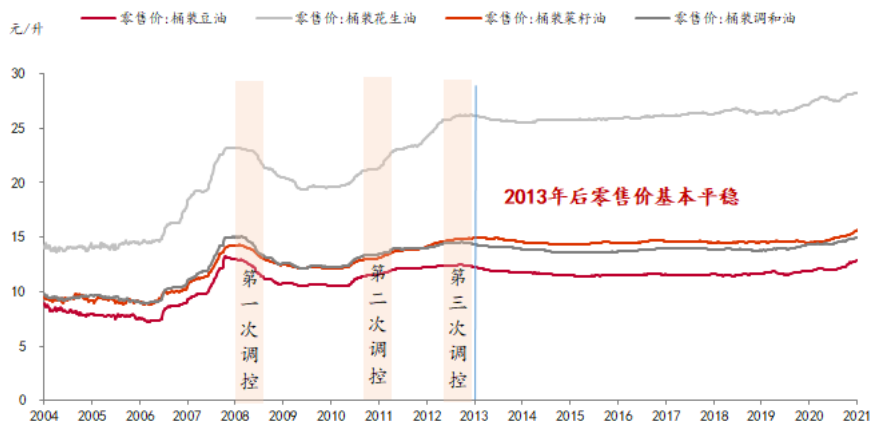
■ **销售端：**（1）粮油产品同质化水平较高，用户粘性不强，终端消费者难以辨别不同品牌食用油味道上的差异。因此，主要采取薄利多销方式经营，毛利水平不高。（2）植物油属于民生食品，政府管控较强，行业整体提价约束大，调价周期较长。2008、2010、2012 年政府均出手控制食用油价格，经过三次调控，小包装植物油价格最终趋稳。

图表 5：发改委 3 次调控食用油价格

时间	相关政策	具体事件	调控效果
2008 年 1 月	《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》	发改委实施临时价格干预，金龙鱼、中粮集团、九三粮油、鲁花集团提价需申报；	本已通过涨价申请的金龙鱼接受建议暂不涨价；2008 年 3 月主要油种零售价开始回调。
2010 年 11 月	国务院“国十六条”明确提出：必要时对重要的生活必需品和生产资料实行价格临时干预措施。	发改委要求金龙鱼、中粮集团、中纺集团、九三粮油的小包装食用油 4 个月内不要涨价；	金龙鱼、中粮等提价趋势放缓。
2012 年 4 月和 7 月		发改委两度约谈中粮集团和金龙鱼，希望保持食用油价格稳定；	除花生油外的其他主要油种价格企稳。

来源：Wind、国家发改委、中泰证券研究所

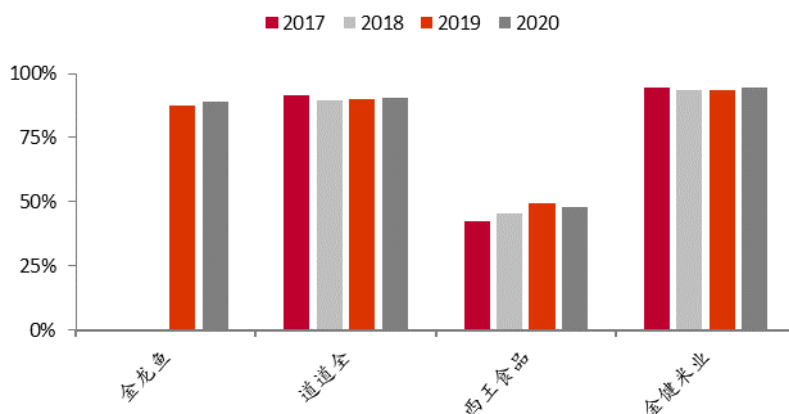
图表 6：发改委三次调控食用油价格



来源：Wind、中泰证券研究所

■ **成本端：植物油的原材料成本占比高，利润波动大。**油料及植物油都是高度国际化的大宗商品，价格受全球供需及贸易流等决定，所有企业都是价格的接受者，油料及毛油价格跟随市场波动。从下图中也能看出，包括金龙鱼在内的主要粮油企业，粮油板块原材料占营业成本比重均在90%左右；另外，西王食品植物油板块原料成本占比显著低于其他三家，主要由于西王以销售玉米油为主，进一步佐证小油种毛利较高。

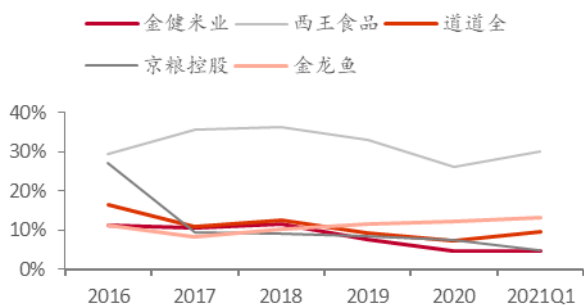
图表 7：企业粮油板块原材料占其营业成本比重大



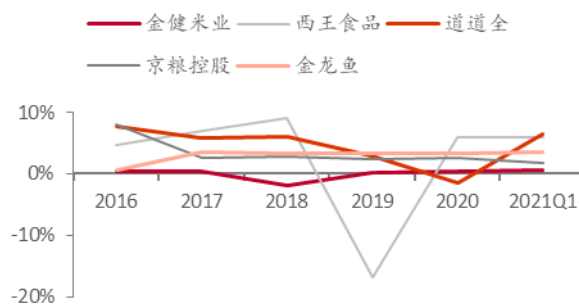
来源：公司公告、中泰证券研究所

注：原材料和营业成本对应各公司年报披露的食用油板块

图表 8：行业上市公司毛利率波动较大



图表 9：行业上市公司净利率偏低



来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

议价能力受制于行业环境

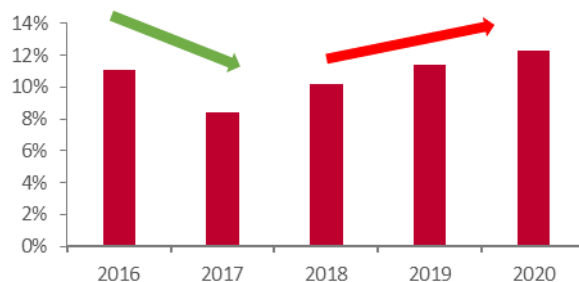
■ 一般而言,在同质化的大宗商品加工行业,消费的活跃程度决定了终端企业(如金龙鱼)的议价能力,即在行业整体消费增长阶段,价格传导自下而上,销售毛利水平高;而在整体消费停滞或下滑阶段,价格传导自上而下,销售毛利水平低。在消费增长周期,终端企业控价、议价能力强,而在消费低迷周期,终端企业只能通过让利、增加促销等手段维持市场份额。

图表 10: 国内豆油消费量



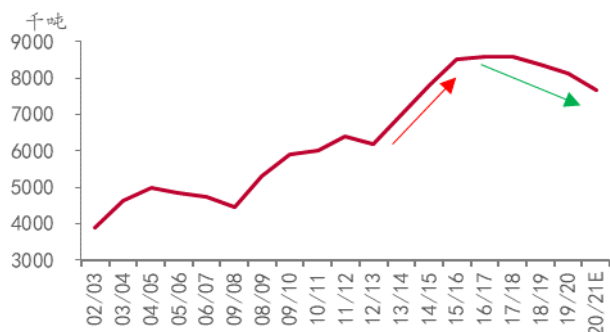
来源: USDA、中泰证券研究所

图表 11: 金龙鱼销售毛利率



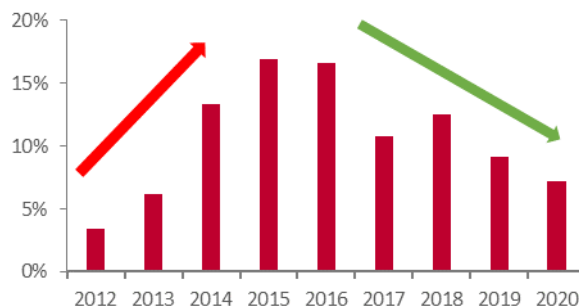
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 12: 国内菜油消费量



来源: USDA、中泰证券研究所

图表 13: 以菜籽油为主营企业销售毛利率

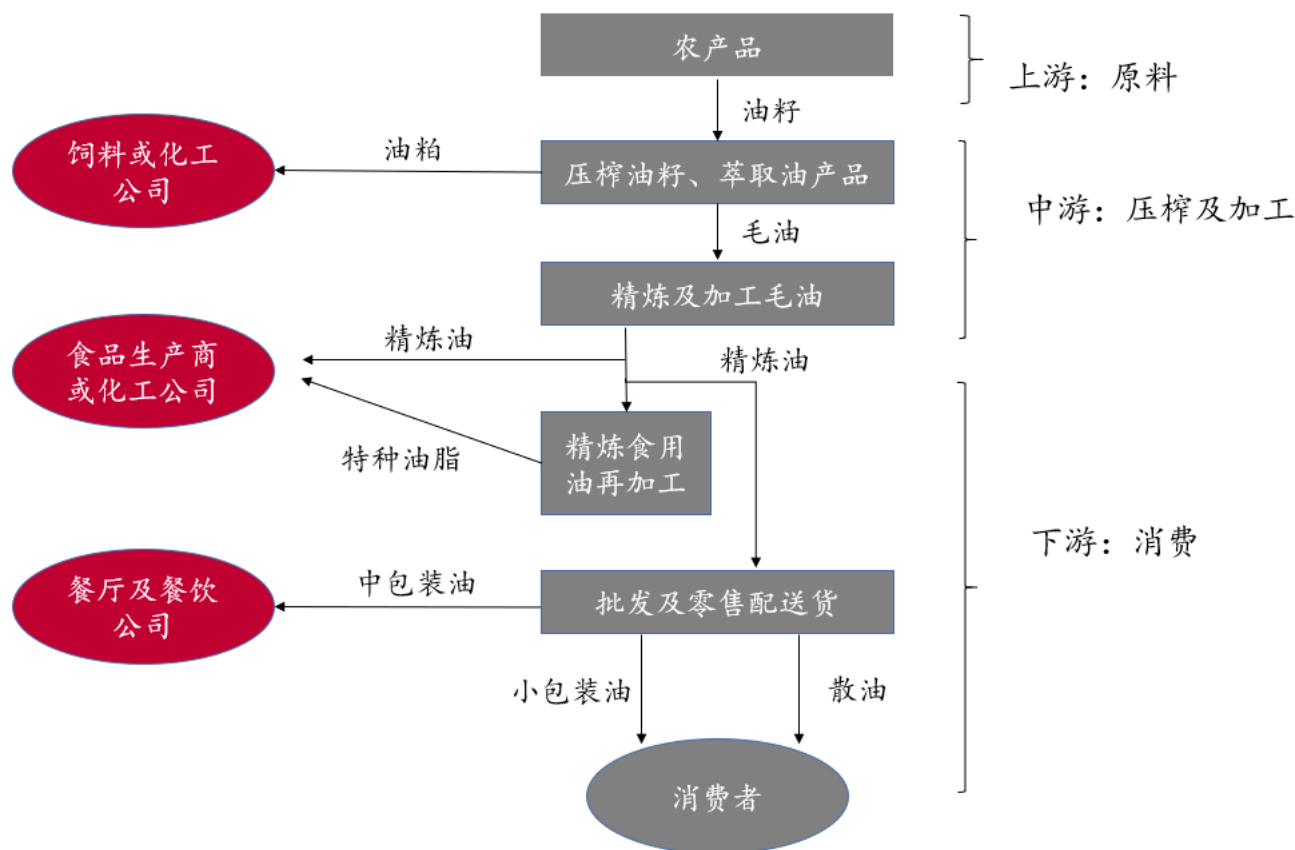


来源: Wind、中泰证券研究所

产业链: 原料决定性, 效率提升和消费品打造齐发展

植物油产业链上中下游商业属性差异较大,上游为高度国际化的大宗农产品,国际价格变化莫测;中游为重资产的压榨及深加工环节,连接上下游,对企业管理要求愈发高;下游面向零售、餐饮服务业、食品加工业等,属于消费逻辑。随着行业不断变革,中游效率提升,下游消费升级,企业仅凭单一产业链环节优势很难在行业内做大做强。

图表 14: 食用油产业链



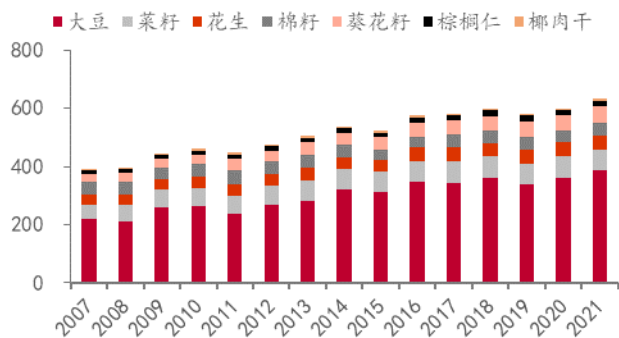
来源：《食用油营销》、中泰证券研究所

上游：高度国际化的大宗商品

- 全球油料主要包括大豆（产量占比61%）、菜籽（11.6%）、葵花籽（8.7%）、花生（7.8%）、棉籽（6.9%）等。贸易流方面，大豆进出口占全球油料贸易流的86%左右，是全球农产品的风向标，排名二、三的分别是菜籽（8.5%）与葵花籽（1.6%）。从国内来看，20/21年度我国进口大豆突破1亿吨，占全球大豆贸易量的60%左右，国内大豆对外依存度达到80%以上。由于国内对转基因大豆应用的管控，进口大豆主要用于压榨生产豆油及动物饲料，因而粮油加工行业受国际大豆影响较大。（注：以上数据均来自USDA 21/22年度5月报告）
- 此外，四大粮商（美国ADM、美国邦吉、美国嘉吉、法国路易达孚）控制着全世界80%的农产品贸易量，从上游原料、中游生产加工，再到下游市场供应，均有控制权。目前，中粮和益海嘉里，是唯一可以与四大粮商比肩的粮油企业。

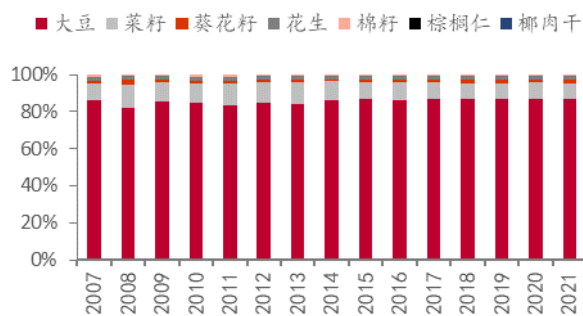
图表 15：全球主要油料产量变化（百万吨）

图表 16：全球油料贸易流



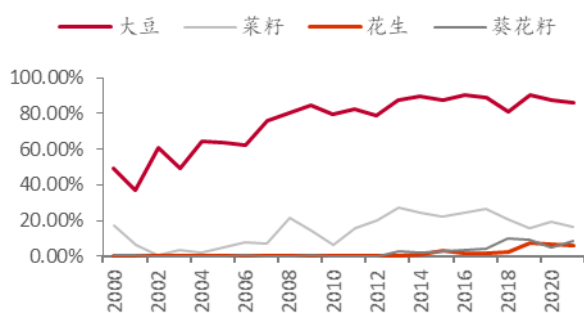
来源：USDA、中泰证券研究所

图表 17：中国主要油料对外依赖度

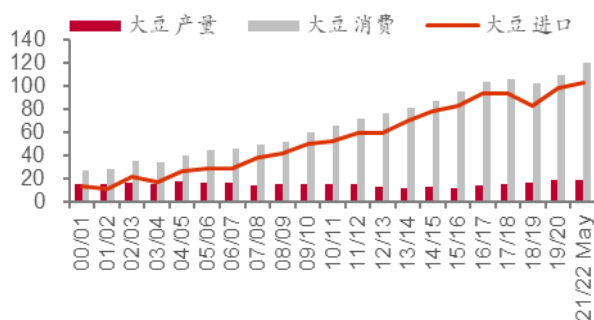


来源：USDA、中泰证券研究所

图表 18：中国大豆供需（百万吨）



来源：USDA、中泰证券研究所



来源：USDA、中泰证券研究所

图表 19：四大粮商基本介绍



A. ADM：更像石油企业的粮食巨头；全球最大的玉米、油籽和小麦加工商之一，也是全球最大的谷物与油籽处理商，全球第五大谷物贸易商，同时还是全球最大的活化燃油乙醇生产商。



B. 邦吉：最古老的国际大粮商；全球第三大大豆加工商、谷物出口商，也是全球第二大大豆出口商，在全球30多个国家拥有400多家工厂。



C. 嘉吉：私人控股的世界第一粮商；美国第一大玉米饲料制造厂商，在全球60多个国家布局粮食生产制造、交易、运输业务，是目前全球粮食交易规模最庞大的粮食集团。

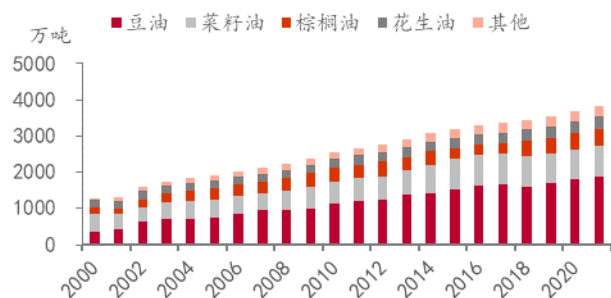


D. 路易达孚：欧洲粮商巨擘；全球第三大粮食出口商，还是法国最大的粮食贸易商，在欧洲市场布局多年，在南美洲的巴西拥有多家乙醇制造厂，业务遍布多个国家。

来源：中泰证券研究所

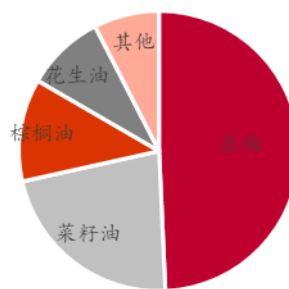
■ 食用植物油亦是高度国际化的大宗商品，根据 USDA 19/20 年度数据显示，棕榈油(产量占比 35%)、豆油(28%)、菜籽油(14%)、葵花油(10%) 四大油脂占全球植物油总产量的 87%；贸易流方面，棕榈油出口量占全球植物油贸易总量的 48%，是全球植物油定价的风向标，排名二、三的分别是葵花籽油(13%)与豆油(12%)。从国内来看，豆油、菜籽油、棕榈油是最主要的消费油品，其中豆油消费占比将近总量的一半，棕榈油全部依靠进口。

图表 20: 2000-2021 年度中国各油品消费量



来源: USDA、中泰证券研究所

图表 21: 2020 年中国主要油品食品消费量占比



来源: USDA、中泰证券研究所

图表 22: 豆油平均价与进口大豆价格变化较同步



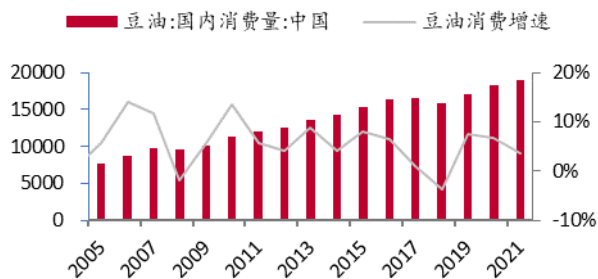
来源: Wind、中泰证券研究所

中游: 低效产能出清中, 行业整合提效进行时

■ 中游主要指对油料进行压榨、萃取等方式得到毛油和粕类, 毛油经过进一步精加工成为食用油, 粕类则直接作为饲料原料出售给饲料企业。其中, 大豆油是我国食用油消费占比最大的油种, 豆粕是饲料最主要的蛋白饲料原料。

图表 23: 国内豆油消费量 (单位: 千吨)

图表 24: 国内豆粕消费量 (单位: 千吨)



来源: USDA、中泰证券研究所



来源: USDA、中泰证券研究所

■ **豆粕消费触及天花板，压榨行业步入存量博弈：**大豆压榨加工后的产品主要为豆油和豆粕，粗略来看，100%大豆产出等于18%的豆油、80%的豆粕和2%的损耗率。在过去国内食用油供给不足的时代，大豆压榨的主产品为豆油。但随着经济的发展和居民生活水平的不断提高，人们对油脂的边际消费递减，叠加棕榈油、菜籽油等食用油的进口开放，豆油的消费增速放缓。在生活水平上升的同时，居民饮食结构偏好也发生变化，人们对肉、蛋、奶的需求上升，其背后的逻辑就是养殖业对饲料蛋白的需求旺盛，因此豆粕需求逐渐成为大豆压榨的主驱力。目前，国内蛋白消费增长已经达到相当水平，增速出现放缓，与养殖技术的不断提升，共同制约豆粕需求的进一步增长，压榨行业进入存量博弈。

图表 25: 进口大豆及菜籽压榨

大豆压榨



菜籽压榨

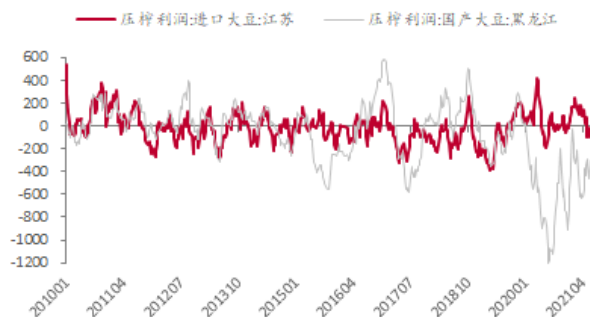


来源: 中泰证券研究所

■ **低效产能出清中。**食用油压榨行业经历了计划经济、放开市场化、快速发展阶段后（国内大豆压榨能力增速远快于大豆实际压榨量增速），目前产能已经处于过剩阶段。根据 oilcn 油讯数据分享，2019 年国内压榨产能达 46.5 万吨/日，其中进口大豆压榨产能约 41.8 万吨/日，按照一年 335 天的运营日期计算，大豆年压榨量可达 1.56 亿吨，而 2019 年中国压榨行业加工大豆

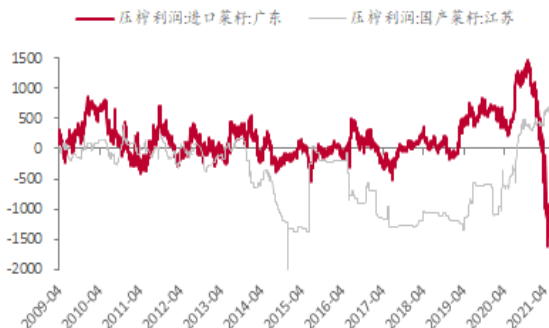
约 9000 万吨，开机率仅约六成。产能过剩叠加压榨利润转负，2018-2019 年大豆压榨行业经历洗牌，经营规模小，缺乏资金实力的低效产能被迫出清。

图表 26: 大豆压榨利润 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27: 菜籽压榨利润 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

■ **横向一体化：行业整合提效进行时，强者恒强。**虽然行业产能过剩，开工率不足，但根据渠道调研，我们了解到，旺季期间，综合实力强劲的大型企业仍是满负荷开工，积极布局压榨产能，加大全国覆盖率，试图在原料采购和运输上获取成本优势，形成规模经济。随着行业不断发展，我国油料加工产能向头部企业集中趋势愈发明显，集中度不断提高。根据天下粮仓数据显示，中国 2015 年前十大企业压榨量合计占全国 71%，2019 年提升至 84%（其中，中粮约为 18%，益海嘉里 16%，九三和中储粮各 8%）。

图表 28: 大豆压榨日压榨能力排名 (2019 年)

大豆压榨集团日压榨能力排名 (2019 年)			
01	中粮集团	08	邦吉集团
02	益海嘉里	09	和润集团
03	九三集团	10	山东三维
04	中储粮	11	路易达孚
05	渤海集团	12	东凌粮油
06	汇福集团	13	河南阳光
07	嘉吉中国	14	山东香驰

来源: Oilcn 油讯、中泰证券研究所

图表 29: 菜籽油加工企业十强 (2019 年)

菜籽油加工企业十强 (2019 年)	
益海嘉里	湖北省粮油(集团)有限责任公司
中粮集团有限公司	山东鲁花集团有限公司
道道全粮油股份有限公司	长安花粮油股份有限公司
防城港澳加粮油工业有限公司	浙江新市油脂股份有限公司
湖南粮食集团有限责任公司	成都新兴粮油有限公司

(排名不分先后)

来源: Oilcn 油讯、中泰证券研究所

图表 30: 近年各企业压榨产能布局情况

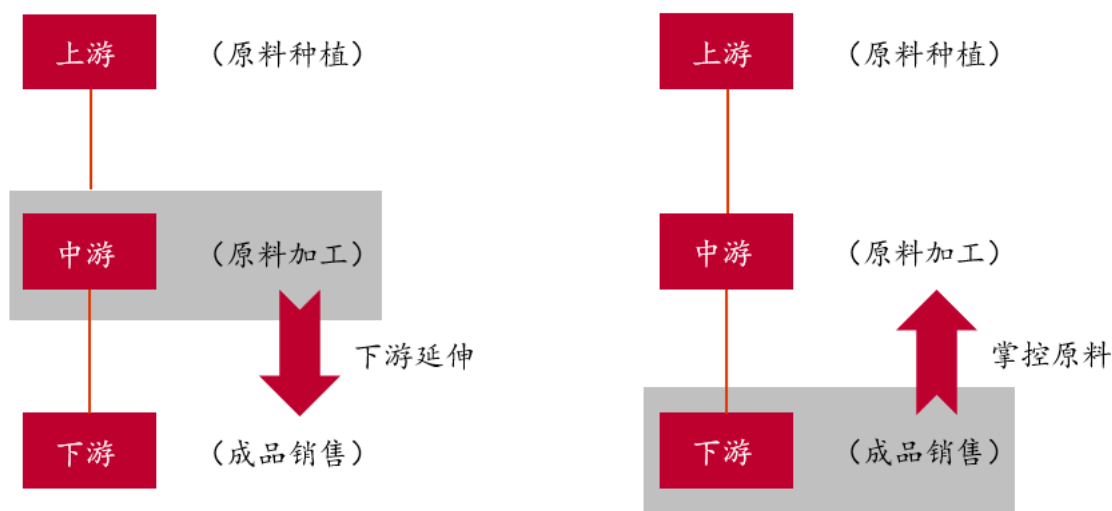
公司	扩产能计划
中粮集团	中粮油脂业务板块计划启动四个新建项目，分别位于陕西、海南、吉林和辽宁，包括：陕西西安渭南大豆压榨/油脂精炼及小麦加工项目、海南澄迈马村港油脂加工项目、吉林榆树精炼油脂项目。
益海嘉里	益海嘉里分别在重庆、太原、茂名、潮州等地新建或扩建大豆压榨项目，已经或即将投产；同时在河南周口/开封市、江苏启东等地拟建及正在新建包括大豆压榨在内的粮油项目。

九三集团	2020 年九三集团与丹东临港集团老东北农牧公司签约，通过租赁的方式，重启其大豆压榨项目； 2021 年 3 月，九三与河南阳光油脂安阳公司委托加工项目签约，九三压榨板块加工产能将得到提升。
中储粮	2020 年在山东日照启动包括大豆压榨在内的粮油加工物流仓储项目；2021 年初与京粮控股合资成立公司，启动湖南岳阳油脂基地项目。
山东渤海	青岛董家口粮油基地项目于 2021 年开工建设。
嘉吉集团	2020 年通过司法拍卖收购山东新良油脂资产，改造升级为旗下大豆压榨厂。
路易达孚	2020 年与江海粮油合作启动张家港二期粮油饲料项目。

来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

- 纵向一体化：全产业链延伸，既能加强对产品生产、销售的全程把控，又能获取更为丰厚的全产业链利润（压榨利润+终端销售利润）。**面对产能过剩、集中度的提高、上游国际价格的变化莫测和下游产业转型升级的挑战，除了部分综合实力强劲的大型集团，如益海嘉里，无论在横向一体化，还是纵向一体化布局中，都已成为首屈一指的领导型集团，市场份额遥遥领先。很多大中型的行业玩家，也在试图打通自身产业链，如四大粮商之一的路易达孚，在 2019 年中国进博会推出高端食用油品牌“金掌门”，向下游市场进行延伸。也有部分企业，在下游市场积累了较高的品牌认知度和美誉度后，逐步向中游拓展。

图表 31：产业链纵向延伸

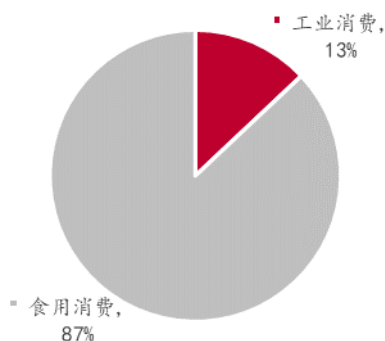


来源：中泰证券研究所

下游：原料决定性，体现消费品溢价是关键

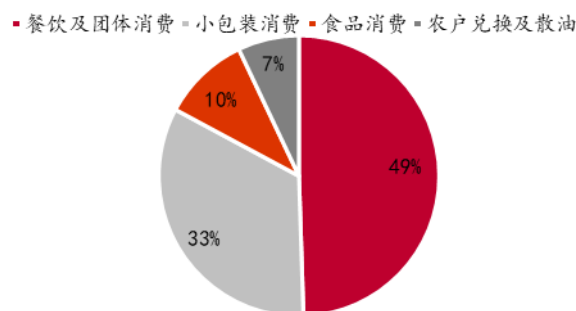
按照包装方式划分，食用植物油产品分为小包装（5L 及以下）、中包装（10L~22L）、散装三种规格。其中小包装以家庭消费为主，中包装以餐饮消费为主，散装用于工业消费，部分用于家庭及餐饮消费（如民间小榨）。根据国家粮油信息中心数据，我们估算目前小包装占比约为 33%，中包装占比超过 45%，散油占比不到 20%（食品消费 10%+ 农户兑换及散油 7%+ 极少量餐饮及团体消费）。其中，小包装主要面对终端大众消费者，拥有消费逻辑，中包装及散油销售价格主要采取随行就市，与上游价格关系紧密。随着食品安全卫生等意识的崛起，散油市场将逐渐萎缩，下文主要对小包装油进行阐述分析。

图表 32: 2019/20 年度 国内食用植物油消费结构



来源：国家粮油信息中心、中泰证券研究所

图表 33: 植物油消费中 食用消费部分结构



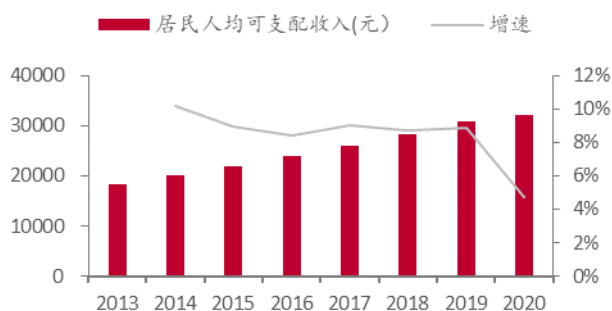
来源：国家粮油信息中心、中泰证券研究所

(一) 消费升级引领包装化

城镇化进程的加快和居民人均可支配收入的提升，为包装油需求提供优质土壤，一方面，促进家庭厨房食品的消费升级；另一方面，促进餐饮高景气及连锁化发展。企业在进行上游原料管理、中游降本增效的同时，研发下游产品需要迎合消费升级趋势，体现消费品溢价是关键，包括品牌和产品力打造、持续推新品、产品结构持续优化等。

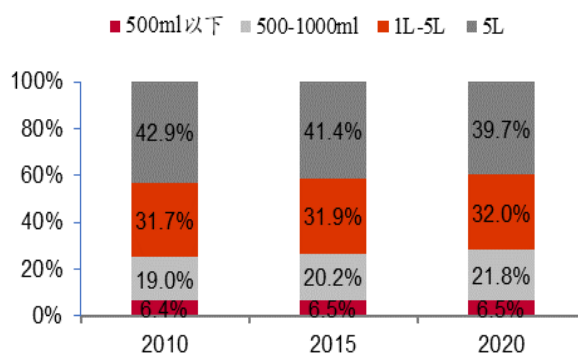
■ **小包装油在家庭渠道的渗透率有望持续提升。**当前在一、二线城市，小包装油消费占比已经较高，在追求包装化的同时，包装颜值越来越高，规格逐渐变小，贴近当下“小家庭化”的需求。而在其他城市及农村，散装油仍存在较大的替代空间，小包装油渗透率有望持续提升。根据欧睿数据显示，传统 5L 规格食用油的消费占比从 2010 年的 43% 下降到 2020 年的 39.7%，而 1L 及以下规格食用油消费量占比从 25.4% 上升到 28.3%，进一步佐证小包装食用油的消费趋势。

图表 34: 人均可支配收入



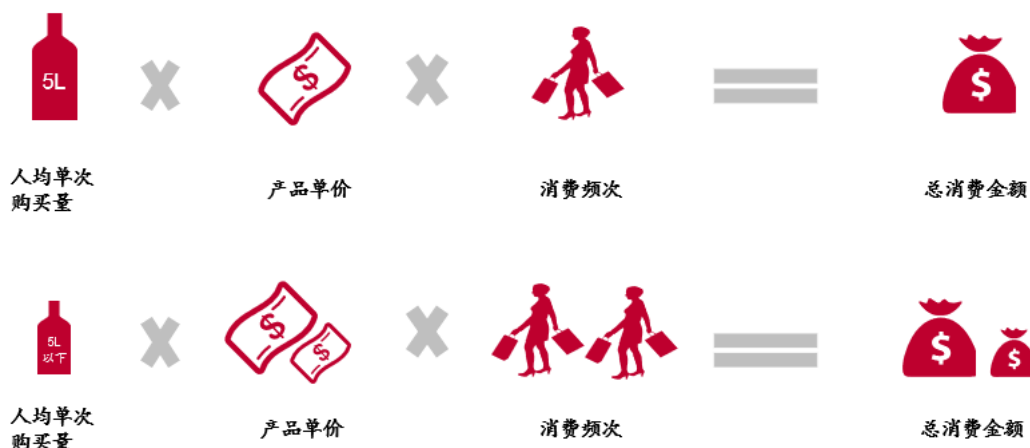
来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 35: 小包装各规格消费量占比



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 36: 包装化提升产品单价及居民复购率



来源：中泰证券研究所

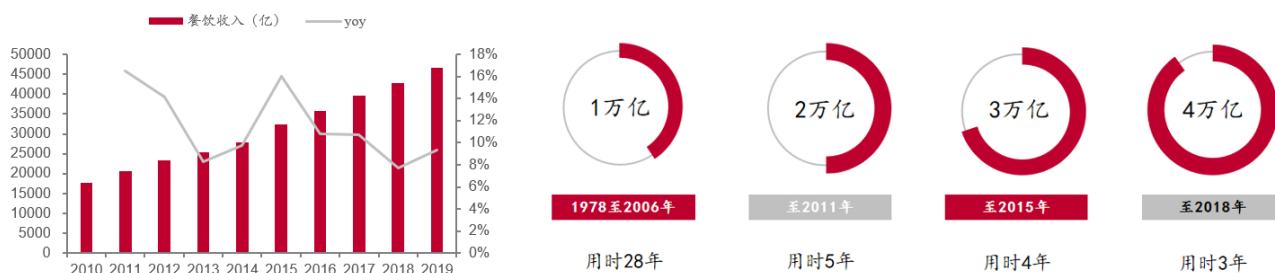
图表 37：植物油小包装发展历程



来源：中泰证券研究所

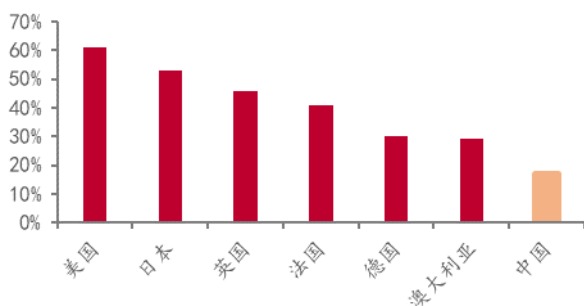
■ **餐饮连锁化促进包装油对散油的替换需求。**我国餐饮处于快速发展期，2018 年餐饮收入突破 4 万亿元，从下图可以看出，餐饮收入每增加 1 万亿元，所需周期越来越短。近 5 年，除 2020 年疫情影响，其他年份餐饮收入均保持两位数的增速。后疫情时代，餐饮的快速修复和持续高景气为食用油需求带来支撑。同时，随着我国餐饮业连锁化和标准化进程加快，对食材及配料的标准化要求也更高，而供货稳定、品质有保障的包装油更适应餐饮连锁化的快速发展。

图表 38：中国餐饮收入变化



来源：国家统计局、中国饭店协会、美团研究院、中泰证券研究所

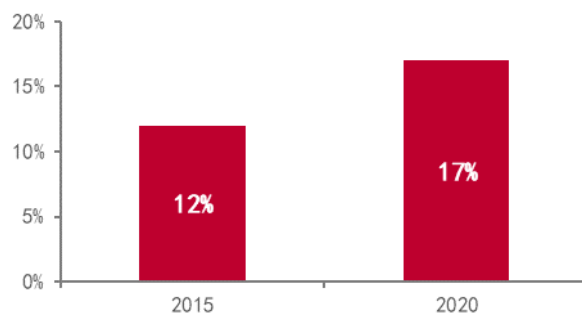
图表 39：各国餐饮连锁化率（2020 年）



来源：国家统计局、欧睿、中泰证券研究所

注：拥有 10 家及以上门店的被定义为连锁企业

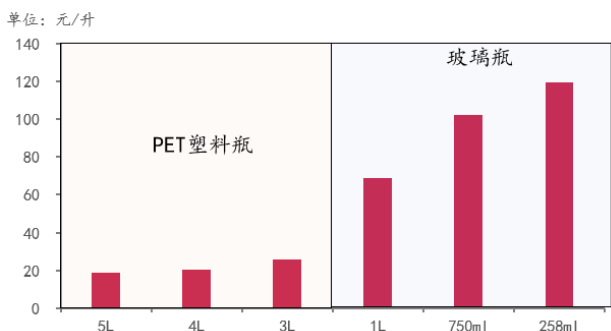
图表 40：中国餐饮行业连锁化率（2015-2020）



来源：国家统计局、欧睿、中泰证券研究所

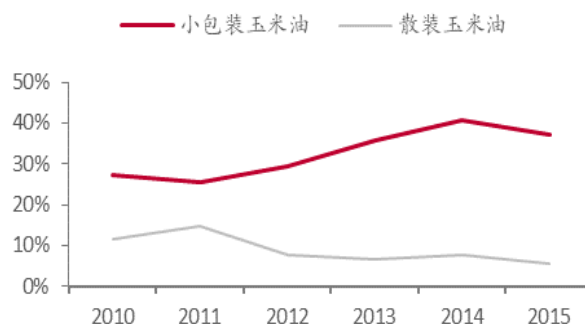
■ **包装化有助抬升盈利中枢，提升行业规模。**根据欧睿数据及草根调研，我们观察到包装油单价高于散装油单价，同时，小规格包装溢价能力显著高于大规格包装油。此外，包装油的毛利率水平高于散装油约 10PCT 以上。所以，随着包装油对散装油的替代，行业盈利中枢有望抬升。

图表 41：不同包装食用油价格对比（2020 年）



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 42：西王包装及散装油毛利率（2010-2015）

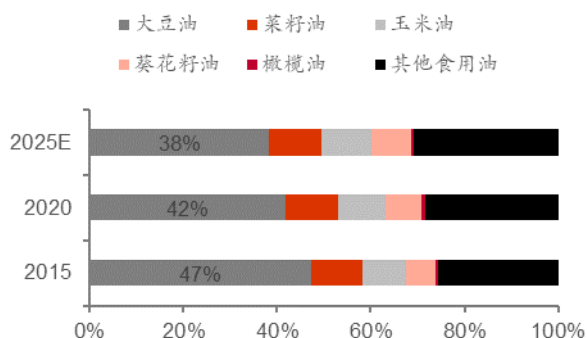


来源：Wind、中泰证券研究所

（二） 高端化初见雏形

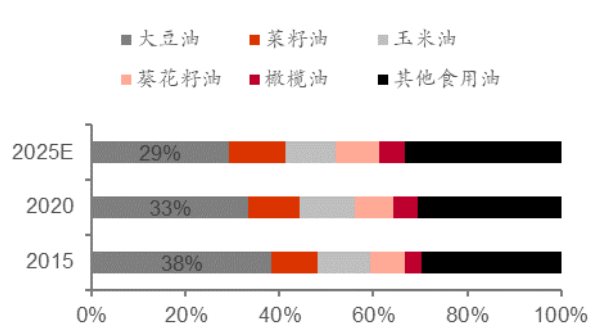
■ 国民消费向小油品进军，橄榄油等高附加值油品销售额增速较快。根据欧睿数据库，中国食用植物油消费量由大到小依次为，豆油（42%）、菜籽油（11.2%）、玉米油（10%）、葵花籽油（7.4%）及其他小油品（注：以2020年消费量占比为例）。近五年来，豆油消费量占比逐渐下降，取而代之的是橄榄油、玉米油等油品的快速增长。2020年我国食用油零售额达1100亿元，其中大豆油零售额约为368亿元，占总零售额33.47%，15-20年复合增速为0.44%；橄榄油占比低但零售额增速最快，15-20年复合增速为11.82%；2020年葵花籽油、菜籽油和其他类小包装食用油增速分别为9.77%、12.09%、9.66%。我国居民食用油选择日趋多元化，消费走向高端化，橄榄油、核桃油等高附加值油品越来越受欢迎。

图表 43: 植物油细分品类销售量占比



来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 44: 植物油细分品类销售额占比



来源：欧睿、中泰证券研究所

■ 行业玩家纷纷布局中高端油种，健康元素为高端加码。粮油食品市场进入品质化消费推动高端优质油种的消费。目前行业内各企业全面布局中高端油种，进一步佐证中高端油种占比有望持续提升。如，金龙鱼推出“零反式脂肪系列”，鲁花推出高油酸系列高端花生油，都是为了迎合消费者健康需求的高端产品。从植物油现有产品结构来看，添加了健康营养元素的油品价格更高，溢价能力更强。

图表 45: 多家植物油企业发力高端产品

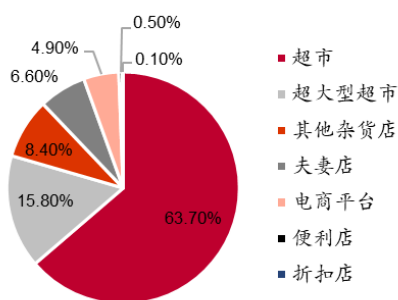
时间	事件	产品
2017 年前后	鲁花推出了高油酸含量的高端花生油。	
2020 年	金龙鱼推出零反式脂肪系列食用油。	
2021 年初	九三有机大豆油亮相倡导健康升级。	

2021年4月	中粮福临门旗下的高端食用油品牌中粮家香味入驻京东。	
2021年5月	益海嘉里旗下高端食用油品牌YOJI朴食有机作为全新打造的有机健康品牌，涵盖有机椰子油、有机葵花油等品类。	
2021年之后	西王食品将为消费者提供营养成分更加全面的高端玉米油新产品。	

来源：根据公开信息整理、中泰证券研究所

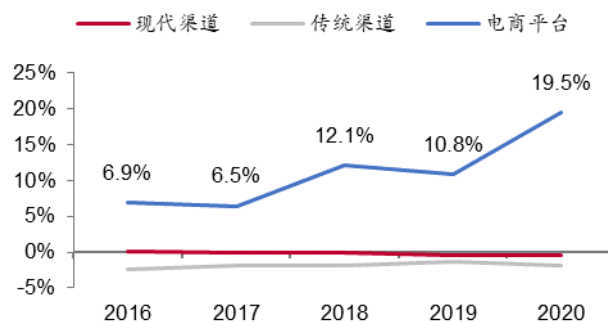
■ **借力新兴渠道，高端油种渗透率不断提升。**根据欧睿数据，2020年国内包装食用油线下渠道比例高达95.1%，其中超市、超大型超市、夫妻店、杂货店占主导，这些门店分散在各级省市、县城及农村等多层市场。2020年国内小包装植物油电商渠道比例达4.9%，同比增长19.51%。线上渠道由于粮油物流成本压力较大，多用于发展新品或销售小规格、高附加值品类。

图表 46：2020 年度小包装植物油渠道结构



来源：欧睿国际、中泰证券研究所

图表 47：小包装植物油渠道布局变化（销售额增速）

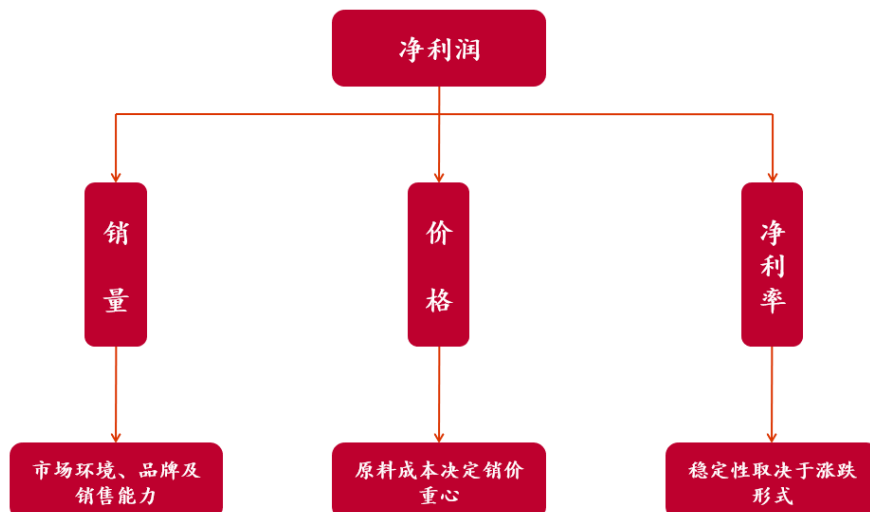


来源：欧睿国际、中泰证券研究所

注：现代渠道包括：超市、便利店、折扣店；传统渠道包括：农贸市场、夫妻店等杂货店

■ **结合我们之前报告《本币升值降低进口粮成本》提到的一小包装行业利润=价格*销量*净利率。**其中价格属于大宗逻辑，油种价格重心的抬升；销量取决于油品间的价差以及营销能力；净利润部分的稳定性体现的是传导能力，而能不能传导取决于价格上涨的形式：急涨，暴跌，缓跌、缓涨，只有第一种形式对小包装行业是不利的，而目前急涨的行情显然已经结束，所以市场环境开始对小包装行业有利。植物油的估值应该是（消费品+大宗）或者（消费品-大宗）两种情形，而目前显然是第一种。

图表 48：小包装净利润影响因素



来源：中泰证券研究所

■ 综上，我们认为，随着行业不断变革，中游效率提升，下游消费升级，企业仅凭单一产业链环节优势很难在行业内做大做强。从中长期来看，我们看好行业内一体化综合实力强劲的一线龙头和具备大宗+消费双重属性的企业。

竞争格局：头部优势显著，二线加速布局

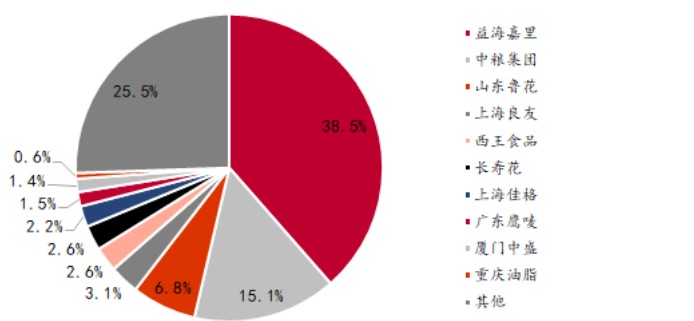
我国植物油行业已接近存量市场，当前结构性升级已是竞争重点。头部企业在行业内积淀深厚，不管在供应链把控、还是生产及销售上均占主导，优势明显，行业地位难以被超越。部分中小企业面临上游产能低效、下游产品同质化的局面，难以顺应行业发展趋势而被淘汰。二线龙头受益于行业洗牌，有望提高市场占有率，打通产业链布局，并做大做强。

龙头地位稳固，行业地位难超越

■ 行业一超多强格局稳定。1) 从公司市占率看，近10年食用油市场份额占比前三分别都是益海嘉里、中国粮油、山东鲁花，2010、2020年食用油市场CR3分别为57%、60.4%，集中度有所提高，其中益海嘉里近10年的市场份额稳居40%左右，与中粮15%、鲁花7%市占率相比，行业龙头地位稳固。2) 从品牌市占率来看，2020年益海嘉里旗下的金龙鱼市占率(32.5%)稳居第一，欧丽薇兰2.5%、胡姬花1.9%，均进入前十大食用油行列；中粮集团“福临门”13.7%位居第二；鲁花为中国花生油第一品牌；玉米油领域，长寿花、西王平分秋色；多力为葵花籽油品类龙头。

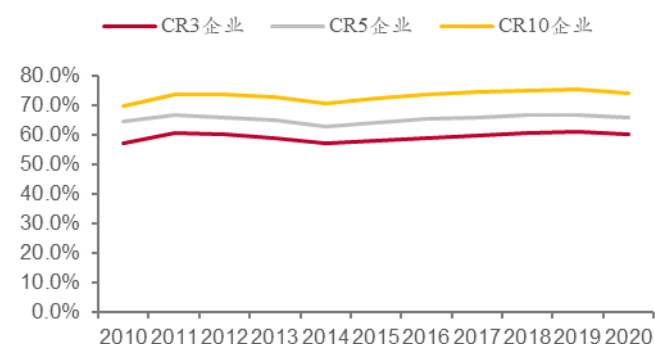
图表 49：2020 年中国食用油企业市占率（零售端）

图表 50：2020 年中国食用油品牌市占率（零售端）

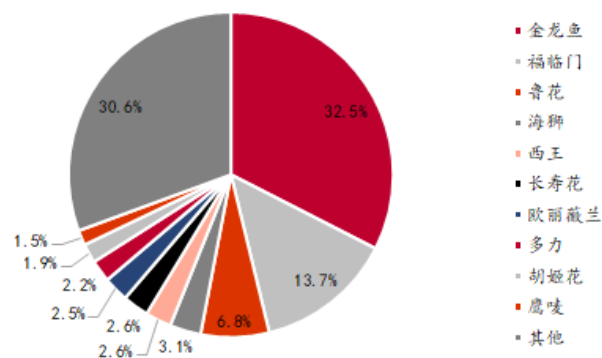


来源：欧睿数据库、中泰证券研究所

图表 51：食用油行业企业集中度

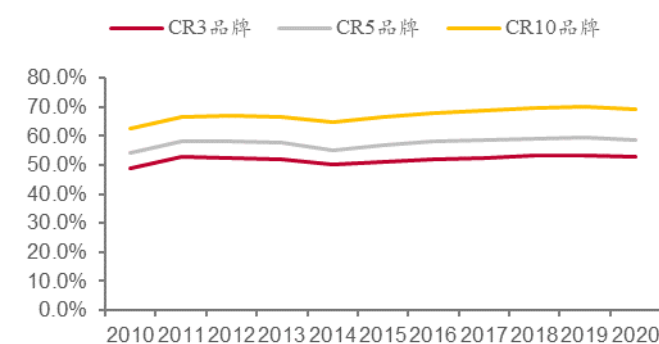


来源：欧睿数据库、中泰证券研究所



来源：欧睿数据库、中泰证券研究所

图表 52：食用油行业品牌集中度



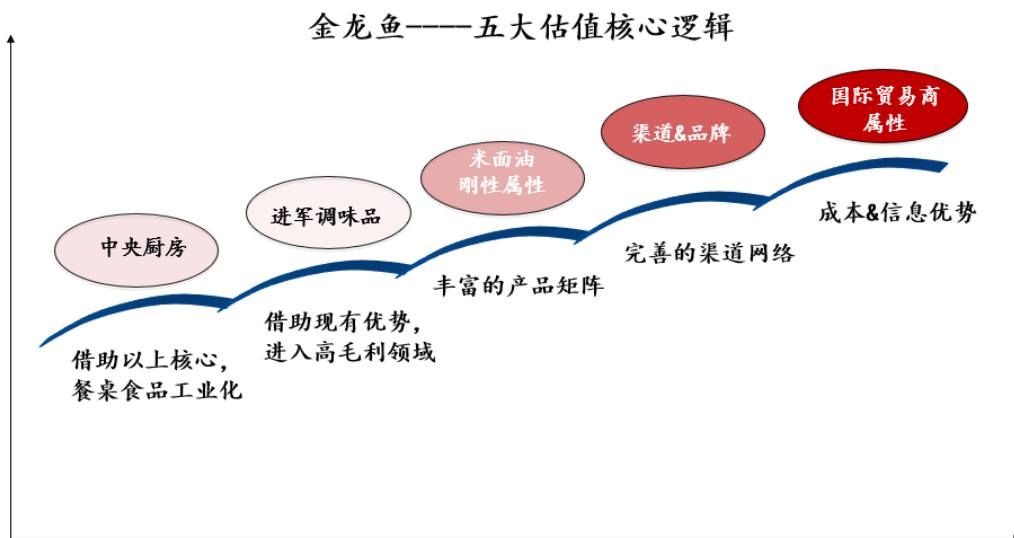
来源：欧睿数据库、中泰证券研究所

■ **金龙鱼：五大核心逻辑支撑估值溢价：**

- 国际贸易商属性（最核心逻辑）：**粮油行业属于低毛利率行业，议价能力较弱，所以，能够控制原材料采购，拥有成本优势显得至关重要。首先，金龙鱼背靠益海嘉里，拥有原料采购优势；其次，金龙鱼作为优质龙头，能够集中大规模采购以及集约化生产，享有规模效应，亦有更强的成本控制和盈利能力；最后，粮油原料价格波动剧烈，合理控制风险才能确保盈利的稳定性和持续性，金龙鱼具备丰富的套期保值经验及全球信息优势。
- 渠道及品牌优势：**渠道网络布局完善：建立了全国性经销网络，积极开拓新兴渠道（电商、生鲜），推动渠道下沉。
- 米面油刚性属性：**作为餐桌日常的基本需求，米面油产品组合丰富且在各产品领域建立了较高的市场知名度，消费者忠诚度较高。
- 借助现有优势，进军毛利更高的调味品行业。**就调味品行业而言，毛利更高，价格带丰富，行业集中度低，龙头成长空间大。金龙鱼进军调味品的优势：①大豆、白糖等原料采购优势明显，金龙鱼是海天、李锦记等调味品企业主要大豆供应商；②百万终端网点服务及覆盖能力助力调味品放量；③品牌塑造能力强；④质量优势：在技术上，丰益国际全球研发中心和新加坡国立大学淡马锡生命科学实验室合作重点研究酱油，成立酱油数据库，形成技术支持。
- 中央厨房——第二增长曲线：**借助公司丰富的产品线、完善的产业链和渠道网络等，为公司中央厨房业务开展提供基础，将打造从源头到餐桌的中央厨房全产业链生态链。目前，

金龙鱼在河北廊坊、重庆、陕西兴平和浙江杭州的四个中央厨房项目已经进入规划。未来发展潜力大，有望成为公司的第二增长曲线。

图表 53: 金龙鱼五大估值溢价核心逻辑



来源：中泰证券研究所

二线龙头：深耕细分领域，产能渠道齐发展

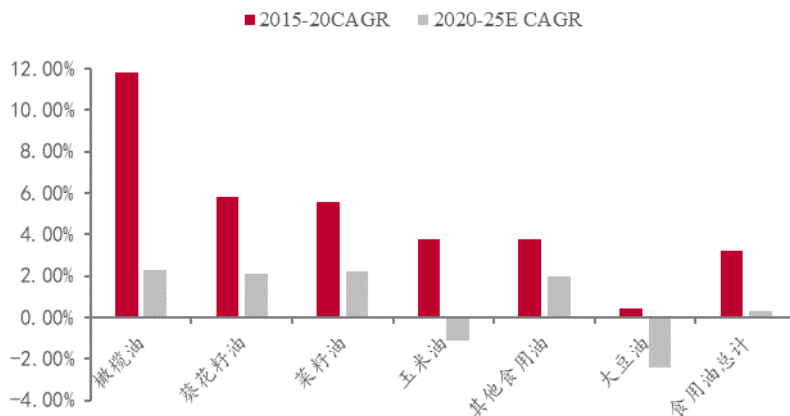
■ **二线龙头：压力和机遇并存，深耕细分领域。**对于二线龙头，如多力、西王等，除了来自金龙鱼、中粮的压力外，还要与成百上千个地方性小品牌竞争。金龙鱼、福临门凭借自身在全产业链的把控可采取多品牌战略，其他二线龙头虽是多品种布局，但已经明显具有特色油品的属性，如，西王玉米油、鲁花花生油、多力葵花籽油等。

图表 54: 食用油细分品类及品牌

食用油品类	代表品牌	核心竞争力	消费偏好
花生油	鲁花	核心技术：5S物理压榨工艺； 品牌优势； 原料采购优势；	华北地区为主，但近年来区域性走弱
菜籽油	道道全	细分市场定位准确； 具备品牌及终端优势；	长江流域
玉米油	长寿花	定位：健康—低饱和脂肪、低热量、零胆固醇	南方部分地区偏好玉米油，口味清淡、适合烘焙
	西王	定位：新鲜—“6重保鲜锁”	
葵花籽油	多力	先发优势； 营销推广能力强；	口味清淡，可替代性较强； 需求呈收缩趋势

来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 55: 主要油品销售额复合增速对比（零售端）



来源：欧睿、中泰证券研究所

■ **延伸产业链，助力产能和渠道协同发展。**面对竞争激烈的粮油市场，唯有不断提高自身综合实力才能在市场中立稳脚跟。多家二线龙头企业均在积极新建或扩建产能、提升压榨、精炼、包装的能力、深掘渠道，为企业竞争赋能。

图表 56: 植物油上市企业产能布局

公司简称	产能布局
金龙鱼	截止2020年12月31日，公司拥有已投产生产基地66个，并正在建设数个生产基地，进一步增加厨房食品的生产网点，扩大相应的产能规模。目前公司在持续投资加大米、面产能。后期调味品也会根据发展规划和市场需求来决定进一步的产能扩张；
西王食品	2021年积极推进2020年8月开始建设的扩建年产30万吨小包装玉米油项目，达产后，公司将达年产60万吨产能；
京粮控股	公司和中储粮公司拟在湖南岳阳、海南洋浦合作建立大豆压榨项目；
道道全	2019年开始建设的岳阳二期、广东茂名及江苏靖江食用油加工项目，预计都将于2021年上半年完工投产。以上生产基地的投资建设，有利于扩大公司粮油产能规模，完善产业、产能布局，丰富公司产品品类，进一步提升公司的综合竞争力；

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 57: 经销商数量对比(截止2020年末)

公司简称	经销商数量(家)
金龙鱼	5097
京粮控股	2468
金健米业	769
西王食品	近800
道道全	1113

来源：公司公告、中泰证券研究所

风险提示：原材料价格波动风险；政府价格干预风险；套期保值风险；食品安全风险

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。