

# 粮油龙头再出发

## 金龙鱼首次覆盖报告

### 核心观点

- **公司是国内排名前列的粮油、饲料原料与油脂科技生产商。**我们认为公司具备四大看点：1) 公司背靠母公司丰益国际及其股东 ADM，原料采购成本低、上游原料掌控力强。2) 公司以“综合企业群模式”降成本，运用“循环经济”理念，通过“吃干榨净”的加工模式提价值。3) “金龙鱼”品牌价值位列粮油品牌第一，品牌影响力不仅是其公司的强大护城河，还有望帮助其新品类迅速开拓市场。4) 公司在国内构建了强大的经销网络，同时积极拓展直销渠道和电商开发，提高终端客户覆盖能力。
- **厨房食品需求稳定，饲料原料把握周期。**1) 厨房食品：公司主要产品为米面油，需求具备刚性特征。公司食用油产品线丰富，以接近 40%的市场份额位列食用油行业第一，米面业务则伴随包装米面渗透率提升仍具发展空间。2) 饲料原料：我们认为本轮猪周期已实现反转，同时黄鸡产能去化深入，价格具备上行动力。随养殖周期反转趋势确立，公司将受益后周期，饲料需求有望在 2023 年得到明显恢复。
- **原料价格回落，释放业绩弹性。**1) 食用油：根据 USAD7 月供需报告，22/23 年度全球大豆产量同比+11%，库存消费比同比-1.9pct。在增产背景下，6 月底以来国际大豆价格高位回落。2) 米面：小麦价格与玉米倒挂，饲用消费大幅减少，新作预估有所盈余，小麦现货价自 4 月高点逐渐回落。3) 油脂科技：5 月下旬以来印尼政府宣布解除棕榈油出口禁令，叠加马来西亚进入增产季且劳工问题有望改善，棕榈油价格明显下跌。我们预计原料价格或将进一步下降，带动公司利润改善。
- **布局调味品，发力中央厨房。**目前公司的调味产品有芝麻油、花椒油等，同时也通过与台湾丸庄合作、收购山西梁汾醋业等方式开发酱油和醋。公司实行差异化战略，产品定位高端，同时利用已有的原材料优势和渠道优势，进军调味品有较大潜力。此外，公司开始布局中央厨房，采用自用生产+对外出租的双模式，扩展盈利方式。目前杭州、周口央厨项目已经投产，另有廊坊、重庆、兴平等项目建设中。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 53.85、80.78、91.85 亿元，同比分别为 30.3%、50.0%、13.7%，对应 EPS 为 0.99、1.49、1.69。公司业务涉及厨房食品、饲料原料和油脂科技，根据可比公司平均估值，我们给予公司 2023 年 36 倍 PE，目标价 53.64 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险、原材料价格波动风险、套期保值风险、存货跌价风险、汇率波动风险

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	194,922	226,225	260,497	274,355	285,132
同比增长(%)	14.2%	16.1%	15.1%	5.3%	3.9%
营业利润(百万元)	8,919	6,430	7,746	11,896	13,428
同比增长(%)	26.2%	-27.9%	20.5%	53.6%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	6,001	4,132	5,385	8,078	9,185
同比增长(%)	11.0%	-31.1%	30.3%	50.0%	13.7%
每股收益(元)	1.11	0.76	0.99	1.49	1.69
毛利率(%)	11.0%	8.2%	8.2%	9.5%	10.5%
净利率(%)	3.1%	1.8%	2.1%	2.9%	3.2%
净资产收益率(%)	8.1%	4.9%	6.1%	8.5%	8.8%
市盈率	40.3	58.5	44.9	29.9	26.3
市净率	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2022年08月24日)	44.58 元
目标价格	53.64 元
52 周最高价/最低价	75.47/42.7 元
总股本/流通 A 股 (万股)	542,159/54,265
A 股市值 (百万元)	241,695
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 08 月 25 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.44	-5.59	3.14	-37.29
相对表现	-1.16	0.91	7.33	-12.18
沪深 300	-3.28	-6.5	-4.19	-25.11



### 证券分析师

张斌梅	021-63325888*6090 zhangbinmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020002 香港证监会牌照：BND809
谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001

### 联系人

樊嘉敏	fanjiamin@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

## 目录

金龙鱼：粮油一体化航母 .....	5
看点一：实力雄厚，大平台优化采购成本 .....	7
看点二：高效协同，一体化布局提升效益 .....	8
看点三：粮油龙头，品牌影响力深入人心 .....	10
看点四：多点开花，多渠道实现全面覆盖 .....	12
空间：厨房食品需求稳定，饲料原料把握周期 .....	13
厨房食品：市场需求稳定，包装替代散装 .....	13
饲料原料：后周期发力，原料市场大有可为 .....	16
弹性：原料价格回落，释放业绩弹性 .....	19
粮油：至暗时期已过，静待利润修复 .....	19
油脂科技：棕榈油价下跌，成本改善可期 .....	21
破局：布局调味品，发力中央厨房 .....	24
盈利预测与投资建议 .....	26
盈利预测 .....	26
投资建议 .....	27
风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 公司主营业务.....	6
图 2: 2022H1 实现营收 1194.83 亿元, 同比增长 15.74%.....	6
图 3: 2022H1 公司营收结构.....	6
图 4: 2022H1 实现毛利 89.92 亿元, 同比下降 13.8%.....	7
图 5: 2022H1 公司综合毛利率下降至 7.5%.....	7
图 6: 公司股权结构 (截至 2022 年 8 月 15 日).....	7
图 7: 丰益国际全球工厂布局.....	8
图 8: 公司原材料供应商构成 (2021A).....	8
图 9: 主要原材料采购单价与国内现货价格 (2022H1).....	8
图 10: 公司产业链.....	9
图 11: 公司泰州综合企业群鸟瞰图.....	9
图 12: 公司大豆精深加工模式.....	10
图 13: 公司水稻循环经济模式.....	10
图 14: 粮油及调味品主要品牌消费者触及数及渗透率.....	11
图 15: 2021 年粮油品牌品牌价值.....	11
图 16: 公司各产品主要品牌.....	12
图 17: 2021 年总营收中经销占比 29%.....	12
图 18: 2021 年厨房食品业务营收中经销占比 48%.....	12
图 19: 2022H1 公司经销商数量达 6033 家, 同比增加 14%.....	13
图 20: 2022H1 前五大经销客户收入占经销收入的 5.40%.....	13
图 21: 2022H1 厨房食品营收 761 亿元, 同比增加 15%.....	14
图 22: 2022H1 厨房食品销量 1013 万吨, 同比增加 4%.....	14
图 23: 公司食用油销售收入及占比.....	14
图 24: 2020 年全国居民人均食用植物油消费量为 9.8 千克.....	15
图 25: 2021 年度中国食用植物油消费量估计在 3634 万吨.....	15
图 26: 2015 年起中国大米消费量有所回升.....	15
图 27: 中国小麦制粉消费基本稳定.....	15
图 28: 2022H1 饲料油脂营收 425 亿元, 同比增加 16%.....	16
图 29: 2022H1 饲料油脂销量 1007 万吨, 同比减少 3%.....	16
图 30: 公司饲料原料主要品类.....	17
图 31: 22 年 4~7 月猪料产量同比大幅下降.....	17
图 32: 猪料产量变化和行业存栏变化具有较高相关性.....	17
图 33: 2022 年 4 月中旬以来猪价持续上涨.....	18
图 34: 能繁母猪存栏量是判断未来 10 个月生猪供应和价格的领先指标.....	18

图 35: 黄羽肉鸡父母代总存栏 .....	18
图 36: 白羽肉鸡父母代总存栏 .....	18
图 37: 2022H1 大豆及加工品占公司采购量的 40% .....	19
图 38: CBOT 大豆及豆油价格创下历史新高 .....	19
图 39: 菜籽油和葵花油价格创下历史新高 .....	19
图 40: 桶装豆油提价幅度落后于毛豆油 .....	20
图 41: 桶装菜油提价幅度落后于毛菜油 .....	20
图 42: 稻谷价格相对稳定 .....	21
图 43: 小麦价格创下历史新高 .....	21
图 44: 公司油脂科技工艺流程图 .....	22
图 45: 2021 年国内脂肪酸不完全统计产量为 132.9 万吨 .....	22
图 46: 公司 2019 年脂肪酸产销量分别全国 42%、52% .....	22
图 47: 马来西亚和印尼是棕榈油的主产国和主要出口国 .....	23
图 48: BMD 毛棕榈油价格 3 月以来大幅下跌 .....	23
图 49: 印尼棕榈油月度产量变化 .....	23
图 50: 印尼棕榈油库存产量变化 .....	23
图 51: 马来西亚棕榈油月度产量变化 .....	24
图 52: 马来西亚棕榈油期末库存变化 .....	24
图 53: 2020 年中国调味品市场规模 3950 亿元, 同比+18% .....	25
图 54: 2020 年中国调味品行业市场份额 .....	25
图 55: 中央厨房盈利模式 .....	26
图 56: 公司中央厨房六大优势 .....	26
表 1: 金龙鱼发展历程 .....	5
表 2: 线上直销销售产品 .....	13
表 3: 公司厨房食品的主要品类与规格 .....	14
表 4: 大豆供需平衡表 .....	20
表 5: 小麦供需平衡表 .....	21
表 6: 印尼棕榈油出口政策调整 .....	23
表 7: 公司调味品定位高端 .....	24
表 8: 行业可比公司估值 (截止 2022 年 8 月 23 日) .....	27
表 9: 原材料价格波动对 2022 年归母净利润变化敏感性分析 .....	28
表 10: 原材料价格波动对 2023 年归母净利润变化敏感性分析 .....	28
表 11: 原材料价格波动对 2024 年归母净利润变化敏感性分析 .....	28

## 金龙鱼：粮油一体化航母

益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司是国内最大的农产品和食品加工企业之一，中国排名前列的油米面、油脂制品与油脂科技生产商，是世界 500 强新加坡丰益集团在中国投资的控股公司。

1988 年公司第一家工厂——南海油脂在深圳投资建设；1991 年金龙鱼第一瓶小包装食用油上市，推动我国从散装油到包装油的消费变革；2002 年金龙鱼推出倡导 1:1:1™ 膳食营养均衡的第二代调和油，引领中国食用油消费理念从“安全”向“营养健康”跃升的二次革命；2006 年底，丰益国际以 27 亿美元收购了新加坡郭氏集团旗下的嘉里粮油，并将嘉里粮油与其在中国的子公司益海集团合并，成为益海嘉里投资有限公司。

近 30 年，公司以厨房食品为核心，不断推出更丰富、更优质的产品，产业链已经延伸到大米、面粉、油脂科技、饲料原料等诸多领域。2004 年丰益油脂科技（上海）有限公司投产，标志集团正式进军油脂科技行业；2006 年米业事业部成立，以全面提升国内水稻加工水平为使命，创建了水稻循环经济模式；2009 年集团成立面粉事业部，积极推进民用粉专用化、烘焙粉差异化的生产营销模式。

表 1：金龙鱼发展历程

时间	事件
1988 年	第一家食用油精炼及小包装工厂——南海油脂在深圳投资建设
1991 年	第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世
1994 年	开展大豆压榨产业链相关业务
2002 年	金龙鱼第二代食用调和油上市
2003 年	小包装食用油年销量突破 100 万吨
2005 年	公司前身益海投资有限公司成立
2006 年	创建首个“水稻循环经济模式”实验基地，探索“精深加工、变废为宝”的产业模式
2009 年	油籽压榨年加工量突破 1000 万吨
2011 年	油脂精炼年加工量突破 1000 万吨、水稻年加工量突破 100 万吨
2012 年	油脂科技产品年销量突破 100 万吨
2015 年	小麦年加工量突破 450 万吨
2016 年	食用油餐饮渠道年销量突破 100 万吨
2017 年	实施 4 次资产重组，丰益国际将其控制的中国境内与公司主营业务相关的经营实体注入公司
2018 年	食品工业专用油脂年销量突破 100 万吨
2020 年	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司在中国深圳创业板上市

数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

目前，公司主营业务包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售。

- **厨房食品：**公司厨房食品种类丰富，知名品牌众多，以小包装零售产品为主，同时公司面向餐饮业客户提供中包装餐饮产品、面向食品工业客户提供特种食品原辅料。
- **饲料原料：**公司饲料原料产品主要面向养殖和饲料企业，产品涵盖豆粕、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：**公司油脂科技产品主要以棕榈油、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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

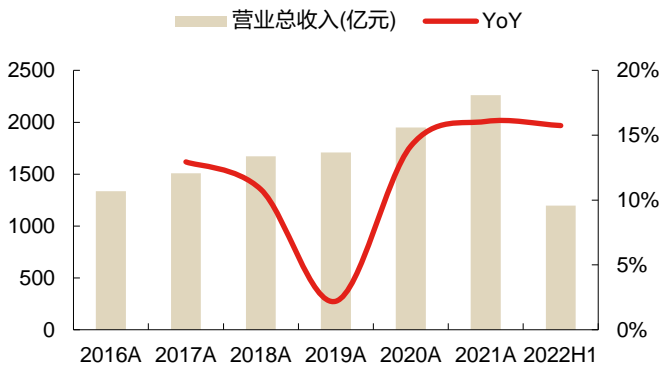
图 1：公司主营业务



数据来源：公司公告、东方证券研究所

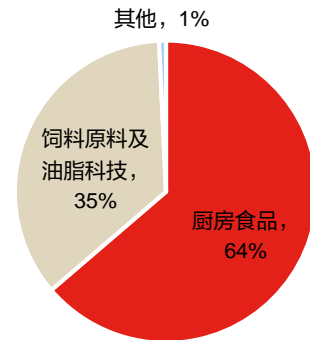
营收方面，2016 年至 2021 年公司营业收入保持增长状态，2019 年增速下滑，主要是因为饲料原料业务受到非洲猪瘟影响导致需求低迷，2020 年后饲料行业下游复养顺利，公司收入增速也如期恢复。2022 年上半年实现公司营收 1194.83 亿元，同比增长 15.74%。分业务看，公司营收主要来源于厨房食品和饲料原料及油脂科技两大块，2022 年上半年厨房食品业务实现收入 761.36 亿元，同比增长 15.41%，占比 64%；饲料原料及油脂科技实现收入 424.69 亿元，同比增长 16.46%，占比 35%。

图 2：2022H1 实现营收 1194.83 亿元，同比增长 15.74%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

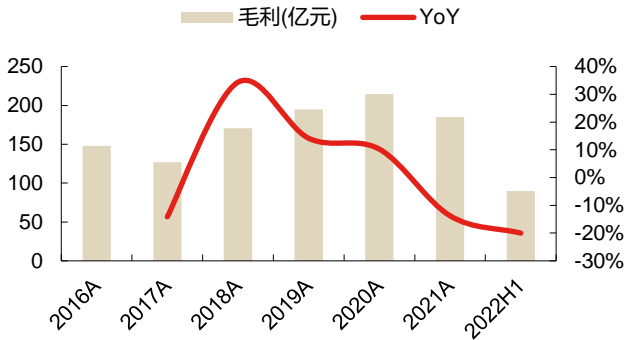
图 3：2022H1 公司营收结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

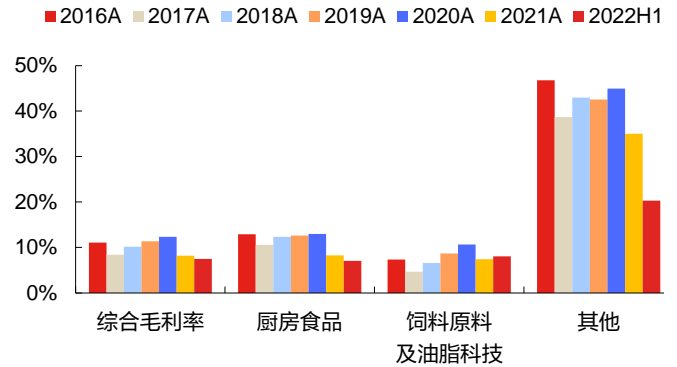
毛利方面，2022 上半年实现毛利 89.92 亿元，同比下降 20%，毛利率 7.53%，同比下降 3.3pct，其中厨房用品实现毛利 53.95 亿元，同比下降 23%，毛利率 7.1%，同比下降 3.6pct；饲料原料及油脂科技实现毛利 34.18 亿元，同比下降 13%，毛利率 8.1%，同比下降 2.8pct。公司毛利率主要受到原材料价格影响，2021 年至今油脂油料原材料价格大幅上涨，导致公司毛利率承压。

图 4：2022H1 实现毛利 89.92 亿元，同比下降 13.8%



数据来源：公司公告、东方证券研究所  
注：2020 年起运输费计入营业成本影响毛利

图 5：2022H1 公司综合毛利率下降至 7.5%

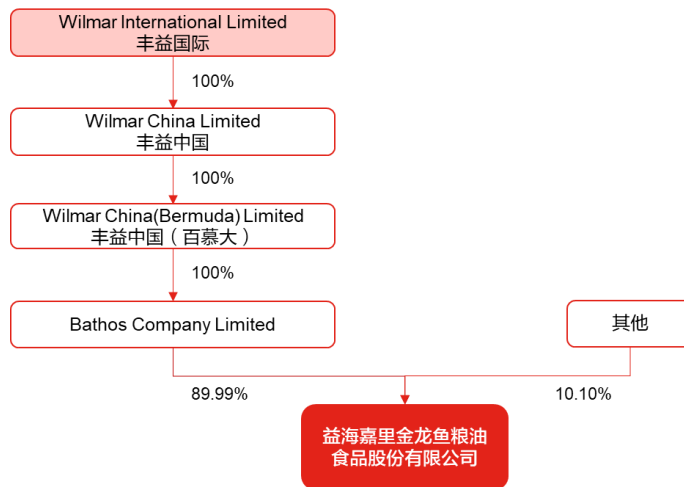


数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 看点一：实力雄厚，大平台优化采购成本

公司系丰益国际集团在中国大陆投资的一系列粮油食品加工、销售等业务的统称。丰益国际集团间接持有公司 89.99% 股权。

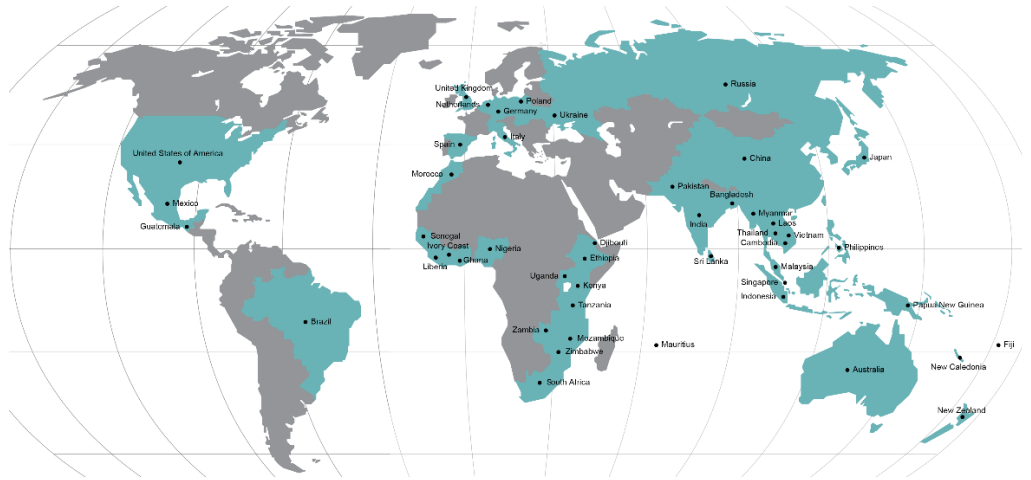
图 6：公司股权结构（截至 2022 年 8 月 15 日）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

丰益国际是亚洲领先的综合农业集团，集团业务包括热带油、油籽、谷物、糖等板块，集团战略核心是构筑从种植、加工、农产品销售整个品牌农产品价值链。目前，集团拥有超过 900 多个生产工厂，覆盖中国、印度、印度尼西亚等 32 个国家和地区。ADM (Archer Daniels Midland) 拥有丰益国际 22.39% 的股权。ADM 是世界上最大的油籽、玉米和小麦加工企业之一，在全球各个国家和地区直接控股或参股 180 多家公司，被称为“四大粮商”之一。

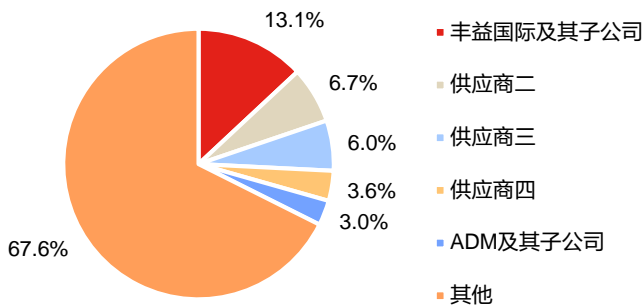
图 7：丰益国际全球工厂布局



数据来源：丰益国际年度报告、东方证券研究所

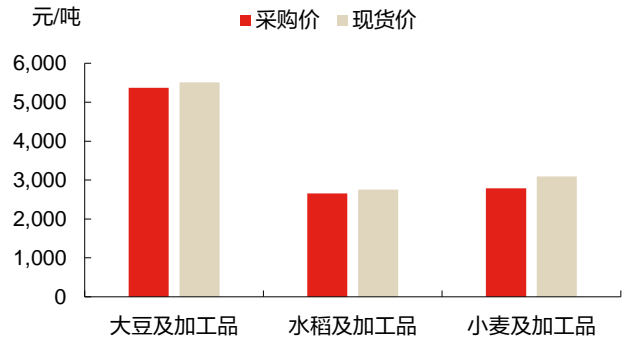
公司所需原材料包括大豆、水稻、小麦、棕榈及月桂酸油、其他油籽加工品等。其中，大豆、棕榈油等原料的主产地分别在美洲、东南亚等国家，对公司上游采购能力有较大要求。公司充分利用母公司上游原料种植、采购的强劲实力，保障公司原料供应和成本优势。丰益国际、丰益国际股东 ADM 长期作为公司主要的原料供应商，2021 年公司向丰益国际、ADM 原材料采购比例分别达 13.05%、3.0%。通过母公司丰益国际以及 ADM 公司两大农产品公司的支持，公司原材料采购单价明显低于国内现货水平。

图 8：公司原材料供应商构成（2021A）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：主要原材料采购单价与国内现货价格（2022H1）

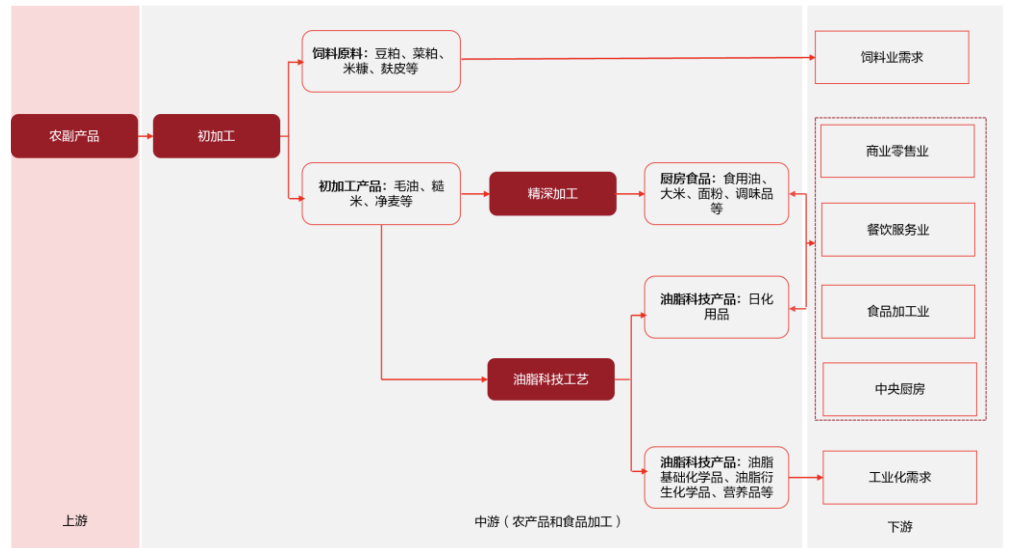


数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 看点二：高效协同，一体化布局提升效益

公司在农产品和食品加工产业链布局完善，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，主要产品包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品，如食用油、大米、面粉、调味品、饮品、日化、进口产品等。在此基础上，为满足餐饮端的需求变化，公司开始投资中央厨房业务。完善的产业链有助于公司一体化协同布局，实现成本下降与产品附加值提升。

图 10：公司产业链



数据来源：公司公告、东方证券研究所

一方面，公司通过建设大型综合企业群实现效率最大化和规模经济，综合企业群以产业链为轴心，纵向一体化布局，内部建立统一的能源、原辅料供应以及仓储物流体系，同时在行政管理、后勤保障等方面统一管理，达到资源共享、节约成本、提高效率的目的。

图 11：公司泰州综合企业群鸟瞰图



数据来源：公司公告、东方证券研究所

另一方面，公司抓住国内广阔的市场需求以及农产品加工行业转型升级的机遇，运用“循环经济”的理念，通过“吃干榨净”的精深加工模式，充分开发利用国产大豆、玉米、小麦等农产品的资源价值，带动农产品加工由初级加工向精深加工转变，由资源消耗型向高效利用型转变，从而实现产业的转型升级，使产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。通过多年研发、摸索，创新性地研发出了“大豆精深加工”“水稻循环经济”等新型产业模式。

➤ 大豆精深加工

国产大豆比之进口大豆，蛋白含量高、品质优，公司针对国产大豆的蛋白特点，以优质国产大豆为原料，开发出产业链条长、技术水平高、产品品类丰富的大豆精深加工产业模式。在这种产业模式下，国产大豆经过不同的生产线分别被加工成豆油、食用磷脂、豆皮、酱油豆粕、食用豆粉、浓缩蛋白、分离蛋白、组织蛋白等总计 200 多种精深加工产品；精炼豆油产生的废白土、皂脚、脂肪酸等副产品，会被集团内的油脂科技企业悉数回收，完成循环再利用。依靠这种模式，国产大豆的独特优势被充分开发。

图 12：公司大豆精深加工模式



数据来源：公司官网、东方证券研究所

### 水稻循环经济模式

公司领先的水稻循环经济模式构建“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”的新型循环经济产业模式。

1. 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. 将加工的主要副产品稻壳用来发电，并从稻壳灰中提取白炭黑、活性炭等高附加值产品；
3. 副产品米糠被用来榨取高营养价值的米糠油，米糠粕可进一步深加工为多种食品、保健品的原辅料。

图 13：公司水稻循环经济模式



数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：灰色为公司尚未投产产品）

## 看点三：粮油龙头，品牌影响力深入人心

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

食品与农业板块竞争激烈，品类繁多，产品同质化严重，品牌是产品差异化的重要表现，优质的品牌可以在消费者中积累认知度、美誉度、认同感，从而提升产品价值。

**食用油品类全覆盖，龙头地位稳固。**公司是国内最大的农产品和食品加工企业之一，覆盖调和油、大豆油、玉米油、花生油、葵花籽油、菜籽油、稻米油、橄榄油、亚麻籽油等小包装食用油产品，旗下拥有金龙鱼、欧丽薇兰、胡姬花等众多知名品牌，食用油销售额持续增长。其中，金龙鱼品牌销售额占比遥遥领先，欧丽薇兰品牌占据了我国橄榄油总销售额的近一半，未来公司龙头地位有望进一步巩固。

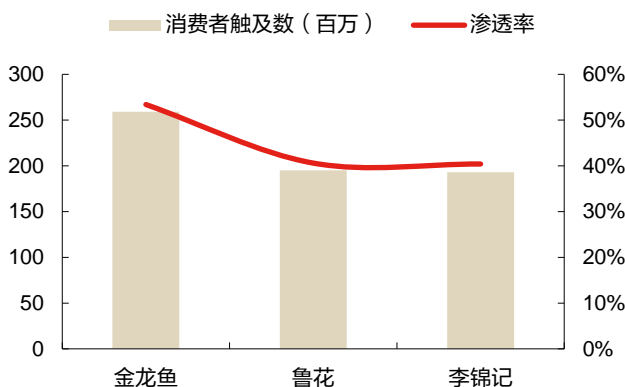
表 2：可比公司主要品牌

公司名称	主要品牌
益海嘉里	金龙鱼、欧丽薇兰、胡姬花、香满园、海皇牌、元宝牌、口福、金燕、百合花
中粮集团	福临门、蒙牛、中茶、酒鬼酒
九三集团	九三
山东鲁花	鲁花
道道全	道道全
西王食品	西王牌
五得利	五得利
克明面业	陈克明
京粮控股	古船、绿宝、古币、火鸟
金健米业	金健

资料来源：公司公告、东方证券研究所

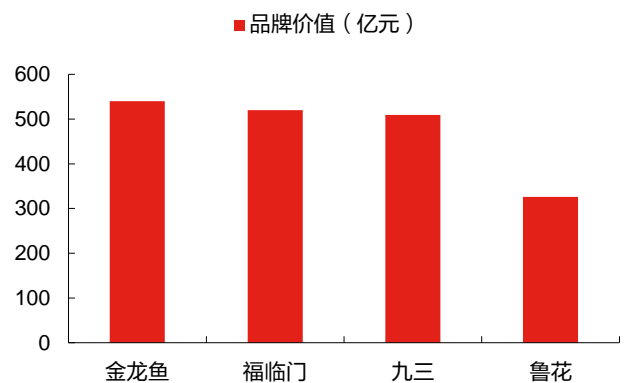
**公司核心品牌“金龙鱼”是国内市场份额领先的粮油消费品牌。**据凯度消费者指数，2021年“金龙鱼”品牌的消费者触及数已达 2.59 亿，位列中国市场第 17 位，渗透率达 53.4%，年购买频次为 2.6 次。根据世界品牌实验室发布 2021 年《中国 500 最具价值品牌》，“金龙鱼”的品牌价值高达 539.81 亿元，位列粮油品牌第 1 位。

图 14：粮油及调味品主要品牌消费者触及数及渗透率



数据来源：凯度消费者指数、东方证券研究所

图 15：2021 年粮油品牌品牌价值



数据来源：世界品牌实验室、东方证券研究所

我们认为，公司粮油的品牌影响力不仅是其市场规模的强大护城河，还有望帮助其新品类迅速开拓市场。当前，公司已经通过品牌共享模式打造了多个核心综合品牌，并通过不断的嫁接新产品、新品类，“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，公司品牌营销和产品推广相辅相成，在通过成熟品牌推广创新产品的同时，优质创新产品也提升了品牌的知名度和美誉度。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 16：公司各产品主要品牌

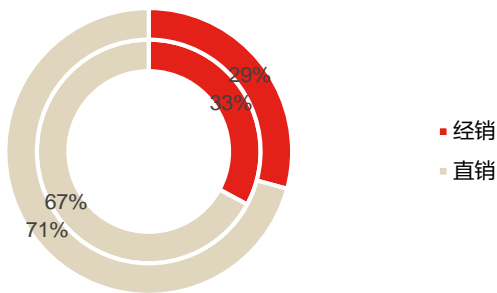


数据来源：公司官网、东方证券研究所

#### 看点四：多点开花，多渠道实现全面覆盖

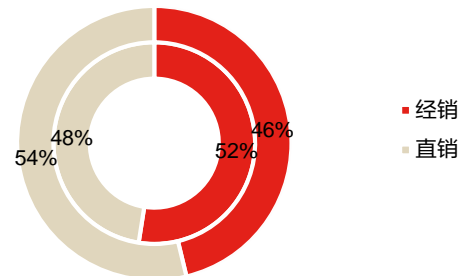
公司经销和直销并重，实现销售网络全覆盖。2021 年，公司营业收入中经销占比 29%，直销占比 71%。但从厨房食品业务来看，2021 年经销营收占比 46%，直销占比 54%。相比之下，饲料原料及油脂科技业务基本以直销为主。

图 17：2021 年总营收中经销占比 29%



数据来源：公司公告、东方证券研究所  
注：外圈为 2021 年，内圈为 2020 年

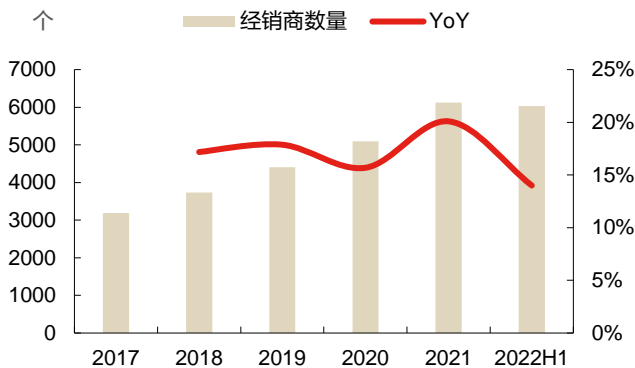
图 18：2021 年厨房食品业务营收中经销占比 48%



数据来源：公司公告、东方证券研究所  
注：外圈为 2021 年，内圈为 2020 年

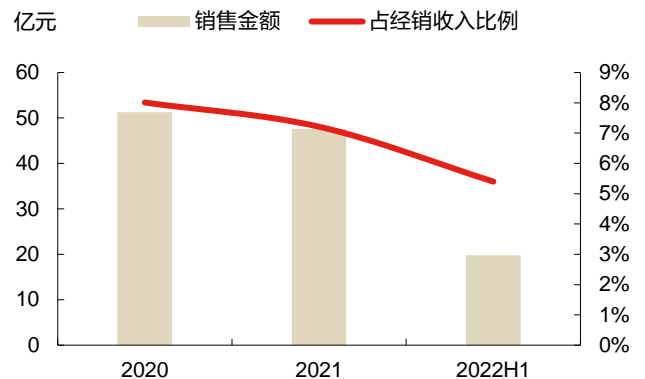
经过多年的市场耕耘，公司在国内构建了强大的销售网络，全面覆盖农贸市场、粮油批发商店、零售店、食杂店等传统零售渠道，福利团购、联合促销、加油站、药店等特殊渠道，以及中小餐饮、快餐连锁等餐饮渠道和小型或区域性食品工业企业渠道。2022 年上半年公司经销商数量达 6033 家，同比增加 14%。公司下游经销商较为分散，对单一经销商的依赖度较低，2022 年上半年前五大经销商客户收入合计 15.8 亿元，占经销收入的 5.40%。

图 19：2022H1 公司经销商数量达 6033 家，同比增加 14%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 20：2022H1 前五大经销客户收入占经销收入的 5.40%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

在发展经销的同时，公司积极拓展直销渠道。一方面，公司维护好与沃尔玛、大润发、华润、家乐福等大型商超，真臻鲜、乡村基、真功夫等大型连锁餐饮企业，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的供应关系，销售厨房食品的同时借助这些渠道销售日化产品。另一方面，公司重视电商渠道的开发，并在积极开拓发达城市的同时，重视县级城市、农村、乡镇市场，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。

表 2：线上直销销售产品

产品品类	平台名称
油、米、面粉及挂面、调味品、日化、杂粮、酵母	抖音
油、米、面粉及挂面、调味品、杂粮	京东
油、面粉、调味品	京喜
油、米、面粉及挂面、调味品、日化、杂粮、酵母	快手
油、米、面粉及挂面、调味品、杂粮、米粉、牛奶	拼多多
油、米、面粉及挂面、调味品、日化、杂粮、米粉、酵母、牛奶	天猫

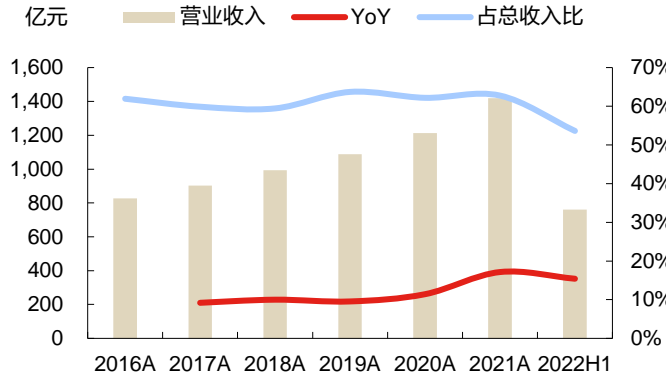
数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 空间：厨房食品需求稳定，饲料原料把握周期

### 厨房食品：市场需求稳定，包装替代散装

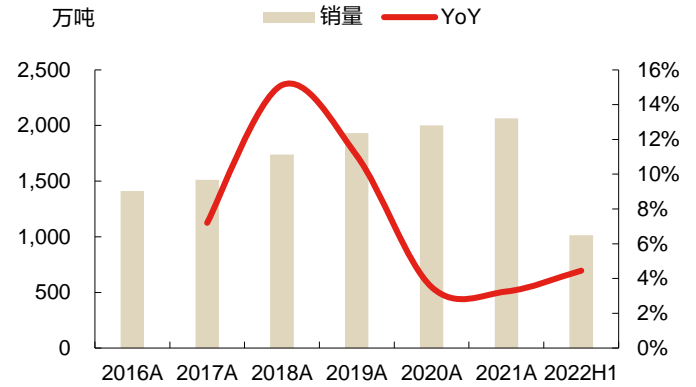
公司厨房食品种类丰富，主要产品为米、面、油。2021 年厨房食品业务分别营收 1419.79 亿元，同比增加 17%，厨房食品销量 2065.61 万吨，同比增加 3%。其中，食用油占厨房食品业务总收入的 75%左右。2022 年上半年厨房食品业务分别营收 761.36 亿元，同比增加 15%，厨房食品销量 1013.3 万吨，同比增加 4%。公司食用油产品线丰富，调和油、大豆油、玉米油、花生油、葵花籽油、菜籽油、稻米油、橄榄油、亚麻籽油等细分赛道均有涉足。

图 21: 2022H1 厨房食品营收 761 亿元, 同比增加 15%



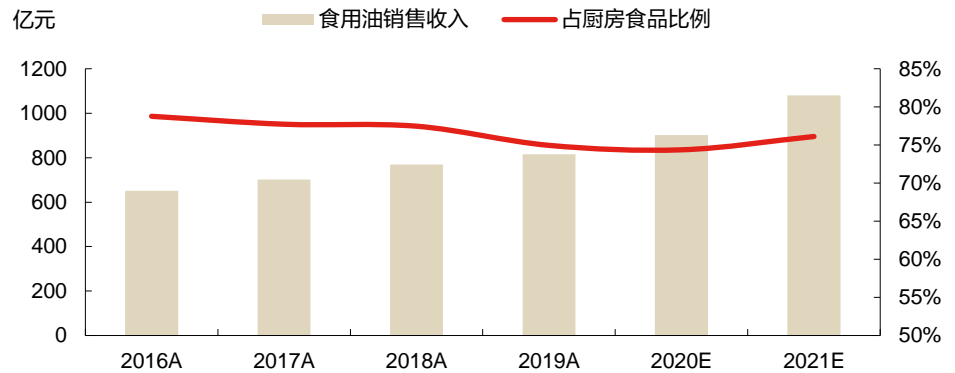
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 22: 2022H1 厨房食品销量 1013 万吨, 同比增加 4%



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 23: 公司食用油销售收入及占比



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

注: 2020、2021 年为测算结果

公司厨房食品全面覆盖零售、餐饮、食品工业渠道。2017-2019 年, 公司零售、餐饮、食品工业三种渠道收入占比区间分别为 42.15%-46.47%, 38.00%-43.79%, 14.06%-15.53%。公司零售产品主要包括小包装食用油、大米、面粉、挂面、调味品等, 餐饮产品主要包括适合餐饮客户的食用油、大米、面粉、调味品、豆浆粉等, 食品工业产品为向食品工业客户提供的原辅料, 主要包括专用油脂、动物油脂、食品辅料、面粉等。

表 3: 公司厨房食品的主要品类与规格

销售渠道	产品品类	规格
零售产品	小包装食用油	小包装
	小包装大米	小包装
	小包装面粉	小包装
	小包装挂面	小包装
	小包装调味品	小包装
餐饮产品	食用油	10L、16L、22L 等
	大米	10KG、15KG、25KG 等
	面粉	25KG 等

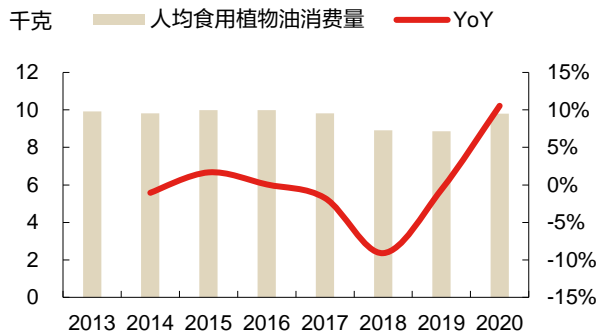
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

食品工业产品	调味品	5L、1.8L 等
	豆浆粉	260G、450G 等
	专用油脂	10KG、15KG、16KG 等
	动物油脂	15KG、20KG、26KG 等
	食品辅料	25KG、50KG、950KG、散装等
	面粉	25KG、散装等

数据来源：公司公告、东方证券研究所

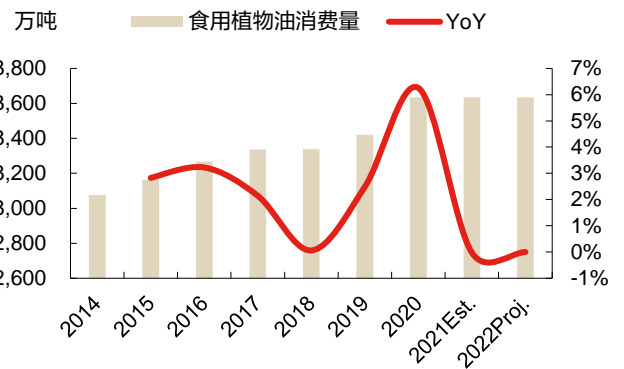
**植物油需求刚性，市场规模保持稳定。**根据国家统计局，2020 年全国居民人均食用植物油消费量为 9.8 千克，2013-2020 年 CAGR 为-0.18%。根据农业部供需平衡表，2021 年度中国食用植物油消费量估计在 3634 万吨，同比下降 0.03%。2014-2021 年中国食用植物油消费量 CAGR 仅 2.4%。预测 2022 年度食用植物油消费量仍维持在 2021 年水平。2016 年-2019 年，公司以接近 40%的市场份额位列小包装植物油行业第一，市占率基本稳定在较高水平。

图 24：2020 年全国居民人均食用植物油消费量为 9.8 千克



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 25：2021 年度中国食用植物油消费量估计在 3634 万吨



数据来源：农业部、东方证券研究所

**包装米面渗透率仍具提升空间。**根据 USDA，2015 年起我国大米消费量有所回升，2015-2022 年大米消费量 CAGR 预计为 1.5%。根据国粮中心，2018-2022 年我国小麦需求中用于制粉的消费量基本持平，CAGR 仅为 0.3%。虽然消费量基本维持稳定，但目前我国食用米面仍以散装为主，包装米面占比较低。近几年，随着消费者食品安全意识的提升，越来越多的消费者倾向于购买包装米面。根据 2020 中国粳米产业高峰论坛，2020 年包装米的市场份额提高到整个行业的 30% 左右，且渗透率还在逐年提升。

图 26：2015 年起中国大米消费量有所回升

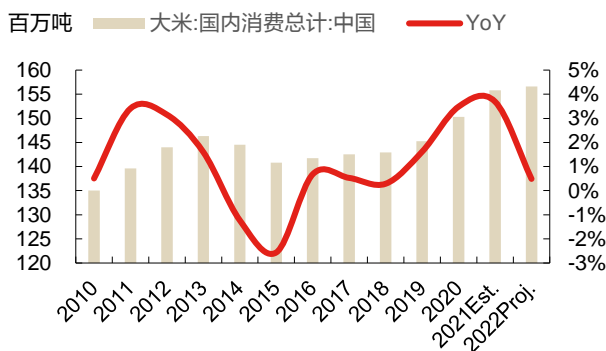
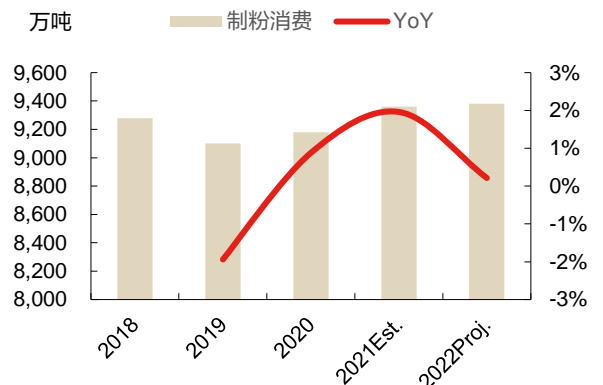


图 27：中国小麦制粉消费基本稳定



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

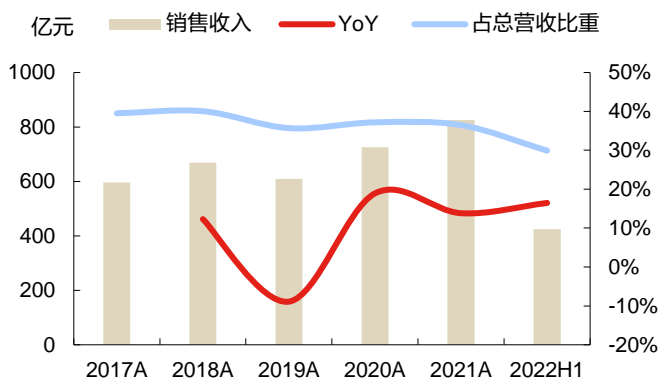
数据来源：USDA、东方证券研究所

数据来源：国粮中心、东方证券研究所

## 饲料原料：后周期发力，原料市场大有可为

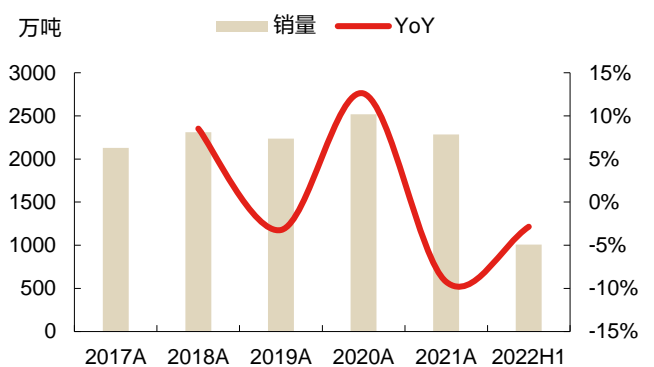
2021年、2022年上半年，饲料原料及油脂科技业务营收分别825.15、424.69亿元，同比增加14%、16%，销量分别2284、1007万吨，同比减少9%、3%。根据公司招股说明书披露，饲料原料占饲料原料及油脂科技业务收入比例通常在70-80%，饲料原料对该板块业务影响较大。2019年受非洲猪瘟影响，下游饲料需求减弱，2021年猪肉价格大跌、大宗商品涨价，公司大豆采购量和压榨量同比减少，2022年上半年下游养殖业产能大幅去化，导致公司该板块收入和销量受到较大影响。

图 28：2022H1 饲料油脂营收 425 亿元，同比增加 16%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 29：2022H1 饲料油脂销量 1007 万吨，同比减少 3%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司饲料原料产品种类丰富，主营产品包括：

- （1）自产“丰苑品牌”豆粕、菜粕、棉粕、花生粕、芝麻粕，膨化大豆粉、大豆浓缩蛋白、发酵豆粕，小麦、大米和玉米副产品系列，饲料用油、脂肪粉及脂肪酸钙；
- （2）自营进口产品：棕榈粕、椰子粕、DDGS、菜籽粕、甜菜粕、大麦和高粱等。

基本涵盖了所有植物蛋白和部分能量饲料原料。由于下游养殖行业的需求存在明显的周期波动性，因此公司饲料原料行业也存在一定的周期性。

图 30：公司饲料原料主要品类

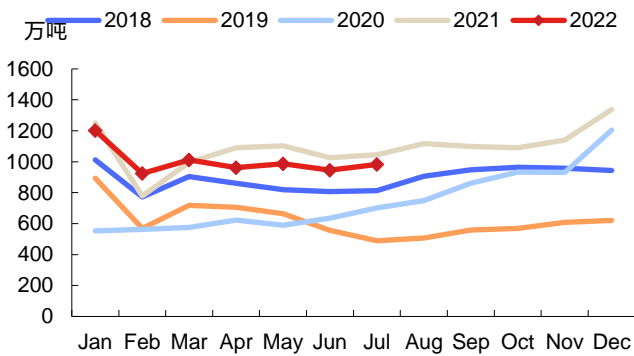


数据来源：公司官网、东方证券研究所

➤ 生猪方面

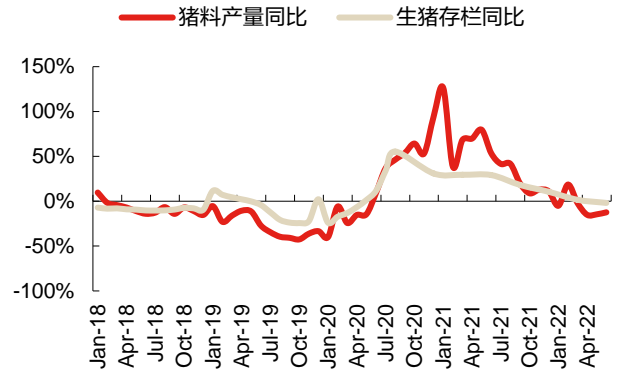
2021 年初起，生猪供给持续增加，导致猪价低迷，叠加粮价上涨，行业积累亏损严重，自 2021 年 7 月起生猪产能持续去化。养殖低迷影响畜禽料产量，2022 年 1-7 月全国猪料累计产量 7014 万吨，同比减少 7.4%，其中 4-7 月分别同比减少 15.2%、14.6%、12.4%、11.1%。猪料销售和行业存栏具有较高相关性，随着产能去化背景下生猪存栏惯性减少，预计 22 年下半年猪料仍呈现同比下降状态。

图 31：22 年 4~7 月猪料产量同比大幅下降



数据来源：中国饲料工业协会、东方证券研究所

图 32：猪料产量变化和行业存栏变化具有较高相关性



数据来源：中国饲料工业协会、国家统计局、农业部、东方证券研究所

今年 4 月中旬以来猪价呈现持续上涨，从低点约 12 元/公斤上涨至 22 元/公斤，当前猪价的实际上涨幅度和速度已超预期。虽然 21 年 7 月至 22 年 4 月能繁母猪环比降幅合计仅 9.8%，但本次猪价上涨是在一年之中消费最差的淡季，这表明实际产能去化或超预期。能繁母猪存栏量是判断未来 10 个月生猪供应和价格的重要前置指标。2021 年 7 月能繁母猪环比出现下降，对应 2022 年 5 月生猪供应边际下降，当前猪价上涨与能繁前期变化基本吻合，5 月能繁母猪止跌，环比上升 0.4%，但同比依然下降 8.15%，由此判断后续供应依然偏紧，猪价仍处于反转上行通道内。随着周期推进，猪价回升带动养殖利润回归至盈亏平衡点以上，推动行业补栏，饲料需求有望在 2023 年得到明显恢复。

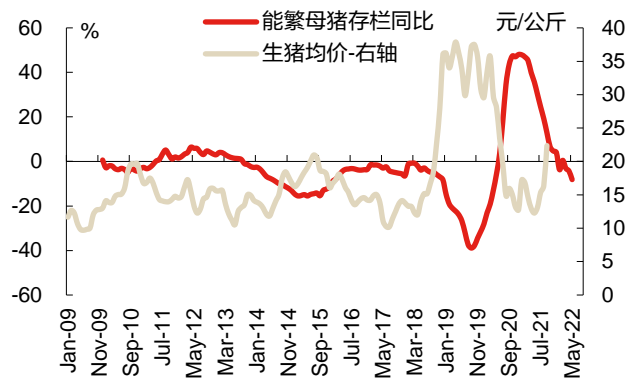
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 33：2022 年 4 月中旬以来猪价持续上涨



数据来源：中国种猪信息网、东方证券研究所

图 34：能繁母猪存栏量是判断未来 10 个月生猪供应和价格的领先指标



数据来源：中国种猪信息网、农业部、东方证券研究所

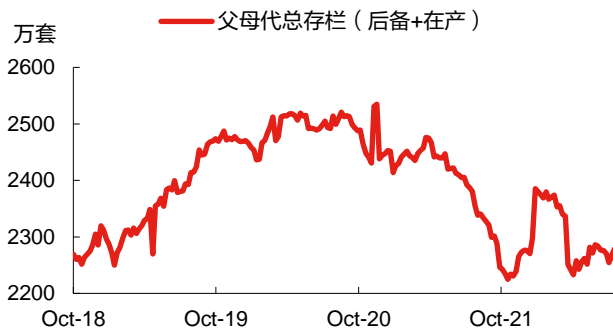
禽类方面

(1) **黄羽肉鸡**：经过低迷行情后，产能已出现了一定去化。黄鸡产能自 2021 年便开始调整，从监测企业数据来看，截至 7 月 31 日，黄羽肉鸡父母代总存栏量约 2278.93 万套，同比下降 4.5%，绝对值水平与 2019 年年初水平相当。随着产能去化深入，2021 年下半年以来，黄鸡价格稳步走高，整体价格中枢有所上移。

猪价与鸡价景气共振。黄羽肉鸡是国内本土肉鸡品种，其较长的生长周期可以沉淀更多风味，尤其适合中式餐饮，家庭消费和中式餐馆消费是主要的消费渠道。黄鸡的这种消费场景与猪肉消费极为类似，从而在价格趋势上与猪价具有较明显的同步特征。因此，基于餐饮消费的复苏和对猪价反转判断，我们认为黄鸡价格目前具备上行动力。**禽价回暖或使禽料销售迎来恢复。**

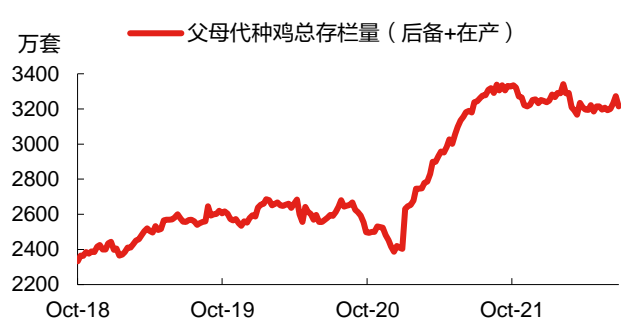
(2) **白羽肉鸡**：上游产能充足。受 2019 年鸡价高景气影响，行业大幅扩张产能，2021 年白羽肉鸡父母代年平均存栏量 6507.9 万套，同比增加 7.1%。相对高企的产能和低迷的消费对鸡价形成明显压力，一季度白羽肉鸡产品均价 9.69 元/公斤，同比下跌 7.6%。低迷行情一定程度上推动行业产能调整，截止 8 月第 1 周，监测企业父母代总存栏量 3232.46 万套，较 2 月中旬高点下降 3%，但较历史来看，存栏水平仍在相对高位。

图 35：黄羽肉鸡父母代总存栏



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

图 36：白羽肉鸡父母代总存栏



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

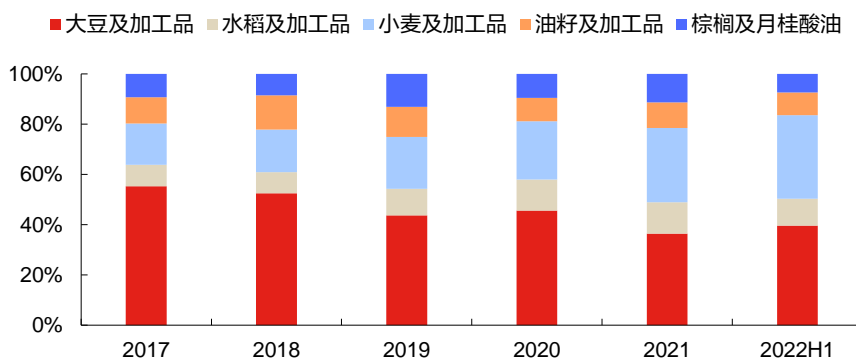
公司饲料原料销售全部采用直销模式，主要直销客户包括温氏、新希望、双胞胎、正大等饲料生产企业，是国内大型养殖和饲料企业的供应商。随着养殖周期反转趋势确立，下游企业扩量将大幅增加饲料和饲料原料需求，我们认为，公司将充分受益养殖后周期实现饲料原料板块业绩反转。

## 弹性：原料价格回落，释放业绩弹性

### 粮油：至暗时期已过，静待利润修复

公司厨房食品的业绩弹性主要来源于原材料价格波动。食用植物油的生产工艺一般包括压榨、精炼等，如大豆油是在大豆压榨出大豆毛油的基础上，对毛油精炼并进行调油、灌装，最终生产出包装食用油。一般而言，压榨企业会根据压榨利润确定采购计划，当压榨利润为负时，油企会降低压榨规模，并直接购买毛油进行精炼加工。公司食用油产品的主要原材料为大豆及加工品、以及其他油籽，米面产品的主要原材料为水稻和小麦，棕榈及月桂酸油则主要用于工业生产。从采购量看，2022年上半年大豆及加工品占公司总采购量的40%，其他油籽及加工品占9%，水稻和小麦占44%，棕榈及月桂酸油占7%。

图 37：2022H1 大豆及加工品占公司采购量的 40%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 油脂油料

2020年下半年起，国际油料作物价格迅速走高。21/22季大豆遭遇南美减产，菜籽遭遇加拿大干旱，葵籽遭遇俄乌战争、物流中断，导致多种油脂油料均遭遇严重的供给下降，叠加后疫情时代宽松的货币政策，共同推动本轮油脂油料价格创下历史新高。

图 38：CBOT 大豆及豆油价格创下历史新高

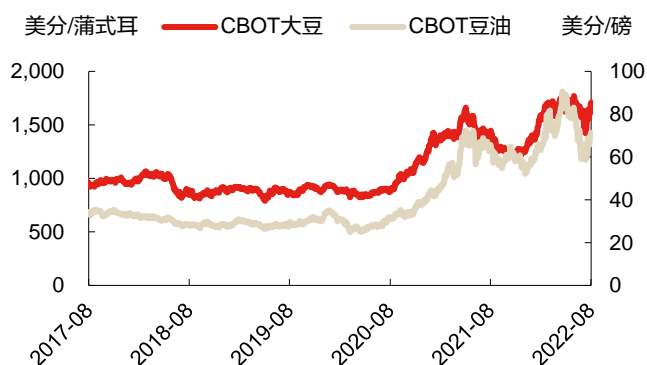
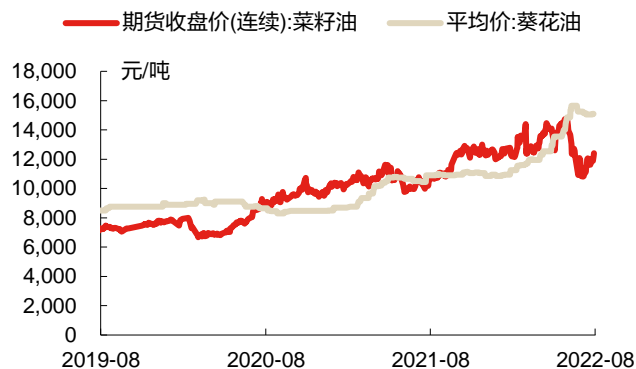


图 39：菜籽油和葵花油价格创下历史新高



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：CBOT、东方证券研究所

数据来源：Wind、汇易、东方证券研究所

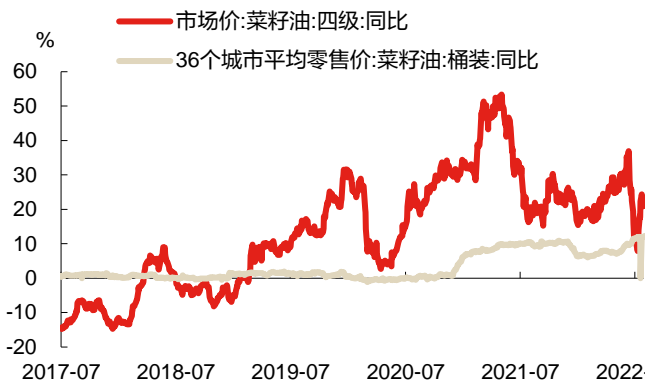
高涨的油料成本使得包装油行业进入到近年来最困难的时刻，终端成品油只能通过提价来抵御成本上涨，但其提价幅度仍远低于油籽和原料毛油。从行业来看，2020年下半年至今，桶装豆油和菜籽油的零售价分别上涨35%、23%，但仍大幅低于原材料的涨幅。从公司来看，在2020年底和2021年3-4月份金龙鱼调整了不同油种价格，整体涨价幅度约为10%-15%，但价格上涨幅度也无法覆盖原料上涨的幅度。

图 40：桶装豆油提价幅度落后于毛豆油



数据来源：中国汇易、国家发改委、东方证券研究所

图 41：桶装菜油提价幅度落后于毛菜油



数据来源：国家发改委、东方证券研究所

2022年6月底以来，国际大豆价格自高位回落。根据美国农业部8月供需报告，22/23年度全球大豆种植面积达1.34亿公顷，同比增加3.1%，单产2.92吨/公顷，同比增加8.1%，产量达3.93亿吨，同比增加11.4%，库存消费比达27%，较上一年提升2.1pct。近月以来，虽然受北美干旱影响，美豆生长优良率有所下降，但依然高于2021年水平。在增产背景下，未来大豆价格中枢或将进一步下移。公司大豆采购量占食用油油籽采购量的78-85%，我们预计大豆价格下跌将带动包装油业务利润明显改善。

表 4：大豆供需平衡表

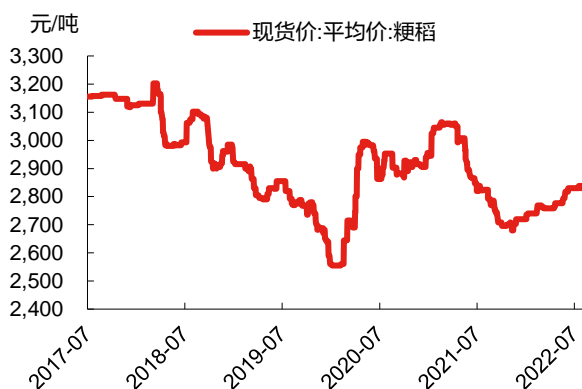
大豆	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	22/23	月度调整	同比
单位：百万吨、百万公顷、吨/公顷				Aug'22	Jul'22	Aug'22		22/23 to 21/22
播种面积	125.38	123.10	128.61	130.43	134.14	134.48	0.3%	3.1%
单产	2.89	2.76	2.86	2.7	2.92	2.92	0.0%	8.1%
期初库存	99.84	114.19	94.65	99.88	88.73	89.73	1.1%	-10.2%
产量	362.44	340.15	368.13	352.74	391.40	392.79	0.4%	11.4%
进口量	146.02	165.12	165.47	153.39	166.12	166.22	0.1%	8.4%
总供应量	608.30	619.46	628.25	606.02	646.24	648.74	0.4%	7.0%
出口量	148.97	165.22	164.52	153.25	168.89	169.08	0.1%	10.3%
压榨消费	298.61	312.31	315.14	313.79	327.13	327.77	0.2%	4.5%
食用消费	20.09	20.95	21.68	21.78	22.58	22.53	-0.2%	3.4%
饲用损耗	26.44	26.32	27.08	27.46	28.03	27.95	-0.3%	1.8%
总消费量	345.14	359.59	363.90	363.04	377.75	378.24	0.1%	4.2%
期末库存	114.19	94.65	99.83	89.73	99.61	101.41	1.8%	13.0%
结余变化	14.35	-19.54	5.18	-10.16	10.87	11.69		
库存消费比	33%	26%	27%	25%	26%	27%		

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：USDA、东方证券研究所

### ➤ 稻谷小麦

稻谷价格因国内库存充足基本保持稳定，但小麦价格自 2021 年下半年以来大幅上涨。由于玉米缺口导致能量饲料短缺，小麦作为玉米的饲用替代需求快速增加，致使价格出现大幅上涨，创下历史新高。自 2021 年中至 2022 年 4 月，小麦价格一度上涨 28%。高涨的小麦价格在过去一年也给公司米面业务带来巨大压力。

**图 42：稻谷价格相对稳定**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 43：小麦价格创下历史新高**


数据来源：Wind、东方证券研究所

饲用消费大幅减少，新作预估有所盈余。至今小麦现货价格已超过 3000 元/吨，与玉米价格明显倒挂，小麦性价比优势不在，已基本退出饲用领域。根据国家粮油中心预计，22/23 年度新作小麦产量 1.38 亿吨，同比增加 1.1%，小麦饲用与损耗消费 1700 万吨，同比减少 1600 万吨，饲用消费对麦价支撑减弱。全年小麦预计盈余 1845 万吨，较上一年大幅提升。从价格看，小麦现货价自 4 月高点回落，我们预计未来价格有进一步回落可能，从而改善公司米面业务毛利率水平。

**表 5：小麦供需平衡表**

小麦	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	22/23	月度调整	同比
单位：万吨				Aug'22	Jul'22	Aug'22		22/23 to 21/22
产量	13,144	13,359	13,346	13,695	13,855	13,842	-0.1%	1.1%
进口	269	417	1,043	956	780	780	0.0%	-18.4%
新增供给	13,413	13,776	14,389	14,651	<b>14,635</b>	<b>14,622</b>	-0.1%	-0.2%
制粉消费	9,280	9,100	9,180	9,360	9,380	9,380	0.0%	0.2%
饲用及损耗	1,800	1,550	3,800	3,300	1,900	1,700	-10.5%	-48.5%
工业消费	1,200	920	1,150	1,100	1,050	1,050	0.0%	-4.5%
种用量	600	598	597	684	645	645	0.0%	-5.7%
年度国内消费	12,880	12,168	14,727	14,444	12,975	12,775	-1.5%	-11.6%
出口量	1.5	1.6	1.8	1.5	1.8	1.8	0.0%	20.0%
年度总消费	12,882	12,170	14,729	14,446	12,977	12,777	-1.5%	-11.6%
年度结余量	<b>532</b>	<b>1607</b>	<b>-339</b>	<b>205</b>	<b>1658</b>	<b>1845</b>		

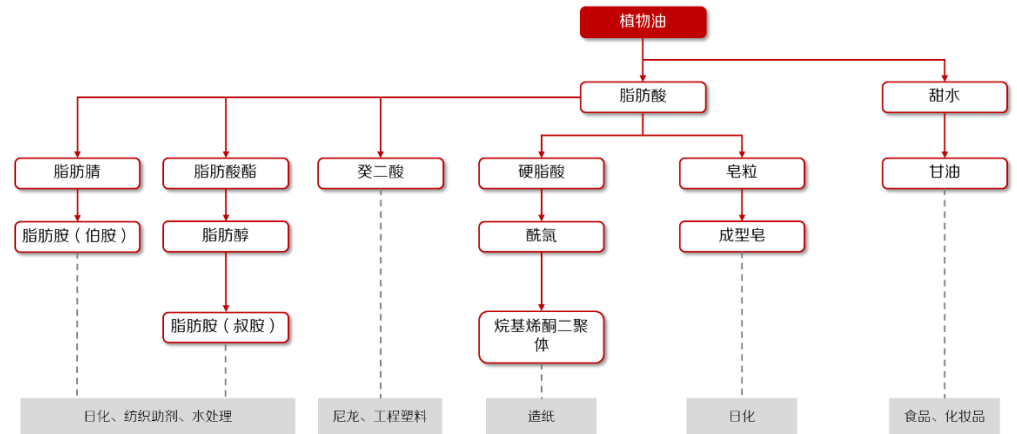
数据来源：国粮中心、东方证券研究所

## 油脂科技：棕榈油价下跌，成本改善可期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

从2004年开始，公司陆续在中国投资建立了油脂衍生品制造企业群，并设立了全国性分销和技术支持网络。公司依托丰益国际的原料供应，以棕榈油、棕榈仁油、椰子油等油脂为原料生产加工成脂肪酸、皂粒、甘油等油脂基础化学品以及各种衍生化学品。公司油脂科技产品可用于日化、纺织助剂、水处理、尼龙及工程塑料、造纸、化妆品及食品领域。

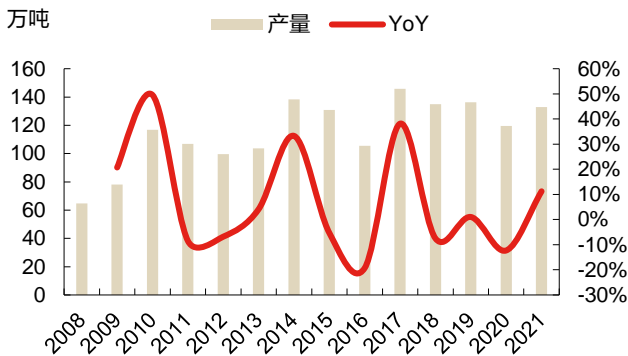
图 44：公司油脂科技工艺流程图



数据来源：公司公告、东方证券研究所

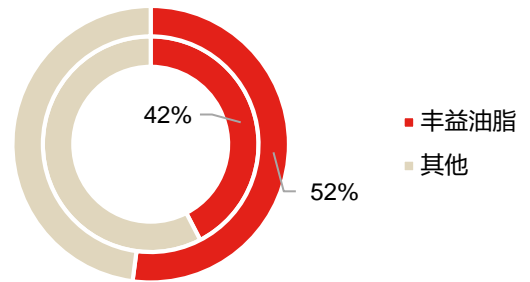
**脂肪酸行业空间较为稳定。**据中国洗协表委会，2021 年国内脂肪酸不完全统计产量为 132.9 万吨，进口脂肪酸达 136.18 万吨，同比增长 19.97%。国内市场表观消费量接近 260 万吨，同比增长 13.04%。2017-2021 年，国内脂肪酸表观消费量的同比增速维持在 5-7%，市场容量在 250-300 万吨。公司的子公司丰益油脂科技是国内最大的脂肪酸供应商。2019 年脂肪酸合计产量达到 57.78 万 t，销量 63.01 万 t，分别占国内脂肪酸统计量的 42.40%和 52.10%。

图 45：2021 年国内脂肪酸不完全统计产量为 132.9 万吨



数据来源：中国洗协表委会、东方证券研究所

图 46：公司 2019 年脂肪酸产量分别全国 42%、52%



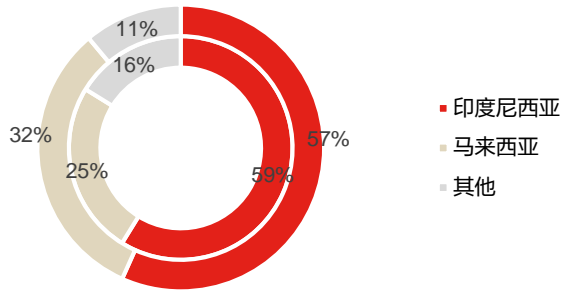
数据来源：中国洗协表委会、东方证券研究所

注：外圈为销量占比，内圈为产量占比

**油脂科技业务利润弹性主要受成本变化影响，其主要原料为棕榈油。**棕榈油的主产国和主要出口国是马来西亚和印度尼西亚。根据 USDA 预测，22/23 年度印度尼西亚和马来西亚棕榈油出口占比分别达 56.7%、32.2%。公司的棕榈油主要采购自马来西亚，公司的母公司丰益国际是世界上最大的棕榈油精炼商之一，并且在马来西亚设有棕榈油加工厂，能够优先保证公司棕榈油的需求量。2022 年 3 月以来，马来西亚衍生品交易所棕榈油价格出现明显下跌。截至 2022 年 8 月 12 日，BMD 毛棕榈油价格已经从 3 月高点下跌 46%。

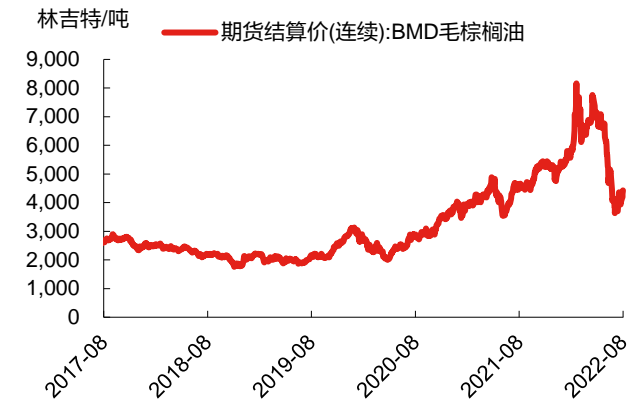
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 47: 马来西亚和印尼是棕榈油的主产国和主要出口国



数据来源: USDA、东方证券研究所  
注: 外圈为出口量占比, 内圈为产量占比

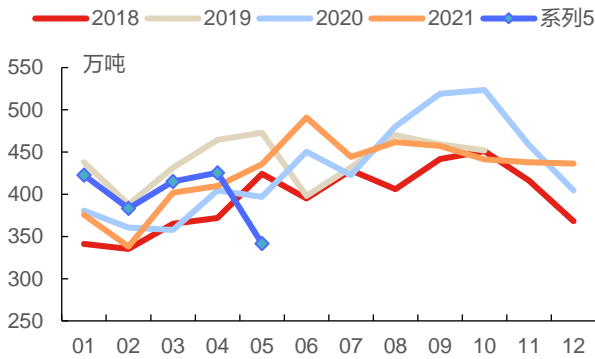
图 48: BMD 毛棕榈油价格 3 月以来大幅下跌



数据来源: MDE、东方证券研究所

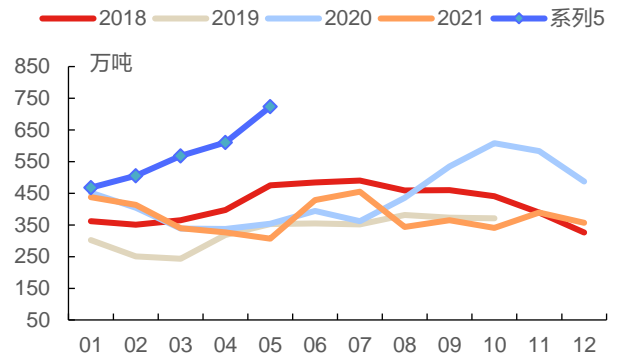
**印尼供给充足, 但受出口政策扰动。**印尼国内棕榈油的产量和库存均处于历史高位, 2022 年 4 月印尼单月棕榈油产量达 425.5 万吨, 同比增加 4%, 库存量达 610.3 万吨, 同比增加 87%。但为控制国内物价, 上半年印尼棕榈油出口政策几经调整。5 月印尼棕榈油处于禁止出口状态, 导致国内库存进一步抬升, 远高于正常水平。在高库存水平, 油厂停止接受棕榈果, 引发种植户上街游行抗议政府禁止出口棕榈油的政策。多方压力下, 5 月下旬印尼政府宣布解除棕榈油出口禁令, 并于 7 月 1 日将棕榈油出口配额从国内销售的 5 倍提升至 7 倍。虽然印尼出口政策反复变化, 但在高库存背景下, 我们认为国际棕榈油供需格局将得到改善, 棕榈油价格或进一步下跌。

图 49: 印尼棕榈油月度产量变化



数据来源: 印尼棕榈油协会、东方证券研究所

图 50: 印尼棕榈油库存产量变化



数据来源: 印尼棕榈油协会、东方证券研究所

表 6: 印尼棕榈油出口政策调整

时间	事件
1 月 5 日	印尼颁布食用油补贴计划, 宣布限制棕榈油价格
1 月 19 日	印尼加码食用油补贴计划, 补贴额度提高为之前的 2 倍
1 月 27 日	实施 DMO20 政策, 即出口商必须向国内市场供应其计划出口量的 20%
3 月 9 日	DMO20 政策提高为 DMO30, 即出口商必须向国内市场供应其计划出口量的 30%
3 月 17 日	取消 DMO 政策, 改为提高出口附加税
4 月 22 日	宣布 4 月 28 日起限制棕榈油出口
4 月 25 日	确认从 28 日起仅禁止 24 度精炼棕榈油出口, 可出口毛棕榈油和其他衍生

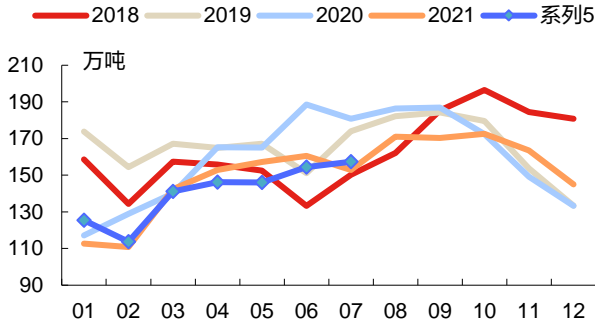
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

日期	品
4月27日	宣布28日起出口禁令扩大至毛棕等
5月19日	宣布从5月23日起解除出口禁令，恢复毛棕榈油和精炼产品的出口，并恢复DMO政策，国内市场义务比例设定在20%
7月1日	提出提高棕榈油出口配额，出口量可以达到国内销量的7倍
7月16日	计划取消棕榈油出口税至8月31日
8月1日	8月1日-15日，印尼毛棕榈油出口关税从此前的288美元/吨降至33美元/吨
8月9日	将棕榈油的出口税起征点从750美元/吨降低至680美元/吨。参考价格为680美元/吨或更低时，将免征毛棕榈油（CPO）的出口税。参考价高于1430美元/吨的，最高税率为288美元/吨。从8月9日开始，印尼根据872.27美元/吨的参考价格调整对毛棕榈油征收52美元出口税。
8月13日	将8月16日-31日期间装运的毛棕榈油出口税提高到74美元/吨

数据来源：印尼发布会、东方证券研究所

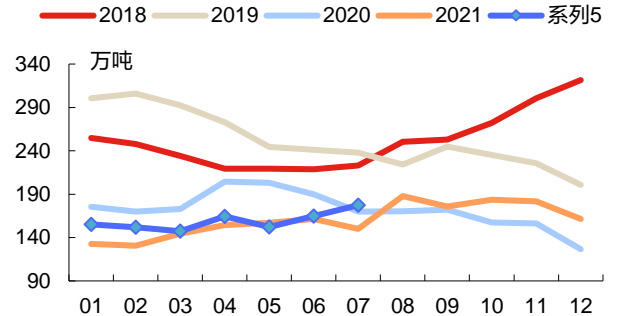
**劳工问题是马来西亚棕榈油产量的核心矛盾。**受疫情影响，外籍劳工无法入境，导致马来西亚出现明显减产。2021年棕榈油年产量仅1811万吨，同比减少103万吨。今年2月以来马来西亚棕榈油月度产量整体稳步提升，6月产量达154.5万吨，环比提升8.8%。若边境逐步对棕榈行业工人开放，马来西亚棕榈油产量有望得到改善，带动库存量逐步回升，叠加印尼棕榈油大量出口对国际棕榈油价格的冲击，马来西亚棕榈油价格或将进一步下跌。

图 51：马来西亚棕榈油月度产量变化



数据来源：马来西亚棕榈油局、东方证券研究所

图 52：马来西亚棕榈油期末库存变化



数据来源：马来西亚棕榈油局、东方证券研究所

## 破局：布局调味品，发力中央厨房

**布局调味品赛道，拓宽业务面。**公司的调味产品有芝麻油、花椒油、藤椒油、芝麻酱等，同时也逐步开发酱油、醋等产品。酱油方面，2015年公司与中国台湾知名品牌丸庄签约，投资1.25亿美元建设益海嘉里丸庄酱油项目，主攻高端黑豆酱油。醋方面，2019年公司收购山西梁汾醋业，并于2020年推出“梁汾”品牌产品。从产品上来看，公司实行差异化战略，定位高端。“丸庄”酱油突出“黑豆”概念，定价高于海天的主流产品金标生抽、味极鲜。“梁汾”陈醋采用纯固态酿造工艺，定位山西醋中的中高端产品。

表 7：公司调味品定位高端

品牌	产品	规格 (ml, g)	价格 (元)	单价 (元/kg, L)
----	----	---------------	-----------	-----------------

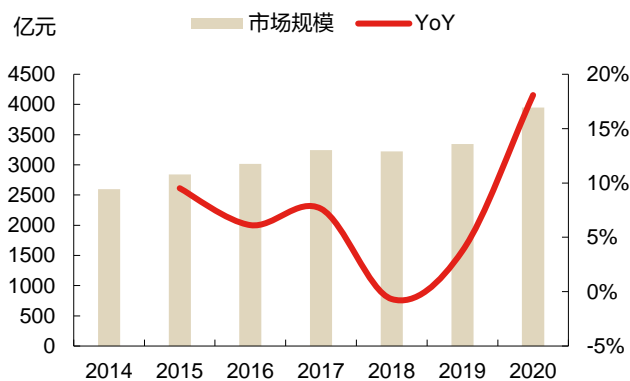
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

酱油	金龙鱼	黑豆纯酿鲜生抽酱油	480	14.9	31.04
		黑豆原汁特级生抽酱油	550	29.9	54.36
		黑豆本酿造特级生抽酱油	480	14.9	31.04
		黑豆老抽红烧酱油	480	14.9	31.04
		黑豆高鲜酱油	550	15.9	28.91
	海天	零添加 0 金标生抽	500	9.9	19.80
		金标生抽	750	14.9	19.87
		鲜味生抽	750	10.9	14.53
		味极鲜	1000	17.8	17.80
		草菇老抽	750	13.41	17.88
醋	金龙鱼	梁汾 2 年陈醋	1800	29.9	16.61
		梁汾 5 年老陈醋	450	24.9	55.33
	海天	陈醋	1280	15.9	12.42
		白醋	450	5.95	13.22
		红烧老抽	1900	22.95	12.08

数据来源：淘宝旗舰店、东方证券研究所

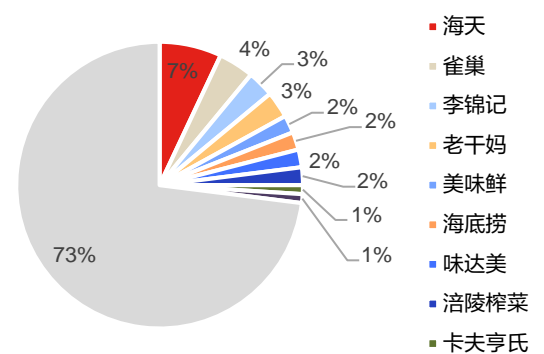
根据艾媒咨询，2020 年我国调味品行业市场规模达到 3950 亿元，同比增长 18.1%。调味品市场竞争格局较为分散，目前尚未有垄断性龙头企业出现。根据欧睿统计的数据，按 2020 年零售额划分，排名前三的企业为海天味业、雀巢和李锦记，市场份额占比分别为 7%、4%和 3%。**公司进军调味品市场同时具备原材料成本优势和渠道优势。**一方面，公司主要采购的大豆、小麦、大米等也是酱油、醋等调味品的主要原材料。另一方面，调味品的销售渠道与食用油、包装米面有较大重合，公司有机会利用现有的渠道网络销售产品。

图 53：2020 年中国调味品市场规模 3950 亿元，同比+18%



数据来源：艾媒、东方证券研究所

图 54：2020 年中国调味品行业市场份额



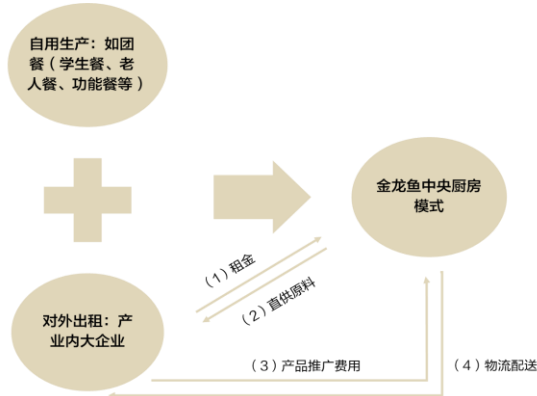
数据来源：欧睿、东方证券研究所

**发力中央厨房，探索多元化可能。**2018 年，金龙鱼成立全资子公司“丰厨(上海)餐饮管理有限公司”，开始布局中央厨房业务。公司采用自用生产+对外出租的双模式，依托生产基地，建立综合性的食品安全生产园区，在园区实现产品仓储、实验研发、物流运输、销售渠道等资源共享。央厨业务盈利方式多种多样，除自身生产产品外，还包括：①引入产业链上下游相关企业，通过租赁央厨园区、仓库收取租金；②直供园区内的合作伙伴米面油及调味品，提高原有厨房食品业务销量；③利用公司已有销售渠道，帮助园区合作伙伴进行产品推广，收取销售佣金；④通过和顺丰合作成立食品配送公司，负责中央厨房产品的物流配送，增加收入来源。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目前，公司杭州央厨项目已经投产，另有兴平、周口项目预计今年下半年建成，廊坊、重庆项目也在建设中。杭州央厨于 3 月被遴选为杭州亚运会的配餐单位，承接亚运会果蔬加工中心任务，并在疫情期间保证杭州、上海的防疫餐需求。其规划产能为预制菜 40 吨/天、餐食便当 12 万份/天、酱料 4.8 吨/天，目前达到最高产能的 20%。

图 55：中央厨房盈利模式



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 56：公司中央厨房六大优势



数据来源：益海嘉里公众号、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 厨房食品：受疫情扰动影响，假设 2022-2024 年小包装油销量增速 10%、1.5%、1.5%，小包装米面增速 20%、15%、15%，中包装油-5%、8%、5%，中包装米面-5%、15%、15%。特种油脂和专用米面分别维持原来 30%、10%的增速。受原材料价格波动影响，假设 2022-2024 年食用油单位成本分别增加 14.3%、-5.3%、-5%，米面单位成本分别增加 7.2%、-1.3%、-0.4%。考虑 C 端产品价格受原材料波动影响小，B 端产品价格受原材料波动影响大，假设 2022-2024 年小包装油价格增幅分别为 14%、-2%、-2%，小包装米面价格增幅 8%、0%、0%，中包装油 and 特种油脂价格增幅 14%、-4.3%、-4.1%，中包装米面和专用米面价格增幅 8%、-0.8%、-0.2%。
- 2) 饲料原料：受下游养殖周期影响，假设 2022-2024 年饲料原料销量增速-6.4%、12%、5%。饲料原料主要原材料为大豆，受大豆价格波动影响，假设 2022-2024 年饲料原料单位成本分别增加 14.3%、-5.3%、-5%，并假设吨毛利分别为 213、230、230 元/吨。
- 3) 油脂科技：假设 2022-2024 年油脂科技业务销量增速均为 10%。考虑油脂科技业务主要原材料为棕榈油，受原材料价格波动影响，假设 2022-2024 年油脂科技业务单位成本分别 5.5%、-9%、-5%。考虑到随原材料价格回落，公司单位利润能有所改善，假设 2022-2024 年日化产品吨毛利分别为 1150、1350、1350 元/吨，基础化工产品吨毛利分别 430、500、500 元/吨。

#### 盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>厨房食品</b>					
销售收入（百万元）	121,202.4	141,978.7	168,518.5	177,334.6	186,209.5

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长率	11.4%	17.1%	18.7%	5.2%	5.0%
毛利率	11.5%	8.3%	8.6%	10.1%	11.3%
<b>饲料原料</b>					
销售收入（百万元）	51,390.3	55,380.3	58,736.5	62,833.3	62,898.1
增长率	17.4%	7.8%	6.1%	7.0%	0.1%
毛利率	8.8%	6.7%	5.9%	6.7%	7.1%
<b>油脂科技</b>					
销售收入（百万元）	21,099.9	27,134.3	31,337.3	32,091.3	33,719.5
增长率	20.9%	32.7%	16.0%	0.1%	4.5%
毛利率	11.5%	8.8%	8.3%	10.4%	10.9%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	1,229.0	1,731.9	1,905.1	2,095.6	2,305.1
增长率	19.9%	62.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	43.7%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>合计</b>	<b>194,921.6</b>	<b>226,225.2</b>	<b>260,497.4</b>	<b>274,354.8</b>	<b>285,132.3</b>
<b>增长率</b>	<b>14.2%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>5.3%</b>	<b>3.9%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>11.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.5%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 53.85、80.78、91.85 亿元，同比分别为 30.3%、50.0%、13.7%，对应 EPS 为 0.99、1.49、1.69。考虑到公司业务涉及厨房食品、饲料原料和油脂科技，我们选取海天味业、千禾味业、恒顺醋业、天味食品、海大集团、蓝月亮作为参考，2023 年给予 36 倍 PE，目标价 53.64 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：行业可比公司估值（截止 2022 年 8 月 24 日）

公司代码	公司名称	最新价格		每股收益（元）			市盈率			
		2022/8/24	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603288.SH	海天味业	3,588.0	66.7	74.5	87.9	102.9	53.8	48.1	40.8	34.9
603027.SH	千禾味业	138.2	2.2	3.0	3.9	4.9	62.4	46.1	35.5	28.0
600305.SH	恒顺醋业	113.3	1.2	1.7	2.3	2.9	95.3	67.9	49.7	39.6
603317.SH	天味食品	178.2	1.8	3.1	4.1	5.2	96.5	57.9	43.9	34.3
002311.SZ	海大集团	1,040.2	16.0	27.0	45.3	58.4	65.2	38.5	22.9	17.8
6993.HK	蓝月亮	340.0	10.1	11.8	14.4	17.0	33.5	28.9	23.6	20.1
<b>调整后均值</b>							<b>69</b>	<b>48</b>	<b>36</b>	<b>29</b>

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

### 食品安全风险

公司主要产品为厨房食品，若公司产品因质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的生产经营和盈利能力。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 原材料价格波动风险

公司主要原材料为大豆、稻谷、小麦、棕榈油等农产品，容易受到天气、贸易政策等因素影响，若发生较大自然灾害或贸易扰动，会导致农产品价格上涨，进而提高公司成本，给公司盈利能力带来负面影响。

**表 9：原材料价格波动对 2022 年归母净利润变化敏感性分析**

2022 年归母净利润（亿元）			大豆价格同比变化幅度（%）						
			11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%
米面成本同比变化幅度（%）	5%	81.30	73.78	66.27	58.76	51.24	43.73	36.21	
	6%	78.85	71.33	63.82	56.31	48.79	41.28	33.76	
	7%	76.40	68.88	61.37	53.85	46.34	38.83	31.31	
	8%	73.95	66.43	58.92	51.40	43.89	36.37	28.86	
	9%	71.49	63.98	56.47	48.95	41.44	33.92	26.41	

数据来源：东方证券研究所

**表 10：原材料价格波动对 2023 年归母净利润变化敏感性分析**

2023 年归母净利润（亿元）			大豆价格同比变化幅度（%）						
			-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%
米面成本同比变化幅度（%）	-3%	99.55	94.40	89.26	84.11	78.96	73.81	68.66	
	-2%	97.89	92.74	87.59	82.44	77.29	72.14	66.99	
	-1%	96.22	91.08	85.93	80.78	75.63	70.48	65.33	
	0%	94.56	89.41	84.26	79.11	73.96	68.81	63.66	
	1%	92.90	87.75	82.60	77.45	72.30	67.15	62.00	

数据来源：东方证券研究所

**表 11：原材料价格波动对 2024 年归母净利润变化敏感性分析**

2024 年归母净利润（亿元）			大豆价格同比变化幅度（%）						
			-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%
米面成本同比变化幅度（%）	-2%	110.83	105.76	100.68	95.61	90.54	85.46	80.39	
	-1%	108.96	103.88	98.81	93.73	88.66	83.58	78.51	
	0%	107.08	102.00	96.93	91.85	86.78	81.71	76.63	
	1%	105.20	100.13	95.05	89.98	84.90	79.83	74.75	
	2%	103.32	98.25	93.17	88.10	83.02	77.95	72.88	

数据来源：东方证券研究所

### 套期保值风险

公司使用期货、远期外汇合约等金融衍生工具进行套期保值，虽然套期保值可以帮助公司转移和规避原材料价格波动、汇率波动带来的风险，但套保交易本身也会带来各种风险，进而影响公司利润水平。从会计角度看，当商业套保能够满足会计准则下的套保要求时，已实现的部分计入营业成本，未实现的部分计入库存成本；当商业套保不能满足会计准则下的套保要求时，已实现的

部分计入投资收益，未实现的部分计入公允价值变动损益。2016-2021 年，公司投资收益占归母净利润比例分别达到-580%、69.5%、18.5%、18.7%、-38.2%、-41.4%，公允价值变动损益占归母净利润比例分别达到-11%、-8%、5%、5%、-21%、21%。

### **存货跌价风险**

公司存货主要为原材料和库存商品，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。

### **汇率波动风险**

公司部分主要原材料从海外进口，主要以美元结算。受人民币汇率水平变化影响，原材料采购价格可能产生异常波动，如公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司的盈利能力。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	55,334	43,835	62,213	65,522	63,814	营业收入	194,922	226,225	260,497	274,355	285,132
应收票据、账款及款项融资	8,193	9,596	11,409	11,940	12,330	营业成本	173,462	207,723	239,246	248,171	255,234
预付账款	5,091	4,255	5,191	5,931	5,736	营业税金及附加	456	546	621	652	682
存货	40,182	46,906	54,696	56,755	58,118	营业费用	5,898	6,626	7,084	8,302	10,265
其他	11,106	20,426	19,935	20,842	20,717	管理费用及研发费用	3,036	3,673	4,165	4,371	4,577
<b>流动资产合计</b>	<b>119,906</b>	<b>125,018</b>	<b>153,443</b>	<b>160,990</b>	<b>160,716</b>	财务费用	(829)	259	1,169	1,054	1,002
长期股权投资	2,706	2,850	2,850	2,850	2,850	资产、信用减值损失	741	472	444	510	570
固定资产	27,178	32,196	38,718	43,015	45,882	公允价值变动收益	(1,259)	866	430	24	96
在建工程	6,341	7,168	6,042	5,031	4,474	投资净收益	(2,290)	(1,709)	(780)	217	185
无形资产	12,620	13,850	13,966	14,041	14,092	其他	310	346	328	361	344
其他	10,427	26,168	6,572	6,484	6,462	<b>营业利润</b>	<b>8,919</b>	<b>6,430</b>	<b>7,746</b>	<b>11,896</b>	<b>13,428</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>59,272</b>	<b>82,232</b>	<b>68,149</b>	<b>71,422</b>	<b>73,761</b>	营业外收入	268	153	211	182	197
<b>资产总计</b>	<b>179,177</b>	<b>207,250</b>	<b>221,592</b>	<b>232,412</b>	<b>234,477</b>	营业外支出	241	406	323	365	344
短期借款	62,308	78,724	85,321	87,634	78,040	<b>利润总额</b>	<b>8,946</b>	<b>6,177</b>	<b>7,633</b>	<b>11,713</b>	<b>13,281</b>
应付票据及应付账款	6,824	7,059	11,115	9,908	10,240	所得税	2,381	1,689	1,883	3,069	3,462
其他	16,563	17,220	16,104	16,182	16,760	<b>净利润</b>	<b>6,565</b>	<b>4,489</b>	<b>5,751</b>	<b>8,644</b>	<b>9,819</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>85,695</b>	<b>103,002</b>	<b>112,540</b>	<b>113,724</b>	<b>105,041</b>	少数股东损益	564	357	365	566	633
长期借款	4,737	11,003	12,208	13,200	14,129	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,001</b>	<b>4,132</b>	<b>5,385</b>	<b>8,078</b>	<b>9,185</b>
应付债券	0	500	504	504	504	每股收益(元)	1.11	0.76	0.99	1.49	1.69
其他	1,252	1,636	434	434	434						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,989</b>	<b>13,140</b>	<b>13,145</b>	<b>14,137</b>	<b>15,067</b>						
<b>负债合计</b>	<b>91,684</b>	<b>116,142</b>	<b>125,685</b>	<b>127,862</b>	<b>120,108</b>						
少数股东权益	3,960	4,408	4,773	5,339	5,972	<b>主要财务比率</b>					
实收资本(或股本)	5,422	5,422	5,422	5,422	5,422						
资本公积	36,895	36,598	36,598	36,598	36,598	<b>成长能力</b>					
留存收益	40,617	44,147	49,115	57,192	66,378	营业收入	14.2%	16.1%	15.1%	5.3%	3.9%
其他	600	535	0	0	0	营业利润	26.2%	-27.9%	20.5%	53.6%	12.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>87,493</b>	<b>91,108</b>	<b>95,906</b>	<b>104,550</b>	<b>114,369</b>	归属于母公司净利润	11.0%	-31.1%	30.3%	50.0%	13.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>179,177</b>	<b>207,250</b>	<b>221,592</b>	<b>232,412</b>	<b>234,477</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	11.0%	8.2%	8.2%	9.5%	10.5%
						净利率	3.1%	1.8%	2.1%	2.9%	3.2%
						ROE	8.1%	4.9%	6.1%	8.5%	8.8%
						ROIC	3.9%	2.9%	3.5%	4.7%	5.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	51.2%	56.0%	56.7%	55.0%	51.2%
						净负债率	13.5%	53.6%	39.2%	35.6%	26.9%
						流动比率	1.40	1.21	1.36	1.42	1.53
						速动比率	0.93	0.75	0.87	0.90	0.96
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	29.1	28.3	27.4	26.3	26.1
						存货周转率	4.6	4.7	4.6	4.4	4.3
						总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.11	0.76	0.99	1.49	1.69
						每股经营现金流	0.22	0.13	4.00	1.52	2.55
						每股净资产	15.41	15.99	16.81	18.30	19.99
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	40.3	58.5	44.9	29.9	26.3
						市净率	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2
						EV/EBITDA	27.7	34.1	23.7	17.0	15.2
						EV/EBIT	35.0	42.4	31.8	21.9	19.6

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6,565	4,489	5,751	8,644	9,819
折旧摊销	2,153	1,622	3,062	3,727	4,232
财务费用	(829)	259	1,169	1,054	1,002
投资损失	2,290	1,709	780	(217)	(185)
营运资金变动	(10,201)	(8,865)	(6,857)	(5,470)	(1,532)
其它	1,221	1,513	17,784	486	474
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,199</b>	<b>725</b>	<b>21,688</b>	<b>8,224</b>	<b>13,809</b>
资本支出	(6,619)	(8,559)	(8,525)	(7,027)	(6,588)
长期投资	(341)	(176)	0	0	0
其他	(6,058)	(12,829)	(351)	240	281
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,018)</b>	<b>(21,565)</b>	<b>(8,876)</b>	<b>(6,786)</b>	<b>(6,307)</b>
债权融资	(561)	9,161	555	613	1,386
股权融资	12,751	(297)	0	0	0
其他	369	1,202	5,011	1,259	(10,596)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>12,559</b>	<b>10,066</b>	<b>5,565</b>	<b>1,872</b>	<b>(9,210)</b>
汇率变动影响	(76)	(56)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>664</b>	<b>(10,830)</b>	<b>18,378</b>	<b>3,309</b>	<b>(1,708)</b>

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)