

2022年10月12日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

千亿粮油米面龙头，昂首迈向新征程

买入(维持)

—金龙鱼（300999.SZ）公司深度报告

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：何宇航 S1050522090002

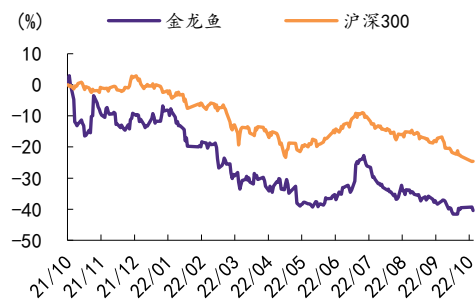
heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2022-10-11

当前股价(元)	42.1
总市值(亿元)	2282
总股本(百万股)	5422
流通股本(百万股)	543
52周价格范围(元)	41.55-73.38
日均成交额(百万元)	699.51

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《华鑫证券*公司报告*金龙鱼（300999）：业绩略超预期，下半年望加速改善*20220804*孙山山，何宇航》2022-08-05
- 2、《华鑫证券*公司报告*金龙鱼（300999）：疫情持续影响，二季度望边际改善*20220429*孙山山，何宇航》2022-04-30
- 3、《华鑫证券*公司报告*金龙鱼（300999）：股权激励落地，利润改善可期*20220401*孙山山，何宇航》2022-04-01

千亿粮油米面龙头，业绩稳健增长

金龙鱼是国内最大粮油米面加工企业之一，总部上海。营收从2016年1335亿元增至2021年2262亿元，归母净利润从2016年5亿元增至2021年41亿元，5年CAGR为11%/52%。

粮油米面行业消费量大，集中度较高

我国食用油消费量从2013年2372万吨增至2020年2809万吨，7年CAGR为2.6%。桶装油均价从2011年15.2元/升增至2021年17.9元/升，10年CAGR为1.7%。小包装食用油2019年CR4为66.8%，金龙鱼市占率约38.4%，长期排第一。我国大米销量从2008年133百万吨增至2021年156百万吨，13年CAGR为1.2%。梗米零售价从2015年2.7元/斤增至2021年2.9元/斤，6年CAGR为0.5%。包装米行业2019年CR4为44.9%，金龙鱼市占率18.4%。

品牌/产品/渠道筑优势，布局央厨/调味品项目

品牌：品牌矩阵齐全，连续十一年蝉联食用油品牌榜首，大米、面粉品牌排行榜上位列第二。**产品：**2021年厨房食品/饲料原料及油脂科技营收1420/825亿元，占比63%/36%；销量2066/2284万吨，4年CAGR为8.1%/1.8%；吨价6873/3612元/吨，4年CAGR为3.6%/6.6%。构建水稻循环经济模式，实现产业转型升级。2021年产能超7000万吨。**渠道：**2021年直销/经销占比70.8%/29.2%，国内占比提升至97.8%。2022H1经销商6033家。**新项目：**公司拟在全国70多个现有米面油生产基地建设央厨，杭州/周口央厨已开园；并积极布局调味品行业，形成业绩新增点。

盈利预测

预测2022-2024年EPS为0.86/1.16/1.44元，当前股价对应PE分别为49/36/29倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济波动风险、行业政策变动风险、疫情拖累消费、下游需求波动、原材料价格波动等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	226,225	248,388	271,204	295,388
增长率(%)	16.1%	9.8%	9.2%	8.9%
归母净利润(百万元)	4,132	4,646	6,300	7,823
增长率(%)	-31.1%	12.5%	35.6%	24.2%
摊薄每股收益(元)	0.76	0.86	1.16	1.44
ROE(%)	4.5%	5.0%	6.6%	7.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 千亿粮油米面龙头，业绩稳健增长.....	5
1.1、 粮油米面龙头，拥有诸多知名品牌.....	5
1.2、 大股东实力雄厚，股权激励助力稳步发展.....	5
1.3、 营收稳健增长，规模突破 2000 亿元.....	8
2、 粮油米面行业消费量大，集中度较高.....	11
2.1、 食用油集中度较高，结构升级趋势显著.....	11
2.2、 米、面消费量大，包装类米面集中度持续提升.....	14
2.3、 饲料原料行业需求拉动，带来量价齐升.....	16
3、 品牌、产品、渠道构建强有力规模优势.....	18
3.1、 多品牌矩阵运营，具备较强品牌知名度.....	18
3.2、 产品种类齐全，规模优势下成本管控力强.....	20
3.3、 以直销为主，全渠道网络覆盖各个消费渠道.....	29
4、 布局中央厨房和调味品项目，打造协同优势.....	32
4.1、 大力布局中央厨房，打造协同优势.....	32
4.2、 进军调味品行业，拔高公司利润率.....	36
5、 盈利预测与评级.....	38
6、 风险提示.....	39

图表目录

图表 1: 金龙鱼成立于 1988 年，2020 年在 A 股上市.....	5
图表 2: 公司股权集中，无实际控制人.....	5
图表 3: 公司高管从业经验丰富.....	6
图表 4: 金龙鱼 2022 年股权激励计划激励对象.....	7
图表 5: 2022 年股权激励计划业绩目标.....	8
图表 6: 营收从 2016 年 1335 亿元增至 2021 年 1195 亿元，5 年 CAGR 为 11%.....	9
图表 7: 归母净利润从 2016 年 5 亿元增至 2021 年 41 亿元，5 年 CAGR 为 52%.....	9
图表 8: 扣非归母净利润从 2016 年 1 亿元增至 2021 年 50 亿元.....	9
图表 9: 资产减值、投资收益变动较大.....	9
图表 10: 金龙鱼 2022H1 毛利率为 7.5%.....	9
图表 11: 金龙鱼 2022H1 销售费用率为 2.5%.....	9
图表 12: 金龙鱼 2022H1 管理费用率为 1.4%.....	10
图表 13: 金龙鱼 2022H1 财务费用率为 0.4%.....	10
图表 14: 金龙鱼 2021 年 ROE 为 4.9%.....	10
图表 15: 公司 ROE 受权益乘数和净利率影响较大.....	10
图表 16: 食用油可分为动物油和植物油.....	11

图表 17: 食用油消费量从 2013 年 2372 万吨增至 2020 年 2809 万吨, 7 年 CAGR 为 2.6%	11
图表 18: 我国食用油人均消费量基本稳定, 2020 年为 10.4kg/人	11
图表 19: 主要桶装食用油零售均价呈上涨趋势	12
图表 20: 我国食用油量价增长较为稳定	12
图表 21: 小包装植物油中大豆油/调和油/菜籽油/玉米油/花生油 2019 年销量占比 26%/20%/19%/13%/12%	13
图表 22: 小包装植物油中大豆油/调和油/菜籽油/玉米油/花生油 2019 年销售额占比 14%/18%/18%/13%/21%	13
图表 23: 2017-2019 年小包装食用植物油销售量中, 金龙鱼占比 39.8%/39.8%/38.4%	13
图表 24: 2019 年金龙鱼在食用油中市占率为 34%	13
图表 25: 小包装食用植物油销售量渠道比重 (%)	13
图表 26: 我国大米销量从 2008 年 133 百万吨增至 2021 年 156 百万吨, 13 年 CAGR 为 1.2%	14
图表 27: 我国大米零售价从 2015 年 2.7 元/斤增至 2021 年 2.9 元/斤, 6 年 CAGR 为 0.5%	14
图表 28: 我国小麦销量从 2006 年 103 百万吨增至 2021 年 141 百万吨, 15 年 CAGR 为 2.1%	15
图表 29: 我国小麦现货价从 2009 年 1888 元/吨增至 2021 年 2622 元/吨, 12 年 CAGR 为 2.8%	15
图表 30: 我国大米量价波动较小	15
图表 31: 我国小麦量价齐升	15
图表 32: 金龙鱼 2017-2019 年包装米现代渠道销量份额为 16.4%/17.9%/18.4%	16
图表 33: 金龙鱼 2017-2019 年包装面粉现代渠道销量份额为 29.1%/26.5%/26.7%	16
图表 34: 我国饲料产量从 2010 年 1.7 亿吨增至 2021 年 3.2 亿吨, 11 年 CAGR 为 5.6%	16
图表 35: 我国豆粕销量从 2010 年 4239 万吨增至 2021 年 7840 万吨, 11 年 CAGR 为 5.8%	17
图表 36: 2018 年我国菜粕产量和消费量分别为 480 万吨、545 万吨	17
图表 37: 2022 年 9 月初我国豆粕价格较 2021 年底上涨 26%	17
图表 38: 2022 年 9 月初我国菜粕价格较 2021 年底上涨 21%	17
图表 39: 公司品牌矩阵齐全	18
图表 40: 销售费用从 2016 年 65.54 亿元增至 2021 年 66.26 亿元	18
图表 41: 广告宣传费从 2017 年 19.5 亿元增至 2021 年 25.7 亿元, 4 年 CAGR 为 7.2%	18
图表 42: 2021 年广告宣传费占销售费用比重 39%	19
图表 43: 金龙鱼具有较强品牌优势	19
图表 44: 金龙鱼入选 CCTV 国家品牌计划	20
图表 45: 金龙鱼为北京 2022 年冬奥会、残奥会赞助商	20
图表 46: 金龙鱼零售产品矩阵	20
图表 47: 金龙鱼餐饮和食品加工业产品矩阵	22
图表 48: 厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年收入 1420/825 亿元, 5 年 CAGR 为 11%/11%	22
图表 49: 厨房食品收入占比超过 60%	22
图表 50: 厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年毛利率为 8.3%/7.4%	23
图表 51: 厨房食品贡献主要毛利, 2021 年达 63.7%	23
图表 52: 厨房食品销量从 2017 年 1512 万吨增至 2021 年 2066 万吨, 4 年 CAGR 为 8.1%	23

图表 53: 饲料原料及油脂科技销量从 2017 年 2129 万吨增至 2021 年 2284 万吨, 4 年 CAGR 为 1.8% .	23
图表 54: 厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年吨价为 6873/3612 元/吨, 4 年 CAGR 为 3.6%/6.6% .	24
图表 55: 厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年单位成本为 6303/3341 元/吨, 4 年 CAGR 为 4.2%/5.8% .	24
图表 56: 2021 年金龙鱼研发人员 334 人.....	24
图表 57: 2021 年金龙鱼研发人员人均薪酬 41 万元.....	24
图表 58: 2021 年金龙鱼研发支出 2.6 亿元.....	25
图表 59: 2021 年金龙鱼研发支出占比 0.11%.....	25
图表 60: 益海嘉里水稻循环经济模式.....	25
图表 61: 益海嘉里生产基地示意图 (截至 2019 年)	26
图表 62: 泰州综合企业群鸟瞰图.....	26
图表 63: 公司管理费用率长期维持 1.5%左右较低位置.....	26
图表 64: 单位成本总体维持稳定.....	26
图表 65: 金龙鱼原材料占营业成本比重达 90%.....	27
图表 66: 原材料价格敏感性分析.....	27
图表 67: 金龙鱼 2021 年拥有产能超 7000 万吨.....	28
图表 68: 金龙鱼 IPO 募投项目情况.....	28
图表 69: 2021 年直销收入占比 70.8%.....	29
图表 70: 2021 年境内销售占比提升至 97.8%.....	29
图表 71: 2022H1 经销商数量达 6033 家.....	30
图表 72: 2019-2021 东部/南部/中部/西部/北部经销商数量 CAGR 为 23%/21%/17%/15%/13%	30
图表 73: 金龙鱼渠道覆盖情况.....	31
图表 74: 金龙鱼各渠道单价和毛利情况.....	31
图表 75: 金龙鱼致力于打造丰厨园区生态链.....	32
图表 76: 金龙鱼发展中央厨房具备独特优势.....	33
图表 77: 央厨多业态多稳层集约化统仓共配平台.....	34
图表 78: 金龙鱼中央厨房项目一览.....	34
图表 79: 杭州央厨物流产业园楼层布局.....	35
图表 80: 央厨部分产品展示.....	36
图表 81: 我国调味品行业市场规模大, 2020 年达 3950 亿元.....	36
图表 82: 我国调味品行业市场份额 (按零售额)	36
图表 83: 金龙鱼毛利率低于主要调味品公司, 2021 年为 8%.....	37
图表 84: 金龙鱼净利率低于主要调味品公司, 2021 年为 2%.....	37
图表 85: 金龙鱼调味品项目布局情况.....	37
图表 86: 盈利预测.....	38

1、 千亿粮油米面龙头， 业绩稳健增长

1.1、 粮油米面龙头， 拥有诸多知名品牌

粮油米面龙头， 拥有诸多知名品牌。益海嘉里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。公司旗下拥有“金龙鱼”“欧丽薇兰”“胡姬花”“香满园”“海皇”“金味”“丰苑”“锐龙”“洁劲 100”等知名品牌， 产品涵盖了小包装食用油、 大米、 面粉、 挂面、 调味品、 食品饮料、 餐饮产品、 食品原辅料、 饲料原料、 油脂科技等诸多领域。

图表 1: 金龙鱼成立于 1988 年， 2020 年在 A 股上市



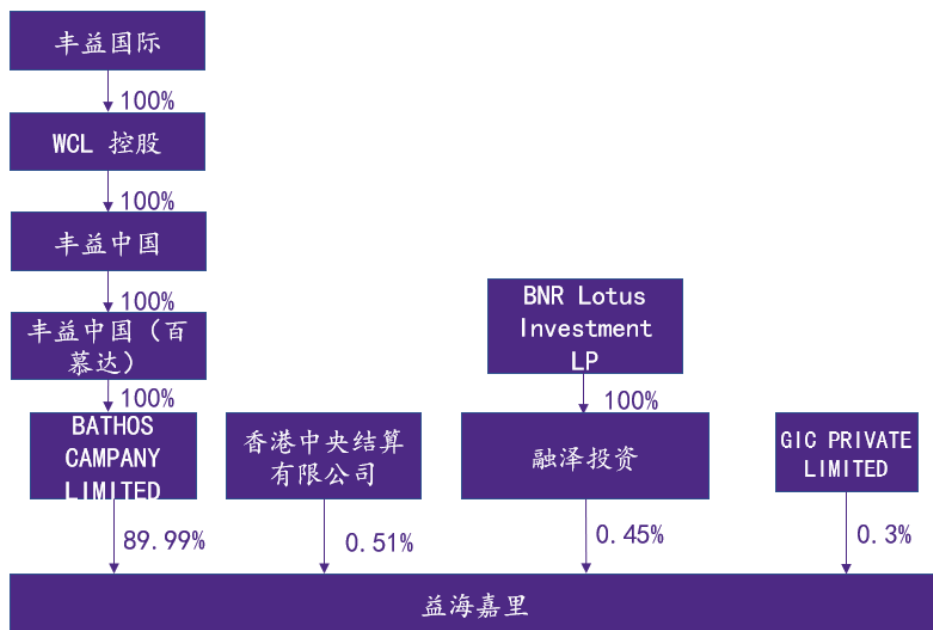
资料来源：益海嘉里官网， 华鑫证券研究

1.2、 大股东实力雄厚， 股权激励助力稳步发展

公司股权集中， 无实际控制人。丰益国际是金龙鱼大股东， 通过 WCL 控股、 丰益中国、 丰益中国(百慕达)、 Bathos Company Limited 间接持有金龙鱼 89.99%股权。阔海投资持有公司 0.009%股权， 主要为公司管理人员持股。丰益国际主要股东包括郭孔丰、 郭氏集团 (KuokBrothers Sdn Berhad)、 ADM、 嘉里集团 (Kerry Group Limited)， 股权较为分散， 不存在实际控制人。

大股东丰益国际拥有较强实力。丰益国际集团成立于 1991 年， 总部位于新加坡， 是全球最大的粮油食品集团之一， 在全球有超过 500 家工厂及 9 万名员工， 2006 年在新加坡主板上市。业务范围包括棕榈种植， 油籽压榨， 食用油精炼， 食糖加工和提炼， 面粉及大米加工， 油脂化工品、 化肥制造等， 销售网络遍及中国、 印度、 印尼等 50 多个国家和地区。2021 年丰益国际位列《财富》世界 500 强排行榜第 211 位。

图表 2: 公司股权集中， 无实际控制人



资料来源：金龙鱼公告，wind，华鑫证券研究

主要高管从业经验丰富。公司董事长是郭孔丰先生，任丰益国际董事长兼首席执行官，2005 年开始担任公司董事长。总裁穆彦魁、常务副总裁牛余新、副总裁邵斌均在行业内从业超过 30 年，拥有丰富的经验。

图表 3：公司高管从业经验丰富

姓名	职务	薪酬 (万元)	个人简历
穆彦魁	总裁	1620	毕业于郑州粮食学院油脂工程专业。1980-1983 年，任河北省粮食局干部。1985-1990 年，任河北省粮食局副局长科员。1991-1993 年，任河北省油脂公司经理。1993-1995 年，任河北省油脂公司副总经理。1995-1997 年，任河北省油脂公司总经理。1997-2000 年，任河北省粮油集团副总裁。2000-2011 年，任秦皇岛金海粮油工业总经理。2002-2009 年，任上海益海董事长。2005-2019 年 1 月，任公司副董事长。2019 年 1 月至今任公司董事、总裁。
牛余新	常务副总裁	1100	中国国籍，新加坡南洋理工 EMBA。1991 年 6 月-1998 年 8 月，历任山东济南油脂公司总经理助理、副总经理。1998 年 8 月-2000 年，任康惠油脂公司总经理。2000 年-2005 年，任益海(烟台)粮油工业总经理。2002-2009 年，任上海益海总经理。2005-2019 年 1 月，任公司董事、总经理。2019 年 1 月至今任公司董事、副总裁。2022 年 1 月至今任公司常务副总裁。
邵斌	副总裁	-	辽宁大学理学学士。1989 年 7 月-1993 年 4 月，历任营口港务局环保监测站助理工程师、局办秘书。1993 年 5 月-2001 年 2 月，任营口渤海油脂工业有限公司副总经理。2001 年 3 月-2003 年 2 月，历任广东东凌集团广州植之元油脂有限公司销售总监、总经理。2003 年 3 月-2005 年 6 月，任上海益海企业发展有限公司副总经理。2005 年 6 月-2019 年 1 月，任公司董事。2005 年 6 月至今任公司饲料原料部总监。2022 年 1 月至今任公司副总裁。
洪美玲	财务副总监，董事会秘书	355	新加坡国籍，新加坡南洋理工大学学士。1997 年 7 月-2003 年 10 月，就职于普华永道会计师事务所(新加坡)。2003 年 10 月-2005 年 6 月，任 Wilmar Trading Pte Ltd 财务经理。2005 年 6 月-2019 年 1 月，任公司财务部副总监。2019 年 1 月至今担任公司董事会秘书、财务副总监。

陆玟好	财务总监	435	马来西亚国籍，毕业于特许会计师公会 ACCA。1994-1997 年，任毕马威会计师事务所(吉隆坡)审计。1998-1999 年，任毕马威会计师事务所(新加坡)审计。2000 年，任普华永道会计师事务所(新加坡)审计经理。2000-2003 年，任 Wilmar Trading Pte Ltd 财务经理。2003-2005 年，任上海益海财务总监。2005 年至今任公司董事、财务总监。
郭孔丰	董事长	-	新加坡国籍，新加坡国立大学工商管理学士。1973-1991 年，任 Federal Flour Mills Berhad 业务经理、总经理。1980-1989 年，任 Kuok (Singapore) Limited 董事。1989-1991 年，任 Kuok Oils & Grains Pte Ltd 总经理，并负责在中国筹建了南海油脂工业(赤湾)。1991-2006 年，任 Wilmar Trading Pte Ltd 董事长及总经理。2006 年至今，任丰益国际董事长兼首席执行官。2005 年至今任公司董事长。
潘锡源	董事	-	新加坡国籍，新加坡国立大学建筑学学士、美国麻省理工学院土木工程学硕士。2016 年至今，任丰益国际首席运营官兼执行董事。2017-2020 年，任 United Engineers Limited 非执行董事。2019 年 1 月至今担任公司董事。2020 年 9 月至今，任 Perennial Holdings Private Limited(曾用名 Perennial Real Estate Holdings Limited)执行董事兼首席执行官。
唐绍明	董事	-	新加坡国籍，牛津大学法律学位。1998-2005 年，任司力达律师楼律师。2005-2008 年，任瑞银投资银行资本市场部执行董事。2009-2012 年 5 月，任丰益国际投资部负责人。2010 年至今，任嘉里控股投资部总监。2019 年 3 月至今任公司董事。

资料来源：金龙鱼公告，wind，华鑫证券研究

股权激励计划落地，充分提高员工积极性。2022 年 3 月 31 日公司发布股权激励计划公告，拟以不低于每股 30.76 元向董监高及核心骨干共计 1635 名对象授予 2980 万股限制性股票，其中包括董事长郭孔丰、总裁穆彦魁、常务副总裁牛余新等，约占本激励草案公告日公司股本总额的 0.55%。该激励计划分三次解锁，业绩考核要求为：2022 年-2023 年两年的合计产品销量不低于 9020 万吨，2022 年-2024 年三年的合计产品销量不低于 13725 万吨，2022 年-2025 年四年的合计产品销量不低于 18580 万吨。经计算，我们预计 2022-2025 年销量约为 4457、4566、4678、4792 万吨，4 年 CAGR 约为 2.5%，由于 2017-2021 年整体单位均价 CAGR 约为 6%，假设均价继续按此增速增长，则 2022-2025 年营收复合增速均有望实现 8.7% 以上。

该激励计划选用“产品销量”作为公司层面业绩考核指标，我们认为直接反映主营业务经营情况和市场价值成长性，并且本次激励人员众多，能够最大化绑定核心管理层并提升整体员工积极性，进一步激发公司经营活力。

图表 4：金龙鱼 2022 年股权激励计划激励对象

姓名	职务	国籍	获授数量 (万股)	占本激励 计划比例	占公告日总 股本比例
Kuok Khoon Hong (郭孔丰)	董事长	新加坡	30	1.01%	0.01%
Pua Seck Guan (潘锡源)	董事	新加坡	25	0.84%	0.00%
穆彦魁	董事、总裁	中国	27.5	0.92%	0.01%
牛余新	董事、常务副总裁	中国	22.5	0.76%	0.00%
邵斌	副总裁、饲料原料部总监	中国	17.5	0.59%	0.00%
Tong Shao Ming (唐绍明)	董事	新加坡	4	0.13%	0.00%
Loke Mun Yee (陆玟好)	董事、财务总监	马来西亚	13	0.44%	0.00%
Ang Bee Ling (洪美玲)	董事会秘书、财务副总监	新加坡	11	0.37%	0.00%
Chua Nam Hai (蔡南海)	核心技术人员	美国	10	0.34%	0.00%

Kam Teh Chean (甘的俭)	核心业务人员	马来西亚	15	0.50%	0.00%
Xu Xue Bing (徐学兵)	核心技术人员	丹麦	11	0.37%	0.00%
Chaw Chee Ming (邹志明)	核心技术人员	马来西亚	11	0.37%	0.00%
Chin Kah Yen (陈家彦)	核心技术人员	马来西亚	6	0.20%	0.00%
Wan Jon Yew (阮忠友)	核心技术人员	马来西亚	5	0.17%	0.00%
Chng Cheow Yong (庄昭勇)	核心技术人员	马来西亚	5	0.17%	0.00%
Bordat Philippe Didier	核心技术人员	法国	4.5	0.15%	0.00%
Freek Boelen	核心业务人员	荷兰	4	0.13%	0.00%
Tan Aik Peng (陈亿坪)	核心业务人员	新加坡	3	0.10%	0.00%
Jung Yun Wook (郑然旭)	核心业务人员	韩国	1.5	0.05%	0.00%
Wong Chiew Sing (王潮胜)	核心技术人员	马来西亚	1	0.03%	0.00%
Chen Hong Ren (陈弘仁)	核心技术人员	中国台湾	0.6	0.02%	0.00%
Cai Zhi Zhong (蔡至忠)	核心业务人员	中国台湾	0.6	0.02%	0.00%
Zhang Hong (张虹)	核心技术人员	丹麦	1	0.03%	0.00%
Xia Jiu Long (夏九龙)	核心技术人员	新加坡	1	0.03%	0.00%
Lee Ying Kiat (李荃颖)	核心技术人员	马来西亚	1	0.03%	0.00%
Tang Zhan Wei (邓展维)	核心技术人员	新加坡	1	0.03%	0.00%
Huang Yi Hui (黄意惠)	核心业务人员	新加坡	1	0.03%	0.00%
Huang Chun Sen (黄春森)	核心技术人员	中国台湾	0.8	0.03%	0.00%
核心技术/业务人员 (1607 人)			2,745.50	92.13%	0.51%
合计			2,980.00	100.00%	0.55%

资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

图表 5：2022 年股权激励计划业绩目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	公司 2022 年-2023 年两年的合计产品销量不低于 9,020 万吨。
第二个归属期	公司 2022 年-2024 年三年的合计产品销量不低于 13,725 万吨。
第三个归属期	公司 2022 年-2025 年四年的合计产品销量不低于 18,580 万吨。

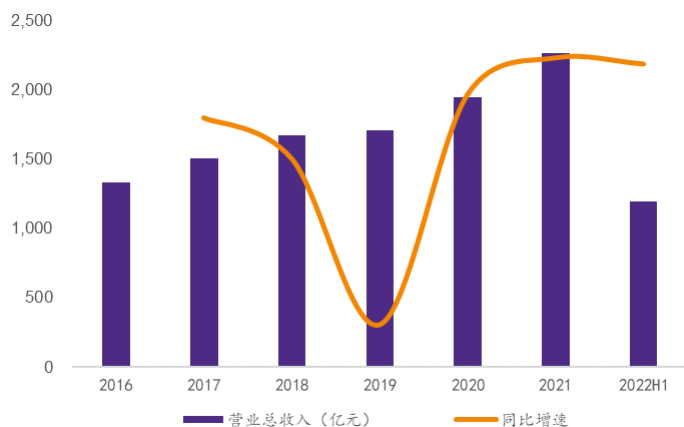
资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

1.3、营收稳健增长，规模突破 2000 亿元

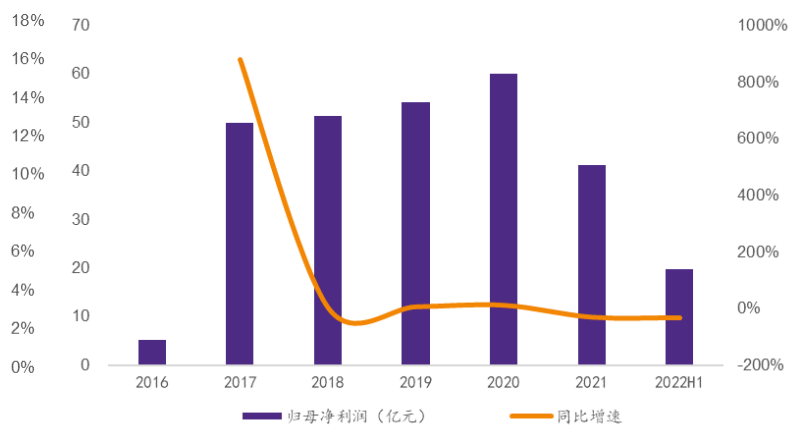
营收稳健，净利润波动较大。公司营业总收入从 2016 年 1334.94 亿元增至 2021 年 2262.25 亿元，5 年 CAGR 为 11.13%。归母净利润从 2016 年 5.11 亿元增至 2021 年 41.32 亿元，5 年 CAGR 为 51.87%。2021 年由于原材料成本上涨，大豆采购和压榨量下降以及大豆套保业务损失，净利润下降 31.15%。2022H1 营收和归母净利润分别为 1194.83、19.76 亿元，分别同比+15.74%、-33.47%，利润下降主要系原材料成本上涨以及疫情影响消费所致。

公司业绩受投资收益、资产减值损失影响较大。2016 年公司受到大豆价格波动异常影响，大豆期货交易出现较大亏损，净利润下降较大。2021 年底公司存货余额 469 亿元，因此存货减值损失导致的资产减值损失波动影响较大。2016-2021 年公司投资收益-29.64/34.76/9.4/10.13/-22.90/-17.09 亿元，资产减值损失 1.84/2.68/10.83/-21.02/-7.40/-4.59 亿元，公允价值变动损益-0.56/-4.10/2.54/2.62/-12.59/8.66 亿元。

图表 6: 营收从 2016 年 1335 亿元增至 2021 年 1195 亿元, 5 年 CAGR 为 11%
图表 7: 归母净利润从 2016 年 5 亿元增至 2021 年 41 亿元, 5 年 CAGR 为 52%

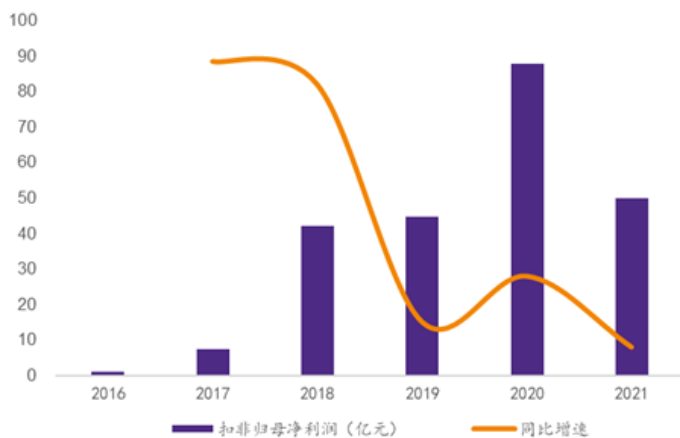


资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

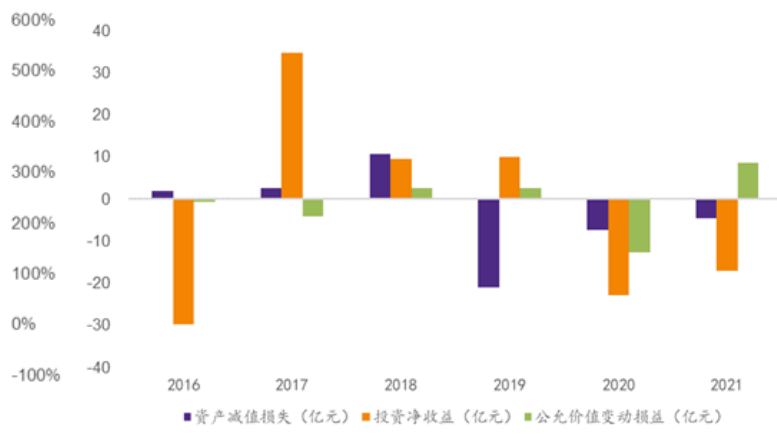


资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

图表 8: 扣非归母净利润从 2016 年 1 亿元增至 2021 年 50 亿元
图表 9: 资产减值、投资收益变动较大



资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

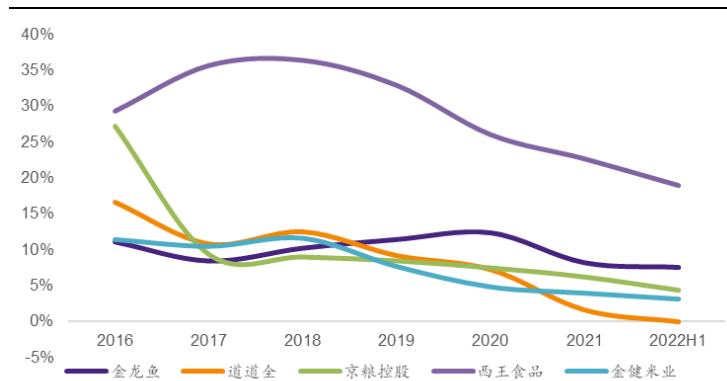


资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

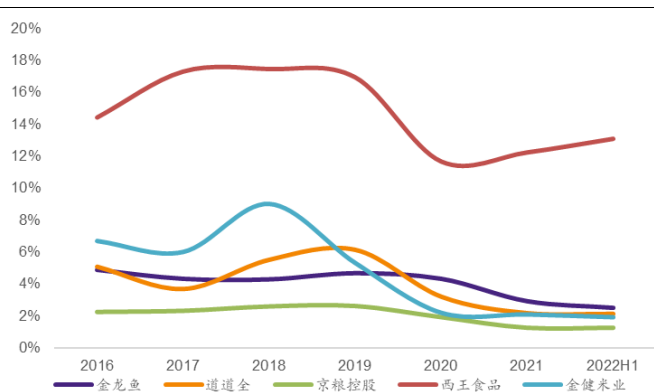
盈利能力行业领先。公司毛利率较为稳定, 基本维持在 10% 以上, 处于行业领先地位, 2021 年由于原材料成本的上涨, 毛利率下降至 8.18%, 2022H1 下降至 7.53%。由于公司产业链完善, 具备较强规模效应, 费用率控制良好, 销售费用率长期稳定在 4%-5%, 2022H1 由于疫情影响减少费用投放, 销售费用率下降至 2.51%; 管理费用率稳定在 1.5% 左右, 在行业中处于较低水平, 2022H1 管理费用率为 1.41%。ROE 亦保持稳定, 基本在 8% 以上, 对比可比公司处于领先地位, 2021 年下降至 4.77%, 主要是由于原材料成本上涨导致净利率水平下滑。根据杜邦分析, 金龙鱼 ROE 受权益乘数和净利率影响较大, 权益乘数从 2016 年 1.65 增至 2021 年 2.27, 总资产周转率变化较小, 2021 年为 1.17。

图表 10: 金龙鱼 2022H1 毛利率为 7.5%

图表 11: 金龙鱼 2022H1 销售费用率为 2.5%

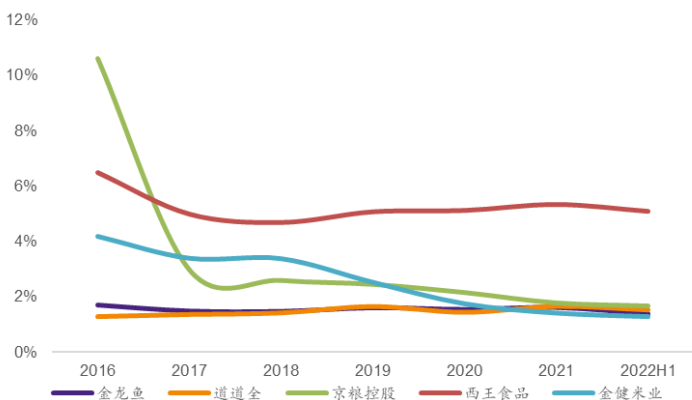


资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究



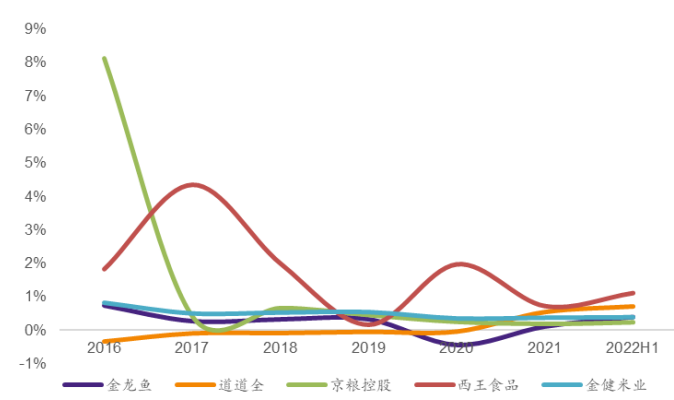
资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究

图表 12：金龙鱼 2022H1 管理费用率为 1.4%



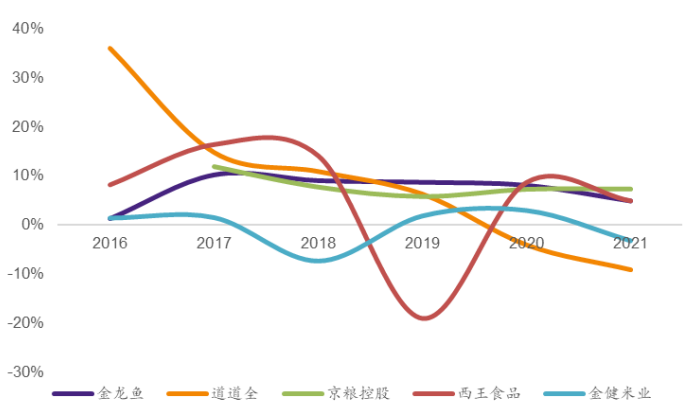
资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究

图表 13：金龙鱼 2022H1 财务费用率为 0.4%



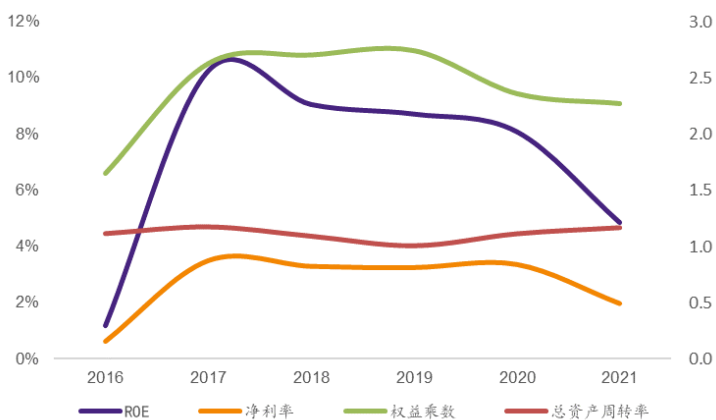
资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究

图表 14：金龙鱼 2021 年 ROE 为 4.9%



资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究

图表 15：公司 ROE 受权益乘数和净利率影响较大



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

2、粮油米面行业消费量大，集中度较高

2.1、食用油集中度较高，结构升级趋势显著

植物油为食用油最主要用油。食用油根据来源可分为动物油和植物油，在我国消费结构中，食用植物油占据了主导地位，包括菜籽油、花生油、玉米油、橄榄油、山茶油、棕榈油、葵花子油、大豆油、芝麻油、亚麻籽油（胡麻油）、葡萄籽油、核桃油、牡丹籽油等等。

图表 16：食用油可分为动物油和植物油

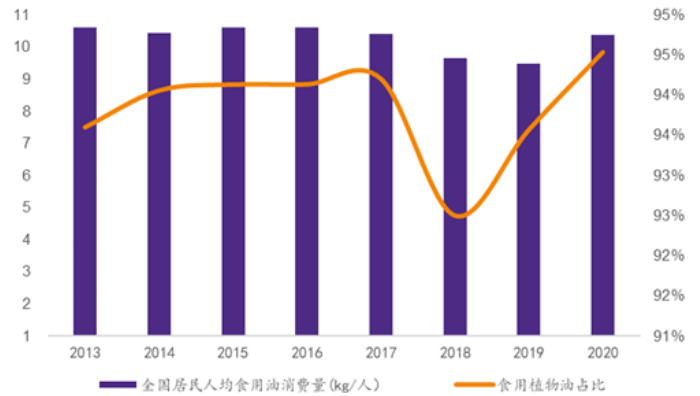
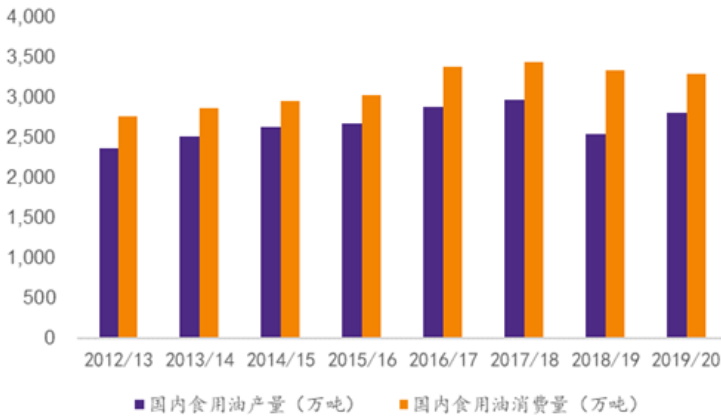
	分类	概述
动物油脂	/	以猪、牛、羊、鸡、鸭，鲸、深海鱼等动物脂肪为原料提炼的油脂
植物油	大豆油	以大豆为原料提炼的油脂，大豆油中富含卵磷脂和不饱和脂肪酸以及亚油酸，易于消化吸收
	菜籽油	以菜籽为原料提炼的油脂，消化吸收率较高，欧米茄 3 含量较高，但部分菜籽油含有相对较高的芥酸，影响其营养价值
	玉米油	以玉米为原料提炼的油脂，玉米油本身不含有胆固醇，它对于血液中胆固醇的积累具有溶解作用，能减少对血管产生硬化影响
	葵花籽油	以葵花籽为原料提炼的油脂，葵花籽油含有大量的维生素 E 和抗氧化的绿原酸等成分，是营养价值较高、有益于人体健康的优良食用油
	花生油	以花生为原料提炼的油脂，花生油富含单不饱和脂肪酸和维生素 E，热稳定性比色拉油要好，是品质优良的高温烹调油
	调和油	用几种优质烹调油经过搭配调合而成，其中以大豆油和菜籽油为主，调和油具有良好的风味和稳定性，最适合日常炒菜使用。

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

食用油行业增速放缓，进入存量博弈。我国食用油消费量从 2013 年 2372 万吨增至 2020 年 2809 万吨，7 年 CAGR 为 2.56%，产量从 2013 年 2755 万吨增至 2020 年 3289 万吨，7 年 CAGR 为 2.45%。2019、2020 年我国食用植物油消费量连续两年下降，已经进入存量市场。我国食用油人均消费量基本稳定，2013 年为 10.6kg/人，2020 年为 10.4kg/人。

图表 17：食用油消费量从 2013 年 2372 万吨增至 2020 年 2809 万吨，7 年 CAGR 为 2.6%

图表 18：我国食用油人均消费量基本稳定，2020 年为 10.4kg/人

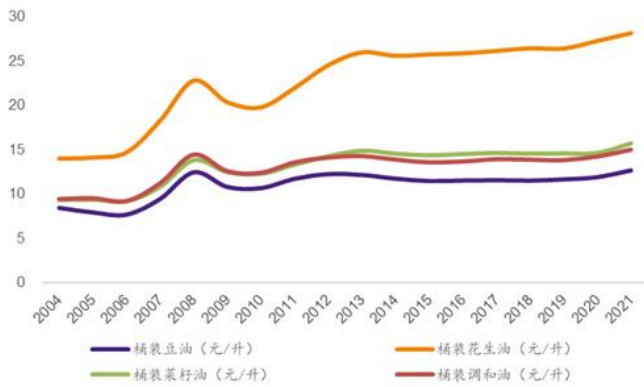


资料来源：金龙鱼招股说明书，农村农业部、前瞻产业研究院，华鑫证券研究，注：市场年度为当年10月至下年9月

资料来源：wind，华鑫证券研究

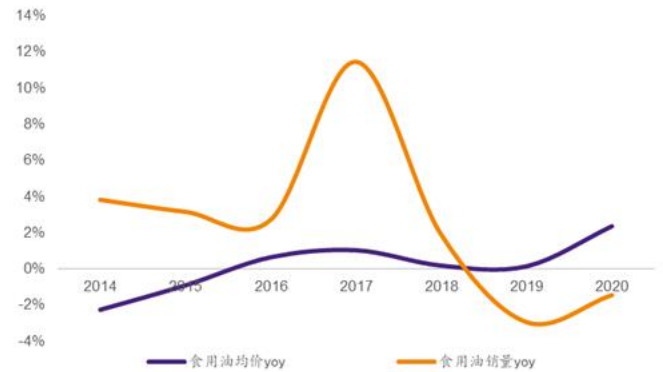
桶装食用油烟雾价格呈上涨趋势，量价稳定。价：我国主要桶装食用油烟雾零售价呈上涨趋势，2021年桶装豆油、花生油、菜籽油、调和油均价为12.7、28.2、15.7、15.0元/升，桶装油均价从2011年15.15元/升增至2021年17.9元/升，10年CAGR为1.68%。量：销量2013-2020年7年CAGR为2.56%。从量价看，2018年以前主要为量升驱动，2018年后主要为价升驱动。

图表19：主要桶装食用油烟雾零售均价呈上涨趋势



资料来源：wind，华鑫证券研究

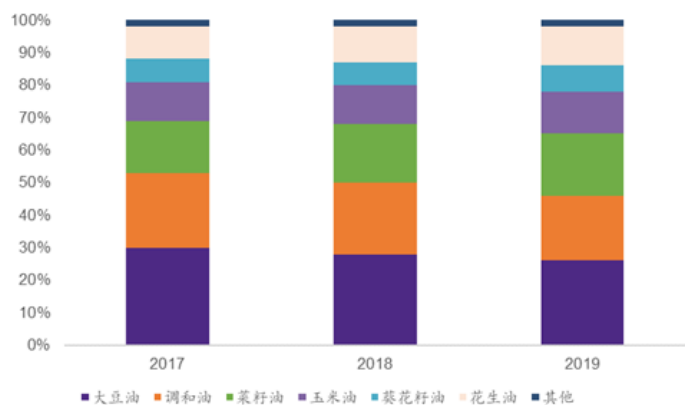
图表20：我国食用油烟雾量价增长较为稳定



资料来源：金龙鱼招股说明书，农村农业部、前瞻产业研究院，华鑫证券研究，wind，华鑫证券研究

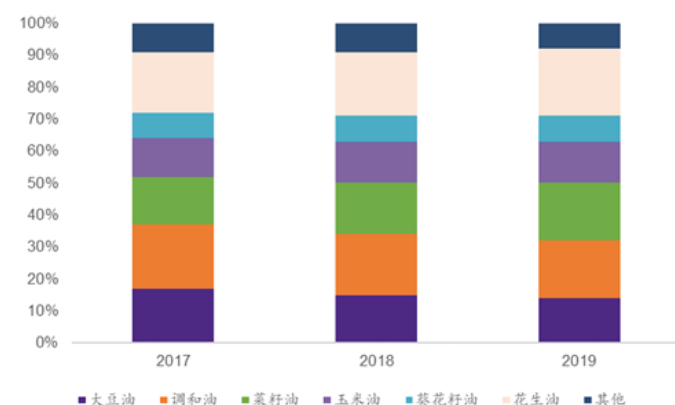
结构升级趋势显著。从销量和销售额份额来看，单价较低的大豆油和调和油份额逐渐减少。大豆油销量份额从2017年的30%降至2019年的26%，销售份额从2017年的17%降至2019年的14%。调和油2017年销量和销售额份额为23%、20%，2019年降至20%、18%。单价较高的菜籽油、玉米油、花生油份额逐渐增大，2017年销量份额为16%、12%、10%，销售份额为15%、12%、19%；2019年销量份额增至19%、13%、12%，销售份额增至18%、13%、21%。

图表 21：小包装植物油中大豆油/调和油/菜籽油/玉米油/花生油 2019 年销量占比 26%/20%/19%/13%/12%



资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

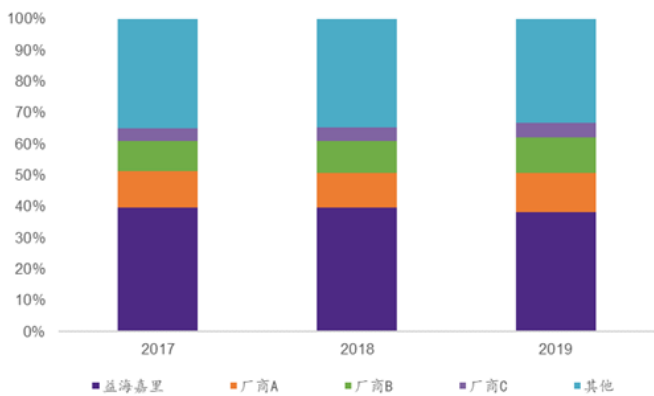
图表 22：小包装植物油中大豆油/调和油/菜籽油/玉米油/花生油 2019 年销售额占比 14%/18%/18%/13%/21%



资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

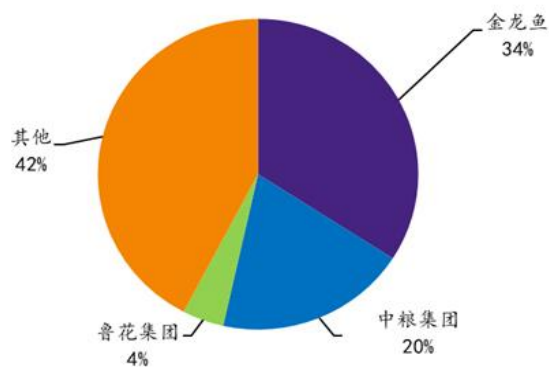
食用油集中度较高，且仍有继续集中趋势。2019 年我国食用油 CR3 为 58%，其中金龙鱼、中粮集团、鲁花集团分别占 34%、20%、4%，金龙鱼市占率稳居第一。从小包装食用植物油看，集中度较高，且集中趋势较强，2017 年 CR4 为 65.1%，2019 年 CR4 为 66.8%。2019 年金龙鱼市占率约 38.4%，长期排名第一。

图表 23：2017-2019 年小包装食用植物油销售量中，金龙鱼占比 39.8%/39.8%/38.4%



资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

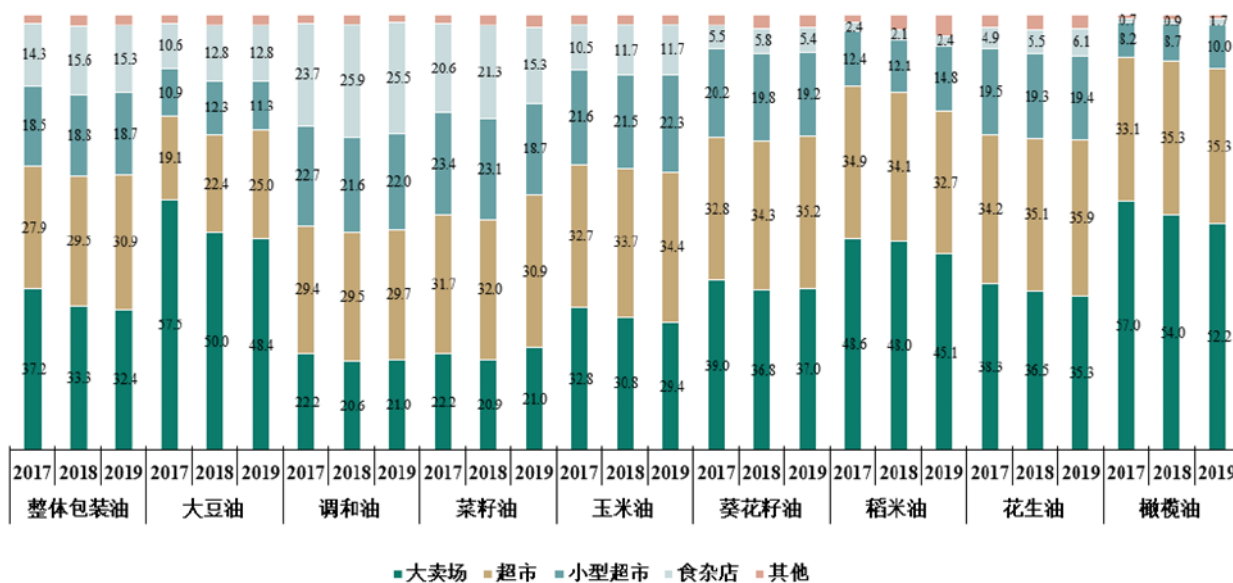
图表 24：2019 年金龙鱼在食用油中市占率为 34%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

小包装食用植物油以超市、卖场为主。从销售渠道来看，大卖场、超市、小型超市等是小包装食用植物油销售的主要渠道，占行业 70%以上的销售比重，其中又以大卖场和超市贡献最大，占行业 50%以上的销售比重。

图表 25：小包装食用植物油销售量渠道比重 (%)



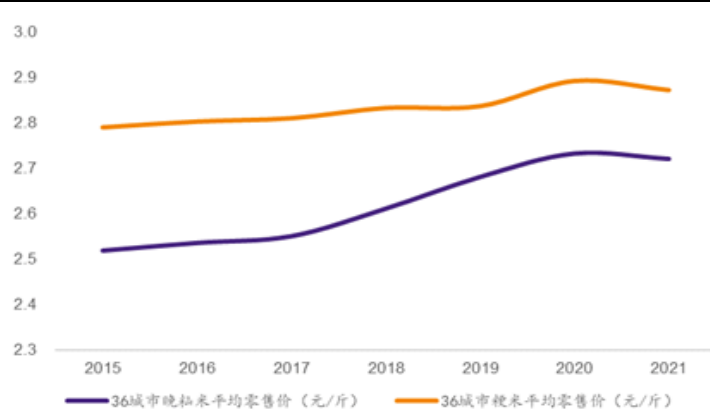
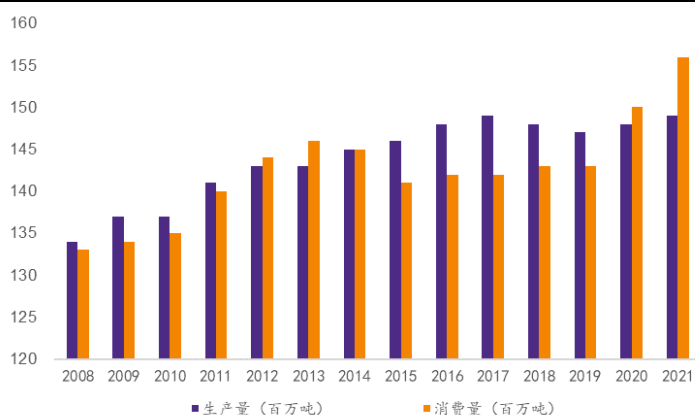
资料来源：金龙鱼招股说明书，尼尔森，华鑫证券研究

2.2、米、面消费量大，包装类米面集中度持续提升

我国是大米产销第一大国。产量从2008年134百万吨增至2021年149百万吨，13年CAGR为0.82%；销量从2008年133百万吨增至2021年156百万吨，13年CAGR为1.23%。梗米零售价从2015年2.70元/斤增至2021年2.87元/斤，6年CAGR为0.49%。我国大米量价增速放缓，几乎进入存量阶段。

图表 26：我国大米销量从 2008 年 133 百万吨增至 2021 年 156 百万吨，13 年 CAGR 为 1.2%

图表 27：我国大米零售价从 2015 年 2.7 元/斤增至 2021 年 2.9 元/斤，6 年 CAGR 为 0.5%



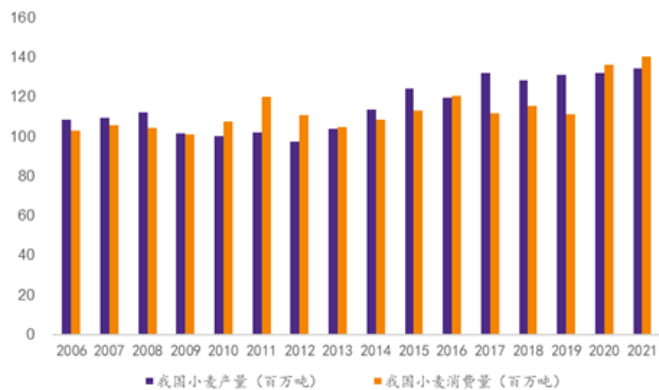
资料来源：wind，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

小麦量价逐年增长。面粉主要是指由小麦加工而成的产品，小麦在我国是仅次于水稻、玉米的主要粮食作物。产量从2006年108百万吨增至2021年134百万吨，15年CAGR为1.44%；销量从2006年103百万吨增至2021年141百万吨，15年CAGR为2.11%。小麦现

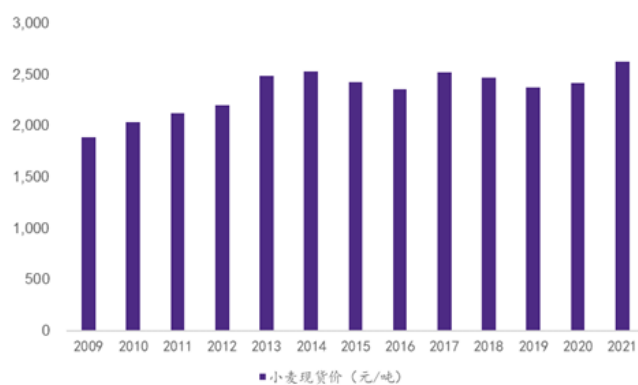
货价从 2009 年 1888 元/吨增至 2021 年 2622 元/吨，12 年 CAGR 为 2.78%。

图表 28：我国小麦销量从 2006 年 103 百万吨增至 2021 年 141 百万吨，15 年 CAGR 为 2.1%



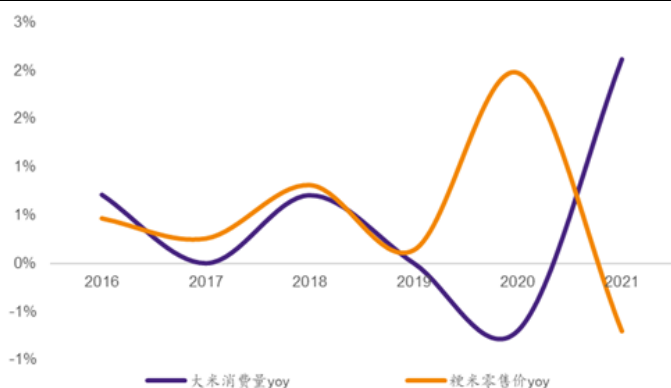
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 29：我国小麦现货价从 2009 年 1888 元/吨增至 2021 年 2622 元/吨，12 年 CAGR 为 2.8%



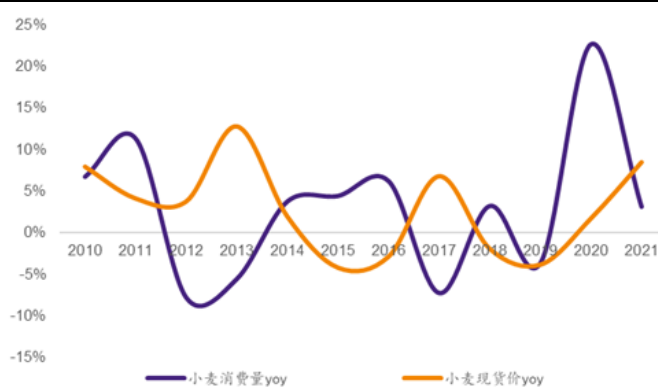
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 30：我国大米量价波动较小



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 31：我国小麦量价齐升



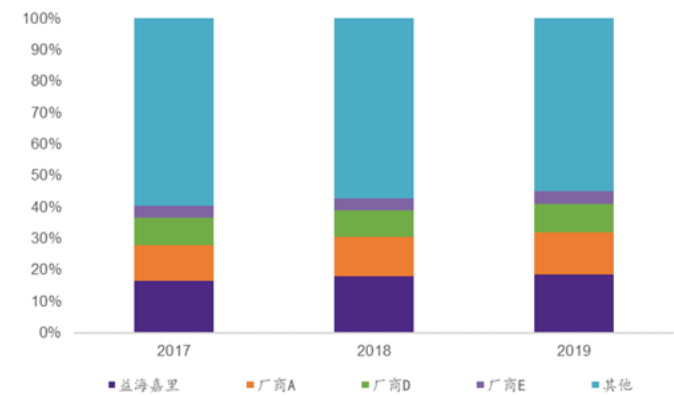
资料来源：wind，华鑫证券研究

包装米市场集中度较高，金龙鱼市占率第一。我国大米消费结构主要由食物消费、饲料、工业用粮组成，其中以食物消费为主，占比约 40%，而食物消费中主要以散装米为主，包装米占比较低。近几年，随着消费升级以及消费者食品安全意识的提升，包装米占比逐渐提升。按销售量统计，金龙鱼包装米现代渠道市场占有率第一。金龙鱼包装米现代渠道销售份额从 2017 年的 16.4% 增至 2019 年的 18.4%，领先于竞争对手。包装米行业 CR4 从 2017 年的 40.4% 增至 2019 年的 44.9%，行业集中度有所提升。

包装面粉市场集中度较高，金龙鱼市占率第一。在我国面粉消费结构中，食物消费占比超过 90%，其中散装及大包装、中包装面粉占据主要的市场份额。近年来，消费者越发倾向于购买包装面粉。按销售量统计，金龙鱼包装面粉现代渠道市场占有率第一。金龙鱼包装面粉现代渠道销售份额从 2017 年的 29.1% 降至 2019 年的 26.7%，仍领先于对手。包装面

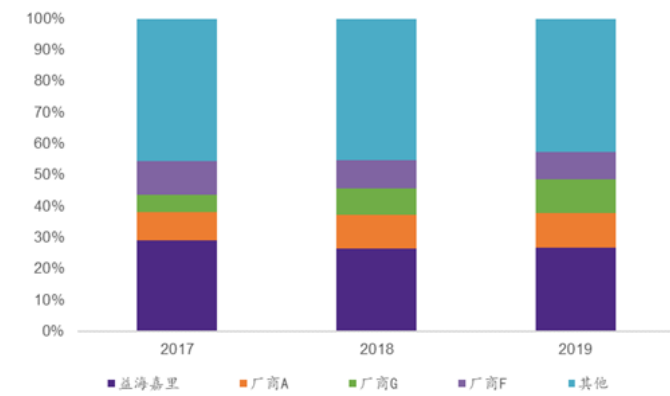
粉行业 CR4 从 2017 年的 54.3% 增至 2019 年的 57.3%，集中度持续提升。

图表 32: 金龙鱼 2017-2019 年包装米现代渠道销量份额为 16.4%/17.9%/18.4%



资料来源: 金龙鱼招股说明书, 尼尔森, 华鑫证券研究

图表 33: 金龙鱼 2017-2019 年包装面粉现代渠道销量份额为 29.1%/26.5%/26.7%

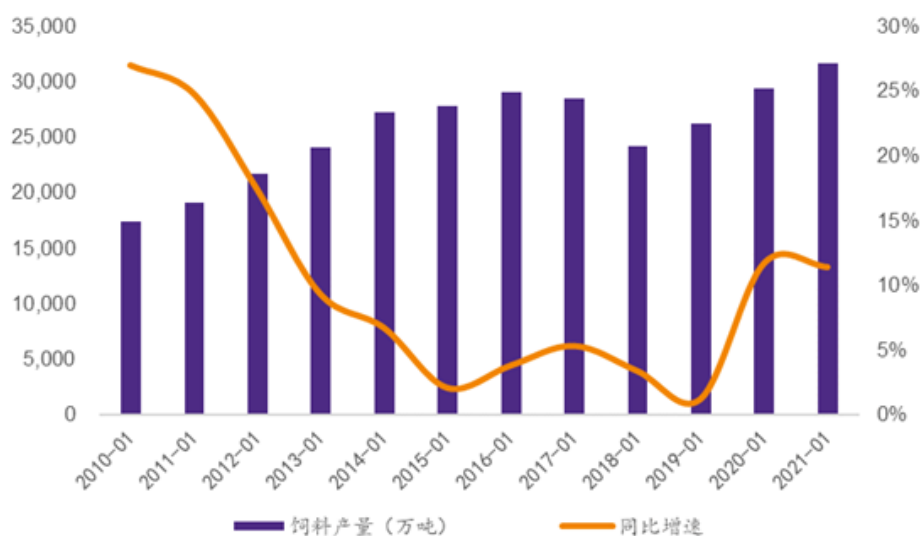


资料来源: 金龙鱼招股说明书, 尼尔森, 华鑫证券研究

2.3、饲料原料行业需求拉动，带来量价齐升

饲料原料产量持续增长。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。我国饲料产量从 2010 年 1.74 亿吨增至 2021 年 3.17 亿吨，11 年 CAGR 为 5.58%。下游饲料产品需求的快速提升带动了饲料原料行业的快速发展。

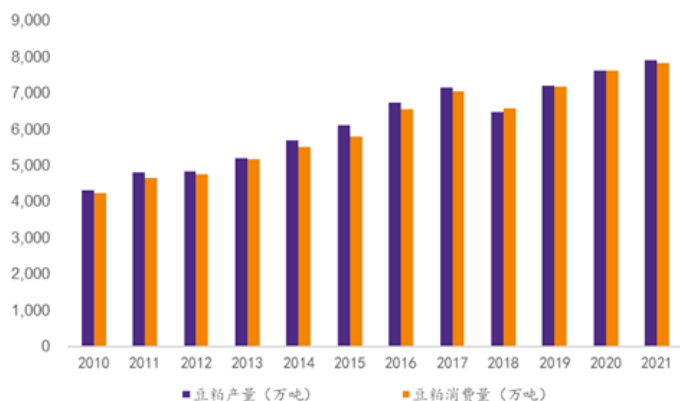
图表 34: 我国饲料产量从 2010 年 1.7 亿吨增至 2021 年 3.2 亿吨，11 年 CAGR 为 5.6%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

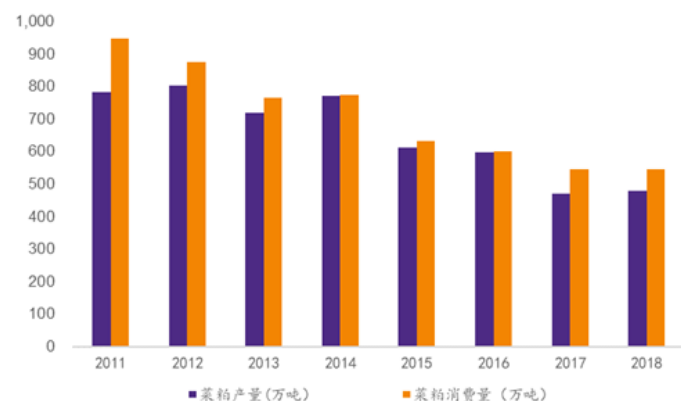
豆粕产销稳定增长，菜粕供应量下降。豆粕作为最主要的饲料原料之一，大部分被用于家禽、猪水产养殖等饲养，我国豆粕产、销量明显上升，产量从2010年4318万吨增至2021年7901万吨，11年CAGR为5.66%；销量从2010年4239万吨增至2021年7840万吨，11年CAGR为5.75%。菜粕作为主要饲料原料之一，广泛用于水产饲料行业。2010年以来，国家对进口菜籽生物安全标准提高，以及近年来国内菜籽播种面积持续下降，导致菜籽供应量随之下降。2018年我国菜粕产量和消费量分别为480万吨、545万吨。

图表 35：我国豆粕销量从 2010 年 4239 万吨增至 2021 年 7840 万吨，11 年 CAGR 为 5.8%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 36：2018 年我国菜粕产量和消费量分别为 480 万吨、545 万吨



资料来源：wind，华鑫证券研究

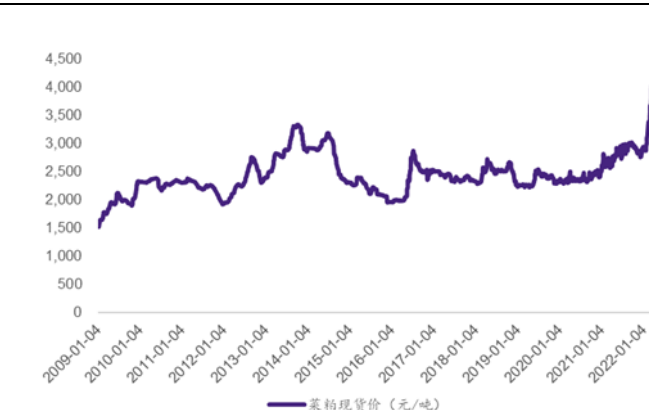
豆粕、菜粕价格持续上涨。我国豆粕进口较多，因疫情影响，加上南美等主要产区干旱天气以及国际形势紧张，导致全球大豆供应紧张，豆粕价格维持高位，菜粕价格也持续上涨。截至2022年9月初，豆粕、菜粕价格较年内高点有所下降，仍达到4520、3495元/吨，较2021年底上涨约25.91%、21.00%。

图表 37：2022 年 9 月初我国豆粕价格较 2021 年底上涨 26%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 38：2022 年 9 月初我国菜粕价格较 2021 年底上涨 21%



资料来源：wind，华鑫证券研究

3、品牌、产品、渠道构建强有力规模优势

3.1、多品牌矩阵运营，具备较强品牌知名度

多品牌矩阵运营，注重品牌形象。公司目前已经形成覆盖高端、中高端、大众的综合品牌矩阵，旗下包括金龙鱼、欧丽薇兰、胡姬花在内的主要品牌已经在消费者心目中建立起较高的品牌知名度和美誉度。通过成立大品牌项目部，负责综合品牌的整体战略定位、策划、运营、宣传和推广工作，并成立品牌运营部门对不同专业品牌和产品线进行营销推广。公司将继续坚持多层次品牌策略，利用品牌不同的侧重点精准覆盖各类消费者。积极利用现有成功品牌及销售网络推出包括调味品（如酱油）、酵母、米粉等相关产品，将公司的品牌价值延伸至不同的产品领域。

图表 39：公司品牌矩阵齐全

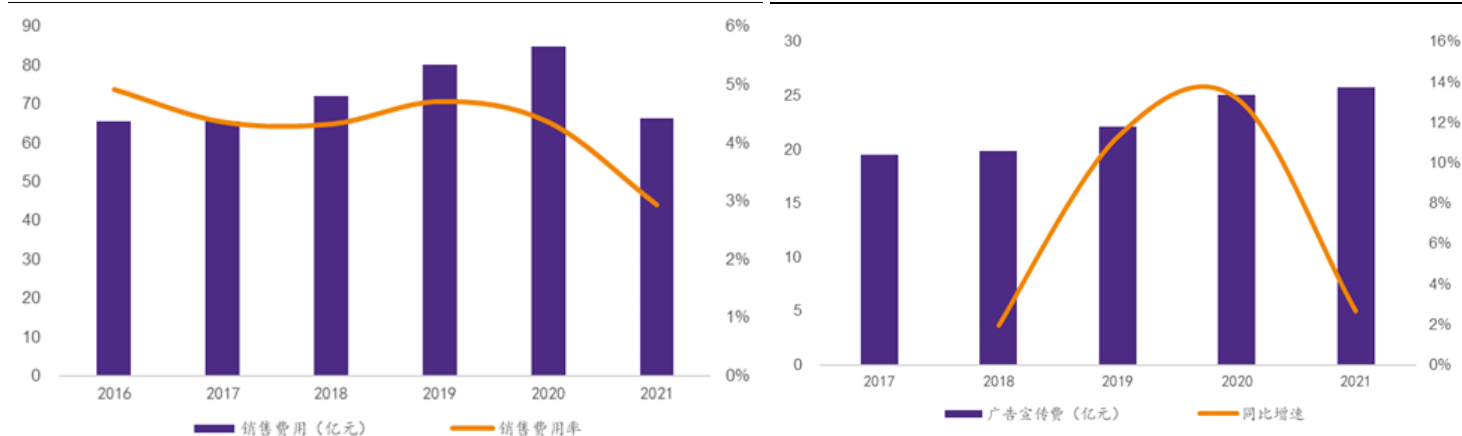
	厨房食品					饲料原料	油脂科技
高端							
中端							
大众							

资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

销售费用支出稳定，广告投放提升品牌知名度。公司十分注重品牌宣传，宣传费用支出稳定。销售费用从 2016 年 65.54 亿元增至 2021 年 66.26 亿元，销售费用率从 2016 年 4.92% 降至 2021 年 2.94%，销售费用率常年稳定在 4% 以上，2021 年受疫情影响有所下降。即使受疫情影响，广告宣传费用仍未减少，从 2017 年 19.49 亿元增至 2021 年 25.71 亿元，4 年 CAGR 为 7.17%，2021 年广告宣传费占销售费用比重 39%。针对渠道网络和消费者信息获取碎片化趋势，公司采取多样化的品牌运作方式，包括传统媒体投放及广告推广、体育营销、文化营销、新媒体营销等。公司品牌营销和产品推广相辅相成，通过成熟品牌推广创新产品，提升品牌的知名度和美誉度。

图表 40：销售费用从 2016 年 65.54 亿元增至 2021 年 66.26 亿元

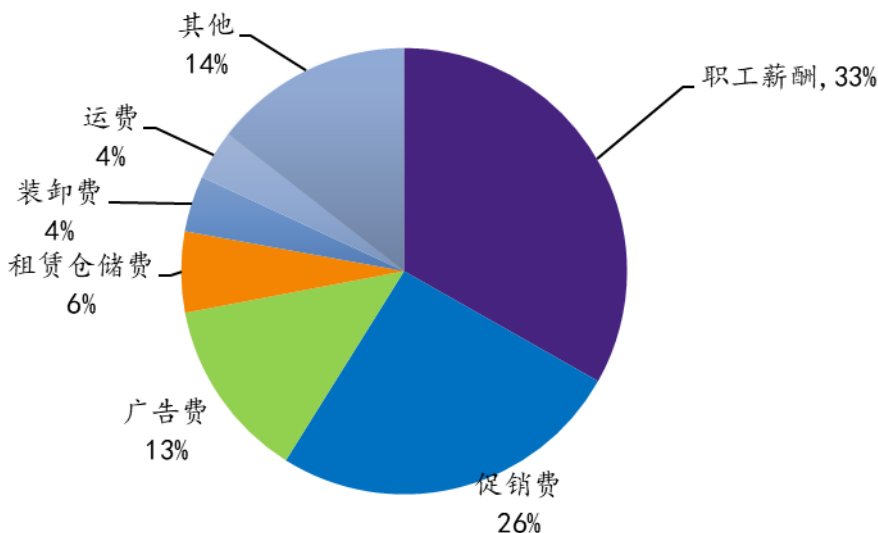
图表 41：广告宣传费从 2017 年 19.5 亿元增至 2021 年 25.7 亿元，4 年 CAGR 为 7.2%



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

图表 42：2021 年广告宣传费占销售费用比重 39%



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

长期品牌营销打造强有力的品牌优势。长期的发展中，公司形成了“金龙鱼、胡姬花、香满园”等多个知名品牌。2017年公司成功入选“CCTV国家品牌计划”，并成为东京2020年奥运会、北京2022年冬奥会和冬残奥会、巴黎2024年奥运会中国体育代表团官方粮油产品赞助商。根据Chnbrand发布的2021年(第十一届)中国品牌力指数(C-BPI)品牌排行榜，“金龙鱼”连续十一年蝉联食用油品牌榜榜首，“胡姬花”“香满园”和“元宝”分列第5、第6和第9位。同时“金龙鱼”在C-BPI发布的大米、面粉品牌排行榜上位列第二，彰显公司强大的品牌影响力。

图表 43：金龙鱼具有较强品牌优势

排名	食用油	大米	面粉
----	-----	----	----

1	金龙鱼	福临门	北大荒
2	鲁花	金龙鱼	金龙鱼
3	福临门	香满园	金沙河
4	多力	北大荒	福临门
5	胡姬花	五丰	展艺

资料来源: Chnbrand, 华鑫证券研究

图表 44: 金龙鱼入选 CCTV 国家品牌计划



资料来源: 央视网, 华鑫证券研究

图表 45: 金龙鱼为北京 2022 年冬奥会、残奥会赞助商



资料来源: 上游新闻, 华鑫证券研究

3.2、产品种类齐全，规模优势下成本管控力强

公司拥有齐全的品类矩阵。公司主要产品包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品。厨房食品种类丰富，以小包装零售产品满足家庭烹饪需求，为餐饮业客户提供中包装产品，并为食品工业客户提供食品原辅料。零售产品包括小包装食用油、小包装大米、小包装面粉、小包装挂面、小包装调味品等。餐饮产品包括中包装的食用油、大米、面粉、调味品、豆浆粉等；食品工业产品包括大包装的专用油脂、食品辅料、面粉等，更具性价比。饲料原料主要包括豆粕、菜粕、米糠粕、麸皮等。油脂科技产品包括油脂基础化学品、油脂衍生化学品等。齐全的品类矩阵使得公司业务得以全面开展。

图表 46: 金龙鱼零售产品矩阵



资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

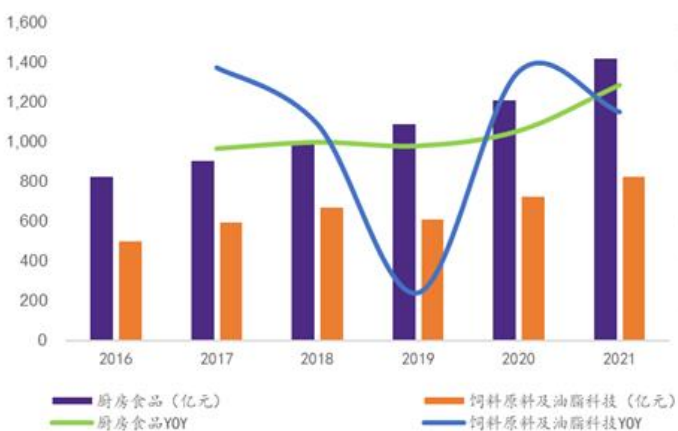
图表 47：金龙鱼餐饮和食品加工业产品矩阵



资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

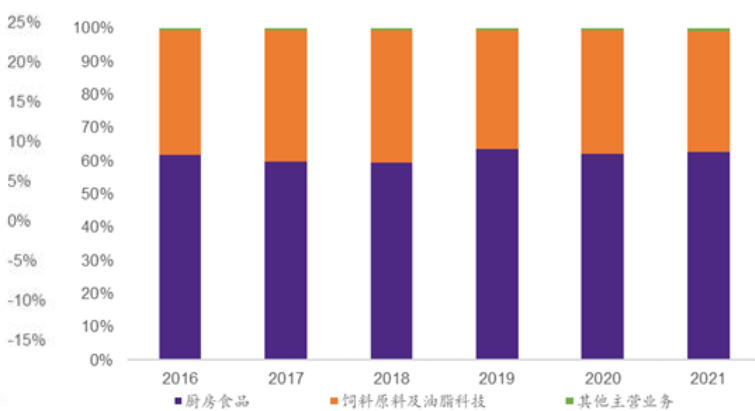
厨房食品为公司主要产品，贡献公司主要毛利。厨房食品是公司主要产品，营收占比超过 60%，收入从 2016 年 826.83 亿元增至 2021 年 1419.79 亿元，5 年 CAGR 为 11.42%，毛利率稳定在 12% 左右，2021 年由于原材料成本上涨下降至 8.30%，毛利占比为 64%。饲料原料和油脂科技营收从 2016 年 498.94 亿元增至 2021 年 825.15 亿元，5 年 CAGR 为 10.59%，毛利率最高到达 10.66%，2021 年由于原材料成本上涨下降至 7.41%，毛利占比为 33%。

图表 48：厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年收入 1420/825 亿元，5 年 CAGR 为 11%/11%



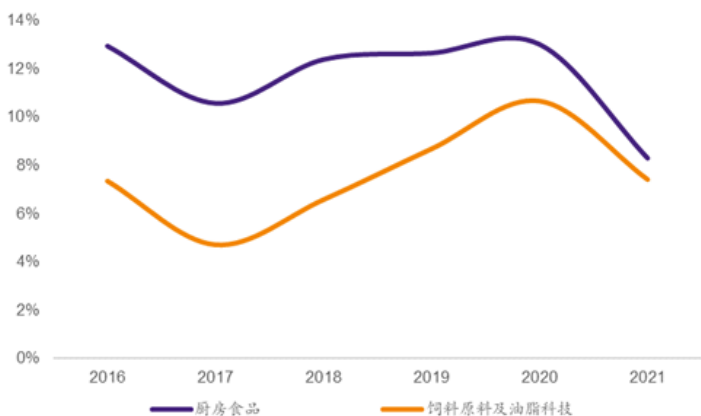
资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

图表 49：厨房食品收入占比超过 60%



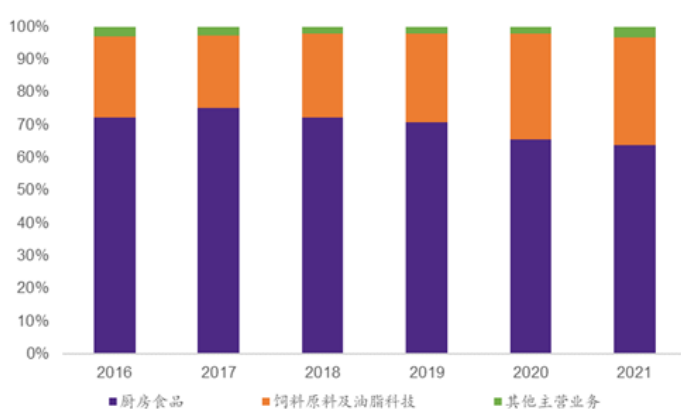
资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

图表 50: 厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年毛利率为 8.3%/7.4%



资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

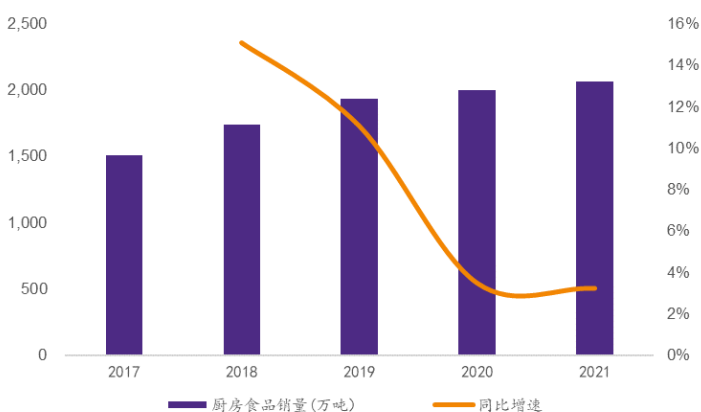
图表 51: 厨房食品贡献主要毛利, 2021 年达 63.7%



资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

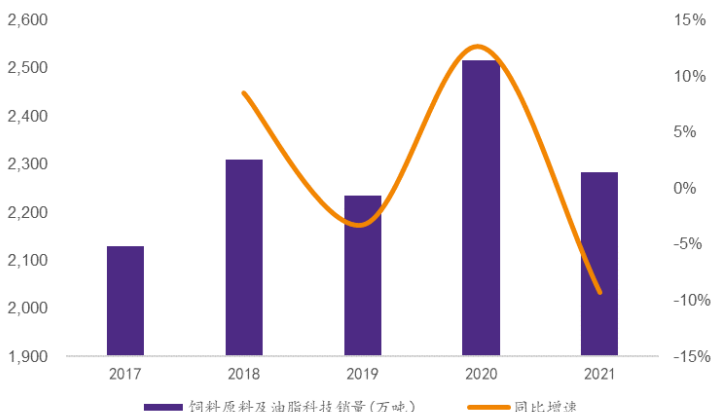
销量稳定增长, 均价持续上升。从量上看: 公司厨房食品销量从 2017 年 1512 万吨增至 2021 年 2066 万吨, 4 年 CAGR 为 8.11%; 饲料原料及油脂科技从 2017 年 2129 万吨增至 2021 年 2284 万吨, 4 年 CAGR 为 1.78%。**从价上看:** 公司厨房食品单位均价从 2017 年 5971 元/吨增至 2021 年 6873 元/吨, 4 年 CAGR 为 3.58%; 饲料原料及油脂科技单位均价从 2017 年的 2798 元/吨增至 2021 年的 3612 元/吨, 4 年 CAGR 为 6.59%。**从单位成本来看:** 公司厨房食品单位成本从 2017 年 5340 元/吨增至 2021 年 6303 元/吨, 4 年 CAGR 为 4.23%; 饲料原料及油脂科技单位成本从 2017 年 2667 元/吨增至 2021 年的 3341 元/吨, 4 年 CAGR 为 5.82%。2021 年厨房食品/饲料原料及油脂科技吨成本上涨 20%/30%, 上涨幅度高于吨价上涨幅度 13%/25%。

图表 52: 厨房食品销量从 2017 年 1512 万吨增至 2021 年 2066 万吨, 4 年 CAGR 为 8.1%



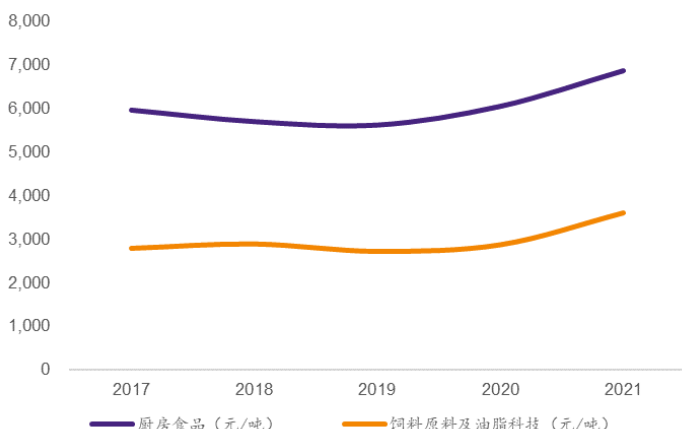
资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

图表 53: 饲料原料及油脂科技销量从 2017 年 2129 万吨增至 2021 年 2284 万吨, 4 年 CAGR 为 1.8%



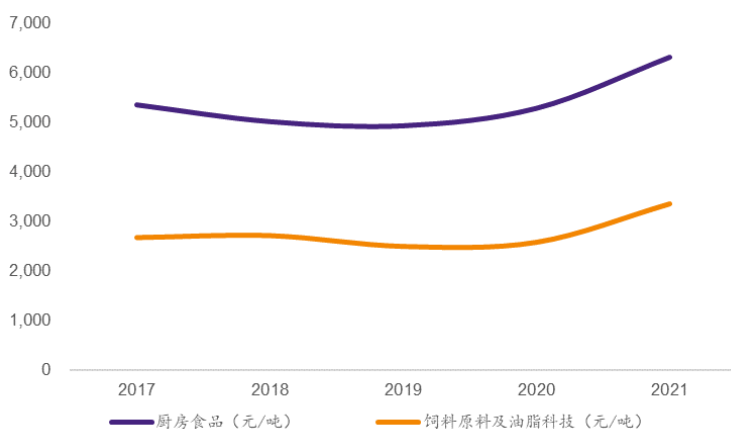
资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

图表 54: 厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年吨价为 6873/3612 元/吨, 4 年 CAGR 为 3.6%/6.6%



资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

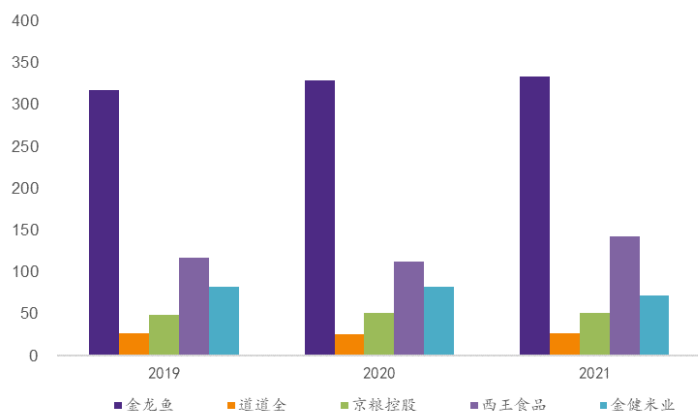
图表 55: 厨房食品/饲料原料及油脂科技 2021 年单位成本为 6303/3341 元/吨, 4 年 CAGR 为 4.2%/5.8%



资料来源: 金龙鱼公告, 华鑫证券研究

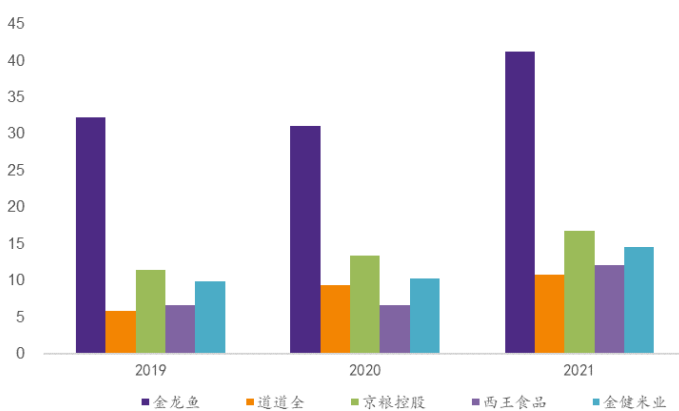
高研发投入, 提供技术和产品支持。通过对比可以看出公司研发人员和研发费用支出在可比公司中处于较高位置。2021 年共拥有研发人员 334 人, 人均薪酬 41 万元/人, 高于京粮控股和道道全的 13、9 万元/人。2021 年研发支出 2.56 亿元, 占比 0.11%, 道道全/京粮控股/西王食品/金健米业研发支出仅 0.06/0.12/1.05/0.13 亿元。公司还在上海设立研发中心, 通过技术研发, 将现代化的生产工艺运用到厨房食品的生产过程中, 在保留厨房食品美味属性的基础上, 提升安全、营养、健康等属性。

图表 56: 2021 年金龙鱼研发人员 334 人



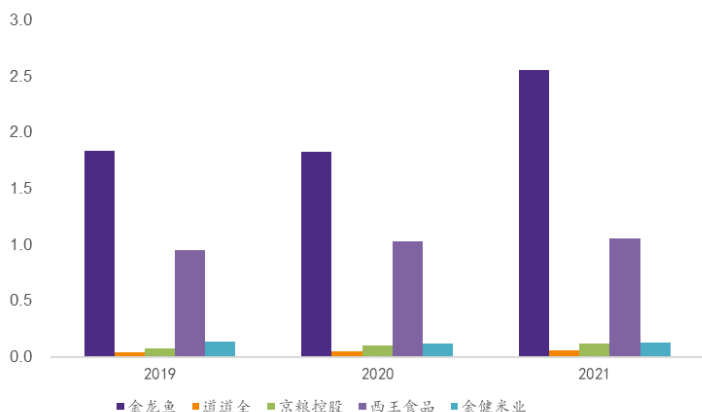
资料来源: 金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告, 华鑫证券研究

图表 57: 2021 年金龙鱼研发人员人均薪酬 41 万元

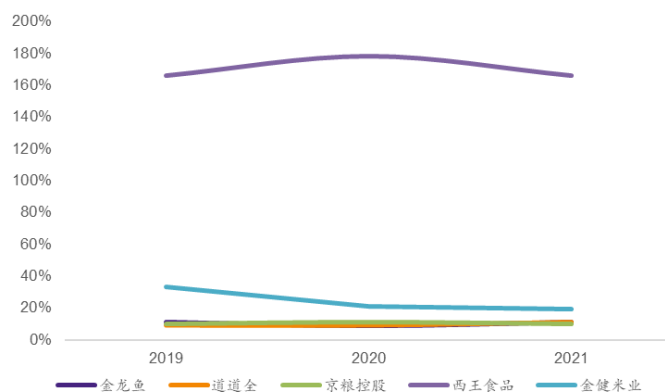


资料来源: 金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告, 华鑫证券研究

图表 58: 2021 年金龙鱼研发支出 2.6 亿元



图表 59: 2021 年金龙鱼研发支出占比 0.11%

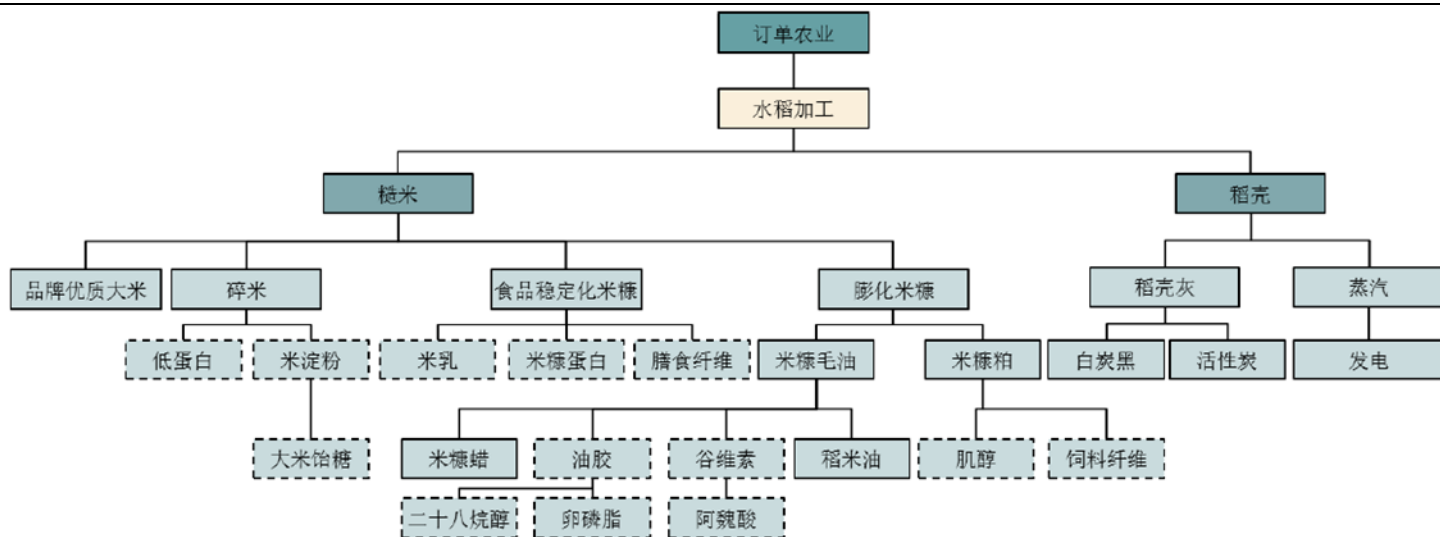


资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究

资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究

构建水稻循环经济模式，实现产业转型升级。公司运用“循环经济”理念，通过“吃干榨净”的精深加工模式，充分开发利用包括水稻、大豆、玉米、小麦在内的农产品价值，由初级加工向精深加工转变，实现产业的转型升级。水稻循环经济模式构建了“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”的新型循环经济产业模式。基于原料加工品牌化优质大米，提高溢价能力；作为主要的副产品，稻壳用来发电；稻壳灰用来提取白炭黑等高附加值产品；副产品米糠用来榨取高营养价值的稻米油，可以进一步深加工为多种食品、保健品原辅料；米糠粕可以销售给饲料客户。充分利用水稻的价值，提升产业链的附加值，使产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。

图表 60: 益海嘉里水稻循环经济模式

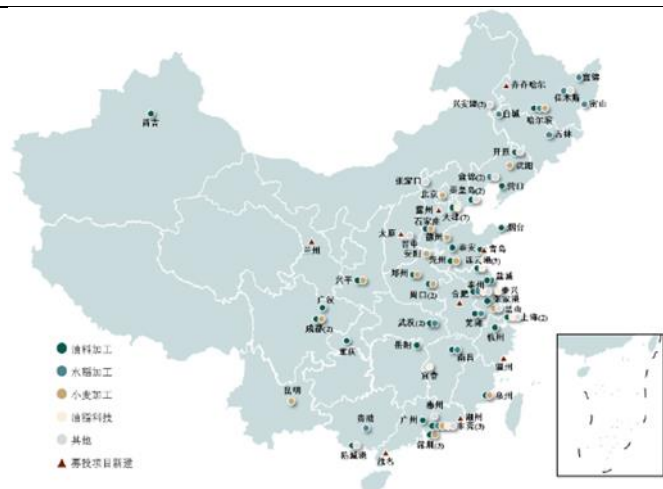


资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究（注：虚线框为公司尚未投产产品）

产地布局优势，规模化效应下成本管控能力强。截至 2021 年底，公司在全国拥有 71 个已投产生产基地，并在潮州、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地。公司多个生产

基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场，有利于降低生产成本，保证产品质量，同时节约了公司生产运营的物流成本。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，通过将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内的大型综合企业群实现效率最大化和规模经济。公司能够将大米、面粉业务的优势贯穿于原材料采购、生产加工、营销渠道、品牌价值的整条产业链。因此公司管理费用率长期稳定在 1.5%左右，在行业中较低。厨房食品、饲料原料及油脂科技单位成本从 2017 年的 5340、2667 元/吨下降至 2020 年的 5271、2573 元/吨，2021 年由于原材料成本上涨幅度较大，单位成本分别增至 6302、3344 元/吨。

图表 61：益海嘉里生产基地示意图（截至 2019 年）



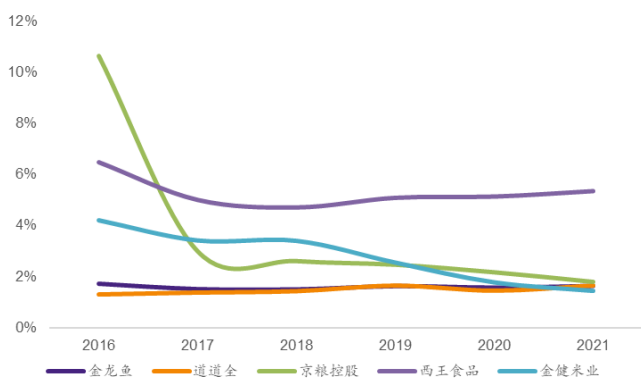
资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

图表 62：泰州综合企业群鸟瞰图



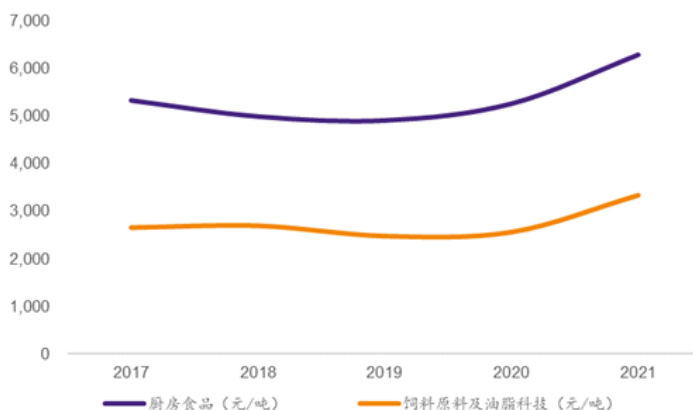
资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

图表 63：公司管理费用率长期维持 1.5% 左右较低位置



资料来源：金龙鱼、道道全、京粮控股、西王食品、金健米业公告，华鑫证券研究

图表 64：单位成本总体维持稳定

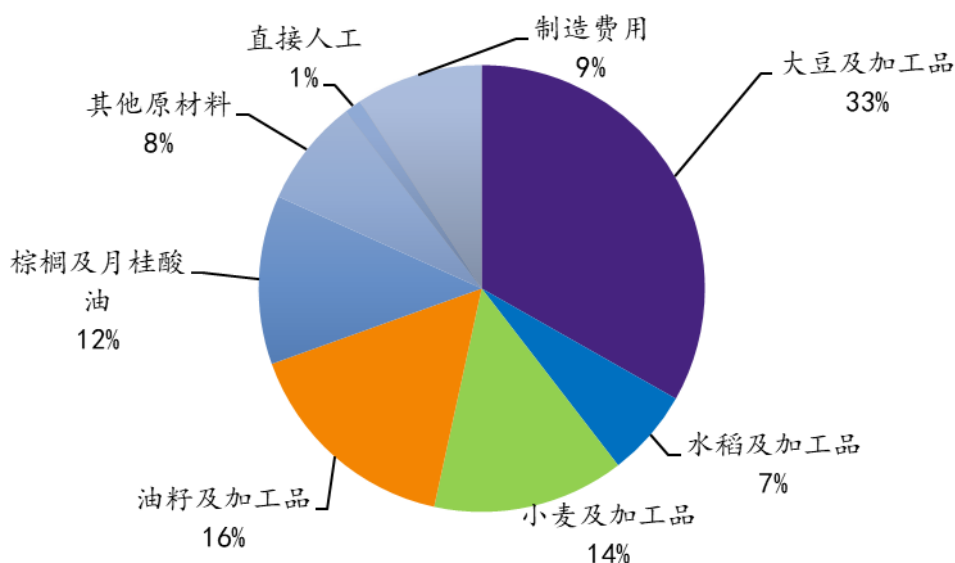


资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

原材料占营业成本比重达 90%，原材料价格波动对毛利率影响较大。金龙鱼营业成本中原材料占比为 89.57%，直接人工和制造费用分别占比 1.22%、9.21%。原材料中，大豆及加工品、水稻及加工品、小麦及加工品、油籽及加工品、棕榈及月桂酸油分别占营业成本比

重达 33.21%、6.32%、13.90%、16.09%、12.23%，五类原材料合计达 81.75%。根据敏感性分析，原材料价格波动对公司毛利率影响较大：若大豆及加工品价格波动幅度在-20%至 20%，则公司毛利率波动幅度为 6.10pct 至-6.10pct；若水稻及加工品价格波动幅度在-20%至 20%，则公司毛利率波动幅度为 1.16 pct 至-1.16 pct；若小麦及加工品价格波动幅度在-20%至 20%，则公司毛利率波动幅度为 2.55 pct 至-2.55 pct；若油籽及加工品价格波动幅度在-20%至 20%，则公司毛利率波动幅度为 2.96 pct 至-2.96 pct；若棕榈及月桂酸油价格波动幅度在-20%至 20%，则公司毛利率波动幅度为 2.25 pct 至-2.25 pct。

图表 65：金龙鱼原材料占营业成本比重达 90%



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

图表 66：原材料价格敏感性分析

	变动情况				
	-20%	-10%	0%	10%	20%
大豆及加工品价格变动幅度	-20%	-10%	0%	10%	20%
毛利率	14.28%	11.23%	8.18%	5.13%	2.08%
毛利率变动 (pct)	6.10	3.05	0.00	-3.05	-6.10
水稻及加工品价格变动幅度	-20%	-10%	0%	10%	20%
毛利率	9.34%	8.76%	8.18%	7.60%	7.02%
毛利率变动 (pct)	1.16	0.58	0.00	-0.58	-1.16
小麦及加工品价格变动幅度	-20%	-10%	0%	10%	20%
毛利率	10.73%	9.45%	8.18%	6.90%	5.63%
毛利率变动 (pct)	2.55	1.28	0.00	-1.28	-2.55
油籽及加工品价格变动幅度	-20%	-10%	0%	10%	20%
毛利率	11.13%	9.66%	8.18%	6.70%	5.22%
毛利率变动 (pct)	2.96	1.48	0.00	-1.48	-2.96
棕榈及月桂酸油价格变动幅度	-20%	-10%	0%	10%	20%
毛利率	10.42%	9.30%	8.18%	7.06%	5.93%
毛利率变动 (pct)	2.25	1.12	0.00	-1.12	-2.25

资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究测算

产能规模领先，募投产能夯实产能规模优势。2021年公司共有油脂精炼产能1160万吨，油籽压榨产能2762万吨，水稻加工502万吨，小麦加工1159万吨，油脂罐装产能1428万吨，以上项目在建产能分别为176、461、147、414、70万吨，另2019年公司还拥有中小包装产能2258万吨。2020年公司IPO募投新建多处产能项目，共计投资179亿元，预计将新增油脂精炼、油籽压榨、水稻加工、小麦加工、油脂罐装、中小包装产能230、666、88、578、64、172万吨，建设周期2-3年，届时公司将拥有油脂精炼、油籽压榨、水稻加工、小麦加工、油脂罐装、中小包装产能1335、3223、649、1573、1511、2430万吨，规模优势愈发凸显。

图表 67：金龙鱼 2021 年拥有产能超 7000 万吨

	2017	2018	2019	2020	2021	在建产能
油脂精炼	1063	1058	1106	1142	1159.6	175.8
油籽压榨	2163	2193	2255	2404.3	2762.3	460.5
水稻加工	338	352	384	455.3	501.6	147
小麦加工	582	591	668	836	1158.6	414.2
油脂罐装	/	/	1446.8	1426.5	1428.1	70.3
合计	4146	4194	5859.8	6264.1	7010.2	/

资料来源：金龙鱼公告、招股说明书，华鑫证券研究

图表 68：金龙鱼 IPO 募投项目情况

项目	投资总额 (万元)	建设周期	新增产能
厨房食品综合项目			
兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	150,800	24个月	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
益海嘉里集团粮油深加工项目	145,259	24个月	大豆压榨2,000吨/日、大豆膨化200吨/日、精炼600吨/日、小包装1,330吨/日、大米680吨/日、小麦1,500吨/日等
乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	140,000	36个月	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
米、面、油综合加工一期项目	92,000	24个月	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
益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	79,031	24个月	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
益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	74,000	24个月	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
益海嘉里（青岛）食品工业有限公司-食品加工项目	100,000	24个月	年产各类面粉54万吨、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
厨房食品食用油项目			
益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司-食用植物油加工项目	120,000	24个月	年加工18万吨油脂精炼、年灌装30万吨食用油等
油脂压榨精炼及配套工程建设项目	95,000	24个月	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
益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	65,591	24个月	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
益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	80,513	36个月	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
益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	76,483	24个月	4,000吨/天大豆压榨等
4000吨/日大豆压榨项目	43,000	24个月	4,000吨/日的大豆压榨加工线
厨房食品面粉项目			

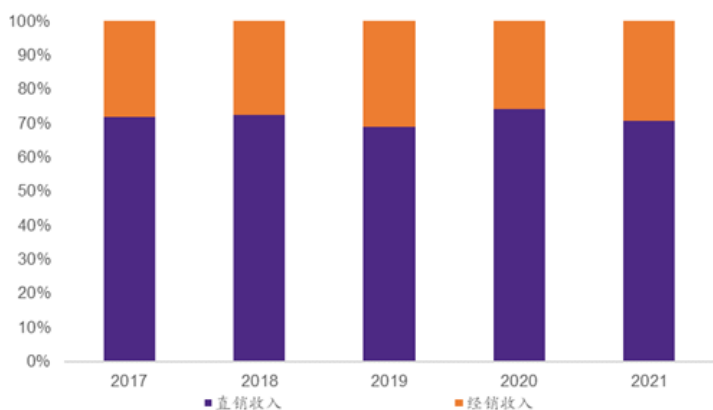
益海嘉里（霸州）食品工业有限公司 年初加工 100 万吨小麦制粉项目	100,000	24 个月	年产初加工小麦制粉 100 万吨
益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	82,805	24 个月	45 万吨/年的面粉项目
东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司 厂区（面粉三期项目）	50,000	36 个月	三条面粉生产线年处理小麦 63.3 万吨
面粉加工项目	34,000	24 个月	小麦加工 1,500 吨/天等
厨房食品其他项目			
黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里 （富裕）生物科技有限公司 100 万吨/ 年玉米 深加工项目	183,000	18 个月	100 万吨/年玉米深加工项目
黑龙江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	78,400	18 个月	年加工小麦 25 万吨、年加工低温豆粕 4.5 万吨
合计	1,789,882		

资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

3.3、以直销为主，全渠道网络覆盖各个消费渠道

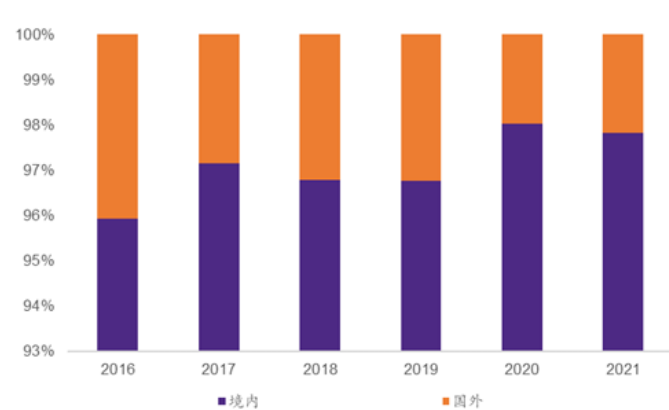
以直销为主，中国境内销售占比高。金龙鱼主要以直销收入为主，直销收入占比稳定在 70%左右，2021 年为 1601.98 亿元，占总收入的 70.81%，经销收入占比为 29.19%。公司主要业务集中在中国境内，且持续提升，从 2016 年的 95.93%增至 2021 年的 97.83%。

图表 69：2021 年直销收入占比 70.8%



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

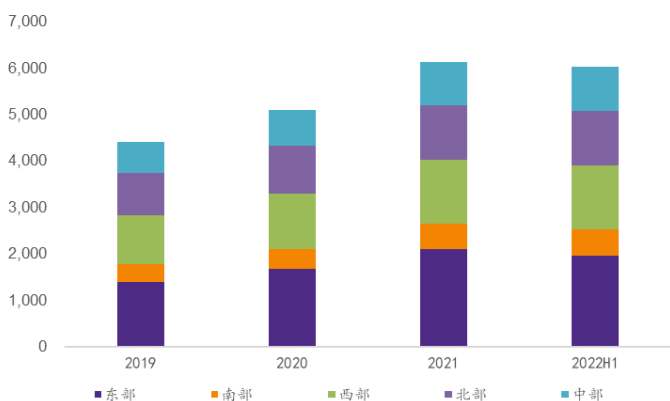
图表 70：2021 年境内销售占比提升至 97.8%



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

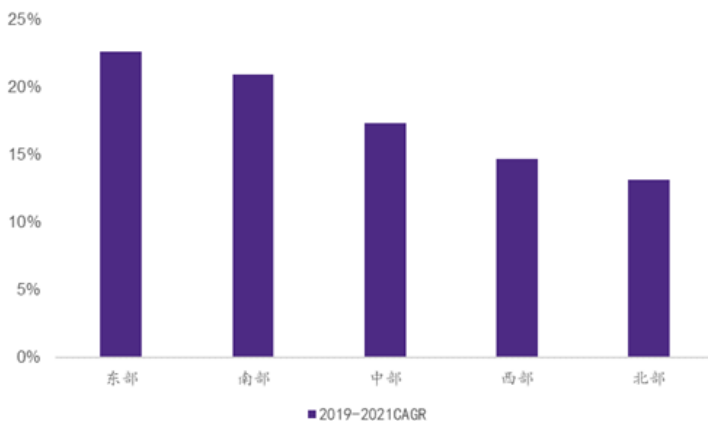
经销商数量快速增长，东部增速最快。虽然公司以直销为主，经销收入稳定增长，从 2017 年的 424 亿元增至 2021 年的 660 亿元，5 年 CAGR 为 9.25%。与此同时经销商数量快速增长，从 2017 年的 3190 家增至 2021 年的 6121 家，5 年 CAGR 为 13.92%。2022H1 经销商共 6033 家，其中东部、西部、北部、中部、南部经销商数量分别为 1968/561/1380/1176/948 家；2019-2021 年 CAGR 为 22.62%/14.66%/13.16%/17.39%/20.93%，其中东部和南部的经销商数量增长最快。

图表 71：2022H1 经销商数量达 6033 家



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

图表 72：2019-2021 东部/南部/中部/西部/北部经销商数量 CAGR 为 23%/21%/17%/15%/13%



资料来源：金龙鱼公告，华鑫证券研究

全渠道网络覆盖各个消费渠道。厨房食品通过零售、餐饮、食品工业、电商渠道销售，并分别设立消费品渠道事业部、餐饮渠道事业部、食品工业渠道事业部、电商渠道事业部进行管理；针对食用油、面粉、大米等设立专门的产品事业部。饲料原料与油脂科技通过饲料原料部及油脂科技事业部进行管理。公司厨房食品销售收入的增长主要源于公司餐饮产品和零售产品销售收入增长。

厨房食品：

零售渠道：公司依托小包装食用油既有的销售渠道及品牌优势，加大多品类产品的整合营销，保持食用油销售稳中有升，增加大米、面粉等产品推广与销售力度，相关产品销售收入快速增长。在农贸市场、粮油批发商店、零售店、食杂店等传统渠道，以及福利团购、联合促销、加油站、药店等特殊渠道，公司采用以经销模式为主的销售模式；在全国性以及大型区域零售连锁企业等为主的现代渠道，采用直销模式为主的销售模式。公司零售渠道的直销客户主要包括沃尔玛、大润发、华润、家乐福等大型商超。2017-2019 年零售客户销售收入占比为 42.15%到 46.47%，毛利率分别为 15.80%、17.40%和 18.35%。

餐饮渠道：公司为扩大餐饮产品的市场份额，持续加大产品研发，积极拓展销售渠道，尤其加大与电商平台的合作以及经销商渠道的开发。针对区域性酒店、中小餐饮、烘焙店、快餐连锁等中小客户，采用以经销模式为主的销售模式；针对连锁酒店、连锁餐饮、大型企业食堂、贸易商等大型客户，采用以直销模式为主的销售模式。同时积极探索餐饮新零售模式，与美菜、快驴进货等生鲜电商平台进行合作。餐饮渠道的直销客户主要包括真臻鲜、乡村基、真功夫等大型连锁餐饮企业，美菜、快驴进货等生鲜电商平台。2017-2019 年餐饮客户销售收入占比为 38.00%到 43.79%，毛利率分别为 4.81%、7.92%和 6.88%。

食品工业：针对国内食品工业客户分布较为分散、市场集中度较低的特点，公司采取经销模式和直销模式相结合的销售模式。通过直销模式服务大型食品工业客户，并通过经销模式服务区域性的食品工业客户。公司食品加工的直销客户主要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。2017-2019 年食品工业客户销售收入为 14.06%到 15.53%，毛利率分别为 9.02%、10.52%和

13.47%。

电商：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合作；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。并在2021年7月成立电商渠道事业部，从产业链整合到品牌创新，利用互联网工具不断发掘新的生意机会，实现创新业务和现有业务的新突破。

饲料原料及油脂科技：

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。油脂科技产品中的日化用品主要通过零售渠道以及餐饮渠道进行销售。饲料原料及油脂科技产品的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、化学品企业，以及大型贸易商。2017-2019年，饲料原料占饲料原料及油脂科技的收入比例区间约为71.84%到79.98%，毛利率区间约为4.48%到8.80%；油脂科技占饲料原料及油脂科技的销售收入比例区间约为30.53%到37.09%，毛利率区间约为4.29%到8.11%。

图表 73：金龙鱼渠道覆盖情况

产品	渠道	销售模式	渠道模式介绍	主要客户
厨房食品	零售 (42%-46%)	经销	传统渠道：农贸市场、粮油批发商店、零售店、食杂店 特殊渠道：福利团购、联合促销、加油站、药店等	沃尔玛、大润发、华润、家乐福、天猫、京东、阿里巴巴“零售通”、京东“新通路”
		直销	现代渠道：全国性以及大型区域零售连锁企业等 电商渠道：传统电商、社区团购、内容电商、直播等	
	餐饮 (38%-44%)	经销	中小客户：区域性酒店、中小餐饮、烘焙店、快餐连锁等	真臻鲜、乡村基、真功夫、美菜、快驴进货、好利来等
		直销	大型客户：连锁酒店、连锁餐饮、大型企业食堂、贸易商等	
	食品加工 (14%-15%)	新零售	生鲜电商等	
		经销	区域性的食品工业客户	百胜、麦当劳、康师傅、亿滋、桃李面包、旺旺、雀巢等
饲料原料与油脂科技	饲料原料	直销	企业客户和贸易商	温氏、新希望、双胞胎、正大、正邦等
	油脂科技中日化用品		通过厨房食品下属零售渠道以及餐饮渠道	宝洁、索尔维、立白、纳爱斯、蓝月亮等

资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

图表 74：金龙鱼各渠道单价和毛利情况

项目			2017		2018		2019	
			销售单价	毛利率	销售单价	毛利率	销售单价	毛利率
厨房食品	零售产品	经销	7,362	14.65%	7,183	16.26%	7,280	17.05%
		直销	7,645	19.24%	7,350	20.70%	7,599	22.61%
	餐饮产品	经销	5,997	2.18%	5,529	4.14%	5,529	5.24%
		直销	4,716	5.65%	4,679	9.28%	4,603	7.57%
	食品工业产品	经销	7,740	8.74%	6,934	13.51%	6,273	15.43%
		直销	5,137	9.08%	4,764	9.81%	4,390	12.93%
饲料原料及油脂科技	饲料原料	经销	-	-	-	-	-	-
		直销	2,564	4.67%	2,689	6.97%	2,411	8.13%
	油脂科技	经销	4,163	15.86%	4,154	17.52%	4,329	26.78%
		直销	4,301	4.60%	4,190	4.67%	4,091	9.67%

请阅读最后一页重要免责声明

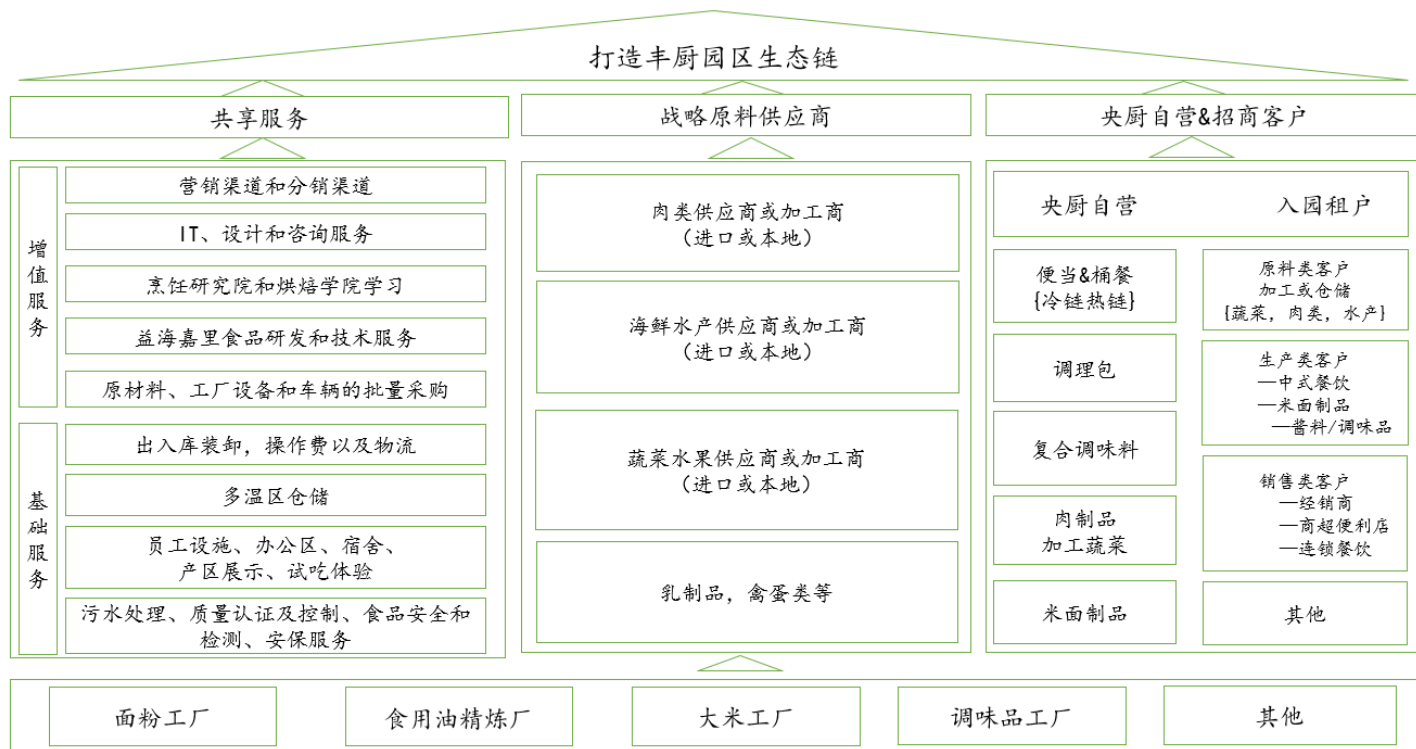
资料来源：金龙鱼招股说明书，华鑫证券研究

4、布局中央厨房和调味品项目，打造协同优势

4.1、大力布局中央厨房，打造协同优势

积极布局中央厨房。随着我国餐饮连锁化率逐步提升，连锁餐厅出于成本、标准化、食品安全等考虑对于中央厨房需求正迅速增长。实力雄厚的连锁化大型餐饮企业倾向于选择自建餐饮供应链模式，而处于中间地位的中小型连锁餐饮企业更成为中央厨房的目标客户。随着食堂、航空铁路配餐、会议餐等团餐也成为餐饮业新的增长动力，以中青年为主力的消费群体所带动的团餐企业也将成为中央厨房统一制作和配送的目标客户。基于多种考虑，2020 年金龙鱼提出“中央厨房”概念，依托米、面、油、调味品等产品优势，建立综合性工厂园区，产品范围可涵盖营养餐、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。2021 年 9 月公司成立央厨食品事业部，充分利用集团在粮油食品业务上的全产业链优势，负责在全国各地投资建设中央厨房园区，自营和招商并举，全面布局中央厨房业务。

图表 75：金龙鱼致力于打造丰厨园区生态链



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

金龙鱼建设中央厨房具备较强优势。中央厨房能实现产品仓储、实验研发、公共配套设施、物流运输、销售渠道等资源共享，打造协同优势。1) 全国布局优势：公司在全国拥有 71 个已投产生产基地，依托现有生产基地，加快建设中央厨房食品产业园。2) 成本优势：公司拥有土地租金、原料采购价格方面的优惠。3) 销售渠道体系优势：在全国范围内建立了全方位的经销商网络，在销售食品方面得天独厚。4) 物流运输的共配优势：生产中所需的米、面、油、肉等原料都能由园区提供，形成集中配送，从而降低费用。5) 加工制造的规模优势：公司米面粮油的大体量形成了足够的规模优势，能够降低加工制造成本。6) 产品研发的资源优势：公司研发能力强，能够快速掌握市场需求，并推出相应产品。

图表 76：金龙鱼发展中央厨房具备独特优势



资料来源：金龙鱼官网，华鑫证券研究

央厨盈利模式多样，发展前景乐观。央厨是金龙鱼打造的综合园区，运营模式帮助公司实现多收入来源。1、公司生产的央厨产品本身带来的收益；2、公司的米面油、调味品等产品可以用相对较大的包装，直接供应园区内公司的央厨以及合作伙伴使用，不仅可以减少包装材料的浪费，也增加公司原有米面油等产品的销量；3、园区内业务合作伙伴承租园区仓库等，可以收取租金；3、可以帮助园区内的合作伙伴通过公司已有的销售渠道进行产品推广，收取销售佣金；5、公司和顺丰合作，成立了食品配送公司——益海顺丰(上海)供应链科技有限公司，负责中央厨房产品的物流配送，可以同时运输冷库食品和常温产品，有效节约物流成本。由于园区内的各类产品面向的客户重合度较高，一般是餐饮、酒店等企业，可以实现园区内产品的一站式配送，减少物流成本，提高运输效率，物流配送是一大收入来源。

图表 77：央厨多业态多温层集约化统仓共配平台



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

首批央厨项目陆续投产，将带来业绩新增点。杭州、重庆、兴平、廊坊、周口、沈阳等地的中央厨房项目将在 2022 年陆续建成投产。重庆园区围绕火锅产业布局；兴平园区以西北小吃为主；廊坊园区涵盖营养餐、米、面类主食以及各类预制产品；杭州园区涵盖学生餐、酱料包以及面食、盒饭等预制菜；周口主要为学生餐、冷链便当、预制菜。其中杭州已经处于投产阶段，周口园区已经试生产。胶州、昆山、霸州、北京、广州、淮安、温州、天津、贵阳、海口、兖州等地央厨将在 2024 年前建成投产。未来公司的中央厨房项目，会进一步向预制菜和学生餐拓展。公司未来计划在全国 70 多个现有的米面油生产基地建设丰厨中央厨房园区，有望形成业绩新增点。

图表 78：金龙鱼中央厨房项目一览

中央厨房项目	主要产品简介	项目规划
杭州园区	产品可能涵盖学生餐、酱料包、给餐饮连锁企业提供半成品或成品，比如狮子头、东坡肉等，后续可能有面食、盒饭，供给超市和便利店等	总建筑面积 9.2 万平方米。该项目更偏向预制菜，成品化程度较高产品。该项目预计于 2022 年 5 月投产，服务于第 19 届亚运会和第四届亚残会，陆续推出预制菜、冷链便当、调味料产品，供应当地餐饮企业和全国零售商超
重庆园区	围绕火锅产业链布局，生产火锅食材、调理包等，方块状、牛油板料装、植物油软料装、餐饮大包装等 4 中包装形式	一期项目总建筑面积 65101 平米，总体已经完成；二期项目规划当中。2022 年 8 月试运行
周口园区	学生营养餐为主体，预制菜、调理包为辅	位于周口市中心港产业集聚区，总建筑面积 3.4 万平方米。2022 年 8 月试运行
兴平园区	以西北小吃、面食为主，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	总建筑面积为 55 万平方米，其中一期建筑面基 12 万平方米。2022 年 9 月陆续投产使用
廊坊园区	央厨团餐供应+：聚焦学生餐、养老餐、政企餐团餐供应，生产供应常温米饭、面制品及调理包、半成品等	总建筑面积约 48 万平方米，包括常温库、冷库、生产车间等，其中一期总建筑面积为 26 万平方米。预计 2022 年 12 月投产使用
沈阳园区	学生营养餐为主体，预制菜、调理包为辅	位于沈阳市沈北新区，一起总建筑面积 4.89 万平米，预计 2022 年 12 月试投产使用

资料来源：华龙网，搜狐新闻，东方网，港区新闻办，金龙鱼公告，渠道调研，华鑫证券研究

杭州央厨布局清晰，功能齐全。杭州央厨总投资约 5.4 亿元，共有五层楼，一、二层是公司自己所有，以储存为主，主要作为存放粮油米面的常温库；三、四层楼以分拣功能为主，兼具存储+拣货，兼有常温、冷藏/冻业务，四楼还有一部分是和客户的合作的台面；五楼是公司自营的中央厨房，存储有蔬菜、肉类、干货等原材料以及面点、便当等成品。各楼层分工明确，能够实现有效的合作。从产能看，设计产能为预制菜 40 吨/天。餐食便当为 12 万份/天，酱料 4.8 吨/天。从定价看，以市场定价位置，综合考虑原材料及加工成本、市场需求等。








图表 79：杭州央厨物流产业园楼层布局



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

央厨产品多样，以预制菜和调味酱为主。对于菜品选择，公司有销售部门、餐饮渠道的数据积累，并会聘请餐厨大师合作研发，结合选品。目前公司杭州央厨开发的产品主要有预制菜和调味酱两种类型。其中预制菜包括松露红烧肉、红烧狮子头，均为大师经典配方，另有土豆烧牛腩、小酥肉等。调味酱包括麻婆豆腐调味酱、鱼香肉丝调味酱、蒜香牛肉酱等。

图表 80: 央厨部分产品展示

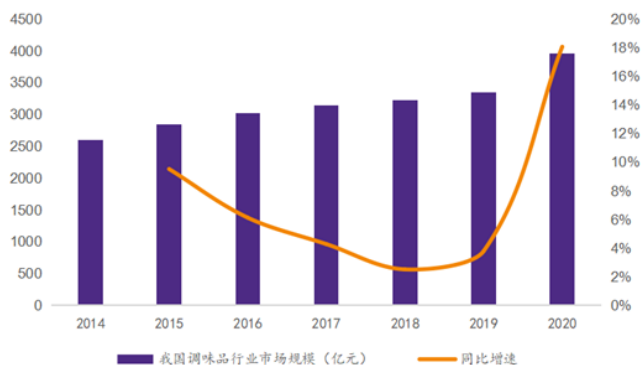
产品类型	产品名称	产品卖点	图片展示
	松露红烧肉	大师经典配方, 松露清香, 回味绵长	
	红烧狮子头	大师经典配方, 手工成型, 口感嫩滑	
预制菜	土豆烧牛腩	优选牛腩、提前卤制更入味, 牛腩肉软弹, 牛筋不失嚼劲	
	小酥肉	精选猪里脊肉, 外酥里嫩, 椒香浓郁	
	麻婆豆腐调味酱	含大颗肉粒, 味型饱满, 麻、辣、鲜、香、酥一应俱全	
调味酱	鱼香肉丝调味酱	精选泡椒, 辣味纯正, 酸味柔和	
	蒜香牛肉酱	大颗牛肉粒, 蒜香浓郁, 嚼劲十足	

资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

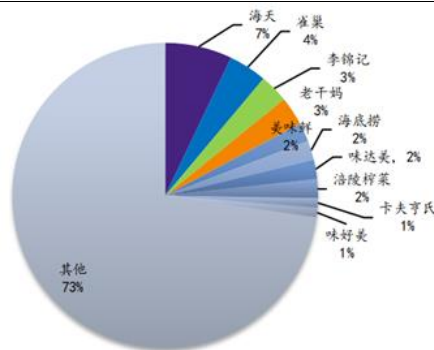
4.2、进军调味品行业, 拔高公司利润率

我国调味品行业市场规模大, 市场集中度低。中国调味品行业营收从 2014 年 2595 亿元增至 2020 年 3950 亿元, 6 年 CAGR 为 7.25%。预计 2025 年市场规模将达到 5500 亿元。从集中度来看, 调味品行业集中度较低。海天作为我国全国性调味品龙头, 市占率仅在 7% 左右, 国内百强调味品企业收入占总行业收入比不到 30%。我国调味品 CR3 约为 14%、CR10 约为 25%。市场规模大但集中度低的特点, 有利于金龙鱼切入调味品行业。

图表 81: 我国调味品行业市场规模大, 2020 年达 3950 亿元



图表 82: 我国调味品行业市场份额 (按零售额)



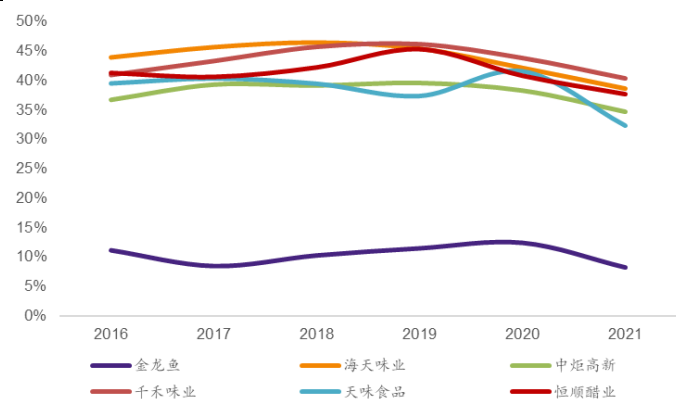
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

进军调味品行业，有效拔高公司毛利率。金龙鱼主要从事农产品和食品加工，其利润率远低于调味品企业。金龙鱼毛利率基本维持在 10% 左右，而调味品企业普遍毛利率在 30% 以上，龙头海天味业毛利率约为 40%；金龙鱼净利率也在 5% 以内，调味品企业净利率普遍在 10% 以上，龙头海天味业净利率高于 25%。因此进军调味品行业能有效提高公司利润率水平。

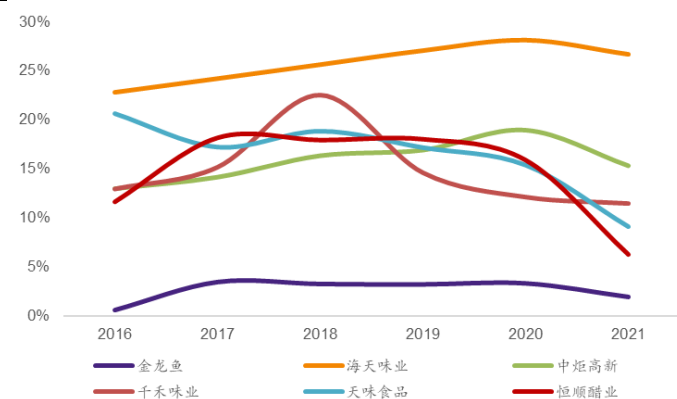
同时金龙鱼进军调味品行业具备较强优势。首先公司拥有较强的品牌力，旗下拥有多个知名品牌，品牌打造力强。其次作为农产品和食品加工龙头，也是海天等一众调味品企业豆粕等原材料的主要供应商，加上公司庞大的加工制造规模体系，具备较大的成本优势；最后公司全渠道网络的布局以及全国 6121 家经销商，在渠道上有强大的优势。因此我们看好公司在调味品行业的后续发展。

图表 83：金龙鱼毛利率低于主要调味品公司，2021 年为 8%



资料来源：金龙鱼、海天味业、中炬高新、千禾味业、天味食品、恒顺醋业公告，华鑫证券研究

图表 84：金龙鱼净利率低于主要调味品公司，2021 年为 2%



资料来源：金龙鱼、海天味业、中炬高新、千禾味业、天味食品、恒顺醋业公告，华鑫证券研究

积极布局调味品行业，业绩增长可期。公司近年来持续布局调味品业务，2015 年引入台湾老字号酱油品牌“丸庄”，2019 年收购山西梁汾醋业，2021 年入股广东广味源并持股 75%。公司在调味品领域品牌覆盖金龙鱼、丸庄、梁汾、香满园、海皇等系列，产品类别包括酱油、醋、芝麻油、花椒油、藤椒油、芝麻酱等。金龙鱼可通过现有经销商和餐饮端的渠道优势助力调味品业务，目前调味品板块的营收仍然占比较低，还处在市场培育期，公司亦主要追求量的增长和市占率的提升。随着公司大力布局调味品业务，相关产能有序释放，业绩有望迎来新增量。

图表 85：金龙鱼调味品项目布局情况

时间	布局情况
2015	金龙鱼引入台湾老字号酱油品牌“丸庄”，并投资 1.25 亿美元在江苏成立了丸庄益海嘉里（泰州）食品工业有限公司，可年产 16 万吨优质酱油，包括黑豆酱油、黄豆酱油、豆麦酱油等各类高端天然酿造酱油。2019 年 10 月，丸庄酱油产品正式上市。

2019	益海嘉里收购山西梁汾醋业有限公司，并改名“山西梁汾金龙鱼醋业有限公司”，将利用五年的时间形成年产 30 万吨固态酿造高附加值食醋的生产能力和年收 180 亿，净利润 54 亿的盈利能力。2020 年“梁汾”专业陈醋品牌产品上市，包括梁汾山西陈醋（2 年陈酿）、梁汾三年老陈醋、梁汾五年老陈醋等。
2021	金龙鱼增资 4.5 亿元入股广东广味源食品有限公司，持股 75%。金龙鱼与广味源合作，在阳西建设调味品生产基地。

资料来源：调味家，公司公告，爱企查，阳西县人民政府网，华鑫证券研究

5、盈利预测与评级

我们认为公司在粮油米面行业具有较强优势，在原有业务的持续深耕的同时，中央厨房和调味品项目将成为公司业绩新增点。我们预测 2022-2024 年 EPS 为 0.86/1.16/1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 49/36/29 倍，维持“买入”投资评级。

图表 86：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	226,225	248,388	271,204	295,388
增长率（%）	16.1%	9.8%	9.2%	8.9%
归母净利润（百万元）	4,132	4,646	6,300	7,823
增长率（%）	-31.1%	12.5%	35.6%	24.2%
摊薄每股收益（元）	0.76	0.86	1.16	1.44
ROE（%）	4.5%	5.0%	6.6%	7.9%

资料来源：wind，华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 宏观经济波动风险；
- (2) 行业政策变动风险；
- (3) 疫情拖累消费；
- (4) 下游需求波动；
- (5) 原材料价格波动等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	43,835	43,432	43,695	44,137
应收款	12,713	13,959	15,241	16,600
存货	46,906	51,096	55,467	60,204
其他流动资产	21,564	22,503	23,469	24,494
流动资产合计	125,018	130,989	137,872	145,435
非流动资产:				
金融类资产	11,980	11,980	11,980	11,980
固定资产	32,196	34,350	33,781	32,217
在建工程	7,168	2,867	1,147	459
无形资产	13,850	13,158	12,465	11,807
长期股权投资	2,850	2,850	2,850	2,850
其他非流动资产	26,168	26,168	26,168	26,168
非流动资产合计	82,232	79,393	76,411	73,501
资产总计	207,250	210,382	214,282	218,936
流动负债:				
短期借款	78,724	78,724	78,724	78,724
应付账款、票据	7,059	7,689	8,347	9,060
其他流动负债	12,531	12,531	12,531	12,531
流动负债合计	103,002	104,092	105,223	106,437
非流动负债:				
长期借款	11,503	11,503	11,503	11,503
其他非流动负债	1,636	1,636	1,636	1,636
非流动负债合计	13,140	13,140	13,140	13,140
负债合计	116,142	117,231	118,362	119,576
所有者权益				
股本	5,422	5,422	5,422	5,422
股东权益	91,108	93,151	95,920	99,359
负债和所有者权益	207,250	210,382	214,282	218,936

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4489	5048	6844	8499
少数股东权益	357	402	544	676
折旧摊销	2823	2839	2948	2875
公允价值变动	866	866	866	866
营运资金变动	-7809	-5284	-5489	-5907
经营活动现金净流量	725	3870	5713	7010
投资活动现金净流量	-21565	2146	2290	2252
筹资活动现金净流量	20437	-3005	-4075	-5060
现金流量净额	-403	3,011	3,929	4,202

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	226,225	248,388	271,204	295,388
营业成本	207,723	225,679	244,983	265,904
营业税金及附加	546	599	654	712
销售费用	6,626	7,362	7,984	8,531
管理费用	3,418	3,752	4,097	4,463
财务费用	259	2,450	2,443	2,431
研发费用	256	281	306	334
费用合计	10,558	13,846	14,831	15,758
资产减值损失	-14	-14	-14	-14
公允价值变动	866	866	866	866
投资收益	-1,709	-1,709	-1,709	-1,709
营业利润	6,430	7,199	9,671	11,949
加: 营业外收入	153	153	153	153
减: 营业外支出	406	406	406	406
利润总额	6,177	6,947	9,419	11,696
所得税费用	1,689	1,899	2,575	3,197
净利润	4,489	5,048	6,844	8,499
少数股东损益	357	402	544	676
归母净利润	4,132	4,646	6,300	7,823

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	16.1%	9.8%	9.2%	8.9%
归母净利润增长率	-31.1%	12.5%	35.6%	24.2%
盈利能力				
毛利率	8.2%	9.1%	9.7%	10.0%
四项费用/营收	4.7%	5.6%	5.5%	5.3%
净利率	2.0%	2.0%	2.5%	2.9%
ROE	4.5%	5.0%	6.6%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	56.0%	55.7%	55.2%	54.6%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	17.8	17.8	17.8	17.8
存货周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.76	0.86	1.16	1.44
P/E	55.2	49.1	36.2	29.2
P/S	1.0	0.9	0.8	0.8
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。