

金龙鱼（300999.SZ）/食品制造

粮油龙头强者恒强，品类扩张助力利润释放

评级：买入（首次）

市场价格：66.74

分析师：范劲松

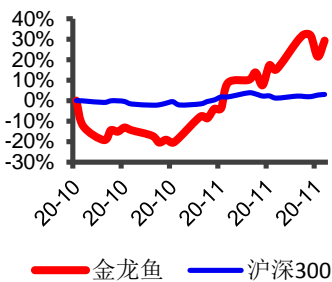
执业证书编号：S0740517030001

电话：021—20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本（百万股）	5422
流通股本（百万股）	357
市价（元）	66.74
市值（百万元）	361800
流通市值（百万元）	23800

股价与行业市场走势对比

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	167074	170743	191837	211173	232863
增长率 yoy%	10.82%	2.20%	12.35%	10.08%	10.27%
净利润	5128	5408	7050	8059	9144
增长率 yoy%	2.53%	5.47%	30.36%	14.32%	13.46%
每股收益（元）	1.05	1.11	1.30	1.49	1.69
每股现金流量	0.42	2.50	-1.05	3.02	-1.07
净资产收益率	8.66%	8.35%	10.73%	12.10%	11.79%
P/E	63.39	60.22	51.32	44.90	39.57
PEG	4.36	3.15	4.61	3.09	2.07
P/B	6.11	5.58	5.51	5.43	4.66

备注：股价数据更新截止 2020 年 11 月 28 日

投资要点

- 核心观点：金龙鱼是中国粮油行业巨头，30 余年构建渠道及品牌壁垒。公司未来核心看点一是粮油面米产品结构升级，推动中小包装占比提升；二是公司发力调味品、酵母品类扩张，在价格带上与海天等龙头形成错位竞争下，打开收入及利润增长空间。在渠道下沉+品类扩张双驱动下，看好公司未来 3 年收入增速 10%+，净利率稳步提升，利润弹性逐渐释放。**
- 粮油面米行业千亿市场稳健增长，中小包装高端化大势所趋，金龙鱼强者恒强。1) 行业空间：**根据欧睿数据，2019 年中国食用油行业销售额 1030 亿元，同比+2.6%，其中从结构看传统 5L 规格食用油占比从 2014 年 41% 降至 2019 年 39%，1L 以下规格食用油占比由 25% 增长至 27%，食用油的中小规格包装趋势明显。2019 年大米行业销售额 743.2 亿元，同比+4%。目前大米消费以散装米为主，随着消费升级及食品安全意识提升，包装米占比逐渐提升。根据统计局数据，2019 年中国面粉消耗量 6880 万吨，5 年复合增速 0.5%，其中专用面粉 2050 万吨，5 年复合增速 14.9% 同样验证高端化趋势。**2) 集中度：**食用油 CR3 为 60.9% 集中度较高，分别为益海嘉里 39.3%、中粮 14.8%、山东鲁花 6.8%，益海嘉里旗下金龙鱼、欧丽薇兰、胡姬花均为行业前 10 大品牌。根据尼尔森 2019 年数据，益海嘉里包装米现代渠道市占率 18.4%，面粉现代渠道市占率 26.7%，均为行业第一。
- 公司规模效应+品牌渠道优势显著，看好未来产品升级及品类扩张优势。公司竞争优势：一是品类丰富及原材料规模优势：**公司通过创新不断完善产品矩阵，在核心原材料采购、集约化生产享有规模效应，形成食用油、面、米、调味品等厨房食品，饲料及油脂科技产品矩阵。**二是多品牌优势及消费者忠诚度较高：**公司多品牌运作，已形成了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵，金龙鱼、欧丽薇兰、胡姬花品牌家喻户晓，消费者粘性较强。**三是直营及经销商体系管控较强，渠道优势下终端网点不断增加。**公司不同产品及销售渠道，设立不同事业部专业化管理，根据公司公告，金龙鱼设 31 个营销分公司、24 个直销部，配备 4406 家经销商，覆盖 130 多万个终端网点。
- 盈利预测及投资建议：**看好公司小包装产品升级+调味品等高毛利率品类扩张，预计公司 20-22 年收入分别为 1918、2112、2329 亿元，同比增长 12%/10%/10%，归母净利润为 70.5/80.6/91.4 亿元，同比增长 30%/14%/13%，对应 PE 分别 51X、45X、40X。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**食品安全和质量控制风险、原材料价格波动风险、套期保值风险。

内容目录

公司简介：三十余年奋斗不止，终成国内粮油巨头	- 6 -
深耕行业三十余年，品类丰富，品牌矩阵完善.....	- 6 -
公司股权结构稳定，管理层持股增强信心.....	- 6 -
营收和归母净利润稳健增长.....	- 7 -
行业分析：粮油厨房食品稳健、调味品千亿市场潜力大	- 8 -
厨房食品市场稳健，饲料原料、油脂科技持续增长.....	- 8 -
粮油米面生活必需，调味品+餐饮市场大有可为.....	- 8 -
食用油行业：行业增长稳健、中小包装食用油趋势明显.....	- 9 -
大米行业：包装米需求提升，金龙鱼包装米现代渠道市占率第一.....	- 11 -
面粉行业：行业稳健，公司市占率稳居第一.....	- 12 -
饲料原料行业：稳健增长，随猪周期略有波动.....	- 13 -
油脂科技行业：油脂化学品应用前景可期.....	- 14 -
调味品行业：好赛道空间大，期待错位竞争下快速放量.....	- 15 -
产品力：粮油米面、调味品、饲料油脂科技多树开花	- 17 -
产品品类丰富，产业链延伸，规模效应凸显.....	- 17 -
通过创新不断丰富产品品类，规模经济显著.....	- 18 -
产能：全国布局，生产季节性.....	- 19 -
原材料及成本：原料占比 88%，主要原材料波动较小.....	- 20 -
产品结构升级+综合企业群模式降成本，毛利率有望稳步提升.....	- 21 -
品牌力：不同价格带品牌多元化、广告营销高效率	- 22 -
分价格带全品牌策略，粮油品牌力领先.....	- 23 -
品牌运营效率高，规模效应驱动销售费用率低于同行.....	- 23 -
渠道力：24 个直销部、4406 家经销商，百万终端全国织网	- 24 -
多事业部运营、直销占比大.....	- 25 -
直销+经销助力渠道下沉，网点密度不断增强.....	- 26 -
主要财务指标分析：高资产负债率，低存货周转率	- 27 -
未来看点：拥抱电商渠道，进军调味品，扩大旺季产能	- 28 -
盈利预测及投资建议	- 30 -
风险提示	- 33 -

图表目录

图表 1: 益海嘉里发展历程	- 6 -
图表 2: 益海嘉里股权结构图 (截至 2019 年 12 月 31 日)	- 7 -
图表 3: 公司近年来营收情况	- 7 -
图表 4: 公司近年来归母净利润情况	- 7 -
图表 5: 农副食品加工产业链情况	- 8 -
图表 6: 2013—2019 年中国人均可支配收入 (元)	- 9 -
图表 7: 2010—2019 年中国餐饮收入	- 9 -
图表 8: 中国食用油行业销售额及增速	- 9 -
图表 9: 中国食用油生产量及消费量 (万吨)	- 9 -
图表 10: 2016 年小包装食用植物油销售额份额 (%)	- 10 -
图表 11: 不同规格包装食用油零售额占比	- 10 -
图表 12: 小包装食用植物油销售量份额 (%)	- 10 -
图表 13: 小包装食用植物油销售额份额 (%)	- 10 -
图表 14: 小包装食用植物油销售量渠道比重 (%)	- 11 -
图表 15: 2019 年包装食用油分公司市占率	- 11 -
图表 16: 2019 年包装食用油分品牌市占率	- 11 -
图表 17: 中国大米产量和消费量 (百万吨) 及增速	- 12 -
图表 18: 金龙鱼包装米现代渠道市占率 18.4% 第一	- 12 -
图表 19: 2015—2019 年中国小麦、面粉产量及增速	- 12 -
图表 20: 专用面粉需求快速增加	- 12 -
图表 21: 2017-2019 年包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额	- 13 -
图表 22: 中国饲料总产量及增速	- 13 -
图表 23: 中国油脂化工行业发展历程	- 14 -
图表 24: 2012-2018 年主要油化产品产量及增速 (单位: 万吨)	- 14 -
图表 25: 中国调味品产量及增速	- 15 -
图表 26: 中国酱油产量统计及增长情况	- 15 -
图表 27: 中国调味品使用场景占比	- 15 -
图表 28: 2018 年中国酱油行业集中度	- 15 -
图表 29: 中国酱油价格带	- 16 -
图表 30: 主要厂商酱油平均吨价 (元/吨, 2011-2019)	- 16 -
图表 31: 36 个城市酱油零售价稳步上涨	- 16 -
图表 32: 海天、厨邦近六年提价动作一览	- 17 -
图表 33: 主要调味品公司提价情况	- 17 -

图表 34: 益海嘉里产品品类矩阵.....	- 17 -
图表 35: 益海嘉里研发费用远超同行 (单位: 万元)	- 18 -
图表 36: 益海嘉里厨房食品产品矩阵.....	- 18 -
图表 37: 益海嘉里营业收入拆分 (单位: 亿元)	- 18 -
图表 38: 益海嘉里主营业务板块量价拆分.....	- 19 -
图表 39: 益海嘉里生产基地示意图.....	- 19 -
图表 40: 公司下属工厂生产加工产能利用率.....	- 20 -
图表 41: 主营业务产品产销率.....	- 20 -
图表 42: 2019 年公司主营业务成本构成情况.....	- 21 -
图表 43: 公司主要原材料采购价格情况 (单位: 元/吨)	- 21 -
图表 44: 直接材料价格变动的敏感性分析.....	- 21 -
图表 45: 公司分产品毛利率 (单位: %)	- 22 -
图表 46: 产业链为轴心的规模效应最大化.....	- 22 -
图表 47: 益海嘉里主要品牌矩阵.....	- 23 -
图表 48: 多样化的品牌运作.....	- 23 -
图表 49: 益海嘉里旗下品牌引领粮油行业.....	- 24 -
图表 50: 2019 年销售费用构成情况.....	- 24 -
图表 51: 2019 年同行业 A 股上市公司销售费用率.....	- 24 -
图表 52: 益海嘉里销售模式.....	- 25 -
图表 53: 经销商数量变动及销售额 (万元)	- 25 -
图表 54: 公司直销/经销收入金额和占比 (亿元)	- 25 -
图表 55: 公司主营业务各渠道销售模式毛利率对比.....	- 25 -
图表 56: 益海嘉里直销客户.....	- 26 -
图表 57: 益海嘉里渠道结构与主要大客户展示.....	- 26 -
图表 58: 2019 年同行业公司资产负债率、存货周转率和应收账款周转率对比.....	- 27 -
图表 59: 益海嘉里金龙鱼携手京东粮油节.....	- 28 -
图表 60: 乳玉皇妃新品上线.....	- 28 -
图表 61: 益海嘉里调味品产品品牌.....	- 28 -
图表 62: 益海嘉里携手九庄推出全新黑豆酱油产品.....	- 28 -
图表 63: 公司平台优势凸显, 品类扩张能力强.....	- 29 -
图表 64: 公司平台优势凸显, 品类扩张能力强.....	- 30 -
图表 65: 金龙鱼收入及毛利率拆分 (亿元)	- 31 -
图表 66: 金龙鱼 2019 年分部收入、利润拆分.....	- 32 -
图表 67: 可比公司估值.....	- 32 -
图表 68: 金龙鱼财务预测三张报表.....	- 34 -

公司简介：三十余年奋斗不止，终成国内粮油巨头

深耕行业三十余年，品类丰富，品牌矩阵完善

- **主营业务协调发展，坚持多层次品牌策略。**益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司成立于2005年6月，是新加坡上市公司丰益国际的中国子公司，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。经过多年的发展，益海嘉里旗下包括金龙鱼、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了较高的品牌知名度和美誉度。

图表1：益海嘉里发展历程

- 2005年，公司前身益海投资有限公司成立。
- 2006年，在佳木斯创建首个“水稻循环经济模式”实验基地，成为北京2008年奥运会食用油独家供应商
- 2009年，成立上海研发中心
- 2017年，益海（佳木斯）粮油工业有限公司被国家发改委正式批准为“水稻加工循环经济标准化试点”单位。公司自2017年起实施了四次同一控制下的资产重组。
- 2018年，食品工业专用油脂年销量突破100万吨，成为北京2022年冬奥会官方粮油赞助商

1988-2003

- 1988年，南海油脂工业（赤湾）有限公司成立，筹建食用油精炼及小包装工厂。
- 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

2004-2010

- 2011年，油脂精炼年加工量突破500万吨，水稻年加工量突破100万吨。
- 2012年，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。

2011-2016

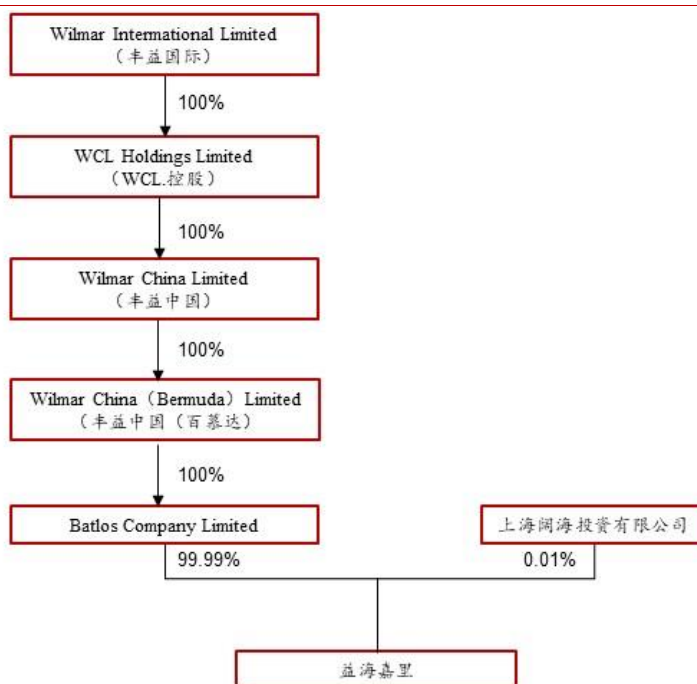
2017-至今

来源：招股说明书、中泰证券研究所

公司股权结构稳定，管理层持股增强信心

- **外资持股比例高，公司不存在实际控制人。**从股权结构来看，益海嘉里集团总共有两位股东，控股股东为 Bathos Company Limited 持有 99.99% 的股权，而新加坡上市公司丰益国际依次通过 WCL 控股、丰益中国、丰益中国（百慕达）等三家投资控股型公司间接持有 Bathos 的 100% 权益。此外，上海阔海投资有限公司持有 0.01% 的股份，阔海投资是由牛余新等益海嘉里员工及其他第三方共同成立的内资企业。因丰益国际报告期内不存在实际控制人，故公司不存在实际控制人。

图表2: 益海嘉里股权结构图 (截至2019年12月31日)

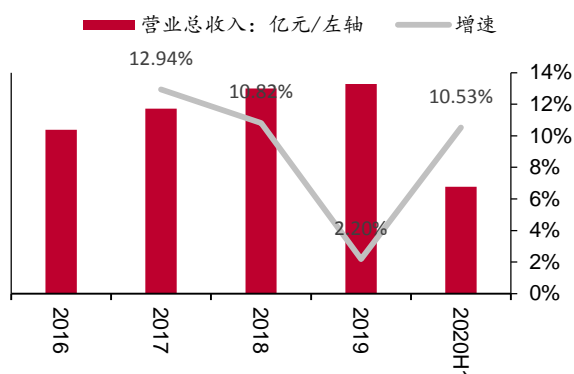


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

营收和归母净利润稳健增长

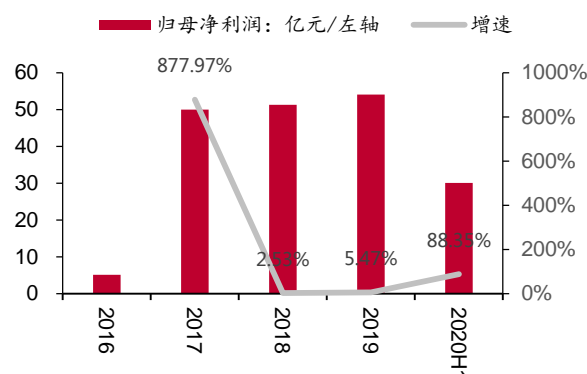
- **营业收入稳健增长。**2016年-2019年,公司的营业收入由1335亿元增长至1707亿元,3年CAGR为8.55%。2019年公司营收增速仅2.2%,主因饲料原料及油脂科技负增长拖累,厨房食品依旧维持10%稳健增长。20H1收入增速10.53%,归母净利润大幅增长88.35%,主因一是在新冠疫情期间,公司销售的厨房食品作为民生必需品,销售未受明显影响,且,二是随着2019年非洲猪瘟影响减弱,随着生猪补栏增加,驱动饲料原料销售逐季向好。

图表3: 公司近年来营收情况



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表4: 公司近年来归母净利润情况



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- **归母净利润增速恢复正常。**2016年归母净利润较低,主因公司商品衍生金融工具损失34.05亿元(市场预期之外的阿根廷洪水和交易型基金在期货市场上的大量参与的共同影响,16Q2大豆期货价格出现异常波动,公司为套期保值进行的期货交易,恰逢在价格

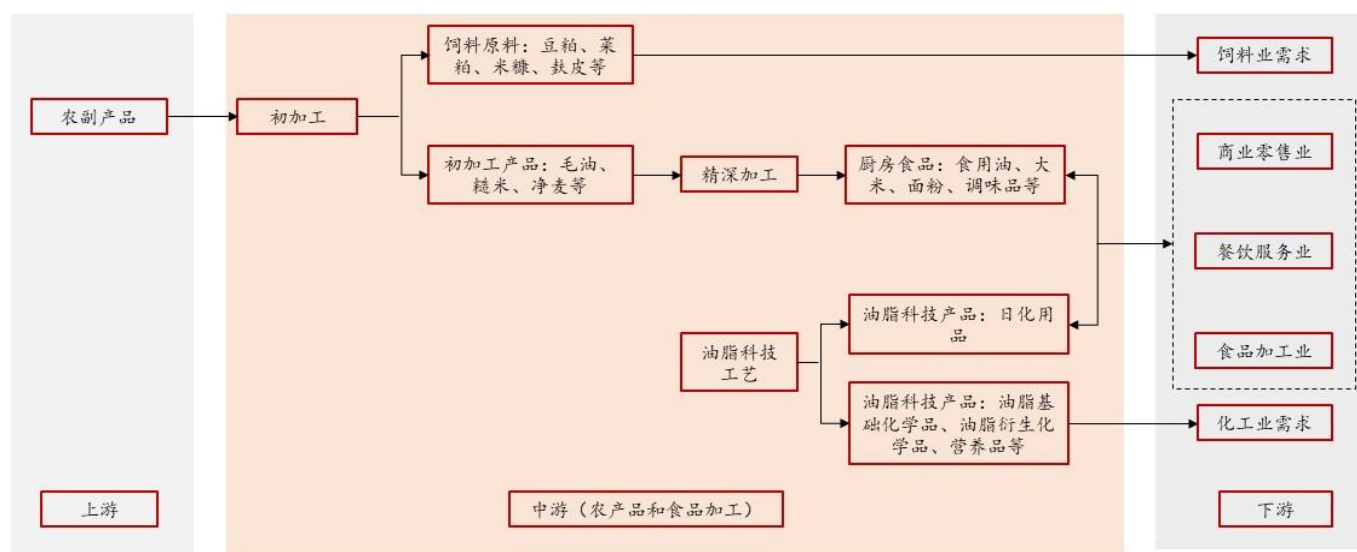
快速、异常波动的时点上，从而导致了重大亏损)。2020年上半年公司归属于母公司股东净利润大幅增长，主要受益于新冠疫情导致的小包装产品销售增加、猪瘟影响减弱等原因。

行业分析：粮油厨房食品稳健、调味品千亿市场潜力大

厨房食品市场稳健，饲料原料、油脂科技持续增长

- **贯彻全产业链理念，打造完整的食品产业链。**公司以农产品和食品加工产业链为基础，主要加工环节包括农产品初加工、精深加工、油脂科技工艺等，主要产品包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品等，产业链下游为商业零售业、餐饮服务业、食品加工业、饲料业以及化工业。

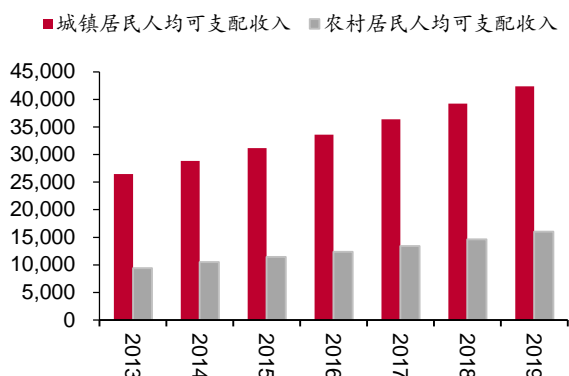
图表 5：农副食品加工产业链情况



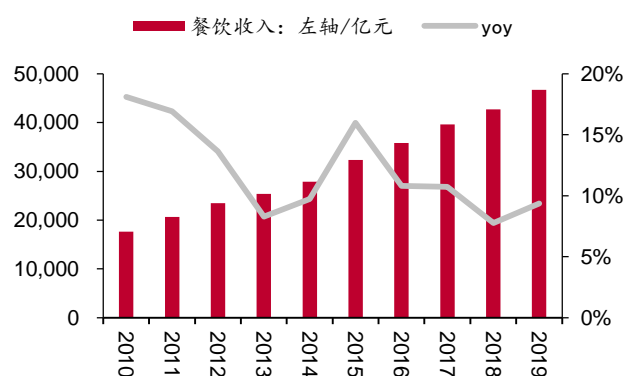
来源：招股说明书、中泰证券研究所

粮油米面生活必需，调味品+餐饮市场大有可为

- **居民消费能力提升促进食品需求保持增长。**中国食品行业的终端需求主要来源于家庭消费、餐饮业和食品制造业三方面。一是城镇化进程的加快与人均可支配收入的提高促进家庭厨房食品的消费升级。80-90 后偏爱小包装趋势、品牌意识增强，产品结构不断升级。二是经济增长和居民收入提高，外卖提供便捷消费方式+商务宴请活动增加，外出就餐占比提升驱动餐饮业的持续快速发展。考虑消费者对于餐饮需求更加丰富多样且重视食品安全及品牌保障，有利于具有规模优势、品质优势、新产品开发优势的厨房食品企业的发展。三是行业集中度提升趋势。原材料优势、渠道优势、消费者品牌认可度更加聚焦，驱动产品优质品牌力强的大企业集中度不断提升。

图表6：2013—2019年中国人均可支配收入（元）


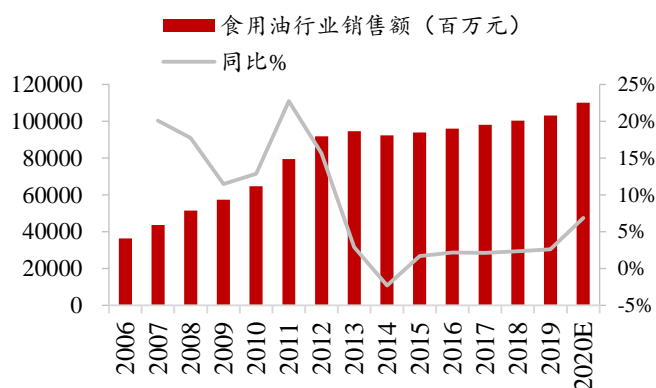
来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表7：2010—2019年中国餐饮收入


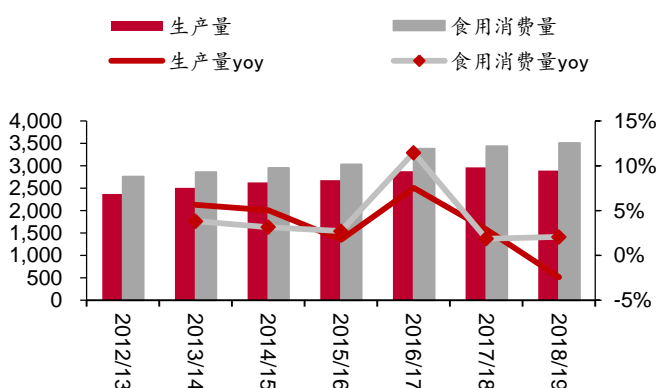
来源：国家统计局、中泰证券研究所

食用油行业：行业增长稳健、中小包装食用油趋势明显

- 食用植物油占据主导，生产量及消费量稳步增长。** 食用油按照品类可分为食用动物油和食用植物油。在中国消费结构中，食用植物油占据了主导地位，食用动物油占比较低。1) 根据欧睿数据，2019年中国食用油行业（C端零售口径为主）销售额1030亿元，同比+2.6%，近10年维持小个位数增长。2) 根据国家粮油信息中心统计数据，从12/13年度到18/19市场年度，我国食用植物油生产量从2372达2891万吨，6年复合增长率达3.35%；18/19食用植物油消费量达3511万吨，6年复合增长率达4.12%。

图表8：中国食用油行业销售额及增速


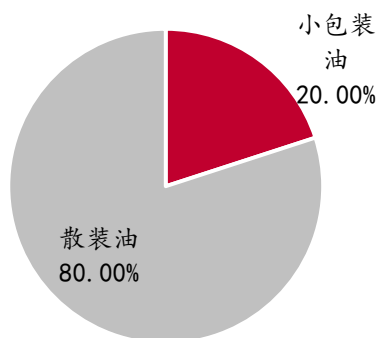
来源：欧睿、中泰证券研究所

图表9：中国食用油生产量及消费量（万吨）


来源：国家粮油信息中心、中泰证券研究所

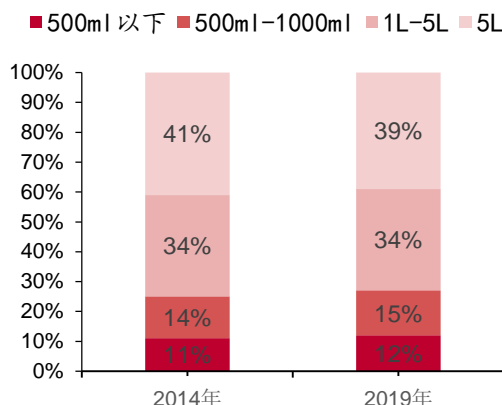
- 中小包装食用油消费量占比上升。** 按照包装方式划分，食用植物油可分为散装油、中包装食用油以及小包装食用油。前瞻产业研究院统计数据显示，2016年中国小包装食用油占比20%左右，散装油占比达到80%，根据欧睿数据显示，传统5L规格食用油的销售额占比从2014年的41%降至2019年仅39%，而1L以下规格食用油销售额占比由25%增长至27%，佐证了食用油中小规格包装引领发展的趋势。

图表 10: 2016 年小包装食用植物油销售额份额 (%)



来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

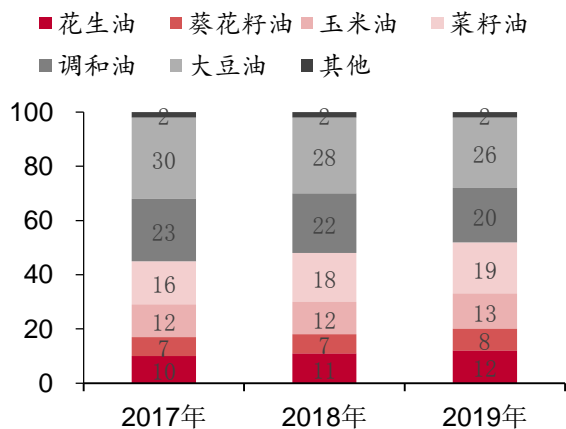
图表 11: 不同规格包装食用油零售额占比



来源: 欧睿、中泰证券研究所

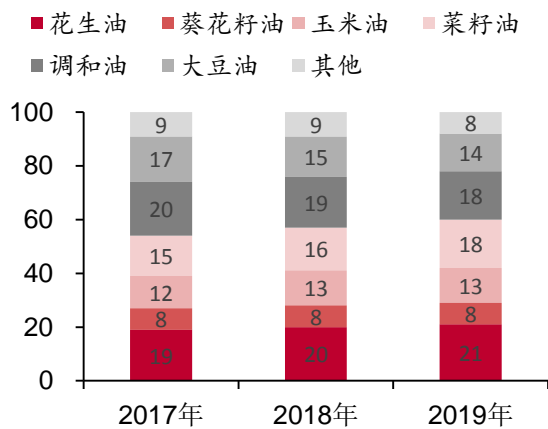
- **调和、大豆、菜籽仍占主导，价格便宜的油种销量占比仍高。**小包装食用植物油按照细分油种可以分为大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油、花生油等品类。从销售量来看，单价便宜的油种占比仍为主。如大豆油、食用调和油、菜籽、玉米油等依然占据小包装食用植物油的销售量约80%。从销售额看，单价较高的花生油销售额、销售量占比逐年提升。花生油17、18、19年量占比10%、11%、12%，销售额占比19%、20%、21%。

图表 12: 小包装食用植物油销售量份额 (%)



来源: 尼尔森、中泰证券研究所

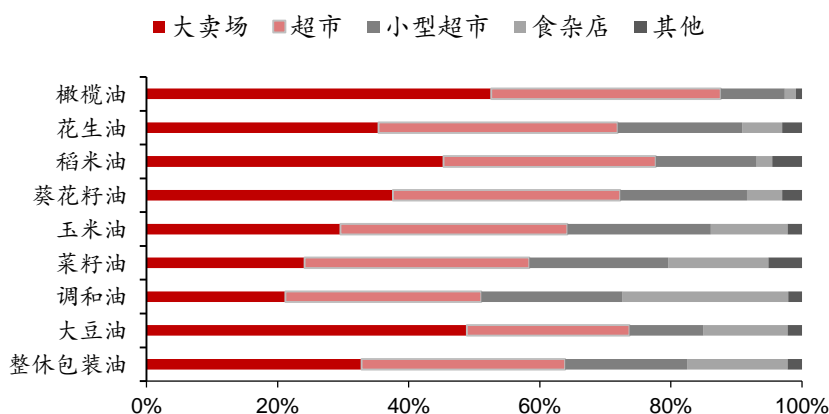
图表 13: 小包装食用植物油销售额份额 (%)



来源: 尼尔森、中泰证券研究所

- **从销售渠道来看，小包装现代渠道占比较高。**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，其中大卖场和超市贡献最大，占行业50%以上的销售比重。

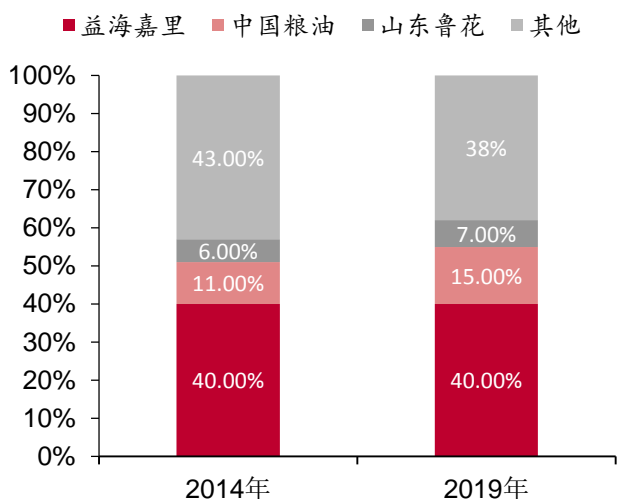
图表 14: 小包装食用植物油销售量渠道比重 (%)



来源: 尼尔森、中泰证券研究所

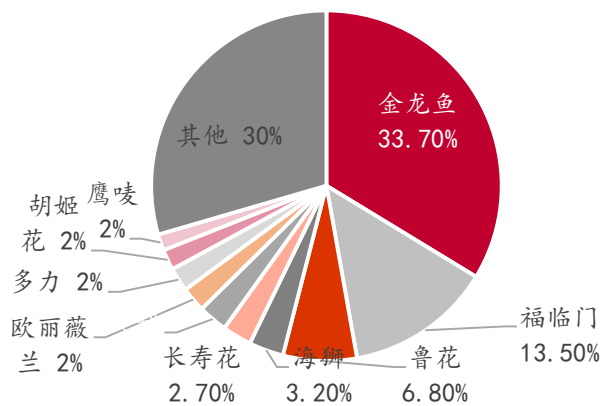
- **竞争格局: 食用油市场竞争格局稳定, 益海嘉里40%粮油市占率, 处于行业龙头地位。**根据欧睿数据显示, 1) 从公司市占率看, 2014年、2019年包装食用油市场份额占比前三分别都是益海嘉里、中国粮油、山东鲁花, 2014年、2019年食用油市场CR3分别为57%和62%, 集中度有所提高, 而益海嘉里在2014年和2019年都占据40%的市场份额, 与中粮15%、鲁花7%市占率相比, 行业龙头地位稳固, 与第二、三名显著拉开距离。2) 从品牌市占率看, 2019年益海嘉里旗下的金龙鱼稳市占率33.7%位居第一, 旗下欧丽薇兰2%、胡姬花2%, 均进入前十食用油品牌行列。

图表 15: 2019 年包装食用油分公司市占率



来源: 欧睿、中泰证券研究所

图表 16: 2019 年包装食用油分品牌市占率



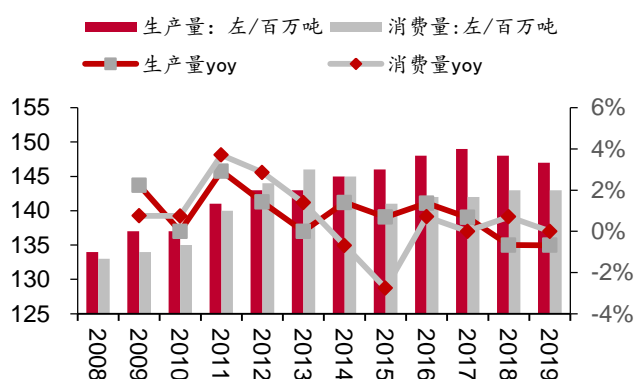
来源: 欧睿、中泰证券研究所

大米行业: 包装米需求提升, 金龙鱼包装米现代渠道市占率第一

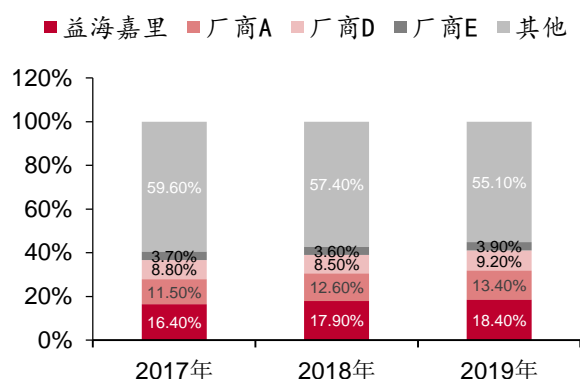
- **主食大米消费量略有下降, 包装米占比逐渐提升。**中国是世界人口第一大国, 同时也是大米第一产量大国和第一消费大国, 2019年, 中国大米的产量和消费量分别达到 1.47 亿吨和 1.43 亿吨。2013 年以前, 中国大米的生产和消费量持续增长, 2008 年至 2013 年年均复合增长率分别达 1.19% 和 1.92%。随着中国传统农业结构的变化调整, 畜牧业快速发

展，奶业、水产业也都有了长足的发展，消费者对于大米等“主食”需求有所下降，从2013年开始，中国大米消费量略有下降。中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。

- **从行业竞争格局看，益海嘉里现代渠道优势明显，市占率稳居第一。**根据尼尔森数据，按销售量统计，益海嘉里包装米现代渠道市场占有率第一。2017年、2018年及2019年，公司包装米现代渠道销售份额分别为16.4%、17.9%及18.4%，份额不断上升。2017年、2018年、2019年CR4分别是40.4%、42.6%、44.9%，行业集中度加速上升。

图表17：中国大米产量和消费量（百万吨）及增速


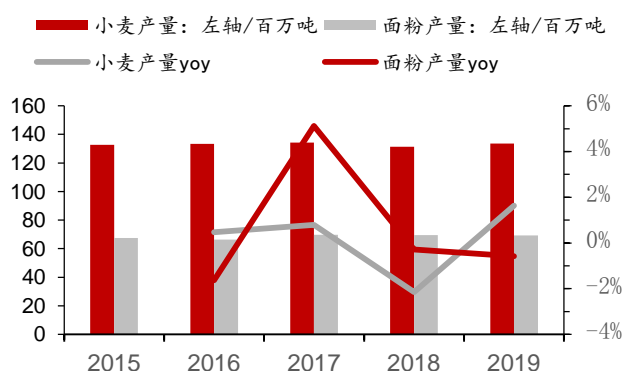
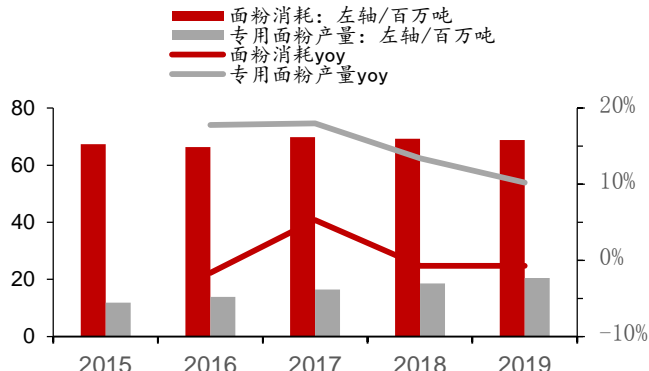
来源：尼尔森、中泰证券研究所

图表18：金龙鱼包装米现代渠道市占率18.4%第一


来源：尼尔森、中泰证券研究所

面粉行业：行业稳健，公司市占率稳居第一

- **小麦、面粉产量增速放缓。**面粉主要是指由小麦加工而成的产品。2015年后，中国小麦产量增长速度趋于平缓。中国面粉产量由2015年6750万吨轻微下跌至2016年6640万吨，然后增加至2019年6920万吨，2015年以来的复合年增长率为0.6%。面粉消耗量连续两年下降，专用面粉产量迅速增长。中国面粉消耗由2015年6740万吨增加至2019年6880万吨，复合年增长率为0.5%。而中国专用面粉产量由2015年1180万吨迅速增加至2019年2050万吨，2015年至2019年的复合年增长率为14.9%，占2019年整体面粉产量29.7%，专用高端面粉增长趋势明显。

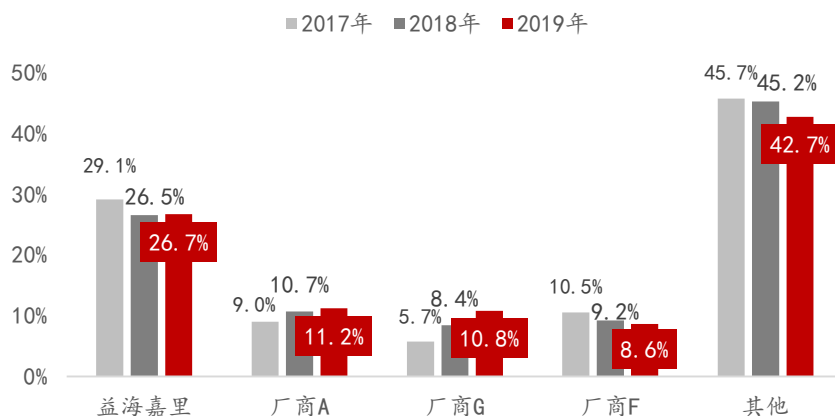
图表19：2015—2019年中国小麦、面粉产量及增速

图表20：专用面粉需求快速增加


来源：尼尔森、中泰证券研究所

来源：尼尔森、中泰证券研究所

- **金龙鱼面粉现代渠道领先于竞争对手。**根据尼尔森数据，根据面粉厂商在全国现代渠道的销售量统计，2017年、2018年、2019年CR4分别是54.3%、54.8%、57.3%，市场集中度不断上升。2017年、2018年及2019年，公司包装面粉现代渠道销售份额分别为29.1%、26.5%及26.7%整体稳健，保持市占率第一的领先优势。

图表 21：2017-2019 年包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额

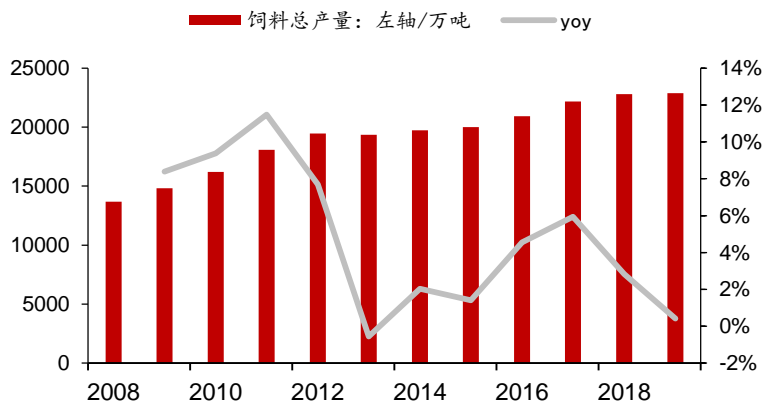


来源：尼尔森、中泰证券研究所

饲料原料行业：稳健增长，随猪周期略有波动

- **下游饲料产品需求快速提升带动饲料原料行业快速发展，疫情不改饲料增长逻辑。**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。饲料原料向饲料生产企业供应，进一步加工成为饲料产品。根据中饲协的统计，2000—2019年，全国饲料产量从7429万吨上升至2.29亿吨，年复合增长率6.1%。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。2020年初，中国新冠肺炎疫情的蔓延导致了全国范围的停工停产，这对饲料工业造成了一定的冲击。展望未来两年进入生猪补栏周期，饲料需求进一步提升。未来饲料行业市场广阔，公司业务预计保持稳健向上增长。

图表 22：中国饲料总产量及增速



来源：中国饲料工业协会、中泰证券研究所

油脂科技行业：油脂化学品应用前景可期

- 中国油化产品市场规模呈现逐年提升态势。**根据中国洗协数据，油化产品产量从2012年的156.5万吨增长至2018年244.34万吨，复合增长率7.71%。其中脂肪酸、天然脂肪醇、甘油为三大主要品种，2018年三大品种合计产量占比高达94%。

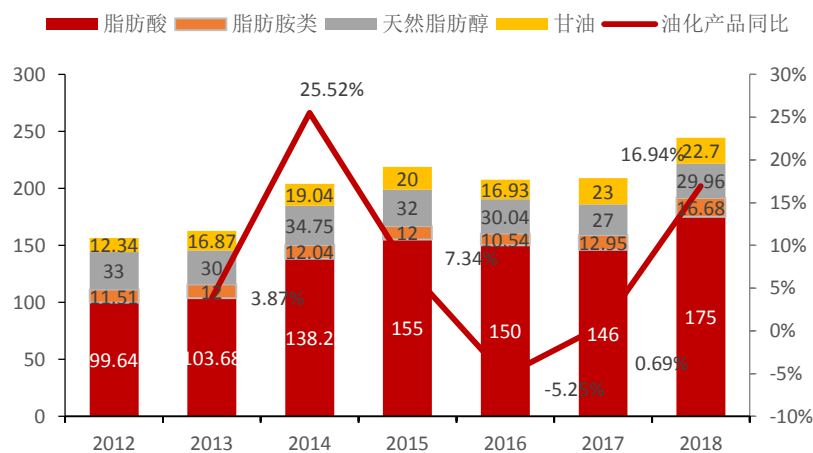
图表 23：中国油脂化工行业发展历程

阶段	时间	发展情况
起步阶段	20世纪90年代以前	主要以国内自主开发的技术为主，局限在肥（香）皂生产和肥皂的联产品硬脂酸、甘油等，企业普遍生产规模小，技术比较落后。
发展阶段	20世纪90年代至21世纪初	中国实行的进一步改革开放，带来了良好的经济环境和开放的国家政策，通过引进德国、意大利等国家的先进生产技术，使得企业的生产规模有了明显的扩大，技术水平也有了较大的提高，为中国油脂化工行业的发展打下了一个良好的基础。
快速增长阶段	2003年至今	国外大型跨国集团（主要是马来西亚及新加坡的一些跨国集团）的大量进入，带来了先进的生产技术和经营理念，同时，国内有实力的企业也纷纷新建或扩建生产装置，企业生产规模与集中度大大提高，油脂化工行业进入了一个快速发展的通道。

来源：中国洗协、中泰证券研究所

- 脂肪酸产量增长迅速。**脂肪酸是最初级和产量最大的油脂基础化学品，可经过合成后应用在日化、食品、制药、个人护理、纺织品、润滑剂、表面活性剂、造纸等细分制造行业。根据中国油脂化工行业年会统计数据显示，随着人们对于日化、个人护理等产品的需求日益增长，脂肪酸产量从2012年的99.64万吨增长到2018年的175万吨，复合增长率9.84%。甘油是性能优良的吸湿剂、润滑剂、抗冻剂、助溶剂及溶剂，在食品加工、化妆品及医药等领域也有广泛的应用，甘油产量从2012年的12.34万吨增长到2018年的22.7万吨，复合增长率10.7%，基数小增速较快。同时增速较快的还有天然脂肪醇，2018年度的天然脂肪醇产量接近30万吨，同比2017年增长11%。

图表 24：2012-2018 年主要油化产品产量及增速（单位：万吨）

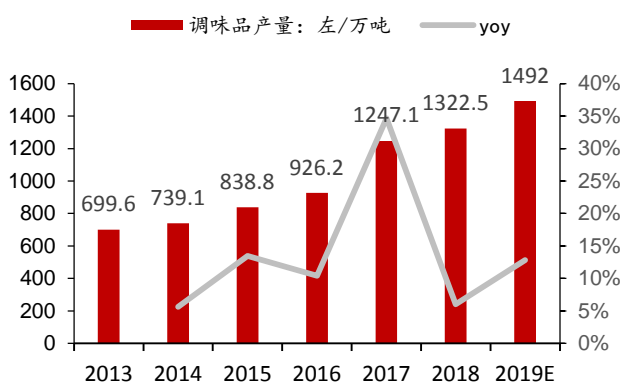


来源：中国油脂化工 2018 年行业报告、中泰证券研究所

调味品行业：好赛道空间大，期待错位竞争下快速放量

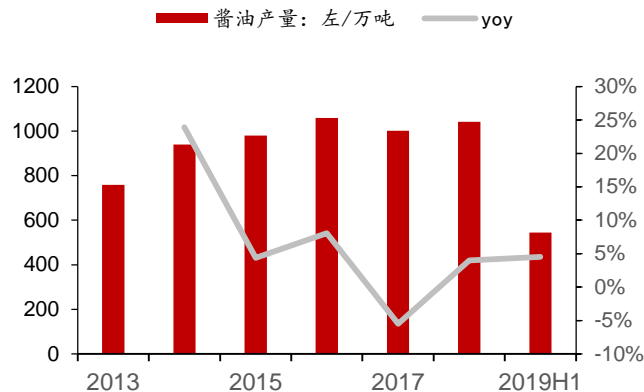
- **调味品行业量价齐升，我们长期看好行业稳健增长。**根据中国调味品协会数据，2019年中国调味品产量超过1492万吨。其中酱油占比62.6%。受益餐饮万亿市场需求大+生抽普及以及功能细分+消费场景与品类结构升级，我们预计销量维持个位数增长。从价格看，主流酱油价格带在6-8元，6元以下低端酱油占比占据餐饮市场，空间仍很大。
- **我国酱油行业集中度明显偏低，整合空间大。**根据前瞻经济学人数据，第一的海天市场份额仅18.4%，第二的美味鲜市占率则只有约4%，大量的中小企业占据了70%左右的市场份额，未来龙头成长空间较大。随着有渠道壁垒+产品规模效应性价比+消费者品牌意识的增强，行业集中度提升趋势明显，缺乏产品、品牌、渠道优势的小企业将在行业洗牌中逐渐被淘汰。

图表 25：中国调味品产量及增速



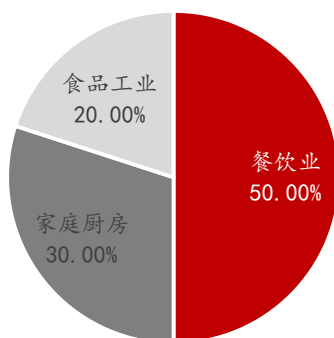
来源：中国调味品协会、中泰证券研究所

图表 26：中国酱油产量统计及增长情况



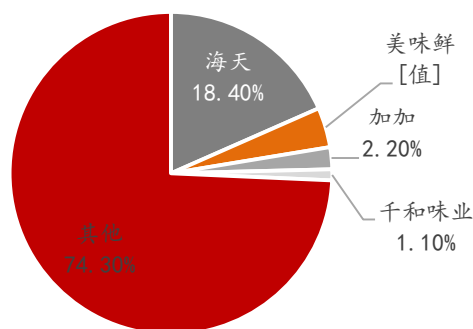
来源：中国调味品协会、中泰证券研究所

图表 27：中国调味品使用场景占比



来源：中国调味品协会、中泰证券研究所

图表 28：2018 年中国酱油行业集中度

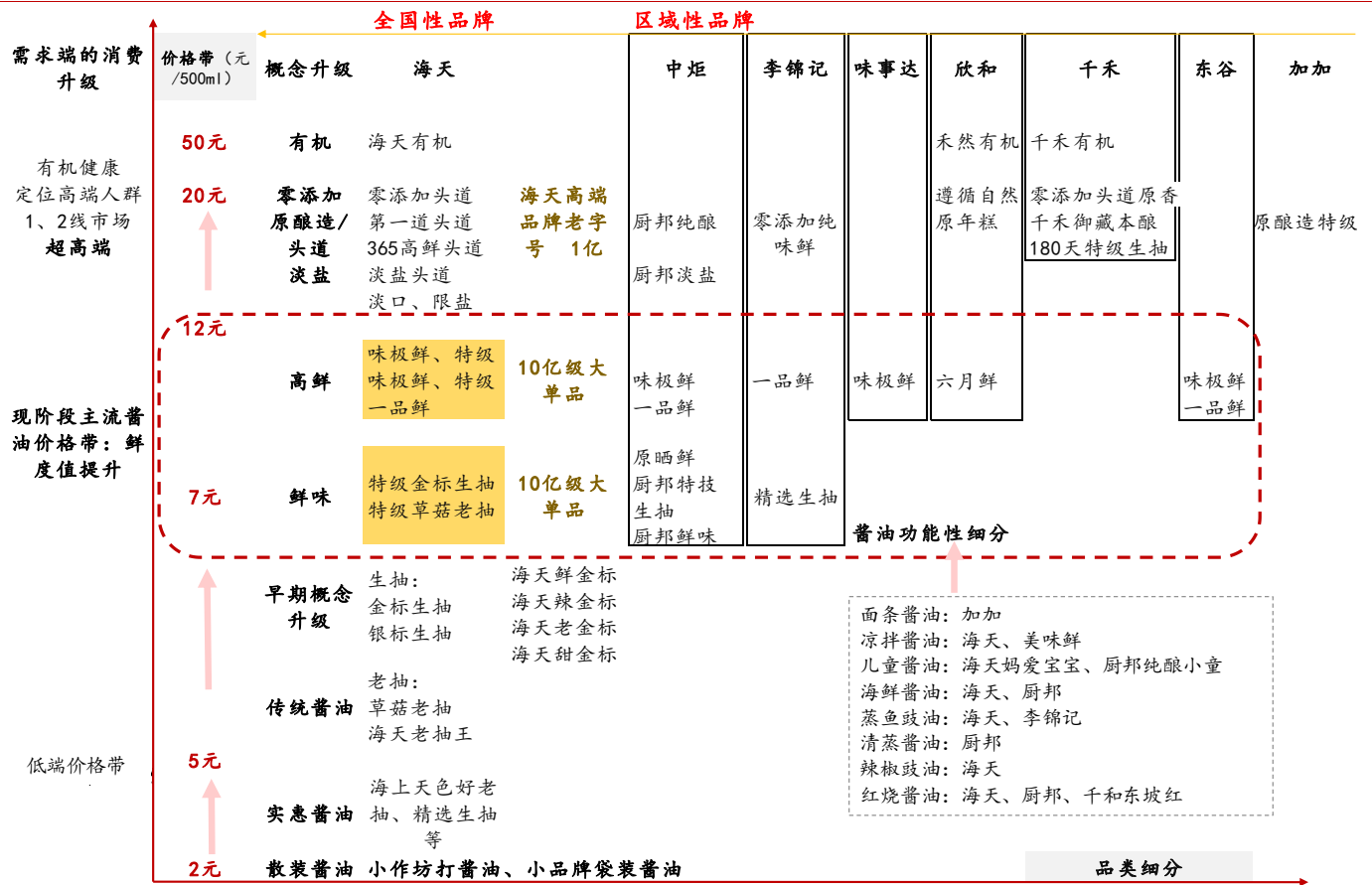


来源：前瞻经济学人、中泰证券研究所

- **酱油价格带稳健提升，期待金龙鱼错位竞争放量。**从酱油行业价格带看总结几大趋势：一是酱油价格带缓慢升级，主流价格带从打酱油2元到5元，再到7-12元。二是低端酱油，适应餐饮B端需求仍有广阔市场。三是龙头海天优势最强，酱油全产品全价格带矩阵，sku丰富度行业第一。我们总结金龙鱼进入调味品行业优势：一是大豆豆粕采购成本优势，

期待未来产业链延伸后，低端系列调味品产能扩张；二是 130 多万终端网点服务及覆盖能力助力放量；三是品牌塑造能力较强。

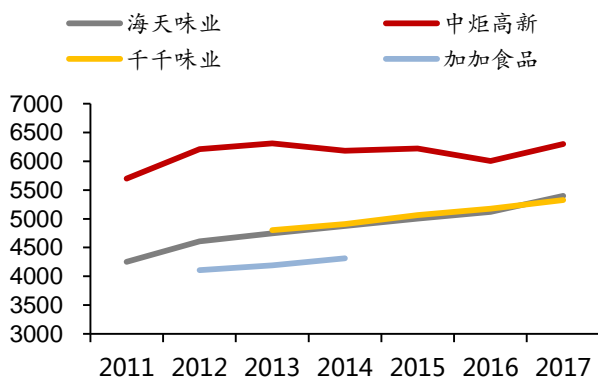
图表 29：中国酱油价格带



来源：中泰证券研究所

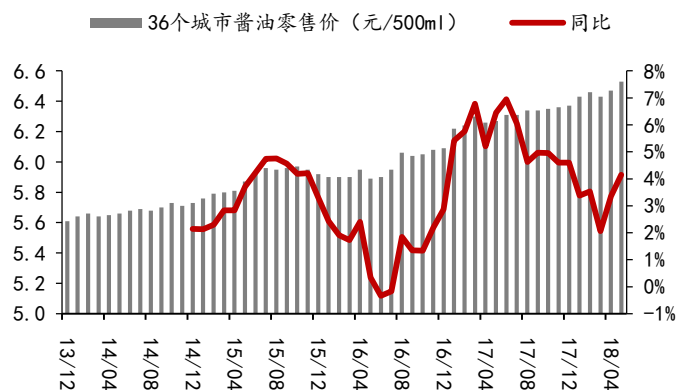
■ 酱油价格中枢上移，释放行业增长空间。根据发改委的数据，36个大中城市主销的 500ml 瓶装酱油平均价格从 2013 年 12 月的 5.61 元/瓶稳健上涨到 2018 年 5 月的 6.53 元/瓶。受酱油行业持续性的消费升级以及跟随物价上涨的行业性提价的影响，我国酱油的价格中枢持续上升。

图表 30：主要厂商酱油平均吨价 (元/吨, 2011-2019)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 31：36 个城市酱油零售价稳步上涨



来源：国家发改委、中泰证券研究所

图表 32: 海天、厨邦近六年提价动作一览

时间	海天	厨邦
出厂提价	2012 年 9 月	2013 年 7 月
出厂价未提 终端价提	2014.11-12 月	2014 年 10 月
出厂价提价	2016 年 12 月	2017 年 3 月

来源: 中国调味品协会、中泰证券研究所

图表 33: 主要调味品公司提价情况

时间	企业	提价情况
2016.10	恒顺醋业	5 亿主力醋产品提价 9%
2017.01	海天味业	90% 产品提价 6%，均价提升约 5.4%
2017.03	中炬高新	美味鲜及厨邦产品整体进行提价，幅度为 5~6%
2017.03	千禾味业	部分产品提价 800 元/吨

来源: 中国调味品协会、中泰证券研究所

产品力: 粮油米面、调味品、饲料油脂科技多树开花

产品品类丰富，产业链延伸，规模效应凸显

- 公司产品种类丰富，产品线多样。公司主要产品包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品。公司厨房食品以小包装零售产品满足家庭烹饪需求，并为餐饮业客户提供中包装产品，为食品工业客户提供食品原辅料。公司核心品牌“金龙鱼”已经从单一食用油品牌发展成为综合厨房食品品牌，产品类型覆盖食用油、大米、面粉、面条、调味品等。公司饲料原料产品种类丰富，包括蛋白类、纤维类、能量类产品，满足各类养殖企业不同阶段的需求。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，产品包括基础化学品、油脂衍生化学品、营养品，家居及日化用品等。

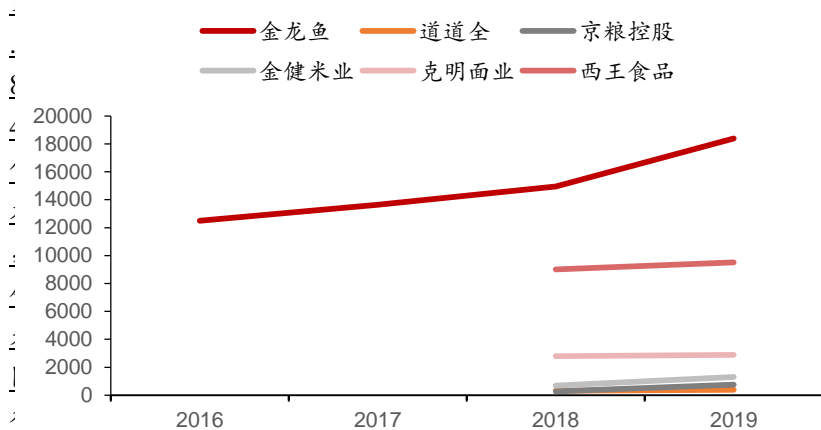
图表 34: 益海嘉里产品品类矩阵



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- 2016-2019 年，公司研发投入持续稳定增长，公司在 2019 年研发投入达到

图表 35：益海嘉里研发费用远超同行（单位：万元）



来源：招股说明书、中泰证券研究所

其
他可比公司。

通过创新不断丰富产品品类，规模经济显著

- 国内市场为主，厨房食品营收占比最大。从区域看，公司产品销售主要面向中国境内庞大的消费市场，2019 年公司在境外销售占比小于 4%，占比较小。从产品品类看，2019 年公司厨房食品、饲料原料及油脂科技分别占公司营收的 63.9%、35.8%。

图表 36：益海嘉里厨房食品产品矩阵

		厨房食品								
零售产品	小包食用油	调和油	大豆油	玉米油	花生油	葵花籽油	菜籽油	稻米油	亚麻籽油	橄榄油
	小包大米	精品系列		原产地系列		进口系列		生态基地系列		通用系列
		小包面粉		小包挂面		小包调味品				
餐饮产品		食用油	大米	面粉	调味品	豆浆粉				
食品工业产品		专用油脂	动物油脂	食品馅料	面粉					

来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 37：益海嘉里营业收入拆分（单位：亿元）

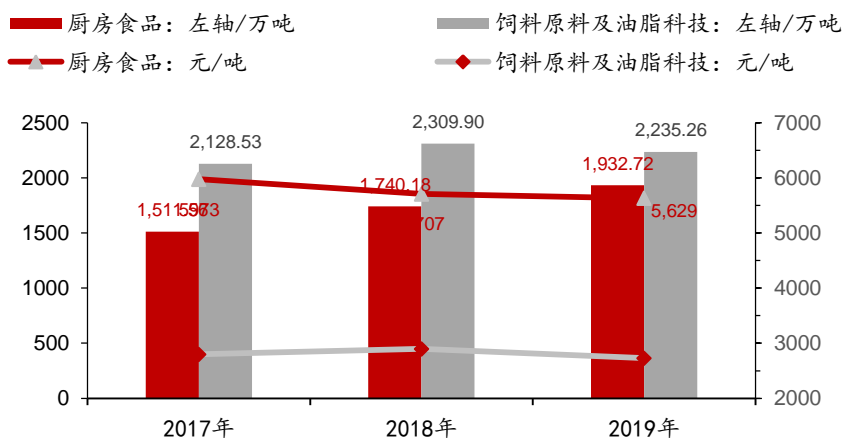
分类	分类	2017 年		2018 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品	厨房食品	902.83	60.09%	993.1	59.59%	1087.8	63.90%
	饲料原料	595.8	39.65%	669.1	40.15%	609.54	35.80%
	油脂科技						
	其他	3.89	0.26%	4.35	0.26%	5.12	0.30%
地区	中国境内	1,465	97.16%	1,617	96.78%	1,652	96.76%
	中国境外	43	2.84%	54	3.22%	55	3.24%
合计		1,707	100%	1,671	100%	1,508	100%

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 厨房产品量升价降，饲料原料价格受原材料价格波动影响较大。公司厨房食品的销售均价 2018 年、2019 年略有下降，主要有两方面原因：第一，受产品结构变化的影响。第二，2018 年豆油等原料油的价格整体呈下降趋势，带动食用油产品的销售单价下降。公司饲料原料及油脂科技产品的销售均价在 2019 年下降相对较大，主因是豆粕、菜粕等饲料原

料产品市场价格下跌较大，带动公司 2019 年饲料原料产品销售均价下降。

图表 38：益海嘉里主营业务板块量价拆分



来源：招股说明书、中泰证券研究所

产能：全国布局，生产季节性

- **生产基地全国布局，综合企业群实现规模经济。**截至 2019 年 12 月 31 日，公司在全国 24 个省、自治区、直辖市拥有 65 个已投产生产基地，公司多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场。公司通过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。

图表 39：益海嘉里生产基地示意图

2258万吨
中小包装年产能

1106万吨
精炼年产能

2255万吨
压榨年产能

384万吨
水稻加工年产能

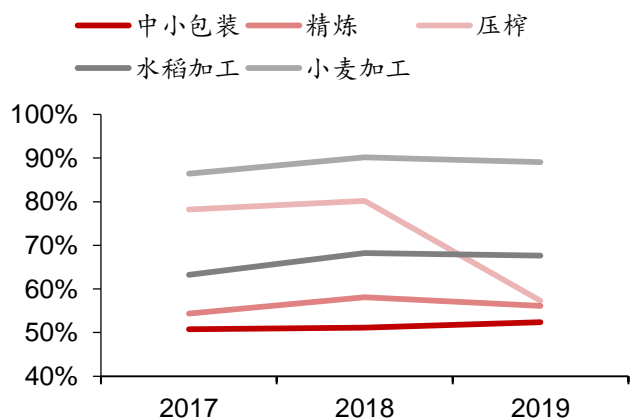
668万吨
小麦加工年产能



来源：招股说明书、中泰证券研究所

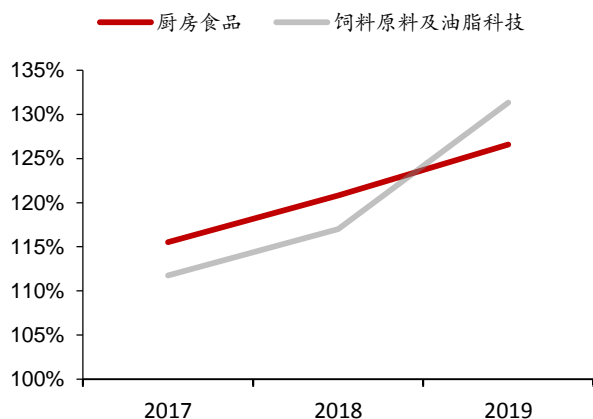
- 公司产能利用率有望持续提升，各类产品产销率大于 1。旺季产能不足问题有望缓解。

图表 40：公司下属工厂生产加工产能利用率



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 41：主营业务产品产销率



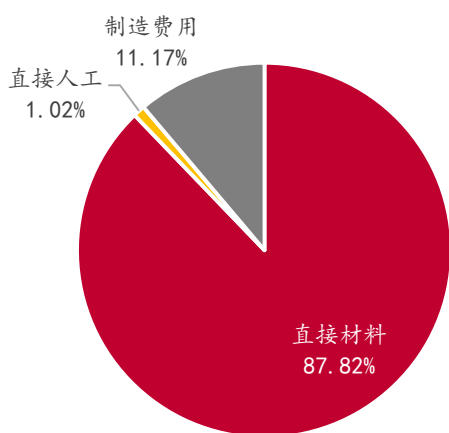
来源：招股说明书、中泰证券研究所

原材料及成本：原料占比 88%，主要原材料波动较小

- 原材料成本占比较高。公司主营业务成本主要为直接材料，占比约为 88%。公司厨房食品、饲料原料及油脂科技的主要原材料为大豆、小麦、水稻、其他油籽等农产品以及豆油原油、棕榈油等油脂。
- 原材料采购价格与市场价格基本一致。近三年，公司大豆及加工品、水稻及加工品、小麦及加工品的采购均价波动较小。2018 年，公司其他油

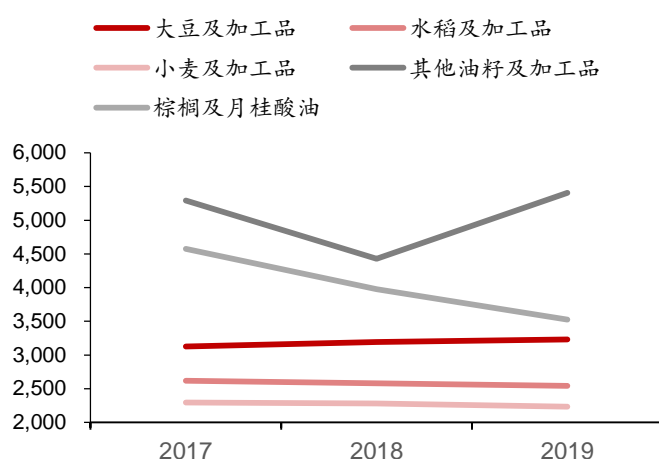
籽及加工品的平均采购单价较 2017 年下跌幅度较多，主要因为国际油料供给宽松，各类油料价格不同程度下跌。2019 年公司其他油籽及加工品的采购均价较 2018 年上涨幅度较大，主要因为国家加强对菜籽进口检疫，进口菜籽减少，导致国内菜籽行情大幅上涨。2018 年和 2019 年公司棕榈及月桂酸油的采购均价较上年有所下跌，主要系棕榈油主产区持续增产，库存持续累积导致棕榈油价格持续走低。

图表 42: 2019 年公司主营业务成本构成情况



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 43: 公司主要原材料采购价格情况 (单位: 元/吨)



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- 公司两大主营板块的毛利率受到原材料价格波动影响较大。公司根据自身订单情况确定较为合理的原材料采购数量和采购时间，并利用国内外衍生品交易市场对原材料采购采用套期保值的经营策略，尽可能减小原材料价格波动对公司利润的影响。根据公司招股说明书对毛利率敏感性测算：1) 如果公司产品价格整体上涨 1%，报告期内公司厨房食品毛利率上涨幅度在 0.86%至 0.89%之间，饲料原料及油脂科技的毛利率上涨幅度在 0.90%至 0.94%之间。2) 如果公司产品成本整体上涨 1%，报告期内公司厨房食品毛利率下降幅度在 0.87%至 0.89%之间，饲料原料及油脂科技的毛利率下降幅度在 0.91%至 0.95%之间。

图表 44: 直接材料价格变动的敏感性分析

产品价格上涨 1%	2019 年	2018 年	2017 年
厨房食品	0.86%	0.87%	0.89%
饲料原料及油脂科技	0.90%	0.93%	0.94%
成本上涨 1%	2019 年	2018 年	2017 年
厨房食品	-0.87%	-0.88%	-0.89%
饲料原料及油脂科技	-0.91%	-0.93%	-0.95%

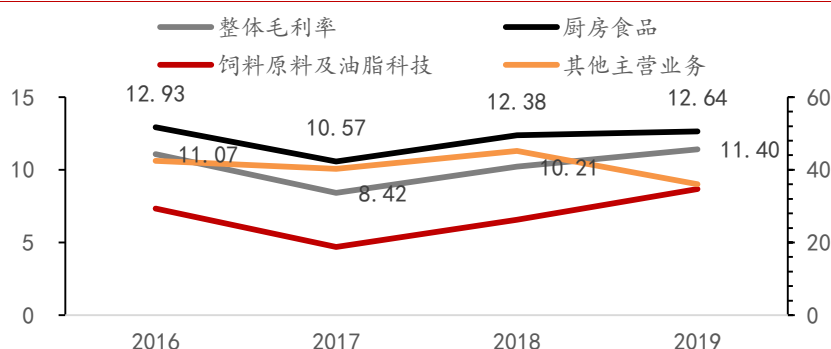
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

产品结构升级+综合企业群模式降成本，毛利率有望稳步提升

- 我们总结影响毛利率的几大因素：原材料成本、产品结构、买赠价格体系、生产效率。1) 从原材料成本看：公司上游原材料采购价格通过规模

效应+套期保值降低波动。2) 从产品结构看：公司综合毛利率从 2017 年的 8.42% 提高到 11.4% 稳步提升。其中厨房食品的毛利率较高，2017 年、2018 年及 2019 年，公司厨房食品毛利率分别为 10.57%、12.38% 及 12.64%，引领整体毛利率上升。3) 从价格体系看：公司厨房产品以粮油米面为主，属于民生型必需品，终端价格受到国家发改委管控，整体较为稳健。4) 从生产和管理效率看：公司生产效率不断提升，单位成本逐渐降低。生产链上下游环环相扣，不断推进精深加工和副产品综合利用，使产业链附加价值显著提升；**物流仓储优势**一个生产基地集合产业链上下游工厂，一间工厂的产成品是另一间工厂的原材料，降低整体物流的库存成本**管理优势**企业群内部基础设施共享，建立统一的能源、原辅料供应以及仓储物流体系，行政管理、后勤保障等方面统一管理。

图表 45：公司分产品毛利率（单位：%）



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 46：产业链为轴心的规模效应最大化

大型综合企业群模式覆盖全国多个战略要点



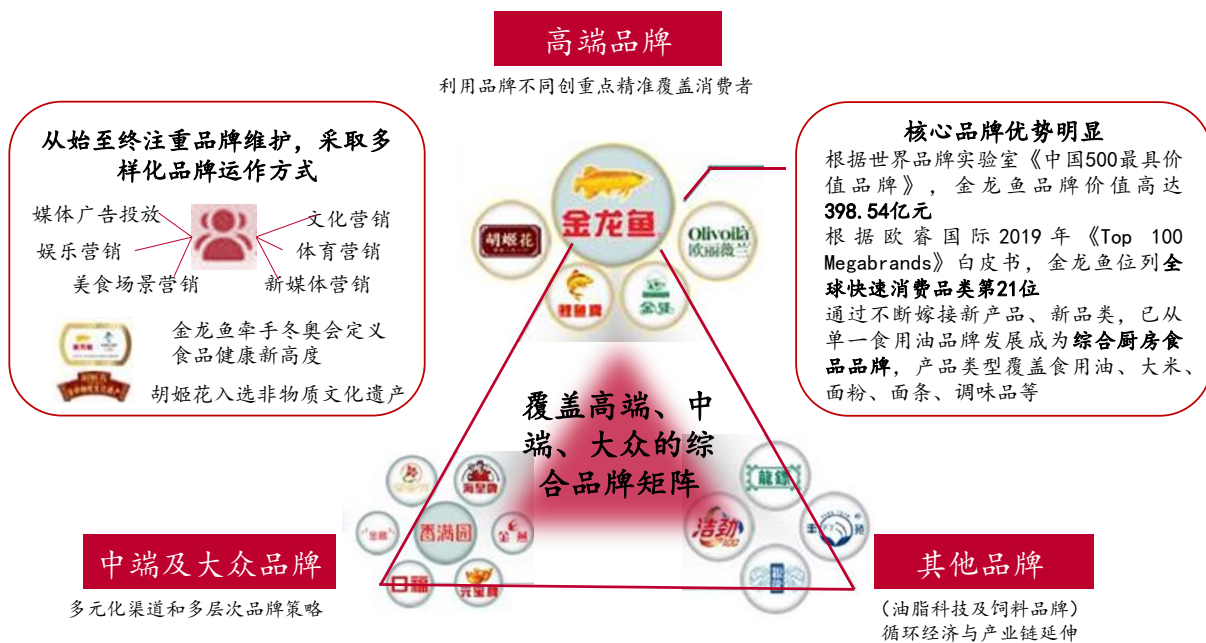
来源：招股说明书、中泰证券研究所

品牌力：不同价格带品牌多元化、广告营销高效率

分价格带全品牌策略，粮油品牌力领先

- 多品牌策略凸显竞争优势，清晰的品牌定位和区隔减少内耗。公司非常注重旗下产品品牌形象的维护，目前已经形成了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵。

图表 47：益海嘉里主要品牌矩阵



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 多样化的品牌运作提升品牌力。针对渠道网络和消费者信息获取碎片化趋势，公司采取了多样化的品牌运作方式，主要包括传统媒介投放及广告推广、体育营销、美食场景营销、娱乐营销、文化营销、新营销等。

图表 48：多样化的品牌运作



来源：招股说明书、中泰证券研究所

品牌运营效率高，规模效应驱动销售费用率低于同行

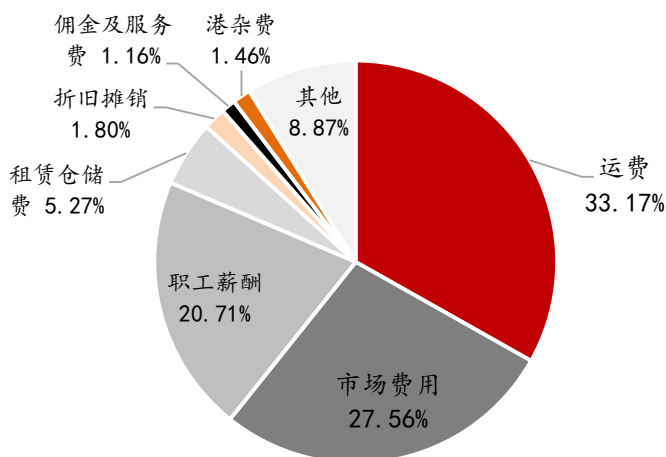
- 公司粮油品牌力受到市场认可。**《快消品》发布“2020 中期线下 TOP 金品榜——粮油类”，包括：玉米油、花生油、菜籽油、橄榄油这 4 个品类，其中金龙鱼夺得玉米油、菜籽油双冠军。益海嘉里旗下的胡姬花花生油市场排名第二，金龙鱼则为第四。益海嘉里旗下品牌的金龙鱼、鲤鱼、菜籽油、香满园 TOP 金品榜居于第一、第四、第九。欧丽薇兰在线下橄榄油市场依旧独占鳌头，握有话语权。

图表 49：益海嘉里旗下品牌引领粮油行业

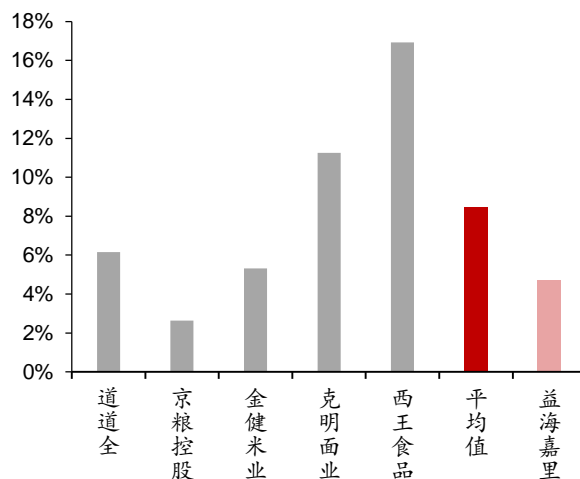
《快消品》2020 中期线下 TOP 金品榜——粮油类				
排名	玉米油	花生油	菜籽油	橄榄油
1	金龙鱼	鲁花	金龙鱼	欧丽薇兰
2	多力	胡姬花	鲁花	品利
3	福临门	多力	多力	贝蒂斯
4	海狮	金龙鱼	鲤鱼	翡丽百瑞
5	鲁花	福临门	福临门	伯爵
6	启航	金汇福	海狮	多力
7	万年兴	龙大	启航	莫尼尼
8	香满园		金汇福	鲁花
9	海天		香满园	康宝娜
10	千岛源		林丰润	安达露西

来源：快消品、中泰证券研究所

- 品牌力优势有利于公司节省销售费用。**公司已经凭借产品强大的品牌力优势和规模效应，从销售费用构成看，第一是运费占比 33%，第二是市场营销费用占比仅 27.56%，销售费用率低于同行业上市公司的平均值。

图表 50：2019 年销售费用构成情况


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 51：2019 年同行业 A 股上市公司销售费用率


来源：公司公告、中泰证券研究所

渠道力：24 个直销部、4406 家经销商，百万终端全国织网

多事业部运营、直销占比大

- 事业部制度有利于专业化管理。**公司针对不同的产品以及销售渠道，设立了不同的事业部进行专业化管理。公司针对厨房食品设立产品事业部、渠道事业部进行专业化销售管理。同时，公司还设立了饲料原料部及油脂科技事业部对饲料原料以及油脂科技产品的销售进行管理。**直销模式收入占比较高，销售网络强大。**2017年、2018年及2019年，经销收入各期占比约30%。益海嘉里在全国设立了31个营销分公司、24个直销部，配备4406多家经销商，抵达130多万个终端客户，覆盖全国2800多个市县市场。**厨房食品直销模式毛利率较高，油脂科技经销模式毛利率较高。**

图表 52: 益海嘉里销售模式

产品系列	渠道划分	渠道说明	销售模式
厨房食品	零售渠道	农贸市场、粮油批发商店、零售店、食杂店等传统渠道	经销模式为主
		福利团购、联合促销、加油站、药店等特殊渠道	
		全国性以及大型区域零售连锁企业等为主的现代渠道	直销模式为主
		京东、与天猫超市等电商平台进行合作；渠道下沉；社区零售电商平台开展合作	电商
	餐饮渠道	区域性酒店、中小餐饮、烘焙店、快餐连锁等中小客户	经销模式为主
		连锁酒店、连锁餐饮、大型企业食堂、贸易商等大型客户	直销模式
		与美菜、快驴进货等生鲜电商平台进行合作	餐饮新零售模式
		打造国内领先的餐饮供应链平台	
	食品工业渠道	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，公司食品工业渠道采取经销模式和直销模式相结合的销售模式	大型食品工业客户：直销模式； 区域性的食品工业客户：经销模式
	饲料原料	企业客户和贸易商销售饲料原料及油脂科技产品	直销模式
油脂科技产品	油脂科技产品中的日化用品	厨房食品下属零售渠道、餐饮渠道销售	

来源：招股说明书、中泰证券研究所

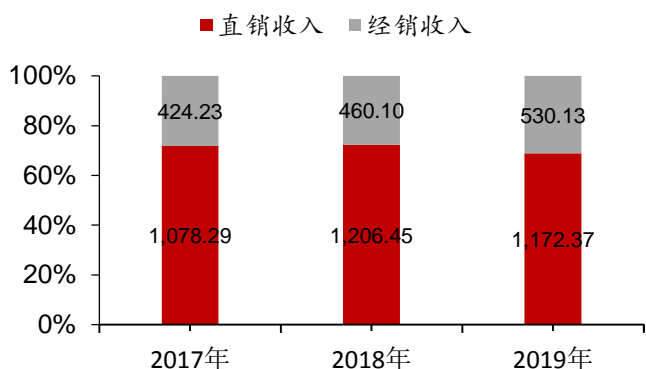
图表 53: 经销商数量变动及销售额 (万元)

年份	经销商数量	退出经销商	数量占比	新增经销商	数量占比	新增经销商销售额	新增经销商销售比例	新增经销商单家销售额
2019	4,406	675	15.32%	1,343	30.48%	589,891	11.13%	439
2018	3,738	643	17.20%	1,191	31.86%	574,503	12.49%	482
2017	3,190	381	11.94%	987	30.94%	728,550	17.17%	738

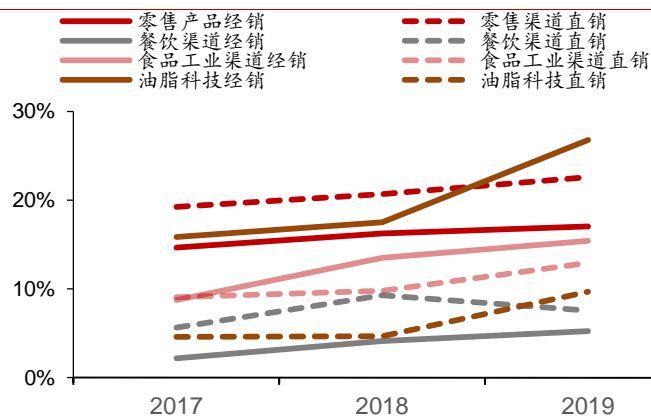
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 54: 公司直销/经销收入金额和占比 (亿元)

图表 55: 公司主营业务各渠道销售模式毛利率对比



来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

直销+经销助力渠道下沉，网点密度不断增强

- 直销客户群广泛且长期稳定。**公司在各产品领域建立了良好的品牌形象以及较高的市场知名度，行业地位日益提升，并与主要直销客户建立了良好的业务合作关系。公司厨房食品直销客户包括商超、餐饮企业、电商平台以及大型食品工业企业，饲料原料及油脂科技产品直销客户包括饲料生产企业、快消品企业、化学品企业以及大型贸易商。

图表 56：益海嘉里直销客户

产品		直销客户
厨房食品	零售渠道	沃尔玛、大润发、华润、家乐福等大型商超，美菜、快驴进货等生鲜电商平台
	餐饮渠道	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
	食品工业渠道	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
饲料原料及油脂科技产品		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

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 经销渠道助力渠道下沉。**经销商数量从 2017 年的 3190 家增加到 2019 年 4406 家，增加较快。随着公司经销商数量的增多和经销商密度的加大，新增经销商平均单家销售金额逐年下降。但是由于新增经销商数量可观，新增经销商销售金额占经销收入比例达到 10% 以上。

图表 57：益海嘉里渠道结构与主要大客户展示

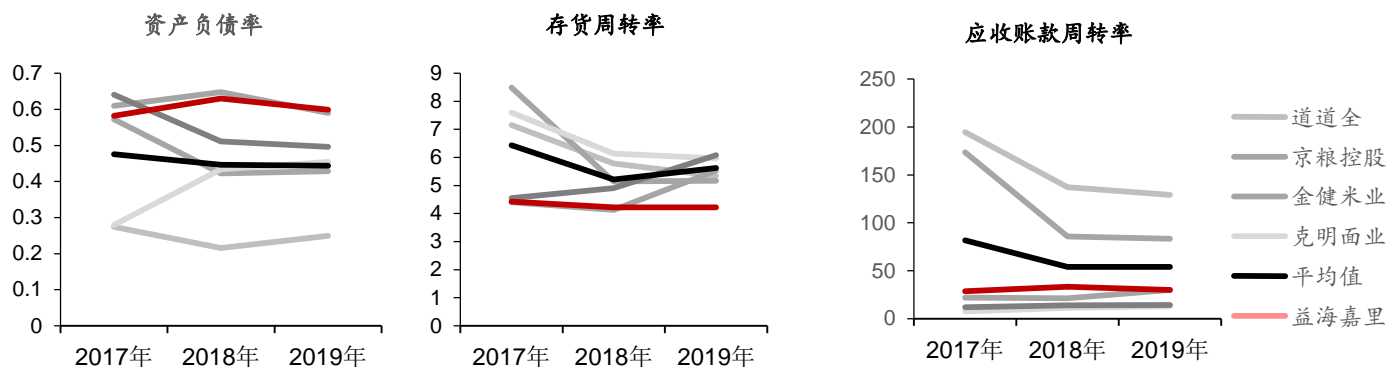


来源：招股说明书、中泰证券研究所

主要财务指标分析：高资产负债率，低存货周转率

- 公司资产负债率较高，随着上市后募集资金到位后，有望负债率稳步降低。公司资产负债率较为稳定，公司资产负债率高于同行业上市公司平均值，主要因为公司原材料采购较大，短期借款金额较高。公司募集资金到位后，资产负债率预计将有所降低。
- 存货周转率稳定。益海嘉里 2017—2019 年存货周转率分别为 4.43、4.22 及 4.22，存货周转率保持稳定，处于行业较低水平。
- 公司应收账款周转率整体呈上升趋势。主要因为公司不断加大对应收账款回款的管理，总体维持较好水平。

图表 58：2019 年同行业公司资产负债率、存货周转率和应收账款周转率对比



来源：招股说明书、中泰证券研究所

未来看点：拥抱电商渠道，进军调味品，扩大旺季产能

- 益海嘉里是粮油领域第一批发力电商的企业之一。其创新之处在于与平台联手，发力 C2M 打造网红粮油产品。2017 年京东超市与益海嘉里正式签署战略合作，推出了大量京东专供产品。公司积极拥抱电商渠道，助力品牌营销及新零售渠道增量贡献。

图表 59：益海嘉里金龙鱼携手京东粮油节



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 60：乳玉皇妃新品上线



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 厨房产品品类开拓，推动粮油小包装升级，发力酱油产品。2015 年，益海嘉里与丸庄酱油合建酱油项目，2019 年丸庄酱油的黑豆酱油新品面市，益海嘉里借助台湾省百年老字号，开启进军酱油品类的战略布局。从公司的生产加工、原材料采购、技术研发、品牌推广、市场营销、销售网络综合优势看，未来在拓展其他厨房食品新品类的过程中更有竞争力，从而持续保持市场领先地位。

图表 61：益海嘉里调味品产品品牌

图表 62：益海嘉里携手丸庄推出全新黑豆酱油产品



来源：招股说明书、中泰证券研究所

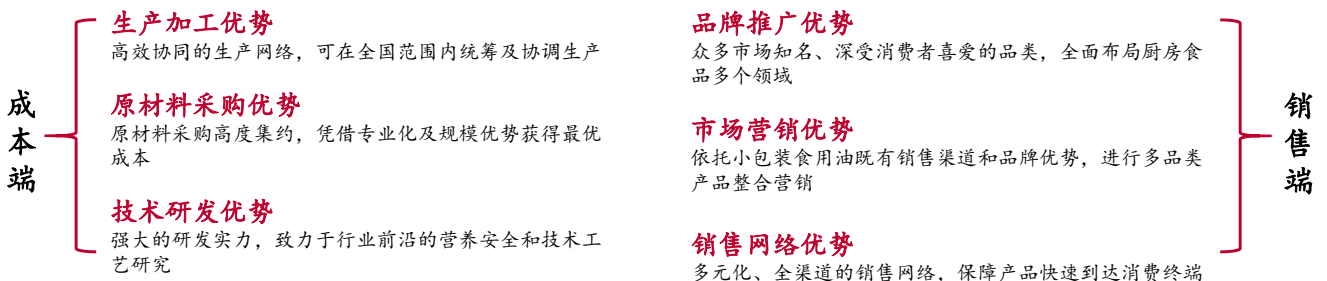


来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 63：公司平台优势凸显，品类扩张能力强



丰富的产业链运营管理经验+纵向一体化平台优势



来源：招股说明书、中泰证券研究所

■ **解决产能问题有助于提高公司经营业绩。**公司本次实施的募集资金投资项目均围绕主营业务厨房食品开展，包括食用油、大米、面粉、调味品等领域，募投项目一是推动厨房食品小包装、品牌化发展。公司将食用油小包装化、品牌化发展的成功经验逐步复制到了小包装大米以及小包装面粉等产品领域。二是缓解销售高峰期的公司产能不足问题。食用油、大米、面粉、调味品等厨房食品在中秋、国庆、春节等节假日时需求较高，存在一定的季节性。为了保证产品新鲜度，缩短出厂日、渠道库存天数，降低库存成本，公司在临近出货时进行集中生产。因此销售高峰月产能压力较大。本次募投项目可缓解销售高峰期的公司产能不足问题。三是丰富产品品类，发挥规模优势。公司通过模式创新带动产业转型，通过科技引领公司产品、生产工艺不断创新，通过规模经济、集约化、自动化、信息化不断提升效率，募投项目为业务创新提供产品支持。

图表 64: 公司平台优势凸显, 品类扩张能力强

单位 万元	项目名称	投资总 额	募集资金拟投资额
1	兰州新区粮油食品加工基地项目(一期)	150,800	110,000
2	益海嘉里集团粮油深加工项目	145,259	90,000
3	乐清湾港区 益海嘉里粮油加工港口综合项目	140,000	112,000
4	米、面、油 综合加工一期项目	92,000	80,000
5	益海嘉里(茂名)食品工业有限公司食品加工项目	79,031	62,000
6	益海嘉里(青岛)风味油脂公司-风味油脂加工项目	74,000	50,000
7	益海嘉里(青岛)食品工业有限公司-食品加工项目	100,000	87,000
厨房食品食用油项目			
8	益海嘉里(青岛)粮油公司-食用植物油加工项目	120,000	90,000
9	油脂压榨精炼及配套工程 建设项目	95,000	81,000
10	益海嘉里(潮州)油脂工业有限公司	65,591	53,000
11	益海嘉里(潮州)饲料蛋白开发有限公司	80,513	68,000
12	益海嘉里(茂名)粮油工业有限公司粮油加工项目	76,483	56,000
13	4000吨/日大豆压榨项目	43,000	30,000
厨房食品面粉项目			
14	益海嘉里(霸州)食品公司年初加工100万吨小麦制粉项目	100,000	75,000
15	益海嘉里(潮州)食品工业有限公司	82,805	64,000
16	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	32,000
17	面粉加工项目	34,000	25,000
厨房食品其他项目			
18	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	155,000
19	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	67,000
合计		1,789,882	1,387,000

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

盈利预测及投资建议

- 收入端稳健增长。**1) **厨房食品收入增长预测:** 从销量看, 考虑公司渠道深耕, 经销商数量增加驱动网点覆盖数量增多, 加之厨房食品品类拓展, 粮油面粉调味品等产品矩阵丰富提升单点卖力, 预计 20-22 年厨房食品销量分别增长 11%、10%、10%; 从吨价看, 考虑小包装结构升级+粮油产品小幅提价预期+调味品吨价较高, 预计 20-22 吨价分别提升 4%、1%、2%, 其中 20 年吨价提升明显一是 C 端商超客流显著增多, 家庭需求在疫情上半年受益, 厨房食品价格体系同比提升贡献较多, 随着疫情态势平稳, 价格同比恢复稳健增长, 综上, 我们预计 20-22 年厨房食品收入增速分别为 15%、10%、12%。2) **饲料及油脂科技收入增长预测:** 考虑饲料业务有望受益生猪补栏带来稳健向上增长, 油脂业务稳健。我们预计 20-22 年销量增速分别为 6%、8%、7%, 吨价增长分别为 1%、2%、1%, 综上预计 20-22 年饲料及油脂科技收入增速分别为 7%、10%、

8%。3) 考虑其他业务稳健增长, 我们预计公司 20-22 年整体收入增速为 12.35%、10.08%、10.27%。

- **结构升级+品类拓张驱动毛利率不断提升:** 1) 厨房食品毛利率预计稳步提升: 一是考虑高毛利率产品小包装粮油面米占比提升、公司酱油放量增长驱动。二是核心原材料价格假设大豆、玉米、水稻采购价波动较小, 三是产能利用率逐渐提升驱动单位生产制造费用不断下降。我们预计 20-22 年公司厨房食品毛利率分别为 13%、13.05%、13.28%。2) 饲料及油脂科技毛利率: 收益猪后周期, 饲料价格稳健向上, 加之油脂类顺应消费升级, 我们预计饲料及油脂科技 20-22 年毛利率分别为 8.1%、8.8%、8.9%。3) 假设其他业务毛利率稳健, 综上我们预计公司整体毛利率 20-22 年分别为 11.5%、11.8%、12%。

图表 65: 金龙鱼收入及毛利率拆分 (亿元)

金龙鱼收入及毛利率拆分	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计收入 (亿元)	1334.94	1507.66	1670.74	1707.43	1918.37	2111.72	2328.62
yoy		12.94%	10.82%	2.20%	12.35%	10.08%	10.27%
成本	1187.16	1380.72	1500.16	1512.78	1697.58	1863.24	2049.95
yoy		16.30%	8.65%	0.84%	12.22%	9.76%	10.02%
毛利	147.78	126.94	170.58	194.65	220.79	248.48	278.67
毛利率(%)	11.1%	8.4%	10.2%	11.4%	11.5%	11.8%	12.0%
厨房食品收入 (亿元)	826.83	902.83	993.10	1087.83	1255.43	1383.64	1544.98
yoy		9%	10%	10%	15%	10%	12%
销量 (万吨)		1511.56	1740.18	1932.72	2137.58	2340.66	2574.72
yoy			15%	11%	11%	10%	10%
均价 (元/吨)		5972.83	5706.89	5628.50	5873.14	5911.32	6000.58
yoy			-4%	-1%	4%	1%	2%
成本	719.92	807.40	870.15	950.33	1092.23	1203.07	1339.81
毛利	106.91	95.43	122.95	137.50	163.21	180.56	205.17
毛利率(%)	12.9%	10.6%	12.4%	12.6%	13.00%	13.05%	13.28%
饲料原料及油脂科技收入 (亿元)	498.94	595.80	669.10	609.54	652.57	717.42	772.64
yoy		19%	12%	-9%	7%	10%	8%
销量 (万吨)		2128.53	2309.90	2235.26	2369.37	2558.92	2738.05
yoy			9%	-3%	6%	8%	7%
均价 (元/吨)		2799.11	2896.66	2726.93	2754.20	2803.60	2821.88
yoy			3%	-6%	1%	2%	1%
成本	462.32	567.80	625.14	556.63	599.44	654.09	703.88
毛利	36.62	28.00	43.96	52.91	53.13	63.33	68.77
毛利率(%)	7.3%	4.7%	6.6%	8.7%	8.1%	8.8%	8.9%
其他主营业务收入 (亿元)	9.17	9.03	8.54	10.06	10.36	10.66	10.99
yoy		-2%	-5%	18%	3%	3%	3%
毛利	4.25	3.51	3.68	4.24	4.46	4.59	4.73
毛利率(%)	46.3%	38.9%	43.1%	42.1%	43.0%	43.0%	43.0%
其中: 添加剂收入	1.99	2.71	2.81	2.97	3.12	3.27	3.44
yoy		36%	4%	6%	5%	5%	5%
其中: 物流服务	0.35	0.32	0.57	0.70	0.81	0.93	1.06

yoy		-9%	78%	23%	15%	15%	15%
其中：瓶胚瓶盖	0.39	0.44	0.26	0.48	0.53	0.55	0.58
其中：IT 服务	0.10	0.17	0.34	0.35	0.35	0.35	0.35
其中：其他	6.34	5.39	4.56	5.56	5.56	5.56	5.56

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 66：金龙鱼 2019 年分部收入、利润拆分

单位：万元	厨房食品	饲料原料及油脂科技	其他	未分配部分	调整与抵销	合并
对外交易收入	10,878,336	6,095,448	100,558	-	-	17,074,342
分部间交易收入	-	1,917	82,422	-	-84,339	-
对合营企业和联营企业的投资收益	30,168	-785	2,072	-	-	31,455
资产减值损失	-10,062	217,608	2,669	-	-	210,215
信用减值损失	90	1,530	1,693	-	-	3,313
折旧费和摊销费	112,022	116,705	10,865	-	-	239,592
利润总额	533,907	170,220	-8,316	-	-	695,811
利润率	5%	3%	-8%	-	-	4%
所得税费用	-	-	-	139,448	-	139,448
资产总额	8,381,999	6,936,867	1,707,861	41,770	-	17,068,497
负债总额	3,607,281	6,271,268	313,999	28,463	-	10,221,012
对合营/联营企业长期股权投资	191,882	8,471	34,298	-	-	234,651

来源：公司年报、中泰证券研究所

- 估值分析：**根据 wind 一致预测数据，1) **从粮油面粉行业分析：**金龙鱼 20-21 年 PE 分别为 51X、45X，高于同业道道全估值，我们认为金龙鱼作为粮油面粉行业龙头，品牌力、产品力优势突出，拥有渠道壁垒，各品类市占率均遥遥领先行业其他厂商，可享受一定的估值溢价。2) **从公司未来切入调味品赛道潜力分析：**我们认为公司从粮油切入调味品赛道是产业链延伸，公司全国从南到北 65 个生产基地，全国产能及供应链布局完善，通过大型综合企业群模式发挥聚焦效应，有效降低生产、物流仓储管理成本，未来净利率稳步提升，利润弹性有望超预期。对比调味品行业龙头海天、中炬高新 20 年分别为 83X、55X，当前估值处于合理区间，随着未来调味品业务潜力释放，估值有望进一步提升。

图表 67：可比公司估值

证券简称	总市值(万元)	流通市值(万元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值 /EBITDA(倍)
			TTM	20E	21E		
金龙鱼	36,183,701.91	36,183,701.91	51.63	51.30	44.81	5.24	40.28
西王食品	643,339.14	643,339.14	-8.05	--	--	1.70	12.54
京粮控股	632,446.72	575,918.47	38.88	--	--	2.39	21.67
道道全	491,878.00	491,878.00	53.49	33.43	17.23	2.49	41.72
海天味业	52,453,054.21	52,453,054.21	86.14	82.63	69.86	28.76	82.58
中炬高新	4,777,433.25	4,777,433.25	56.86	55.07	44.20	10.87	45.64

来源：wind 一致预期、中泰证券研究所

- **盈利预测及投资建议：** 我们看好公司小包装产品升级+调味品等高毛利率品类扩张，预计公司 20-22 年收入分别为 1918、2112、2329 亿元，同比增长 12%/10%/10%，归母净利润为 70.5/80.6/91.4 亿元，同比增长 30%/14%/13%，对应 PE 分别 51X、45X、40X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **食品安全和质量控制风险：** 中国消费者饮食安全意识以及权益保护意识的增强，厨房食品的安全和质量控制已经成为公司经营活动的重中之重。
- **原材料价格波动风险：** 2017 年、2018 年及 2019 年，公司原材料成本占比较高。公司原材料采购价格以国内和国际商品市场的价格为基础，其中大豆、小麦、水稻等农产品的价格受到气候、自然灾害、全球供需、政策调控、关税、国内外市场状况和贸易风险（包括中美贸易）等多种因素影响而产生波动，可能对公司的盈利水平产生较大的影响。
- **套期保值风险：** 为有效减小公司原材料价格和汇率波动等因素对公司经营业绩带来的不利影响，公司使用期货、远期外汇合约等金融衍生工具进行套期保值。虽然套期保值可以帮助公司转移和规避价格风险，但会面对套期保值交易本身所带来的各种风险，如基差风险、期货交易保证金不足的财务风险、偏离套期保值宗旨的期货交易风险等。
- **募集资金投资项目风险：** 若行业竞争加剧、下游行业需求发生重大不利变化，募集资金投资项目最终产生的收益或无法达到预期。如果募集资金投资项目未能如期实现效益，产能扩大后若新市场开拓不及预期，存在一定的产品滞销风险或产能闲置风险。募集资金投资项目新增折旧、摊销、人力和设备等固定投入将对公司的短期财务表现造成一定影响。

图表 68: 金龙鱼财务预测三张报表
利润表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	167,074	170,743	191,837	211,173	232,863
增长率	10.8%	2.2%	12.4%	10.1%	10.3%
营业成本	-150,021	-151,276	-169,758	-186,325	-204,996
% 销售收入	89.8%	88.6%	88.5%	88.2%	88.0%
毛利	17,053	19,468	22,080	24,848	27,867
% 销售收入	10.2%	11.4%	11.5%	11.8%	12.0%
营业税金及附加	-430	-410	-460	-507	-559
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-7,203	-8,025	-7,961	-8,975	-10,013
% 销售收入	4.3%	4.7%	4.2%	4.3%	4.3%
管理费用	-2,340	-2,574	-2,878	-3,062	-3,144
% 销售收入	1.4%	1.51%	1.50%	1.5%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	7,080	8,459	10,781	12,304	14,151
% 销售收入	4.2%	5.0%	5.6%	5.8%	6.1%
财务费用	-541	-554	-618	-530	-561
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	1,083	-2,102	2,102	2,417	2,780
公允价值变动收益	254	262	0	0	0
投资收益	948	1,013	1,114	1,170	1,163
% 税前利润	10.8%	14.5%	8.4%	7.7%	6.7%
营业利润	8,825	7,078	13,378	15,361	17,534
营业利润率	5.3%	4.1%	7.0%	7.3%	7.5%
营业外收支	-29	-111	-103	-157	-208
税前利润	8,796	6,967	13,275	15,204	17,325
利润率	5.3%	4.1%	6.9%	7.2%	7.4%
所得税	-1,185	-1,394	-1,818	-2,078	-2,358
所得税率	13.5%	20.0%	13.7%	13.7%	13.6%
净利润	5,517	5,564	7,253	8,291	9,407
少数股东损益	389	156	203	232	263
归属于母公司的净利润	5,128	5,408	7,050	8,059	9,144
净利率	3.1%	3.2%	3.7%	3.8%	3.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	5,517	5,564	7,253	8,291	9,407
加: 折旧和摊销	2,038	2,325	2,047	2,057	2,068
资产减值准备	1,083	2,102	0	0	0
公允价值变动损失	-254	-262	0	0	0
财务费用	538	421	618	530	561
投资收益	-948	-1,013	-1,114	-1,170	-1,163
少数股东损益	389	156	203	232	263
营运资金的变动	-9,026	7,256	-14,483	6,654	-16,651
经营活动现金净流	2,255	13,528	-5,679	16,364	-5,777
固定资本投资	-903	-6,599	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-50	-1,458	-370	388	92
股利分配	0	0	-5,992	-6,850	-8,230
其他	9,743	-13,706	-14,203	-6,034	18,253
筹资活动现金净流	9,743	-13,706	-20,195	-12,885	10,023
现金净流量	11,947	-1,636	-26,244	3,867	4,338

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	66,054	64,612	38,367	42,235	46,573
应收款项	7,399	7,566	9,576	8,789	11,701
存货	37,088	34,551	45,841	42,396	54,683
其他流动资产	12,854	9,290	11,995	11,305	14,230
流动资产	123,394	116,019	105,780	104,725	127,187
% 总资产	72.8%	68.0%	66.1%	66.3%	70.8%
长期投资	2,692	2,577	3,091	2,903	3,013
固定资产	19,897	24,439	22,547	20,652	18,755
% 总资产	11.7%	14.3%	14.1%	13.1%	10.4%
无形资产	11,692	12,603	13,388	14,166	14,935
非流动资产	46,026	54,666	54,247	53,139	52,386
% 总资产	27.2%	32.0%	33.9%	33.7%	29.2%
资产总计	169,421	170,685	160,027	157,864	179,573
短期借款	81,681	73,442	62,416	57,182	65,900
应付款项	12,457	13,819	15,244	16,888	18,336
其他流动负债	9,486	11,400	11,543	11,692	11,846
流动负债	103,624	98,661	89,203	85,762	96,082
长期贷款	2,730	2,393	0	0	0
其他长期负债	329	1,155	1,271	1,398	1,538
负债	106,683	102,210	90,474	87,160	97,620
普通股股东权益	59,216	64,799	65,675	66,593	77,579
少数股东权益	3,522	3,676	3,879	4,110	4,374
负债股东权益合计	169,421	170,685	160,027	157,864	179,573

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益(元)	1.05	1.11	1.30	1.49	1.69
每股净资产(元)	10.92	11.95	12.11	12.28	14.31
每股经营现金净流(元)	0.42	2.50	-1.05	3.02	-1.07
每股股利(元)	0.00	0.00	1.11	1.26	1.52
回报率					
净资产收益率	8.66%	8.35%	10.73%	12.10%	11.79%
总资产收益率	3.26%	3.26%	4.53%	5.25%	5.24%
投入资本收益率	8.26%	7.68%	10.13%	9.76%	12.13%
增长率					
营业总收入增长率	10.82%	2.20%	12.35%	10.08%	10.27%
EBIT增长率	13.41%	64.42%	-17.26%	12.91%	13.36%
净利润增长率	2.53%	5.47%	30.36%	14.32%	13.46%
总资产增长率	24.16%	0.75%	-6.24%	-1.35%	13.75%
资产管理能力					
应收账款周转天数	15.1	15.8	16.1	15.7	15.8
存货周转天数	76.6	75.5	75.4	75.2	75.0
应付账款周转天数	12.5	14.1	14.1	14.1	14.1
固定资产周转天数	43.2	46.7	44.1	36.8	30.5
偿债能力					
净负债/股东权益	34.55%	58.94%	33.17%	19.09%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	13.3	21.4	15.8	20.9	22.4
资产负债率	62.97%	59.88%	56.54%	55.21%	54.36%

来源: 中泰证券研究所

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。