证券研究报告

农林牧渔

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

金龙鱼

300999

审慎增持 （首次）

深耕市场三十余载，缔造千亿粮油帝国

2021 年 01 月 18 日

市场数据

市场数据日期	2021-01-15
收盘价（元）	119.02
总股本（百万股）	5421.59
流通股本(百万股)	356.74
总市值（百万元）	645277.82
流通市值(百万元)	42459.00
净资产（百万元）	69045.73
总资产（百万元）	174467.4
每股净资产	12.74

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	170743	194324	217948	230642
同比增长	2.2%	13.8%	12.2%	5.8%
净利润(百万元)	5408	7405	8219	9289
同比增长	5.5%	36.9%	11.0%	13.0%
毛利率	11.4%	11.7%	11.4%	11.6%
净利润率	3.2%	3.8%	3.8%	4.0%
净资产收益率(%)	8.3%	8.6%	8.7%	9.0%
每股收益(元)	1.00	1.37	1.52	1.71
每股经营现金流(元)	2.50	1.64	1.56	2.51

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **千亿粮油帝国，龙头地位稳固。**金龙鱼主营油米面等厨房食品、饲料原料和油脂科技产品，在国内小包装粮油市场中市占率稳居第一，近三年营收 1500-1700 亿，归母净利润 50-54 亿，总体稳步增长。2020 年受益家庭端小包装产品需求增加以及饲料原料需求恢复，前三季度公司营收同比+11.7%，归母净利润同比+45.9%，增长显著提速。
- **存量竞争时代，粮油消费升级趋势明显。**国内粮油消费总量增长趋缓，结构不断升级，中高端市场规模持续增长。随着粮油消费散装化向包装化、品牌化、高端化演变，行业集中度仍有待提升，龙头企业成长空间广阔。
- **品牌、渠道、成本壁垒深厚，未来强者恒强。**（1）下游销售环节，30 年资源积淀打造强势品牌和渠道，产品矩阵丰富、品牌溢价力强。（2）上游制造环节行业领先，采购套保全覆盖+充分延伸产业链实现多维扩张，通过规模+效率+信息优势构筑成本护城河。
- **结构优化+品类拓展，有望保持稳步增长。**公司持续推进产品结构优化并借助平台优势进一步切入调味品等领域，多管齐下提升盈利能力。随着市场份额提升，未来公司有望保持稳步增长。
- **投资建议：**预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.37、1.52、1.71 元，基于 2021 年 1 月 15 日收盘价，对应 PE 为 87.1、78.5、69.5 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示：政策变化、农产品价格剧烈波动、套期保值风险、食品安全风险

分析师：
陈娇
chenjiao86@xyzq.com.cn
S0190513070011

毛一凡
maoyf@xyzq.com.cn
S0190518050002

闾亚
lvya@xyzq.com.cn
S0190520120003

研究助理：
曹心蕊
caoxinrui@xyzq.com.cn

目 录

1、金龙鱼：国内粮油行业龙头 ..... - 6 -
1.1、公司概况 ..... - 6 -
1.2、股权结构：无实际控制人 ..... - 8 -
1.3、千亿营收，稳步增长 ..... - 9 -
2、粮油消费升级，饲料原料周期向上 ..... - 12 -
2.1、存量竞争时代，粮油消费升级成趋势 ..... - 12 -
2.2、饲料行业周期上行 ..... - 19 -
2.3、供需共振，油脂油料迎牛市 ..... - 21 -
3、多轮驱动，塑造千亿粮油巨头 ..... - 23 -
3.1、品牌：全品类覆盖，品牌形象深入人心 ..... - 23 -
3.2、渠道：覆盖全国，多元且成熟 ..... - 26 -
3.3、成本：极致管控，行业领先 ..... - 28 -
3.4、管理：团队专注且专业 ..... - 35 -
4、结构优化+品类拓展，增长有望提速 ..... - 38 -
4.1、食用油：C 端结构升级，B 端提份额 ..... - 38 -
4.2、米面：品牌经验易复制，成长空间大 ..... - 41 -
4.3、调味品：借助平台优势进一步扩品类 ..... - 42 -
5、盈利预测与投资建议 ..... - 44 -
6、风险提示 ..... - 45 -

图 1、 公司产品种类扩展到 10 大领域 ..... - 7 -
图 2、 公司所处行业与产业链状况 ..... - 7 -
图 3、 公司发展历程 ..... - 7 -
图 4、 公司股权结构 ..... - 8 -
图 5、 公司营业收入 ..... - 10 -
图 6、 公司归母净利润 ..... - 10 -
图 7、 公司分业务收入、同比增速 ..... - 10 -
图 8、 公司分业务毛利、毛利率 ..... - 10 -
图 9、 公司厨房食品板块销量 ..... - 10 -
图 10、 公司饲料原料及油脂科技板块销量 ..... - 10 -
图 11、 厨房食品单吨毛利、均价 ..... - 11 -
图 12、 饲料原料及油脂科技产品单吨毛利、均价 ..... - 11 -
图 13、 公司分部利润总额 ..... - 11 -
图 14、 公司扣非净利润、经营性净现金流 ..... - 12 -
图 15、 公司投资收益、资产减值损失波动大 ..... - 12 -
图 16、 植物油食用消费增速趋缓 ..... - 12 -
图 17、 我国人均食用植物油消费量呈下降趋势 ..... - 12 -

图 18、 中国植物油总消费结构（19/20 年度） ..... - 13 -
图 19、 中国植物油食用消费结构（19/20 年度） ..... - 13 -
图 20、 我国包装食用油销量 ..... - 13 -
图 21、 我国包装食用油零售额 ..... - 13 -
图 22、 包装食用油全国零售额份额 ..... - 14 -
图 23、 小包装食用植物油全国销售量份额 ..... - 14 -
图 24、 小包装食用植物油各品种销售量份额 ..... - 14 -
图 25、 小包装食用植物油各品种销售额份额 ..... - 14 -
图 26、 各类植物油出厂价（棕榈油为交货价） ..... - 15 -
图 27、 各类植物油零售价 ..... - 15 -
图 28、 2014-2019 包装食用油零售销量、零售均价 CAGR ..... - 15 -
图 29、 常用油脂中脂肪酸构成 ..... - 15 -
图 30、 小包装食用植物油销售以现代渠道为主 ..... - 16 -
图 31、 我国大米产销情况 ..... - 16 -
图 32、 我国小麦产销情况 ..... - 16 -
图 33、 全国居民人均谷物消费呈下降趋势 ..... - 17 -
图 34、 36 个城市米、面平均零售价 ..... - 17 -
图 35、 包装米厂商全国现代渠道销售量份额 ..... - 17 -
图 36、 包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额 ..... - 17 -
图 37、 我国包装米零售销量 ..... - 18 -
图 38、 我国包装米零售额 ..... - 18 -
图 39、 包装米和面条在电商渠道销售占比快速提升 ..... - 18 -
图 40、 专用面粉产量持续增长 ..... - 19 -
图 41、 我国烘焙食品零售销量持续增长 ..... - 19 -
图 42、 我国包装面条零售销量 ..... - 19 -
图 43、 我国包装面条零售额 ..... - 19 -
图 44、 2020 年豆粕、菜粕价格上涨 ..... - 20 -
图 45、 豆粕产销量转增 ..... - 20 -
图 46、 菜籽供应量、菜粕产量下滑 ..... - 20 -
图 47、 2020 年饲料产量恢复正增长 ..... - 20 -
图 48、 猪饲料销量同比转增 ..... - 20 -
图 49、 11 月起蛋、肉禽料销量同比转负 ..... - 21 -
图 50、 水产料销量同比下滑 ..... - 21 -
图 51、 2020 下半年起油脂油料价格持续上涨 ..... - 21 -
图 52、 2020 年进口大豆压榨利润提升 ..... - 21 -
图 53、 全球大豆库销比下降 ..... - 22 -
图 54、 20/21 年度美豆库存预计降至历史低位 ..... - 22 -
图 55、 全球棕榈油库销比下降 ..... - 22 -
图 56、 马来西亚棕榈油库存处于低位 ..... - 22 -
图 57、 国内豆油库存处于低位 ..... - 23 -

图 58、入统的 90 家油厂豆粕日提货量 ..... - 23 -
图 59、公司的综合品牌矩阵 ..... - 24 -
图 60、各食用油品牌全国零售额市场份额 ..... - 24 -
图 61、行业公司销售费用率对比 ..... - 24 -
图 62、金龙鱼入选 CCTV 国家品牌计划 ..... - 24 -
图 63、金龙鱼抖音场景营销 ..... - 24 -
图 64、公司矩阵式管理架构 ..... - 25 -
图 65、上市公司研发费用对比 ..... - 26 -
图 66、上市公司研发人员数量对比 ..... - 26 -
图 67、上市公司研发人员人均薪酬对比 ..... - 26 -
图 68、公司主要销售渠道和销售模式 ..... - 27 -
图 69、上市公司经销商数量 ..... - 28 -
图 70、公司的生产基地示意图（截至 2019 年 12 月 31 日） ..... - 29 -
图 71、公司泰州综合企业群图示 ..... - 29 -
图 72、行业公司管理费用率对比 ..... - 30 -
图 73、上市公司单吨运输费对比 ..... - 30 -
图 74、2020 年国内各企业大豆压榨量占比 ..... - 30 -
图 75、公司产能持续扩张 ..... - 31 -
图 76、公司产销率高于 100% ..... - 31 -
图 77、公司的“水稻循环经济”产业模式 ..... - 33 -
图 78、公司的“大豆循环经济”产业模式 ..... - 34 -
图 79、公司油脂科技工艺流程图 ..... - 34 -
图 80、公司原材料采购及境外采购占比情况 ..... - 35 -
图 81、向丰益国际、ADM 采购金额占原料采购总额比例 ..... - 35 -
图 82、直接材料在主营业务成本中占比近 90% ..... - 35 -
图 83、公司商品衍生金融工具损益情况 ..... - 35 -
图 84、行业公司人均薪酬对比 ..... - 37 -
图 85、公司主要生产经营地平均薪酬与当地平均薪酬 ..... - 37 -
图 86、公司食用油营收稳步增长 ..... - 38 -
图 87、中小包装食用油加工量 ..... - 38 -
图 88、西王食品各品种食用油毛利率 ..... - 38 -
图 89、道道全各品种食用油毛利率 ..... - 38 -
图 90、厨房食品各渠道毛利率 ..... - 40 -
图 91、行业公司粮油业务毛利率 ..... - 40 -
图 92、公司食用油产品各渠道销售均价、毛利率区间 ..... - 40 -
图 93、各植物油毛油价格 ..... - 40 -
图 94、社消餐饮收入同比增速转正 ..... - 41 -
图 95、全国包装食用油餐饮渠道销售占比提升 ..... - 41 -
图 96、米面等其他厨房食品收入增速高于食用油 ..... - 41 -
图 97、公司小麦加工量增速提升 ..... - 41 -

图 98、 各品牌全国包装米和面条零售额市场份额 - 42 -
图 99、 全国包装米和面条零售、餐饮渠道销量 - 42 -
图 100、 全国调味品零售额 - 42 -
图 101、 零售、餐饮渠道调味品销量及增速 - 42 -
图 102、 各公司调味品零售额份额 - 43 -
图 103、 2018 年酱油行业产量份额 - 43 -
图 104、 公司与调味品企业毛利率、净利率对比 - 43 -
图 105、 公司调味品主要产品图示 - 44 -
图 106、 超市中公司的酱油产品随食用油产品捆绑赠送 - 44 -

表 1、 公司主要产品 - 6 -
表 2、 丰益国际前 10 大股东 - 8 -
表 3、 丰益国际经股权穿透后各股东持股比例 - 9 -
表 4、 膳食、营养因素与患心血管疾病风险研究证据水平 - 15 -
表 5、 经销、直销模式下各产品销售单价（单位：元/吨） - 27 -
表 6、 公司经销商数量保持较快增长 - 28 -
表 7、 公司募投项目状况 - 31 -
表 8、 益海嘉里核心管理团队工作经历 - 36 -
表 9、 各品牌产品天猫旗舰店销售情况（截至 1 月 8 日） - 39 -
表 10、 2020-2022 年公司营收预测 (百万元) - 44 -
表 11、 可比公司盈利预测与估值对比（1 月 15 日） - 45 -
附表 - 46 -

报告正文

1、金龙鱼：国内粮油行业龙头

1.1、公司概况

国内粮油龙头，产品品类丰富。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，主营厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售，具备农产品初加工-精深加工-销售的完整产业链。公司的厨房食品以油、米、面为主，知名品牌众多，渠道包括零售、餐饮、食品工业。此外，公司依托油脂加工产业链，还涉足饲料原料、油脂基础/衍生化学品等。

表1、公司主要产品

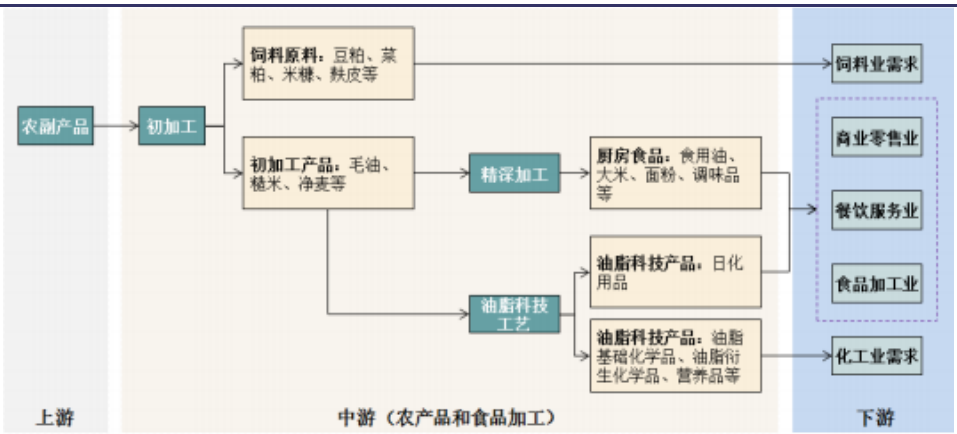
		厨房食品		饲料原料及油脂科技产品
零售渠道	小包装食用油	**品类：**调和油、大豆油、玉米油、花生油、葵花籽油、菜籽油、稻米油、橄榄油、亚麻籽油等食用油种类； **品牌：**金龙鱼、金滴鲜、胡姬花、阳光、鲤鱼牌、欧丽薇兰、KING’S 等	饲料原料	豆粕、菜粕、花生粕、大豆浓缩蛋白等蛋白类产品
	小包装大米	**精品系列：**乳玉皇妃高端大米、鸭田珍谷大米、金龙鱼 90 天锁鲜小鲜米等； **原产地系列：**五常基地原稻香、东津细米、朝阳大米等； **进口系列：**香纳兰品牌等进口大米，主要为泰国进口 **生态基地系列：**盘锦大米等； **通用系列：**东北大米、长粒香米等		棕榈粕、椰子粕、豆皮、米糠、麸皮等纤维类产品
	小包装面粉	**精品面粉：**主要包括面包用高筋小麦粉，糕点用低筋小麦粉，澳大利亚麦芯小麦粉等； **专用面粉：**主要包括饺子专用麦芯小麦粉，自发麦芯粉，荞麦小麦粉等； **通用面粉：**主要包括多用途麦芯小麦粉、家庭通用小麦粉、馒头用小麦粉等		脂肪粉、脂肪酸钙等能量类产品
	小包装挂面	精品系列、健康系列及家常系列	油脂科技产品	脂肪酸、皂粒、甘油等油脂基础化学品
	小包装调味品	芝麻油、花椒油、藤椒油、芝麻酱等		造纸化学品、高分子材料、表面活性剂等油脂衍生化学品
餐饮渠道		中/大包装的食用油、大米、面粉、调味品、豆浆粉等		维生素 E、植物甾醇等营养品
食品工业渠道		**专用油脂：**起酥油、代可可脂、烘焙油脂、营养油脂等； **动物油脂：**烘焙、火锅底料等行业的猪油、牛油等产品； 适用于各类食品工业客户的**食品辅料和面粉产品**		家居及个人护理等日化用品：洗洁精、洗衣皂、洗衣液等

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图1、公司产品种类扩展到 10 大领域

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

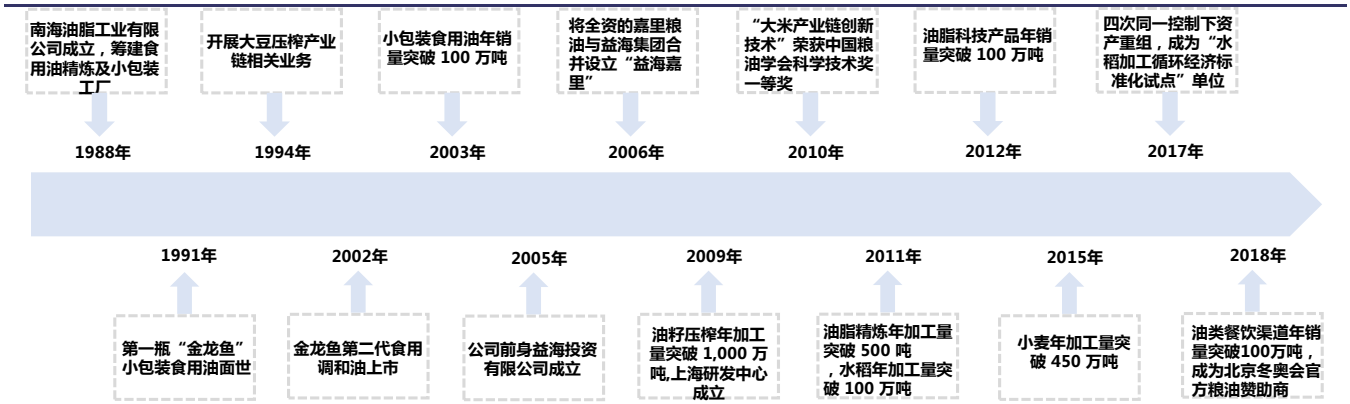
图2、公司所处行业与产业链状况



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司是国内小包装品牌食用油市场开拓者。益海嘉里在国内的发展历史可追溯到嘉里粮油 1988 年投资的南海油脂工业（赤湾）有限公司，1991 年南海油脂生产的第一桶金龙鱼小包装油下线，自此开拓了国内小包装油市场。2006 年其母公司丰益国际在 IPO 筹备阶段，通过收购嘉里粮油和美国 ADM 持有的益海集团全部股份，将两者合并为“益海嘉里”。经过三十余年发展，公司已稳居国内食用油、包装米面龙头，并将产业链延伸至饲料、化工领域。

图3、公司发展历程



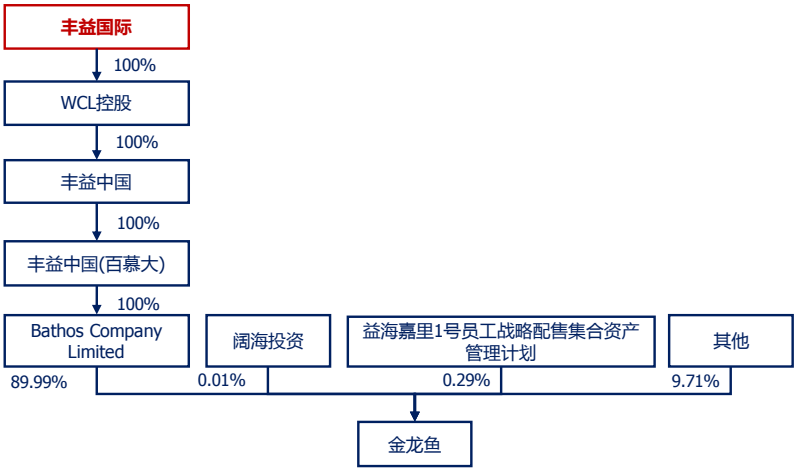
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构：无实际控制人

公司无实际控制人。公司控股股东为 Bathos，持有公司 89.99%股份，丰益国际间接持有 Bathos 100%股份，此外阔海投资（股东主要为公司各部门及子公司管理人员）持有公司 0.01%股份。丰益国际主要股东包括郭孔丰、ADM、郭氏集团（Kuok Brothers Sdn Berhad）、嘉里集团（Kerry Group Limited），股权较分散，且后三者均无实际控制人。根据 A&G 法律意见，金龙鱼不存在实际控制人。

金龙鱼背后：世界级大粮商丰益国际。郭氏集团、嘉里集团均由马来西亚华侨商人、有“亚洲糖王、酒店大王”之称的郭鹤年创办。1991 年郭鹤年之侄郭孔丰与印尼棕油王吴笙福联合创办丰益国际，2006 年其于新家坡上市。2019 年丰益国际实现营收 445 亿美元，仅次于嘉吉、中粮集团、日本丸红、美国 ADM，工厂遍及印尼、马来西亚、中国、印度等 30 多个国家/地区，涉及棕榈种植、油籽压榨、食用油精炼、专用油脂、制糖、米面加工、生物柴油等，是亚洲最大的棕榈油和食糖生产商。

图4、公司股权结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、丰益国际前 10 大股东

No.	Name of Substantial Shareholders	占比%
1	PPB Group Berhad	18.48
2	Archer Daniels Midland Asia-Pacific Limited	13.29
3	Citibank Nominees Singapore Pte Ltd	10.78
4	DBS Nominees Pte Ltd	6.89
5	ADM Ag Holding Limited	5.91
6	Global Cocoa Holdings Ltd	5.62
7	Raffles Nominees (Pte) Limited	4.18
8	DBSN Services Pte Ltd	4.09
9	Kuok (Singapore) Limited	4.05
10	Harpole Resources Limited	4.04

资料来源：丰益国际 2019 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、丰益国际经股权穿透后各股东持股比例

Name of Substantial Shareholders	直接持股	间接持股	总持股	占比%
Kuok Khoon Hong（郭孔丰）	2495000	793825035	796320035	12.55
Longhlin Asia Limited	69009921	455423071	524432992	8.27
Archer Daniels Midland Company	—	1574673054	1574673054	24.82
Archer Daniels Midland Asia-Pacific Limited	843311484	731361570	1574673054	24.82
ADM Ag Holding Limited	374961795	—	374961795	5.91
Global Cocoa Holdings Ltd	356399775	—	356399775	5.62
Kuok Brothers Sdn Berhad	230000	1179551955	1179781955	18.60
PPB Group Berhad	1172614755	—	1172614755	18.48
Kerry Group Limited	—	700154586	700154586	11.04
Kerry Holdings Limiteds	-	347915639	347915639	5.48

资料来源：丰益国际 2019 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

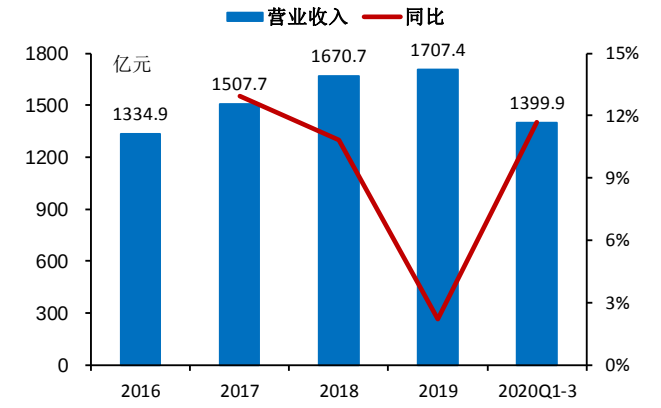
1.3、千亿营收，稳步增长

营收规模巨大，近年净利润小幅稳增。2016-2019 年公司营收从 1334.9 亿增至 1707.4 亿，CAGR=8.5%。归母净利润除 2016 年外均在 50-55 亿，2017-2019 年 CAGR=4.0%。其中，2016-2019 厨房食品收入从 827 亿增至 1088 亿，CAGR=9.6%，销量从 1410 万吨增至 1933 万吨，CAGR=11.1%，保持稳增；饲料原料及油脂科技业务收入从 499 亿增至 610 亿，CAGR=6.9%，销量从 1804 万吨增至 2235 万吨，CAGR=7.4%，受下游养殖行业影响有一定周期性。

公司营收及利润主要由厨房食品业务贡献。2019 年厨房食品业务贡献了公司 64%的营收、71%的毛利、77%的利润总额。其中食用油产品营收占比 48%，米面等其他厨房食品营收占比 16%。饲料原料及油脂科技业务贡献了 36%的营收、27%的毛利、24%的利润总额。其他业务主要为日化添加剂销售，占比较小。

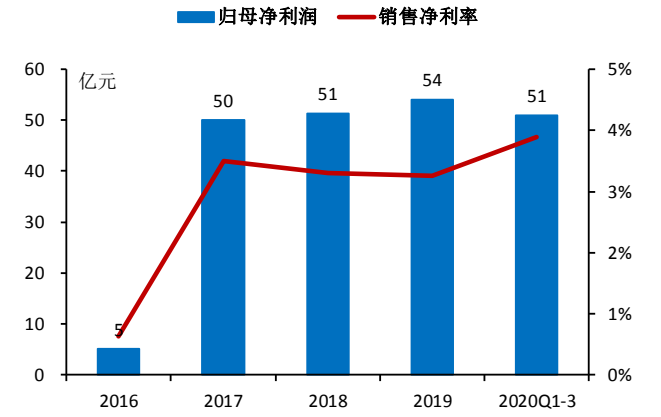
2020 年量利齐升，增长显著提速。2020 年疫情下粮油消费从餐饮向家庭转移，拉动毛利较高的小包装产品销售，加上饲料原料需求旺盛，2020H1 公司厨房食品销量 915 万吨（同比-2.4%），销售收入 539.9 亿（同比+4.2%），毛利率 12.8%（同比+1.4pct）；饲料原料及油脂科技板块销量 1151 万吨（同比+14.3%），销售收入 324.6 亿（同比+22.9%），毛利率 7.9%（同比-0.8pct）。2020Q1-Q3 公司实现营收 1399.9 亿（同比+11.7%），归母净利润 50.9 亿（同比+45.9%），增长显著提速。

图5、公司营业收入



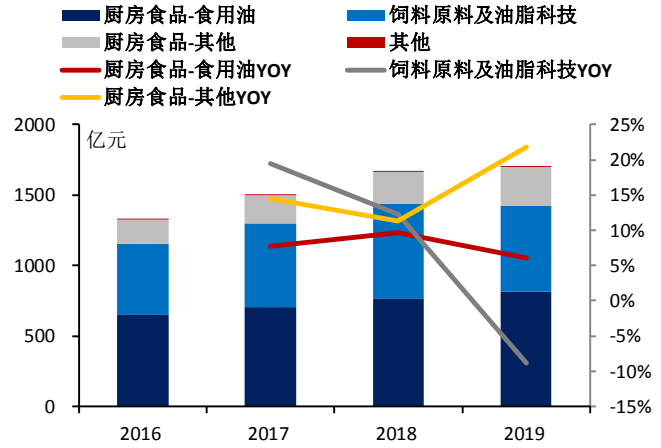
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司归母净利润



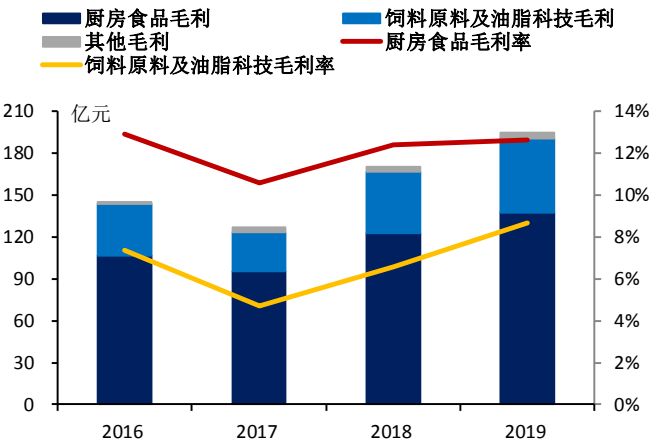
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司分业务收入、同比增速



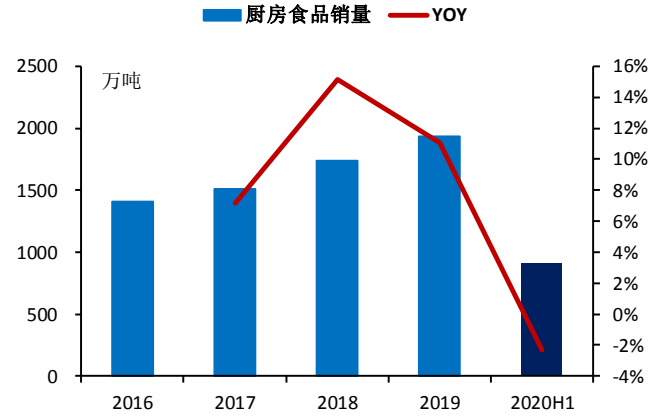
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司分业务毛利、毛利率



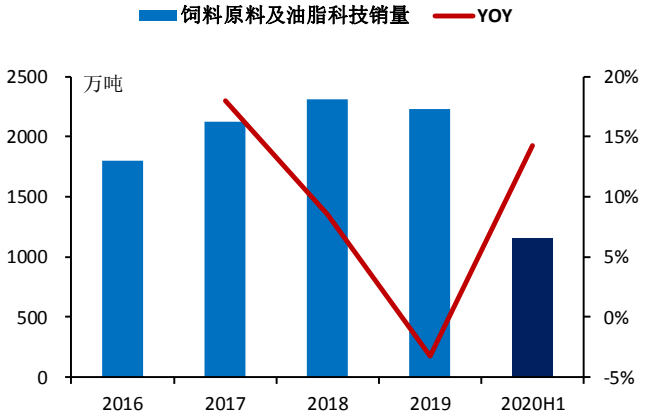
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司厨房食品板块销量



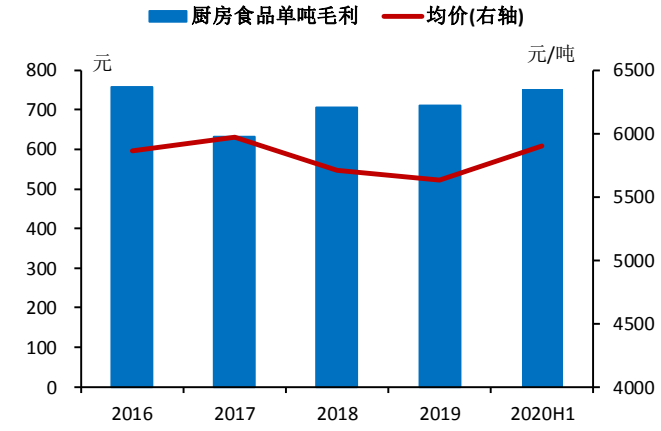
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司饲料原料及油脂科技板块销量



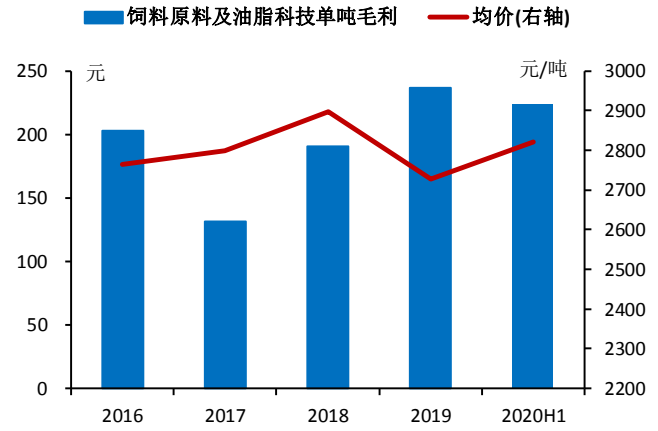
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、厨房食品单吨毛利、均价



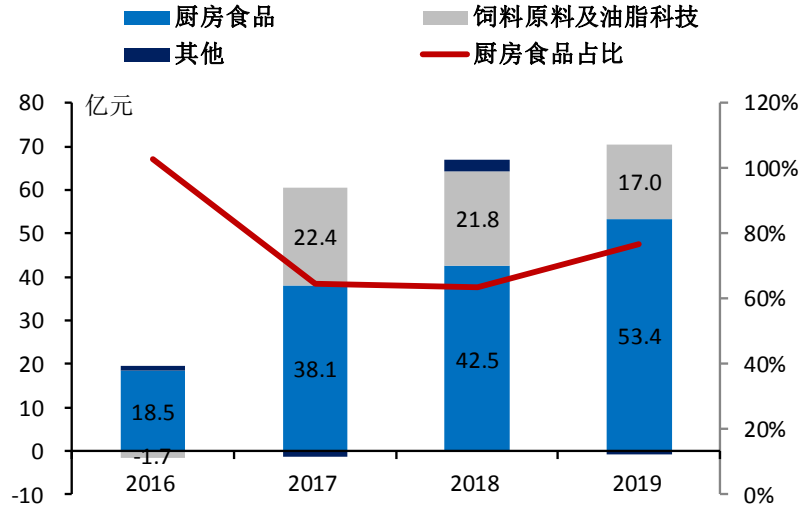
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、饲料原料及油脂科技产品单吨毛利、均价



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

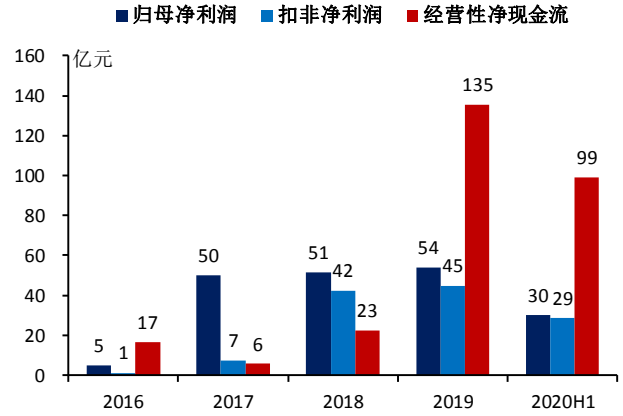
图13、公司分部利润总额



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

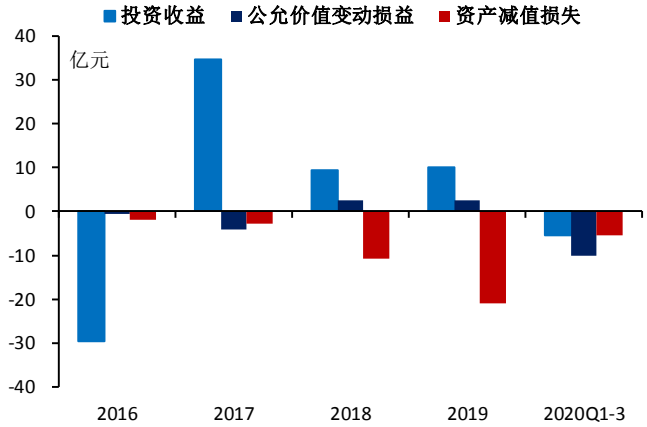
公司业绩受套保等因素影响明显。公司在对原料、产成品、汇率进行套保时面临风险较大，价格波动有时无法得到有效对冲。2016-2019 年公司扣非净利润占当年归母净利润 23%、15%、82%、83%。受 2016 年二季度大豆价格异常波动影响，公司套保交易出现较大亏损，导致 2016 净利润较低。此外，公司存货余额超 300 亿，在市场价格下跌时面临减值风险，导致公司资产减值损失波动较大。

图14、公司扣非净利润、经营性净现金流



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、公司投资收益、资产减值损失波动大



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

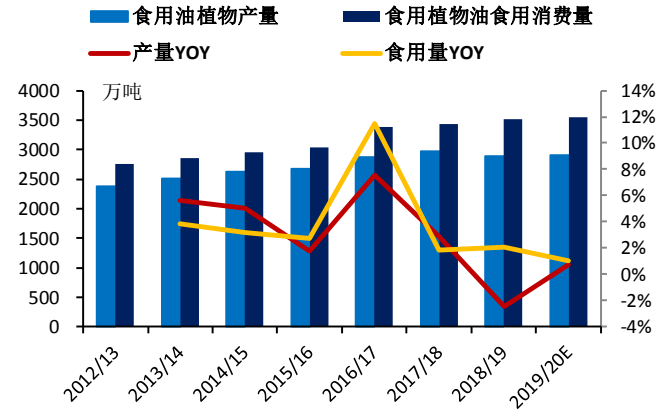
2、粮油消费升级，饲料原料周期向上

2.1、存量竞争时代，粮油消费升级成趋势

- **食用油：总量增速放缓，结构持续升级**

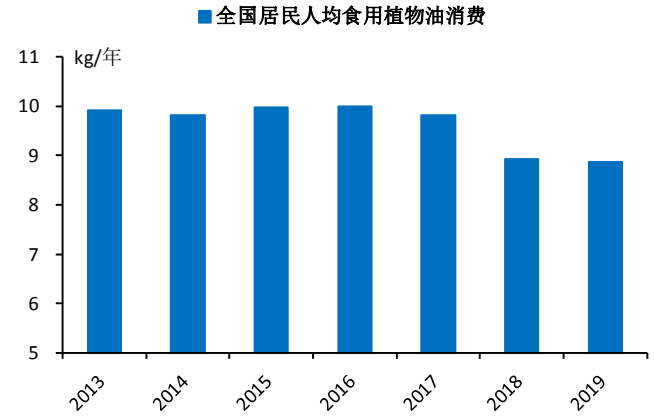
食用油人均消费量下降，消费总量增速放缓。据国家粮油信息中心，预计 19/20 年度我国食用植物油生产量 2913 万吨 ，食用消费量 3548 万吨，14/15-19/20 年度产量 CAGR=2.1%，食用消费量 CAGR=3.8%，其中以豆油为主。随着人均食用油消费下降，我国食用植物油需求总量增长放缓。

图16、植物油食用消费增速趋缓



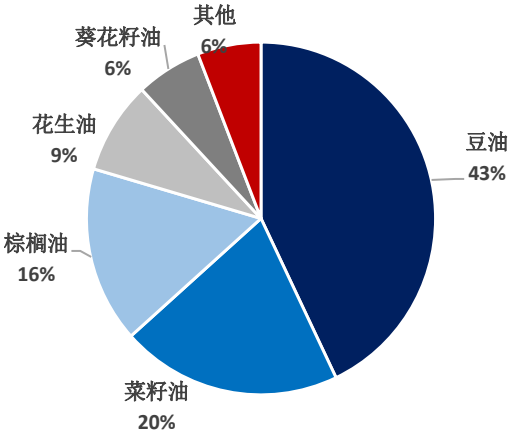
资料来源：国家粮油信息中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、我国人均食用植物油消费量呈下降趋势



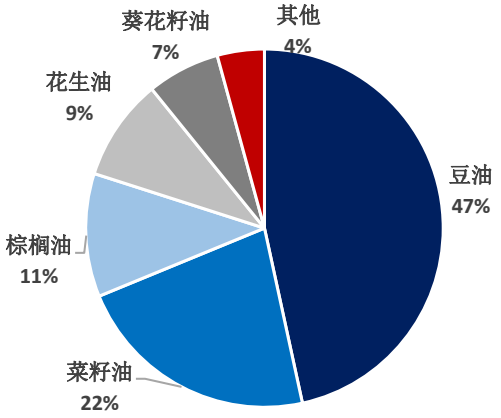
资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、中国植物油总消费结构（19/20 年度）



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

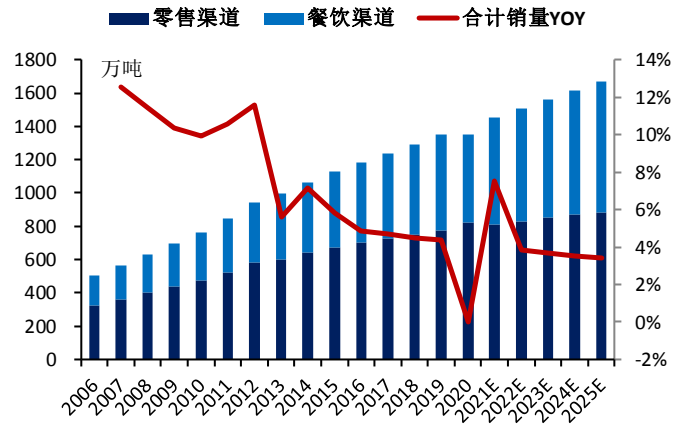
图19、中国植物油食用消费结构（19/20 年度）



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

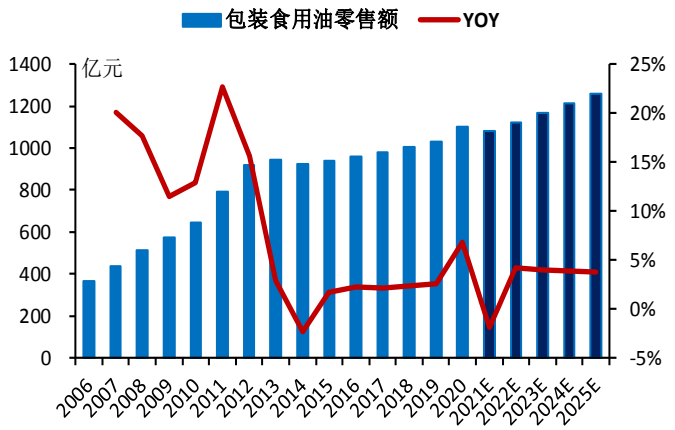
公司在小包装食用植物油中市场份额第一，且龙头地位稳固。随着国家持续加强食用油安全监管，散装油消费正逐步被包装油替代。据 Euromonitor，2020 年全国包装食用油零售和餐饮销量共 1350 万吨，近五年 CAGR=3.7%。零售销量 823 万吨，近五年 CAGR=4.1%，零售额 1100 亿，近五年 CAGR=3.2%。据尼尔森，公司小包装食用油销量份额近年在 40%左右，排名第一，且与第二、三名企业的份额差距保持在 20pct 以上，龙头地位稳固。

图20、我国包装食用油销量



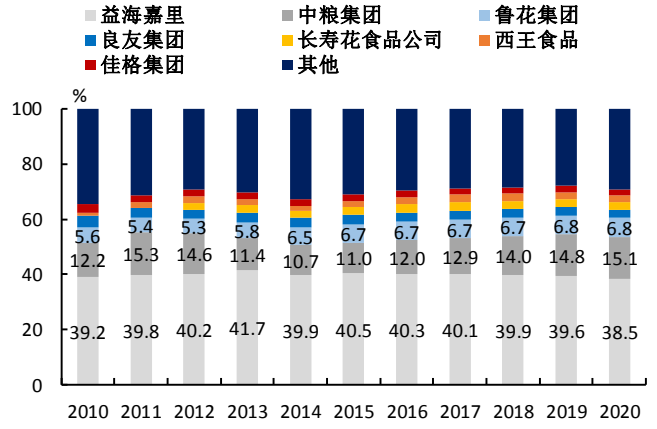
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、我国包装食用油零售额



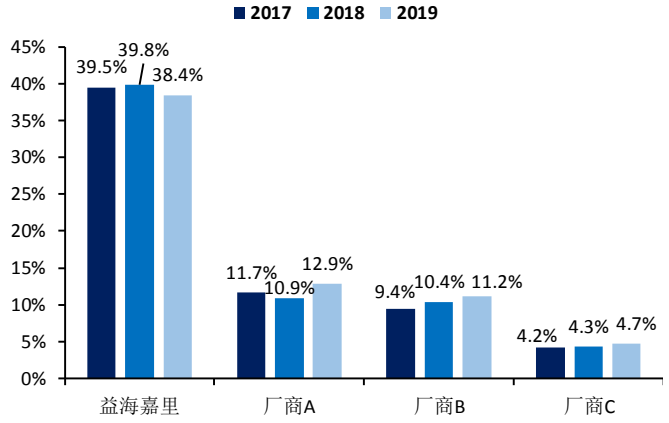
资料来源：Euromonitor，经济与金融研究院整理

图22、包装食用油全国零售额份额



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

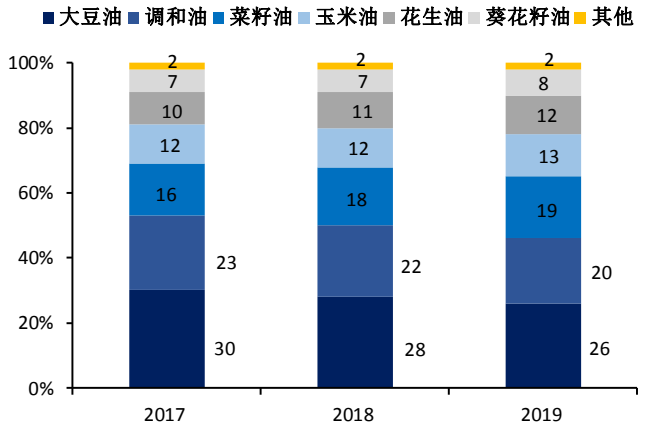
图23、小包装食用植物油全国销售量份额



资料来源：招股说明书、尼尔森，经济与金融研究院整理

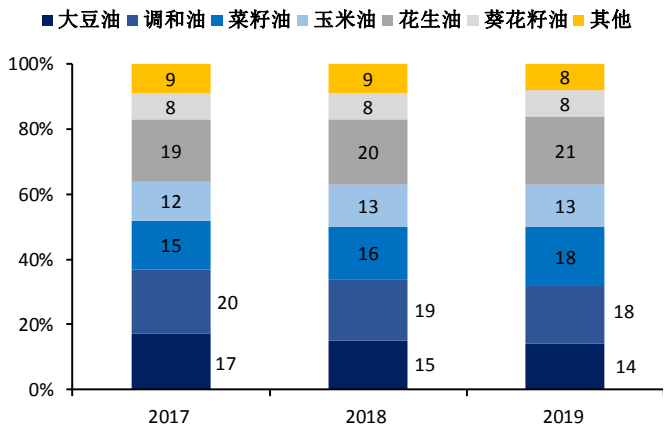
消费升级下，中高端食用油销量占比逐步提升。各类食用油除了风味有差异外，脂肪酸的类别和比例也不同，如橄榄油、茶油、低芥酸菜籽油富含油酸，亚麻籽油富含α-亚麻酸等。目前国内小包装食用油消费中大豆油、调和油占比近50%，随着国民收入水平提升以及餐饮业发展，具备更多健康营养宣传优势的花生油、玉米油、橄榄油等中高端油种，以及川湘菜中广泛使用的菜籽油等消费量逐步提升，价位相对低的调和油、大豆油市场份额持续下降。

图24、小包装食用植物油各品种销售量份额



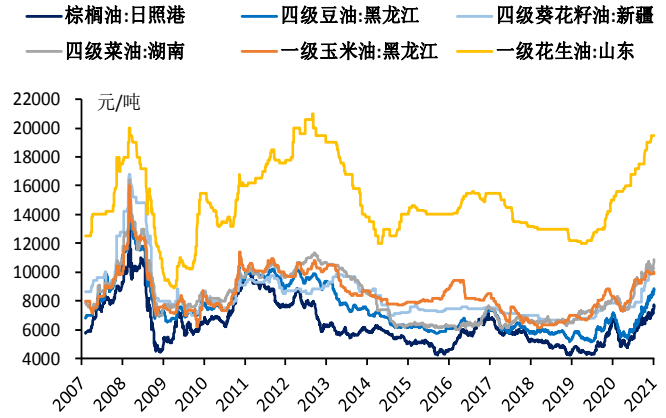
资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、小包装食用植物油各品种销售额份额



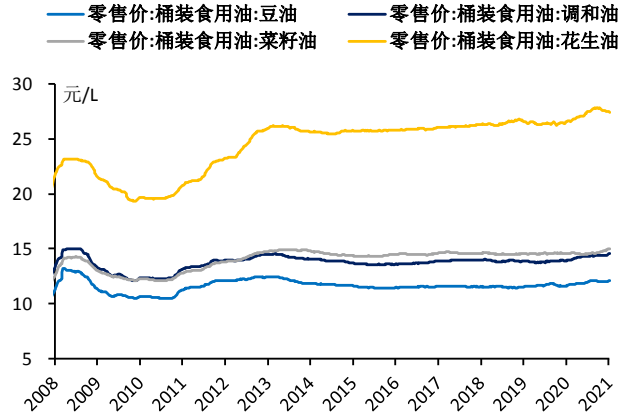
资料来源：尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、各类植物油出厂价（棕榈油为交货价）



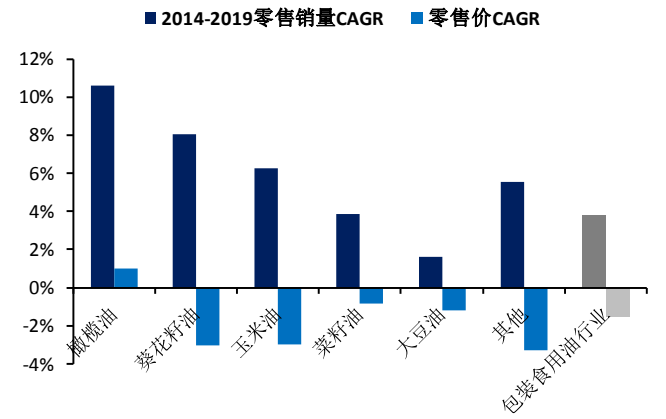
资料来源：国家粮油信息中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、各类植物油零售价



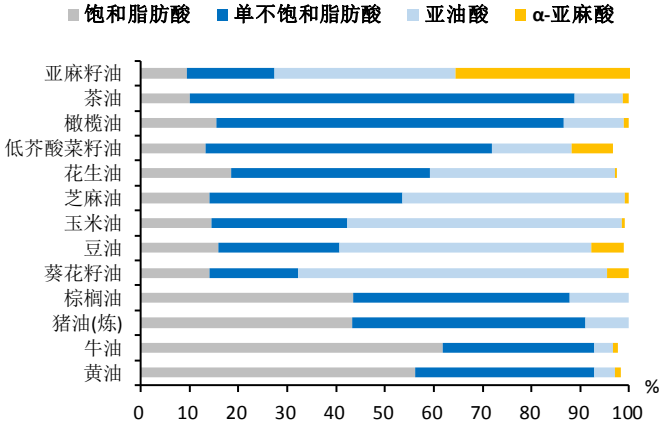
资料来源：商务部，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2014-2019 包装食用油零售销量、零售均价 CAGR



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、常用油脂中脂肪酸构成



资料来源：中国居民膳食指南，兴业证券经济与金融研究院整理

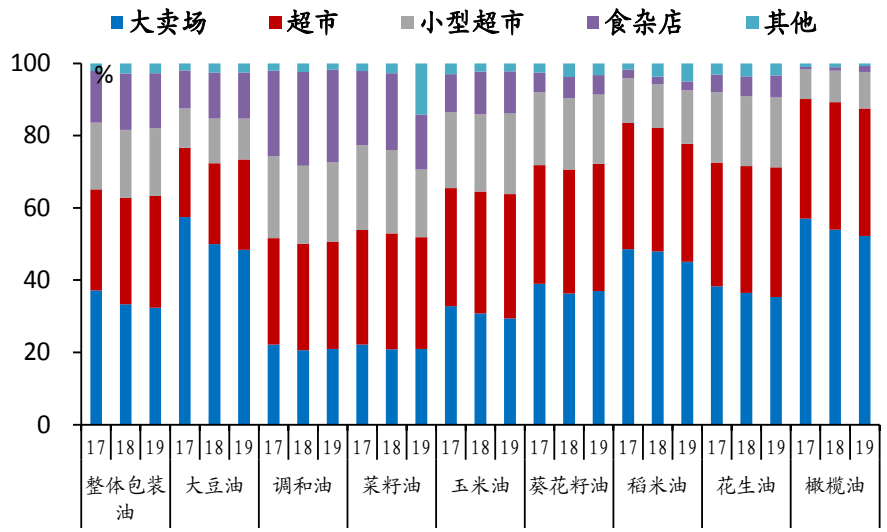
表4、膳食、营养因素与患心血管疾病风险研究证据水平

证据	降低危险	没有相关	增加危险
令人信服	**亚油酸，鱼和鱼油（EPA 和 DHA）**，蔬菜和水果（包括浆果），钾，适量酒精（对冠心病），植物甾醇，规律的身体活动	维生素 E 补充剂	**饱和脂肪酸(豆蔻酸和棕榈酸)，反式脂肪酸**，高纳摄入，大量饮酒（对卒中），超重和肥胖
很可能	**α-亚麻酸，油酸**，膳食纤维，全粒类谷物，无盐坚果，叶酸	硬脂酸	膳食胆固醇，未过滤的熟咖啡
可能	大豆制品，类黄酮		**富含月桂酸的脂肪**，β-胡萝卜素补充剂，胎儿营养不良
证据不足	钙，镁，维生素 C，维生素 D		碳水化合物，铁

资料来源：中国营养学会，兴业证券经济与金融研究院整理

小包装食用油销售渠道以大卖场、超市为主。大卖场、各类超市为小包装食用油主要销售渠道，占行业 70%以上的销售比重。对于葵花籽油、花生油、稻米油、橄榄油等中高端产品，大卖场和各类超市销售占比达 90%以上，传统渠道占比极少。推广较早的调和油在食杂店销售占比则超 20%，远高于其他品类。

图30、小包装食用植物油销售以现代渠道为主

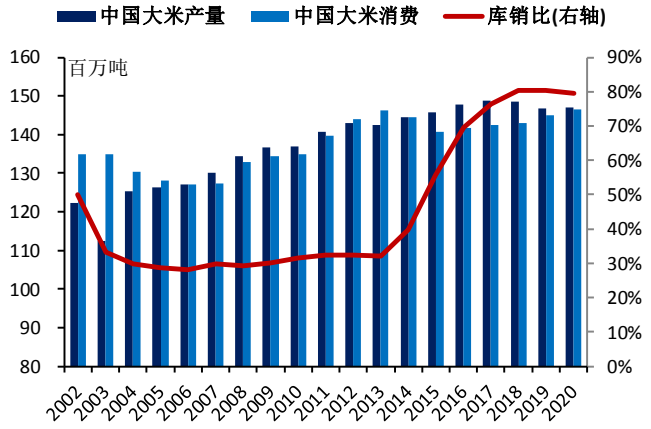


资料来源：招股说明书、尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

● 米面：食用消费持稳，行业仍较分散

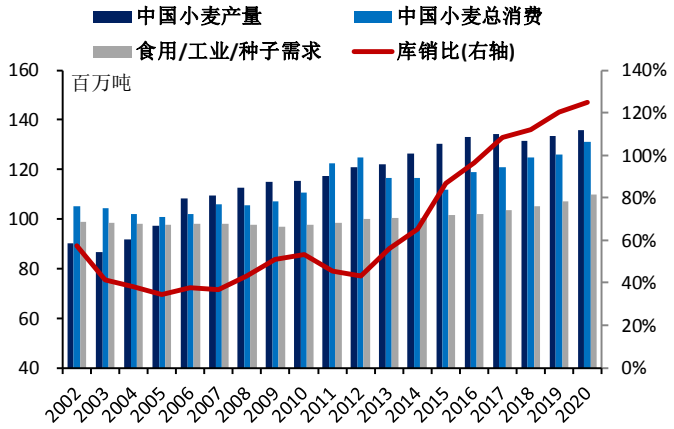
大米、面粉食用消费量趋稳。据国家粮油信息中心，我国稻谷、小麦的食用消费占比约在 75%-85%。随着收入水平提升，人们对肉、蛋、奶等动物性食品的消费持续增加，对米面等“主食”需求降低。2013 年起我国大米和小麦的总消费量稳中有降，近年在工业、饲用需求带动下回升，总体在 1.2-1.4 亿吨左右。

图31、我国大米产销情况



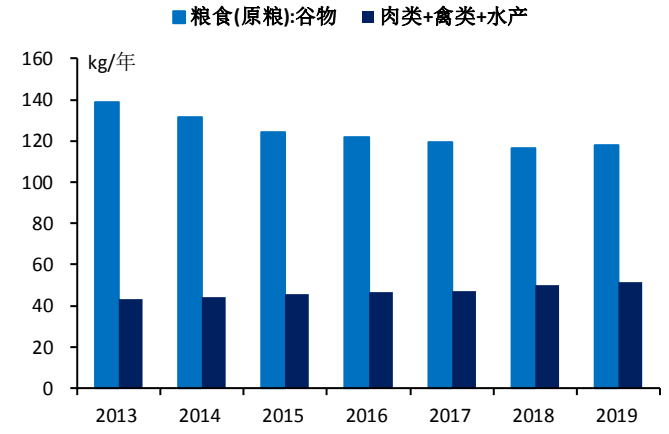
资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、我国小麦产销情况



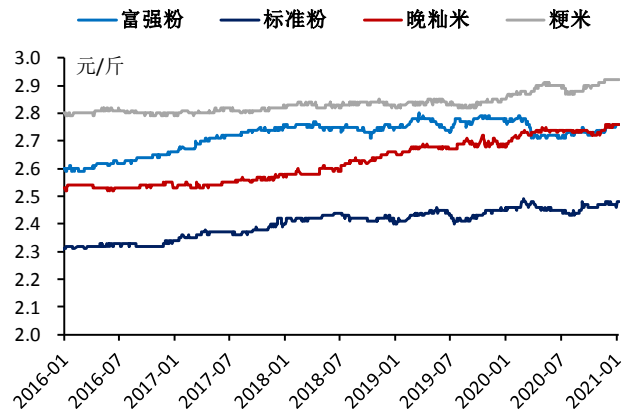
资料来源：USDA，经济与金融研究院整理

图33、全国居民人均谷物消费呈下降趋势



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

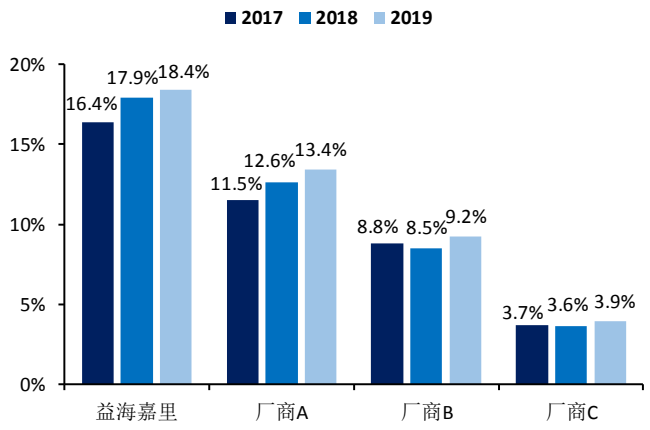
图34、36个城市米、面平均零售价



资料来源：国家粮油信息中心，经济与金融研究院整理

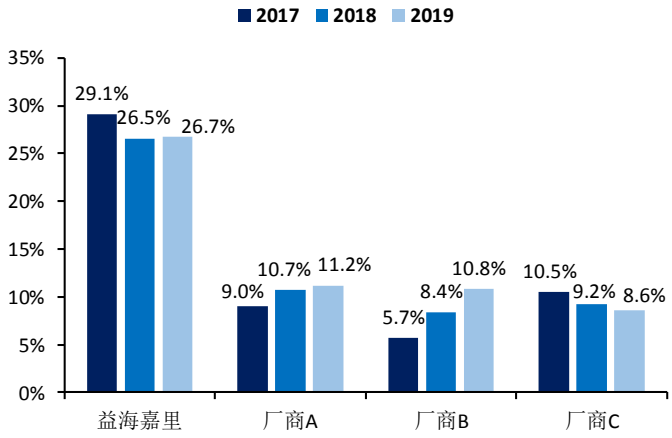
米面消费向包装化、品牌化发展，公司在包装米面现代渠道销量份额第一。目前国内大米消费仍以散装为主，面粉以散装及大中包装为主。但随着人们食品安全意识提升及电商渠道的发展，质量更有保障的包装米面消费占比将逐步提升，品牌优质产品销路向好。据 Euromonitor，2020 年全国包装大米零售量为 958 万吨，近五年 CAGR=1.8%，零售额 803 亿，近五年 CAGR=6.2%，零售价格增速高于销量增速。在包装米、面粉现代渠道销量中，公司市占率分别为 18%、27%，位居第一。

图35、包装米厂商全国现代渠道销售量份额



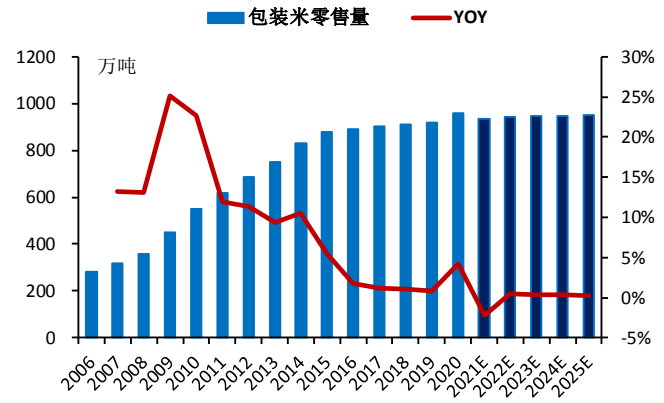
资料来源：招股说明书、尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额



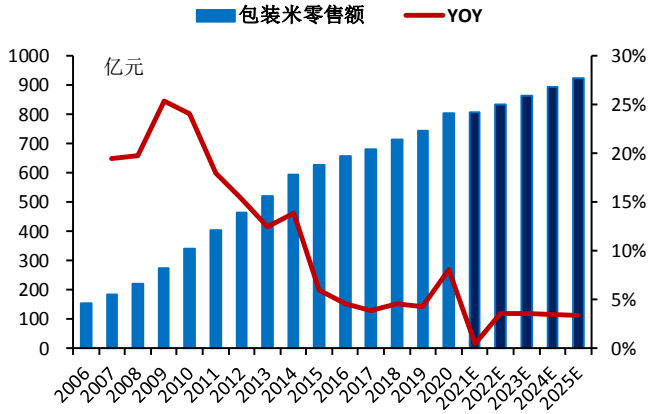
资料来源：招股说明书、尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、我国包装米零售销量



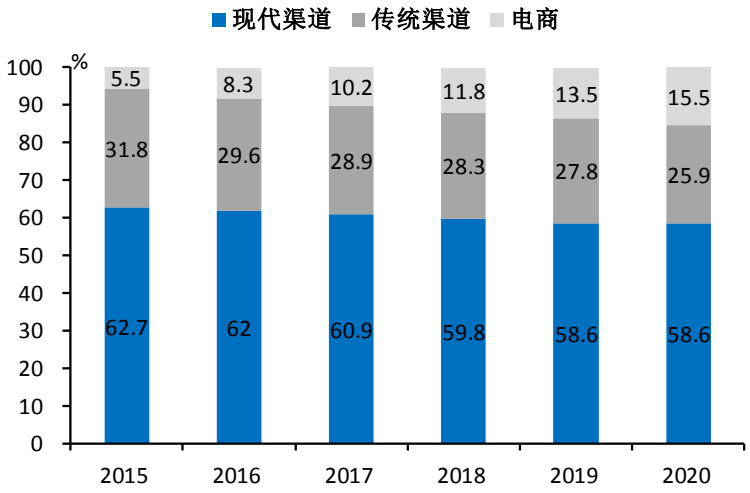
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、我国包装米零售额



资料来源：Euromonitor，经济与金融研究院整理

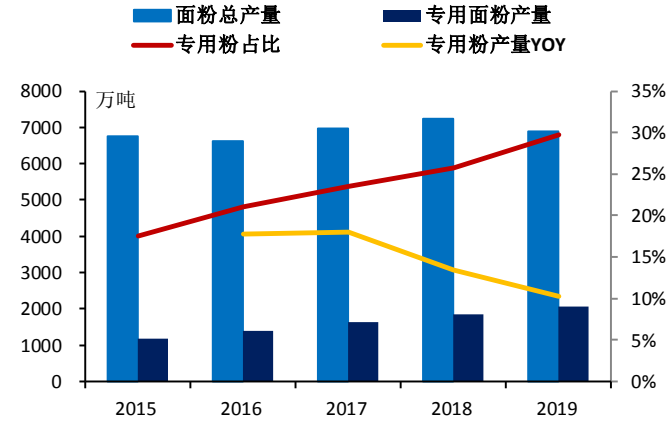
图39、包装米和面条在电商渠道销售占比快速提升



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

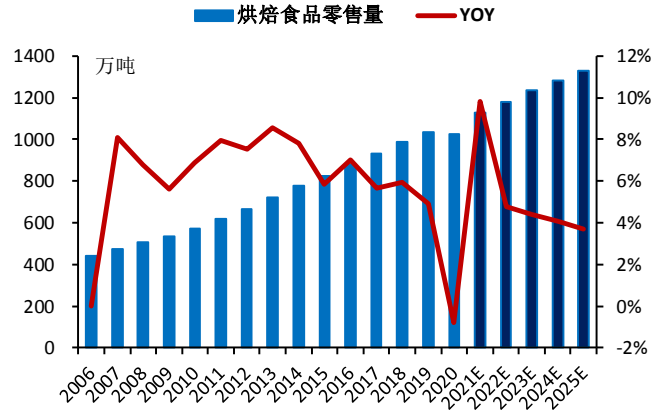
下游主食面制品市场需求增加，专用面粉发展空间广阔。相较大米，面粉加工制品种类更加多样，包括方便面、挂面、馒头、油炸面食、冷冻面食、面包糕饼等。其中专用面粉（如烘焙预拌粉等）可满足食品厂商对面粉品质的特定要求，受下游食品工业带动快速增长。2015-2019 年国内专用粉产量从 1180 万吨增至 2050 万吨，CAGR=15%，远超行业平均增速。

图40、专用面粉产量持续增长



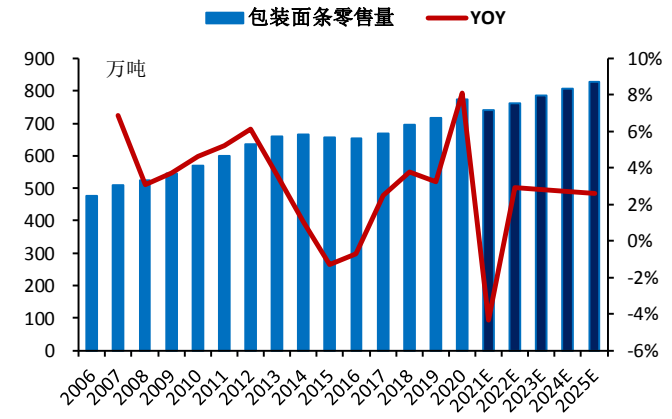
资料来源：国家粮油信息中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、我国烘焙食品零售销量持续增长



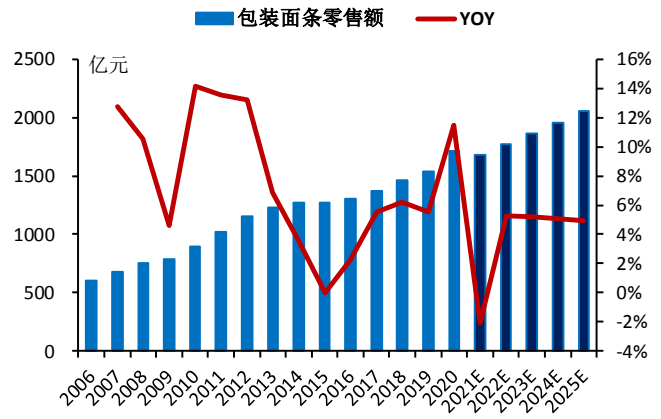
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、我国包装面条零售销量



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、我国包装面条零售额

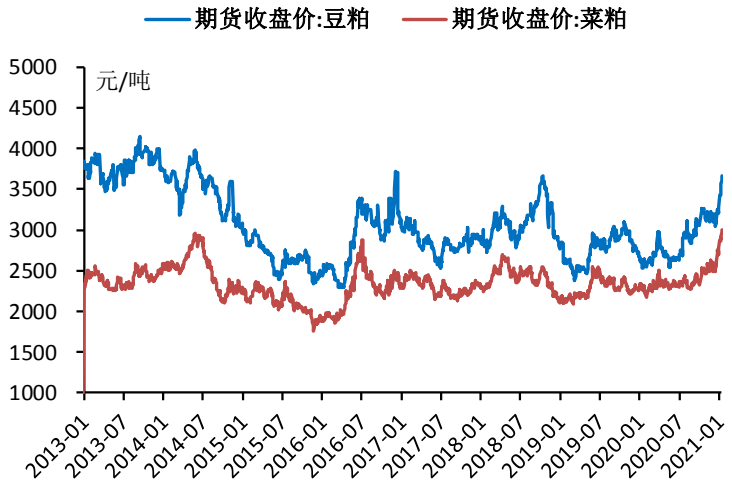


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、饲料行业周期上行

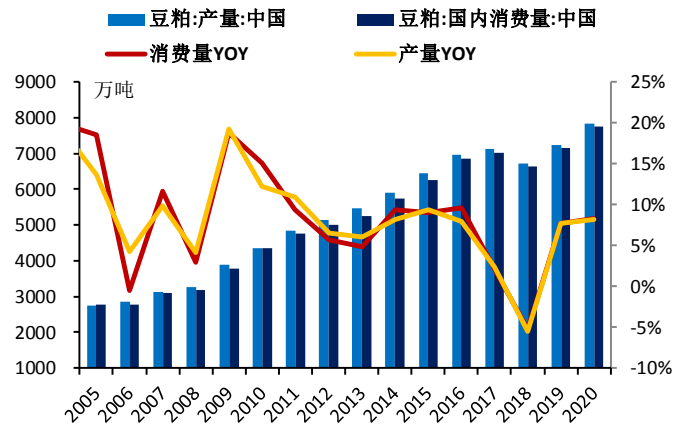
生猪存栏持续恢复，饲料原料需求旺盛，价格持续上涨。豆粕在猪料、禽料配方中占比约 20%、35%，其需求主要受畜禽存栏量影响。菜粕则广泛用于水产料，2010 年以来国家对进口菜籽生物安全标准提高，加上国内菜籽播种面积下滑，菜籽供应量及菜粕产量随之下降。2020 年国内生猪存栏持续恢复，禽存栏亦处于高位，饲料原料需求旺盛，豆粕价格持续上涨，作为替代品的菜粕价格趋势与豆粕一致。

图44、2020年豆粕、菜粕价格上涨



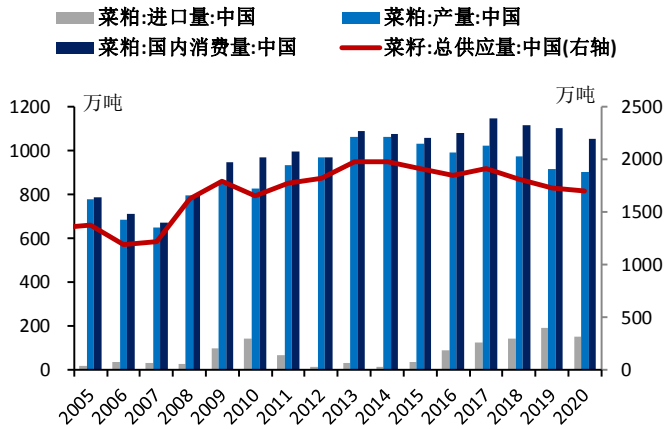
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、豆粕产销量转增



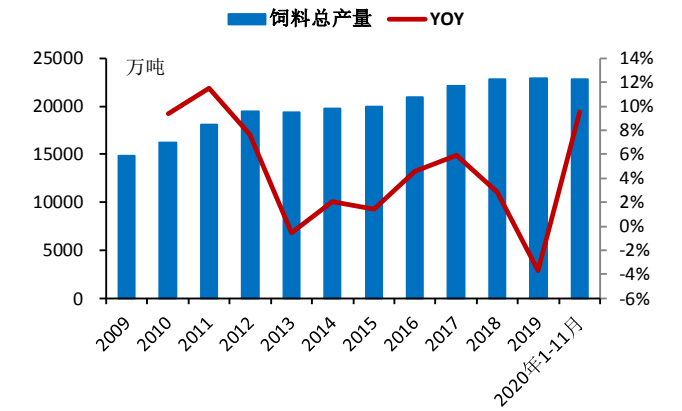
资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、菜籽供应量、菜粕产量下滑



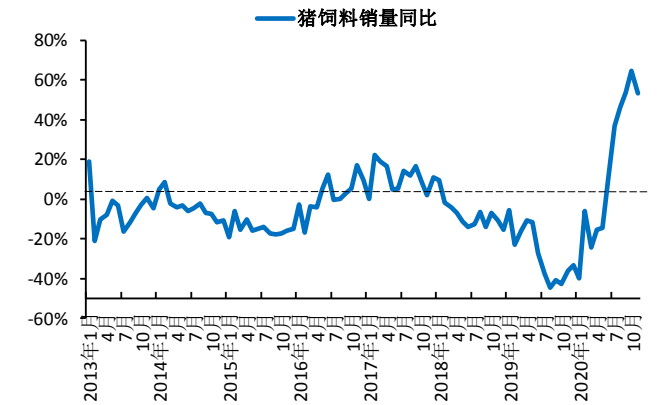
资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、2020年饲料产量恢复正增长



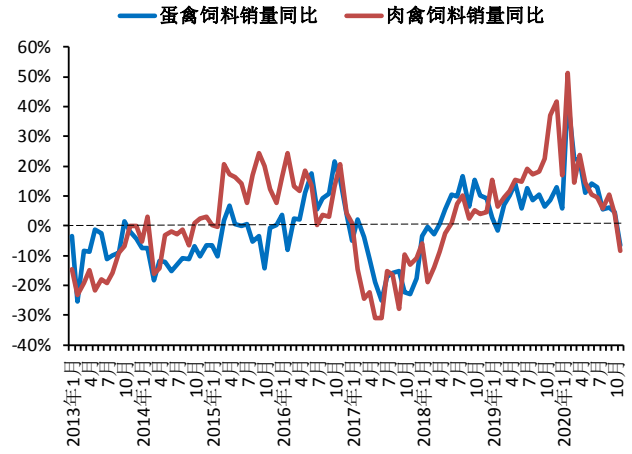
资料来源：饲料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、猪饲料销量同比转增



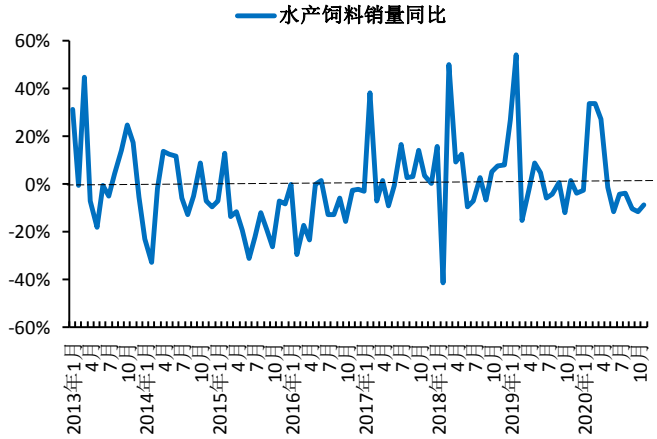
资料来源：饲料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、11 月起蛋、肉禽料销量同比转负



资料来源：饲料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、水产料销量同比下滑

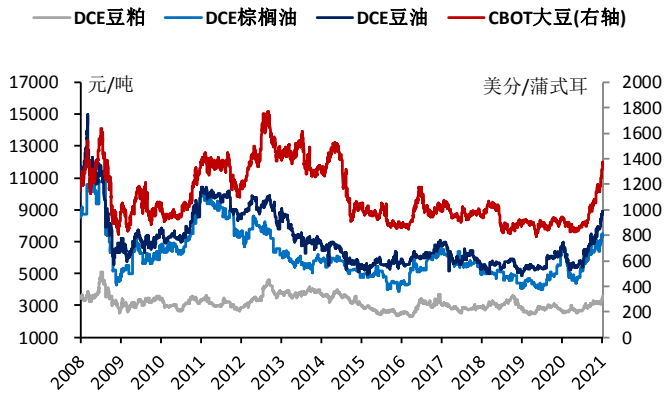


资料来源：饲料工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、供需共振，油脂油料迎牛市

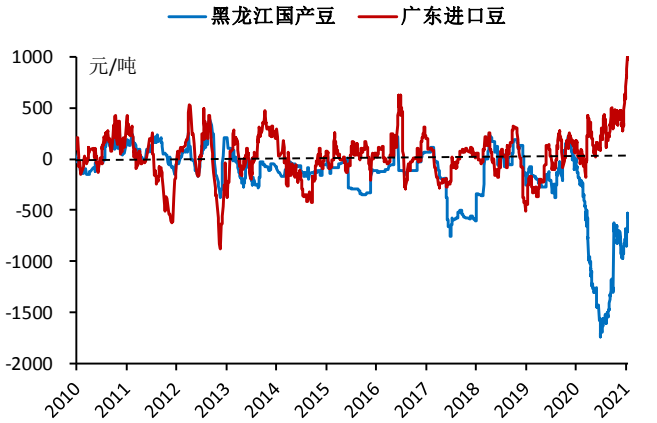
2020 年油脂油料价格先跌后涨，逼近历史高位。2020 年下半年起国内棕榈油、豆油、豆粕、以及美豆价格进入牛市，年末较年初涨幅分别为 9%、16%、25%、37%，不断逼近历史高位，进口大豆压榨利润持续回升。

图51、2020 下半年起油脂油料价格持续上涨



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

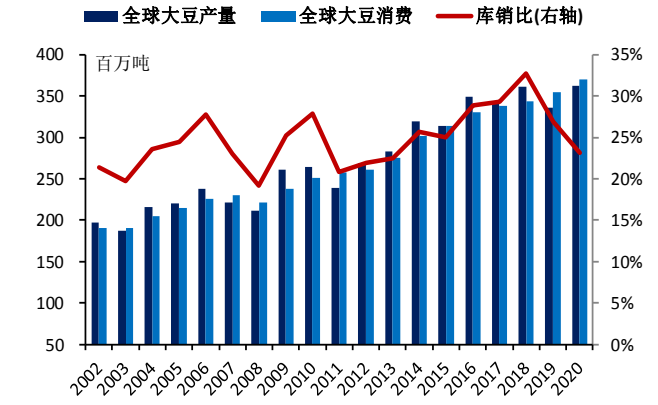
图52、2020 年进口大豆压榨利润提升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

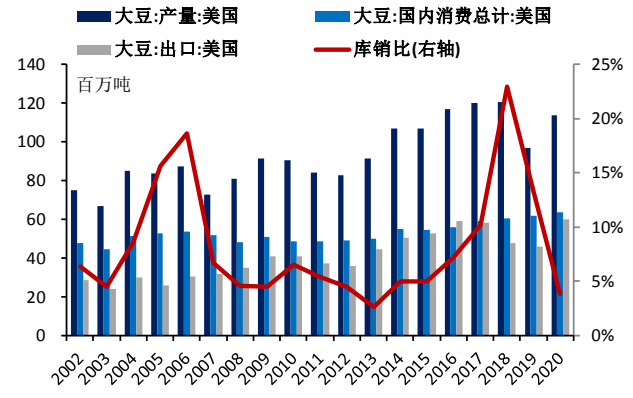
供给端，美豆增产不及预期，疫情影响东南亚棕榈油生产，加拿大菜籽进口受阻。大豆方面，从 9 月开始基于不利天气影响以及中国对美豆的大量买需，USDA 持续下调美豆单产并大幅下调期末库存至历史低位，叠加拉尼娜带来阿根廷减产预期，全球大豆供需平衡表缩紧，对豆油、豆粕价格形成支撑。棕榈油方面，前期干旱、树龄老化、疫情后劳工不足等接连影响马棕产量，库存持续偏低。菜油方面，受中加关系影响，菜籽进口自 2019 年起持续低位，国内油厂因菜籽供应不足维持低开机率，菜油供应紧张。

图53、全球大豆库销比下降



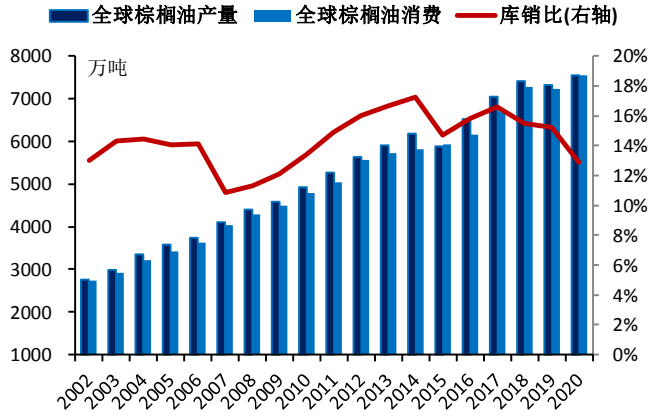
资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、20/21 年度美豆库存预计降至历史低位



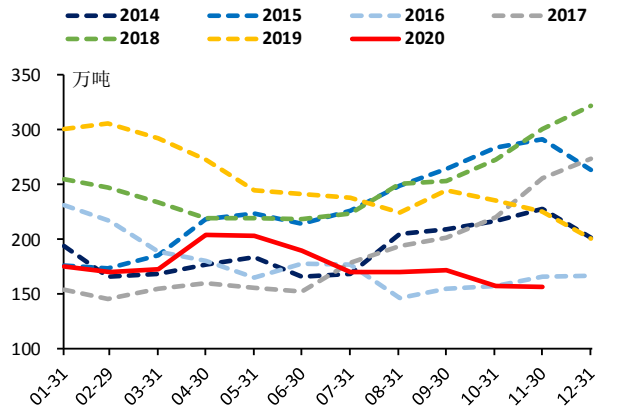
资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、全球棕榈油库销比下降



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

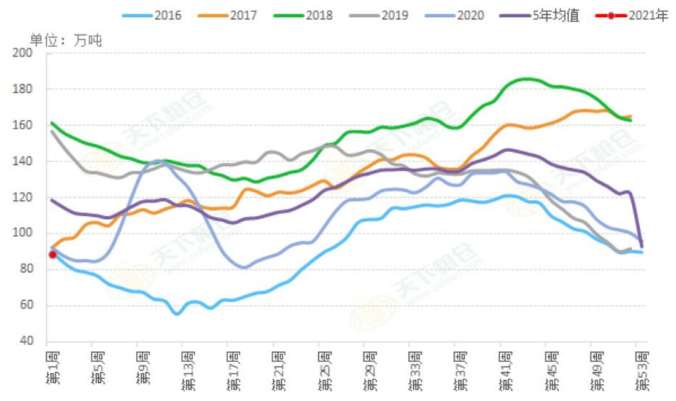
图56、马来西亚棕榈油库存处于低位



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

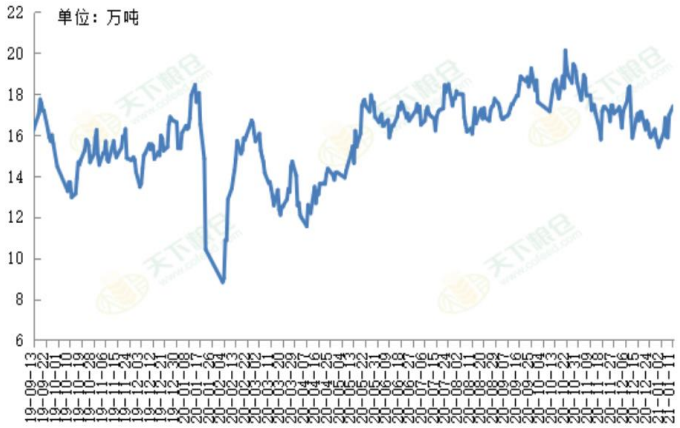
需求端，疫情后油脂消费逐步恢复，生猪存栏回升提振豆粕需求。随着疫情后全球经济活动恢复、印尼 B30 的执行、国内饲料原料和饲料用油增加、以及国家主动补库，全球油脂油料消费逐步恢复。国内油脂库存在疫情期间短暂升高后快速去库，油厂豆粕提货量持续走高。

图57、国内豆油库存处于低位



资料来源：天下粮仓，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、入统的90家油厂豆粕日提货量



资料来源：天下粮仓，兴业证券经济与金融研究院整理

预计大豆及豆粕中期仍处于上涨趋势，油脂需关注远月供给恢复情况。（1）大豆及豆粕方面，未来国内生猪存栏增加、全球经济恢复将带来油粕需求的提升。而供给方面，拉尼娜带来的干旱天气影响或未完全体现，未来南美产量以及美豆库存均有进一步下调的可能，在新年度种植情况明确前，供需偏紧难改变，价格仍有上涨空间。（2）油脂方面，短期需求旺季、供给淡季下价格强势，上涨趋势暂未见拐点。中长期，棕油高价或导致新年度供给增加，以及豆粕需求提升后油粕跷跷板效应或显现，远月供给存增加预期。后续需持续关注需求增速的持续性，若开始快速累库，油脂价格则可能转势。

3、多轮驱动，塑造千亿粮油巨头

3.1、品牌：全品类覆盖，品牌形象深入人心

- **具备综合品牌矩阵**

拥有全品类、高中低端全覆盖的综合品牌矩阵，核心品牌形象深入人心。公司通过“金龙鱼”品牌率先推动我国从散装油到小包装油的消费革命，历经30年价值积淀，品牌形象深入人心，并通过不断嫁接新产品，将其从单一食用油品牌发展为综合厨房食品品牌，覆盖食用油、大米、面粉、面条、调味品等。油脂科技方面，公司借助循环经济与产业链延伸，已从日化原料供应商转变为终端产品生产商，拥有日化品牌“洁劲”等。

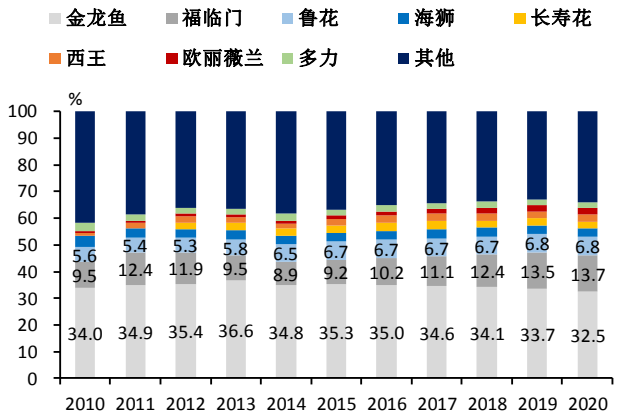
除多品类发展外，公司针对不同销售渠道、不同消费人群建立起多层次的品牌体系，精准覆盖消费者。如用“香满园”“元宝”“口福”等中端及大众品牌开拓二三线城市和县乡级粮油消费市场，用“欧丽薇兰”、“胡姬花”等高端品牌开拓橄榄油、花生油等细分食用油市场，用“海皇”牌开拓餐饮渠道等。

图59、公司的综合品牌矩阵

	厨房食品					饲料原料	油脂科技
高端	金龙鱼	Olivoila 欧丽薇兰	胡姬花	鲤鱼	金味	丰苑	羽龍
中端	香满园 Wonder Farm	海皇牌	金鸳				浩劲
大众	元宝牌	口福	金燕	百合花			龍鏢

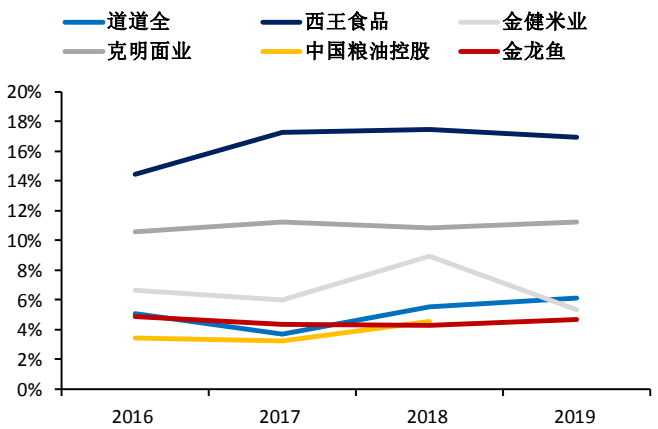
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、各食用油品牌全国零售额市场份额



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、行业公司销售费用率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

多维营销提升品牌知名度，着力推进品牌本土化。为顺利开拓中国市场，从“金龙鱼”品牌名称的设计、央视第一支食用油广告里强调“家的味道”，到古法小榨花生油的产品定位和包装，公司在营销、产品设计等方面均贴近中国消费者，并通过媒体广告、娱乐营销、美食场景营销、文化营销、奥运体育营销、新媒体营销等多维营销方式提升消费者的品牌认知、塑造本土化的品牌形象。

图62、金龙鱼入选 CCTV 国家品牌计划

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

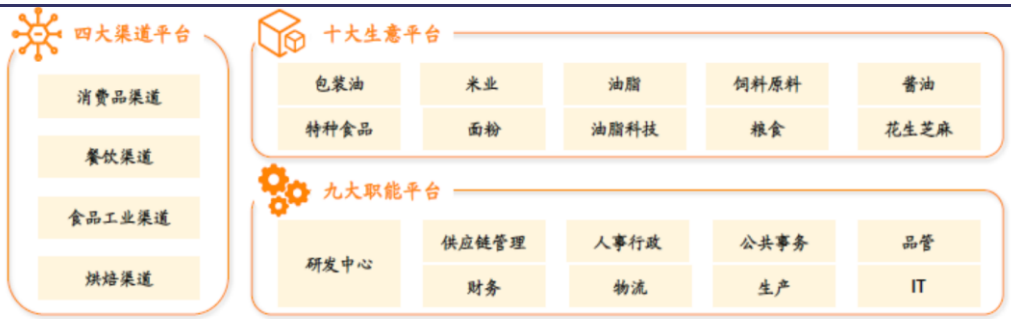
图63、金龙鱼抖音场景营销

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **调整组织架构，聚焦产品力**

实行矩阵式管理，聚焦产品力打造。公司早期按销售渠道划分事业部，随着渠道的成熟及产品品类增加，公司在原组织架构上新增产品事业部，并针对综合品牌成立大品牌项目部负责战略定位和营销，针对专业品牌和产品线成立单独的品牌运营部门，根据产品特性进行推广。通过“产品+渠道”矩阵式管理，公司得以统筹销售规划、协调不同渠道事业部间的利益，更加聚焦产品力打造。

图64、公司矩阵式管理架构



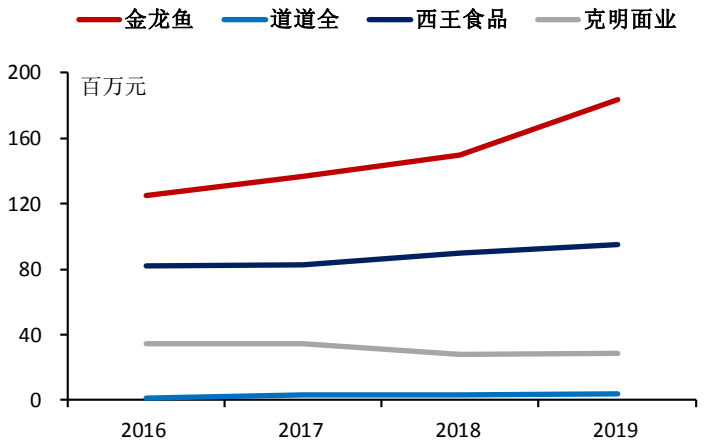
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **研发支撑产品迭代**

公司研发实力强大，技术储备丰富。早年丰益国际与 ADM 在油脂加工领域的合作即奠定了其基础研究上的领先优势。丰益国际分别在中国、俄罗斯、马来西亚、新加坡、印尼、印度等多国设有研发机构。2009 年益海嘉里研发中心于上海成立，由世界著名植物分子生物学家、中科院外籍院士蔡南海教授担任董事长，并聘请业内科学家担任高级顾问，拥有科研人员超 300 人。此外公司还在秦皇岛、青岛、昆山、防城港、连云港等地分别设立了蛋白、花生油、面粉、发酵、油脂衍生品等方向的中试基地，以发挥当地优势进行技术创新。

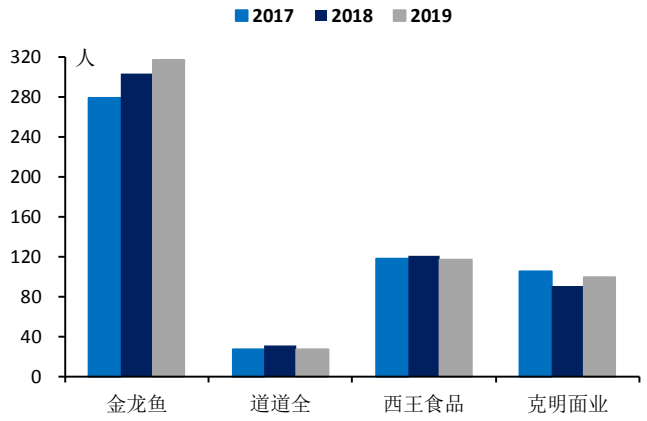
技术持续引领公司进行产品升级、品类拓展、原料创新应用。公司的研发主要围绕食品安全、品质提升、节能环保、副产品增值等方向进行。技术引领下，公司陆续推出了黄金比例调和油、富含谷维素的稻米油、富含植物甾醇的玉米油、AE 营养强化大豆油、发酵挂面、现代工艺的豆浆粉和速食豆花粉、高分散性大豆分离蛋白等创新产品，并通过粮油精深加工和循环经济将品类拓展至食品、化工领域，实现农产品原料的创新应用。

图65、上市公司研发费用对比



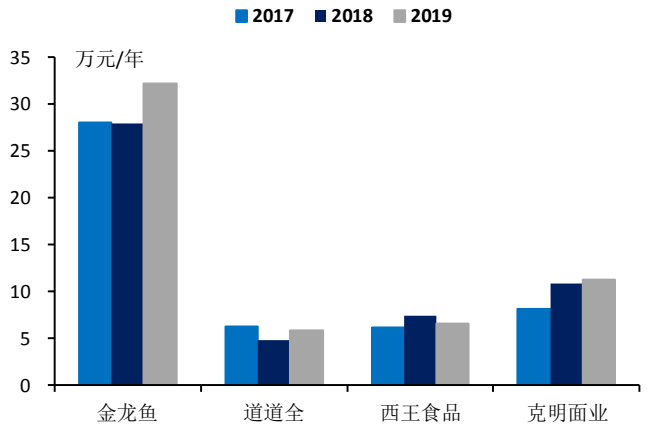
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、上市公司研发人员数量对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图67、上市公司研发人员人均薪酬对比

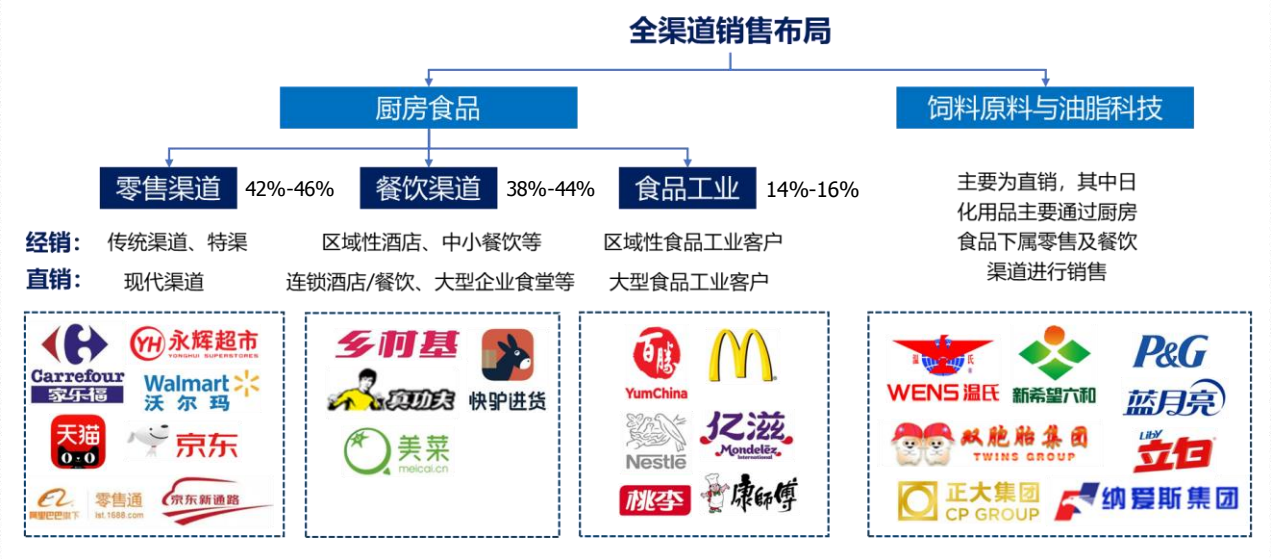


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、渠道：覆盖全国，多元且成熟

销售网覆盖全国，体系成熟，渠道多元。公司厨房食品销售渠道主要包括零售、餐饮、食品工业渠道，2017-2019 年各渠道收入占比分别为 42%-46%、38%-44%、14%-16%。经过三十年渠道拓展，公司已拥有国内最大、最成熟的食用油销售网络，覆盖中国所有省、自治区和直辖市的 2000 多个市、县，经销商最低可覆盖至村一级。

图68、公司主要销售渠道和销售模式



资料来源：公司公告、百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

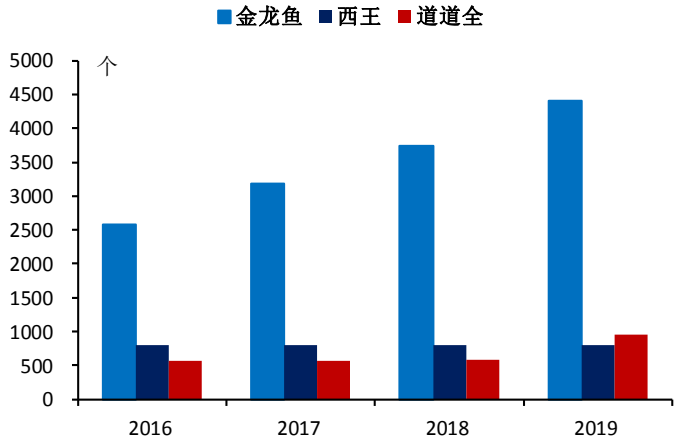
表5、经销、直销模式下各产品销售单价（单位：元/吨）

项目			产品	2017 年		2018 年		2019 年	
				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	零售渠道	经销	品牌溢价高，毛利率在所有渠道中最高且逐年提升。经销有让利，毛利率低于直销	7362	14.65%	7183	16.26%	7280	17.05%
		直销		7645	19.24%	7350	20.70%	7599	22.61%
	餐饮渠道	经销	主要为中包装粮油产品，单价较高，但给予较大让利	5997	2.18%	5529	4.14%	5529	5.24%
		直销	主要为散装及大包装产品，单价较低，但毛利较高	4716	5.65%	4679	9.28%	4603	7.57%
	食品工业渠道	经销	主要为特种油脂，单价高	7740	8.74%	6934	13.51%	6273	15.43%
		直销	主要为面粉等产品	5137	9.08%	4764	9.81%	4390	12.93%
饲料原料及油脂科技产品	饲料原料	经销	-	-	-	-	-	-	
		直销	毛利率较低，受养殖周期和农业种植周期等因素影响大	2564	4.67%	2689	6.97%	2411	8.13%
	油脂科技	经销	主要为日化产品	4163	15.86%	4154	17.52%	4329	26.78%
		直销	主要为甘油等基础化工产品	4301	4.60%	4190	4.67%	4091	9.67%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

厨房食品以经销为主，经销商数量快速增长。随着产品品类增加及渠道下沉，截至 2019 年底公司有经销商 4406 家，较 2017 年增长 38%。经销商在 C 端主要覆盖传统渠道、特渠，B 端主要覆盖中小餐饮、区域性食品工业客户。但伴随经销商密度加大，新增经销商平均销售额逐年下降。公司的食用油经销商多与公司长期合作、共同成长，具备较高忠诚度，每年退出的经销商数不到 20%，稳定性总体较好。

图69、上市公司经销商数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、公司经销商数量保持较快增长

年份	经销商数量（个）	退出经销商数量（个）	占比	新增经销商数量（个）	占比	新增经销商销售金额(万元）	新增经销商销售金额占经销收入比例	新增经销商平均销售金额(万元）
2019	4406	675	15.3%	1343	30.5%	589,891	11.1%	439
2018	3738	643	17.2%	1191	31.9%	574,503	12.5%	482
2017	3190	381	11.9%	987	30.9%	728,550	17.2%	738

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

直销客户结构稳定且优质。直销方面，公司凭借优质的产品及专业化的服务与各大商超、知名餐饮、食品企业长期合作。其中厨房食品的直销客户主要有沃尔玛、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，以及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。饲料原料及油脂科技产品的直销客户主要有温氏、新希望、双胞胎、正大等饲料生产企业，宝洁、索尔维、立白、纳爱斯、蓝月亮等大型日化、快消、化学品企业，以及大型贸易商。

线上线下结合，新零售进一步助力渠道下沉。除自有经销网络下沉外，公司通过新零售进一步提高终端客户覆盖力。目前公司已与京东、天猫超市等电商平台，美菜、快驴进货等生鲜电商，阿里巴巴“零售通”、京东“新通路”等社区零售电商平台合作。此外，公司亦开始探索餐饮新零售模式，借助完善的产品品类和经销商网络，通过数字化转型升级，致力于打造国内领先的餐饮供应链平台。

3.3、成本：极致管控，行业领先

与仅有产业链单一环节或单一产品的企业相比，公司的成本壁垒主要体现在：1）制造环节工艺成熟、技术领先，能够全产业链、全品类多维扩张，规模效应+效率最大化充分降低单位产品制造费用和期间费用；2）上游规模化采购+期现联动操

作+全球信息源，原料套保优势明显。

- **基地布局+综合企业群管理，降本增效**

生产基地合理布局，综合企业群降本增效。截至 2019 年底，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，且生产基地多临近原料产地、港口、铁路或终端市场。同时，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，将产业链上下游工厂集合于一个生产基地，建立统一的能源、原辅料供应、仓储物流体系，并对行政后勤等做统一管理，从而节约仓储物流成本、提高管理效率。

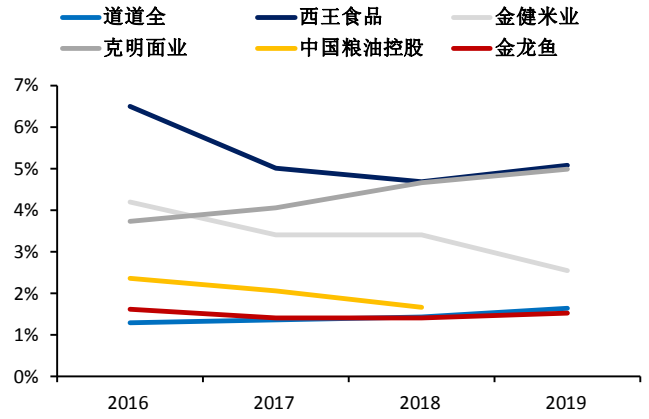
图70、公司的生产基地示意图（截至 2019 年 12 月 31 日）

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、公司泰州综合企业群图示

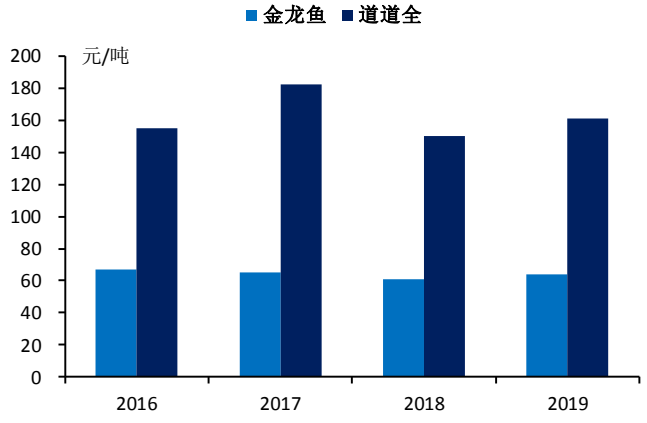
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图72、行业公司管理费用率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图73、上市公司单吨运输费对比



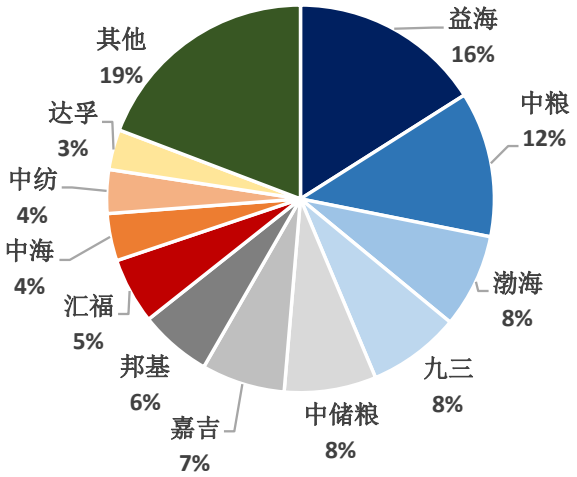
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

上市募资进一步扩产，优化生产工艺，巩固龙头地位。

2019 年公司中小包装食用油产能 2258 万吨，精炼产能 1106 万吨，压榨产能 2255 万吨，水稻加工产能 384 万吨，小麦加工产能 668 万吨。公司上市募投项目主要为厨房食品领域，涉及 10 个省和 12 个市。达产后预计年新增压榨产能 480 万吨、油脂精炼产能 215 万吨、浓香型及古法小榨油脂生产能力 50 万吨、中小包装食用油罐装产能 221 万吨、小麦加工产能 548 万吨、大米加工产能 58 万吨、玉米深加工产能 100 万吨。

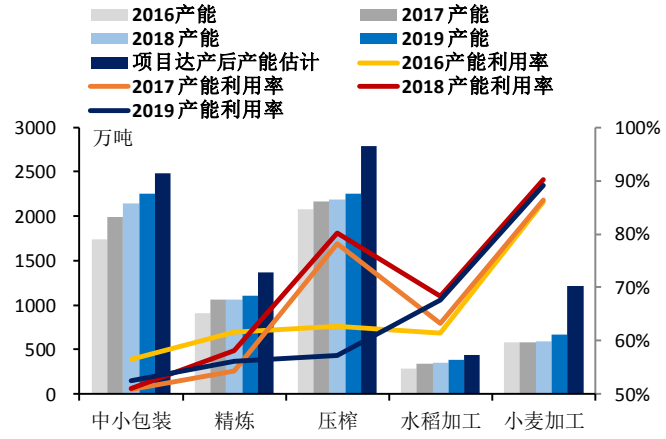
我国大豆压榨行业集中度较高，2020 年全国大豆压榨量 CR5=52%，CR3=36%，其中公司占比 16%，排名第一。随着募投项目投产，公司将进一步优化生产工艺、提升市场份额、巩固龙头地位。

图74、2020 年国内各企业大豆压榨量占比



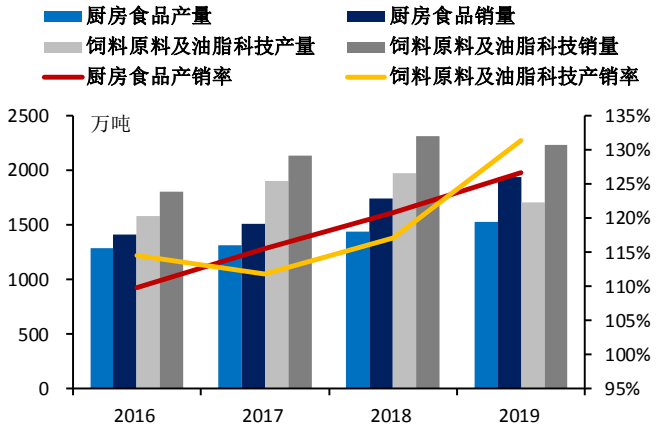
资料来源：天下粮仓，兴业证券经济与金融研究院整理

图75、公司产能持续扩张



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图76、公司产销率高于100%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、公司募投项目状况

序号	项目名称	实施主体	投资总额（万元）	拟投资额（万元）	建设周期	项目建成后新增产能
			厨房食品综合项目			
1	兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	益海嘉里（兰州）粮油工业有限公司	150,800	110,000	24个月	油籽压榨2000吨/日、浓香小榨100吨/日、精炼1000吨/日、包装油780吨/日、面粉1500吨/日、大米300吨/日等
2	益海嘉里集团粮油深加工项目	益海嘉里（太原）粮油食品工业有限公司	145,259	90,000	24个月	大豆压榨2000吨/日、大豆膨化200吨/日、油脂精炼600吨/日、小包装食用油1330吨/日、大米加工680吨/日、小麦加工1500吨/日
3	乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	益海嘉里（温州）粮油食品有限公司	140,000	112,000	36个月	油脂精炼1000吨/日、食用油灌装1000吨/日、面粉加工1500吨/日、7万吨级码头建设
4	米、面、油综合加工一期项目	益海嘉里（合肥）粮油工业有限公司	92,000	80,000	24个月	小麦加工1500吨/日、水稻加工1000吨/日，包装食用油灌装600吨/日，米糠加工600吨/日
5	益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	益海嘉里（茂名）食品工业有限公司	79,031	62,000	24个月	精炼散油30万吨/年、古法小榨花生油3万吨/年、中小包装食用油罐装15万吨/年、面粉加工36万吨/年
6	益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司	74,000	50,000	24个月	浓香花生油压榨30万吨/年、古法小榨花生油12万吨/年、芝麻油4.5万吨/年、花生制品4万吨/年
7	益海嘉里（青岛）食品工业有限公司-食品加工项目	益海嘉里（青岛）食品工业有限公司	100,000	87,000	24个月	各类面粉54万吨/年、花生制品2.7万吨/年（不含花生油加工）、芝麻制品2.46万吨/年
			厨房食品食用油项目			

8	益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司-食用植物油加工项目	益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司	120,000	90,000	24 个月	油脂精炼 18 万吨/年、食用油罐装 30 万吨/年
9	油脂压榨精炼建设项目	益海嘉里（昆明）食品工业有限公司	95,000	81,000	24 个月	大豆、菜籽等压榨 2000 吨/日，食用油精炼 1000 吨/日，浓香菜油压榨 60 吨/日，中小包装食用油 40 万吨/年，膨化大豆 400 吨/日
10	益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	65,591	53,000	24 个月	小包装食用油 15 万吨/年，中包装食用油 10 万吨/年，精装散油 58.8 万吨/年
11	益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	80,513	68,000	36 个月	粮油加工副产物饼粕大豆压榨 75 万吨/年，大豆（菜籽）油料加工双榨 60 万吨/年，膨化大豆 24 万吨/年
12	益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司	76,483	56,000	24 个月	大豆压榨 4000 吨/日
13	4000 吨/日大豆压榨项目	益海嘉里（重庆）粮油有限公司	43,000	30,000	24 个月	大豆压榨 4000 吨/日
厨房食品面粉项目						
14	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	益海嘉里（霸州）食品工业有限公司	100,000	75,000	24 个月	小麦加工 100 万吨/年
15	益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	82,805	64,000	24 个月	小麦加工 45 万吨/年。
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）	东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司	50,000	32,000	36 个月	年处理小麦 63.3 万吨，可生产高端面粉 1500 吨/日、日本粉 400 吨/日
17	益海嘉里（重庆）粮油有限公司面粉加工项目	益海嘉里（重庆）粮油有限公司	34,000	25,000	24 个月	小麦加工 1500 吨/日
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	益海嘉里（富裕）生物科技有限公司	183,000	155,000	18 个月	玉米深加工 100 万吨/年
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	益海嘉里（富裕）粮油食品工业有限公司	78,400	67,000	18 个月	小麦加工 25 万吨/年、低温豆粕加工 4.5 万吨/年
合计			**1,789,882**	**1,387,000**		**-**

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

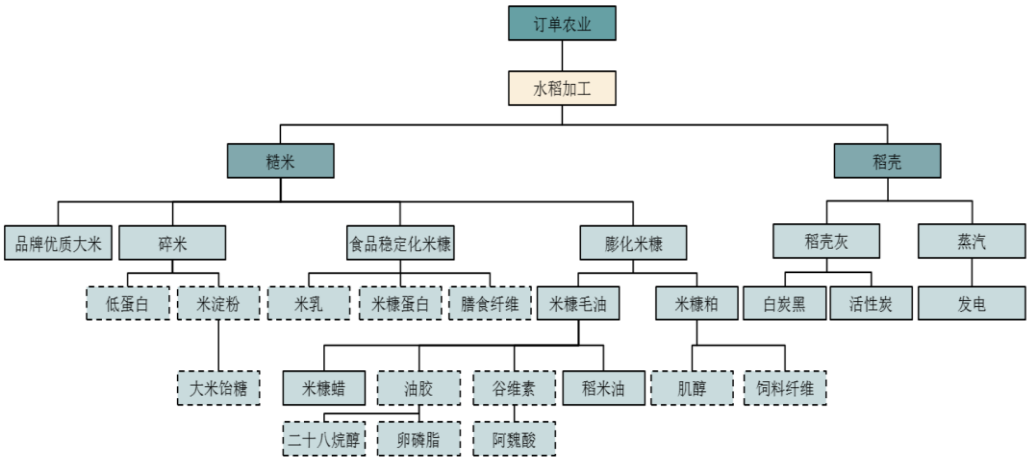
● 建立吃干榨净的循环经济

精深加工、循环经济模式延伸产业链、提升农产品附加值。公司创新性地研发出了“水稻循环经济”等新型产业模式，通过“吃干榨净”式精深加工，将原粮就地转化和增值，将产业链向下游食品、化工等领域延伸，使其涉及的产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。

（1）大豆精深加工方面：公司在建设大豆压榨厂时，就同时布局专用油脂、油脂化学品和大豆浓缩蛋白厂。针对国产大豆高蛋白的特点，公司将其加工成豆油、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、脂肪酸等副产品也会被回收用于生产油脂科技产品。

（2）水稻循环经济方面：公司建立“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”的生产模式，将优质稻谷初加工为品牌大米；将主要副产品稻壳用于发电，并从稻壳灰中提取白炭黑、活性炭等高附加值产品；副产品米糠被用来榨取高营养价值的米糠油，米糠、米糠粕可进一步深加工为多种食品、保健品的原辅料。

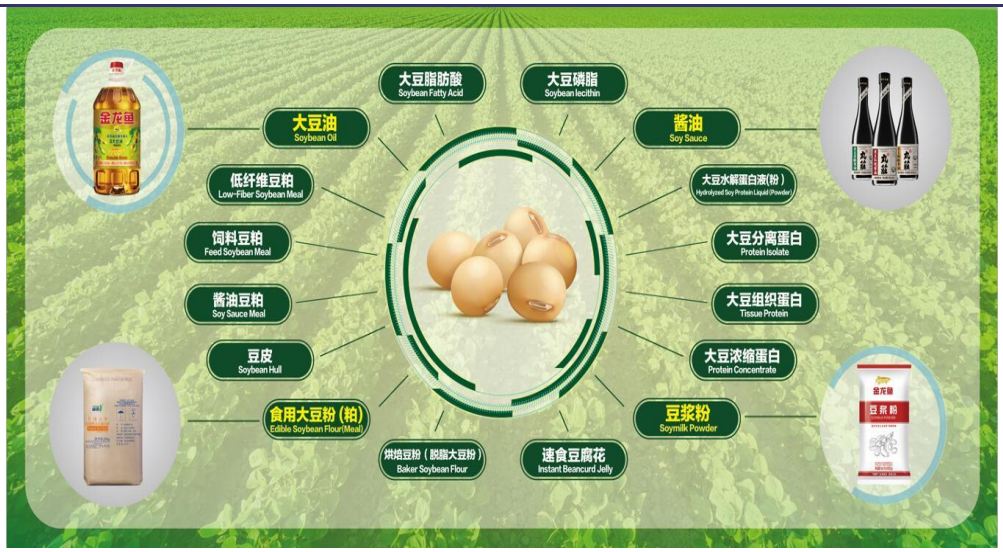
图77、公司的“水稻循环经济”产业模式



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

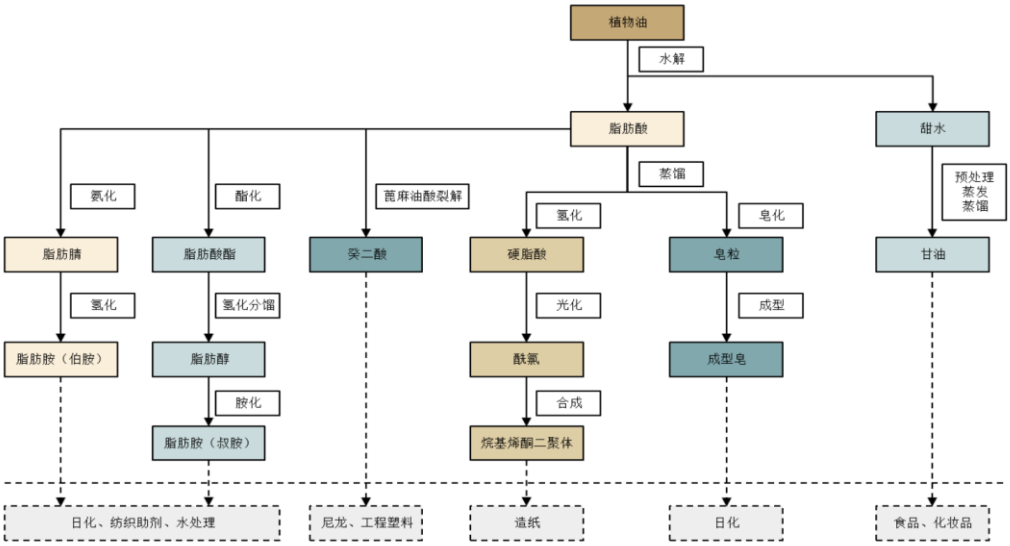
注：虚线框为公司尚未投产产品

图78、公司的“大豆循环经济”产业模式



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图79、公司油脂科技工艺流程图



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

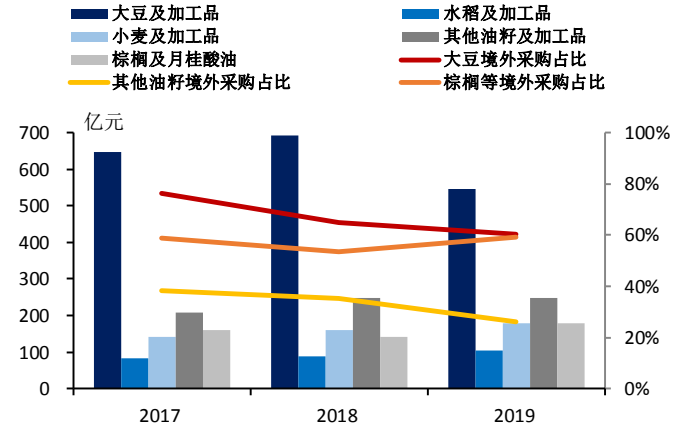
● 原料采购+商情判断，享全球资源

充分利用全球资源进行原料采购。近年公司主要原料的境外采购占比在 40%-50%，其中与丰益国际、ADM 的关联采购额合计占原料采购总额 15%左右，采购产品为棕榈及月桂酸油、大豆及加工品、其他油籽及加工品等。我国大豆、棕榈油进口依存度超 90%，公司充分利用海外资源进行采购，有效保障了原料的稳定供应。

全球采购独具信息优势，助力商情判断及原料套保。公司原料成本占主营业务成本近 90%，且原料价格波动大。2009 年公司专门成立粮食业务部，负责粮食收储

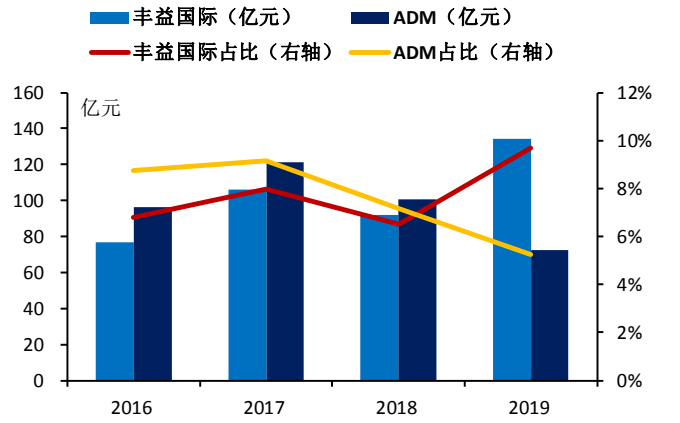
网络和贸易管理、粮油信息研究、期现市场操作等。公司通过海外资源获取全球农产品市场的一手信息，助力市场研判，大部分年份均能有效实现原料价格套保，从而降低实际采购成本。

图80、公司原材料采购及境外采购占比情况



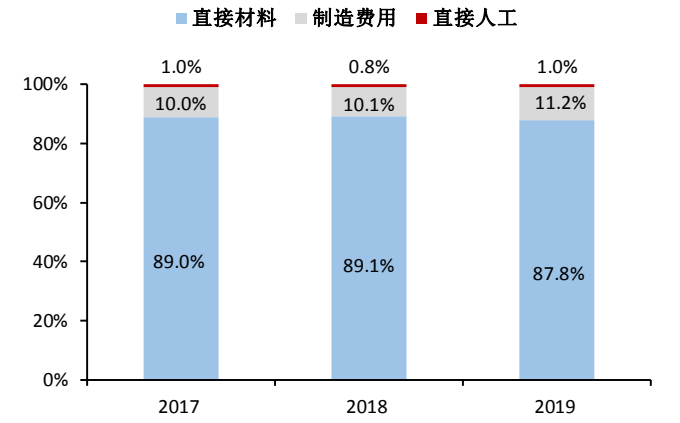
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图81、向丰益国际、ADM 采购金额占原料采购总额比例



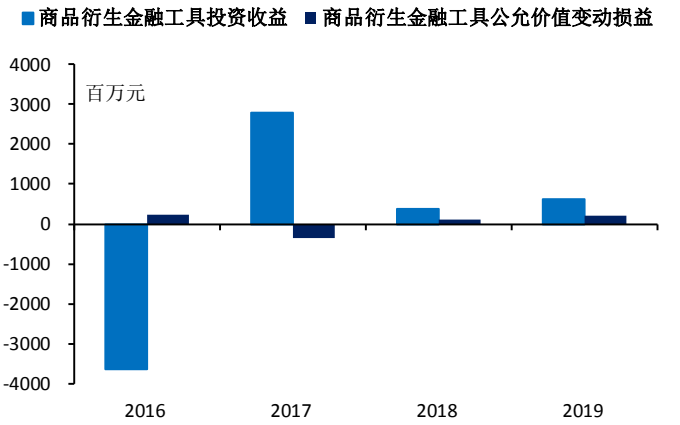
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图82、直接材料在主营业务成本中占比近 90%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图83、公司商品衍生金融工具损益情况



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、管理：团队专注且专业

核心管理团队忠诚度高且经验丰富。公司核心高管团队具备丰富的行业经验积累，目前在公司任职时间普遍在 10-20 年，稳定且忠诚度高。公司在人才培养上以体内培养为主、兼顾外部人才引进。其中总裁穆彦魁、副总裁牛余新、生产部总监凌国锋早年均在国有粮油体系，人才建设和管理的本土化为公司在国内开拓粮油销售渠道奠定了基础。

薪酬行业领先，激励到位。与行业内上市公司对比，2019 年公司人均薪酬为 17

万元，仅次于西王食品，远超同行业平均水平。分地区看，公司在主要生产经营地的薪酬水平均高于所在地平均薪酬，充分提升员工工作积极性与忠诚度。

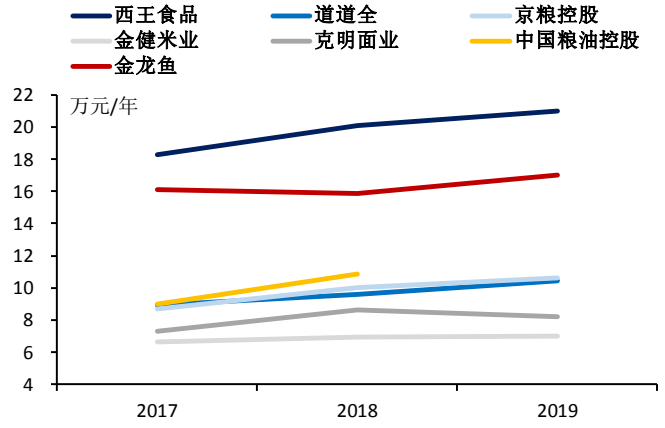
表8、益海嘉里核心管理团队工作经历

姓名	任职	年龄	工作经历
郭孔丰	董事长	72	1973-1991：Federal Flour Mills Berhad 总经理 1980-1989：Kuok （Singapore） Limited 董事 1989-1991：Kuok Oils & Grains Pte Ltd 总经理 1991-2006：Wilmar Trading Pte Ltd 董事长及总经理 2006 -至今：丰益国际董事长兼首席执行官 2005-2019.1：益海嘉里有限董事长 2019.1 月-至今：益海嘉里本公司董事长
潘锡源	董事	57	2002-2008：CapitaMall Trust Management Limited 执行董事兼首席执行官 2004-2008：CapitaLand Financial Limited、CapitaLand Retail Limited 首席执行官 2008-2009：DLF International Holdings Pte. Ltd.首席执行官 2009-2012：创办 Perennial Real Estate Pte. Ltd.任公司首席执行官 2011-2014： Perennial China Retail Trust Management Pte. Ltd.执行董事兼首席执行官 2012-2014：Perennial Real Estate Holdings Pte. Ltd.副董事长兼总裁 2014-至今：Perennial Real Estate Holdings Limited 首席执行官兼执行董事 2016-至今：丰益国际首席运营官兼执行董事 2017-至今：United Engineers Limited 非执行董事 2019.1-至今：益海嘉里董事。
穆彦魁	董事 总裁	61	1978-1980：于河北省商业学校学习 1980-1983：任河北省粮食局干部 1983-1985：郑州粮食学院学习 1985-1990：河北省粮食局副主任科员 1991-1993：河北省油脂公司经理 1993-1995：河北省油脂公司副总经理 1995-1997：河北省油脂公司总经理 1997-2000：河北省粮油集团副总裁 2000-2011：秦皇岛金海粮油工业有限公司总经理 2002-2009：上海益海企业发展有限公司董事长 2005-2019.1：益海嘉里有限副董事长 2019.1-至今：担任本公司董事、总裁。
牛余新	董事 副总裁	58	1991.6-1998.8：山东济南油脂公司总经理助理、副总经理 1998.8-2000：康惠油脂公司总经理 2000-2005：益海（烟台）粮油工业有限公司总经理 2002-2009：上海益海企业发展有限公司总经理 2005-2019.1：益海嘉里有限董事、总经理。 2019.1-至今：担任本公司董事、副总裁。
陆玫妤	董事	51	1994-1997：毕马威会计师事务所（吉隆坡）审计 1998-1999：毕马威会计师事务所（新加坡）审计 2000 年:普华永道会计师事务所（新加坡）审计经理 2000-2003：Wilmar Trading Pte Ltd 财务经理 2003-2005：上海益海企业发展有限公司财务总监

			2005-2019.1：益海嘉里有限董事、财务总监 2019.1-至今：本公司董事、财务总监。
唐绍明	董事	46	1998-2005 年：司力达律师楼律师 2005-2008：瑞银投资银行资本市场部执行董事 2009-2012.5：任丰益国际投资部负责人 2010-至今，任 Kerry Holdings Limited 投资部总监。 2019.1-至今：本公司董事。
洪美玲	董事会秘书财务副总监	46	1997-2003：普华永道会计师事务所（新加坡） 2003-2005：Wilmar Trading Pte Ltd 财务经理 2005-2019.1：益海嘉里有限财务部副总监 2019.1-至今：担任公司董事会秘书、财务副总监
徐学兵	研发中心总经理	59	1987-1995：先后担任郑州粮食学院食品工程系助教、讲师、教研室主任、副教授、副主任 1995-1996：在丹麦技术大学担任访问学者 2000-2008：先后在丹麦技术大学担任生物中心生物博士后研究员、助理教授、副教授、研究组负责人 2008-2009：任奥胡斯大学教授 2010-至今：丰益（上海）生物技术研发中心有限公司总经理
凌国锋	生产部总监	46	1996-2001：东海粮油工业（张家港）有限公司车间主任 2001-2005：益海（烟台）粮油工业有限公司生产经理 2005-2009：益海（广汉）粮油饲料有限公司副总经理 2009-2010：泉州福海粮油工业有限公司副总经理 2010-至今：任本公司生产部总监。
潘坤	品管部总监	46	2000-2014：先后任南海油脂工业(赤湾)有限公司文员、 主管、经理、总经理助理、副总经理 2012-2014：益海嘉里有限生产部高级技术经理 2014.9-至今：任本公司品管部总监、公共事务副总监。

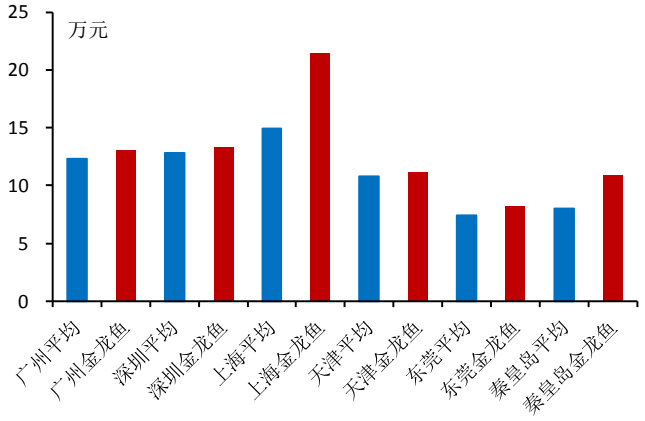
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图84、行业公司人均薪酬对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图85、公司主要生产经营地平均薪酬与当地平均薪酬



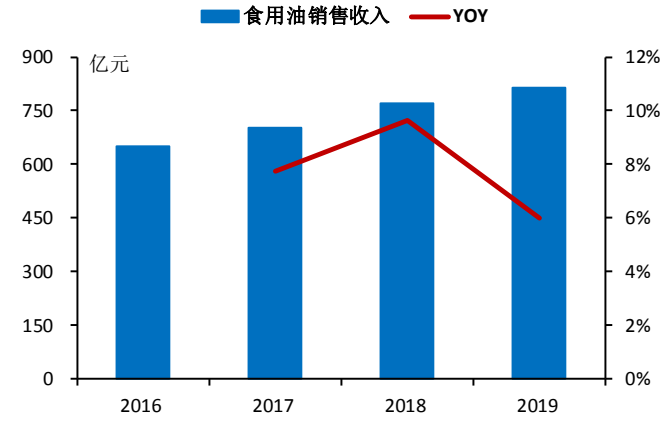
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4、结构优化+品类拓展，增长有望提速

4.1、食用油：C 端结构升级，B 端提份额

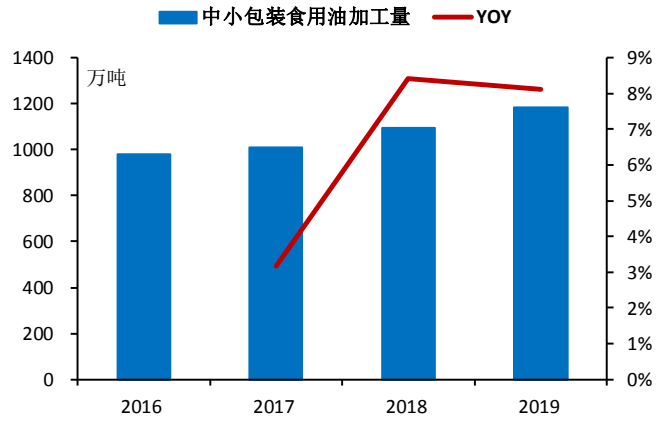
公司食用油销售稳增，品类上预计以调和油、大豆油为主。2016-2019 年公司食用油销售收入从 651 亿增至 815 亿，CAGR=7.8%；中小包装食用油加工量从 979 万吨增至 1184 万吨，CAGR=6.5%。预计零售渠道调和油占比最高，餐饮渠道主要为豆油，食品工业渠道主要为棕榈油、豆油。此外公司还有部分油脂贸易业务。

图86、公司食用油营收稳步增长



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

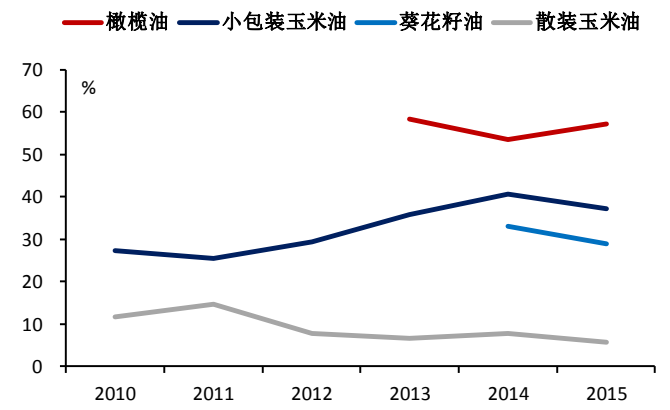
图87、中小包装食用油加工量



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

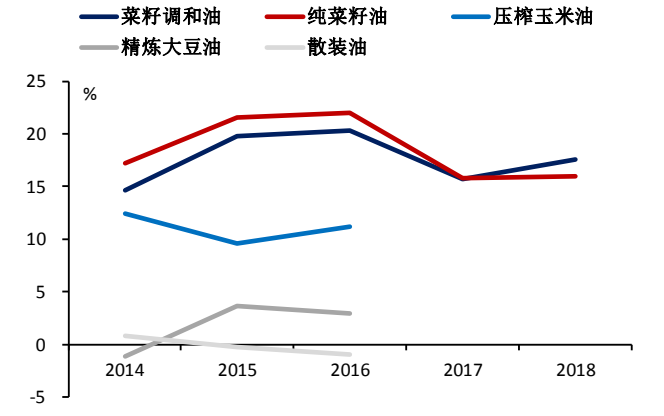
目前市场上食用油产品同质化较高，先发优势、产品品质、品牌营销共同决定了产品溢价。不同于调味品，同品类不同品牌的食用油在风味上几无差异，各产品之间替代性强。但细分市场中，在产品品质、定位、营销上契合消费者健康营养的需求，并具备先发优势的企业仍可获取品牌溢价，因而不同品类、不同品牌的产品毛利率差异巨大。

图88、西王食品各品种食用油毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图89、道道全各品种食用油毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从行业上市公司披露数据来看，西王食品主打的玉米胚芽油定位中高端市场，品牌推广和消费者教育充分，毛利率在 40%左右，远高于道道全的普通压榨玉米油 11%的毛利率，但仍低于橄榄油 60%的毛利率。低端的精炼大豆油、散装玉米油毛利率则低至 5%左右。从零售价看，率先布局细分市场并精准营销的金龙鱼调和油、胡姬花花生油、鲁花花生油和菜籽油、西王玉米油、欧丽薇兰橄榄油由于具备更高品牌溢价，在电商上售价高于其他品牌同类产品，且销量领先。

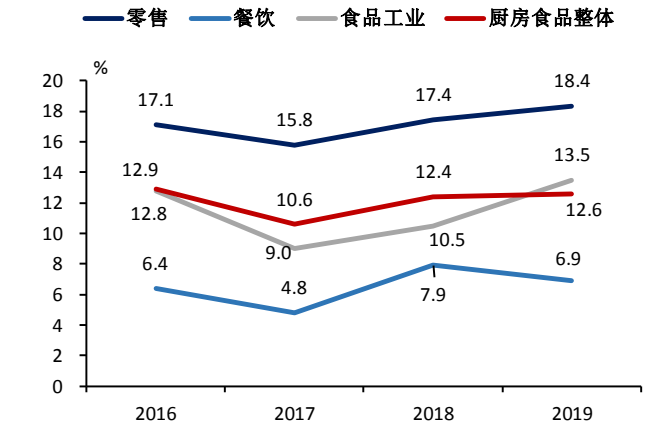
表9、各品牌产品天猫旗舰店销售情况（截至 1 月 8 日）

品类	产品名称	售价	规格	单价(元/L)	累计销量
豆油	金龙鱼精炼一级大豆油	53.9	5L	10.8	3700
	金龙鱼非转基因精炼一级大豆油	59.9	5L	12.0	6347
	福临门非转基因一级大豆油	**69.9**	**5L**	**14.0**	**20510**
	鲁花非转基因大豆油	86.9	5L	17.4	16922
调和油	福临门花生原香食用调和油	56.9	5L	11.4	9411
	金龙鱼花生浓香型食用植物调和油	**58.9**	**5L**	**11.8**	**31875**
	金龙鱼黄金比例食用调和油（非转基因）	79.9	5L	16.0	21595
	鲁花 1:5-10 食用植物调和油	99.9	5L	20.0	6185
菜籽油	金龙鱼纯香低芥酸菜籽油（非转基因）	69.9	5L	14.0	35497
	道道全浓香菜籽油（非转基因）	76.8	5L	15.4	27265
	鲁花低芥酸特香菜籽油（非转基因）	**89.9**	**5L**	**18.0**	**87900**
	金龙鱼外婆乡小榨风味菜籽油（非转基因）	99.9	5L	20.0	12582
	鲤鱼牌正宗原香菜籽油	129.9	400ml*12	27.1	19852
玉米油	福临门非转基因压榨玉米油	69.9	5L	14.0	79262
	金龙鱼玉米油（非转基因）	72.9	5L	14.6	8562
	多力压榨玉米油	83.6	5L	16.7	13977
	长寿花金胚玉米油	139.9	3.68L*2	19.0	55404
	鲁花物理压榨玉米油（非转基因）	99.9	5L	20.0	69847
	西王玉米胚芽油	**79.9**	**4L**	**20.0**	**137076**
葵花籽油	金龙鱼自然葵香葵花籽油	74.9	5L	15.0	8712
	福临门葵花籽油	84.9	5L	17.0	3035
	鲁花压榨葵花仁油	89.9	5L	18.0	46262
	多力葵花籽油	**129.0**	**3.86*2**	**35.1**	**256386**
花生油	金龙鱼浓香花生油（压榨一级）	105.9	5L	21.2	46290
	福临门花生油	129.9	5L	26.0	35552
	多力压榨一级浓香花生油	156.9	5L	31.4	3596
	福临门家香味传承土榨花生油	159.9	5L	32.0	2284
	鲁花 5S 压榨一级花生油	**129.9**	**4L**	**32.5**	**76778**
	胡姬花古法小榨花生油	199.9	5L	40.0	50511
橄榄油	**欧丽薇兰橄榄油礼盒**	**158.0**	**750ml*2**	**105.3**	**434586**
	贝蒂斯特级初榨橄榄油	258.0	750ml*2	172.0	14679
茶籽油	金龙鱼油茶籽油	398.0	5L	79.6	1429
	金浩山茶油	**438.0**	**5L**	**87.6**	**30560**

资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

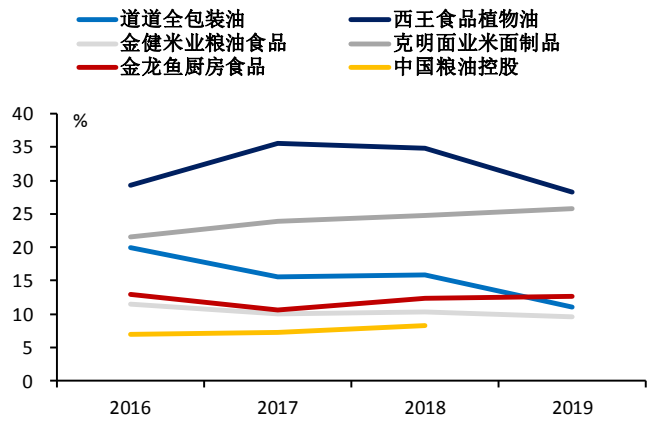
随着产品结构优化，食用油零售端盈利能力有望缓慢提升。近年菜籽油、花生油、玉米油已占据我国小包装食用油 50%的市场份额，大豆油、调和油占比逐年下降。由于推广时间早，消费者对“金龙鱼调和油”认知强，在花生油、玉米油等细分品类中鲁花、西王等先发优势明显。为推进品牌形象高端化，公司随后采取多品牌战略，推出胡姬花花生油、鲤鱼菜籽油、欧丽薇兰橄榄油、金龙鱼稻米油等主攻中高端市场。其中欧丽薇兰市占率预计已达 60%以上，胡姬花花生油在电商平台上销量逐渐比肩鲁花。随着产品结构优化，公司零售端食用油毛利率中枢有望不断上移。

图90、厨房食品各渠道毛利率



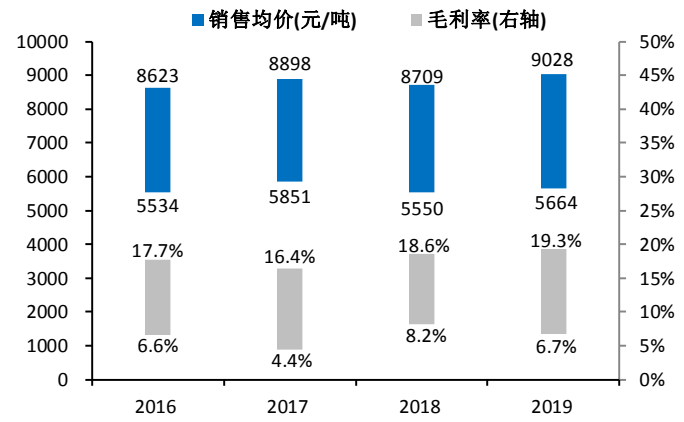
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图91、行业公司粮油业务毛利率



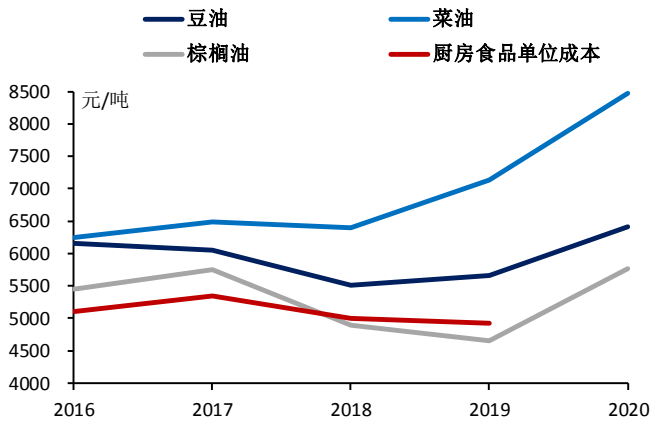
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图92、公司食用油产品各渠道销售均价、毛利率区间



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图93、各植物油毛油价格

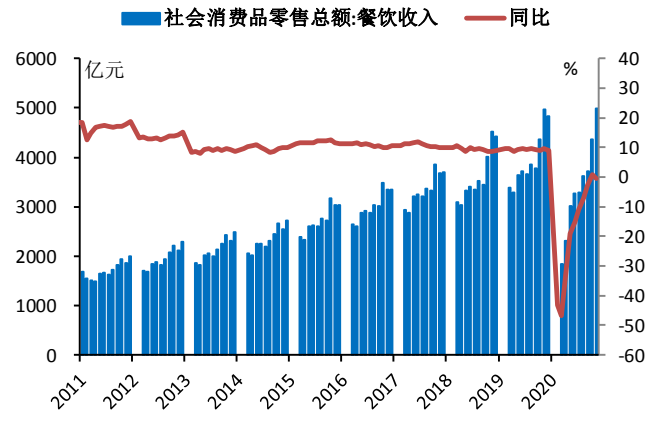


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

餐饮渠道提量空间更大、增速更快。据 Euromonitor，2014-2019 年国内包装食用油餐饮渠道销量 CAGR=6.3%，高于零售端的 3.8%，仅 2020 年受疫情影响下滑，2021 年或恢复正增长。预计公司餐饮渠道食用油销量超 200 万吨，在餐饮用油总量中占比约 10%-20%，未来较零售端提量空间更大、增速更快。餐饮渠道公司直销占比高，客户优质且稳定，随着餐饮散油消费向包装油转变，公司可借助低成本优

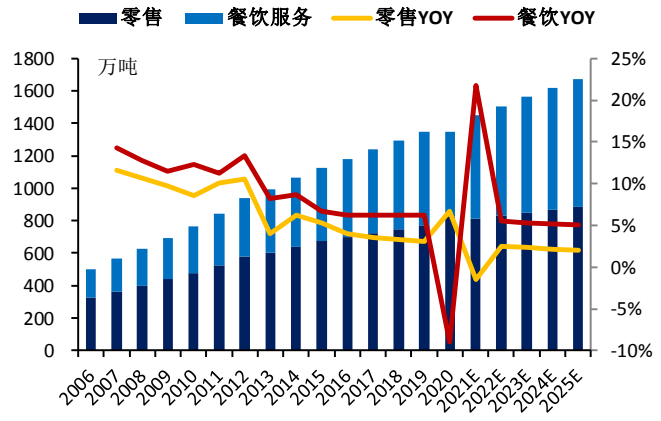
势快速抢占餐饮食用油市场。

图94、社消餐饮收入同比增速转正



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图95、全国包装食用油餐饮渠道销售占比提升

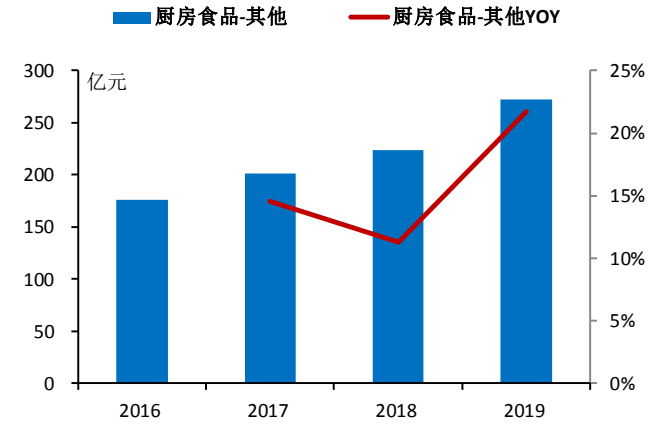


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、米面：品牌经验易复制，成长空间大

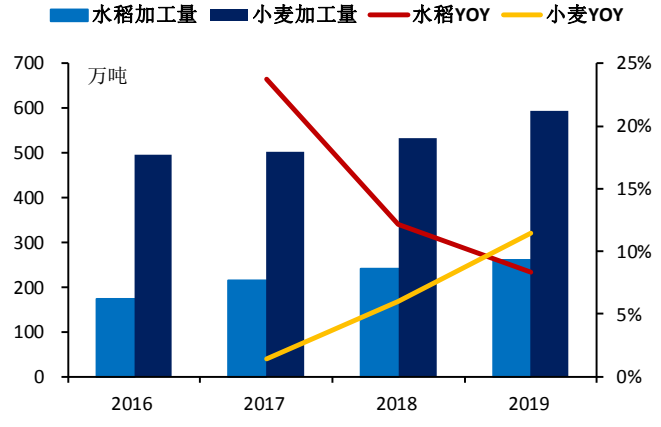
米面市场格局分散，借助金龙鱼品牌推广阻力小。目前公司米、面销量预计均不足 500 万吨，全国大米、小麦消费量均在亿吨以上，公司市占率不足 5%，成长空间广阔。米面行业格局分散，大量地方小品牌充斥市场，随主粮消费包装化、中高端化发展，公司借助“金龙鱼”品牌及现有渠道网络复制食用油推广经验，市场份额有望持续提升。此外面粉方面，公司通过延伸至面粉加工品、专用粉领域，进一步提升面粉业务盈利能力。

图96、米面等其他厨房食品收入增速高于食用油



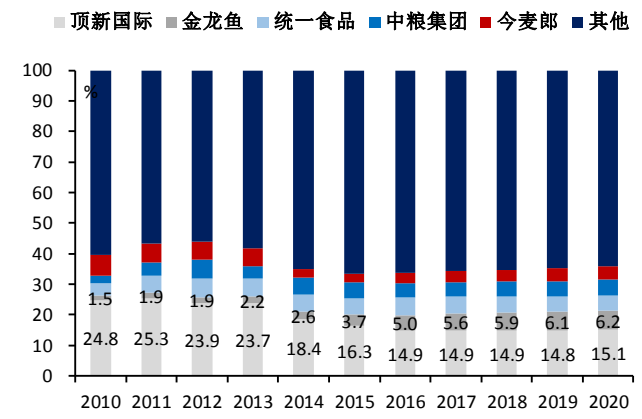
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图97、公司小麦加工量增速提升



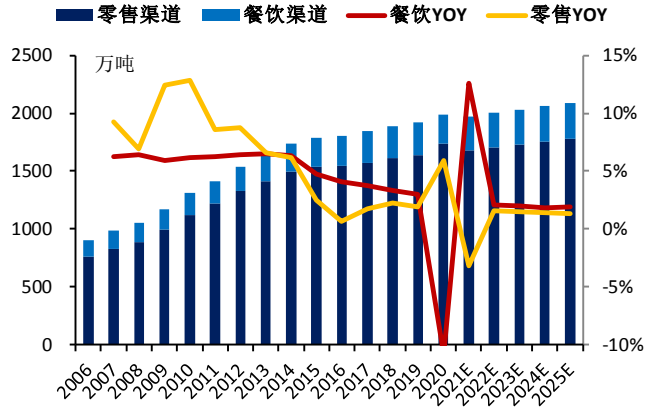
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图98、各品牌全国包装米和面条零售额市场份额



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图99、全国包装米和面条零售、餐饮渠道销量

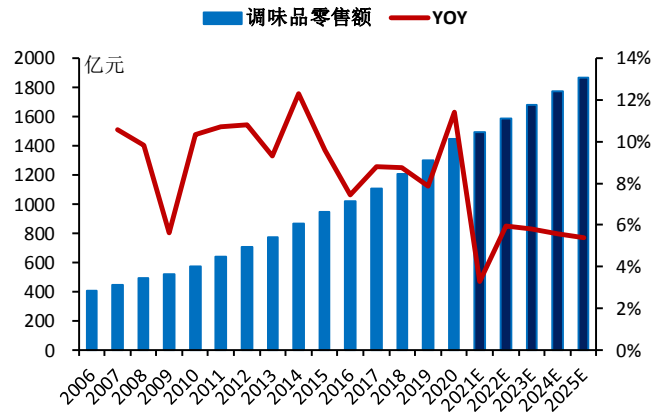


资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、调味品：借助平台优势进一步扩品类

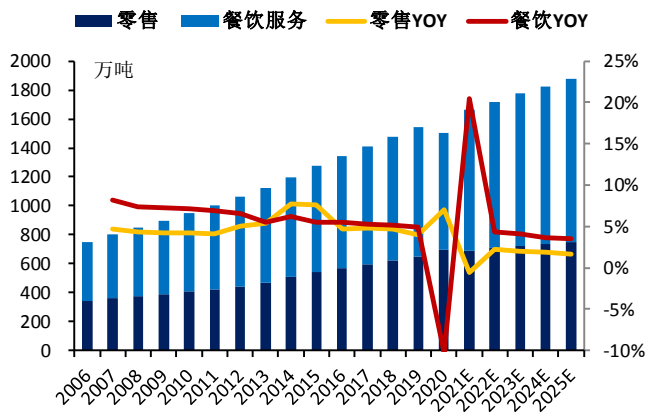
享平台协同优势，切入调味品进一步扩品类。调味品与粮油业务在生产、渠道、客户方面高度协同，其中酱油行业毛利率约 40%-50%、净利率约 15%-30%，远高于以薄利多销为主的粮油加工业。2019 年我国调味品零售规模 1450 亿，2015-2020 年 CAGR=8.8%，龙头海天味业市占率约 7%，行业整体仍分散。酱油细分领域，预计海天市占率约 15%-20%，CR5 约 30%-40%，品牌格局已成形，龙头地位稳固，地方品牌本地消费者粘性高，直接参与竞争难度大。

图100、全国调味品零售额



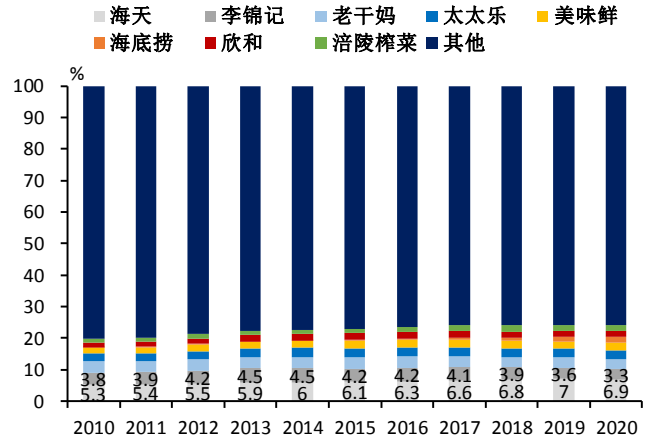
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图101、零售、餐饮渠道调味品销量及增速



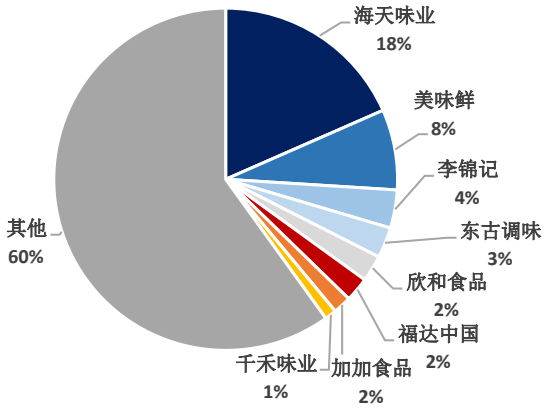
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图102、各公司调味品零售额份额



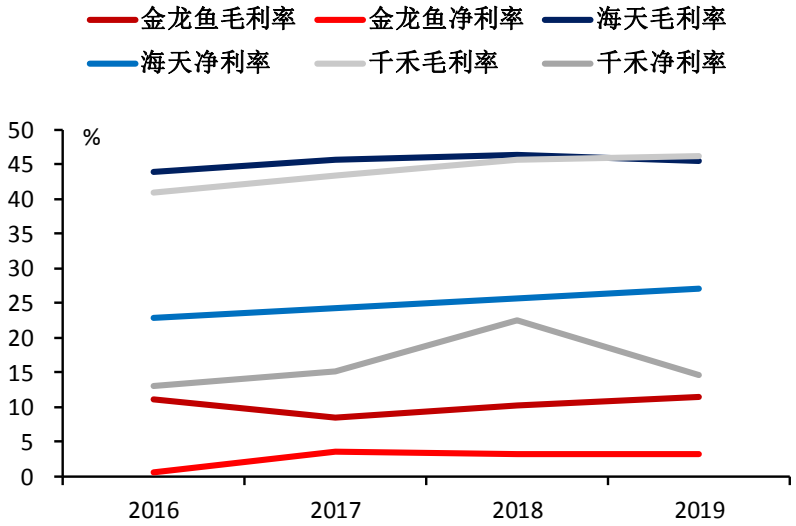
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图103、2018 年酱油行业产量份额



资料来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图104、公司与调味品企业毛利率、净利率对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司调味品业务仍处起步阶段。目前公司在泰州、晋中、上海、青岛、武汉、成都、天津等地均建立了调味品生产基地，产品包括芝麻油、花椒油、藤椒油、芝麻酱、酱油、醋等，品牌包括“金龙鱼”、“丸庄”、“梁汾”、“海皇”等。公司芝麻油产品市占率约 19%，发展较成熟。酱油方面，2017 年公司与拥有百年历史的台湾丸庄在江苏泰州合资建厂。2019 年推出“丸庄”黑豆酱油，主打零售高端市场。公司借鉴鲁花，进入初期主要以低成本的捆绑搭赠形式推广，预计目前销售体量不到 2 万吨。随着市场培育成熟及渠道下沉，调味品业务有望借助公司的产业链综合平台快速成长。

图105、公司调味品主要产品图示

资料来源：京东，兴业证券经济与金融研究院整理

图106、超市中公司的酱油产品随食用油产品捆绑赠送

资料来源：家乐福，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与投资建议

盈利预测与投资建议：公司是国内粮油行业龙头，品牌、渠道、成本壁垒深厚，随着行业消费升级，公司将借助平台优势进一步扩品类、优化产品结构、提升市场份额，未来有望保持稳步增长。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.37、1.52、1.71 元，基于 2021 年 1 月 15 日收盘价，对应 PE 为 87.1、78.5、69.5 倍，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

表10、2020-2022 年公司营收预测（百万元）

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入	167073.52	170743.42	194324.4	217948.1	230642.3
	YOY	10.8%	2.2%	13.8%	12.2%	5.8%
	营业成本	150020.74	151275.56	171689.1	193153.8	203792.3
	YOY	8.7%	0.8%	13.5%	12.5%	5.5%
	毛利率	10.2%	11.4%	11.6%	11.4%	11.6%
厨房食品	营业收入	99309.7	108783.4	117562.2	131904.8	139608.0
	YOY	10.0%	9.5%	8.1%	12.2%	5.8%
	营业成本	87019.4	95032.7	101742.0	114490.3	120805.6
	YOY	7.8%	9.2%	7.1%	12.5%	5.5%
	毛利率	12.4%	12.6%	13.5%	13.2%	13.5%
饲料原料与油脂科技产品	营业收入	66909.7	60954.5	75705.5	84941.5	89902.1
	YOY	12.3%	-8.9%	24.2%	12.2%	5.8%
	营业成本	62514.5	55665.4	69328.5	78015.3	82318.7
	YOY	10.1%	-11.0%	24.5%	12.5%	5.5%
	毛利率	6.6%	8.7%	8.4%	8.2%	8.4%
其他主营	营业收入	435.3	511.6	562.8	607.8	638.2
	YOY	11.8%	17.5%	10.0%	8.0%	5.0%

	营业成本	238.8	327.4	368.6	398.1	418.0
	YOY	2.6%	37.1%	10.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	45.1%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
其他业务	营业收入	418.8	494.0	494.0	494.0	494.0
	YOY	-18.6%	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	248.0	250.1	250.1	250.1	250.1
	YOY	-22.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	40.8%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：蓝色底纹为主要假设

表11、可比公司盈利预测与估值对比（1 月 15 日）

代码		市值 (亿元)	EPS（元）				PE				PB
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
002852.SZ	道道全	38	0.45	0.51	0.99	1.26	29.5	26.1	13.4	10.5	1.9
002661.SZ	克明面业	64	0.63	0.95	1.11	1.32	30.4	20.2	17.2	14.5	2.5
9633.HK	农夫山泉	6562	0.46	0.46	0.57	0.68	105.5	105.5	85.9	72.1	43.5
603288.SH	海天味业	6630	1.98	1.96	2.32	2.73	103.3	104.4	88.3	74.9	36.4
平均值							**67.2**	**64.1**	**51.2**	**43.0**	**21.1**
300999.SZ	**金龙鱼**	**6453**	**1.00**	**1.37**	**1.52**	**1.71**		**87.1**	**78.5**	**69.5**	**9.35**

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除金龙鱼外其他公司数据来自 Wind 一致预期

6、风险提示

政策变化、农产品价格剧烈波动、套期保值风险、食品安全风险

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	116019	137190	151180	164009
货币资金	64612	82260	87610	98007
交易性金融资产	483	483	483	483
应收账款	6188	7043	7899	8359
其他应收款	1415	1611	1806	1912
存货	34551	38819	43570	46197
非流动资产	54666	49362	48458	46530
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	2347	2623	2623	2623
投资性房地产	231	231	231	231
固定资产	24439	24492	23329	21521
在建工程	4497	2274	1174	625
油气资产	0	0	0	0
无形资产	12603	12938	13413	13949
资产总计	170685	186552	199637	210539
流动负债	98661	93945	97676	98359
短期借款	73442	73442	73442	73442
应付票据	4601	4697	5282	5782
应付账款	5392	6119	6885	7264
其他	15226	9686	12067	11871
非流动负债	3549	2731	3051	3094
长期借款	2393	2343	2343	2343
其他	1155	388	708	750
负债合计	102210	96677	100727	101453
股本	4879	5422	5422	5422
资本公积	24686	37380	37380	37380
未分配利润	34106	41639	49313	57986
少数股东权益	3676	4176	4732	5360
股东权益合计	68475	89875	98910	109086
负债及权益合计	170685	186552	199637	210539

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5408	7405	8219	9289
折旧和摊销	2325	2483	2656	2755
资产减值准备	2102	430	192	-178
无形资产摊销	186	163	168	172
公允价值变动损失	-262	258	260	259
财务费用	421	3298	3256	3229
投资损失	-1013	-980	-997	-989
少数股东损益	156	501	556	628
营运资金的变动	4012	-7498	-5054	-1528
经营活动产生现金流量	13528	8892	8453	13608
投资活动产生现金流量	-1458	17	153	18
融资活动产生现金流量	-13706	8738	-3256	-3229
现金净变动	-1620	17648	5350	10398
现金的期初余额	24359	64612	82260	87610
现金的期末余额	22739	82260	87610	98007

利润表

单位：百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	170743	194324	217948	230642
营业成本	151276	171681	193145	203783
营业税金及附加	410	466	523	553
销售费用	8025	8356	9372	9918
管理费用	2574	2915	3269	3460
财务费用	554	3298	3256	3229
资产减值损失	-2102	-1151	-1446	-1566
公允价值变动	262	258	260	259
投资收益	1013	980	997	989
营业利润	7069	9998	11085	12514
营业外收入	51	51	51	51
营业外支出	162	162	162	162
利润总额	6958	9888	10975	12403
所得税	1394	1982	2199	2486
净利润	5564	7906	8775	9918
少数股东损益	156	501	556	628
归属母公司净利润	5408	7405	8219	9289
EPS（元）	1.00	1.37	1.52	1.71

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	2.2%	13.8%	12.2%	5.8%
营业利润增长率	5.0%	41.4%	10.9%	12.9%
净利润增长率	5.5%	36.9%	11.0%	13.0%
盈利能力				
毛利率	11.4%	11.7%	11.4%	11.6%
净利率	3.2%	3.8%	3.8%	4.0%
ROE	8.3%	8.6%	8.7%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	59.9%	51.8%	50.5%	48.2%
流动比率	1.18	1.46	1.55	1.67
速动比率	0.82	1.04	1.09	1.19
营运能力				
资产周转率	100.4%	108.8%	112.9%	112.5%
应收帐款周转率	3013.2%	2937.3%	2917.2%	2837.2%
每股资料（元）				
每股收益	1.00	1.37	1.52	1.71
每股经营现金	2.50	1.64	1.56	2.51
每股净资产	11.95	15.81	17.37	19.13
估值比率（倍）				
PE	119.3	87.1	78.5	69.5
PB	10.0	7.5	6.9	6.2

分析师声明

本人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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn