金龙鱼（300999）

粮油产业一体布局，强渠道创增量空间

增持（首次）

2020 年 12 月 03 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	170,743	189,825	212,508	236,571
同比（%）	2.2%	11.2%	11.9%	11.3%
归母净利润（百万元）	5,408	7,167	8,102	9,275
同比（%）	5.5%	32.5%	13.1%	14.5%
每股收益（元/股）	1.00	1.32	1.49	1.71
P/E（倍）	69.09	52.14	46.12	40.29

投资要点

- **粮油米面行业领军品牌，巩固包装油领先优势，延伸产业链，业绩稳步增长：** 1990 年公司推出第一瓶“金龙鱼”小包装食用油，成为国内包装食用油行业的奠基人。通过覆盖厨房食品，饲料原料和油脂科技三大板块，扩大产品组合，并利用渠道协同性实现不同消费人群的广泛覆盖。2019 年公司实现收入 1707 亿元，同比增长 2.2%，对应实现净利 54 亿元，同比增长 5.5%，其中厨房食品贡献收入占公司 64%，利润占比 77%。

- **消费升级带来增长机会，粮油子行业多元发展：1）食用油：千亿市场，格局已定。**随着居民消费水平提高，中小包装食用油成趋势。中国包装食用油经历了 2005-2013 年的高速增长之后以逐渐进入成熟阶段，增速有所放缓，19 年国内包装化食用油市场规模已突破千亿，预计未来仍将继续扩张。从竞争格局看，国内包装食用油 CR5 为 67.4%，集中度较高。**2）米面：主食消费需求增长放缓，公司稳居第一。**大米供给始终充足，2019 年我国大米产量和消费量分别为 1.47 亿吨和 1.43 亿吨。由于我国居民饮食结构改变以及传统农业结构调整，大米和小麦需求增速趋于平稳。包装米面集中度较高，CR3>40%，公司 2019 年包装米和面粉现代渠道份额分别为 18.4/26.5%，均高于竞争对手。

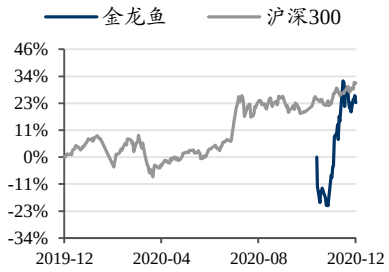
- **产业一体化布局提高附加值，渠道强掌控力助力横向延伸：1）成本端：原材料成本控制+产业链布局降低运营成本。**生产成本上，公司有丰富的控制成本经验，一方面通过对经销商库存的联网管理来优化生产运营节奏，另一方面通过套期保值等衍生金融工具降低原材料大幅波动可能带来的风险。通过循环经济，公司实现产业的转型升级，使产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。运输成本上，公司拥有 65 个已投产生产基地，产业链一体化布局能够提高运营效益。**2）渠道：直营占比高，积极下沉。**19 年公司直营收入占比 69%，贡献主要收入，并且面向下游有较强议价权。公司积极优化销售布局，扩大运营边界，重视县级城市、农村、乡镇市场，积极推动渠道下沉。**依托强渠道，为多元化打开空间。**公司全渠道的营销网络，为其推广其他厨房食品品类奠定了良好的基础，通过持续的投入，包装米现代渠道市场占有率达到第一，芝麻油业务也坐稳行业前三。2015 年与台湾老牌酱油企业九庄合建酱油项目，进一步完善产品矩阵。

- **盈利预测与投资评级：**从国内可比公司看，道道全/克明面业对应 20/21 年平均估值分别为 28/19 倍，而公司作为龙头，在品牌溢价、渠道掌控力上有显著优势，多元化后盈利能力有望提升，享受估值溢价；预计 20-22 年归母净利润同增 33/13/15%，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**下游需求波动风险；原材料价格波动风险；行业竞争带来的风险；食品安全风险。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.92
一年最低/最高价	39.51/75.96
市净率(倍)	4.87
流通 A 股市值(百万元)	24586.41

基础数据

每股净资产(元)	14.15
资产负债率(%)	58.30
总股本(百万股)	5421.59
流通 A 股(百万股)	356.74

相关研究

内容目录

1. 粮油米面行业领军品牌，包装油行业奠基人 5
1.1. 三十载革新淬炼，包装油领军者 5
1.2. 稳步增长，大象起舞 7
2. 行业：粮油市场多元发展，行业格局初定 9
2.1. 食用油：千亿市场，格局已定 9
2.2. 食用油去散油化、小包装化 10
2.3. 米面：主食消费需求增长放缓，益海嘉里稳居第一 12
2.4. 饲料原料：下游周期回暖，实现稳步增长 13
3. 产业一体化布局提高附加值，渠道强掌控力具备议价权 15
3.1. 原材料成本控制+纵向延伸降低运营成本 15
3.1.1. 原材料为主要生产成本，成本控制经验足 15
3.1.2. 销地产模式降低运输成本 16
3.1.3. 产业链延伸，变废为宝 17
3.2. 渠道强掌控，横向延伸打造粮油帝国 19
3.2.1. 直营占比高、渠道控制力强，经销渠道辅助渠道下沉打开空间 19
3.2.2. 依托强渠道，衍生产业链，多元化打开增长空间 20
4. 盈利预测与投资建议 22
5. 风险提示 23

图表目录

图 1：主要产品系列 6
图 2：金龙鱼处于粮油加工产业链中游 6
图 3：益海嘉里发行前股权结构（2019.12.31） 7
图 4：益海嘉里发行后股权结构（2020.10.15） 7
图 4：金龙鱼收入步入稳健增长期 8
图 5：疫情提振必选需求，利润高成长 8
图 6：2013-2019 年中国人均可支配收入 9
图 7：2010-2019 年中国餐饮收入 9
图 8：13 年后包装油逐渐走出高速成长期 9
图 9：包装油行业预计未来低个位数增长 9
图 10：国内粮油产销量 10
图 11：2019 年国内包装食用油市场份额 10
图 12：不同规格包装食用油销售量份额 11
图 13：2017-2019 年小包装食用植物油全国销售量份额 11
图 14：小包装食用植物油销售量份额（%） 12
图 15：小包装食用植物油销售额份额（%） 12
图 16：2008-2019 年中国大米产量和消费量 13
图 17：2008-2019 年我国小麦产量 13
图 18：包装米厂商全国现代化渠道销售量份额 13
图 19：包装面粉厂商全国现代化渠道销售量份额 13
图 20：2009-2018 年我国猪、牛、羊出栏量 14
图 21：2009-2018 年我国家禽出栏量 14
图 22：2008-2018 年我国饲料总产量 14
图 23：行业应收账款周转率比较 15
图 24：行业应付账款周转率比较 15
图 25：CBOT 大豆期货走势 16
图 26：公司商品衍生金融工具损益合计（亿元） 16
图 27：主要生产基地 16
图 28：公司水稻循环经济模式 18
图 29：泰州综合企业群鸟瞰图 18
图 30：2019 年国内芝麻油业务市场格局 21
图 31：京东渠道九庄酱油+芝麻油+花椒油组合装 21

表 1：金龙鱼发展主要时间线 5
表 2：主要原材料关联方采购额 7
表 3：金龙鱼分项业务拆分 8
表 4：食用油行业主要品类拆分 12
表 5：公司销售费用投放效率高，运费/销售费用比达到 1/3 17
表 6：IPO 募投项目 17
表 7：销售人员数及人均薪酬上涨远超平均 19
表 8：公司经销渠道拆分 19

表 9：分渠道客户及产品概览.....20
表 10：金龙鱼蓄势布局大米业务.....21
表 11：金龙鱼分业务拆分.....22
表 12：可比公司估值.....23

1. 粮油米面行业领军品牌，包装油行业奠基人

1.1. 三十载革新淬炼，包装油领军者

三十年风雨兼程，创造国民粮油第一品牌。1987 年，嘉里集团与中粮旗下鹏利公司合资成立了南海投资（金龙鱼前身），推出包装食用油系列产品，完成了国内食用油包装化的教育，并坐稳了第一的宝座；此后金龙鱼利用渠道的协同性创立米面业务，开启多元化，至今已成为国内粮油第一品牌。

表 1：金龙鱼发展主要时间线

时间	事件
1987	嘉里集团与中粮旗下鹏利公司合资成立了南海投资
1988	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
1990	第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世，定位相对高端，利用企事业单位“福利油”的销售方式打开市场。
1992	嘉里粮油小包装食用油家族壮大，开始推出其余品牌小包装食用油
1993-1996	上海嘉里、青岛嘉里等其他生产金龙鱼系列小包装食用油的生产企业陆续投产，金龙鱼生产网络扩大；业内其他品牌普涨背景下，金龙鱼稳固价格抢占份额。
1994	开展大豆压榨产业链相关业务，延伸产业链布局
1995	股东中粮自创品牌，推出“福临门”小包装食用油
1996	嘉里粮油首创在央视投放广告片“金龙鱼—金光神州闪”篇，借助央视的强大渗透力，小包装食用油以及金龙鱼，得到消费者广泛关注，成为中国第一家树立品牌概念、传播品牌形象的食用油企业
2000	① 金龙鱼走过十年，十年的努力，使小包装食用油健康理念深入人心 ② 公司投入专门人力物力，进行第二代调和油的研发工作
2001	股东中粮向集团出售南海油脂股份
2002	① 依据脂肪酸原理进行研发的金龙鱼第二代调和油，隆重上市 ② 10 月，“金龙鱼——万家灯火篇”喜获“AD 盛典观众最受欢迎”广告篇第一名 ③ 12 月，南海油脂被深圳市政府授予全市粮油行业唯一的市级企业技术中心
2003	① “金龙鱼”产品全面实施 ISO9000 国际质量管理及保证体系，旗下多品牌均获得“产品质量免检证书”称号 ② 12 月 12 日，以金龙鱼为代表的嘉里粮油系列小包装食用油销量突破一百万吨
2005	① 公司前身益海投资有限公司成立 ② 金龙鱼荣获中国名牌产品称号 ③ 截至 05 年，益海已收购国内十余家中型榨油厂
2006	① 金龙鱼成为中国女排主赞助商，成为北京 2008 年奥运会食用油独家供应商 ② 在佳木斯创建首个“水稻循环经济模式”实验基地，探索“精深加工、变废为宝”的全新产业模式
2008	① 国际豆油原料大幅上涨背景下，金龙鱼向国家发改委提出了涨价申请，并顺利获批；但 08H2 金龙鱼发布降价通知，行业内部分企业因成本压力被迫失去市场份额 ② 成为北京“奥运会唯一指定食用油品牌”
2009	① 油籽压榨年加工量突破 1000 万吨 ② 为了更加系统地开展研发工作，成立上海研发中心
2010	“大米产业链创新技术”荣获中国粮油学会科学技术奖一等奖
2011	① 油脂精炼年加工量突破 500 万吨 ② 水稻年加工量突破 100 万吨
2012	油脂科技产品年消费量突破 100 万吨
2015	小麦年加工量突破 450 万吨

2016	食用油餐饮渠道年销量突破 100 万吨
2017	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
2018	① 食品工业专用油脂年销量突破 100 万吨 ② 成为北京 2022 年冬奥会官方粮油赞助商

数据来源：招股书，公司官网、东吴证券研究所

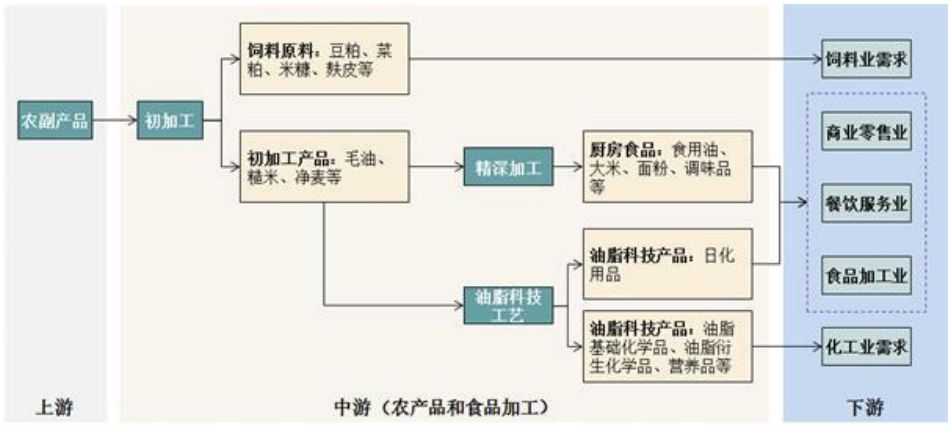
公司实行多品牌战略。覆盖厨房食品+饲料原料+油脂科技三大业务板块，通过建立多元化产品系列矩阵扩大产品组合，实现不同消费人群的广泛覆盖。尼尔森调研数据显示，2019 年公司在小包装食用植物油市场份额 38.4%，包装米现代渠道销售份额 18.4%，均为市占率第一，大幅领先竞品，成为米面粮油中品类代名词。

图 1：主要产品系列



数据来源：招股书，东吴证券研究所

图 2：金龙鱼处于粮油加工产业链中游



数据来源：招股书，东吴证券研究所

母公司实力雄厚，员工持股绑定利益。上市前公司 99.9%股份由丰益国际持有，阔海投资持有公司 0.01%股份，阔海投资持股人主要为金龙鱼员工；丰益国际为新加坡上市公司，是全球最大的棕榈油加工企业，其主要业务分为棕榈及月桂酸油、油籽和谷物、糖及其他业务四大板块。丰益国际大股东之一为美国公司 ADM，是一家农业生产、加

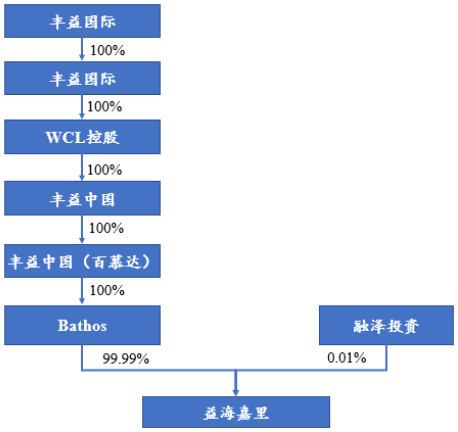
工、制造企业，以生产油籽、玉米及小麦加工闻名于世。ADM 和丰益国际也成为金龙鱼主要供应商之一，原料及生产发挥协同效应。

表 2：主要原材料关联方采购额

供应商	原材料类别	2019 年		2018 年度		2017 年度	
		金额（亿元）	占同类比重	金额（亿元）	占同类比重	金额（亿元）	占同类比重
丰益国际	棕榈及月桂酸油	101	56%	73	52%	91	57%
	其他	34	3%	19	1%	15	1%
ADM	大豆及加工品	65	12%	100	14%	119	18%
	其他	7	1%	1	0%	2	0%

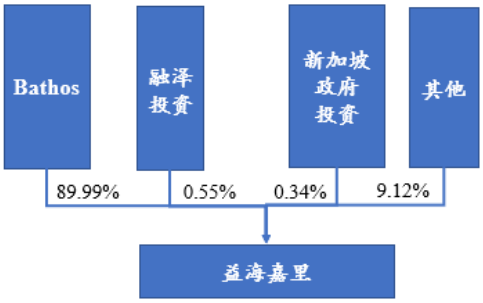
数据来源：招股书，东吴证券研究所

图 3：益海嘉里发行前股权结构（2019.12.31）



数据来源：招股书，东吴证券研究所

图 4：益海嘉里发行后股权结构（2020.10.15）

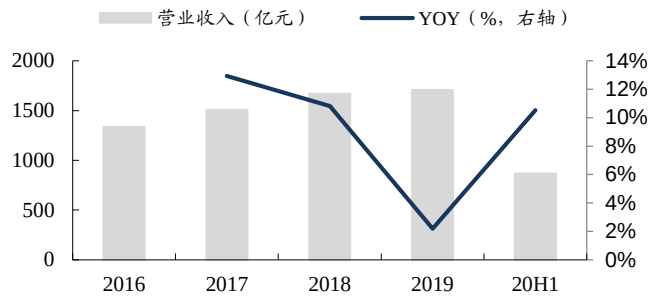


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 稳步增长，大象起舞

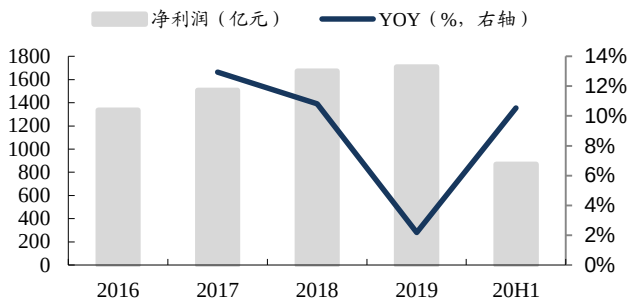
收入与净利持续稳健增长。19 年公司实现收入 1707 亿元，同比增长 2.2%，对应实现净利 54 亿元，同比增长 5.5%，得益于 17 年以来开展的降本增效，公司净利率提升至 3.3%。16 年公司因衍生品亏损导致当年利润出现较大波动，此后维持平稳增长状态，截至 20H1 公司实现净利率 3.6%。

图 5：金龙鱼收入步入稳健增长期



数据来源：招股书，东吴证券研究所

图 6：疫情提振必选需求，利润高成长



数据来源：招股书，东吴证券研究所

产业链延伸，餐厨+工业双引擎。金龙鱼厨房食品贡献主要收入，19 年厨房食品贡献收入占公司 64%，贡献利润总额占公司 77%，为主力业务；炼油副产品豆粕等经过加工后产出为饲料原料出售，主要面向工业客户；此外油脂科技收入贡献约占公司 15%。分业务看，深加工程度相对较高，直面消费者更高的厨房产品（主力为食用油）营业利润更高，19 年厨房食品营业利润率 4.9%，高出饲料原料及油脂科技 2.1pct。

表 3：金龙鱼分项业务拆分

	2016	2017	2018	2019
厨房食品（亿元）	**827**	**903**	**993**	**1,088**
其中：食用油（亿元）	651	702	769	815
其他厨房食品（亿元）	176	201	224	273
毛利率	*12.9%*	*10.6%*	*12.4%*	*12.6%*
营业利润率	*2.2%*	*4.2%*	*4.3%*	*4.9%*
饲料原料及油脂科技（亿元）	**499**	**596**	**669**	**610**
其中：饲料原料（亿元）				427
油脂科技（亿元）				183
毛利率	*7.3%*	*4.7%*	*6.6%*	*8.7%*
营业利润率	*-0.3%*	*3.8%*	*3.3%*	*2.8%*
其他业务收入（亿元）	9	9	9	10

数据来源：招股书，东吴证券研究所

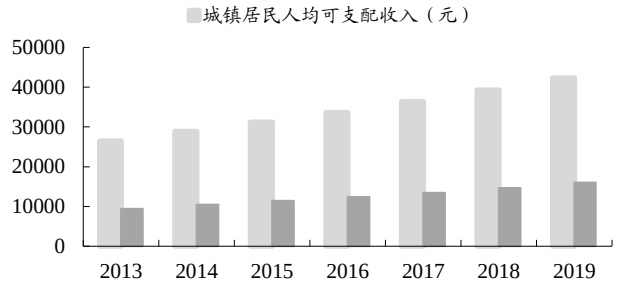
注：1、19 年饲料原料及油脂科技业务中，饲料原料销售收入占比约为 70%，油脂科技销售收入占比约为 30%，此处计算为约数；2、营业利润率=分项利润总额/对外交易收入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 行业：粮油市场多元发展，行业格局初定

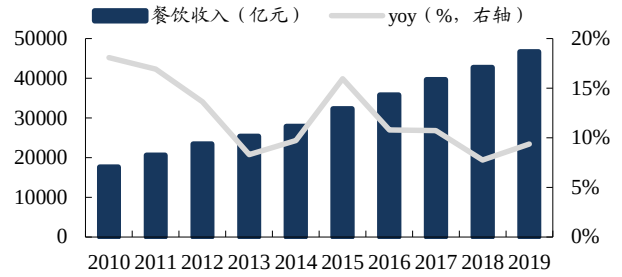
国民生活水平提高促进消费升级和餐饮行业发展，公司所处各个子行业迎来更多增长机会。2019 年我国城镇，农村可支配收入分别为 42359 元和 12061 元，六年内分别实现 8.16%和 9.23%CAGR。 随着人均可支配收入提高，人们对食品的安全，营养，美味的要求越来越高，这促进了家庭消费的升级，也拉动厨房食品的需求。2010 年至 2019 年我国餐饮行业发展迅速，2019 年餐饮行业实现收入 46720 亿元，9 年内实现 11.42%的 CAGR。居民消费升级和餐饮行业的扩张刺激了食用油，米面升级的需求。

图 7：2013-2019 年中国人均可支配收入



数据来源：招股书，东吴证券研究所

图 8：2010-2019 年中国餐饮收入

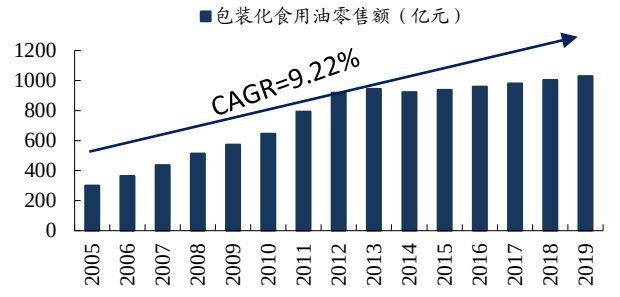


数据来源：招股书，东吴证券研究所

2.1. 食用油：千亿市场，格局已定

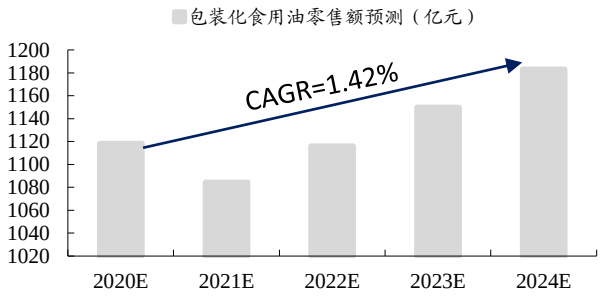
包装化食用油行业规模突破千亿，未来仍将持续增长。据 Euromonitor 统计，2005 年我国包装化食用油零售额约为 300 亿元，2019 年包装化食用油零售额达 1031 亿元，14 年实现了 9.22%的 CAGR。预计 2024 年包装化食用油零售额达将达到 1183 亿元，自 2020 起 4 年内将实现 1.42%的 CAGR。因 2020 年疫情导致消费者对必选消费品囤货需求较高，导致高基数，2021 年预计行业增速会略有下滑。

图 9：13 年后包装油逐渐走出高速成长期



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 10：包装油行业预计未来低个位数增长

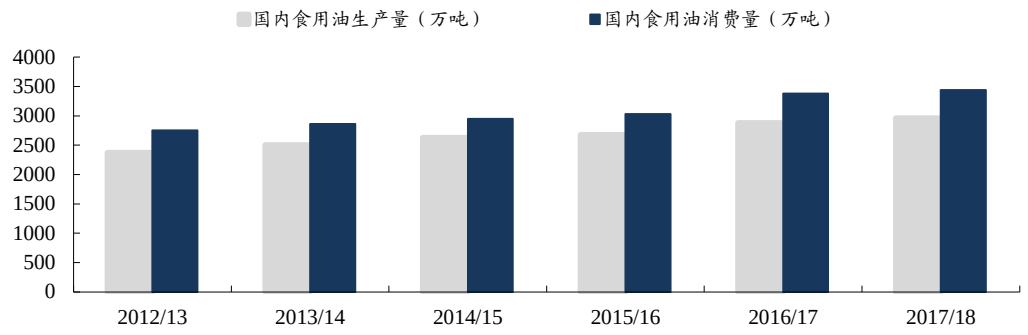


数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

我国食用油需求旺盛，国内食用油生产量无法满足需求。根据国家粮油信息中心统计数据，2012/13 市场年度，我国食用油生产量达 2372 万吨，同期食用油消费量达 2755 万吨。2017/18 市场年度我国食用油产量达 2963 万吨，五年内实现了 4.55%的 CAGR，

同期国内食用油消费量达 3440 万吨，五年内实现了 4.54% 的 CAGR。

图 11：国内粮油产销量

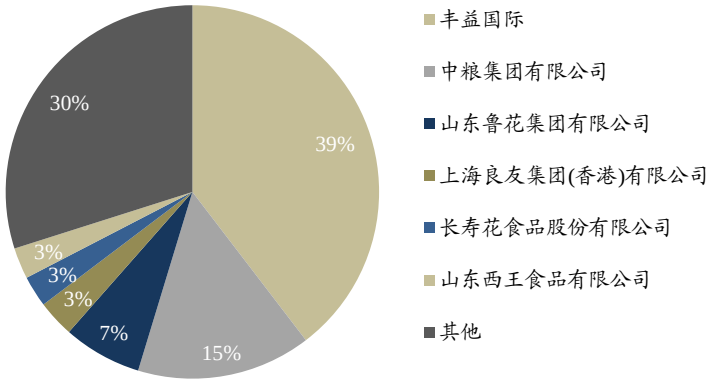


数据来源：招股书，国家粮油信息中心，东吴证券研究所

注：其中市场年度为当年 10 月至下年 9 月

国内包装食用油市场集中度较高，CR5=67.4%。公司是国内包装食用油市场的龙头企业，2019 年市场份额达 39.6%，远高于第二名中粮集团，其次依次为山东鲁花，上海有良和长寿花/山东西王。2019 年国内包装食用油市场的 CR5 为 67.4%，行业集中度较高，已经形成稳定的竞争格局。

图 12：2019 年国内包装食用油市场份额

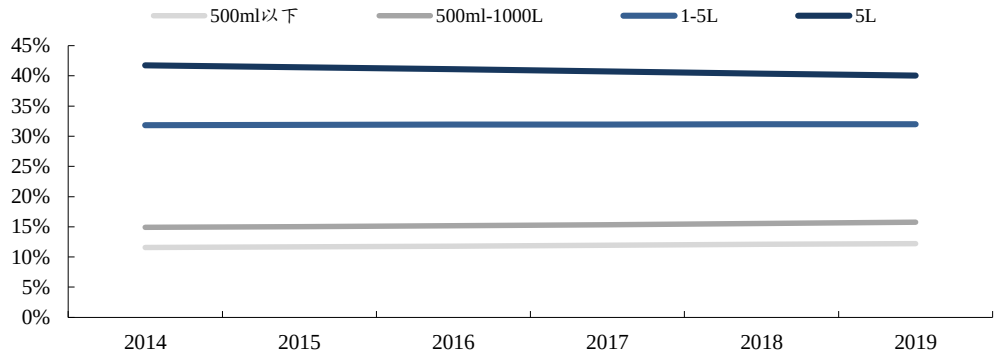


数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.2. 食用油去散油化、小包装化

小包装食用植物油销售量份额逐渐提高，5L 传统装食用油销售量份额略有下降。近年来，随着国家关于限制散装油销售相关法规的不断出台、居民生活水平的提升以及消费者日益提高的食品安全意识，中小包装食用油消费量逐渐上升，占据着食用油市场的主要地位。2014 年至 2019 年，5L 以下中小包装食用油销售份额接近 60%，5L 传统包装市场份额略有下降。

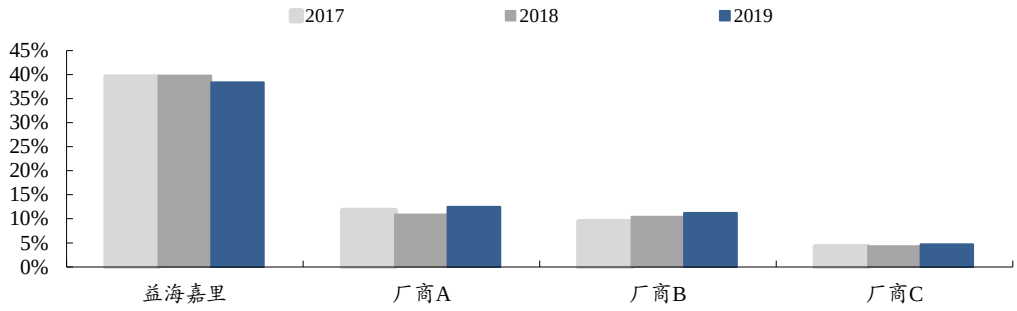
图 13：不同规格包装食用油销售量份额



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

公司在中国小包装食用植物油行业占据领先的市场份额。根据尼尔森数据，按销售量统计，公司 2017 年、2018 年及 2019 年的销售份额分别为 39.5%、39.8%及 38.4%，均领先于竞争对手。

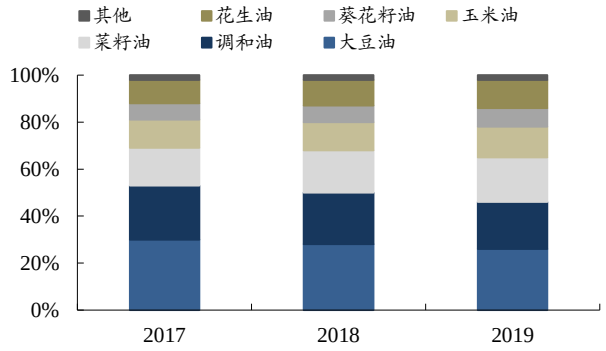
图 14：2017-2019 年小包装食用植物油全国销售量份额



数据来源：尼尔森，招股说明书，东吴证券研究所

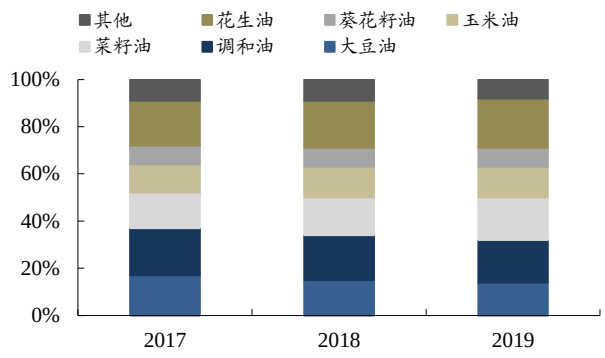
小包装食用植物油按照细分油种可以分为大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油、花生油等品类。从销售量来看，大豆油、食用调和油、菜籽油和玉米油占据小包装食用植物油的主要部分，销售量占比分别为 30%、23%、16%、12%。从销售额来看，食用调和油、花生油、大豆油和菜籽油占据小包装食用植物油销售额的主要部分，占比分别为 20%、19%、17%、15%。

图 15：小包装食用植物油销售量份额（%）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 16：小包装食用植物油销售额份额（%）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

从细分品类来看，橄榄油等高附加值油品销售额增速较快，大豆油销售额最高。欧睿数据显示，2019 年我国食用油零售额达 1031 亿元，其中大豆油零售额约为 366 亿元，占总零售额 35.54%，同比增长 0.5%；橄榄油占比低但零售额增速最快，同比增长 8.2%；19 年葵花籽油、菜籽油、和其他类食用油增速分别为 4%、3.6%、3.8%。我国居民食用油选择日趋多元化，橄榄油等高附加值油的越来越受欢迎。

表 4：食用油行业主要品类拆分

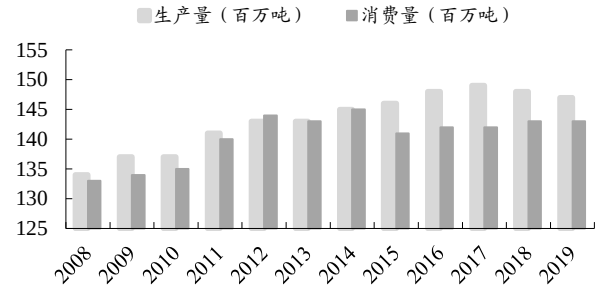
品类	19 年销售额（亿元）	19 年销售量（百万升）	吨价（元/吨）	19 年增速	19 年销售/食用油	20-24 年 CAGR
橄榄油	48	50	97020	8.2%	4.7%	4.1%
玉米油	120	840	14283	2.9%	11.6%	1.0%
菜籽油	104	925	11226	3.6%	10.1%	1.2%
豆油	366	3634	10079	0.5%	35.5%	-1.3%
葵花籽油	85	623	13611	4.0%	8.2%	2.5%
其他	308	2314	13301	3.8%	29.9%	3.8%
总计	**1031**	**8385**	**12292**			

数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.3. 米面：主食消费需求增长放缓，益海嘉里稳居第一

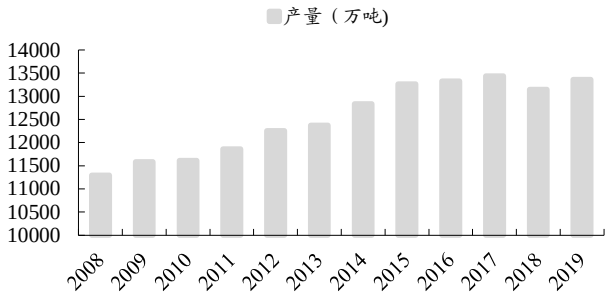
大米供给充足，需求增速放缓。自 2008 年以来我国大米产量不断增加，2017 年我国共生产大米 1.49 亿吨，9 年内实现 1.19%的 CAGR。2019 年我国大米产量为 1.47 亿吨，与前几年比略有下降。需求方面，2013 年我国大米消费量达 1.43 亿吨，过去五年实现 1.92%的 CAGR。由于我国居民饮食结构改变以及传统农业结构调整，自 2003 年以后大米消费量在下降。面粉主要由小麦加工而成。小麦在我国是仅次于水稻、玉米的主要粮食作物，历年种植面积约占粮食作物总面积的 20%。2008 年至 2015 年，我国小麦产量逐年增长，年均复合增长率为 2.32%；2015 年后，我国小麦产量增长速度趋于平缓。2019 年我国小麦产量达 13359 万吨。

图 17：2008-2019 年中国大米产量和消费量



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

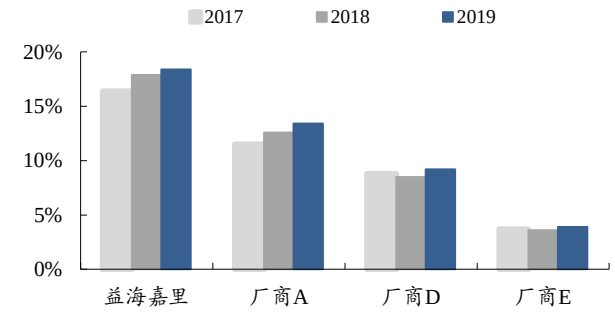
图 18：2008-2019 年我国小麦产量



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

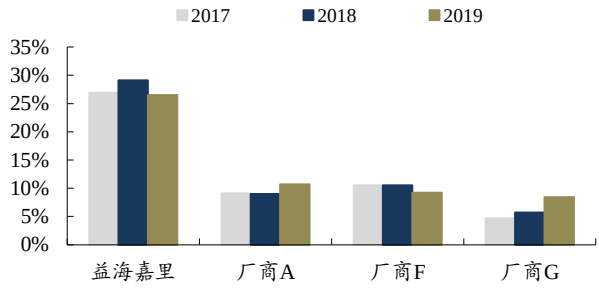
包装米面 CR3>40%，龙头益海嘉里地位稳固。根据尼尔森数据，按销量统计，公司包装米和包装面粉现代渠道市场占有率均为第一。2017 年、2018 年及 2019 年，公司包装米现代渠道销售份额分别为 16.4%、17.9%及 18.4%，均领先于竞争对手。2017 年、2018 年及 2019 年，公司包装面粉现代渠道销售份额分别为 26.9%、29.1%及 26.5%，也均领先于竞争对手。

图 19：包装米厂商全国现代化渠道销售量份额



数据来源：招股书，东吴证券研究所

图 20：包装面粉厂商全国现代化渠道销售量份额

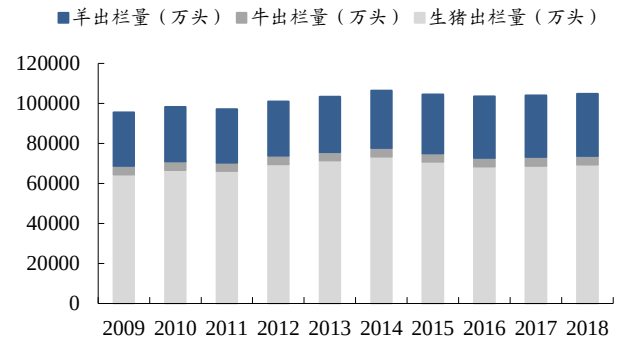


数据来源：招股书，东吴证券研究所

2.4. 饲料原料：下游周期回暖，实现稳步增长

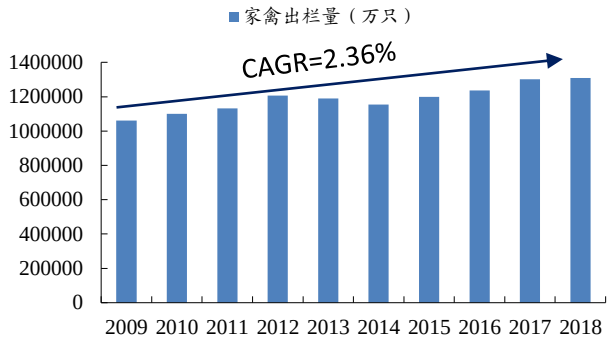
畜牧业发展刺激饲料原料需求，我国饲料总产量逐年上升。根据中国饲料工业协会的数据，2018 年我国饲料总产量约 2.28 亿吨，2008 年至 2018 年年均复合增长率达 5.25%。下游养殖业对饲料产品的需求拉动饲料原料行业发展。2018 我国生猪出栏量达 69382 万头，牛出栏量 4397.48 万头，羊出栏量 31010.49 万头，家禽出栏量 1308936 万只，与上一年相比均保持个位数增长。

图 21：2009-2018 年我国猪、牛、羊出栏量



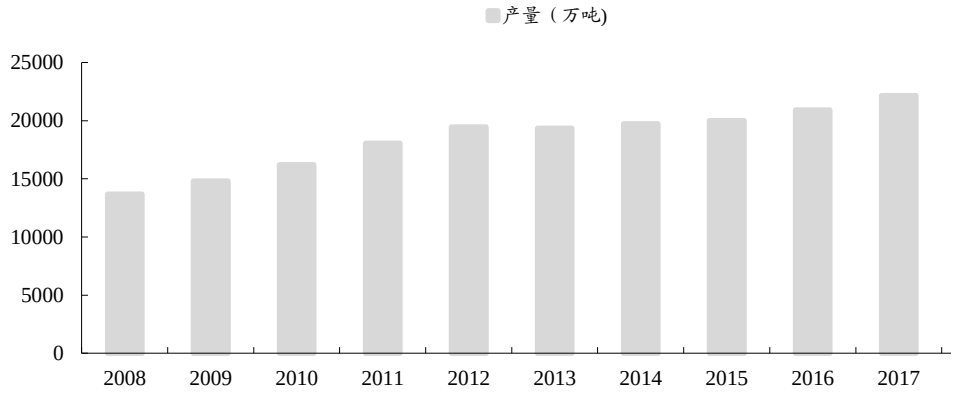
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 22：2009-2018 年我国家禽出栏量



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 23：2008-2018 年我国饲料总产量

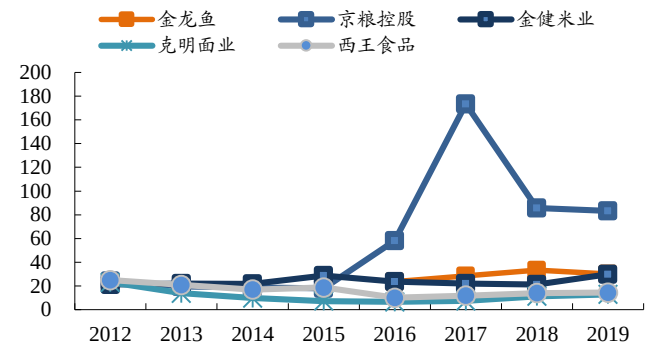


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3. 产业一体化布局提高附加值，渠道强掌控力具备议价权

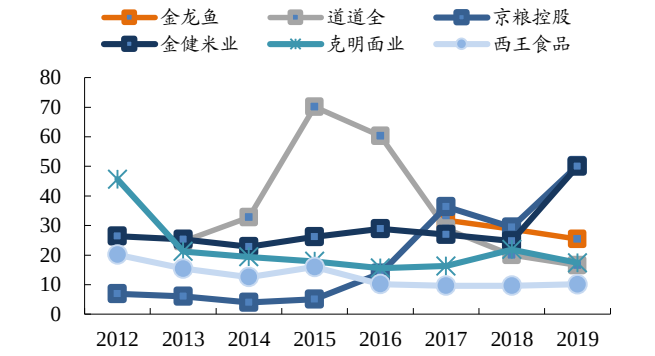
从数据出发：运营效率高，上下游议价权强。公司面向经销商及直营客户有较强议价权，应收账款周转率相对较高，经销商采购主要是先款后货的结算方式，公司每年度对经销商进行全面信用评估，少数信用良好的经销商经申请同意后才可享受一定的信用期。公司面向上游因向股东采购+采购量大有较强话语权，应付账款周转率逐年走低。

图 24：行业应收账款周转率比较



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 25：行业应付账款周转率比较



数据来源：wind，东吴证券研究所

3.1. 原材料成本控制+纵向延伸降低运营成本

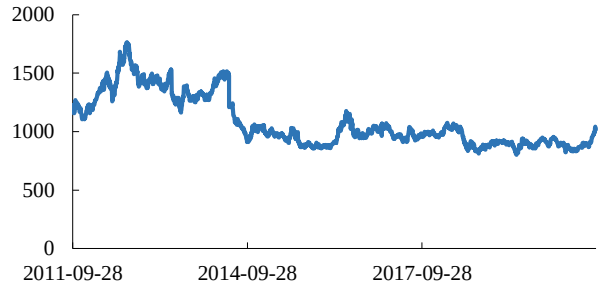
开启供应链优化之路，提质增效释放长期动能。从历史发展来看， 公司成本管控本来存在优势 1）原材料采购与关联公司协同；2）销地产模式降低运输成本；3）产业链一体化降低损耗。此外，2017 年公司专门成立供应链管理部，主导供应链数字化转型，不断优化供应链网络，在全国推广物料计划项目、生产计划项目、高级排程项目、采购管理平台项目等，力求协调各部门高效合作，帮助事业部提高运营效率。

3.1.1. 原材料为主要生产成本，成本控制经验足

原材料成本控制经验足。19 年公司原材料成本占比达到 88%，因此控制原材料成本便成为成本控制的重要环节，一方面公司通过对经销商库存的联网管理来优化自身生产运营节奏，另一方面通过套期保值等衍生金融工具降低原材料大幅波动可能带来的风险。2016 年，因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，公司套期保值交易恰逢在价格快速、异常波动的时点上，从而导致了当年衍生金融工具亏损 34 亿元。17 年后公司套保业务均保持较好业绩，17-19 年公司商品衍生品分别实现收益 25/5/8 亿元。

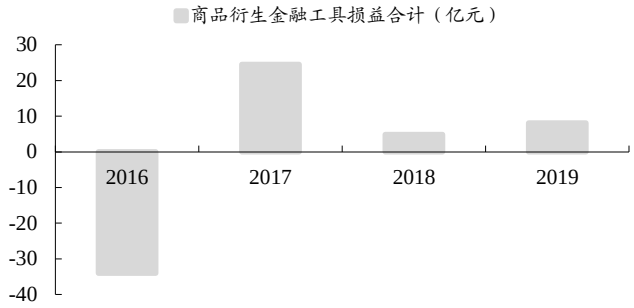
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 26：CBOT 大豆期货走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 27：公司商品衍生金融工具损益合计



数据来源：招股书，东吴证券研究所

3.1.2. 销地产模式降低运输成本

产业链一体化布局提高运营效益。截至 19 年底，公司拥有 65 个已投产生产基地，并计划在齐齐哈尔、温州、太原、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地。清晰的生产销售定位优化成本：1）多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场，以便降低采购成本、保证产品质量、节约运输成本。2）通过大型综合企业群实现效率最大化和规模经济（如泰州、秦皇岛、上海、连云港、防城港等基地），通过将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内，一间工厂的产成品是另一间工厂的原材料，从而降低了整体的物流和库存成本。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，达到资源共享、节约成本、提高效率的目的。

图 28：主要生产基地



数据来源：招股书，东吴证券研究所

表 5：公司销售费用投放效率高，运费/销售费用比达到 1/3

	2016	2017	2018	2019
营业收入（亿元）	1,335	1,508	1,671	1,707
运费（亿元）	21	24	25	27
运费/销售费用	32.75%	36.23%	34.37%	33.17%
运费/收入	1.61%	1.57%	1.48%	1.56%

数据来源：招股书，东吴证券研究所

表 6：IPO 募投项目

	项目名称	投资金额（亿元）	募集资金拟投资额（亿元）
厨房食品综合项目	兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	15	11
	益海嘉里集团粮油深加工项目	15	9
	乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	14	11
	米、面、油综合加工一期项目	9	8
	益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	8	6
	益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	7	5
	益海嘉里（青岛）食品工业有限公司-食品加工项目	10	9
	益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司-食用植物油加工项目	12	9
	油脂压榨精炼及配套工程建设项目	10	8
	益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	7	5
	益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	8	7
	益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	8	6
	4000 吨/日大豆压榨项目	4	3
厨房食品面粉项目	益海嘉里（霸州）食品工业有限公司年初加工 100 万吨小麦制粉项目	10	8
	益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	8	6
	东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司厂区（面粉三期项目）	5	3
	面粉加工项目	3	3
厨房食品其他项目	黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里（富裕）生物科技有限公司 100 万吨/年玉米深加工项目	18	16
	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	8	7

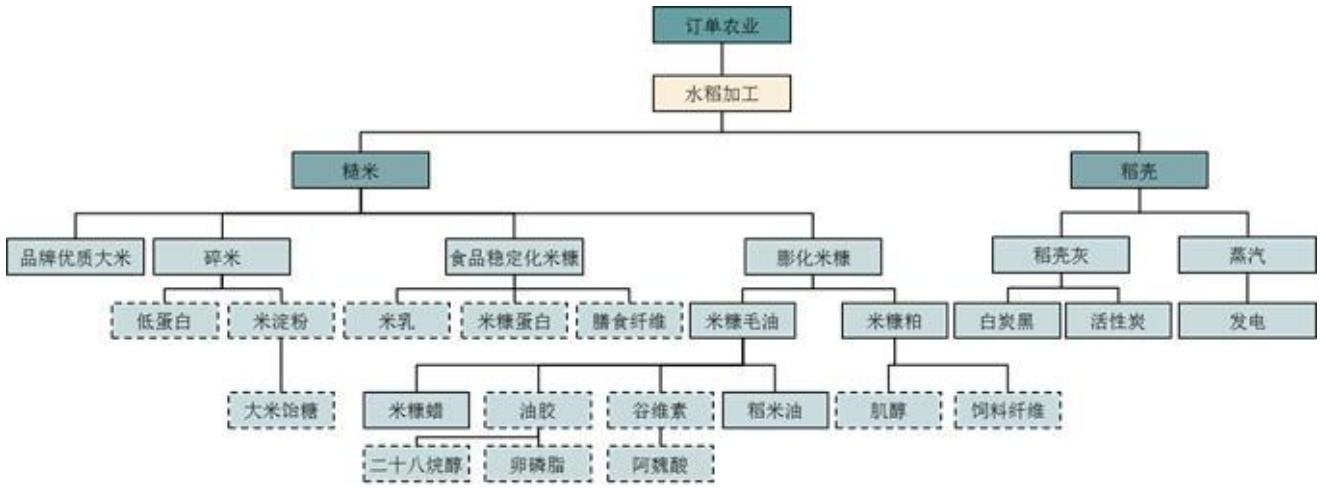
数据来源：招股书，东吴证券研究所

3.1.3. 产业链延伸，变废为宝

生产协同，由大豆产业链经验扩充至大米产业链。1991 年公司第一瓶小包装食用油面世，94 年便开展大豆压榨产业链相关业务，金龙鱼对于循环经济的探索走在行业前

列。2006 年，公司在佳木斯创建首个“水稻循环经济模式”实验基地，探索“精深加工、变废为宝”的全新产业模式，2017 年，公司下属益海（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。基于优质原料，公司加工生产优质品牌大米，从而提高产品溢价能力；同时，将加工的主要副产品稻壳用来发电，并从稻壳灰中提取白炭黑、活性炭等高附加值产品；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。通过循环经济，公司实现产业的转型升级，使产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。

图 29：公司水稻循环经济模式



数据来源：招股书，东吴证券研究所

注：虚线框为公司尚未投产产品

图 30：泰州综合企业群鸟瞰图



数据来源：招股书，东吴证券研究所

3.2. 渠道强掌控，横向延伸打造粮油帝国

3.2.1. 直营占比高、渠道控制力强，经销渠道辅助渠道下沉打开空间

销售人员激励提升，优化销售布局扩大运营边界。18/19 年公司销售人均薪酬分别提升 6/16%，相对公司平均薪酬增幅高出 7/10pct，销售人员数量分别新增 835/684 人，持续扩容，提高覆盖面，在积极开拓发达城市的同时，重视县级城市、农村、乡镇市场，积极推动渠道下沉，目前覆盖全国所有 2800 多个市、县，共计 31 个营销分公司，24 个直销部，终端超过 130 万个。

表 7：销售人员数及人均薪酬上涨远超平均

	2017			2018				2019			
	人数	成本（亿元）	人均薪酬（万元）	人数	成本（亿元）	人均薪酬（万元）	人均薪酬 yoy	人数	成本（亿元）	人均薪酬（万元）	人均薪酬 yoy
生产成本	11,161	13.7	12.3	11,591	12.4	10.7	-13%	13,635	15.3	11.3	5%
销售费用	7,733	11.2	14.5	8,568	13.2	15.4	6%	9,252	16.6	18.0	16%
管理费用	4,931	13.4	27.2	5,333	15.1	28.4	4%	5,875	16.6	28.2	-1%
研发费用	279	0.8	28.0	303	0.8	28.0	0%	317	1.0	32.2	15%
合计	**24,104**	**39.2**	**16.3**	**25,795**	**41.6**	**16.1**	**-1%**	**29,079**	**49.5**	**17.0**	**6%**

数据来源：招股书，东吴证券研究所

直营渠道贡献 70%收入，智能化管理经销商为企业赋能。19 年公司直营收入占比 69%，贡献主要收入，直营业务主要对接大型商超、餐饮、工厂及部分电商平台，经销商主要覆盖传统渠道及中小客户。公司大力挖掘经销商实现渠道下沉，随着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，19 年新增经销商收入约为老经销商 30%。因产品结构差异，直销、经销毛利率差异不一。智能化经销商信息系统为生产、销售管理赋能，公司开发的经销商信息管理系统和订单管理系统能够帮助经销商实现从采购、提货、入库、销售、库存等全流程，财务、报表等全方面的管理，同时支持与公司进行业务、财务数据对比等功能。通过共享经销商的运营管理数据，公司可以第一时间掌握不同产品的销售、库存情况，科学排产，从而提升运营效率。

表 8：公司经销渠道拆分

	经销商数量（家）			经销收入（亿元）				平均单经销收入（万元）	
	经销商数	退出数	新增数	经销总收入	经销/总收入	新增经销收入	新经销商/总经销	新经销商	老经销商
2017	3190	381	987	424	28.2%	73	17.2%	738	1772
2018	3738	643	1191	460	27.6%	57	12.5%	482	1604
2019	4406	675	1343	530	31.1%	59	11.1%	439	1559

数据来源：招股书，东吴证券研究所

注：假设退出老经销商在当期经营时间为半年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 9：分渠道客户及产品概览

			2019 单价（元/吨）	毛利率	主要产品及客户群体
厨房食品	零售产品	经销	7280	17.05%	在农贸市场、粮油批发商店、零售店、食杂店等传统渠道，以及福利团购、联合促销、加油站、药店等特殊渠道；
		直销	7599	22.61%	全国性以及大型区域零售连锁企业等为主的现代渠道：沃尔玛、大润发、华润、家乐福等大型商超
	餐饮产品	经销	5529	5.24%	产品主要为中包装的粮油产品，单价较高，但为扩大市场份额有所让利，故毛利率略低；针对区域性酒店、中小餐饮、烘焙店、快餐连锁等中小客户
		直销	4603	7.57%	产品包括一定的散装及大包装产品，因而单价较低。 针对连锁酒店、连锁餐饮、大型企业食堂、贸易商等大型客户：真臻鲜、乡村基、真功夫等大型连锁餐饮企业，美菜、快驴进货等生鲜电商平台
	食品工业产品	经销	6273	15.43%	主要为特种油脂，特种油脂单价高于面粉，但毛利率随棕榈油行情波动；面向区域性的食品工业客户
		直销	4390	12.93%	主要为面向食品工业客户的面粉等产品，客户包括：大型食品工业如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	饲料原料	直销	2411	8.13%	温氏、新希望、双胞胎、正大、正邦等饲料生产企业，以及大型贸易商。
	油脂科技	经销	4329	26.78%	主要为日化产品，因而毛利率相对直销渠道较高
		直销	4091	9.67%	主要为基础化工产品，客户包括宝洁、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。

数据来源：招股书，东吴证券研究所

3.2.2. 依托强渠道，衍生产业链，多元化打开增长空间

复制食用油成功经验，依托原有渠道快速布局大米业务。公司深耕中国农产品和食品加工行业多年，积累了丰富的产业链运营管理经验。基于大米的巨大市场需求，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领域。通过对上游供应、加工布局、营销运输的多环节把控，强化产品竞争优势，并依托原有的食用油渠道布局快速进入了各大超市卖场，包装米现代渠道市场占有率达到第一。

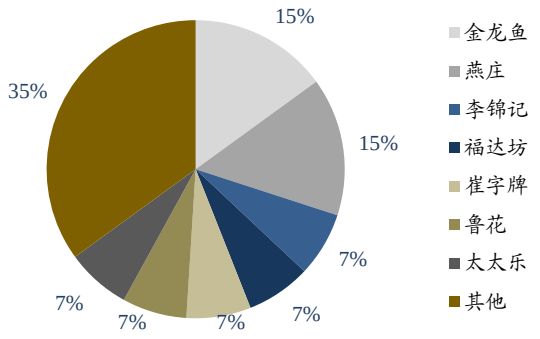
表 10：金龙鱼蓄势布局大米业务

	具体表现
上游供应	2006 年，在佳木斯创建首个“水稻循环经济模式”实验基地，探索“精深加工、变废为宝”的全新产业模式；3 年内以订单农业形式与当地农民签订种植面积 28 万亩，并以每斤比市场价高 2-3 分钱的价格收购，竞争优势突出。
加工产业	2008 年 7 月在吉林省建起第一个大米加工厂，半年内建成 3 个大米加工厂，扩张速度极快
物流布局	2006 年投资 10 亿元在佳木斯启动粮油加工项目，其中第三期项目是建设战略装车点
营销配合	2008 年金龙鱼广告登录央视黄金时段
渠道优势	**大米业务依托原有的食用油渠道布局快速进入了各大超市卖场，“要让所有能买到食用油的地方都能买到金龙鱼大米”**

数据来源：《商界评论》，东吴证券研究所

芝麻油奋起直追坐稳行业前三，合资酱油业务试水。芝麻油营养价值较高，是历史悠久的食用植物油品种之一。通过技术升级，金龙鱼芝麻油也达到了世界级的品质，迎合了食用油市场逐步向健康化、高端化、精品化方向提升的趋势。2019 年公司芝麻油市占率达到 15%，坐稳行业前三。2015 年，金龙鱼的母公司益海嘉里与台湾百年老字号丸庄酱油合建酱油项目，以高端黑豆切入市场，抢占一席之位。

图 31：2019 年国内芝麻油业务市场格局



数据来源：中国油脂网，东吴证券研究所

图 32：京东渠道丸庄酱油+芝麻油+花椒油组合装



数据来源：京东，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

厨房食品：2020 因疫情催化必选消费热情，家庭零售渠道有所受益，而餐饮渠道受挫较大，餐饮工业陆续恢复，预计 2020 年整体整张有所提速；2021 年餐饮渠道伴随连锁化加速，工业渠道伴随行业集中度提升，都将助力收入保持较高增长。

饲料原料及油脂科技：饲料业务占比约 70%，预计未来随着生猪出栏回升，下游饲料需求提振。

基于以上假设，公司 2020-2022 年预计实现 1898/2125/2366 亿元营收，对应增速为 11.2/11.9/11.3%。

表 11：金龙鱼分业务拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
厨房食品（亿元）	**827**	**903**	**993**	**1,088**	**1,240**	**1,401**	**1,541**
yoy		*9.2%*	*10.0%*	*9.5%*	*14.0%*	*13.0%*	*10.0%*
毛利率	12.9%	10.6%	12.4%	12.6%	12.7%	12.6%	12.6%
饲料原料及油脂科技（亿元）	**499**	**596**	**669**	**610**	**646**	**711**	**810**
yoy		*19.4%*	*12.3%*	*-8.9%*	*6.0%*	*10.0%*	*14.0%*
毛利率	7.3%	4.7%	6.6%	8.7%	8.0%	8.8%	9.0%
其他（亿元）	**9**	**9**	**9**	**10**	**12**	**13**	**14**
yoy		*-1.5%*	*-5.5%*	*17.7%*	*19.3%*	*8.3%*	*7.7%*
毛利率	79.3%	39.1%	42.6%	42.3%	43.0%	43.0%	43.0%
营业总收入（亿元）	**1,335**	**1,508**	**1,671**	**1,707**	**1,898**	**2,125**	**2,366**
yoy		*12.9%*	*10.8%*	*2.2%*	*11.2%*	*11.9%*	*11.3%*
毛利	148	127	171	195	214	245	273
毛利率	11.1%	8.4%	10.2%	11.4%	11.3%	11.5%	11.5%

数据来源：wind，东吴证券研究所

同时，今年由于受疫情影响，预计公司今年费用投入结构更优，利润增速快于收入，此后伴随提质增效，净利率缓慢提升。我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 72/81/93 亿元，对应增速为 33/13/15%。

投资建议：

从国内可比公司看，道道全、克明面业目前对应 20/21 年估值平均数为分别为 28/19 倍，而金龙鱼作为业内龙头，在品牌溢价、渠道掌控能力上有显著优势，具备溢价能力，我们认为金龙鱼享受估值溢价，给予“增持”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	公司	2020/12/3（收盘价）		EPS			P/E		
		股价（元）	总市值（亿元）	20E	21E	22E	20E	21E	22E
002852.SZ	道道全	17.15	49.56	0.51	0.99	1.26	33.68	17.36	13.57
002661.SZ	克明面业	20.01	66.99	1.01	1.16	1.36	23.17	20.25	18.08

数据来源：choice，东吴证券研究所

5. 风险提示

下游需求波动风险。随着社会经济发展，人均收入水平的提升以及人们饮食结构的改变，新的消费趋势和消费理念也随着消费者年龄结构和层次演变而不断产生。公司若未能及时洞察消费趋势及下游需求的变化、优化产品结构以满足新一代费者需求，公司产品销售可能会受到一定程度的影响。疫情带来的不确定性以及对宏观经济波动的影响也会降低消费者信心，从销售产品渠道来看，餐饮渠道产品的销量可能会有所下滑。

原材料价格波动风险。2017 年、2018 年及 2019 年，公司产品原材料成本占主营业务成本的比重分别为 88.99%、89.08%和 87.82%，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摩擦（包括中美贸易摩擦）等多种因素影响而产生波动。

行业竞争带来的风险。我国厨房食品行业竞争激烈，公司面临来自消费者喜好及消费趋势变化、消费者品牌忠诚度、新产品推出、竞争对手定价策略、替代产品取代本公司产品、区域地方经济发展等多种行业竞争压力。公司的盈利能力将取决于本公司预见及应对该等竞争压力的能力。如公司由于竞争而导致现有市场份额减少或利润下降，本公司的业务发展和经营业绩可能会受到不利影响。

食品安全风险。随着消费者健康意识不断提高以及权益保护意识的增强，食品安全和质量控制成为公司经营的重中之重。公司的主要产品之一为厨房食品，广受关注的食品安全事件的发生，可能对公司各类厨房食品的市场需求产生影响。公司制定了一系列的质量管理制度并严格执行，但仍不排除由于公司质量管理工作出现疏忽、其他不可预见的原因和不可抗力而发生产品质量问题的可能。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金龙鱼三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**116019**	**127339**	**133546**	**142888**
现金	64612	69861	70944	73375
应收账款	6188	6411	7694	8009
存货	34551	37105	42911	46133
其他流动资产	10668	13962	11997	15371
非流动资产	**54666**	**55169**	**58744**	**60367**
长期股权投资	2347	2460	2622	2803
固定资产	24439	23312	24356	25017
在建工程	4497	3655	3193	2826
无形资产	12603	14981	17836	19031
其他非流动资产	10780	10761	10738	10691
资产总计	**170685**	**182508**	**192291**	**203255**
流动负债	**98661**	**102419**	**104245**	**106137**
短期借款	73442	78000	78000	78000
应付账款	5392	7839	6936	9506
其他流动负债	19827	16580	19309	18631
非流动负债	**3549**	**3699**	**3320**	**2850**
长期借款	2393	1915	1535	1065
其他非流动负债	1155	1785	1785	1785
负债合计	**102210**	**106118**	**107565**	**108987**
少数股东权益	3676	3882	4115	4382
归属母公司股东权益	64799	72508	80611	89886
负债和股东权益	**170685**	**182508**	**192291**	**203255**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13528	5990	8076	7681
投资活动现金流	-1458	-3290	-5667	-4076
筹资活动现金流	-13706	2550	-1327	-1174
现金净增加额	-1620	5250	1083	2431
折旧和摊销	2325	2230	2439	2718
资本开支	7174	-239	3413	1441
营运资本变动	4012	-4460	-3323	-5028

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**170743**	**189825**	**212508**	**236571**
减:营业成本	151276	168390	188037	209255
营业税金及附加	410	418	510	568
营业费用	8025	8352	9563	10646
管理费用	2574	3037	3400	3785
财务费用	554	289	972	712
资产减值损失	-2102	-759	-425	-473
加:投资净收益	1013	244	522	464
其他收益	262	-800	-174	-200
营业利润	**7069**	**9541**	**10799**	**12343**
加:营业外净收支	-111	-88	-112	-110
利润总额	**6958**	**9453**	**10687**	**12233**
减:所得税费用	1394	2080	2351	2691
少数股东损益	156	206	233	267
归属母公司净利润	**5408**	**7167**	**8102**	**9275**
EBIT	9628	12096	13358	14838
EBITDA	11954	14326	15797	17556

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.00	1.32	1.49	1.71
每股净资产(元)	11.95	13.37	14.87	16.58
发行在外股份(百万股)	4879	5422	5422	5422
ROIC(%)	5.3%	6.1%	6.4%	6.8%
ROE(%)	8.1%	9.7%	9.8%	10.1%
毛利率(%)	11.4%	11.3%	11.5%	11.5%
销售净利率(%)	3.2%	3.8%	3.8%	3.9%
资产负债率(%)	59.9%	58.1%	55.9%	53.6%
收入增长率(%)	2.2%	11.2%	11.9%	11.3%
净利润增长率(%)	5.5%	32.5%	13.1%	14.5%
P/E	69.09	52.14	46.12	40.29
P/B	5.77	5.15	4.64	4.16
EV/EBITDA	32.78	27.16	24.55	21.94

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn