公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

金龙鱼（300999.SZ）

2020 年 11 月 06 日

粮油巨头，续写新章

——公司首次覆盖报告

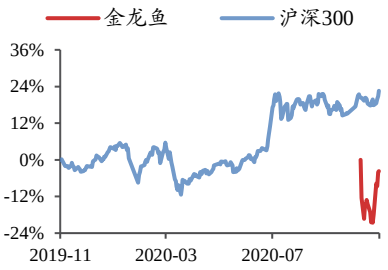
投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

方勇（分析师）
fangyong@kysec.cn
证书编号：S0790520100003

日期	2020/11/6
当前股价(元)	53.90
一年最高最低(元)	62.65/39.51
总市值(亿元)	2,922.24
流通市值(亿元)	192.28
总股本(亿股)	54.22
流通股本(亿股)	3.57
近 3 个月换手率(%)	461.87

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 投资建议：中小包装食用油龙头

预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 72.18 亿、76.82 亿、90.52 亿，EPS 分别 1.33、1.42、1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 38、36、31 倍。公司是国内中小包装食用油龙头，餐饮需求和消费升级驱动中小包装食用油增长，首次覆盖给予“增持”投资评级。

● 粮油行业竞争激烈、格局集中，公司地位领先

我国粮油行业市场规模庞大，但增速有所放缓，长期来看中小包装油仍是未来趋势。我国粮油行业竞争十分激烈，食用油行业集中度较高，CR3、CR5、CR10 分别达到 61.5%、67.4%和 75.8%，且保持加速集中的趋势。金龙鱼在激烈的行业竞争中常年领先，2019 年在包装食用油行业市占率达到 40%，在包装大米行业市占率达到 17%、此外公司在面粉和挂面市场也有出色的表现。

● 品牌力+渠道掌控+规模布局共同打造强大竞争力

在行业利润微薄的背景下，拥有品牌+规模+产品创新能力的企业更容易在竞争中取胜。金龙鱼品牌优势显著，旗下金龙鱼、胡姬花、欧丽薇兰等均是全国知名品牌，品牌影响力强；益海嘉里构建了多元化的渠道布局，经销商数量和终端数量全国领先，同时覆盖面广，对渠道的掌控力强；公司产能规模位于全国前列，同时产地布局优越，凭借先发优势掌握了丰富的上游原料资源，综合企业群模式有利于实现效率最大化，规模优势有利于降低单位成本，构建了自身难以逾越的护城河。

● 产业链和规模双发力，打开成长新空间

公司在聚焦食用油主业的同时，逐步拓宽米、面、调味品等领域，发展饲料原料及油脂科技深加工，打造了循环经济产业链，提高产品附加值；上市后进一步扩大产能规模，打开成长新空间。

● 风险提示：原料价格波动风险，食品安全风险，品类扩张不及预期风险，政策变动风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167,074	170,743	190,589	213,614	235,218
YOY(%)	10.8	2.2	11.6	12.1	10.1
归母净利润(百万元)	5,128	5,408	7,218	7,682	9,052
YOY(%)	2.5	5.5	33.5	6.4	17.8
毛利率(%)	10.2	11.4	12.1	11.1	11.8
净利率(%)	3.1	3.2	3.8	3.6	3.8
ROE(%)	8.8	8.1	10.9	9.7	10.3
EPS(摊薄/元)	0.95	1.00	1.33	1.42	1.67
P/E(倍)	54.1	51.3	38.4	36.1	30.6
P/B(倍)	4.7	4.3	3.9	3.5	3.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 中国包装食用油开拓者和领导者 5
1.1、 不断壮大的粮油产业龙头 5
1.2、 粮油为本，业务品牌多面生花 7
1.3、 股东背景强大，管理团队优秀 11
2、 粮油行业：存量竞争、格局向好、益海嘉里领先 15
2.1、 市场规模庞大、增速下滑、消费升级是趋势 15
2.2、 行业利润微薄、品牌和规模取胜 18
2.3、 行业格局走向集中，公司地位领先 21
3、 竞争优势：品牌力强、渠道壁垒深厚、规模布局领先 24
3.1、 强大的品牌影响力奠定了行业龙头地位 24
3.2、 多元化的渠道布局，深耕细作的营销网络 27
3.3、 产能和原料布局领先，规模优势凸显 30
4、 未来看点：产业链和规模双发力，打开成长新空间 34
4.1、 产品品类不断扩张，产业链延伸一体化 34
4.2、 取消外资准入限制，产能规模进一步扩大 36
5、 盈利预测与投资建议 38
5.1、 核心关键假设 38
5.2、 投资建议 39
6、 风险提示 40
附：财务预测摘要 41

图表目录

图 1： 公司 2016-2019 年营收复合增长 8.5% 5
图 2： 2016-2019 年归母净利润复合增长 119.5% 5
图 3： 金龙鱼深耕 30 年，引领中国食用油消费革命 7
图 4： 公司主营厨房食品、饲料原料及油脂科技 7
图 5： 2019 年厨房食品占比 63.9%，饲料原料及油脂科技占比 35.8% 7
图 6： 厨房食品收入稳健增长 9
图 7： 2016-2019 年厨房食品毛利率先降后升 9
图 8： 厨房食品零售渠道毛利率较高 9
图 9： 厨房食品各渠道单价及单位成本变动情况 9
图 10： 2019 年饲料原料及油脂科技收入有所下降 10
图 11： 饲料原料在饲料原料及油脂科技收入占比超过 70% 10
图 12： 2016-2019 年饲料原料毛利率先降后升 10
图 13： 2016-2019 年油脂科技毛利率先降后升 10
图 14： 2017-2019 年 ROE 和净利率较为平稳 11
图 15： 公司期间费用率相比同行较低 11
图 16： 公司 2017-2019 年平均净利率 3.4%，位列第三 11
图 17： 公司 2017-2019 年平均 ROE 9.3%，位列第二 11
图 18： 公司股权结构集中 12
图 19： 丰益国际 2019 年营收 426.4 亿美元，位列世界 500 强第 285 位 13
图 20： 丰益国际 2019 年净利润 12.93 亿美元，仅次于 ADM 13

图 21: 丰益国际粮油业务分布世界各地，全球领先 14
图 22: 公司贡献了丰益国际超 50%净资产和净利润 14
图 23: 丰益国际和 ADM 是公司的前五大供应商 14
图 24: 食用油市场规模庞大，2019 年为 1031 亿 16
图 25: 2019 市场年度食用油产量 2640 万吨，同比降 8% 16
图 26: 大豆油、调和油、菜籽油销量占比较高 16
图 27: 花生油、调和油、菜籽油销售额占比较高 16
图 28: 2019 年大米产量 14700 万吨，同比-0.7% 17
图 29: 2018 年面粉产量 8875 万吨，同比-35.7% 17
图 30: 人均谷物消费量不断下降，而肉类、奶类、瓜果类人均消费持续上升 17
图 31: 70%的消费者倾向于购买中小包装粮油 18
图 32: 品牌成为消费者购买粮油产品的第一考虑因素 18
图 33: 食用油、大米行业相比其他子行业毛利率较低 19
图 34: 大豆压榨利润较低且波动剧烈 19
图 35: 粮油产品价格基本稳定，上涨幅度小 19
图 36: 公司厨房食品原材料成本占比超过 88% 19
图 37: 大豆价格波动较大，小麦、稻谷价格相对平稳 20
图 38: 我国大豆消费基本来自进口 20
图 39: 我国棕榈油消费大多数依赖进口 20
图 40: 我国大豆压榨产能不断增加出现产能过剩 21
图 41: 我国人均谷物和食用油消费量下滑 21
图 42: 食用油行业集中度较高 22
图 43: 2019 年公司包装食用油市场份额达 40% 22
图 44: 2014-2019 年包装米行业集中度不断提高 23
图 45: 2019 年益海嘉里包装大米市场份额 17% 23
图 46: 2014-2019 年益海嘉里市占率逐渐赶超中粮 23
图 47: 2019 年金龙鱼包装大米市场份额 17% 23
图 48: 益海嘉里包装面粉现代渠道销量份额第一 24
图 49: 金龙鱼挂面 2019 年 12 月超市综合权数市占率 9% 24
图 50: 金龙鱼连续十年位居食用油品牌排行榜榜首 25
图 51: 金龙鱼位居 2020 年 C-BPI 面粉品牌排行榜第一 25
图 52: 公司持续开展品牌营销活动 26
图 53: 公司研发支出不断上升 26
图 54: 公司厨房食品零售和餐饮渠道收入占比较大 27
图 55: 公司厨房食品零售渠道毛利率相对较高 27
图 56: 公司直销模式收入占比高于经销模式 28
图 57: 2019 年公司不同渠道经销和直销模式毛利率 28
图 58: 公司客户类型众多，许多为国际知名企业集团 28
图 59: 公司经销商数量增长较快 29
图 60: 公司营销网络覆盖面广，密度大 29
图 61: 2019 年公司压榨产能达 2255 万吨 30
图 62: 2018 年公司大豆压榨规模全国占比最高 30
图 63: 公司生产基地临近原料产地、港口和终端市场 32
图 64: 公司通过大型综合企业群实现生产效率最大化 32
图 65: 公司管理费用率与同行相比较低 32

图 66: 公司人均创利较高（万元）.....32
图 67: 公司单位成本受采购价格影响较大.....33
图 68: 2017 年初大豆及油脂期货价较高.....33
图 69: 公司产品毛利率与采购单价负相关.....34
图 70: 公司厨房食品单位成本相比同行较低.....34
图 71: 公司产品品类不断扩张，拓展新的业务领域.....34
图 72: 益海嘉里全产业链布局.....35
图 73: 益海嘉里“吃干榨净”的水稻循环经济模式.....36
图 74: 2017 年取消食用油脂、玉米深加工等领域外商投资准入限制.....37

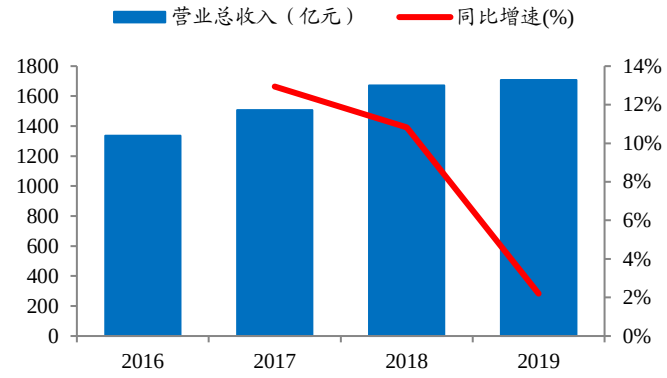
表 1: 公司多品牌、全品类布局.....5
表 2: 公司品牌矩阵多层次分布.....8
表 3: 公司多个品牌知名度及美誉度高.....8
表 4: 丰益国际业务广泛、规模庞大.....13
表 5: 公司核心管理团队经验丰富、薪酬激励高.....15
表 6: 橄榄油和葵花籽油销售增速较快.....16
表 7: 2019 年金龙鱼包装食用油市场份额最高，达 33.7%.....22
表 8: 公司自主核心技术研发促进产品品质提升和品类创新.....26
表 9: 公司渠道结构和渠道规模相比行业可比公司占优势.....30
表 10: 各公司产能情况对比.....31
表 11: 公司单位价格和单位成本对毛利率变动影响的分析.....33
表 12: 益海嘉里上市募投项目进一步扩大公司产能规模.....37
表 13: 公司分业务收入预测.....39
表 14: PE 估值法.....39
表 15: FCFF 估值假设.....40
表 16: FCFF 公司自由现金流模型敏感性分析.....40

1、 中国包装食用油开拓者和领导者

1.1、 不断壮大的粮油产业龙头

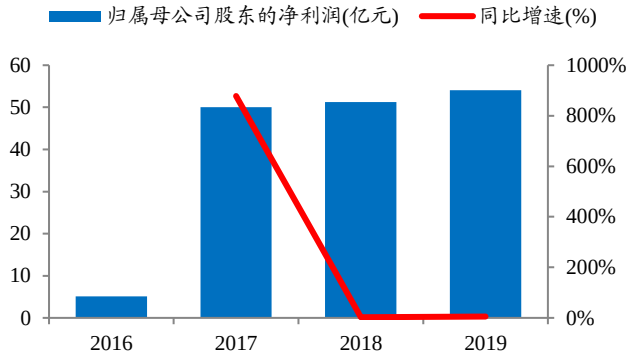
千亿营收的粮油行业巨头，多品牌全品类共同发展。公司是国内最大的农产品和食品加工企业之一，是由著名爱国华侨郭鹤年和侄子郭孔丰共同投资的农业综合性跨国粮油企业集团——新加坡丰益国际在国内投资的粮油食品企业。公司主要经营厨房食品、饲料原料和油脂科技产品，其中厨房食品作为公司主营产品，饲料原料作为辅料产品，油脂科技作为深加工产品，三者相辅相成，共同打造了完善的产业链。截至 2019 年底，公司已在全国 26 个省、市、自治区建立了 700 多个生产基地，拥有 300 多家制造工厂，形成了覆盖全国的良好生产布局。在产业链布局的基础上，公司打造了多品牌矩阵和覆盖多品种、全品类的业务版图，旗下品牌包括家喻户晓的“金龙鱼”综合性品牌、“欧丽薇兰”、“胡姬花”、“香满园”、“丰苑”、“金味”、“锐龙”、“洁劲 100”等细分领域品牌，涵盖小包装食用油、大米、面粉、挂面、餐饮专用粮油、饲料原料、油脂科技等众多产品领域，并且建立了多层次、深度渗透、畅通全国的营销网络。“金龙鱼”更是连续 10 余年保持中国小包装食用油销售额冠军。公司营业收入自 2011 年起便超过千亿元，2019 年达到 1707.43 亿元，2016-2019 年复合增长 8.5%，归母净利润达到 54.08 亿元，2016-2019 年复合增长 119.5%。

图1：公司 2016-2019 年营收复合增长 8.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2016-2019 年归母净利润复合增长 119.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：公司多品牌、全品类布局

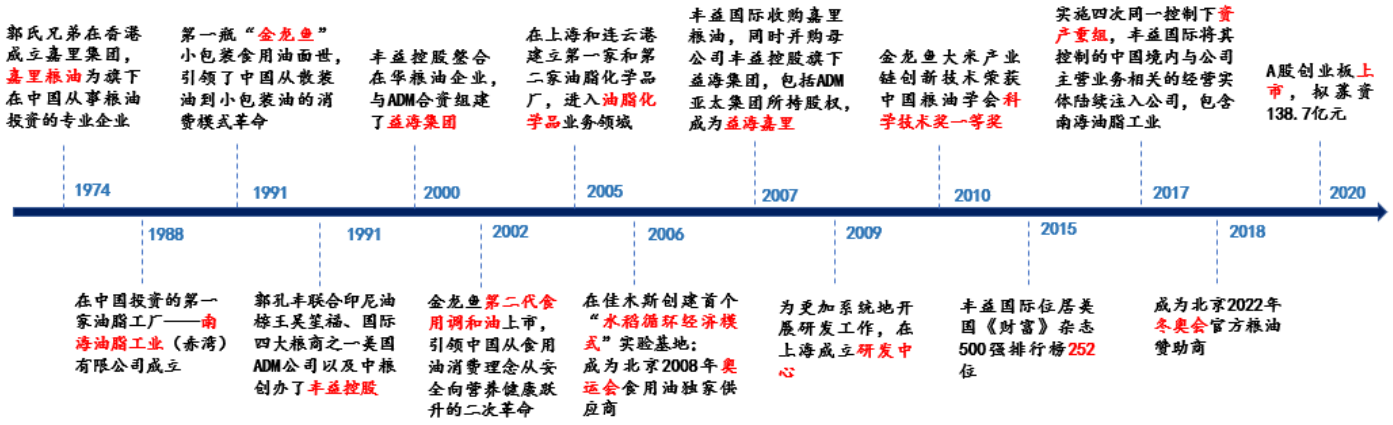
业务板块	分渠道	主要品类	细分产品	主要品牌
厨房食品	零售产品	小包装食用油	调和油、大豆油、玉米油、花生油、菜籽油、稻米油、葵花籽油、亚麻籽油、橄榄油	金龙鱼、胡姬花、欧丽薇兰、香满园、口福、鲤鱼
		小包装大米	原香稻、雪粳稻、生态稻、清香稻、清香丝苗米、软香稻、香粘稻、射阳米系列、岭南油粘米系列、东北大米系列、爱和丝苗米系列、泰国茉莉香米	金龙鱼、香满园、金纳兰、香宴
		小包装面粉	多用途麦芯粉、饺子粉、澳大利亚麦芯粉、粗纤维小麦粉、雪花饺子粉、富强粉、特精粉、拉面粉、特一粉、饺子粉	金龙鱼、香满园、金山、蓝匙、花鼓、双圈
		小包装挂面	杂粮多系列、风味系列、高筋系列、家常系列	金龙鱼、花鼓
		小包装调味品	芝麻油类产品、花椒油类产品、藤椒油类产品以及芝麻酱类产品	金龙鱼、九庄、梁汾、香满园

	餐饮产品	食用油	以海皇牌餐饮专用油系列产品、鲤鱼餐饮专用菜籽油、口福、元宝中包装为主	海皇牌、鲤鱼、口福、元宝
		面粉	满足餐饮行业面粉专业需求的面粉系列产品，规格均为25KG	金龙鱼、香满园、元宝
		大米	适合餐饮业客户的大米，规格包括10KG、15KG、25KG	金龙鱼、香满园、元宝
		调味品	包括酱油、醋、芝麻油、花椒油、藤椒油、芝麻酱等调味油，以及蒸鱼鲜、焖烧豉油、淋鲜甜等调味汁	金龙鱼
		豆浆粉	包括餐饮豆浆粉、速食豆腐花等产品	金龙鱼、晨星岛
	食品工业产品	专用油脂	包括起酥油、代可可脂、烘焙油脂、营养油脂等	金味、金鹂、花旗、银鹂
		动物油脂	主要包括应用在烘焙、火锅底料等行业的猪油、牛油等产品	大 8
		食品辅料	适用于各类食品工业客户的食品辅料	
		面粉	适用于各类食品工业客户的面粉产品	金山、花鼓、蓝匙
饲料原料	蛋白及纤维类		豆粕、菜粕、花生粕、大豆浓缩蛋白、棕榈粕、豆皮、米糠、麸皮等	丰苑、益海、豆奶宝
	能量类		脂肪粉、脂肪酸钙	
油脂科技产品	油脂基础及衍生化学品		脂肪酸、皂粒、甘油、二聚酸、造纸化学品、高分子材料、表面活性剂	锐龙、龙旗
	营养品及日化产品		维生素 E、植物甾醇、家居及个人合理产品	绿涤、洁劲 100、露兰迪

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

“金龙鱼”引领中国食用油行业消费革命。1988 年新加坡著名的综合性跨国集团郭氏兄弟旗下的嘉里粮油在深圳设立南海油脂工业（赤湾）有限公司，是中国第一家具备规模的精炼炼油厂。1991 年金龙鱼小包装油下线，第一桶金龙鱼小包装油的推出打破了当时国内缺乏安全保障的散装油盛行的局面，开启了中国从散装油到小包装精炼油的时代。2002 年金龙鱼推出第二代食用调和油，率先提出了“1：1：1”的膳食脂肪酸平衡的健康概念，再一次革命性地改变了中国人的饮食习惯，使中国人的食用油观念从安全向健康营养跃升。2006 年金龙鱼还成为北京 2008 年奥运会的食用油独家供应商和中国女排主赞助商，进一步扩大了全国知名度和美誉度。2007 年嘉里粮油与郭孔丰创立的主打粮油业务的益海集团实现合并。为了更全面地开展研究，推出更多满足消费者营养健康需求的创新产品，2009 年，公司投资 2000 多万在上海建立了研发中心，成为全球粮油产业最大的纯研发中心之一，为产品创新升级和差异化奠定了坚实基础。除了食用油以外，2006 年前后公司还相继拓展了大米、面粉和油脂化学品等领域，其大米产业链循环经济模式 2010 年获得了中国粮油学会科学技术奖一等奖，引领农业产业发展新趋势。2017 年公司相继实施了四次同一控制下资产重组，母公司丰益国际将其在中国粮油相关业务全部注入公司，包括南海油脂工业，2020 年公司成功在 A 股创业板上市，募集资金总额 138.7 亿元。

图3：金龙鱼深耕 30 年，引领中国食用油消费革命

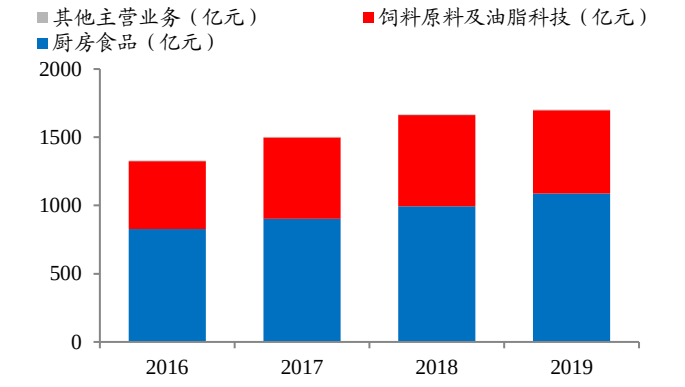


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、 粮油为本，业务品牌多面生花

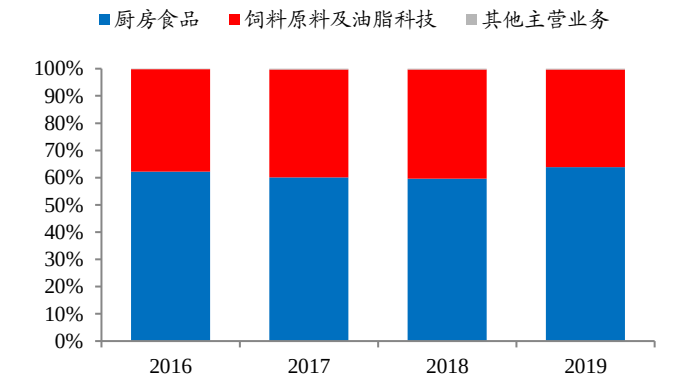
公司主营厨房食品、饲料原料及油脂科技产品。公司业务大类主要包括两块，分别是厨房食品、饲料原料及油脂科技，饲料原料及油脂科技业务建立在厨房食品业务的基础之上，二者相辅相成、相互促进。公司厨房食品产品线丰富，包括食用油、大米、面粉、调味品、挂面等，2019 年厨房食品收入 1087.33 亿元，占公司主营业务收入的比重 63.9%，饲料原料及油脂科技是公司的第二大主营业务，2019 年营收 609.54 亿元，占主营业务收入比重 35.8%。

图4：公司主营厨房食品、饲料原料及油脂科技



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2019 年厨房食品占比 63.9%，饲料原料及油脂科技占比 35.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司核心业务是厨房食品，拥有健全丰富的品牌矩阵和多元化渠道。公司从厨房食品开始起家，逐渐将小包装食用油延伸到了大米、面粉、调味品等业务领域，食用油又进一步深入到调和油、大豆油、花生油、橄榄油、菜籽油、葵花籽油等众多细分品类。公司厨房食品除了满足小包装零售需求以外，还积极拓展了餐饮业客户和食品工业客户渠道，多种渠道相互协调，共同促进了厨房食品销售规模不断扩大。公司同时培育了一批知名品牌，构建了一个覆盖高端、中端和大众、既包括综合性、全国性品牌，又包括专业性和区域性品牌的综合品牌矩阵，比如高端核心品牌“金龙鱼”、专业性花生油品牌“胡姬花”、橄榄油品牌“欧丽薇兰”、以及“香满园”、“花旗”等区域性中低端竞争品牌，海皇牌专供餐饮行业，金燕牌、金鹏牌主要针对食品加工厂，各个品牌在各自的细分市场均保持领先的市场地位。金龙鱼”、

“欧丽薇兰”、“胡姬花”已经成为我国综合食品行业的知名品牌，强大的品牌影响力筑就公司核心竞争优势之一。

表2：公司品牌矩阵多层次分布

	厨房食品	饲料原料	油脂科技
高端	金龙鱼、Olivoilà 欧丽薇兰、胡姬花、鲤鱼牌、金味	丰FY苑	锐龍
中端	香满园、海皇牌、金鸝		浩劲
大众	元宝牌、口福、金燕、百合花		龍鏢

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

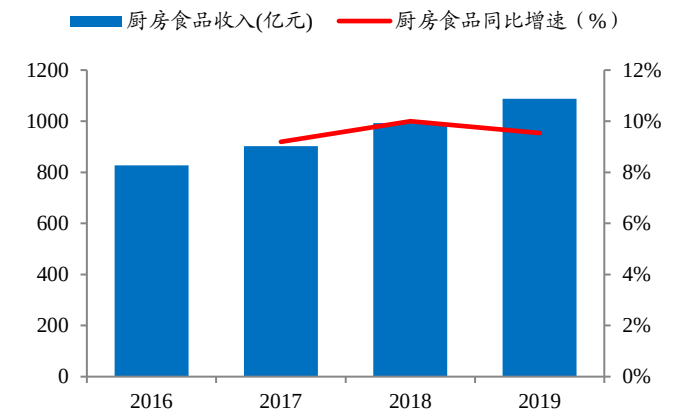
表3：公司多个品牌知名度及美誉度高

品牌	所获奖项
金龙鱼	2005“中国名牌产品”、2012-2013“消费者最信赖产品”、连续 10 年 C-BPI “食用油行业中国品牌力指数第一名”、稻米油-2016“国际稻米油品质大奖”、阳光葵花籽油-2017“全球品质金奖”、2014“欧洲健康食用油大奖”
欧丽薇兰	2018 年纽约国际橄榄油大赛金奖、2019 年阿根廷国际橄榄油大赛金奖
胡姬花	2015 年“胡姬花古法榨油技艺”入选青岛市非物质文化遗产名录、2019 年食用油行业顾客推荐度指数 SM(C-NPS)第一名
香满园	2015-2017“消费者喜爱的食品品牌”

资料来源：公司官网、开源证券研究所

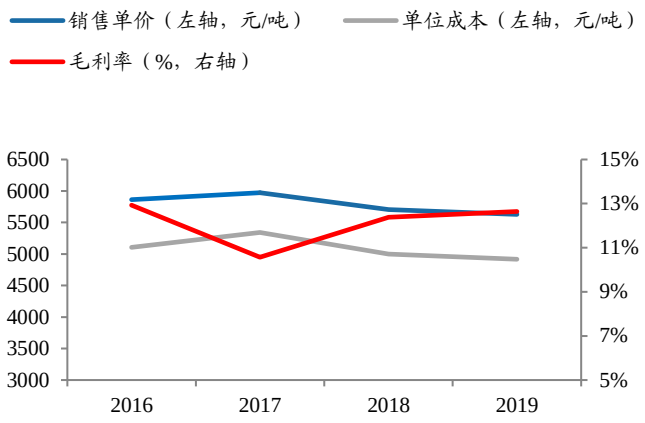
厨房食品业务保持稳健增长。2016-2019 年公司依托品牌优势和渠道优势，厨房食品收入持续稳健增长，CAGR 为 9.6%。2017-2019 年厨房食品虽然销售价格从 5973 元/吨下降到 5629 元/吨，但因为大豆等原材料成本下降单位成本从 5432 元/吨下降到 4917 元/吨，毛利率则从 12.38%持续上升至 12.64%。分渠道来看，2017-2019 年零售产品毛利率呈现稳步增长，从 15.8%提升至 18.4%，主因零售渠道品牌溢价能力较高、通过提价对冲成本上涨的能力较强；餐饮渠道产品毛利率水平明显低于零售产品，提价和对冲成本的能力相对零售渠道弱，2017-2019 年毛利率水平稳中有升从 4.17%提升至 6.88%；食品工业产品 2017-2019 年毛利率提升较快，从 9.02%提升至 13.47%，成本相较价格下降更快。

图6：厨房食品收入稳健增长



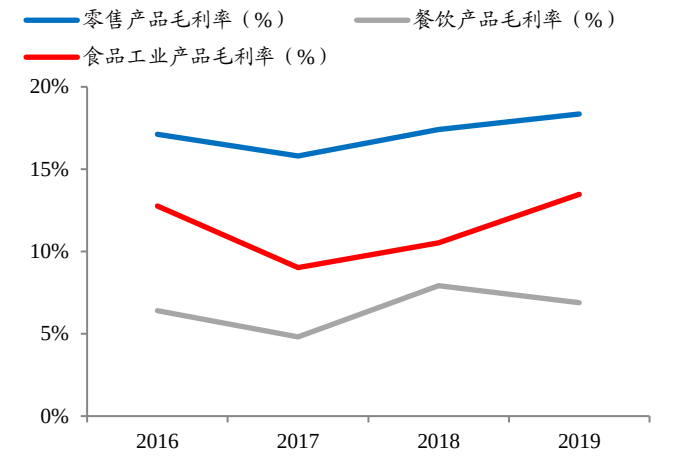
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2016-2019 年厨房食品毛利率先降后升



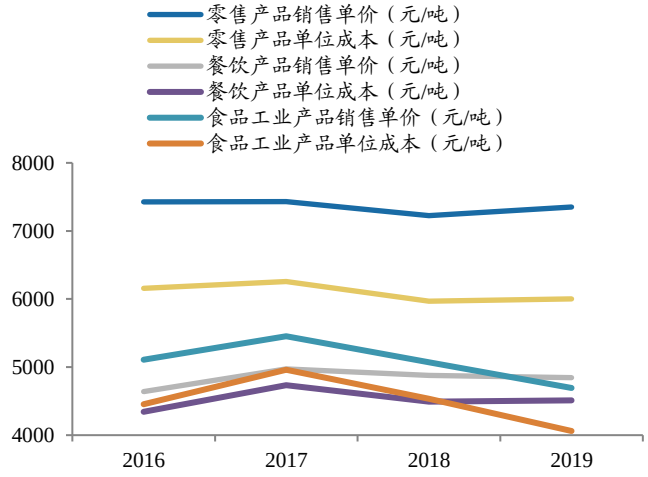
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：厨房食品零售渠道毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

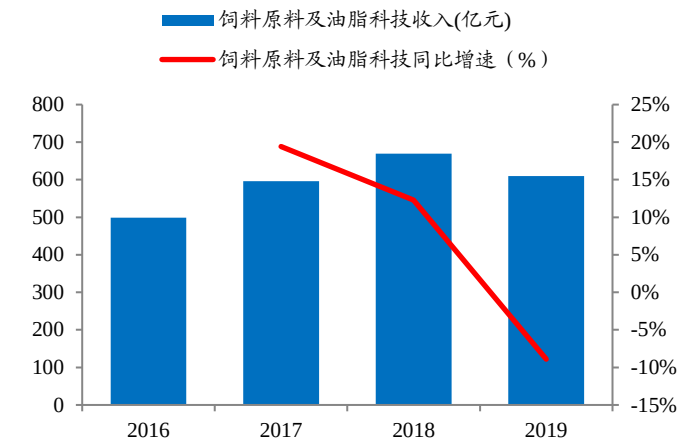
图9：厨房食品各渠道单价及单位成本变动情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

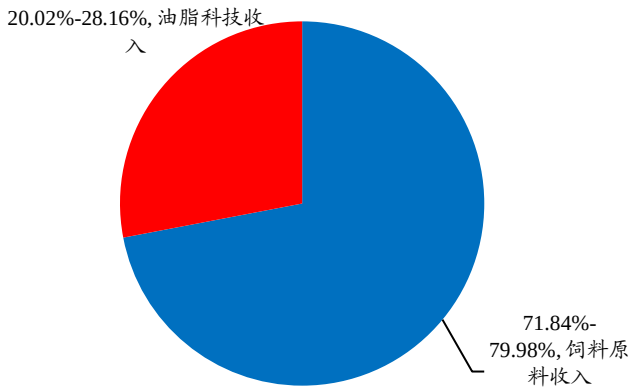
饲料原料及油脂科技是公司第二大支柱业务。公司饲料原料业务包括豆粕、菜粕、米糠粕、麸皮等，油脂科技产品包括油脂基础化学品、油脂衍生化学品等。公司饲料原料产品收入在饲料原料及油脂科技收入中占比 75%左右，油脂科技产品收入占比 25%左右。2016-2018 年，公司加强了与大客户原料供应合作，饲料原料及油脂科技收入快速增长，2016-2018 年 CAGR 为 15.8%，2019 年由于受到非洲猪瘟等市场因素影响，下游饲料厂需求减少，导致公司饲料原料及油脂科技收入同比下降了 8.9%。从毛利率来看，2016-2017 年，公司饲料原料产品毛利率从 7.20%下降到了 4.67%，主因 2017 年大豆等原料价格上升所致；2017-2019 年饲料原料产品毛利率从 4.67%提高至 8.13%，主因 2018 年底豆粕价格较大程度下降。2016-2017 年公司油脂科技产品毛利率从 7.83%下降至 4.81%，同样是因为原料价格上涨的缘故，2017-2019 年毛利率从 4.81%上升到 10.06%，主要是因为油脂衍生化学品需求增加，销售价格提高，而棕榈油等原料价格较低。

图10：2019 年饲料原料及油脂科技收入有所下降



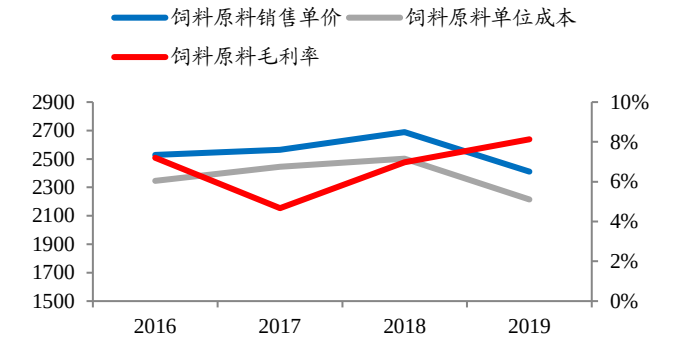
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：饲料原料在饲料原料及油脂科技收入占比超过 70%



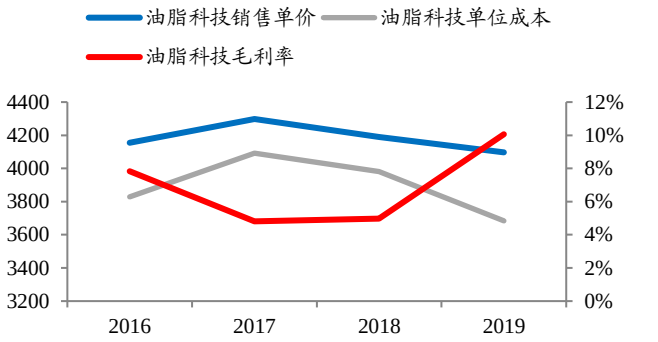
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2016-2019 年饲料原料毛利率先降后升



数据来源：Wind、开源证券研究所

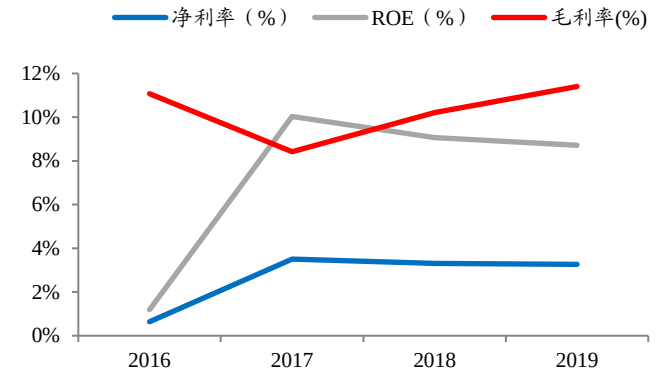
图13：2016-2019 年油脂科技毛利率先降后升



数据来源：Wind、开源证券研究所

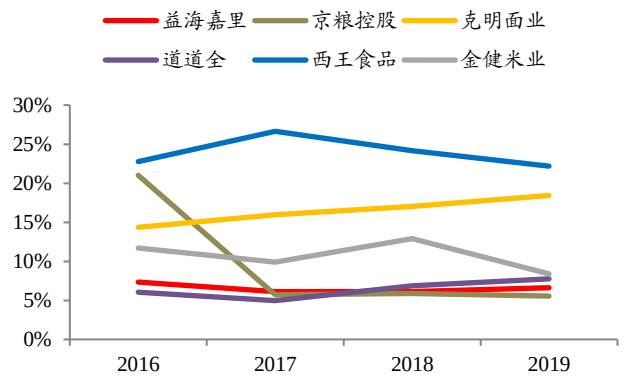
整体盈利能力稳中有升，相比同行较优。2016-2019 年公司综合毛利率从 11.1%提高至 11.4%，ROE 从 1.2%提高至 8.7%，净利率从 0.6%提高至 3.3%。2017-2019 年公司净利率和 ROE 保持平稳，2016 年 ROE 和净利率较低主要是因为公司商品衍生金融工具损失 34.05 亿元影响投资收益从而导致净利润较低。同行对比来看，公司期间费用率在可比公司中较低，2016-2019 年公司平均期间费用率为 6.6%，保持稳定，而西王食品、克明面业和金健米业平均期间费用率分别为 23.9%、16.4%和 10.7%；公司净利率和 ROE 相比同行较高，2017-2019 年公司平均净利率为 3.4%，位列第三，仅次于克明面业（6.1%）和道道全（5.0%）；2017-2019 年平均 ROE 为 9.3%，位列第二，仅次于道道全（9.8%）。公司基于多年的布局和积累，运营效率领先，规模优势凸显，相比同行盈利能力较优。

图14：2017-2019 年 ROE 和净利率较为平稳



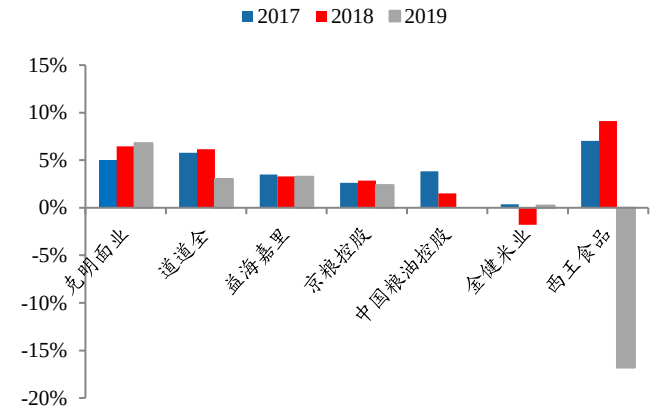
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：公司期间费用率相比同行较低



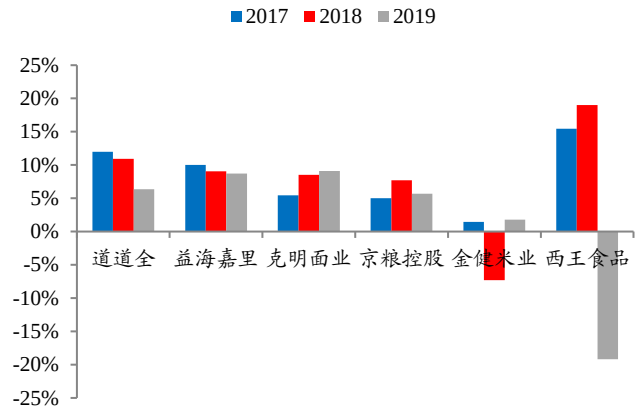
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图16：公司 2017-2019 年平均净利率 3.4%，位列第三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：公司 2017-2019 年平均 ROE 9.3%，位列第二

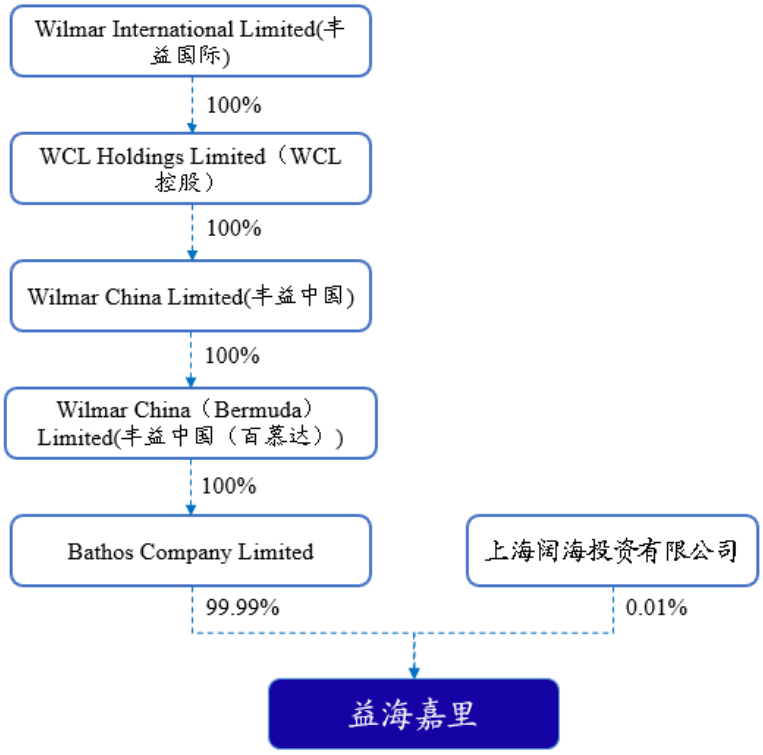


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、 股东背景强大，管理团队优秀

公司实际控股股东为丰益国际，不存在实际控制人。2008-2018 年间出于业务重组、搭建上市架构、解决同业竞争等原因，公司上层持股结构经历了六次变动，最终形成了现在的境外多层持股架构。根据公司招股说明书，上市前公司直接控股股东为 Bathos,，持有公司 99.99%的股份，Bathos 主营投资控股及提供财务和运营管理服务。公司实际控股股东为丰益国际，丰益国际依次通过 WCL 控股、丰益中国、丰益中国（百慕达）和 Bathos 间接持有公司 99.99%的股权。因为丰益国际不存在实际控制人，所以公司不存在实际控制人。除 Bathos 以外，公司的另一股东为阔海投资，持有公司 0.01%的股份，阔海投资成立于 2002 年，是由牛余新等公司员工及其他第三方共同成立的内资企业，成立的目的为在粮油加工产业所涉及的国产原粮和油料贸易、第三方物流及动力煤贸易领域开展业务。

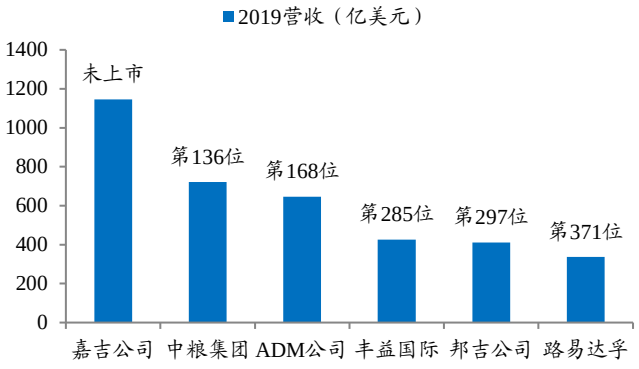
图18：公司股权结构集中



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

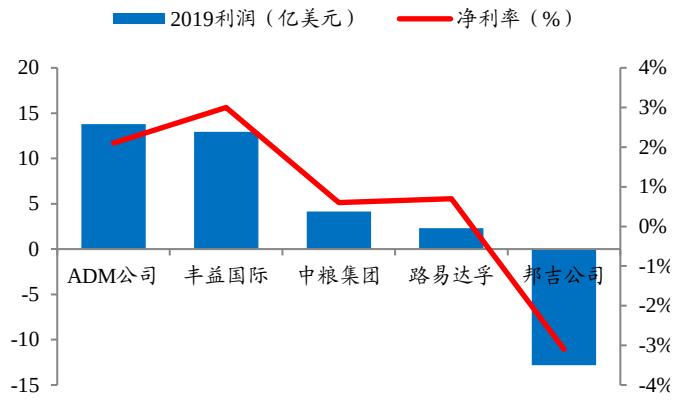
公司股东实力雄厚，丰益国际是全球领先的跨国粮油企业集团。丰益国际成立于 1991 年，是由郭孔丰联合印尼油棕王吴笙福及国际四大粮商之一 ADM 公司在新加坡共同创办的。丰益国际是新加坡交易所市值最大的上市公司之一，2019 年营业收入达到 426.41 亿美元，在 2020 世界 500 强企业中位列第 285 位，在国际粮商中位列第四位；净利润达到 12.93 亿美元，在 500 强上榜的国际粮商中位列第 2 位，仅次于 ADM。丰益国际业务范围广泛，包括棕榈种植，油籽压榨，食用油精炼，食糖加工和提炼等，在中国、印度、印尼等全球 50 个国家拥有超过 500 家制造工厂和广泛覆盖的分销网络，是印尼、马来西亚和非洲最大的油棕种植园所有者之一，最大的棕榈油精炼厂和油脂化工制造商，也是中国、印尼等地最大的消费包装油品牌生产商。丰益国际油脂原料资源丰富，截至 2019 年底，公司棕榈油总种植面积达 23.29 万公顷，热带油炼油总产能为 4700 万吨，油脂化工和特种油脂产能分别接近 300 万吨。丰益国际综合实力强大，资金雄厚，掌握了丰富的棕榈油等上游原料，是全球主要的棕榈油供应商和领先的农业综合型粮油企业集团，同时具备先进的全球管理经验，有助于为公司的长期稳步发展保驾护航。

图19：丰益国际2019年营收426.4亿美元，位列世界500强第285位



数据来源：丰益国际年报、开源证券研究所

图20：丰益国际2019年净利润12.93亿美元，仅次于ADM



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表4：丰益国际业务广泛、规模庞大

业务	分布国家	工厂总数	总产能
热带油	印尼、马来西亚、中国、乌克兰、越南、欧洲、非洲、俄罗斯、孟加拉国、新加坡	炼油厂189个、油脂化工厂23个、特种油脂工厂36个、生物柴油厂14个	炼油产能4700万吨、油脂化工约300万吨、特种油脂约300万吨、生物柴油约400万吨
油料和谷物	中国、马来西亚、越南、非洲、印尼、缅甸、新几内亚、新喀里多尼亚、俄罗斯、乌克兰	油籽压榨工厂106个、面粉加工厂46个、大米加工厂27个	油籽压榨产能4100万吨、面粉加工产能1100万吨、大米加工产能约500万吨
糖类	澳大利亚、新西兰、印尼、印度、中国、缅甸、摩洛哥	粗加工工厂26个、精炼糖工厂8个	粗加工产能3200万吨、精炼产能超过500万吨
肥料	印度尼西亚	年销量200万吨	
运输	/	油轮/干散货船总吨位250万吨	
研究和发展	新加坡、中国、印尼、印度、马来西亚、澳大利亚、新西兰	拥有600名科学家和研究人员	

资料来源：丰益国际2019年度报告、开源证券研究所

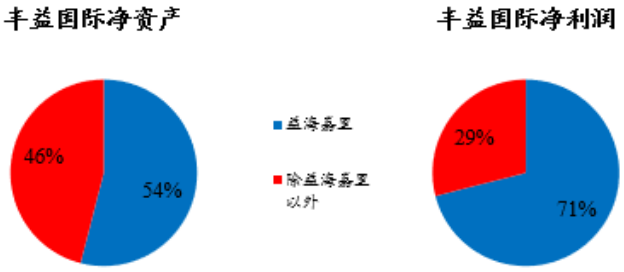
借助股东优势，丰益国际为公司前五大原料供应商。丰益国际已将中国境内与公司相关的业务整体注入公司，并由公司独立经营，丰益国际的业务主要集中在中国境外，而公司业务主要集中在中国境内，同时丰益国际自2019年起已不再直接向中国境内客户销售棕榈及月桂酸油、糖等相关产品，因此丰益国际与公司不存在实质性同业竞争。公司作为丰益国际在中国的重大布局，2018年贡献了丰益国际71%的净利润，占据了54%的净资产份额，其重要性在集团内不言而喻。丰益国际资金雄厚、规模庞大，在棕榈油、月桂酸油和白糖等方面有着强大的原料优势，同时还拥有庞大完善的物流运输系统和丰富的全球经营管理经验，可以为公司提供宝贵的资源共享、原料保障和扩张动力。2017-2019年丰益国际均是公司的前五大原料供应商，主要采购棕榈油及月桂酸油等，采购金额占原材料采购总额的比重在5.24%-7.99%之间。此外，世界五大粮商之一美国ADM公司是丰益国际的四大控股股东之一，也是公司的前五大原料供应商，公司主要向其采购大豆及加工品，2017-2019年采购金额占比在7.16%-9.69%之间。公司背靠强大的实控股东，具有原料保障优势、资金优势和经验优势。

图21：丰益国际粮油业务分布世界各地，全球领先



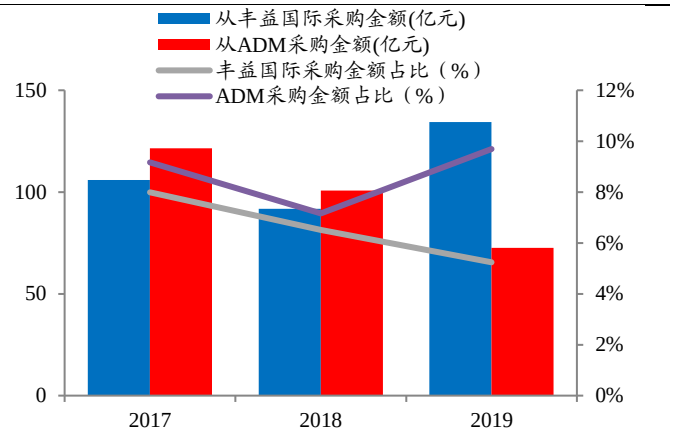
资料来源：丰益国际官网，开源证券研究所

图22：公司贡献了丰益国际超50%净资产和净利润



数据来源：丰益国际年报、开源证券研究所

图23：丰益国际和ADM是公司的前五大供应商



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司核心管理团队经验丰富，团队稳定，薪酬激励充分。上游大宗原料价格波动大，公司涉及的产业链较长、对管理能力的要求极高。公司拥有一支经验丰富的管理团队，团队成员一直伴随着公司风雨成长，对企业忠诚度高。同时公司核心管理团队具有丰富的行业经验积累，对公司产品的研发、生产、销售和原料采购有着深刻的理解，全球化的业务布局能够帮助公司紧跟行业趋势变化，洞察消费者需求，快速反应，前瞻性决策，带动公司整体业务良好健康发展。此外，公司核心管理层薪酬较高，激励充分，内生动力足。

表5：公司核心管理团队经验丰富、薪酬激励高

姓名	职务	2019 税前薪酬（万元）	履历
郭孔丰	董事长	/	1973 年至 1991 年,任 Federal Flour Mills Berhad 业务经理,总经理.1980 年至 1989 年,任 Kuok (Singapore) Limited 董事,主管食用油贸易。1989 年至 1991 年,任 Kuok Oils&Grains Pte Ltd 总经理,负责在中国筹建南海油脂工业(赤湾)有限公司.1991 年至 2006 年,担任 Wilmar Trading PteLtd 董事长及总经理,在此期间,开始在中国进行投资及开展粮油相关业务.2006 年至今,任丰益国际董事长兼首席执行官.2005 年至 2019 年 1 月,任益海嘉里有限董事长.自 2019 年 1 月至今,担任本公司董事长.
潘锡源	董事	/	2016 年至今,任丰益国际首席运营官兼执行董事，自 2019 年 1 月至今担任本公司董事.
穆彦魁	董事、总裁	1550	2002 年至 2009 年,任上海益海企业发展有限公司董事长。2005 年至 2019 年 1 月,任益海嘉里有限副董事长。自 2019 年 1 月至今担任本公司董事,总裁.
牛余新	董事、副总裁	1068	2000 年至 2005 年,任益海(烟台)粮油工业有限公司总经理.2002 年至 2009 年,任上海益海企业发展有限公司总经理。2005 年至 2019 年 1 月,任益海嘉里有限董事,总经理.自 2019 年 1 月至今担任本公司董事,副总裁.
陆玟妤	董事、财务总监	430	2000 年至 2003 年,任 Wilmar Trading PteLtd 财务经理。2003 年至 2005 年,任上海益海企业发展有限公司财务总监.2005 年至 2019 年 1 月,任益海嘉里有限董事,财务总监.自 2019 年 1 月至今担任本公司董事,财务总监。
唐绍明	董事	/	2009 年至 2012 年 5 月,任丰益国际投资部负责人.2010 年至今,任 Kerry Holdings Limited 投资部总监.自 2019 年 3 月至今担任本公司董事.
洪美玲	董秘、财务副总	210	2003 年 10 月至 2005 年 6 月,任 Wilmar Trading Pte Ltd 财务经理.2005 年 6 月至 2019 年 1 月,任益海嘉里有限财务部副总监.2019 年 1 月至今担任公司董事会秘书,财务副总监.
张建新	监事会主席	400	2005 年 11 月至 2012 年 2 月,任益海嘉里有限人事行政副总监.2011 年 3 月至 2019 年 1 月,任益海嘉里有限董事.2012 年 3 月至 2019 年 1 月,任益海嘉里有限人事行政总监.自 2019 年 1 月至今担任本公司监事会主席,人事行政总监.
李长平	监事	210	2003 年至 2005 年,任上海益海企业发展有限公司财务经理.2005 年至 2019 年 1 月,历任益海嘉里有限财务经理,投资部总监.2013 年 6 月至 2019 年 1 月任益海嘉里有限监事.自 2019 年 1 月至今担任本公司监事,投资部总监.

资料来源：Wind、开源证券研究所

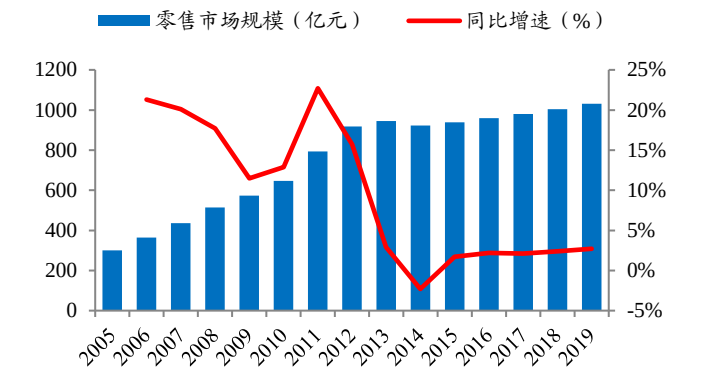
2、 粮油行业：存量竞争、格局向好、益海嘉里领先

2.1、 市场规模庞大、增速下滑、消费升级是趋势

食用油市场规模庞大，产量和消费量有所下滑。我国人口基数大，粮油作物种植面积广，是食用油、大米和面粉的生产和消费大国。食用油作为厨房刚需用品随着居民消费水平的提高市场规模日益庞大。截至 2019 年底，我国包装食用油市场规模(按零售额)达到 1030.71 亿元，2005-2013 年市场规模增长较快，CAGR 为 15.4%，2013 年以来市场规模增速维持低位平稳，CAGR 为 1.5%。从我国食用油产量和消费量来看，2019 市场年度我国食用油产量为 2640 万吨，2012-2019 年复合增速为 1.5%，2019 市场年度我国食用油消费量为 3339 万吨，2012-2019 年复合增速为 2.8%。自 2016 年以来食用油产量和消费量增速不断下滑，近两年甚至出现了负增长，说明我国食用油产能出现过剩，行业正在加速出清落后产能，同时食用油需求增长乏力，已逼近天花板。从不同油种结构来看，2019 年我国小包装食用油销量占比较高的依次是大豆油（26%）、调和油（20%）、菜籽油（19%）、玉米油（13%）和花生油（12%），而销售额占比较高的依次是花生油（21%）、调和油（18%）、菜籽油（18%）、大豆

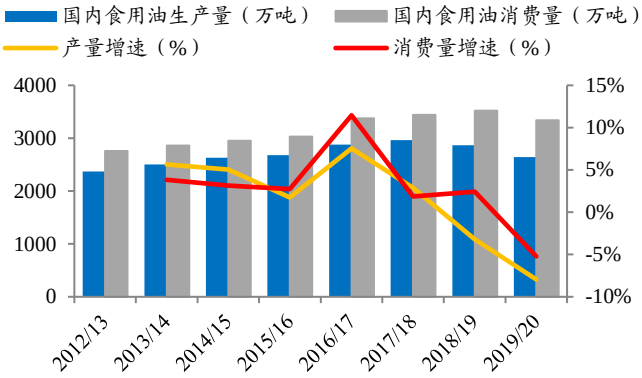
油（14%）和玉米油（13%），主要是由于花生油价格相对较高。近年来高端小众油种橄榄油和葵花籽油增速较快，2014-2019 年销售额 CAGR 分别为 11.9%和 4.8%。

图24：食用油市场规模庞大，2019 年为 1031 亿



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

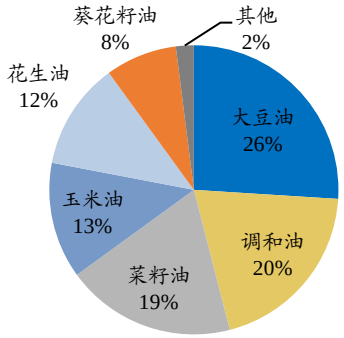
图25：2019 市场年度食用油产量 2640 万吨，同比降 8%



数据来源：国家粮油信息中心、开源证券研究所

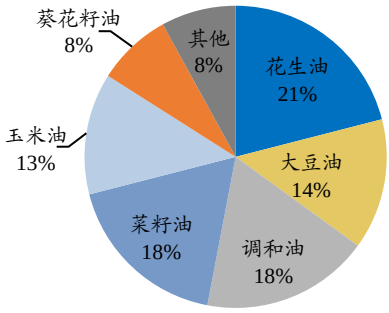
注：市场年度为当年 10 月-下年 9 月

图26：大豆油、调和油、菜籽油销量占比较高



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图27：花生油、调和油、菜籽油销售额占比较高



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表6：橄榄油和葵花籽油销售增速较快

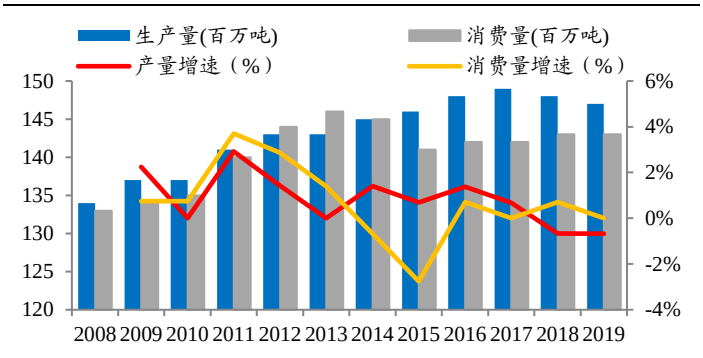
品种	2019 销售额（亿元）	2019 同比增速（%）	2014-2019CAGR（%）	2019-2024 预测 CAGR（%）
大豆油	366.30	0.5	0.4	0.1
其他	307.82	3.8	2.1	5
玉米油	119.90	2.9	3.1	2.5
菜籽油	103.80	3.6	3	2.7
葵花籽油	84.77	4	4.8	4
橄榄油	48.12	8.2	11.7	6

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

大米和面粉市场供过于求，产量和消费量加速下降。食用油虽然是厨房刚需用品，但每日人均食用量仍然较为有限，作为主粮的大米、面食市场规模更为庞大，食用油、面粉和大米的市场规模比例约为 1：3：6。2008-2019 年，我国大米产量从 13400 万吨增长至 14700 万吨，CAGR 为 0.8%，消费量从 13300 万吨增长至 14300 万吨，CAGR 为 0.7%。2013 年以来我国大米消费量逐渐下滑，2017 年以来大米产

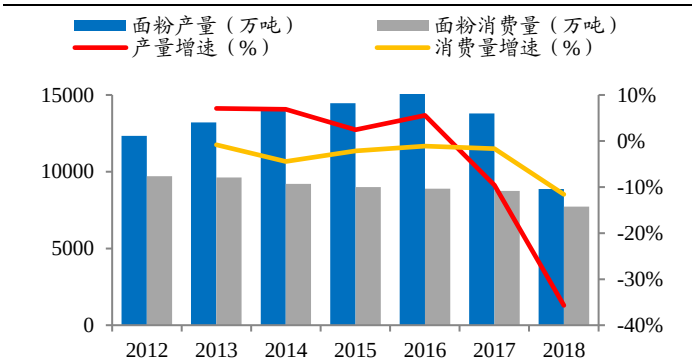
量也有所下降。2012-2018 年我国面粉产量从 12332 万吨下降至 8875 万吨，消费量从 9710 万吨下降至 7736 万吨，尤其是 2016 年以来面粉产量下降速度较快。我国大米和面粉市场产量和消费量双双下滑，出现供过于求的局面，一方面是由于我国是水稻和小麦种植大国，且大米和面粉加工行业进入门槛较低，加工企业众多且以中小规模企业为主，2017 年我国规模以上大米和面粉加工企业分别约为 3400 家和 2850 家，日处理能力 200 吨以下的小规模面粉企业占比约 70%，竞争十分激烈。另一方面，由于居民生活水平和消费水平不断提高，消费者更注重膳食营养的均衡搭配，更偏爱低碳水化合物食品，肉、蛋、奶、瓜果等需求逐渐对主食形成替代，因此大米和面粉的产量及需求量呈现增速下滑趋势。

图28：2019 年大米产量 14700 万吨，同比-0.7%



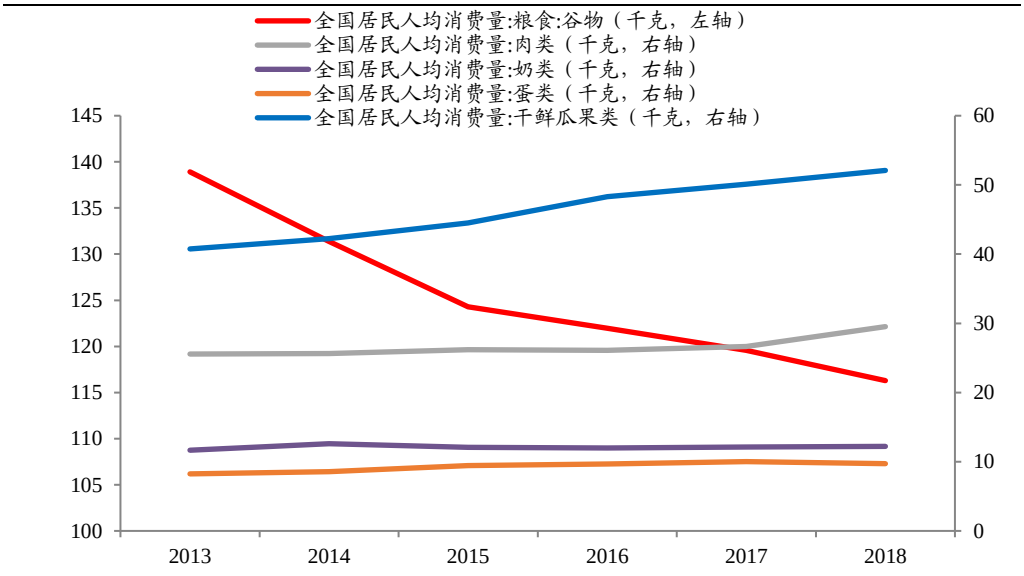
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图29：2018 年面粉产量 8875 万吨，同比-35.7%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图30：人均谷物消费量不断下降，而肉类、奶类、瓜果类人均消费持续上升

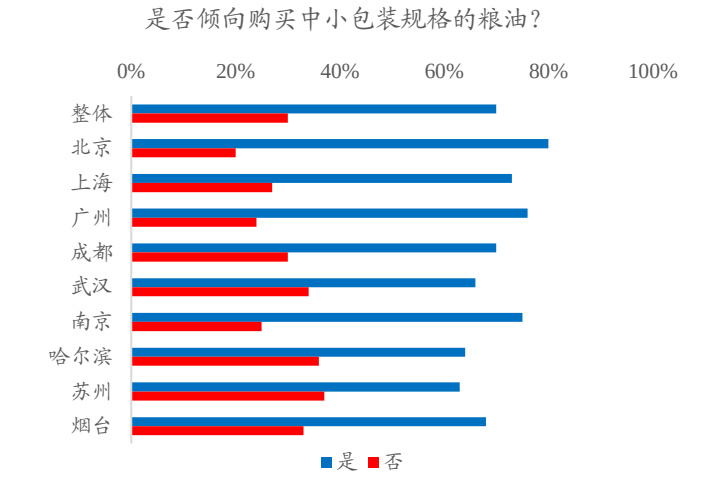


数据来源：Wind、开源证券研究所

小包装化、品牌化和品类多样化推动粮油消费升级。和散装粮油相比，中小包装粮油产品具有更安全、更轻便、保质期更长、包装更精致等优点，随着人们生活水平提高和家庭小型化的趋势，目前小包装油、包装米和包装面粉受到越来越多消费者欢迎，成为消费升级的一种趋势。根据香港贸发局的一项内地包装食品调查，有 70%的受访者认同相比性价比更高的散装和大包装更倾向于购买中小包装规格的日常食用粮油产品。目前，中国食用油市场中小包装油的比例约为 20%，城市地区比例约为 30%，大城市比例更高，而在新加坡、日本和香港等地区，小包装食用油

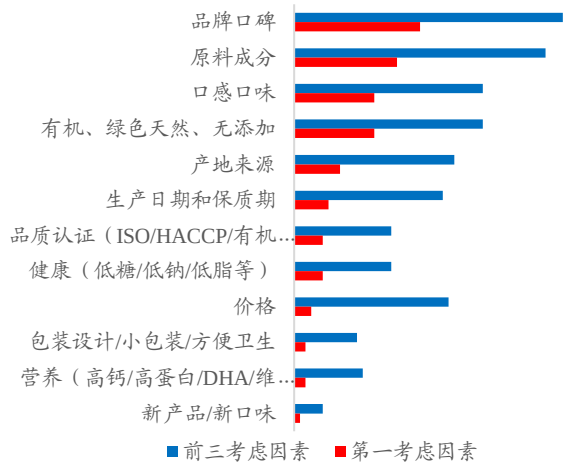
占当地食用油市场的比例为 50%-60%，所以中国小包装食用油拓展还有较大的空间。随着生活水平的提高，城乡居民的消费结构不断升级，人们更加关注安全、健康、营养等产品品质，粮油消费结构趋向高端化。在上游原料成本高企、终端竞争激烈、产品同质化的背景下，品牌和品质成为粮油产品赢取消费者的关键，人们对价格的关注度下降，品牌已上升为消费者购买粮油食品的第一考虑因素。同时一方面人们对粮油的消费需求更加多样化，另一方面粮油厂商竞争更加激烈，消费空间趋于饱和，更多表现为存量竞争，厂商不得不拓展粮油品类，在细分领域下功夫，走高端化、细分化和专业化的道路。比如近年来食用植物油领域不断推出的各种创新压榨方法的橄榄油、山茶籽油、山核桃油等，以及大米领域的有机米、富硒米和免淘米等等。

图31：70%的消费者倾向于购买中小包装粮油



数据来源：香港贸发局、开源证券研究所

图32：品牌成为消费者购买粮油产品的第一考虑因素

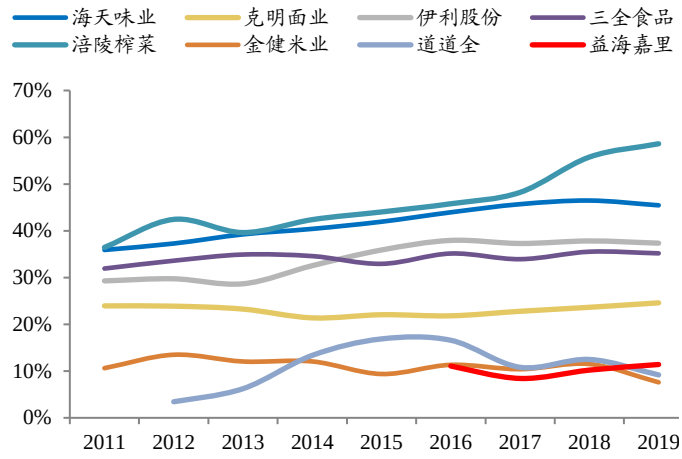


数据来源：香港贸发局、开源证券研究所

2.2、 行业利润微薄、品牌和规模取胜

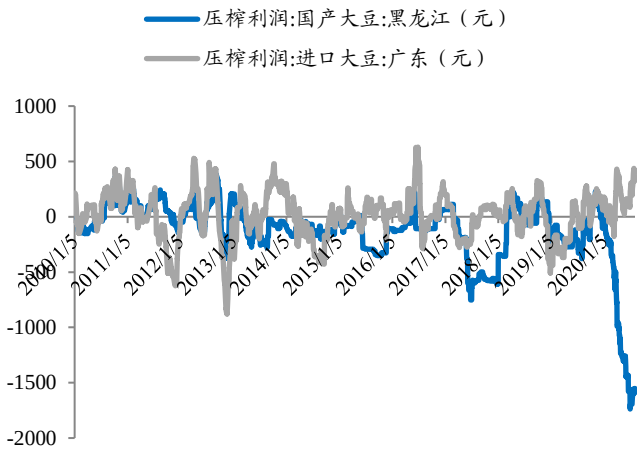
我国食用油、大米和面粉行业毛利率较低。粮油产品属于日常刚需产品，关系到国计民生，由于竞争激烈、产业链条短等原因行业毛利率和利润率一直处于较低水平。我国食用油、大米和面粉行业的毛利率偏低，米面油的代表企业金健米业、道道全、公司 2011-2019 年平均毛利率分别只有 10.93%、11.12%和 10.27%，远低于食品饮料其他子行业。从食用油行业来看，大豆油是我国消费占比最高的油种，2020 年以来国产大豆平均压榨利润为-946.34 元/日，进口大豆平均压榨利润也只有 146.76 元/日，国产大豆压榨甚至处于亏损水平，同时国产大豆和进口大豆的压榨利润均处于剧烈波动状态，亏损时期与盈利时期基本持平，说明了我国大豆油脂加工行业利润率低且极不稳定。

图33：食用油、大米行业相比其他子行业毛利率较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

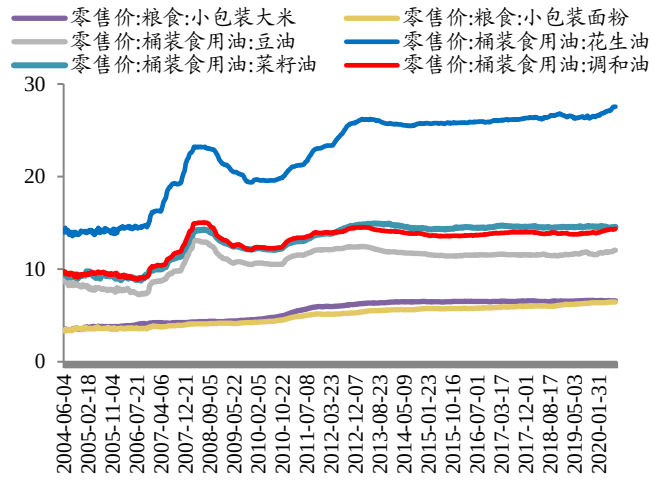
图34：大豆压榨利润较低且波动剧烈



数据来源：Wind、开源证券研究所

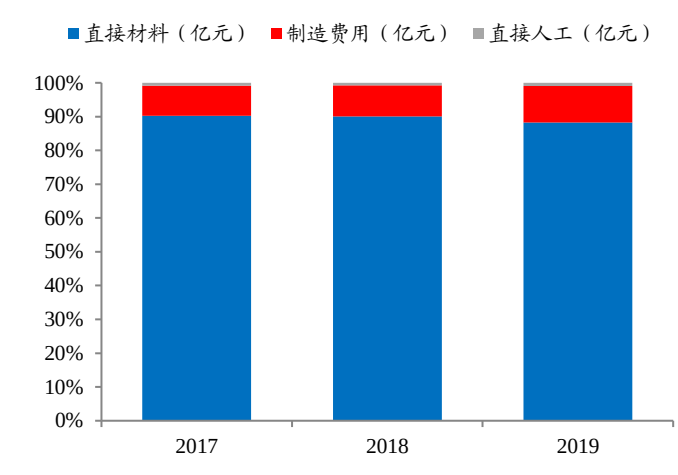
政策和原料价格波动是行业利润率不高的主因。食用油、大米和面粉等食品属于生活刚需品，关系到居民基本生活成本，是 CPI 菜篮子重点监控品种，价格受到政府政策限制。我国食用油除了在 2007 年和 2011 年有过一波小幅上涨以外，其他时段都处于基本平稳状态，而大米和面粉价格则更加稳定。2004-2020 年我国小包装大米、面粉、大豆油、菜籽油、调和油和花生油分别只上涨了 3.04 元（+86%）、3.11 元（+93%）每公斤和 3.15 元（+35%）、5.12 元（+54%）、4.58 元（+47%）、13.56 元（+97%）每升。粮油产品的主要成本为原材料成本，原材料成本过高直接导致了粮油企业主营成本较高，直接材料成本占比 88.28%。大豆原料价格波动较大，而且国产大豆价格普遍高于进口价格，很多企业都会将压榨工厂建在沿海港口城市，并通过期货市场操作来稳定采购价格，因此这对企业的金融水平提出了要求。同时我国小麦、水稻和玉米产量大、价格比较平稳，但是产地比较集中，距离消费市场较远，对于企业的生产基地布局和物流运输能力也提出了较高的要求。

图35：粮油产品价格基本稳定，上涨幅度小



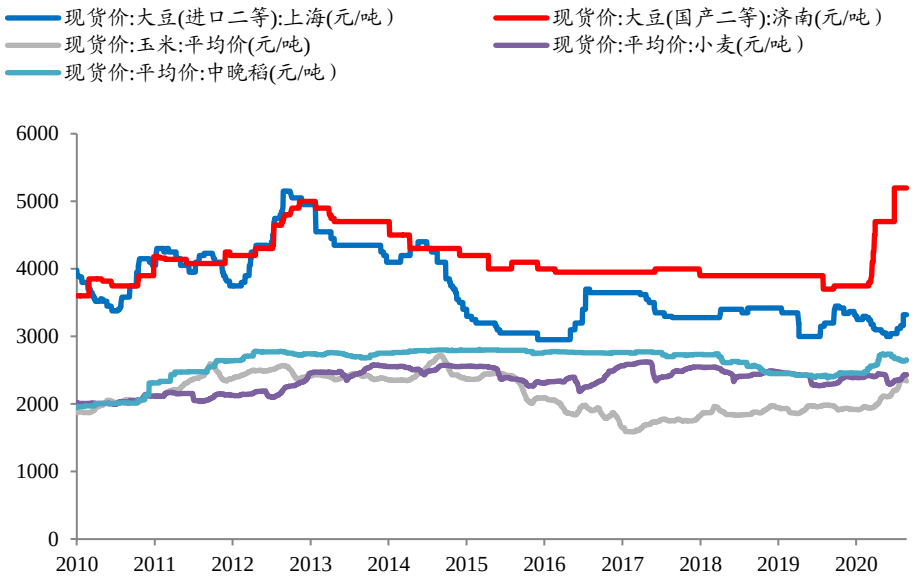
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：公司厨房食品原材料成本占比超过 88%



数据来源：Wind、开源证券研究所

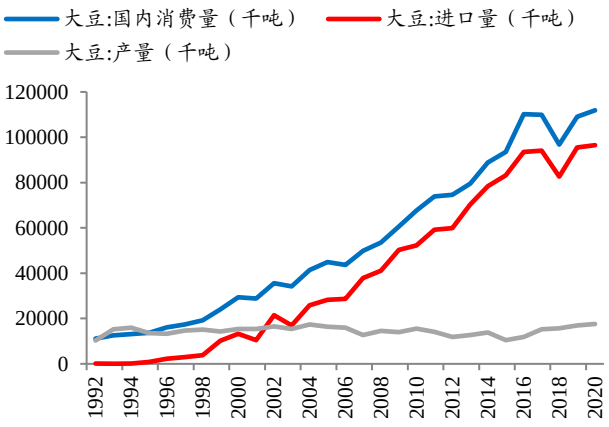
图37：大豆价格波动较大，小麦、稻谷价格相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

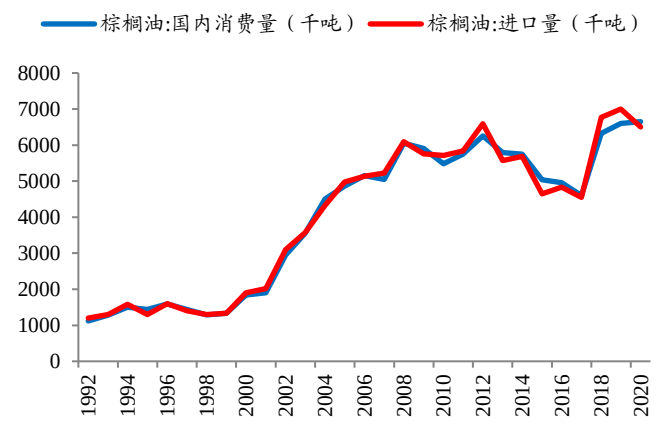
我国食用油行业成本较高的原因还在于原料对外依存度较高。一方面，我国主要植物油压榨原料国产大豆的价格高于进口大豆，2020 年来国产大豆平均现货价为 4936.39 元/吨。而进口大豆只需要 3139.39 元/吨，造成了国内压榨企业倾向于购买进口大豆；另一方面我国植物油原料对外依存度较高，1996 年以来，我国大豆消费量和进口量几乎同比例攀升，而大豆产量却处于低位平稳状态，2019 年压榨大豆原料对外依存度超过 90%，除了大豆油原料以外，国内消费的棕榈油对外依存度也很高，基本完全依赖从马来西亚和印尼等国家进口，这导致了我国食用油市场直接受到国外行情的牵制，一旦油脂油料采购价格过高就会使国内粮油企业利润面临亏损，这也是导致我国食用油行业利润率较低且波动较大的原因之一。

图38：我国大豆消费基本来自进口



数据来源：国家粮油信息中心、开源证券研究所

图39：我国棕榈油消费大多数依赖进口

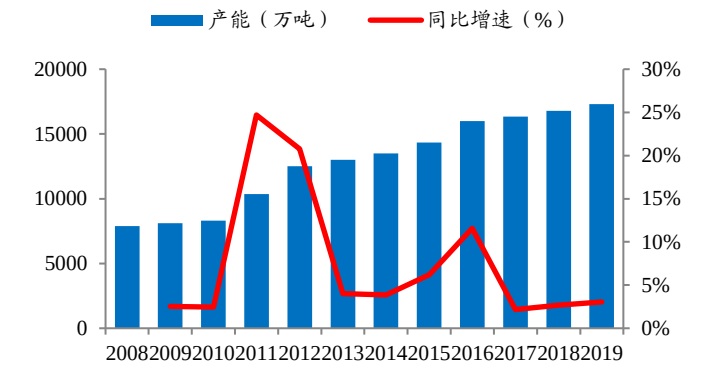


数据来源：国家粮油信息中心、开源证券研究所

供求关系也是导致我国食用油行业利润微薄的原因之一。2008-2019 年，我国大豆压榨产能不断增长，从 7900 万吨增长到了 1.73 亿吨，年均复合增速 7.4%，但是自 2006 年以来大豆压榨加工企业的开工率只有 45%-60%水平，产能过剩比较严重。虽然 2008 年国家发改委就发布了《关于促进大豆加工业健康发展的指导意见》，提

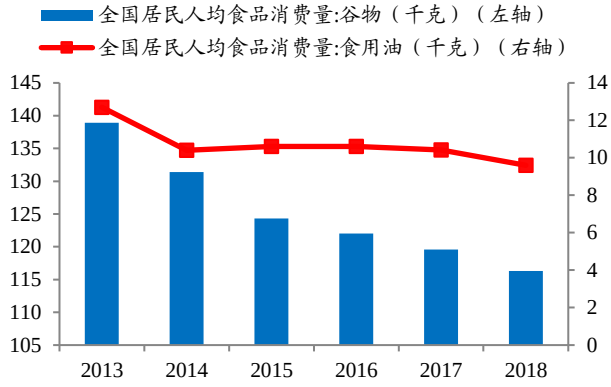
出要严格控制大豆压榨项目的盲目投资和低水平重复建设，但是央企、外资和民企投入的大豆压榨项目依然有增无减，产能过剩局面进一步加剧。2017 年以来，我国压榨产能增速进一步放缓也反映了供应过度。在压榨产能不断增加的同时，我国食用油的人均消费量却没有增长，人均谷物消费量也不断下滑，粮油消费需求疲软，供求关系无法得到改善使得粮油行业利润率长期低迷。

图40：我国大豆压榨产能不断增加出现产能过剩



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图41：我国人均谷物和食用油消费量下滑



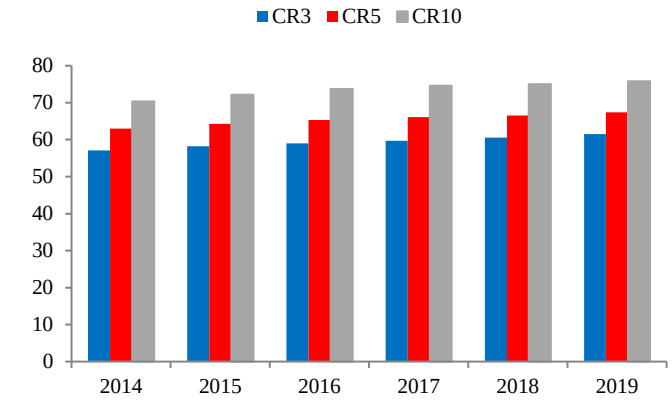
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

在行业利润微薄的背景下，粮油企业将依靠品牌和规模取胜。我们认为随着行业竞争越来越激烈，产能过剩加剧，产品同质化，企业的规模优势、品牌力和品类创新能力将越来越重要。一方面，由于粮油行业原材料成本占比很高，对上游原料的控制就显得十分重要，谁能抢先占据优质的原料供给和布局位置优越的生产基地谁就能掌握先发优势，扩大规模，同时利用规模优势进一步降低成本，从而扩大本就较小的利润空间。此外随着行业竞争加剧，产能过剩，未来行业大产能兼并落后小产能，强者恒强是大势所趋，拥有规模效应的企业将在行业洗牌过程中屹立不倒，坐收渔利。另一方面，随着居民生活水平和消费层次的提升，消费需求更加多样化、细分化，消费者对价格的关注度将不断降低，而对品牌和品质的关注度不断上升，在各大粮油厂商产品区分度较低、印记不深的情况下，拥有高知名度品牌的产品将获得消费者青睐。此外，随着各大品牌竞争日益激烈，产品层出不穷，品类更加细分化，谁能依靠强大的研发能力不断推出新品，扩张产品品类，刷新消费者认知和体验感，谁就能在竞争浪潮中立于不败之地。

2.3、 行业格局走向集中，公司地位领先

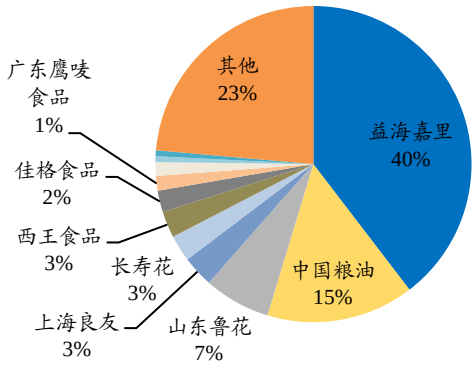
我国包装食用油行业集中度较高，公司遥遥领先。2019 年我国包装食用油金龙鱼、中粮、山东鲁花三大巨头零售额市占率达到 61.5%，CR5、CR10 和 CR20 分别达到 67.4%、75.8%和 79.5%，并且近几年还在小幅爬升过程中，这说明我国包装食用油行业集中度已经非常高了，行业竞争趋于饱和，中小食油企业谋求发展空间十分艰难，同时龙头企业想要进一步提升市场份额的空间也不大。公司 2019 年市场份额为 40%，比中粮（15%）和山东鲁花（7%）分别高出 25pct 和 23pct，处于遥遥领先地位。从品牌的市场份额来看亦是如此，金龙鱼以 33.7%的市占率独占鳌头，中粮福临门（13.5%）和鲁花（7%）次之。除了家喻户晓的金龙鱼以外，公司还有欧丽薇兰（2.3%）和胡姬花（1.9%）也位于市占率前十中，体现了公司强大的品牌优势。

图42：食用油行业集中度较高



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图43：2019 年公司包装食用油市场份额达 40%



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

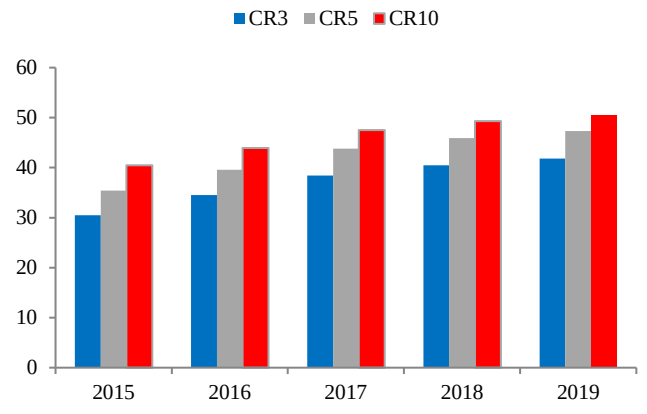
表7：2019 年金龙鱼包装食用油市场份额最高，达 33.7%

序号	品牌	所属公司	市场份额
1	金龙鱼	益海嘉里	33.70%
2	福临门	中国粮油	13.50%
3	鲁花	山东鲁花	6.80%
4	海狮	上海良友	3.20%
5	长寿花	长寿花食品	2.70%
6	西王	西王食品	2.70%
7	欧丽薇兰	益海嘉里	2.30%
8	多力	佳格食品	2.20%
9	胡姬花	益海嘉里	1.90%
10	鹰唛	广东鹰唛	1.50%
11	四洲	四洲集团	1.50%
12	盛洲	盛洲控股	1.40%

数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

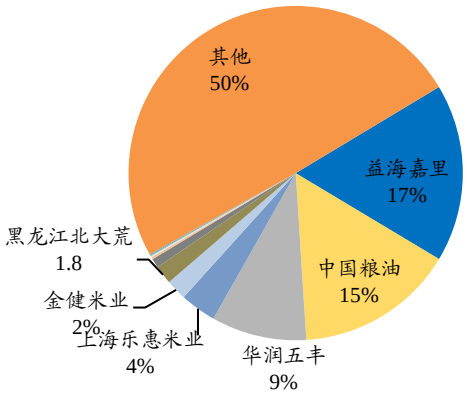
包装米行业集中度加速提升，公司实现赶超。2015-2019 年我国包装大米行业 CR3、CR5 和 CR10 分别从 30.5%、35.4%和 40.5%提高到了 41.8%、47.3%和 50.4%，说明我国大米行业份额仍处于快速集中过程中，同时相对比食用油行业目前集中度还相对较低。2019 年零售市场份额排在行业前几位的分别是益海嘉里（17%）、中粮集团（15%）和华润五丰（9%），益海嘉里自 2015 年开始市场份额明显提升，并于 2017 年超越中粮集团，成为包装米行业龙头。除此之外，华润五丰市场份额提升也较快，从 2015 年的 5.3%提高到了 2019 年的 9.2%。益海嘉里在包装米市场的亮眼表现主要是得益于金龙鱼品牌的贡献，金龙鱼大米借助金龙鱼食用油积累起来的品牌效应和渠道优势地铺开市场，扩大销量。

图44：2014-2019 年包装米行业集中度不断提高



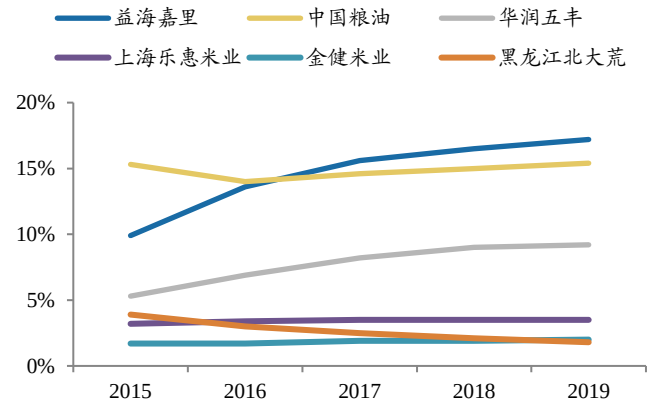
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图45：2019 年益海嘉里包装大米市场份额 17%



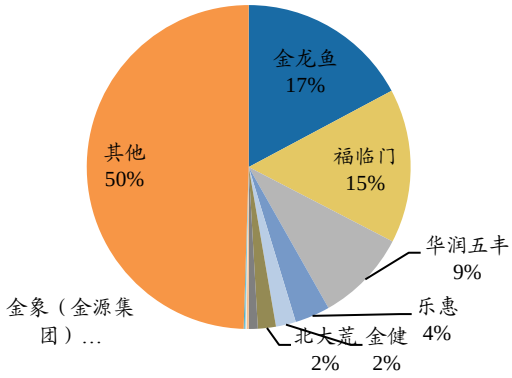
数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图46：2014-2019 年益海嘉里市占率逐渐赶超中粮



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

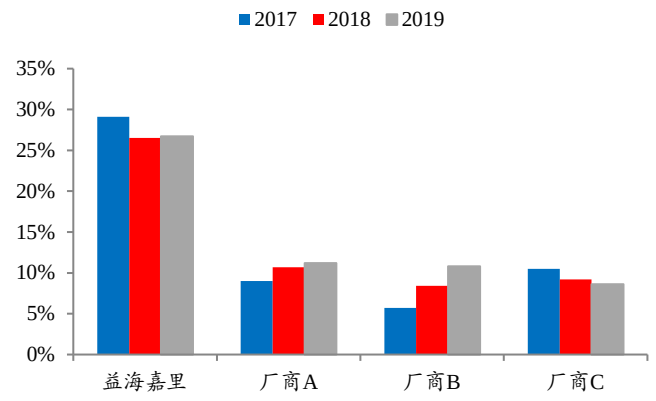
图47：2019 年金龙鱼包装大米市场份额 17%



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

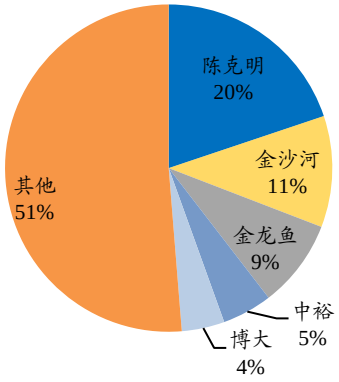
益海嘉里在面粉和挂面市场上的表现依然可圈可点。面粉和挂面市场并不是益海嘉里的传统发力市场，面粉行业以五得利为龙头，市占率在 18%左右，挂面行业则克明面业表现较为强势，市占率在 20%左右。但是益海嘉里的面粉和挂面产品在现代渠道的表现依然比较出色，2017-2019 年益海嘉里包装面粉在现代渠道的销量份额分别为 29.1%、26.5%和 26.7%，同类品牌中排在第一；此外金龙鱼挂面 2019 年 12 月在超市综合权数的市占率为 9%，仅次于陈克明（20%）和金沙河（11%）。

图48：益海嘉里包装面粉现代渠道销量份额第一



数据来源：益海嘉里招股说明书、开源证券研究所

图49：金龙鱼挂面 2019 年 12 月超市综合权数市占率 9%



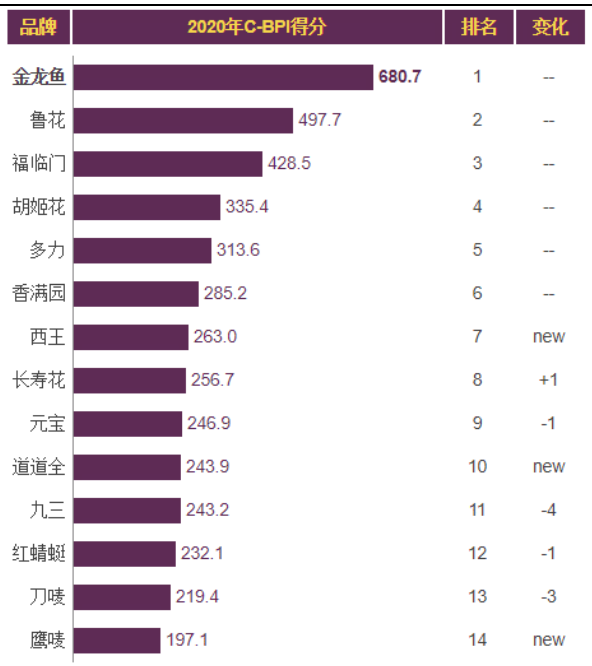
数据来源：克明面业 2019 年报、开源证券研究所

3、 竞争优势：品牌力强、渠道壁垒深厚、规模布局领先

3.1、 强大的品牌影响力奠定了行业龙头地位

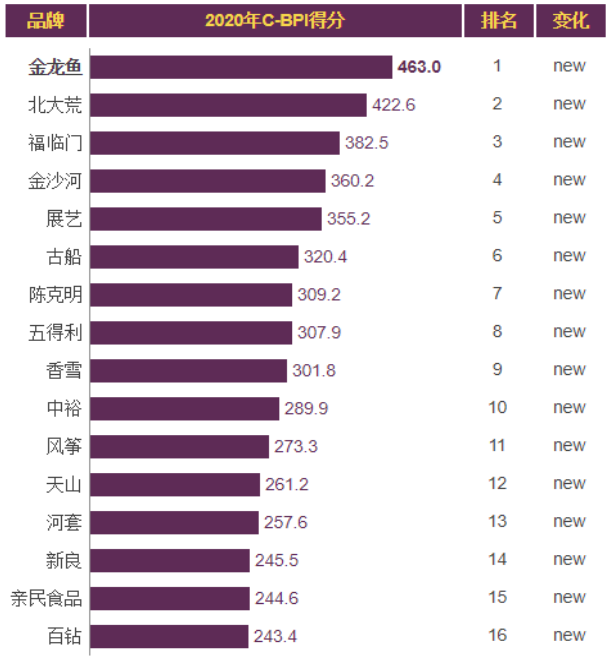
完善的多品牌矩阵共同打造了强大的品牌影响力。粮油行业竞争激烈，产品差异化程度较低，且随着消费者对品牌和品质的关注度不断提升，拥有强大品牌影响力的企业更容易在竞争洪流中取胜。益海嘉里的金龙鱼品牌创建于 1991 年，是全国第一个推出小包装食用油的品牌，继利用小包装“福利油”叩开中国市场的大门后，金龙鱼通过大量的央视广告、担任北京奥运会食用油独家供应商、赞助中国女排和深圳世界大学生运动会等积累起了广泛的知名度和品牌美誉度，经过 30 年的发展，金龙鱼已经成为第一大家喻户晓的厨房综合食品品牌。根据 Chnbrand 发布的 2020 年中国品牌力指数(C-BPI)品牌排名和分析报告，金龙鱼连续 10 年蝉联食用油排行榜冠军，2020 年 C-BPI 得分高达 680.7 分，远高于第二名的鲁花（497.7 分）。此外，2020 年金龙鱼在面粉排行榜中也位于第一，得分 463 分，高于北大荒（422.6 分）。除了金龙鱼以外，益海嘉里还打造了高端橄榄油品牌“欧丽薇兰”、花生油品牌“胡姬花”、豆油品牌“元宝”、菜籽油品牌“鲤鱼”和中低端综合品牌“香满园”等，这些品牌在各自的细分领域均占据了一定优势地位。根据 2020 年中国品牌指数，入选食用油前十品牌排行榜的还有益海嘉里的 “胡姬花”、“香满园”和“元宝”，分别位列第四、第六和第九名，完善的品牌矩阵优势显著。

图50：金龙鱼连续十年位居食用油品牌排行榜榜首



资料来源：Chnbrand 2020 年中国品牌力指数 SM（C-BPI®）

图51：金龙鱼位居 2020 年 C-BPI 面粉品牌排行榜第一



资料来源：Chnbrand 2020 年中国品牌力指数 SM（C-BPI®）

益海嘉里强大的品牌力一方面来自于持续营销，另一方面来自不断的产品研发和创新。粮油产品竞争激烈，具有快速消费品周期短、冲动购买、品牌忠诚度不高等特性，需要不断地投入广告营销以抢占消费者心智，加深消费者品牌印象。30 年来，公司通过广告代言、赛事赞助、跨界合作等多元化形式持续推广公司“安全、营养、健康、美味”的品牌理念，公司旗下金龙鱼、欧丽薇兰等品牌相继赞助了《爸爸去哪儿》、《十二道锋味》等综艺节目，并邀请黄晓明夫妇、谢霆锋等担任形象代言人，品牌热度和销量得到了迅速提升。此外，金龙鱼多次亮相央视，是央视第一支食用油品牌广告，2017 年还成功入选了“国家品牌计划”，金龙鱼品牌故事片在央视各频道播出，展现了金龙鱼生生不息的品牌力量。金龙鱼多次赞助体育赛事活动，是 2008 年北京奥运会、2011 年世界大学生运动会、2022 年冬奥会和残奥会等的食用油独家供应商和赞助商。持续的广告营销不仅向公众展示了金龙鱼的优秀品质，而且使公司品牌获得了较高的曝光度，加深了消费者对品牌的认知，提高了品牌影响力。

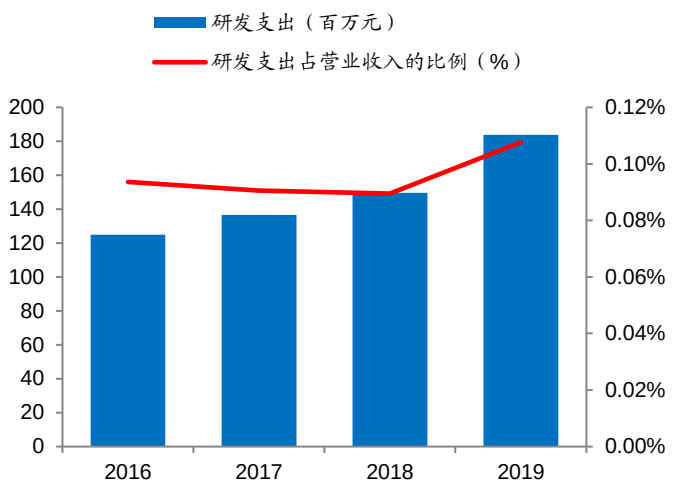
除了持续的营销活动以外，金龙鱼强大的品牌力离不开产品技术研发与创新的支持。2009 年益海嘉里在上海设立了研发中心，围绕安全、营养、健康、美味等性能，利用近百个实验室和 1000 余台科研设备在烹饪油脂、专用油脂、油脂科技等领域进行创新研发，不断推出新品，引领先进消费理念。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有专利 428 项，研发人员 317 人，70%以上的研发人员拥有硕士或博士学位。公司创新项目成果先后获得中国粮油学会科学技术奖特、一、二等奖；中国营养学会科学技术奖二、三等奖；上海市科技进步二、三等奖等奖项。凭借领先的技术优势和强大的研发实力，公司陆续推出了黄金比例食用调和油、富含谷维素的稻米油、富含植物甾醇的玉米油、发酵挂面等创新产品，促进了厨房食品的品类革新。公司一直保持较高的研发投入，2016-2019 年研发支出不断增加，从 1.25 亿元增加至 1.84 亿元，研发支出占营收的比例从 0.09%提高到 0.11%，产品不断推陈出新为公司强大的品牌力奠定了坚实的基础，注入源源不断的动力。

图52：公司持续开展品牌营销活动



资料来源：公司官网

图53：公司研发支出不断上升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表8：公司自主核心技术研发促进产品品质提升和品类创新

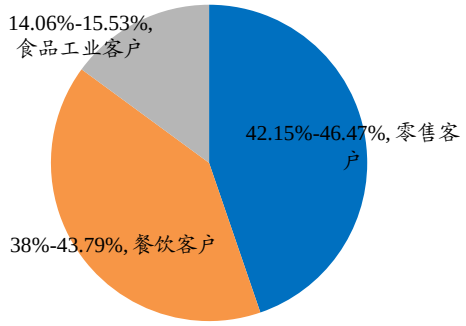
序号	技术名称	技术描述	所处阶段	所对应的产品	技术取得方式
1	脂肪酸平衡型食用油生产技术	通过食用油脂肪酸的调和技术，将医学、营养学关于膳食脂肪与人体健康关系的研究成果应用于产品的设计和生产。	产业化	黄金比例调和油	自主研发
2	强化植物甾醇的玉米油	弥补玉米油精炼过程中植物甾醇的损失，恢复性添加植物甾醇，达到玉米毛油水平。	产业化	植物甾醇玉米油	自主研发
3	酶法脱胶技术	采用生物酶法脱胶技术可将大豆油、稻米油脱胶更彻底，并且提高终产品得率。	产业化	大豆油、稻米油	自主研发
4	一步法脱蜡脱脂技术	传统工艺脱蜡和脱脂分开，采用一步法脱蜡脱脂技术显著提高成品油得率。	产业化	稻米油	自主研发
5	鲜胚制油技术	能够制备低酸值高品质的稻米毛油，有利于后续的新精炼工艺及产品的开发，技术处于国内领先水平。	产业化	稻米油	自主研发
6	高含量荞麦挂面的开发	本技术攻克了传统制面工艺无法生产高含量杂粮面条的技术难题，解决了荞麦挂面在生产流通过程中脂肪酸值容易升高的问题，保证了咀嚼时的爽滑感和筋道感。	产业化	51 优+荞麦挂面	自主研发
7	米粿粉开发及工业化应用	开发出米粿粉保存和利用技术，并成功开发出米粿粉产品，该产品营养价值丰富，风味浓郁。	产业化	米粿粉系列产品	自主研发
8	1,3-二油酸-2 棕榈酸甘油三酯（OPO）营养油脂产品	通过酶法酯交换生产 OPO 产品，并成功实现了产业化。	产业化	类母乳结构油脂	自主研发
9	高透明皂粒技术	通过配方的优化，生产工艺的改进，使得皂粒的透明度大幅提升。	产业化	皂粒	自主研发

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、 多元化的渠道布局，深耕细作的营销网络

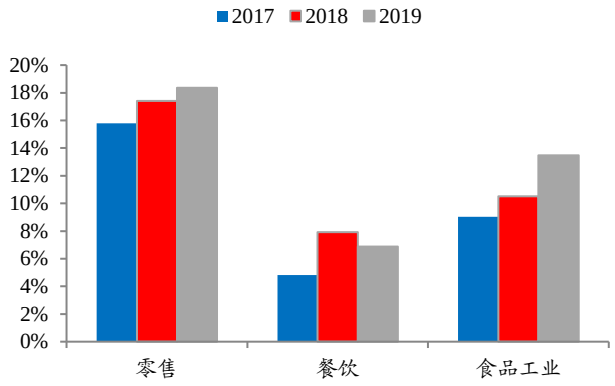
公司建立了多元化、全渠道的销售网络，各个渠道互为支撑、协同发展。公司根据消费者不同的消费方式设立了包含零售渠道、餐饮渠道和食品工业渠道在内的多元化销售网络，同时根据不同的产品和销售渠道设立了不同的事业部进行专业化管理。其中厨房食品的零售渠道、餐饮渠道以及食品工业渠道产品销售分别由消费品渠道事业部、餐饮渠道事业部以及食品工业渠道事业部进行管理，饲料原料及油脂科技产品销售分别由饲料原料部及油脂科技事业部进行管理。公司的销售模式主要分为经销模式和直销模式。**（1）厨房食品板块。**零售渠道方面，公司在农贸市场等传统渠道以及福利团购等特殊渠道以经销模式为主，在全国性以及大型区域零售连锁企业等为主的现代渠道以直销模式为主，同时公司还和京东、天猫超市等电商渠道以及零售通、新通路等社区零售电商平台开展了合作；餐饮渠道方面，公司针对区域性、中小型客户主要采用经销模式，针对连锁型大型客户主要采用直销模式，同时还和美菜、快驴进货等生鲜电商合作；食品工业渠道方面，公司通过直销模式服务大型食品工业客户，并通过经销模式服务区域性的食品工业客户。**（2）饲料原料及油脂科技板块。**公司主要采用直销模式向企业客户和贸易商销售饲料原料及油脂科技产品。此外，公司油脂科技产品中的日化用品主要通过厨房食品下属零售渠道以及餐饮渠道进行销售。从不同渠道结构来看，公司厨房食品以零售和餐饮渠道为主，占比分别为 45%和 40%左右，食品工业渠道占比 15%左右；公司零售渠道的毛利率相对较高，近 3 年平均为 17.18%，食品工业渠道次之，毛利率为 11.00%。对比经销和直销模式来看，公司直销模式收入占比高于经销模式，二者 2019 年分别为 68.86%和 31.14%；厨房食品在零售和餐饮渠道直销模式的毛利率高于经销模式，主要是因为公司给予经销商较大程度让利，而厨房食品在食品工业渠道以及油脂科技产品经销模式的毛利率高于直销模式，主要是因为销售产品结构的差异。

图54：公司厨房食品零售和餐饮渠道收入占比较大



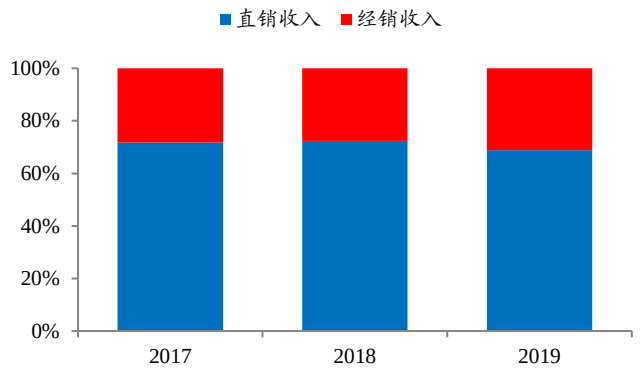
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图55：公司厨房食品零售渠道毛利率相对较高



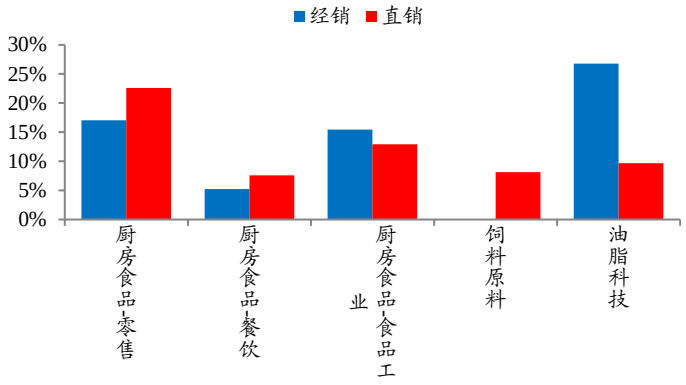
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图56：公司直销模式收入占比高于经销模式



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图57：2019 年公司不同渠道经销和直销模式毛利率



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司客户类型多样，知名度高稳定性强。凭借多年积累，公司在各产品领域建立了良好的品牌形象和较高的市场知名度，行业地位日益提升，公司与许多国际知名企业建立了良好的合作关系。公司通过直销模式为大型客户提供优质的产品与服务，厨房食品的主要直销客户包括沃尔玛、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，美菜、快驴进货等生鲜电商平台，百胜、麦当劳、康师傅等大型食品工业企业；饲料原料及油脂科技产品的主要直销客户包括温氏、新希望、双胞胎等饲料生产企业，宝洁、索尔维、立白等大型日化、快速消费品、化学品企业，以及大型贸易商。这些客户对于合格供应商都有着严格复杂的认证程序，一经确定不会轻易更换，公司凭借优质的产品品质，强大的研发实力以及专业化的服务，满足了不同客户的多样化产品需求，赢得了客户的长期信任与稳定合作关系。2017-2019 年，公司前五大客户收入占比分别为 6.55%、6.93%和 7.06%，客户来源较为稳定，集中度较低。

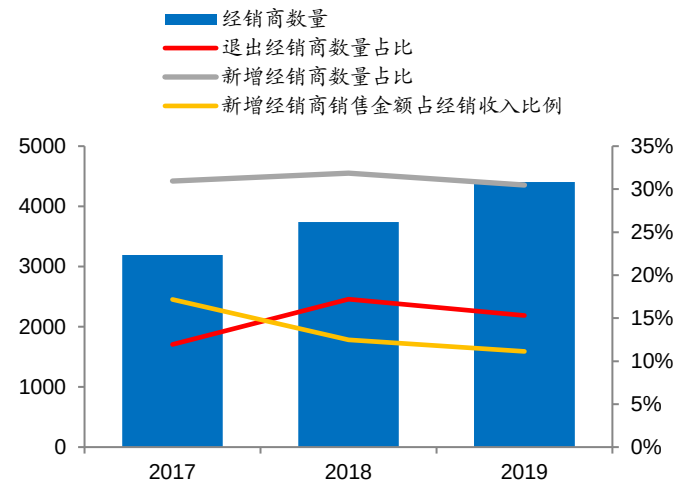
图58：公司客户类型众多，许多为国际知名企业集团



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

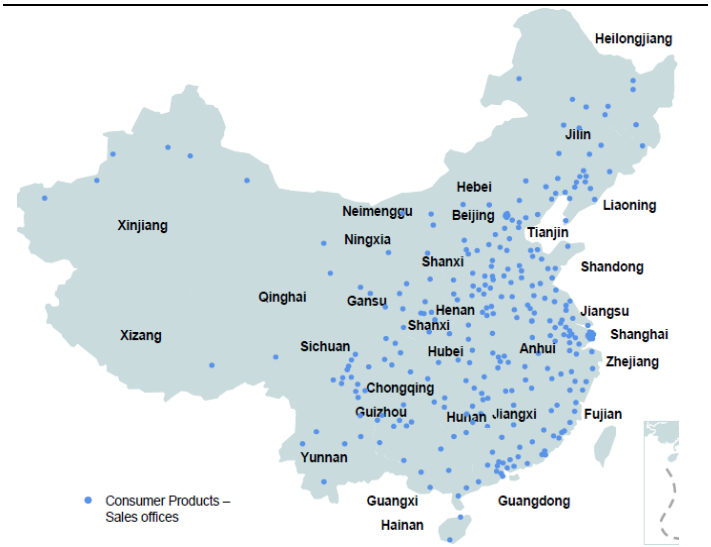
公司渠道根基深厚，覆盖面广，掌控力强。经过 30 余年的精耕细作，公司在全国范围内建立了全方位、立体化的经销商网络和完善的经销商管理体系，培养了一批经验丰富的销售管理人，公司通过密集的经销商网络，保障产品快速到达消费终端。公司在拓展市场初期就实施区域独家代理经销制度，即在一个城市或区域只建立一级独家代理商，并规定其不能代理其他同类的品牌或产品，公司只跟一家签协议，取得资质的经销商在经销区域范围内一年必须保持一定的销量。独家代理经销制度大大激发了经销商的积极性，为公司经销网络的稳定性和持续性打下了坚实的基础，一个高覆盖、高效率的经销网络迅速在全国铺展开来，益海嘉里也因此建立了深厚的渠道壁垒。截至 2019 年底，公司经销商数量达到 4406 家，同比 2018 年增加了 17.9%，公司近 3 年经销商数量保持快速增加，年均增加 608 家左右。2019 年公司新增的经销商数量占比为 30.48%，但新增的经销商销售额占比只有 11.13%，退出的经销商数量占比也只有 15.32%，公司经销商保持基本稳定。除了扩张经销商队伍以外，公司还致力于推动渠道下沉，深度分销，将销售网络延伸至全国县级城市、农村和乡镇市场，截至 2019 年底，公司消费品渠道建立了 31 个营销分公司、24 个直销部、拥有 3500 多家经销商、110 多万个终端客户，销售范围覆盖了全国所有 2800 多个市、县；餐饮渠道建立了 26 个营销分公司，拥有 2600 多家经销商、30 多万个终端客户，销售范围覆盖了全国所有 2300 多个市、县。益海嘉里的渠道规模和其他调味品龙头及食用油同行相比也是领先的，通过庞大而细致的销售网络，公司得以迅速地推广新产品，宣传品牌，提高销量，扩大市场份额，从而形成了品牌和渠道的良性循环。

图59：公司经销商数量增长较快



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图60：公司营销网络覆盖面广，密度大



资料来源：丰益国际官网

表9：公司渠道结构和渠道规模相比行业可比公司占优势

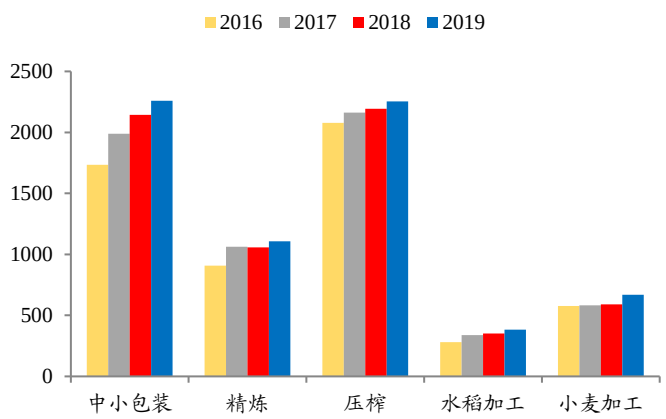
	渠道结构			渠道规模		
	餐饮	零售	其他	经销商数量	直控终端数量	市场覆盖情况
海天味业	60%+	15%	20%	5806	50 万+	地级市场覆盖 100%，县级市场覆盖 90%
中炬高新	20%	75%	——	1051	25 万	地级市场覆盖 77%
涪陵榨菜	2%	家庭 8%，流通 90%		1600+	——	地级市场覆盖 90%，县级市场覆盖 65%
恒顺醋业	20%	80%		1254	50 万	华东市场覆盖较好
益海嘉里	40%	45%	15%	4406	110 万+	覆盖全国所有 2800 多个市、县
西王食品	——	——	——	800	20 万	——
道道全	——	——	——	958	57 万	——

数据来源：各公司 2019 年年报、益海嘉里官网、开源证券研究所

3.3、 产能和原料布局领先，规模优势凸显

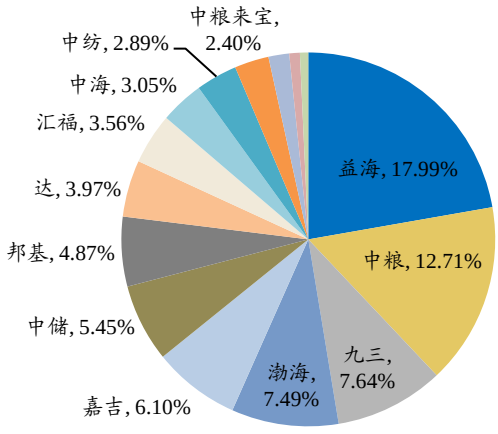
公司产能规模大，具备规模优势。由于粮油行业利润微薄，生产规模大的企业更容易凭借规模效应在成本方面取得优势，从而挤压中小产能的生存空间，强者恒强。益海集团从 2002 年开始就通过新建、收购老国有企业、生产基地设备改造等方式在中国进行大规模扩张，2003-2005 年之间，乘中国“大豆风波”，大批国内大豆加工企业濒临破产，益海集团收购了中国 10 多家中型榨油工厂，在烟台、秦皇岛、周口、福州等地建立生产基地，2006 年益海集团大豆日加工能力达到了 3.5 万吨，国内市场份额超过 16%，成为中国这一领域的龙头企业。到 2019 年底，公司拥有超 300 个综合加工车间，总压榨产能达到 2255 万吨、精炼产能为 1106 万吨、中小包装产能为 2258 万吨、水稻加工产能为 384 万吨、小麦加工产能为 750 万吨。2016-2019 年，公司各项加工产能均处于稳步增长状态。从行业可比公司对比来看，只有中粮集团综合生产加工能力可与益海嘉里相媲美，益海嘉里在油料压榨产能、精炼产能、小麦加工产能等方面均保持行业领先。2018 年益海嘉里大豆压榨产能全国占比为 17.99%，高于中粮（12.71%）、九三（7.64%）和渤海（7.49%）等企业集团。

图61：2019 年公司压榨产能达 2255 万吨



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图62：2018 年公司大豆压榨规模全国占比最高



数据来源：中国油脂网、开源证券研究所

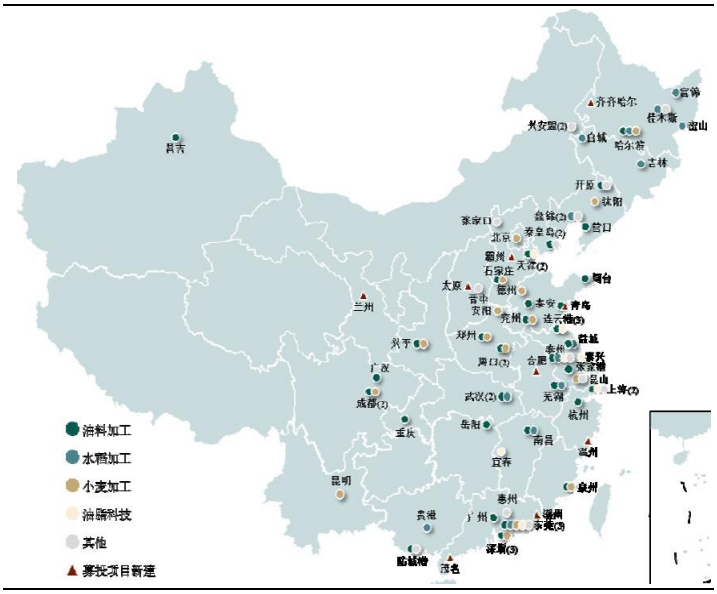
表10：各公司产能情况对比

生产企业	产能情况
益海嘉里	压榨产能为 2255 万吨、精炼产能为 1106 万吨、中小包装产能为 2258 万吨、水稻加工产能为 384 万吨、小麦加工产能为 750 万吨、挂面年加工能力 40 多万吨、预拌粉年加工能力 3 万吨、淀粉糖浆年加工 60 万吨
中粮集团	综合加工能力超过 6000 万吨、年油料加工能力 2035 万吨、精炼能力 670 万吨、年稻谷加工能力 495 万吨、年小麦加工能力 619 万吨、年面条生产能力达 19 万吨、年面包及糕点产能 3600 吨、年玉米加工能力 700 万吨
九三集团	年加工大豆总能力 1200 万吨、年可生产食用油 220 万吨、蛋白饲料 960 万吨
山东鲁花	食用油年生产能力 150 万吨、调味品年生产能力 30 万吨、米面年加工能力 50 万吨
道道全	食品加工生产量约 37.8 万吨、包装油年产能 56 万吨
西王食品	年加工玉米 300 万吨、年加工玉米胚芽 54 万吨和 21.6 万吨玉米毛油、30 万吨玉米精炼油、30 万吨小包装玉米油
五得利	日处理小麦能力超 4.5 万吨
克明面业	挂面年总产能 60 万吨
京粮控股	2019 年度油脂产品产量 167 万吨，食品加工产量 5 万吨；年处理大豆 150 万吨产能
金健米业	2019 年度大米销售量 13.9 万吨，面制品销售量 2.7 万吨，包装销售量 13.3 万吨

资料来源：各公司官网及 2019 年报、开源证券研究所

公司产地布局优越，拥有原料优势，生产效率较高。原料成本占据公司主营业务成本的 88%以上，所以控制上游原料对公司降低生产成本非常重要。公司主要通过运用金融工具、优化生产布局、完善物流运输体系以及建立大型综合企业群降低原料成本，提高生产经营效率。一是公司建立了专门的金融衍生工具交易团队，利用金融工具规避价格风险，实施战略采购。公司主要通过国际市场向专业粮食贸易商购买进口大豆原料，然而国际大豆市场现货和期货价格波动剧烈，公司建立了专门的金融衍生工具交易团队，套保等风险规避操作能力优秀，防范风险机制更为健全，操作手段更加成熟，因此公司防御市场风险、把控成本的能力更强。二是公司形成了生产基地的全国良好布局，截至 2019 年底，公司在全国 24 个省、自治区拥有 65 个生产基地，并计划在齐齐哈尔、温州、太原、兰州等地新建多个生产基地。公司多数大豆压榨工厂都建立在港口城市，通过运费节约、信息畅通等有效地降低了原料采购成本；公司小麦、大米加工基地主要布局在河南、河北、黑龙江等粮食主产区，并兼顾终端市场，临近铁路，从而有利于降低生产成本，保证产品质量，节约运输成本。同时，益海嘉里还与当地粮食部门、收储企业建立了长期合作，将其资金和管理优势与粮食企业的收储网络优势结合，进一步降低了原料采购成本。三是公司建立了覆盖全国的完善的供应链和物流体系，公司拥有自有码头 11 个、自有江川海船总运力近 191700MT、自有铁路专用线 37km，以及各类可控运输车辆 50000 辆，可以在全国范围内灵活统筹及协调生产，满足客户多时多地不同需求。四是公司创新了大型综合企业群模式，实现了效率最大化和规模经济。该模式将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内，共享基础设施，一间工厂的产成品是另一间工厂的原材料，从而降低整体的物流和库存成本，提高副产品的附加值。目前公司已在泰州、秦皇岛、上海等地建立了多个综合企业群，大大地降低了公司的管理费用，提高了管理效率和人均产出。和同行相比，公司的管理费用率较低（2016-2019 年平均 1.6%），而人均创利较高（2017-2019 年平均 21.5 万元）。

图63：公司生产基地临近原料产地、港口和终端市场



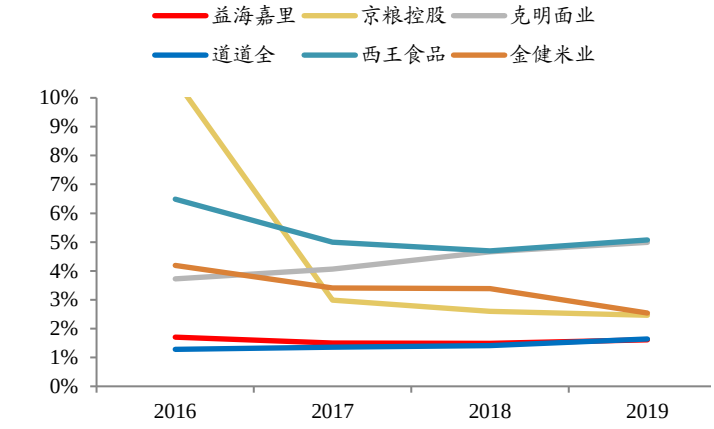
资料来源：公司招股说明书

图64：公司通过大型综合企业群实现生产效率最大化



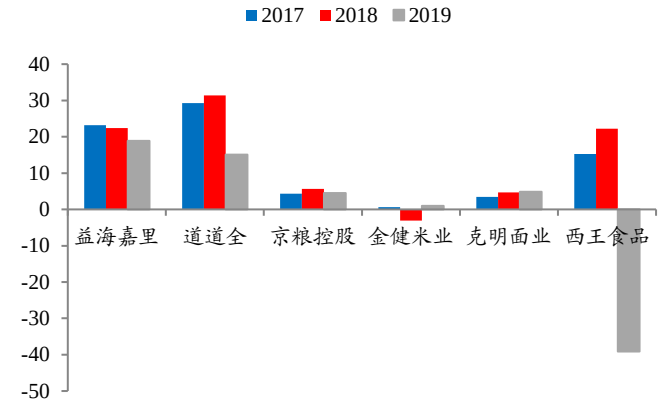
资料来源：公司招股说明书

图65：公司管理费用率与同行相比较低



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图66：公司人均创利较高（万元）



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司具备采购规模优势，成本管控能力较强。2016-2019 年公司厨房食品的毛利率分别为 12.9%、10.6%、12.4%和 12.6%，饲料原料及油脂科技产品的毛利率分别为 7.3%、4.7%、6.6%和 8.7%。从销售单价和单位成本的分拆来看，2017 年公司毛利率相对较低主要是由于单位成本上升所致，厨房食品单位成本上升使毛利率下降了 4%，饲料原料及油脂科技单位成本上升使毛利率下降了 3.7%；2019 年公司毛利率相对较高主要是由于单位成本较低，厨房食品单位成本降低使毛利率上升了 1.5%，而油脂科技单位成本下降使毛利率上升了 7.9%，所以公司毛利率的变动主要是来自单位成本的变化。单位成本又主要受到公司采购均价的影响，2017 年大豆、棕榈及月桂酸油以及其他油籽产品的采购均价都较高，导致公司 2017 年单位成本较高；而 2019 年棕榈及月桂酸油、水稻、小麦的采购均价都有一定下降使得公司 2019 年单位成本较低。采购均价通过影响单位成本进而影响公司毛利率，原料采购均价较高的年份公司毛利率相应较低，而采购均价较低的年份毛利率相应较高，二者呈现显著负相

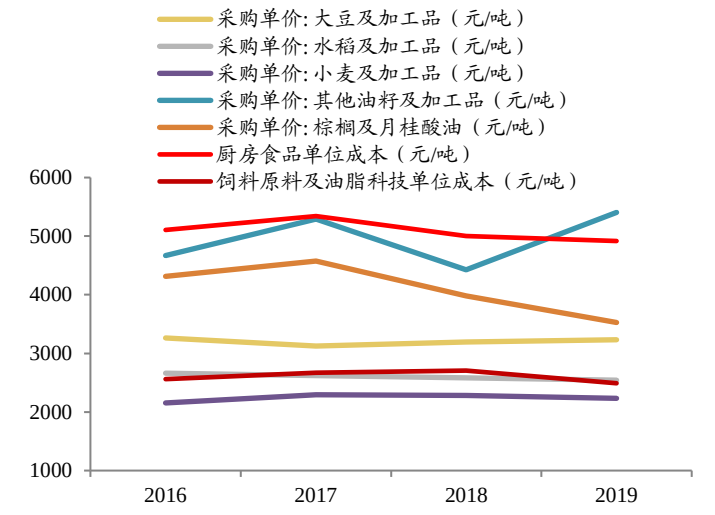
关。进一步地，采购均价跟随国际国内原料价格走势变化，公司一般会在上年底或当年年初提前进行原材料的采购和储备，2016 下半年至 2017 年初，国际大豆、棕榈油及豆油期货价格走势均处于高位，导致了公司 2017 年使用的原料成本较高，而 2019 年棕榈油、大豆价格走势跌落使得公司的单位成本较低，从而提高了公司的毛利率。总体来看，公司的毛利率比较稳定，没有大起大落，体现了公司较强的成本管控能力、原料采购规模优势以及利用金融工具规避价格风险的能力。从单位成本来看，2016-2019 年益海嘉里厨房食品的平均单位成本为 5091 元/吨，比道道全（8254 元/吨）、西王食品（6890 元/吨）和金健米业（6292 元/吨）都更低，反映了公司相比同行成本优势显著。

表11：公司单位价格和单位成本对毛利率变动影响的分析

		值	变动幅度	对毛利率变动百分点的影响	值	变动幅度	对毛利率变动百分点的影响	值	变动幅度	对毛利率变动百分点的影响	值
		2019 年			2018 年			2017 年			2016 年
厨房食品	销售单价	5629	-1%	-1.2%	5707	-4%	-4.2%	5973	2%	1.6%	5863
	单位成本	4917	-2%	1.5%	5001	-6%	6.0%	5342	5%	-4.0%	5105
	毛利率	12.6%	2%	0.3%	12.4%	17%	1.8%	10.6%	-18%	-2.4%	12.93%
饲料原料及油脂科技	销售单价	2727	-6%	-5.8%	2897	4%	3.2%	2799	1%	1.1%	2766
	单位成本	2490	-8%	7.9%	2706	1%	-1.3%	2668	4%	-3.7%	2563
	毛利率	8.7%	32%	2.1%	6.6%	40%	1.9%	4.7%	-36%	-2.6%	7.34%

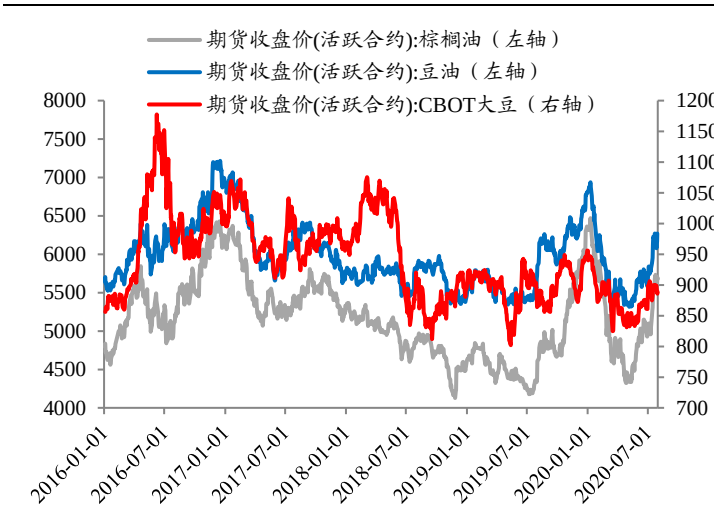
数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：公司单位成本受采购价格影响较大



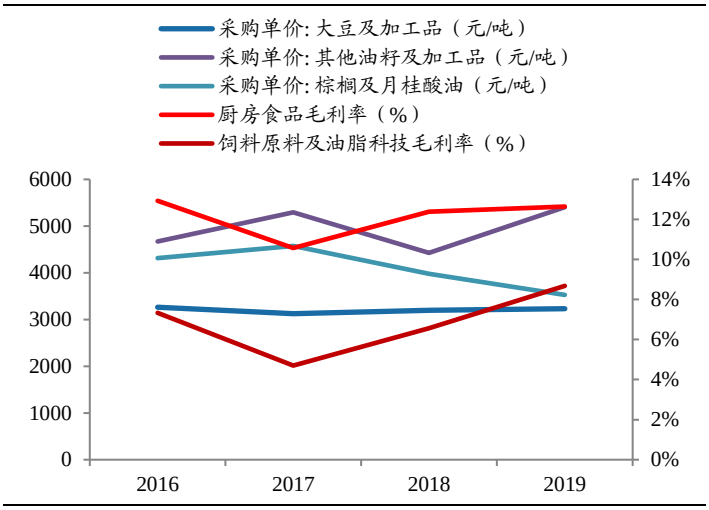
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图68：2017 年初大豆及油脂期货价较高



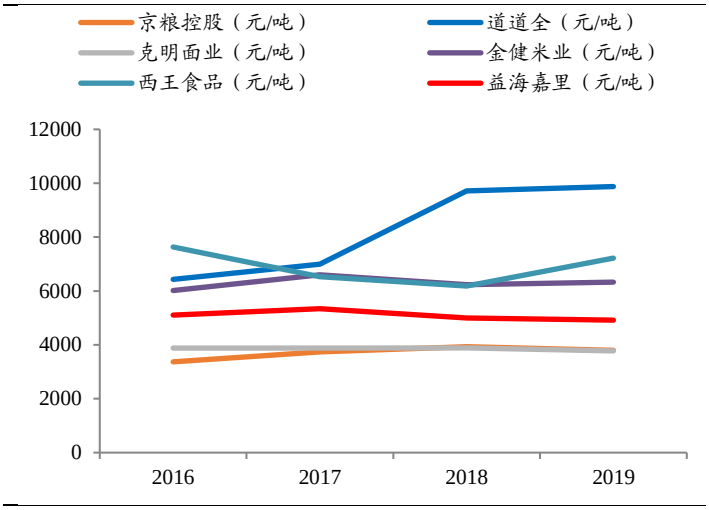
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图69：公司产品毛利率与采购单价负相关



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图70：公司厨房食品单位成本相比同行较低



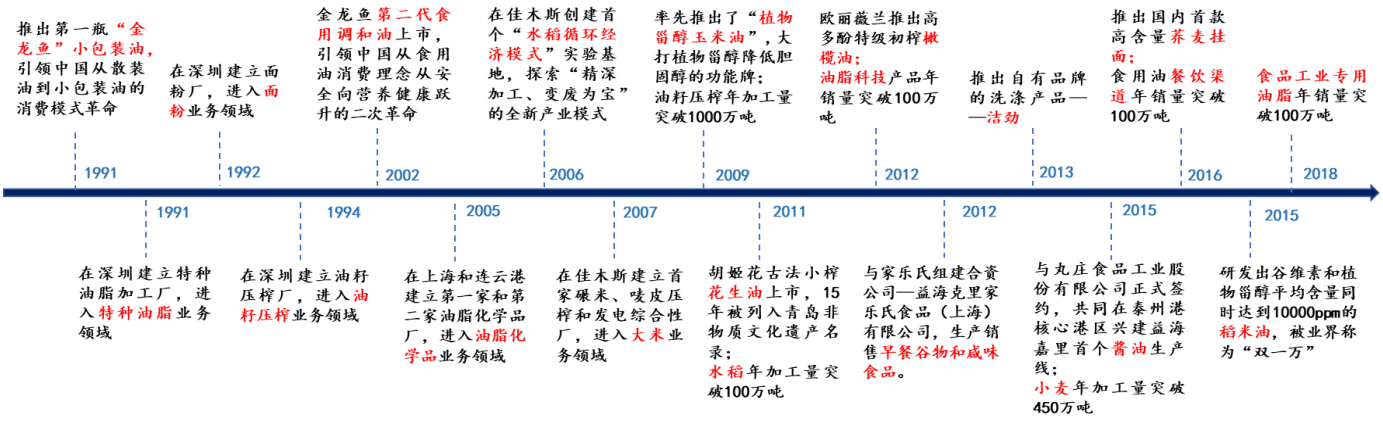
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 未来看点：产业链和规模双发力，打开成长新空间

4.1、 产品品类不断扩张，产业链延伸一体化

公司有望借助研发优势、品牌优势和渠道优势不断扩充产品品类，实现横向扩张。一方面，公司可以在细分产品领域不断深入挖掘，利用现有研发中心的技术优势积极研究消费者新口味新需求，促进产品在营养和健康方面的升级，把握粮油消费趋势，不断推出细分领域的新产品，从而不断巩固品牌的知名度和影响力，比如公司先后推出的黄金比例调和油、植物甾醇玉米油、高多酚特级初榨橄榄油和双一万稻米油等等，多次引领食用油消费潮流，大大提升了品牌形象和品牌知名度。另一方面，公司借助品牌、渠道、资金方面的优势不断拓展新的业务领域，扩大了企业的发展空间和发展潜力。比如 1991 年公司率先进入小包装食用油领域，1992 年进入面粉业务领域，2005 和 2007 年又相继进入油脂化学品和大米加工业务领域，并在 2012 年后开始生产早餐谷物、调味品、挂面等食品，公司的业务领域不断拓宽，从传统食用油生产商成长为综合性粮油企业集团，未来公司的发展空间有望进一步打开，实现收入规模和收入增速的双上升。

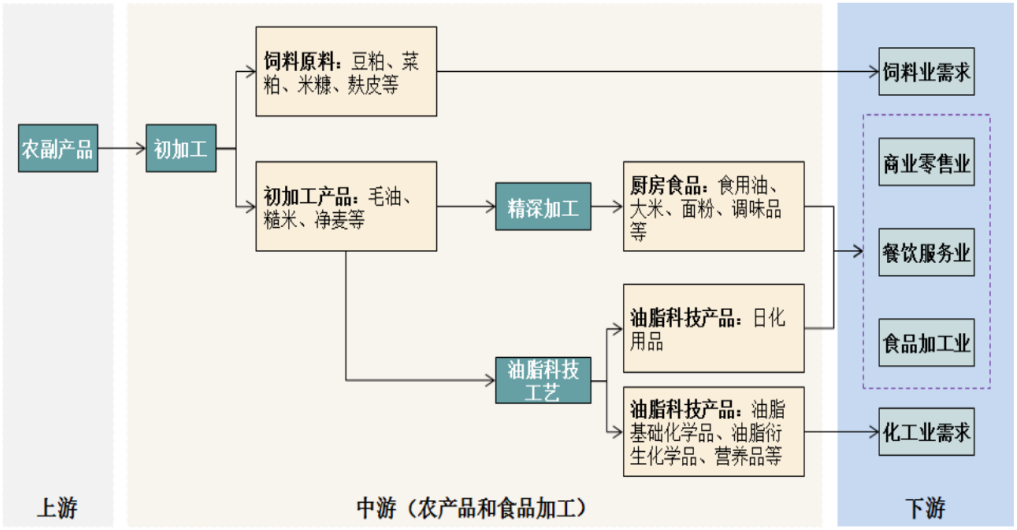
图71：公司产品品类不断扩张，拓展新的业务领域



资料来源：公司官网、开源证券研究所

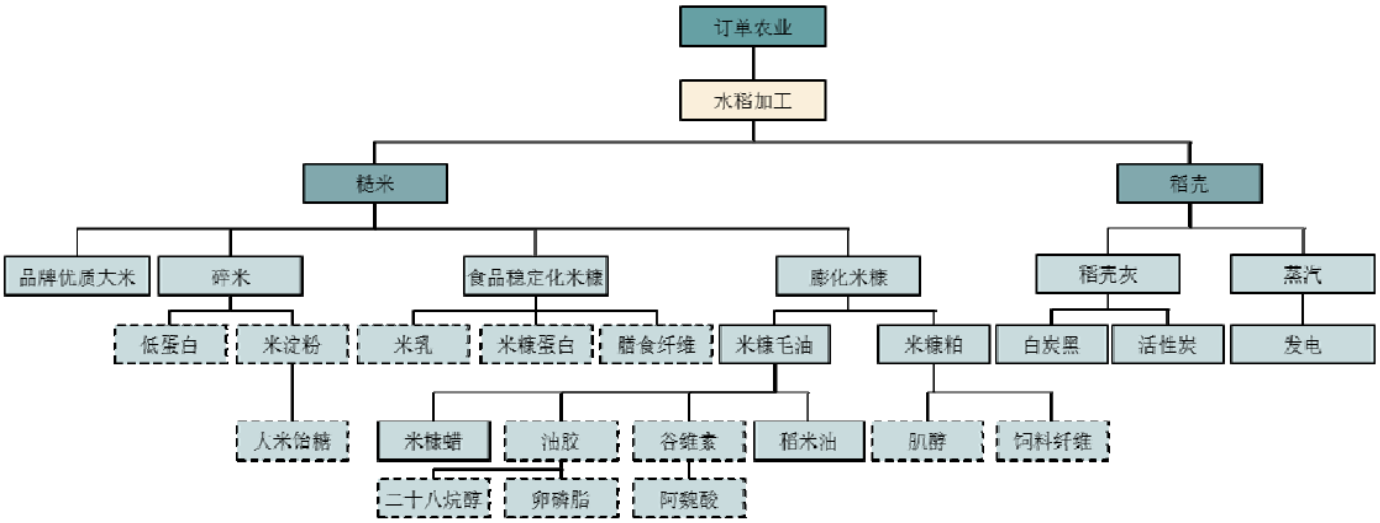
公司有望借助资金优势和规模优势进一步完善和延伸上下游产业链，提高产品附加值，实现纵向扩张。公司自成立以来就一直贯彻全产业链理念，从原料到最终产品，形成了完整的食品全产业链。在上游原料方面，公司构建了从种子研发、良种推广、订单种植到订单收购的一条完整链条，同时公司在主要粮食产区通过投资、收购和委托等方式建立了丰富的收储网络，争夺原粮资源，增强了对上游原料控制；在深加工方面，公司对农副产品进行初加工之后形成的豆粕、菜粕等作为饲料原料产品供给下游饲料行业，形成的毛油、糙米、净麦等一部分继续深加工形成包装油、米、面粉等厨房食品，满足下游零售、餐饮和食品加工行业的需求；另一部分通过油脂科技工艺加工成油脂基础化学品、油脂衍生化学品、营养品等等满足下游化工业需求，由此形成了完整的产业链布局，构建了完善的多品类矩阵，借助已有的品牌效应和渠道协同效应，新品得以迅速铺市推广，同时也有利于加强公司整体业绩的持续性和稳定性。公司成功探索和创建了领先的“水稻循环经济”等新型产业发展模式，通过“吃干榨净”式精深加工，充分开发利用水稻等农产品价值，是中国新型农业的先行推动者。公司的“水稻循环经济”模式基于优质原料加工生产优质品牌大米，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，米糠粕可进一步深加工为多种食品、保健品的原辅料，从而大大地延长了水稻的产业链条，提高了产品的溢价能力。未来公司将继续推广“循环经济”的理念，将“吃干榨净”的精深加工模式运用到水稻、国产大豆、玉米、小麦以外的更多的农产品加工过程中，从而提高产品附加值和企业利润率水平。

图72：益海嘉里全产业链布局



资料来源：公司招股说明书

图73：益海嘉里“吃干榨净”的水稻循环经济模式



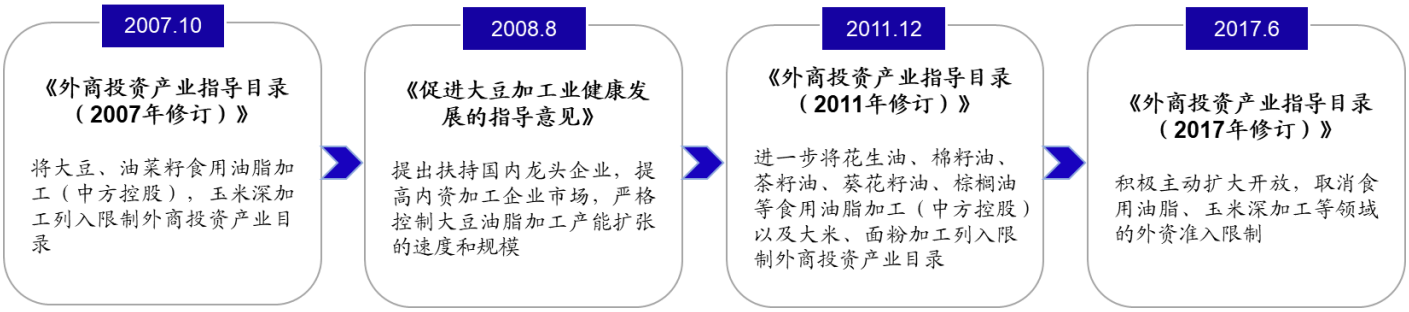
资料来源：公司招股说明书

4.2、 取消外资准入限制，产能规模进一步扩大

公司产能有望实现再度快速扩张，生产销售规模进一步扩大。一方面，国家扩大外资开放，取消了对外资食用油脂领域的投资限制。2007 年，国家出于粮食安全和扶持国内食用油加工企业发展的考虑，将大豆、油菜籽食用油脂加工以及玉米深加工行业纳入了限制外商投资的产业目录；2008 年《促进大豆加工业健康发展的指导意见》出台，提出要扶持国内大豆加工龙头企业，提高内资加工企业的市场份额，限制外商兼并、重组国内油脂加工企业，并严格控制产能增加；2011 年国家进一步将花生油、棉籽油、茶籽油等食用油脂加工以及大米、面粉等粮食加工列入了限制外商投资产业目录，因此大大降低了外资的粮油加工投资热情和扩张速度。根据中国粮油和丰益国际的年报，2008-2014 年，中粮集团旗下中国粮油控股固定资产从 97.8 亿港元猛增至 305.4 亿港元，增幅达 212%，而丰益国际旗下益海嘉里作为外资公司，在中国的固定资产从 43.3 亿美元增至 70.1 亿美元，增幅只有 62%，远低于中国粮油。但是，2017 年 6 月，新修订的《外商投资产业指导目录》提出要积极主动扩大开放，取消了对外资食用油脂、玉米深加工等领域的投资准入限制，从而在政策上大大地降低了益海嘉里等外资粮油企业进行规模扩张的束缚和阻力。

另一方面，2020 年公司在 A 股创业板成功上市，通过增加国内股本进一步淡化公司的“外资”身份属性，也有利于公司在国内更加从容快速发展。此外，公司上市将募集 138.7 亿元专注投资公司主营业务——厨房食品，包括厨房食品综合项目、厨房食品食用油项目、厨房食品面粉项目和其他项目，预计本次项目投资将增加公司的大豆、油籽压榨产能 15600 吨/日、精炼产能 12000 吨/日，中小包装食用油 12026 吨/日、小麦和面粉加工产能 16480 吨/日、大米加工产能 1980 吨/日。此次募投将有利于进一步扩大公司的产能，拓展公司产业链布局的深度和广度，进一步强化规模经济和技术优势，提高公司的综合竞争力，从而巩固益海嘉里行业领先地位，做到“强者恒强”。

图74：2017 年取消食用油脂、玉米深加工等领域外商投资准入限制



资料来源：中国商务部、开源证券研究所

表12：益海嘉里上市募投项目进一步扩大公司产能规模

序号	类别	项目名称	投资总额（万元）	募集资金拟投资额（万元）	产能
1	厨房食品综合项目	兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	150,800	110,000	油籽压榨 2,000 吨/日、浓香小榨 100 吨/日、精炼 1,000 吨/日、包装油 780 吨/日、面粉 1,500 吨/日、大米 300 吨/日
2		益海嘉里集团粮油深加工项目	145,259	90,000	大豆压榨 2,000 吨/日、大豆膨化 200 吨/日、精炼 600 吨/日、小包装 1,330 吨/日、大米 680 吨/日、小麦 1,500 吨/日
3		乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	140,000	112,000	油脂精炼 1,000 吨/日、食用油灌装 1,000 吨/日、面粉 1,500 吨/日及 7 万吨级码头建设
4		米、面、油综合加工一期项目	92,000	80,000	小麦 1,500 吨/日、水稻 1,000 吨/日、灌装包装食用油 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	79,031	62,000	油脂精炼 30 万吨/年、古法小榨花生 3 万吨/年、食用油中小包装灌装 15 万吨/年、面粉 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	74,000	50,000	浓香花生油压榨 30 万吨/年、花生古法小榨 12 万吨/年、芝麻榨油 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	100,000	87,000	年产各类面粉 54 万吨、年产花生制品 2.7 万吨（不含花生油加工）、年产芝麻制品 2.46 万吨
8	厨房食品食用油项目	益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司-食用植物油加工项目	120,000	90,000	年加工 18 万吨油脂精炼、年灌装 30 万吨食用油
9		油脂压榨精炼及配套工程建设项目	95,000	81,000	大豆、菜籽等压榨 2000 吨/日；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；大豆膨化 400 吨/日
10		益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	65,591	53,000	精炼 60 万吨/年、中小包装餐饮用油 25 万吨/年
11		益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	80,513	68,000	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	76,483	56,000	大豆压榨 4,000 吨/日
13		4000 吨/日大豆压榨项目	43,000	30,000	大豆压榨 4000 吨/日
14	厨房食品面粉项目	益海嘉里（霸州）食品工业有限公司年初加工 100 万吨小麦制粉项目	100,000	75,000	初加工小麦制粉 100 万吨/年
15		益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	82,805	64,000	面粉 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）	50,000	32,000	处理小麦 63.3 万吨/年
17		面粉加工项目	34,000	25,000	小麦加工 1,500 吨/日
18	厨房食品其他项目	黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里（富裕）生物科技有限公司 100 万吨/年玉米深加工项目	183,000	155,000	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 25 万吨/年小麦、4.5 万吨/年低温豆粕加工项目	78,400	67,000	年加工小麦 25 万吨、年加工低温豆粕 4.5 万吨
合计			1,789,882	1,387,000	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

5.1、 核心关键假设

收入保持稳定增长。2020-2022 年，受益于餐饮带动及消费升级，中小包装食用油等厨房食品保持稳定增长，饲料原料及油脂科技业务板块保持较快增长。预计 2020-2022 年公司收入 1905.89 亿、2136.13 亿、2352.17 亿元，同比增 11.6%、12.1%、10.1%。

毛利率假设：公司的产品价格及原料成本受大宗油价影响较大，预计 2021 年大宗油价或有所反弹成本端略有压力。预计 2020-2022 年毛利率 12.09%、11.10%、11.76%。

表13：公司分业务收入预测

		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入（亿元）	1,707.43	1905.89	2136.13	2352.17
	YOY	2.2%	11.6%	12.1%	10.1%
	毛利率	11.40%	12.09%	11.10%	11.76%
厨房食品	收入（亿元）	1,087.83	1173.9	1283.0	1400.3
	YOY	8.3%	6.1%	9.1%	9.1%
	毛利率	12.64%	12.99%	12.31%	13.16%
饲料原料及油脂科技	收入（亿元）	609.54	721.2	841.8	939.9
	YOY	-8.9%	18.3%	16.7%	11.7%
	毛利率	8.68%	10.16%	8.83%	9.28%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、 投资建议

（1） PE 估值法

我们选取与公司业务相近的海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、道道全等作为为可比公司。公司的食用油业务相对酱油、醋等调味品业务的盈利能力较差，但公司作为国内中小包装食用油的领导品牌，拥有完善的网络渠道和突出的营销能力，依托优秀的企业管理能力、品牌和渠道基础，公司食用油等业务有望持续实现增长，同时不排除公司在调味品等业务取得突破的可能性，我们认为合理估值在食用油与调味品之间，适当给与龙头一定溢价。

表14：PE 估值法

证券代码	证券简称	最新市值	EPS			PE		
		亿元	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603288.SH	海天味业	5,255	1.32	1.71	1.98	122	95	82
600872.SH	中炬高新	516	1.1	1.33	1.62	56	47	38
600305.SH	恒顺醋业	202	0.36	0.42	0.49	61	52	45
603027.SH	千禾味业	255	0.45	0.59	0.76	94	71	56
002852.SZ	道道全	47	0.51	0.99	1.26	32	16	13
002661.SZ	克明面业	66	0.95	1.12	1.33	21	18	15
平均值						64	50	41
300999	金龙鱼	2914	1.33	1.42	1.67	38.4	36.1	30.6

数据来源：Wind、开源证券研究所。除海天味业、中炬高新之外盈利预测取自 Wind 一致预期。

（2）FCFF 估值方法：

表15：FCFF 估值假设

关键指标	值
无风险利率	3.25%
股票风险溢价	3.12%
Kd	25.01%
T	25%
Beta	0.76
Ke	5.62%
WACC	4.19%
永续增长率（10 年后）	1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表16：FCFF 公司自由现金流模型敏感性分析

		永续增长率										
		0.62%	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%	1.61%
	2.59%	163.32	168.03	173.59	180.20	188.14	197.83	209.84	225.06	244.84	271.46	309.03
	2.85%	143.24	146.83	151.03	155.96	161.84	168.90	177.50	188.18	201.70	219.27	242.94
	3.13%	125.96	128.70	131.89	135.60	139.98	145.19	151.45	159.08	168.55	180.53	196.12
	3.45%	110.99	113.09	115.52	118.33	121.62	125.49	130.10	135.63	142.39	150.76	161.36
WACC	3.79%	97.95	99.57	101.43	103.57	106.05	108.95	112.37	116.43	121.31	127.27	134.66
	4.17%	86.55	87.80	89.23	90.86	92.74	94.93	97.48	100.48	104.06	108.35	113.59
	4.59%	76.56	77.52	78.61	79.86	81.29	82.94	84.86	87.10	89.73	92.86	96.63
	5.05%	67.76	68.50	69.34	70.29	71.38	72.64	74.08	75.75	77.71	80.01	82.75
	5.55%	59.99	60.56	61.21	61.94	62.77	63.72	64.81	66.07	67.52	69.23	71.23
	6.11%	53.12	53.56	54.06	54.62	55.25	55.97	56.80	57.74	58.83	60.10	61.57
	6.72%	47.04	47.38	47.76	48.19	48.67	49.22	49.84	50.55	51.37	52.31	53.40

数据来源：开源证券研究所

投资建议：预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 72.18 亿、76.82 亿、90.52 亿，EPS 分别 1.33、1.42、1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 38、36、31 倍。公司是国内中小包装食用油龙头，餐饮需求和消费升级驱动中小包装食用油增长，首次覆盖给予“增持”投资评级。

6、 风险提示

原料价格波动风险。公司原料占比占比较高，所需采购的大豆、小麦、水稻等农产品市场价格受到国际国内多种因素影响，如果原料价格发生巨大波动会导致公司毛利率下滑。

食品安全风险。公司主营厨房食品，如果公司因质量管理疏忽或其他原因出现食品安全事件，将严重危害品牌信誉和市场。

新品扩张不及预期风险。公司积极扩张调味品、中央厨房等新业务品类，若市场增速不及预期、投资成本过高，会降低公司经营业绩。

政策变动风险。出于国家安全考虑，我国对粮油产业各环节采取多种政策措施，公司属于外资企业，若政策变动不利于公司将会制约公司业务增长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	123394	116019	115801	124474	140527
现金	66054	64612	54445	61944	65155
应收票据及应收账款	5145	6188	6402	7743	7814
其他应收款	2291	1415	3306	1637	3991
预付账款	3835	2536	4513	3184	5559
存货	37088	34551	39287	42683	50442
其他流动资产	8981	6717	7849	7283	7566
非流动资产	46026	54666	55971	58334	59698
长期投资	2467	2347	2728	3119	3504
固定资产	19897	24439	26688	28596	29729
无形资产	11692	12603	13084	13631	14190
其他非流动资产	11970	15278	13470	12987	12276
资产总计	169421	170685	171772	182808	200226
流动负债	103624	98661	91577	94723	102784
短期借款	81681	73442	62396	66610	68070
应付票据及应付账款	10135	9993	10557	13232	12838
其他流动负债	11808	15226	18623	14881	21877
非流动负债	3059	3549	2802	2408	1953
长期借款	2730	2393	1915	1494	1023
其他非流动负债	329	1155	887	914	930
负债合计	106683	102210	94379	97131	104738
少数股东权益	3522	3676	4834	5435	6194
股本	4870	4879	5422	5422	5422
资本公积	23683	24686	24686	24686	24686
留存收益	30207	34616	41317	47944	55793
归属母公司股东权益	59216	64799	72560	80242	89294
负债和股东权益	169421	170685	171772	182808	200226

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2255	13528	6412	7557	5459
净利润	5517	5564	8377	8283	9811
折旧摊销	2038	2325	2240	2594	2925
财务费用	541	554	337	269	196
投资损失	-948	-1013	-618	-1514	-1023
营运资金变动	-6167	4012	-3818	-2134	-6307
其他经营现金流	1275	2086	-105	59	-142
投资活动现金流	-50	-1458	-2672	-3577	-3087
资本支出	4238	7174	1593	1637	1147
长期投资	1673	1480	-381	-386	-385
其他投资现金流	5861	7196	-1460	-2326	-2324
筹资活动现金流	9743	-13706	-13907	3519	838
短期借款	26958	-8239	-11046	4214	1459
长期借款	2730	-336	-479	-421	-470
普通股增加	1	9	542	0	0
资本公积增加	58	1002	0	0	0
其他筹资现金流	-20004	-6142	-2925	-274	-151
现金净增加额	12003	-1620	-10167	7500	3211

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	167074	170743	190589	213614	235218
营业成本	150021	151276	167550	189902	207561
营业税金及附加	430	410	434	550	578
营业费用	7203	8025	8005	9185	10114
管理费用	2340	2574	2821	3204	3528
研发费用	150	184	182	205	228
财务费用	541	554	337	269	196
资产减值损失	-1083	-2102	-1642	-2028	-2274
其他收益	251	234	230	235	233
公允价值变动收益	254	262	12	29	139
投资净收益	948	1013	618	1514	1023
资产处置收益	-20	-26	-30	-27	-28
营业利润	6731	7069	10451	10022	12106
营业外收入	50	51	112	68	70
营业外支出	79	162	92	100	108
利润总额	6702	6958	10471	9989	12068
所得税	1185	1394	2094	1706	2257
净利润	5517	5564	8377	8283	9811
少数股东损益	389	156	1158	601	759
归母净利润	5128	5408	7218	7682	9052
EBITDA	9495	9803	13147	12940	15270
EPS(元)	0.95	1.00	1.33	1.42	1.67

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.8	2.2	11.6	12.1	10.1
营业利润(%)	13.7	5.0	47.8	-4.1	20.8
归属于母公司净利润(%)	2.5	5.5	33.5	6.4	17.8
获利能力					
毛利率(%)	10.2	11.4	12.1	11.1	11.8
净利率(%)	3.1	3.2	3.8	3.6	3.8
ROE(%)	8.8	8.1	10.9	9.7	10.3
ROIC(%)	4.2	4.1	6.3	5.8	6.3
偿债能力					
资产负债率(%)	63.0	59.9	54.9	53.1	52.3
净负债比率(%)	32.6	21.9	14.4	8.6	5.4
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	30.4	30.1	30.3	30.2	30.2
应付账款周转率	16.8	15.0	16.3	16.0	15.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.00	1.33	1.42	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	2.50	1.18	1.39	1.01
每股净资产(最新摊薄)	10.92	11.95	13.28	14.70	16.37
估值比率					
P/E	54.1	51.3	38.4	36.1	30.6
P/B	4.7	4.3	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	31.7	30.1	22.3	22.4	18.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn