厨房食品业务优势突显，饲料业务景气上行

合理价值区间：
38.1~44.45 元/股

报告日期：	2020-10-15
收盘价（元）	56.00
近 12 个月最高/最低（元）	**62.65/39.51**
总股本（百万股）	**5422**
流通股本（百万股）	**357**
流通股比例（%）	**6.58**
总市值（亿元）	**3036**
流通市值（亿元）	**200**

分析师：王莺
执业证书号：S0010520070003
电话：18502142884
邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● **中国粮油业巨头，丰益国际间接持股 89.99%。**

公司是益海集团旗下最核心的子公司，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。2017-2019 年公司营业收入从 1507.66 亿元稳步增长至 1707.43 亿元，归母净利润从 50 亿元增长至 54.1 亿元。Bathos 和阔海投资持有的公司发行后股份比例分别为 89.99%和 0.009%，丰益国际依次通过 WCL 控股、丰益中国、丰益中国(百慕达)、Bathos 间接持有公司 89.99%股权。

● **厨房食品业务优势显著，饲料业务景气上行。**

①公司厨房食品业务优势显著。根据尼尔森数据，2019 年公司小包装食用油、包装米现代渠道、包装面粉现代渠道销售份额分别为 38.4%、18.4%、26.7%，均位列市场第一。②公司饲料业务景气度上行。从生猪供给量出发，我们推算 2020Q4-2021Q4 生猪出栏量分别为 0.91 亿头、0.94 亿头、1.01 亿头、1.15 亿头、1.23 亿头，生猪出栏量将逐季改善。从肉鸡供应量出发，2019 年我国祖代白羽肉种鸡更新量 122.35 万套，2020 年 1-8 月祖代白羽更新量 66.5 万套；2019 年全国祖代、父母代黄羽肉种鸡存栏量均处于 2012 年以来最高水平，1H2020 全国在产祖代黄羽肉鸡平均存栏 155.57 万套，同比增长 9%。我们判断，生猪和肉鸡产业均已步入存栏上升期，饲料需求及原料需求将稳步攀升。

● **立志综合性食品集团，六渠道打造核心竞争力。**

公司致力于成为中国最具代表性的综合性食品集团，从产品、品牌、采购、生产、销售渠道、研发与质控六个渠道打造核心竞争力。①凭借强大的平台优势，不断推出新品。公司深耕中国农产品和食品加工行业多年，已建立强大的平台优势，公司不断推出新品，扩充产品矩阵，占领各个细分市场；②综合品牌矩阵覆盖多品类产品，核心品牌优势明显。公司拥有厨房食品高端品牌金龙鱼、欧丽薇兰等，中端品牌香满园等，大众品牌元宝牌等；“金龙鱼”、“欧丽薇兰”、“胡姬花”已成为我国综合食品行业知名品牌；③采购模式优良，打造成本竞争力。公司通过事业部统筹管理，提高采购效率；公司采购方式稳定，供应渠道稳定，定价模式相对公允，价格变动风险可控；④综合企业群和循环经济，双轮驱动生产竞争力。公司通过建设战略综合企业群模式降低成本，并通过循环经济模式提升产业链附加值。⑤全渠道销售网络，夯实市场基础。公司在全国范围内建立了包括零售渠道、餐饮渠道以及食品工业渠道在内的多元化、全渠道销售网络，各渠道互为支撑、共享资源、协同发展，从而提升产品销售与市场开拓能力。⑥公司研发实力雄厚，质控优良。雄厚的研发实力和优良的质控能力，确保了公司产品的更新换代和值得信赖的品质，构筑了公司的核心竞争力，为公司龙头地位夯实基础。

● 投资建议

公司是中国粮油业巨头，厨房食品业务优势显著，饲料业务景气上行。公司致力于成为中国最具代表性的综合性食品集团，从产品、品牌、采购、生产、销售渠道、研发与质控六个渠道打造核心竞争力。本次创业板上市，公司将融资约 139.29 亿元，拟投项目均围绕主营业务厨房食品开展，包括食用油、大米、面粉、调味品等领域，与公司未来经营战略方向一致，有望提升厨房食品业务产能，提升公司盈利能力，拓展公司的产业布局深度和广度。

我们预计 2020-2022 年公司实现主营业务收入 1889.33 亿元、2184.02 亿元、2527.95 亿元，同比增长 10.7%、15.6%、15.7%，对应归母净利润 69.0 亿元、84.83 亿元、99.1 亿元，同比分别增长 27.6%、22.9%、16.8%，对应 EPS1.27 元、1.56 元、1.83 元。对照上市食品加工企业估值，我们给予公司 2020 年 30-35 倍 PE，合理估值 38.1-44.45 元，给予“增持（首次）”评级。

● 风险提示

食品安全。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	170743	188933	218402	252795
收入同比（%）	2.2%	10.7%	15.6%	15.7%
归属母公司净利润	5408	6900	8483	9910
净利润同比（%）	5.5%	27.6%	22.9%	16.8%
毛利率（%）	11.4%	11.3%	11.2%	11.1%
ROE（%）	8.3%	8.1%	9.0%	9.5%
每股收益（元）	1.00	1.27	1.56	1.83
P/E	0.00	44.00	35.79	30.64
P/B	0.00	3.55	3.23	2.92
EV/EBITDA	1.34	34.37	30.11	25.79

资料来源： wind，华安证券研究所

正文目录

1 中国粮油业巨头，丰益国际间接持股 89.99% 7
1.1 中国粮油业巨头 7
1.2 丰益国际间接持股 89.99% 8
2 厨房食品业务优势显著，饲料业务景气上行 9
2.1 厨房食品迎来小包装时代，公司市占率领先 10
2.1.1 食用植物油市场稳定增长，公司市占率位列第一 10
2.1.2 大米加工业集中度低，公司包装米现代渠道销量第一 11
2.1.3 原材料供给平稳，公司包装面粉市占率第一 12
2.2 饲料、油脂供需格局改善，行业景气度上行 13
2.2.1 畜禽产业步入存栏上升期，饲料原料需求将稳步攀升 13
2.2.2 油脂科技行业增速迅猛 14
2.3 消费升级加速行业整合，龙头企业规模化品牌化优势尽显 14
2.4 厨房食品、饲料节前消费明显 15
3 以经营战略为导向，六渠道打造核心竞争力 16
3.1 立志成为中国最具代表性的综合性食品集团 16
3.2 以经营战略为导向，六渠道打造核心竞争力 17
3.2.1 借助强大平台优势，不断推出新品 18
3.2.2 综合品牌矩阵覆盖多品类产品，核心品牌优势明显 20
3.2.3 采购模式优良，打造成本竞争力 20
3.2.4 综合企业群和循环经济，双轮驱动生产竞争力 21
3.2.5 全渠道销售网络，夯实市场基础 22
3.2.6 公司研发实力雄厚，质控优良 23
4 拟投项目有望提升产能、深化布局 24
5 盈利预测、估值及投资评级 27
5.1 盈利预测 27
5.2 投资建议 28
风险提示： 29
财务报表与盈利预测 30

图表目录

图表 1 2019 公司营业收入构成 7
图表 2 公司主要业务收入及增速 7
图表 3 公司营业收入及增速 8
图表 4 公司归母净利润及增速 8
图表 5 公司股权变动情况一览表 8
图表 6 上市后公司股权结构示意图 9
图表 7 农产品加工产业链 10
图表 8 国内食用油生产量及消费量 10
图表 9 国内食用油供需缺口逐年扩大 10
图表 10 小包装食用油销量占比（%） 11
图表 11 小包装食用油销售额占比（%） 11
图表 12 2017-2019 年公司小包装食用植物油全国销售量份额 11
图表 13 我国大米历年产量和消费量（百万吨） 12
图表 14 2017-2019 年包装米厂商全国现代渠道销售量份额 12
图表 15 我国小麦历年产量（亿吨） 12
图表 16 2017-2019 年包装面粉厂商全国现代渠道销量份额 12
图表 17 2008-2019 年我国豆粕总供给量和总消费量 13
图表 18 2011-2018 年我国菜粕总供给量和总消费量 13
图表 19 我国能繁母猪存栏量走势图 14
图表 20 我国白羽鸡在产祖代存栏量走势图 14
图表 21 2014-2018 年中国脂肪酸供应量 14
图表 22 2014-2018 年中国甘油供应量 14
图表 23 2013-2019 年中国人均可支配收入 15
图表 24 2010-2019 年中国餐饮收入走势图 15
图表 25 整体小包装食用植物油销售量渠道比重 15
图表 26 我国粮油、食品类零售额季节性波动明显（亿元） 15
图表 27 公司发展历程 16
图表 28 未来总体战略规划及未来三年发展规划 17
图表 29 公司核心竞争力 17
图表 30 公司餐饮产品矩阵 18
图表 31 公司零售产品矩阵 19
图表 32 公司品牌矩阵 20
图表 33 丰益国际和 ADM 供应原材料占同类比重 21
图表 34 益海嘉里生产基地（截至 2019 年 12 月 31 日） 21
图表 35 泰州综合企业群鸟瞰图 21
图表 36 公司水稻循环经济模式 22
图表 37 经销、直销销售客户类型、单价、毛利率情况 22
图表 38 公司直销模式和经销模式占比情况 23
图表 39 公司经销商历年变动情况表 23
图表 40 公司前五大直销客户销售情况 23
图表 41 公司质量控制荣誉汇总一览表 24

图表 42 公司拟投资项目情况一览表 24
图表 43 公司收入成本预测表 28
图表 44 上市食品加工企业估值对照表 29

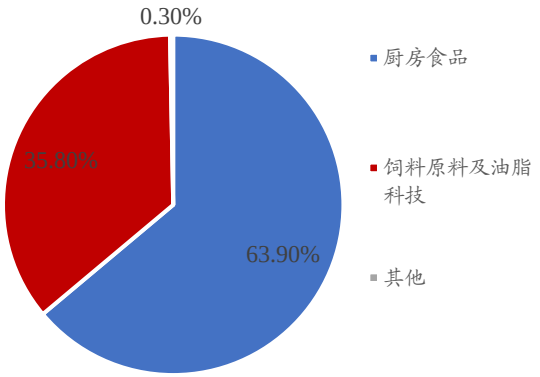
1 中国粮油业巨头，丰益国际间接持股 89.99%

1.1 中国粮油业巨头

益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司是益海集团旗下最核心的子公司，以 9 月 30 日收盘后创业板市值比较，金龙鱼以近 1400 亿元（用发行价 25.7 元/股测算）总市值规模跻身创业板第 7 名。

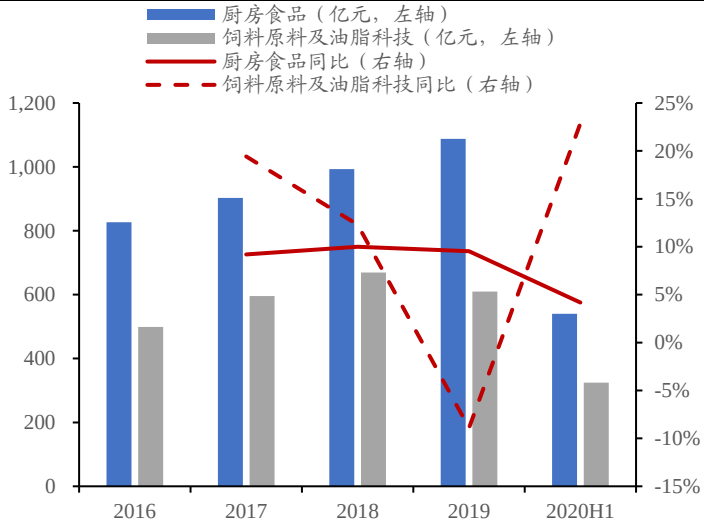
公司主营厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售，2019 年厨房食品、饲料原料及油脂科技收入占比分别为 63.9%、35.8%。2016-2019 年，公司厨房食品业务收入由 826.83 亿元增长至 1087.83 亿元，年复合增长率 9.6%，饲料原料及油脂科技业务收入由 498.94 亿元增长至 609.54 亿元，年复合增长率 6.9%。

图表 1 2019 公司营业收入构成



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司主要业务收入及增速

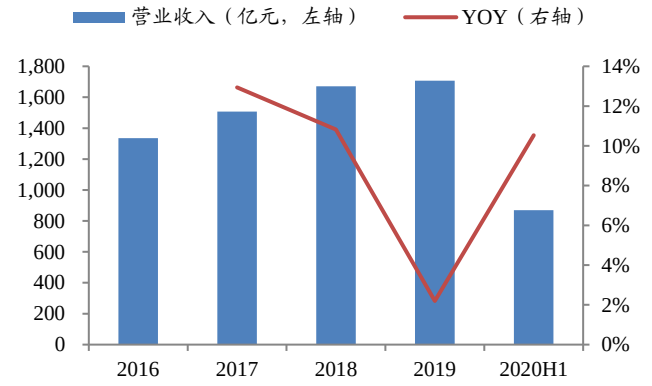


资料来源：wind，华安证券研究所

2017-2019 年，公司营业收入分别为 1507.66 亿元、1670.74 亿元、1707.43 亿元，同比增速分别为 12.9%、10.8%、2.2%，营业收入稳步增长。2019 年非瘟疫情拖累饲用需求，公司饲料原料及油脂科技业务收入同比下降 8.9%，营业收入同比增速放缓至 2.2%。2017-2019 年，公司归母净利润从 50 亿元小幅增长至 54.1 亿元，年复合增长率 4%。

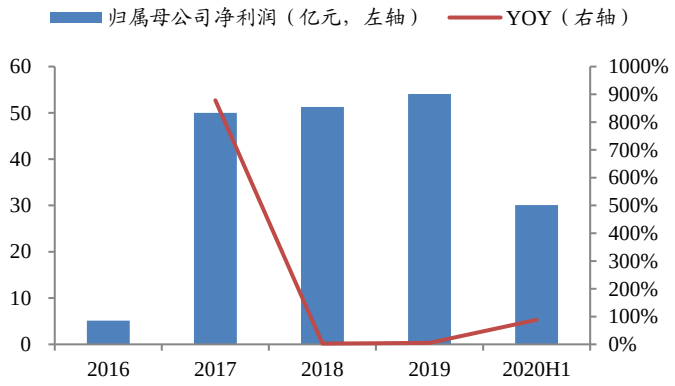
2020 年上半年，公司实现营业收入 869.73 亿元，同比增长 10.5%；其中，生猪补栏积极性上升带动饲用需求回升，公司饲料原料及油脂科技业务收入大涨 23%；公司实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 88.4%。

图表 3 公司营业收入及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 丰益国际间接持股 89.99%

2008 年 1 月至今，因业务重组、搭建上市架构、解决同业竞争及适用税收协定等原因，公司股权共发生六次变更（如下表所示）。公司本次拟公开发行股份 5.42 亿股，发行后总股本 54.22 亿股。本次发行股份占公司发行后总股本的 10.00%，Bathos 和阔海投资持有的公司发行后股份比例分别为 89.99%和 0.009%。丰益国际依次通过 WCL 控股、丰益中国、丰益中国(百慕达)、Bathos 间接持有公司 89.99%股权，因丰益国际报告期内不存在实际控制人，故公司不存在实际控制人。

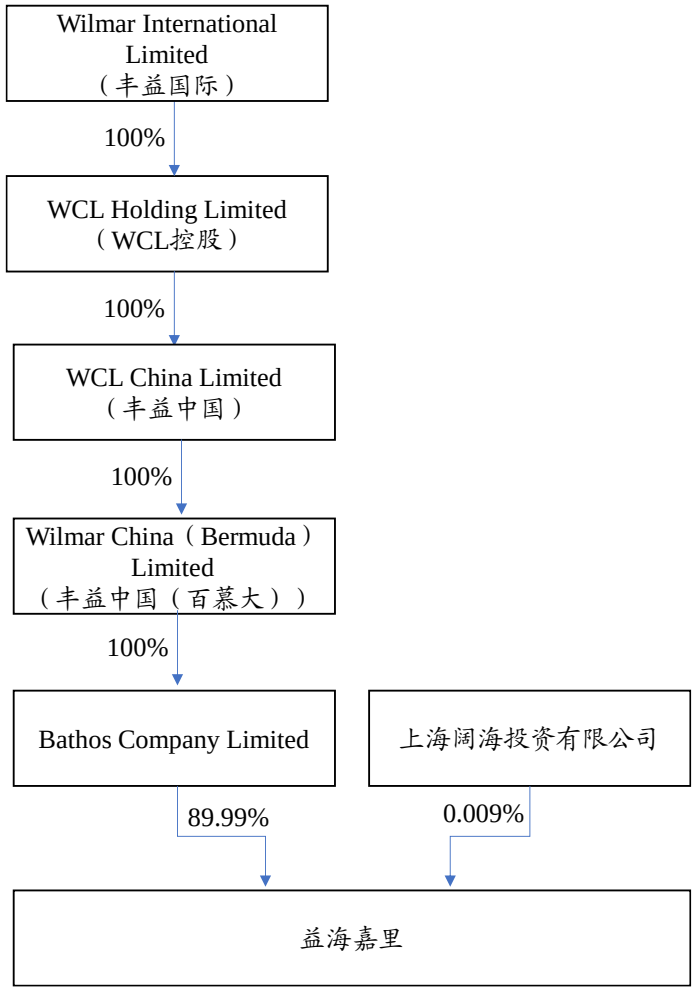
图表 5 公司股权变动情况一览表

项目	时间	具体变动情况	变动原因
第一次股权变动	2008 年 1 月	丰益控股将其持有的益海嘉里有限 100%的股权转让给丰益国际	丰益控股作为控股股东将粮油相关资产注入上市公司丰益国际，丰益控股系丰益国际的控股股东，目前已清算注销
第二次股权变动	2009 年 8 月	丰益国际将其持有的益海嘉里有限 100%的股权转让予 WCL 控股	该次转让主要系搭建香港上市架构的步骤之一，WCL 控股系丰益国际的全资子公司。后因市场原因，丰益中国决定终止上市计划
第三次股权变动	2009 年 9 月	WCL 控股将其持有的益海嘉里有限 100%的股权转让予丰益中国	该次转让主要系搭建香港上市架构，丰益中国为拟香港上市的上市主体，WCL 控股系丰益国际的全资子公司
第四次股权变动	2017 年 4 月	丰益中国将其持有的益海嘉里有限 100%的股权转让予丰益中国（百慕达）	为解决丰益国际与发行人之间的同业竞争，需将丰益中国（百慕达）持有的中国境内粮油相关资产注入发行人，同时，这也是丰益中国（百慕达）将其持有的中国境内粮油相关资产注入发行人的整体方案能够满足特殊税务重组条件的一个步骤。丰益中国（百慕达）系丰益中国的全资子公司
第五次股权变动	2018 年 3 月	丰益中国（百慕达）将其持有的益海嘉里有限 100%的股权转让予 Bathos	根据 2018 年 2 月国家税务局发布的《关于税收协定中“受益所有人”有关问题的公告》的相关规定，发行人股东为依法适用上述税收协定的优惠税率，保证公司在实质和形式上同时满足该法规下的持股

		架构要求，发行人直接控股股东变更为香港公司 Bathos，Bathos 系丰益中国（百慕达）的全资子公司
第六次股权变动 2018 年 12 月	阔海投资受让 Bathos 持有的益海嘉里有限 0.01%的股权	根据《公司法》关于设立股份有限公司“须有半数以上的发起人在中国境内有住所”的规定，为满足上述要求，Bathos 将其持有的益海嘉里有限 0.01%的股权转让给阔海投资

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 6 上市后公司股权结构示意图

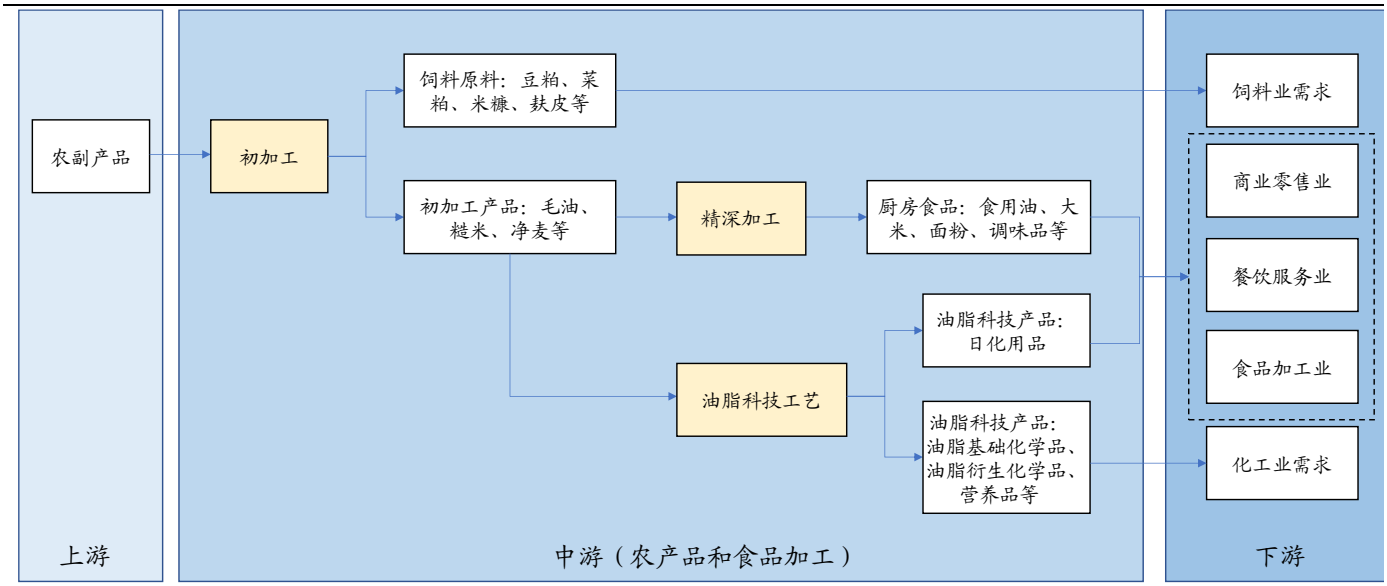


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2 厨房食品业务优势显著，饲料业务景气上行

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

图表 7 农产品加工产业链



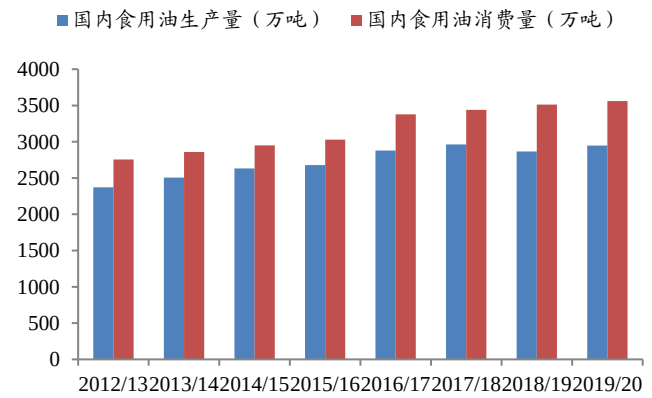
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2.1 厨房食品迎来小包装时代，公司市占率领先

2.1.1 食用植物油市场稳定增长，公司市占率位列第一

食用油按照品类可分为食用动物油和食用植物油。在我国消费结构中，食用植物油占据了主导地位，食用动物油占比较低。根据国家粮油信息中心统计数据，2012/13 市场年度至 2019/20 市场年度，我国食用油产量从 2372 万吨上升至 2948 万吨，年复合增长率 3.2%，我国食用植物油消费量从 2755 万吨上升至 3,561 万吨，年复合增长率 3.7%，国内食用油消费市场供需缺口自 2012 年以来持续扩大，利好国内食用油加工销售企业。

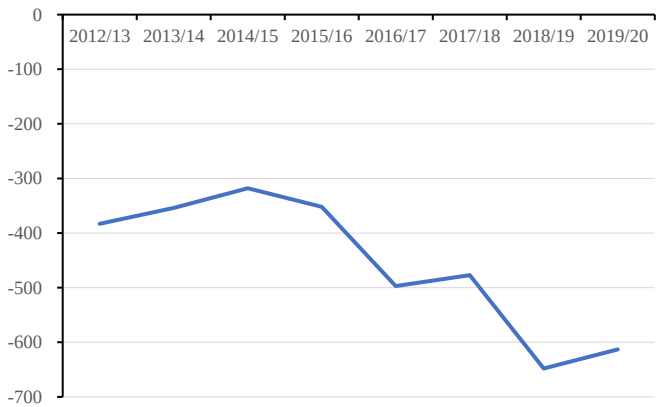
图表 8 国内食用油生产量及消费量



资料来源：国家粮油信息中心，华安证券研究所

注：其中市场年度为当年 10 月至下年 9 月

图表 9 国内食用油供需缺口逐年扩大

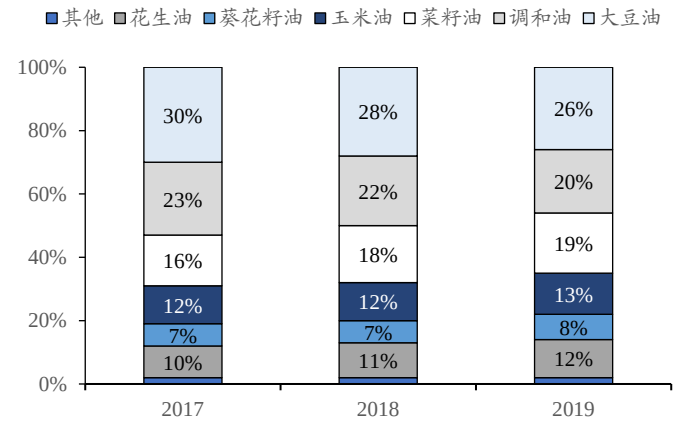


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

按照包装方式的划分，食用植物油可分为散装油、中包装食用油以及小包装食用油。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

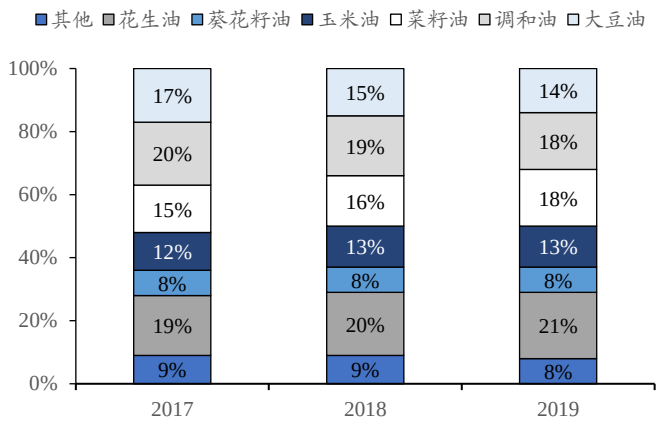
及消费者日益提高的食品安全意识，散装油销量逐步减少，我国逐步迎来包装油时代。按照食用油原料划分，小包装食用油可以分为大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油、花生油等。价格相对便宜的大豆油、食用调和油、菜籽油等，销量占比相对较高，以 2019 年为例，大豆油、食用调和油、菜籽油销量合计占比达 65%。而销售单价较高的花生油销售份额占比较高，2018 年、2019 年销售额占比均超过 20%。

图表 10 小包装食用油销量占比（%）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

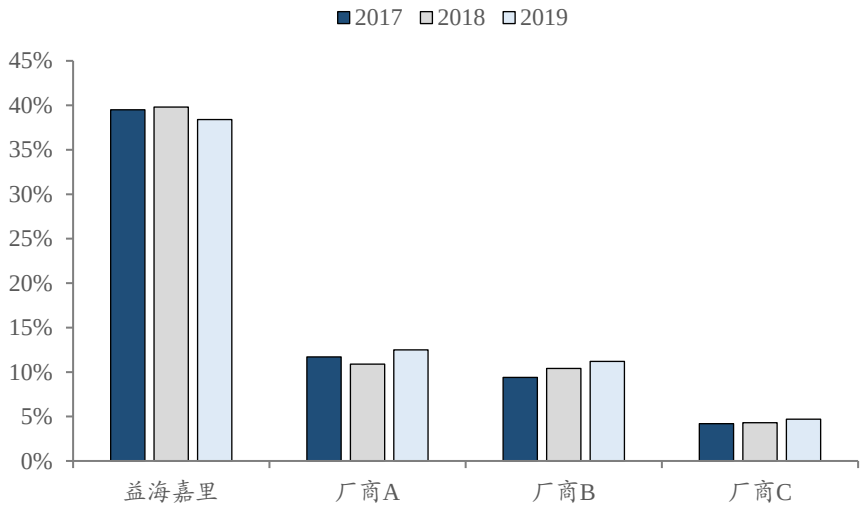
图表 11 小包装食用油销售额占比（%）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2017-2019 年公司小包装食用油销售份额分别为 39.5%、39.8%及 38.4%，均领先于竞争对手，公司在我国小包装食用植物油行业位列第一。

图表 12 2017-2019 年公司小包装食用植物油全国销售量份额



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2.1.2 大米加工业集中度低，公司包装米现代渠道销量第一

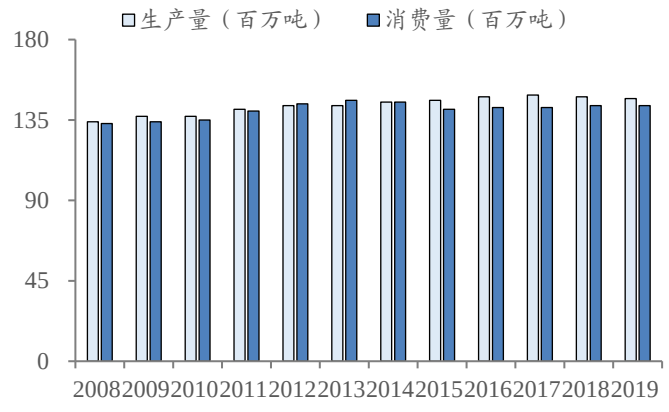
我国是世界人口第一大国，也是大米第一大生产国和消费国。我国大米产量由 2008 年 1.34 亿吨增长至 2019 年 1.47 亿吨，年复合增长率 0.85%，我国大米消费量由 2008 年 1.33 亿吨增长至 2019 年 1.43 亿吨，年复合增长率 0.66%。

大米加工行业进入壁垒较低，导致我国大米加工企业数量较多。近年来，我国大

米行业规模以上企业数量不断增长，据国家统计局统计，2017 年全国大米行业规模以上企业约 3,400 家，较 2012 年增长近 700 家。我国大米消费包括食物、饲料、工业用粮，其中，食物消费占比约 40%。我国大米食物消费主要以散装米为主，包装米占比较低。近几年，随着消费升级以及消费者食品安全意识的提升，包装米占比逐渐提升。

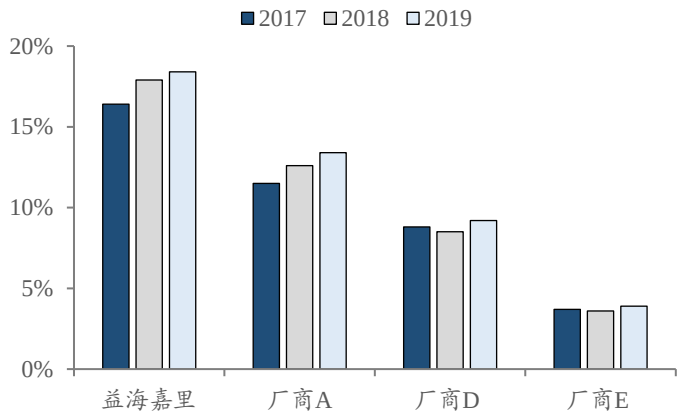
根据尼尔森数据，2017-2019 年，公司包装米现代渠道销量份额分别为 16.4%、17.9%及 18.4%，均领先于竞争对手，市场占有率第一。

图表 13 我国大米历年产量和消费量（百万吨）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 14 2017-2019 年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，华安证券研究所

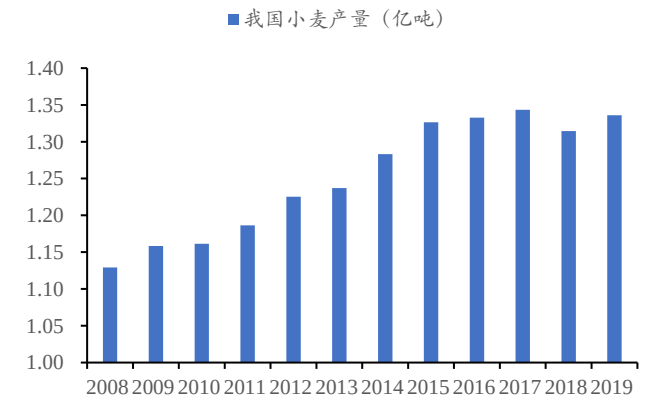
2.1.3 原材料供给平稳，公司包装面粉市占率第一

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 20%。2008-2015 年，我国小麦产量逐年增长，年复合增长率 2.32%，2015 年后，我国小麦产量增长速度趋于平缓。

我国面粉消费中，食物消费占比超过 90%，其中，散装及大包装、中包装类面粉占据主要的市场份额。随着人民生活水平的提升，对于食品质量的要求提升，对于包装类面粉的需求逐步提升。

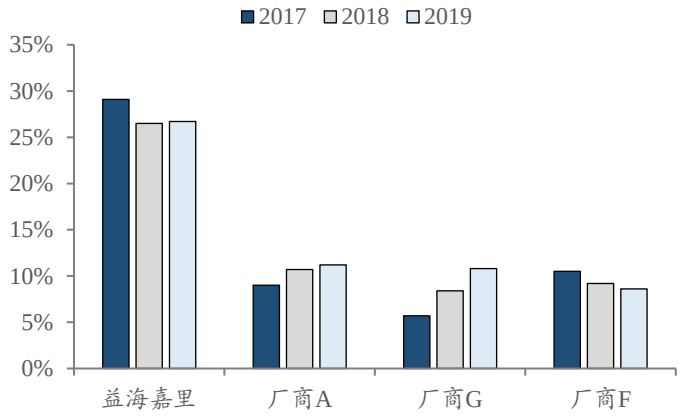
据据尼尔森数据，2017-2019 年，公司包装面粉现代渠道销量份额分别为 29.1%、26.5%及 26.7%，均领先于竞争对手，公司包装面粉现代渠道市场占有率第一。

图表 15 我国小麦历年产量（亿吨）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 16 2017-2019 年包装面粉厂商全国现代渠道销量份额



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

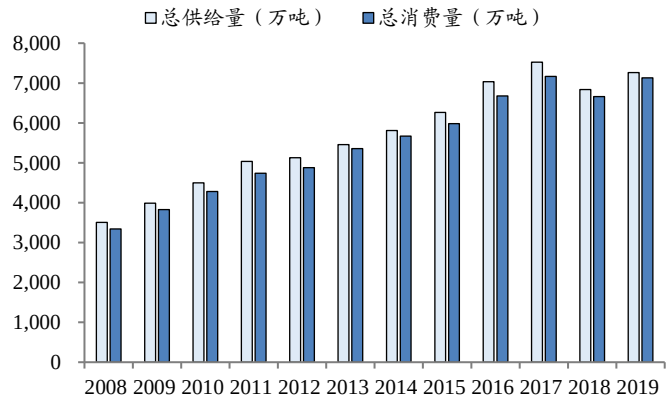
2.2 饲料、油脂供需格局改善，行业景气度上行

2.2.1 畜禽产业步入存栏上升期，饲料原料需求将稳步攀升

饲料原料主要包括油籽及其加工产品、谷物及其加工产品等，向饲料生产企业供应，进一步加工成为饲料产品。豆粕作为最主要的饲料原料之一，大部分被用于家禽和生猪饲养，近年也被广泛应用于水产养殖业。2019 年我国豆粕总供给量 7,265 万吨，2008-2019 年复合增长率 6.8%，2019 年我国豆粕总消费量 7,130 万吨，2008-2019 年复合增长率 7.1%。菜粕作为主要饲料原料之一，广泛用于水产饲料行业。2010 年以来，国家对进口菜籽生物安全标准提高，且近年来国内菜籽播种面积持续下降，导致菜籽供应量随之下降。2018 年，我国菜粕供给量和消费量分别为 582 万吨和 547 万吨，较 2017 年基本持平。

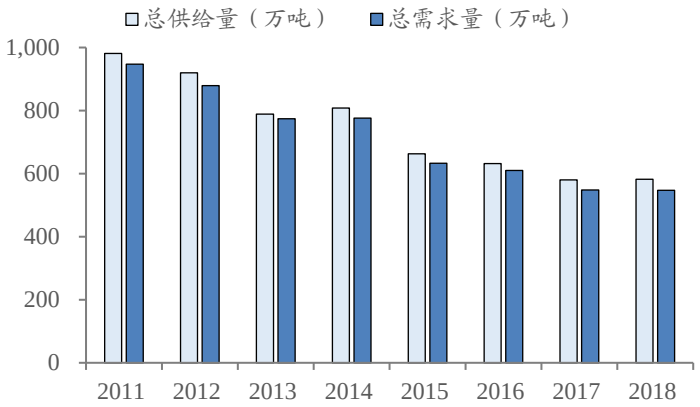
从生猪供给量出发，全国能繁母猪存栏量在 2019 年 9 月见底，在考虑三元母猪效率较二元母猪下降 30%的前提下，我们推算出 2020Q4、2021Q1、2021Q2、2021Q3、2021Q4 生猪出栏量分别为 0.907 亿头、0.941 亿头、1.0094 亿头、1.1525 亿头、1.229 亿头，生猪出栏量将逐季改善。从肉鸡供应量出发，2019 年我国祖代白羽肉种鸡更新量 122.35 万套，2020 年 1-8 月祖代白羽更新量 66.5 万套，若考虑强制换羽，2020 年 1-8 月祖代白羽更新量 81.66 万套，同比增长 2.3%；2019 年全国祖代黄羽肉种鸡存栏量 146.61 万套，同比增长 6.4%，父母代黄羽肉种鸡存栏量 4123.23 万套，同比增长 9.9%，祖代、父母代存栏均达到 2012 年以来最高水平，1H2020 全国在产祖代黄羽肉鸡平均存栏 155.57 万套，同比增长 9%，父母代黄羽鸡平均存栏 4357.59 万套，同比增长 8.9%。根据我们判断，生猪和肉鸡产业均已步入存栏上升期，饲料需求及原料需求将稳步攀升。

图表 17 2008-2019 年我国豆粕总供给量和总消费量



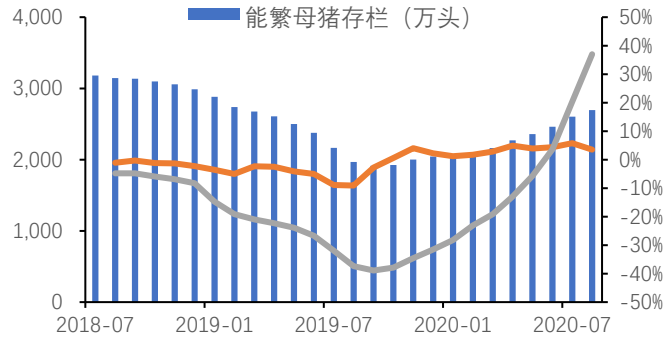
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 18 2011-2018 年我国菜粕总供给量和总消费量



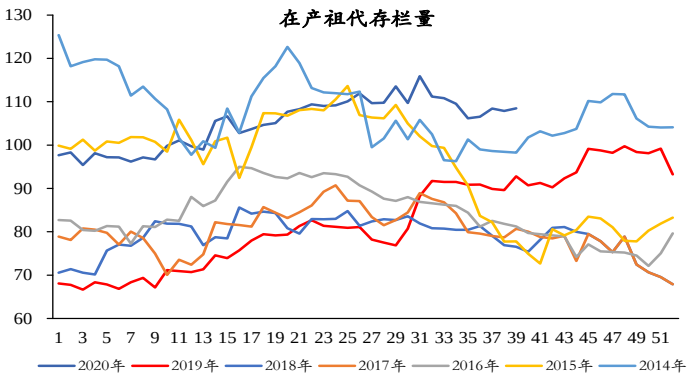
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 19 我国能繁母猪存栏量走势图



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 20 我国白羽鸡在产祖代存栏量走势图

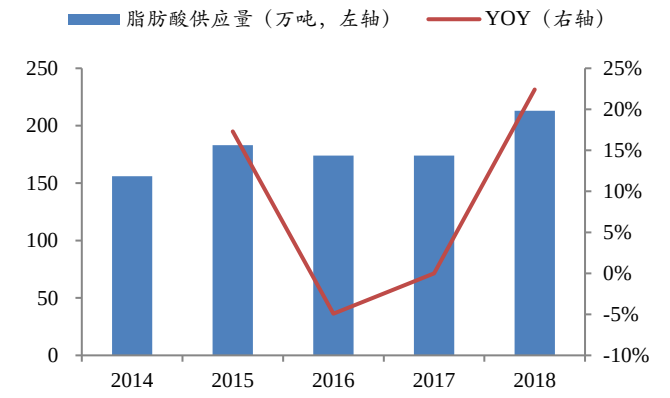


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2.2.2 油脂科技行业增速迅猛

油脂科技行业包含油脂基础化学品、油脂衍生化学品、营养品以及日化用品等细分行业。①脂肪酸是最初级和产量最大的油脂基础化学品。脂肪酸可以直接使用，也可经过合成后应用在日化、食品、制药、个人护理、纺织品、润滑剂、表面活性剂、造纸等细分制造行业。我国脂肪酸供应量从 2014 年的 156 万吨增长到了 2018 年的 213 万吨，年均复合增长率为 8%。②甘油是性能优良的吸湿剂、润滑剂、抗冻剂、助溶剂及溶剂，在食品加工、化妆品及医药等领域也有广泛的应用，我国甘油供应量从 2014 年的 35 万吨增长到了 2018 年的 47 万吨，年均复合增长率 7.1%。

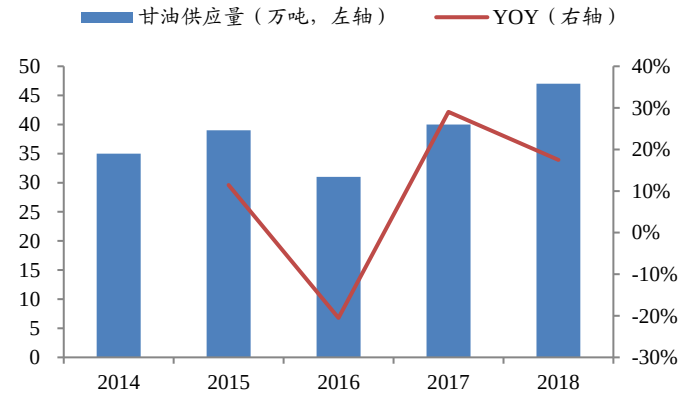
图表 21 2014-2018 年中国脂肪酸供应量



资料来源：《中国油脂化工》，华安证券研究所

注：脂肪酸包括硬脂酸、皂粒、油酸、其他（椰油酸、棉油酸等）

图表 22 2014-2018 年中国甘油供应量



资料来源：《中国油脂化工》，华安证券研究所

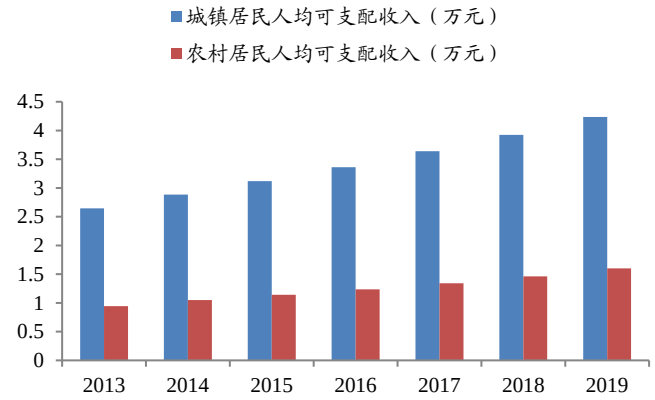
2.3 消费升级加速行业整合，龙头企业规模化品牌化优势尽显

我国食品行业的终端需求主要来源于家庭消费、餐饮业和食品制造业三方面。**①家庭消费升级。**一方面，随着城市化的推进以及城乡居民可支配收入的增长，家庭消费对于小包装的粮油的需求提升，对于品质和品牌更加看重，将加速行业整合。另一方面，家庭消费中肉类、水产比重提升，间接提升上游饲料的需求。**②餐饮业高**

速发展。全国餐饮收入从 2010 年 17.6 亿元增长至 2019 年 46.7 亿元，年复合增长率 11.4%。随着餐饮业的高速发展，对于“安全、卫生”提升到了“营养、健康、美味”，龙头企业的规模化、品牌化优势和产品研发优势将显现。**③食品制造业需求持续增长。**我国食品制造业持续高速增长，对原材料厨房食品质量和品牌要求也更高。

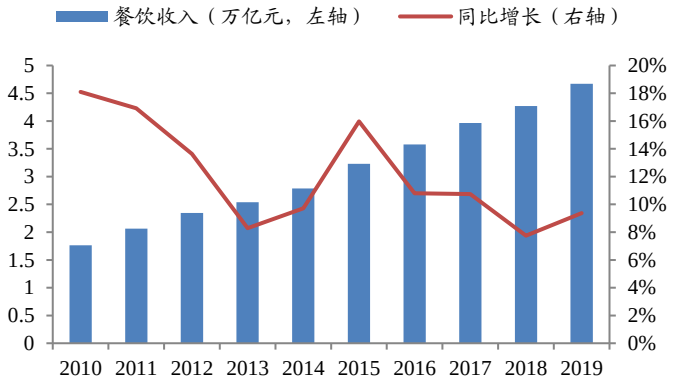
家庭消费、餐饮业和食品制造业的消费升级，食品行业的国家标准、行业标准、地方标准、企业标准等完整的标准体系的建立，将加速行业整合，提高行业准入门槛，小企业将因为质量和品牌等因素欠缺竞争力而退出市场，龙头企业规模化、品牌化的优势尽显。

图表 23 2013-2019 年中国人均可支配收入



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 24 2010-2019 年中国餐饮收入走势图



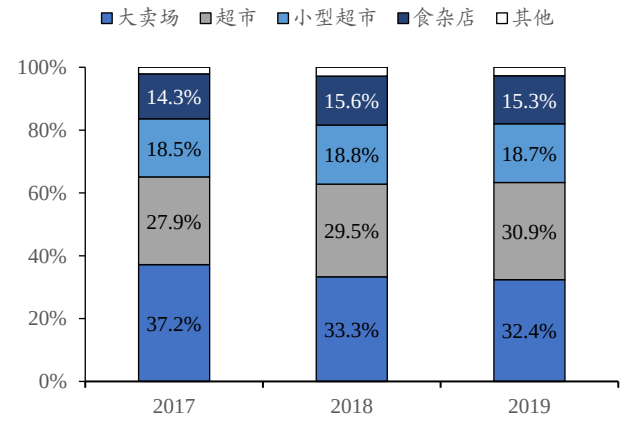
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

2.4 厨房食品、饲料节前消费明显

食用油、大米、面粉等厨房食品在中秋、国庆、春节等节假日时需求较高，在上述节假期前的销售较高，导致厨房食品行业存在一定的季节性特征。

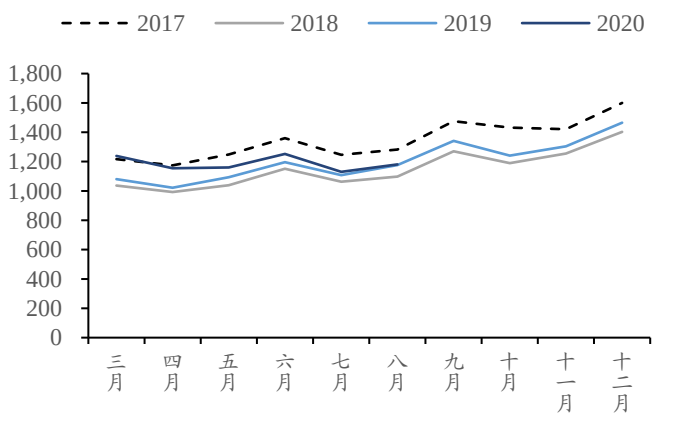
养殖行业的需求存在明显的周期波动性，所以上游饲料业作为后周期行业，销量和利润水平也发生周期性的上下波动。受畜牧产品的市场消费和养殖动物生长的季节性特点影响，在中秋、国庆、春节等节假日前一段时间饲料需求旺盛，从而导致上游饲料原料行业也存在着一定季节性特征。

图表 25 整体小包装食用植物油销售量渠道比重



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 26 我国粮油、食品类零售额季节性波动明显（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

3 以经营战略为导向，六渠道打造核心竞争力

3.1 立志成为中国最具代表性的综合性食品集团

公司由郭鹤年先生及其侄子郭孔丰先生共同投资的新加坡丰益国际集团控股，主要从事厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售。自 1991 年公司生产的第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世起，公司逐步加大研发、生产力度，扩大自身在厨房食品领域的影响力，同时横向涉及饲料、油脂科技工艺领域，提升抗风险能力和盈利能力。

图表 27 公司发展历程

时间	发展历程
1988 年	✓ 南海油脂工业（赤湾）有限公司成立，筹建食用油精炼及小包装工厂
1991 年	✓ 第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世
1994 年	✓ 开展大豆压榨产业链相关业务
2002 年	✓ 金龙鱼第二代食用调和油上市
2003 年	✓ 小包装食用油年销量突破 100 万吨
2005 年	✓ 公司前身益海投资有限成立 ✓ 金龙鱼第二代食用调和油获得国家发明专利证书，并获得中国粮油学会科学技术奖二等奖
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 ✓ 成为北京 2008 年奥运会食用油独家供应商
2009 年	✓ 油籽压榨年加工量突破 1,000 万吨 ✓ 为了更加系统地开展研发工作，成立上海研发中心
2010 年	✓ “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 年	✓ 油脂精炼年加工量突破 500 万吨 ✓ 水稻年加工量突破 100 万吨
2012 年	✓ 油脂科技产品年销量突破 100 万吨
2015 年	✓ 小麦年加工量突破 450 万吨
2016 年	✓ 食用油餐饮渠道年销量突破 100 万吨
2017 年	✓ 益海（佳木斯）粮油工业有限公司被国家发改委正式批准为“水稻加工循环经济标准化试点”单位 ✓ 公司自 2017 年起实施了四次同一控制下的资产重组，丰益国际将其控制的中国境内与公司主营业务相关的经营实体陆续注入公司，其中涵盖南海油脂工业（赤湾）有限公司
2018 年	✓ 食品工业专用油脂年销量突破 100 万吨 ✓ 成为北京 2022 年冬奥会官方粮油赞助商
2020 年	✓ 创业板上市

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司将继续扩展产业布局的深度和广度，为消费者提供更多元化、更营养健康的优质食品，致力于成为中国最具代表性的综合性食品集团。

长期看，公司总体战略规划涉及产品、生产、品牌、渠道、质量控制和研发六个维度。其中，产品战略是不断丰富和完善产品组合，以具有竞争力的成本生产优质产品；生产战略是建设具有战略性布局的综合企业群，实现规模经济和效率最大化，同时坚持“循环经济”，通过精深加工，提升附加值和延伸产业链；品牌战略是打造多层次的品牌矩阵，利用品牌不同的侧重点精准覆盖各类消费者；渠道战略是根据消费者购买模式和消费市场的变化情况，不断优化自身组织架构和渠道布局，借助新零售模式和渠道下沉策略，继续打造体系化、多元化、全国化的渠道销售网络；质量控制战略是建立覆盖全产业链的质量控制体系；公司将继续加大研发投入，建立世界级的研发中心，致力于运用先进技术，生产满足消费者需求的安全、营养、健康、

美味的优质产品。

短期看，公司未来三年的发展战略规划涉及产品、生产、品牌、渠道、质量控制、仓储物流六个维度。产品方面，公司将继续丰富产品组合，开发更多健康、美味的优质食品，并积极拓展品类，进入中央厨房、冷冻面团、酵母、调味品等细分领域，提高产品附加值；生产方面，公司计划在齐齐哈尔市富裕县、温州、太原、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地，进一步提高规模优势，降低生产成本；品牌方面，公司将打造系统化的品牌矩阵，并加大广告投入；渠道方面，公司将构建全渠道网络，探索新零售模式；质量控制方面，公司将继续加强对产品品质及食品安全的把控；仓储物流方面，公司将持续加快建设专业化和智能化的仓储物流体系，加快货品流转速度，降低仓储物流成本。

图表 28 未来总体战略规划及未来三年发展规划

类型	项目	目标
总体规划及目标	产品战略	以具有竞争力的成本生产优质产品
	生产战略	建立具有战略性布局的综合企业群
	品牌战略	打造多层次的品牌矩阵
	渠道战略	打造全国性、多元化、全渠道的销售网络
	质量控制战略	建立覆盖全产业链的质量控制体系
	研发战略	建立世界级的研发中心
未来三年发展规划及目标	产品战略	继续丰富产品组合
	生产战略	继续打造和扩大综合性生产基地
	品牌战略	进一步提升品牌知名度
	渠道战略	构建全渠道网络，探索新零售模式
	质量控制战略	继续加强对产品品质及食品安全的把控
	仓储物流战略	打造更具专业化的仓储物流体系

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2 以经营战略为导向，六渠道打造核心竞争力

公司以经营战略为导向，逐步从产品、品牌、采购、生产、销售渠道、研发与质控六个渠道打造核心竞争力，凭借深耕业界多年的口碑优势和强大平台优势，积极进行产品研发，不断扩充品牌矩阵，推出新品，同时通过建立战略性综合企业群降低成本，利用循环经济提升产业链附加值，维护长期客户的同时，不断推动渠道下沉和探索新零售模式，提升企业销量，夯实市场基础。

图表 29 公司核心竞争力



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2.1 借助强大平台优势，不断推出新品

公司深耕中国农产品和食品加工行业多年，已经逐步建立起强大的平台优势。凭借强大的平台优势，依靠在原材料采购、生产加工、技术研发、市场营销、品牌塑造、产品销售整条产业链上的竞争优势，公司不断推出新品，扩充产品矩阵，占领各个细分市场。厨房食品产品分为大中包装（面向餐饮客户）和小包装（面向零售客户），以满足不同客户的需要。饲料产品种类丰富，包括能量类、纤维类等，适用不同养殖企业。油脂科技类产品主要有基础化学品（脂肪酸等）、油脂衍生化学品（造纸化学品等），日化用品（维生素 E 等）等，分别面向不同需求类型的客户。

图表 30 公司餐饮产品矩阵

类型	产品描述	规格	图例
食用油	适合餐饮业客户的食用油	主要包括10L 、16L和22L 等规格	
大米	适合餐饮业客户的大米	主要包括10KG 、15KG 、25KG 等规格	
面粉	适合餐饮业客户的面粉	主要包括25KG 等规格	
调味品	主要包括芝麻油、花椒油、藤椒油等调味油，以及蒸鱼鲜、焖烧豉油、淋鲜甜等调味汁	主要包括5L 、1.8L等规格	
豆浆粉	主要包括餐饮豆浆粉、速食豆腐花等产品	主要包括260G 、450G等规格	

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 31 公司零售产品矩阵

大品类	细分系列	产品描述	主要产品图示
小包装食用油	调和油	主要包括金龙鱼黄金比例食用植物调和油、金龙鱼稻谷鲜生食用植物调和油、金龙鱼葵花籽亚麻籽食用植物调和油等	
	大豆油	主要包括金龙鱼浓香笨榨熟豆油、金龙鱼维生素A营养强化纯香大豆油等	
	玉米油	主要包括金龙鱼玉米油、金龙鱼植物甾醇玉米油、金滴鲜胚玉米油等	
	花生油	主要包括胡姬花古法花生油、胡姬花古法小榨花生油、胡姬花古法土榨风味花生油、金龙鱼特香花生油、金龙鱼浓香花生油等	
	葵花籽油	主要包括金龙鱼阳光葵花籽油、阳光葵花仁油等	
	菜籽油	主要包括金龙鱼外婆乡小榨菜籽油、金龙鱼营养强化维生素A菜籽油、鲤鱼牌菜籽油等	
	稻米油	主要包括金龙鱼谷维素稻米油、金龙鱼谷维多双一万稻米油等	
	橄榄油	主要包括欧丽薇兰高多酚特级初榨橄榄油、欧丽薇兰特级初榨橄榄油、欧丽薇兰橄榄油等	
	亚麻籽油	主要包括KING'S 亚麻籽油等	
小包装大米	精品系列	主要包括乳玉皇妃高端大米、鸭田珍谷大米、金龙鱼90 天锁鲜小鲜米等	
	原产地系列	主要包括由独特地域环境生产的水稻加工而成的大米产品	
	进口系列	主要包括香纳兰品牌进口大米，主要为泰国进口米	
	生态基地系列	主要包括由生态基地生产的水稻加工而成的大米产品	
	通用系列	大产区通用常见品种大米	
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	
小包装挂面	精品系列	主要包括澳麦挂面、荞麦挂面、发酵面、鲜蛋和面、意大利面等	
	健康系列	主要包括添加五谷杂粮的挂面产品	
	家常系列	主要包括细圆麦芯挂面、鸡蛋挂面、鸡蛋麦芯面片等	
小包装调味品		主要包括芝麻油类产品、花椒油类产品、藤椒油类产品以及芝麻酱类产品	

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2.2 综合品牌矩阵覆盖多品类产品，核心品牌优势明显

根据世界品牌实验室 2019 年《中国 500 最具价值品牌》，“金龙鱼”的品牌价值高达 398.54 亿元；根据欧睿国际发布的 2019 年《Top 100Megabrands》白皮书，“金龙鱼”品牌位列全球快速消费品第 21 位。公司拥有厨房食品高端品牌金龙鱼、欧丽薇兰等，中端品牌香满园等，大众品牌元宝牌等；公司拥有知名饲料品牌丰苑，知名油脂科技品牌锐龙、洁劲等。

“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，强大的品牌影响力是公司竞争优势的综合体现。随着消费者对于食品品牌化意识的逐渐提高，公司的品牌优势未来将愈加明显。

图表 32 公司品牌矩阵

	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 古法花生油	鲤鱼	金味		锐龙
中端	香满园 Wonder Farm	海皇牌	金鹭			丰苑 FY	洁劲 100
大众	元宝牌	口福	金燕	百合花			龍鏢

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2.3 采购模式优良，打造成本竞争力

公司主营业务是厨房食品和饲料原料及油脂科技业务，直接材料构成了公司的主要成本，2019 年直接材料成本占公司主营业务成本 87.8%，其中，厨房食品业务的直接材料成本占厨房业务成本的比重为 88.3%。公司通过事业部管理采购，拥有稳定供应渠道，管理原材料价格波动风险等，提升公司的成本控制能力和抗风险能力，打造公司的成本竞争力。

公司通过事业部统筹管理，提高采购效率。事业部基于原材料行业政策及价格，进行统一采购管理，有利于管控原材料成本，提高采购效率。公司各事业部根据每年的产品销售计划以及生产安排，制定总体采购计划，并将采购计划分配至各工厂；公司下属工厂根据自身生产计划提前确定各类农副产品的采购品种、数量及到货时间要求，经事业部审批后，向供应商下达具体采购订单。

公司采购方式稳定，供应渠道稳定。公司主要通过国内外专业贸易商、主产区粮食收储企业、公开市场拍卖等方式采购原材料，与采购对象有稳定合作关系，采购模式稳定。前五大供应商中的丰益国际和 ADM 均与公司具有关联关系。其中，丰益国际是全球最大的棕榈油供应商，约占国际市场上棕榈油市场份额的 1/3，2019 年丰益国际提供了金龙鱼棕榈及月桂酸油的 56.06%；ADM 为全球重要的大豆等农产品供应商，2019 年 ADM 提供了金龙鱼大豆及加工品的 11.95%。

定价模式相对公允，价格变动风险可控。定价通常以协商或竞价达成，相对公允。为规避价格波动风险，公司在芝加哥期货交易所、加拿大洲际交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所等公开市场通过期货、期权等衍生金融工具进行对冲交易，

以尽可能规避原材料和产品价格波动对于公司经营的不利影响。

图表 33 丰益国际和 ADM 供应原材料占同类比重

供应商	原材料类别	2019 年占同类比重	2018 年占同类比重	2017 年占同类比重
丰益国际	棕榈及月桂酸油	56.06%	51.71%	57.27%
ADM	大豆及加工品	11.95%	14.40%	17.96%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2.4 综合企业群和循环经济，双轮驱动生产竞争力

公司致力于双轮驱动公司生产能力的提升，一方面通过建设战略综合企业群模式降低成本，另一方面通过循环经济模式提升产业链附加值。

① 通过位于战略要点的综合企业群模式降低成本

基于全国战略布局，公司在战略要点省市（如泰州、秦皇岛等）建立综合企业群，实现效率最大化和规模经济。综合企业群以产业链为轴心，纵向一体化布局，内部建立统一的能源、原辅料供应以及仓储物流体系，同时在行政管理、后勤保障等方面统一管理，达到资源共享、节约成本、提高效率的目的。

图表 34 益海嘉里生产基地（截至 2019 年 12 月 31 日）



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 35 泰州综合企业群鸟瞰图

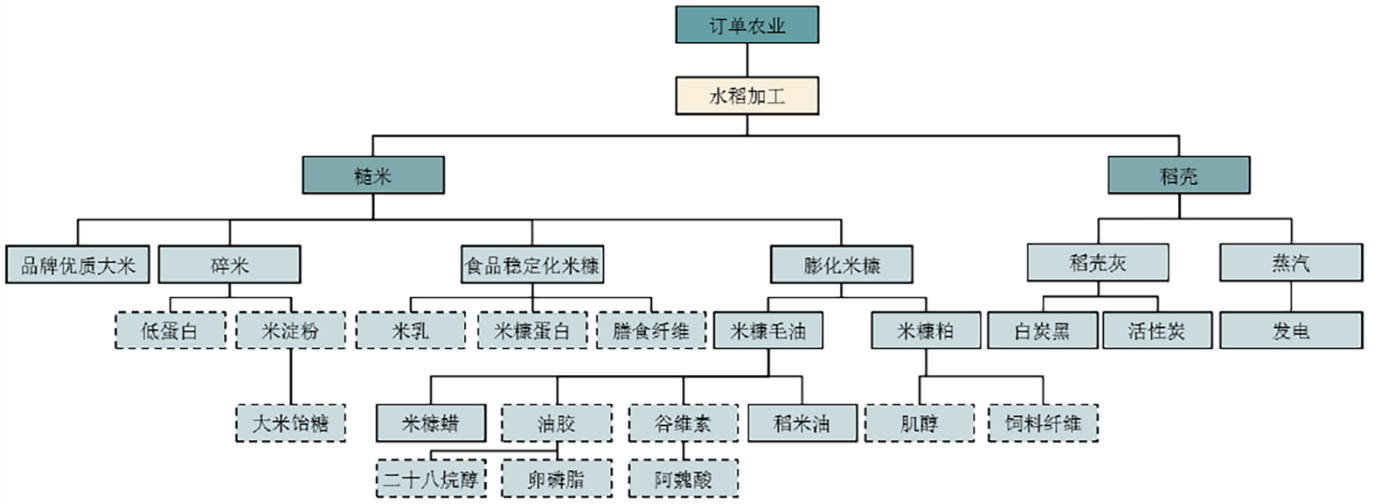


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

② 通过循环经济模式提升产业链附加值

公司坚持科技引领产业可持续发展，创新性地研发出“水稻循环经济”新型产业发展模式，通过“吃干榨净”式精深加工，使水稻的资源价值得以充分利用开发，从而实现水稻产业的转型升级，使产业领域更宽、产业链条更长、附加值更高。该循环经济模式主要线路是“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”，通过精深加工模式，充分开发利用国产大豆、玉米、小麦等农产品的资源价值，带动农产品加工由初级加工向精深加工转变，由资源消耗型向高效利用型转变。

图表 36 公司水稻循环经济模式



资料来源：招股说明书，华安证券研究所 注：虚线框为公司尚未投产产品

3.2.5 全渠道销售网络，夯实市场基础

根据消费者消费方式划分，公司在全国范围内建立了包括零售渠道、餐饮渠道以及食品工业渠道在内的多元化、全渠道销售网络。各个渠道互为支撑、共享资源、协同发展，从而提升产品销售与市场开拓能力。

图表 37 经销、直销销售客户类型、单价、毛利率情况

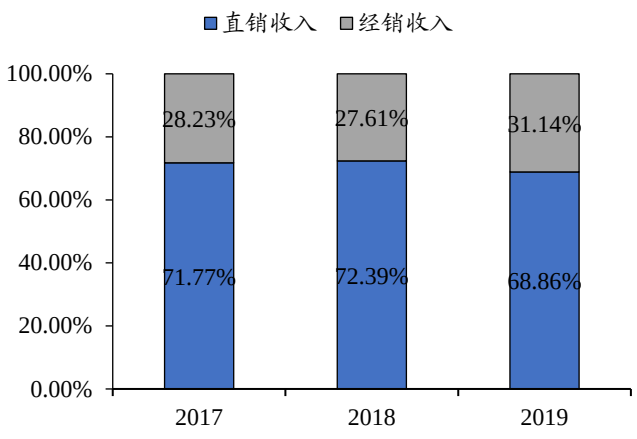
项目			客户类型	2019 年		2018 年	
				销售单价	毛利率	销售单价	毛利率
厨房食品	零售产品	经销	农贸市场、粮油批发商店、零售店、食杂店等传统渠道，以及福利团购、联合促销、加油站、药店等特殊渠道	7,280	17.05%	7,183	16.26%
		直销	全国性以及大型区域零售连锁企业等为主的现代渠道，京东、天猫超市等电商渠道	7,599	22.61%	7,350	20.70%
	餐饮产品	经销	区域性酒店、中小餐饮、烘焙店、快餐连锁等中小客户	5,529	5.24%	5,529	4.14%
		直销	连锁酒店、连锁餐饮、大型企业食堂、贸易商等大型客户，美菜、快驴进货等生鲜电商平台	4,603	7.57%	4,679	9.28%
	食品工业产品	经销	区域性的食品工业客户	6,273	15.43%	6,934	13.51%
		直销	大型食品工业客户	4,390	12.93%	4,764	9.81%
饲料原料及油脂科技	饲料原料	经销	无	-	-	-	-
		直销	主要向企业客户和贸易商直销	2,411	8.13%	2,689	6.97%
	油脂科技	经销	日化用品渠道同厨房食品	4,329	26.78%	4,154	17.52%
		直销	日化用品渠道同厨房食品	4,091	9.67%	4,190	4.67%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据销售模式划分，公司经过多年的经营，逐步建立起以直销为主（占比 70%左右），经销为辅（占比 30%左右）的销售模式。**①直销针对大客户直接进行销售。**厨房食品主要直销往大型商超（沃尔玛、大润发等）、大型连锁餐饮企业（真臻鲜、

乡村基、真功夫等）、生鲜电商平台（美菜、快驴进货等）、烘焙连锁企业（好利来等）、大型食品工业企业（百胜、麦当劳等）；饲料原料及油脂科技产品主要销往饲料生产企业（温氏、新希望、双胞胎、正大、正邦等）、大型日化企业（宝洁、索尔维等）。**②经销指公司与经销商采用买断式销售的合作方式进行销售。**近三年，公司坚持渠道下沉的原则，加强与经销商的合作，经销商的数量自 3190 个增长至 4406 个，年均复合增速为 17.5%，逐步在全国范围内建立起全方位、立体化的经销商网络和完善的经销管理体系。

图表 38 公司直销模式和经销模式占比情况



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 39 公司经销商历年变动情况表

年份	经销商数量	新增经销商数量	新增经销商数量占比	新增经销商销售金额（亿元）	新增经销商销售金额占经销收入比例
2019	4,406	1,343	30.48%	58.99	11.13%
2018	3,738	1,191	31.86%	57.45	12.49%
2017	3,190	987	30.94%	72.86	17.17%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 40 公司前五大直销客户销售情况

序号	2019 年			2018 年			2017 年		
	前五大客户	销售金额（亿元）	前五大客户收入占比	前五大客户	销售金额（亿元）	前五大客户收入占比	前五大客户	销售金额（亿元）	前五大客户收入占比
1	宁波瓜瓜农业	40.36	2.36%	宁波瓜瓜农业	28.88	1.73%	双胞胎股份	22.41	1.49%
2	陕西粮农油脂	25.55	1.50%	温氏股份	25.46	1.52%	温氏股份	21.88	1.45%
3	康师傅	20.03	1.17%	陕西粮农油脂	21.49	1.29%	陕西粮农油脂	21.29	1.41%
4	新希望	18.60	1.09%	卜蜂中国	20.38	1.22%	新希望	16.83	1.12%
5	卜蜂中国	16.02	0.94%	新希望	19.59	1.17%	卜蜂中国	16.42	1.09%
	合计	**12.06**	**7.06%**	**合计**	**115.80**	**6.93%**	**合计**	**98.82**	**6.55%**

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2.6 公司研发实力雄厚，质控优良

公司重视研发创新，并拥有着雄厚的研发实力。公司于 2009 年设立上海研发中心，借助近百个实验室和千余台科研设备进行研发，为产品更新换代提供动能。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有专利 428 项，拥有研发人员 317 人，其中硕博以上学历的研发人员占比超七成。此外，研发中心与包括中国粮油学会、中国营养学会、美国油脂化学家学会、上海交通大学、江南大学、扬州大学在内的多所机构和高校保持密切合作和交流。

公司将食品安全和产品质量作为重中之重，参照全球严格的标准建立全面保障的生产管理和质量追溯体系，下属主要工厂通过了 ISO9001、ISO22000、ISO14001 等管理体系认证，部分工厂检测中心通过了 ISO17025 认可，力求建立原材料—生产—仓储物流—客户端的全产线管理体系，确保食品安全和产品质量优良。

雄厚的研发实力和优良的质控能力，确保了公司产品的更新换代和值得信赖的品质，构筑了公司的核心竞争力，为公司龙头地位夯实了基础。正是公司多年如一日的对产品研发和质量控制的坚守，才锻造了公司产品在消费者心中的口碑。

图表 41 公司质量控制荣誉汇总一览表

序号	公司	质量奖项名称	颁发单位	获奖时间
1	益海嘉里（南昌）粮油食品有限公司	南昌市市长质量奖	南昌市人民政府	2019 年
2	秦皇岛金海食品工业有限公司	秦皇岛市政府质量奖	秦皇岛市人民政府	2019 年
3	益海（盐城）粮油工业有限公司	盐城市射阳县县长质量奖	射阳县人民政府	2019 年
5	益海嘉里（重庆）粮油有限公司	重庆市江津区质量奖	重庆市江津区人民政府	2019 年
6	益海嘉里（成都）粮食工业有限公司	成都市青白江区区长质量奖提名奖	成都市青白江区人民政府	2018 年
7	益江（张家港）粮油工业有限公司	苏州市质量奖	苏州市人民政府	2018 年
8	益海嘉里（兴平）食品工业有限公司	咸阳市市长质量奖	咸阳市人民政府	2018 年
9	益海嘉里（盘锦）粮油工业有限公司	盘锦市市长质量奖	盘锦市人民政府	2017 年
10	上海嘉里食品工业有限公司	上海市浦东新区区长质量奖	上海市浦东新区人民政府	2017 年
11	辽宁益海嘉里地尔乐斯淀粉科技有限公司	铁岭市市长质量奖	铁岭市人民政府	2015 年
12	益海（周口）粮油工业有限公司	周口市市长质量奖	周口市人民政府	2014 年
13	南海油脂工业（赤湾）有限公司	深圳市市长质量奖	深圳市人民政府	2009 年

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

4 拟投项目有望提升产能、深化布局

公司于本次创业板上市，扣除相关发行费用后，拟将 138.7 亿元投资于厨房综合项目（如兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）、益海嘉里集团粮油深加工项目等）、厨房食品食用油项目（如益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目等）、厨房食品面粉项目（如益海嘉里（霸州）食品工业有限公司年初加工 100 万吨小麦制粉项目等）等，具体拟投资金额及项目概况见下表。

拟投项目均围绕主营业务厨房食品开展，包括食用油、大米、面粉、调味品等领域，与公司未来经营战略方向一致，有望提升厨房食品业务产能，提升公司盈利能力，拓展公司的产业布局深度和广度。

图表 42 公司拟投资项目情况一览表

序号	项目名称	募集资金拟投资额（万元）	项目概况及产能概况	市场分析	预期收益
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）	110,000	拟投资 150,800 万元，建设内容主要包括：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、精深加工项目、有市场需求 2、大米销往青海、甘肃、	完全达产后预计可实现年均营业收入 570,177 万

			1,500 吨/日、大米 300 吨/日及其他副产品	西藏等省市；面粉以兰州为中心，辐射定西、白银；大豆油、菜籽产品进入西北地区	元，年均净利润 21,483 万元
2	益海嘉里集团粮油深加工项目	90,000	拟投资 145,259 万元，建设内容主要包括：大豆压榨 2,000 吨/日、大豆膨化 200 吨/日、精炼 600 吨/日、小包装 1,330 吨/日、大米 680 吨/日、小麦 1,500 吨/日等	1、粮油综合深加工项目、有市场需求 2、以太原为中心，辐射山西、内蒙、陕西、宁夏等区域，具有较好的市场前景	完全达产后预计可实现年均营业收入 407,079 万元，年均净利润 14,679 万元
3	乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	112,000	拟投资 140,000 万元，主要建设内容包括：1,000 吨/日的油脂精炼、1,000 吨/日的食用油灌装、1,500 吨/日的面粉加工及 7 万吨级码头建设等。	1、生活水平提高，对高品质的食用油的需求增大 2、城市化率提升，面产品消费量进一步增加	完全达产后预计可实现年均营业收入 378,143 万元，年均净利润 12,549 万元
4	益海嘉里（合肥）米、面、油综合加工一期项目	80,000	总投资 92,000 万元，建设内容包括日加工小麦 1,500 吨，日加工水稻 1,000 吨，日灌装包装食用油 600 吨，日加工米糠 600 吨等	1、项目以中高档优质大米为主导产品，适合于工薪阶层及高收入群体消费，产品适应性强 2、挖掘特色面粉细分市场 3、食用油生产线先进，价格合理	完全达产后预计可实现年均营业收入 402,887.5 万元，年均净利润 8,334.8 万元
5	益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	62,000	拟投资 79,031 万元，建设规模包括 30 万吨/年的油脂精炼项目、3 万吨/年的古法小榨花生项目、15 万吨/年的食用油中小包装灌装线项目、36 万吨/年面粉项目等	1、通过油脂精炼工艺，为中小包装食用油项目提供灌装原料 2、茂名地区面粉市场容量较大 3、主要辐射粤西周边的茂名市、阳江市、云浮市、湛江市以及广西玉林市等城市	完全达产后预计可实现年均营业收入 433,007 万元，年均净利润 8,586 万元
6	益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	50,000	拟投资 74,000 万元，建设内容包括 30 万吨/年浓香花生油压榨、12 万吨/年花生古法小榨、4.5 万吨/年芝麻榨油、4 万吨/年花生制品等	提高企业的生产运作效率，将对区域粮油市场的发展起到积极的推动作用	完全达产后预计可实现年均营业收入 408,754.80 万元，年均净利润为 13,144.50 万元
7	益海嘉里（青岛）食品工业有限公司-食品加工项目	87,000	拟投资 100,000 万元，主要建设内容包括：新建年产各类面粉 54 万吨、年产花生制品 2.7 万吨（不含花生油加工）、年产芝麻制品 2.46 万吨等	以青岛为中心，辐射山东等区域，具有较好的市场前景	完全达产后预计可实现年均营业收入 214,920.00 万元，年均净利润 6,148.31 万元
厨房食品食用油项目					
8	益海嘉里（青岛）粮	90,000	拟投资 120,000 万元，建设内容包括年加工	项目主要生产花生油、	完全达产后预计

	油工业有限公司-食用植物油加工项目		18 万吨油脂精炼、年灌装 30 万吨食用油等	玉米油、棕榈油和豆油，本项目的实施符合行业的发展方向，有广阔的发展前景，不仅可以增加企业竞争力，创造更多效益，还可以推动该区域粮油市场的发展	可实现年均营业收入 323,934.33 万元，年均净利润 10,737.68 万元
9	油脂压榨精炼及配套工程建设项目	81,000	拟投资 95,000 万元，主要建设内容包括日加工 2,000 吨的大豆、菜籽等压榨；日加工 1,000 吨食用油脂精炼；日加工 60 吨浓香菜油压榨；年加工 40 万吨中小包装食用油；日加工 400 吨大豆膨化等	生产工艺达到先进水平，成为在云南省乃至西南地区最具有规范标准的粮油加工基地之一	完全达产后预计可实现年均营业收入 384,260 万元，年均净利润 8,671.15 万元
10	益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	53,000	拟投资额 65,591 万元，主要建设内容为 60 万吨/年油脂精炼项目，25 万吨/年的中小包装餐饮用油项目，配套的仓储、公用设施等项目	覆盖广东省潮州、揭阳、汕头、梅州、汕尾地区、江西赣州、福建龙岩、漳州等地，东南沿海地区经济发展速度快，食品工业发展需求大，沿海港口的优势明显	完全达产后预计可实现年均营业收入为 565,780 万元，年均净利润 7,559 万元
11	益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	68,000	拟投资 80,513 万元，建设内容为 75 万吨/年的粮油加工副产物饼粕大豆压榨项目，60 万吨/年的大豆（菜籽）油料加工双榨项目，24 万吨/年的膨化大豆项目，配套的仓储、公用设施等项目	主要辐射周边的粤东潮州、揭阳、梅州、汕头、汕尾；闽西南龙岩、漳州；江西赣州等城市，粮油市场需求容量大	完全达产后预计可实现年均营业收入为 577,010 万元，年均净利润 8,419 万元
12	益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	56,000	拟投资 76,483 万元，建设内容为 4,000 吨/天大豆压榨等	主要辐射粤西周边的茂名市、阳江市、云浮市、湛江市以及广西玉林市等城市	完全达产后预计可实现年均经营收入 494,760 万元，年均净利润 7,304 万元
13	益海嘉里（重庆）4000 吨/日大豆压榨项目	30,000	拟投资 43,000 万元，主要建设内容为在榨油车间建设日处理大豆 4,000 吨/日的大豆压榨加工线等	辐射周边的主城区、渝西、川南、川东、渝东乃至成都等城市，具有较好的市场前景	完全达产后预计可实现年均营业收入 402,000 万元，年均净利润 5,898 万元
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	75,000	拟投资为 100,000 万元，主要建设内容为年产初加工小麦制粉 100 万吨	本项目处于霸州经济开发区，地处“京、津、保”金三角的中心地位，具有较好的市场前景	完全达产后预计可实现年均营业收入 285,500 万元，年均净利润 10,981.34 万元
15	益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	64,000	拟投资 82,805 万元，主要建设内容为 45 万吨/年的面粉项目，配套的仓储、公用设施等项目	主要辐射周边的粤东潮州、揭阳、梅州、汕头、汕尾；闽西南龙岩、漳州；江西赣州等城市，面	完全达产后预计可实现年均营业收入为 140,364 万元，年均净利

				粉市场需求容量大，市场前景非常广阔	润 11,323 万元
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）	32,000	拟投资 50,000 万元，建设内容包括三条面粉生产线年处理小麦 63.3 万吨等	有效提升公司的技术装备水平，扩大生产规模，开拓新的市场，满足广大顾客的需求，从而提高企业的综合竞争力	完全达产后预计可实现年均营业收入 147,194 万元，年均净利润 4,472 万元
17	益海嘉里（重庆）面粉加工项目	25,000	拟投资 34,000 万元，项目建成后规模可达到小麦加工 1,500 吨/天等	增加面粉加工生产线，改善公司产品结构，增加产品品种，主要辐射周边的主城区、渝西、川南、川东、渝东乃至成都等城市	完全达产后预计可实现年均营业收入 123,940 万元，年均净利润 4,802 万元
厨房食品其他项目					
18	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	155,000	拟投资 183,000 万元，建设内容为 100 万吨/年玉米深加工项目	1、形成综合利用的产品循环链，极大地降低整个生产过程的生产成本 2、本项目将推动当地区域经济“农业种植—深加工—副产品（饲料）—农业种植、养殖”产业化格局的构建	完全达产后预计可实现年均营业收入 254,855.70 万元，年均净利润 13,584.09 万元
19	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	67,000	拟投资 78,400 万元，建设内容为年加工小麦 25 万吨、年加工低温豆粕 4.5 万吨	1、地处原材料产地，成本低 2、本项目产品小麦淀粉、谷朊粉、食用酒精、大豆分离蛋白主要供应国内外市场，副产品麸皮、酒糟、豆渣饲料主要销售给国内市场，市场前景较好	完全达产后预计可实现年均营业收入 114,051.08 万元，年均净利润 10,686.22 万元

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

5 盈利预测、估值及投资评级

5.1 盈利预测

我们假设：

1、2020-2022 年公司厨房食品业务的单价同比分别增长 0%、5%、5%，销量同比分别增长 5%、7%、7%；

2、2020-2022 年公司饲料原料及油脂科技业务的单价同比分别增长 5%、5%、5%，销量同比分别增长 15%、15%、15%；

3、2020-2022 年公司其他主营业务的毛利率稳定在 36.0%，其他业务的毛利率稳定在 45%。

图表 43 公司收入成本预测表

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	**132,898**	**150,766**	**167,074**	**170,743**	188,933	218,402	252,795
yoy		13.4%	10.8%	2.2%	10.7%	15.6%	15.7%
厨房食品	82,683	90,283	99,310	108,783	114,249	128,359	144,211
yoy		9.2%	10.0%	9.5%	5.0%	12.4%	12.4%
单价（元/吨）		5,973	5,707	5,629	5,629	5,910	6,206
销量（万吨）		1,512	1,740	1,933	2,030	2,172	2,324
饲料原料及油脂科技	49,894	59,580	66,910	60,954	73,595	88,866	107,306
yoy		19.4%	12.3%	-8.9%	20.7%	20.8%	20.8%
单价（元/吨）		2,799	2,897	2,727	2,863	3,007	3,157
销量（万吨）		2,129	2,310	2,235	2,570	2,956	3,399
其他主营业务	322	389	435	512	588	677	778
其他业务		**514**	**419**	**494**	500	500	500
二、营业成本	**118,225**	**138,074**	**150,269**	**151,526**	**167,649**	**193,974**	**224,723**
厨房食品	71,993	80,742	87,019	95,033	99,798	112,123	125,970
单位成本（元/吨)		5,342	5,001	4,917	4,917	5,163	5,421
销量（万吨）		1,512	1,740	1,933	2,030	2,172	2,324
饲料原料及油脂科技	46,233	56,779	62,515	55,665	**67,199**	**81,143**	**97,980**
单位成本（元/吨)		2,668	2,706	2,490	2,615	2,745	2,882
销量（万吨）		2,129	2,310	2,235	2,570	2,956	3,399
其他主营业务		233	487	577	377	433	498
其他业务		321	248	250	275	275	275
三、毛利	**14,351**	**12,848**	**17,249**	**19,652**	**21,284**	**24,428**	**28,072**
yoy		-10.5%	34.3%	13.9%	8.3%	14.8%	14.9%
厨房食品	10,690	9,541	12,290	13,751	14,451	16,236	18,241
饲料原料及油脂科技	3,661	2,801	4,395	5,289	6,396	7,723	9,326
其他主营业务		157	197	184	212	244	280
其他业务		193	171	244	225	225	225
毛利率	11.0%	8.4%	10.1%	11.3%	11.3%	11.2%	11.1%
厨房食品	12.9%	10.6%	12.4%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
饲料原料及油脂科技	7.3%	4.7%	6.6%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
其他主营业务	0.0%	40.2%	45.1%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
其他业务	—	37.6%	40.8%	49.4%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

5.2 投资建议

公司是中国粮油业巨头，厨房食品业务优势显著，饲料业务景气上行。公司致力于成为中国最具代表性的综合性食品集团，从产品、品牌、采购、生产、销售渠道、研发与质控六个渠道打造核心竞争力。本次创业板上市，公司将融资约 139.29 亿元，拟投项目均围绕主营业务厨房食品开展，包括食用油、大米、面粉、调味品等领域，与公司未来经营战略方向一致，有望提升厨房食品业务产能，提升公司盈利能力，拓

展公司的产业布局深度和广度。

我们预计 2020-2022 年公司实现主营业务收入 1889.33 亿元、2184.02 亿元、2527.95 亿元，同比增长 10.7%、15.6%、15.7%，对应归母净利润 69.0 亿元、84.83 亿元、99.1 亿元，同比分别增长 27.6%、22.9%、16.8%，对应 EPS1.27 元、1.56 元、1.83 元。对照上市食品加工企业估值及公司市场地位，我们给予公司 2020 年 30-35 倍 PE，合理估值 38.1-44.45 元，给予“增持（首次）”评级。

图表 44 上市食品加工企业估值对照表

公司	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			2019 年净资产收益率	2018 年净资产收益率
			TTM	20E	21E		
金龙鱼				20.19	16.42	8.72	9.06
均值			52.7	46.4	38.5	21.1	21.0
道道全	50	50	53.4	25.4	18.1	6.3	10.9
克明面业	69	69	22.0	23.7	20.5	9.2	8.5
海天味业	5253	5253	94.9	87.8	74.2	35.2	34.1
中炬高新	522	522	66.8	62.1	49.7	19.0	18.0
恒顺醋业	212	212	65.6	60.1	51.9	15.1	15.9
伊利股份	2342	2342	36.9	37.2	30.6	25.7	24.3
双汇发展	1757	1757	29.5	28.5	24.9	36.9	35.6

资料来源：公司公告，华安证券研究所（金龙鱼市值、价格按照发行价格测算）
注：使用 wind 一致预期

风险提示：

食品安全问题。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	116019	129950	137867	147843
现金	64612	70819	71269	72476
应收账款	6188	6848	7916	9162
其他应收款	1415	1566	1810	2095
预付账款	2536	2810	3252	3767
存货	34551	38290	44303	51326
其他流动资产	6717	9617	9317	9017
非流动资产	54666	57998	62331	66663
长期投资	2347	2347	2347	2347
固定资产	24439	26189	28939	31689
无形资产	12603	12603	12603	12603
其他非流动资产	15278	16860	18442	20025
资产总计	170685	187948	200197	214506
流动负债	98661	95718	99025	102888
短期借款	73442	68442	68442	68442
应付账款	5392	5976	6914	8010
其他流动负债	19827	21300	23669	26436
非流动负债	3549	2549	2549	2549
长期借款	2393	1393	1393	1393
其他非流动负债	1155	1155	1155	1155
负债合计	102210	98267	101574	105437
少数股东权益	3676	4049	4508	5044
股本	4879	5422	5422	5422
资本公积	24686	38077	38077	38077
留存收益	35234	42134	50617	60527
归属母公司股东权	64799	85633	94116	104026
负债和股东权益	170685	187948	200197	214506

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13528	7451	6764	7351
净利润	5408	6900	8483	9910
折旧摊销	2396	250	250	250
财务费用	421	2821	2701	2701
投资损失	-1013	-945	-1092	-1264
营运资金变动	4012	-2768	-4459	-5207
其他经营现金流	3700	10860	13823	16078
投资活动现金流	-1458	-6357	-3612	-3444
资本支出	-7101	-3701	-4704	-4708
长期投资	1327	-3600	0	0
其他投资现金流	4316	945	1092	1264
筹资活动现金流	-13706	5113	-2701	-2701
短期借款	-8239	-5000	0	0
长期借款	-336	-1000	0	0
普通股增加	9	542	0	0
资本公积增加	1002	13391	0	0
其他筹资现金流	-6142	-2821	-2701	-2701
现金净增加额	-1620	6207	451	1206

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	170743	188933	218402	252795
营业成本	151276	167649	193974	224723
营业税金及附加	410	438	506	586
销售费用	8025	8667	9967	11462
管理费用	2574	3347	3849	4234
财务费用	554	-74	-327	-336
资产减值损失	-2102	-700	-300	-300
公允价值变动收益	-262	0	0	0
投资净收益	1013	945	1092	1264
营业利润	7069	9192	11277	13158
营业外收入	51	50	50	50
营业外支出	162	150	150	150
利润总额	6958	9092	11177	13058
所得税	1394	1818	2235	2612
净利润	5564	7273	8942	10446
少数股东损益	156	373	459	536
归属母公司净利润	5408	6900	8483	9910
EBITDA	10671	8894	10138	11788
EPS（元）	1.00	1.27	1.56	1.83

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.2%	10.7%	15.6%	15.7%
营业利润	5.0%	30.0%	22.7%	16.7%
归属于母公司净利	5.5%	27.6%	22.9%	16.8%
获利能力				
毛利率（%）	11.4%	11.3%	11.2%	11.1%
净利率（%）	3.2%	3.7%	3.9%	3.9%
ROE（%）	8.3%	8.1%	9.0%	9.5%
ROIC（%）	4.5%	4.3%	4.6%	5.1%
偿债能力				
资产负债率（%）	59.9%	52.1%	50.5%	48.9%
净负债比率（%）	149.3%	109.6%	103.0%	96.7%
流动比率	1.18	1.36	1.40	1.45
速动比率	0.80	0.94	0.92	0.91
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.00	1.09	1.17
应收账款周转率	27.59	27.59	27.59	27.59
应付账款周转率	28.05	28.05	28.05	28.05
每股指标（元）				
每股收益	1.00	1.27	1.56	1.83
每股经营现金流	2.50	1.37	1.25	1.36
每股净资产	11.95	15.79	17.36	19.19
估值比率				
P/E	25.76	20.19	16.42	14.06
P/B	2.15	1.63	1.48	1.34
EV/EBITDA	13.09	15.90	13.91	11.86

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。