金龙鱼 (300999.SZ) 买入（首次评级）

公司深度研究

行业整合+油米面结构升级，看好龙头空间

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167,074	170,743	194,632	207,452	214,663
营业收入增长率	10.82%	2.20%	13.99%	6.59%	3.48%
归母净利润(百万元)	5,128	5,408	7,014	7,774	8,484
归母净利润增长率	2.53%	5.47%	29.69%	10.83%	9.13%
摊薄每股收益(元)	N/A	1.108	1.294	1.434	1.565
每股经营性现金流净额	N/A	1.89	2.20	1.99	2.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.66%	8.35%	8.25%	8.38%	8.38%

来源：招股说明书、国金证券研究所

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

沈嘉妍 联系人
shenjiayan@gjzq.com.cn

投资逻辑

- **政策推动农业供给侧改革，规模化、加工深化是行业未来趋势，利好龙头企业。**我国农副产品加工业现状是精深加工水平低，加工副产物利用率低。“十三五”计划明确提出培育布局合理、产业链完整、效益良好的大型企业，政策推动下产能会进一步向头部企业聚集；且政策重视精深加工技术的发展，着手引导农产品加工业走向高质量发展。结合行业现状和政策导向，我们认为规模化、加工精深化是农副产品加工行业未来的发展趋势，利好具备规模优势和技术优势的龙头企业。
- **厨房产品领域，包装油米面均存在扩容空间。**厨房产品在公司营收中占比达 60%，2019 年公司在小包装食用油、大米和面粉的市占率分别为 38.4%，18.4%和 26.7%，排名第一。2019 年我国食用油、大米和小麦的消费量分别量为 34.4、143 和 111 百万吨，需求趋势比较稳定。我们认为在包装油米面领域均存在结构升级趋势，食用油领域竞争格局较为清晰，CR3 市占率在 60%以上，未来增量主要在餐饮端的渗透和高端油占比的提升；大米和面粉领域竞争格局较为分散，CR3 市占率分别为 41%和 43.8%，未来增量主要是品牌化、包装化产品取代散装产品。
- **公司优势：技术支撑+规模效应+渠道下沉。**公司引出国人在食用油领域的消费升级革命，在食用油领域处于市场领导者地位；注重研发创新，目前油脂研发技术位于行业前列。公司 2019 年营收达到 1707 亿元，扣非后归母净利润达到 44.78 亿。基于庞大体量，进行全国化布局，有效降低生产成本和运输成本。渠道方面，下沉能力强，厨房产品深度覆盖各类消费场景。
- **本次计划募集资金 138.7 亿元，全部用于厨房产品的产能建设**，预计新增压榨、精炼产能 463.5、198 万吨/年；水稻、小麦、面粉加工产能 49.5、300.8、210 万吨/年。

投资建议

- 基于行业集中度提升和结构升级趋势，以及公司的规模优势和渠道优势，预计 2020-2022 年公司营收为 1946/2075/2147 亿元，净利润为 70.14/ 77.74/ 84.84 亿元，对应 EPS 为 1.29/ 1.43/1.57 元。

估值

- 给予公司 2020 年 25 倍估值，目标价 32.25 元，给予“买入”评级。

风险

- 宏观经济下行/原材料价格波动/行业竞争加剧/食品安全问题/金融衍生品交易

内容目录

政策推动供给侧改革，规模化、精深化是农产品加工趋势.....4
国内农副产品精深加工水平较低，行业自身加工附加值低.....4
政策推动产能集中，重视提高精深加工水平.....4
厨房产品领域，包装油米面均存在扩容空间.....5
包装食用油集中度仍有提升空间，产品升级有望提升毛利.....5
大米、面粉包装化率有待提升，头部品牌整合市场.....8
公司优势：技术支撑、规模效应、渠道下沉.....10
重视创新，技术支撑.....10
规模化、垂直化生产，具备龙头效应.....10
渠道下沉能力强，深度覆盖各类消费场景.....15
盈利预测与投资建议.....15
盈利预测.....15
投资建议及估值.....16
风险提示.....17

图表目录

图表 1：公司产业链情况.....4
图表 2：公司主营业务毛利率.....4
图表 3：主要上市农产品加工企业毛利率对比.....4
图表 4：农业供给侧改革政策梳理.....5
图表 5：我国食用油产量和消费量.....6
图表 6：包装食用油零售价格走势 （单位：元/升）.....6
图表 7：2017-2019 年小包装食用植物油全国销售量份额.....6
图表 8：我国小包装食用油 品类结构变化.....6
图表 9：不同品类食用油脂肪酸含量对比.....7
图表 10：金龙鱼主要产品天猫渠道销售价格.....7
图表 11：不同品类包装食用油原材料成本测算.....8
图表 12：我国大米产量和消费量.....8
图表 13：我国小麦产量和消费量.....8
图表 14：小包装大米和面粉零售价走势（单位：元/公斤）.....8
图表 15：2017-2019 年包装米厂商全国现代渠道销售量份额.....9
图表 16：2017-2019 年包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额.....9
图表 17：我国专用面粉产量.....9
图表 18：我国高端大米市场规模.....9
图表 19：公司主营产品销售量.....10
图表 20：公司营业收入及增速.....11
图表 21：公司扣非后归母净利润及增速.....11

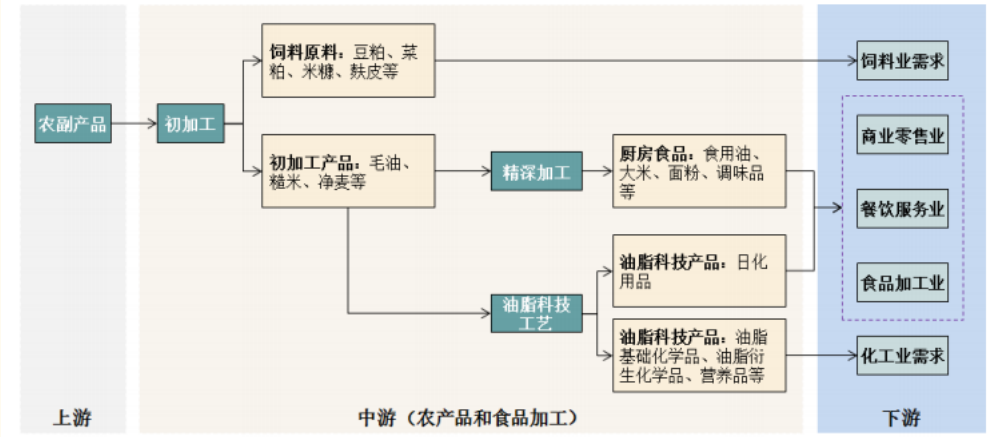
图表 22：公司主营业务结构占比.....11
图表 23：公司不同销售渠道毛利率拆分.....12
图表 24：重组后公司股权结构关系图.....12
图表 25：重组前后财务数据对比.....13
图表 26：公司运输费用率与同行比较.....13
图表 27：公司产能布局.....13
图表 28：公司募集资金用途.....14
图表 29：公司经销商数量.....15
图表 30：盈利预测.....16
图表 31：可比公司估值比较（市盈率法）.....16

政策推动供给侧改革，规模化、精深化是农产品加工趋势

国内农副产品精深加工水平较低，行业自身加工附加值低

- **精深加工水平低，加工副产物利用率低。**以金龙鱼为例，其农副产品产业链的加工环节包括初加工、精深加工、油脂科技工艺等。目前我国农副产品精深加工水平普遍较低，且加工副产物 60%以上未得到综合利，而现代农业强国农产品加工转化率超过 85%。我国农产品加工技术装备水平远远落后于发达国家，我国农业产值与加工产值的比例是 1：2.3，与发达国家 1：3.4 的比例差距较大。

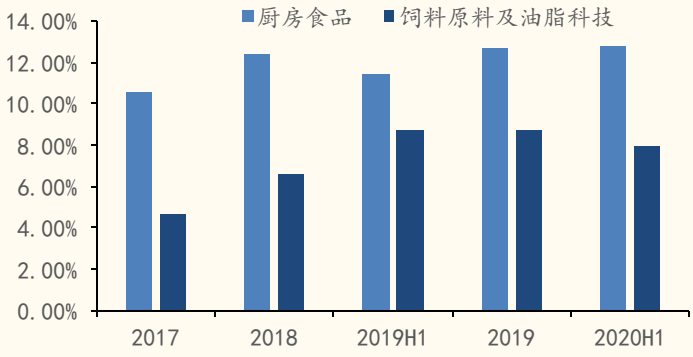
图表 1：公司产业链情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

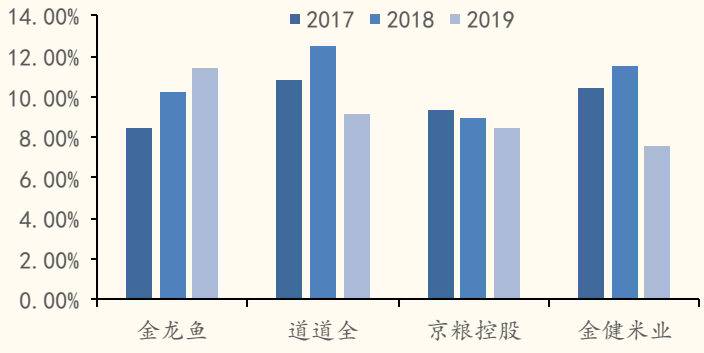
- **农副产品本身加工附加值较低，延伸产业链利于利润提升。**以金龙鱼为例，其厨房产品的毛利率在 12%左右，饲料原料及油脂科技产品的毛利率在 8%左右。而主要上市农产品加工企业，包括道道全、京粮控股、金健米业等，综合毛利率均在 10%左右，可见行业整体毛利率水平高较低。加强精深加工环节能够延长产业链条，最大限度提升农产品附加值。

图表 2：公司主营业务毛利率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：主要上市农产品加工企业毛利率对比



来源：招股说明书，国金证券研究所

政策推动产能集中，重视提高精深加工水平

- **政策层面，“十三五”规划明确提出发展大型粮食企业。**2016 年底出台和的《粮食行业“十三五”发展规划纲要》和《粮油加工业“十三五”发展规划纲要》均强调我国要培养具有国际竞争力的大粮商，形成布局合理、产业链完整、效益良好的产业体系。落后中小企业会逐步出局，市场份额会进一步向头部优质企业集中。

- **重视精深加工，实现高质量发展。**2017 年月 9 月国务院提出农业供给侧改革意见，重视粮食产业的创新发展和转型升级。2018 年 12 月提出把培育精深加工企业作为重要措施，支持加工企业的技术、装备、模式升级，延伸产业链，以此实现高质量发展。

图表 4：农业供给侧改革政策梳理

国家发改委、国家粮食局《粮食行业“十三五”发展规划纲要》（发改粮食[2016]2178 号）	2016.11	支持优势粮食企业强强联合、兼并重组，打造具有国际竞争力的大粮商，构建跨国粮食生产、仓储物流、加工和贸易经营体系。到 2020 年，**力争我国有一定数量的大型粮食企业跃居全球跨国粮商前列。**
国家粮食局《粮油加工业“十三五”发展规划纲要》（国粮储[2016]278 号）	2016.12	“十三五”期间粮油加工业主营业务收入保持 9%年均增速，工业增加值保持年均 7%以上增速，利润水平稳步提升。2020 年形成 30 家以上主营业务收入过 100 亿元的骨干粮油企业。**培育一批具备国际竞争力的大粮商和粮食企业集团。**产业布局上，多油并举。
国家发改委《粮食物流业“十三五”发展规划》（发改经贸[2017]432 号）	2017.3	以粮食供给侧结构性改革为主线，完善粮食宏观调控体系，提升粮食流通现代化水平。
国务院办公厅《关于加快推进农业供给侧结构性改革大力发展粮食产业经济的意见》（国办发[2017]78 号）	2017.9	全面落实国家粮食安全战略，以加快推进农业供给侧结构性改革为主线，大力实施优质粮食工程，**推动粮食产业创新发展、转型升级和提质增效。**
农业农村部等 15 部门《关于促进农产品精深加工高质量发展若干政策措施的通知》（农产发[2018]3 号）	2018.12	**把培育精深加工企业作为一项重要措施**，支持加工企业加快技术改造、装备升级和模式创新，向产业链中高端延伸，向研发设计和品牌营销这两端延伸，不断提升企业加工转化增值能力。

来源：国金证券研究所整理

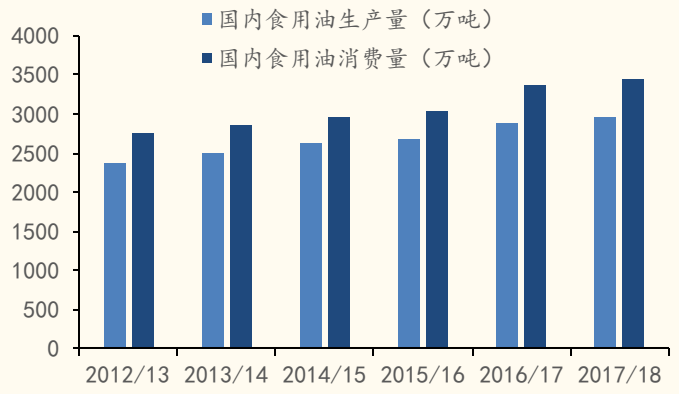
- **结合行业现状和政策导向，我们认为规模化、加工精深化是农副产品加工行业未来的发展趋势。**行业本身附加值低，通过精深加工、延伸产业链可以减少资源浪费、提升绩效。为了实现规模经济和高质量发展，市场份额会进一步向头部企业集中，因为头部企业更具备技术、装备、供应链上的优势。

厨房产品领域，包装油米面均存在扩容空间

包装食用油集中度仍有提升空间，产品升级有望提升毛利

- **我国食用油消费量呈缓慢上升趋势，价格保持稳定。**根据国家粮油信息中心统计数据，2017/ 18 市场年度，我国食用植物油生产量达 2,963 万吨，消费量达到 3440 万吨，供需基本平衡；2012/13 市场年度至 2017/18 市场年度，生产量复合增长率为 4.55%，消费量复合增长率为 4.54%。2013 年至今，桶装食用油主要品类的价格保持稳定，花生油 2020 年有小幅度上涨。

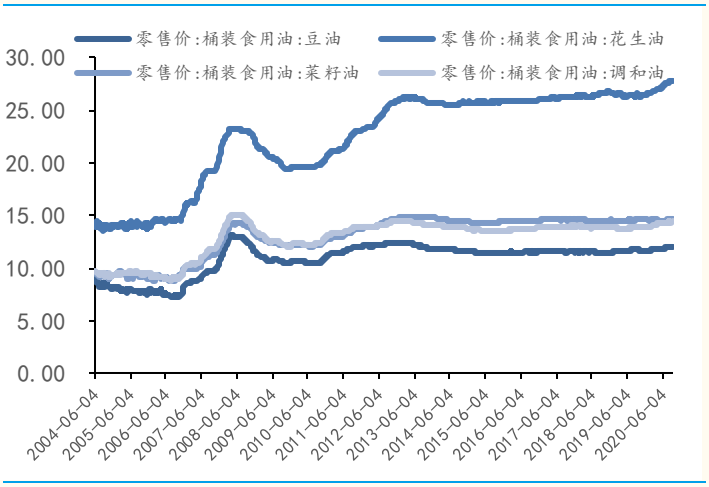
图表 5：我国食用油产量和消费量



来源：国家粮油信息中心，国金证券研究所

注：其中市场年度为当年 10 月至下年 9 月

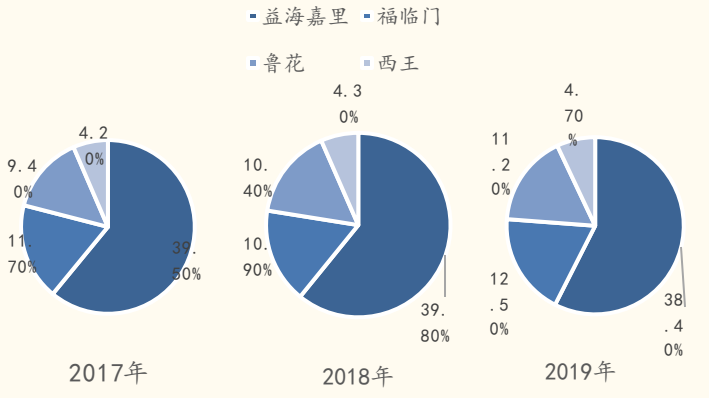
图表 6：包装食用油零售价格走势（单位：元/升）



来源：商务部，国金证券研究所

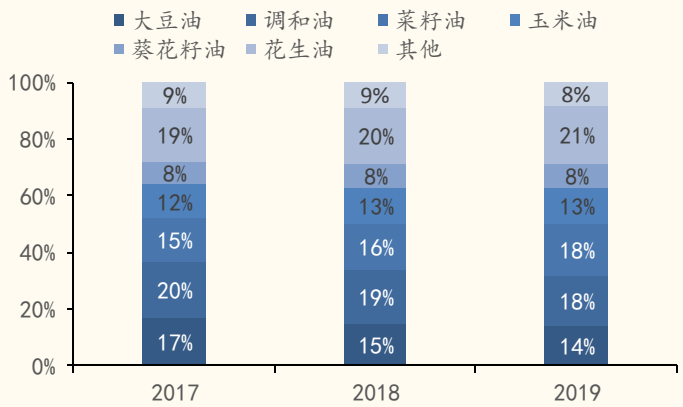
- **家庭端小包装食用油格局清晰，但行业整体集中度仍有提升空间。**在家庭端小包装食用油市场，前三分别为金龙鱼、福临门和鲁花，2019 年三者的市占率为 38.4%、12.5%和 11.2%，CR3 市占率在 60%以上。根据益海嘉里官方数据，益海嘉里食用油占整体行业比重约为 21%，由此估计非品牌油和散装油依旧占据一定市场份额，尤其在餐饮渠道。随着消费安全意识的提升以及连锁餐饮的快速发展，无论在家庭端还餐饮端，品牌化包装油的市场份额会进一步提升。
- **食用油进入品类多元化阶段，营养健康成为热点。**在我国的传统饮食结构中，omega-6 脂肪酸摄入过多（来源包括葵花子油、玉米油、大豆油等），虽然 omega-6 脂肪酸是人体必需的，但过多摄入存在危害，可引起炎症；同时我们饮食结构中 omega-3 和 omega-9 脂肪酸的摄入相对不足。随着健康意识的提升，近几年在我国小包装食用油市场上，调和油和大豆油的占比逐步降低，花生油、菜籽油（富含 omega-9 脂肪酸）的占比上升，还有橄榄油和亚麻籽油等也逐步走进消费者的视野。以金龙鱼、鲁花等为代表的龙头企业也开始布局新方向，如金龙鱼在开发稻米油、油茶籽油等新兴品类，而专注于花生油的鲁花集团也出高端油新产品—鲁花高油酸（即 omega-9 脂肪酸）花生油。

图表 7：2017-2019 年小包装食用植物油全国销售量份额



来源：尼尔森，国金证券研究所

图表 8：我国小包装食用油品类结构变化



来源：尼尔森，国金证券研究所

图表 9：不同品类食用油脂肪酸含量对比

	饱和脂肪酸	单不饱和脂肪酸	多不饱和脂肪酸	
	提供能量，摄入过多引起高血脂、高血压	omega-9 脂肪酸（降低胆固醇，促进免疫系统健康）	omega-6 脂肪酸（胆固醇须与其结合，才能正常运转；超量摄入引起炎症）	omega-3 脂肪酸（降低患冠心病的风险；调节血脂血压；抗炎等）
深海鱼油	20-30%	20%-45%	1%-7%	20%-26%
亚麻籽油	10%	23%	15%	57%-64%
橄榄油	9%-11%	84%-86%	4%-7%	1%
油茶籽油	11%	77%	12%	1%
菜籽油	5%-10%	70%-80%	5%-10%	0%
核桃油	8%	23.60%	60.40%	7.90%
豆油	10%-13%	20%-25%	50%-55%	7%
花生油	17%-18%	50%-68%	22%-28%	0%
玉米油	10%-13%	23%-30%	56%-60%	1%
猪油	30%-40%	23%-30%	56%-60%	0%
葵花油	21%	19%	59%	1%

来源：国金证券研究所整理

- **高端食用油助力毛利率提升。**以金龙鱼为例，通过梳理其在天猫渠道主要食用油产品的价格，我们发现茶籽油、亚麻籽油、橄榄油的均价最高，茶籽油的均价甚至达到大豆油的 10 倍左右。但是通过测算发现，亚麻籽油的原材料价格甚至低于大豆和花生，茶籽油的原材料价格较高，但远未达到产品价格的差距。因此我们认为在高端食用油领域，产品毛利空间明显优于普通食用油。随着消费者教育的完成，高端油的需求有待放量，利于毛利提升。

图表 10：金龙鱼主要产品天猫渠道销售价格

品类	规格	均价（元/升）
大豆油	900ml/1.8L/5L	13.22/11.06/8.78
黄金比例调和油	900ml/1.8L/5L	17.66/16.61/11.98
玉米油	900ml/1.8L/4L	19.94/17.67/12.48
纯正花生油	5L	19.18
鲜榨葵籽油	900ml/5L	22.11/21.98
欧丽薇亚橄榄油	750ml/1.6L/3L/5L	90.67/62.5/76/51.05
亚麻籽油	250ml/750ml/5L	112/90.67/37.60
茶籽油	1.6L	118.06

来源：天猫，国金证券研究所整理

注：统计时间为 2020 年 9 月下旬

图表 11：不同品类包装食用油原材料成本测算

原材料	出油率	近一年均价（元/斤）	每斤成品油原材料成本（元）
大豆	15%-22%	1.61	7.32-10.73
花生	40-50%	4.39	8.78-10.98
亚麻籽	30-40%	1.53	3.83-5.1
油茶籽	14-27%	7.18	26.59-51.29

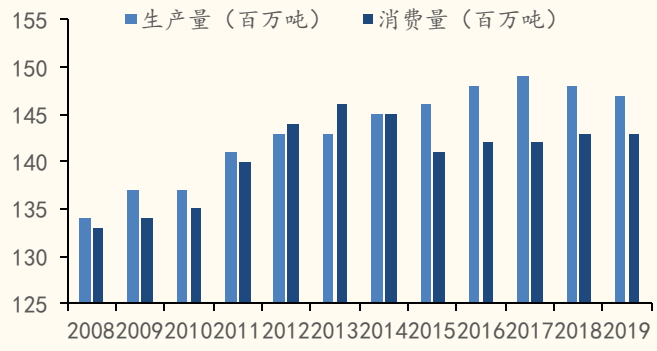
来源：Wind，惠农网，国金证券研究所整理

注：大豆油和亚麻籽油多采用进口原材料，故取进口原材料价格；油茶籽均价为近七日均价

大米、面粉包装化率有待提升，头部品牌整合市场

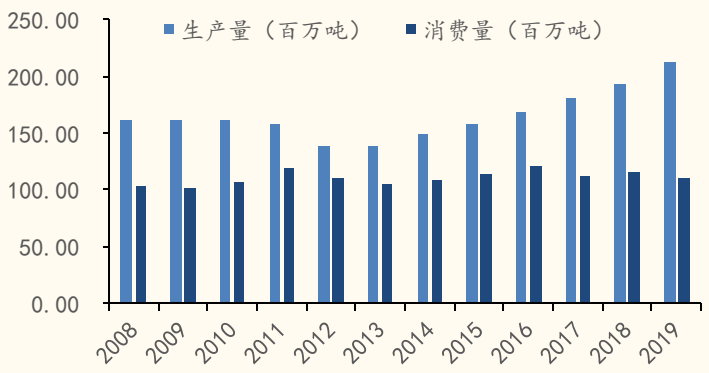
- **大米、小麦需求趋势稳定，包装米价格波动不大，包装面粉价格稳步提升。**2019 年我国大米的生产量和消费量分别达到 147 和 143 百万吨，小麦的生产量和消费量分别达到 214 和 111 百万吨。近几年大米和小麦的需求趋势保持稳定，国内产量完全覆盖需求量。从零售价来看，从 2014 年开始小包装大米的零售价基本保持稳定，波动不大；小包装面粉的零售价近几年呈现稳步提升的态势。

图表 12：我国大米产量和消费量



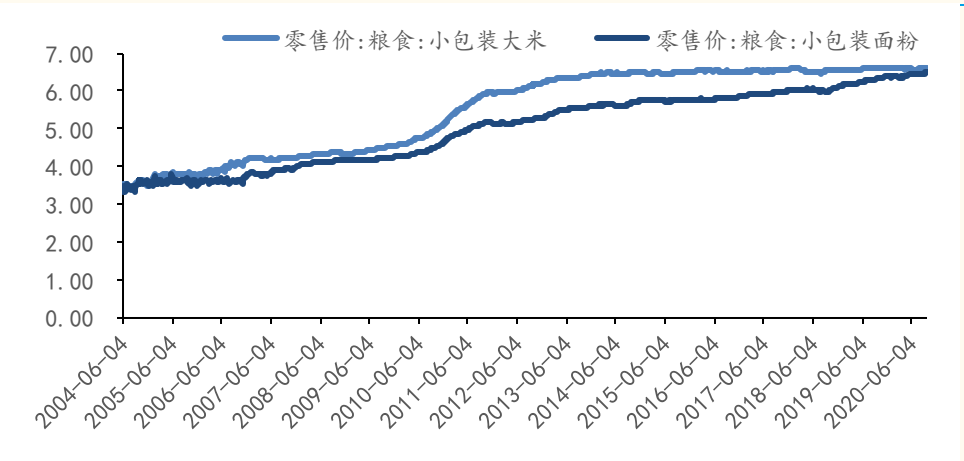
来源：USDA，国金证券研究所

图表 13：我国小麦产量和消费量



来源：Wind，国金证券研究所

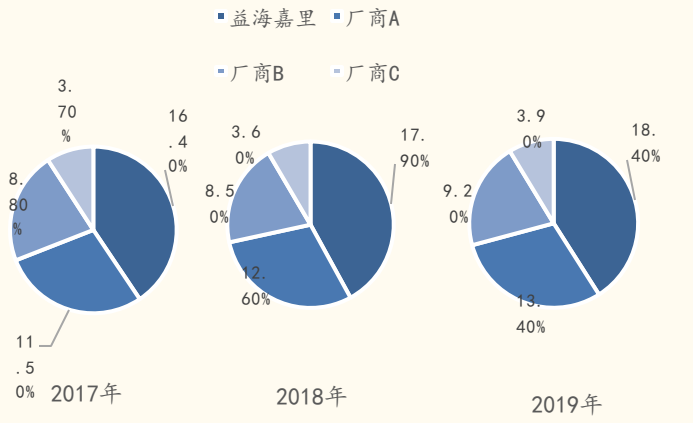
图表 14：小包装大米和面粉零售价走势（单位：元/公斤）



来源：商务部，国金证券研究所

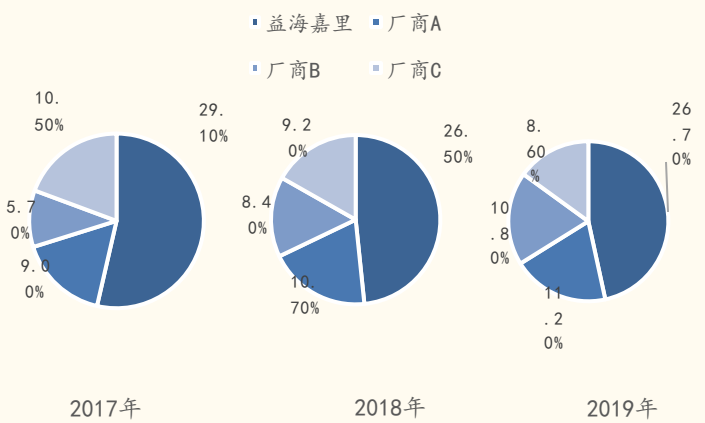
- **散装化率高，竞争格局较为分散。**目前在大米和面粉领域，品牌化率和包装化率都比较低，散装形式销售的场景仍旧存在且比较常见。根据国家统计局数据，2017 年全国规模以上小麦加工企业 3000 多家，日处理能力 200 吨及以下的中小企业占比达到一半以上，绝大多数为规模不经济、技术水平低、成本较高企业。2019 年在全国现代渠道，包装米厂商 CR3 的市场份额为 41%，包装面粉厂商 CR3 的市场份额为 43.8%。根据益海嘉里官方数据，公司小麦产量占行业比重 4.4%，大米产量占行业比重 1.8%，仍有巨大的提升空间。
- **我们认为包装产品会逐步取代散装产品。**一方面消费者质量安全意识在逐步提升，包装化产品相比散装产品在卫生安全上更有保障。另一方面随着电商平台、社团团购、O2O 平台的兴起，网购厨房用品愈发常见，而包装米面产品在配送上更加方便，相比散装产品有着绝对优势。

图表 15：2017-2019 年包装米厂商全国现代渠道销售量份额



来源：尼尔森，国金证券研究所

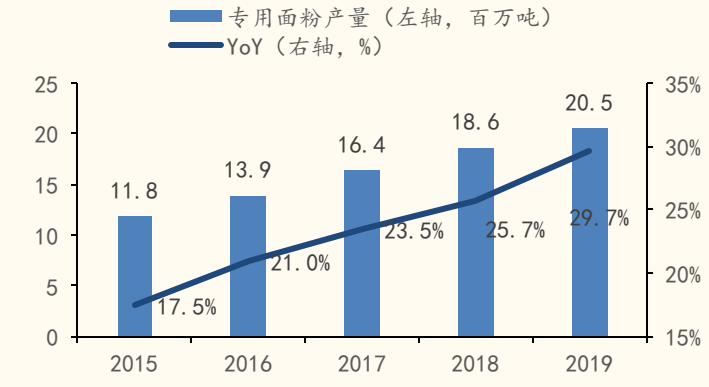
图表 16：2017-2019 年包装面粉厂商全国现代渠道销售量份额



来源：尼尔森，国金证券研究所

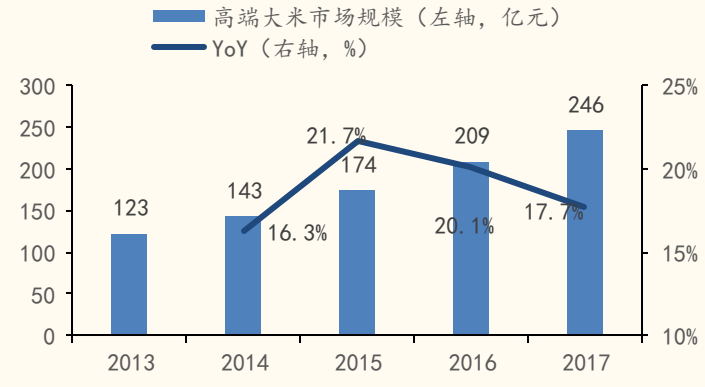
- **专用面粉和高端大米发展趋势良好，品牌产品更具优势。**专用面粉可以满足不同食品对面粉质量的特定要求，比如目前市场上有饼干粉、面包粉、汤用面粉等。专门面粉在我国发展迅速，产量由 2015 年的 1180 万吨提升至 2019 年的 2050 万吨，CAGR 为 14.9%，专业面粉的增长速度远超过行业整体，2019 年专用面粉占面粉整体产量的 30%。在大米市场上，高端大米发展迅速，市场规模从 2013 年的 123 亿元提升至 2017 年的 246 亿元，CAGR 为 18%，预计 2023 年达到 600 亿元左右。在专业面粉和高端大米领域，消费者对产品品质要求更高，对品牌的认可度和忠诚度更强，品牌厂商更具备优势。

图表 17：我国专用面粉产量



来源：国家粮油信息中心，国金证券研究所

图表 18：我国高端大米市场规模



来源：中国报告网，国金证券研究所

公司优势：技术支撑、规模效应、渠道下沉

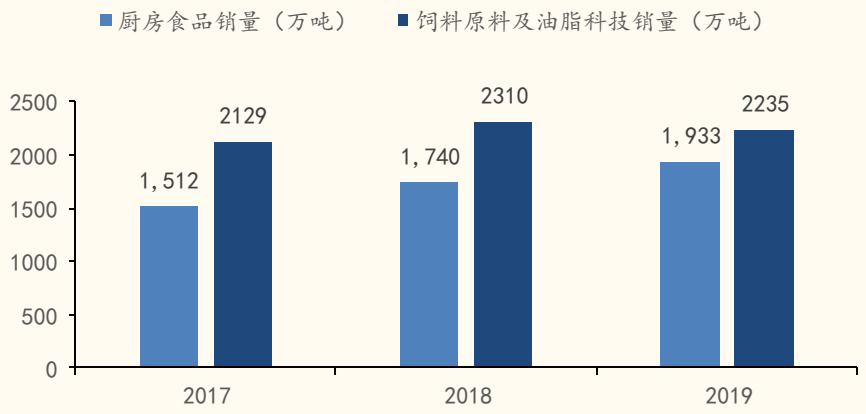
重视创新，技术支撑

- 公司从事油脂研发和生产已经有 30 余年，在国内包装油领域，公司处于市场领导者地位，首推小包装精炼油，引出国人在食用油领域的消费升级革命。公司注重研发创新，持续投入资金、引进人才，油脂研发技术位于行业前列，多次荣获殊荣。此外，公司创建“水稻循环经济模式”实验基地，通过延伸产业链及深加工提升生产端附加值，减少大豆需求量同时实现稻米油产业化生产；该项目受到政府重视，已成为示范项目。
  - **引领食用油领域的消费升级：**1988 年，开始建设在中国的第一家油脂工厂，1990 年正式投产。1991 年中国第一瓶金龙鱼小包装油面世，填补国内小包装食用油市场的空白，将国人从散装油带到小包装精炼油的食用油消费时代。2002 年，金龙鱼第二代调和油面世，使国人吃食用油的观念从“安全”向“营养健康”跃升。
  - **重视研发，提升品质：**2000 年，公司投资 3000 万元成立益海嘉里研发中心，该中心是国内首个专业的粮油、油脂综合研究和开发中心。2009 年，为了更加系统地开展研发工作，投资 8 亿在上海设立丰益全球研发中心，由中国科学院外籍院士主持，成为全球粮油产业最大的纯研发中心。
  - **积极探索“水稻循环经济模式”：**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。具体做法则是将大米加工的主要副产品稻壳用来发电，并从稻壳灰中提取白炭黑、活性炭等高附加值产品；副产品米糠被用来榨取高营养价值的米糠油，米糠、米糠粕可进一步深加工为多种食品、保健品的原辅料。除了水稻，在大豆、玉米、小麦等农产品上也通过精深加工充分开发利用其价值。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。

规模化、垂直化生产，具备龙头效应

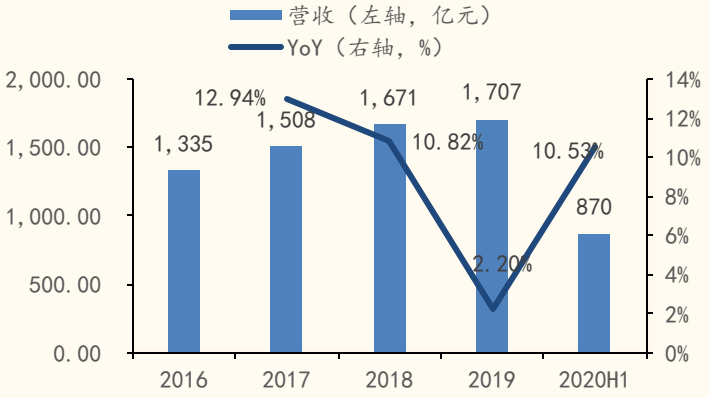
- 公司主营业务包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品。 2019 年，公司厨房用品销量达到 1933 万吨，饲料原料及油脂科技产品销量达到 2235 万吨。2019 年公司营业收入达到 1707 亿元，扣非后归母净利润达到 45 亿元。2016-2019 年营业收入和归母净利润的复合增长率分别为 8.55%和 235.10%。

图表 19：公司主营产品销售量



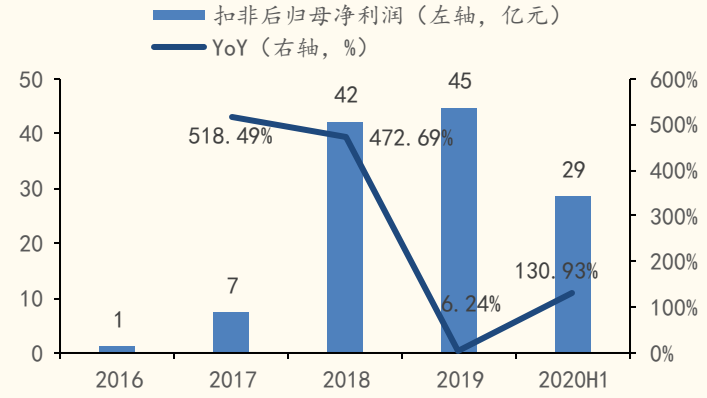
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 20：公司营业收入及增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

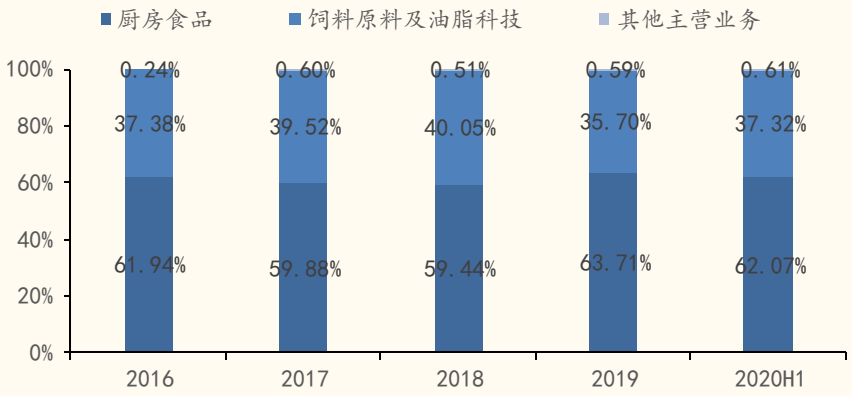
图表 21：公司扣非后归母净利润及增速



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **在包装油米面领域，公司在零售渠道的销售量市场份额排名第一。**公司专注于厨房食品领域，2019 年营收额达到 1088 亿，占比达到 60%左右。针对家庭端和餐饮端客户，公司分别提供小包装和中包装产品，包括食用油、大米、面粉、调味品等；同时为食品工业客户提供专用油脂、动物油脂、面粉等食品原辅料。在小包装食用植物油、大米和面粉领域， 2019 年公司销售量市场份额分别为 38.4%、18.4%和 26.7%，排名第一。

图表 22：公司主营业务结构占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **通过延伸食品加工产业链，涉足饲料原料及油脂科技产业。**目前公司在两个领域市场份额排名靠前。
  - 公司油脂科技产品主要以棕榈油、棕榈仁油、椰子油等为原材料，产品包括脂肪酸、甘油等油脂基础化学品，以及油脂衍生化学品、营养品和日化品等。通过公司不同渠道毛利率拆分（油脂科技产品经销模式销售的产品主要为日化产品，直销模式销售的产品包括甘油等基础化工产品），**可以发现日化用品毛利率可观，相比公司其他产品具有更好的盈利能力；而且主要通过厨房食品下属零售渠道以及餐饮渠道进行销售，借助现有资源实现收益最大化。**
  - 饲料原料产品主要包括豆粕、菜粕、花生粕、棕榈粕、椰子粕、豆皮、米糠、麸皮等，**可使用油米面和油脂科技产品加工环节的副产物作为原材料，有效提高资源利用率。**

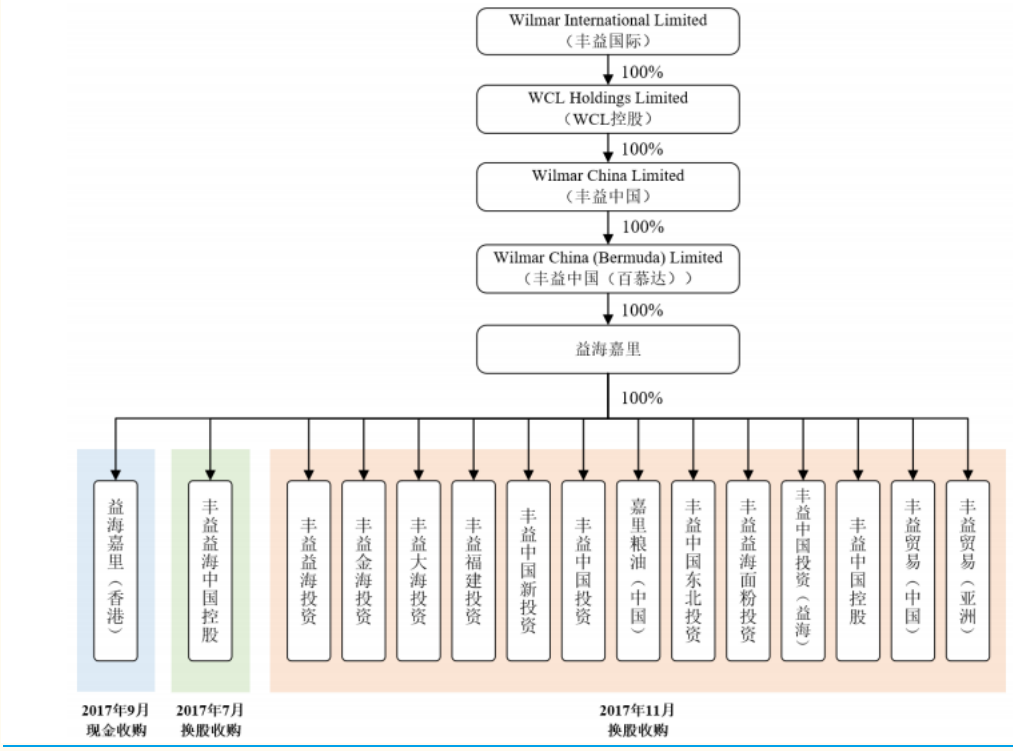
图表 23：公司不同销售渠道毛利率拆分

			2017 年	2018 年	2019 年
厨房食品	零售产品	经销	14.65%	16.26%	17.05%
		直销	19.24%	20.70%	22.61%
	餐饮产品	经销	2.18%	4.14%	5.24%
		直销	5.65%	9.28%	7.57%
	食品工业产品	经销	8.74%	13.51%	15.43%
		直销	9.08%	9.81%	12.93%
饲料原料及油脂科技	饲养原料	直销	4.67%	6.97%	8.13%
	油脂科技	经销	15.86%	17.52%	26.78%
		直销	4.60%	4.67%	9.67%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **2017 年通过同一控制下收购，提升公司规模。**2017 年公司通过现金收购和换股收购的方式收购丰益中国和丰益中国（百慕达）旗下 15 家全资子公司，15 家公司主营业务均与公司相关。重组之后公司资产总额从 2016 年度的 527.61 亿元提升至 2017 年度的 1353.76 亿元，营业收入从 932.58 亿元提升至 1506.20 亿元，利润率从 0.11%提升至 4.07%。重组有效整合公司的主营业务和资产，盈利水平有所提升。

图表 24：重组后公司股权结构关系图



来源：招股说明书，国金证券研究所

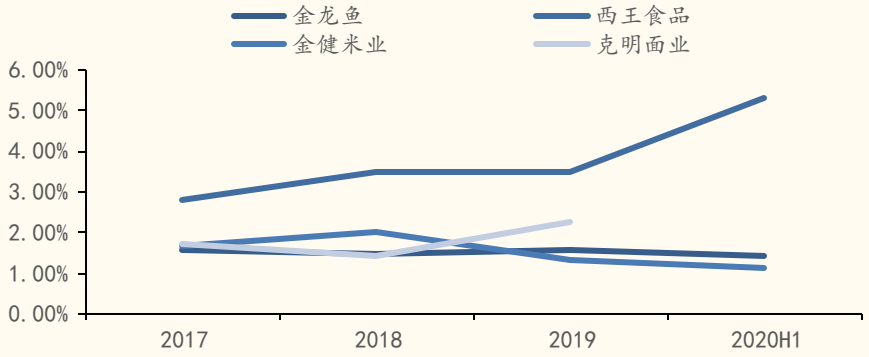
图表 25：重组前后财务数据对比

单位：亿元，%	资产总额	营业收入	利润总额	利润率
2016 年度	527.61	932.58	1.02	0.11%
2017 年度	1353.76	1506.20	61.23	4.07%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **全国范围布局工厂，有效控制运输成本。**从工厂布局来看，截至 2019 年底，公司在全国 24 个省、自治区、直辖市拥有 65 已投产生产基地，且多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场，有利于降低生产成本和运输成本。近几年公司的运输费用率在 1.5%左右，与同行相比处于较低水平。

图表 26：公司运输费用率与同行比较



来源：Wind，国金证券研究所

- **本次上市公司计划募集 138.7 亿，计划继续加大厨房产品的产能建设。**计划在黑龙江、河北、山东、山西、甘肃、重庆、云南、安徽、浙江和广东十个省和十二个市继续扩建产能。达产后预计新增压榨、精炼产能 463.5、198 万吨/年；水稻、小麦、面粉加工产能 49.5、300.8、210 万吨/年。

图表 27：公司产能布局



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 28：公司募集资金用途

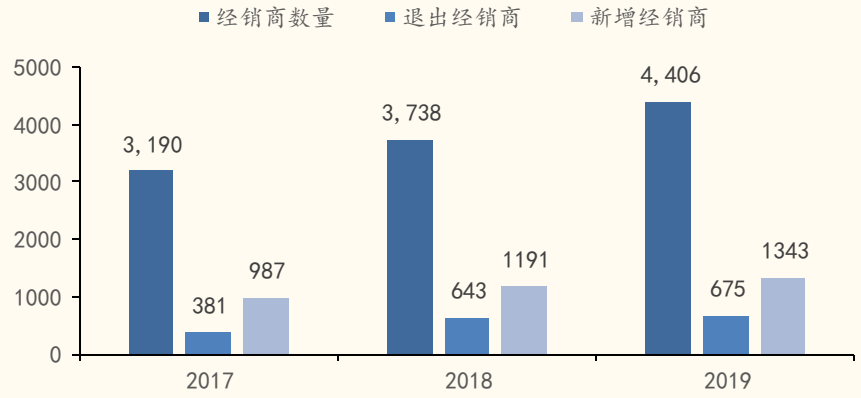
单位：万元	投资总额	募集资金拟投资额	新增产能
厨房食品综合项目			
兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	150,800	110,000	日产能:压榨 2000 吨、浓香小榨 100 吨、精炼 1000 吨、包装油 780 吨、面粉 1500 吨、大米 300 吨
益海嘉里集团粮油深加工项目	145,259	90,000	日产能:大豆压榨 2000 吨、大豆膨化 200 吨、精炼 600 吨、小包装 1330 吨、大米 680 吨、小麦 1500 吨
乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	140,000	112,000	日产能：1000 吨油脂精炼、1000 吨食用油灌装、1500 吨面粉加工
米、面、油综合加工一期项目	92,000	80,000	日产能：加工小麦 1500 吨、加工水稻 1000 吨、灌装包装食用油 600 吨、加工米糠 600 吨等
益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	79,031	62,000	年产能：30 万吨的油脂精炼项目、3 万吨的古法小榨花生项目、15 万吨的食用油中小包装灌装线项目、36 万吨面粉项目等。
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	年产能：30 万吨浓香花生油压榨、12 万吨花生古法小榨、4.5 万吨芝麻榨油、4 万吨花生制品等
益海嘉里（青岛）食品工业有限公司-食用加工项目	100,000	87,000	年产能：各类面粉 54 万吨、花生制品 2.7 万吨（不含花生油加工）、芝麻制品 2.46 万吨
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	年产能：加工 18 万吨油脂精炼、灌装 30 万吨食用油等
油脂压榨精炼及配套工程建设项目	95,000	81,000	日产能：2000 吨大豆、菜籽等压榨；1000 吨食用油脂精炼；60 吨浓香菜油压榨；400 吨大豆膨化等 年产能：40 万吨中小包装食用油
益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	65,591	53,000	年产能：60 万吨油脂精炼项目，25 万吨的中小包装餐饮用油项目
益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	80,513	68,000	年产能：75 万吨的粮油加工副产物饼粕大豆压榨；60 万吨的大豆（菜籽）油料加工双榨；24 万吨的膨化大豆
益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	76,483	56,000	日产能：4000 吨大豆压榨
4000 吨/日大豆压榨项目	43,000	30,000	日产能：4000 吨大豆压榨
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	年产能：初加工小麦制粉 100 万吨
益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	82,805	64,000	年产能：45 万吨面粉项目
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	年产能：处理小麦 63.3 万吨
面粉加工项目	34,000	25,000	日产能：小麦加工 1500 吨
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	年产能：为 100 万吨玉米深加工
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	年产能：加工小麦 25 万吨、加工低温豆粕 4.5 万吨
合计	**1,789,882**	**1,387,000**	

来源：招股说明书，国金证券研究所

渠道下沉能力强，深度覆盖各类消费场景

- **分品类渠道运营，近几年经销商增速较快。**公司针对厨房用品、饲料原料及油脂科技产品都设立了专门的销售部门。此外，在厨房用品领域，公司针对零售渠道、餐饮渠道以及食品工业渠道都设立专门的销售事业部。近几年公司继续推进渠道下沉，经销商数量增加较快，2017-2019 年经销商个数分别为 3190、3738 和 4406，每年新增经销商数量占比达到 30%。
- **厨房食品方面渠道深度下沉，通过经销广泛覆盖中小客户，直销对接大客户。**公司在零售渠道方面深度下沉，通过经销商将渠道布局到农贸市场、批发商店、零售店、福利团购、联合促销、加油站、药店等，深度覆盖消费者的日常消费渠道；通过直销方式覆盖全国性以及大型区域零售连锁商超。餐饮渠道方面通过经销模式覆盖区域性酒店、中小餐饮、烘焙店、快餐连锁等中小客户，通过直销方式对接连锁酒店、连锁餐饮、大型企业食堂、贸易商等大型客户。在食品工业渠道，亦是通过直销模式服务大型客户，并通过经销模式服务区域性的客户。

图表 29：公司经销商数量



来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

厨房产品方面：1）结合前文的分析，我们认为在厨房产品领域公司市场份额会继续提升，预计未来几年销量呈上升趋势。2）近几年厨房食品中餐饮产品销售收入及销售规模快速增长，餐饮产品销售均价低于小包装零售产品，餐饮产品销售收入占比的提升使得公司厨房食品销售均价有所下降；今年受疫情影响，上半年餐饮产品占比有所下降，预计均价有所提升。未来随着家庭端和餐饮端的消费升级，以及公司在餐饮渠道议价能力，预计均价会稳步提升。3）预计 2020-2022 年，厨房产品的毛利率为 12.5%、12.3%和 12.5%。2020 和 2021 由于原材料压力，毛利率有所下降，2020 年毛利率优于 2021 年，主要系 2020 年上半年厨房食品销售渠道主要家庭端，家庭端毛利率明显优于餐饮端。考虑到农产品的周期性，预计 2022 年供给端开始放量，农产品价格会有所下滑，毛利率有所提升。

饲料原料及油脂科技方面：1）饲料原料在两者的合计营收中占比达到 70-80%，今明两年下游养殖业开始放量，我们认为饲料原料销售会有一定幅度提升，2022 年开始回落。2）今明两年存在原材料价格上升压力，加之下游端需求旺盛，预计今明两年价格有所提升，2022 年开始回落。3）公司油脂科技产品中油脂衍生化学品销售量快速增长，油脂衍生化学品毛利率相对较高。预计 2020-2022 年，饲料原料及油脂科技的综合毛利率为 8.7%、8.8%和 8.9%，缓慢稳步提升。

预计 2020-2022 年公司营收分别为 1946 亿元、2075 亿元和 2147 亿元，增速分别为 13.99%、6.59%和 3.48%。

图表 30：盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	1707.43	1946.32	2074.52	2146.63
yoy	2.20%	13.99%	6.59%	3.48%
厨房食品	1087.83	1211.82	1340.02	1492.03
饲料原料及油脂科技	609.54	723.90	723.90	644.00
其他主营业务	10.06	10.60	10.60	10.60
营业成本（亿元）	1512.76	1727.36	1841.49	1898.30
厨房食品	950.33	1060.34	1175.20	1305.52
饲料原料及油脂科技	556.65	660.92	660.20	586.68
其他主营业务	5.77	6.10	6.10	6.10
毛利率（%）	11.40%	11.27%	11.21%	11.57%
厨房食品	12.64%	12.50%	12.30%	12.50%
饲料原料及油脂科技	8.68%	8.70%	8.80%	8.90%
其他主营业务	42.64%	42.50%	42.50%	42.50%
销量（万吨）				
厨房食品	1933	2126	2339	2572
饲料原料及油脂科技	2235	2540	2540	2300
销售均价（元/吨）				
厨房食品	5629	5700	5730	5800
饲料原料及油脂科技	2727	2850	2850	2800

来源：招股说明书，国金证券研究所预测

投资建议及估值

预计公司 2020-2022 年净利润为 70.14 亿元、77.74 亿元和 84.84 亿元，对应 EPS 为 1.29 元、1.43 元和 1.57 元。

我们选取 3 家可比公司对金龙鱼进行估值，其中克明面业主营产品为挂面、道道全主营产品为菜籽油，中粮糖业的主营产品为番茄制品和食糖，三者均为农副产品加工企业。

我们认为，相比克明面业、道道全和中粮糖业，金龙鱼的品牌影响力和渠道力更强。而且公司体量较大，涉足品类较多，主要品类的市占率排名领先。根据前文的分析，包装油米面领域仍具备较大扩容空间，当下行业处于整合阶段，公司作为龙头企业有望进一步提升市场份额。

今年公司的业绩存在一定弹性：今年上半年由于疫情影响，厨房食品销售渠道集中在家庭端，毛利率有所提升；今明两年畜牧业需求提振，预计饲养原料的需求会有所增加。因此给予金龙鱼 2020 年 25 倍估值，目标价 32.25 元，给予公司“买入”评级。

图表 31：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
002661.SZ	克明面业	20.51	0.56	0.63	0.90	1.04	1.24	22.03	18.12	22.58	19.54	16.42
002852.SZ	道道全	17.40	0.76	0.45	0.72	1.01	1.26	16.07	30.24	24.10	17.24	13.85
600737.SH	中粮糖业	8.55	0.25	0.27	0.40	0.54	0.68	22.04	29.98	21.92	16.00	12.69
平均值								20.05	26.11	22.87	17.59	14.32
300999.SZ	金龙鱼	N/A	N/A	N/A	1.29	1.43	1.57					

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **宏观经济波动风险。**由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性，若经济增长不及预期，消费需求存在下降风险。
- **原材料价格波动风险。**公司原材料占比较高，且农产品价格波动较大，影戏因素较多，成本上升使得公司毛利端承压。
- **行业竞争加剧的风险。**如果未来行业竞争进一步加剧，费用投放会提升，且产品售价可能承压，不利于行业良性发展。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响口碑与销售。
- **金融衍生品交易风险。**受大宗商品市场价格波动的影响，公司的主要原材料采购及部分产品销售价格会产生波动，因此会购买期货、期权等商品衍生金融工具，投资收益存在一定波动性。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**150,766**	**167,074**	**170,743**	**194,632**	**207,452**	**214,663**
增长率		10.8%	2.2%	14.0%	6.6%	3.5%
主营业务成本	-138,074	-150,021	-151,276	-172,736	-184,149	-189,895
%销售收入	91.6%	89.8%	88.6%	88.7%	88.8%	88.5%
毛利	12,692	17,053	19,468	21,896	23,303	24,768
%销售收入	8.4%	10.2%	11.4%	11.3%	11.2%	11.5%
营业税金及附加	-461	-430	-410	-467	-498	-515
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-6,552	-7,203	-8,025	-8,758	-9,335	-9,660
%销售收入	4.3%	4.3%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-2,130	-2,340	-2,574	-2,919	-3,112	-3,220
%销售收入	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-137	-150	-184	-175	-187	-193
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	3,413	6,931	8,275	9,576	10,171	11,180
%销售收入	2.3%	4.1%	4.8%	4.9%	4.9%	5.2%
财务费用	-409	-541	-554	-1,677	-1,345	-1,488
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.9%	0.6%	0.7%
资产减值损失	268	1,092	2,135	20	20	20
公允价值变动收益	-410	254	262	0	0	0
投资收益	3,476	948	1,013	1,000	1,000	1,000
%税前利润	58.8%	14.1%	14.6%	11.2%	10.2%	9.3%
营业利润	5,919	6,731	7,069	8,919	9,846	10,712
营业利润率	3.9%	4.0%	4.1%	4.6%	4.7%	5.0%
营业外收支	-9	-29	-111	0	0	0
税前利润	5,910	6,702	6,958	8,919	9,846	10,712
利润率	3.9%	4.0%	4.1%	4.6%	4.7%	5.0%
所得税	-626	-1,185	-1,394	-1,605	-1,772	-1,928
所得税率	10.6%	17.7%	20.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	5,284	5,517	5,564	7,314	8,074	8,784
少数股东损益	283	389	156	300	300	300
归属于母公司的净利润	**5,001**	**5,128**	**5,408**	**7,014**	**7,774**	**8,484**
净利率	3.3%	3.1%	3.2%	3.6%	3.7%	4.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,284	5,517	5,564	7,314	8,074	8,784
少数股东损益	283	389	156	300	300	300
非现金支出	1,691	954	223	2,455	2,647	3,159
非经营收益	-2,567	-227	-579	1,871	2,004	2,141
营运资金变动	-4,380	-6,164	4,012	293	-1,910	-866
经营活动现金净流	**27**	**80**	**9,220**	**11,933**	**10,815**	**13,218**
资本开支	-2,465	-4,132	-7,101	-4,311	-8,690	-15,680
投资	-11,722	1,623	1,327	-3,164	-100	-100
其他	4,694	2,459	4,316	1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	**-9,492**	**-50**	**-1,458**	**-6,474**	**-7,790**	**-14,780**
股权募资	1,728	159	106	13,219	0	0
债权募资	15,040	26,700	334	-13,831	4,302	6,833
其他	99	-17,060	-14,130	-3,091	-2,901	-3,141
筹资活动现金净流	**16,867**	**9,798**	**-13,690**	**-3,703**	**1,401**	**3,692**
现金净流量	**7,402**	**9,828**	**-5,928**	**1,756**	**4,426**	**2,130**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	38,942	66,054	64,612	66,319	70,711	72,815
应收款项	8,367	8,947	8,578	9,238	9,847	10,189
存货	33,994	37,088	34,551	33,127	35,316	36,418
其他流动资产	11,746	11,306	8,279	11,940	12,341	12,456
流动资产	93,050	123,394	116,019	120,626	128,215	131,879
%总资产	68.2%	72.8%	68.0%	68.0%	67.1%	63.6%
长期投资	3,324	4,138	4,070	4,123	4,223	4,323
固定资产	21,434	22,337	29,033	30,774	36,757	49,225
%总资产	15.7%	13.2%	17.0%	17.3%	19.2%	23.7%
无形资产	17,313	17,710	18,715	18,695	18,667	18,632
非流动资产	43,405	46,026	54,666	56,760	62,799	75,420
%总资产	31.8%	27.2%	32.0%	32.0%	32.9%	36.4%
资产总计	**136,455**	**169,421**	**170,685**	**177,386**	**191,014**	**207,299**
短期借款	57,072	83,556	76,332	61,330	65,632	72,464
应付款项	10,812	12,464	13,904	14,529	15,489	15,973
其他流动负债	10,399	7,605	8,425	7,882	8,210	8,419
流动负债	78,282	103,624	98,661	83,741	89,331	96,857
长期贷款	0	2,730	2,393	3,660	3,660	3,660
其他长期负债	1,100	329	1,155	978	943	918
负债	79,382	106,683	102,210	88,378	93,934	101,434
普通股股东权益	53,944	59,216	64,799	85,032	92,805	101,289
其中：股本	4,869	4,870	4,879	5,421	5,421	5,421
未分配利润	24,928	30,056	34,106	41,120	48,893	57,377
少数股东权益	3,129	3,522	3,676	3,976	4,276	4,576
负债股东权益合计	**136,455**	**169,421**	**170,685**	**177,386**	**191,014**	**207,299**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	1.108	1.294	1.434	1.565
每股净资产	N/A	N/A	13.280	15.684	17.118	18.682
每股经营现金净流	N/A	N/A	1.890	2.201	1.995	2.438
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.27%	8.66%	8.35%	8.25%	8.38%	8.38%
总资产收益率	3.67%	3.03%	3.17%	3.95%	4.07%	4.09%
投入资本收益率	2.67%	3.83%	4.49%	5.09%	5.01%	5.03%
增长率						
主营业务收入增长率	12.94%	10.82%	2.20%	13.99%	6.59%	3.48%
EBIT增长率	-41.23%	103.07%	19.40%	15.72%	6.22%	9.92%
净利润增长率	877.97%	2.53%	5.47%	29.69%	10.83%	9.13%
总资产增长率	14.09%	24.16%	0.75%	3.93%	7.68%	8.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.8	10.9	12.1	11.5	11.5	11.5
存货周转天数	82.3	86.5	86.4	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	11.5	12.7	14.3	13.8	13.8	13.8
固定资产周转天数	48.8	43.5	52.2	45.2	41.5	50.3
偿债能力						
净负债/股东权益	31.27%	28.98%	18.35%	-6.73%	-6.26%	-1.27%
EBIT利息保障倍数	8.4	12.8	15.0	5.7	7.6	7.5
资产负债率	58.17%	62.97%	59.88%	49.82%	49.18%	48.93%

来源招股说明书、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH