金龙鱼（300999）

公司研究/深度报告

产能持续扩张，渠道力+品牌力强化龙头地位

深度研究报告/食品饮料行业　　2020 年 9 月 28 日

报告摘要：

- **深耕三十余年，成就粮油行业龙头地位**

经过 30 余年发展，金龙鱼已成为知名的粮油行业龙头企业，2019 年公司营收 1707 亿，规模领先行业。公司主要业务包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产品，其中厨房食品营收贡献最大，占比达 63.7%，其中食用油营收占比最高，达 47.8%。品牌方面，公司成功打造出“金龙鱼”这一知名品牌，并形成丰富的品牌矩阵，具备较强的产品力。

- **粮油行业需求刚性，集中度提升是必然趋势**

我国粮油消费规模巨大且基本不存在周期属性，需求相对稳定。食用油消费量近年来稳步增长，未来仍将保持平稳向上增长；在消费升级趋势的带动下，食用油市场包装化产品比例会逐步提升，同时市场份额向行业龙头集中。大米的“主食”需求近年来小幅下降，但长期趋稳；行业目前集中度较低，公司在包装大米的现代渠道市场份额第一。我国面粉产量、消费量保持稳定，专用面粉发展迅速，成为行业发展热点；当前公司在包装面粉的现代渠道市场份额领先。

- **规模优势扩大，渠道建设完善进一步加深公司护城河**

原材料：公司实现全球化采购，建立了稳定的供应渠道；**产能：**公司产能领先行业，本次募投落地后规模优势将继续扩大；**渠道：**公司建立了完善的直销+经销模式，实现零售、餐饮、工业渠道全覆盖，经销商数量稳步提升；**同行业公司对比：**公司营收、归母净利润规模领先同业，销售费用率和管理费用率处于较低水平，体现出优秀的公司治理能力。

- **募投项目意在扩充产能，缓解销售高峰期压力**

本次募投项目主要目的是强化主业、扩充产能，募集项目达产后将有效缓解公司销售高峰期产能不足的问题。具体看，7 个厨房食品综合项目新增产能为：压榨/精炼/中小包装产能 182/116/141 万吨/年；水稻/小麦/面粉加工产能 65.4/100/190 万吨/年；大豆膨化/花生制品/芝麻制品产能 6.6/6.7/2.46 万吨/年。6 个食用油项目新增产能为：压榨/精炼/中小包装/大豆膨化产能 467/111/56/37 万吨/年。4 个面粉项目新增产能为：小麦/面粉加工产能 213/45 万吨/年。2 个厨房食品其他项目新增产能为：玉米/小麦加工产能 100/25 万吨/年。

- **盈利预测与投资建议**

预计 20-22 年公司实现营业收入 1894/2176/2481 亿元，同比+11.0%/+14.9%/+14.0%；实现归属上市公司净利润 70.03/80.94/93.04 亿元，同比+29.5%/+15.6%/+14.9%。本次公开发行后总股本为 54.216 亿股，对应 20-22 年摊薄 EPS 为 1.29/1.49/1.72 元。此次发行价为 25.70 元/股，对应 PE 分别为 19.9X/17.2X/15.0X。此次发行价格对应估值水平大幅低于中信调味品板块及其他食品板块目前平均 66X 和 37X 的 PE 水平（对应 2020 年业绩，Wind 一致预期，算数平均法）。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示**

原材料价格异常波动，存货跌价风险，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	170,743	189,440	217,647	248,096
增长率（%）	2.2%	11.0%	14.9%	14.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,408	7,003	8,094	9,304
增长率（%）	5.5%	29.5%	15.6%	14.9%
每股收益（元）	1.11	1.29	1.49	1.72
PE（现价）	23.2	19.9	17.2	15.0
PB	2.0	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

目录

一、公司介绍：国内知名的粮油龙头企业.....3
（一）布局三十余年，成就行业龙头地位.....3
（二）营收净利稳步增长，厨房食品贡献最大.....5
（三）股权结构清晰稳定.....7
二、行业分析：粮油市场规模稳定，集中度有望提升.....8
（一）食用油市场：稳中有进，份额向头部集中.....8
（二）米面市场：需求刚性，金龙鱼处于领先地位.....9
（三）饲料原料市场：规模巨大，需求稳定增长.....12
三、公司看点：规模优势持续扩大，渠道控制力不断加强.....14
（一）生产原料供应稳定，产能规模行业领先.....14
（二）销售网络遍布全国，多种渠道模式互为补充.....15
（三）同业对比：营收净利规模突出，费用率低于同行.....17
四、募投项目分析：扩充产能，缓解销售高峰期压力.....19
（一）厨房食品综合项目.....19
（二）厨房食品食用油项目.....20
（三）厨房食品面粉项目.....20
（四）厨房食品其他项目.....20
五、收入拆解与盈利预测.....22
（一）收入拆解.....22
（二）盈利预测与估值分析.....22
六、风险提示.....22
插图目录.....24
表格目录.....25

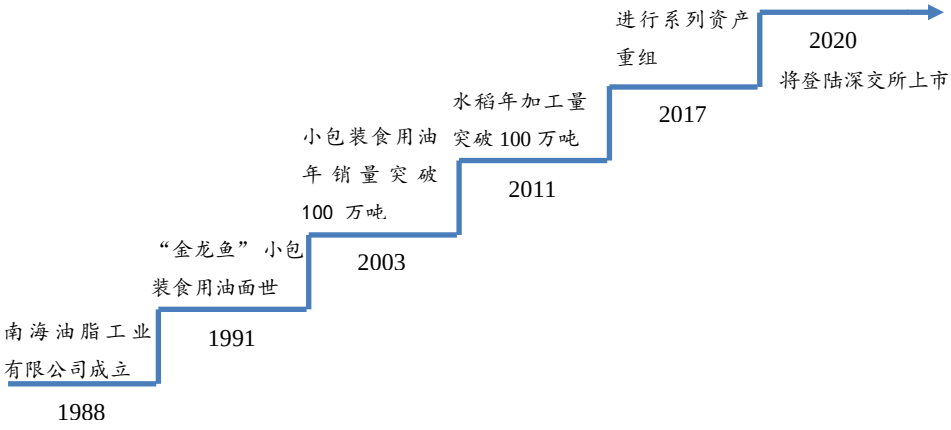
一、公司介绍：国内知名的粮油龙头企业

（一）布局三十余年，成就行业龙头地位

1.发展历程悠久，营收规模领先

稳步发展，深耕行业三十余年。公司前身可追溯到 1988 年在深圳蛇口成立的南海油脂工业（赤湾）有限公司，1991 年推出第一瓶“金龙鱼”小包装食用油，推动了中国散装油到小包装油的消费变革，同时也开启了公司品牌建设之路；2003 年小包装食用油年销量突破 100 万吨，2011 年水稻年加工量突破 100 万吨。2017-2018 年经历一系列重组，丰益国际在中国大陆的粮油食品加工、销售等业务整合进入公司。2018 年 12 月公司整体变更设立股份有限公司，2020 年将登陆深交所上市。

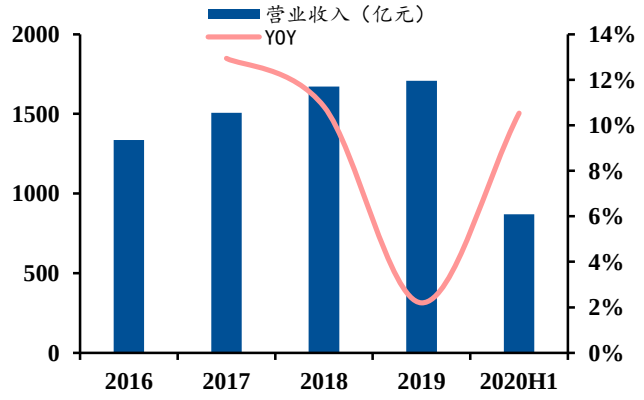
图 1：金龙鱼发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

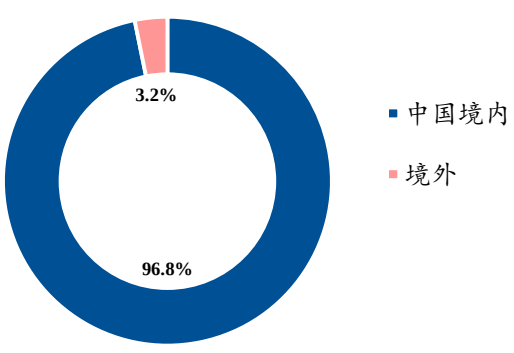
千亿营收，规模行业领先。公司营收规模巨大且近年来保持稳步增长，2019 年实现营收 1707.4 亿元、归母净利润 54.08 亿元。根据公司招股说明书披露，2018 年公司在国内包装食用油、包装大米、包装面粉领域的现代渠道份额均位居第一，是当之无愧的行业龙头。从收入的区域结构来看，金龙鱼营业收入主要来自中国境内，其中 2019 年境内收入占比 96.8%，境外收入仅 3.2%。

图 2：公司营业收入变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：主要收入来自境内(2019 年)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.多业务覆盖，产品丰富

业务覆盖多个板块，产品品类丰富。按照公司的分类标准，主要业务包括厨房食品、饲料原料及油脂科技，其中厨房食品又可分为零售端、餐饮端及食品工业端。公司产品品类丰富，主要品类包括：厨房食品板块的食用油、大米、面粉、专用油脂等，饲料原料板块的蛋白类产品（如豆粕、菜粕）、纤维类产品（如棕榈粕、椰子粕）等，油脂科技板块的油脂基础化学品（如脂肪酸、皂粒）、日化用品等。

表 1：公司主要产品

业务板块	品类	具体产品
厨房食品	**零售及餐饮产品**	
	食用油	调和油、大豆油、玉米油、花生油、葵花籽油、菜籽油、稻米油、橄榄油、亚麻籽油
	大米	原产地系列、精品系列、进口系列、生态基地系列、通用系列等各类大米
	面粉	精品面粉、专用面粉（饺子专用、自发麦芯粉等）、通用面粉
	挂面	精品系列、 健康系列、家常系列
	调味品	芝麻油类、花椒油类、藤椒油类、芝麻酱类
	食品工业产品	
	专用油脂	起酥油、代可可脂、烘焙油脂、营养油脂
	动物油脂	猪油、牛油（应用于烘焙、火锅底料等行业）
	食品辅料	奶油调香料、花生蛋白粉等
饲料原料	蛋白类	豆粕、菜粕、花生粕、大豆浓缩蛋白等
	纤维类	棕榈粕、椰子粕、豆皮、米糠、麸皮等
	能量类	脂肪粉、脂肪酸钙等
油脂科技	油脂基础化学品	脂肪酸、皂粒、甘油等
	油脂衍生化学品	造纸化学品、高分子材料、表面活性剂等
	营养品	维生素 E、植物甾醇等
	日化用品	家居及个人护理产品等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.高品牌知名度，形成品牌矩阵

重点打造金龙鱼品牌，成就高品牌知名度。公司 1991 年推出了第一瓶“金龙鱼”小包装食用油，名牌建设之路起步较早；1996 年公司开始在央视投放广告，并成为央视第一支食用油广告，极大地提高了品牌知名度；2008 年金龙鱼品牌成为北京奥运会食用油独家供应商，进一步提升了品牌形象。经过近 30 年重点打造，金龙鱼已成为最知名的厨房食品品牌，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；在欧睿国际发布的 2019 年《Top 100 Megabrands》白皮书中金龙鱼位列全球快速消费品第 21 位。

坚持多层次品牌战略，形成丰富品牌矩阵。公司积极实施多层次品牌战略，在率先将金龙鱼打造成为了全国知名品牌的基础上，公司针对不同市场定位形成了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵，以满足消费者多样化的产品需求。其中定位高端的橄榄油品牌“欧丽薇兰”和花生油品牌“胡姬花”已经在消费群体中享有很高的知名度和美誉度。

表 2：厨房产品主要品牌

品牌定位	主要品牌			
高端	金龙鱼	Olivoilà 欧丽薇兰	胡姬花 源自一九一六	鲤鱼牌
中端	香满园 Wonder Farm	海皇牌	金鹭	
大众	元宝牌	口福	金燕	百合花

资料来源：公司公告，民生证券研究院

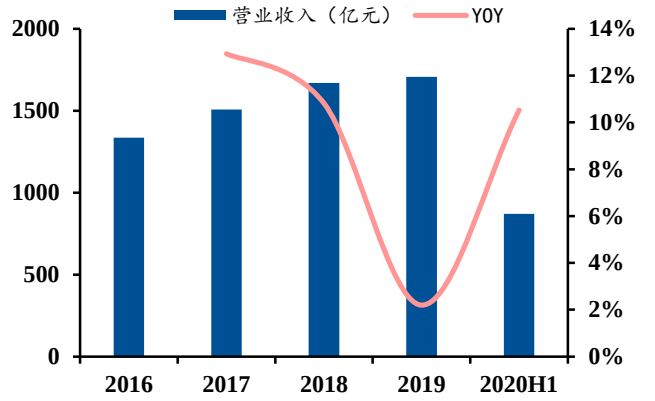
依托品牌扩展新品类可期。1991 年第一瓶“金龙鱼”小包装食用油面世；2009-2014 年，金龙鱼品牌大米、面粉、挂面、杂粮和米粉相继上市，后扩展向调味品领域。金龙鱼品牌由单一品类向多品类扩展，取得了巨大的成功，据欧睿数据显示，2019 年金龙鱼品牌成为我国包装米零售市场第一大品牌、包装挂面零售市场第三大品牌。公司展现出依托知名品牌的强大产品复制能力，未来继续看好公司新品类的扩展能力。

（二）营收净利稳步增长，厨房食品贡献最大

公司营收稳步增长。公司 2016-2019 年营业收入由 1335 亿元增长至 1707 亿元，CAGR 为 8.55%。2019 年营收增速为 2.2%，大幅下降主要是由饲料原料及油脂科技业务负增长导致；2020H1 营收增速恢复较快增长，一方面是厨房食品作为必需品在疫情期间未受到明显影响，另一方面是非洲猪瘟的影响进一步减弱促进公司饲料原料销售逐步向好。

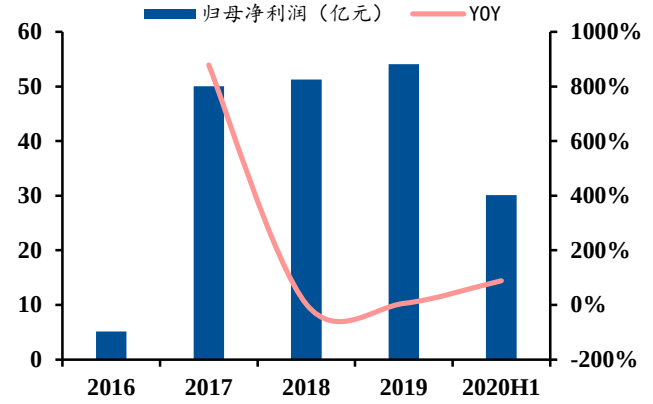
归母净利润受衍生品交易和资产减值损失影响大。2017-2020H1 年公司归母净利润分别为 5.11/50.01/51.28/54.08/30.8 亿元，其中 2017 年和 2020H1 增速较大，主要是受到衍生品交易和资产减值损失影响。其中，公司 2016 年公司归母净利润较低是受大豆期货交易波动影响，商品衍生金融工具损失 34.05 亿元；2017-2019 年商品衍生金融工具分别实现收益 24.54/4.88/8.06 亿元，可见除特定年份外，公司为套期保值进行的期货、期权交易所形成的商品衍生金融工具损益对利润有较好的平滑作用。同时公司 2020H1 资产减值损失金额为 4.56 亿元，较 2019H1 减少 13.06 亿元，是 2020H1 归母净利润大增的主要原因。

图 4：公司营业收入变化情况



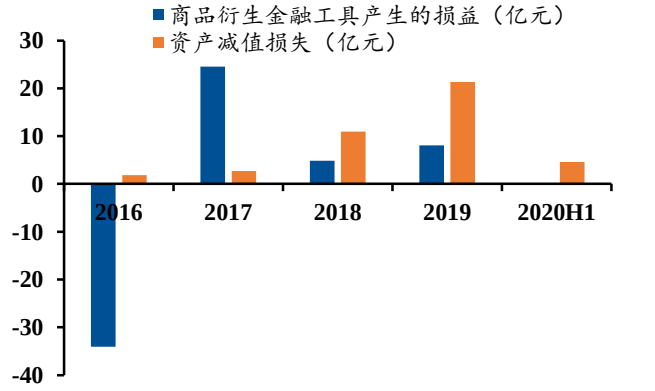
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：公司归母净利润变化情况



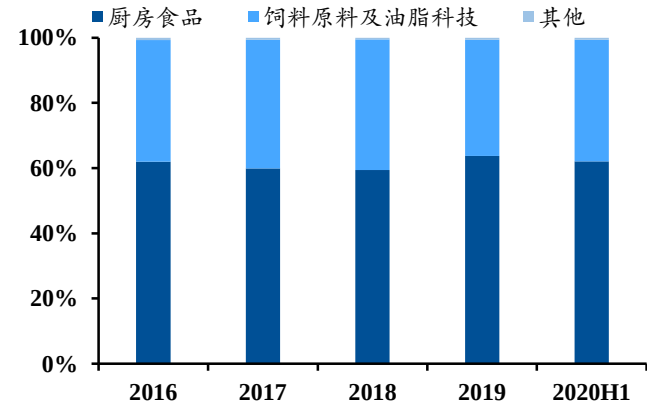
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：商品衍生金融工具损益和资产减值损失波动大



资料来源：公司公告，民生证券研究院

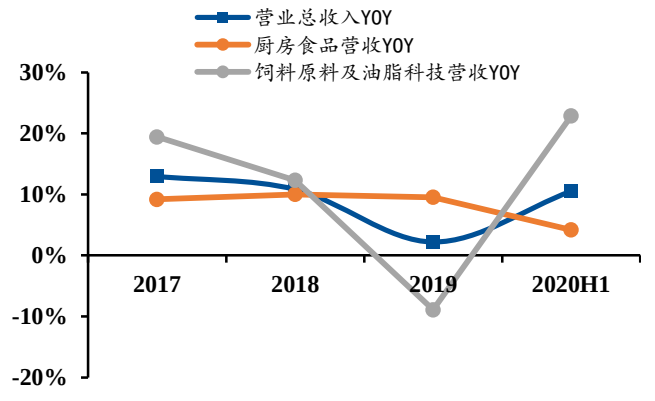
图 7：厨房食品营收贡献最大



资料来源：公司公告，民生证券研究院

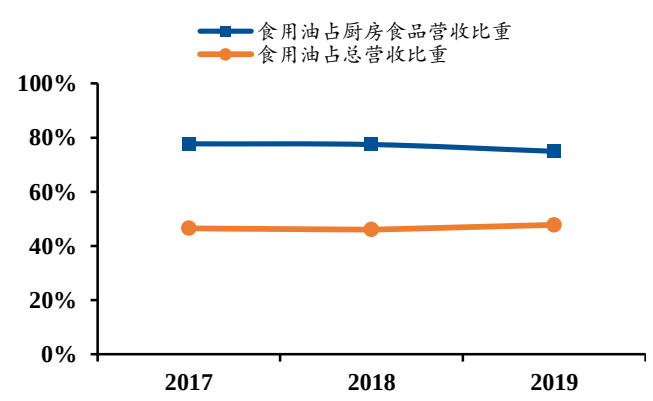
厨房食品营收贡献最大，具体品类中食用油营收占比最高。2016-2018 年厨房食品板块占公司总营收 60%左右，2019 年提高至 63.7%；厨房食品近三年的增速保持在 9%-10%之间，总体平稳。厨房食品中食用油营收贡献最大，2019 年公司食用油营业收入高达 815 亿元，占厨房食品业务板块的 75%，大米、面粉、挂面、专用油脂、动物油脂等其他厨房食品共占 25%。食用油占公司营业总收入的比重达 47.8%，成为公司最重要的产品品类。

图 8：厨房食品营收增速平稳



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9：食用油营收占比高

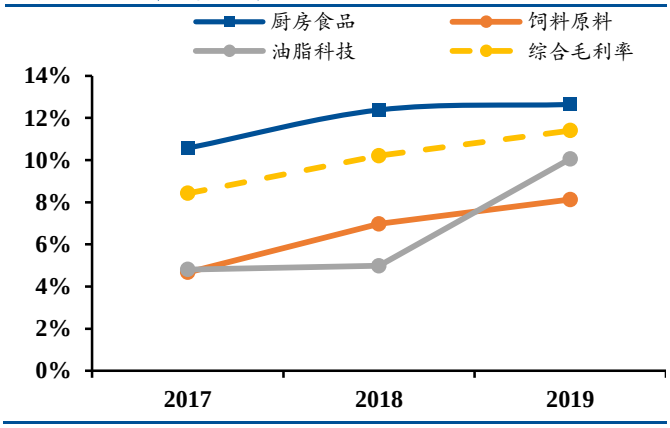


资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利率稳步提升，厨房食品板块毛利率最高。公司三大业务板块的毛利率近三年来实现了稳步提升，带动公司综合毛利率由 2017 年的 8.42%提升至 2019 年的 11.40%。其中 2019 年厨房食品的毛利率最高，达 12.64%；饲料业务毛利率最低，为 8.13%。

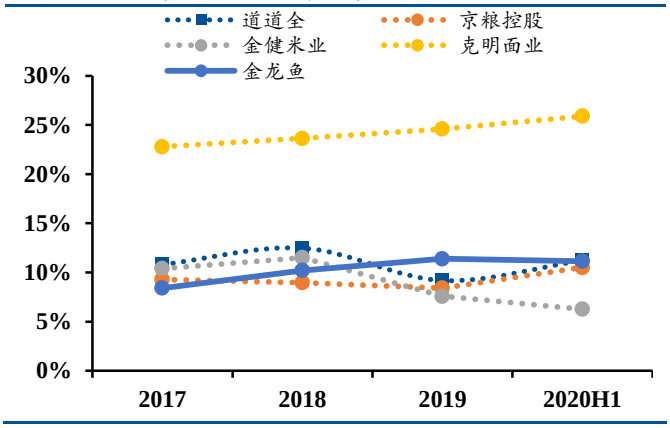
整体毛利率与同行业企业相比处于正常水平。金龙鱼由于涉及业务较多，A 股上市公司中没有完全对标的企业，但与从事其中部分业务的上市公司比较，金龙鱼的毛利率处于正常水平，2019 年公司毛利率高于道道全、京粮控股和金健米业，低于克明面业。

图 10：毛利率稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：毛利率处于行业正常水平

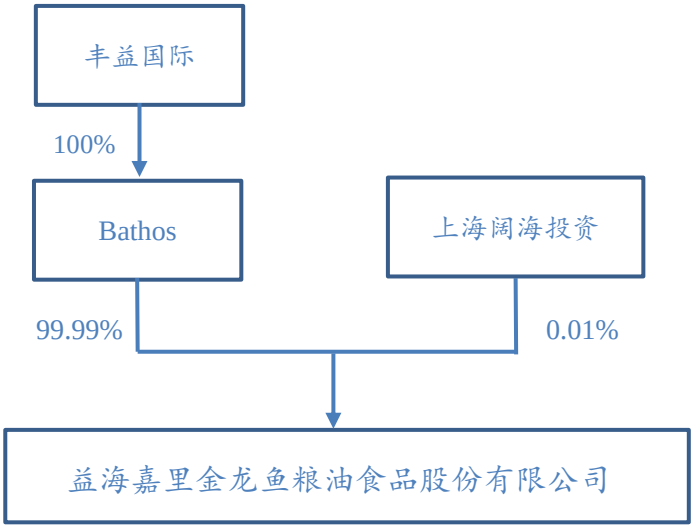


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）股权结构清晰稳定

本次上市前公司控股股东为 Bathos，持有 99.99%的股份，Bathos 由新加坡丰益国际全资控股；另一名股东为上海阔海投资，持股比例仅 0.01%。假定本次按 54,215.9154 万股发行成功，Bathos 在上市发行后的持股比例将降至 89.99%，但仍居于绝对控股地位，公司的股权结构将长期保持稳定。

图 12：金龙鱼股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、行业分析：粮油市场规模稳定，集中度有望提升

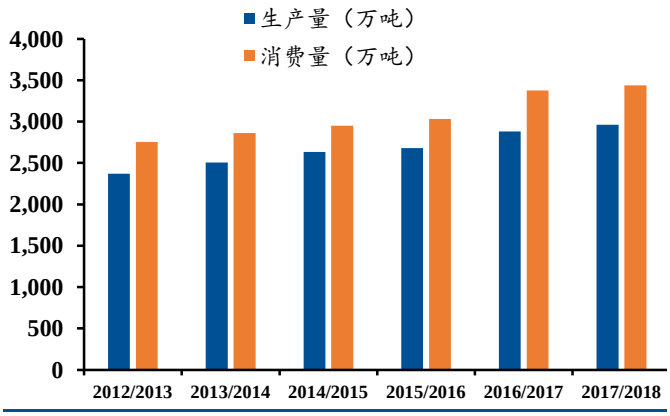
（一）食用油市场：稳中有进，份额向头部集中

1.食用植物油市场规模稳步增长

食用植物油生产和消费量稳步提升。食用油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，2017/18 市场年度，我国食用植物油生产量达 2963 万吨，2012/13 市场年度至 2017/18 市场年度的年均复合增长率达到 4.55%；2017/18 市场年度，我国食用植物油消费量达 3440 万吨，2012/13 市场年度至 2017/18 市场年度的年均复合增长率达到 4.54%。根据中国农业展望报告（2020-2029）预计，未来 10 年我国食用植物油消费量年均增长率为 0.5%，总体上呈稳步提升态势。

大豆油和调和油占据小包装食用植物油销售量的主要份额。小包装食用植物油按照细分油种可以分为大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油、花生油等品类。根据尼尔森的数据，大豆油、食用调和油占据小包装食用植物油销量的主要份额，2019 销售量占比分别为 26%和 20%。

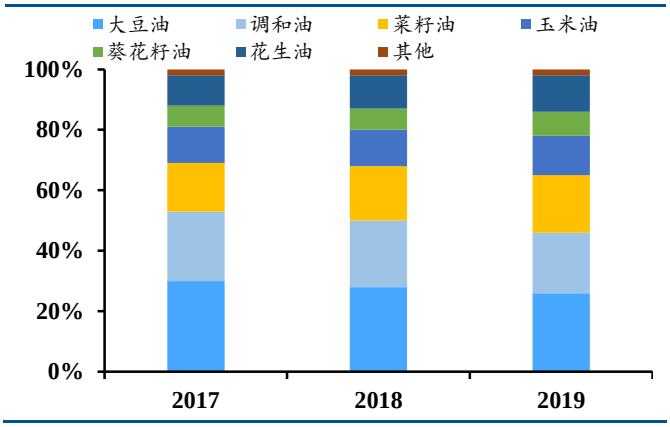
图 13：我国食用植物油生产及消费量



资料来源：国家粮油信息中心，民生证券研究院

注：市场年度为当年 10 月至下年 9 月。

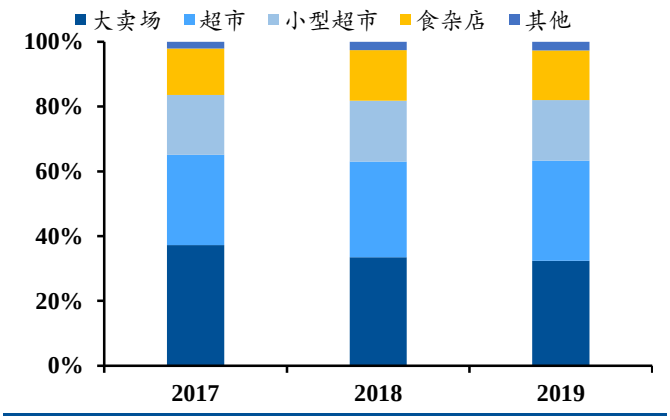
图 14：小包装食用植物油油种销量份额情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

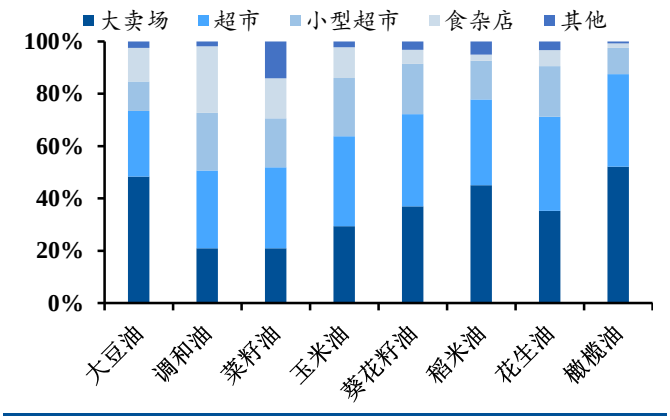
现代渠道是小包装食用植物油销售的最主要渠道。从销售渠道来看，大卖场、超市、小型超市等现代渠道是小包装食用植物油销售的主要渠道，占行业 80%以上的销售比重，其中又以大卖场和超市贡献最大，占行业 60%以上的销售比重。就各细分植物油品类看，不同油种的渠道占比呈现出很大的差异，但现代渠道的占比均超 70%，其中 2019 年大豆油的现代渠道占比高达 85%。可见，在小包装食用植物油的零售市场中，厂商的现代渠道拓展能力至关重要。

图 15：小包装食用植物油销售量渠道比重



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16：2019 年各品类小包装食用植物油销售量渠道比重



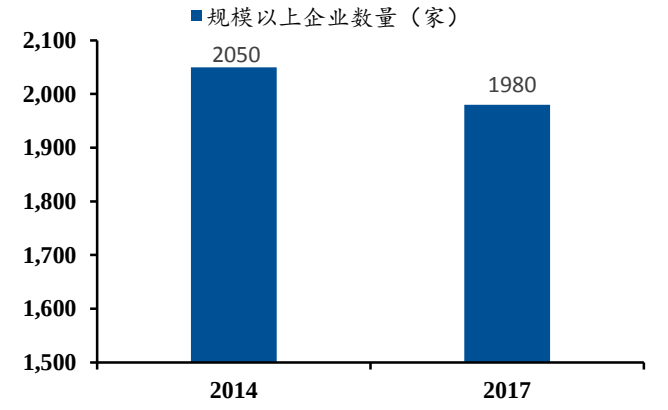
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.消费升级带来集中度提升

食用油市场消费升级趋势明显。一方面，包装食用油对散装油的取代持续加强。随着国家关于限制散装油销售相关法规的不断出台以及消费者日益提高的食品安全意识，散装油消费量逐渐减少，包装食用油消费量逐渐上升，占据着食用油市场的主要地位。另一方面，随着居民生活水平的提升，在包装油市场中消费者也更加重视食用油的品牌和品质，对于优质产品和品牌也意愿支付更高的购买价格。

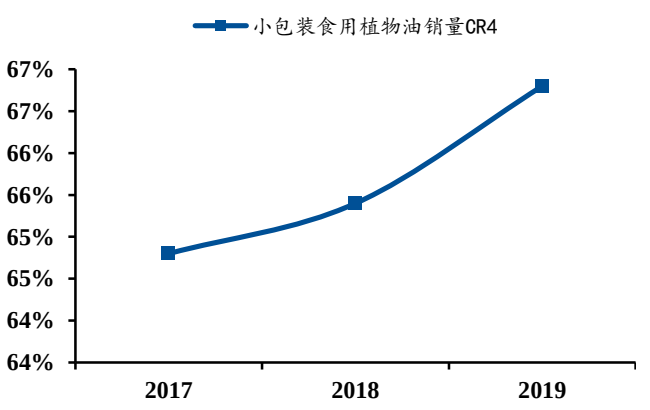
行业集中度提升趋势明显。目前我国食用油生产企业众多，但以地方性企业和中小企业为主，这些企业的局限性体现在渠道和品牌无法覆盖全国市场。在激烈的市场竞争中，即便是规模以上企业近年来也呈减少趋势，根据《中国农产品加工业年鉴》数据显示，食用植物油规模以上企业由 2014 年的 2050 家减少至 1980 家，减少 3.5%。与此同时小包装食用植物油 CR4 由 2017 年的 64.8%稳步提升至 68.8%，集中度不断提高。

图 17：食用植物油规模以上企业数量减少



资料来源：《中国农产品加工业年鉴》，民生证券研究院

图 18：小包装食用植物油销量 CR4 稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）米面市场：需求刚性，金龙鱼处于领先地位

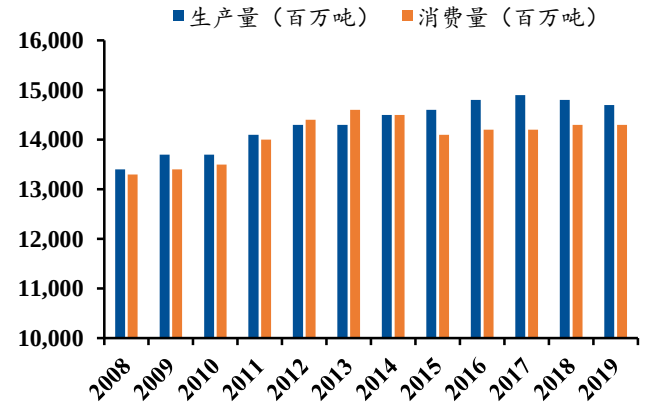
1.大米市场

大米消费量小幅下降，但长期稳定。我国是世界第一大的大米产量国和消费国，2019

年大米的产量和消费量分别达到 1.47 亿吨和 1.43 亿吨。2013 年以前，我国大米的生产量和消费量持续增长，2008 年至 2013 年年均复合增长率分别达 1.19%和 1.92%。随着我国传统农业结构的变化调整，畜牧业快速发展，奶业、水产业也都有了长足的发展，消费者对于大米的需求从 2013 年开始略有下降。但作为主食，大米的需求相对刚性，消费量长期将保持稳定。

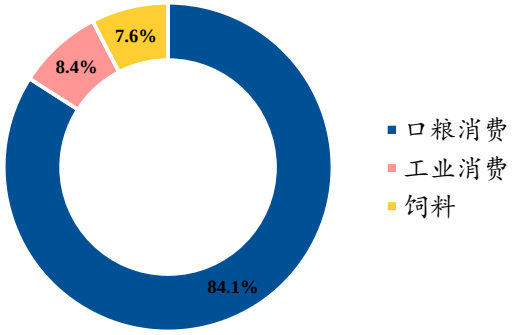
大米消费以口粮消费为主，包装米比例提升。我国大米消费结构主要由口粮消费、饲料、工业用粮组成，根据中国农业展望报告（2020-2029）的数据，2019 年我国大米口粮消费量为 1.14 亿吨，占比消费总量的最大，达到 84.1%;，工业消费和饲料消费占比分别为 8.4%和 7.6%。而口粮消费中主要以散装米为主，包装米占比较低。近年类，随着消费升级以及消费者食品安全意识的提升，包装米占比逐渐提升。

图 19：近年大米消费量小幅下降



资料来源：USDA，民生证券研究院

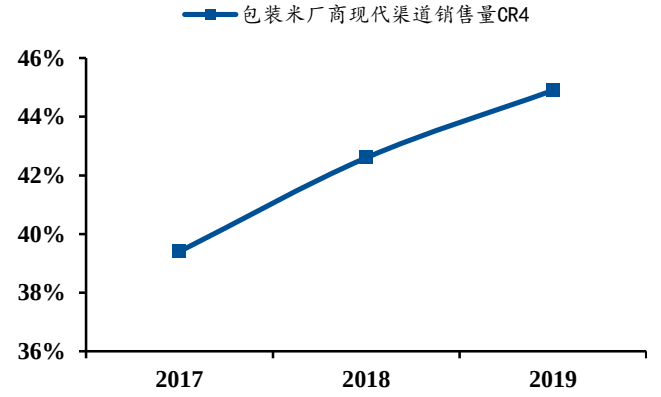
图 20：大米消费以口粮消费为主



资料来源：中国农业展望报告（2020-2029），民生证券研究院

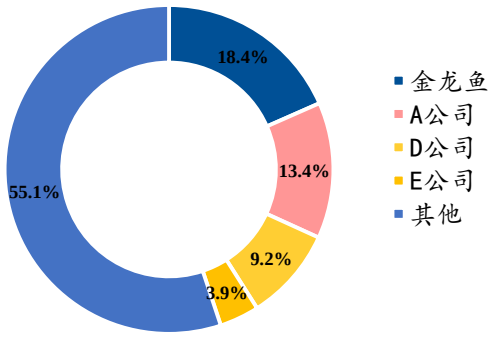
大米行业集中度低，现代渠道金龙鱼领先。我国是水稻种植大国，由于大米加工行业进入壁垒较低，我国大米加工企业数量较多。近几年，我国大米行业规模以上企业数量不断增长，根据国家统计局的统计，2017 年全国大米行业规模以上企业约 3,400 家，较 2012 年增长约 700 家。虽然目前整个行业高度分散，但在包装米现代渠道中市占率呈集中趋势。根据尼尔森数据，按销售量统计，包装米现代渠道 CR4 由 2017 年的 39.4%稳步提升至 2019 年的 44.9%，其中金龙鱼又占据领先地位，2019 年市场占有率达 18.4%，排名第一。

图 21：包装米厂商现代渠道 CR4 比例提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 22：金龙鱼包装米现代渠道市场占有率第一



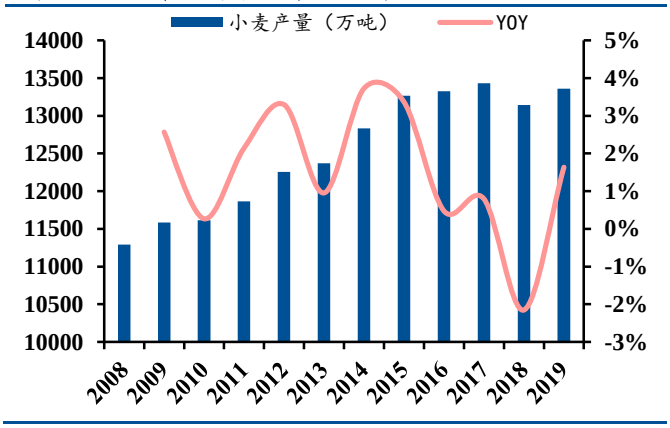
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.面粉市场

我国小麦产量近年来保持稳定。面粉主要是由小麦加工而成，所以我国面粉产量会受到小麦产量的影响。中国是世界上最大的小麦生产国，2008-2015 年我国小麦产量逐年增长，CAGR 为 2.32%；2015 年后我国小麦产量增长速度趋于平缓，2018 年由于恶劣天气和存货积压产量出现小幅下滑，但长期保持稳定。根据 Frost&Sullivan 的预测，随着优质小麦种植区域不断扩大，我国小麦产量预期保持稳定，至 2024 年将达到 13510 万吨，小麦产量的总体稳定保证了面粉市场原料供应和原料价格的稳定。

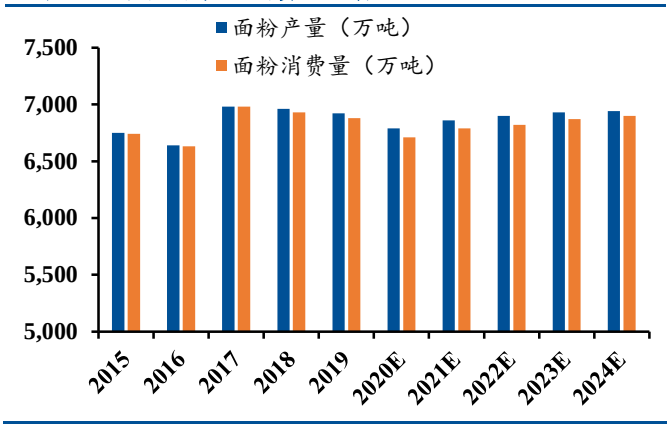
我国面粉产量、消费量保持稳定。我国面粉产量 2015 年以来的复合年增长率为 0.6%，总体增速平缓。具体年份看，2016 年产量小幅下滑至 6640 万吨，2019 年又提升至 6920 万吨。根据 Frost & Sullivan 的预测，受到新冠肺炎疫情影响，2020 年我国面粉产量将下跌 2%，但随着短期影响消退，长期看仍将稳步提升。

图 23：2015 年后我国小麦产量保持稳定



资料来源：USDA，民生证券研究院

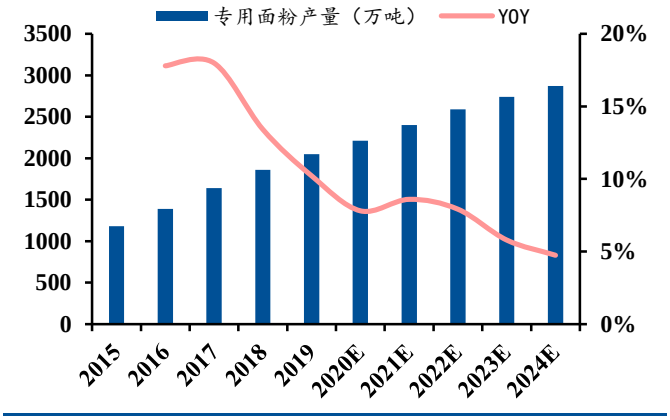
图 24：我国面粉产量消费量长期稳定



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

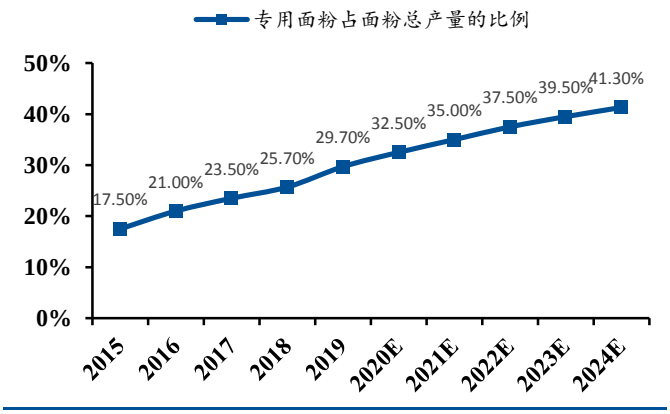
专用面粉发展迅速。根据国家标准，面粉根据使用用途可以分为通用面粉、专用面粉和复合粉，其中专用面粉是指生产特定产品而定制的面粉，例如饺子粉、面包粉。随着我国经济的快速增长及城市化进程的推进，消费者对面粉产品的多元化需求日益增加，进而拉动了专门面粉产量提升。数据显示，2015-2019 年我国专用面粉产量增长迅速，CAGR 达 14.9%，明显高于总体面粉产量（CAGR 0.6%）；从占比来看，专用面粉产量占面粉总产量的比重逐年提升，由 2015 年的 17.9%提升至 2019 年的 29.7%，接近 1/3。根据 Frost & Sullivan 的预测，2020-2024 年专用面粉产量增速会有一定程度下滑，但依然高于总体面粉增速，2024 年占比将达到 41.3%。

图 25：专用面粉产量增长迅速



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

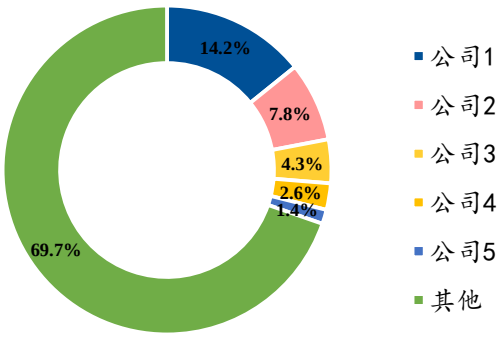
图 26：专用面粉占比逐年提升



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

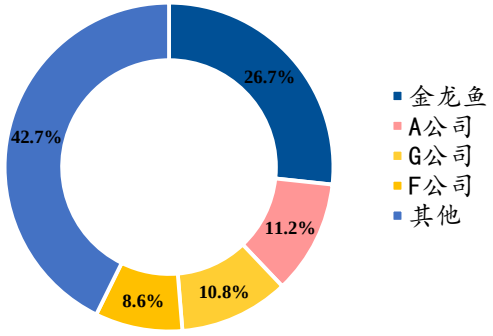
面粉行业格局分散，金龙鱼公司份额领先。当前我国面粉行业市场格局高度分散，中小企业众多，但近年来企业数量正在减少，集中度正在提升，产能逐渐向头部公司汇集。根据国家粮食和物资储备局，在中国 2590 家拥有超过 50 吨年产能的面粉制造企业中，绝大部分的年产能少于 200 吨。根据 Frost & Sullivan 的数据，2019 年面粉制造行业的产能 CR5 为 30.3%，仍具备提升空间。尼尔森数据显示，按销售量统计，金龙鱼在包装面粉现代渠道占据领先地位，2019 年市场占有率达 26.7%，排名第一。

图 27：2019 年面粉行业前五大公司产量份额



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 28：金龙鱼包装面粉现代渠道市场占有率第一



资料来源：公司公告，民生证券研究院

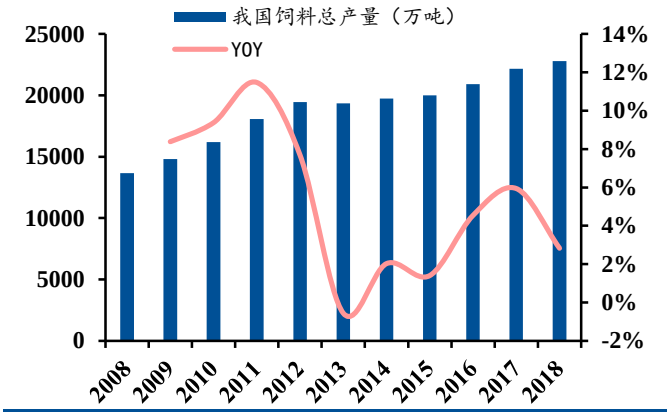
（三）饲料原料市场：规模巨大，需求稳定增长

油料压榨副产品，市场需求巨大。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。根据中国饲料工业协会的数据，2018 年我国饲料总产量约 2.28 亿吨，2008 年至 2018 年年均复合增长率达 5.25%。下游饲料产品需求的快速提升将带动了饲料原料行业的持续发展，根据中国农业展望报告（2020-2029）的预测，2029 年我国饲料总产量将达到 2.83 亿吨，未来十年年均增速 2.1%。

豆粕作为最主要的饲料原料之一，产量增长迅速。豆粕大部分被用于家禽和猪的饲养，豆粕内的多种氨基酸适合于家禽和猪对于营养的需求，最近几年豆粕也被广泛应用于水产养殖业中。我国豆粕产量近些年明显上升，2019 年豆粕总供给量约 7265 万吨，2008

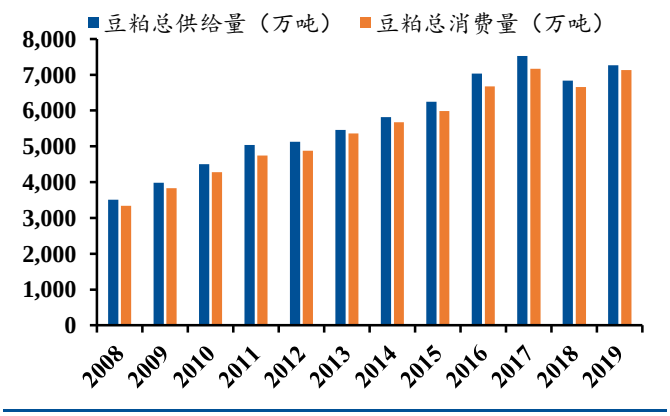
年至 2019 年年均复合增长率达 6.8%；2019 年我国豆粕总消费量约 7130 万吨，2008 年至 2019 年年均复合增长率达 7.1%。

图 29：我国饲料总产量稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 30：我国豆粕产量、消费量增长迅速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

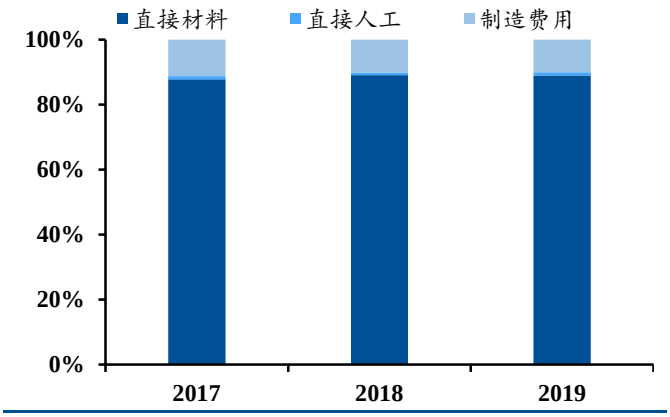
三、公司看点：规模优势持续扩大，渠道控制力不断加强

（一）生产原料供应稳定，产能规模行业领先

1.规模优势下建立了稳定的原材料供应渠道

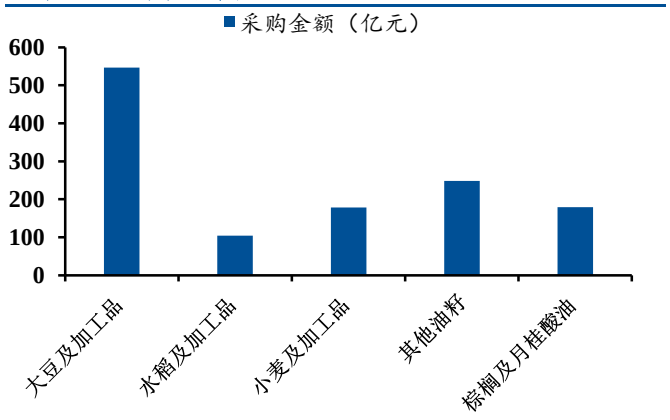
原材料成本占比较高，厨房食品尤甚。公司所处的粮油加工和饲料原料行业特性决定了产品的同质化程度较高，毛利率较低，原材料成为公司的主要成本。2019 年公司直接材料 1326.24 亿元，占公司主营业务成本的 87.82%；其中厨房食品业务的原材料成本占比为 88.28%，2017 年、2018 年更是高达 90%。原材料价格和原材料供应能力直接影响公司的盈利能力，因此对于原材料的管控显得至关重要。

图 31：原材料成本是公司主要成本



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 32：主要原材料采购金额

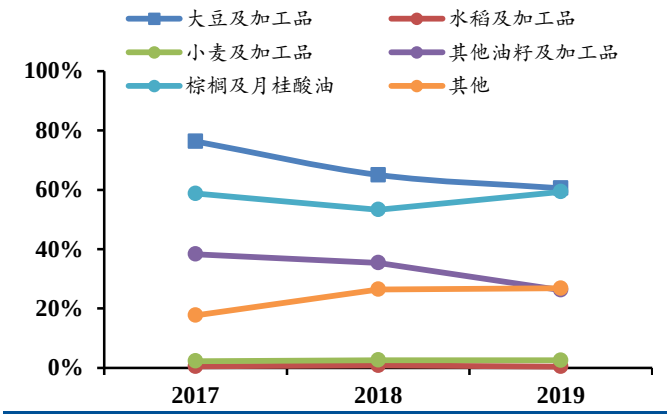


资料来源：公司公告，民生证券研究院

原材料全球采购，降低供应短缺风险。公司根据我国农产品的产量和供需特点实现了全球化的原材料采购，对于国内供应远远不足的大豆和棕榈油等原料，公司从境外采购金额较高，以保证原材料供应充足。其中境外采购的大豆原产地主要为巴西、阿根廷、美国等国家，境外采购的棕榈油原产地主要为马来西亚、印度尼西亚等国家。2019 年公司原材料境外采购额 541.86 亿元，境外采购占比为 39.07%；其中大豆及加工品和棕榈及月桂酸油的境外采购比例最高，达 60%左右。

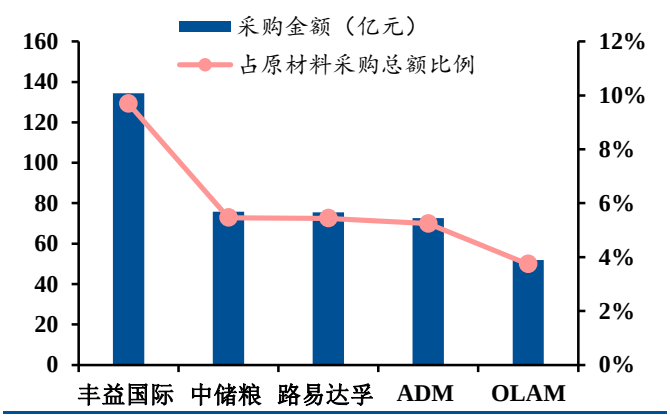
背靠丰益国际，供应渠道稳定。金龙鱼的实控企业丰益国际和关联公司 ADM 位列 2019 年五大供应商。其中，丰益国际是全球最大的棕榈油供应商，约占国际市场上棕榈油市场份额的 1/3，能够满足金龙鱼油脂科技、食品工业等业务领域对棕榈油的较大需求。ADM 为全球重要的大豆等农产品供应商，能稳定供应金龙鱼厨房食品和饲料原料的所需的主要原材料大豆。

图 33：部分原材料境外采购比例高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 34：公司前五大供应商采购金额及比例



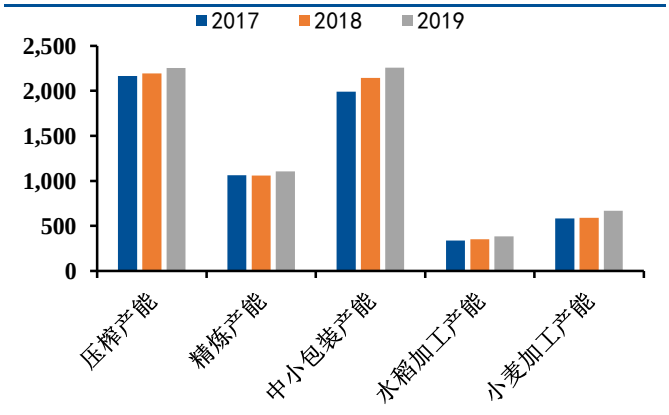
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.产能规模领先，持续发挥规模效应

金龙鱼粮油加工产能领先行业。公司各项产能均位列行业前列且近三年来稳步提升，公司 2019 年压榨产能为 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 668 万吨，进一步强化自身规模化经营壁垒，在产品质量和生产成本方面具备很强的竞争优势。

生产基地遍布全国，综合企业群发挥规模效应。目前公司在我国 26 个省（自治区、直辖市）建成和在建生产基地 70 多个，生产型实体企业 100 多家，拥有 300 个以上的综合加工车间，其中多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场。此外公司通过综合企业群模式降低成本，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，充分发挥出自身的规模效应。

图 35：产能稳步提升（万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 36：生产基地遍布全国



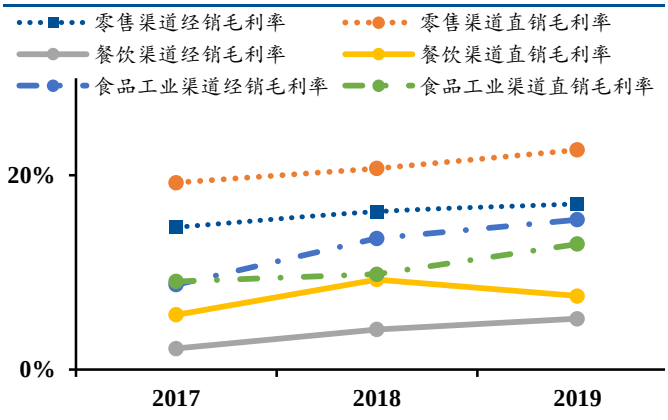
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）销售网络遍布全国，多种渠道模式互为补充

建立完善的直销+经销模式，实现零售、餐饮、工业渠道全覆盖。公司销售模式主要分为经销模式及直销模式，其中直销收入比例更高，占公司营收比重为约 70%。公司针对不同的产品类型和渠道特点，采用不同的销售模式：其中厨房食品和油脂科技业务采用直销和经销模式，饲料原料业务采用直销模式。

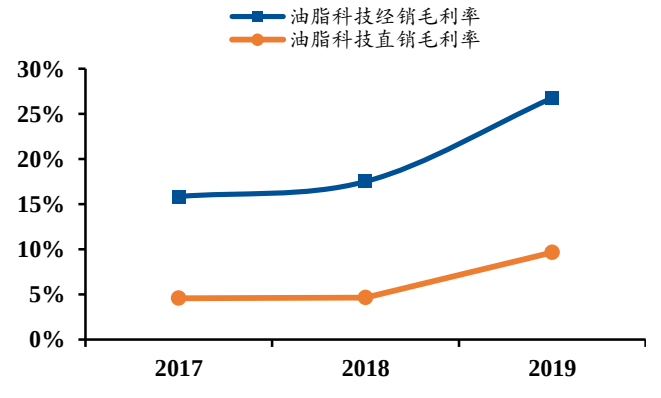
厨房食品直销模式毛利率高于经销模式。在厨房食品板块，经销模式的毛利率均低于直销模式，其中 2019 年零售渠道直销毛利率比经销高 5.5 个百分点，主是由于公司会给予经销商一定的价格让利。油脂科技业务则是经销模式毛利率高于直销模式，主要是因为产品结构存在差异，经销模式销售的产品主要为日化产品，直销模式销售的产品包括甘油等基础化工产品，日化产品的毛利率相对较高。

图 37：厨房食品各渠道直销毛利均高于经销



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 38：油脂科技经销毛利率高于直销



资料来源：公司公告，民生证券研究院

零售渠道：覆盖能力不断提高。公司的厨房食品在农贸市场等传统渠道和福利团购、联合促销等特殊渠道以经销模式为主，在现代渠道采用直销模式为主的销售模式。在积极开拓发达城市的同时，公司积极推动渠道下沉，开发县级城市、农村、乡镇市场，并与阿里巴巴“零售通”、京东“新通路” 等社区零售电商平台开展合作，提高终端客户的覆盖能力。目前公司零售范围覆盖全国所有 2800 多个市、县，终端客户超过 110 万。

餐饮渠道：客户粘性强，新模式探索中。由于公司餐饮渠道所服务的酒店、企业食堂、连锁餐饮等客户具有需求量较大且相对稳定、对产品的稳定性要求高的特点，所以粘性相对较强，餐饮渠道易守难攻。目前公司餐饮渠道共 26 个营销分公司，2600 多家经销商，销售范围覆盖全国所有 2300 多个市、县的 30 多万个终端客户。同时，公司积极与美菜、快驴进货等生鲜电商平台进行合作，探索餐饮新零售模式。

公司直销客户优质。公司与众多零售、餐饮和食品工业龙头企业建立了良好稳定的合作关系。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，好利来等大型烘焙连锁企业，百胜、麦当劳、康师傅、亿滋、桃李面包、旺旺、雀巢等大型食品工业企业。饲料原料及油脂科技产品的主要直销客户包括温氏、新希望、双胞胎、正大、正邦等饲料生产企业，宝洁、索尔维、立白、纳爱斯、蓝月亮等大型日化、快速消费品、 化学品企业，以及大型贸易商。

表 3：公司主要直销客户情况

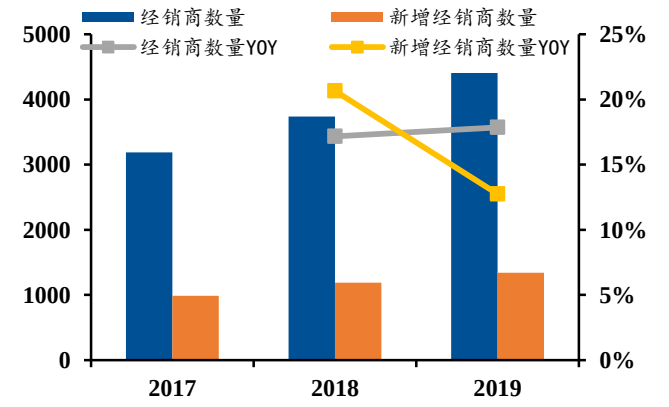
业务板块	渠道	主要客户
厨房食品	零售渠道	沃尔玛、大润发、华润、家乐福等大型商超
	餐饮渠道	真臻鲜、乡村基、真功夫、美菜、快驴进货、好利来

	工业渠道	百胜、麦当劳、康师傅、亿滋、桃李面包、旺旺、雀巢
饲料原料		温氏、新希望、双胞胎、正大、正邦
油脂科技		宝洁、索尔维、立白、纳爱斯、蓝月亮

资料来源：公司公告，民生证券研究院

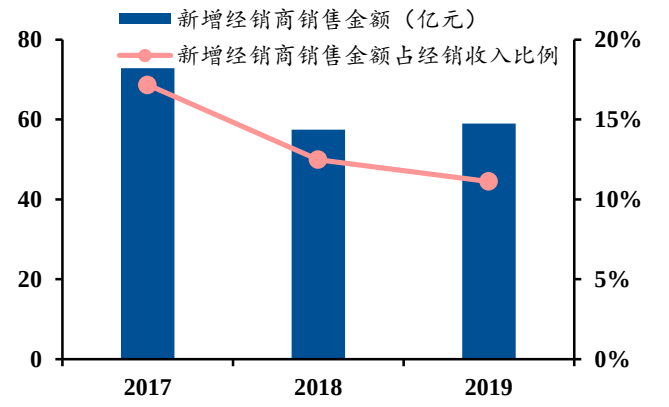
经销商数量稳步提升，带动业绩提升。近年来，公司坚持渠道下沉战略，经销商数量增加较快。2017-2019 年分别新增 987/1191/1343 家，2018 年和 2019 年净增加 548 家和 668 家。新增经销商有效带动了公司业绩的增长，2017-2019 年新增经销商销售额分别达到 72.86/57.45/58.99 亿元。随着公司进一步开拓新的经销商，未来由此带来的业绩增量依然可观。

图 39：经销商数量稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 40：新增经销商带动业绩提升

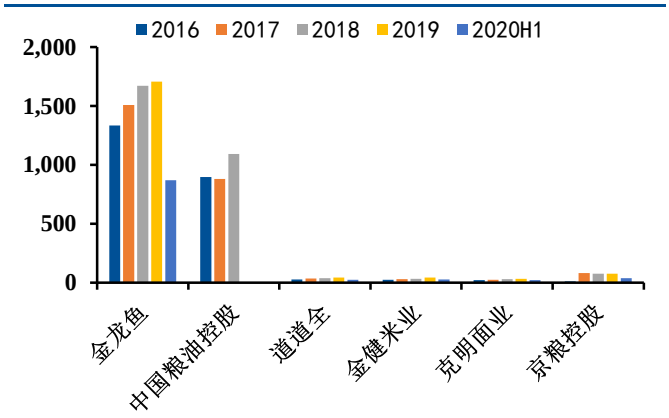


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（三）同业对比：营收净利规模突出，费用率低于同行

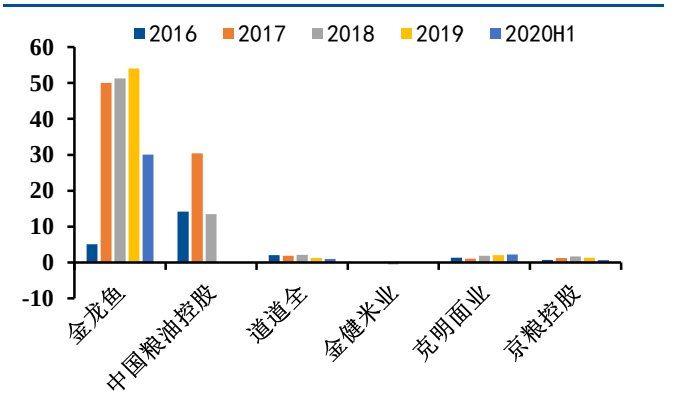
营收、归母净利润领先同行。公司 2016-2020H1 年营收稳步增长，2019 年高达 1707.4 亿元，显著高于同行业上市公司。归母净利润方面，公司除 2016 年受衍生品交易影响归母净利润处于异常水平外，2017-2019 年均超过 50 亿元，其中 2019 年归母净利润高达 54.08 亿元，领先同行。

图 41：营收显著高于同行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 42：归母净利润高于同行



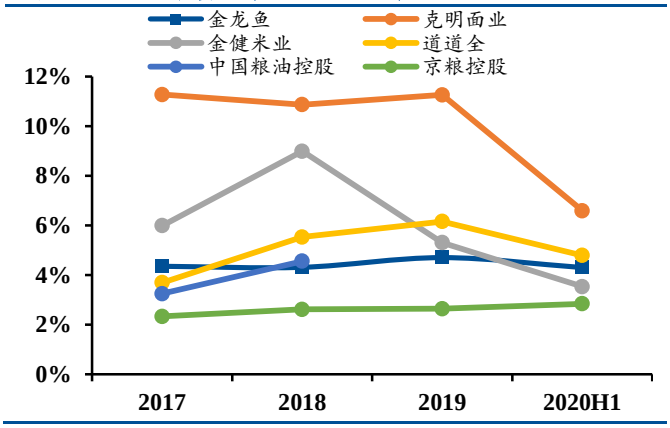
资料来源：Wind，民生证券研究院

销售费用率保持稳定，处于行业可比公司中较低水平。公司的销售费用主要包括运

费、市场费用、职工薪酬等。近年来公司销售费用率保持稳定，2017-2020H1 年分别为 4.35%/4.31%/4.7%/4.3%，低于道道全、金健米业、克明面业，总体上处于较低水平，主要因为公司的饲料原料业务所需市场费用投入相对较少。

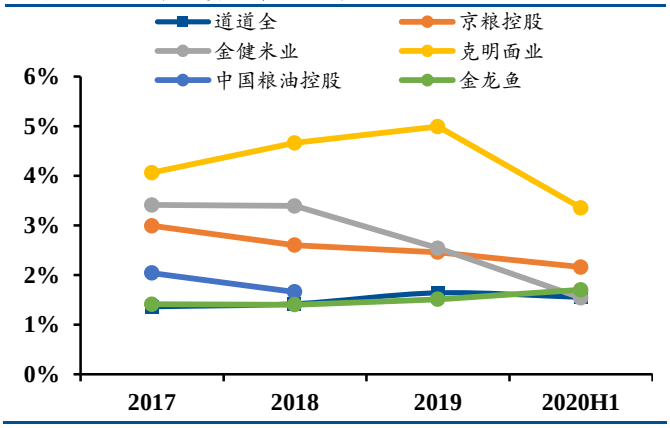
管理费用率低，规模效应显著。公司的管理费用主要包括职工薪酬、折旧摊销等。近三年公司管理费用率低于可比公司。主要因为公司通过综合企业群模式，降低管理成本，同时公司拥有经验丰富的管理团队及专业的人才队伍，管理效率相对高效，另外公司销售收入金额远高于同行业的其他同行业 A 股上市公司，存在规模效益。

图 43：公司销售费用率处于较低水平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 44：公司管理费用率低于同行



资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、募投项目分析：扩充产能，缓解销售高峰期压力

募投项目聚焦主业。公司本次拟众开发行 5.42 亿股，占发行后总股本 10%，本次发行的募集资金扣除费用后将用于共 19 个募投项目，募集资金投资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，项目类型可分为厨房食品综合项目、食用油项目、面粉项目及其他项目，资金投向与公司主营业务一致。

扩充产能以缓解销售高峰期产能不足。食用油、大米、面粉、调味品等厨房食品存在一定的季节性，在中秋、国庆、春节等节假日时需求较高。为了保证产品新鲜度，缩短出厂日至最终消费的时间，降低库存成本，公司在临近出货时进行集中生产。因此，在临近销售高峰的月度，公司产量增加，产能压力较大。公司计划通过本次募投项目，缓解销售高峰期的公司产能不足的问题。

（一）厨房食品综合项目

截至 2019 年，公司的压榨产能为 2255 万吨/年、精炼产能为 1106 万吨/年、中小包装产能为 2258 万吨/年、水稻加工产能为 384 万吨/年、小麦加工产能为 668 万吨/年。公司募投的 7 个厨房食品综合项目投产后，预计可带来新增产能为：压榨产能 182 万吨/年，精炼产能 116 万吨/年、中小包装产能 141 万吨/年、水稻加工产能 65.4 万吨/年、小麦加工产能 100 万吨/年、面粉加工产能 190 万吨/年、大豆膨化产能 6.6 万吨/年、花生制品产能 6.7 万吨/年、芝麻制品产能 2.46 万吨/年。

表 4：厨房食品综合项目基本情况

序号	项目名称	投资总额（亿元）	募资拟投资额（亿元）	项目规划
1	兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	15.08	11	油籽压榨 66 万吨/年、浓香小榨 3.3 万吨/年、精炼 33 万吨/年、包装油 26 万吨/年、面粉 50 万吨/年、大米 10 万吨/年
2	益海嘉里（太原）粮油深加工项目	14.53	9	大豆压榨 66 万吨/年、大豆膨化 6.6 万吨/年、精炼 20 万吨/年、小包装 44 万吨/年、大米 22.4 万吨/年、小麦 50 万吨/年
3	乐清湾港区益海嘉里粮油加工港口综合项目	14	11.2	油脂精炼 33 万吨/年、食用油灌装 33 万吨/年、面粉加工 50 万吨/年及 7 万吨级码头
4	米、面、油综合加工一期项目（合肥）	9.2	8	小麦加工 50 万吨/年、水稻加工 33 万吨/年、灌装包装食用油 20 万吨/年、米糠加工 20 万吨/年
5	益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	7.9	6.2	30 万吨/年精炼散油、15 万吨/年的中小包装食用油、36 万吨/年面粉、3 万吨/年古法小榨花生油产能
6	益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	7.4	5	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
7	益海嘉里（青岛）食品工业有限公司-食品加工项目	10	8.7	面粉 54 万吨/年、年产花生制品 2.7 万吨/年（不含花生油加工）、年产芝麻制品 2.46 万吨/年
	合计	**78.1**	**59.1**	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：本表将公司公告中的日产能转换为了年度产能

（二）厨房食品食用油项目

公司募投的 6 个厨房食品食用油项目投产后，预计可带来新增产能为：压榨产能 467 万吨/年，精炼产能为 111 万吨/年、中小包装产能为 56 万吨/年、大豆膨化产能 37 万吨/年。

表 5：厨房食品食用油项目基本情况

序号	项目名称	投资总额（亿元）	募资拟投资额（亿元）	项目规划
1	益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司-食用植物油加工项目	12	9	油脂精炼 18 万吨/年、年灌装食用油 30 万吨/年
2	油脂压榨精炼及配套工程建设项目（昆明）	9.5	8.1	大豆菜籽等压榨加工 66 万吨/年、食用油脂精炼 33 万吨/年、浓香菜油压榨 2 万吨/年、中小包装食用油 1.3 万吨/年、大豆膨化 13 万吨/年
3	益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	6.56	5.3	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
4	益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	8.05	6.8	粮油加工副产物饼粕大豆压榨项目 75 万吨/年，大豆（菜籽）油料加工双榨项目 60 万吨/年，膨化大豆项目 24 万吨/年，配套的仓储、公用设施等项目
5	益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	7.65	5.6	大豆压榨 132 万吨/年
6	大豆压榨项目（重庆）	4.3	3	大豆压榨 132 万吨/年
	合计	**48**	**37.8**	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：本表将公司公告中的日产能转换为了年度产能

（三）厨房食品面粉项目

公司募投的 4 个厨房食品面粉项目投产后，预计可带来新增产能为：小麦加工产能 213 万吨/年、面粉加工产能 45 万吨/年。

表 6：厨房食品面粉项目基本情况

序号	项目名称	投资总额（亿元）	募资拟投资额（亿元）	项目规划
1	益海嘉里（霸州）食品工业有限公司年初加工 100 万吨小麦制粉项目	10	7.5	初加工小麦制粉 100 万吨/年
2	益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	8.28	6.4	面粉项目 45 万吨/年
3	东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司厂区（面粉三期项目）	5	3.2	小麦加工 63.3 万吨/年
4	面粉加工项目（重庆）	3.4	2.5	小麦加工 50 万吨/年
	合计	**26.68**	**19.6**	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：本表将公司公告中的日产能转换为了年度产能

（四）厨房食品其他项目

公司募投的 2 个厨房食品其他项目投产后，预计可带来新增产能为：玉米加工产能 100 万吨/年，小麦加工产能 25 万吨/年。

表 7：厨房食品其他项目基本情况

序号	项目名称	投资总额（亿元）	募资拟投资额（亿元）	项目规划
1	黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里（富裕）生物科技有限公司 100 万吨/年玉米深加工项目	18.3	15.5	玉米深加工 100 万吨/年
2	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	7.84	6.7	小麦加工 25 万吨/年、低温豆粕加工 4.5 万吨/年
合计		**26.14**	**22.2**	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：本表将公司公告中的日产能转换为了年度产能

五、收入拆解与盈利预测

（一）收入拆解

预计 2020-2022 年公司主业将保持稳健经营态势，收入增速维持在 10%~15%区间。不过 2021 年新增产能投产较多，同时考虑到 2021 年公司在餐饮端的表现有望显著好于 2020 年，因此增速假设略高于 2020、2022 年。

表 8：金龙鱼营收拆分与未来收入及增速测算（亿元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
收入情况				
整体收入	1,707.43	1,894.44	2,176.51	2,481.00
厨房食品	1,087.83	1,218.37	1,425.49	1,639.32
饲料原料及油脂科技	609.54	664.40	737.48	825.98
其他主营业务	5.12	5.89	6.77	7.79
其他业务	4.94	5.78	6.76	7.91
收入增速				
整体收入	2.20%	10.95%	14.89%	13.99%
厨房食品	9.54%	12.00%	17.00%	15.00%
饲料原料及油脂科技	-8.90%	9.00%	11.00%	12.00%
其他主营业务	17.70%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	17.90%	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）盈利预测与估值分析

预计 2020-2022 年公司实现营业收入 1894/2176/2481 亿元，同比+11.0%/+14.9%/+14.0%；实现归属上市公司净利润 70.03/80.94/93.04 亿元，同比+29.5%/+15.6%/+14.9%。

公司本次公开发行的股份数为 5.42 亿股，发行后总股本为 54.216 亿股。因此，公司 2020-2022 年对应发行后总股本全面摊薄 EPS 为 1.29/1.49/1.72 元，此次发行价格为 25.70 元/股，对应 PE 分别为 19.9X/17.2X/15.0X。

公司发行价格对应的估值水平大幅低于中信调味品板块目前平均 66X（对应 2020 年业绩，Wind 一致预期，算数平均法）的 PE 水平，也显著低于中信其他食品板块平均 37X（假设同上）的 PE 水平。首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

原材料价格异常波动，存货跌价风险，食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	170,743	189,440	217,647	248,096
营业成本	151,276	167,181	191,921	218,622
营业税金及附加	410	471	532	612
销售费用	8,025	8,904	12,406	11,536
管理费用	2,574	2,842	3,482	3,597
研发费用	184	204	234	267
EBIT	8,275	9,839	9,072	13,461
财务费用	554	441	514	588
资产减值损失	(2,102)	1,339	(877)	1,829
投资收益	1,013	980	997	989
营业利润	7,069	9,259	10,645	12,250
营业外收支	(111)	(70)	(90)	(80)
利润总额	6,958	9,189	10,554	12,170
所得税	1,394	1,733	2,053	2,331
净利润	5,564	7,456	8,501	9,838
归属于母公司净利润	5,408	7,003	8,094	9,304
EBITDA	10,601	12,296	11,589	16,008

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	64612	72237	80033	74868
应收账款及票据	6188	6350	7592	8485
预付款项	2536	3538	3639	4386
存货	34551	45981	46721	59586
其他流动资产	4195	4195	4195	4195
流动资产合计	115045	135882	145005	155086
长期股权投资	2347	3327	4324	5312
固定资产	24439	24839	25189	25539
无形资产	12603	13138	13796	14385
非流动资产合计	54386	57022	58491	59713
资产合计	169431	192903	203496	214799
短期借款	73442	73442	73442	73442
应付账款及票据	9993	11169	12750	14565
其他流动负债	2503	2503	2503	2503
流动负债合计	98661	100306	103251	105612
长期借款	2393	2393	2393	2393
其他长期负债	979	979	979	979
非流动负债合计	3373	3373	3373	3373
负债合计	102034	103679	106624	108985
股本	4879	5421	5421	5421
少数股东权益	3676	4128	4536	5071
股东权益合计	67397	89224	96872	105814
负债和股东权益合计	169431	192903	203496	214799

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	2.2%	11.0%	14.9%	14.0%
EBIT 增长率	19.4%	18.9%	-7.8%	48.4%
净利润增长率	5.5%	29.5%	15.6%	14.9%
盈利能力				
毛利率	11.4%	11.8%	11.8%	11.9%
净利润率	3.2%	3.7%	3.7%	3.7%
总资产收益率 ROA	3.2%	3.6%	4.0%	4.3%
净资产收益率 ROE	8.5%	8.2%	8.8%	9.2%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.0	0.9
现金比率	0.7	0.7	0.8	0.7
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	11.9	11.4	11.7	11.5
存货周转天数	85.2	85.3	85.3	85.3
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	1.1	1.3	1.5	1.7
每股净资产	13.1	15.7	17.0	18.6
每股经营现金流	2.7	(0.5)	2.3	(0.2)
每股股利	0.0	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	23.2	19.9	17.2	15.0
PB	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.9	10.6	10.6	8.0
股息收益率	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,564	7,456	8,501	9,838
折旧和摊销	4,394	3,796	1,641	4,376
营运资金变动	4,012	(13,724)	2,495	(14,714)
经营活动现金流	13,391	(2,941)	12,245	(820)
资本开支	7,101	2,690	3,081	2,860
投资	1,327	0	0	0
投资活动现金流	(1,458)	(2,690)	(3,081)	(2,860)
股权募资	106	13,693	0	0
债务募资	334	817	0	0
筹资活动现金流	(13,706)	13,256	(1,368)	(1,484)
现金净流量	(1,772)	7,625	7,796	(5,165)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：金龙鱼发展历程.....3
图 2：公司营业收入变化情况.....3
图 3：主要收入来自境内(2019 年).....3
图 4：公司营业收入变化情况.....6
图 5：公司归母净利润变化情况.....6
图 6：商品衍生金融工具损益和资产减值损失波动大.....6
图 7：厨房食品营收贡献最大.....6
图 8：厨房食品营收增速平稳.....6
图 9：食用油营收占比高.....6
图 10：毛利率稳步提升.....7
图 11：毛利率处于行业正常水平.....7
图 12：金龙鱼股权结构.....7
图 13：我国食用植物油生产及消费量.....8
图 14：小包装食用植物油油种销量份额情况.....8
图 15：小包装食用植物油销售量渠道比重.....9
图 16：2019 年各品类小包装食用植物油销售量渠道比重.....9
图 17：食用植物油规模以上企业数量减少.....9
图 18：小包装食用植物油销量 CR4 稳步提升.....9
图 19：近年大米消费量小幅下降.....10
图 20：大米消费以口粮消费为主.....10
图 21：包装米厂商现代渠道 CR4 比例提升.....10
图 22：金龙鱼包装米现代渠道市场占有率第一.....10
图 23：2015 年后我国小麦产量保持稳定.....11
图 24：我国面粉产量消费量长期稳定.....11
图 25：专用面粉产量增长迅速.....12
图 26：专用面粉占比逐年提升.....12
图 27：2019 年面粉行业前五大公司产量份额.....12
图 28：金龙鱼包装面粉现代渠道市场占有率第一.....12
图 29：我国饲料总产量稳步增长.....13
图 30：我国豆粕产量、消费量增长迅速.....13
图 31：原材料成本是公司主要成本.....14
图 32：主要原材料采购金额.....14
图 33：部分原材料境外采购比例高.....15
图 34：公司前五大供应商采购金额及比例.....15
图 35：产能稳步提升（万吨）.....15
图 36：生产基地遍布全国.....15
图 37：厨房食品各渠道直销毛利均高于经销.....16
图 38：油脂科技经销毛利率高于直销.....16
图 39：经销商数量稳步增长.....17
图 40：新增经销商带动业绩提升.....17
图 41：营收显著高于同行.....17
图 42：归母净利润高于同行.....17
图 43：公司销售费用率处于较低水平.....18
图 44：公司管理费用率低于同行.....18

表格目录

表 1：公司主要产品.....4
表 2：厨房产品主要品牌.....5
表 3：公司主要直销客户情况.....16
表 4：厨房食品综合项目基本情况.....19
表 5：厨房食品食用油项目基本情况.....20
表 6：厨房食品面粉项目基本情况.....20
表 7：厨房食品其他项目基本情况.....21
表 8：金龙鱼营收拆分与未来收入及增速测算（亿元）.....22

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。