

粮油版图扩张，盈利有望修复

华泰研究

2024年12月31日 | 中国内地

首次覆盖

农产品加工

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

37.03

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570522120004
SFC No. BPK020

熊承慧, PhD

xiongchenghui@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570123070139

季珂

jike@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖金龙鱼并给予“增持”评级，目标价 37.03 元(基于 2025 年 50XPE)。金龙鱼是中国粮油行业领军企业，为典型的顺周期弹性标的。其现有业务在 2025 年有望受益于下游需求改善及成本下行所带来的“剪刀差”而实现盈利释放；增量业务央厨、包装米等发力可期。

壁垒分析：全产业链布局，兼具工业品和消费品双重优势

公司业务涵盖大豆、水稻、小麦等农产品全产业链，竞争壁垒：1) 供应链完善，采购端背靠国际粮商，生产端利用产能集聚与循环经济，有效实现降本增效；2) 产品多，公司食用油产品覆盖多个利基市场，围绕健康需求打造畅销单品；3) 品牌强，公司各类厨房食品之间实行品牌共享，有助于新产品迅速开拓市场；4) 渠道广，销售网络覆盖全国。

短期看点：顺周期弹性标的，关注需求改善及成本下降的“剪刀差”

通过拟合公司毛利率 YoY 与大豆、小麦原材料价格 YoY、以及社零中粮油+餐饮的 YoY 变动，我们发现，需求或为影响公司盈利能力弹性的关键，成本仅边际扰动。在下游消费需求旺盛时，即使成本处高位，公司亦可通过产品升级等促进毛利率的高位再升、提价或更通畅。而在下游需求偏弱时，成本下行所贡献的盈利弹性或有限。展望 2025 年，我们认为内需有望温和复苏，同时考虑到大豆等成本处低位，公司主业盈利有望修复。

长期增量：央厨业务利好长远，大米、调味品稳健发展

1) 央厨食品市场空间大、增速高。公司致力于打造以粮食类主食为核心的中餐工业化平台，采用自营+招商双模式推动央厨业务发展，头部企业资金、渠道等强劲，产业园思维贡献差异化竞争优势。2) 大米业务：有望享受行业包装化及品牌化发展红利；3) 调味品业务看好其未来与央厨业务协同。

我们与市场观点不同之处

市场担忧公司营收成长性，我们认为：1) 粮油板块仍有结构化升级空间；2) 央厨食品等有望贡献增长动能。公司核心关注点为需求、成本仅边际扰动。

盈利预测与估值

我们预测公司 24-26 年归母净利润 22.3/40.1/66.8 亿元 (yoy-22%/+80%/+67%)。参考公司上市以来估值中枢 69XPE 和可比公司 Wind 一致预期 29XPE，考虑到公司在食用油行业中的较强壁垒，我们给予公司 2025 年 50XPE，对应目标价 37.03 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：原料成本波动超预期，行业竞争加剧风险，消费复苏不及预期，食品安全风险等。

经营预测指标与估值

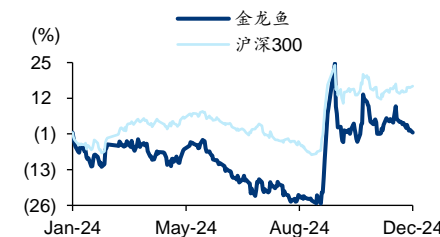
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	257,485	251,524	236,152	255,314	286,277
+/-%	13.82	(2.32)	(6.11)	8.11	12.13
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,011	2,848	2,232	4,014	6,684
+/-%	(27.12)	(5.43)	(21.61)	79.80	66.52
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.56	0.53	0.41	0.74	1.23
ROE (%)	3.43	3.16	2.42	4.23	6.71
PE (倍)	59.92	63.36	80.82	44.95	27.00
PB (倍)	2.03	1.97	1.94	1.87	1.76
EV EBITDA (倍)	31.46	31.79	30.11	22.58	16.89

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	37.03
收盘价 (人民币 截至 12 月 30 日)	33.28
市值 (人民币百万)	180,431
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	323.02
52 周价格范围 (人民币)	24.83-41.47
BVPS (人民币)	17.05

股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	136,126	149,450	147,104	158,636	172,158
现金	39,462	59,296	55,672	60,190	67,489
应收账款	11,042	11,643	11,972	12,344	12,550
其他应收账款	3,494	2,217	3,145	2,652	3,848
预付账款	4,411	2,872	3,966	3,426	4,862
存货	53,066	47,589	46,623	54,112	57,555
其他流动资产	24,652	25,832	25,726	25,912	25,854
非流动资产	91,817	89,050	92,015	91,311	91,319
长期投资	2,918	2,988	3,213	3,394	3,566
固定投资	36,131	40,363	42,196	42,634	43,173
无形资产	14,756	14,882	15,360	15,772	16,288
其他非流动资产	38,012	30,817	31,246	29,511	28,291
资产总计	227,943	238,500	239,120	249,947	263,477
流动负债	116,486	129,959	130,682	140,248	149,709
短期借款	88,013	95,401	107,520	111,930	122,324
应付账款	6,079	8,964	7,039	8,931	8,772
其他流动负债	22,394	25,594	16,123	19,386	18,613
非流动负债	18,174	12,576	10,797	8,546	6,406
长期借款	15,722	10,358	8,578	6,327	4,188
其他非流动负债	2,452	2,218	2,218	2,218	2,218
负债合计	134,660	142,535	141,479	148,793	156,115
少数股东权益	4,576	4,469	4,515	4,555	4,623
股本	5,422	5,422	5,422	5,422	5,422
资本公积	36,681	36,662	36,662	36,662	36,662
留存公积	46,740	49,171	51,449	55,503	62,254
归属母公司股东权益	88,707	91,496	93,126	96,598	102,740
负债和股东权益	227,943	238,500	239,120	249,947	263,477

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	725.19	14,921	180.33	5,615	3,226
净利润	3,125	2,785	2,278	4,054	6,751
折旧摊销	3,351	3,651	3,590	3,770	3,974
财务费用	709.49	63.52	1,234	1,372	1,350
投资损失	(18.51)	(1,235)	(2,035)	(1,540)	(1,489)
营运资金变动	(5,724)	10,135	(4,964)	(1,806)	(7,121)
其他经营现金	(717.64)	(479.26)	77.38	(235.53)	(238.63)
投资活动现金	(11,953)	(17,681)	(4,621)	(1,316)	(2,283)
资本支出	(11,361)	(10,699)	(6,250)	(2,802)	(3,815)
长期投资	(2,673)	(11,460)	(225.39)	(180.71)	(172.18)
其他投资现金	2,081	4,478	1,854	1,667	1,704
筹资活动现金	13,225	13,276	817.10	218.38	6,356
短期借款	9,290	7,388	12,119	4,411	10,393
长期借款	4,719	(5,365)	(1,779)	(2,251)	(2,139)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	82.85	(18.67)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(866.67)	11,271	(9,522)	(1,941)	(1,897)
现金净增加额	2,284	10,595	(3,624)	4,517	7,300

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	257,485	251,524	236,152	255,314	286,277
营业成本	242,868	239,366	224,044	239,556	265,553
营业税金及附加	633.52	663.61	684.84	510.63	572.55
营业费用	5,986	6,073	5,904	7,149	8,302
管理费用	3,290	3,524	3,424	3,574	4,008
财务费用	709.49	63.52	1,234	1,372	1,350
资产减值损失	(161.82)	(137.89)	(47.23)	(51.06)	(57.26)
公允价值变动收益	(262.07)	438.32	(110.00)	200.00	200.00
投资净收益	18.51	1,235	2,035	1,540	1,489
营业利润	3,817	3,391	2,718	4,840	8,089
营业外收入	112.49	92.65	100.00	90.00	90.00
营业外支出	64.10	67.66	40.00	45.00	45.00
利润总额	3,866	3,416	2,778	4,885	8,134
所得税	740.67	630.60	500.04	830.41	1,383
净利润	3,125	2,785	2,278	4,054	6,751
少数股东损益	113.94	(62.72)	45.56	40.54	67.51
归属母公司净利润	3,011	2,848	2,232	4,014	6,684
EBITDA	7,423	6,979	7,579	10,002	13,429
EPS (人民币, 基本)	0.56	0.53	0.41	0.74	1.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.82	(2.32)	(6.11)	8.11	12.13
营业利润	(40.63)	(11.18)	(19.84)	78.06	67.14
归属母公司净利润	(27.12)	(5.43)	(21.61)	79.80	66.52
获利能力 (%)					
毛利率	5.68	4.83	5.13	6.17	7.24
净利率	1.21	1.11	0.96	1.59	2.36
ROE	3.43	3.16	2.42	4.23	6.71
ROIC	2.87	2.38	2.69	4.22	6.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.08	59.76	59.17	59.53	59.25
净负债比率 (%)	73.55	59.88	65.28	60.66	58.03
流动比率	1.17	1.15	1.13	1.13	1.15
速动比率	0.65	0.73	0.71	0.70	0.71
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.08	0.99	1.04	1.12
应收账款周转率	25.95	22.17	20.00	21.00	23.00
应付账款周转率	41.97	31.82	28.00	30.00	30.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.53	0.41	0.74	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	2.75	0.03	1.04	0.60
每股净资产(最新摊薄)	16.36	16.88	17.18	17.82	18.95
估值比率					
PE (倍)	59.92	63.36	80.82	44.95	27.00
PB (倍)	2.03	1.97	1.94	1.87	1.76
EV EBITDA (倍)	31.46	31.79	30.11	22.58	16.89

正文目录

投资要点	6
我们与市场观点不同之处	6
金龙鱼：深耕中国市场的粮油龙头	7
财务分析：收入呈上升趋势，盈利周期波动	9
股权结构：控股股东持股比例达 90%	12
行业分析：食用油市场已迈入成熟期，结构化升级为机遇	13
壁垒分析：兼具工业品和消费品双重优势	18
供应链优势：背靠粮商，极致效率.....	18
产品优势：倡导健康，品质为先	20
品牌优势：品牌共享，积淀势能	21
渠道优势：密集网络，触达客户	22
短期看点：关注需求改善及成本下降的“剪刀差”	25
顺周期标的，需求或为核心，成本仅边际扰动.....	25
长期增量：央厨业务利好长期，大米、调味品稳步发展	29
央厨业务：自营+招商并举，着眼未来、利好长期.....	29
大米：包装化、品牌化红利仍存	31
调味品：供应链及渠道能力复用，看好未来与央厨业务协同.....	32
股价复盘及投资建议	35
股价复盘.....	35
盈利预测和估值.....	36
风险提示.....	38

图表目录

图表 1：金龙鱼产品矩阵及业务模式.....	7
图表 2：2023 年金龙鱼营收结构拆分（估算）	7
图表 3：2023 年金龙鱼毛利润拆分（估算）	7
图表 4：金龙鱼发展历程.....	8
图表 5：金龙鱼主要工段产能情况	8
图表 6：2007 年至 2024Q1-Q3 公司营业收入及增速.....	9
图表 7：公司分业务营收结构（2024H1）	9
图表 8：2017-2024H1 公司厨房食品业务销量与均价	10
图表 9：2017-2024H1 公司饲料原料及油脂科技业务销量与均价	10
图表 10：公司营业成本结构（2023 年）	10
图表 11：公司主要采购原料结构（2023 年）	10
图表 12：公司 2017A 至 2024Q1-Q3 销售费用及费用率变化.....	11
图表 13：2017-2024H1 公司毛利率与净利率.....	11

图表 14: 2017-2024H1 公司分业务毛利率	11
图表 15: 金龙鱼股权结构 (截至 2024Q3 末)	12
图表 16: 我国食用油行业发展历程	13
图表 17: 中国食用油零售市场规模及增速	14
图表 18: 中国与国际人均食用植物油消费量对比	14
图表 19: 2014-2023 年中国 TOP3 食用油企业市占率表现	14
图表 20: 2014-2023 年中国食用油零售市场公司 CR10	14
图表 21: 2014-2023 年中国 TOP3 食用油品牌市占率表现	15
图表 22: 2014-2023 年中国食用油零售市场品牌 CR10	15
图表 23: 2023 年中国食用油企业市占率表现	15
图表 24: 2023 年中国食用油品牌市占率表现	15
图表 25: 2023 年全球 TOP9 食用油市场及公司市占率、CR3	15
图表 26: 中国食用油消费结构 (2023 年, 销量口径)	16
图表 27: 中国食用油分品种销量增速	16
图表 28: 电商平台高端油种销量增速高于大盘	16
图表 29: 电商平台金龙鱼、鲁花、中粮食用油产品矩阵及价格对比	17
图表 30: 金龙鱼兼具工业品和消费品双重优势, 业务模式已形成飞轮效应	18
图表 31: 国际农产品贸易头部企业	18
图表 32: 公司供应商结构 (2023 年)	19
图表 33: 2017-2023 年中国大豆、小麦、稻谷进口依赖度	19
图表 34: 金龙鱼杭州央厨项目	19
图表 35: 金龙鱼全国生产基地分布	19
图表 36: 金龙鱼大豆精深加工模式	20
图表 37: 金龙鱼水稻循环经济模式	20
图表 38: 金龙鱼首推“1:1:1 黄金比例调和油”	20
图表 39: 金龙鱼首创稻谷“6 步鲜米精控技术”	20
图表 40: 2017 年至 2024Q1-Q3 公司研发费用及占营收的比例	21
图表 41: 公司分业务品牌矩阵	21
图表 42: 金龙鱼各类厨房食品之间实行品牌共享	21
图表 43: 2017-2023 年公司分渠道销售收入及增速	22
图表 44: 公司厨房食品销售结构 (2024H1)	22
图表 45: 公司饲料原料、油脂科技及其他产品销售结构 (2023 年)	22
图表 46: 公司构建多元化经销网络	23
图表 47: 2019 年-2024H1 公司经销商数量	23
图表 48: 中国食用油销售渠道占比	23
图表 49: 公司线上销售模式	23
图表 50: 2023 年双十一期间天猫粮油速食销售额前十品牌	24
图表 51: 2024H1 淘天、京东、抖音食用油销售前十品牌	24
图表 52: 金龙鱼毛利率与上游成本及下游需求表现复盘	26
图表 53: 粮油行业毛利率与上游成本及下游需求表现复盘	27

图表 54: 全球大豆供需平衡表	28
图表 55: 公司使用衍生金融工具对盈利能力影响的测算	28
图表 56: 2019-2026E 中国预制菜市场规模	29
图表 57: 我国预制菜企业注册资本分布	29
图表 58: 金龙鱼的央厨产业园模式, 自营+对外出租并举	30
图表 59: 截至 2024H1, 公司出租央厨产业园公允价值同比增长 382%至 17.1 亿元	30
图表 60: 金龙鱼央厨产业园简介	30
图表 61: 我国厨房主食市场结构 (2023 年估计)	31
图表 62: 2018-2027E 中国大米分类别市场规模	31
图表 63: 中国预包装大米竞争格局 (2022 年)	31
图表 64: 我国大米与食用油发展阶段对比	31
图表 65: 公司包装米产品: 目前, 公司已推出金龙鱼、香纳兰、香满园、金元宝、海皇、鲤鱼、欣百味等大米品牌, 并设立乳玉皇妃、稻米鲜生等高端子系列	32
图表 66: 中国大米、杂粮等分销售渠道市场规模表现: 线上 2018-2022 年 CAGR+28.4%、2022-2027 年预计+15.3%、增速最快	32
图表 67: 2017-2019 年包装米厂商全国现代渠道销售量份额	32
图表 68: 金龙鱼与调味品可比公司毛利率水平对比 (2023 年)	33
图表 69: 2014-2027E 中国调味品 (传统调味+复合调味) 市场规模及 yoy	33
图表 70: 我国调味品行业近期收入、产量及 YoY 表现	33
图表 71: 2022 年调味品市场细分品类市场份额占比	33
图表 72: 公司调味品产品	34
图表 73: 金龙鱼调味品发展历程	34
图表 74: 调味品的客户结构与食用油类似, 主要为 B 端餐饮企业 (48%)、C 端消费者 (37%) 和工业企业 (15%)	34
图表 75: 20 家调味品上市公司 2023 年合计营收同比增速放缓, 2024H1 营收同比仅增长 2.3%	34
图表 77: 金龙鱼上市以来股价复盘 (截至 2024/12/30)	35
图表 79: 可比公司估值表	37
图表 80: 报告提及公司列表	38
图表 81: 金龙鱼 PE-Bands	38
图表 82: 金龙鱼 PB-Bands	38

投资要点

金龙鱼为顺周期标的，下游需求为影响公司主业盈利弹性的核心。2025 年公司粮油主业有望受益于需求改善及成本低位所带来的剪刀差，中长期维度大米、央厨食品及调味品业务有望贡献增量。具体：

- 一、**存量业务有望回暖**：公司为深耕中国市场的粮油巨头，在供应链、产品、品牌及渠道端优势明显。通过复盘公司过往表现，我们认为公司盈利弹性与下游需求相关性较高，成本仅边际扰动。我们预计 2025 年下游消费需求有望回暖，金龙鱼作为典型的顺周期标的，叠加大豆等原材料价格处低位，主业盈利弹性有望释放。
- 二、**增量业务利好长期**：金龙鱼在食用油基础之上通过横纵扩张拓展业务版图，增量业务看点有三：1) 央厨食品系“正餐工业化”趋势下的新兴赛道，市场空间大、增速高。公司致力于打造以粮食类主食为核心的中餐工业化平台，采用自营+招商双模式推动央厨业务发展，头部企业资金、渠道、产品及研发优势强劲，产业园思维贡献差异化竞争优势，长远来看，该业务有望贡献第二增长曲线。2) 大米业务具备市场空间大、包装化率低、竞争格局分散的特征，发展阶段有些类似早期的食用油，但大米因产品属性差异其品牌集中度或不及食用油，但头部企业优势足，也有望在包装化、品牌化发展中享有一定红利；3) 调味品系厨房食品中毛利率较高的优质子赛道，且公司可以有效复用现有厨房食品销售渠道，我们看好其与央厨业务的协同。

我们与市场观点不同之处

市场有观点认为，粮油产品同质化程度高、提价难度大，且行业整体增长速度放缓、进入存量竞争阶段，金龙鱼作为板块龙头，后续增长空间有限。

我们认为公司业绩具备以下增长点：

- 1) **行业层面，长期来看，中国粮油市场存在品质提升的结构化机遇**。中国食用油市场总体上经历了包装化、品牌化阶段，未来这两大趋势有望在低线城市、长尾市场持续推进，同时在消费者健康化诉求提升的背景下，花生油、玉米油等高单价油种占比持续提升，高端化的新趋势有望成为市场扩容的新动力。另外，厨房食品中的细分赛道大米具有市场空间大、包装化率低、竞争格局分散的特征，类似于食用油发展初期，未来头部企业存在进一步扩张的空间。
- 2) **公司层面，金龙鱼在工业品与消费品两个维度均具备龙头优势，有望借势推进央厨等新业务发展**。金龙鱼业务涵盖大豆、水稻、小麦等农产品的全产业链，公司在上游加工环节具备显著的成本优势，在下游销售环节具备多产品、强品牌、广渠道的三重优势，形成飞轮效应。近年来公司积极拓展央厨业务，央厨产业园多建在公司原有粮油生产基地之上，可有效复用公司既有采购及供应链优势。

此外，市场仍有观点认为，原材料成本是影响公司盈利能力的关键因素，原料成本下行对公司盈利能力带来较大幅度的正面影响。我们通过复盘过往公司毛利率变动与上游原材料成本、下游零售及餐饮需求变动后发现，公司盈利能力变动的关键或为需求，当下游需求扩张时，即使成本处高位，公司提价也更为轻松、产品升级逻辑也更为通畅。反之即使成本处低位，下游需求偏弱也将压制公司盈利弹性释放。公司作为粮油巨头、不缺高端产品线及优质产能。若下游消费复苏，叠加原材料价格优势，公司盈利弹性或被放大、央厨等新业务吸引力也有望提升。目前公司正处估值消化阶段，综合考虑之下我们给予公司“增持”评级。

金龙鱼：深耕中国市场的粮油龙头

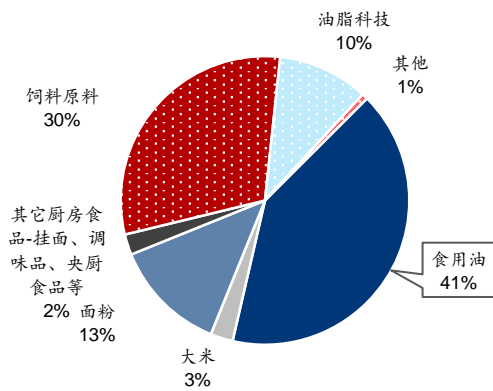
食用油业务为公司营收及毛利润主要来源。益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司（简称“金龙鱼”）成立于1988年，创始人为著名爱国华侨郭鹤年先生（马来西亚国籍）和他的侄子郭孔丰先生（新加坡国籍）。公司主营厨房食品、饲料原料及油脂科技产品加工制造。其中厨房食品主要包括食用油、面粉、大米、调味品及央厨食品等产品。拆分来看，食用油业务为公司主要营收及毛利润来源。我们估算2023年食用油业务营收、毛利润占整体营收比例分别为41%、71%。

图表1：金龙鱼产品矩阵及业务模式



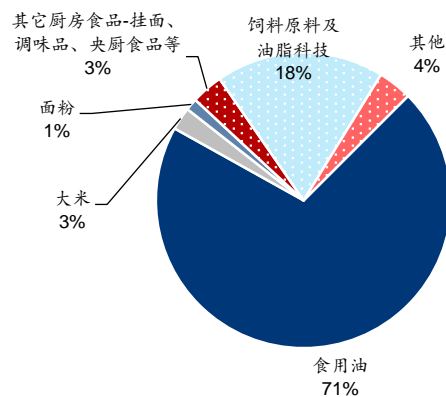
资料来源：公司年报，公司招股说明书，华泰研究

图表2：2023年金龙鱼营收结构拆分（估算）



资料来源：华泰研究估算

图表3：2023年金龙鱼毛利润拆分（估算）



资料来源：华泰研究估算

发展历程：以粮油为基，逐步扩张产业版图。公司乘改革春风进入中国市场，引领小包装油市场发展；通过打造1:1:1调和油革新消费者用油理念，同时奠定了自身在小包装油中的领先地位；随后发展大米、面粉、调味品、速食产品、央厨业务等子板块。

图表4：金龙鱼发展历程



资料来源：金龙鱼官网，华泰研究

产能情况：覆盖油脂加工全产业链，在建产能充裕。据 2023 年年报，公司油籽压榨、油脂精炼、油脂罐装年产能分别达 2837、1180、1558 万吨，覆盖油脂加工全产业链；另外水稻加工、小麦加工年产能分别为 636、1543 万吨。截至 2023 年底，公司油籽压榨、油脂精炼、水稻加工、小麦加工在建产能占现有产能的比例分别为 9%、7%、37%、8%，未来新增产能释放有望带动业绩持续扩张。

图表5：金龙鱼主要工程产能情况

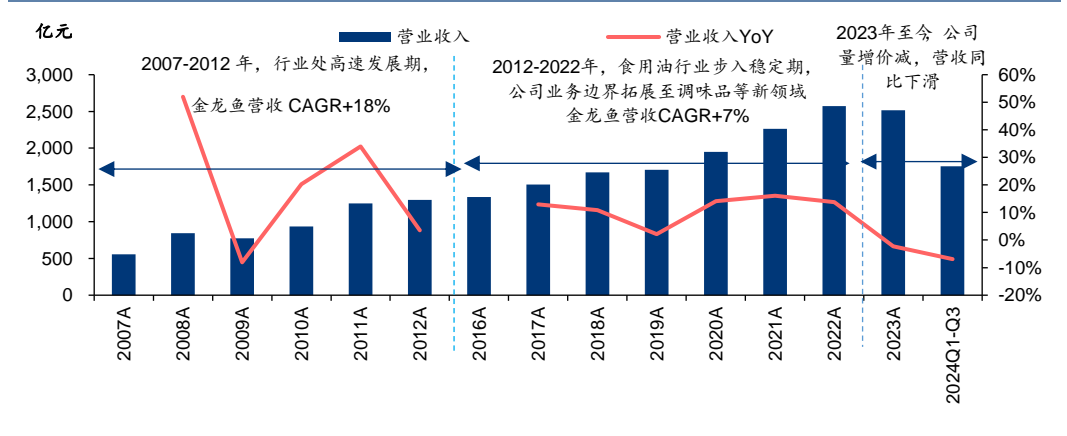
主要工程	现有产能 (千吨/年)	在建产能 (千吨/年)	在建产能占现有产能的比例	产能利用率
油籽压榨	28,372	2,673	9%	47%
油脂精炼	11,797	782	7%	42%
油脂罐装	15,576	-	-	34%
水稻加工	6,363	2,376	37%	77%
小麦加工	15,425	1,287	8%	74%

注：在建年产能=在建日产能×330 工作日，公司招股书披露产能年工作时长为 330-340 个工作日，此处取较短的 330 进行估算；现有产能采取设计产能口径，统计范围为 2023 年 1-12 月，在建产能数据截至 2023/12/31。
资料来源：公司公告，华泰研究

财务分析：收入呈上升趋势，盈利周期波动

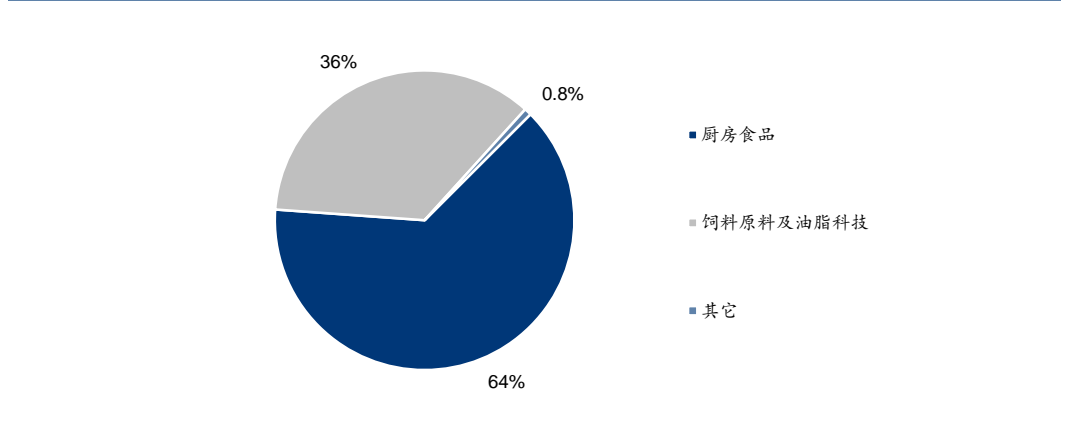
营业收入：历经高速发展（2007-2012 年）、稳定发展（2012-2022 年）两阶段，2023 年略有承压；厨房食品占比 64%。1)2007 年-2012 年公司处高速发展期，营收 CAGR 约 18%，一方面食用油行业正处蓬勃发展期（产量 CAGR+14%），另一方面公司陆续拓展大米（2007 年）、面粉（2008 年）等业务板块，营收规模快速提升；2) 2012 年-2022 年，公司营收 CAGR 约 7%，整体稳健发展。彼时食用油行业进入稳定期，公司陆续拓展业务边界至调味品（2015 年）、花生芝麻压榨（2019 年）、央厨业务（2021 年）等，新增产能逐步释放叠加销售能力扩张助力公司营收开启新一轮增长。2023 年、2024Q1-Q3 公司实现营收 2515 亿元、1755 亿元，分别同比下滑 2.3%、6.9%，主要系产品价格随着大豆、大豆油及棕榈油等价格下跌而有所回落，同时销量增长不及价格下跌影响。分业务来看，2024H1 公司营收中厨房食品约占 64%，饲料原料及油脂科技约占 36%。

图表6：2007 年至 2024Q1-Q3 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：公司分业务营收结构（2024H1）



资料来源：公司公告，华泰研究

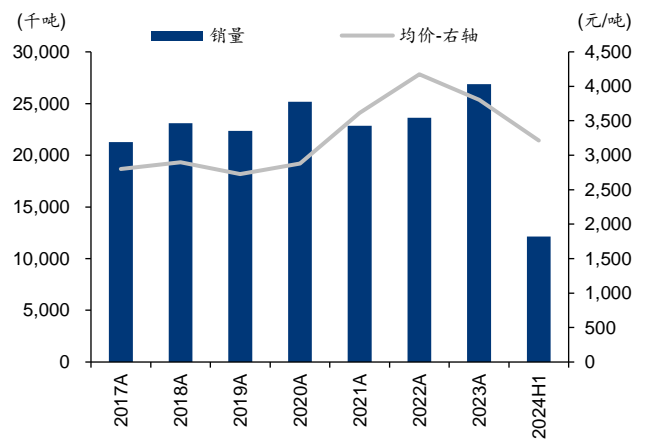
量价拆分来看，1) 量：2020-2022 年厨房食品销量增速较 2018、2019 年有所放缓，主要系疫情期间下游消费需求转弱，且餐饮消费场景受限。2023 年有所复苏，2024H1 销量小幅增长；2019 年饲料原料及油脂科技销量有所下降，主要系非洲猪瘟导致下游生猪存栏规模锐减，饲料需求相应减少，2021 年国内豆粕消费增速仅 1%、需求不及预期，因此公司大豆采购量及压榨量有所下滑。2) 价：2020-2022 年厨房食品、饲料原料及油脂科技销售均价均显著上涨，主要系原材料成本压力部分向下游传导。2023 年、2024H1 二者均价均有所回落，主要系原材料价格下跌及下游消费需求偏弱影响。

图表8：2017-2024H1 公司厨房食品业务销量与均价



资料来源：公司公告，华泰研究

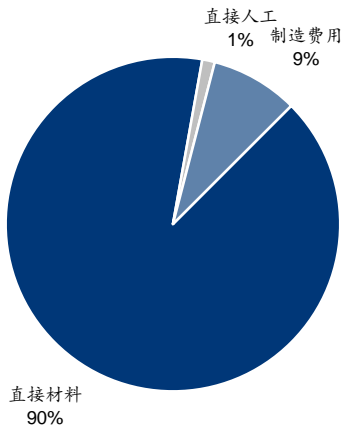
图表9：2017-2024H1 公司饲料原料及油脂科技业务销量与均价



资料来源：公司公告，华泰研究

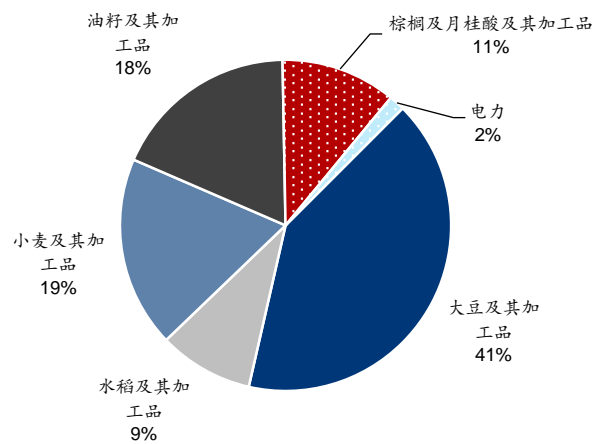
成本结构：直接材料占比达 90%，采购原料以农产品为主。2023 年公司营业成本中直接材料占 90%，制造费用占 8.5%，直接人工占 1.2%。从主要原料采购结构来看，大豆及其加工品占比最高，2023 年占比达 41%，其次为小麦及其加工品、油籽及其加工品、棕榈及月桂酸。

图表10：公司营业成本结构（2023 年）



资料来源：公司公告，华泰研究

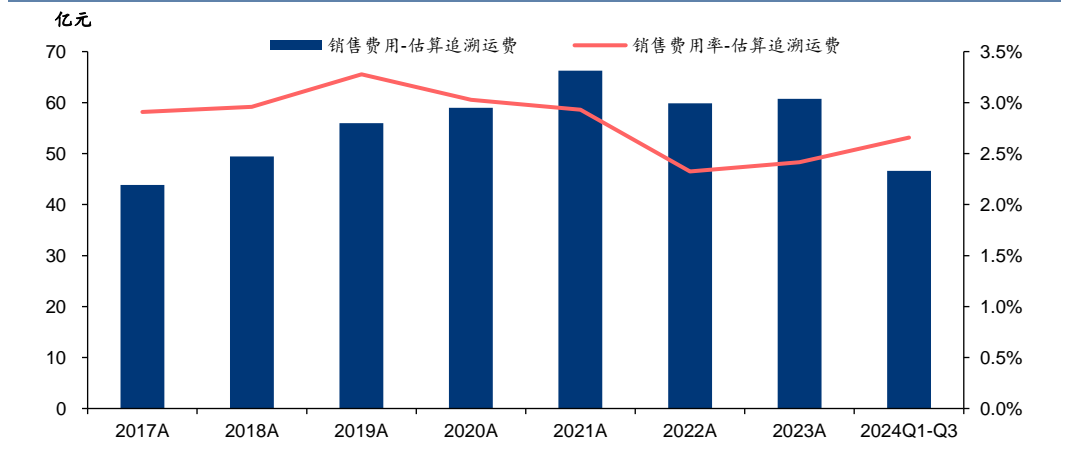
图表11：公司主要采购原料结构（2023 年）



资料来源：公司公告，华泰研究

销售费用率基本稳定，2024H1 边际回升。我们根据 2021 年新收入准则对 2017 年至 2019 年销售费用进行追溯调整。2017 年至 2021 年，公司整体销售费用率保持相对稳定，在 3.0% 左上下，2022 年因企业精益控费、减少促销活动影响费率有所下滑，同比下降 0.6pct；2023 年至 2024 前三季度逐步回升。

图表12: 公司 2017A 至 2024Q1-Q3 销售费用及费用率变化



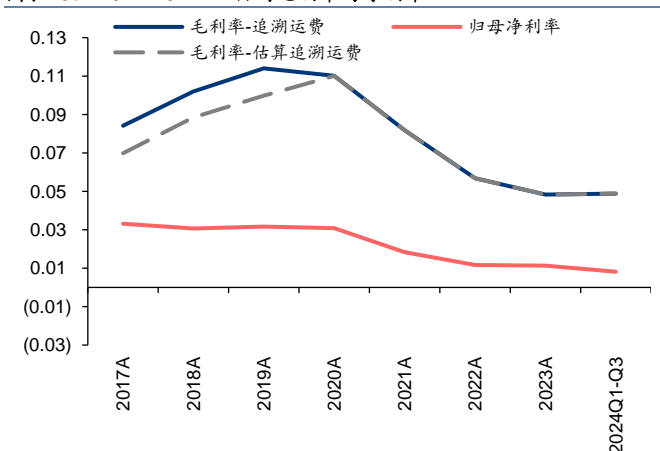
资料来源: Wind, 华泰研究

盈利能力: 受原料成本及下游需求影响, 整体波动较大。我们预计在政策刺激作用下明年消费或有好转, 叠加成本低位, 届时公司盈利弹性有望释放。考虑到 2021 年会计准则调整, 我们参考 2020 年所追溯调整的运费占整体运费比例来对 2016 年至 2019 年的毛利率进行估算调整。2017-2023 年, 公司毛利率水平先升后降, 其中 2017-2020 年从 6.9% 上升至 11.0%, 2020-2023 年又下降至 4.8%, 公司净利率同步波动。2024Q1-Q3 毛利率同比小幅回升; 而净利率却因费用率处高位等影响同比下滑。

我们分析 2020-2022 年公司盈利能力下降的主要原因包括: 1) 大豆等农产品价格上涨导致原材料成本上升, 而粮油产品具备一定“粮食属性”, 价格关乎民生, 因此提价难度大、无法充分转嫁成本压力; 2) 下游零售及餐饮消费整体承压, 同时养殖客户对饲料的需求受制于低猪价, 均对公司盈利能力产生负面影响。2023 年在原材料价格下跌的情况下公司盈利毛利率、归母净利润率同比下降 0.8pct、0.04pct, 主要系高价小麦库存积压及餐饮端竞争激烈影响。2024Q1-Q3, 公司归母净利润率同比下降 33%, 其中厨房食品利润已实现同比正增长, 饲料业务原料业务压榨利润较差拖累公司整体盈利表现。我们认为, 在近期一系列政策刺激作用下, 明年下游消费或有一定改善, 届时在原材料低位及需求回暖所带来的剪刀差促进下, 公司盈利弹性有望释放。

分产品来看, 公司厨房食品毛利率高于饲料原料及油脂科技, 近两年幅度为 4.2pct~5.9pct, 主要系前者具有一定品牌溢价, 而后者产品同质化程度更高、竞争更激烈。

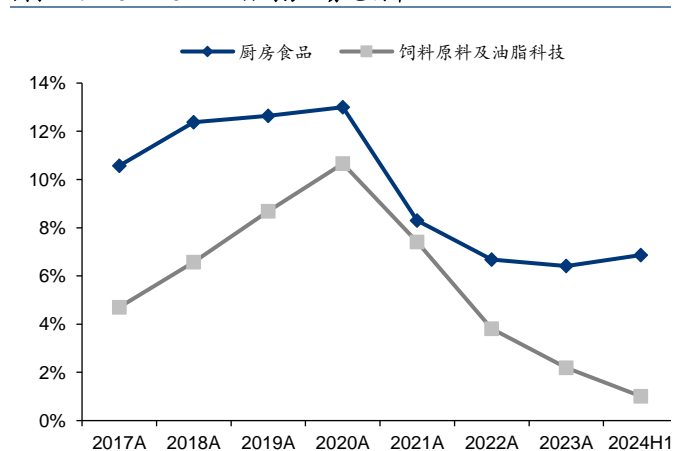
图表13: 2017-2024H1 公司毛利率与净利率



注: 根据 2021 年新收入准则, 对 2020 年毛利率水平进行追溯调整, 将符合要求的运输费用调整至营业成本内。“毛利率-追溯运费”中 2019 年之前的毛利率未调整; 而在“毛利率-估算追溯运费”中, 我们按照 2020 年所调整运费在当期运费中所占比例对 2017 年至 2019 年毛利率进行追溯调整。

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表14: 2017-2024H1 公司分业务毛利率

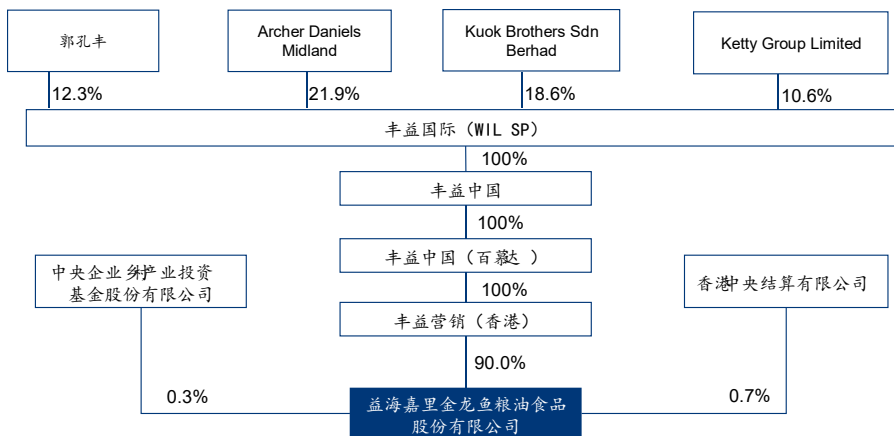


资料来源: 公司公告, 华泰研究

股权结构：控股股东持股比例达 90%

控股股东持股比例达 90%，股权结构稳定。截至 2024Q3 末，丰益国际间接持股达 90.0%，系公司第一大股东，整体股权结构稳定。公司不存在实控人。丰益国际为新加坡上市公司，其中 ADM 持股比例约 22%、郭孔丰持股 12%左右股份、郭氏家族持股比例约 29%。我们估算郭氏集团为第一大股东控制丰益国际约 42%股份。

图表15：金龙鱼股权结构（截至 2024Q3 末）



注：Kerry Group Limited 为郭氏家族的私人企业；丰益国际的股权结构参考招股书披露的 2016-2019 年持股比例平均值
资料来源：Wind，金龙鱼招股书，华泰研究

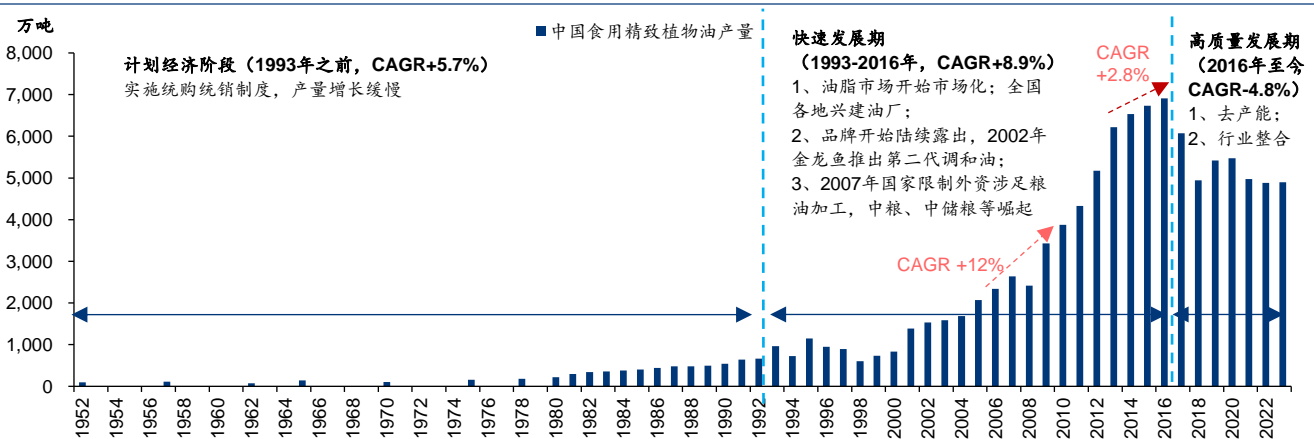
行业分析：食用油市场已迈入成熟期，结构化升级为机遇

我国食用油市场已迈入成熟期，高端化、结构化升级有望助力市场扩容，龙头有望受益。我国食用油市场历经计划经济、快速发展期，现已迈入成熟期。据欧睿，2023 年我国食用油市场规模约 1080 亿元，公司 CR3 约 61%、品牌 CR3 约 54%。其中金龙鱼均位居第一，公司、品牌市占率分别为 38%、33%，龙头优势显著。从行业机遇来看，在消费者健康化诉求提升的背景下，花生油、玉米油等高价油种占比提升有望带动行业扩容，未来伴随消费回暖，该因素对行业的推动力度或更强。

发展历程：我国食用油市场已迈入成熟期。我国食用油行业发展共历经计划经济（1993 年之前）、快速发展（1993 年-2016 年）及成熟期（2016 年至今）三阶段。

- 1) 计划经济阶段（1993 年之前，食用植物油产量 CAGR+5.7%、下同）。**在改革开放之前，中国粮油行业实行统购统销制度，行业发展受限，产量增长缓慢。1993 年，国家取消粮食统销，放开粮食价格和经营，告别“粮票时代”。同年我国食用植物油产量达 965 万吨，同比增长 46%。
- 2) 快速发展期（1993 年至 2016 年，CAGR+8.9%）。**1993 年以后，油脂生产加工逐步市场化，全国各地开始兴建油厂，同时小包装食用油（5L 以下桶装或瓶装的食用油）兴起，金龙鱼、福临门、鲁花等孕育而生。彼时益海于 2004-2005 年在国内新建或合作了 8 个工厂，并于 2006 年新建阿克苏工厂、泰州工厂等，完成全国产能布局。2007 年国家限制外资涉足油脂加工行业，通过补贴支持国产油料发展，中粮集团（福临门）、中储粮（金鼎）等全面进入食用油终端市场。2011 年西王食品（玉米油加工企业）在 A 股上市。值得注意的是，1994 年至 2013 年我国食用精致植物油产量 CAGR 高达 12%，而 2014 年至 2016 年 CAGR 降至 2.8%，二者差异或系行业即将进入稳定期、产能增长速度放缓，且 2015 年我国推行供给侧改革，落后油厂产能开始出清。
- 3) 成熟期（2016 年至今 CAGR-4.8%）。**2017 年 9 月国务院办公厅出《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》，强调增加绿色优质粮油产品供给。政府开始加大油厂整顿力度，去除落后产能，我国食用植物油产量自 2016 年起见顶回落。2016 年至 2023 年产量 CAGR 为-4.8%。与此同时，行业并购整合加快。2017 年，金龙鱼共实施了四次同一控制下的资产重组，丰益国际陆续将其中国境内的经营实体注入益海嘉里公司；同年道道全登陆深交所中小板，成为首家上市的菜籽油企业；2020 年金龙鱼上市；我国食用油行业步入成熟期。

图表 16：我国食用油行业发展历程



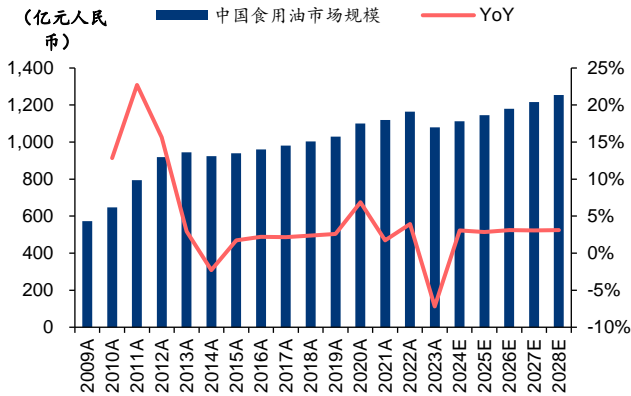
注：食用油是指在食品加工过程中所使用的植物或动物油脂。由于原料来源、加工工艺及健康属性等原因，食用植物油占据我国食用油消费的主导地位、食用动物油占比较低，故而我们以中国食用精致植物油产量口径对我国食用油市场发展历程进行分析。

资料来源：国家统计局，华泰研究

市场规模：2023 年中国食用油市场约 1080 亿元。据欧睿，2009-2023 年中国食用油市场 CAGR 为 4.6%。2023 年我国食用油市场有所收缩，主要系餐饮消费场景受限导致短期需求下滑。欧睿预计 2023-2028 年中国食用油市场 CAGR 为 3.0%。

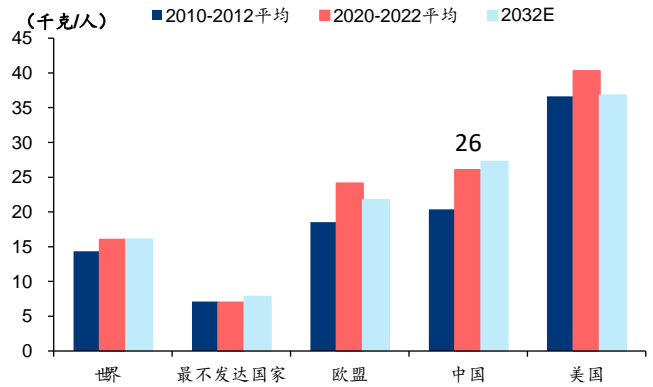
增长空间：中国人均植物油消费水平已经接近发达国家，未来增长空间有限。据世界粮农组织，2020-2022 年我国人均植物油消费约 26 千克/年，已经达到与发达国家相当的水平，2032 年有望增长至 27 千克/年，CAGR 约 0.46%，进一步增长空间有限。反观欧洲和美国，世界粮农组织预计其未来十年人均植物油消费水平有所下降。

图表17：中国食用油零售市场规模及增速



资料来源：欧睿，华泰研究

图表18：中国与国际人均食用植物油消费量对比

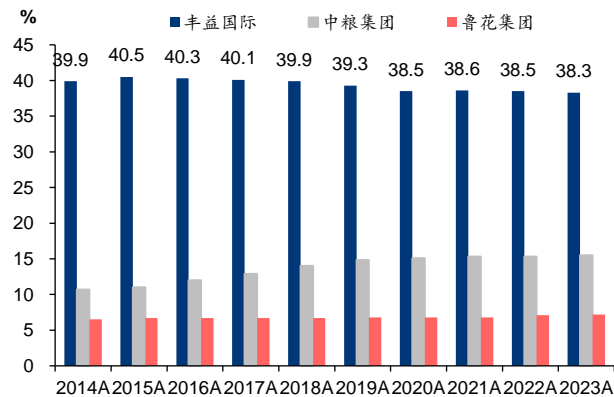


注：2032 年预测数据源自粮农组织，此处植物油消费包含食用（约占 57%）、生产生物柴油（约占 16%）等多种用途。

资料来源：《经合组织-粮农组织农业展望 2023-2032》，华泰研究

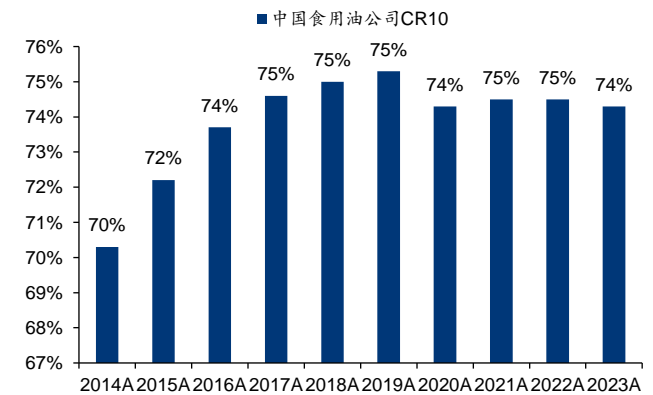
竞争格局：中国食用油市场高度集中、格局稳定；金龙鱼近十年市占率维持 TOP1、未来提升空间或有限。据欧睿数据，2023 年中国食用油市场公司和品牌 CR10 分别为 74%和 69%，较 2014 年增长 4.0pct 和 4.4pct，集中度高位再升。公司份额来看，我国食用油市场格局趋于稳定，近十年来 TOP10 企业名单基本不变，其中丰益国际市占率排名第一，2014 年至 2023 年稳定在 40%左右，与第二名中粮集团的差距保持在 20pct 以上。此外，与其他食用油消费大国 TOP.1 企业市占率相比，金龙鱼的市占率同样遥遥领先。品牌份额来看，金龙鱼旗下有三品牌进入前十名，分别为“金龙鱼”33%、“欧丽薇兰”2%、“胡姬花”2%。2014 年来金龙鱼品牌市占率维持高位、领先第二名福临门（中粮旗下品牌）18pct 以上。

图表19：2014-2023 年中国 TOP3 食用油企业市占率表现



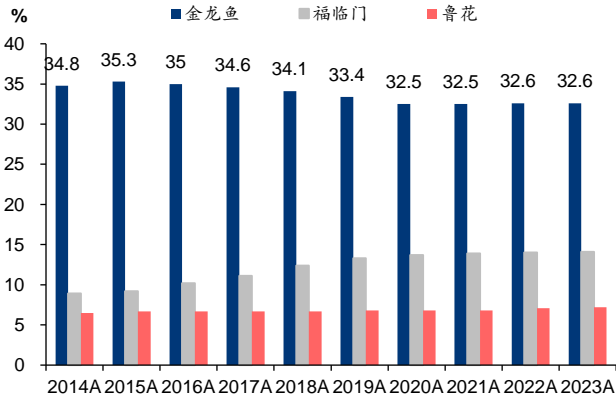
资料来源：欧睿，华泰研究

图表20：2014-2023 年中国食用油零售市场公司 CR10



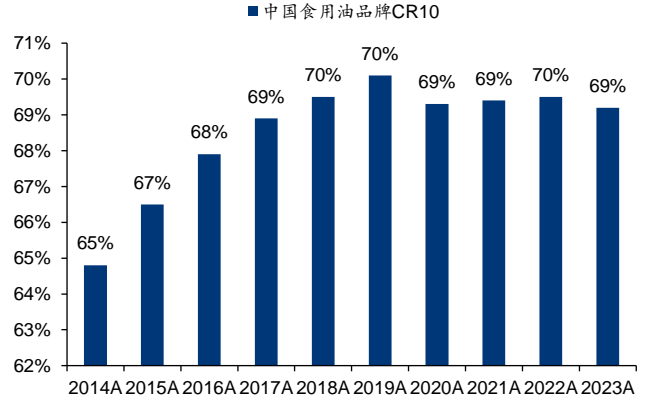
资料来源：欧睿，华泰研究

图表21: 2014-2023年中国TOP3食用油品牌市占率表现



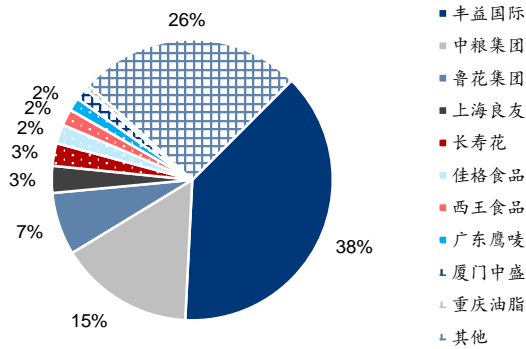
资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表22: 2014-2023年中国食用油零售市场品牌CR10



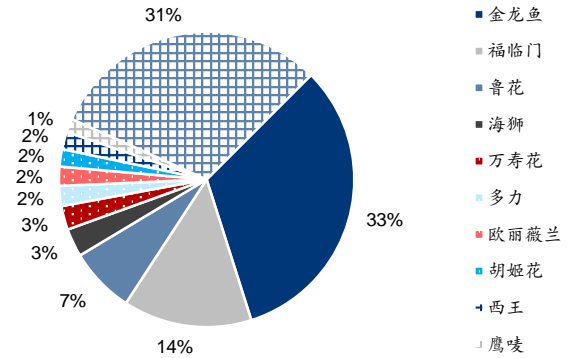
资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表23: 2023年中国食用油企业市占率表现



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表24: 2023年中国食用油品牌市占率表现



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表25: 2023年全球TOP9食用油市场及公司市占率、CR3

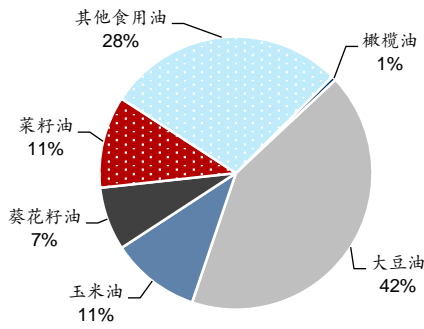
序号	国家	2023年食用油零售规模		第一大食用油企业	市占率	公司 CR3
		(百万美元)				
1	印度	242.82		阿达尼集团	22%	39%
2	中国	155.47		丰益国际/金龙鱼	38%	61%
3	巴西	75.70		邦吉	27%	58%
4	美国	56.22		DeoleoSA	7%	18%
5	土耳其	33.87		邦吉	19%	39%
6	俄罗斯	29.17		YugRusi 集团	23%	42%
7	意大利	26.29		DeoleoSA	14%	25%
8	墨西哥	25.72		Fábrica de Jabón la Corona S de CV	23%	53%
9	越南	25.66		丰益国际	40%	59%

资料来源: 欧睿国际, 华泰研究

消费结构: 以传统的大豆油为主。据欧睿, 2023年我国食用油销量中, 占比最高的为大豆油 (42%), 其次为菜籽油 (11%)、玉米油 (11%)、葵花籽油 (7%)。

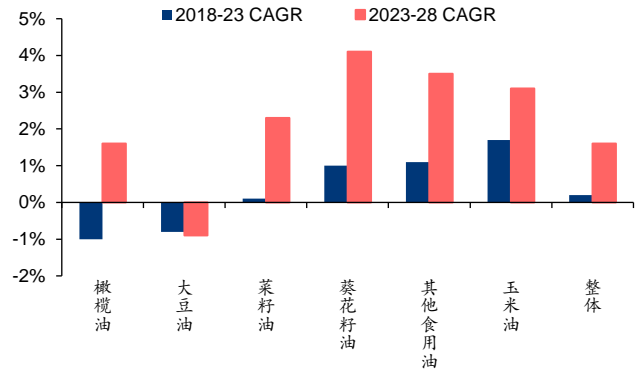
中长期趋势: 食用油高端化带来单价提升与利基市场。在消费者健康化诉求提升的背景下, 我们观察到 2018-23年玉米油、葵花籽油等高单价品种 CAGR 高于大盘, 而大豆油市场有所收缩。据天猫新品创新中心, 2021年5月-2022年4月花生油系平台销售额占比最高的油种, 其均价约 30.8元/升, 显著高于大豆油 (15.9元/升), 另外山茶油等新兴烹饪油种未来有望凭借独特营养成分、高烟点等优势进一步扩大市场份额。我们认为食用油高端化的新趋势有望成为市场扩容的新动力, 伴随未来消费回暖, 高端化成长空间或更足。

图表26：中国食用油消费结构（2023年，销量口径）



资料来源：欧睿，华泰研究

图表27：中国食用油分品种销量增速



注：按 2018-23CAGR 从低到高排序

资料来源：欧睿，华泰研究

图表28：电商平台高端油种销量增速高于大盘

品种	均价 (元/升)	销售额占比	同比增速	营养元素	特点	
常用烹饪油	花生油	30.8	20.1%	6.0%	甾醇、麦胚酚、磷脂、维生素 E	气味芬芳，颜色清亮，易被人体吸收消化
	玉米油	20.4	14.4%	22.1%	植物甾醇、维生素 E、不饱和脂肪酸	口味清新，油性清亮，稳定性好，少油烟
	葵花籽油	27.0	13.1%	10.0%	维生素 E、磷脂、锌铁	芳香浓郁，含有大量的亚油酸等人体必需的不饱和脂肪酸，耐热性好
	菜籽油	17.7	11.3%	4.5%	维生素 A、维生素 E、磷脂	颜色呈深黄色或棕色，有特殊香味，好消化，具有抗氧化性
	橄榄油	146.7	10.7%	-2.2%	角鲨烷、维生素、不饱和脂肪酸	富含不饱和脂肪酸，味道清新可口，适合凉拌冷餐食用
	大豆油	15.9	5.0%	-7.6%	维生素 E、亚油酸、卵磷脂、钙	清澈透明，脂肪酸结构均衡，钙含量丰富
新兴烹饪油	山茶油	175.0	3.5%	7.4%	单不饱和脂肪酸、维生素 E、角鲨烯、谷油酸含量抗衡橄榄油，可降胆固醇，耐高温甾醇	油盐少
	亚麻籽油	46.7	1.7%	-13.1%	亚麻酸、亚油酸	滋养肌肤，可预防慢性疾病，适合冷餐食用
	稻米油	31.1	1.2%	-4.7%	植物甾醇、谷维素、角鲨烯、亚油酸、亚色泽清亮，有天然稻香味，烟点高不易产生油烟	油烟
	核桃油	128.0	0.4%	-69.7%	不饱和脂肪酸、角鲨烯、叶酸、天然 VA、益智健脑，易消化吸收，适合冷餐食用	VD、硒元素

注：均价数据的计算方式为天猫淘宝平台销量靠前的产品单价取均值；销售数据范围为 2021 年 5 月-2022 年 4 月，数据渠道为天猫。

资料来源：天猫淘宝，TMIC 天猫新品创新中心，华泰研究

公司机遇：金龙鱼全面布局各类食用油种，有望在消费升级中抢占先机。我们梳理了金龙鱼、鲁花、中粮三家公司在电商平台销售的主要食用油产品信息，可以看出：

- 1) **常用油种同质化程度高、不同公司定价差异小，新兴油种满足个性化需求、价格区间分布广：**根据我们梳理的数据，三家公司不同品牌的大豆油产品单价在 13-19 元/升之间，玉米油产品单价在 17-22 元/升之间，波动范围较小；而山茶油产品单价在 80-251 元/升之间，价格区间显著更广。我们认为新兴油种利用其富含功能性营养成分的特点，可以为支付能力较高的消费者提供更具针对性的健康用油，具备较强的消费品属性，相应利润空间更大。
- 2) **龙头公司普遍布局多油种，其中金龙鱼产品矩阵最丰富：**金龙鱼全面布局亚麻籽油、稻米油、核桃油等新兴油种，其产品单价显著高于传统的大豆油，可以有效满足长尾市场需求，率先抢占优质利基市场。
- 3) **同一油种中，金龙鱼设立差异化品牌，以覆盖不同价格带：**在调和油、大豆油、菜籽油、葵花籽油等品种下，金龙鱼公司旗下的“金龙鱼”品牌产品单价较“香满园”高出 25%-82%，形成差异化品牌定位。据公司年报，“金龙鱼”“胡姬花”“欧丽薇兰”等品牌定位高端客群，“香满园”品牌定位中端客群，从而有效覆盖不同层次终端受众。


图表29：电商平台金龙鱼、鲁花、中粮食用油产品矩阵及价格对比

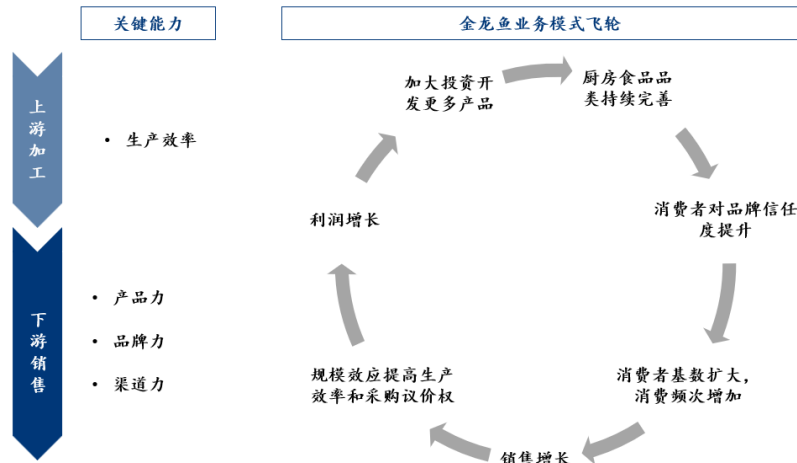
品类	所属公司	所属品牌	产品名称	单价 (元/升)
调和油	金龙鱼	金龙鱼	黄金比例食用调和油	21
			橄榄鲜生零反式脂肪食用植物调和油	28
		香满园	花生香型食用植物调和油	14
			添加特级初榨橄榄油食用植物调和油	15
	鲁花	鲁花	花生香食用植物调和油	26
	中粮	福临门	玉米清香调和油	15
			葵花籽清香食用调和油	15
	大豆油	金龙鱼	金龙鱼	精选大豆油
精炼一级大豆油非转基因				17
香满园			一级大豆油	13
鲁花		鲁花	浓香大豆油	18
			东北熟榨老豆油	19
中粮		福临门	一级大豆油	14
菜籽油	金龙鱼	金龙鱼	外婆乡榨巴蜀风味菜籽油	22
			香满园	纯香菜籽油
			纯正菜籽油	18
	鲁花	鲁花	低芥酸特香菜籽油	17
	中粮	福临门	非转基因纯正菜籽油	17
			家香味老家土榨菜籽油	20
玉米油	金龙鱼	金龙鱼	植物留醇压榨甜香玉米胚芽油	21
			零反式脂肪压榨玉米胚芽油	22
		鲁花	鲁花	压榨玉米油
	中粮	福临门	非转基因压榨玉米油	17
			黄金产地玉米油	17
			营养家活粒鲜胚玉米胚芽油	22
葵花籽油	金龙鱼	金龙鱼	零反式脂肪压榨葵花仁油	22
			e 朵葵花葵花仁油	27
		香满园	压榨葵花籽油	14
	鲁花	鲁花	压榨葵花仁油	32
	中粮	福临门	葵花籽油	17
			营养家黄金小黑葵葵花仁油	57
花生油	金龙鱼	金龙鱼	浓香花生油	25
			特香花生油	39
		胡姬花	特香型花生油	33
			古法小榨花生油	38
			压榨一级花生油	20
	鲁花	鲁花	5S 压榨一级花生油	30
			高油酸花生油	38
	中粮	福临门	小榨炒香压榨一级花生油	24
			家香味沂蒙土榨花生仁油	33
橄榄油	金龙鱼	欧丽薇兰	橄榄油	84
			高多酚特级初榨橄榄油	213
		鲁花	鲁花	特级初榨橄榄油
	中粮	安达露西	纯正橄榄油	147
			特级初榨橄榄油	188
山茶油	金龙鱼	金山茶	100%纯正山茶油	80
			有机冷榨山茶油	251
	鲁花	鲁花	初榨原香山茶油	173
			营养家山茶油	197
亚麻籽油	金龙鱼	金龙鱼	亚麻籽油	26
		金士	KING'S 特级亚麻籽油	34
		鲁花	鲁花	压榨特香亚麻籽油
稻米油	金龙鱼	金龙鱼	优+稻米油	45
		香满园	稻米油	25
	中粮	福临门	稻米油	23
核桃油	金龙鱼	金士	KING'S 零反式脂肪酸核桃油	128

注：相关产品整理自淘宝天猫官方旗舰店，均价取各类规格中单价最低的一款，数据采集时间为 2024 年 2 月中旬
 资料来源：淘宝天猫，华泰研究

壁垒分析：兼具工业品和消费品双重优势

金龙鱼在工业品与消费品两个维度均具备龙头优势，业务模式已形成飞轮效应。公司业务涵盖大豆、水稻、小麦等农产品的全产业链，公司在上游加工环节具备显著的成本优势，在下游销售环节具备多产品、强品牌、广渠道的三重优势，形成飞轮效应。近年来公司积极拓展调味品、央厨食品两大新方向，可复用既有优势，开拓新市场。

图表30：金龙鱼兼具工业品和消费品双重优势，业务模式已形成飞轮效应



资料来源：华泰研究

供应链优势：背靠粮商，极致效率

背靠国际粮商，采购端发挥规模效应。公司粮油业务涉及大宗农产品的全球采购，原料采购成本对公司盈利影响较大。尤其是大豆，2023年我国进口依赖度高达92%。国际农产品贸易市场高度集中，过去“ABCD”，即ADM（ArcherDanielsMidland）、邦吉（Bunge）、嘉吉（Cargill）与路易达孚（LDC）四大粮商垄断了全球70%以上的粮食贸易，近年来中粮、丰益国际、维特拉快速崛起，其中丰益国际系公司控股股东（持股90.0%）、ADM系丰益国际的重要股东（持股约22%）。背靠丰益国际及ADM两大国际粮商，金龙鱼在采购端具备较强的成本控制能力。2023年，公司第一大供应商为丰益国际及其子公司，占比约14.8%、ADM及其子公司为公司第五大供应商，占比约3.4%。

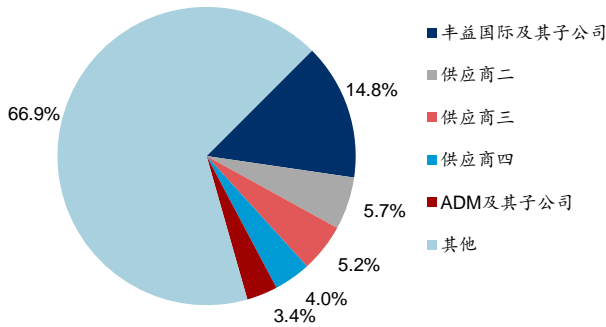
图表31：国际农产品贸易头部企业

证券代码	2023年营收（亿美元）	成立时间	所属国家	农产品贸易规模	
嘉吉 Cargill	未上市	1770	1865年	美国	年均农产品交易量达1.4亿吨以上
中粮 Cofco	未上市	983	1949年	中国	2021年农产品交易量约1.3亿吨
ADM	ADM US	1016	1902年	美国	农产品年交易量超6000万吨
丰益国际 Wilmar	WIL SP	672	1991年	新加坡	2021年农产品贸易及加工量超4000万吨
邦吉 Bunge	BG US	595	1818年	美国	2021年农产品贸易及加工量超1.4亿吨
路易达孚 LDC	未上市	506	1851年	荷兰	每年在全球种植、加工和运输约8000万吨农产品
维特拉 Viterro	VTA ASX	540	2007年	加拿大	2021年全球农产品交易量达9000万吨

注：2023年美元兑人民币采取年度平均汇率7.0423；维特拉Viterro为2022年营收数据

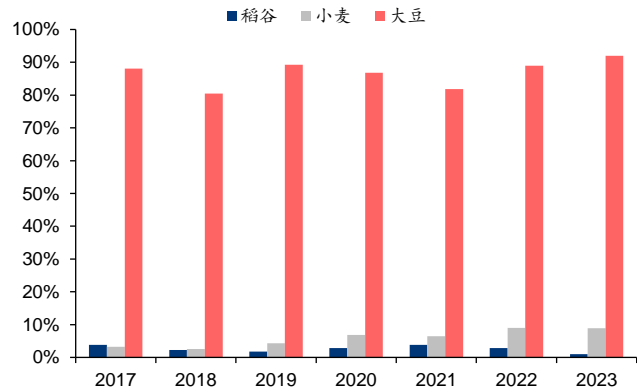
资料来源：Bloomberg，导油网，公司公告，华泰研究

图表32: 公司供应商结构 (2023年)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表33: 2017-2023年中国大豆、小麦、稻谷进口依赖度



注: 进口依赖度=进口量/消费量
资料来源: USDA, 华泰研究

综合企业群模式助力降本增效。公司基于全国战略布局设立综合企业群, 将产业链不同环节的企业集到一个生产基地内, 共享能源、原辅料供应、仓储物流等资源, 生产过程中产成品可直接流向下一环节, 在整体上降低物流与库存成本、提高生产效率、实现规模经济。以杭州央厨项目为例, 园区内包含油脂精炼、油脂包装、水稻加工、面粉厂、中央厨房等多个业务单元以及码头、仓储等配套设施, 涉及产业链各个环节。截至 2024H1, 公司已建成 80 个生产基地, 100 多家生产型企业。

图表34: 金龙鱼杭州央厨项目



资料来源: 金龙鱼官网, 华泰研究

图表35: 金龙鱼全国生产基地分布

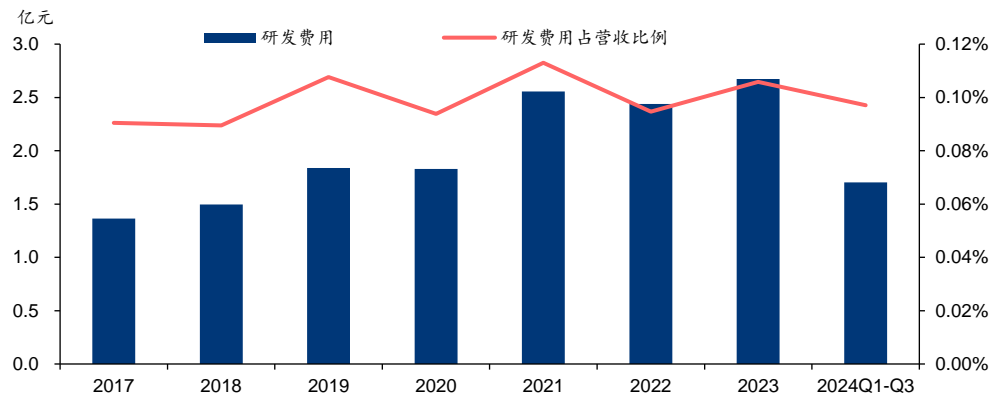


资料来源: 金龙鱼官网, 华泰研究

大力发展农产品精深加工、循环经济, 实现产品附加值最大化。公司对水稻、大豆、小麦、玉米等农产品采取“吃干榨净”式的精深加工, 经过不同的产线生产得到丰富的细分产品, 例如原料大豆可以被加工成约 300 种产品, 包括豆油、食用磷脂、糖蜜、豆皮、酱油豆粕、食用豆粉、豆浆粉等, 较传统加工实现更充分的价值创造。同时, 生产过程中的副产品也会被回收, 完成循环再利用, 具体而言:

- 1) **水稻循环经济:** 生产方面, 通过全产业链精控技术实现节粮减损, 其中收割环节较传统模式可减少约 5% 的田间损失、提高 0.08%-4.70% 的出米率; 副产品方面, 米糠可以制取稻米油, 并提取脂肪酸、米糠蜡、米糠脂、谷维素、阿魏酸等高附加值产品, 稻壳可以燃烧发电, 稻壳灰可以进一步制取活性炭、白炭黑等高附加值产品。
- 2) **油脂循环经济:** 植物油生产形成多种副产品, 公司采用绿色处理技术对废白土、皂脚进行再加工, 得到脂肪酸、甘油等基础油脂科技产品; 并自主开发超临界工艺, 从脱臭馏出物中提取高纯天然维生素 E 和植物甾醇, 同时得到生物柴油。

图表40：2017年至2024Q1-Q3公司研发费用及占营收的比例



资料来源：公司公告，华泰研究

产品质量强管控，行业门槛提高龙头有望受益。金龙鱼坚持全员参与及全员追溯的质量管理，积极建设并实施了从原辅料到产成品的质量和食品安全管理体系。2021年9月公司获中国质量奖提名奖，也是该届中国质量奖入围名单中唯一一家粮油企业。2024年公司被卷入“油罐车”风波，但经核查后公司产品质量并未出现问题，公司作为龙头企业容易被“误伤”。“油罐车”后公司将在工厂附近增设更多洗车点、以及配合管理要求出具相关文书等，整体影响不大。我们认为“油罐车”事件或提高行业食用油运输门槛，管理规范且质量有保障的龙头有望受益。

品牌优势：品牌共享，积淀势能

我国厨房食品行业竞争激烈，公司成功培育核心品牌“金龙鱼”，并建立覆盖高端、中端、大众的品牌矩阵，致力于提升客户忠诚度。

- 品牌维度：**据 Chnbrand 发布的 2023 年中国品牌力指数排行榜，“金龙鱼”第十三年蝉联食用油品牌榜首，“胡姬花”“香满园”分列第 5、第 6 位；同时“金龙鱼”在大米、面粉品牌排行榜上分别位列第 2 位。
- 公司维度：**据 2023 年世界品牌实验室数据，“金龙鱼”品牌价值约 711 亿元；据 2022 年中国食品饮料上市公司品牌价值榜，公司以 1086 亿元的品牌价值位居第 3 位。
- 产品维度：**公司高端品牌“金龙鱼”涵盖食用油、大米、面粉、调味品、央厨食品等业务，中端品牌“香满园”涵盖食用油、大米、面粉、调味品等业务，大众品牌“元宝”涵盖食用油、大米、面粉等业务。在零售端“品牌共享”模式下，同一品牌下半富产品矩阵为消费者提供一站式采购方案，有效提升品牌营销和产品推广效率。

图表41：公司分业务品牌矩阵



资料来源：公司公告，华泰研究

图表42：金龙鱼各类厨房食品之间实行品牌共享



注：浅蓝色底色的品牌为包含多类厨房食品产品。

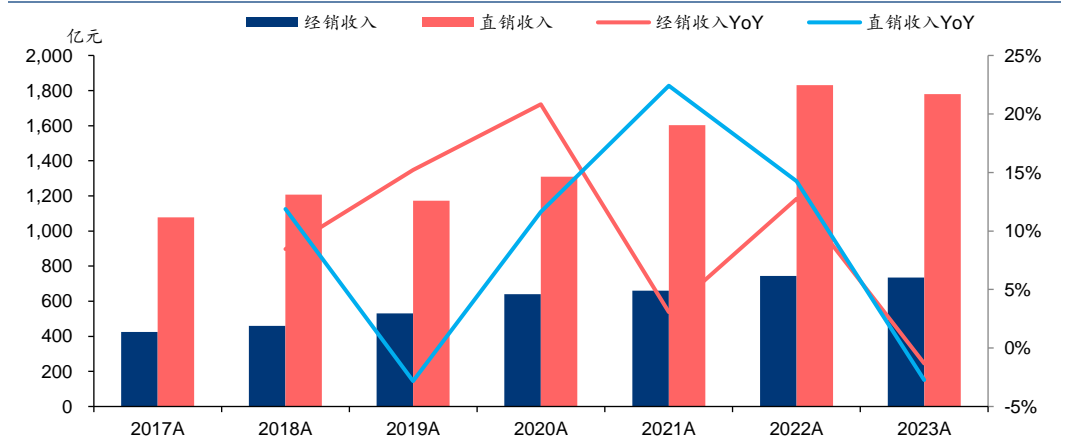
资料来源：金龙鱼官网，华泰研究

渠道优势：密集网络，触达客户

金龙鱼分业务采取适宜的销售方式，其中厨房食品经销与直销并重，饲料原料、油脂科技及其他以直销为主。具体而言：

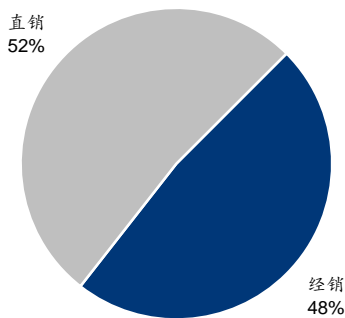
- 1) **厨房食品业务**：2024H1 年经销、直销收入占比分别为 48%、52%。经销客户包括 1) 零售渠道下的农贸市场、粮油批发店、福利团购，2) 餐饮渠道下的中小餐饮、快餐连锁，3) 食品工业渠道下的小型或区域性的食品工业企业；直销客户则为三类渠道下的大型企业。
- 2) **饲料原料、油脂科技及其他业务**：2023 年直销占比达 99.7%，客户主要为饲料生产企业、日化及快消企业以及大型贸易商。
- 3) **公司厨房食品餐饮渠道及 C 端零售渠道占比较高**。据公司 2023/8/17 投关交流，2023H1 公司 B 端餐饮渠道、C 端零售渠道、食品工业渠道占厨房食品营收比例分别为 40%、40%、20%。

图表43：2017-2023 年公司分渠道销售收入及增速



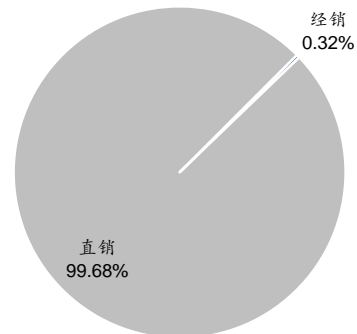
资料来源：公司公告，华泰研究

图表44：公司厨房食品销售结构（2024H1）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表45：公司饲料原料、油脂科技及其他产品销售结构（2023 年）



资料来源：公司公告，华泰研究

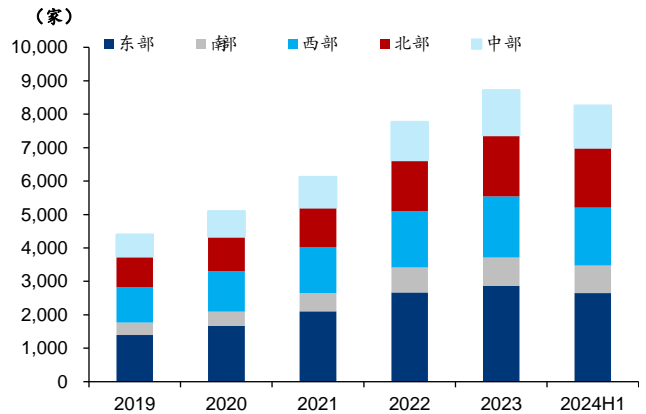
公司构建多元化经销网络，推动渠道下沉。据公司官网及投关纪录（2023 年 5 月 4 日、2023 年 10 月 31 日），公司直接覆盖的 C 端客户数超过 120 万个，间接覆盖的终端客户数超 30 万个；通过餐饮渠道触达终端客户数 60 多万个。公司在充分开发大中城市的基础上，实现销售渠道的高度下沉。目前在 C 端渠道，沿海经济发达区域内，公司产品可以下沉到极；中部地区可以做到 缮全覆盖以及部分 椒区域覆盖。 B 端渠道内县级区域覆盖率约 70%~80%。截至 2024H1，公司在全国范围内共有 8257 家经销商，较 2023 年末减少 465 家，主要系公司淘汰掉部分落后的经销商所致，同时公司针对分散在不同事业部的经销商的户头进行合并；报表口径下剔除掉户头合并影响后的经销商数量变化不大。

图表46：公司构建多元化经销网络



资料来源：金龙鱼官网，华泰研究

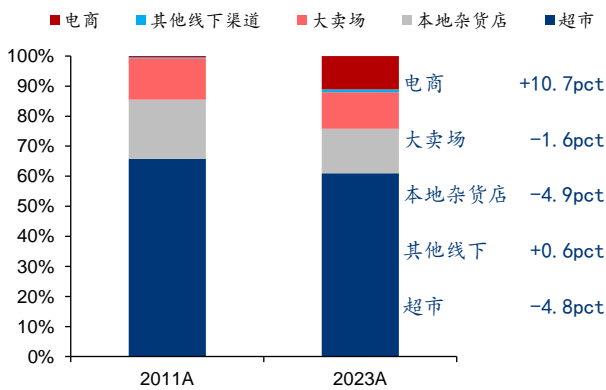
图表47：2019年-2024H1公司经销商数量



资料来源：公司公告，华泰研究

公司发力快速增长的电商渠道，多维布局寻觅增量。线下渠道仍为我国粮油产品销售的主阵地，但是近年来电商渠道销售占比快速增长。据欧睿，2023年我国食用油销售中电商渠道占11.1%，较2011年增长10.7pct。面对新渠道崛起，金龙鱼率先布局电商，打通线上销售模式，合作的电商平台包括传统电商、社区零售电商、生鲜电商、兴趣电商等多种类别，抢占粮油产品线上化红利。

图表48：中国食用油销售渠道占比



资料来源：欧睿，华泰研究

图表49：公司线上销售模式



资料来源：公司公告，华泰研究

电商渠道布局卓有成效，大促销售表现亮眼，金龙鱼站稳脚跟。据久谦数据，2023年双十一期间，在天猫平台粮油速食领域，公司旗下“金龙鱼”销售额超1亿元、排名第一，“胡姬花”排名第七。据魔镜数据，淘天平台内食用油的牌集中度且格局相对稳定。1) 24H1淘天平台内食用油 TOP5 品牌销售额占比 50%-60%，而 TOP6-10 品牌市占率则为 10%-13%。2) 2024H1vs2023 年榜单，TOP10 席位仅有第十名发生了变动。金龙鱼位列 24H1 淘天榜单第一。在京东、抖音渠道，公司表现依旧亮眼。

图表50: 2023年双十一期间天猫粮油速食销售额前十品牌

品牌	销售额	销量
金龙鱼	1亿+	250万-500万
空刻	1亿+	75万-100万
鲁花	7500万-1亿	100万-250万
福临门	5000万-7500万	75万-100万
十月稻田	5000万-7500万	100万-250万
白象	5000万-7500万	100万-250万
胡姬花	5000万-7500万	50万-75万
柴火大院	2500万-5000万	75万-100万
海天	2500万-5000万	100万-250万
康师傅	2500万-5000万	100万-250万

注: 统计数据时间范围为 2023.10.24-2023.11.11。

资料来源: 久谦数据, 华泰研究

图表51: 2024H1 淘天、京东、抖音食用油销售前十品牌

	2024H1 天猫淘宝	销售额 (亿)	市占率	2023 天猫淘宝	2024H1 京东	2024H1 抖音
1	金龙鱼	4.03	23.30%	金龙鱼	鲁花	福食坊
2	鲁花	2.89	16.70%	鲁花	金龙鱼	玥香坊
3	福临门	1.42	8.20%	福临门	胡姬花	黔家福
4	多力	1.03	6.00%	多力	福临门	鲁花
5	胡姬花	0.95	5.50%	胡姬花	多力	长寿花
6	长寿花	0.53	3.00%	欧丽薇兰	长寿花	福禹香
7	欧丽薇兰	0.26	1.50%	长寿花	家香味	多力
8	西王			西王	西王	金龙鱼
9	道道全			道道全	山姆	水西厨娘
10	元宝			谷维多	1号会员店	善百年
	总计	17.3				

资料来源: 魔镜数据, 华泰研究

短期看点：关注需求改善及成本下降的“剪刀差”

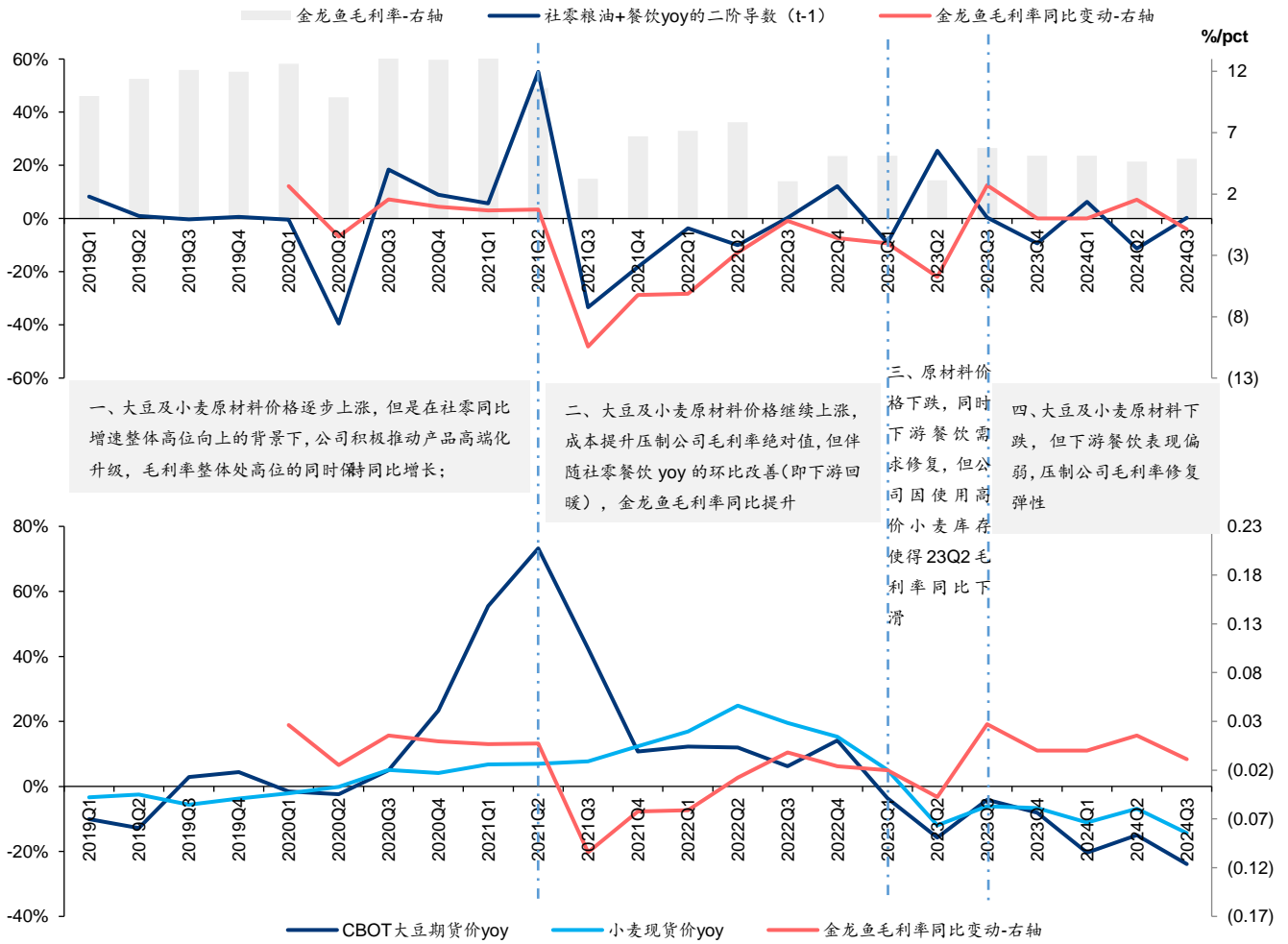
顺周期标的，需求或为核心，成本仅边际扰动

复盘：我们以社零数据中粮油零售额及餐饮收入总和的同比增速变动作为公司衡量下游景气度好坏的指标，考虑到上一季度的景气回升往往对下一季度的粮油采购产生推动作用，我们使用该指标的（T-1）阶段与金龙鱼毛利率同比变动进行拟合。结合大豆等原材料成本端变动，我们将公司毛利率变化分为以下四阶段：

- 一、成本及需求双高，毛利率高位再升（2019Q1-2021Q2）。**从社零（粮油+餐饮）同比增速的角度看，2019年、2020年、2021H1分别为8.2%、-6.8%、11.8%。即社零（粮油+餐饮）同比增速呈倒“V”型，2021年（经历第一年疫情后）下游消费快速反弹，市场给予消费更多信心，金龙鱼在当时虽面临成本端的上涨，但仍可依靠下游需求的快速复苏推动产品的高端化升级，公司毛利率高位再升。
- 二、成本高位再增、需求从低位回暖，毛利率同步回暖（2021Q2-2023Q1）。**21Q2开始社零（粮油+餐饮）增速下滑严重，下游需求不振使得公司毛利率同步下跌。而伴随后续下游景气回升，公司毛利率同比下降幅度收窄、同步回暖。此时大豆及小麦成本处高位、对整体毛利率产生压制。
- 三、成本下降、需求回暖，但毛利率反向变动（2023Q1-2023Q3）。**2023Q2大豆、小麦现货价格成本同比下降15.7%、15.1%，对应社零（粮油+餐饮）二阶导数同比提升25.6%，但是公司毛利率同比下降5pct，系公司使用高价小麦库存影响。
- 四、成本下降、需求偏弱，毛利率低位震荡（2023Q3-2024Q3）。**2023Q3以来，大豆及小麦价格持续走低，但下游社零（粮油+餐饮）需求持续偏弱，公司毛利率缺乏向上弹性支撑，即使大豆、小麦成本已下跌到比2021年更低，公司毛利率同样低位震荡。

总结：金龙鱼作为国内粮油巨头，在供应链及产品、品牌等方面具备较强优势，公司本身不缺高端产能及产品线支撑。且当下游消费需求转好时，即使成本较高，公司也可进行产品的高端化升级，从而实现毛利率的高位再升。粮油属于刚需消费品，消费者决策周期短、价格敏感度高，若内需复苏动力增强，粮油的升级或更为快速直接；而当下游消费需求不振时，成本下降对毛利率提升的刺激或减弱。

图表52: 金龙鱼毛利率与上游成本及下游需求表现复盘

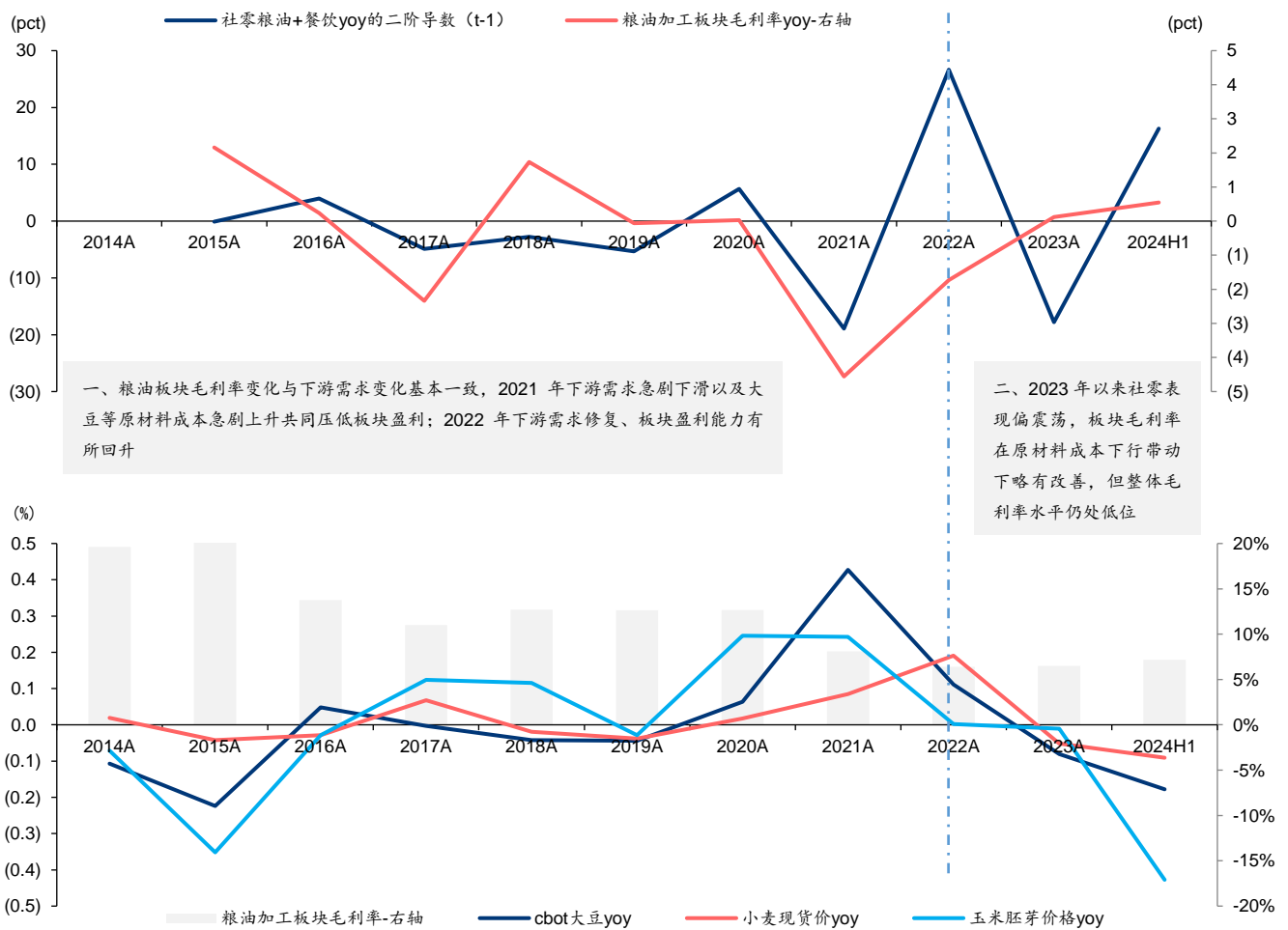


注:考虑到上一季度的需求回暖或促进下一季度零售商及餐饮企业对粮油产品的采购,我们用社零粮油+餐饮 yoy 的二阶导数 (t-1) 与公司毛利率同比变动进行拟合,下同;

资料来源:国家统计局,美国农业部,汇易网,公司公告,华泰研究估算

行业层面同样存在相似趋势。2015-2022 年,粮油板块毛利率变化与下游需求表现基本一致,2022 年下游需求修复、板块盈利能力有所回升;2023 年以来下游需求偏震荡,板块毛利率在原材料成本下行的刺激作用下略有改善,但整体毛利率水平仍处于较低位置。

图表53：粮油行业毛利率与上游成本及下游需求表现复盘



注：考虑到上一季度的需求回暖或促进下一季度零售商及餐饮企业对粮油产品的采购，我们用社零粮油+餐饮 yoy 的二阶导数 (t-1) 与公司毛利率同比变动进行拟合；粮油加工板块毛利率包含京粮控股-油脂油料，西王食品-植物油，道道全-食品加工，金龙鱼-厨房食品，金健米业-粮油食品加工业，克明食品-食品加工 6 家公司的 6 大板块。注：2014、2015 中毛利率不包含京粮控股与金龙鱼，2016 年不包含金龙鱼，2017 年之后的毛利率水平 6 家公司全部包含在内。

资料来源：国家统计局，美国农业部，汇易网，公司公告，华泰研究估算

展望：成本或仍有下探空间。 随着旧作大豆丰产或已确定，2024/25 年度全球大豆供需趋于宽松。美国和南美四国（阿根廷、巴西、巴拉圭、乌拉圭）为世界大豆主要出口国，2023/24 年度两大地区大豆出口额占全球的 26%、68%。考虑到 2023/24 年度厄尔尼诺现象为阿根廷、巴拉圭、乌拉圭带来较好的降雨，带动大豆单产恢复至偏高水平，USDA 预计南美四国大豆总产量有望达 2.16 亿吨，同比增长 9.3%，贡献全球大豆市场主要增量。全球来看，USDA 预计 2024/25 年度全球大豆期末库存同比增长 17.2%，期末库销比达 22.6%，同比增长 2.5pct，为近 6 年来的最高位，全球新作大豆供需格局较宽松。

关注明年需求改善及成本下降所带来的剪刀差。 近期消费在一系列政策刺激下有所好转，金龙鱼作为顺周期标的在股价上已有反应。12 月中央政治局会议、中央经济工作会议等都表示要大力提振消费，实施提振消费专项行动等，或彰显政府明年刺激消费、扩大内需的决心。同时结合 2024/11/04 华泰宏观团队外发报告《〈内需温和回升，外围波动加大〉》，在低关税、高关税的测算情形下，2025 年全年社会消费品零售总额分别同比增长 5.0%、3.7%，2024 年为 3.4%。综上，我们认为明年消费整体有望温和复苏。对公司而言，下游零售及餐饮端消费起量，二者对上游粮油中高端产品的接受度提高、更利于公司销售高毛利率产品。需求改善叠加原材料成本下降，我们预计公司明年毛利率有望抬升至 6.2%、7.2% 水平，进而带动公司归母净利润恢复至 40.1、66.8 亿元、对应归母净利润率 1.6%、2.3%。公司 2018-2023 年的毛利率、归母净利率水平中枢为 8.8%、2.2%。考虑到下游消费恢复需要一定时间，我们对 2025 年估计相对保守、更看好 2026 年甚至更长远的盈利修复。

图表54：全球大豆供需平衡表

		2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24 十月估计	2023/24 十一 月估计	2024/25 十 月预测	2024/25 十一 月预测	2024/25 环比	2024/25 同比
全球大豆期初库存	百万吨	100.7	115.2	95.1	98.6	93.1	92.6	100.9	101.0	112.4	112.4	0.0%	11.3%
全球大豆产量	百万吨	361.0	340.0	368.6	360.5	378.2	378.2	394.7	394.7	428.9	425.4	-0.8%	7.8%
进口	百万吨	145.9	165.1	165.5	154.5	167.9	167.9	177.4	177.9	177.6	177.9	0.2%	0.0%
全球大豆总供给	百万吨	607.6	620.3	629.2	613.6	639.2	638.6	673.0	673.6	718.9	715.7	-0.4%	6.2%
国内消费	百万吨	344.3	358.3	364.0	366.0	365.8	366.0	383.8	384.2	402.7	402.3	-0.1%	4.7%
压榨量	百万吨	298.5	312.3		316.5	315.0	315.3	330.4	331.1	346.4	346.2	-0.1%	4.5%
出口	百万吨	148.8	165.2	164.9	154.4	172.1	172.1	176.9	177.0	181.5	181.7	0.1%	2.6%
全球大豆总消费	百万吨	493.1	523.5	528.8	520.5	537.9	538.1	560.7	561.2	584.3	584.0	0.0%	4.1%
全球大豆期末库存	百万吨	114.5	96.8	100.4	93.1	101.3	100.5	112.4	112.4	134.7	131.7	-2.2%	17.2%
全球大豆库存比		23.2%	18.5%	19.0%	17.9%	18.8%	18.7%	20.0%	20.0%	23.0%	22.6%	-0.5pct	2.5pct

注：国内消费系全球各国农产品内需总和，下同
资料来源：USDA、华泰研究

此外，公司商品套期保值策略对公司盈利能力影响较小，并不能完全通过套期保值来将公司平抑掉公司毛利率波动。由于公司原材料成本占主营业务成本的比重高达 85% 以上，且主要为价格市场化波动的农产品，因此公司利用国内外衍生金融工具对原材料采购进行套期保值，以平抑价格波动对利润的影响。从利润表来看，衍生金融工具产生的影响主要体现在投资收益与公允价值变动收益两个科目的子项中，且公司主要运用到商品、汇率、利率三类，其中商品类影响最大。以 2016-2019 年的明细数据来看，商品衍生金融工具造成的投资收益、公允价值变动收益的绝对值占整体的 74%~102%。针对公司 2016-2024H1 的财务数据，我们在原始财务数据的基础上，考虑使用衍生金融工具造成的影响，经测算发现其对毛利率的影响在 2pct 以内，虽在一定程度上实现了平抑波动的效果，2017A-2024H1 吨毛利润标准差从 98 降至 76，但整体影响较小。我们分析主要系公司套期保值策略相对稳健，商品衍生金融工具规模与公司生产经营规模及存货规模相匹配、不存在投机行为。公司较难通过套期保值策略将毛利率维持在一个较为平稳的水平、核心还是上文我们分析的需求的变动，原材料或系边际扰动。

图表55：公司使用衍生金融工具对盈利能力影响的测算

	单位	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/6/30
营业收入	亿元	1,334.9	1,507.7	1,670.7	1,707.4	1,949.2	2,262.3	2,574.9	2515.2	1,094.8
营业成本	亿元	1,187.1	1,380.7	1,500.2	1,512.8	1,708.9	2,077.2	2,428.7	2392.7	1,041.1
原始吨毛利	元/吨	459.9	348.6	421.1	467.1	532.0	425.3	324.3	244.7	228.2
原始毛利率		11%	8.4%	10.2%	11.4%	12.3%	8.2%	5.7%	4.8%	4.9%
投资收益-衍生金融工具	亿元	-34.6	28.1	3.6	6.6	-25.9	-19.6	-4.3	5.5	11.0
公允价值变动收益-衍生金融工具	亿元	-0.6	-4.1	3.0	2.4	-12.8	8.4	-2.7	4.4	-0.2
调整衍生金融工具影响后的吨毛利	元/吨	350.4	414.4	437.3	488.5	446.5	399.6	308.8	262.4	274.5
使用衍生金融工具对吨毛利的影响		-24%	19%	4%	5%	-16%	-6%	-5%	8%	20%
调整衍生金融工具影响后的毛利率		8.4%	10.0%	10.6%	11.9%	10.3%	7.7%	5.4%	5.2%	5.9%
使用衍生金融工具对毛利率的影响		-2.64pct	+1.59pct	+0.39pct	+0.52pct	-1.98pct	-0.50pct	-0.27pct	+0.39pct	+0.99pct
cbot 大豆价格	美分/蒲式耳	988	975	931	886	950	1375	1546	1414	1180
cbot 大豆价格 yoy		4.6%	-1.3%	-4.5%	-4.9%	7.2%	44.7%	12.5%	-8.5%	-20%

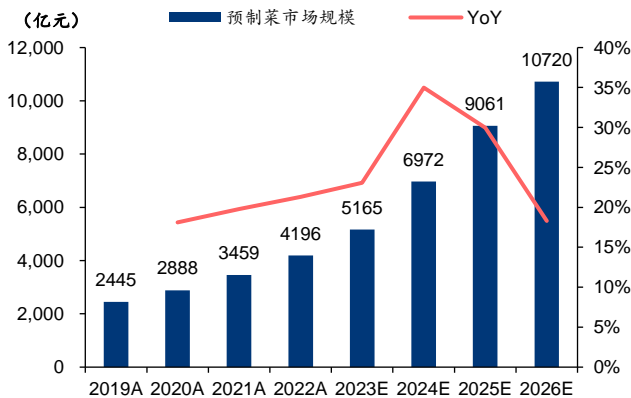
注：公司使用的衍生金融工具主要包括商品、汇率、利率三类，其中商品类占主导；单位毛利润的计算方式为公司毛利润与总销量的比。
资料来源：公司公告，华泰研究

长期增量：央厨业务利好长期，大米、调味品稳步发展

央厨业务：自营+招商并举，着眼未来、利好长期

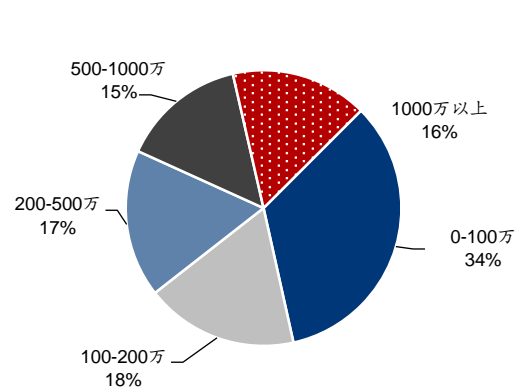
行业现状：预制菜系正餐工业化产物，解决 B 端（标准化出餐）与 C 端（更方便快捷）痛点，市场规模快速扩张、毛利率较高、竞争格局分散。据艾媒数据，2023 年我国预制菜市场规模或达 5165 亿元，2023-2026 年 CAGR 约 28%，有望维持高速增长。相较于粮油业务，预制菜因其深加工属性及品牌效应，毛利率更高，以安井食品、味知香为例，2019 年至今毛利率均在 20% 以上，远超金龙鱼。截至 2024 年 1 月末，我国预制菜相关企业中注册资本在 500 万及以下的占比约 69%。安井食品系我国预制菜领域的头部玩家，其 2023 年预制菜相关收入约 39 亿元，按照上述市场规模测算，市占率不足 1%。

图表 56：2019-2026E 中国预制菜市场规模



资料来源：艾媒数据中心，华泰研究

图表 57：我国预制菜企业注册资本分布



注：数据截至 2024/1/30，筛选条件为与“预制菜”相关，且经营状态为存续/在业/正常。

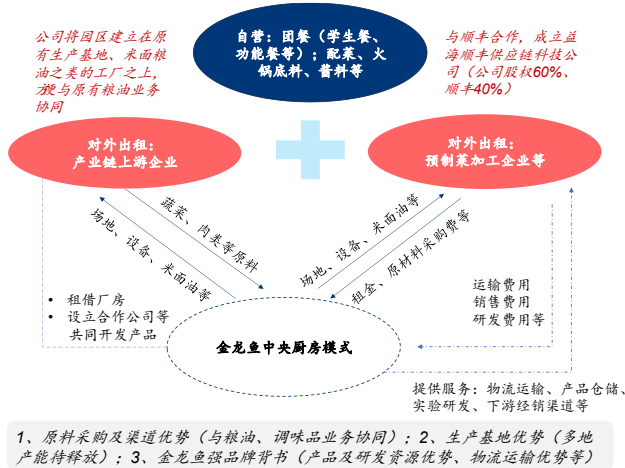
资料来源：天眼查，华泰研究

公司优势：自营+招商双模式，收入来源丰富，差异化竞争利在长期。与其他预制菜生产企业不同的是，公司致力于打造以粮食类主食为核心的中餐工业化平台，预制菜业务采取自营生产+对外出租双模式。即在央厨生产园区内，既自加工中央厨房产品（粮油加工龙头企业，原料采购优势足），也引进其他央厨加工企业产业链上下游伙伴，实现原料采购、产品仓储、实验研发、公共配套设施、物流运输、销售渠道等资源共享。就后者而言：

- 1、有望与产业链上游的其他企业协同，合作研发产品；
- 2、有望发挥与原有米、面、油业务的协同效应，公司将园区建立在原有生产基地、米面粮油之类的工厂之上，产品运输费用更低、且速度更快；
- 3、有“金龙鱼”主品牌的强品牌力（产品力、研发资源等）背书，企业合作意愿及路径或更强，且金龙鱼央厨业务可以帮助中小预制菜企业降成本。具体，在预制菜企业中，原材料采购及冷链运输占据预制菜企业成本、营收的相当比重。以味知香为例，2023 年直接材料在公司预制菜生产成本中占比 90% 左右；据 2021 年中国预制菜产业大会，冷链运输成本占销售额的 20%~25%。金龙鱼央厨业务有助于帮助预制菜企业减缓上游原材料成本波动影响，并且提供标准化运输解决方案，直接解决企业痛点难题。

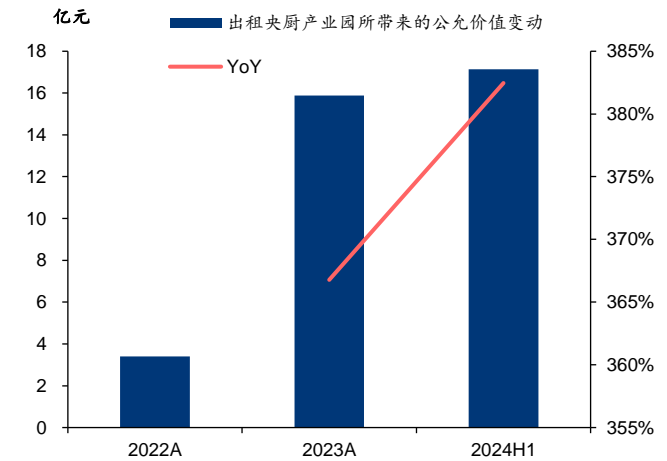
截至 2023 年 5 月，公司杭州央厨产业园内自营和租赁的面积比例约为 7:3，其余面积较大的央厨项目中，租赁的占比会更高。截至 24H1，公司出租央厨产业园公允价值同比增长 382% 至 17.1 亿元。

图表58: 金龙鱼的央厨产业园模式, 自营+对外出租并举



资料来源: 金龙鱼官网, 公司公告, 华泰研究

图表59: 截至 2024H1, 公司出租央厨产业园公允价值同比增长 382% 至 17.1 亿元



资料来源: 公司公告, 华泰研究

业务进展: 多地产能待释放, 现已取得初步进展。自 2021 年成立央厨食品事业部以来, 公司在全国规划了 25 家央厨工厂, 包括面向 B 端和 C 端客户的不同产品。截至 2024 年 2 月底, 公司杭州、周口、重庆、兴平和廊坊等 5 个央厨项目已陆续投产, 沈阳、淮安、昆山、兖州、广州等项目在建。公司央厨业务布局多元, 涵盖预制菜、净菜、便当等多个类型, 其中杭州产业园投产时间最早, 现已有松露红烧肉、麻婆豆腐调味酱等多款产品; 周口和兴平的产能主要服务团餐类型中的学生餐, 目前预制菜在团餐供应链中渗透率非常低, 金龙鱼率先布局、后续增长空间广阔; 此外, 目前在建设的昆山产业园区, 将同时配套面粉、糖浆等加工产能, 引进西饼点面条等。

图表60: 金龙鱼央厨产业园简介

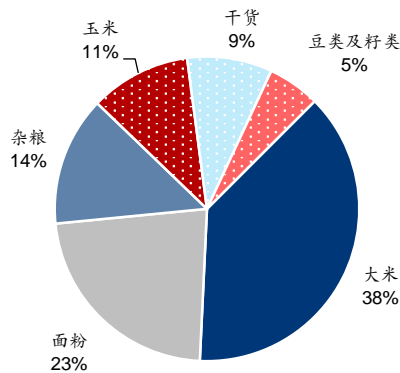
央厨项目	主要产品	规划产能	已生产产品	时间	项目规划
浙江杭州园区	预制菜、便当、酱料包	日加工 40 吨预制菜、12 万份餐食便当、4.8 吨酱料	松露红烧肉、红烧狮子头、黑椒牛柳、土豆烧牛腩、小酥肉、麻婆豆腐调味酱、鱼香肉丝调味酱、蒜香牛肉酱以及一些定制化产品	已于 2022 年 3 月投产 (首个建成的央厨园区)	1、位于杭州企业群内, 毗邻油脂灌装、大米生产车间。杭州央厨总投资约 5.4 亿, 总建筑面积为 9.2 万平方米, 包括净菜车间, 肉制品车间, 主食车间, 便当车间, 物流仓库, 码车间其他配套设施等。 2、一、二层楼是仓库, 三层是冷库用于存储公司及合作伙伴的产品; 四层楼是生鲜链, 五楼是公司的自营央厨。为 2024 年明年杭州亚运会的果蔬加工中心。
重庆园区	火锅底料	年加工能力 12 万吨, 工业产值 22 亿元	金龙鱼重庆老火锅底料等	一期项目于 2021 年 12 月投产	1、该项目由益海嘉里集团全资子公司丰厨 (天津) 投资有限公司与重庆饭巢食品有限公司共同投资建设, 以火锅底料、川味复合调味料、火锅系列食材、米面油制品、中央厨房加工为主。
陕西兴平园区	学生餐为主, 预制菜、调理包、半成品加工为辅。	日加工 10-12 万份学生餐	-	一期工厂已建成投产 (2024/4/15)	目标兴建一个高度自动化智能化的中央厨房园区, 打造陕西最大规模食品深加工集成园区, 主要生产净菜、面食、便当、调理包、酱料、糕点、饮品、糖果、鲜食面、速冻米面制品等, 项目分三期建设, 占地面积约 18 万平方米, 预计总投资 41 亿元。开工的一期项目预计投资 7.74 亿元
河北廊坊园区	常温米饭	未披露	-	进入试生产阶段 (2024/12/06)	中厨 (霸州) 中央厨房项目占地约 200 亩, 总投资 25 亿元
河南周口园区	学生餐	日加工 12 万份的学生营养餐、3 万份冷链便当和预制菜、净菜等	-	2022 年 8 月已投产	位于周口附近的益海嘉里 (周口) 现代食品产业园内, 该产业园集粮油食品加工、生物科技、能源供应于一体, 园区内共有九家子公司, 业务涉及大豆加工、油脂精炼、玉米加工、小麦加工、水稻加工、中央厨房项目等。
江苏昆山园区 (在建)	糖浆芝麻蛋糕面粉等	-	-	一期工程预计在 2024 年 7 月竣工, 预计将于年底投产	昆山新厂地理条件优越位于长三角核心板块, 总投资达到 6.37 亿, 占地 515 亩, 共有三期涉及多类项目包括糖浆芝麻蛋糕等。现在第一期面粉加工已经完工, 小麦加工产能达到 1800 吨, 第二期又 1100 吨, 拥有配套运输能力 15 万斤。昆山项目园区建设一个 35 亩糖浆芝麻厂满足消费者个性化需求, 除此之外建设 175 亩的深加工园区将不同食品企业与公司中央厨房有机融合, 形成产业配套关系, 将上下游供应链变成上下楼供应链。

资料来源: 公司公告, 华泰研究

大米：包装化、品牌化红利仍存

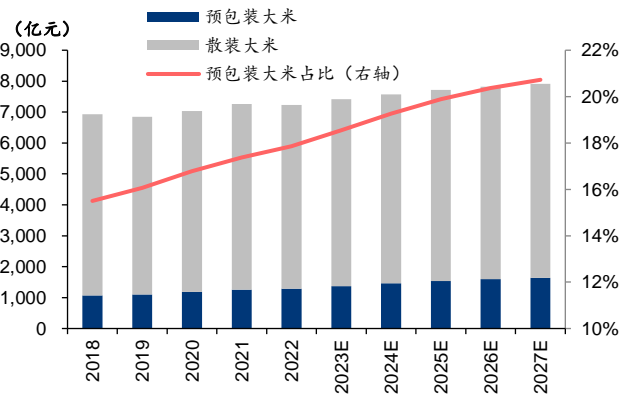
行业规模：整体小幅增长，散装米为主导，预包装大米占比有望提升。大米是中国居民最重要的厨房主食，自给率高，进口仅占到国内消费量的 1.0% 左右 (USDA2024 年预测数据)。据弗若斯特沙利文，2023 年我国食用商品大米市场规模约 7413 亿元，约占厨房主食总规模的 38%，2018-2023 年 CAGR 约 1.4%。按包装类型划分，我国食用商品大米仍以散装销售为主，2023 年预包装大米仅占 19%，与 2022 年日本、韩国约 52.9% 及 41.8% 的占比相比仍有差距。对于消费者，预包装大米新鲜度和口感更佳，居民喜爱度更高；叠加供给端企业的推动，预包装大米的渗透率有望进一步增长。弗若斯特沙利文预计 2027 年我国预包装大米市场将扩大至 1640 亿元，2023-2027 年 CAGR 约 4.5%，高于大米整体的 1.7%。

图表61：我国厨房主食市场结构（2023 年估计）



资料来源：弗若斯特沙利文，十月稻田招股书，华泰研究

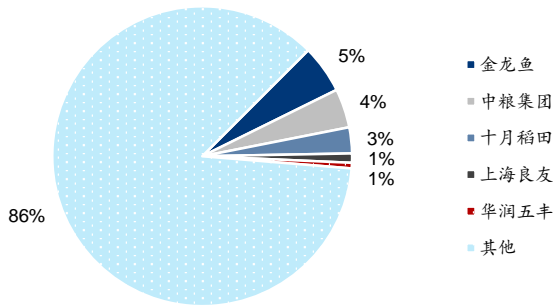
图表62：2018-2027E 中国大米分类别市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，十月稻田招股书，华泰研究

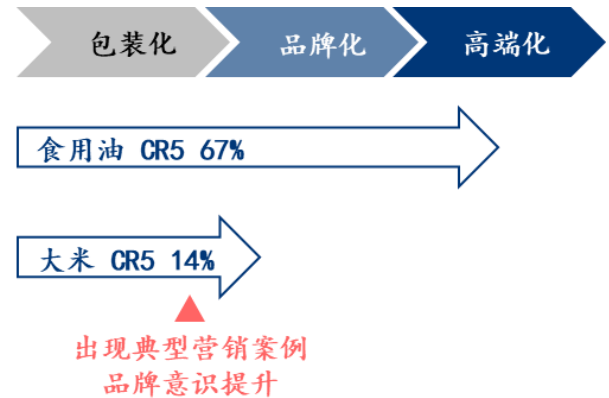
我国预包装大米市场高度分散，CR5 仅 14%。据弗若斯特沙利文，2022 年我国预包装大米行业 CR5 约 14%，其中金龙鱼以 5% 的市占率位居第一。

图表63：中国预包装大米竞争格局（2022 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，十月稻田招股书，华泰研究

图表64：我国大米与食用油发展阶段对比



注：食用油企业市占率数据为 2023 年，源自欧睿；包装米企业市占率数据为 2022 年，源自弗若斯特沙利文。

资料来源：弗若斯特沙利文，十月稻田招股书，欧睿，华泰研究

发展趋势：对比食用油行业，包装米行业品牌化、高端化进程有望逐步推进，但受制于产品属性差异，品牌化进程推动和行业集中度天花板或不及食用油。与食用油相比：1) 我国大米多为自给自足，企业采购来源更加分散；2) 大米的加工环节更少，更依赖于原材料自身品质，所以产地优势更为明显；3) 下游消费短期有所承压，或拖慢产品品牌化及高端化过程。以上或对大米包装化及品牌化升级，以及行业集中度提升造成一定拖累，但食用油行业高达 60% 以上的 CR5 或为我国预包装大米市占率提供一个乐观支点，当前 14% 的 CR5 仍有提升空间。

公司优势一：深耕米业 18 载，规模效应明显，循环经济提升大米全产业链的附加值。金龙鱼于 2006 年成立米业事业部，并创建水稻循环经济模式。基于优质原料，公司加工生产优质品牌大米；同时，将加工的主要副产品稻壳用来发电，并从稻壳灰中提取白炭黑、活性炭等高附加值产品；副产品米糠被用来榨取高营养价值的米糠油和米糠粕。

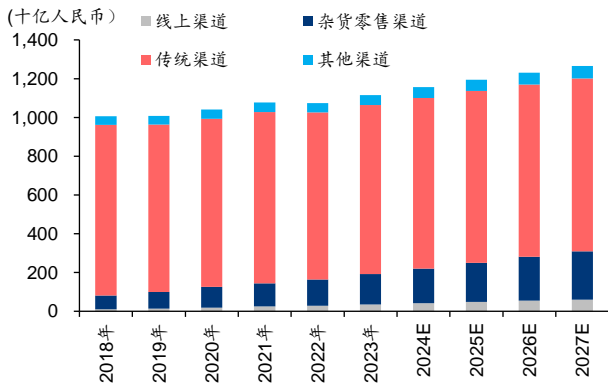
图表65：公司包装米产品：目前，公司已推出金龙鱼、香纳兰、香满园、金元宝、海皇、鲤鱼、欣百味等大米品牌，并设立乳玉皇妃、稻米鲜生等高端子系列



资料来源：金龙鱼官网，华泰研究

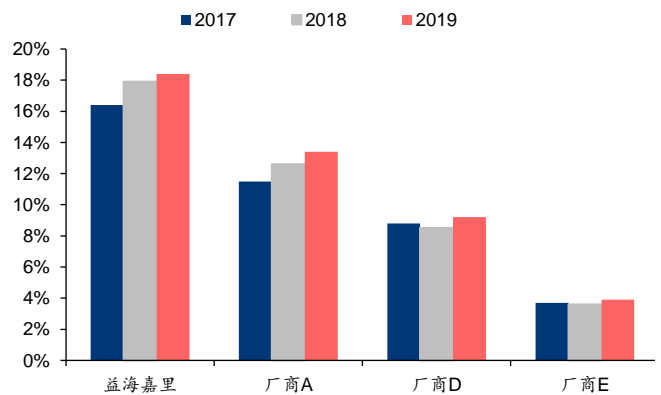
公司优势二：线下渠道为基本盘，线上渠道或为下一突破；公司发力产品差异化竞争。据尼尔森报告，公司在包装米现代渠道中以 18% 的市占率位列行业第一。据 2023 年 6 月 8-9 日公司公告，金龙鱼当前大米销售线下销售占比远高于线上。而线上渠道分布广、增速高，或为下一增量渠道。公司最新推出“六步鲜系列大米”，该产品于 2024 年 5 月开始初步上市，着力打造差异化单品。

图表66：中国大米、杂粮等分销售渠道市场规模表现：线上 2018-2022 年 CAGR+28.4%、2022-2027 年预计+15.3%、增速最快



资料来源：弗若斯特沙利文，十月稻田招股书，华泰研究

图表67：2017-2019 年包装米厂商全国现代渠道销售量份额



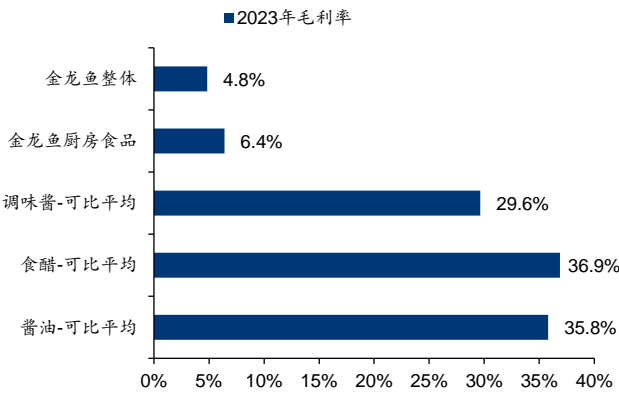
注：现代渠道包含全国范围内的大卖场、超市、小超市、便利店和传统零售店铺。
资料来源：金龙鱼招股说明书，尼尔森，华泰研究

调味品：供应链及渠道能力复用，看好未来与央厨业务协同

行业空间：厨房食品板块旗下高毛利率子赛道，行业稳健增长。与金龙鱼传统粮油加工业相比，调味品赛道因风味丰富、消费属性更强，因此利润空间更大。据我们测算，2023 年酱油、食醋、调味酱的平均毛利率约 35.8%、36.9%、29.6%，显著高于金龙鱼厨房食品业务的 6.4% 和公司整体的 4.8%。行业空间角度来看，据艾媒数据，2023 年我国调味品市场规模为 5923 亿元，2023-2027 年 CAGR 约 14%，其中传统调味品规模为 3891 亿元，CAGR+14%，复合调味品规模为 1786 亿元，CAGR+13%，行业整体平稳增长。

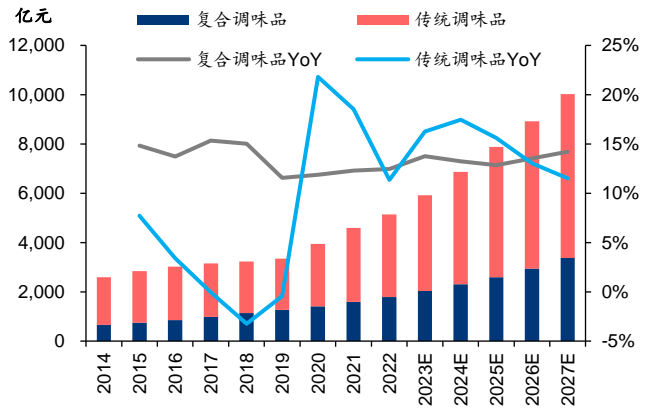
市场结构：酱油占主导，偏存量博弈。酱油为调味品赛道内的重要子板块，市场份额占比高达 15%，仅次于复合调味料的 21%。但行业增速放缓，2019-2022 年收入及产量 CAGR 分别+4.4%、+2.6%，且 2022 年收入、产量同比增速均下滑。此外酱油赛道中已孕育出海天味业、千禾味业等赛道龙头，行业整体偏存量博弈，食醋同样面临类似问题，2019-2022 年收入及产量 CAGR、2022 年产量 YoY 均同比下滑，2022 年收入略有增长。

图表68：金龙鱼与调味品可比公司毛利率水平对比（2023年）



注：计算方法为对可比公司该类调味品业务的毛利率取平均值，其中酱油选取海天味业、千禾味业、加加食品，食醋选取千禾味业、加加食品、恒顺醋业，调味酱选取海天味业、恒顺醋业、安记食品。
资料来源：公司公告，华泰研究

图表69：2014-2027E 中国调味品（传统调味+复合调味）市场规模及yoy



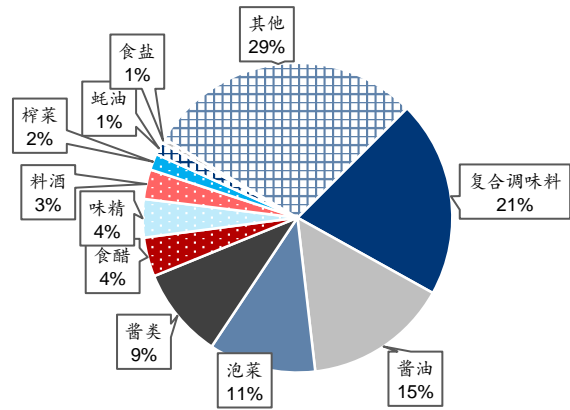
资料来源：艾媒数据中心，华泰研究

图表70：我国调味品行业近期收入、产量及YoY表现

调味品表现	2022年		2019-2022年	
	收入 YoY	产量 YoY	CAGR	CAGR
酱油	-0.30%	-6.30%	4.4%	2.6%
复合调味料	15.80%	22.60%	17.9%	15.8%
味精	5.90%	3.00%	33.2%	25.1%
薯类	15.50%	-2.40%	4.3%	-0.9%
鸡精鸡粉	-2.10%	-4.70%	7.9%	5.6%
食醋	4.30%	-3.80%	-2.3%	-3.9%
蚝油	-2.00%	-8.80%	6.2%	2.9%
酱腌菜	18.30%	13.30%	9.5%	1.5%
火锅调料	25.90%	37.90%	14.4%	14.3%
香辛料及香辛料调味品	6.50%	21.60%	2.7%	2.9%
调味料酒	17.70%	9.50%	5.6%	7.4%
番茄酱	-2.80%	-1.40%	8.3%	5.9%
腐乳	3.10%	2.70%	3.4%	2.5%
鱼露	9.00%	4.60%	6.9%	8.0%
鸡汁	-7.10%	-1.30%	5.1%	-1.9%

注：数据来源为中国调味品著名品牌企业100强数据统计汇总分析，排序按照2022年销售收入从高到低排序
资料来源：中国调味品协会，华泰研究

图表71：2022年调味品市场细分品类市场份额占比



资料来源：资产信息网，千际投行，华泰研究

公司业务进展：通过外部合作横向切调味品赛道，品类构成以酱油、食醋等大品类为主，当前营收占比不高。目前，公司调味品业务主要涵盖酱油、醋、芝麻油等传统调味品品类，调味品品牌包括金龙鱼、九庄、梁汾、香满园、海皇等，并在江苏泰州、广东阳江等建立调味品生产基地。在主要品类酱油领域，公司计划实施双品牌策略，其中九庄品牌定位高端、为日式酱油，铺货主要集中在一二线城市，包括电商及大型卖场；金龙鱼品牌主要在餐饮及超市、社区店等传统渠道进行铺货，以广式酱油为主，定价对标行业主流价格。我们估算2023年公司其他厨房食品（挂面、调味品和央厨食品）合计实现营收约50~60亿元，占公司整体营收2%左右，公司调味品营收规模整体偏小，尚未贡献主要业绩来源。

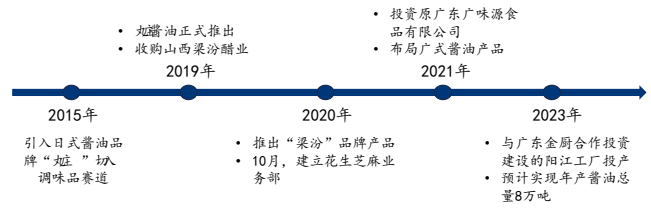
行业竞争激烈，公司优势点在于原有粮油业务所提供的供应链及渠道优势，远期看点在于与央厨业务协同。当前餐饮消费仍在修复、消费偏弱以及市场竞争激烈等影响下，调味品板块表现偏弱。且金龙鱼主要产品为酱油、食醋等，市场偏存量博弈，短期或难贡献较高增量。但远期来看，公司央厨业务或为调味品提供增量渠道，二者业务有望协同。

图表72: 公司调味品产品



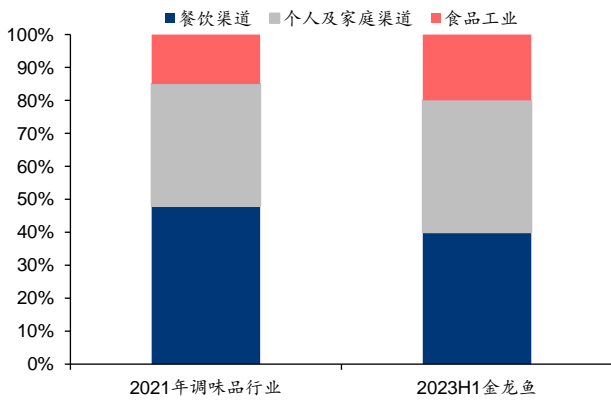
资料来源: 金龙鱼官网, 华泰研究

图表73: 金龙鱼调味品发展历程



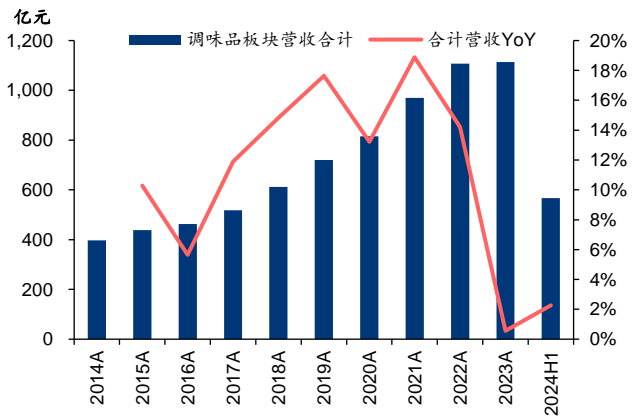
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表74: 调味品的客户结构与食用油类似, 主要为 B 端餐饮企业 (48%)、C 端消费者 (37%) 和工业企业 (15%)



资料来源: 华经研究院, 公司公告, 华泰研究

图表75: 20 家调味品上市公司 2023 年合计营收同比增速放缓, 2024H1 营收同比仅增长 2.3%



注: 20 家调味品企业主要包含梅花生物、海天味业、安琪酵母、雪天盐业、苏盐井神、中炬高新、千禾味业、天味食品、江盐集团、涪陵榨菜、宝立食品、恒顺醋业、莲花控股、ST 加加、仲景食品、安记食品、日辰股份、佳隆股份、朱老六、颐海国际
资料来源: WInd, 华泰研究

中长期来看, 我们预计大米业务包装化红利仍存, 其他挂面、调味品业务及央厨业务有望伴随消费回暖、产品品类扩充等实现扩张。1) 大米: 我们按照 2021-2026 年中国预包装大米市场规模 CAGR+4.8% 来推测 2027 年至 2029 年市场规模扩张速度, 预计未来 3、5 年, 即 2027 年、2029 年, 市场规模可达 1671 亿元、1835 亿元。假设市占率以每年 0.7pct 的速度提升, 则公司对应大米业务收入可达 105 亿元、141 亿元。2) 其他挂面、调味品业务及央厨业务营收则有望伴随下游消费需求回暖、央厨食品品类扩充及企业入驻等, 实现营收的快速增长, 我们预计其 2027 年、2029 年有望贡献营收 342 亿、873 亿元。

图表76: 金龙鱼包装米及调味品等业务未来发展空间预测

亿元	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
中国预包装大米市场规模	1292	1375	1459	1535	1594	1671	1751	1835
中国预包装大米市场规模 yoy		6.4%	6.1%	5.2%	3.8%	4.8%	4.8%	4.8%
金龙鱼市占率	4.5%	4.6%	4.7%	4.9%	5.6%	6.3%	7.0%	7.7%
金龙鱼大米业务营业收入	58	63	69	75	89	105	123	141
其他挂面、调味品及央厨业务营收	52	58	61	75	171	342	582	873
其他挂面、调味品及央厨业务营收 yoy		12%	4%	23%	130%	100%	70%	50%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

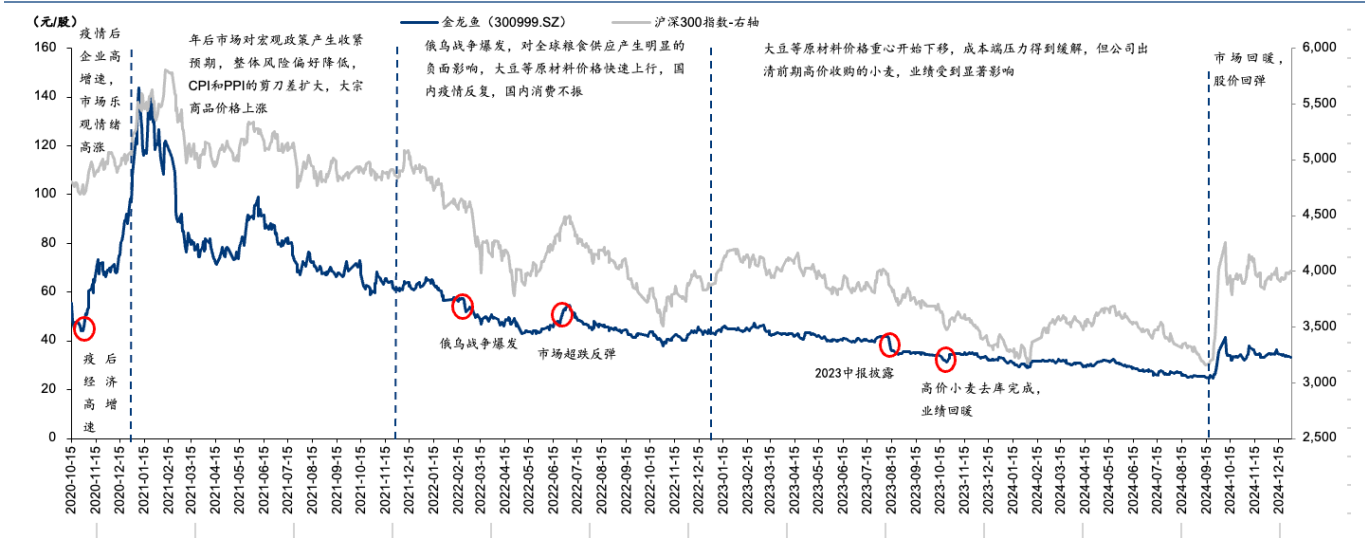
股价复盘及投资建议

股价复盘

公司于2020年10月15日于创业板上市，上市首日股价大涨119.1%，报收55.74元，随后几日回落盘整。2020年10月月底至2021年年初的时间里，随着疫情影响减弱及宏观预期变好，公司股价快速上行，于2021年1月11日创下最高价145.36元。2021-2022年由于大宗商品持续走强、通胀水平高企叠加美联储加息，公司业绩承压，股价一路走低。2023年公司上半年业绩受到高价小麦去库拖累，在经历半年的横盘整理后快速下行。近期公司股价受市场回暖带动快速拉升，后逐步调整。我们将公司股价走势划分为五个阶段：

- 1) 经济恢复强劲，市场资金追捧绩优股 (2020年10月15日-2021年1月25日)：**2020年下半年，随着疫情缓解带来的供应链及市场需求的快速恢复，叠加市场中各大企业中报业绩高增速刺激，市场乐观情绪高涨，对公司后续业绩预期较好。公司上市首日大涨，在几日盘整后继续快速上涨。期间公司股价累计涨幅达152.9%（不计上市首日）。
- 2) 宏观政策预期收紧，大宗商品走强，公司业绩承压 (2021年1月26日-2021年12月31日)：**由于疫情期间各大主要经济体都为市场注入了较多流动性，经济快速恢复后有过热趋势。年后市场对宏观政策产生收紧预期，整体风险偏好降低，包括金龙鱼在内的前期涨幅较大的股票股价均快速下行。中国在全球疫情中供应链恢复速度最快，海外经济体供应链恢复较慢但需求强劲，而国内需求较为稳定，从数据上表现为CPI和PPI的剪刀差扩大，大宗商品价格上涨。公司成本增速较快而产品价格涨幅无法覆盖成本增速，业绩承压引发估值下降。期间公司股价累计下跌55.5%，同期沪深300指数跌12.2%。
- 3) 俄乌冲突爆发叠加国内消费走弱，公司业绩走弱 (2022年1月1日-2022年12月31日)：**2022年俄乌冲突爆发，对全球粮食供应产生明显的负面影响，大豆等原材料价格快速上行，虽然油脂价格也相应走强，抵冲了一部分成本上涨的冲击，但国内疫情再次反复，国内消费不振，产品提价无法覆盖成本的上涨。同年5-6月份，公司股价跟随市场超跌反弹，但由于基本面并未根本好转，后续股价弱势下跌后横盘整理。期间公司股价累计下跌32.4%，同期沪深300指数跌21.6%。
- 4) 高价小麦去库拖累业绩 (2023年1月1日-2024年9月23日)：**受前期高价小麦库存影响，公司业绩承压，于8月14日当日下跌10.1%。10月上旬市场出于对公司三季度业绩担忧，公司股价继续下行。下旬随着三季报披露数据的转好以及前期高价小麦去库的完成，公司股价从底部快速反弹后横盘整理。
- 5) 市场回暖，公司股价反弹后调整 (2024年9月24日至今)：**自2024年9月24日一系列刺激经济的金融、财政等政策发布以来，股市得到提振，公司股价随之上涨。自2024年10月15日以来公司股价逐步回调。

图表77：金龙鱼上市以来股价复盘（截至2024/12/30）



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

盈利预测和估值

金龙鱼作为我国粮油行业领军企业，我们认为其主业有望受益于下游需求回暖及原材料成本下行所带来的“剪刀差”、进而实现盈利修复；中长期来看，增量业务央厨、包装米等有望借助既有供应链优势、产品优势、品牌优势、渠道优势实现扩张。我们预计公司 2024/25/26 年营业收入分别为 2362/2553/2863 亿元，归母净利润分别为 22.3/40.1/66.8 亿元。

1) 厨房食品业务：

①**销量**：公司厨房食品业务主要包括食用油、包装米、面粉等产品，下游客户包括零售、餐饮、食品工业三类。2020-2022 年受下游餐饮消费场景受限的影响，公司厨房食品销量增速有所放缓，2023 年开始我国居民整体消费缓慢复苏。我们预计 2024 年公司厨房食品销量有所增长，但餐饮渠道修复或仍需一定时间，2025-2026 年有望提速增长，2024-2026 年增速分别为 5.0%/10.0%/11.0%。

②**均价**：2019-2022 年大豆价格受黑天鹅、宽货币、高油价等因素影响持续走高，期间年均价格 CAGR 约 15.6%，而厨房食品由于具备“粮食属性”，价格弹性小，波动幅度低于原料成本涨幅。2023 年大豆价格有所回落，同比-3.3%。根据 USDA 报告，我们预期 2024/25 年度全球大豆供给趋于宽松，因此我们预计 2024-2026 年均价同比-7.0%/-1.0%/1.0%。

③**吨毛利**：公司盈利能力受下游需求及原材料价格波动影响，我们预计在 2024/25 年度全球大豆供给趋于宽松，以及下游需求回暖的带动下公司吨毛利有提升空间。我们预计 2024-2026 年厨房食品业务吨毛利年增速 5.0%/18.0%/18.0%。

2) 饲料原料及油脂科技业务：

①**销量**：据公司招股书披露，其中约 75% 的收入源自饲料原料，2019 年销量下滑主要系非洲猪瘟导致下游生猪存栏规模下降，2021 年销量下滑主要系豆粕需求下降。考虑到 2024 年上半年产能端能繁母猪存栏下降，饲料销量或受一定影响，后续有望伴随猪价上行、养殖户补栏而有所增长，我们预计 2024-2026 年销量增速为 5.0%/9.0%/10.0%。

②**均价**：逻辑与厨房食品业务相同，但是饲料原料及油脂科技定价较厨房食品更市场化、品牌效应相对较弱，因此对原料价格波动的反应幅度更大，因此我们预计 2024-2026 年均价同比-16.0%/-2.0%/2.0%。

③**吨毛利**：2024 年饲料原料业务吨毛利或因压榨利润减少而同比下滑，2025、2026 年或受益于下游饲料业务回暖而实现同比正增长，我们预计 2024-2026 年饲料原料及油脂科技业务吨毛利年增速-50.0%/30.0%/30.0%。

3) **其他业务**：公司其他业务收入主要为服务费，占总营收的比例较小。我们预计公司其他业务收入维持稳健增长，2024-2026 年增速保持 10.0%，毛利率保持 27.7%。

4) **费用率**：①**销售费用率**，考虑到公司发力调味品、央厨食品等新领域，或增加渠道开拓和品牌宣传支出，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率小幅增长，分别为 2.5%/2.8%/2.9%；②**管理费用率**，考虑到公司近年来内部管理持续提效，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率稳中有降，分别为 1.45%/1.40%/1.40%；③**研发费用率**，考虑到公司注重研发创新，我们预计 2024-2026 年公司研发费用率维持 0.1%。

我们采用可比估值法对金龙鱼进行估值，参考依据包括：1) 公司上市以来 PE-ttm 中位数为 68.59 倍，2) 考虑公司的业务体量，针对厨房食品业务选取可比公司海天味业、恒顺醋业、道道全，针对饲料原料业务选取可比公司海大集团，四家公司 2025 年 Wind 一致预期均值为 28.75 倍。我们给予公司 2025 年盈利 50 倍 PE、较四家可比公司平均估值有一定溢价空间，原因主要系，1) 与酱油、食醋等调味品行业相比，食用油的 market 空间更广阔、且龙头的市占率更高。据欧睿数据，食用油、酱油 2022 年市场规模分别为 1164 亿元、969 亿元，对应龙头金龙鱼、海天味业的市占率为 38.5%、14.3% 左右。食醋行业规模更小，2022 年约 160 亿元，其中恒顺醋业的市占率约 7% 左右，与食用油相比，酱油食醋等调味品口味差异更大、故而竞争格局相对分散，金龙鱼则在中国食用油行业奠定了较强的竞争壁垒；2) 道道全在食用油市场的市占率为 10% 以下、远不及金龙鱼；3) 与海大集团相比，公司在前端饲料原料生产方面具备相当优势，该业务对上游大豆等原材料采购要求或更高。综上，我们给予公司 2025 年盈利 50 倍 PE，对应市值 2007 亿元、目标价 37.03 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表78：金龙鱼盈利拆分及预测

		2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元	1,707	1,949	2,262	2,575	2,515	1,095	2,362	2,553	2,863
厨房食品	亿元	1,088	1,212	1,420	1,571	1,476	697	1,442	1,570	1,760
量	百万吨	19.3	20.0	20.7	21.5	23.2	11.4	24.4	26.8	29.8
价	元/吨	5,629	6,059	6,873	7,325	6,359	6,126	5,914	5,855	5,913
饲料原料及油脂科技	亿元	610	725	825	986	1,022	390	902	963	1,081
量	百万吨	22	25	23	24	27	12	28	31	34
价	元/吨	2,727	2,880	3,612	4,175	3,805	3,213	3,196	3,132	3,195
其它	亿元	10	12	17	17	16	8	18	20	22
吨毛利										
厨房食品	元/吨	711	788	571	489	408	420	428	505	596
饲料原料及油脂科技	元/吨	237	307	267	159	83	33	42	54	70
毛利率		11.4%	12.3%	8.2%	5.7%	4.8%	4.9%	5.1%	6.2%	7.2%
厨房食品		12.6%	13.0%	8.3%	6.7%	6.4%	6.9%	7.2%	8.6%	10.1%
饲料原料及油脂科技		8.7%	10.7%	7.4%	3.8%	2.2%	1.0%	1.3%	1.7%	2.2%
其它		42.6%	44.9%	35.0%	21.2%	27.7%	22.6%	27.7%	27.7%	27.7%
销售费用率		4.7%	4.3%	2.9%	2.3%	2.4%	2.7%	2.5%	2.8%	2.9%
管理费用率		1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%
研发费用率		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
归母净利润	亿元	54.1	60.0	41.3	30.1	28.5	11.0	22.3	40.1	66.8
社会零售额 (粮油+餐饮)	亿元	61797	57619	64416	62062	72528	36596			
社会零售额 (粮油+餐饮) yoy		8.2%	-6.8%	11.8%	-3.7%	16.9%	9.3%			

资料来源：公司公告，国家统计局，华泰研究预测

图表79：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603288 CH	海天味业	46.35	2577.34	1.12	1.24	1.38	41.27	37.23	33.59
600305 CH	恒顺醋业	8.06	89.38	0.13	0.16	0.18	63.27	51.73	44.60
002852 CH	道道全	8.45	29.07	0.63	0.85	1.16	13.46	9.95	7.27
002311 CH	海大集团	48.89	813.41	2.58	3.04	3.36	18.98	16.08	14.56
	平均						34.24	28.75	25.01

注：数据截至 2024 年 12 月 30 日；可比公司估值均来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表80：报告提及公司列表

公司简称	公司代码	公司简称	公司代码
嘉吉 Cargill	未上市	海天味业	603288 CH
中粮 Cofco	未上市	千禾味业	603027 CH
ADM	ADM US	加加食品	002650 CH
丰益国际 Wilmar	WIL SP	恒顺醋业	600305 CH
邦吉 Bunge	BG US	安井食品	603345 CH
路易达孚 LDC	未上市	安记食品	603696 CH
维特拉 Viterra	VTA ASX		

资料来源：Bloomberg, 华泰研究

风险提示

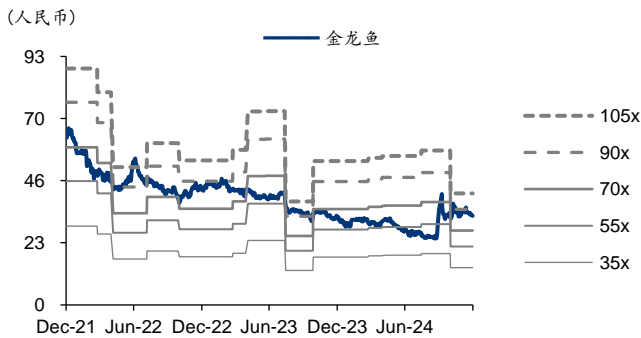
原料成本波动超预期。公司主要原材料为大豆，考虑到其价格受气候、全球供需、关税、国内外市场状况等多重因素影响，如果后续价格超预期增长，可能对公司压榨利润及整体盈利能力产生负面影响。

行业竞争加剧风险。一方面，公司厨房食品产品通过零售渠道面向终端客户，消费者行为可能受到消费趋势改变、竞品定价策略、新产品推出等外部因素影响，竞争压力或影响公司市场份额及盈利水平；另一方面，公司产品亦广泛应用于餐饮渠道，由于该类客户更看重性价比，因此竞争对手的价格策略或影响公司销售。

消费复苏不及预期。公司产品属于必选消费品，终端消费需求与宏观经济密切相关，消费者信心下降或导致公司高端品类产品销售不及预期，进而影响公司整体盈利能力。

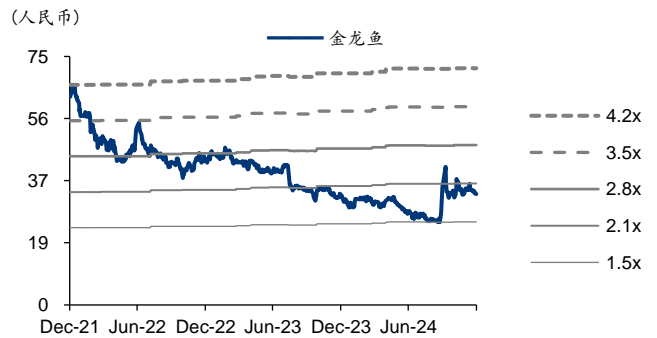
食品安全风险。公司主业为粮油食品加工，在产品生产、加工、包装、运输等环节中，可能因人员操作疏忽、运输储存差错、采购瑕疵产品等原因导致产品变质或食品安全问题，进而对公司的品牌声誉、公众形象及经营业绩产生不利影响。

图表81：金龙鱼 PE-Bands



资料来源：Wind, 华泰研究

图表82：金龙鱼 PB-Bands



资料来源：Wind, 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、熊承慧，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、熊承慧本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东裕路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司