

金龙鱼（300999.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

创新药&啤酒饮料
行业研究员
尤子吟

2026年1月22日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	29.58
总市值	1603.71亿
PE-TTM	41.99
PB-MRQ	1.67

估值结果

价值	663.84亿
DDM估值 上行空间	-59%
状态	严重高估
价值	630.09亿
动态估值 上行空间	-61%
状态	严重高估

四维评级

成长空间	★ ★ ★ ★ ★
盈利趋势	★ ★ ★ ★ ★
产业格局	★ ★ ★ ★ ★
护城河	★ ★ ★ ★ ★

核心评级结论

益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司成立于1988年，主营业务为厨房食品，其他业务包括饲料原料及油脂科技产品加工制造，旗下拥有“金龙鱼”、“欧丽薇兰”、“胡姬花”等知名品牌。

预计公司未来成长空间较低，盈利趋势偏弱，产业格局中等偏上，护城河中等。成长空间主要受制于食用油市场规模趋稳，公司市占率高位难升，同时包装米面、饲料原料等业务对业绩增长贡献有限。盈利趋势偏弱，主要由于核心大豆油业务受上游成本、下游政策及产能过剩制约，盈利稳定性较差。产业格局中等偏上，金龙鱼食用油市占率超35%居首，品牌与渠道优势显著，短板在于上下游议价能力弱。护城河强度一般，经壹评级调整后的ROIC偏低，预计政策限价的前提下，未来ROIC难以有显著突破。

根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，我们认为目前金龙鱼市值被高估，当前估值缺乏基本面支撑。

我们区别于市场的观点

市场可能因公司在粮油行业的龙头地位、品牌渠道优势，以及对消费复苏背景下的业绩弹性抱有乐观预期，从而给予较高估值溢价。然而，我们认为这一溢价缺乏可持续的基本面支撑：一方面，公司核心食用油业务长期受制于进口大豆价格波动与“保民生”政策下的提价限制，盈利稳定性较差；另一方面，公司股息率偏低，股东回报能力弱，经营性现金流波动较大。综合来看，在行业增长见顶、竞争加剧、政策约束长期存在的背景下，当前估值或已透支乐观预期。

风险提示

1) 原材料价格波动风险：公司食用油业务上游高度依赖进口大豆，国际农产品价格受气候、贸易政策、汇率等因素影响波动剧烈，易造成盈利能力的显著波动。2) 行业需求与消费疲软风险：厨房食品下游餐饮需求易受宏观经济与消费信心影响，难以预测未来修复的时间和程度，因此公司的收入和盈利能力存在不确定性。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

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，创始人为爱国华侨郭鹤年（马来西亚国籍）和他的侄子郭孔丰（新加坡国籍），控股股东丰益国际（新加坡上市公司）持股比例达90%。公司主营厨房食品、饲料原料及油脂科技产品加工制造。金龙鱼乘改革春风进入中国市场，引领小包装油市场发展，1:1:1调和油革新消费者用油理念。

2. 业务介绍

对于金龙鱼公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

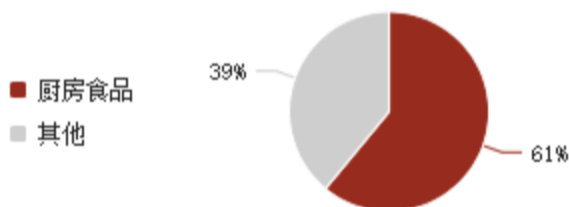
厨房食品：

主要包括食用油、面粉、大米、调味品及央厨食品等产品，其中食用油业务为公司主要营收及毛利润来源，金龙鱼品牌食用油近十年市占率维持TOP1。我们对该业务竞争市场界定为中国境内。

其他：

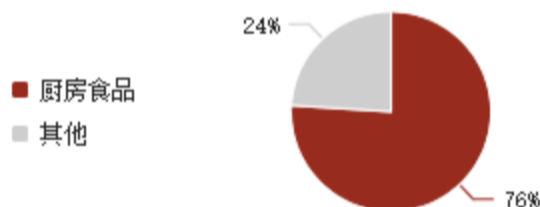
包括饲料原料、油脂科技等业务。饲料原料主要包括油籽及其加工产品、谷物及其加工产品等，向下游饲料生产企业供应，进一步加工成为饲料产品。油脂科技主要产品为脂肪酸、脂肪醇、甘油等，是日化行业的重要原料之一。我们对该业务竞争市场界定为中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

金龙鱼资产强度中等，下游客户分散，主要覆盖B端餐饮、工业与C端零售，抗单一客户风险较强；上游因粮油原料依赖进口大豆，2024年前五大供应商占比30.77%，受国际大宗贸易集中影响。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

主要衡量公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例。截至25Q3公司固定资产数额约459亿，数额较大但是占总资产比例中等，约20%，因此综合资产强度中等。公司其他资产主要分布于货币资金、存货、无形资产等科目。

3.2 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

主要衡量公司的头部客户占比。2024年公司前五大客户占比为8.23%，公司下游包含B端餐饮渠道、C端零售渠道等各类大小的客户，集中度较低。

3.3 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

主要衡量公司的头部供应商占比。2024年公司前五大供应商占比为30.77%，公司粮油业务涉及大宗农产品的全球采购，尤其是大豆，我国进口依赖度高达90%。而上游国际农产品贸易头部企业集中度又较高，造成公司供应商集中度不低的局面。

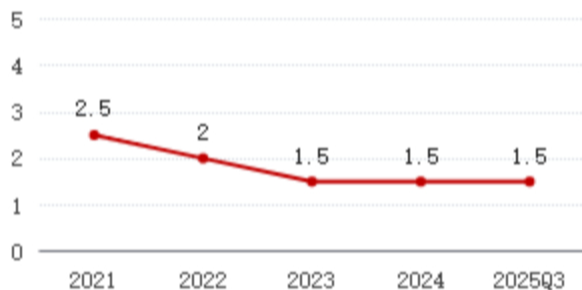
4. 历史经营绩效

金龙鱼近五年盈利能力承压，成长能力较弱，主因原料成本高企、消费疲软及低毛利米面占比提升。近期受益于餐饮需求回暖与饲料原料业务支撑，经营现边际改善。此外，公司历史财务健康与股东回报评级均处于中等偏下水平，主要受制于上下游议价能力不强、现金流不稳定，以及股息率较低。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年盈利能力较差，2024年净利率仅1.03%。2021年-2022年由于上游原料成本高涨、下游食品餐饮业景气度低，成本压力难以向下游传导，公司利润空间显著缩窄。2023年-2024年公司盈利能力进一步下降，主要由于终端消费需求很弱，餐饮等行业价格内卷严重，食用油整体市场规模下降。此外，公司产品结构中，利润率较低的包装米面占比逐步提升，也对整体盈利能力形成压制。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年成长能力较差，但近期有所反弹。近5年公司营收CAGR约7%，但净利润CAGR约-15%。2021-2024年成长能力低由于下游食品餐饮业景气度低、内卷加剧，整体市场规模下降，同时原材料价格波动较大拖累利润率。近期成长能力有所修复，主要由于餐饮业需求景气度有所恢复，以及饲料原料业务需求较旺盛。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



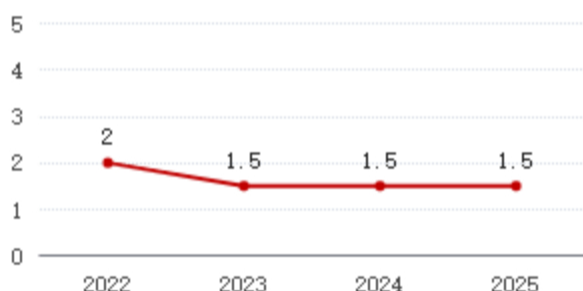
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史的业务控制力及财务健康评级中等。由于近几年盈利能力不稳定，其经营性现金流情况波动较大，同时由于其上游原材料商相对强势，公司的上下游占款能力一般，因此综合评级中等。

4.4 股东回报评级

★★☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级较低，主要由于近年在净利率拖累下，公司ROE水平持续降低，2024年ROE仅2.7%，2025年预计迎来边际修复。此外，公司的股息率偏低，最新年度股息率仅0.37%。

5. 四维评级

预计公司未来成长空间较低，盈利趋势偏弱，产业格局中等偏上，护城河中等。成长空间主要受制于食用油市场规模趋稳，公司市占率高位难升，同时包装米面、饲料原料等业务对业绩增长贡献有限。盈利趋势偏弱，主要由于核心大豆油业务受上游成本、下游政策及产能过剩制约，盈利稳定性较差。产业格局中等偏上，金龙鱼食用油市占率超35%居首，品牌与渠道优势显著，短板在于上下游议价能力弱。护城河强度一般，经壹评级调整后的ROIC偏低，预计政策限价的前提下，未来ROIC难以有显著突破。

5.1 成长空间

★★★★☆

预计公司成长空间较低。主营业务中，食用油市场量减价增、规模趋稳，预计公司市占率高位难再提升；包装米面业务虽稳步扩张但利润较薄，对业绩增长贡献预计有限；饲料原料与油脂科技业务下游需求长期稳健，但产品较同质化、盈利能力较弱，成长空间不高。

厨房食品(1.5星):

预计该业务成长空间较低。行业规模方面，我国食用油行业处于产销量缓慢下降、结构升级阶段，量减价增的逻辑下预计食用油市场中长期规模总体平稳。市占率方面，我国食用油市场格局相较于其他国家，CR3已高度集中，因此未来金龙鱼市占率高位再明显提升的概率不大。其他厨房食品重，包装大米、包装面粉业务预计稳步扩张，但由于利润率微薄，对业绩的增量贡献不会太大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

预计公司盈利趋势较弱。核心的食用油业务以大豆油为主，上游受进口大豆价格波动影响，下游因“保民生”政策限制提价空间；叠加产能过剩，逆周期时容易面临激烈竞争与降价压力，盈利稳定性差。同时，低毛利的包装米面、饲料原料、油脂科技等业务扩张预计进一步稀释公司整体盈利能力。

厨房食品(1.5星):

预计该业务盈利趋势较弱。1) 公司食用油业务中大豆油占比较高，上游易受进口大豆价格制约，下游因大豆油的保民生属性提价受限，叠加产能过剩，逆周期时竞争加剧引致降价风险，因此盈利能力难长期稳定，受经济周期波动影响大；2) 低利润率包装米面收入占比持续提升，易进一步稀释厨房食品业务整体盈利。

5.3 产业格局

★★★★☆

预计公司产业格局中等偏上。核心业务食用油市场高度集中，金龙鱼十年稳居第一，市占率达到35%以上遥遥领先，品牌与渠道优势显著，短板在上下游议价能力偏弱。其余业务的竞争格局同样长期较稳定。

厨房食品(3.5星):

预计该业务产业格局较好。我国食用油市场高度集中、格局较稳定，CR3约等于61%，金龙鱼公司近十年市占率维持TOP1，市占率在35%以上，遥遥领先。金龙鱼品牌已高度抢占用户心智，渠道铺货深度非常深，短板主要在于对上下游的议价能力偏弱。

5.4 护城河

★★★★☆

预计公司护城河中等。核心业务厨房食品的护城河宽度中等偏窄，ROIC仅3.2%，上下游议价与控制力弱；护城河持续性中等，品牌和渠道的领先优势稳，但预计政策限价将对盈利能力形成长期桎梏。对于非核心业务饲料原料、油脂科技等，公司具有资源优势、成本规模优势等，但由于产业链地位不高、产品较同质化，ROIC同样较低，护城河强度一般。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
厨房食品	(2星) 该业务护城河宽度属于中等偏窄。经壹评级调整后的ROIC为3.2%，低于A股平均水平。虽然公司市占率遥遥领先，但上下游议价能力偏弱，同时业务控制力较弱，导致其护城河宽度不宽。	(3星) 该业务护城河持续性中等，经壹评级调整后半显性期末年的ROIC预计为5.2%。公司厨房食品在品牌和渠道方面具有显著的领先优势，该优势预计不会随着时间消退。但是在保民生、保供应属性下，政策对于公司盈利能力的桎梏预计会长期存在，成为护城河的拖累项。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前金龙鱼市值被高估。市场或因其粮油龙头地位及消费复苏预期给予较高溢价，但我们认为，从盈利能力稳定性、低ROE、弱定价权等维度看，其估值缺乏基本面支撑。

6.1 核心假设及逻辑

公司当前核心业务包括厨房食品和其他，我们分业务进行盈利预测并估值，分业务的预测核心假设及逻辑如下：

厨房食品：

收入假设：假设食用油业务受结构升级、均价上涨驱动，显性期内收入增长CAGR为2%。假设包装米面业务受小包装需求增长驱动，显性期内收入增长CAGR约5%。合计假设厨房食品业务显性期内收入增长CAGR约为3.3%。

盈利能力假设：显性期内考虑到南美大豆供给增长、原材料压力预计减缓，以及餐饮链消费修复的预期，我们假设显性期内食用油毛利率提升至约11%，同时包装米面业务的毛利率预计也将随顺周期修复，综合假设厨房食品业务显性期末年毛利率修复至9%。

其他：

收入假设：假设饲料原料业务受下游养殖业周期波动影响，显性期内收入增长CAGR为1%。假设油脂科技业务受下游日化行业需求增长驱动，显性期内收入增长CAGR约5%。综合假设非厨房食品业务显性期内收入增长CAGR约为2.1%。

盈利能力假设：假设饲料原料业务和油脂科技业务显性期内毛利率中枢均为4%。

表2：公司整体业绩预测

金龙鱼	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2574.9	2515.2	2388.7	2489.4	2522.2	2565.9	2668.8	2755.5
归母净利润(亿)	30.2	28.4	25.2	37.1	47.9	54.0	55.2	56.3
归母净利润增速(%)	-27.0	-6.0	-11.3	47.4	29.1	12.8	2.3	2.0
经营性净利润(亿)	16.7	-4.2	-6.4	23.9	37.6	43.3	44.6	45.7
经营性净利润增速(%)	-55.6	-125.1	-51.3	476.0	57.1	15.2	3.0	2.6
经营性归母净利润(亿)	16.1	-4.3	-6.4	23.7	36.2	41.1	42.4	43.5
经营性归母净利润增速(%)	-53.6	-126.7	-49.9	467.2	53.1	13.4	3.0	2.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

厨房食品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1571.3	1476.5	1454.2	1513.9	1562.0	1612.1	1660.0	1709.6
收入增速(%)	10.7	-6.0	-1.5	4.1	3.2	3.2	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	19.4	11.9	7.9	25.7	33.5	37.5	41.0	42.0
经营性净利率(%)	1.2	0.8	0.5	1.7	2.1	2.3	2.5	2.5
经营性净利润增速(%)	-7.9	-38.7	-33.8	226.0	30.5	11.8	9.4	2.3
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1003.5	1038.8	934.4	975.5	960.2	953.8	1008.8	1045.9
收入增速(%)	19.1	3.5	-10.0	4.4	-1.6	-0.7	5.8	3.7
经营性净利润(亿)	-2.7	-16.1	-14.2	-1.8	4.0	5.8	3.6	3.8
经营性净利率(%)	-0.3	-1.6	-1.5	-0.2	0.4	0.6	0.4	0.4
经营性净利润增速(%)	-116.1	-500.6	11.6	87.5	326.2	43.7	-38.4	5.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
厨房食品	2.6%	中低	较好	较强	7.5%	15	41.3
其他	2.6%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	3.6
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
厨房食品(亿)	156.8	464.3	621.0	-	44.0	9.0	586.0
其他(亿)	15.0	29.8	44.8	-	3.7	3.0	44.1
公司整体测算(亿)	171.7	494.1	665.8	-	47.7	12.0	630.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
厨房食品(亿)	422.1	252.4	674.5	-	47.4	9.0	636.1
其他(亿)	22.4	4.2	26.6	-	1.9	3.0	27.7
公司整体测算(亿)	444.5	256.6	701.1	-	49.3	12.0	663.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等。确定性主要体现在其行业处于成熟期、未来收入和市占率的稳定性和可预测性相对较强，但是短板在于盈利能力的波动较大、可预测性较低，同时信息披露详细程度不高，综上所述估值确定性中等。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。