下载日志已记录，仅供内部参考



# 金龙鱼（300999.SZ）

## 稳健盈利，平台已成，求新游刃有“鱼”

金龙鱼是国内领先的综合农产品食品平台，主营业务涵盖厨房食品、饲料原料及油脂科技产品，从传统包装油龙头发展为覆盖油脂压榨、精炼灌装、米面加工、食品原辅料、大健康及中央厨房园区等环节的全产业链平台。

2025 年，公司实现营业收入 2,451 亿元，同比增长 2.87%；归母净利润 31.5 亿元，同比增长 26.01%；经营活动现金流净额 154.45 亿元，同比增长 155.8%，显示收入企稳、盈利修复和现金流改善同步兑现。

其中，厨房食品实现收入 1,509.78 亿元、同比增长 3.95%，毛利率提升至 7.32%；饲料原料及油脂科技实现收入 923.98 亿元、同比增长 1.28%，毛利率提升至 5%，双主业共同支撑公司利润修复。

公司核心优势在于全产业链和综合企业群模式。截至 2025 年末，公司在全国拥有 83 个已投产生产基地，依托上下游工厂集聚、原料采购协同、物流仓储共享和多品类渠道网络，持续降低成本并提升供应链效率。

厨房食品方面，公司正持续向低 GI、功能化、大健康及中央厨房场景延伸，中央厨房产品已覆盖鲜食米饭、饭团、意面等，打开餐饮供应链和鲜食零售新空间。

行业层面，粮油、米面及饲料原料等赛道整体呈现刚需稳定、低毛利、大空间、结构升级和集中度提升的共同特征，中央厨房行业则受益于餐饮连锁化和团餐规范化持续扩容。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 40.19 亿元、48.61 亿元、56.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.74 元、0.90 元、1.04 元，对应 2026-2028 年 P/E 估值分别为 33.0、27.3、23.6 倍。考虑到公司盈利修复已进入兑现阶段、双主业结构兼具消费韧性和产业弹性、中央厨房和大健康等新业务具备中长期升级空间，首次覆盖给予 **“增持”** 评级。

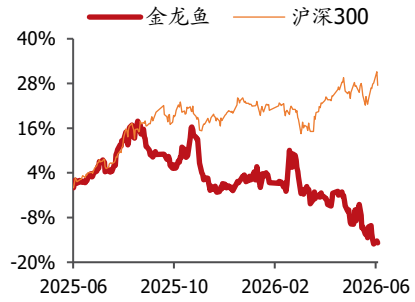
风险提示：行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险；下游需求波动风险；食品安全与产品质量风险。

**增持（首次）**

**股票信息**

| | |
|---|---|
| 行业 | 农产品加工 |
| 06 月 23 日收盘价（元） | 24.47 |
| 总市值（百万元） | 132,666.34 |
| 总股本（百万股） | 5,421.59 |
| 其中自由流通股（%） | 10.01 |
| 30 日日均成交量（百万股） | 10.71 |

**股价走势**




**作者**

分析师 张斌梅

执业证书编号：S0680523070007

邮箱：zhangbinmei@gszq.com

分析师 沈嘉妍

执业证书编号：S0680524040001

邮箱：shenjiayan@gszq.com

**相关研究**

| 财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 238,279 | 245,126 | 259,306 | 267,919 | 281,072 |
| 增长率 yoy（%） | -5.3 | 2.9 | 5.8 | 3.3 | 4.9 |
| 归母净利润（百万元） | 2,502 | 3,153 | 4,019 | 4,861 | 5,613 |
| 增长率 yoy（%） | -12.1 | 26.0 | 27.5 | 20.9 | 15.5 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.46 | 0.58 | 0.74 | 0.90 | 1.04 |
| 净资产收益率（%） | 2.7 | 3.3 | 4.1 | 4.8 | 5.3 |
| P/E（倍） | 53.0 | 42.1 | 33.0 | 27.3 | 23.6 |
| P/B（倍） | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 23 日收盘价*

下载日志已记录，仅供内部参考



## 财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 140429 | 144988 | 144488 | 144301 | 146169 |
| 现金 | 52906 | 44204 | 39631 | 36952 | 34920 |
| 应收票据及应收账款 | 9608 | 10560 | 11165 | 11535 | 12102 |
| 其他应收款 | 2281 | 2470 | 2593 | 2679 | 2811 |
| 预付账款 | 3223 | 3784 | 3875 | 3989 | 4177 |
| 存货 | 53477 | 54134 | 57181 | 58872 | 61640 |
| 其他流动资产 | 18935 | 29836 | 30043 | 30273 | 30519 |
| **非流动资产** | 84631 | 83732 | 82748 | 81325 | 79618 |
| 长期投资 | 1155 | 1291 | 1391 | 1491 | 1591 |
| 固定资产 | 44846 | 46534 | 44810 | 42861 | 40669 |
| 无形资产 | 14718 | 14403 | 14336 | 14264 | 14186 |
| 其他非流动资产 | 23912 | 21503 | 22211 | 22709 | 23171 |
| **资产总计** | 225059 | 228720 | 227236 | 225626 | 225787 |
| **流动负债** | 119166 | 121674 | 118574 | 114726 | 111595 |
| 短期借款 | 80161 | 81153 | 76153 | 71153 | 66153 |
| 应付票据及应付账款 | 16831 | 25483 | 26572 | 27358 | 28644 |
| 其他流动负债 | 22173 | 15038 | 15849 | 16215 | 16798 |
| **非流动负债** | 7688 | 6097 | 5064 | 4054 | 3594 |
| 长期借款 | 5011 | 3615 | 2615 | 1615 | 615 |
| 其他非流动负债 | 2677 | 2482 | 2448 | 2438 | 2978 |
| **负债合计** | 126854 | 127770 | 123638 | 118780 | 115188 |
| 少数股东权益 | 4469 | 4518 | 4774 | 5084 | 5443 |
| 股本 | 5422 | 5422 | 5422 | 5422 | 5422 |
| 资本公积 | 36838 | 37004 | 37004 | 37004 | 37004 |
| 留存收益 | 51071 | 53622 | 56089 | 59028 | 62421 |
| 归属母公司股东权益 | 93737 | 96432 | 98824 | 101762 | 105156 |
| **负债和股东权益** | 225059 | 228720 | 227236 | 225626 | 225787 |

现金流量表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 6038 | 15445 | 7699 | 9746 | 10004 |
| 净利润 | 2469 | 3379 | 4276 | 5171 | 5972 |
| 折旧摊销 | 4001 | 4351 | 5003 | 5293 | 5577 |
| 财务费用 | 266 | 558 | 1481 | 1376 | 1278 |
| 投资损失 | -2281 | -866 | -778 | -804 | -843 |
| 营运资金变动 | 1460 | 8201 | -2100 | -1140 | -1831 |
| 其他经营现金流 | 123 | -178 | -184 | -150 | -150 |
| **投资活动现金流** | -3322 | -15189 | -3165 | -3116 | -3077 |
| 资本支出 | -7003 | -4727 | -3220 | -3220 | -3220 |
| 长期投资 | -461 | -10753 | -500 | -500 | -500 |
| 其他投资现金流 | 4142 | 291 | 555 | 604 | 643 |
| **筹资活动现金流** | -9886 | -4692 | -9144 | -9309 | -8958 |
| 短期借款 | -15240 | 991 | -5000 | -5000 | -5000 |
| 长期借款 | -5347 | -1396 | -1000 | -1000 | -1000 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 176 | 165 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 10524 | -4453 | -3144 | -3309 | -2958 |
| **现金净增加额** | -7080 | -4523 | -4573 | -2679 | -2032 |

利润表（百万元）

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 238279 | 245126 | 259306 | 267919 | 281072 |
| 营业成本 | 225497 | 229364 | 242179 | 249339 | 261062 |
| 营业税金及附加 | 697 | 770 | 778 | 804 | 843 |
| 营业费用 | 6286 | 6540 | 6872 | 6966 | 7167 |
| 管理费用 | 3636 | 3679 | 3630 | 3670 | 3794 |
| 研发费用 | 274 | 288 | 311 | 322 | 337 |
| 财务费用 | 428 | 571 | 630 | 652 | 600 |
| 资产减值损失 | -441 | -211 | -30 | -30 | -30 |
| 其他收益 | 327 | 332 | 363 | 375 | 394 |
| 公允价值变动收益 | 22 | 350 | 200 | 200 | 200 |
| 投资净收益 | 2281 | 866 | 778 | 804 | 843 |
| 资产处置收益 | -5 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 3629 | 5238 | 6217 | 7514 | 8674 |
| 营业外收入 | 99 | 82 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 72 | 432 | 70 | 70 | 70 |
| **利润总额** | 3656 | 4889 | 6197 | 7494 | 8654 |
| 所得税 | 1188 | 1509 | 1921 | 2323 | 2683 |
| **净利润** | 2469 | 3379 | 4276 | 5171 | 5972 |
| 少数股东损益 | -33 | 227 | 257 | 310 | 358 |
| **归属母公司净利润** | 2502 | 3153 | 4019 | 4861 | 5613 |
| EBITDA | 5850 | 9035 | 11830 | 13439 | 14832 |
| EPS（元/股） | 0.46 | 0.58 | 0.74 | 0.90 | 1.04 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | -5.3 | 2.9 | 5.8 | 3.3 | 4.9 |
| 营业利润(%) | 7.0 | 44.3 | 18.7 | 20.9 | 15.4 |
| 归属母公司净利润(%) | -12.1 | 26.0 | 27.5 | 20.9 | 15.5 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 5.4 | 6.4 | 6.6 | 6.9 | 7.1 |
| 净利率(%) | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 2.0 |
| ROE(%) | 2.7 | 3.3 | 4.1 | 4.8 | 5.3 |
| ROIC(%) | 0.6 | 1.7 | 2.6 | 3.1 | 3.6 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 56.4 | 55.9 | 54.4 | 52.6 | 51.0 |
| 净负债比率(%) | 42.2 | 41.9 | 39.4 | 35.1 | 30.8 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| 应收账款周转率 | 23.2 | 26.1 | 25.5 | 25.2 | 25.4 |
| 应付账款周转率 | 32.6 | 41.6 | 38.7 | 38.4 | 38.8 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.46 | 0.58 | 0.74 | 0.90 | 1.04 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.11 | 2.85 | 1.42 | 1.80 | 1.85 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 17.29 | 17.79 | 18.23 | 18.77 | 19.40 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 53.0 | 42.1 | 33.0 | 27.3 | 23.6 |
| P/B | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 37.3 | 21.9 | 14.7 | 12.7 | 11.2 |

*资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 23 日收盘价*

下载日志已记录，仅供内部参考



## 内容目录

金龙鱼：产品、渠道和盈利的致胜之路 ..... 5
从油脂精炼到综合农产品食品平台 ..... 5
控股权高度集中，丰益国际体系赋能明显 ..... 5
产品：厨房食品为核心，产业链延伸提供利润弹性 ..... 6
一、厨房食品业务延伸再发力，大健康和央厨值得期待 ..... 7
二、受益需求周期，饲料原料及油脂科技量增利涨 ..... 10
游刃有“鱼”，极强的全渠道触达能力 ..... 11
收入稳增、盈利修复、现金流改善 ..... 12
刚需赛道，延伸有道 ..... 14
粮油、饲料与油脂科技：大空间、低毛利，但升级可期 ..... 14
中央厨房：餐饮供应链的标准化、规模化基础设施 ..... 15
原料采购影响盈利弹性，渠道节奏带动销量和利润提升 ..... 16
游刃有余，稳健中求新增长 ..... 16
全产业链与综合企业群模式降低成本 ..... 16
多品类矩阵与强渠道网络提升抗周期能力 ..... 18
健康化创新与品牌力是厨房食品长期升级的抓手 ..... 18
投资建议 ..... 20
盈利预测 ..... 20
投资建议 ..... 20
风险提示 ..... 21

## 图表目录

图表 1：金龙鱼主要发展历程 ..... 5
图表 2：丰益国际全球工厂布局 ..... 6
图表 3：金龙鱼 2025 年营业收入结构 ..... 7
图表 4：厨房食品业务主要产品 ..... 8
图表 5：厨房食品营业收入及同比（亿元） ..... 9
图表 6：厨房食品毛利及毛利率（亿元） ..... 9
图表 7：中央厨房盈利模式 ..... 9
图表 8：公司中央厨房六大优势 ..... 9
图表 9：2025 年中央厨房产品投放情况 ..... 10
图表 10：厨房食品业务主要产品 ..... 10
图表 11：饲料原料及油脂科技营业收入及同比（亿元） ..... 11
图表 12：饲料原料及油脂科技毛利及毛利率（亿元） ..... 11
图表 13：销售模式营业收入及同比（亿元） ..... 11
图表 14：销售模式毛利及毛利率（亿元） ..... 11
图表 15：经销商数量及变动（家） ..... 12
图表 16：营业总收入及同比（亿元） ..... 12
图表 17：归母净利润及同比（亿元） ..... 12
图表 18：利润总额与经营性现金流走势（亿元） ..... 13
图表 19：净资产收益率与总资产净利率走势 ..... 13
图表 20：公司毛利与毛利率（亿元） ..... 13
图表 21：2025 年费用同比变化及费用率（亿元） ..... 13
图表 22：资产负债表数据（亿元） ..... 14
图表 23：资产负债率走势 ..... 14
图表 24：公司所在行业拆分 ..... 14
图表 25：中央厨房行业产业链 ..... 15
图表 26：2025 年主要采购原料采购金额（亿元） ..... 16
图表 27：2025 年营业成本主要构成项目（亿元） ..... 16
图表 28：公司大豆精深加工模式 ..... 17

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 29: 公司泰州综合企业群鸟瞰图 ..... 17
图表 30: 大健康产品 ..... 18
图表 31: 公司主要产品及代表品牌 ..... 19
图表 32: 盈利预测表（百万元） ..... 20
图表 33: 财务指标预测结果 ..... 21

下载日志已记录，仅供内部参考



# 金龙鱼：产品、渠道和盈利的致胜之路

## 从油脂精炼到综合农产品食品平台

公司全称为益海嘉里金龙鱼食品集团股份有限公司，A 股证券简称金龙鱼，股票代码 300999，法定代表人为 KuokKhoonHong（郭孔丰），注册地址和办公地址均位于中国（上海）自由贸易试验区博成路 1379 号 15 层。

公司的主营业务是厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售。围绕产业链上下游，公司主要涉足油籽压榨、油脂精炼、油脂灌装、专用油脂、油脂科技、水稻循环经济、玉米、小麦、大豆加工及其延伸产业链、食品原辅料、粮油科技研发、蛋鸡养殖、功能性大健康产品、中央厨房食品园区等产业，已经不是狭义的包装油企业，而是一个覆盖粮油食品与上游加工的综合性农产品食品平台。

从发展轨迹看，其发展主线大致可概括为：**包装油起家—压榨与精炼一体化—米面及食品拓展—多品类厨房食品平台化—综合企业群协同深化**。

*图表1：金龙鱼主要发展历程*

| 年份 | 事件 |
|---|---|
| 1988 年 | 集团第一家油脂精炼工厂——南海油脂工业(赤湾)有限公司开工建设 |
| 1991 年 | 第一瓶金龙鱼小包装油面世 |
| 1992 年 | 在中国的第一家面粉加工厂——深圳南海粮食工业有限公司投产 |
| 1994 年 | 集团在中国投资建立的第一家油籽压榨厂——深圳南天油粕工业有限公司 |
| 2004 年 | 丰益油脂科技(上海)有限公司投产 |
| 2006 年 | 益海嘉里第一家米厂———益海(佳木斯)粮油工业有限公司正式投产 |
| 2020 年 | 益海嘉里金龙鱼在中国上市 |
| 2022 年 | 益嘉丰厨(杭州)食品有限公司正式投产，是集团在中国投资建立的第一个中央厨房产业园 |
| 2025 年 | 推出功能性食品品牌“金龙鱼丰益堂”，以“食养”概念打造健康产品系列，满足消费者的健康需求，助力“健康中国”战略 |

*资料来源：金龙鱼官方网站，国盛证券研究所*

这种发展路径决定了金龙鱼与传统单品类消费公司差异极大。其本质不是依赖某一个“爆品”实现高增长，而是依靠全国化工厂布局、上游原料加工能力、下游品牌与渠道网络形成规模优势。2025 年公司仍在持续推进全国化和综合企业群布局，并有多个募投项目延后但继续建设，说明公司战略重点并未转向轻资产，而仍然坚持**以重资产网络换取供应链效率和品类延展能力**。

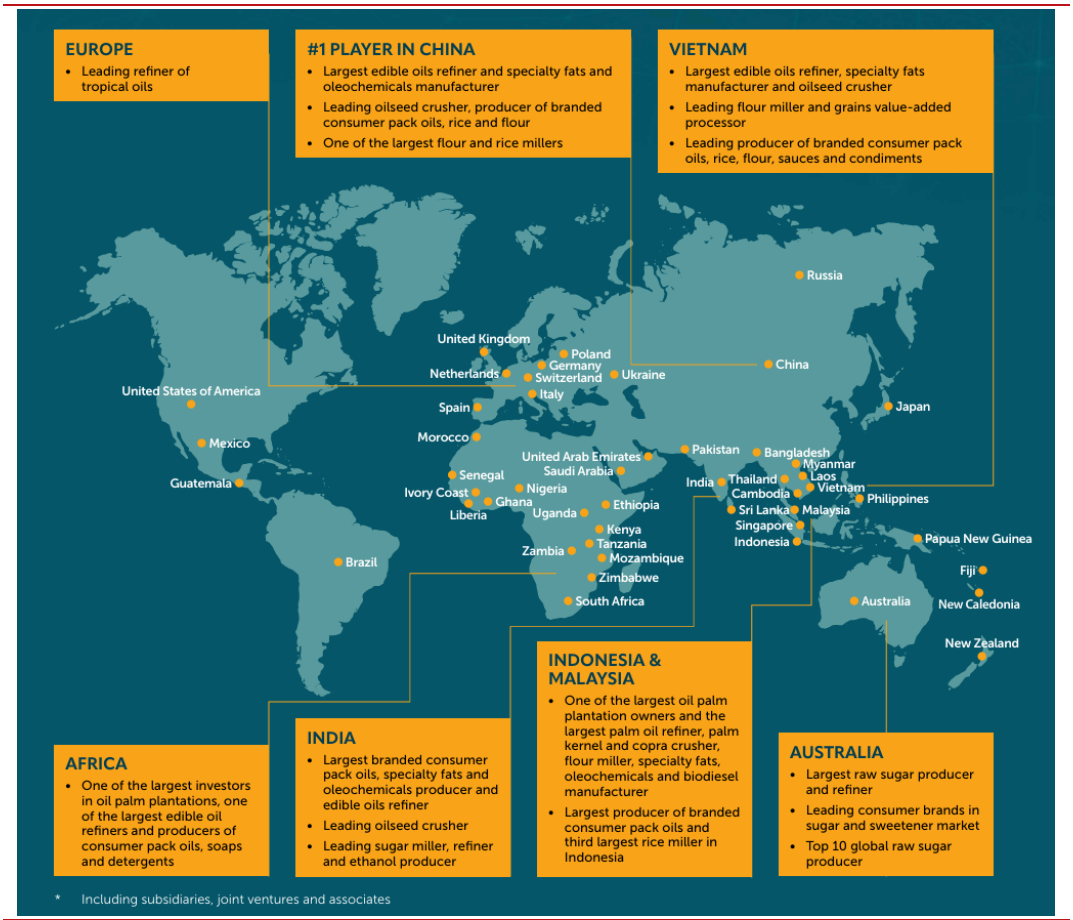
## 控股权高度集中，丰益国际体系赋能明显

公司控股股东为丰益营销（香港）有限公司，截至 2026 年一季度末持股 48.78 亿股，持股比例 89.99%。这一股权结构意味着公司控股权高度集中，公众流通盘相对有限。公司股权结构以丰益香港绝对控股为核心，产业资源股东属性极强，这种结构有利于原料采购、全球供应链与管理体系导入，但也意味着上市公司治理与关联交易透明度始终是投资者需要持续跟踪的重点。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表2：丰益国际全球工厂布局




资料来源：丰益国际年度报告、国盛证券研究所

管理团队方面，董事长郭孔丰 1949 年出生，新加坡国籍，新加坡国立大学工商管理学士，长期深耕粮油贸易与加工行业，曾负责在中国筹建现代食用油工厂，自 2006 年至今任丰益国际董事长兼首席执行官，2005 年至今任公司董事长，属于典型的产业型创始管理者。公司总裁穆彦魁、常务副总裁牛余新、财务总监陆玟妤等核心高管长期在粮油食品或公司体系内任职，管理团队稳定性较强。

股权激励方面，公司正在实施 2022 年限制性股票激励计划与 2024 年限制性股票激励计划。2025 年确认股份支付费用合计 2.23 亿元，其中生产人员 2,197.6 万元、销售人员 5,574.3 万元、管理人员 1.42 亿元、研发人员 369 万元；2025 年报告期内的失效限制性股票为 1,237.96 万股，其中研发人员对应失效 49.99 万股。这说明激励覆盖面较广，但对研发条线激励金额和股数占比仍相对有限，更偏向组织整体激励而非科技型公司式的研发核心绑定。

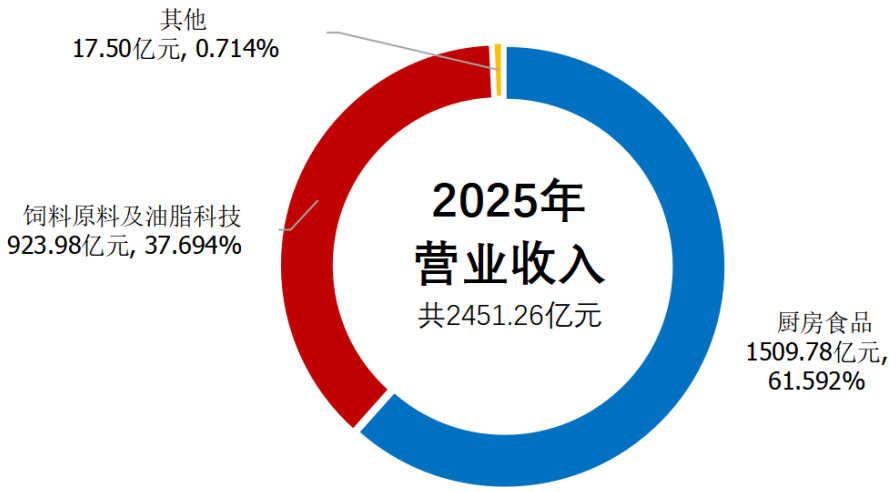
## 产品：厨房食品为核心，产业链延伸提供利润弹性

公司 2025 年实现营业收入 2,451.26 亿元，其中厨房食品收入 1,509.78 亿元，占比 61.592%；饲料原料及油脂科技收入 923.98 亿元，占比 37.694%；其他业务收入 17.50 亿元，占比 0.714%。从收入结构看，厨房食品是公司的业务核心，也是品牌认知的主要来源；但饲料原料及油脂科技板块体量同样较大，是公司保持产业链闭环和压榨利润弹性的关键所在。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表3：金龙鱼 2025 年营业收入结构




资料来源：同花顺 i

## 一、厨房食品业务延伸再发力，大健康和央厨值得期待

金龙鱼公司的厨房食品业务覆盖产品极广，除传统食用油外，还包括大米、面粉、面条、大健康产品、调味品、鸡蛋、杂粮、央厨产品等。从 2025 年年报的新品投放清单看，公司近年重点围绕低 GI、功能化、健康化、细分场景化推进新品扩张，例如甘油二酯油、低 GI 谷物粉、低 GI 挂面、稻米油、学生餐专用玉米胚芽油、鲜食米饭、意面、餐饮渠道专用品等，说明其产品策略已明显从“基础口粮”延伸至“健康解决方案 + 场景定制”。

图表4：厨房食品业务主要产品

食用油：



大米：



面粉：



面条：




大健康产品：



调味品：



鸡蛋：　　杂粮：



央厨产品：



食品工业产品：



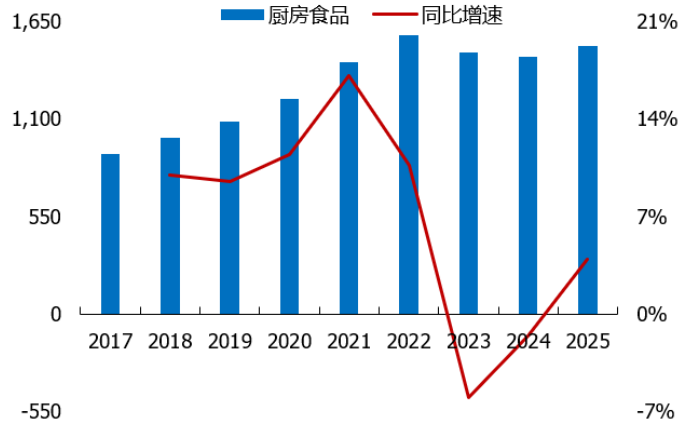

资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



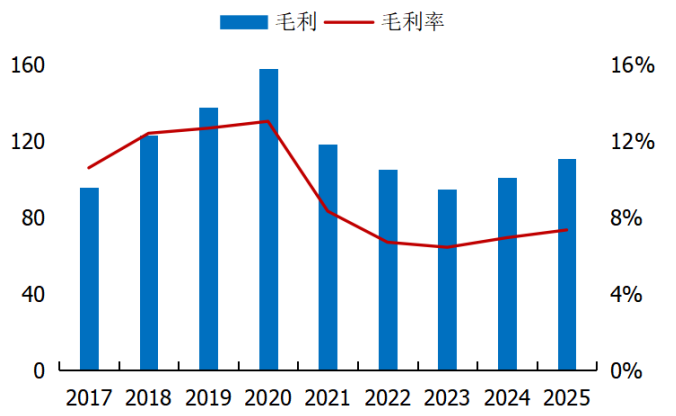
2025 年，厨房食品实现营业收入 1,509.78 亿元，同比增长 3.95%；销量为 25,183 千吨，同比提升 4.75%；毛利率为 7.32%，同比提升 0.4 个百分点。

图表5：厨房食品营业收入及同比（亿元）




资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，同花顺 i

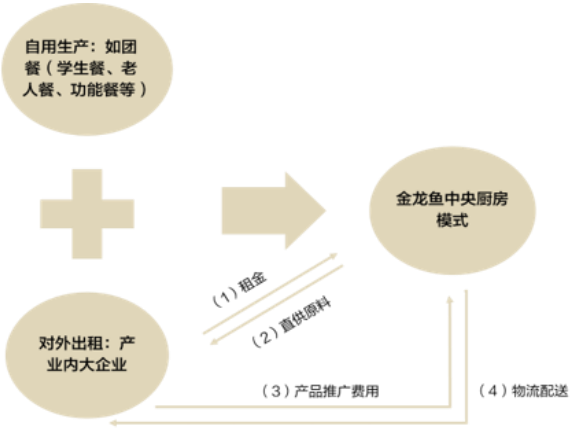
图表6：厨房食品毛利及毛利率（亿元）




资料来源：同花顺 i

**公司近年来持续将厨房食品业务向中央厨房场景延伸。**与传统中央厨房仅承担集中加工功能不同，公司依托现有生产基地建设综合性食品园区，在园区内既可自有加工中央厨房产品，也可引入产业链上下游相关企业，共享原料采购、实验研发、仓储物流、销售渠道及公共配套设施，推动厨房食品由家庭消费场景进一步延伸至团餐、便利店鲜食及餐饮供应链场景。

图表7：中央厨房盈利模式




资料来源：粮食与油脂公众号，国盛证券研究所

图表8：公司中央厨房六大优势




资料来源：益海嘉里公众号，国盛证券研究所

从产品形态看，公司中央厨房业务已经形成初步布局。2025 年推出的央厨产品包括鲜食产品和方便产品，销售场景覆盖便利店定制、电商及会员店渠道。这意味着公司厨房食品的产品边界已由油、米、面等基础品类，进一步扩展至即食主食和标准化餐食解决方案。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表9：2025 年中央厨房产品投放情况

| 类别 | 产品名称 | 投放情况 |
| --- | --- | --- |
| 鲜食产品 | 酱烧牛肉饭 | 便利店定制产品 |
| | 地三鲜照烧鸡排饭 | |
| | 红烩牛肉芝士焗饭 | |
| | 火鸡辣酱烤肉真饱饭团 | |
| | 黑椒肉柳意面 | |
| 方便产品 | 金龙鱼丰厨低 GI 米饭 | 低 GI 产品，微波加热即食，主要在电商渠道销售 |
| | 全谷物杂粮饭 | 山姆定制产品 |
| | 金龙鱼鲜米饭 | Costco 定制产品 |
| | 金龙鱼丰厨番茄肉酱意面<br>金龙鱼丰厨黑椒牛肉意面 | 主要在电商渠道销售 |

资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所

## 二、受益需求周期，饲料原料及油脂科技量增利涨

此板块涵盖饲料原料（如豆粕、麸皮、米糠粕等蛋白及纤维原料）和油脂科技产品。（以棕榈油等为原料的基础化学品、衍生化学品、营养品、日化用品等）

图表10：厨房食品业务主要产品



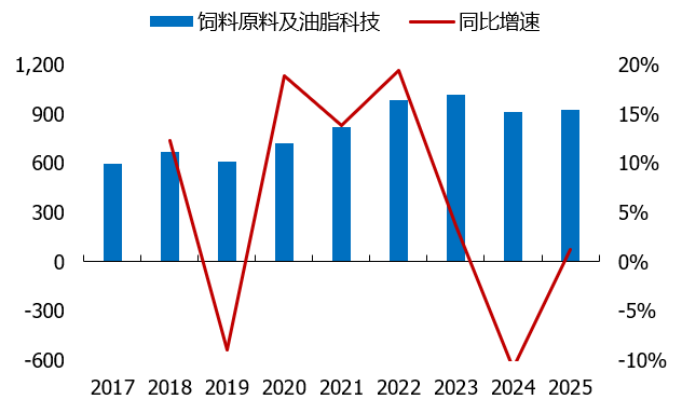

资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所

2025 年饲料原料及油脂科技收入为 923.98 亿元，同比增长 1.28%；销量 31,571 千吨，提升 7.12%；毛利率提升至 5.00%，较上年提升 2.6 个百分点，板块毛利改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

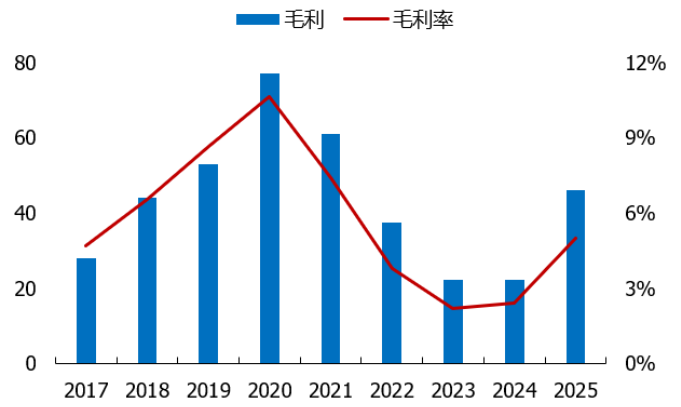


图表11：饲料原料及油脂科技营业收入及同比（亿元）




资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，同花顺 i

图表12：饲料原料及油脂科技毛利及毛利率（亿元）

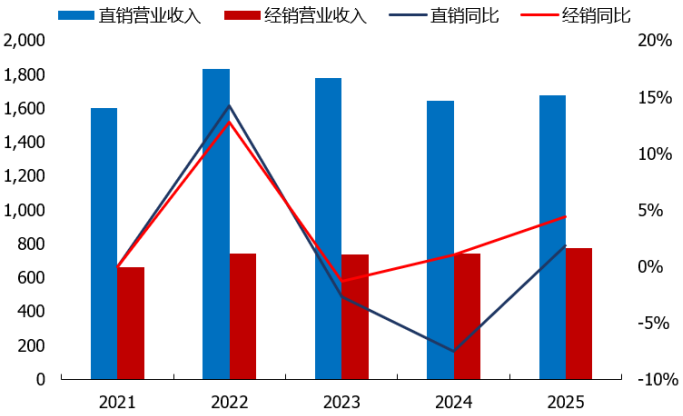



资料来源：同花顺 i

## 游刃有“鱼”，极强的全渠道触达能力

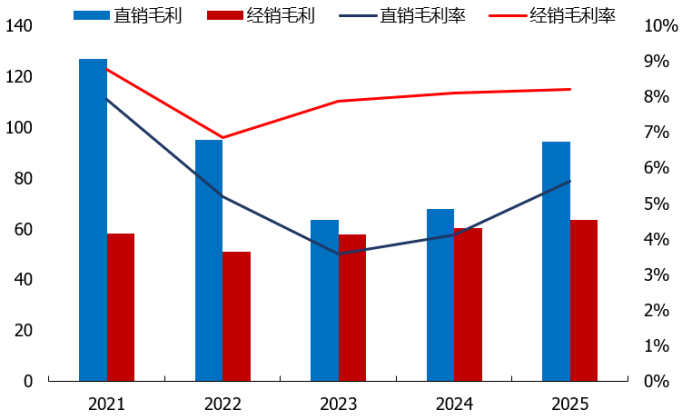
下游客户结构方面，公司销售模式分为直销与经销两类。2025 年全公司实现直销收入 1,677.04 亿元、占比 68.42%，经销收入 774.22 亿元、占比 31.58%，其中厨房食品板块直销收入 739.67 亿元、经销收入 770.11 亿元，厨房食品业务为公司经销收入主要来源；同期全公司经销毛利率 8.20%，高于直销的 5.61%。

图表13：销售模式营业收入及同比（亿元）




资料来源：同花顺 i

图表14：销售模式毛利及毛利率（亿元）




资料来源：同花顺 i

渠道网络的扩张力度在 2025 年仍然较强。公司经销商总数由 2024 年的 9,440 家增长至 2025 年的 10,390 家，同比增加 950 家、增长 10.06%；其中南部区域增长最明显，由 983 家增至 1,155 家，同比增长 17.50%。线上直销渠道覆盖京东、天猫、拼多多、盒马、抖音、山姆、淘宝、叮咚买菜、快手、小红书等平台，品类覆盖油、大米及制品、面粉及制品、调味品、杂粮、豆粉、央厨产品、鸡蛋等，显示公司已形成极强的全渠道触达能力。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表15：经销商数量及变动（家）

| 区域 | 2025 年 | 2024 年 | 增加数 | 变动率 |
|---|---|---|---|---|
| 东部 | 3311 | 3025 | 286 | 9.45% |
| 南部 | 1155 | 983 | 172 | 17.50% |
| 西部 | 2096 | 1979 | 117 | 5.91% |
| 北部 | 2221 | 2011 | 210 | 10.44% |
| 中部 | 1607 | 1442 | 165 | 11.44% |
| 合计 | 10390 | 9440 | 950 | 10.06% |

资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所

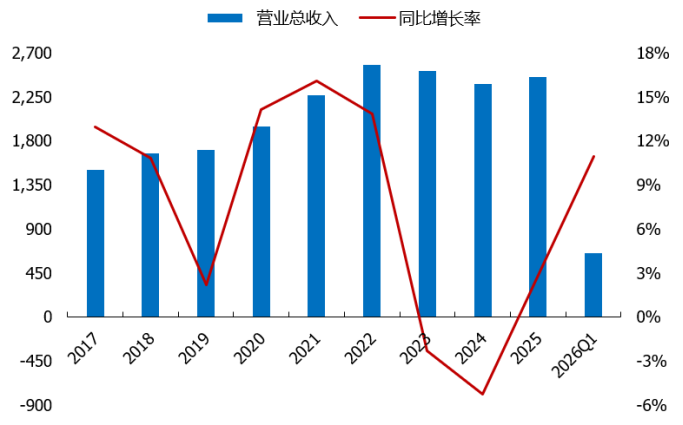
在终端客户集中度上，公司前五大客户销售额合计 174.27 亿元，占年度销售总额 7.11%，其中关联方销售占比 2.52%；前五大供应商采购额合计 594.38 亿元，占年度采购总额 28.11%，其中关联方采购占比 10.68%。这一结构说明公司客户总体分散、单一客户依赖度低，但原料采购端由于大宗农产品贸易特性，供应商集中度相对更高，且与丰益国际体系存在较深的产业协同关系。

## 收入稳增、盈利修复、现金流改善

2025 年公司实现营业收入 2,451.26 亿元，同比增长 2.87%；利润总额 48.89 亿元，同比增长 33.71%；归母净利润 31.53 亿元，同比增长 26.01%；加权平均 ROE 为 3.32%，较 2024 年提升 0.42 个百分点。2026 年一季度延续修复趋势，营收 655.31 亿元、同比增长 10.92%，归母净利润 14.82 亿元、同比增长 50.98%。

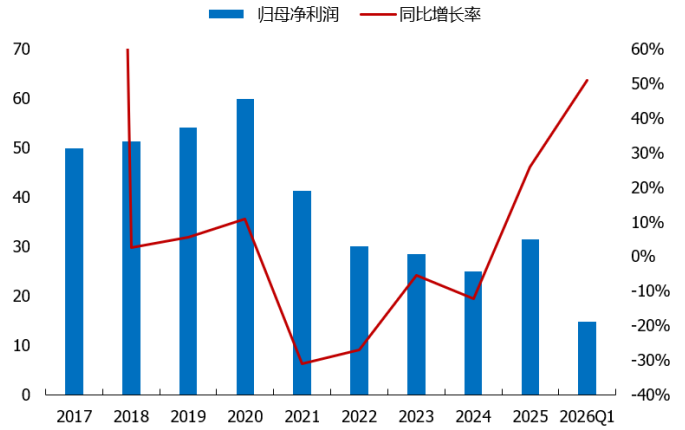
经营现金流是 2025 年最亮眼指标之一。2025 年经营现金流净额为 154.45 亿元，较 2024 年的 60.38 亿元同比增长 155.80%；2026 年一季度经营现金流净额为 41.65 亿元，同比下降 59.50%，主要因为采购节奏和结算方式变化导致购买商品支付现金增加。对金龙鱼而言，单季度现金流波动较大并不罕见，更重要的是年度层面已恢复强现金创造能力，这对高存货、高采购规模企业尤其重要。

图表16：营业总收入及同比（亿元）




资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，同花顺 i

图表17：归母净利润及同比（亿元）

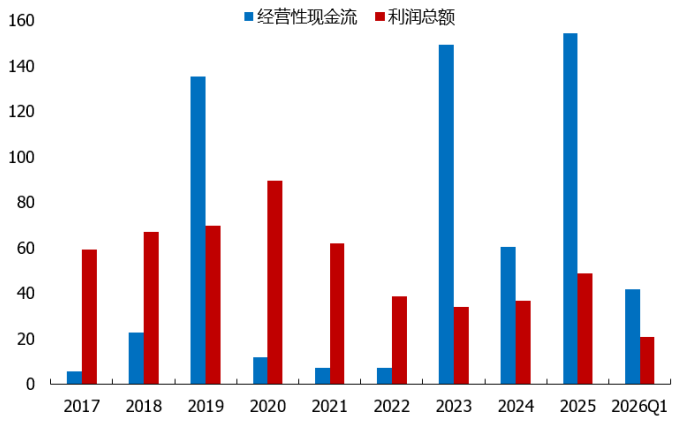



资料来源：同花顺 i

下载日志已记录，仅供内部参考

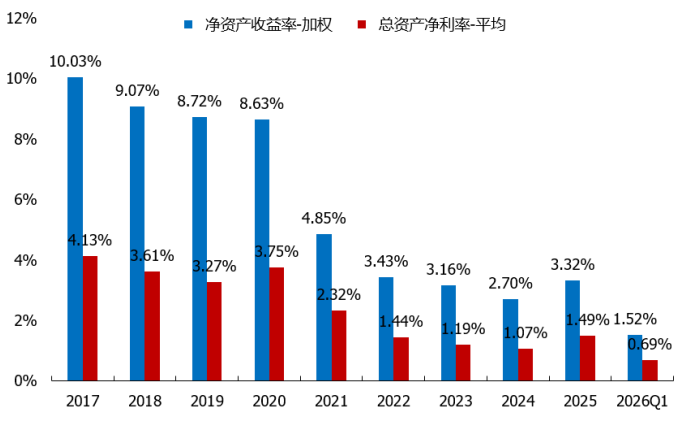


图表18：利润总额与经营性现金流走势（亿元）




资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，同花顺 i

图表19：净资产收益率与总资产净利率走势

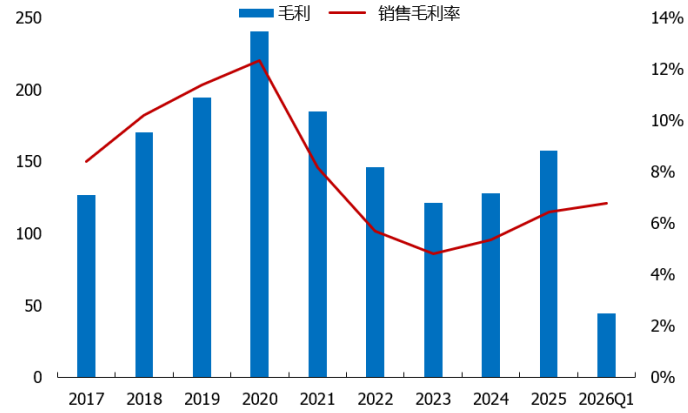



资料来源：同花顺 i

从利润率角度看，公司毛利率已经连续改善。年度口径下，2023 年毛利率 4.83%，2024 年提升至 5.35%，2025 年进一步提升至 6.43%；季度口径下，2025 年一季度至四季度毛利率分别为 6.82%、6.24%、6.59%、6.06%，2026 年一季度毛利率为 6.77%。这一变化表明利润已出现系统性改善，而不是单一季度的偶发波动。

费用端相对稳定。2025 年销售费用 65.40 亿元，同比增长 4.04%；管理费用 36.79 亿元，同比增长 1.17%；财务费用 5.71 亿元，同比增长 33.37%，主要因为净利息支出增加；研发费用 2.88 亿元，同比增长 5.06%。以收入口径测算，2025 年销售、管理、财务、研发费用率分别约为 2.67%、1.50%、0.23%、0.12%，整体费用率仍处于较低水平。这与公司重资产高周转、制造业平台型属性一致，也说明利润修复更多取决于毛利率变化，而非费用率大幅压缩。

图表20：公司毛利与毛利率（亿元）




资料来源：同花顺 i

图表21：2025 年费用同比变化及费用率（亿元）

| | 2025 年 | 同比增减 | 费用率 |
|---|---|---|---|
| 销售费用 | 65.40 | 4.04% | 2.67% |
| 管理费用 | 36.79 | 1.17% | 1.50% |
| 财务费用 | 5.71 | 33.37% | 0.23% |
| 研发费用 | 2.88 | 5.06% | 0.12% |

资料来源：同花顺 i

资产负债表呈现明显的大宗商品加工企业特征：高流动资产、高存货、高短债、高周转。截至 2025 年末公司总资产 2,287.20 亿元，归母净资产 964.32 亿元；截至 2026 年一季度末，总资产 2,229.34 亿元，归母净资产 978.80 亿元。2026 年一季度末货币资金 445.77 亿元、交易性金融资产 260.75 亿元、存货 422.87 亿元、短期借款 802.78 亿元。值得肯定的是，公司资产负债率已从 2023 年末的 59.76%下降至 2025 年末的 55.86%，26 年一季度进一步下降至 54.03%，杠杆水平有所优化。

下载日志已记录，仅供内部参考

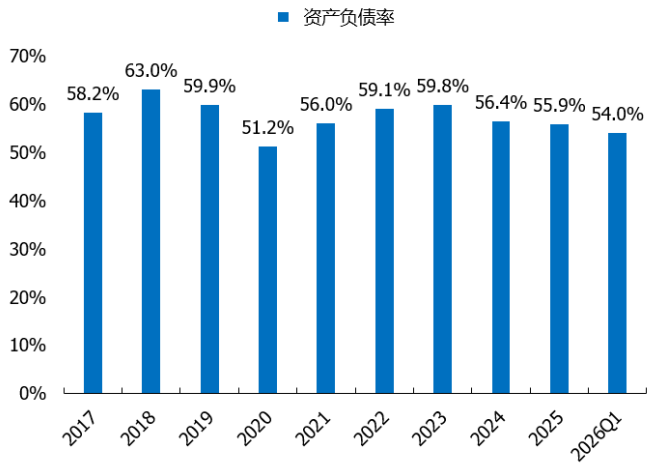


图表22：资产负债表数据（亿元）

| | 2026Q1 | 2025A |
|---|---|---|
| 货币资金 | 445.77 | 442.04 |
| 交易性金融资产 | 260.75 | 235.19 |
| 存货 | 422.87 | 541.34 |
| 资产总计 | 2,229.34 | 2,287.20 |
| 短期借款 | 802.78 | 811.53 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 978.80 | 964.32 |

资料来源：同花顺 i

图表23：资产负债率走势



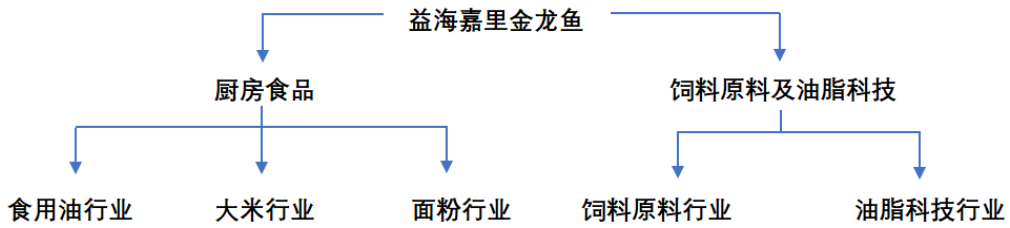

资料来源：同花顺 i

# 刚需赛道，延伸有道

## 粮油、饲料与油脂科技：大空间、低毛利，但升级可期

公司所在行业可拆分为厨房食品和饲料原料及油脂科技两大板块。

图表24：公司所在行业拆分




资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所制图

食用油行业被定义为“发展比较稳定、市场空间广阔”的必需消费行业，行业竞争较为集中，品牌和龙头企业优势明显，依托有效打通产业链上下游，头部企业在成本效率、产品研发、品牌塑造方面已领跑市场。随着城乡居民收入水平的提升，消费者对健康安全高品质的食用油需求呈逐年上升趋势，消费需求和营销渠道发生深层次变革，对食用油健康化、功能化、多元化的需求特征也愈加明显。食用油未来趋势集中在包装化、品牌化、高端化、健康化，创新和升级将成为企业未来竞争的核心优势。

大米行业方面，2025 年中国水稻产量为 2.09 亿吨，我国同时是全球第一产量和第一消费大国。行业特点是企业数量众多、开机率不高、规模化品牌企业偏少、副产品综合利用不足、深加工比例低，大米行业在品牌整合、渠道细分、高尖端产品打造、产业链副产品综合利用等方面有很大的市场机会，预计行业集中度将进一步提升，包装优质大米将成为核心增长点。

面粉行业方面，我国是全球最大的面食品生产和消费国，但近年来面粉消费总量略有下降，变化主要体现在结构差异——食品工业粉、专用粉占比上升，民用粉通用品类

下载日志已记录，仅供内部参考

进一步细分。从行业发展来看，市场集中度持续提升，中小型面粉厂的市场占比预计会逐步下降。未来面粉产品将向专用化、健康化、差异化迭代，预计也将成为面粉加工企业盈利的关键因素。

饲料原料行业方面，饲料原料主要包括豆粕、菜粕等蛋白类产品，米糠、麸皮等纤维类产品，玉米、高粱等能量类产品，作为饲料生产企业的原料进一步加工成为饲料产品，大部分被用于生猪和家禽的饲养。受国家产业政策引导以及下游饲料产品对品质化、专业化、功能化的全面追求，饲料原料的加工企业也将面临新的机遇和挑战。

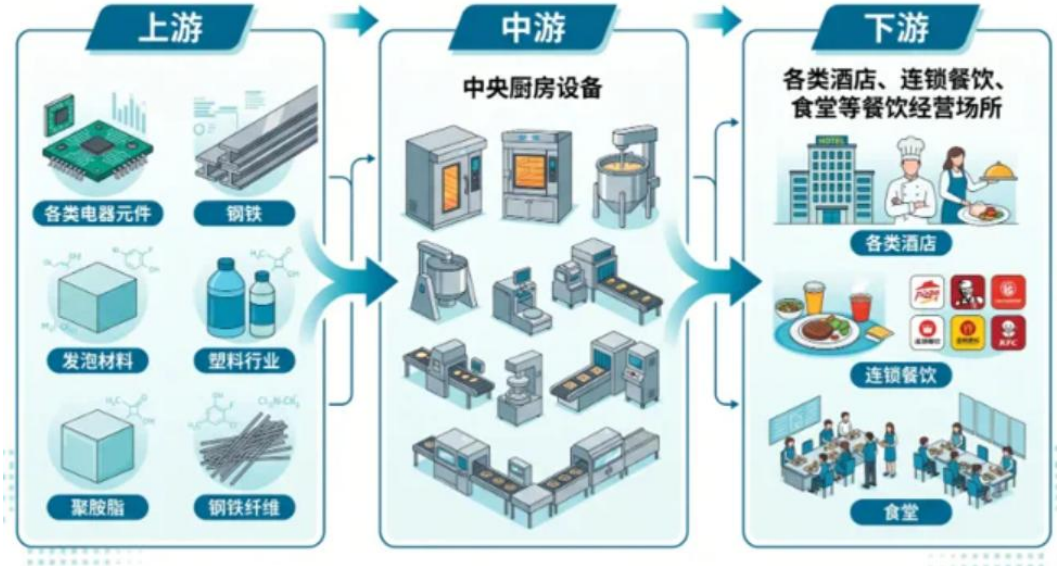
油脂科技行业包含油脂基础化学品、油脂衍生化学品、营养品以及日化用品等细分行业。近年来，油脂科技行业持续推行科技创新，研究开发天然动植物油脂的工业用途，部分替代传统煤炭、石化来源的化学品，采用可再生资源为原料不断推出功能性的油脂科技产品，推动全产业链绿色、健康、可持续发展，在国家实现 2030 年碳达峰、2060 年碳中和的目标过程中具有重要的促进作用。

**行业总量稳定、结构升级显著、集中度提升是共同主线，**而公司恰恰是少数同时具备品牌、渠道、规模、工厂网络和产品开发能力的头部企业，行业发展对公司未来发展有利。

## 中央厨房：餐饮供应链的标准化、规模化基础设施

中央厨房行业的核心价值在于通过集中采购、标准化生产和统一配送，提升出品一致性、压缩后厨复杂度并增强食品安全可追溯能力。从需求端看，餐饮连锁化和团餐规范化是最主要的增长驱动力。在餐饮行业工业化的进程中，中央厨房起到了至关重要的作用，市场规模也迎来快速发展。根据智研咨询资料显示，2025 年我国中央厨房安装量增长至 13458 套，中央厨房设备市场规模 329.7 亿元；预计 2026 年我国中央厨房安装量将达 14888 套，中央厨房设备市场规模约为 370.7 亿元。

*图表25：中央厨房行业产业链*




*资料来源：智研咨询，国盛证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考

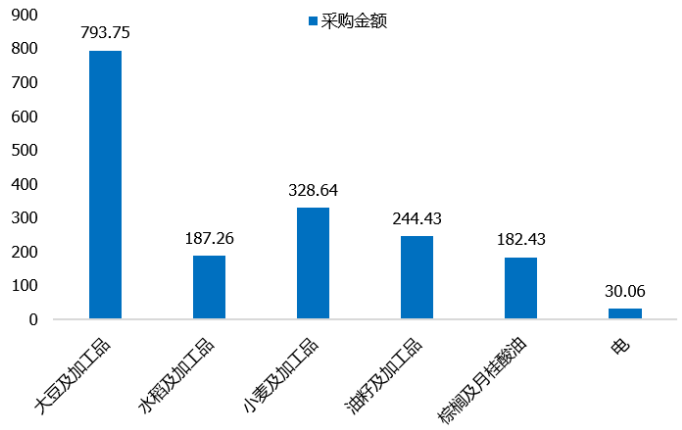


## 原料采购影响盈利弹性，渠道节奏带动销量和利润提升

金龙鱼的业务链条天然跨越上下游。2025 年主要采购原料包括大豆及加工品、水稻及加工品、小麦及加工品、油籽及加工品、棕榈及月桂酸油。公司对上游农产品价格波动极为敏感，核心原料价格的周期性变化会直接传导至压榨利润和厨房食品成本端。

从成本结构看，2025 年营业成本中直接材料占 89.23%，直接人工仅占 1.50%，制造费用占 9.27%。金龙鱼并非典型依赖人工或制造效率的加工企业，而是典型的原料成本驱动型企业。因此公司利润率提升的核心逻辑，首先不是“降费”，而是原料采购节奏改善、压榨价差修复、产品结构优化与渠道协同提升。

*图表26：2025 年主要采购原料采购金额（亿元）*




*资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所*

*图表27：2025 年营业成本主要构成项目（亿元）*

| | 金额 | 占比 | 同比增减 |
|---|---|---|---|
| 直接材料 | 2046.58 | 89.23% | 1.66% |
| 直接人工 | 34.43 | 1.50% | 9.41% |
| 制造费用 | 212.64 | 9.27% | 1.08% |
| 合计 | 2293.64 | 100% | 1.71% |

*资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所*

下游方面，得益于公司销售渠道和网络的持续拓展，2026 年一季度厨房食品在消费品、餐饮及食品工业渠道的销量均有所增长。厨房食品利润同步上涨，一方面因为包装油良好的产品营销策略所带来销量增长以及产品结构优化；另一方面，面粉和大米业务的利润因销量增长驱动而较上年同期有所提升。

饲料原料及油脂科技板块的销量增长主要得益于良好的下游养殖业市场需求以及公司在饲料原料销售渠道的持续性优势。同时，饲料原料业务利润同比增长，主要原因是公司饲料原料相关产品的采购及销售节奏较好。

# 游刃有余，稳健中求新增长

## 全产业链与综合企业群模式降低成本

截至 2025 年 12 月 31 日，公司在全国拥有 83 个已投产生产基地，多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场。公司通过位于战略要点的综合企业群模式不断降低成本，把产业链上下游工厂集合于一个生产基地内，一间工厂的产成品可作为另一间工厂的原材料，从而降低整体物流和库存成本，提升市场竞争力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：公司大豆精深加工模式




资料来源：公司官网，国盛证券研究所

中央厨房业务是公司综合企业群模式向下游食品加工和餐饮供应链延伸的重要体现。公司依托现有生产基地，建立了综合性的食品园区。在园区内，实现原料采购、实验研发、产品仓储、物流运输、销售渠道以及公共配套设施等资源共享的目标，充分发挥规模优势，打造食品园区生态体系。

图表29：公司泰州综合企业群鸟瞰图




资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

对金龙鱼而言，这一模式不是概念，而是盈利模式本身。2025 年公司直接材料成本占营业成本 89.23%，意味着任何物流效率、库存周转和副产品利用效率的改善，都会显著影响最终利润。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 多品类矩阵与强渠道网络提升抗周期能力

公司不是依赖食用油单一品类，而是构建了食用油、大米、面粉、调味品、挂面、杂粮、央厨、鸡蛋、大健康产品、食品工业原料等广泛矩阵。这种多品类布局的意义在于：一旦某一原料或某一子行业景气回落，公司仍可依靠其他板块和渠道进行对冲。2026 年一季度厨房食品与饲料原料及油脂科技两大板块销量及利润同时增长，就是多业务协同能力的直接体现。

渠道端，公司厨房食品经销+直销双轮驱动，2025 年经销商总数达到 10,390 家，同时覆盖各大主流电商与即时零售平台。对消费品企业来说，渠道广度决定销量基础，渠道深度决定新品放量能力；而对工业客户来说，直销体系决定客户黏性。金龙鱼的优势在于两者兼备，因此可以更快推动新品类渗透。

## 健康化创新与品牌力是厨房食品长期升级的抓手

产品创新层面，公司近年重点布局低 GI、高纤、胚芽、鲜碾、甘油二酯油等健康化产品，以及团餐、商超定制、电商定制、Costco/山姆定制等场景化产品。这意味着公司正在从“卖标准品”向“卖解决方案”演进。只要健康化和功能化消费趋势延续，公司有望在成熟赛道中持续获得结构性增量。

*图表30：大健康产品*



*资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所*

公司品牌层面拥有“金龙鱼”、“香满园”、“欧丽薇兰”等系列品牌，从高端到大众形成完整矩阵。2025 年“金龙鱼”品牌在食用油、面粉、大米三个品类中均位列 C-BPI 榜首，食用油品类已连续十五年第一。对基础粮油赛道而言，品牌的作用不是情绪溢价，而是终端动销效率、渠道话语权和高端产品导入能力。

图表31：公司主要产品及代表品牌

食用油：




大米：




面粉及面条：



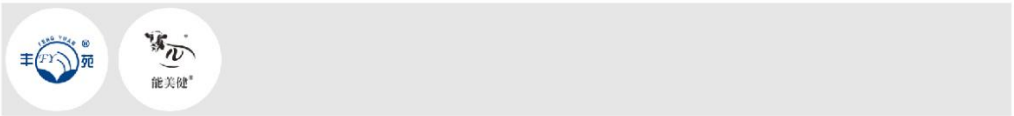

食品工业产品：




大健康及其他厨房食品：




饲料原料：




油脂科技产品：




资料来源：金龙鱼 2025 年年度报告，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 投资建议

## 盈利预测

对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

厨房食品：由于公司厨房食品产品矩阵丰富，产品品质优良，且销售渠道广，预计未来销量继续保持小幅增长，假设 2026-2028 年厨房食品销量增速分别为 3.0%、4.0%、5.0%；预计未来三年农产品价格（原料价格）连续温和上行，假设 2026-2028 年厨房食品销售单价增速分别为 2.0%、2.0%、1.0%，假设 2026-2028 年厨房食品单位成本增速分别为 2.0%、1.6%、0.7%。

饲料原料及油脂科技：由于养殖行业需求存在明显周期波动，因此上游饲料原料行业也存在一定周期性，饲料销量跟随养殖需求波动，假设 2026-2028 年饲料原料及油脂科技板块销量增速分别为 6.0%、-3.0%、2.0%；预计未来三年农产品价格（原料价格）连续温和上行，假设 2026-2028 年饲料原料及油脂科技板块销售单价增速分别为 1.0%、2.0%、1.0%，假设 2026-2028 年饲料原料及油脂科技板块单位成本增速分别为 1.0%、1.8%、1.0%。

*图表32：盈利预测表（百万元）*

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 厨房食品 | | | | | |
| 营业收入 | 145243 | 150978 | 158617 | 168261 | 178441 |
| 增长率 | -1.6% | 3.9% | 5.1% | 6.1% | 6.1% |
| 毛利率 | 6.9% | 7.3% | 7.3% | 7.7% | 8.0% |
| 饲料原料及油脂科技 | | | | | |
| 营业收入 | 91233 | 92398 | 98921 | 97872 | 100828 |
| 增长率 | -10.8% | 1.3% | 7.1% | -1.1% | 3.0% |
| 毛利率 | 2.4% | 5.0% | 5.0% | 5.2% | 5.2% |
| 其他 | | | | | |
| 营业收入 | 1804 | 1750 | 1768 | 1785 | 1803 |
| 增长率 | 10.6% | -3.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 总计 | 238279 | 245126 | 259306 | 267919 | 281072 |
| 增长率 | -5.3% | 2.9% | 5.8% | 3.3% | 4.9% |
| 综合毛利率 | 5.4% | 6.4% | 6.6% | 6.9% | 7.1% |

*资料来源：同花顺 i*

人在草木间

## 投资建议

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 40.19 亿元、48.61 亿元、56.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.74 元、0.90 元、1.04 元，对应 2026-2028 年 P/E 估值分别为 33.0、27.3、23.6 倍。考虑到公司盈利修复已进入兑现阶段、双主业结构兼具消费韧性和产业弹性、中央厨房和大健康等新业务具备中长期升级空间，首次覆盖给予**“增持”**评级。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表33：财务指标预测结果

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 归属母公司净利润（百万元） | 2,502 | 3,153 | 4,019 | 4,861 | 5,613 |
| 同比（%） | -12.1 | 26.0 | 27.5 | 20.9 | 15.5 |
| 每股收益(最新摊薄，元) | 0.46 | 0.58 | 0.74 | 0.90 | 1.04 |

资料来源：同花顺 i

# 风险提示

第一，行业竞争加剧风险。厨房食品行业竞争激烈，面临消费者需求和偏好变化、新产品推出、品牌忠诚度弱化、竞品定价及替代品冲击等多重压力，若公司不能及时应对，市场份额和盈利能力可能受到影响。

第二，原材料价格波动风险。公司以大豆、菜籽、玉米等农产品为主要原材料，原料价格波动受全球市场、气候、供应链等多重因素影响，若采购价格出现大幅上升，将直接推高生产成本，影响公司盈利能力。

第三，下游需求波动风险。尽管厨房食品具有刚需属性，下游消费、餐饮等需求仍受宏观经济、居民收入、消费信心等因素影响。如经济下行或终端需求恢复不及预期，可能对公司主营产品销量及业绩产生不利影响。

第四，食品安全与产品质量风险。产品需经过采购、生产、储运和销售等多个环节，若出现食品安全、质量管控问题，将可能对公司声誉及产品销售带来负面影响，并引发合规处罚等后果。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|---|---|---|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

**国盛证券研究所**

**北京**
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

**上海**
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

**南昌**
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

**深圳**
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com