# 农林牧渔

# 短期业绩受累，长期向好趋势未改

2021 年 11 月 02 日

## ——金龙鱼（300999）2021 年三季度报点评

**公司评级：买入(调升)**

**分析师：顾静**

执业证书：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csco.com.cn

**公司具备证券投资咨询业务资格**

相关报告

1、国内粮油龙头志存高远，成长可期 2021.06.16

金龙鱼（300999）与沪深 300 对比表现




| 公司数据 | Wind 资讯 |
|---|---|
| 总市值（百万） | 335,542.30 |
| 流通市值（百万） | 33,554.49 |
| 总股本（百万股） | 5,421.59 |
| 流通股本（百万股） | 542.16 |
| 日成交额（百万） | 715.66 |
| 当日换手率（%） | 2.11 |
| 第一大股东 | Bathos Company Limited |

请务必阅读文后重要声明及免责条款

**核心观点：**

1) **短期业绩受累，第三季度净利润同比下降超 6 成。**1-9 月，公司营业收入为 1627.3 亿元，同比增长 16.2%；归母净利润为 36.8 亿元，同比下降 27.7%。7-9 月，公司营业收入为 595 亿元，同比增长 12.2%；归母净利润为 7.1 亿元，同比下降 65.9%。**主要原因有三点：**1、公司产品涨价未完全抵消原材料成本上涨的影响；2、公司餐饮渠道低毛利率产品销量占比提升；3、由于压榨利润相对较低，公司大豆压榨量同比下降。

2) **公司业务经营有方，利于长期稳健发展。1、公司短期降低油脂产能利用率，利于长期发展。**由于油籽价格走高，公司减少采购量，上半年油脂业务综合产能利用率为 36%，同比下降 14.7pct。我们认为，公司根据原料价格变化，灵活调整产量及销量，利于减少不必要的亏损，未来产能利用率将恢复至正常水平，长期实现稳健增长；**2、公司根据业务发展需要调整募投项目，产能规划合理。**上半年，公司根据市场需求，对 9 个募投项目进行调整。根据在建产能计算，公司油脂压榨、油脂精炼、油脂灌装、水稻加工、小麦加工未来产能增长空间分别为 62%/75%/38%/270%/268%。考虑公司油脂压榨产能不足、生产高峰期的需求、米面市场空间广阔，公司在建产能规划合理。

3) **公司加快中央厨房业务布局，业绩新增长极蓄势待发。**此前，公司已在河北廊坊、陕西兴平、重庆、浙江杭州开建“丰厨”系列中央厨房项目，预计浙江项目年底将完工。8 月，丰厨（青岛）备案项目已在胶州市政府官网公示，包括设计产能 10 万份/日的营养餐及便当生产，主食类加工、生鲜、调理品及复合调料年产 10 万吨。中项网显示丰厨广惠（周口）食品科技有限公司年加工团餐 2900 万份中央厨房项目于 5 月已备案。

4) **套期保值对公司业绩的不利影响已逐步淡化。**公司体现衍生金融工具损益的两个财务指标-投资收益和公允价值变动损益合计为（-5.67）亿元，利润总额占比为-10%，环比收窄 7.7pct，同比收窄 12.4pct。预期未来大豆价格振幅将收窄，公司套保业务的不利因素亦将逐渐淡化。

5) **盈利预测与投资评级。**2021-2023 年，我们预测公司 EPS 分别为 1/1.5/1.86 元，对应 PE 分别为 60.4/40.1/32.4 倍。可比平台类上市公司(海天味业、农夫山泉)2022 年 PE 均值为 58 倍，公司估值具有吸引力。我们看好公司作为国内厨房食品平台类龙头，其商业模式难以复制，核心竞争力显著。公司通过大力发展大市场集中度低的米面、调味品等产品，加之市场空间广阔的中央厨房业务助力（盈利预测未考虑），将给业绩增长注入动力。综合考虑，上调公司评级至“买入”。

6) **风险提示：**食品安全和质量控制风险、项目进度低于预期。

| 预测指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 194921.56 | 224244.80 | 248089.31 | 272021.43 |
| 收入同比 | 14.16% | 15.04% | 10.63% | 9.65% |
| 净利润（百万元） | 6000.87 | 5409.52 | 8158.91 | 10081.67 |
| 净利润同比 | 11.0% | -9.9% | 50.8% | 23.6% |
| 毛利率 | 12.33% | 7.75% | 8.50% | 8.70% |
| 净利率 | 3.08% | 2.41% | 3.29% | 3.71% |
| EPS（元） | 1.11 | 1.00 | 1.50 | 1.86 |
| PE（倍） | 54.5 | 60.4 | 40.1 | 32.4 |

## 盈利预测及投资评级

### 1.1 关键假设

**（1）营业收入**

**销售收入：**根据我们的预测，2021-2023 年，公司营业收入分别为 2242.4/2480.9/2720.2 亿元，同比增速分别为 15.8% /10.6%/9.6%。**厨房食品业务：**2021-2023 年，销售收入分别为 1436.4/1619.9/1798.1 亿元，同比增速分别为 19.3%/12%/11%。**饲料原料及油脂科技业务：**2021-2023 年，销售收入分别为 796.1/860.9/922.1 亿元，同比增速分别为 9.8%/8.2%/7.1%。**中央厨房业务：**根据公司中央项目投产进展，我们预计公司中央厨房项目将在 2022-2023 年逐步贡献业绩，但由于公司目前披露数据有限，出于谨慎性考虑，暂不纳入预测。

Figure 1 公司业务及营业总收入预测（2021-2023 年）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| **1、厨房食品业务** | | | | | |
| 收入（亿元） | 1087.8 | 1212.0 | 1446.4 | 1619.9 | 1798.1 |
| 同比增速 | 9.5% | 11.4% | 19.3% | 12.0% | 11.0% |
| 占比 | 63.7% | 62.2% | 64.5% | 65.3% | 66.1% |
| 销量（万吨） | 1933.0 | 2000.5 | 2103.4 | 2229.6 | 2352.2 |
| 同比增速 | 11.1% | 3.5% | 5.1% | 6.0% | 5.5% |
| 销售价格（元/吨） | 5627.7 | 6058.6 | 6876.5 | 7265.7 | 7644.5 |
| 同比增速 | -1.4% | 7.7% | 13.5% | 5.7% | 5.2% |
| **2、饲料原料及油脂科技业务** | | | | | |
| 收入（亿元） | 609.54 | 724.9 | 796.1 | 860.9 | 922.1 |
| 同比增速 | -8.9% | 18.9% | 9.8% | 8.2% | 7.1% |
| 占比 | 35.7% | 37.2% | 35.50% | 34.70% | 33.90% |
| 销量（万吨） | 2235.0 | 2516.8 | 2223.6 | 2334.7 | 2451.5 |
| 同比增速 | -3.2% | 12.6% | -11.7% | 5.0% | 5.0% |
| 销售价格（元/吨） | 2729.3 | 2880.2 | 3580.1 | 3687.5 | 3761.3 |
| 同比增速 | -5.8% | 5.5% | 24.3% | 3.0% | 2.0% |
| **收入合计（亿元）** | 1697.4 | 1936.9 | 2242.4 | 2480.9 | 2720.2 |
| 同比增速 | 2.1% | 14.1% | 15.8% | 10.6% | 9.6% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**（2）毛利率**

结合历史数据及公司原材料采购节奏，预计 2021 年四季度业务仍面临原材料成本压力，后期将逐步恢复至正常水平；另外，根据新收入准则中运输费大部分情况由销售费用调制营业成本，公司毛利率数据将受到影响。2021—2023

年，根据我们的预测，公司综合毛利率分别为 7.75%/8.5%/8.7%。

Figure 2 公司主营业务毛利率预测（2021-2023 年）

| 公司业务 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 厨房食品业务 | 10.60% | 12.40% | 12.60% | 13.00% | 7.05% | 8.50% | 9.00% |
| 饲料原料及油脂科技业务 | 4.70% | 6.60% | 8.70% | 10.70% | 9.02% | 8.50% | 8.12% |
| 综合毛利率 | 8.40% | 10.20% | 11.40% | 12.30% | 7.75% | 8.50% | 8.70% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### （3）期间费用率

结合公司历史数据，预计随着公司集约化水平的提高，管理费用率及销售费用率仍有下降空间；结合公司产品结构变化对渠道费用及新收入准则对销售费用率的综合影响。2021-2023 年，我们预计公司管理费用率分别为 1.36%/1.35%/1.34%；销售费用率分别为 2.5%/1.8%/1.8%；研发费用率保持 0.1%左右。

Figure 3 公司期间费用率预测（2021-2023 年）

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 管理费用率 | 1.40% | 1.51% | 1.46% | 1.36% | 1.35% | 1.34% |
| 销售费用率 | 4.31% | 4.70% | 4.35% | 2.48% | 1.80% | 1.80% |
| 研发费用率 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.10% | 0.10% | 0.10% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

## 1.2 盈利预测与投资评级

### （1）盈利预测

2021—2023 年，根据我们的预测，2021-2023 年，公司营业收入分别为 2242.4/2480.9/2720.2 亿元，同比增速分别为 15.8% /10.6%/9.6%。预计归属于母公司净利润分别为 54.1/81.6/100.8 亿元，EPS 分别为 1/1.5/1.86 元，对应 PE 分别为 60.4/40.1/32.4 倍。

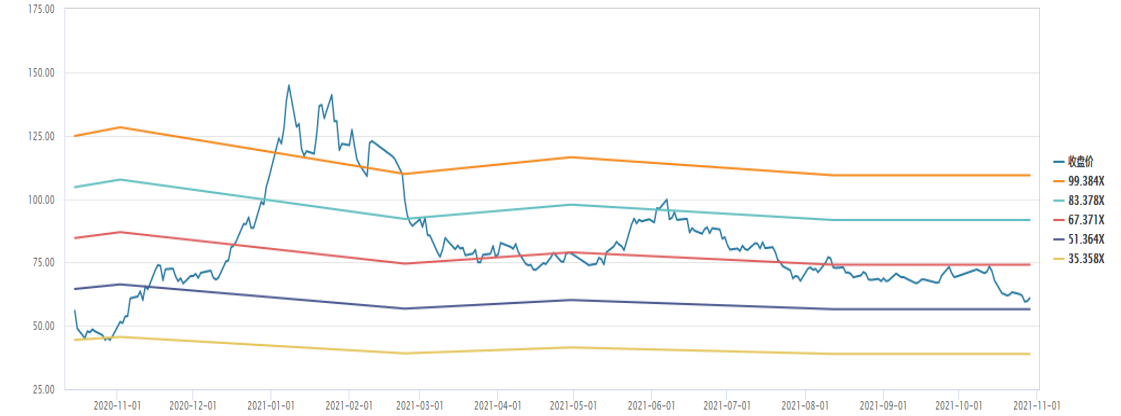
Figure 4 国内粮油相关上市公司及可比公司估值（2021.11.1）

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价（元/股） | 总市值（亿元） | EPS（元/股） | | | | PE | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 002661.SZ | 克明面业 | 11.22 | 37.8 | 0.87 | 0.71 | 0.95 | 1.29 | 12.9 | 15.8 | 11.9 | 8.7 |
| 002852.SZ | 道道全 | 12.97 | 52.6 | (0.26) | 0.72 | 0.97 | 1.24 | (49.0) | 18.1 | 13.4 | 10.4 |
| 600872.SH | 中炬高新 | 34.62 | 275.8 | 1.12 | 0.98 | 1.22 | 1.47 | 31.0 | 35.4 | 28.3 | 23.6 |
| 603288.SH | 海天味业 | 112.89 | 4755.6 | 1.52 | 1.65 | 1.97 | 2.31 | 74.3 | 68.2 | 57.3 | 48.8 |
| 9633.HK | 农夫山泉 | 39.80 | 4476.1 | 0.47 | 0.59 | 0.67 | 0.79 | 84.8 | 67.1 | 59.2 | 50.5 |
| **均值** | | | | | | | | **30.8** | **40.9** | **34.0** | **28.4** |
| 300999.SZ | 金龙鱼 | 60.30 | 3269.2 | 1.11 | 1.00 | 1.50 | 1.86 | 54.5 | 60.4 | 40.1 | 32.4 |

资料来源：wind、世纪证券研究所

注：农夫山泉为港元。

Figure 5 公司历史 PE 走势




资料来源：wind、世纪证券研究所

**（2）投资评级**

我们看好公司作为国内厨房食品平台类龙头，其商业模式难以复制，核心竞争力显著。公司通过大力发展大市场集中度低的米面、调味品等产品，加之市场空间广阔的中央厨房业务助力（盈利预测尚未考虑），将给业绩增长注入动力。目前可比平台类上市公司(海天味业、农夫山泉)2022 年 PE 均值为 58 倍，公司估值具有吸引力。综合考虑，上调公司评级至“买入”。

## 风险提示

**1、食品安全和质量控制风险**

公司的产品需要经过运输、仓储、上架销售等多个环节才能到达终端消费者，尽管公司已针对原材料采购、生产加工、销售流通等环节采取了严格的管理措施，仍不能完全排除因相关主体处置不当而发生食品安全事件的可能，从而对公司的品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。

**2、项目投产进度低于预期**

国内新冠疫情反复，公司项目建设进度或受影响。上半年，公司有 2 个募投项目东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司厂区（面粉三期项目）和黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里（富裕）生物科技有限公司 100 万吨/年玉米深加工项目未达到计划进度。主要原因是 2019 年 12 月至 2021 年 5 月受新冠疫情的影响，项目建设人员返程过春节，无法正常归期，导致整体进度有所延迟。

## 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 投资评级标准

| 股票投资评级说明： | 行业投资评级说明： |
| --- | --- |
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；<br>增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；<br>中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；<br>卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | 强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；<br>中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；<br>弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |

## 免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。