# 金龙鱼（300999）

公司研究/点评报告

# 主业优势稳固，原料成本上涨及套保损失影响短期利润

## ——金龙鱼（300999）2020 年业绩快报点评

点评报告/食品饮料行业　　2021 年 2 月 23 日

## 一、事件概述

2 月 22 日，金龙鱼发布 2020 年业绩快报，预计 2020 年公司实现营业收入 1949.2 亿元，同比+14.2%；实现营业利润 89.2 亿，同比+26.2%；归母净利润 60.0 亿元，同比+11.0%；全面摊薄 EPS 为 1.11 元。

## 二、分析与判断

### ➢ 厨房业务经营优势稳固，生猪存栏量回升利好饲料原料业务

收入端，公司 2020 全年实现营收 1949.2 亿元，同比+14.2%；合 Q4 单季度预计实现收入 549.29 亿元，同比+20.91%。总体看，尽管受到新冠疫情影响，公司各业务板块利用既有市场优势地位，及时调整推广策略，使收入端保持稳步增长。公司全年收入端增速逐季稳步提高，显示主业竞争优势得到巩固。

**厨房食品方面，**公司依托食用油既有的品牌运营及渠道经营优势，持续拓展产品销售网络，强化市场营销工作。同时，公司加大对大米、面粉、醋、酱油等产品的推广与销售力度。疫情期间，公司顺应下游消费习惯的暂时改变，加大面向家庭消费的小包装产品和面向食品工业客户的产品推广，有效弥补餐饮渠道的收入损失，从而保证厨房食品销量、收入、利润均有所增长。

**饲料原料及油脂科技业务方面，**2020 年非洲猪瘟的负面影响逐渐消退，国内生猪存栏量稳步复苏，下游饲料需求得到快速回升。受此影响，公司饲料原料需求明显复苏，饲料原料业务的销量、收入、利润均保持增长。

### ➢ 利润增速低于收入增速，原材料价格上涨、套保短期损失是主要原因

利润端，公司全年实现营业利润 89.2 亿元，同比+26.2%，合 Q4 单季度实现营业利润 18.54 亿元，同比-29.39%；全年实现归母净利润 60.0 亿元，同比+11.0%，合 Q4 单季度实现归母净利润 9.11 亿元，同比-52.53%。总体看，公司全年营业利润保持稳步增长，但增速较前三季度+70.65%水平下滑明显；归母净利润增速低于营收增速。公司全年业绩表现受 Q4 利润端增速同比下滑拖累明显。

Q4 营业利润同比大幅下滑的主要原因是：（1）大豆等原材料价格出现大幅上涨，拉低毛利率水平；（2）公司基于套期保值的衍生品头寸尚未平仓，按照年末市值计价而出现损失。套保衍生品对应的现货产品销售预计将在 2021 年实现，未来该业务下的业绩有望随现货销售展开而逐步转回。

此外，公司归母净利润增速低于营业利润增速，主要原因是：（1）子公司税率差异影响，部分高税率公司盈利较高，低税率公司亏损；（2）2020 年 10 月首次公开发行股票增加股本和资本公积导致摊薄 EPS 及加权平均净资产收益率。

### ➢ 行业头部地位稳固，募投项目增加产能利好长远发展

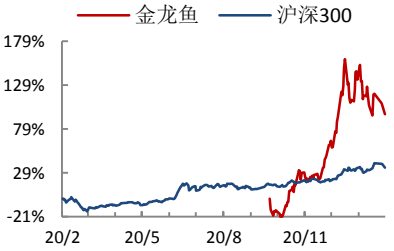
公司目前为粮油行业头部企业，已具备完善的产品矩阵和丰富品牌矩阵，并且旗下多个产品在现代渠道市场份额第一，未来有望持续受益消费升级及市场集中度提升。目前公司已实现全球化采购，建立了稳定的供应渠道；已具备行业领先的产能规模；已建立完善的直销+经销模式，实现零售、餐饮、工业渠道全覆盖。本次 IPO 募投项目意在扩充产能，并缓解销售高峰期的产能压力。预计各项目达产后公司规模将得到进一步扩充，中长期成长性可期。

**推荐**　　维持评级

**当前价格：**　　109.92 元

| 交易数据 | 2021-2-22 |
|---|---|
| 近 12 个月最高/最低 | 128.61/56 |
| 总股本（百万股） | 5421.59 |
| 流通股本（百万股） | 356.74 |
| 流通股比例（%） | 7% |
| 总市值（亿元） | 5959.41 |
| 流通市值（亿元） | 392.13 |

**该股与沪深 300 走势比较**




资料来源：wind，民生证券研究院

**分析师：于杰**

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

**分析师：熊航**

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

**相关研究**

1. 金龙鱼（300999）2020 年三季报点评：Q3 收入增速平稳，投资收益小幅拉低利润增速
2. 金龙鱼（300999）深度报告：产能持续扩张，渠道力+品牌力强化龙头地位

## 三、盈利预测与投资建议

根据盈利预测情况，我们小幅调整盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 1949/2176/2481 亿元，同比+14.2%/+11.7%/+14.0%；实现归属上市公司净利润 60.00/81.77/93.42 亿元，同比+10.9%/+36.3%/+14.2%，对应 EPS 为 1.11/1.51/1.72 元，对应 PE 分别为 99/73/64 倍。公司 2021 年估值水平与中信调味品板块 71 倍的估值水平基本相当（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司行业头部地位稳固，稳健成长的确定性高，维持“推荐”评级。

## 四、风险提示

行业竞争加剧，成本上升超预期，食品安全问题等

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 170,743 | 194,921 | 217,647 | 248,096 |
| 增长率（%） | 2.2% | 14.2% | 11.7% | 14.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 5,408 | 6,000 | 8,177 | 9,342 |
| 增长率（%） | 5.5% | 10.9% | 36.3% | 14.2% |
| 每股收益（元） | 1.11 | 1.11 | 1.51 | 1.72 |
| PE（现价） | 99.0 | 99.3 | 72.9 | 63.8 |
| PB | 8.4 | 7.1 | 6.5 | 6.0 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 170,743 | 194,921 | 217,647 | 248,096 |
| 营业成本 | 151,276 | 172,018 | 191,921 | 218,622 |
| 营业税金及附加 | 410 | 485 | 532 | 612 |
| 销售费用 | 8,025 | 8,947 | 12,297 | 11,371 |
| 管理费用 | 2,574 | 4,670 | 3,574 | 3,597 |
| 研发费用 | 184 | 210 | 234 | 267 |
| EBIT | 8,275 | 8,591 | 9,089 | 13,626 |
| 财务费用 | 554 | 441 | 514 | 588 |
| 资产减值损失 | (2,102) | 1,408 | (968) | 1,944 |
| 投资收益 | 1,013 | 980 | 997 | 989 |
| **营业利润** | 7,069 | 7,943 | 10,754 | 12,300 |
| 营业外收支 | (111) | (70) | (90) | (80) |
| **利润总额** | 6,958 | 7,873 | 10,663 | 12,220 |
| 所得税 | 1,394 | 1,485 | 2,074 | 2,341 |
| 净利润 | 5,564 | 6,388 | 8,589 | 9,879 |
| **归属于母公司净利润** | 5,408 | 6,000 | 8,177 | 9,342 |
| **EBITDA** | 10,601 | 11,049 | 11,607 | 16,173 |

| 资产负债表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 64612 | 68957 | 81482 | 71495 |
| 应收账款及票据 | 6188 | 6533 | 7592 | 8485 |
| 预付款项 | 2536 | 3641 | 3639 | 4386 |
| 存货 | 34551 | 48341 | 44406 | 61969 |
| 其他流动资产 | 4195 | 4195 | 4195 | 4195 |
| **流动资产合计** | 115045 | 135318 | 144024 | 154143 |
| 长期股权投资 | 2347 | 3327 | 4324 | 5312 |
| 固定资产 | 24439 | 24839 | 25189 | 25539 |
| 无形资产 | 12603 | 13138 | 13796 | 14385 |
| **非流动资产合计** | 54386 | 57022 | 58491 | 59713 |
| **资产合计** | 169431 | 192339 | 202516 | 213856 |
| 短期借款 | 73442 | 73442 | 73442 | 73442 |
| 应付账款及票据 | 9993 | 11492 | 12750 | 14565 |
| 其他流动负债 | 2503 | 2503 | 2503 | 2503 |
| **流动负债合计** | 98661 | 100810 | 103251 | 105609 |
| 长期借款 | 2393 | 2393 | 2393 | 2393 |
| 其他长期负债 | 979 | 979 | 979 | 979 |
| **非流动负债合计** | 3373 | 3373 | 3373 | 3373 |
| **负债合计** | 102034 | 104183 | 106623 | 108982 |
| 股本 | 4879 | 5421 | 5421 | 5421 |
| 少数股东权益 | 3676 | 4064 | 4475 | 5012 |
| **股东权益合计** | 67397 | 88157 | 95892 | 104874 |
| **负债和股东权益合计** | 169431 | 192339 | 202516 | 213856 |

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 2.2% | 14.2% | 11.7% | 14.0% |
| EBIT 增长率 | 19.4% | 3.8% | 5.8% | 49.9% |
| 净利润增长率 | 5.5% | 10.9% | 36.3% | 14.2% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 11.4% | 11.8% | 11.8% | 11.9% |
| 净利润率 | 3.2% | 3.1% | 3.8% | 3.8% |
| 总资产收益率 ROA | 3.2% | 3.1% | 4.0% | 4.4% |
| 净资产收益率 ROE | 8.5% | 7.1% | 8.9% | 9.4% |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 0.9 |
| 现金比率 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.7 |
| 资产负债率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| **经营效率** | | | | |
| 应收账款周转天数 | 11.9 | 11.4 | 11.7 | 11.5 |
| 存货周转天数 | 85.2 | 85.3 | 85.3 | 85.3 |
| 总资产周转率 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 1.1 | 1.1 | 1.5 | 1.7 |
| 每股净资产 | 13.1 | 15.5 | 16.9 | 18.4 |
| 每股经营现金流 | 2.7 | (1.1) | 3.1 | (1.0) |
| 每股股利 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 99.0 | 99.3 | 72.9 | 63.8 |
| PB | 8.4 | 7.1 | 6.5 | 6.0 |
| EV/EBITDA | 56.6 | 53.9 | 50.2 | 36.7 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% |

| 现金流量表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 5,564 | 6,388 | 8,589 | 9,879 |
| 折旧和摊销 | 4,394 | 3,865 | 1,549 | 4,490 |
| 营运资金变动 | 4,012 | (16,004) | 7,228 | (19,691) |
| **经营活动现金流** | 13,391 | (6,221) | 16,974 | (5,642) |
| 资本开支 | 7,101 | 2,690 | 3,081 | 2,860 |
| 投资 | 1,327 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | (1,458) | (2,690) | (3,081) | (2,860) |
| 股权募资 | 106 | 13,693 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 334 | 817 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | (13,706) | 13,256 | (1,368) | (1,484) |
| **现金净流量** | (1,772) | 4,345 | 12,525 | (9,987) |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

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

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

## 分析师承诺

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

## 评级说明

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

**民生证券研究院：**

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

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

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

## 免责声明

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

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