金龙鱼（300999）

公司研究/点评报告

Q3 收入增速平稳，投资收益小幅拉低利润增速

——金龙鱼（300999）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 11 月 2 日

一、事件概述

10 月 31 日金龙鱼发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 1399.93 亿元，同比+11.71%；实现归母净利润 50.9 亿元，同比+45.88%，基本 EPS 为 1.04 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 530.2/20.82 亿元，同比分别+13.70%/+10.04%。

二、分析与判断

➢ Q3 业绩增速平稳，厨房食品业务平稳增长，饲料原料业务复苏

收入端，20Q3 延续 20H1 平稳增长态势。虽然新冠疫情对下游需求、公司组织生产等方面均有一定的负面影响，但公司采取多项措施积极应对，取得良好效果。其中厨房食品由于是日常消费品，具有需求刚性，疫情影响不明显，保持平稳增长；零售产品预计受下游居家消费需求上升影响，零售量同比增长较大；饲料原料业务受生猪存栏量上升影响，下游需求出现复苏，该业务板块表现良好。

利润端，20Q3 利润端增速保持平稳，原因是毛利率同比小幅提升，费用率同比下降，主业利润同比改善；但受衍生金融工具损益影响，Q3 利润端增速小幅低于收入端。三季度公司净利润增速环比有所下滑，主要原因是（1）20H1 厨房食品销售受疫情影响较小且非洲猪瘟影响减弱导致主业净利润高增长；（2）19H1 年受非洲猪瘟疫情影响，豆粕等饲料原料计提了较高的存货跌价准备导致业绩基数较低。20Q3 上述影响逐步降低，公司主业经营恢复正常水平，因此利润增速回归平稳。

➢ 毛利率同比小幅上行，销售费用率得到有效控制

前三季度公司销售毛利率为 12.10%，同比+0.90ppt（Q3 为 13.66%，同比+1.55ppt）。原因是疫情期间居家需求上升，小包装、零售装需求旺盛，该类产品毛利较高；下游生猪养殖存栏量上升，饲料原料业务经营状况有所改善。前三季度公司整体期间费用率为 5.50%，同比-1.03ppt（Q3 为 4.76%，同比-2.08ppt）。其中销售费用率 4.33%，同比-0.20ppt（Q3 为 4.36%，同比-0.31ppt）原因是零售终端的促销投入有所下降。管理费用率 1.48%，同比+0.06ppt（Q3 为 1.27%，同比-0.25ppt）。研发费用率 0.09%，同比-0.01ppt（Q3 为 0.08%，同比-0.01ppt）。财务费用率-0.40%，同比-0.89ppt（Q3 为-0.96%，同比-1.51ppt）原因是利息收入减少、汇兑收益增加。

➢ 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：　　45.99 元

交易数据	2020-10-30
近 12 个月最高/最低	1.00
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）	2493.39
流通市值（亿元）	164.06

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）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

根据公司实际经营情况，我们小幅上调盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 1894/2176/2481 亿元，同比+11.0%/+14.9%/+14.0%；实现归属上市公司净利润 71.62/81.77/93.42 亿元，同比+32.4%/+14.2%/+14.2%，对应 EPS 为 1.32/1.51/1.72 元，对应 PE 分别为 35/31/27 倍。公司估值水平低于中信调味品板块 76 倍水平，略高于其他食品板块 30 倍水平（对应 2020 年业绩，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	189,440	217,647	248,096
增长率（%）	2.2%	11.0%	14.9%	14.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,408	7,162	8,177	9,342
增长率（%）	5.5%	32.4%	14.2%	14.2%
每股收益（元）	1.11	1.32	1.51	1.72
PE（现价）	41.4	34.8	30.5	26.7
PB	3.5	2.9	2.7	2.5

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	189,440	217,647	248,096
营业成本	151,276	167,181	191,921	218,622
营业税金及附加	410	471	532	612
销售费用	8,025	8,695	12,297	11,487
管理费用	2,574	2,842	3,482	3,597
研发费用	184	204	234	267
EBIT	8,275	10,047	9,180	13,511
财务费用	554	441	514	588
资产减值损失	(2,102)	1,339	(877)	1,829
投资收益	1,013	980	997	989
营业利润	7,069	9,467	10,753	12,299
营业外收支	(111)	(70)	(90)	(80)
利润总额	6,958	9,397	10,663	12,219
所得税	1,394	1,773	2,074	2,341
净利润	5,564	7,625	8,589	9,879
归属于母公司净利润	5,408	7,162	8,177	9,342
EBITDA	10,601	12,504	11,698	16,058

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	64612	72402	80287	75164
应收账款及票据	6188	6350	7592	8485
预付款项	2536	3538	3639	4386
存货	34551	45981	46721	59586
其他流动资产	4195	4195	4195	4195
流动资产合计	115045	136047	145259	155382
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	193068	203750	215095
短期借款	73442	73442	73442	73442
应付账款及票据	9993	11169	12750	14565
其他流动负债	2503	2503	2503	2503
流动负债合计	98661	100302	103249	105611
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	103675	106621	108984
股本	4879	5421	5421	5421
少数股东权益	3676	4139	4551	5087
股东权益合计	67397	89394	97129	106111
负债和股东权益合计	169431	193068	203750	215095

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	2.2%	11.0%	14.9%	14.0%
EBIT 增长率	19.4%	21.4%	-8.6%	47.2%
净利润增长率	5.5%	32.4%	14.2%	14.2%
盈利能力				
毛利率	11.4%	11.8%	11.8%	11.9%
净利润率	3.2%	3.8%	3.8%	3.8%
总资产收益率 ROA	3.2%	3.7%	4.0%	4.3%
净资产收益率 ROE	8.5%	8.4%	8.8%	9.2%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.4	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	1.0	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	1.1	1.3	1.5	1.7
每股净资产	13.1	15.7	17.1	18.6
每股经营现金流	2.7	(0.5)	2.3	(0.1)
每股股利	0.0	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	41.4	34.8	30.5	26.7
PB	3.5	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	24.4	20.2	20.8	15.5
股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,564	7,625	8,589	9,879
折旧和摊销	4,394	3,796	1,641	4,376
营运资金变动	4,012	(13,728)	2,496	(14,712)
经营活动现金流	13,391	(2,776)	12,334	(779)
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)	7,790	7,885	(5,123)

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，食品饮料行业研究助理。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。