安信证券 ESSENCE SECURITIES

2021 年 02 月 23 日

公司快报

证券研究报告

金龙鱼（300999.SZ）

金龙鱼 2020 年业绩快报点评：收入增长符合预期 套保损失有望转回

事件：2021 年 02 月 22 日，公司发布 2020 年业绩快报。2020 年公司实现营收 1949.2 亿元，同比增长 14.2%；营业利润同比上升 26.2%至 89.2 亿；实现归母净利润 60 亿元，同比增长 11%。

■Q4 业绩有所下滑：第四季度公司营业收入为 549.3 亿元，较上年同期增长 52.5%；实现营业利润 18.5 亿元，同比降低 29.4%；归母净利润为 9.1 亿元，同比降低 52.5%。

■公司收入增长符合预期，归属净利润增幅低于利润总额涨幅：公司 2020 年收入增长平稳，但受税率及少数股东权益影响，归属净利润增幅低于利润总额涨幅：**1）2020 年度实际所得税率较高。**我们推测，公司厨房食品子公司盈利能力较强，但需支付高税率，抬高公司整体所得税率；而涉及饲料原料业务等子公司属于农产品行业，税率较低，但因原材料涨价影响有所亏损。**2）少数股东权益增加。**公司 2020 年度部分合资公司利润较好，少数股东权益有所增加。2020 年前三季度，公司少数股东权益占净利润比重约 6.5%，较 2019 年底增加约 3.7pcts。

■厨房食品产品持续升级，销量稳步增长：产品矩阵的丰富化上，公司充分发挥现有品牌及渠道优势，继续加大对米、面、调味品等产品的推广与销售力度；产品结构升级上，公司顺应消费升级大趋势公司持续进行产品迭代升级，优质、高端产品占比进一步提升。此外，疫情期间餐饮渠道销量下滑空缺被单价更高的家庭端小包装产品和面向食品工业端的产品弥补，弥补了产品销量的下滑。

■饲料原料受短期套保影响，后续有望逐步转回：2020 年以来，在市场拉动和政策激励双重作用下，生猪生产持续加快恢复。据国家统计局数据，2020 年末全国生猪存栏 40650 万头，比上年末增加 9610 万头，同比增长 31.0%。受益于此，公司饲料原料业务持续增长。但由于 Q4 大豆及豆粕价格大幅上涨，公司套保衍生品根据市价计入公允价值变动损益，大幅影响 Q4 营业利润。该部分为期货市场影响，待转为现货市场销售后可实现逐步转回。

投资评级 **增持-A**

调低评级

股价（2021-02-22） **109.92 元**

交易数据

总市值（百万元）	595,941.34
流通市值(百万元)	39,212.68
总股本（百万股）	5,421.59
流通股本(百万股)	356.74
12 个月价格区间	44.47/145.00 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.18	34.16	-40.96
绝对收益	-16.72	51.84	

周泰 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001

zhoutai@essence.com.cn

相关报告

金龙鱼：金龙鱼三季报点评：业绩超预期 粮油龙头地位稳固/周泰	2020-10-31
金龙鱼：金龙鱼首次覆盖："鱼"跃龙门 粮油龙头乘帆起航/周泰	2020-10-22

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

■**投资建议：**预计公司 2021-2022 净利润分别为 78.8、90.2 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.66 元/股。考虑到公司 Q4 业绩略低于预期，给予“增持-A”投资评级

■风险提示：**原材料价格波动风险、行业政策变动风险、行业竞争加剧的风险、供应商集中度较高的风险、存货跌价风险、产能释放不及预期风险**

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	167,073.5	170,743.4	194,989.0	219,846.4	245,968.0
净利润	5,127.6	5,408.0	6,000.9	7,879.8	9,015.3
每股收益(元)	0.95	1.00	1.11	1.45	1.66
每股净资产(元)	10.92	11.95	12.93	14.24	15.74

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	116.2	110.2	99.3	75.6	66.1
市净率(倍)	10.1	9.2	8.5	7.7	7.0
净利润率	3.1%	3.2%	3.1%	3.6%	3.7%
净资产收益率	8.7%	8.3%	8.6%	10.2%	10.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
ROIC	8.3%	7.7%	7.8%	11.5%	9.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	167,073.5	170,743.4	194,989.0	219,846.4	245,968.0
减:营业成本	150,020.7	151,275.6	172,170.1	194,083.5	217,123.3
营业税费	430.2	409.6	487.5	527.6	590.3
销售费用	7,202.7	8,024.9	8,911.0	11,102.2	12,372.2
管理费用	2,339.7	2,574.4	3,197.8	3,671.4	4,132.3
财务费用	540.6	553.5	-494.1	-556.1	-673.3
资产减值损失	1,083.4	2,102.2	800.0	1,000.0	1,000.0
加:公允价值变动收益	253.6	261.5	-599.7	-	-
投资和汇兑收益	948.1	1,012.8	-398.4	1,000.0	1,000.0
营业利润	6,731.2	7,068.7	8,918.6	11,017.6	12,423.1
加:营业外净收支	-29.1	-110.6	27.2	-130.2	-130.6
利润总额	6,702.1	6,958.1	8,945.8	10,887.5	12,292.5
减:所得税	1,185.2	1,394.5	2,527.8	2,721.9	2,950.2
净利润	5,127.6	5,408.0	6,000.9	7,879.8	9,015.3

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	66,053.7	64,612.0	74,095.8	83,541.6	93,467.8
交易性金融资产	-	482.8	-	-	-
应收帐款	7,398.9	7,566.2	4,783.1	9,079.4	6,566.9
应收票据	-	-	790.8	362.5	240.4
预付帐款	3,835.3	2,535.8	5,164.1	3,569.7	6,490.3
存货	37,088.3	34,550.7	34,317.4	42,237.8	42,199.1
其他流动资产	9,018.4	6,271.7	3,125.0	4,549.0	4,648.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,466.8	2,346.5	2,546.5	2,796.5	2,796.5
投资性房地产	224.8	231.0	231.0	231.0	231.0
固定资产	19,897.1	24,439.1	28,395.7	31,860.8	34,575.4
在建工程	2,438.4	4,494.4	6,506.1	5,951.4	5,688.4
无形资产	11,692.5	12,602.7	13,675.6	14,737.5	16,085.6
其他非流动资产	9,306.6	10,552.2	8,856.7	9,102.8	9,200.8
资产总额	169,420.6	170,685.0	182,487.7	208,020.1	222,190.9
短期债务	81,681.0	73,442.0	69,972.7	70,324.5	70,801.1
应付帐款	8,816.4	9,218.4	17,640.1	12,615.4	20,952.7
应付票据	3,641.0	4,600.8	5,652.9	5,787.3	7,155.7
其他流动负债	9,485.6	11,400.1	14,055.3	10,487.9	14,917.4
长期借款	2,729.8	2,393.5	-	26,399.3	17,356.7
其他非流动负债	328.9	1,155.2	950.0	811.4	972.2
负债总额	106,682.5	102,210.1	108,271.0	126,425.7	132,155.8
少数股东权益	3,522.5	3,675.7	4,092.8	4,378.6	4,705.6
股本	4,870.2	4,879.4	5,421.6	5,421.6	5,421.6
留存收益	53,890.2	59,301.5	64,702.3	71,794.1	79,907.9
股东权益	62,738.1	68,474.8	74,216.7	81,594.4	90,035.1

财务指标

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	10.8%	2.2%	14.2%	12.7%	11.9%
营业利润增长率	13.7%	5.0%	26.2%	23.5%	12.8%
净利润增长率	2.5%	5.5%	11.0%	31.3%	14.4%
EBITDA 增长率	11.3%	7.7%	13.2%	25.1%	14.7%
EBIT 增长率	13.4%	6.0%	10.4%	24.2%	12.3%
NOPLAT 增长率	5.8%	1.8%	-0.8%	29.8%	13.8%
投资资本增长率	9.5%	-2.6%	-11.5%	35.2%	-11.3%
净资产增长率	9.9%	9.1%	8.4%	9.9%	10.3%
利润率					
毛利率	10.2%	11.4%	11.7%	11.7%	11.7%
营业利润率	4.0%	4.1%	4.6%	5.0%	5.1%
净利润率	3.1%	3.2%	3.1%	3.6%	3.7%
EBITDA/营业收入	5.5%	5.8%	5.7%	6.4%	6.5%
EBIT/营业收入	4.3%	4.5%	4.3%	4.8%	4.8%
运营效率					
固定资产周转天数	43	47	49	49	49
流动营业资本周转天数	76	69	38	37	37
流动资产周转天数	233	252	220	217	217
应收帐款周转天数	15	16	11	11	11
存货周转天数	77	76	64	63	62
总资产周转天数	330	359	326	320	315
投资资本周转天数	163	165	135	132	128
投资回报率					
ROE	8.7%	8.3%	8.6%	10.2%	10.6%
ROA	3.3%	3.3%	3.5%	3.9%	4.2%
ROIC	8.3%	7.7%	7.8%	11.5%	9.7%
费用率					
销售费用率	4.3%	4.7%	4.6%	5.1%	5.0%
管理费用率	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%
财务费用率	0.3%	0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
三费/营业收入	6.0%	6.5%	6.0%	6.5%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	63.0%	59.9%	59.3%	60.8%	59.5%
负债权益比	170.0%	149.3%	145.9%	154.9%	146.8%
流动比率	1.19	1.18	1.14	1.44	1.35
速动比率	0.83	0.83	0.82	1.02	0.98
利息保障倍数	13.32	13.79	-17.05	-18.81	-17.45
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.11	0.15	0.17
分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,516.9	5,563.6	6,000.9	7,879.8	9,015.3
加:折旧和摊销	2,037.7	2,325.4	2,760.0	3,529.1	4,301.7
资产减值准备	1,083.4	2,102.2	800.0	1,000.0	1,000.0
公允价值变动损失	-253.6	-261.5	-599.7	-	-
财务费用	538.4	420.9	-494.1	-556.1	-673.3
投资损失	-948.1	-1,012.8	398.4	-1,000.0	-1,000.0
少数股东损益	389.3	155.6	417.2	285.8	327.0
营运资金的变动	-9,026.4	7,256.0	17,293.7	-20,473.7	14,099.5
经营活动产生现金流量	2,255.0	13,528.2	26,576.3	-9,335.1	27,070.3
投资活动产生现金流量	-50.2	-1,457.8	-9,800.0	-7,618.4	-8,101.5
融资活动产生现金流量	9,742.6	-13,706.1	-7,292.5	26,399.3	-9,042.6

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.95	1.00	1.11	1.45	1.66
BVPS(元)	10.92	11.95	12.93	14.24	15.74
PE(X)	116.2	110.2	99.3	75.6	66.1
PB(X)	10.1	9.2	8.5	7.7	7.0
P/FCF	21.7	-4,973.5	76.7	57.1	56.2
P/S	3.6	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	-	-	53.1	43.7	36.9
CAGR(%)	14.0%	18.9%	6.7%	14.0%	18.9%
PEG	8.3	5.8	14.8	5.4	3.5
ROIC/WACC	0.9	0.8	0.8	1.2	1.0
REP	-	-	10.7	5.6	7.2

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。