

金龙鱼（300999.SZ）/食品制造

证券研究报告/公司点评

2022年3月23日

评级：买入（维持）

市场价格：49.9元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

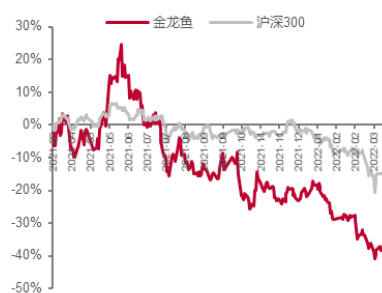
执业证书编号：S0740519080002

E-mail: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	5,422
流通股本(百万股)	543
市价(元)	49.90
市值(百万元)	270,537
流通市值(百万元)	27,078

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《金龙鱼（300999.SZ）深度研究：待拨云见日，观大象起舞》

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	194,922	226,225	257,149	289,578	321,688
增长率 yoy%	14%	16%	14%	13%	11%
净利润(百万元)	6,001	4,132	6,540	8,209	9,632
增长率 yoy%	11%	-31%	58%	26%	17%
每股收益(元)	1.11	0.76	1.21	1.51	1.78
每股现金流量	0.22	0.13	2.07	2.33	2.48
净资产收益率	7%	5%	7%	8%	8%
P/E	45.1	65.5	41.4	33.0	28.1
P/B	3.2	3.1	3.0	2.7	2.5

备注：股价选取 2022 年 3 月 23 日收盘价

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报，业绩达到市场预期。2021 年度，公司实现营业总收入 2262.25 亿元，yoy+16.1%；归母净利润 41.32 亿元，yoy-31.1%；扣非归母净利润 49.96 亿元，yoy-43.2%。单 Q4，公司实现营业总收入 635 亿元，yoy+15.6%；归母净利润 4.51 亿元，yoy-50.49%；扣非归母净利润 8.39 亿元，yoy-66.84%。
- **需求恢复+提价，Q4 营收环比提速。**公司 21Q1-Q4 单季度收入分别同比+28.0%/+10.8%/+12.2%/+15.6%，全年厨房产品收入同增 17.14%，饲料原料及油脂科技收入同增 13.83%，收入增长较为稳健。21H2 以来，公司单季度营收呈现出逐步提速态势。我们认为主要系：（1）零售端：米面粮油行业具备刚需属性，同时小品牌出清的过程中公司渠道持续下沉；（2）餐饮端：国内疫情得到有效控制，国内餐饮市场的复苏，餐饮渠道逐步恢复；（3）提价：公司在 20 年底和 21 年 3-4 月份调整了不同油种价格，整体涨价幅度约为 10%-15%。
- **压榨、小包装利润“双杀”，业绩持续承压。**2021 年公司大豆压榨规模出现较大幅度下降，全年油籽压榨实际产能同降 29.58%，我们预计主要系 2021 年大豆压榨利润较长时间处于负值。2021 年厨房食品毛利率 8.3%，同降 3.2pct，我们预计主要原因系：①原材料成本上涨幅度较大，虽然公司上调了部分产品的售价，但并未完全覆盖原材料成本的上涨，利润同比减少；②市场竞争加剧，叠加消费疲软的因素，公司的中高端零售产品销量受到较大影响；③伴随餐饮渠道恢复，毛利率较低的餐饮渠道产品的销量占比提升。此外，公司为套保大豆相关业务的衍生金融工具产生了一些损失。在此影响下，公司全年归母净利率 1.83%，同降 1.25pct。
- **央厨项目投产在即，调味品业务仍居看点。**央厨项目依托公司丰富的粮油产品矩阵、全国布局的生产基地以及物流供应链体系，实现餐桌食品工业化，有望成为公司新的业绩驱动。杭州央厨项目预计于 2022 年二季度投产，将是央厨项目的初步试水。调味品业务方面，公司在泰州的丸庄酱油二期项目已在筹建中，建成后产能会扩大一倍。同时，公司正在广东阳江筹建工厂，计划生产广式酱油，未来将采用双品牌、双策略发展酱油业务。公司在山西的梁汾醋厂也在扩产中。
- **投资建议：维持“买入”评级。**考虑到上游原材料涨幅超预期，疫情影响下游需求恢复，调味品和央厨项目稳步推进，我们调整盈利预测，预计公司 22-24 年营收分别为 2571/2896/3217 亿元（前次 22/23 年为 2579/2795 亿元），净利润分别为 65.40/82.09/96.32 亿元，EPS 分别为 1.21/1.51/1.78 元（前次 22/23 年为 1.37/1.62 元），对应当前 PE 分别为 41/33/28 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险、原材料价格大幅上升风险、套期保值风险、新业务拓展不及预期风险。

图表 1: 金龙鱼三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	43,835	77,145	86,873	96,506	营业收入	226,225	257,149	289,578	321,688
应收票据	0	0	0	0	营业成本	207,723	228,061	255,840	283,433
应收账款	8,803	7,950	6,635	6,406	税金及附加	546	620	698	776
预付账款	4,255	4,671	5,240	5,806	销售费用	6,626	10,286	11,583	12,868
存货	46,906	51,498	57,771	64,002	管理费用	3,418	3,885	4,375	4,860
合同资产	0	0	0	0	研发费用	256	291	327	363
其他流动资产	21,218	22,481	23,805	25,117	财务费用	259	3,007	3,261	3,766
流动资产合计	125,018	163,745	180,326	197,837	信用减值损失	-14	-14	-14	-14
其他长期投资	244	244	244	244	资产减值损失	-459	-459	-459	-459
长期股权投资	2,850	2,850	2,850	2,850	公允价值变动收益	866	866	866	866
固定资产	32,196	29,714	27,516	25,574	投资收益	-1,709	-1,709	-1,709	-1,709
在建工程	7,168	7,268	7,268	7,168	其他收益	249	249	249	249
无形资产	13,850	13,846	13,842	13,839	营业利润	6,430	10,031	12,525	14,654
其他非流动资产	25,924	26,038	26,130	26,203	营业外收入	153	154	154	154
非流动资产合计	82,232	79,961	77,850	75,878	营业外支出	406	406	406	406
资产合计	207,250	243,706	258,176	273,715	利润总额	6,177	9,779	12,273	14,402
短期借款	78,724	101,522	99,549	97,118	所得税	1,688	2,673	3,355	3,937
应付票据	1,563	1,716	1,925	2,133	净利润	4,489	7,106	8,918	10,465
应付账款	5,496	6,034	6,769	7,499	少数股东损益	357	565	709	833
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,132	6,541	8,209	9,632
合同负债	4,689	5,330	6,002	6,668	NOPLAT	4,677	9,291	11,288	13,201
其他应付款	4,141	4,141	4,141	4,141	EPS (按最新股本摊薄)	0.76	1.21	1.51	1.78
一年内到期的非流动负债	2,436	2,436	2,436	2,436					
其他流动负债	5,954	6,527	7,253	7,974					
流动负债合计	103,002	127,705	128,075	127,967					
长期借款	11,003	17,270	23,536	29,802					
应付债券	500	500	500	500					
其他非流动负债	1,636	1,636	1,636	1,636					
非流动负债合计	13,140	19,406	25,672	31,939					
负债合计	116,142	147,111	153,747	159,906					
归属母公司所有者权益	86,701	91,622	98,746	107,294					
少数股东权益	4,408	4,973	5,682	6,515					
所有者权益合计	91,108	96,595	104,429	113,809					
负债和股东权益	207,250	243,706	258,176	273,715					

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	725	11,224	12,628	13,455
现金收益	7,677	14,429	16,295	18,167
存货影响	-6,724	-4,592	-6,273	-6,231
经营性应收影响	-375	896	1,204	123
经营性应付影响	631	691	944	938
其他影响	-485	-199	458	459
投资活动现金流	-21,565	-2,887	-2,847	-2,807
资本支出	-10,004	-1,930	-1,913	-1,892
股权投资	-145	0	0	0
其他长期资产变化	-11,416	-957	-934	-915
融资活动现金流	10,066	24,973	-52	-1,015
借款增加	25,480	29,064	4,294	3,835
股利及利息支付	-2,672	-6,328	-7,596	-8,290
股东融资	247	0	0	0
其他影响	-12,989	2,237	3,250	3,440

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	16.1%	13.7%	12.6%	11.1%
EBIT增长率	-20.7%	98.7%	21.5%	17.0%
归母公司净利润增长率	-31.1%	58.3%	25.5%	17.3%
获利能力				
毛利率	8.2%	11.3%	11.7%	11.9%
净利率	2.0%	2.8%	3.1%	3.3%
ROE	4.5%	6.8%	7.9%	8.5%
ROIC	4.6%	7.3%	8.3%	9.0%
偿债能力				
资产负债率	56.0%	60.4%	59.6%	58.4%
债务权益比	103.5%	127.7%	122.2%	115.5%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转天数	13	12	9	7
应付账款周转天数	10	9	9	9
存货周转天数	75	78	77	77
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.21	1.51	1.78
每股经营现金流	0.13	2.07	2.33	2.48
每股净资产	15.99	16.90	18.21	19.79
估值比率				
P/E	65	41	33	28
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	451	247	215	191

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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