

公司研究

产品结构持续提升，套保损失影响短期业绩

——金龙鱼（300999.SZ）2020年度业绩快报点评报告

要点

事件：2月22日，金龙鱼天发布2020年业绩快报，报告期内公司实现营业收入1949.2亿元，同比+14.2%；营业利润89.2亿元，同比+26.2%；利润总额89.5亿元，同比+28.6%；实现归母净利润60亿元，同比+11.0%。2020Q4公司实现营业收入549.3亿元，同比增长20.91%；实现归母净利润9.11亿元，同比下降52.5%。

收入端符合预期，继续推进产品结构升级：公司持续拓展产品销售网络，加大产品的营销推广力度。随着消费者健康意识的不断提升，高端产品销量增长，公司亦积极推广高端产品及新品、对于整体结构升级有一定帮助。此外，虽然疫情期间餐饮渠道产品销量下滑，但是面向家庭消费的小包装产品和面向食品工业客户的产品销量提升，带动总体销量稳步增长。

净利润低于预期，受税率和少数股东权益影响：1) 2020年实际所得税率较高。主要是由于公司利用税率较低境外子公司完成套期保值业务，在套保亏损的情况下，利润主要来源于税率较高的境内子公司，从而带动整体税率的提升。2) 境内部分合资公司利润较好，归属于少数股东的损益有所增加。基本每股收益同比增长9.1%，低于归母净利润增速，同时加权平均净资产收益率同比下降0.1%，主要由于2020年10月首次公开发行股票增加了股本和资本公积，导致每股收益和加权平均净资产收益率被相应摊薄。

Q4季度表现不及预期，套保亏损影响较大：为了减少原材料价格和汇率波动等因素对公司业绩的影响，公司使用衍生品进行套期保值。Q4营业利润率为3.37%，环比有所下降。主要是Q4大豆价格上涨较多，公司套保操作下套保亏损、现货价值提升，套保亏损即期计入报表影响Q4表现，而现货有所延时而需待销售后计入。未来，随着现货的销售，公司的损失有望出现回转。

盈利预测、估值与评级：根据业绩预告，上调20年营收预测至1949亿元，下调20年归母净利润预测至60亿元；随着公司产品组合不断升级，未来销售单价有望持续提升，上调21-22年营收预测至2178/2425亿元，同时预计公司成本费用率保持稳定，上调21-22年归母净利润预测至82.9/94亿元。当前股价对应2020/21/22年PE为90/65/57倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，政府价格干预风险，套期保值风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167,074	170,743	194,936	217,785	242,515
营业收入增长率	10.82%	2.20%	14.17%	11.72%	11.35%
净利润(百万元)	5,128	5,408	6,001	8,285	9,400
净利润增长率	2.53%	5.47%	10.97%	38.05%	13.47%
EPS(元)	1.05	1.11	1.11	1.53	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.66%	8.35%	7.10%	9.21%	9.84%
P/E	94	90	90	65	57

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-23

增持（维持）

当前价：99.48元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

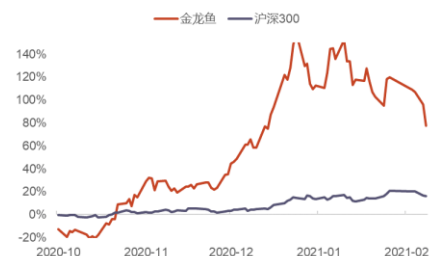
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	54.22
总市值(亿元)	5393
一年最低/最高(元)	44.47/145
近3月换手率	13.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-24.81	25.43	61.37
绝对	-24.63	36.91	77.64

资料来源：Wind

相关研报

金龙鱼与海天同中有异，品类破局再创佳绩——金龙鱼（300999.SZ）投资价值分析报告（2020-11-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	167,074	170,743	194,936	217,785	242,515
营业成本	150,021	151,276	171,874	192,428	213,968
折旧和摊销	1,975	2,251	3,154	3,548	3,949
税金及附加	430	410	468	522	582
销售费用	7,203	8,025	9,452	10,848	12,235
管理费用	2,340	2,574	3,119	3,485	3,652
研发费用	541	554	542	530	523
财务费用	150	184	264	323	375
投资收益	948	1,013	800	1,000	1,000
营业利润	6,731	7,069	7,989	10,891	12,348
利润总额	6,702	6,958	7,839	10,731	12,188
所得税	1,185	1,394	1,568	2,146	2,438
净利润	5,517	5,564	6,271	8,585	9,750
少数股东损益	389	156	270	300	350
归属母公司净利润	5,128	5,408	6,001	8,285	9,400
EPS(按最新股本计)	1.05	1.11	1.11	1.53	1.73

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,255	13,528	14,078	11,685	13,112
净利润	5,128	5,408	6,001	8,285	9,400
折旧摊销	1,975	2,251	3,154	3,548	3,949
净营运资金增加	6,667	(6,757)	3,265	5,689	6,292
其他	(11,515)	12,626	1,657	(5,836)	(6,528)
投资活动产生现金流	(50)	(1,458)	(9,389)	(6,940)	(6,940)
净资本支出	(4,132)	(7,101)	(7,550)	(7,550)	(7,550)
长期投资变化	2,467	2,347	(100)	(100)	(100)
其他资产变化	1,615	3,297	(1,739)	710	710
融资活动现金流	9,743	(13,706)	(20,567)	967	10
股本变化	1	9	542	0	0
债务净变化	29,213	(7,559)	(33,719)	4,319	4,396
无息负债变化	(1,913)	3,087	4,799	2,160	2,179
净现金流	12,003	(1,620)	(15,878)	5,712	6,182

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	10.2%	11.4%	11.8%	11.6%	11.8%
EBITDA 率	4.9%	7.6%	6.7%	6.4%	6.6%
EBIT 率	3.7%	6.2%	5.1%	4.8%	5.0%
税前净利润率	4.0%	4.1%	4.0%	4.9%	5.0%
归母净利润率	3.1%	3.2%	3.1%	3.8%	3.9%
ROA	3.3%	3.3%	3.9%	4.9%	5.2%
ROE (摊薄)	8.7%	8.3%	7.1%	9.2%	9.8%
经营性 ROIC	4.2%	7.1%	6.3%	6.1%	6.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	63%	60%	45%	46%	46%
流动比率	1.19	1.18	1.47	1.45	1.44
速动比率	0.83	0.83	0.93	0.93	0.93
归母权益/有息债务	0.69	0.82	1.88	1.82	1.78
有形资产/有息债务	1.75	1.93	3.17	3.15	3.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	169,421	170,685	161,730	173,971	186,433
货币资金	66,054	64,612	48,734	54,446	60,629
交易性金融资产	0	483	450	720	990
应收帐款	5,145	6,188	6,013	6,501	7,239
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,291	1,415	1,555	1,516	1,685
存货	37,088	34,551	37,512	40,110	42,394
其他流动资产	6,913	5,169	3,960	2,817	1,581
流动资产合计	123,394	116,019	102,474	110,593	119,334
其他权益工具	1,446	1,492	1,492	1,492	1,492
长期股权投资	2,467	2,347	2,447	2,547	2,647
固定资产	19,897	24,439	27,779	30,809	33,540
在建工程	2,438	4,494	5,058	5,481	5,798
无形资产	11,692	12,603	12,400	12,202	12,007
商誉	5,886	5,969	5,969	5,969	5,969
其他非流动资产	1,362	2,527	2,527	2,527	2,527
非流动资产合计	46,026	54,666	59,256	63,378	67,100
总负债	106,683	102,210	73,291	79,770	86,344
短期借款	81,681	73,442	39,714	44,033	48,429
应付账款	6,494	5,392	6,016	6,735	7,489
应付票据	3,641	4,601	4,297	4,811	5,349
预收账款	0	0	3,899	4,356	4,850
其他流动负债	2,917	2,503	2,503	2,503	2,503
流动负债合计	103,624	98,661	69,656	76,136	82,710
长期借款	2,730	2,393	2,393	2,393	2,393
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	227	871	871	871	871
非流动负债合计	3,059	3,549	3,634	3,634	3,634
股东权益	62,738	68,475	88,439	94,202	100,089
股本	4,870	4,879	5,422	5,422	5,422
公积金	23,835	25,196	38,947	39,775	40,547
未分配利润	30,056	34,106	39,507	44,141	48,906
归属母公司权益	59,216	64,799	84,494	89,956	95,493
少数股东权益	3,522	3,676	3,946	4,246	4,596

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4%	5%	5%	5%	5%
管理费用率	1%	2%	2%	2%	2%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	18%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.52	0.71	0.81
每股经营现金流	0.46	2.77	2.60	2.16	2.42
每股净资产	12.16	13.28	15.58	16.59	17.61
每股销售收入	34.31	34.99	35.96	40.17	44.73

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	94	90	90	65	57
PB	8.2	7.5	6.4	6.0	5.6
EV/EBITDA	68.2	42.5	44.8	42.3	37.2
股息率	0%	0%	0.5%	0.7%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------