

23H1 营收略有下行，盈利能力短期承压

金龙鱼(300999.SZ)

推荐

维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布 2023 年半年度报告。
- **23H1 营收略有下行，盈利能力短期承压** 2023H1 公司营收 1187.14 亿元，同比-0.64%，主要原因是公司产品价格受主要原材料价格下跌影响有所回落；其中厨房食品、饲料原料及油脂科技分别贡献 735.25 亿元、444.64 亿元，同比-3.43%、+4.70%。实现归母净利润 9.66 亿元，同比-51.13%；扣非后归母净利润 0.14 亿元，同比-99.40%。公司非经常损益主要来自其衍生工具产生的投资收益合计为 9.48 亿元。公司综合毛利率为 4.15%，同比-3.38pct；期间费用率为 4.03%，同比-0.28pct。2023Q2 公司营收 576.73 亿元，同比-8.38%，归母净利润 1.12 亿元，同比-94.00%；扣非后归母净利润-2.26 亿元，同比-114.16%。销售毛利率 3.11%，同比-4.75pct；期间费用率 3.79%，同比-0.15pct。
- **厨房食品毛利率小幅下滑，饲料原料及油脂科技降幅较大** 23H1 公司厨房食品业务销量为 1109.2 万吨，同比+9.46%；毛利率为 6.6%，同比-0.49pct。收入、毛利率均小幅下降，主要原因是零售渠道产品利润的增长未能完全抵消餐饮渠道产品利润下降的影响，毛利较低的餐饮渠道产品占比上升，其中面粉业务的业绩同比下降明显。从销售模式来看，经销、直销占比分别为 50.7%、49.3%，其中经销占比上升 2.8pct；毛利率方面，经销毛利率下降 0.32pct，直销毛利率下降 0.76pct。23H1 公司经销商数量+72 家，同比+0.93%，以西部、北部地区增加为主。公司高度重视高端化、品牌化、地方特色化策略，叠加消费升级的长期趋势，我们预期厨房食品业务未来有望实现恢复性增长。2023H1 公司饲料原料及油脂科技业务销量为 1170 万吨，同比+16.14%，销量增长推动收入稳定增长；毛利率为-0.32%，同比-8.37pct。盈利能力下降的主要原因是油脂科技相关产品行情下跌使得利润受到挤压，另外国内大豆、菜籽压榨量同比增长，但是大豆成本高而豆油价格下跌，导致压榨亏损。
- **央厨生态产业链持续推进，有望打造新增长极** 中央厨房项目是公司近年重点发展的业务板块之一。公司依托现有生产基地，建立综合性的食品生产园区，打造央厨园区生态体系。2022 年杭州、周口、重庆央厨已投产。目前公司央厨的业务重点放在 B 端，并努力提升产能利用率。未来公司计划在全国 70 多个现有生产基地建设央厨园区，充分发挥规模优势和供应链优势。随着后续兴平、沈阳、廊坊、胶州等央厨基地的逐步建成投产，叠加疫后消费需求复苏趋势，我们认为有望形成业务新增长极。
- **投资建议** 公司品牌矩阵完善、渠道网络全面、产品线丰富、质量控制严格，叠加对消费升级、品牌化、定制化等消费需求变化的关注和落实，公司高端产品、定制化产品或将持续受益，推动公司盈利能力回暖。我们预计公司 2023-2024 年 EPS 分别为 0.70 元、0.94 元，对应 PE 为 59、44 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 原材料供应及价格波动的风险；消费复苏不及预期的风险；食品安全的风险；政策变化的风险等。

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

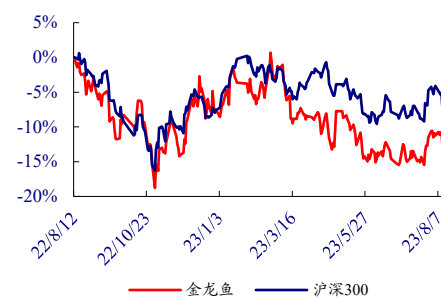
分析师登记编号: S0130519020001

市场数据

2023-08-11

| | |
|------------------|----------------|
| A 股收盘价(元) | 41.2 |
| 股票代码 | 300999 |
| A 股一年内最高价/最低价(元) | 47.41/38.25 |
| 上证指数 | 3,189.25 |
| 总股本/实际流通 A 股(万股) | 542,159/54,265 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 224 |

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

【银河农业谢芝优】公司点评报告_金龙鱼(300999.SZ): 厨房食品增长加速, 21H1 扣非后业绩高增长

表1: 主要财务指标预测

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 257485.44 | 273648.65 | 306122.45 | 312124.85 |
| 增长率 | 13.82% | 6.28% | 11.87% | 1.96% |
| 归母净利润(百万元) | 3011.14 | 3794.92 | 5091.55 | 6698.68 |
| 增长率 | -27.12% | 26.03% | 34.17% | 31.56% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.56 | 0.70 | 0.94 | 1.24 |
| 净资产收益率 ROE | 3.35% | 4.16% | 5.33% | 6.62% |
| PE | 74 | 59 | 44 | 33 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 39461.62 | 27364.87 | 30612.25 | 31212.49 | 营业收入 | 257485.44 | 273648.65 | 306122.45 | 312124.85 |
| 应收和预付款项 | 19445.72 | 21189.36 | 23531.45 | 23904.54 | 营业成本 | 242867.52 | 257289.83 | 286186.87 | 289795.80 |
| 存货 | 53065.90 | 56906.13 | 63115.16 | 63999.78 | 营业税金及附加 | 633.52 | 662.85 | 740.04 | 755.72 |
| 其他流动资产 | 24152.85 | 23491.08 | 23892.91 | 23967.18 | 销售费用 | 5985.56 | 6912.48 | 7527.25 | 7744.70 |
| 长期股权投资 | 2918.13 | 2918.13 | 2918.13 | 2918.13 | 管理费用 | 3289.61 | 4150.30 | 4627.38 | 4691.57 |
| 投资性房地产 | 574.71 | 574.71 | 574.71 | 574.71 | 财务费用 | 709.49 | 279.49 | 291.86 | 315.37 |
| 固定资产和在建工程 | 45823.26 | 39801.25 | 33779.25 | 27757.25 | 资产减值损失 | -161.82 | -100.00 | -100.00 | -100.00 |
| 无形资产和开发支出 | 20743.79 | 18732.22 | 16720.66 | 14709.09 | 投资收益 | 18.51 | 750.00 | 450.00 | 450.00 |
| 其他非流动资产 | 21757.24 | 21709.31 | 21661.38 | 21613.45 | 公允价值变动损益 | -262.07 | 302.02 | 19.97 | 161.00 |
| 资产总计 | 227943.21 | 212687.07 | 216805.90 | 210656.62 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 88013.09 | 76384.70 | 73430.77 | 60887.81 | 营业利润 | 3817.36 | 5305.72 | 7119.03 | 9332.69 |
| 应付和预收款项 | 10672.28 | 11229.32 | 12523.79 | 12676.95 | 其他非经营损益 | 48.39 | -78.51 | -87.82 | -84.27 |
| 长期借款 | 15722.47 | 15722.47 | 15722.47 | 15722.47 | 利润总额 | 3865.75 | 5227.21 | 7031.21 | 9248.41 |
| 其他负债 | 20251.96 | 12501.32 | 13630.04 | 13771.01 | 所得税 | 740.67 | 1194.43 | 1622.65 | 2130.56 |
| 负债合计 | 134659.80 | 115837.82 | 115307.08 | 103058.25 | 净利润 | 3125.08 | 4032.79 | 5408.56 | 7117.86 |
| 股本 | 5421.59 | 5421.59 | 5421.59 | 5421.59 | 少数股东损益 | 113.94 | 237.86 | 317.01 | 419.18 |
| 资本公积 | 36680.53 | 36680.53 | 36680.53 | 36680.53 | 归属母公司股东净 | 3011.14 | 3794.92 | 5091.55 | 6698.68 |
| 留存收益 | 46740.25 | 49932.94 | 54265.51 | 59945.88 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 88707.08 | 92035.07 | 96367.64 | 102048.00 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4576.33 | 4814.19 | 5131.19 | 5550.37 | | | | | |
| 股东权益合计 | 93283.41 | 96849.25 | 101498.83 | 107598.37 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 227943.21 | 212687.07 | 216805.90 | 210656.62 | | | | | |
| | | | | | 主要财务比率 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.18 | 1.24 | 1.43 | 1.46 |
| | | | | | 固定资产周转率 | 7.54 | 8.26 | 11.30 | 14.81 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 25.84 | 24.32 | 25.17 | 23.99 |
| | | | | | 存货周转率 | 4.81 | 4.63 | 4.73 | 4.52 |
| | | | | | 资产负债率 | 59.08% | 54.46% | 53.18% | 48.92% |
| | | | | | 带息债务/总负债 | 77.41% | 79.95% | 77.75% | 74.82% |
| | | | | | 流动比率 | 1.17 | 1.32 | 1.45 | 1.69 |
| | | | | | 速动比率 | 0.71 | 0.74 | 0.80 | 0.93 |
| | | | | | 股利支付率 | 13.86% | 15.87% | 14.91% | 15.20% |
| | | | | | ROE | 3.35% | 4.16% | 5.33% | 6.62% |
| | | | | | ROA | 1.37% | 1.90% | 2.49% | 3.38% |
| | | | | | ROIC | 2.72% | 3.02% | 3.92% | 5.19% |
| | | | | | EBITDA/销售收入 | 3.02% | 4.99% | 5.06% | 5.68% |
| | | | | | EBITDA | 7771.89 | 13666.71 | 15492.39 | 17729.55 |
| | | | | | PE | 74.18 | 58.86 | 43.87 | 33.35 |
| | | | | | PB | 2.52 | 2.43 | 2.32 | 2.19 |
| | | | | | PS | 0.87 | 0.82 | 0.73 | 0.72 |
| | | | | | EV/EBITDA | 31.85 | 17.95 | 15.43 | 12.74 |
| | | | | | 股息率 | 0.19% | 0.27% | 0.34% | 0.46% |

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢芝优 农业行业首席分析师。证券研究从业 8 年，南京大学管理学硕士，曾供职于西南证券、国泰君安证券，2018 年加入银河证券。曾获 2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016 年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

| | | | |
|-------|-----|---------------|----------------------------------|
| 深广地区： | 程曦 | 0755-83471683 | chengxi_yj@chinastock.com.cn |
| | 苏一耘 | 0755-83479312 | suyiyun_yj@chinastock.com.cn |
| 上海地区： | 陆韵如 | 021-60387901 | luyunru_yj@chinastock.com.cn |
| | 李洋洋 | 021-20252671 | liyongyang_yj@chinastock.com.cn |
| 北京地区： | 田薇 | 010-80927721 | tianwei@chinastock.com.cn |
| | 唐嫚羚 | 010-80927722 | tangmanling_bj@chinastock.com.cn |