

2021年02月24日

# Q4 净利只是表面不及预期

## 金龙鱼(300999)

评级:	买入	股票代码:	300999
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	145.62/39.51
目标价格:		总市值(亿)	5,393.40
最新收盘价:	99.48	自由流通市值(亿)	354.88
		自由流通股数(百万)	356.74

### 事件概述

公司发布 2020 年业绩快报,实现营业收入 1949 亿元,同比+14.2%,归母净利 60 亿元,同比+11%。其中,4Q20 收入 549 亿元,同比+21%,归母净利 9.1 亿元,同比-53%。

表 1: 金龙鱼近期季度、半年度财务数字 (亿元)

	1H20	3Q20	4Q20
营业收入	870	530	549
YoY	10.5%	13.7%	20.9%
营业成本	773	484	
毛利率	11.1%	8.7%	
投资收益+公允价值变动净收益	-1.6	-14.0	
利润总额	38.3	31.4	19.8
税率	17.1%	27.7%	
净利润	31.7	22.7	
少数股东权益	1.6	2.0	
占比	5.1%	8.6%	
归母净利	30.1	20.8	9.1
YoY	88.4%	10.0%	-52.5%
净利率	3.5%	3.9%	1.7%

资料来源:公司公告,华西证券研究所

表 2: 金龙鱼历史季度财报数字 (亿元)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
营业收入	404	383	466	454
YoY				
营业成本	363	340	410	400
毛利率	10.0%	11.4%	12.1%	12.0%
投资收益+公允价值变动净收益	3.1	-0.1	3.0	6.8
利润总额	8.8	9.8	25.8	25.2
所得税率	5.0%	22.9%	22.6%	21.5%
净利润	8.3	7.6	20.0	19.8
少数股东权益	-0.4	0.3	1.1	0.6
占比	-4.3%	3.6%	5.3%	3.0%
归母净利	8.7	7.3	18.9	19.2
YoY				
净利率	2.1%	1.9%	4.1%	4.2%

资料来源:公司公告,华西证券研究所

**分析判断:**

► **Q4 提价使收入增长加速**

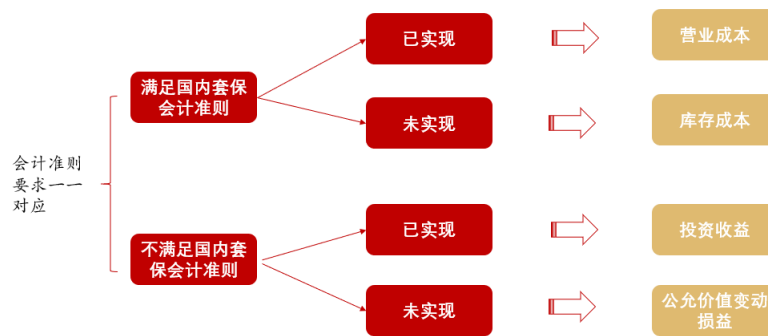
2020 前三季度收入同比+11.7%，Q4 收入同比+21%，Q4 收入增长加速。我们认为 Q4 收入增长加速的原因主要在于产品提价，因原材料价格大幅上涨，12 月公司对部分调和油产品进行了提价。公司提价时点追随市场，因此预计销量不受影响。公司业绩快报所分析高端产品、新产品的增长，小包装产品和面向工业客户的产品销量提升，以及饲料业务的回暖，在三季报披露时已在预期之内，饲料业务预计在 Q4 随着生猪存栏的恢复增长进一步加速。往后看，我们认为产品提价将进一步抬高公司收入端同比增速。

► **Q4 净利不及“预期”，但只是财务数字**

Q4 单季度净利 9.1 亿元，同比-52.5%，单季度净利率 1.7%。我们认为单季度净利润数字低于预期主要受到“基于套期保值的衍生品截至年末按市值计价的损失”这一因素影响，公司预计“该业务下的业绩在期后随着销售能够逐步转回”。

由于商业套期保值金融衍生工具的会计确认较为复杂，期限与财报周期并不完全匹配，因此单季度财报并不反映真实套保结果。特别在原材料价格波动幅度较大时，金融衍生工具的公允价值变动对于公司报表利润端的影响较大，因此季度财报的利润较难预测。

图 1 商业套保金融衍生工具的会计确认逻辑



资料来源：华西证券研究所

图 2 大豆现货价格（元/吨）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

我们认为应该穿透财报的表象看本质，本质的问题在于公司应对原材料价格上涨的能力如何？由于公司上市时间短，并没有足够长时间的财务数据可以验证。但根据我们对公司的研究，我们认为公司应对成本上涨能力强，原材料价格上涨对公司是利好而非利空：第一，公司经营粮油食品生意多年，行业内总规模最大，而且在上游产业链有比较长的延伸，有专业的团队和充足的经验应对原材料价格的波动。第二，下游小包装产品的提价与原材料价格的上涨基本同步。我们认为公司大概率能够消化原材料价格大幅上涨的压力。退一步来讲，即使短期对利润端有一定负面影响，公司相对同行业消化成本端压力的能力更强，也有助于主营业务市场份额的提升。

我们认为公司实际税率上升的影响非关键因素，无论子公司税率高低，盈利增长对利润端即是正贡献。

### 投资建议

Q4 公司收入增长加速，净利数字只是表面看起来不及预期，主要受到套保工具会计记账的影响，而公司预计套保业务下的业绩在期后随着销售能够逐步转回，因此单季财报数字并不能反映实际套保结果。现阶段核心关注在于面对原材料价格大幅上涨，公司能否消化成本上涨？我们认为公司消化原材料价格上涨能力行业领先，大概率能够消化大部分成本上涨，并且有机会获取更多市场份额。根据公司最新业绩情况更新盈利预测为 2020-2022 年收入 1950/2146/2362 亿元，归母净利 60/82/93 亿元，EPS 1.11/1.50/1.72 元。此前盈利预测为 2020-2022 年收入 1874/2064/2273 亿元，归母净利 69/80/92 亿元，EPS 1.28/1.47/1.69 元。当前股价对应 2021-22 年 P/E 分别为 66/58 倍。我们判断影响全行业的成本上涨对公司是利好而非利空因素，股价下跌提供买入机会，维持买入评级。

### 风险提示

应对原材料价格上涨结果不及预期；食品安全的风险；行业竞争加剧的风险等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167,074	170,743	194,922	214,577	236,256
YoY (%)	10.8%	2.2%	14.2%	10.1%	10.1%
归母净利润(百万元)	5,128	5,408	6,001	8,117	9,346
YoY (%)	2.5%	5.5%	11.0%	35.3%	15.2%
毛利率 (%)	10.2%	11.4%	11.5%	11.6%	11.6%
每股收益 (元)	0.95	1.00	1.11	1.50	1.72
ROE	8.7%	8.3%	7.1%	7.6%	7.2%
市盈率	116.22	99.73	89.88	66.45	57.71

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：010-59775343

分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系人：刘来珍

邮箱：liulz@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

研究助理：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

华西食品饮料组&农业组联合覆盖

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	170,743	194,922	214,577	236,256	净利润	5,564	6,452	8,681	9,943
YoY (%)	2.2%	14.2%	10.1%	10.1%	折旧和摊销	2,396	9,597	11,197	11,997
营业成本	151,276	172,422	189,750	208,861	营运资金变动	4,012	-7,593	-2,526	-3,254
营业税金及附加	410	468	515	567	经营活动现金流	13,528	11,013	18,413	19,815
销售费用	8,025	8,675	9,334	9,923	资本开支	-7,101	-18,427	-19,600	-20,194
管理费用	2,574	2,924	3,219	3,544	投资	1,327	0	0	0
财务费用	554	526	605	635	投资活动现金流	-1,458	-19,453	-19,027	-19,513
资产减值损失	-2,102	-28	-32	-35	股权募资	106	542	0	0
投资收益	1,013	975	1,073	1,181	债务募资	97,043	-962	-962	-1,676
营业利润	7,069	8,919	11,761	13,386	筹资活动现金流	-13,706	11,476	10,809	9,912
营业外收支	-111	28	50	50	现金净流量	-1,620	3,036	10,196	10,214
利润总额	6,958	8,947	11,811	13,436	<b>主要财务指标</b>				
所得税	1,394	2,494	3,130	3,493	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
净利润	5,564	6,452	8,681	9,943	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	5,408	6,001	8,117	9,346	营业收入增长率	2.2%	14.2%	10.1%	10.1%
YoY (%)	5.5%	11.0%	35.3%	15.2%	净利润增长率	5.5%	11.0%	35.3%	15.2%
每股收益	1.00	1.11	1.50	1.72	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	11.4%	11.5%	11.6%	11.6%
<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利润率	3.3%	3.3%	4.0%	4.2%	
货币资金	64,612	67,648	77,844	88,059	总资产收益率 ROA	3.2%	3.1%	3.8%	3.9%
预付款项	2,536	3,509	3,800	4,092	净资产收益率 ROE	8.3%	7.1%	7.6%	7.2%
存货	34,551	40,974	44,810	49,157	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	14,321	15,752	16,467	17,488	流动比率	1.18	1.29	1.43	1.57
流动资产合计	116,019	127,884	142,921	158,795	速动比率	0.80	0.84	0.94	1.04
长期股权投资	2,347	2,347	2,347	2,347	现金比率	0.65	0.68	0.78	0.87
固定资产	24,439	25,300	24,638	23,214	资产负债率	59.9%	53.6%	48.3%	43.8%
无形资产	12,603	18,904	26,256	34,132	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	54,666	63,460	71,849	80,038	总资产周转率	1.00	1.02	1.00	0.99
资产合计	170,685	191,344	214,770	238,833	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	73,442	72,480	71,518	69,841	每股收益	1.00	1.11	1.50	1.72
应付账款及票据	9,993	11,183	12,468	13,677	每股净资产	11.95	15.63	19.60	23.79
其他流动负债	15,226	15,272	16,303	17,499	每股经营现金流	2.50	2.03	3.40	3.65
流动负债合计	98,661	98,935	100,288	101,017	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,393	2,393	2,393	2,393	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	1,155	1,155	1,155	1,155	PE	99.73	89.88	66.45	57.71
非流动负债合计	3,549	3,549	3,549	3,549	PB	0.00	6.93	5.53	4.55
负债合计	102,210	102,483	103,837	104,566					
股本	4,879	5,422	5,422	5,422					
少数股东权益	3,676	4,127	4,692	5,288					
股东权益合计	68,475	88,861	110,933	134,267					
负债和股东权益合计	170,685	191,344	214,770	238,833					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**郭辉：**华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品等板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

### 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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。