

金龙鱼 (300999.SZ)

扩品类拓渠道，主营业务稳步增长

事件：公司发布2020年报，2020年实现收入1949.2亿元，同比+14.2%；归母净利润60亿元，同比+11.0%；扣非归母净利润87.9亿元，同比+96.4%。单Q4公司实现收入549.3亿元，同比+20.9%；归母净利润9.1亿元，同比-52.5%；扣非归母净利润25.3亿元。

厨房食品量价齐升，饲料原料恢复增长。公司2020年主营业务稳步发展，厨房食品围绕调结构、扩品类、拓渠道、控成本等主要目标，疫情期间面向家庭消费的小包装产品及工业客户产品销量增长，二季度餐饮渠道销售逐步恢复，全年零售及餐饮渠道合计销量同比+6.9%。产品结构方面，公司2020年继续推动产品结构优化，加大对高端产品推广力度，推出“零反式脂肪”系列食用油、地方特色大米、功能性面条等。渠道方面，公司依托食用油既有品牌运营及渠道经营优势，持续拓展产品销售网络，加大对大米、面粉、醋、酱油等产品推广与销售力度。2020年公司经销商数量增加691家，厨房食品经销商收入636.1亿元，同比+20.9%，经销占比进一步提升。饲料原料业务2020年收入端受益于生猪养殖恢复，同比+18.9%，但由于原材料成本上涨，饲料原料业务业绩下滑。

Q4原材料成本上行，套保损失、实际所得税税率提升影响利润。受到菜籽油、花生油等价格较高原材料采购占比上行，公司2020年油籽及加工品、棕榈及月桂酸油平均采购单价分别同比+30.0%、17.3%。由于原材料价格上涨，公司商品套保产生暂时性账面亏损，2020年公允价值变动损益及投资受益亏损合计为35.5亿元，部分未实现套保损益后续库存实现销售后可逐步转回。剔除套保跨期影响，公司非经常损益同比+96.4%。此外，由于厨房食品销售子公司盈利能力好但所得税率高，饲料原料业务销售子公司亏损，公司整体所得税率提高，因而归母净利润同比+11.0%，增速低于利润总额增速28.6%。

盈利预测：展望未来3-5年公司仍将通过拓渠道、扩品类推动厨房食品收入稳步增长，同时公司匹配新产能建设，截至2020年底在建产能较实际产能+30.2%。成本端公司具备抗风险能力，2020年底预付账款及存货增加明显，2021年或面临压力，但中长周期能够实现经营稳健。我们预计公司2021/22/23年收入分别为2223.1/2391.4/2564.7亿元；归母净利润75.0/99.7/118.4亿元，分别同比+25.0%/32.9%/18.7%，对应PE为56.8/42.7/36.0倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上涨；新品推广不及预期；行业竞争激烈。

| 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 170,743 | 194,922 | 222,306 | 239,138 | 256,465 |
| 增长率 yoy (%) | 2.2 | 14.2 | 14.0 | 7.6 | 7.2 |
| 归母净利润(百万元) | 5,408 | 6,001 | 7,504 | 9,971 | 11,839 |
| 增长率 yoy (%) | 5.5 | 11.0 | 25.0 | 32.9 | 18.7 |
| EPS最新摊薄(元/股) | 1.00 | 1.11 | 1.38 | 1.84 | 2.18 |
| 净资产收益率(%) | 8.1 | 7.5 | 8.4 | 9.9 | 10.5 |
| P/E(倍) | 78.7 | 71.0 | 56.8 | 42.7 | 36.0 |
| P/B(倍) | 6.6 | 5.1 | 4.7 | 4.2 | 3.8 |

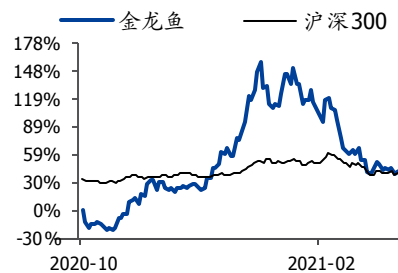
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

| | |
|---------------|------------|
| 行业 | 农产品加工 |
| 前次评级 | 增持 |
| 最新收盘价 | 80.09 |
| 总市值(百万元) | 434,215.27 |
| 总股本(百万股) | 5,421.59 |
| 其中自由流通股(%) | 6.58 |
| 30日日均成交量(百万股) | 19.90 |

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 《金龙鱼(300999.SZ)：厨房食品量价齐升，套保损失导致业绩波动》2021-02-23
- 《金龙鱼(300999.SZ)：30年铸就粮油帝国，扩品类发挥平台优势》2021-01-04



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 116019 | 119906 | 131247 | 137279 | 147686 |
| 现金 | 64612 | 55334 | 73768 | 78132 | 92907 |
| 应收票据及应收账款 | 6188 | 7133 | 7209 | 6858 | 6640 |
| 其他应收款 | 1415 | 4194 | 0 | 3189 | 0 |
| 预付账款 | 2536 | 5091 | 4789 | 4068 | 3823 |
| 存货 | 34551 | 40182 | 38516 | 37564 | 37099 |
| 其他流动资产 | 6717 | 7971 | 6966 | 7468 | 7217 |
| 非流动资产 | 54666 | 59272 | 64568 | 66710 | 69138 |
| 长期投资 | 2347 | 2706 | 3086 | 3393 | 3791 |
| 固定资产 | 24439 | 27178 | 30761 | 32510 | 34309 |
| 无形资产 | 12603 | 12620 | 12977 | 13109 | 13350 |
| 其他非流动资产 | 15278 | 16768 | 17744 | 17698 | 17688 |
| 资产总计 | 170685 | 179177 | 195815 | 203989 | 216824 |
| 流动负债 | 98661 | 85695 | 94971 | 93550 | 94849 |
| 短期借款 | 73442 | 62383 | 70000 | 70000 | 70000 |
| 应付票据及应付账款 | 9993 | 6824 | 6293 | 6784 | 6016 |
| 其他流动负债 | 15226 | 16488 | 18678 | 16767 | 18833 |
| 非流动负债 | 3549 | 5989 | 5300 | 4398 | 3473 |
| 长期借款 | 2393 | 4737 | 4047 | 3146 | 2221 |
| 其他非流动负债 | 1155 | 1252 | 1252 | 1252 | 1252 |
| 负债合计 | 102210 | 91684 | 100271 | 97949 | 98322 |
| 少数股东权益 | 3676 | 3960 | 4507 | 5032 | 5655 |
| 股本 | 4879 | 5422 | 5422 | 5422 | 5422 |
| 资本公积 | 24686 | 36895 | 36895 | 36895 | 36895 |
| 留存收益 | 34616 | 40617 | 48668 | 59164 | 71626 |
| 归属母公司股东权益 | 64799 | 83534 | 91037 | 101009 | 112847 |
| 负债和股东权益 | 170685 | 179177 | 195815 | 203989 | 216824 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 13528 | 1199 | 18296 | 10845 | 20719 |
| 净利润 | 5564 | 6565 | 8051 | 10496 | 12462 |
| 折旧摊销 | 2325 | 2566 | 2569 | 2910 | 3276 |
| 财务费用 | 554 | -829 | -3 | 169 | -287 |
| 投资损失 | -1013 | 2290 | 850 | -150 | -150 |
| 营运资金变动 | 4012 | -11599 | 6798 | -2614 | 5386 |
| 其他经营现金流 | 2086 | 2205 | 31 | 33 | 32 |
| 投资活动现金流 | -1458 | -13018 | -7741 | -5437 | -5334 |
| 资本支出 | 7174 | 7145 | 4916 | 1835 | 2029 |
| 长期投资 | 1480 | -5187 | -380 | -306 | -399 |
| 其他投资现金流 | 7196 | -11060 | -3205 | -3908 | -3704 |
| 筹资活动现金流 | -13706 | 12559 | 7880 | -1043 | -610 |
| 短期借款 | -8239 | -11059 | 7617 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -336 | 2343 | -689 | -901 | -925 |
| 普通股增加 | 9 | 542 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1002 | 12209 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -6142 | 8523 | 952 | -141 | 315 |
| 现金净增加额 | -1620 | 664 | 18434 | 4364 | 14775 |

利润表 (百万元)

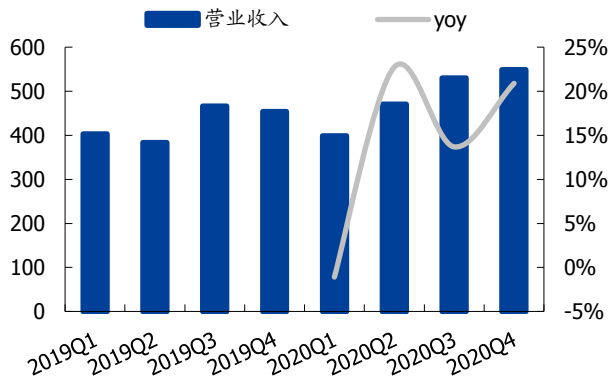
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 170743 | 194922 | 222306 | 239138 | 256465 |
| 营业成本 | 151276 | 170888 | 196744 | 209218 | 223989 |
| 营业税金及附加 | 410 | 456 | 542 | 572 | 613 |
| 营业费用 | 8025 | 8472 | 10893 | 12196 | 12567 |
| 管理费用 | 2574 | 2853 | 3335 | 4065 | 4360 |
| 研发费用 | 184 | 183 | 222 | 239 | 256 |
| 财务费用 | 554 | -829 | -3 | 169 | -287 |
| 资产减值损失 | -2102 | -740 | -667 | -717 | -769 |
| 其他收益 | 234 | 345 | 280 | 250 | 250 |
| 公允价值变动收益 | 262 | -1259 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1013 | -2290 | -850 | 150 | 150 |
| 资产处置收益 | -26 | -36 | -31 | -33 | -32 |
| 营业利润 | 7069 | 8919 | 10640 | 13763 | 16105 |
| 营业外收入 | 51 | 268 | 123 | 148 | 180 |
| 营业外支出 | 162 | 241 | 28 | 100 | 100 |
| 利润总额 | 6958 | 8946 | 10735 | 13811 | 16184 |
| 所得税 | 1394 | 2381 | 2684 | 3315 | 3722 |
| 净利润 | 5564 | 6565 | 8051 | 10496 | 12462 |
| 少数股东损益 | 156 | 564 | 547 | 525 | 623 |
| 归属母公司净利润 | 5408 | 6001 | 7504 | 9971 | 11839 |
| EBITDA | 11954 | 13945 | 15523 | 18802 | 21225 |
| EPS (元) | 1.00 | 1.11 | 1.38 | 1.84 | 2.18 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 2.2 | 14.2 | 14.0 | 7.6 | 7.2 |
| 营业利润(%) | 5.0 | 26.2 | 19.3 | 29.4 | 17.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | 5.5 | 11.0 | 25.0 | 32.9 | 18.7 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 11.4 | 12.3 | 11.5 | 12.5 | 12.7 |
| 净利率(%) | 3.2 | 3.1 | 3.4 | 4.2 | 4.6 |
| ROE(%) | 8.1 | 7.5 | 8.4 | 9.9 | 10.5 |
| ROIC(%) | 5.3 | 5.5 | 5.8 | 6.9 | 7.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 59.9 | 51.2 | 51.2 | 48.0 | 45.3 |
| 净负债比率(%) | 21.9 | 14.6 | 2.3 | -2.9 | -15.8 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 应收账款周转率 | 30.1 | 29.3 | 31.0 | 34.0 | 38.0 |
| 应付账款周转率 | 15.0 | 20.3 | 30.0 | 32.0 | 35.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.00 | 1.11 | 1.38 | 1.84 | 2.18 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.50 | 0.22 | 3.37 | 2.00 | 3.82 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.95 | 15.41 | 16.79 | 18.63 | 20.81 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 78.7 | 71.0 | 56.8 | 42.7 | 36.0 |
| P/B | 6.6 | 5.1 | 4.7 | 4.2 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 37.1 | 31.6 | 27.8 | 22.6 | 19.4 |

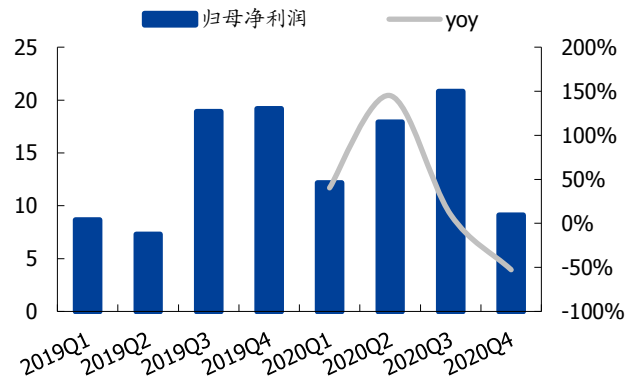
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司单季度收入及增速(亿元)



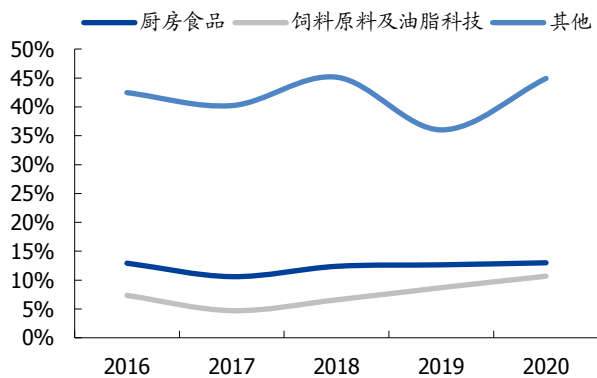
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司单季度归母净利润及增速(亿元)



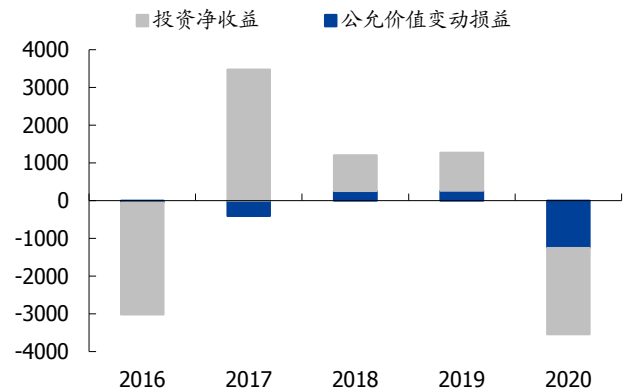
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司各业务毛利率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司投资收益&公允价值变动损益(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6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。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com