

公司研究

全年业绩增速符合预期，产品结构升级见成效

——金龙鱼（300999.SZ）2020 年年度业绩点评

要点

事件：3月23日，金龙鱼发布2020年度报告，报告期内公司实现营业收入1949.22亿元，yoy+14.16%；营业利润89.19亿元，yoy+26.17%；实现归母净利润60.01亿元，yoy+10.96%。2020Q4公司实现营业收入549.28亿元，yoy+20.91%；实现归母净利润9.11亿元，yoy+52.52%。

业绩增速符合预期，产品结构升级初见成效：1) 分产品来看，厨房食品/饲料原料及油脂科技/其他实现营收1212.02/724.90/12.29亿元，同比增长11.42%/18.93%/22.22%，2) 分销量看，厨房食品/饲料原料及油脂科技分别销售2000.50/2516.80万吨，同比分别增加3.51%/12.59%，每吨单价为6059/2880元，同比增加7.63%/5.62%，产品结构升级取得成效；3) 分地区看，境内/境外实现营收1910.89/38.33亿元，同比增长15.66%/-30.72%。

收入、费用两端发力提升盈利能力：2020年公司毛利率由2019年的11.40%上升至12.33%，同时销售净利率由2019年的3.26%上升至3.37%，主要受益于如下因素：1) 收入端看，公司积极推进产品高端化战略，厨房食品业务毛利率同比上升0.36%，饲料原料及油脂科技业务毛利率同比上升1.98%；2) 费用端看，销售费用率为4.25%，同比-0.35pct，管理费用率为1.46%，同比-0.05pct，与2019年基本持平。加之利息支出减少、汇兑收益增加使得财务费用为负，因此公司盈利水平上升。净利率增幅较低是由于存在27.91亿元的非经常性损益，主要是公司套保操作亏损导致，扣除非经常损益后公司盈利能力提升较为显著。

套期保值亏损拖累 Q4 业绩，产能提升+品牌建设带来未来长期增长空间

Q4大豆价格上涨，现货价值提升，公司套保亏损即期计入报表；同时由于税率较低的境外子公司因套保亏损，带动整体税率提升，影响了Q4的业绩。疫情期间公司To C端销量的提升弥补了To B端餐饮渠道销量下滑，高端产品“金龙鱼”稻米油、“外婆乡”小榨菜籽油、“欧丽薇兰”橄榄油、“胡姬花”花生油等产品均取得较好的市场表现，未来继续看好公司产品结构升级的效果。1) 2020年公司产能得到释放，同比增长16.05%。截至2020年底公司拥有已投产生产基地66个，并正在建设数个生产基地，增加生产网点，为未来销售增长提升空间；2) 公司赞助多场大型体育赛事并通过媒介传播、公关活动、渠道营销等举措激活和提升品牌影响力以提振需求。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司加强品牌建设和新品推广以及增设生产基地增加费用支出，略下调2021-2022年净利预测分别至82.68亿元（下调0.21%）和93.56亿元（下调0.47%），引入2023年归母净利预测107亿元。当前股价对应2021/22/23年PE为46/41/36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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	170,743	194,922	217,338	240,134	260,970
营业收入增长率	2.20%	14.16%	11.50%	10.49%	8.68%
净利润（百万元）	5,408	6,001	8,268	9,356	10,704
净利润增长率	5.47%	10.96%	37.77%	13.17%	14.40%
EPS（元）	1.11	1.21	1.64	1.84	2.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.35%	7.18%	9.07%	9.47%	9.96%
P/E	68	62	46	41	36

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-24

增持（维持）

当前价：75.12元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

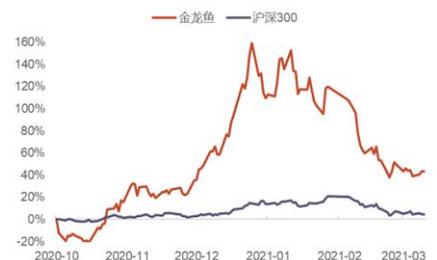
021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	54.22
总市值(亿元)	4072.7
一年最低/最高(元)	44.47/145
近3月换手率	11.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.27	-13.83	38.63
绝对	-19.49	-13.79	43.02

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-02-23）

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	170,743	194,922	217,338	240,134	260,970
营业成本	151,276	170,888	189,894	209,874	227,466
折旧和摊销	2,251	2,482	3,470	3,889	4,309
税金及附加	410	456	508	561	610
销售费用	8,025	8,472	9,599	10,798	11,837
管理费用	2,574	2,853	3,286	3,794	4,362
研发费用	184	183	323	375	413
财务费用	554	(829)	870	505	314
投资收益	1,013	(2,290)	0	0	0
营业利润	7,069	8,919	11,134	12,496	14,180
利润总额	6,958	8,946	11,084	12,446	14,130
所得税	1,394	2,381	2,217	2,489	2,826
净利润	5,564	6,565	8,868	9,956	11,304
少数股东损益	156	564	600	600	600
归属母公司净利润	5,408	6,001	8,268	9,356	10,704
EPS(按最新股本计)	1.11	1.21	1.64	1.84	2.09

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,528	1,199	25,413	17,101	20,053
净利润	5,408	6,001	8,268	9,356	10,704
折旧摊销	2,251	2,482	3,470	3,889	4,309
净营运资金增加	(6,573)	17,679	(1,824)	6,088	4,125
其他	12,443	(24,964)	15,499	(2,233)	914
投资活动产生现金流	(1,458)	(13,018)	(9,887)	(9,940)	(9,940)
净资本支出	(7,101)	(7,071)	(7,550)	(7,550)	(7,550)
长期投资变化	2,347	2,706	(100)	(100)	(100)
其他资产变化	3,297	(8,652)	(2,237)	(2,290)	(2,290)
融资活动现金流	(13,706)	12,559	(5,659)	(322)	(3,862)
股本变化	9	542	0	0	0
债务净变化	(7,559)	(11,543)	(4,187)	1,956	(1,557)
无息负债变化	3,087	1,016	5,867	2,124	1,793
净现金流	(1,620)	664	9,867	6,839	6,251

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.4%	12.3%	12.6%	12.6%	12.8%
EBITDA 率	7.6%	8.1%	8.0%	7.9%	8.1%
EBIT 率	6.2%	6.7%	6.4%	6.3%	6.4%
税前净利润率	4.1%	4.6%	5.1%	5.2%	5.4%
归母净利润率	3.2%	3.1%	3.8%	3.9%	4.1%
ROA	3.3%	3.7%	4.7%	4.9%	5.4%
ROE (摊薄)	8.3%	7.2%	9.1%	9.5%	10.0%
经营性 ROIC	6.6%	6.4%	7.3%	7.4%	7.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	60%	51%	49%	48%	46%
流动比率	1.18	1.40	1.44	1.47	1.53
速动比率	0.83	0.93	0.96	0.99	1.04
归母权益/有息债务	0.82	1.24	1.45	1.52	1.70
有形资产/有息债务	1.93	2.38	2.70	2.81	3.03

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	170,685	179,177	189,124	201,387	210,936
货币资金	64,612	55,334	65,201	72,040	78,291
交易性金融资产	483	2,493	450	720	990
应收帐款	6,188	7,133	7,569	7,168	7,790
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,415	4,194	2,154	2,371	1,811
存货	34,551	40,182	41,477	43,774	45,093
其他流动资产	5,169	4,604	3,483	2,343	1,301
流动资产合计	116,019	119,906	125,631	134,113	140,302
其他权益工具	1,492	892	892	892	892
长期股权投资	2,347	2,706	2,806	2,906	3,006
固定资产	24,439	27,178	30,733	33,768	36,399
在建工程	4,494	6,341	6,443	6,520	6,578
无形资产	12,603	12,620	12,417	12,218	12,024
商誉	5,969	5,988	5,988	5,988	5,988
其他非流动资产	2,527	2,651	2,651	2,651	2,651
非流动资产合计	54,666	59,272	63,492	67,273	70,634
总负债	102,210	91,684	93,364	97,444	97,681
短期借款	73,442	62,383	55,360	57,316	55,759
应付账款	5,392	5,748	6,646	7,346	7,961
应付票据	4,601	1,076	4,747	5,247	5,687
预收账款	0	0	4,347	4,803	5,219
其他流动负债	2,503	2,792	2,792	2,792	2,792
流动负债合计	98,661	85,695	87,332	91,412	91,649
长期借款	2,393	4,737	4,737	4,737	4,737
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	871	925	925	925	925
非流动负债合计	3,549	5,989	6,032	6,032	6,032
股东权益	68,475	87,493	95,759	103,942	113,255
股本	4,879	5,422	5,422	5,422	5,422
公积金	25,196	38,115	38,941	39,606	39,606
未分配利润	34,106	39,397	46,236	53,155	61,868
归属母公司权益	64,799	83,534	91,199	98,782	107,495
少数股东权益	3,676	3,960	4,560	5,160	5,760

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5%	4%	4%	4%	5%
管理费用率	2%	1%	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	20%	27%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.11	0.33	0.37	0.42
每股经营现金流	2.77	0.22	4.69	3.15	3.70
每股净资产	13.28	15.41	16.82	18.22	19.83
每股销售收入	34.99	35.95	40.09	44.29	48.14

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	68	62	46	41	36
PB	5.7	4.9	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	33.9	30.7	27.4	25.3	22.7
股息率	0%	0%	0.4%	0.5%	0.6%

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曾与、不与、也将不会与本报告中的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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------