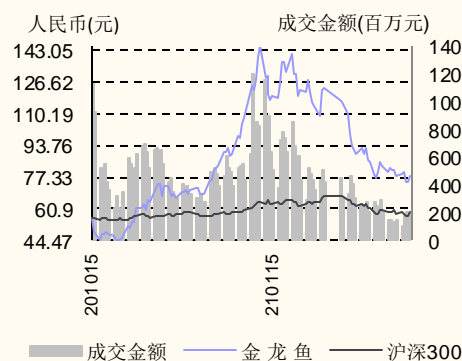


市场价格 (人民币): 78.08 元

业绩增长符合预期, 看好持续整合能力

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	54.22
已上市流通 A 股(亿股)	3.70
总市值(亿元)	4,233.18
年内股价最高最低(元)	145.00/44.47
沪深 300 指数	5038
创业板指	2745



公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	170,743	194,922	219,452	244,663	268,663
营业收入增长率	2.20%	14.16%	12.58%	11.49%	9.81%
归母净利润(百万元)	5,408	6,001	7,819	8,771	9,543
归母净利润增长率	5.47%	10.96%	30.29%	12.18%	8.80%
摊薄每股收益(元)	1.108	1.107	1.442	1.618	1.760
每股经营性现金流净额	1.89	-0.07	2.46	1.92	2.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.35%	7.18%	8.67%	8.87%	8.80%
P/E	-	97.86	54.14	48.26	44.36
P/B	-	7.03	4.70	4.28	3.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 年公司实现营业收入 1949.22 亿元, 同比+14.16%; 实现归母净利润 60.01 亿元, 同比+10.96%; 实现扣非归母净利润 87.92 亿元, 同比+96.36%, 基本符合预期。其中, Q4 公司实现营业收入 549.28 亿元, 同比+20.91%; 实现归母净利润 9.11 亿元, 同比-52.52%。

经营分析

- 营收端增速稳健, 产品结构持续优化。** 营收端整体保持两位数增速, 厨房产品/饲料原料及油脂科技分别同比+11.42%/18.93%。我们认为主要系 1) 2019 年基数相对较低; 2) 厨房食品作为必选消费品, 受疫情影响较小; 3) 生猪养殖恢复, 带动饲料原料需求提升。公司毛利率提升 0.93pct 至 12.33%, 厨房产品/饲料原料及油脂科技分别同比+0.36/1.98pct。我们认为主要系 1) 公司加大厨房产品高端系列的推广力度, 推出“零反式脂肪”系列、稻米油等高端优质产品; 2) 疫情影响下厨房产品 B 端需求转移到 C 端, C 端产品毛利率更高; 3) 生猪周期带动上游饲料原料销售价格提升。
- 费用略有下降, 税率提升、套保损失影响全年利润。** 2020 年公司销售/管理/财务费率分别为 4.35%/1.46%/-0.43%, 同比-0.35/-0.04/-0.75pct。我们认为销售费用率下降主要系全年推广促销活动减少, 财务费用下降主要系利息支出减少和汇兑收益增加。但所得税率提升 6.6pct 至 26.6%, 以及因原材料价格上涨导致套保产品产生 12.6 亿元的损失, 影响公司利润端增速。
- 产能布局和渠道下沉持续推进, 看好公司在厨房食品领域的整合优势。** 2020 年公司产能同增 12.6%, 仍有数个在建生产基地; 经销商数量同增 15.7%至 5097 家。我们认为公司凭借品牌、渠道、产能、研发等优势可持续整合包装油米面领域市场份额; 此外公司逐步切入毛利率更高的调味品领域, 凭借协同效应有望取得一定市场地位。

投资建议

- 考虑到公司产品结构持续优化, 我们小幅上调盈利预期, 预计 21-23 年公司归母净利润为 78.19/ 87.71/ 95.43 亿元, 对应 EPS 为 1.44/ 1.62/1.76 元, 对应 PE 为 54/48/44X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动; 行业竞争加剧; 食品安全问题; 金融衍生品交易风险。

相关报告

- 《行业整合+油米面结构升级, 看好龙头空间-金龙鱼深度报告》, 2020.10.9

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	167,074	170,743	194,922	219,452	244,663	268,663	货币资金	66,054	64,612	55,334	74,837	83,460	91,525
增长率		2.2%	14.2%	12.6%	11.5%	9.8%	应收账款	8,947	8,578	12,387	11,018	12,283	13,488
主营业务成本	-150,021	-151,276	-170,888	-194,654	-216,967	-238,169	存货	37,088	34,551	40,182	45,330	50,527	55,464
%销售收入	89.8%	88.6%	87.7%	88.7%	88.7%	88.7%	其他流动资产	11,308	8,279	12,003	14,371	14,817	15,241
毛利	17,053	19,468	24,034	24,798	27,696	30,493	流动资产	123,394	116,019	126,247	152,397	168,429	183,560
%销售收入	10.2%	11.4%	12.3%	11.3%	11.3%	11.4%	%总资产	72.8%	69.9%	69.4%	72.7%	72.7%	70.7%
营业税金及附加	-430	-410	-456	-527	-587	-645	长期投资	4,138	4,070	3,810	3,863	3,963	4,063
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	22,337	24,429	27,181	28,763	34,494	46,710
销售费用	-7,203	-8,025	-8,472	-9,875	-11,010	-12,090	%总资产	13.2%	14.7%	15.7%	14.4%	15.6%	18.8%
%销售收入	4.3%	4.7%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	17,710	18,715	18,759	18,817	18,867	18,911
管理费用	-2,340	-2,574	-2,853	-3,292	-3,670	-4,030	非流动资产	46,026	50,062	52,930	54,606	60,472	72,919
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	%总资产	27.2%	30.1%	30.6%	27.3%	27.3%	29.3%
研发费用	-150	-184	-183	-198	-220	-242	资产总计	169,421	170,685	179,177	207,003	228,901	256,479
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	83,556	76,332	62,446	81,567	91,748	106,967
息税前利润 (EBIT)	6,931	8,275	12,070	10,907	12,209	13,487	应付款项	12,464	13,904	10,575	16,373	18,250	20,033
%销售收入	4.1%	4.8%	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%	其他流动负债	7,605	8,425	12,673	10,350	10,955	11,515
财务费用	-541	-554	829	-1,928	-2,040	-2,353	流动负债	103,624	98,661	85,695	108,290	120,953	138,515
%销售收入	0.3%	0.3%	-0.4%	0.9%	0.8%	0.9%	长期贷款	2,730	2,393	4,737	3,337	3,537	3,737
资产减值损失	1,092	2,135	741	550	550	550	其他长期负债	329	1,155	1,252	984	947	921
公允价值变动收益	254	262	-1,259	150	150	150	负债	106,683	102,210	91,684	112,611	125,437	143,172
投资收益	948	1,013	-2,290	500	500	500	普通股股东权益	59,216	64,799	83,534	90,133	98,904	108,447
%税前利润	14.1%	14.6%	N/A	4.9%	4.4%	4.1%	其中：股本	4,870	4,879	5,422	5,422	5,422	5,422
营业利润	6,731	7,069	8,919	10,179	11,369	12,334	未分配利润	30,056	34,106	39,397	47,216	55,987	65,530
营业利润率	4.0%	4.1%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	少数股东权益	3,522	3,676	3,960	4,260	4,560	4,860
营业外收支	-29	-111	27	-30	-30	-30	负债股东权益合计	169,421	170,685	179,177	207,003	228,901	256,479
税前利润	6,702	6,958	8,946	10,149	11,339	12,304	比率分析						
利润率	4.0%	4.1%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-1,185	-1,394	-2,381	-2,030	-2,268	-2,461	每股指标						
所得税率	17.7%	20.0%	26.6%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	N/A	1.108	1.107	1.442	1.618	1.760
净利润	5,517	5,564	6,565	8,119	9,071	9,843	每股净资产	N/A	13.280	15.408	16.625	18.243	20.003
少数股东损益	389	156	564	300	300	300	每股经营现金净流	N/A	1.890	-0.066	2.462	1.922	2.282
归属于母公司的净利润	5,128	5,408	6,001	7,819	8,771	9,543	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.1%	3.2%	3.1%	3.6%	3.6%	3.6%	回报率						
							净资产收益率	8.66%	8.35%	7.18%	8.67%	8.87%	8.80%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.03%	3.17%	3.35%	3.78%	3.83%	3.72%
							投入资本收益率	3.83%	4.49%	5.71%	4.86%	4.91%	4.81%
净利润	5,517	5,564	6,565	8,119	9,071	9,843	增长率						
少数股东损益	389	156	564	300	300	300	主营业务收入增长率	10.82%	2.20%	14.16%	12.58%	11.49%	9.81%
非现金支出	954	223	1,827	2,208	2,401	2,913	EBIT增长率	103.07%	19.40%	45.85%	-9.64%	11.94%	10.47%
非经营收益	-227	-579	2,851	2,594	3,377	3,838	净利润增长率	2.53%	5.47%	10.96%	30.29%	12.18%	8.80%
营运资金变动	-6,164	4,012	-11,599	426	-4,427	-4,223	总资产增长率	24.16%	0.75%	4.98%	15.81%	10.69%	12.22%
经营活动现金净流	80	9,220	-356	13,348	10,422	12,371	资产管理能力						
资本开支	-4,132	-7,101	-7,071	-4,292	-8,800	-15,790	应收账款周转天数	10.9	12.1	12.5	11.5	11.5	11.5
投资	1,623	1,327	-5,129	-3,014	50	50	存货周转天数	86.5	86.4	79.8	85.0	85.0	85.0
其他	2,459	4,316	-817	500	500	500	应付账款周转天数	12.7	14.3	11.9	13.8	13.8	13.8
投资活动现金净流	-50	-1,458	-13,018	-6,805	-8,250	-15,240	固定资产周转天数	43.5	52.2	50.9	44.2	38.5	42.9
股权募资	159	106	13,799	-1,220	0	0	偿债能力						
债权募资	26,700	334	-10,019	17,591	10,381	15,418	净负债/股东权益	28.98%	18.35%	9.69%	3.80%	5.17%	11.21%
其他	-17,060	-14,130	8,703	-3,361	-3,894	-4,458	EBIT利息保障倍数	12.8	15.0	-14.6	5.7	6.0	5.7
筹资活动现金净流	9,798	-13,690	12,483	13,011	6,487	10,960	资产负债率	62.97%	59.88%	51.17%	54.40%	54.80%	55.82%
现金净流量	9,828	-5,928	-891	19,553	8,660	8,091							

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402