

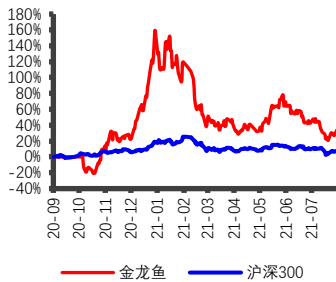
非经常性项目扰动，不改主业盈利向好

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-08-11

收盘价(元)	76.54
近12个月最高/最低(元)	144.51/44.41
总股本(百万股)	5,422
流通股本(百万股)	396
流通股比例(%)	7.30
总市值(亿元)	4,150
流通市值(亿元)	303

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：陆金鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

相关报告

- 1.金龙鱼(300999)点评报告：高位开局，全年可期。2021-04-30
- 2.金龙鱼(300999)深度报告：韧性成长，稳中求进。2021-03-28
- 3.金龙鱼(300999)深度报告：厨房食品业务优势突显，饲料业务景气上

主要观点：

● 事件描述：

公司公布21年中报，营收1,032亿元，同比+18.7%，归母净利29.70亿元，同比-1.2%。扣非归母净利39.12亿元，同比36.6%。

● **上半年营收增速较快，二季度增速有所下滑。**1Q21、2Q21营收分别为510.8亿、521.5亿，同比+28.0%、10.8%。二季度增速下降，一方面由于去年同期疫情基本受控，餐饮渠道产品销量反弹；一方面二季度为粮油传统淡季，今年大众品消费低迷致使淡季更淡。分部来看，1H21厨房食品、饲料原料油脂科技营收分别同比+22.2%、+12.4%，厨房食品增速更快，营收占比达到64.4%。

● **毛利率11.94%，同比提升0.80pct，主因饲料原料业务推动。**1Q21、2Q21毛利率分别为13.27%、10.63%，二季度环比下滑但仍好于2Q20的9.89%。1H21厨房食品、饲料原料油脂科技毛利率分别为11.84%、11.75%，分别同比-0.92pct、+3.81pct。厨房食品毛利率下降，因为产品售价上调未能抵消原材料成本大幅上涨的影响，且毛利较低的餐饮产品占比提升。饲料原料油脂科技毛利率上升，主要受益下游养殖和油脂化学景气较高。

● **三项费用率5.84%，同比基本持平，销售费用、管理费用增幅均低于营收增幅，但财务费用大幅增加，因净利息减少。**其中2Q21销售费用率、管理费用率3.81%、1.48%，同比持平、+0.1pct，环比-0.91pct、-0.15pct，费用控制在相对较低水平。

● **营业利润率4.46%，同比基本持平，而归母净利率2.88%，同比下降0.58pct，主因所得税大幅增加。**公司境外纳税主体所得税率17%，境内大部分为25%。随着公司国内业务利润占比提升，而套期保值损失主要发生在境外，实际税率呈上升态势，1H21达到28.3%，同比+11pct。

● **商品衍生金融工具是公司盈利的重要不确定因素。**公司测算商品期货合约结算价变化1%将产生3,000万元损益，虽然相比2020年底的8,000万元损益幅度收窄，但仍将对各报告期利润产生扰动。其中，1H21公允价值变动收益8.16亿元，投资收益-18.77亿元，分别占利润总额的-40.6%、17.6%。

● **公司积极介入调味品领域，中央厨房业务蓄势待发。**上半年公司除继续推广九庄酱油，还推出海皇牌的醋、蚝油、料酒等产品，并购广味源，丰富调味产品线。另公司在陕西、周口、深圳、贵阳、青岛、北京等地新设“丰厨”公司，中央厨房业务布点加速，打造以粮油调味为核心的中餐工业化餐饮供应链平台。

● **投资建议：维持“增持”评级。**预计2021-2023年公司营收2,177、2,410、2,711亿元，同比增长12%/11%/12%，归母净利润为77.5、91.8、110.9亿元，同比增长29%/18%/21%，EPS分别为1.43、1.69、2.05，对应PE分别为53.53、45.23、37.40，维持“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨风险，套期保值风险，食品安全风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

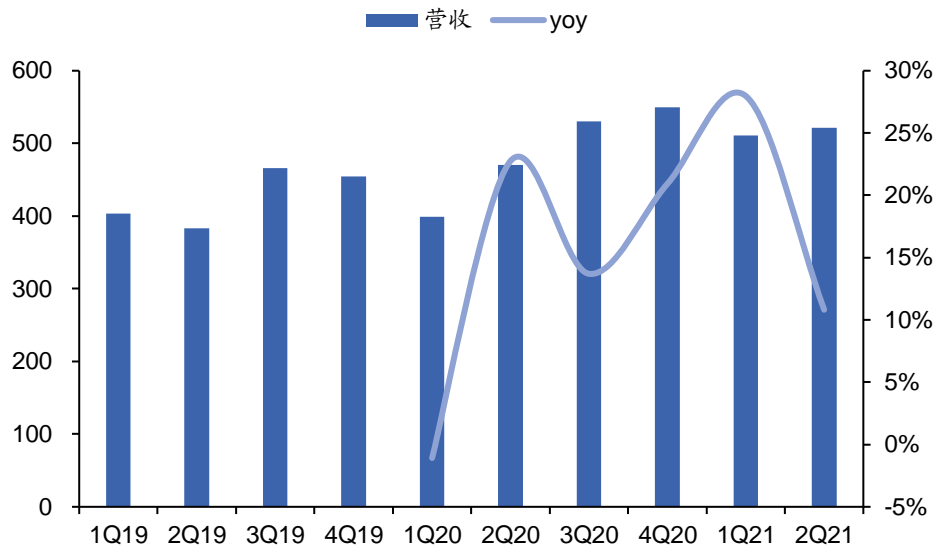
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	194922	217682	241047	271102
收入同比 (%)	14.2%	11.7%	10.7%	12.5%
归属母公司净利润	6001	7751	9175	11094
净利润同比 (%)	11.0%	29.2%	18.4%	20.9%
毛利率 (%)	12.3%	12.2%	12.6%	12.8%
ROE (%)	7.2%	8.4%	8.8%	9.4%
每股收益 (元)	1.21	1.43	1.69	2.05
P/E	97.86	53.53	45.23	37.40
P/B	7.03	4.48	4.00	3.53
EV/EBITDA	40.74	27.23	23.74	20.44

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

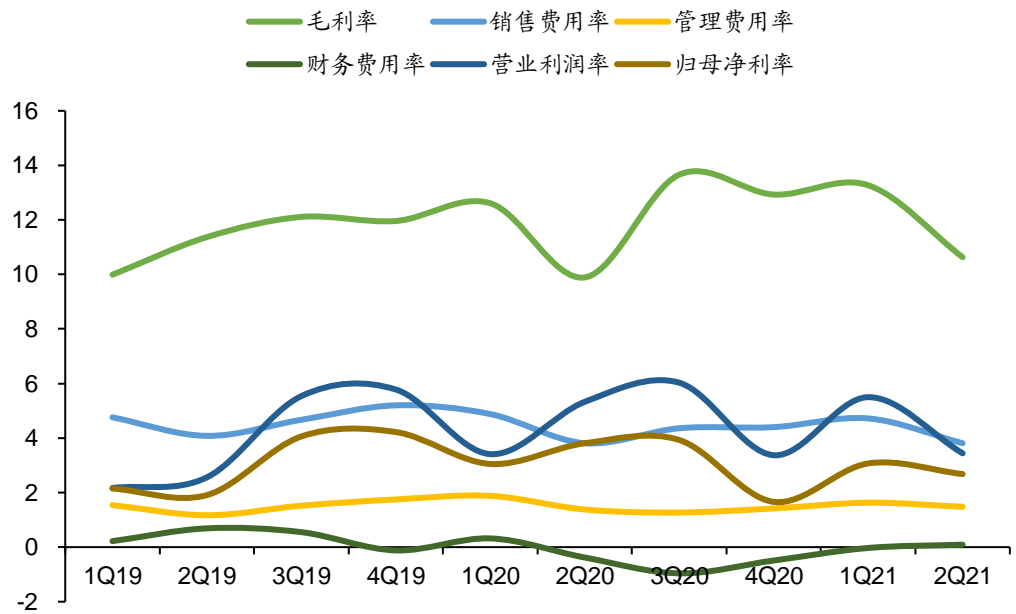
图表 1 公司单季营收波动上升 (亿元)	4
图表 2 公司单季盈利水平各项指标变化 (%)	4
图表 3 公司实际税率明显上升 (%)	5
图表 4 投资收益+公允价值变动收益占利润总额比例上升	5
图表 5 厨房食品营收占比保持稳定 (亿元)	5
图表 6 饲料原料与油脂科技毛利率上升	5
图表 7 公司产品单价提升 (元/吨)	6
图表 8 原料采购单价大幅上涨	6
图表 9 国内豆粕期货价格处于高位 (元/吨)	6
图表 10 大豆国际期货价格处于高位 (美分/60 磅)	6
图表 11 豆油批发价稳中有升 (元/公斤)	7
图表 12 调和油零售价持续上涨 (元/升)	7

图表 1 公司单季营收波动上升 (亿元)



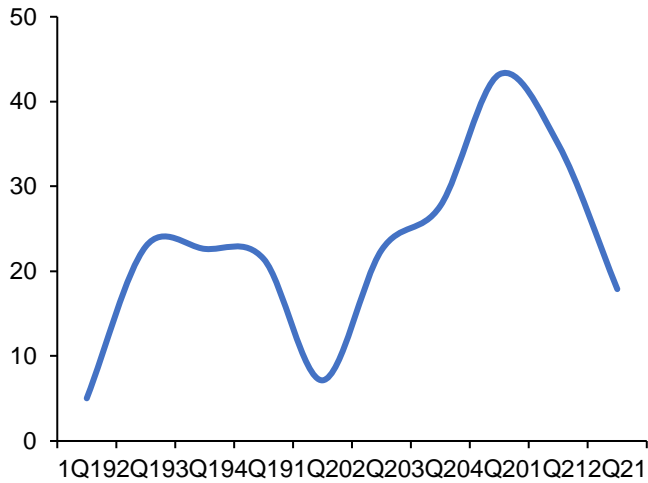
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 2 公司单季盈利水平各项指标变化 (%)



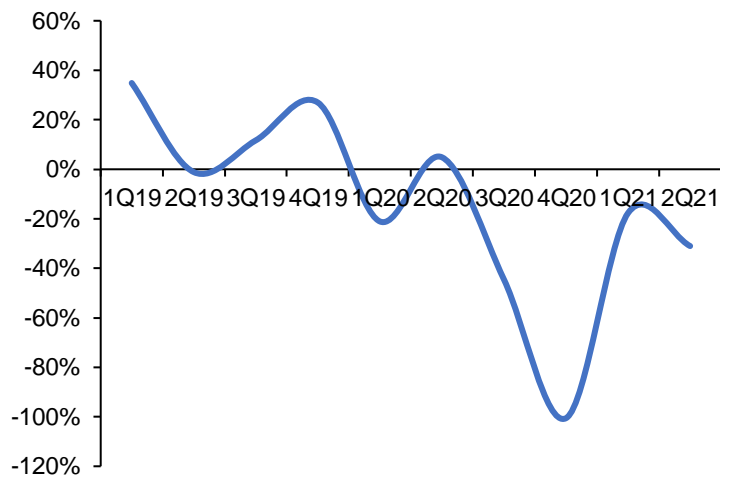
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 3 公司实际税率高位回落 (%)



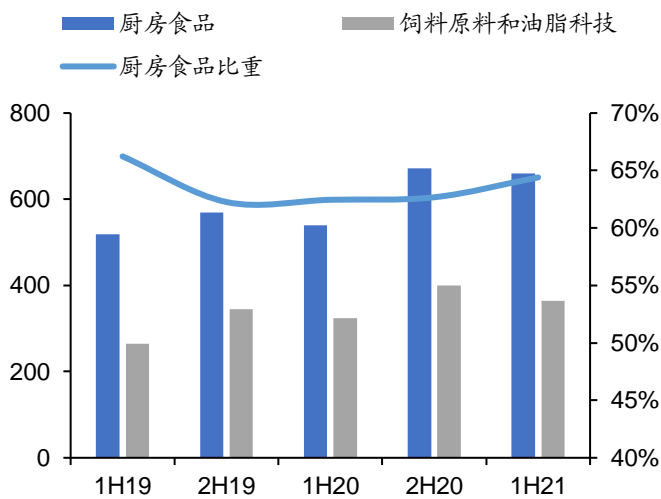
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 投资收益+公允价值变动收益占利润总额比例



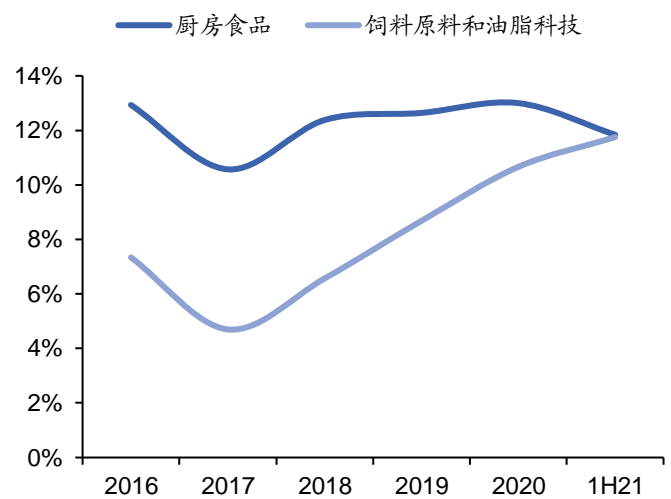
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 厨房食品营收占比保持稳定 (亿元)



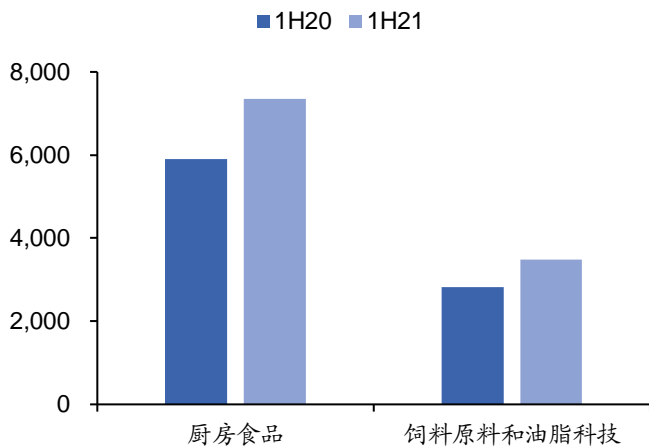
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 饲料原料与油脂科技毛利率上升



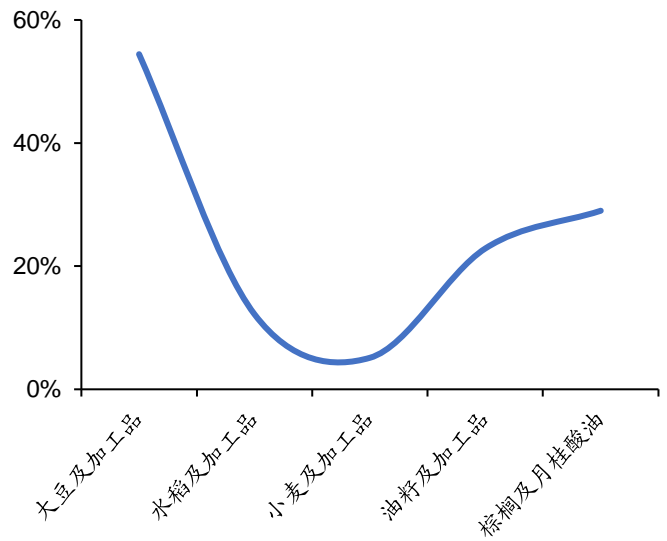
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 公司产品单价提升 (元/吨)



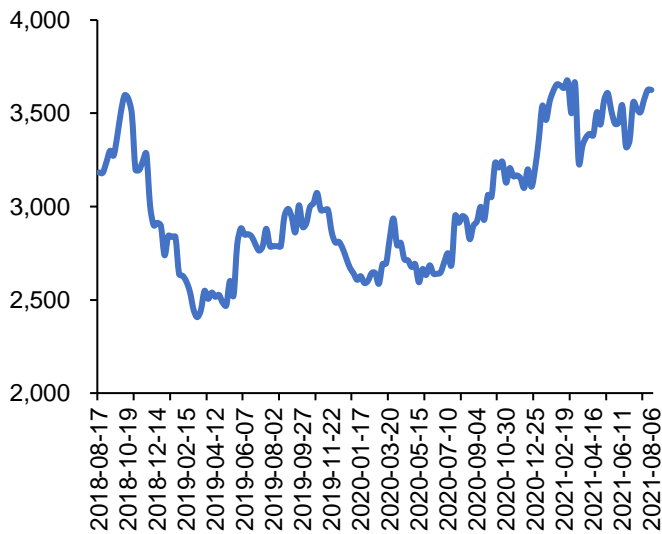
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 8 原料采购单价大幅上涨



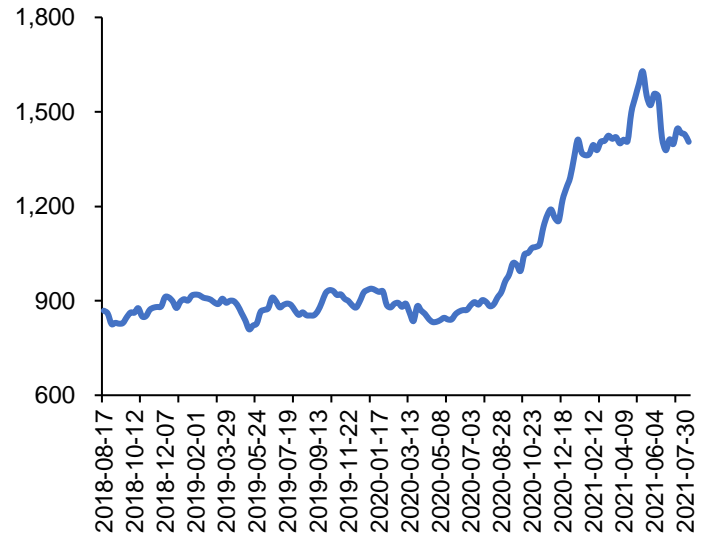
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 9 国内豆粕期货价格处于高位 (元/吨)



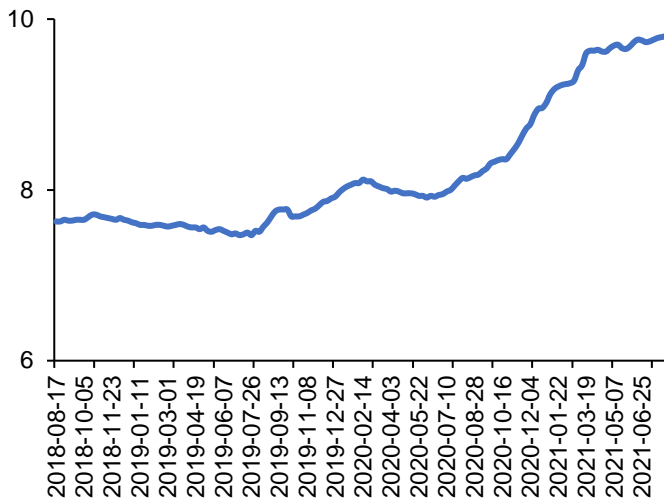
资料来源: 商务部, 华安证券研究所

图表 10 大豆国际期货价格处于高位 (美分/60磅)



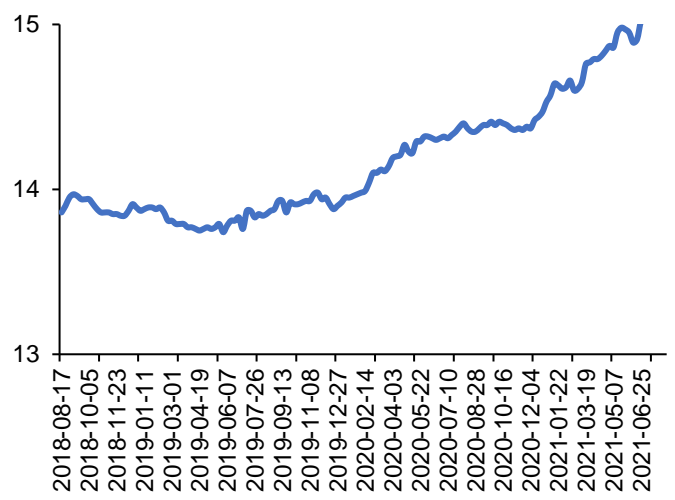
资料来源: 商务部, 华安证券研究所

图表 11 豆油批发价稳中有升 (元/公斤)



资料来源：商务部，华安证券研究所

图表 12 调和油零售价持续上涨 (元/升)



资料来源：商务部，华安证券研究所整理

风险提示:

原材料价格大幅上涨风险，套期保值风险，食品安全风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	119906	123984	131175	138994	营业收入	194922	217682	241047	271102
现金	55334	52775	53540	53702	营业成本	170888	191140	210763	236465
应收账款	7133	7992	8717	9656	营业税金及附加	456	501	554	624
其他应收款	4194	4473	5283	5199	销售费用	8472	9578	10799	12254
预付账款	5091	5352	5691	6148	管理费用	2853	3265	3568	3931
存货	40182	45297	49370	54743	财务费用	-829	1276	1182	1060
其他流动资产	7971	8095	8573	9546	资产减值损失	-740	-709	-765	-805
非流动资产	59272	64945	71639	79988	公允价值变动收益	1259	-270	-126	-145
长期投资	2706	3049	3158	3368	投资净收益	-2290	-218	-241	-678
固定资产	27178	29423	33892	39858	营业利润	8919	11331	13133	15242
无形资产	12620	13017	13224	13430	营业外收入	268	84	58	157
其他非流动资产	16768	19457	21365	23333	营业外支出	241	120	177	233
资产总计	179177	188929	202813	218982	利润总额	8946	11295	13014	15166
流动负债	85695	86134	87327	89336	所得税	2381	2824	3253	3488
短期借款	62383	57855	54829	52750	净利润	6565	8472	9760	11678
应付账款	5748	6546	8200	9199	少数股东损益	564	720	586	584
其他流动负债	17564	21733	24298	27386	归属母公司净利润	6001	7751	9175	11094
非流动负债	5989	5550	6422	6181	EBITDA	14710	15589	17746	20480
长期借款	4737	4197	4817	4461	EPS (元)	1.21	1.43	1.69	2.05
其他非流动负债	1252	1353	1605	1720					
负债合计	91684	91684	93749	95516					
少数股东权益	3960	4680	5266	5849					
股本	5422	5422	5422	5422					
资本公积	36895	36895	36895	36895					
留存收益	41217	50248	61482	75300					
归属母公司股东权益	83534	92565	103799	117616					
负债和股东权益	179177	188929	202813	218982					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1199	12547	13137	14759	成长能力				
净利润	6001	7751	9175	11094	营业收入	14.2%	11.7%	10.7%	12.5%
折旧摊销	2641	2608	2864	3193	营业利润	26.2%	27.1%	15.9%	16.1%
财务费用	-678	2659	2502	2398	归属于母公司净利	11.0%	29.2%	18.4%	20.9%
投资损失	2290	218	241	678	获利能力				
营运资金变动	-11599	-1904	-3096	-4038	毛利率 (%)	12.3%	12.2%	12.6%	12.8%
其他经营现金流	20143	10870	13723	16566	净利率 (%)	3.1%	3.6%	3.8%	4.1%
投资活动现金流	-13018	-6811	-7462	-9919	ROE (%)	7.2%	8.4%	8.8%	9.4%
资本支出	-7071	-6081	-7399	-8828	ROIC (%)	5.7%	6.1%	6.6%	7.4%
长期投资	-5129	-670	110	-441	偿债能力				
其他投资现金流	-817	-60	-174	-650	资产负债率 (%)	51.2%	48.5%	46.2%	43.6%
筹资活动现金流	12559	-8296	-4910	-4678	净负债比率 (%)	104.8%	94.3%	86.0%	77.4%
短期借款	-11059	-4528	-3026	-2079	流动比率	1.40	1.44	1.50	1.56
长期借款	2343	-540	620	-356	速动比率	0.87	0.85	0.87	0.87
普通股增加	542	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	12209	0	0	0	总资产周转率	1.09	1.15	1.19	1.24
其他筹资现金流	8523	-3228	-2504	-2243	应收账款周转率	27.32	27.24	27.65	28.08
现金净增加额	664	-2559	765	162	应付账款周转率	29.73	29.20	25.70	25.70

每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.43	1.69	2.05
每股经营现金流	0.22	2.31	2.42	2.72
每股净资产	15.41	17.07	19.15	21.69

估值比率				
P/E	97.86	53.53	45.23	37.40
P/B	7.03	4.48	4.00	3.53
EV/EBITDA	40.74	27.23	23.74	20.44

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

联系人：陆金鑫，北京大学生物学学士，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。