

# 金龙鱼 (300999)

公司研究/点评报告

## 主业营收稳健增长，成本上行及套保亏损拖累利润

——金龙鱼 (300999) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 8 月 12 日

### 一、事件概述

8 月 11 日，金龙鱼发布 2021 年半年报，报告期内实现营业收入 1032.30 亿元，同比 +18.69%；实现归母净利润 29.70 亿元，同比 -1.24%；基本 EPS 为 0.55 元。

### 二、分析与判断

#### ➢ 主业收入稳步增长，成本上行及套保亏损拖累利润表现

2021H1 公司实现营收/归母净利润 1032.30/29.70 亿元，同比分别+18.69%/-1.24%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 521.48/14.00 亿元，同比分别+10.82%/-21.85%。收入端，公司主业收入稳步增长，厨房食品业务、饲料原料及油脂业务收入同比均实现双位数增长。利润端，公司归母净利润同比下滑，主要原因是 (1) 受原材料价格上涨影响，主业成本上行压力较为明显；(2) 衍生金融工具损益变动造成投资收益为 -18.77 亿元，对利润冲击明显；(3) 21H1 公司实际所得税率较高，主要由于不同子公司的税率差异，部分高税率公司盈利较好，部分低税率公司亏损；(4) 21H1 部分合资公司利润较好，归属于少数股东的损益有所增加。

分产品看，21H1 厨房食品/饲料原料及油脂科技业务分别实现营收 659.70/364.66 亿元，同比分别+22.19%/+12.35%；毛利率分别为 11.84%/11.75%，同比-0.92/+3.81ppt。厨房食品业务受到原材料成本大幅上涨影响较大，虽然公司上调部分产品价格，且持续推广高端产品，但仍无法覆盖原材料上涨幅度；从销售结构看，今年疫情好转后，餐饮市场快速恢复，占比提升拉低整体毛利率。饲料原料及油脂科技业务受下游需求复苏影响，利润同比大幅增长，但公司大豆采购量和压榨量同比下降。

销量及单价方面，21H1 厨房食品/饲料原料及油脂科技业务分别销售产品 802.80/812.00 万吨，同比分别+10.81%/-15.52%；销售均价分别为 8217/4491 元/吨，同比分别+10.28%/+32.99%。厨房食品销量同比稳健增长，均价有所提升但仍无法完全覆盖成本上行压力。饲料原料及油脂科技受大豆价格上行影响，销量有所下滑。

成本方面，21H1 大豆/水稻/小麦/油籽/棕榈及月桂酸油采购平均单价同比分别+54.44%/+12.19%/+5.12%/+22.88%/+29.01%。原材料成本上行压力仍然明显。

渠道端，21H1 公司在东部/南部/西部/北部/中部市场分别拥有经销商 1856/480/1117/1069/767 家，同比+29.70%/+28.34%/+4.78%/+23.73%/+14.99%。渠道稳步扩张。

#### ➢ 毛利率承压不明显，主要是套保成本计入投资损益

2021H1 公司销售毛利率为 11.94%，同比+0.80ppt (Q2 为 10.63%，同比+0.74ppt)。原因是 (1) 饲料原料业务受需求恢复影响，毛利率上行；(2) 部分衍生工具损益应计入成本和汇兑损益，但计入投资收益，导致成本上行对毛利率影响未完全反映。2021H1 公司期间费用率为 5.93%，同比-0.01ppt (Q2 为 5.47%，同比+0.57ppt)。其中销售费用率 4.26%，同比-0.05ppt (Q2 为 3.81%，同比-0.01ppt)。管理费用率 1.55%，同比-0.06ppt (Q2 为 1.48%，同比+0.09ppt)。研发费用率 0.10%，同比持平 (Q2 为 0.10%，同比+0.02ppt)。财务费用率 0.03%，同比+0.09ppt (Q2 为 0.09%，同比+0.47ppt)，原因是净利息收益的下降。

推荐

维持评级

当前价格：

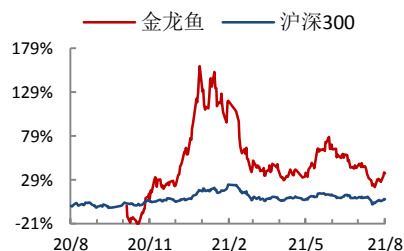
76.54 元

交易数据

2021-8-11

近 12 个月最高/最低	128.43/55.92
总股本 (百万股)	5421.59
流通股本 (百万股)	395.66
流通股比例 (%)	7%
总市值 (亿元)	4149.69
流通市值 (亿元)	302.84

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 金龙鱼 (300999) 2021 年一季报：21Q1B 端需求显著回暖，主业实现稳健增长
2. 金龙鱼 (300999) 2020 年报点评：主业保持稳健增长，行业头部地位稳固

### ► 加强品牌建设，推广高端产品

公司作为北京 2022 年冬奥会官方赞助商及 2020 年东京、2022 年北京、2024 年巴黎连续三届中国奥运代表团官方赞助商，不断通过媒介传播、公关活动、渠道营销等措施激活和提升品牌影响力。公司持续加大高端产品的推广力度。公司通过线上线下平台联动，强化场景营销和体验营销，积极培育市场。食用油方面，公司高端产品“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了较好的市场表现，同时公司推出小众化的精品油种满足部分人群需求。大米方面，公司高端品牌“乳玉皇妃”、“稻谷鲜生”系列产品持续热销。同时，公司陆续推出“金龙鱼”月牙香米、“金龙鱼”巴蜀香米、“金龙鱼”玉润钱塘珍珠香米等地方特色产品。面粉方面，公司针对不同应用场景精准营销，高端产品“金龙鱼”河套平原雪花粉、“金龙鱼”澳大利亚麦芯小麦粉等产品受到消费者欢迎，销量实现稳步增长。

### 三、盈利预测与投资建议

根据公司 21H1 的经营情况，我们调低盈利预测。预计 21-23 年公司实现营业收入 2176/2481/2792 亿元，同比+11.7%/+14.0%/+12.6%；实现归属上市公司净利润 72.85/85.38/98.44 亿元，同比+21.4%/+17.2%/+15.3%，对应 EPS 为 1.34/1.57/1.82 元，对应 PE 分别为 57/49/42 倍。公司 2021 年估值水平高于中信调味品板块 46 倍的估值水平（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司行业头部地位稳固，稳健成长的确定性高，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

行业竞争加剧，成本上升超预期，食品安全问题等

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	194,922	217,647	248,096	279,232
增长率（%）	14.2%	11.7%	14.0%	12.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	6,001	7,285	8,538	9,844
增长率（%）	11.0%	21.4%	17.2%	15.3%
每股收益（元）	1.21	1.34	1.57	1.82
PE（现价）	63.3	57.0	48.6	42.2
PB	5.0	4.6	4.3	3.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	194,922	217,647	248,096	279,232
营业成本	170,888	190,398	216,389	243,071
营业税金及附加	456	515	584	659
销售费用	8,472	10,067	14,506	12,799
管理费用	2,853	4,353	4,962	6,143
研发费用	183	204	233	262
EBIT	12,070	12,110	11,422	16,298
财务费用	(829)	(553)	(532)	(534)
资产减值损失	(740)	1,396	(895)	1,881
投资收益	(2,290)	(1,221)	(550)	(1,020)
营业利润	8,919	10,305	12,584	14,203
营业外收支	27	(42)	(7)	(24)
利润总额	8,946	10,263	12,577	14,178
所得税	2,381	2,394	3,141	3,424
净利润	6,565	7,869	9,436	10,754
归属于母公司净利润	6,001	7,285	8,538	9,844
EBITDA	14,636	14,804	14,120	19,047
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	55334	66491	66801	73352
应收账款及票据	7133	7927	9058	10182
预付款项	5091	4432	5742	6054
存货	40182	47929	50559	61927
其他流动资产	3544	3544	3544	3544
流动资产合计	118847	133595	143972	157939
长期股权投资	2706	1485	935	(85)
固定资产	27178	27578	27928	28278
无形资产	12620	12960	13072	13296
非流动资产合计	58997	58775	58022	56876
资产合计	177844	192370	201994	214815
短期借款	62383	62383	62383	62383
应付账款及票据	6824	10090	10054	12088
其他流动负债	2803	2803	2803	2803
流动负债合计	85695	92274	93316	96279
长期借款	4737	4737	4737	4737
其他长期负债	1068	1068	1068	1068
非流动负债合计	5805	5805	5805	5805
负债合计	91500	98079	99121	102085
股本	5422	5422	5422	5422
少数股东权益	3960	4544	5442	6352
股东权益合计	86344	94291	102873	112731
负债和股东权益合计	177844	192370	201994	214815

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	14.2%	11.7%	14.0%	12.6%
EBIT 增长率	45.9%	0.3%	-5.7%	42.7%
净利润增长率	11.0%	21.4%	17.2%	15.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	12.3%	12.5%	12.8%	13.0%
净利率	3.1%	3.3%	3.4%	3.5%
总资产收益率 ROA	3.4%	3.8%	4.2%	4.6%
净资产收益率 ROE	7.3%	8.1%	8.8%	9.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
现金比率	0.7	0.7	0.7	0.8
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	12.3	12.1	12.2	12.2
存货周转天数	78.7	82.0	80.3	81.2
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.2	1.3	1.6	1.8
每股净资产	15.2	16.6	18.0	19.6
每股经营现金流	0.2	2.3	0.7	1.9
每股股利	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>估值分析</b>				
PE	63.3	57.0	48.6	42.2
PB	5.0	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	28.8	27.9	29.1	21.3
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	6,565	7,869	9,436	10,754
折旧和摊销	3,305	4,090	1,803	4,630
营运资金变动	(11,599)	(1,013)	(8,130)	(6,334)
经营活动现金流	1,123	12,209	3,666	10,095
资本开支	7,071	2,843	2,502	2,647
投资	(5,129)	0	0	0
投资活动现金流	(13,018)	(2,843)	(2,502)	(2,647)
股权募资	13,799	0	0	0
债务募资	(10,019)	2,605	0	0
筹资活动现金流	12,559	1,792	(854)	(897)
现金净流量	664	11,157	310	6,551

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。