

公司研究

厨房食品量价齐升，套期保值造成业绩波动

——金龙鱼（300999.SZ）2021年中期业绩点评

要点

事件：2021年8月11日，金龙鱼发布2021年半年报。报告期内，公司实现营业收入/归母净利润1032.30/29.70亿元，同比+18.69%/-1.24%，二季度实现营业收入/归母净利润521.48/14.00亿元，同比+10.82%/-21.85%。

厨房食品量价齐升，饲料原料业务平稳增长：1) **分产品看：**2021年上半年厨房食品/饲料原料及油脂科技/其他产品实现营收660/365/8亿元，分别同比+22.19%/+12.35%/50.50%。其中，从销量来看，厨房食品/饲料原料及油脂科技产品分别同比+6.00%/-9.87%；从吨价来看，上述产品分别同比+15.28%/+24.66%。2021年上半年公司收入增长主要靠价格拉动，公司为应对原材料成本的大幅上涨，上调了部分产品售价，并持续推广高端产品。2) **分渠道看：**2021年上半年厨房食品经销和直销收入分别为320/340亿元，分别同比+10.17%/+36.20%。截至6月底，公司共有经销商5289家，较去年底净增加192家。

毛利率小幅改善，投资收益损失拖累净利润：1) 2021年上半年/21Q2公司毛利率分别为11.94%/10.63%，分别同比+0.80/+0.74pct，主要受市场行情上涨影响，2021年上半年饲料原料及优质科技板块利润率提升3.81pcts，带动整体毛利率上涨。此外，上半年厨房食品毛利率下滑0.92pct，一方面系随着疫情好转，低毛利率的餐饮渠道产品占比提升；另一方面系原材料上涨幅度过大，尽管公司上调部分产品售价，依然未能完全抵消原材料上涨影响。2) 2021年上半年/21Q2公司销售费用率分别为4.26%/3.81%，分别同比-0.05/-0.01pct，主要系销售服务费下降。3) 2021年上半年/21Q2管理费用率分别为1.55%/1.48%，同比-0.06/+0.09pct。4) 2021年上半年投资收益为-18.77亿元，去年同期为4.08亿元，拖累净利润表现。4) 综合来看，2021年上半年/21Q2公司销售净利率达到3.22%/2.87%，同比-0.43/-1.23pcts。

积极拓展新渠道，品类扩张有序推进：1) 精耕现有渠道，开发空白市场。公司对较为发达的城市的经销商做进一步细分；对于空白市场，如餐饮渠道，公司也在积极开发经销商填补空白。2) 公司积极推广调味品业务，其中“丸庄”酱油定位高端，以黑豆为原材料打造差异化产品，销售遍布全国；“梁汾”山西陈醋定位中高端，在固态发酵醋中具备成本优势，侧重在北部区域销售；公司也在开拓中央厨房业务，有望发挥规模和业务协同优势，提供新的业务增长点。

盈利预测、估值与评级：考虑公司投资收益不确定性较高，我们下调2021-2023年净利预测分别为69.60/88.78/99.03亿元（较前值-15.8%/-5.1%/-7.5%）。当前股价对应2021/22/23年PE为60x/47x/42x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，食品安全风险，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	218,604	241,791	262,754
营业收入增长率	2.20%	14.16%	12.15%	10.61%	8.67%
净利润(百万元)	5,408	6,001	6,960	8,878	9,903
净利润增长率	5.47%	10.96%	15.99%	27.55%	11.55%
EPS(元)	1.11	1.21	1.28	1.64	1.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.35%	7.18%	7.74%	9.13%	9.41%
P/E	69	63	60	47	42
P/B	5.8	5.0	4.6	4.3	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-11(注：2019-2023E股本数分别为49/54/54/54/54亿股)

增持（维持）

当前价：76.54元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

021-52523877

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

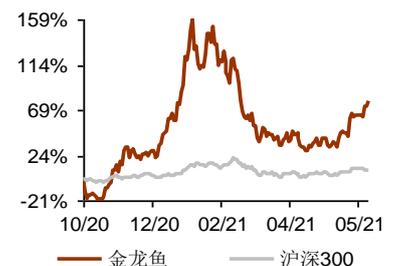
021-52523658

lijq@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	54.22
总市值(亿元)	4149.69
一年最低/最高(元)	39.51/145.62
近3月换手率	26.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.03	1.03	28.77
绝对	-7.31	0.45	36.87

资料来源：Wind

相关研报

收入增长符合预期，业绩稳步向好——金龙鱼（300999.SZ）2021Q1业绩点评（2021-05-01）
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（2021-03-25）

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	218,604	241,791	262,754
营业成本	151,276	170,888	191,712	211,850	229,981
折旧和摊销	2,251	2,482	3,470	3,889	4,309
税金及附加	410	456	511	565	614
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	201	217	233
财务费用	554	-829	904	579	409
投资收益	1,013	-2,290	-2,000	-1,200	-1,200
营业利润	7,069	8,919	9,378	11,903	13,185
利润总额	6,958	8,946	9,450	11,848	13,129
所得税	1,394	2,381	1,890	2,370	2,626
净利润	5,564	6,565	7,560	9,478	10,503
少数股东损益	156	564	600	600	600
归属母公司净利润	5,408	6,001	6,960	8,878	9,903
EPS(元)	1.11	1.21	1.28	1.64	1.83

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,528	1,199	25,247	17,168	19,765
净利润	5,408	6,001	6,960	8,878	9,903
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	-1,166	6,193	4,205
其他	12,443	-24,964	15,982	-1,792	1,347
投资活动产生现金流	-1,458	-13,018	-11,147	-10,399	-10,399
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	-3,497	-2,749	-2,749
融资活动现金流	-13,706	12,559	-3,853	187	-3,077
股本变化	9	542	0	0	0
债务净变化	-7,559	-11,543	-2,347	2,278	-772
无息负债变化	3,087	1,016	6,019	2,144	1,833
净现金流	-1,620	664	10,247	6,956	6,289

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.4%	12.3%	12.3%	12.4%	12.5%
EBITDA 率	7.6%	8.1%	7.9%	7.8%	7.8%
EBIT 率	6.2%	6.7%	6.3%	6.2%	6.2%
税前净利润率	4.1%	4.6%	4.3%	4.9%	5.0%
归母净利润率	3.2%	3.1%	3.2%	3.7%	3.8%
ROA	3.3%	3.7%	4.0%	4.7%	5.0%
ROE (摊薄)	8.3%	7.2%	7.7%	9.1%	9.4%
经营性 ROIC	6.6%	6.4%	7.1%	7.3%	7.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	60%	51%	50%	49%	48%
流动比率	1.18	1.40	1.42	1.44	1.49
速动比率	0.83	0.93	0.95	0.97	1.01
归母权益/有息债务	0.82	1.24	1.39	1.45	1.59
有形资产/有息债务	1.93	2.38	2.63	2.73	2.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	170,685	179,177	189,808	202,196	211,865
货币资金	64,612	55,334	65,581	72,537	78,826
交易性金融资产	483	2,493	450	720	990
应收帐款	6,188	7,133	7,613	7,217	7,843
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,415	4,194	2,166	2,387	1,823
存货	34,551	40,182	41,877	44,188	45,596
其他流动资产	5,169	4,604	3,419	2,260	1,212
流动资产合计	116,019	119,906	126,441	135,048	141,356
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	30,609	33,643	36,274
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	63,367	67,148	70,509
总负债	102,210	91,684	95,356	99,778	100,839
短期借款	73,442	62,383	57,200	59,477	58,706
应付账款	5,392	5,748	6,710	7,415	8,049
应付票据	4,601	1,076	4,793	5,296	5,750
预收账款	0	0	4,372	4,836	5,255
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	89,324	93,746	94,807
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	94,452	102,418	111,026
股本	4,879	5,422	5,422	5,422	5,422
公积金	25,196	38,115	38,811	39,606	39,606
未分配利润	34,106	39,397	45,060	51,631	59,638
归属母公司权益	64,799	83,534	89,892	97,258	105,266
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	4.70%	4.35%	4.39%	4.47%	4.50%
管理费用率	1.51%	1.46%	1.50%	1.57%	1.66%
财务费用率	0.32%	-0.43%	0.41%	0.24%	0.16%
研发费用率	0.11%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
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	0.28	0.35	0.39
每股经营现金流	2.77	0.22	4.66	3.17	3.65
每股净资产	13.28	15.41	16.58	17.94	19.42
每股销售收入	34.99	35.95	40.32	44.60	48.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	69	63	60	47	42
PB	5.8	5.0	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	34.4	31.2	28.3	25.9	23.7
股息率	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%

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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE