

金龙鱼 (300999.SZ)

营收增长稳健，原料上涨压力仍存

事件：公司8月11日晚发布2021年中报。公司2021年上半年实现收入1032.3亿元，同比+18.7%；归母净利润29.7亿元，同比-1.2%。单Q2公司实现收入521.5亿元，同比+10.8%；归母净利润14.0亿元，同比-21.9%。

厨房食品稳中承压，渠道下沉拓展顺利。公司2021年上半年厨房食品实现营收660亿元，同比+22.2%；其中销量同比+6%，吨价同比+15.3%。由于原材料成本大幅上涨，公司上调部分产品售价，且持续推广高端产品，但并未完全抵消原材料成本上涨影响，上半年实现利润总额24.4亿元，同比-11.1%。随着国内疫情逐步好转，餐饮端消费恢复较快、家庭端消费面临高基数增速放缓，因而公司上半年直销占比提升，厨房食品毛利率下滑0.92pct。上半年共增加887个经销商，其中东部地区增加425个，公司持续推动渠道下沉，并且为开拓米面、调味品新业务增加专业经销商。

饲料原料及油脂科技利润提升明显。公司2021年上半年饲料原料及油脂科技实现营收364.7亿元，同比+12.4%；其中销量同比-9.9%，吨价同比+24.7%。上半年饲料生产和养殖企业需求增长恢复，但短期猪肉价格下滑、大豆市场行情上涨，饲料企业以小麦玉米替代豆粕。公司考虑上半年压榨利润率下滑，公司降低采购量，油脂压榨实际产能同比下降36%。公司上半年饲料原料及油脂科技毛利率同比提升3.8pct，实现利润总额19.5亿元，同比+86.7%。

公司控制成本能力强，上半年利润整体持平。公司通过套期保值对大宗原材料成本波动进行平滑，可以看到上半年Q1-Q2投资净收益亏损逐步收窄，未平仓套保衍生品公允价值变动损益转正。若加回投资净收益、公允价值变动损益，上半年整体调整后毛利率较去年仅下滑0.1pct，利润总额同比增加超过20%。但由于2021上半年实际所得税率较高，且合资公司利润较好，所得税、少数股东权益增加，归母净利润同比下滑1%。

新业务布局加快，丰富中央厨房产品线。上半年公司在厨房产品端新上市了稻谷鲜生系列大米、高筋系列挂面、海皇品牌醋和耗油等，同时新增8家“丰厨”子公司推进中央厨房项目布局，有望发挥公司业务协同优势，成为公司业绩的新增长点。

盈利预测：考虑当前大宗原料仍处于高位震荡区间，我们略下调盈利预测。预计2021/22/23年收入分别为2251.5/2579.7/2912.5亿元，归母净利润分别为69.7/85.4/103.2亿元，同比+16.1%/22.5%/20.9%，对应PE为56.8/46.4/38.4倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料成本波动；新品推广不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	170,743	194,922	225,146	257,974	291,252
增长率 yoy (%)	2.2	14.2	15.5	14.6	12.9
归母净利润(百万元)	5,408	6,001	6,970	8,540	10,322
增长率 yoy (%)	5.5	11.0	16.1	22.5	20.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.00	1.11	1.29	1.58	1.90
净资产收益率(%)	8.1	7.5	7.9	8.6	9.5
P/E(倍)	73.2	66.0	56.8	46.4	38.4
P/B(倍)	6.1	4.7	4.4	4.0	3.6

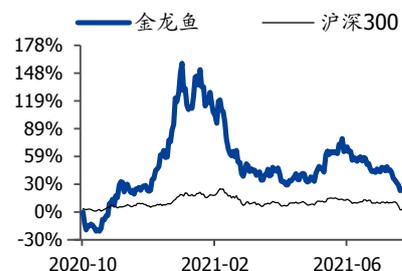
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月12日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	农产品加工
前次评级	增持
8月12日收盘价(元)	73.04
总市值(百万元)	395,993.05
总股本(百万股)	5,421.59
其中自由流通股(%)	7.30
30日日均成交量(百万股)	16.60

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 沈旻

执业证书编号: S0680520030004

邮箱: shenyang@gszq.com

相关研究

- 《金龙鱼(300999.SZ): Q1业务全面复苏, 盈利能力改善》2021-04-29
- 《金龙鱼(300999.SZ): 扩品类拓渠道, 主营业务稳步增长》2021-03-24
- 《金龙鱼(300999.SZ): 厨房食品量价齐升, 套保损失导致业绩波动》2021-02-23



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	116019	119906	130281	132531	142606	营业收入	170743	194922	225146	257974	291252
现金	64612	55334	50242	67538	60503	营业成本	151276	170888	199028	228531	258165
应收票据及应收账款	6188	7133	7392	7783	7546	营业税金及附加	410	456	549	617	696
其他应收款	1415	4194	1435	2865	1989	营业费用	8025	8472	10807	12383	13689
预付账款	2536	5091	4915	4640	4322	管理费用	2574	2853	3377	4128	4660
存货	34551	40182	59332	42237	61029	研发费用	184	183	225	258	291
其他流动资产	6717	7971	6966	7468	7217	财务费用	554	-829	-129	19	253
非流动资产	54666	59272	65260	71413	77914	资产减值损失	-2102	-740	-901	-1032	-1165
长期投资	2347	2706	3086	3393	3791	其他收益	234	345	280	250	250
固定资产	24439	27178	31225	35747	40627	公允价值变动收益	262	-1259	0	0	0
无形资产	12603	12620	12977	13109	13350	投资净收益	1013	-2290	-1850	-850	-850
其他非流动资产	15278	16768	17971	19164	20146	资产处置收益	-26	-36	-31	-33	-32
资产总计	170685	179177	195542	203944	220520	营业利润	7069	8919	10588	12437	14031
流动负债	98661	85695	95234	95316	101792	营业外收入	51	268	123	148	180
短期借款	73442	62383	70000	70000	75317	营业外支出	162	241	28	100	100
应付票据及应付账款	9993	6824	6445	7838	6914	利润总额	6958	8946	10683	12485	14111
其他流动负债	15226	16488	18789	17477	19561	所得税	1394	2381	3205	3496	3245
非流动负债	3549	5989	5336	4667	3902	净利润	5564	6565	7478	8989	10865
长期借款	2393	4737	4084	3415	2649	少数股东损益	156	564	509	449	543
其他非流动负债	1155	1252	1252	1252	1252	归属母公司净利润	5408	6001	6970	8540	10322
负债合计	102210	91684	100570	99983	105694	EBITDA	11954	13945	15844	18147	20374
少数股东权益	3676	3960	4468	4918	5461	EPS (元)	1.00	1.11	1.29	1.58	1.90
股本	4879	5422	5422	5422	5422						
资本公积	24686	36895	36895	36895	36895						
留存收益	34616	40617	48095	57084	67949						
归属母公司股东权益	64799	83534	90503	99043	109365						
负债和股东权益	170685	179177	195542	203944	220520						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13528	1199	-3691	28498	-608
净利润	5564	6565	7478	8989	10865
折旧摊销	2325	2566	2588	3063	3681
财务费用	554	-829	-129	19	253
投资损失	-1013	2290	1850	850	850
营运资金变动	4012	-11599	-15509	15544	-16289
其他经营现金流	2086	2205	31	33	32
投资活动现金流	-1458	-13018	-9452	-10601	-10812
资本支出	7174	7145	5608	5846	6102
长期投资	1480	-5187	-380	-306	-399
其他投资现金流	7196	-11060	-4224	-5061	-5109
筹资活动现金流	-13706	12559	8050	-600	-932
短期借款	-8239	-11059	7617	0	0
长期借款	-336	2343	-653	-669	-765
普通股增加	9	542	0	0	0
资本公积增加	1002	12209	0	0	0
其他筹资现金流	-6142	8523	1087	69	-167
现金净增加额	-1620	664	-5092	17296	-12352

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.2	14.2	15.5	14.6	12.9
营业利润(%)	5.0	26.2	18.7	17.5	12.8
归属于母公司净利润(%)	5.5	11.0	16.1	22.5	20.9
获利能力					
毛利率(%)	11.4	12.3	11.6	11.4	11.4
净利率(%)	3.2	3.1	3.1	3.3	3.5
ROE(%)	8.1	7.5	7.9	8.6	9.5
ROIC(%)	5.3	5.5	5.6	6.2	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	59.9	51.2	51.4	49.0	47.9
净负债比率(%)	21.9	14.6	27.1	7.6	17.0
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.6	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	30.1	29.3	31.0	34.0	38.0
应付账款周转率	15.0	20.3	30.0	32.0	35.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.11	1.29	1.58	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	0.22	-0.68	5.26	-0.11
每股净资产(最新摊薄)	11.95	15.41	16.69	18.27	20.17
估值比率					
P/E	73.2	66.0	56.8	46.4	38.4
P/B	6.1	4.7	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	34.6	29.4	26.8	22.4	20.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 12 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com