

金龙鱼 (300999.SZ)

成本上涨致业绩承压 多头并进创造全新成长空间

事件：公司发布 2021 年三季报。2021 年前三季度实现营业收入 1627.25 亿元，同比+16.24%；归母净利润 36.81 亿元，同比-27.68%；扣非归母净利润 41.57 亿元，同比-33.61%。21Q3 实现营业收入 594.95 亿元，同比+12.21%；归母净利润 7.11 亿元，同比-65.86%；扣非归母净利润 2.45 亿元，同比-92.80%。

营收增长稳定，厨房食品业务贡献主要增量。前三季度公司营收维持稳定增长，Q3 同比+12.21%，环比+14.1%亿元。在厨房食品业务上，公司充分依托食用油业务的品牌及渠道优势，持续拓展产品销售网络，增强对米、面及调味品产品的推广力度；此外公司积极进行产品结构升级，推出如“零反式脂肪”系列食用油、稻谷鲜生系列大米、功能性面条各类新品，充分顺应消费者健康饮食大趋势。我们估算得，Q3 厨房食品业务营收超 350 亿，贡献主要增量。2) 在饲料原料及油脂科技业务上，考虑到 Q3 公司大豆采购量和压榨量有所下降，推测该业务收入增速放缓。

成本压力增加，制约业绩表现。前三季度公司销售毛利率为 8.75%，同比-3.34pct。其中 Q3 单季度销售毛利率为 3.23%，同比-10.43pct，较 Q2 环比-7.4pct，公司利润同比降幅较大，主要系以下因素影响：1) 大豆等原材料成本大幅上涨，但公司部分产品是用于满足居民家庭消费的民生类产品，公司的提价政策未能完全缓解成本压力；2) 厨房食品销售结构发生变化，低毛利率的餐饮渠道产品销量占比提升；3) 去年同期高基数大豆压榨利润影响；费用方面，前三季度公司销售/管理费用率/财务费用分别为 3.04%/1.42%/0.09%，分别同比 1.28pct/-0.06pct/0.49pct；Q3 单季度依次为分别同比+3.42pct/-0.08pct/+1.16pct。

多头并进创造全新业绩增长动力。公司积极开拓中央厨房、酱油、醋、酵母等全新高增长、互补性业务，在不断扩充厨房食品品类的时候，有效降低生产、物流及营销成本，创造利润增量。其中公司“丰厨”中央厨房项目正在杭州、重庆、廊坊、西安等地筹建，杭州项目有望年底建成，预计生产营养餐、便当等预制菜产品，有望为公司业绩增长提供全新动力。

盈利预测：考虑当前上游原料价格仍处于高位震荡区间，下调此前盈利预测。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 48.9/77.0/92.3（此前为 69.7/85.4/103.2）亿元，同比-18.5%/+57.5%/+20.0%，对应 PE 为 68/43/36 倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动、行业竞争加剧、新业务拓展不及预期。

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	4,888	7,697	9,233
增长率 yoy (%)	5.5	11.0	-18.5	57.5	20.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.00	1.11	0.90	1.42	1.70
净资产收益率(%)	8.1	7.5	5.7	8.0	8.8
P/E(倍)	61.0	55.0	67.5	42.9	35.7
P/B(倍)	5.1	4.0	3.7	3.4	3.1

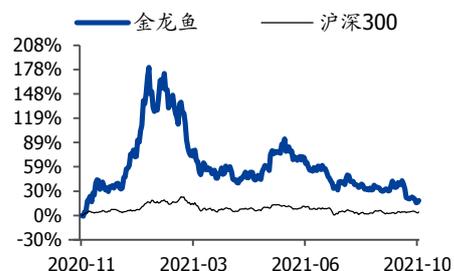
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	农产品加工
前次评级	增持
10月29日收盘价(元)	60.88
总市值(百万元)	330,066.49
总股本(百万股)	5,421.59
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	15.30

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

相关研究

- 《金龙鱼(300999.SZ)：营收增长稳健，原料上涨压力仍存》2021-08-12
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	116019	119906	129121	129012	144923
现金	64612	55334	46770	65824	60503
应收票据及应收账款	6188	7133	7392	7783	7546
其他应收款	1415	4194	1435	2865	1989
预付账款	2536	5091	4915	4640	4322
存货	34551	40182	61643	40432	63346
其他流动资产	6717	7971	6966	7468	7217
非流动资产	54666	59272	65260	71413	77914
长期投资	2347	2706	3086	3393	3791
固定资产	24439	27178	31225	35747	40627
无形资产	12603	12620	12977	13109	13350
其他非流动资产	15278	16768	17971	19164	20146
资产总计	170685	179177	194381	200425	222837
流动负债	98661	85695	96306	94917	108375
短期借款	73442	62383	70559	70000	81382
应付票据及应付账款	9993	6824	6753	7601	7224
其他流动负债	15226	16488	18994	17316	19769
非流动负债	3549	5989	5336	4667	3902
长期借款	2393	4737	4084	3415	2649
其他非流动负债	1155	1252	1252	1252	1252
负债合计	102210	91684	101642	99584	112277
少数股东权益	3676	3960	4317	4722	5208
股本	4879	5422	5422	5422	5422
资本公积	24686	36895	36895	36895	36895
留存收益	34616	40617	45862	53964	63683
归属母公司股东权益	64799	83534	88422	96119	105352
负债和股东权益	170685	179177	194381	200425	222837

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	-9152	30909	-4750
净利润	5564	6565	5245	8102	9719
折旧摊销	2325	2566	2588	3063	3681
财务费用	554	-829	-60	114	462
投资损失	-1013	2290	1850	850	850
营运资金变动	4012	-11599	-17306	18747	-19494
其他经营现金流	2086	2205	-1469	33	32
投资活动现金流	-1458	-13018	-7952	-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	-2724	-5061	-5109
筹资活动现金流	-13706	12559	7981	-695	-1141
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	1018	-26	-376
现金净增加额	-1620	664	-9123	19613	-16704

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	170743	194922	225146	257974	291252
营业成本	151276	170888	203649	229668	259445
营业税金及附加	410	456	549	617	696
营业费用	8025	8472	10807	12383	13689
管理费用	2574	2853	3377	4128	4660
研发费用	184	183	225	258	291
财务费用	554	-829	-60	114	462
资产减值损失	-2102	-740	-901	-1032	-1165
其他收益	234	345	280	250	250
公允价值变动收益	262	-1259	1500	0	0
投资净收益	1013	-2290	-1850	-850	-850
资产处置收益	-26	-36	-31	-33	-32
营业利润	7069	8919	7398	11205	12542
营业外收入	51	268	123	148	180
营业外支出	162	241	28	100	100
利润总额	6958	8946	7493	11253	12622
所得税	1394	2381	2248	3151	2903
净利润	5564	6565	5245	8102	9719
少数股东损益	156	564	357	405	486
归属母公司净利润	5408	6001	4888	7697	9233
EBITDA	11954	13945	12723	17009	19095
EPS (元)	1.00	1.11	0.90	1.42	1.70

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	-17.1	51.5	11.9
归属于母公司净利润(%)	5.5	11.0	-18.5	57.5	20.0
获利能力					
毛利率(%)	11.4	12.3	9.5	11.0	10.9
净利率(%)	3.2	3.1	2.2	3.0	3.2
ROE(%)	8.1	7.5	5.7	8.0	8.8
ROIC(%)	5.3	5.5	4.3	5.9	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	59.9	51.2	52.3	49.7	50.4
净负债比率(%)	21.9	14.6	32.1	9.5	23.2
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.4	1.3
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	0.90	1.42	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	0.22	-1.69	5.70	-0.88
每股净资产(最新摊薄)	11.95	15.41	16.31	17.73	19.43
估值比率					
P/E	61.0	55.0	67.5	42.9	35.7
P/B	5.1	4.0	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	29.1	24.7	28.5	20.1	18.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 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