

主业平稳增长，原材料价格上行压力较大

➤ **事件：**3 月 23 日，公司发布 2021 年年报，全年实现营收 2262.25 亿元，同比+16.06%；Q4 为 635.00 亿元，同比+15.61%。全年归母净利润 41.32 亿元，同比-31.15%；Q4 为 4.51 亿元，同比-50.55%。全年基本 EPS 为 0.76 元。

➤ **主业营收平稳增长，主要产品销售总量下跌，均价上升。**2021 年全年成本上行压力较大，公司主要产品销售均价同比提高，但仍然无法完全覆盖成本上行幅度。毛利率及归母净利润同比均明显下滑。具体看，21 年厨房食品/饲料原料实现营收 1420/825 亿元，同比+17.14%/+13.83%，21H2 实现营收 760/460 亿元，同比分别+13.08%/+15.03%。21 年厨房食品/饲料原料实现销量 2066/2284 万吨，同比+3.25%/-9.23%；21H2 实现销量 1263/1472 万吨，同比-1.03%/-5.35%。21 年厨房食品/饲料原料销售均价 6873/3612 (元/吨)，同比+13.45%/+25.41%；21H2 销售均价为 6019/3127 (元/吨)，同比+14.27%/+21.53%，原因是公司对主销产品提价导致整体销售均价同比提升。

➤ **原料成本上行及产品结构变化压低毛利率，公司缩减销售投入缓解压力。**21 年公司毛利率为 8.18%，同比-4.15ppt (21Q4 为 6.70%，同比-6.22ppt)。21 年厨房食品/饲料原料毛利率为 8.30%/7.41%，同比分别-3.20ppt/-2.22ppt。厨房食品方面，(1) 公司上调部分产品售价，但幅度不足以覆盖成本上涨幅度；(2) 中高端零售产品销量受市场竞争加剧、消费疲软等因素的负面影响较大；(3) 餐饮市场复苏，低毛利率的餐饮渠道产品销量占比提升。饲料原料方面，(1) 大豆采购量和压榨量同比下降，压榨利润减少；(2) 套保大豆相关业务产生一定损失。21 年公司销售费用率为 2.93%，同比-1.42ppt (21Q4 为 2.63%，同比-1.77 ppt)，原因是广告及促销费用开支有所压缩。管理费用率为 1.51%，同比+0.05ppt (21Q4 为 1.75%，同比+0.33ppt)。研发费用率为 0.11%，同比+0.02ppt (21Q4 为 0.17%，同比+0.07ppt)，原因是工资薪酬和委外研发费增加。财务费用率为 0.11%，同比+0.54ppt (21Q4 为 0.17%，同比+0.66ppt)，原因是利息收入减少。

➤ **投资建议：**预计 22-24 年公司实现营收 2578.74/2902.37/3249.21 亿元，实现归母净利润 76.77/89.23/104.87 亿元，折合 EPS 分别为 1.42/1.65/1.93 元，目前股价对应 22-24 年 PE 为 35/30/26 倍。目前公司 2022 年估值低于调味品板块 43 倍整体水平 (Wind 一致预测，中信行业类)，公司为厨房食品行业的龙头企业，食用油、米面等产品具备较强规模优势和品牌效应，2022 年杭州、重庆、廊坊等地的中央厨房项目有望陆续投产，公司中长期成长性良好。综上，维持“推荐”评级。

➤ **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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	226,225	257,874	290,237	324,921
增长率 (%)	16.1	14.0	12.6	12.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,132	7,677	8,923	10,487
增长率 (%)	-31.1	85.8	16.2	17.5
每股收益 (元)	0.76	1.42	1.65	1.93
PE	65	35	30	26
PB	3.1	3.0	2.8	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 3 月 23 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
49.90 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 1、金龙鱼 (300999) 2021 年三季报点评：收入端增速稳健，竞争加剧及成本上行影响利润
- 2、金龙鱼 (300999) 2021 年半年报点评：主业营收稳健增长，成本上行及套保亏损拖累利润

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	226,225	257,874	290,237	324,921
营业成本	207,723	232,473	260,401	290,544
营业税金及附加	546	612	695	775
销售费用	6,626	6,622	8,234	10,016
管理费用	3,418	3,835	4,351	4,851
研发费用	256	267	314	344
EBIT	7,657	14,064	16,243	18,391
财务费用	259	351	325	294
资产减值损失	-459	-337	-368	-403
投资收益	-1,709	-2,063	-2,409	-2,274
营业利润	6,430	11,716	13,589	15,924
营业外收支	-252	-255	-258	-263
利润总额	6,177	11,461	13,331	15,661
所得税	1,689	3,092	3,620	4,239
净利润	4,489	8,369	9,711	11,422
归属于母公司净利润	4,132	7,677	8,923	10,487
EBITDA	10,662	17,144	19,638	22,103

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	43,835	38,624	33,957	30,059
应收账款及票据	8,803	9,736	11,126	12,362
预付款项	4,255	5,793	5,911	6,918
存货	46,906	52,907	58,885	65,912
其他流动资产	21,218	22,671	22,996	24,021
流动资产合计	125,018	129,731	132,876	139,271
长期股权投资	2,850	3,102	3,301	3,526
固定资产	32,196	34,551	37,149	40,013
无形资产	13,850	14,474	15,401	16,176
非流动资产合计	82,232	86,790	91,583	96,647
资产合计	207,250	216,521	224,459	235,918
短期借款	78,724	78,724	78,724	78,724
应付账款及票据	7,059	8,522	9,197	10,457
其他流动负债	17,220	19,911	20,748	22,844
流动负债合计	103,002	107,157	108,669	112,024
长期借款	11,003	11,003	11,003	11,003
其他长期负债	2,136	2,136	2,136	2,136
非流动负债合计	13,140	13,140	13,140	13,140
负债合计	116,142	120,297	121,809	125,163
股本	5,422	5,422	5,422	5,422
少数股东权益	4,408	5,100	5,888	6,824
股东权益合计	91,108	96,225	102,650	110,754
负债和股东权益合计	207,250	216,521	224,459	235,918

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.06	13.99	12.55	11.95
EBIT 增长率	-36.56	83.68	15.49	13.22
净利润增长率	-31.15	85.81	16.23	17.52
盈利能力 (%)				
毛利率	8.18	9.85	10.28	10.58
净利润率	1.98	3.25	3.35	3.52
总资产收益率 ROA	1.99	3.55	3.98	4.44
净资产收益率 ROE	4.77	8.42	9.22	10.09
偿债能力				
流动比率	1.21	1.21	1.22	1.24
速动比率	0.72	0.66	0.63	0.59
现金比率	0.43	0.36	0.31	0.27
资产负债率 (%)	56.04	55.56	54.27	53.05
经营效率				
应收账款周转天数	14.20	13.78	13.99	13.89
存货周转天数	82.42	83.49	82.95	83.22
总资产周转率	1.09	1.19	1.29	1.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.42	1.65	1.93
每股净资产	15.99	16.81	17.85	19.17
每股经营现金流	0.13	1.57	1.82	2.04
每股股利	0.70	0.60	0.61	0.61
估值分析				
PE	65	35	30	26
PB	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	29.97	18.94	16.77	15.08
股息收益率 (%)	1.40	1.20	1.21	1.23
现金流量表 (百万元)				
净利润	4,489	8,369	9,711	11,422
折旧和摊销	3,005	3,079	3,395	3,712
营运资金变动	-8,381	-6,036	-6,595	-7,270
经营活动现金流	725	8,497	9,869	11,084
资本开支	-9,407	-7,674	-8,221	-8,808
投资	-12,252	-258	-217	-238
投资活动现金流	-21,565	-9,995	-10,847	-11,320
股权募资	247	0	0	0
债务募资	29,531	0	0	0
筹资活动现金流	10,066	-3,713	-3,688	-3,663
现金净流量	-10,830	-5,211	-4,667	-3,899

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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