

金龙鱼 (300999.SZ)

2022H1 盈利承压, Q2 起成本压力边际改善

核心观点

2022Q2 营收稳增, 归母净利边际向好。公司 22H1 营收同比+15.74%至 1194.83 亿元, 归母净利同比-33.47%至 19.76 亿元; 22Q2 营收同比+20.71%至 629.74 亿元, 归母净利同比+32.97%至 18.62 亿元; 扣非后归母净利同比-19.91%至 15.96 亿元。另外, 公司 22Q2 毛利率为 7.86%, 同比减少 26%; 销售期间费用率为 4.31%, 同比减少 27%, 公司作为厨房食品龙头, 品牌及渠道优势依然稳固, 销量与营收规模稳步增长。

原材料价格上涨压缩利润空间, 22Q2 成本压力开始缓解。2022H1 公司厨房食品、饲料原料及油脂科技两大主业收入稳步扩张, 分别同比增长 15.41%、16.46%, 但盈利水平承压, 毛利率分别同比-3.56%至 7.09%, 同比-2.76%至 8.05%。2022H1 公司盈利变动的核心原因在于: 1) 食用油、小麦等原料价格高涨, 2022H1 公司大豆及加工品、水稻及加工品、小麦及加工品、油籽及加工品、棕榈及月桂酸油的采购价格同比变动分别为+18.05%、-4.56%、+18.22%、+5.57%、+52.68%; 2) 由于疫情反复, 家庭消费所需的零售产品需求增大, 公司厨房食品销量 2022H1 明显提升 4.45%, 而受消费疲软等影响, 产品提价未能完全覆盖成本上升; 3) 公司衍生金融工具从 2022 年 6 月中下旬开始实现正收益, 其对应的 2022H1 投资收益同比+46.96%至 99.52 亿元, 公允价值变动收益同比-47.36%至 42.95 亿元, 主要系大豆及棕榈油等大宗商品价格从高位回落, 预计在当前原材料价格背景下, 公司成本压力有望进一步缓解。

新品持续贡献增量, 集约化规模化优势地位稳固。公司具备产业链延伸和多元化发展能力, 已将食用油经验成功复制到小包装食用植物油、包装面粉、包装米等领域, 近三年现代渠道市场份额在这三类产品中均排名第一, 同时公司也在拓展调味品、酵母、日化用品、植物肉以及中央厨房等新领域。我们认为公司通过产业链的延伸有望将现有更好整合并产生协同作用, 看好其在新品类领域的长期发展。此外, 综合企业群模式也帮助公司在原材料高涨的背景下进一步稳固成本优势, 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司在全国拥有 71 个已投产生产基地, 进而将上下游工厂集聚, 使得公司整体物流、库存成本降低, 充分发挥规模经济优势, 实现效率最大化。

风险提示: 天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险。

投资建议: 厨房食品龙头, 多元化发展值得期待, 维持“买入”。

公司是管理层优秀的优质成长标的, “强品牌+多渠道+低成本”的优势明显, 厨房食品龙头地位稳固, 看好长期发展。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.90/1.09/1.24 元, 对应 PE 为 54/44/39 X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	194,922	226,225	283,251	306,014	335,298
(+/-%)	14.2%	16.1%	25.2%	8.0%	9.6%
净利润(百万元)	6001	4132	4884	5890	6699
(+/-%)	11.0%	-31.1%	18.2%	20.6%	13.7%
每股收益(元)	1.11	0.76	0.90	1.09	1.24
EBIT Margin	6.2%	3.4%	3.6%	3.4%	3.3%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	4.8%	5.5%	6.4%	7.1%
市盈率 (PE)	43.5	63.2	53.5	44.3	39.0
EV/EBITDA	24.2	36.0	27.5	27.0	25.8
市净率 (PB)	3.13	3.01	2.94	2.85	2.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·农产品加工

证券分析师: 鲁家瑞

联系人: 李瑞楠

021-61761016

021-60893308

lujiarui@guosen.com.cn

liruinan@guosen.com.cn

S0980520110002

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价	46.95 元	
总市值/流通市值	254563/25494 百万元	
52 周最高价/最低价	78.99/42.77 元	
近 3 个月日均成交额	576.86 百万元	

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金龙鱼 (300999.SZ) - 2021 年净利阶段性承压, 央厨等多元化业务稳步发展》——2022-03-28
- 《金龙鱼-300999-2021 年三季报点评: 净利短期承压, 加码中央厨房》——2021-11-03
- 《金龙鱼-300999-2021 年半年报点评: 中报营收稳定增长, 厨房食品航母砥砺前行》——2021-08-12
- 《金龙鱼-300999-粮油世家运营下的厨房食品航母》——2020-12-14

2022 年上半年收入维持稳增，二季度盈利同比回暖明显。2022 年上半年公司实现营业收入 1194.83 亿元 (+15.74%)，归母净利润 19.76 亿元 (-33.47%)。其中二季度单季营收 629.47 亿元 (+20.71%)，归母净利润 18.62 亿元 (+33.00%)，扣非后归母净利 15.96 亿元 (-19.91%)。2022H1 公司盈利变动的核心原因在于：1) 食用油、小麦等原料价格高涨，2022H1 公司大豆及加工品、水稻及加工品、小麦及加工品、油籽及加工品、棕榈及月桂酸油的采购价格同比变动分别为+18.05%、-4.56%、+18.22%、+5.57%、+52.68%；2) 由于疫情反复，家庭消费所需的零售产品需求增大，公司厨房食品销量 2022H1 明显提升 4.45%，而受消费疲软等影响，产品提价未能完全覆盖成本上升；3) 公司衍生金融工具从 2022 年 6 月中下旬开始实现正收益，其对应的 2022H1 投资收益同比+46.96%至-99.52 亿元，公允价值变动收益同比-47.36%至 42.95 亿元，主要系大豆及棕榈油等大宗商品价格从高位回落，预计在当前原材料价格背景下，公司成本压力有望进一步缓解。

图1：金龙鱼营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金龙鱼单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：金龙鱼归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：金龙鱼单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

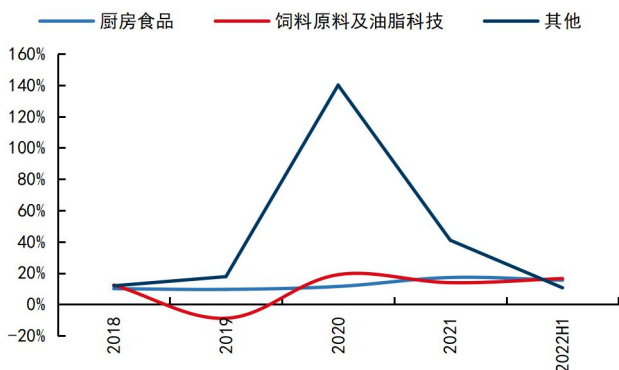


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

厨房食品业务 2022 年上半年营收增速达 15.41%，整体规模稳步扩张，米、面、调味品、央厨等新业务发展向好。2022H1 公司厨房食品、饲料原料及油脂科技两大主业收入稳步扩张，分别同比增长 15.41%、16.46%。公司具备产业链延伸和多元化发展能力，已将食用油经验成功复制到小包装食用植物油、包装面粉、包装米等领域，近三年现代渠道市场份额在这三类产品中均排名第一，同时公司也在

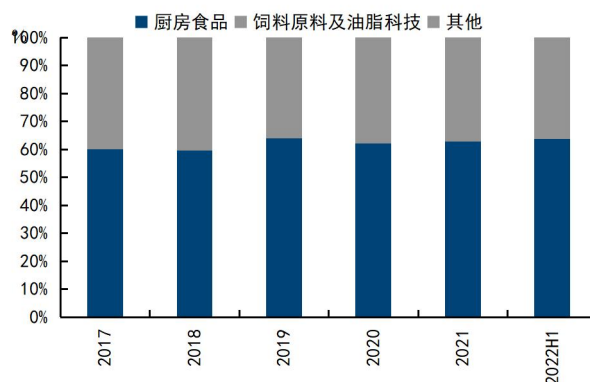
拓展调味品、酵母、日化用品、植物肉以及中央厨房等新领域。我们认为公司通过产业链的延伸有望将现有更好整合并产生协同作用，看好其在新品类领域的长期发展。

图5: 金龙鱼分业务的营收增速情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

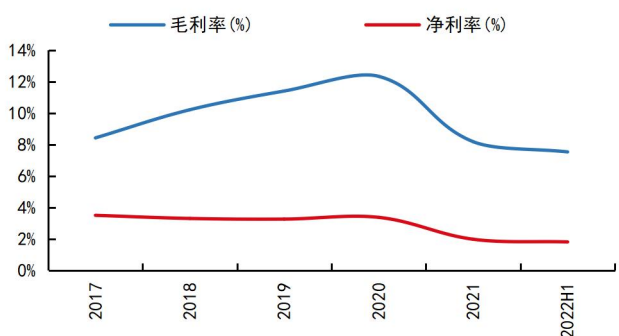
图6: 金龙鱼分业务营收占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

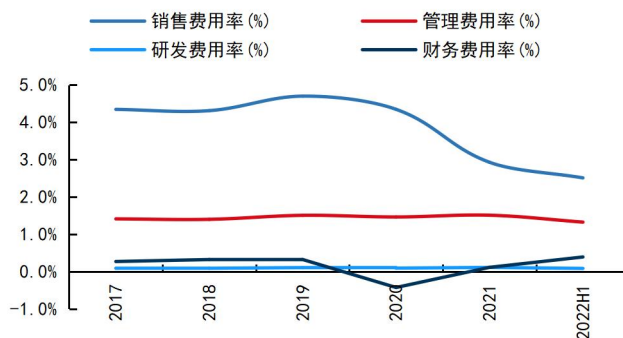
毛利率同比下滑，期间费用率明显改善。2022 年上半年销售毛利率为 7.53%，同比减少 36.93pp；销售净利率为 1.81%，同比减少 43.79%；三项费用率合计 4.23%，同比减少 27.55pp，其中销售费用率 2.51% (-41.03pp)、管理费用率 1.33% (-14.47pp)、财务费用率 0.39% (+1207.11pp)。在原材料价格高涨的背景下，公司通过大型综合企业群实现效率最大化和规模经济，将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内，从而降低了整体的物流和库存成本，同时共享基础设施，能源供应、后勤保障、管理团队等获得最优成本，公司成本控制优势凸显。

图7: 金龙鱼毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

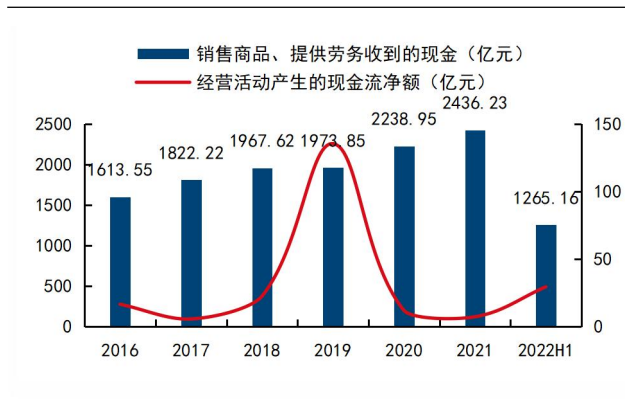
图8: 金龙鱼费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

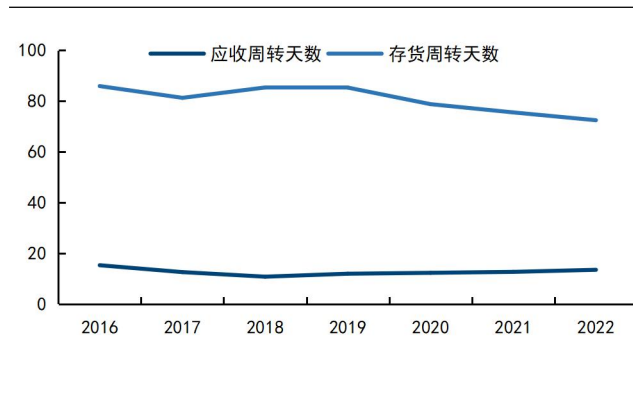
经营性现金流净额同步下降，应收及存货周转天数保持稳定。从现金流情况来看，2022 年上半年销售收到的现金 1265.16 亿元 (+8.78%)，保持平稳增长，而经营性现金流量净额 29.42 亿元 (+151.17%)，主要系公司业务规模扩张及原材料价格上涨，采购额增加。另外，从主要流动资产周转情况来看，2022 年上半年应收账款周转天数为 13.49 天 (+12.89%)，存货周转天数为 72.39 天 (-17.40%)，存货周转效率明显加快。

图9: 金龙鱼经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 金龙鱼主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司是管理层优秀的优质成长标的, “强品牌+多渠道+低成本” 的优势明显, 厨房食品龙头地位稳固, 米、面、调味品、中央厨房等多元化新业务有望打开新的成长空间, 看好公司长期发展。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.90/1.09/1.24 元, 对应 PE 为 54/44/39 X, 维持 “买入” 评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	55334	43835	41643	42476	43326	营业收入	194922	226225	283251	306014	335298
应收款项	11327	12713	15918	16945	18291	营业成本	170888	207723	255556	277911	305293
存货净额	40182	46906	57424	65366	71784	营业税金及附加	456	546	675	728	802
其他流动资产	10569	9583	19828	18361	23471	销售费用	8472	6626	11307	11493	11933
流动资产合计	119906	125018	146793	155129	168852	管理费用	2853	3418	5086	5297	5919
固定资产	33519	39364	44560	48874	53195	研发费用	183	256	297	318	359
无形资产及其他	12620	13850	13297	12744	12191	财务费用	(829)	259	3370	3728	4163
投资性房地产	10427	26168	26168	26168	26168	投资收益	(2290)	(1709)	(995)	1500	2000
长期股权投资	2706	2850	3050	3270	3510	资产减值及公允价值变动	(519)	1325	1056	621	1001
资产总计	179177	207250	233868	246186	263916	其他收入	(1353)	(840)	(297)	(318)	(359)
短期借款及交易性金融负债	62446	81160	85880	90992	102300	营业利润	8919	6430	7021	8660	9829
应付款项	6824	7059	17296	18032	20628	营业外净收支	27	(252)	0	0	0
其他流动负债	16425	14783	21201	23238	22292	利润总额	8946	6177	7021	8660	9829
流动负债合计	85695	103002	124378	132262	145220	所得税费用	2381	1689	1732	2269	2562
长期借款及应付债券	4737	11503	14503	16003	17803	少数股东损益	564	357	406	501	568
其他长期负债	1252	1636	1556	1471	1381	归属于母公司净利润	6001	4132	4884	5890	6699
长期负债合计	5989	13140	16060	17475	19185	现金流量表 (百万元)					
负债合计	91684	116142	140437	149737	164404	净利润	6001	4132	4884	5890	6699
少数股东权益	3960	4408	4586	4822	5062	资产减值准备	(1362)	(281)	147	56	60
股东权益	83534	86701	88845	91627	94450	折旧摊销	2482	2823	4257	4954	5487
负债和股东权益总计	179177	207250	233868	246186	263916	公允价值变动损失	519	(1325)	(1056)	(621)	(1001)
关键财务与估值指标						财务费用	(829)	259	3370	3728	4163
每股收益	1.11	0.76	0.90	1.09	1.24	营运资本变动	(11147)	(24168)	(7245)	(4759)	(11254)
每股红利	0.42	0.49	0.51	0.57	0.71	其它	1714	407	31	180	179
每股净资产	15.41	15.99	16.39	16.90	17.42	经营活动现金流	(1792)	(18412)	1018	5701	171
ROIC	6%	4%	5%	4%	4%	资本开支	0	(9561)	(7991)	(8151)	(8314)
ROE	7%	5%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(2010)	(9487)	0	0	0
毛利率	12%	8%	10%	9%	9%	投资活动现金流	(2370)	(19193)	(8191)	(8371)	(8554)
EBIT Margin	6%	3%	4%	3%	3%	权益性融资	(76)	247	0	0	0
EBITDA Margin	7%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	2343	6266	3000	1500	1800
收入增长	14%	16%	25%	8%	10%	支付股利、利息	(2256)	(2672)	(2739)	(3109)	(3875)
净利润增长率	11%	-31%	18%	21%	14%	其它融资现金流	(5216)	18672	4720	5112	11308
资产负债率	53%	58%	62%	63%	64%	融资活动现金流	(5116)	26106	4981	3503	9233
息率	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%	现金净变动	(9278)	(11499)	(2192)	833	850
P/E	43.5	63.2	53.5	44.3	39.0	货币资金的期初余额	64612	55334	43835	41643	42476
P/B	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	货币资金的期末余额	55334	43835	41643	42476	43326
EV/EBITDA	24.2	36.0	27.5	27.0	25.8	企业自由现金流	0	(25342)	(3196)	(379)	(5954)
						权益自由现金流	0	(404)	1985	3482	4076

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032