

金龙鱼 (300999.SZ)

买入

2023 半年报点评：2023Q2 归母净利实现 1.12 亿元，饲料原料及油脂科技行业阶段性承压明显

核心观点

2023H1 营收同比减少 0.64%，归母净利同比减少 51.13%。2023H1 公司实现营收 1187.14 亿元(同比-0.64%)，归母净利润 9.66 亿元(同比-51.13%)，扣非归母净利润 0.14 亿元(同比-99.40%)，毛利率同比-3.38pct 至 4.15%，净利率同比-1.14pct 至 0.67%，整体盈利边际改善明显，其中非经常性损益部分占比较大，主要系当期产生未完全满足套期会计要求的衍生品公允价值变动损益接近 9.48 亿元，占比较大。此外，公司 2023H1 费用率整体稳定，销售期间费用率合计达 4.03%。公司作为厨房食品龙头，品牌及渠道优势稳固，销量规模保持稳步增长。

厨房食品销量受益餐饮复苏稳步增长，高价小麦库存带来短期成本压力。

2023H1 公司厨房食品收入同比-3.43%至 761.36 亿元，毛利率同比-0.49pct 至 6.60%，销量同比+9.46%。伴随餐饮消费恢复，低毛利率餐饮渠道产品销量占比上升。然而上半年小麦、面粉及副产品的价格整体下行，公司消耗的小麦库存成本较高，因此导致面粉业务业绩同比下滑明显，预计后期随库存消耗，成本压力或有缓解。我们认为公司具备产业链延伸和多元化发展能力，已将包装食用油经验成功复制到包装面粉、米等领域，这三类产品近三年现代渠道市占率均排第一，同时公司也在拓展调味品、酵母、日化、植物肉及央厨等新领域，未来通过产业链延伸有望将现有更好整合并产生协同作用，看好新领域长期发展。

饲料及油脂科技行业受养殖低迷及油脂行情影响，阶段性承压明显。

公司 2023H1 饲料原料及油脂科技收入同比+4.70%至 444.64 亿元，收入占比达 37.45%，毛利率同比-8.37pct 至 -0.32%，销量同比+16.14%，成本同比+14.22%。饲料原料行业由于下游生猪养殖亏损，及小麦等作物对豆粕替代增加，整体需求低迷。虽然上半年大豆和菜籽压榨量同比增长，但大豆成本较高加豆油价格下跌，导致压榨业务亏损。另外油脂科技行业由于石油及油脂原料总体处于价格下行，市场需求受到一定抑制，利润同比减少幅度较大。

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”。考虑到今年上半年饲料及油脂科技行情低于预期，我们下调公司 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利分别为 21.69/29.33/38.14 亿元（原预计为 38.06/47.15/57.43 亿元），对应 PE 为 93/69/53 X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	226,225	257,485	266,449	275,240	287,163
(+/-%)	16.1%	13.8%	3.5%	3.3%	4.3%
净利润(百万元)	4132	3011	2169	2933	3814
(+/-%)	-31.1%	-27.1%	-28.0%	35.3%	30.0%
每股收益(元)	0.76	0.56	0.40	0.54	0.70
EBIT Margin	3.4%	1.7%	0.7%	1.9%	2.4%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	3.4%	2.4%	3.3%	4.2%
市盈率 (PE)	48.6	66.7	92.6	68.5	52.7
EV/EBITDA	30.2	44.1	53.8	32.3	27.5
市净率 (PB)	2.32	2.26	2.25	2.23	2.21

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

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

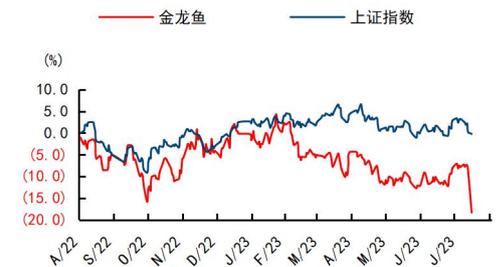
liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.04 元
总市值/流通市值	200816/20100 百万元
52 周最高价/最低价	47.98/36.60 元
近 3 个月日均成交额	226.76 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) -2023 一季报点评：厨房食品受益餐饮回暖，利润同比改善明显》——2023-04-30
- 《金龙鱼 (300999.SZ) -2022 年全年盈利承压，Q4 盈利环比明显改善》——2023-03-27
- 《金龙鱼 (300999.SZ) -2022H1 盈利承压，Q2 起成本压力边际改善》——2022-08-08
- 《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

2023H1 营收同比减少 0.64%，净利同比减少 51.13%。2023H1 公司实现营收 1187.14 亿元（同比-0.64%），归母净利润 9.66 亿元（同比-51.13%），扣非归母净利润 0.14 亿元（同比-99.40%），毛利率同比-3.38pct 至 4.15%，净利率同比-1.14pct 至 0.67%，整体盈利边际改善明显，其中非经常性损益部分占比较大，主要系当期产生未完全满足套期会计要求的衍生品公允价值变动损益接近 9.48 亿元，占比较大。此外，公司 2023Q2 费用率整体稳定，期间费用率合计达 3.59%，较 2023Q1 减少 0.48pct。公司作为厨房食品龙头，品牌及渠道优势稳固，销量规模保持稳步增长。

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

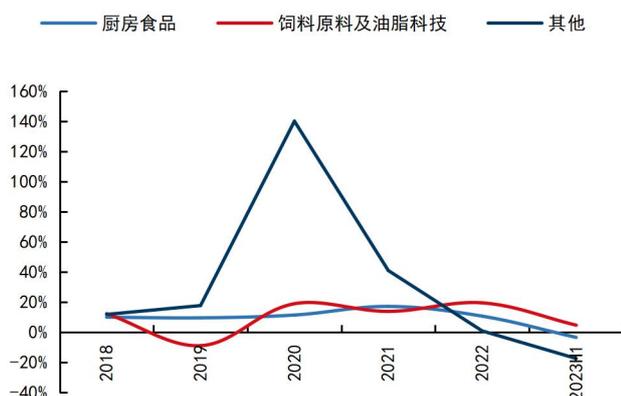
2023H1 公司厨房食品收入同比-3.43%至 761.36 亿元，收入占比达 61.93%。该板块业务收入下降主要系渠道结构变化及原材料价格影响，毛利率同比-0.49pct 至 6.60%。一方面，伴随国内餐饮消费恢复，低毛利率的餐饮渠道产品销量占比上升，且上半年小麦、面粉及副产品的价格整体下行，但公司消耗前期的高价小麦库存成本较高，因此导致面粉业务的业绩同比下滑明显。另一方面，原材料成本下降也带动公司高毛利率的零售渠道产品毛利率及利润同比增长，但零售渠道产品销量主要针对家庭消费，其销量随外出就餐增加同比有所减少。两相叠加，零售渠道产品利润的增长未能完全抵消餐饮渠道产品利润下降的影响，使得厨房食品利

润同比下降。

另外，值得注意的是，公司 2023H1 厨房食品销量整体实现同比增长 9.46%，保持稳步增速。我们认为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，未来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。

2023H1 饲料原料及油脂科技收入同比+4.70%至 444.64 亿元，收入占比达 37.45%。该板块盈利上半年承压明显，毛利率同比-8.37pct 至-0.32%，销量整体同比+16.14%，成本整体同比+14.22%。饲料原料行业由于下游生猪养殖亏损，以及小麦等作物对豆粕的替代增加，整体消费需求低迷。虽然上半年大豆和菜籽压榨量同比增长，但大豆成本较高加豆油价格下跌，导致压榨业务亏损。另外，油脂科技行业由于石油及油脂原料总体处于价格下行，市场需求受到一定抑制，利润同比减少幅度较大。

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

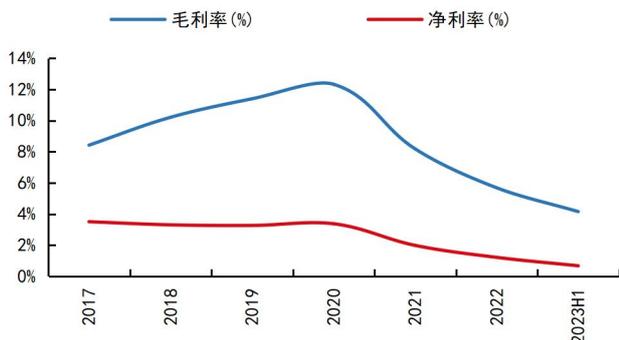
图6：金龙鱼分业务营收占比情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

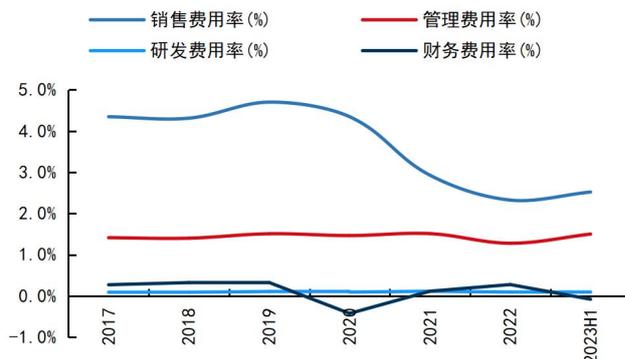
毛利率同比下滑，费用率整体稳定。2023Q2 公司毛利率环比-2.02pct 至 3.11%，净利率环比-1.20pct 至 0.05%；期间费用率合计达 3.59%，较 2023Q1 减少 0.48pct，其中销售费用率 2.38%（环比-0.28pct）、管理费用率 1.47%（环比-0.05pct）、财务费用率-0.16%（环比-0.14pct）。在行业经营利润整体承压的大背景下，公司通过大型综合企业群实现效率最大化和规模经济，将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内，从而降低了整体的物流和库存成本，同时共享基础设施，能源供应、后勤保障、管理团队等获得最优成本，公司成本控制优势凸显。截至 2023 年 6 月末，公司已在全国拥有 76 个已投产生产基地，并在淮安、启东、荆州、长沙等地新建多个生产基地，有望进一步巩固公司成本优势，节约物流和库存成本，最大化利用规模效益。

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

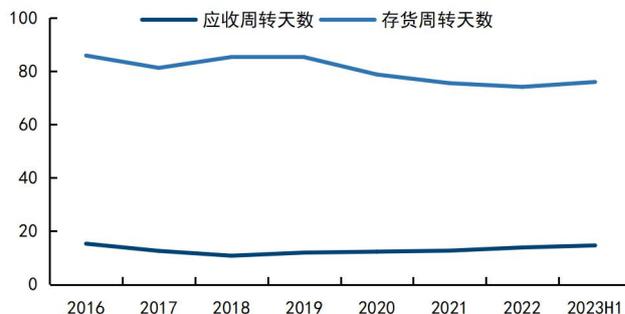
经营性现金流净额同比大幅增长，应收及存货周转效率维持稳定。从现金流情况来看，2023H1 销售收到的现金 1277.97 亿元（同比+1.01%），保持平稳增长，经营性现金流量净额 107.33 亿元（同比+264.82%），主要系销售回款增加和采购节奏变化的影响。另外，从主要流动资产周转情况来看，2023H1 应收账款周转天数为 14.64 天（同比+9%），存货周转天数为 75.93 天（同比+5%），应收周转和存货周转小幅上升。

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白马标的，“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。考虑到今年上半年饲料及油脂科技行情低于预期，我们下调公司 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利分别为 21.69/29.33/38.14 亿元（原预计为 38.06/47.15/57.43 亿元），对应 PE 为 93/69/53 X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	43835	39462	47354	42619	43471	营业收入	226225	257485	266449	275240	287163
应收款项	12713	15035	16060	16364	16836	营业成本	207723	242868	253210	257824	267423
存货净额	46906	53066	56771	60420	62575	营业税金及附加	546	634	613	658	685
其他流动资产	9583	8459	10469	10351	10358	销售费用	6626	5986	6395	6743	7237
流动资产合计	125018	136126	146738	145837	149325	管理费用	3418	3290	4187	4416	4668
固定资产	39364	45823	52394	55683	58688	研发费用	256	244	268	275	316
无形资产及其他	13850	14756	14167	13578	12988	财务费用	259	709	842	902	987
投资性房地产	26168	28320	28320	28320	28320	投资收益	(1709)	19	20	120	(200)
长期股权投资	2850	2918	3028	3158	3308	资产减值及公允价值变动	1325	(100)	1800	(500)	(300)
资产总计	207250	227943	244646	246576	252629	其他收入	(840)	(101)	(268)	(275)	(316)
短期借款及交易性金融负债	81160	90747	103349	107611	111050	营业利润	6430	3817	2755	4041	5348
应付款项	7059	8876	9576	9584	9710	营业外净收支	(252)	48	60	30	20
其他流动负债	14783	16862	20221	17976	19912	利润总额	6177	3866	2815	4071	5368
流动负债合计	103002	116486	133145	135170	140671	所得税费用	1689	741	563	1018	1396
长期借款及应付债券	11503	16223	15223	14123	13623	少数股东损益	357	114	83	120	158
其他长期负债	1636	1951	2251	2546	2836	归属于母公司净利润	4132	3011	2169	2933	3814
长期负债合计	13140	18174	17474	16669	16459	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	116142	134660	150619	151839	157130	净利润	4132	3011	2169	2933	3814
少数股东权益	4408	4576	4604	4632	4662	资产减值准备	(281)	(297)	61	14	13
股东权益	86701	88707	89423	90105	90837	折旧摊销	2823	3133	4758	5586	6172
负债和股东权益总计	207250	227943	244646	246576	252629	公允价值变动损失	(1325)	100	(1800)	500	300
						财务费用	259	709	842	902	987
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(24168)	(5595)	(2321)	(5762)	(270)
每股收益	0.76	0.56	0.40	0.54	0.70	其它	407	298	(34)	14	17
每股红利	0.49	0.55	0.27	0.42	0.57	经营活动现金流	(18412)	651	2833	3285	10046
每股净资产	15.99	16.36	16.49	16.62	16.75	资本开支	0	(9020)	(9001)	(8801)	(8901)
ROIC	4%	2%	1%	2%	3%	其它投资现金流	(9487)	(8125)	4021	0	0
ROE	5%	3%	2%	3%	4%	投资活动现金流	(9632)	(17212)	(5090)	(8931)	(9051)
毛利率	8%	6%	5%	6%	7%	权益性融资	(56)	272	0	0	0
EBIT Margin	3%	2%	1%	2%	2%	负债净变化	6266	4719	0	(300)	(200)
EBITDA Margin	5%	3%	2%	4%	5%	支付股利、利息	(2672)	(2971)	(1452)	(2252)	(3082)
收入增长	16%	14%	3%	3%	4%	其它融资现金流	9414	8417	12601	4262	3439
净利润增长率	-31%	-27%	-28%	35%	30%	融资活动现金流	16546	12187	10149	910	(143)
资产负债率	58%	61%	63%	63%	64%	现金净变动	(11499)	(4373)	7892	(4735)	852
息率	1.3%	1.5%	0.7%	1.1%	1.5%	货币资金的期初余额	55334	43835	39462	47354	42619
P/E	48.6	66.7	92.6	68.5	52.7	货币资金的期末余额	43835	39462	47354	42619	43471
P/B	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	企业自由现金流	0	(7871)	(5142)	(4984)	2059
EV/EBITDA	30.2	44.1	53.8	32.3	27.5	权益自由现金流	0	5265	6785	(1699)	4567

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