

# 金龙鱼 (300999.SZ)

买入

## 2023 年报及 2024 一季报点评：厨房食品量利双增，2024Q1 归母净利润同比+3.30%

### 核心观点

**厨房食品量利双增，2024Q1 归母净利润同比+3.30%。**2023 年公司实现营收 2515.24 亿元（同比-2.32%），归母净利润 28.48 亿元（同比-5.43%），扣非归母净利润 13.21 亿元（同比-58.50%），收入下滑原因主要系为产品价格下跌的影响超过了销量增长带来的营收贡献；利润下滑原因主要系报告期内下游市场需求不振，厨房食品盈利有所减少。2024Q1 随国内经济逐渐恢复，虽然主要产品价格受大宗行情影响有所下降，但公司厨房食品、饲料原料和油脂科技产品的销量较上年同期均增长较好，其中厨房食品实现销量利润的双增。具体来看，公司 2024Q1 实现营收 572.74 亿元（同比-6.17%），归母净利润 8.82 亿元（同比+3.30%），扣非归母净利润 2.44 亿元（同比+1.34%）。

**厨房食品业务：零售产品盈利改善，餐饮及食品工业渠道产品承压。**2023 年，公司厨房食品业务总销量 2322 万吨，同比+8%，主要系餐饮和食品工业渠道产品销量随着市场逐步恢复有较大幅度增长；营业收入 1476 亿元，同比-6%，主要系大宗行情回落导致主要产品价格下跌影响超过了销量增长带来的营收贡献；毛利率 6.41%，同比-0.27pct，主要因为面粉业务受高价库存及市场竞争加剧影响，盈利有所下滑。2024Q1 大宗行情回落带动产品价格回暖，但下游消费市场改善带动零售产品和餐饮及食品工业渠道产品销量维持增长，厨房食品业务收入利润实现双增。具体来看，零售产品毛利率受益原料成本下降实现收入利润齐增；餐饮及食品工业渠道产品中的面粉产品受市场需求不振、竞争激烈及副产品价格低迷影响而承压，整体业绩有所下降。

**饲料原料及油脂科技业务：下游需求偏弱，24Q1 业绩承压。**2023 年，公司饲料原料及油脂科技业务总销量 2687 万吨，同比+14%；营业收入 1022 亿元，同比+4%，主要受益于销量增长和 Q3 粕类涨价；毛利率 2.19%，同比-1.62pct，主要系下游养殖利润低迷压制需求所致。2024Q1 饲料原料及油脂科技业务业绩有所下降，主要原因系饲料原料业务的下游养殖行业利润不佳，饲料需求不振，豆粕等饲料原料产品的价格因市场竞争叠加需求偏弱较去年同期下降明显，导致饲料原料业绩下降。

**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：**公司作为厨房食品龙头，多元化发展值得期待，维持“买入”评级。考虑到经济向好和养殖回暖有望带动需求改善，我们上调公司 2024-2025 年盈利预测为 35.42/38.28 亿元（原预计为 29.33/38.14 亿元），预测 2026 年归母净利润为 40.40 亿元，对应 PE 为 48/45/42X。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	257,485	251,524	262,836	276,488	287,095
(+/-%)	13.8%	-2.3%	4.5%	5.2%	3.8%
归母净利润(百万元)	3011	2848	3542	3828	4040
(+/-%)	-27.1%	-5.4%	24.4%	8.1%	5.5%
每股收益(元)	0.56	0.53	0.65	0.71	0.75
EBIT Margin	1.7%	0.6%	2.5%	2.6%	2.5%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	3.1%	3.8%	4.0%	4.2%
市盈率 (PE)	56.5	59.8	48.1	44.5	42.1
EV/EBITDA	40.1	61.8	27.4	25.9	25.9
市净率 (PB)	1.92	1.86	1.83	1.79	1.75

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

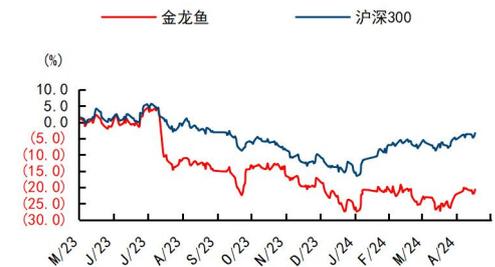
证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

联系人：江海航  
010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值  
收盘价 31.91 元  
总市值/流通市值 173003/17316 百万元  
52 周最高价/最低价 42.50/27.90 元  
近 3 个月日均成交额 191.72 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 半年报点评：2023Q2 归母净利润实现 1.12 亿元，饲料原料及油脂科技行业阶段性承压明显》——2023-08-15

《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

**厨房食品量利双增,2024Q1 归母净利润同比+3.30%。**2023 年公司实现营收 2515.24 亿元（同比-2.32%），归母净利润 28.48 亿元（同比-5.43%），扣非归母净利润 13.21 亿元（同比-58.50%），收入下滑原因主要系为产品价格下跌的影响超过了销量增长带来的营收贡献；利润下滑原因主要系报告期内下游市场需求不振，厨房食品盈利有所减少。2024Q1 随国内经济逐渐恢复，虽然主要产品价格受大宗行情影响有所下降，但公司厨房食品、饲料原料和油脂科技产品的销量较上年同期均增长较好，其中厨房食品实现销量利润的双增。具体来看，公司 2024Q1 实现营收 572.74 亿元（同比-6.17%），归母净利润 8.82 亿元（同比+3.30%），扣非归母净利润 2.44 亿元（同比+1.34%）。

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：零售产品盈利改善，餐饮及食品工业渠道产品承压。**2023 年，公司厨房食品业务总销量 2322 万吨，同比+8%，主要系餐饮和食品工业渠道产品销量随着市场逐步恢复有较大幅度增长；营业收入 1476 亿元，同比-6%，主要系大宗行情回落导致主要产品价格下跌影响超过了销量增长带来的营收贡献；毛利率 6.41%，同比-0.27pct，主要因为面粉业务受高价库存及市场竞争加剧影响，盈利有所下滑。2024Q1 大宗行情回落带动产品价格回暖，但下游消费市场改善带动零售产品和餐饮及食品工业渠道产品销量维持增长，厨房食品业务收入利润实现双增。具体来看，零售产品毛利率受益原料成本下降实现收入利润齐增；餐饮及食

品工业渠道产品中的面粉产品受市场需求不振、竞争激烈及副产品价格低迷影响有所承压，整体业绩有所下降。

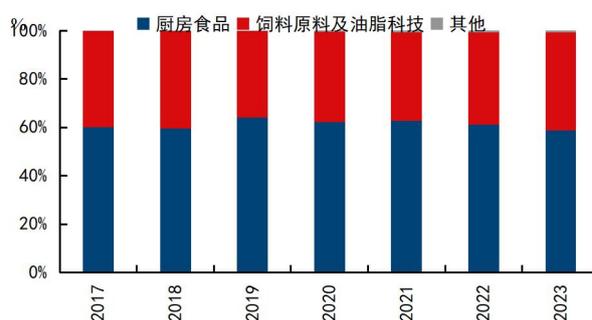
**饲料原料及油脂科技业务：下游需求偏弱，24Q1 业绩承压。**2023 年，公司饲料原料及油脂科技业务总销量 2687 万吨，同比+14%；营业收入 1022 亿元，同比+4%，主要受益于销量增长和 Q3 粕类涨价；毛利率 2.19%，同比-1.62pct，主要系下游养殖利润低迷压制需求所致。2024Q1 饲料原料及油脂科技业务业绩有所下降，主要原因系饲料原料业务的下游养殖行业利润不佳，饲料需求不振，豆粕等饲料原料产品的价格因市场竞争叠加需求偏弱较去年同期下降明显，导致饲料原料业绩下降。

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

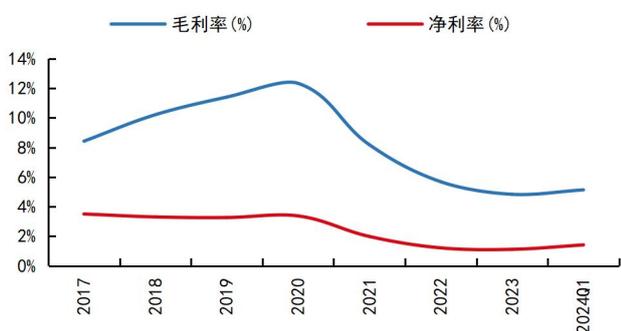
图6: 金龙鱼分业务营收占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

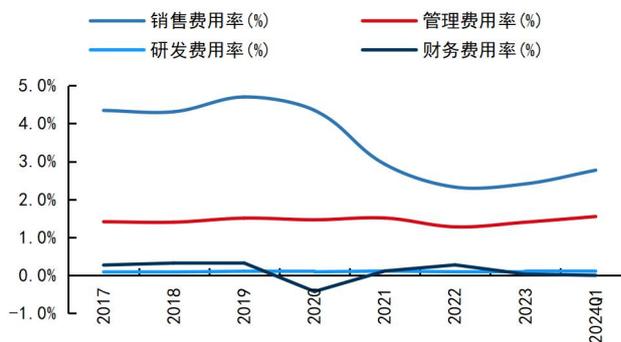
**24Q1 毛利率环比改善，费用率整体平稳。**2023 年公司毛利率同比-0.85pct 至 4.83%，净利率同比-0.10pct 至 1.11%，主要原因系报告期内下游市场需求不振，厨房食品、饲料原料及油脂科技业务毛利率均有所下降，2024Q1 厨房食品业务回暖，公司整体毛利率回升至 5.13%、净利率回升至 1.41%。2023 年公司期间费用率合计达 3.84%，同比-0.04pct，整体维持平稳。

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

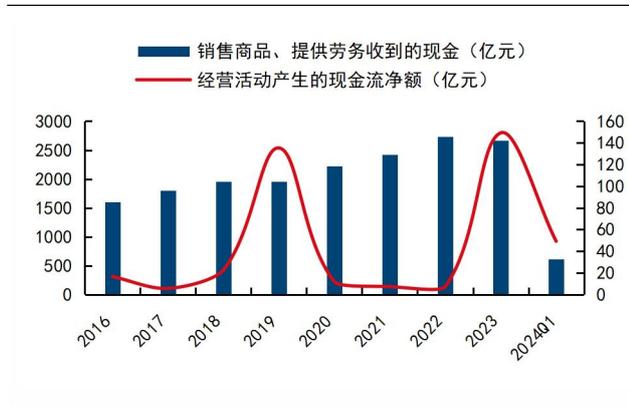


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流稳健，应收及存货周转效率小幅放缓。**从现金流情况来看，2023 年公司销售收到的现金 2689 亿元(同比-2%)，保持平稳，经营性现金流量净额 149.21

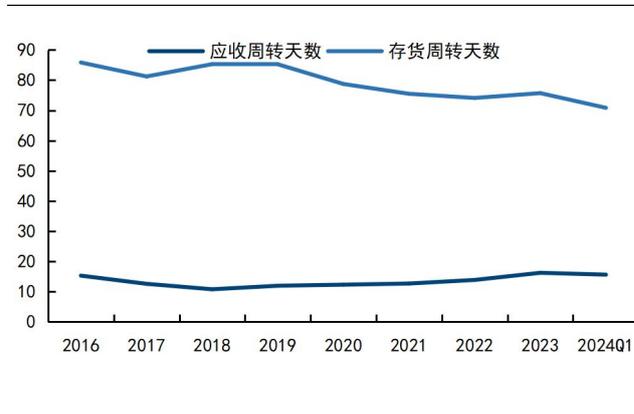
亿元（同比+1958%），主要系销售回款增加、采购价格下降、采购节奏变化的影响。另外，从主要流动资产周转情况来看，2023年应收账款周转天数为16.2天（同比+17%），存货周转天数为75.7天（同比+2%），应收及存货周转效率小幅放缓。

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:** 公司作为厨房食品龙头，多元化发展值得期待，维持“买入”评级。考虑到经济向好和养殖回暖有望带动需求改善，我们上调公司2024-2025年盈利预测为35.42/38.28亿元（原预计为29.33/38.14亿元），预测2026年归母净利润为40.40亿元，对应PE为48/45/42X。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	39462	59296	66285	74369	83586	营业收入	257485	251524	262836	276488	287095
应收款项	15035	14402	15056	15938	16478	营业成本	242868	239366	245071	257179	266784
存货净额	53066	47589	52257	53806	55140	营业税金及附加	634	664	658	701	735
其他流动资产	28564	28163	27880	30319	31360	销售费用	5986	6073	6083	6995	7752
<b>流动资产合计</b>	<b>136126</b>	<b>149450</b>	<b>161478</b>	<b>174433</b>	<b>186564</b>	管理费用	3290	3524	4066	4217	4328
固定资产	45823	50671	49852	46089	41547	研发费用	244	267	275	282	299
无形资产及其他	14756	14882	14288	13693	13099	财务费用	709	64	2610	2605	2566
投资性房地产	28320	20509	20509	20509	20509	投资收益	19	1235	50	50	50
长期股权投资	2918	2988	3038	3088	3138	资产减值及公允价值变动	(424)	300	95	(10)	129
<b>资产总计</b>	<b>227943</b>	<b>238500</b>	<b>249165</b>	<b>257812</b>	<b>264858</b>	其他收入	223	22	(275)	(282)	(299)
短期借款及交易性金融负债	90747	105232	109965	115677	120114	营业利润	3817	3391	4216	4550	4811
应付款项	8876	13051	13300	13942	14466	营业外净收支	48	25	50	50	50
其他流动负债	16862	11676	15349	15476	15280	<b>利润总额</b>	<b>3866</b>	<b>3416</b>	<b>4266</b>	<b>4600</b>	<b>4861</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>116486</b>	<b>129959</b>	<b>138613</b>	<b>145095</b>	<b>149860</b>	所得税费用	741	631	802	857	910
长期借款及应付债券	16223	10358	10358	10358	10358	少数股东损益	114	(63)	(78)	(84)	(89)
其他长期负债	1951	2218	2498	2792	3097	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3011</b>	<b>2848</b>	<b>3542</b>	<b>3828</b>	<b>4040</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18174</b>	<b>12576</b>	<b>12856</b>	<b>13150</b>	<b>13455</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>134660</b>	<b>142535</b>	<b>151469</b>	<b>158244</b>	<b>163315</b>	净利润	3011	2848	3542	3828	4040
少数股东权益	4576	4469	4430	4388	4343	资产减值准备	(297)	(24)	26	(7)	(13)
股东权益	88707	91496	93267	95180	97200	折旧摊销	3133	3428	5049	5545	5675
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>227943</b>	<b>238500</b>	<b>249165</b>	<b>257812</b>	<b>264858</b>	公允价值变动损失	424	(300)	(95)	10	(129)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	709	64	2610	2605	2566
每股收益	0.56	0.53	0.65	0.71	0.75	营运资本变动	(13719)	13553	(812)	(3815)	(2295)
每股红利	0.55	0.57	0.33	0.35	0.37	其它	298	30	(66)	(35)	(31)
每股净资产	16.36	16.88	17.20	17.56	17.93	<b>经营活动现金流</b>	<b>(7149)</b>	<b>19534</b>	<b>7645</b>	<b>5525</b>	<b>7246</b>
ROIC	1.68%	0.69%	1.81%	1.96%	1.99%	资本开支	0	(8399)	(3567)	(1190)	(397)
ROE	3.39%	3.11%	3.80%	4.02%	4.16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	6%	5%	7%	7%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(68)</b>	<b>(8469)</b>	<b>(3617)</b>	<b>(1240)</b>	<b>(447)</b>
EBIT Margin	2%	1%	3%	3%	3%	权益性融资	287	127	0	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	4%	5%	4%	负债净变化	4719	(5365)	0	0	0
收入增长	14%	-2%	4%	5%	4%	支付股利、利息	(2971)	(3113)	(1771)	(1914)	(2020)
净利润增长率	-27%	-5%	24%	8%	6%	其它融资现金流	(941)	25597	4733	5712	4438
资产负债率	61%	62%	63%	63%	63%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2844</b>	<b>8770</b>	<b>2962</b>	<b>3798</b>	<b>2418</b>
股息率	1.7%	1.8%	1.0%	1.1%	1.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(4373)</b>	<b>19835</b>	<b>6989</b>	<b>8084</b>	<b>9216</b>
P/E	56.5	59.8	48.1	44.5	42.1	货币资金的期初余额	43835	39462	59296	66285	74369
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	货币资金的期末余额	39462	59296	66285	74369	83586
EV/EBITDA	40.1	61.8	27.4	25.9	25.9	企业自由现金流	0	9910	6094	6330	8833
						权益自由现金流	0	30143	8707	9922	11185

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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