

金龙鱼（300999.SZ）/食品制造

证券研究报告/公司点评

2023年3月25日

评级：买入（维持）

市场价格：43.67元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

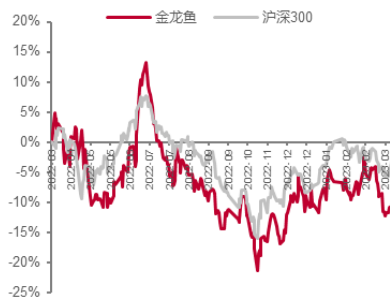
执业证书编号：S0740519080002

E-mail: xiongxw@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 5,422   |
| 流通股本(百万股) | 543     |
| 市价(元)     | 43.67   |
| 市值(百万元)   | 236,761 |
| 流通市值(百万元) | 23,697  |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

| 指标        | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 226,225 | 257,485 | 294,129 | 335,407 | 381,911 |
| 增长率 yoy%  | 16%     | 14%     | 14%     | 14%     | 14%     |
| 净利润(百万元)  | 4,132   | 3,011   | 6,729   | 7,612   | 8,573   |
| 增长率 yoy%  | -31%    | -27%    | 123%    | 13%     | 13%     |
| 每股收益(元)   | 0.76    | 0.56    | 1.24    | 1.40    | 1.58    |
| 每股现金流量    | 0.13    | 0.13    | 1.24    | 1.15    | 0.90    |
| 净资产收益率    | 5%      | 3%      | 7%      | 7%      | 8%      |
| P/E       | 57.3    | 78.6    | 35.2    | 31.1    | 27.6    |
| P/B       | 2.7     | 2.7     | 2.5     | 2.3     | 2.2     |

备注：股价选取 2023 年 3 月 24 日收盘价

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报。2022 年营收 2574.9 亿元，同增 13.8%；归母净利润 30.1 亿元，同减 27.1%；扣非净利润 30.1 亿元，同减 39.7%。其中 2022Q4 营收为 696.5 亿元，同增 9.7%；归母净利润 6.6 亿元，同增 46.0%。
- **榨利修复下量价齐升，22 年营收稳健增长。**2022 年公司营收 2574.9 亿元，同增 13.8%，营收增长相对稳健，其中 2022Q4 营收为 696.5 亿元，同增 9.7%，环比 Q3 收入同比增速有所降速，预计主要系疫情影响。**分品类看：**全年厨房食品营收 1571.3 亿元，yoy+10.7%；销量 2145.2 万吨（yoy+3.9%）；对应吨价为 7324.8 元/吨（yoy+6.6%），我们预计主要原因系：**(1) 价格上调：**由于原材料成本同比大幅上涨，公司上调了部分产品；**(2) 需求修复：**6 月以来随着疫情得到有效控制，餐饮渠道进入复苏通道，同时油价回落亦将刺激渠道补库存。饲料原料及油脂科技营收 986.1 亿元，yoy+19.5%；销量 2362.1 万吨（yoy+3.4%）；对应吨价为 4174.5 元/吨（yoy+15.6%），我们预计主要原因系：**(1) 价格上涨：**上半年养殖行业回暖，豆粕等饲料价格上涨；**(2) 压榨量增加：**下年大豆的榨利修复，大豆压榨量增加。**分渠道看：**直销渠道营收同增 14.26%，经销渠道营收同增 12.75%，截至 22 年底，经销商数量较 21 年底增加 1647 家。
- **毛销差环比改善，费用控制较为严格。**22Q4，公司毛利率同降 1.6pct 至 5.1%，销售费用率同，0.59pct 至 2.04%，综上 22Q4 毛销差同降 1.01pct，环比提升 2.31pct，毛销环比改善，预计主要原因系：**(1) 主要原材料大豆、大豆油及棕榈油等价格有所下跌，但相比去年同期，产品成本仍大幅上升；(2) 公司上调部分产品售价，但并未完全覆盖原材料成上涨；(3) 原材料价格上涨之下，行业竞争趋缓，公司费用投放趋于理性，同时受国内疫情管控的影响，销售人员差旅减少。22Q2 管理费用率同降 0.55pct，费用控制较为严格。**
- **投资建议：**维持“买入”评级。展望 23 年，随着杭州、周口、重庆央厨陆续投产，预计 2023 年兴平、沈阳、廊坊等央厨基地也将建成投产，预计将为公司带来新增增长极。根据年报，我们预计公司 22-24 年营收分别为 2941/3354/3819 亿元（前次 23/24 年为 2916/3252 亿元），净利润分别为 67.29/76.12/85.73 亿元（前次 23/24 年为 86.84/113.68 亿元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上升风险、套期保值风险、新业务拓展不及预期风险。

图表 1: 金龙鱼三大财务报表预测 (单位: 百万元)

| 资产负债表          |                |                |                |                | 利润表                  |              |              |              |               |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 单位: 百万元        |                |                |                |                | 单位: 百万元              |              |              |              |               |
| 会计年度           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 会计年度                 | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E         |
| 货币资金           | 39,462         | 88,239         | 100,622        | 114,573        | 营业收入                 | 257,485      | 294,129      | 335,407      | 381,911       |
| 应收票据           | 499            | 570            | 650            | 740            | 营业成本                 | 242,868      | 272,015      | 310,129      | 353,113       |
| 应收账款           | 11,042         | 10,270         | 9,038          | 9,150          | 税金及附加                | 634          | 724          | 825          | 940           |
| 预付账款           | 4,411          | 4,940          | 5,632          | 6,413          | 销售费用                 | 5,986        | 8,824        | 10,062       | 11,457        |
| 存货             | 53,066         | 59,435         | 67,762         | 77,154         | 管理费用                 | 3,290        | 3,758        | 4,285        | 4,879         |
| 合同资产           | 0              | 0              | 0              | 0              | 研发费用                 | 244          | 279          | 318          | 362           |
| 其他流动资产         | 27,647         | 28,720         | 29,929         | 31,291         | 财务费用                 | 709          | 882          | 1,006        | 1,146         |
| 流动资产合计         | 136,126        | 192,173        | 213,633        | 239,321        | 信用减值损失               | -10          | -10          | -10          | -10           |
| 其他长期投资         | 575            | 575            | 575            | 575            | 资产减值损失               | -162         | -162         | -162         | -162          |
| 长期股权投资         | 2,918          | 2,918          | 2,918          | 2,918          | 公允价值变动收益             | -262         | 262          | 262          | 262           |
| 固定资产           | 36,131         | 33,431         | 31,023         | 28,881         | 投资收益                 | 19           | 1,013        | 1,013        | 1,013         |
| 在建工程           | 9,692          | 9,792          | 9,792          | 9,692          | 其他收益                 | 324          | 0            | 0            | 0             |
| 无形资产           | 14,756         | 14,362         | 14,008         | 13,689         | 营业利润                 | 3,817        | 8,749        | 9,883        | 11,116        |
| 其他非流动资产        | 27,745         | 27,850         | 27,935         | 28,002         | 营业外收入                | 113          | 52           | 52           | 52            |
| 非流动资产合计        | 91,817         | 88,929         | 86,250         | 83,757         | 营业外支出                | 64           | 162          | 162          | 162           |
| <b>资产合计</b>    | <b>227,943</b> | <b>281,102</b> | <b>299,884</b> | <b>323,078</b> | <b>利润总额</b>          | <b>3,866</b> | <b>8,639</b> | <b>9,773</b> | <b>11,006</b> |
| 短期借款           | 88,013         | 127,793        | 131,752        | 138,706        | 所得税                  | 741          | 1,655        | 1,873        | 2,109         |
| 应付票据           | 2,797          | 3,133          | 3,572          | 4,067          | <b>净利润</b>           | <b>3,125</b> | <b>6,984</b> | <b>7,900</b> | <b>8,897</b>  |
| 应付账款           | 6,079          | 6,809          | 7,763          | 8,839          | 少数股东损益               | 114          | 255          | 288          | 324           |
| 预收款项           | 0              | 0              | 0              | 0              | <b>归属母公司净利润</b>      | <b>3,011</b> | <b>6,729</b> | <b>7,612</b> | <b>8,573</b>  |
| 合同负债           | 4,350          | 4,969          | 5,667          | 6,452          | NOPLAT               | 3,699        | 7,697        | 8,714        | 9,823         |
| 其他应付款          | 4,317          | 4,317          | 4,317          | 4,317          | <b>EPS (按最新股本摊薄)</b> | <b>0.56</b>  | <b>1.24</b>  | <b>1.40</b>  | <b>1.58</b>   |
| 一年内到期的非流动负债    | 2,734          | 2,734          | 2,734          | 2,734          |                      |              |              |              |               |
| 其他流动负债         | 8,195          | 9,135          | 10,334         | 11,684         |                      |              |              |              |               |
| 流动负债合计         | 116,486        | 158,890        | 166,137        | 176,800        |                      |              |              |              |               |
| 长期借款           | 15,722         | 20,442         | 25,161         | 29,880         |                      |              |              |              |               |
| 应付债券           | 501            | 501            | 501            | 501            |                      |              |              |              |               |
| 其他非流动负债        | 1,951          | 1,951          | 1,951          | 1,951          |                      |              |              |              |               |
| 非流动负债合计        | 18,174         | 22,893         | 27,613         | 32,332         |                      |              |              |              |               |
| <b>负债合计</b>    | <b>134,660</b> | <b>181,784</b> | <b>193,750</b> | <b>209,132</b> |                      |              |              |              |               |
| 归属母公司所有者权益     | 88,707         | 94,487         | 101,015        | 108,503        |                      |              |              |              |               |
| 少数股东权益         | 4,576          | 4,831          | 5,119          | 5,443          |                      |              |              |              |               |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>93,283</b>  | <b>99,318</b>  | <b>106,134</b> | <b>113,947</b> |                      |              |              |              |               |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>227,943</b> | <b>281,102</b> | <b>299,884</b> | <b>323,078</b> |                      |              |              |              |               |

| 现金流量表          |                |               |              |              |
|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |                |               |              |              |
| 会计年度           | 2022           | 2023E         | 2024E        | 2025E        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>725</b>     | <b>6,715</b>  | <b>6,227</b> | <b>4,898</b> |
| 现金收益           | 7,080          | 12,519        | 13,307       | 14,216       |
| 存货影响           | -6,160         | -6,369        | -8,328       | -9,392       |
| 经营性应收影响        | -2,732         | 334           | 621          | -821         |
| 经营性应付影响        | 1,994          | 1,065         | 1,393        | 1,571        |
| 其他影响           | 543            | -834          | -767         | -677         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-11,953</b> | <b>-471</b>   | <b>-431</b>  | <b>-391</b>  |
| 资本支出           | -10,610        | -1,659        | -1,638       | -1,613       |
| 股权投资           | -68            | 0             | 0            | 0            |
| 其他长期资产变化       | -1,275         | 1,188         | 1,207        | 1,222        |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>13,225</b>  | <b>42,533</b> | <b>6,587</b> | <b>9,444</b> |
| 借款增加           | 14,307         | 44,499        | 8,678        | 11,674       |
| 股利及利息支付        | -2,971         | -4,515        | -4,845       | -5,204       |
| 股东融资           | 272            | 0             | 0            | 0            |
| 其他影响           | 1,617          | 2,549         | 2,754        | 2,974        |

| 主要财务比率          |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度            | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 13.8%  | 14.2%  | 14.0%  | 13.9%  |
| EBIT增长率         | -28.9% | 108.1% | 13.2%  | 12.7%  |
| 归母公司净利润增长率      | -27.1% | 123.5% | 13.1%  | 12.6%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率             | 5.7%   | 7.5%   | 7.5%   | 7.5%   |
| 净利率             | 1.2%   | 2.4%   | 2.4%   | 2.3%   |
| ROE             | 3.2%   | 6.8%   | 7.2%   | 7.5%   |
| ROIC            | 3.0%   | 4.8%   | 5.0%   | 5.2%   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 59.1%  | 64.7%  | 64.6%  | 64.7%  |
| 债务权益比           | 116.8% | 154.5% | 152.7% | 152.5% |
| 流动比率            | 1.2    | 1.2    | 1.3    | 1.4    |
| 速动比率            | 0.7    | 0.8    | 0.9    | 0.9    |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 1.1    | 1.0    | 1.1    | 1.2    |
| 应收账款周转天数        | 14     | 13     | 10     | 9      |
| 应付账款周转天数        | 9      | 9      | 8      | 8      |
| 存货周转天数          | 74     | 74     | 74     | 74     |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.56   | 1.24   | 1.40   | 1.58   |
| 每股经营现金流         | 0.13   | 1.24   | 1.15   | 0.90   |
| 每股净资产           | 16.36  | 17.43  | 18.63  | 20.01  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 79     | 35     | 31     | 28     |
| P/B             | 3      | 3      | 2      | 2      |
| EV/EBITDA       | 754    | 416    | 389    | 361    |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。