

金龙鱼 (300999)

增持 (维持)

原料压力逐步减轻, Q4 盈利触底回升

2023年03月24日

市场数据

市场数据日期 2023-03-24

收盘价(元) 43.67

总股本(百万股) 5421.59

流通股本(百万股) 542.65

净资产(百万元) 88707.08

总资产(百万元) 227943.21

每股净资产(元) 16.36

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证农业】金龙鱼 2022 年中报点评: 原料价格趋势性回落, 业绩见拐点》2022-08-08

《【兴证农业】金龙鱼 2021 年报点评: 成本端承压, 静待盈利拐点》2022-03-26

《【兴证农业】金龙鱼半年报点评: 收入稳增, 成本端暂承压》2021-08-12

分析师:

曹心蕊

caoxinrui@xyzq.com.cn

S0190521050002

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

投资要点

- **事件:** 金龙鱼 2022 年实现营业收入 2574.85 亿元, 同比+13.82%; 归母净利润 30.11 亿元, 同比-27.12%; 扣非净利润 31.84 亿元, 同比-36.27%。**其中单四季度,** 公司营业收入 696.46 亿元, 同比+9.68%, 归母净利润 6.58 亿元, 同比+46.02%, 扣非净利润 9.25 亿元, 同比+10.26%。公司拟以 5,421,591,536 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 0.77 元 (含税)。
- **厨房食品收入稳步增长, 四季度盈利显著改善。** 2022 年公司厨房食品销量 2145.2 万吨 (同比+3.85%), 收入 1571.3 亿元 (同比+10.7%), 毛利率 6.7% (同比-1.6pct), 利润总额 28.5 亿元 (同比-11.5%)。受新冠病毒感染影响 2022 年全国餐饮消费疲软, 同时 C 端产品需求增加, 在全国布局、多品类、多渠道优势下公司全年厨房食品销量仍取得正增长。成本方面, 受不利天气及地缘冲突影响, 全年油脂油料价格仍在历史高位震荡, 国内一级豆油现货年均价为 10781 元/吨 (同比+12.5%), Q1-Q4 分别同比+17%/+25%/+8%/+1%, 棕榈油现货年均价 10961 元/吨 (同比+23.5%), Q1-Q4 分别同比+54%/+70%/+2%/-18%。公司终端产品虽有调价但未完全覆盖原料涨幅, 导致厨房食品毛利率同比下滑。但随着下半年原料价格高位回落, Q4 公司整体毛利率、净利率环比提升 2.1pct、0.5pct, 业绩触底回升。
- **原料成本抬升, 饲料原料与油脂科技业务量稳利减。** 2022 年公司饲料原料及油脂科技产品销量 2362.1 万吨 (同比+3.4%), 实现收入 986.1 亿元 (同比+19.5%), 毛利率 3.8% (同比-3.6pct), 利润总额 7.3 亿元 (同比-70.9%)。2022 年上半年生猪行业产能仍在去化, 下半年随着存栏恢复, 国内饲料需求回暖。公司全年油籽压榨 1257.2 万吨 (同比+18.4%), 下半年饲料原料销量同比转增, 但受原料大豆、棕榈油价格同比上涨影响, 饲料原料与油脂科技业务盈利同比下滑。
- **套保方面:** 公司全年投资收益 0.2 亿元 (其中衍生金融工具取得的投资收益-4.3 亿元, 2022H1/H2 分别为-12.4、+8.1 亿元), 公允价值变动损益-2.6 亿元, 合计-2.4 亿元 (2021 年合计为-8.4 亿元)。6 月起随着油脂油料价格下跌, 公司 Q2-Q4 投资收益均为正, 因套保体现在当期账面的损益从前期的损失转为盈利。

- **管理不断优化，费用率保持下降趋势。**2022 年公司销售/管理/财务费用率分别为 2.32%/1.28%/0.28%，同比-0.61pct/-0.23pct/0.17pct，合计-0.67pct。在行业成本压力骤增的背景下，公司着力降本增效、严控费用、精益管理，2022 年管理费用同比-3.75%。此外受国内新冠病毒感染影响，公司促销活动减少，销售费用同比下滑 9.7%。
- **渠道加速下沉，央厨业务持续推进。**2022 年公司加速进行渠道下沉、新品及空白市场渠道开发，年末公司经销商数量 7768 家，同比+27%，增速较 2021 年提升 7pct，其中增长主要来自东部、北部和西部地区。新业务方面，2022 年公司杭州、周口、重庆央厨已建成投产，其主要产品分别为预制菜/便当/酱料包、学生餐、火锅底料，预计 2023 年兴平、沈阳、廊坊等央厨基地也将建成投产，未来央厨业务有望协同公司其他产品成为新增长点。
- **油脂油料价格高点已过，2023 年公司成本压力将进一步减轻。**2022 年上半年全球农产品价格在俄乌冲突、印尼出口政策反复影响下高位续涨。但自 6 月美国宣布加息后，大宗商品市场普跌。下半年随着棕榈油产量恢复、需求走弱，以及巴西大豆丰产逐步兑现，预计 2023H1 全球油脂油料供需仍继续改善，价格或延续下跌趋势，公司原料成本有望进一步下降。
- **投资建议：**公司在粮油领域的品牌、渠道、成本壁垒深厚，近年持续借助平台优势拓展新产品及业务。未来随着原料价格进一步下跌，公司盈利能力有望继续改善。我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.92、1.14、1.27 元，基于 2023 年 3 月 24 日收盘价，对应 PE 为 47.3、38.3、34.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**农产品价格剧烈波动、衍生品交易风险、汇率风险、食品安全风险、政策变化、自然灾害

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	257485	244533	271807	294404
同比增长	13.8%	-5.0%	11.2%	8.3%
归母净利润(百万元)	3011	5002	6183	6888
同比增长	-27.1%	66.1%	23.6%	11.4%
毛利率	5.7%	6.9%	7.2%	7.2%
ROE	3.4%	5.3%	6.2%	6.5%
每股收益(元)	0.56	0.92	1.14	1.27
市盈率	78.6	47.3	38.3	34.4

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	136126	140367	148481	153762
货币资金	39462	41648	40555	41102
交易性金融资产	20105	16043	18074	17058
应收票据及应收账款	11541	10948	12169	13181
预付款项	4411	4555	6309	8194
存货	53066	56406	60024	62283
其他	3494	5904	6795	7360
非流动资产	91817	96058	97557	98617
长期股权投资	2918	2918	2918	2918
固定资产	36131	42374	44760	45542
在建工程	9692	5846	3673	2586
无形资产	14756	15639	16432	17256
商誉	5988	5988	5988	5988
长期待摊费用	240	247	268	312
其他	22092	23045	23518	24013
资产总计	227943	236425	246038	252378
流动负债	116486	115338	115951	113323
短期借款	88013	87582	87172	83822
应付票据及应付账款	8876	8088	8710	9154
其他	19597	19667	20068	20347
非流动负债	18174	22144	25317	27850
长期借款	15722	19498	22518	24935
其他	2452	2646	2798	2915
负债合计	134660	137481	141267	141173
股本	5422	5422	5422	5422
资本公积	36681	36681	36681	36681
未分配利润	44606	49334	54677	60569
少数股东权益	4576	4766	5000	5260
股东权益合计	93283	98944	104771	111205
负债及权益合计	227943	236425	246038	252378
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	3011	5002	6183	6888
折旧和摊销	3245	3866	4593	5138
资产减值准备	162	142	157	179
资产处置损失	-153	-125	-139	-132
公允价值变动损失	262	-154	-189	-243
财务费用	-344	981	1079	1154
投资损失	-19	-105	-117	-124
少数股东损益	114	189	234	261
营运资金的变动	-5724	-6416	-6577	-5315
经营活动产生现金流量	725	2586	4859	7337
投资活动产生现金流量	-11953	-2650	-7086	-4016
融资活动产生现金流量	13225	2251	1133	-2774
现金净变动	2284	2187	-1093	547
现金的期初余额	12573	39462	41648	40555
现金的期末余额	14857	41648	40555	41102

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	257485	244533	271807	294404
营业成本	242868	227739	252356	273119
税金及附加	634	602	669	724
销售费用	5986	5869	6523	7066
管理费用	3290	3124	3473	3761
研发费用	244	227	242	238
财务费用	709	981	1079	1154
其他收益	324	286	305	296
投资收益	19	105	117	124
公允价值变动收益	-262	154	189	243
信用减值损失	-10	-12	-11	-11
资产减值损失	-162	-142	-157	-179
资产处置收益	153	125	139	132
营业利润	3817	6507	8047	8946
营业外收入	112	133	123	128
营业外支出	64	218	232	230
利润总额	3866	6422	7938	8843
所得税	741	1230	1521	1694
净利润	3125	5192	6417	7149
少数股东损益	114	189	234	261
归属母公司净利润	3011	5002	6183	6888
EPS(元)	0.56	0.92	1.14	1.27

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.8%	-5.0%	11.2%	8.3%
营业利润增长率	-40.6%	70.5%	23.7%	11.2%
归母净利润增长率	-27.1%	66.1%	23.6%	11.4%
盈利能力				
毛利率	5.7%	6.9%	7.2%	7.2%
归母净利率	1.2%	2.0%	2.3%	2.3%
ROE	3.4%	5.3%	6.2%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	59.1%	58.2%	57.4%	55.9%
流动比率	1.17	1.22	1.28	1.36
速动比率	0.71	0.72	0.76	0.80
营运能力				
资产周转率	118.3%	105.3%	112.7%	118.1%
应收账款周转率	2584.5%	2264.2%	2448.4%	2418.4%
存货周转率	480.8%	412.0%	429.5%	442.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.56	0.92	1.14	1.27
每股经营现金	0.13	0.48	0.90	1.35
每股净资产	16.36	17.37	18.40	19.54
估值比率(倍)				
PE	78.6	47.3	38.3	34.4
PB	2.7	2.5	2.4	2.2

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn