

盈利逐步修复，看好央厨发展

金龙鱼 2022 年年报点评

核心观点

- 公司披露 2022 年年度报告。**2022 年公司营收 2574.85 亿元，同比+13.82%；归母净利润 30.11 亿元，同比-27.12%，扣非归母净利润 31.84 亿元，同比-36.27%。单四季度营收 696.46 亿元，同比+9.68%；归母净利润 6.58 亿元，同比+46.02%；扣非归母净利润 9.25 亿元，同比+10.26%。
- 稳产保供，营收稳健增长。**2022 年公司面对宏观经济的各种困难，充分发挥全国布局、多品类、多品牌、多渠道优势，实现销量和收入的稳健增长，2022 年厨房食品销量 2145.23 万吨，同比+4.12%，营收 1571.32 亿元，同比+10.67%；饲料原料及油脂科技销量 2362.1 万吨，同比+3.40%，营收 986.06 亿元，同比+19.50%。
- 成本上行，短期利润承压。**受到全球通胀、俄乌冲突、粮食减产等因素影响，2022 年 CBOT 大豆价格 1551.92 美分/蒲式耳，同比+12.9%；小麦国内现货价格 3122.43 元/吨，同比+19.1%；马来西亚棕榈油期货价格 4898.30 令吉/公吨，同比+17.6%。公司主要原料成本涨幅较大，同时受到国内经济疲软、消费不振等因素影响，公司产品价格上调幅度不及原料成本上涨幅度，导致各项业务毛利率有所下滑。2022 年厨房食品毛利率 6.68%，同比-1.62pct；饲料原料及油脂科技毛利率 3.81%，同比-3.60pct。
- 多线布局，央厨增长可期。**中央厨房项目是公司近年来重点发展的业务板块之一，凭借在食品领域的多年深耕，公司依托现有生产基地，建立了综合性的食品生产园区。截止 2022 年末，杭州、周口、重庆央厨已投产。公司适时推出了松露风味红烧肉、红烧狮子头、黑椒牛柳等预制菜，紧贴消费者需求。央厨业务有望充分释放公司在食品科技领域的综合能力，为公司业绩提供全新增长动力。

盈利预测与投资建议

- 考虑原材料价格波动和公司产品提价不及预期，我们下调盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润 56.37、68.04、86.91 亿元（原预测 23-24 年分别 68.62、78.69 亿元），同比分别+87.2%、+20.7%、+27.7%。公司业务涉及厨房食品、饲料原料和油脂科技，根据可比公司平均估值，我们给予公司 2023 年 46 倍 PE，目标价 47.84 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、原材料价格波动风险、套期保值风险、存货跌价风险、汇率波动风险

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	226,225	257,485	272,556	282,925	292,426
同比增长(%)	16.1%	13.8%	5.9%	3.8%	3.4%
营业利润(百万元)	6,430	3,817	7,477	9,334	11,649
同比增长(%)	-27.9%	-40.6%	95.9%	24.8%	24.8%
归属母公司净利润(百万元)	4,132	3,011	5,637	6,804	8,691
同比增长(%)	-31.1%	-27.1%	87.2%	20.7%	27.7%
每股收益(元)	0.76	0.56	1.04	1.25	1.60
毛利率(%)	8.2%	5.7%	7.6%	8.4%	9.2%
净利率(%)	1.8%	1.2%	2.1%	2.4%	3.0%
净资产收益率(%)	4.9%	3.4%	6.2%	7.0%	8.3%
市盈率	57.3	78.6	42.0	34.8	27.2
市净率	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年03月24日）	43.67 元
目标价格	47.84 元
52 周最高价/最低价	55.45/37.62 元
总股本/流通 A 股（万股）	542,159/54,265
A 股市值（百万元）	236,761
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2023 年 03 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.72	-5.15	-0.41	-10.72
相对表现	0	-4.31	-5.6	-5.44
沪深 300	1.72	-0.84	5.19	-5.28



证券分析师

张斌梅 021-63325888*6090
zhangbinmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020002
香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn
肖嘉颖 xiaojaying@orientsec.com.cn

相关报告

利润持续承压，静待原料回落：金龙鱼 2022-10-31
2022 年三季报点评
粮油龙头再出发：金龙鱼首次覆盖报告 2022-08-25

投资建议

考虑原材料价格波动和公司产品提价不及预期，我们下调盈利预测，预计 23-25 年公司实现归母净利润 56.37、68.04、86.91 亿元（原预测 23-24 年分别 68.62、78.69 亿元），同比分别+87.2%、+20.7%、+27.7%。公司业务涉及厨房食品、饲料原料和油脂科技，根据可比公司平均估值，我们给予公司 2023 年 46 倍 PE，目标价 47.84 元/股，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	总市值（亿元）					归母净利润（亿元）					市盈率				
		2023/3/24	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
603288.SH	海天味业	3,472.6	66.7	67.1	79.7	93.2	52.1	51.7	43.6	37.3						
603027.SH	千禾味业	223.3	2.2	3.1	4.4	5.6	100.9	71.0	51.1	40.0						
600305.SH	恒顺醋业	119.0	1.2	1.4	2.1	2.8	100.0	86.2	55.5	42.4						
603317.SH	天味食品	185.9	1.8	3.4	4.3	5.5	100.7	54.4	43.3	34.0						
002311.SZ	海大集团	974.3	16.0	28.6	45.4	53.6	61.0	34.1	21.5	18.2						
001215.SZ	千味央厨	61.8	0.9	1.0	1.4	1.8	69.9	61.2	45.0	34.5						
002726.SZ	龙大美食	95.8	-6.6	0.7	2.0	3.5	-14.6	131.2	47.4	27.2						
调整后平均							77.00	65.00	46.00	35.00						

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

食品安全风险

公司主要产品为厨房食品，若公司产品因质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的生产经营和盈利能力。

原材料价格波动风险

公司主要原材料为大豆、稻谷、小麦、棕榈油等农产品，容易受到天气、贸易政策等因素影响，若发生较大自然灾害或贸易扰动，会导致农产品价格上涨，进而提高公司成本，给公司盈利能力带来负面影响。

套期保值风险

公司使用期货、远期外汇合约等金融衍生工具进行套期保值，虽然套期保值可以帮助公司转移和规避原材料价格波动、汇率波动带来的风险，但套保交易本身也会带来各种风险，进而影响公司利润水平。

存货跌价风险

公司存货主要为原材料和库存商品，公司保持一定的库存量能够保障生产经营的稳定性，但如果原材料、库存商品的行情出现大幅下滑或者公司产品销售不畅，而公司未能及时有效应对并做出相应调整，公司将面临存货跌价的风险。

汇率波动风险

公司部分主要原材料从海外进口，主要以美元结算。受人民币汇率水平变化影响，原材料采购价格可能产生异常波动，如公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司的盈利能力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	43,835	39,462	47,292	53,570	60,034	营业收入	226,225	257,485	272,556	282,925	292,426
应收票据、账款及款项融资	9,596	11,819	13,126	13,428	13,795	营业成本	207,723	242,868	251,821	259,107	265,535
预付账款	4,255	4,411	5,638	5,340	5,526	营业税金及附加	546	634	655	686	710
存货	46,906	53,066	58,861	60,564	62,067	营业费用	6,626	5,986	7,159	8,287	8,857
其他	20,426	27,369	28,444	28,625	28,791	管理费用及研发费用	3,673	3,534	4,137	4,301	4,435
流动资产合计	125,018	136,126	153,362	161,528	170,213	财务费用	259	709	1,395	1,338	1,259
长期股权投资	2,850	2,918	2,918	2,918	2,918	资产、信用减值损失	472	172	562	609	676
固定资产	32,196	36,131	43,045	47,440	49,679	公允价值变动收益	866	(262)	103	189	178
在建工程	7,168	9,692	6,514	5,343	4,321	投资净收益	(1,709)	19	190	153	121
无形资产	13,850	14,756	14,878	14,953	14,986	其他	346	477	358	394	397
其他	26,168	28,320	7,016	6,915	6,877	营业利润	6,430	3,817	7,477	9,334	11,649
非流动资产合计	82,232	91,817	74,372	77,568	78,781	营业外收入	153	112	178	148	146
资产总计	207,250	227,943	227,734	239,096	248,995	营业外支出	406	64	237	236	179
短期借款	78,724	88,013	83,794	85,691	84,530	利润总额	6,177	3,866	7,419	9,246	11,616
应付票据及应付账款	7,059	8,876	9,222	9,254	9,638	所得税	1,689	741	1,421	2,023	2,331
其他	17,220	19,597	17,726	18,373	18,517	净利润	4,489	3,125	5,997	7,223	9,285
流动负债合计	103,002	116,486	110,742	113,318	112,685	少数股东损益	357	114	360	419	594
长期借款	11,003	15,722	17,258	18,822	20,070	归属于母公司净利润	4,132	3,011	5,637	6,804	8,691
应付债券	500	501	501	501	501	每股收益(元)	0.76	0.56	1.04	1.25	1.60
其他	1,636	1,951	234	234	234						
非流动负债合计	13,140	18,174	17,993	19,557	20,804						
负债合计	116,142	134,660	128,735	132,875	133,489						
少数股东权益	4,408	4,576	4,937	5,356	5,950	主要财务比率					
实收资本(或股本)	5,422	5,422	5,422	5,422	5,422						
资本公积	36,598	36,681	36,681	36,681	36,681	成长能力					
留存收益	44,147	46,740	51,960	58,763	67,454	营业收入	16.1%	13.8%	5.9%	3.8%	3.4%
其他	535	(135)	0	0	0	营业利润	-27.9%	-40.6%	95.9%	24.8%	24.8%
股东权益合计	91,108	93,283	98,998	106,221	115,506	归属于母公司净利润	-31.1%	-27.1%	87.2%	20.7%	27.7%
负债和股东权益总计	207,250	227,943	227,734	239,096	248,995	获利能力					
						毛利率	8.2%	5.7%	7.6%	8.4%	9.2%
						净利率	1.8%	1.2%	2.1%	2.4%	3.0%
						ROE	4.9%	3.4%	6.2%	7.0%	8.3%
						ROIC	2.9%	1.9%	3.6%	4.0%	4.7%
						偿债能力					
						资产负债率	56.0%	59.1%	56.5%	55.6%	53.6%
						净负债率	53.6%	72.4%	56.6%	50.6%	41.0%
						流动比率	1.21	1.17	1.38	1.43	1.51
						速动比率	0.75	0.71	0.84	0.88	0.94
						营运能力					
						应收账款周转率	28.3	25.8	23.9	23.7	23.6
						存货周转率	4.7	4.8	4.4	4.2	4.2
						总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						每股指标(元)					
						每股收益	0.76	0.56	1.04	1.25	1.60
						每股经营现金流	0.13	0.13	3.74	1.96	2.45
						每股净资产	15.99	16.36	17.35	18.60	20.21
						估值比率					
						市盈率	57.3	78.6	42.0	34.8	27.2
						市净率	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2
						EV/EBITDA	34.1	38.5	23.1	19.2	16.1
						EV/EBIT	42.4	62.6	32.0	26.6	22.0

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4,489	3,125	5,997	7,223	9,285
折旧摊销	1,622	2,847	3,422	4,135	4,653
财务费用	259	709	1,395	1,338	1,259
投资损失	1,709	(19)	(190)	(153)	(121)
营运资金变动	(8,865)	(3,494)	(10,454)	(2,347)	(2,310)
其它	1,513	(2,444)	20,080	420	498
经营活动现金流	725	725	20,251	10,615	13,264
资本支出	(8,559)	(10,024)	(7,229)	(7,362)	(5,882)
长期投资	(176)	(393)	0	0	0
其他	(12,829)	(1,536)	293	342	299
投资活动现金流	(21,565)	(11,953)	(6,936)	(7,020)	(5,583)
债权融资	9,161	4,989	546	2,124	1,204
股权融资	(297)	83	0	0	0
其他	1,202	8,153	(6,032)	559	(2,420)
筹资活动现金流	10,066	13,225	(5,485)	2,683	(1,217)
汇率变动影响	(56)	287	-0	-0	-0
现金净增加额	(10,830)	2,284	7,830	6,278	6,464

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。