

挂面+方便食品双轮驱动，业绩表现亮眼

克明食品(002661)

评级:	买入	股票代码:	002661
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	13.57/10.13
目标价格:		总市值(亿)	40.49
最新收盘价:	11.98	自由流通市值(亿)	39.75
		自由流通股数(百万)	331.84

事件概述

公司22年实现营收50.2亿元，同比+16.02%，归母净利润1.55亿元，同比+129.48%；其中22Q4实现收入14.4亿元，同比+15.48%，归母净利润0.27亿元，同比+427.87%。公司23Q1实现收入14.60亿元，同比+15.37%；归母净利润0.35亿元，同比+385.86%。

分析判断:

► 营收稳健增长，挂面+方便食品双轮驱动

2022年，公司在挂面与方便食品两大赛道上，加大中高端产品的研发与销售，依托全渠道精准营销，实现产品量价齐升，加之公司持续推进“小一体化”战略，面制品综合竞争优势领跑全行业。

分产品来看，2022年公司面条/面粉/方便食品/其他类产品分别实现营收31.3/6.3/4.2/8.3亿元，分别同比+26.81%/-12.10%/+24.54%/+4.38%，面条与方便食品“双轮”驱动持续推进。公司挂面中高端品牌“陈克明”与方便食品品牌“五谷道场”针对不同消费者积极布局新品，进行差异化竞争，主推新品反馈热烈，收入突破千万，有效调整品项结构。

分地区来看，2022年公司华东/华中/华南/其他地区分别实现营收12.4/20.1/8.0/9.6亿元，分别同比+20.15%/+12.07%/+18.05%/+17.79%，均实现稳健增长。我们认为公司在面业综合优势突出，未来有望继续推进全国化。

► 毛利率平稳+费用率下降，盈利能力提升

22年成本端来看，公司毛利率为15.75%，同比-0.07pct，在全年小麦价格同比上涨近20%的情况下整体保持稳定。我们认为得益于：1)公司持续发挥“小一体化”优势；2)公司主动维护市场体系，高毛利产品销量与收入接近历史峰值。费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率为6.6%/3.4%/0.7%/0.6%，分别同比-1.77/-1.26/+0.02/+0.2pct，其中销售费用与管理费用同比下滑较大主因股权激励费用差异所致。利润端来看，公司销售净利润率3.08%，同比+1.52pct，盈利能力显著提升。

23Q1成本端来看，公司毛利率为13.19%，同比-2.15pct，我们认为小麦价格虽环比有所回落，但同比仍在高位，使得公司报表成本端依然承压。费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为4.72%/3.33%/0.57%/1.31%，分别同比-1.29/-0.86/+0.02/+0.61pct。利润端来看，公司销售净利润率同比+5.2pct，预计受合并报表影响，但我们认为主业盈利能力亦有所提升。

► 品牌研发渠道全方面发力，保持核心竞争力

公司22年在品牌、研发、渠道等方面发力，综合优势得以巩固。品牌端，公司与多款知名IP合作，通过多种媒介投放广告，增强消费者印象。研发端，公司2022年进行72个研发项目，为新品推出提供支持。渠道端，公司采取维护价格体系，制定新客户帮扶流程等方式，渠道利润有所提升。展望2023年，我们认为公司将在品牌端坚持大IP战略、研发端打造差异化新品、渠道端着力推进全国化，多方面共同发力，保持面业龙头核心竞争力。

投资建议

参考公司最新财务表现，我们上调公司23-24年营收53.61/58.79亿元的预测至55.97/61.85亿元，新增25年营收预测67.54亿元；上调公司23年EPS为0.63元的预测至0.64元，下调公司24年EPS为0.84元的预测至0.78元，新增25年EPS为0.86元的预测。参考4月28日收盘价11.98元/股，对应PE

分别 19/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格变动风险、新品推广不及预期、疫情反复风险

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,327	5,020	5,597	6,185	6,754
YoY (%)	9.3%	16.0%	11.5%	10.5%	9.2%
归母净利润(百万元)	67	155	217	263	290
YoY (%)	-77.0%	129.5%	39.9%	21.4%	10.4%
毛利率 (%)	15.8%	15.8%	16.1%	16.2%	16.3%
每股收益 (元)	0.20	0.48	0.64	0.78	0.86
ROE	2.6%	6.0%	7.7%	8.6%	8.6%
市盈率	58.73	25.01	18.69	15.40	13.95

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

分析师: 卢周伟

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,020	5,597	6,185	6,754	净利润	154	216	262	290
YoY (%)	16.0%	11.5%	10.5%	9.2%	折旧和摊销	219	226	242	263
营业成本	4,229	4,696	5,183	5,653	营运资金变动	-133	33	-155	155
营业税金及附加	33	37	41	45	经营活动现金流	309	506	384	744
销售费用	331	375	402	445	资本开支	-416	-426	-405	-415
管理费用	171	213	232	251	投资	-42	-4	-8	-8
财务费用	29	20	19	22	投资活动现金流	-457	-428	-412	-421
研发费用	34	37	42	45	股权募资	13	0	0	0
资产减值损失	-17	-4	-4	-4	债务募资	292	56	72	87
投资收益	0	2	1	2	筹资活动现金流	171	27	40	52
营业利润	196	264	317	347	现金净流量	24	105	12	374
营业外收支	-7	0	0	0					
利润总额	189	264	317	347	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	34	47	54	57	成长能力				
净利润	154	216	262	290	营业收入增长率	16.0%	11.5%	10.5%	9.2%
归属于母公司净利润	155	217	263	290	净利润增长率	129.5%	39.9%	21.4%	10.4%
YoY (%)	129.5%	39.9%	21.4%	10.4%	盈利能力				
每股收益	0.48	0.64	0.78	0.86	毛利率	15.8%	16.1%	16.2%	16.3%
					净利率	3.1%	3.9%	4.3%	4.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.5%	4.6%	5.1%	5.1%
货币资金	317	421	433	808	净资产收益率 ROE	6.0%	7.7%	8.6%	8.6%
预付款项	57	95	94	102	偿债能力				
存货	844	661	1,015	817	流动比率	0.86	0.88	0.94	1.01
其他流动资产	180	332	206	374	速动比率	0.29	0.42	0.33	0.56
流动资产合计	1,397	1,510	1,748	2,101	现金比率	0.20	0.25	0.23	0.39
长期股权投资	23	27	35	43	资产负债率	41.2%	40.5%	40.1%	40.4%
固定资产	2,043	2,145	2,200	2,244	经营效率				
无形资产	221	216	211	206	总资产周转率	1.21	1.23	1.26	1.26
非流动资产合计	3,010	3,211	3,378	3,535	每股指标 (元)				
资产合计	4,407	4,721	5,127	5,636	每股收益	0.48	0.64	0.78	0.86
短期借款	703	759	831	918	每股净资产	7.67	8.31	9.09	9.95
应付账款及票据	526	558	589	680	每股经营现金流	0.91	1.50	1.14	2.20
其他流动负债	388	398	438	479	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,617	1,715	1,858	2,077	估值分析				
长期借款	124	124	124	124	PE	25.01	18.69	15.40	13.95
其他长期负债	74	74	74	74	PB	1.54	1.44	1.32	1.20
非流动负债合计	197	197	197	197					
负债合计	1,814	1,912	2,055	2,274					
股本	338	338	338	338					
少数股东权益	0	0	0	-1					
股东权益合计	2,593	2,809	3,072	3,362					
负债和股东权益合计	4,407	4,721	5,127	5,636					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。