



2017 年 09 月 27 日

增持(首次评级)

当前价: 14.8 元

目标价: 17 元

分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001

电话: 021-51782237

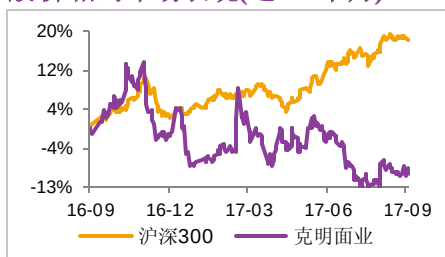
邮箱: shishanhu@lxsec.com

研究助理: 刘宸倩

电话: 021-51782335

邮箱: liuchengqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,164	2,427	2,852	3,385
(+/-)	18.6%	12.2%	17.5%	18.7%
归母净利润	137	155	188	227
(+/-)	29.3%	13.3%	21.1%	20.5%
EPS(元)	0.41	0.46	0.56	0.68
P/E	36.49	32.20	26.59	22.07

资料来源: 联讯证券研究院

克明面业(002661.SZ)

【联讯食品饮料公司深度】克明面业(002661.SZ): 挂面龙头产能扩张, 新品类带动增长

投资要点

✧ 挂面行业空间广阔, 集中度不断提升

2003-2014 年, 中国挂面市场由 126 万吨增长到 580 万吨左右, CAGR 约为 14.9%; 全国挂面市场终端销售额从约 48 亿元增长到约 440 亿元, CAGR 超过 20%。由于行业价格战激烈, 加之经济低迷影响终端, 2015 年挂面行业收入增长仅在 3-5% 左右。据中国食品工业协会预测, 按照年均 5% 的增速预计 2025 年能提升至 1000 万吨以上, 我们认为挂面行业潜在需求量巨大。2009-2016 年, 商超 CR5 从 33% 提升到 46%, 行业集中度不断提升。

✧ 募投扩大产能, 收购五谷道场扩充新品类

2015 年, 公司募集资金 11.78 亿元, 用于建设年产 37.5 万吨挂面生产线项目、延津年产 20 万吨小麦粉项目和研发、渠道项目。2016 年, 公司扩充产能近 20 万吨, 新投产项目能有利于保证公司原料供应和成本控制。2017 年 6 月, 克明面业以 5228 万元收购中粮五谷道场食品有限公司 100% 股权及 5368 万债券。公司收购五谷道场有望丰富公司品类, 借助五谷道场渠道、品牌和网络效应推广公司其他产品。

✧ 公司挂面品质优秀, 销售网络布局广阔

公司挂面产品采用“三醒三蒸”工艺, 挂面具有面体细润、面筋劲道、面质均匀。在原材料品质方面, 发行人是行业内最早提出不使用面粉增白剂的企业之一。公司经销与直销模式结合, 其中经销模式占 70% 以上。从渠道看, 公司销售渠道覆盖商超和流通, 比例为 1: 1。目前, 公司有 11 个销售大区, 31 个省级销售单元, 地县级经销商 1000 余家, 基本覆盖全国主要地级市。

✧ 管理层稳定, 员工持股利益绑定

公司为家族企业, 实际控制人为陈克明先生。截至 2017H1, 陈克明及其一致行动人通过克明投资持有公司股份 33.81%。至今, 公司已推出两期员工持股计划。第一期员工持股计划于 2017 年 5 月买入, 董监高份额占比 80%, 占总股本 4.81%, 锁定期一年。第二期员工持股计划资金上限为 2.75 亿元, 预计占股本 5% 以上, 尚未开始买入。通过高管持股, 管理层利益与上市公司高度绑定。

✧ 盈利预测与估值: 目标价格“17 元/股”, 投资评级“增持”

假设:

1) 收入预测: 2016 年 12 月, 公司对面条全面提价。经销商囤货严重导致 2017 年整体增速放缓。我们预测 2018-2019 年, 公司收入将恢复增长。2017-2019 年营业收入分别为 24.27、28.52 和 33.85 亿元, 增速分别为 12.2%、17.5% 和 18.7%。



2) 毛利率：随着产品结构升级，我们预测公司毛利率稳步提升，2017-2019 年分别为 22.0%、22.5%和 22.8%。

3) 费用率：我们预测 2017-2019 年销售费率为 10.0%、10.3%和 10.4%；管理费率为 4.0%、4.1%和 4.2%。

我们预计 2017-2019 年收入分别为 24.27、28.52 和 33.85 亿元，归母净利润分别为 1.55、1.88 和 2.27 亿元，EPS 分别为 0.46、0.56 和 0.68 元，对应 PE 分别为 32 倍、26 倍和 22 倍。给予公司 2019 年 25 倍 PE，目标价 17 元。首次覆盖给予“增持”评级。

✧ 风险提示

行业竞争加剧；原材料价格大幅涨价



投资案件

投资评级与估值

受益于产能扩张和公司新品类的丰富,我们预计2017-2019年收入分别为24.27、28.52和33.85亿元,归母净利润分别为1.55、1.88和2.27亿元, EPS分别为0.46、0.56和0.68元,对应PE分别为32倍、26倍和22倍。给予公司2019年25倍PE,目标价17元。首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

(1) 2017-2019年,面制品收入增速分别为10.7%、17.1%和19.0%;面粉收入增速分别为50.0%、30.0%和20.0%。

(2) 毛利率:随着产品结构升级,我们预测公司毛利率稳步提升,2017-2019年分别为22.0%、22.5%和22.8%。

(3) 费用率:我们预测2017-2019年销售费率为10.0%、10.3%和10.4%;管理费率为4.0%、4.1%和4.2%。

有别于大众认识

市场可能认为1)近年来面粉成本上升,导致公司毛利率承压;2)五谷道场历史亏损,负债高企,扭亏为盈压力大。我们认为:

公司面粉项目已经投产,能够有效应对原材料价格波动带来的成本压力;

管理层执行力强,五谷道场的品牌力和渠道有利于发展湿面等新品类,两年内扭亏为盈可期。

股市表现的催化剂

面粉成本大幅下降,新品类放量,产品升级超预期

核心假设风险

- (1) 行业竞争加剧
- (2) 原材料价格大幅涨价



目 录

一、公司是国内专注于挂面生产的家族企业.....	6
（一）挂面产品齐全，定位中高端市场.....	6
（二）2017 年上半年归母净利润同比增长约 9%.....	6
（三）公司历史沿革和股权情况.....	7
二、挂面行业空间广阔，集中度不断提升.....	9
（一）挂面行业增长稳定，潜在需求量巨大.....	9
（二）集中度提升趋势明显，产品结构升级.....	9
（三）原材料价格上涨，挂面企业盈利能力承压.....	10
三、公司的竞争优势显著.....	11
（一）挂面品质优秀，产品种类丰富.....	11
（二）深耕华中、华东和华南区域，着力开拓北方市场.....	12
（三）经销与直销结合，销售网络布局广阔.....	12
（四）定增后实现产能扩张，推动规模增长.....	13
（五）收购五谷道场开拓新品类，股权激励措施到位.....	14
四、盈利预测与估值.....	14
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 2016 年公司主营业务占比.....	6
图表 2： 2012-2017H1 营业总收入及综合毛利率.....	7
图表 3： 2012-2017H1 归母净利润及净利率.....	7
图表 4： 2012-2016 如意面收入及毛利率.....	7
图表 5： 2012-2016 强力面收入及毛利率.....	7
图表 6： 2012-2016 高筋面收入及毛利率.....	7
图表 7： 2012-2016 营养面收入及毛利率.....	7
图表 8： 公司历史沿革.....	8
图表 9： 2017H1 前十大股东.....	8
图表 10： 克明面业员工持股情况.....	8
图表 11： 挂面的四个发展阶段.....	9
图表 12： 挂面销售额及增速.....	9
图表 13： 挂面产量和需求量.....	9
图表 14： 行业集中度持续提升.....	10
图表 15： 2016 年挂面龙头公司市占率.....	10
图表 16： 克明面业主要竞争对手情况.....	10
图表 17： 不同档次挂面毛利率.....	10
图表 18： 小麦价格持续上涨.....	11



图表 19: 面粉批发价格.....	11
图表 20: 公司产品标准高于国际一级品标准.....	11
图表 21: 公司挂面产品种类.....	12
图表 22: 克明面业各区域市场收入占比.....	12
图表 23: 2016 年各区域市场收入占比情况.....	12
图表 24: 克明面业销售模式.....	13
图表 25: 克明非公开拟募投项目.....	13
图表 26: 克明面业产销量情况.....	13
图表 27: 股权激励考核指标.....	14
图表 28: 公司收入分拆及预测.....	14
图表 29: 可比公司估值（截止 2017 年 9 月 22 日）.....	15
图表 30: 克明面业 PE-Band	16
图表 31: 克明面业 PB-Band	16
附录: 公司财务预测表	17



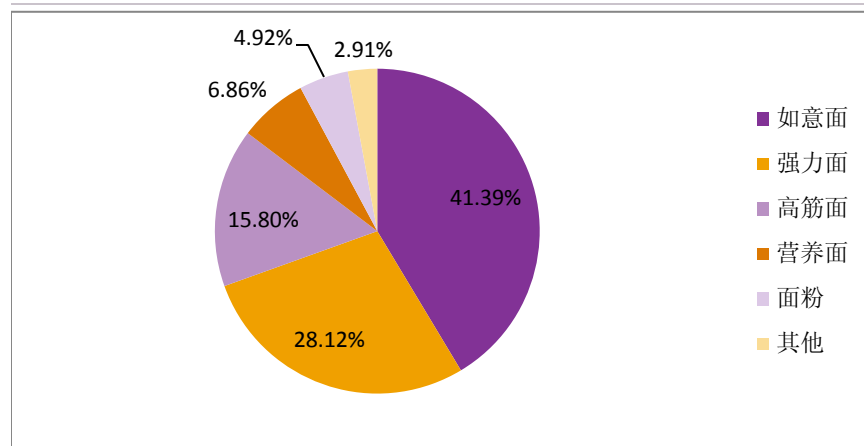
一、公司是国内专注于挂面生产的家族企业

（一）挂面产品齐全，定位中高端市场

公司拥有“强力”、“高筋”、“如意”和“营养”四大品类挂面产品。公司主要产品为“陈克明”品牌挂面产品，拥有强力、高筋、如意、营养、儿童、礼品等 6 大系列，300 多个挂面规格品种。根据面粉的品质优劣程度不同，面条可分为“强力”、“高筋”、“如意”和“营养”四个品类。近两年来，陆续增加了面粉、半干面、湿面、米粉等品类的生产、销售业务。2016 年，如意面、强力面、高筋面、营养面、面粉及其他销售收入占营业收入比重分别为 41.39%、28.12%、15.80%、6.86%、4.92%和 2.91%。

公司“陈克明”品牌定位于挂面产品的中高端市场，同时，通过委外加工方式补充低端产品市场。

图表1： 2016 年公司主营业务占比



资料来源:公司公告, 联讯证券

（二）2017 年上半年归母净利润同比增长约 9%

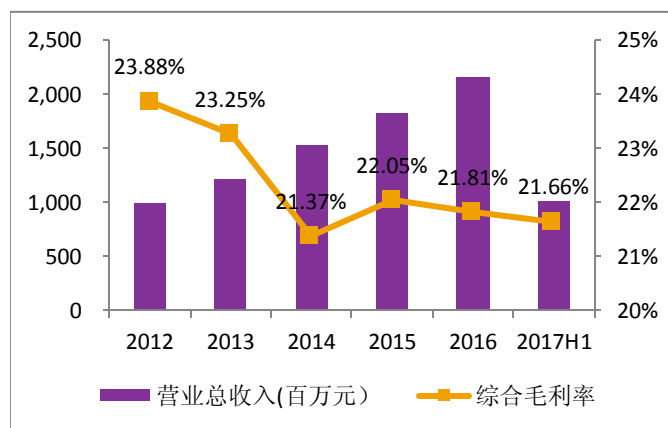
2017H1，公司营业收入 10.18 亿元，同比增长 7.51%；归母净利润 6722.60 万元，同比增长 8.91%；扣非后归母净利润 4878.00 万元，同比增长 2.21%。

2012-2016 年，公司营业总收入从 10.02 亿元增长到 21.64 亿元，年均复合增长 21.41%。主营产品中销量最大的是如意面，销售收入从 4.11 亿元增长 8.95 亿元，年复合增长 21.49%；销售收入增长最快的是营养面，年复合增速为 45.39%；强力面和高筋面的年复合增速分别为 16.70%和 11.01%。

2012-2016 年，受到原材料价格上涨影响，公司综合毛利率从 23.88%下降到 21.81%，2017H1 综合毛利率为 21.66%。产品中强力面毛利率最高，平均值为 31.56%。

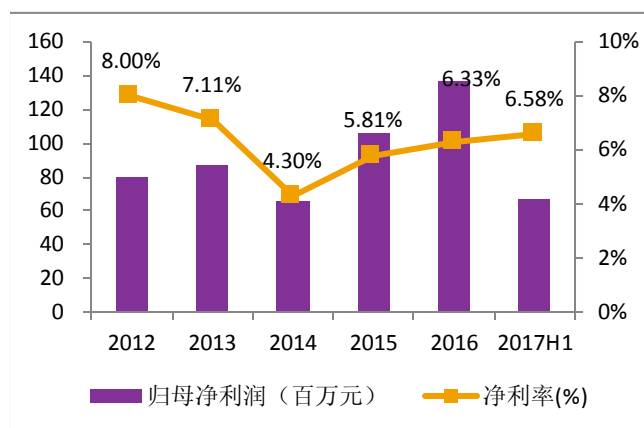


图表2： 2012-2017H1 营业总收入及综合毛利率



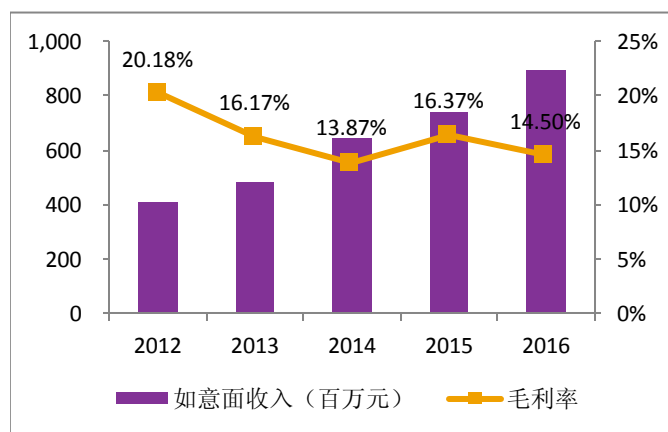
资料来源：Wind， 联讯证券

图表3： 2012-2017H1 归母净利润及净利率



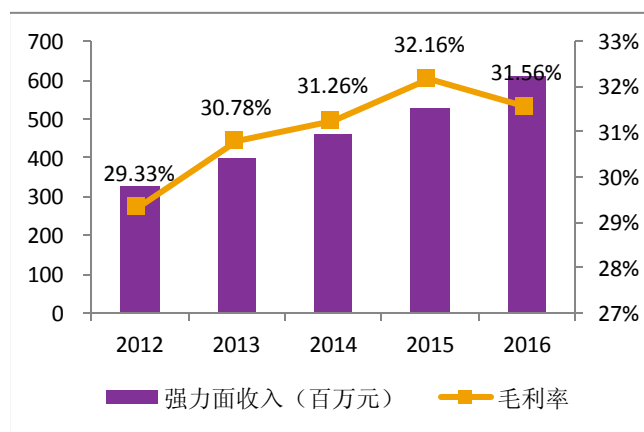
资料来源：Wind， 联讯证券

图表4： 2012-2016 如意面收入及毛利率



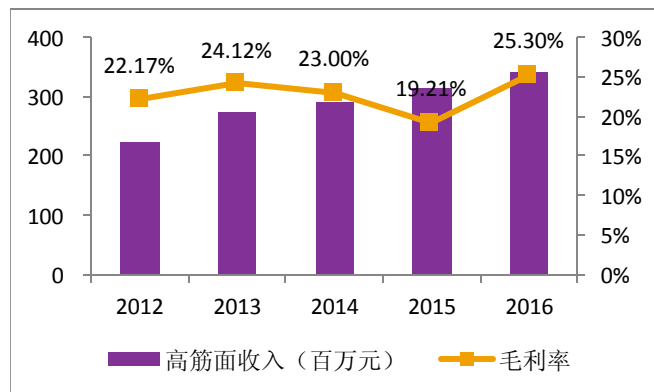
资料来源：Wind， 联讯证券

图表5： 2012-2016 强力面收入及毛利率



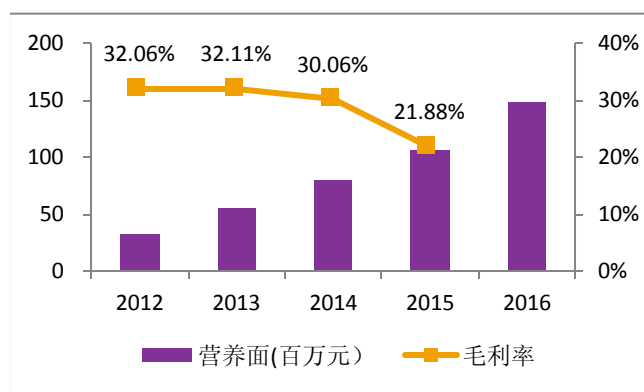
资料来源：Wind， 联讯证券

图表6： 2012-2016 高筋面收入及毛利率



资料来源：Wind， 联讯证券

图表7： 2012-2016 营养面收入及毛利率



资料来源：Wind， 联讯证券

(三) 公司历史沿革和股权情况

公司为家族企业，实际控制人为陈克明先生。陈克明先生对挂面有数十年的制造经验，人称面痴。公司始创于1984年，2012年在深圳中小板挂牌上市。截至2017H1，陈



克明及其一致行动人通过克明投资持有公司股份 33.81%。陈克明的兄长、妹妹及子女等均持有公司股份，并且担任公司高管。至今，公司已推出两期员工持股计划。第一期员工持股计划于 2017 年 5 月买入，董监高份额占比 80%，占总股本 4.81%，锁定期一年。第二期员工持股计划资金上限为 2.75 亿元，预计占股本 5%以上，尚未开始买入。通过高管持股，管理层利益与上市公司高度绑定。

图表8： 公司历史沿革

时间	事件
1984	陈克明先生开始从事挂面的生产和销售
1997	陈克明、黄田化、陈源芝共同出资成立克明面业制造有限公司
2007	整体变更为股份有限公司
2012	深圳中小板挂牌上市

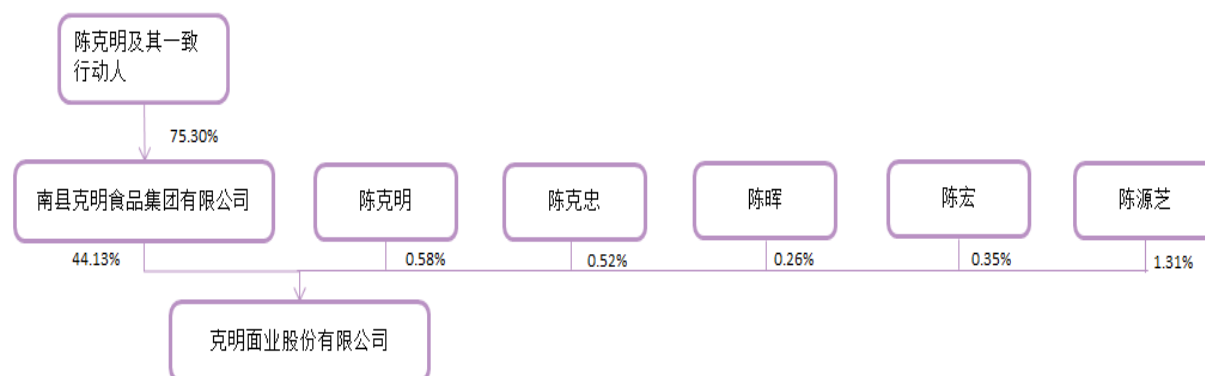
资料来源：公司官网，联讯证券

图表9： 2017H1 前十大股东

股东名称	持股数量	占总股本比例
南县克明食品集团有限公司	148,410,000	44.13%
兴业国际信托有限公司-克明面业 1 号员工持股集合资金信托	16,177,731	4.81%
招商财富-招商银行-民商 1 号专项资产管理计划	12,000,000	3.57%
中国华电集团财务有限公司	7,999,998	2.38%
创金合信基金-招商银行-津杉华融 1 号资产管理计划	7,974,598	2.37%
深圳修能资本管理有限公司	6,637,972	1.97%
陈源芝	4,415,500	1.31%
光大兴陇信托有限责任公司-光大信托招盈 2 号证券投资单-资金信托	4,163,184	1.24%
中央汇金资产管理有限责任公司	3,618,600	1.08%
中国工商银行股份有限-广发多策略灵活配置混合型证券投资基金	3,399,846	1.01%
合计	214,797,429	63.87%

资料来源：公司公告，联讯证券

图表10： 克明面业员工持股情况



资料来源：公司公告，联讯证券



二、挂面行业空间广阔，集中度不断提升

（一）挂面行业增长稳定，潜在需求量巨大

挂面的发展经历了四个阶段，产品从低档到中高档升级，行业集中度不断提高。挂面是以小麦粉、荞麦粉、高粱粉、绿豆、大豆等为原料，添加适量食用盐、食用碱，经加水、和面、熟化、压延、切条、烘干等工序加工的干面条制品。中国是世界上最大的挂面食品生产国和消费国，挂面也从单一的果腹、便捷、低档次产品，发展成为集营养、功能、保健、美味、方便于一身的中高档产品。

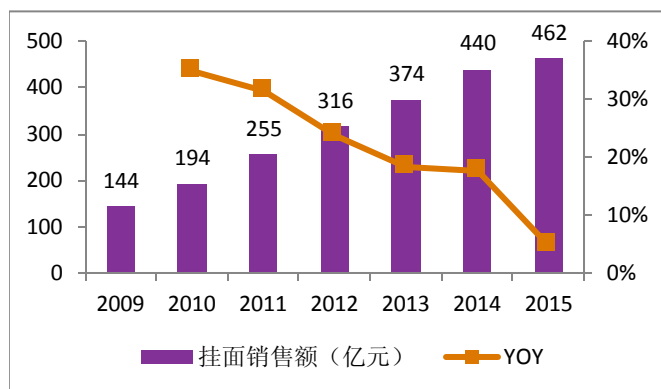
据中国食品工业协会预测，按照年均 5% 的增速预计 2025 年能提升至 1000 万吨以上，我们认为挂面行业潜在需求量巨大。2003-2014 年，中国挂面市场由 126 万吨增长到 580 万吨左右，CAGR 约为 14.9%；全国挂面市场终端销售额从约 48 亿元增长到约 440 亿元，CAGR 超过 20%。由于行业价格战激烈，加之经济低迷影响终端，2015 年挂面行业收入增长仅在 3-5% 左右。

图表11：挂面的四个发展阶段

阶段	时间	发展特点
第一阶段	80 年代之前	挂面产品以低档为主，企业多是粮食系统直属的国有企业。
第二阶段	80 年代初到 90 年代中期	从日本引进挂面生产线，提高产品质量，挂面产品从本区域销往外地。
第三阶段	90 年代中期-2015 年	功能性、营养性的中高档挂面花色品种进入市场，民营企业成为主力军
第四阶段	2015 年以后	行业集中度提高，产品结构向中高档挂面升级

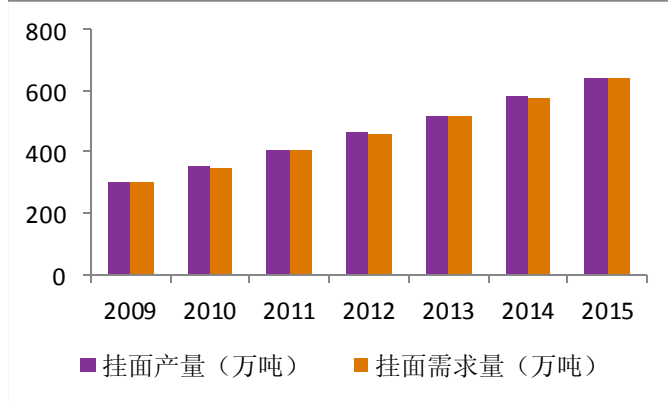
资料来源：公司公告，联讯证券

图表12：挂面销售额及增速



资料来源：Wind，联讯证券

图表13：挂面产量和需求量



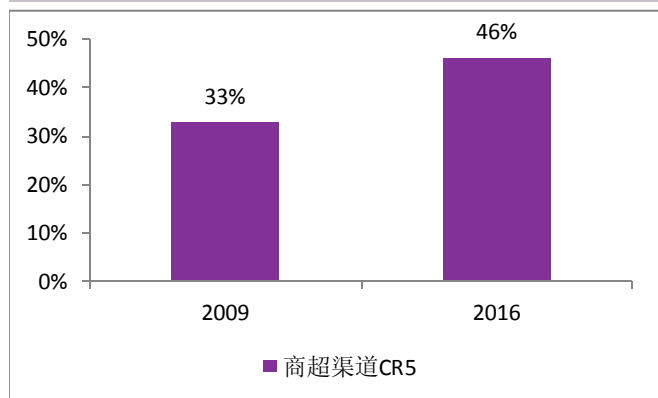
资料来源：Wind，联讯证券

（二）集中度提升趋势明显，产品结构升级

2009-2016 年，商超 CR5 从 33% 提升到 46%，行业集中度不断提升。克明面业 2016 年市占率 19%，商超市占率为第二名两倍以上，龙头地位巩固。我们预计未来行业集中度仍有提升空间。首先，消费升级带动消费者品牌意识增强，商超购物的费用压力导致小企业难进入商超渠道。再次，原材料面粉价格上行导致小企业难以转移成本压力。

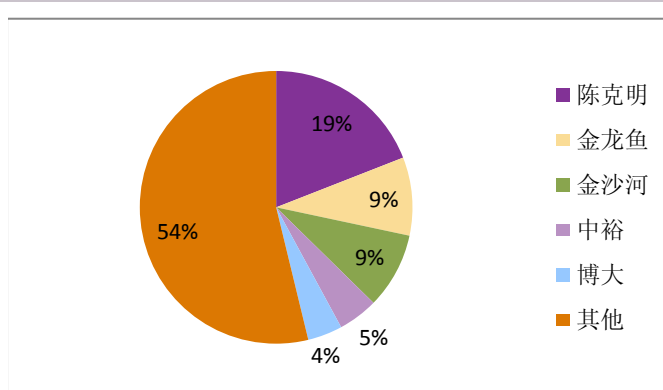


图表14: 行业集中度持续提升



资料来源: Wind, 联讯证券

图表15: 2016 年挂面龙头公司市占率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表16: 克明面业主要竞争对手情况

公司	成立时间	产能	区域	品牌
中粮集团		10 万吨	河南郑州、濮阳、山东德州、辽宁沈阳	香雪牌
金沙河面业	2001 年 1 月	日产 680 吨	东北、华北、西北等	金沙牌
安徽丰大	1997 年	-	北京、天津、长春、沈阳等城市	丰大
今麦郎	2002 年 8 月	年产 9 万吨	布局全国但渠道不深	今麦郎
博大面业	2001 年 6 月	年产 13 万吨	华北、华东、中南、西南	博大

资料来源: 联讯证券

消费升级带动产品升级。目前, 国内市场挂面仍以低档产品为主, 中、高档产品比重不到总量的 30%-50%。目前低档挂面毛利率不足 10%, 中档挂面的毛利率一般在 20% 左右, 高档挂面的毛利率一般在 30%-50%。随着居民人均收入提升, 营养健康以及具有品牌力的挂面产品将获得更大市场。我们预计, 消费升级将带动中高端产品占比提升, 龙头企业具有提价空间。

图表17: 不同档次挂面毛利率

产品档次	毛利率
低档挂面	<10%
中档挂面	20%
高档挂面	30%-50%

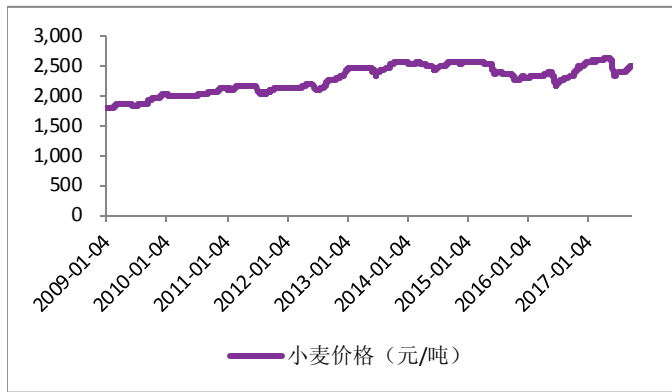
资料来源: 联讯证券

(三) 原材料价格上涨, 挂面企业盈利能力承压

2008-2017 年, 面粉和小麦价格呈上涨趋势, 挂面企业盈利能力承压。挂面生产中 75% 的成本为面粉, 面粉和小麦价格对挂面企业的原材料成本有重要影响。2008-2017 年, 面粉价格从 2.22 元/公斤上涨到 3.40 元/公斤, 年复合增速为 5%。原材料价格上涨促使部分挂面企业被动提价, 具有强品牌力的龙头企业的成本转嫁能力较强, 集中度有望继续提升。

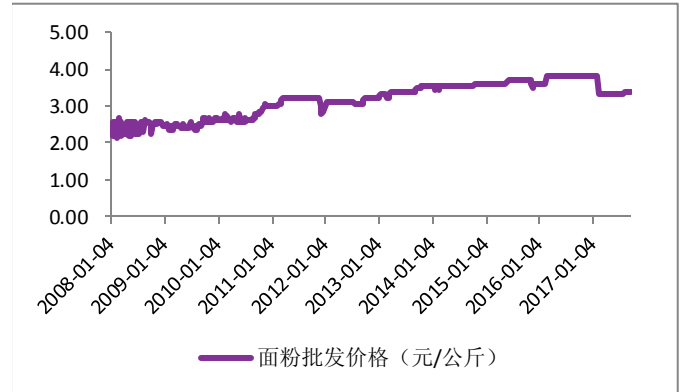


图表18: 小麦价格持续上涨



资料来源: Wind, 联讯证券

图表19: 面粉批发价格



资料来源: Wind, 联讯证券

三、公司的竞争优势显著

（一）挂面品质优秀，产品种类丰富

公司挂面产品采用“三醒三蒸”工艺，挂面具有面体细润、面筋劲道、面质均匀。在原材料品质方面，发行人是行业内最早提出不使用面粉增白剂的企业之一，自设立起公司便坚持不采购任何添加增白剂的面粉制作挂面。在生产工艺方面，发行人很早即开始使用纯净水和面，既提高了挂面品质，又避免了不可直接饮用的自来水带来的食品安全风险。

克明面业的产品种类丰富，覆盖高中低档，涉及强力、高筋、如意、营养、儿童、礼品等 6 大系列，300 多个挂面规格品种，可以满足不同消费者的需求。围绕挂面主业，公司一方面向保鲜面领域拓展，另一方面向上游面粉领域延伸，打通产业链降低成本。

图表20: 公司产品标准高于国际一级品标准

项目	克明面业企业标准	国家标准（一级品）
水分/%	13.5	14.5
酸度	3.5	4
不整齐度/%	8.0（其中自然断条率<3.0）	8.0（其中自然断条率<3.0）
弯曲折断率/%	3	5
熟断条率/%	0	0
烹调损失/%	10	10
食用盐（氯化钠）/%	4	无规定
黄曲霉毒素 B1/(ug/kg)	5	无规定
镉（Cd）/(mg/kg)	0.1	无规定
汞（Hg）/(mg/kg)	0.02	无规定
铅（Pb）/(mg/kg)	0.2	无规定
无机砷	0.1	无规定
铝	100	无规定
溴酸钾	不得检出	无规定

资料来源: 公司资料, 联讯证券



图表21: 公司挂面产品种类

品牌	档次	系列	品类
陈克明	高端	营养系列	华夏一面
		强力系列	精细面、风味面、强力面等
	中低端	高筋系列	劲道、高筋、富强系列
		如意系列	如愿、精制面等

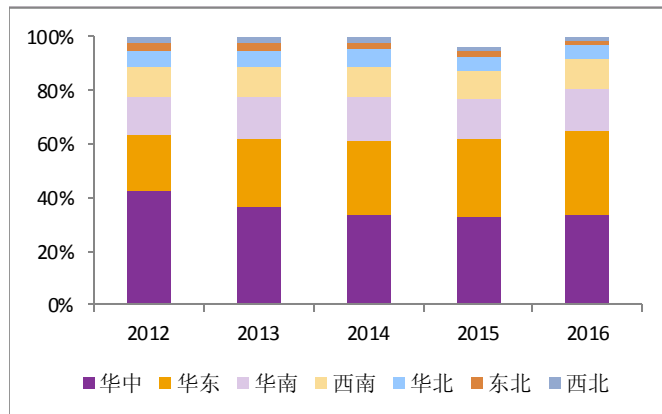
资料来源: 公司资料, 联讯证券

(二) 深耕华中、华东和华南区域, 着力开拓北方市场

2016 年, 华中、华东和华南三大区域的收入占比合计超过 80.63%。公司发展起步于湖南, 并且逐步向华中、华东和华南等地区延伸。公司在此三个区域布局时间较长, 品牌影响力相对于其他地区更大。由于华东和华中地区人均收入较高, 公司具备推广毛利率较高的中高端产品的优势。

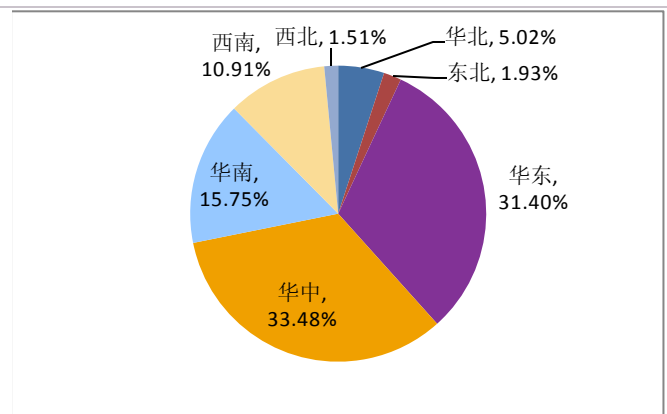
公司深耕华中、华东和华南市场的同时, 未来将开拓北方市场。从饮食结构来看, 北方以面食为主, 并且主要是家庭和作坊制作的新鲜面试。我们认为方面快捷的挂面将迎合北方年轻人的需求, 助力公司打开北方市场。

图表22: 克明面业各区域市场收入占比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表23: 2016 年各区域市场收入占比情况



资料来源: Wind, 联讯证券

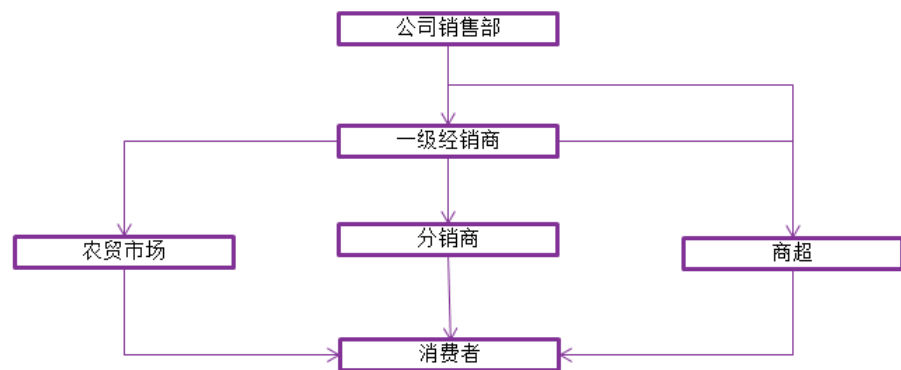
(三) 经销与直销结合, 销售网络布局广阔

公司经销与直销模式结合, 其中经销模式占 70%以上, 在业内率先打造现代经销模式。从渠道看, 公司销售渠道覆盖商超和流通, 比例为 1: 1。目前, 公司有 11 个销售大区, 31 个省级销售单元, 地县级经销商达到 1000 余家, 基本覆盖全国主要地级市。

2016 年, 公司采取多种销售手段, 积极开拓销售网络。聚焦核心城市打造样板市场及样板门店, 统一地堆和整组陈列的标准, 配合终端广告及试吃活动, 实现部分市场近 6 年来的最高增速; 建立全国性驻地推广管理团队, 实现每日可同时开展店内试吃、场外活动、厂商周等各类型活动 100 场次以上; 实施营销团队任职资格提升项目, 为实现渠道精耕、新品铺市提供了人力的保障。



图表24: 克明面业销售模式



资料来源:公司公告, 联讯证券

(四) 定增后实现产能扩张, 推动规模增长

公司在 2015 年非公开发行股票, 募集资金 11.78 亿元, 用于建设年产 37.5 万吨挂面生产线项目、延津年产 20 万吨小麦粉项目和研发、渠道项目。2016 年, 公司已完成“遂平 7.5 万吨挂面生产线项目”、“延津年产 10 万吨营养挂面生产线项目”以及“武汉年产 10 万吨面条生产线项目(一期)”建设, 扩充产能近 20 万吨。

此外, 2017、2018 年还将扩大产能 20 万吨; 除此之外, 募资建设的延津日处理小麦 500 吨面粉生产线项目已于 2016 年 2 月投产, 延津年产 20 万吨小麦粉项目已于 2017 年 6 月投产, 这两个项目能有效应对原材料价格波动所带来的成本压力, 有利于保证公司原料供应和成本控制, 巩固和提高公司在国内同行业中的领先地位。

图表25: 克明非公开拟募投资项目

序号	项目名称	投资总额(万元)	募集资金拟投资额(万元)
1	年产 37.5 万吨挂面生产线项目	81974.61	65500
1.1	延津年产 10 万吨营养挂面生产线项目	20263.24	13500
1.2	遂平年产 7.5 万吨挂面生产线项目	17043.37	10000
1.3	延津年产 10 万吨高档挂面生产线项目	20468	20000
1.4	成都年产 10 万吨挂面生产线项目	24200	22000
2	延津年产 20 万吨小麦粉项目	26300	20000
3	面粉自动输送及智能烤房研发改造项目	11792	11500
4	营销网络及品牌建设项目	27700	23000
5	合计	147766.61	120000

资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表26: 克明面业产销量情况

	2012	2013	2014	2015	2016
产量	216,396	247,036	307,000	361,246	437,730
销量	217,425	242,103	305,289	359,511	435,621
库存	2,088	7,021	8,732	10,467	12,576
产销率(%)	100.48%	98.00%	99.44%	99.52%	99.52%

资料来源: 公司公告, 联讯证券



（五）收购五谷道场开拓新品类，股权激励措施到位

2017年6月，克明面业以5228万元收购中粮五谷道场食品有限公司100%股权及5368万债券。五谷道场成立于2004年，以“非油炸”闻名，曾经创下20亿元的销售额记录。2007年，因扩张过快，五谷道场陷入困境。2009年，中粮集团收购五谷道场。我们认为公司收购五谷道场有望丰富公司品类，借助五谷道场渠道、品牌和网络效应推广公司其他产品。我们预计，五谷道场于2018年有望扭亏为盈。

公司的管理团队较为稳定，董事长和总经理均有丰富的行业经验。2014年，公司推出股权激励方案，深度将管理层利益与上市公司绑定。2015-2016年，公司超额完成业绩指标，业绩诉求较为强烈。

图表27：股权激励考核指标

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入指标（亿元）	12.25	15.31	18.38	22.05	26.46	31.85
净利润指标（亿元）	0.87	0.96	1.04	1.22	1.44	1.74
增速		10.34%	8.33%	17.31%	18.03%	20.83%
实现净利润（亿元）	0.87	0.66	1.06	1.37	-	-

资料来源：公司公告，联讯证券

四、盈利预测与估值

假设：

1) 收入预测：2016年12月，公司对面条全面提价。经销商囤货严重导致2017年整体增速放缓。我们预测2018-2019年，公司收入将恢复增长。2017-2019年营业收入分别为24.27、28.52和33.85亿元，增速分别为12.2%、17.5%和18.7%。

2) 毛利率：我们预测公司毛利率稳步提升，2017-2019年分别为22.0%、22.5%和22.8%。

3) 费用率：我们预测2017-2019年销售费率为10.0%、10.3%和10.4%；管理费率为4.0%、4.1%和4.2%。

图表28：公司收入分拆及预测

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,002	1,225	1,527	1,824	2,164	2,427	2,852	3,385
YOY		22.2%	24.7%	19.4%	18.6%	12.2%	17.5%	18.7%
毛利率	23.9%	23.3%	21.4%	22.1%	21.8%	0.0%	0.0%	0.0%
如意面								
销售收入	411	484	642	744	895	1,003	1,183	1,420
YOY		17.8%	32.6%	15.8%	20.4%	12.0%	18.0%	20.0%
收入占比	41.0%	39.5%	42.1%	40.8%	41.4%	41.3%	41.5%	42.0%
毛利率	20.2%	16.2%	13.9%	16.4%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%
强力面								
销售收入	327	400	462	530	608	657	756	869
YOY		22.2%	15.6%	14.6%	14.8%	8.0%	15.0%	15.0%
收入占比	32.6%	32.6%	30.3%	29.1%	28.1%	27.1%	26.5%	25.7%



单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
毛利率	29.3%	30.8%	31.3%	32.2%	31.6%	0.0%	0.0%	0.0%
高筋面								
销售收入	225	275	291	313	342	362	399	446
YOY		22.3%	5.7%	7.5%	9.2%	6.0%	10.0%	12.0%
收入占比	22.5%	22.5%	19.1%	17.2%	15.8%	14.9%	14.0%	13.2%
毛利率	22.2%	24.1%	23.0%	19.2%	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营养面								
销售收入	33	56	80	107	148	186	247	341
YOY		67.9%	43.9%	33.2%	38.9%	25.0%	33.0%	38.0%
收入占比	3.3%	4.6%	5.3%	5.9%	6.9%	7.6%	8.7%	10.1%
毛利率	32.1%	32.1%	30.1%	21.9%	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
面粉								
销售收入			41	113	106	160	207	249
YOY				172.9%	-5.8%	50.0%	30.0%	20.0%
收入占比			2.7%	6.2%	4.9%	6.6%	7.3%	7.4%
毛利率			13.2%	16.7%	14.0%	17.0%	17.5%	18.0%
其他业务	6	10	10	17	63	60	60	60

资料来源：公司公告，联讯证券

综上，我们预计 2017-2019 年收入分别为 24.27、28.52 和 33.85 亿元，归母净利润分别为 1.55、1.88 和 2.27 亿元，EPS 分别为 0.46、0.56 和 0.68 元，对应 PE 分别为 32 倍、26 倍和 22 倍。给予公司 2019 年 25 倍 PE，目标价 17 元。首次覆盖给予“增持”评级。

图表29：可比公司估值（截止 2017 年 9 月 22 日）

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	EPS(元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002216.SZ	三全食品	70	0.12	0.19	0.30	73	44	29
002481.SZ	双塔食品	86	0.21	0.26	0.32	33	26	21
600519.SH	贵州茅台	6266	16.86	21.28	25.67	29	23	19
600600.SH	青岛啤酒	390	1.03	1.17	1.38	30	27	23
000869.SZ	张裕 A	209	1.52	1.76	2.02	25	24	22
600887.SH	伊利股份	1531	1.01	1.16	1.34	25	21	19
000895.SZ	双汇发展	781	1.41	1.56	1.74	17	15	14
603288.SH	海天味业	1217	1.27	1.50	1.76	35	30	25
均值						33	26	21

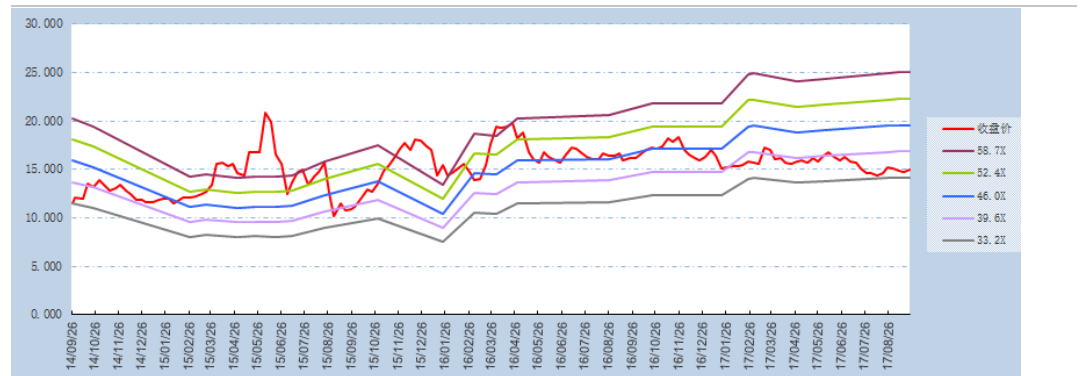
资料来源：Wind，联讯证券



五、风险提示

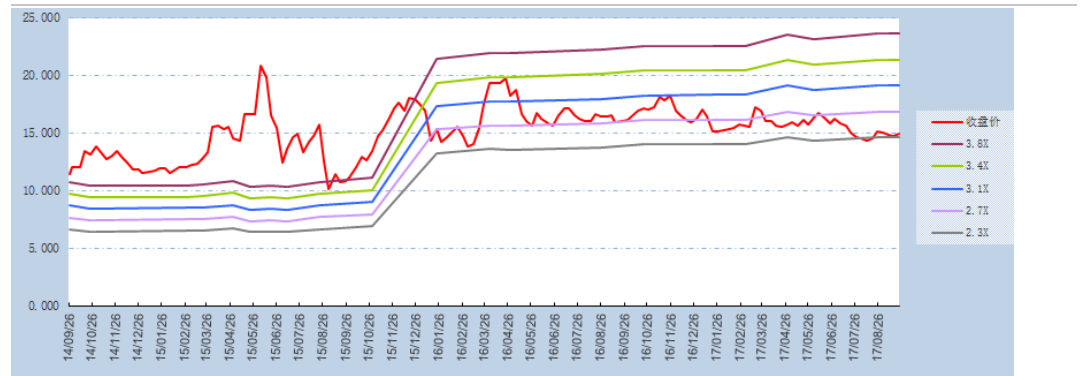
行业竞争加剧；原材料价格大幅涨价

图表30: 克明面业 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表31: 克明面业 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,164	2,427	2,852	3,385	净利润	137	155	188	227
营业成本	1,692	1,894	2,209	2,613	折旧摊销	56	58	58	57
营业税金及附加	11	15	17	20	财务费用	1	-2	-5	-7
销售费用	229	243	294	352	经营性应收项目变动	-46	36	-94	22
管理费用	81	97	117	142	经营活动净现金流	27	395	-38	435
财务费用	1	-2	-5	-7	投资活动净现金流	-996	9	9	9
资产减值损失	9	9	9	9	筹资活动净现金流	-177	-81	-72	-85
营业利润	162	172	211	256	现金净增加额	-1,146	323	-101	359
营业外收入	10	13	10	10	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	0	2	0	0	成长能力				
利润总额	172	183	221	267	营业收入增长率	19%	12%	17%	19%
所得税	35	27	33	40	营业利润增长率	30%	6%	22%	21%
净利润	137	155	188	227	归属母公司净利润增	29%	13%	21%	20%
少数股东损益	0	0	0	0	获利能力				
归属母公司净利润	137	155	188	227	毛利率	21.81	21.97%	22.53%	22.80%
EPS（元）	0.41	0.46	0.56	0.68	净利率	6.33%	6.40%	6.59%	6.69%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	7.22%	7.33%	8.18%	9.27%
货币资金	97	419	318	677	ROE	6.54%	7.10%	8.18%	9.32%
应收账款	367	328	488	481	偿债能力				
存货	184	35	220	82	资产负债率	12%	11%	13%	13%
流动资产合计	1,390	1,526	1,770	1,983	流动比率	522%	627%	573%	614%
固定资产	857	803	748	694	营运能力				
无形资产	96	85	74	63	总资产周转率	0.90	0.99	1.08	1.21
资产总计	2,395	2,464	2,641	2,789	应收账款周转率	6.34	8.72	6.35	8.17
应付账款	246	244	309	323	每股指标(元)				
短期借款	20	0	0	0	每股收益	0.41	0.46	0.56	0.68
流动负债合计	266	244	309	323	每股经营现金	0.08	1.18	-0.11	1.30
长期借款	30	30	30	30	每股净资产	6.86	7.25	0.00	0.00
负债合计	296	274	339	353	估值比率				
所有者权益	2,099	2,191	2,302	2,436	P/E	36.49	32.20	26.59	22.07
负债和所有者权益合	2,395	2,464	2,641	2,789	P/B	2.39	2.29	2.18	2.06

资料来源：Wind，联讯证券



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com