



2017-10-17

公司点评报告

增持/维持

克明面业(002661)

目标价: 17.70

昨收盘: 14.93

食品饮料 食品加工

2017 年三季报点评: 收入增长加快, 毛利率改善, 净利润小幅下滑

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	335/327
总市值/流通(百万元)	5,004/4,886
12 个月最高/最低(元)	18.86/14.34

相关研究报告:

《2017 年中报点评: 挂面下滑面粉高增长, 下半年业绩有望提速》
—2017/08/20

《克明面业动态点评: 内生+外延双轮驱动, 员工持股凸显公司信心》
—2017/05/21

《克明面业 2016 年报&一季报点评: 收入增速有所回落, 盈利能力持续提升》—2017/04/27

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 郑汉镇

电话: 13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117070027

点评事件:

公司 2017 年前三季度实现营收 15.98 亿元、归母净利润 9809 万元、扣非归母净利润 7339 万元, 同比分别增长 11.50% / 3.41% / -7.34%; 销售毛利率和销售净利率分别为 23.15%和 6.12%, 毛利率分别同比/环比提升 1.66pct 和 1.49pct, 而净利率分别同比/环比下降 0.50pct 和 0.46pct; 公司单三季度实现营收 5.80 亿元, 同比增长 19.28%; 实现归母净利润 3087 万元, 同比下降 6.85%; 期间销售毛利率和销售净利率分别为 25.77%和 5.31%, 毛利率分别同比/环比提升 3.84pct/4.75pct, 而净利率分别同比/环比下滑 1.51pct/0.43pct。本期购买原材料所支付的现金和预付原材料供应商的货款大幅增加, 使报告期末的经营活动产生的现金流量净额为-357 万元, 同比减少 108.62%。本期的营业外收入为 1593 万元, 同比增加 42.27%, 主要是收到政府的补助增加所致。

成熟市场稳健增长, 面粉品类快速拓展, 收入增长加快

报告期内公司收入增长 11.50%, 刨除面条品类整体提价 6~8%, 预计销量也有较快增长。一方面, 公司的面条产品在成熟、强势的核心市场, 通过精细化管理和加大促销力度, 促进销量增长; 另一方面, 公司的面粉产品在北方市场快速拓展, 持续贡献收入增量。从目前的销售情况进行判断, 经过两三个季度的消化, 提价对销量的抑制已基本解除, 面条销量有望持续稳定增长。同时, 尽管面粉产品的快速增长存在铺货因素, 但是市场空间仍大, 持续一段时期的快速增长不成问题。目前公司主打小包装高毛利面粉产品, 确保收入和利润双项增长。

财务结构上看, 因节前促销力度加大、执行促销优惠政策, 客户预付账款增加 84.85%; 同时, 应收票据减少 740 万元、应收账款减少 5336 万元, 公司三季度经营质地有所改善。

公司在二季度提速的基础上, 三季度收入增长又进一步加快, 市场预期有望逐步改善; 同时, 公司通过并购和持续上新品等形式, 也能确保未来收入的持续增长。

生产成本涨幅收窄，提价因素推升毛利率，四季度有望延续

进入三季度以来，生产原材料和包材的涨幅收窄，生产成本压力有所缓解，好于预期。公司在年初对面条全线产品进行了提价，提价幅度 6~8%，目前判断，覆盖全年成本上涨问题不大。毛利率受提价因素影响，同比改善。同时随着面条产品恢复增长、产品结构持续升级，毛利率逐季度也在环比改善，好于预期。如果公司的精细化管理和促销政策能够持续奏效，盈利型新品的拓展能够达到预期，未来毛利率有望仍然保持较高水平，四季度也有望延续。

销售费用率和财务费用率提升，受此拖累，净利润小幅下滑

公司三季度销售费用同比增加 22.46%、财务费用同比增加 838.50%，均高于收入增速，销售费用率和财务费用率同比提升。其中，销售费用的增加，主要是公司对市场进一步加强了精细化管理，也加大了节前的促销力度；而财务费用的增加，主要是公司增加了短期银行借款，用于预付原材料的采购款。从效果上来看，销售费用增加后，公司收入有实质性增长，预收款也相应增加，产品销量呈现较好发展态势，费效比随着规模增长也有望逐步提高。而公司凭借平台优势和融资优势，以相对小的利息代价，提前采购生产原材料（主要是小麦），有助于平抑原材料价格的持续上扬，总体上利大于弊，也属于公司规划内的动作。

刨除非经常性损益，公司报告期内净利润小幅下滑，幅度较小，是公司权衡市场和业绩之后做出的选择，有助于长期良性发展，不必过分担忧，后续有望恢复增长。

盈利预测与评级：

挂面行业集中度较低，公司作为龙头企业，目前正在逐步提高市占率，成长空间很大；面粉加工作为公司重点发力的新细分行业，虽然基数小，但有望持续高增长，贡献收入和利润增量；公司在半干面和湿面等新品上的运作也逐步成熟，未来还有望引入米粉等新品。

基于面条稳健增长、面粉快速增长、五谷道场并表增厚收入、后续持续推新品等因素，我们看好公司收入增长提速；考虑到快消品回暖、销售环境有望改善，以及公司高毛利新品的发展潜力，和外延整合之后所能形成的协同效益，我们判断，公司未来在利润端也能恢复较快增长。

测算 2017~2019 年的收入增速分别为 20% / 25% / 25%，净利润增速分别为 10% / 30% / 30%，对应 EPS 分别为 0.45 / 0.58 / 0.75。

公司作为挂面龙头，携资本之翼，扩充产能，发展面粉业务，同时也在加强营销网络，有望持续做大做强。目标价 17.70 元，根据 2018 年业绩对应 30 倍 PE，“增持”评级。

风险提示：

原材料成本上涨；销售环境恶化；产能释放不及预期；外延整合不及预期等。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2164	2596	3253	4066
净利润(百万元)	137	151	195	253
摊薄每股收益(元)	0.41	0.45	0.58	0.75

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。