

克明面业 (002661)

公司研究/点评报告

产品结构持续优化，成本控制力不断加强

——克明面业 (002661) 2018 年报及 2019 年一季报点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 4 月 19 日

一、事件概述

4 月 18 日，公司发布 2018 年年报及 2019 年 1 季报。2018 年公司实现营业收入 28.6 亿元，同比+26%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比+65%；基本 EPS0.56 元，拟每 10 股派发现金股利 2.5 元。2019Q1 公司实现营业收入 7.9 亿元，同比+18%；归母净利润 0.6 亿元，同比-17%；基本 EPS0.19 元。

二、分析与判断

➤ 18 年业绩增长平稳，销售费用控制良好，财务费用上升明显；19Q1 新品导入与财务费用上升拖累利润增速

18 年公司实现营收 29 亿元，同比+26%，Q4 单季度营收 8.6 亿元，同比+28%；公司归母净利润 1.9 亿元，同比+65%，Q4 单季度净利润 0.2 亿元，同比+52%，Q4 单季度业绩同比增速与全年差距不大。公司全年销售费用率 11%，同比-0.4 个百分点，Q4 单季度销售费用率 13%，同比+0.1 个百分点；全年财务费用率 1.5%，同比+0.9 个百分点，Q4 单季度财务费用率 2.3%，同比+1.8 个百分点；全年毛利率 23.6%，同比+0.9 个百分点，Q4 单季度毛利率 21.9%，同比-0.03 个百分点。整体看，18 年公司营收增长平稳，受益政府补助与毛利率提高，利润增速快于营收增速；全年销售费用率控制良好，同比下降明显；受发行公司债、短期借款上升等因素影响，财务费用率提高较大。

19Q1，公司实现营收/净利润分别为 7.9/0.6 亿元，同比+18%/-17%；毛利率 21%，同比-4.4 个百分点；销售费用率 7.4%，同比-2.4 个百分点；财务费用率 2.0%，同比+1.3 个百分点。19Q1 公司归母净利润增速同比下滑的原因主要是促销力度加大使毛利率同比下降明显；财务费用同比上升拖累利润增速。我们预计未来随着新品导入完成，促销力度将有所降低，后 3 个季度毛利率将出现回升。

➤ 产品端稳步推进新品研发与在产品放量，成本端加强原材料自给率

18 年公司米面制品销售 51.5 万吨，同比+23%；其中全国三大策略开展贡献销量超 10 万吨，同比+6 万多吨，占比增量超 60%。**产品端**，18 年公司通过三方面措施优化产品结构：第一，完善在产品并积极研发新产品，18 年已完成挂面新配方测试、完成长沙干挑面研发并上市、完成新疆拉条子研发并进入试生产；第二，大力开发湿面业务，18 年湿面营收同比+50%。第三，加强五谷道场与现有生产基地的业务协同。我们预计 19 年公司将继续优化产品架构，华夏一面、儿童面等高毛利挂面将放量；乌冬面、生鲜面等将加快导入。**成本端**，公司一方面通过小麦收储加强原材料自给率；一方面加强生产基地建设，18 年延津基地 20 万吨面粉生产线达产，为挂面、湿面、方便面工厂提供 40%以上面粉；同年新疆工厂正式投产，缓解优质小麦采购瓶颈，助力毛利率进一步提升。

➤ 公司债发行顺利解决资金瓶颈，引入国资股东完善公司治理

18 年公司顺利发行公司债券，募集资金 4 亿元，全部用于补充运营资金，长期看，该融资有助于完善现金规模与整体经营规模配比。18 年 12 月，控股股东将 3237 万股（占公司总股本的 9.75%）公司股份转让给湖南省资产管理有限公司，后者控股股东为湖南财信金融控股集团，为国资背景股东。此次引入新股东将进一步完善公司股东结构，利于长远发展。

推荐

维持评级

当前价格：

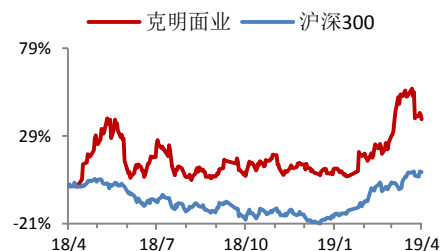
15.83

交易数据

2019-4-18

近 12 个月最高/最低	17.4/11.9
总股本（百万股）	331.93
流通股本（百万股）	327.36
流通股比例（%）	99%
总市值（亿元）	52.54
流通市值（亿元）	51.82

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
 电话：010-85127513
 邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
 电话：0755-22662056
 邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 【民生食品饮料】行业深度报告：高端酒增速换挡，重点关注次高端名酒及优质地产酒
2. 民生食品饮料 2019 年年度策略：关注调味品、啤酒成长机会，精选白酒、大众品个股

三、盈利预测与投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入 34/40/47 亿元，同比+20%/+18%/+16%；实现归母净利润 2.3/2.7/3.2 亿元，同比+22%/+20%/+19%，对应 EPS 为 0.68/0.82/0.98 元，目前股价对应 PE 为 23/19/16 倍。目前食品综合行业整体估值为 32 倍，公司估值低于行业估值，未来成长稳定性较高。综上，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

米面产品市场接受度下降，财务费用失控，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,856	3,428	4,044	4,692
增长率（%）	25.9%	20.0%	18.0%	16.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	186	227	272	324
增长率（%）	65.0%	22.0%	20.1%	19.0%
每股收益（元）	0.56	0.68	0.82	0.98
PE（现价）	22.03	23.17	19.29	16.20
PB	1.83	2.13	1.93	1.72

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,856	3,428	4,044	4,692
营业成本	2,181	2,548	3,015	3,493
营业税金及附加	17	21	24	28
销售费用	310	379	443	517
管理费用	105	113	141	159
EBIT	214	330	379	446
财务费用	43	43	43	43
资产减值损失	8	7	8	7
投资收益	27	15	15	15
营业利润	231	295	342	410
营业外收支	-6	-7	-5	-4
利润总额	225	288	337	406
所得税	40	62	66	84
净利润	185	226	271	323
归属于母公司净利润	186	227	272	324
EBITDA	301	330	379	446

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	419	263	294	296
应收账款及票据	236	383	405	497
预付款项	123	185	194	239
存货	433	375	468	528
其他流动资产	710	713	715	719
流动资产合计	1,921	1,918	2,076	2,279
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	1,121	1,121	1,121	1,121
无形资产	200	200	200	200
非流动资产合计	2,038	2,204	2,415	2,603
资产合计	3,960	4,123	4,491	4,882
短期借款	790	790	790	790
应付账款及票据	291	192	249	276
其他流动负债	216	256	302	350
流动负债合计	1,297	1,238	1,341	1,416
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	422	422	422	422
非流动负债合计	422	422	422	422
负债合计	1,719	1,660	1,763	1,838
股本	332	332	332	332
少数股东权益	0	-1	-2	-4
股东权益合计	2,241	2,463	2,727	3,043
负债和股东权益合计	3960	4123	4491	4882

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	25.9%	20.0%	18.0%	16.0%
EBIT 增长率	37.8%	53.8%	14.9%	17.5%
净利润增长率	65.0%	22.0%	20.1%	19.0%
盈利能力				
毛利率	23.6%	25.7%	25.5%	25.6%
净利率	6.5%	6.6%	6.7%	6.9%
总资产收益率 ROA	4.7%	5.5%	6.1%	6.6%
净资产收益率 ROE	8.3%	9.2%	10.0%	10.6%
偿债能力				
流动比率	1.48	1.55	1.55	1.61
速动比率	1.05	1.10	1.05	1.07
现金比率	0.32	0.21	0.22	0.21
资产负债率	43.4%	40.3%	39.3%	37.7%
经营效率				
应收账款周转天数	32.31	40.73	36.52	38.63
存货周转天数	59.47	53.74	56.60	55.17
总资产周转率	0.82	0.85	0.94	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.68	0.82	0.98
每股净资产	6.75	7.42	8.22	9.18
每股经营现金流	0.67	0.15	0.85	0.69
每股股利	0.61	0.02	0.02	0.02
估值分析				
PE	22.03	23.17	19.29	16.20
PB	1.83	2.13	1.93	1.72
EV/EBITDA	16.13	18.72	16.20	13.78
股息收益率	3.9%	0.1%	0.1%	0.1%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	185	226	271	323
折旧和摊销	87	0	0	0
营运资金变动	-73	-218	-32	-132
经营活动现金流	223	49	281	230
资本开支	-528	-173	-216	-192
投资	-121	0	0	0
投资活动现金流	-683	-158	-201	-177
股权募资	0	0	0	0
债务募资	260	0	0	0
筹资活动现金流	519	-48	-50	-50
现金净流量	59	-156	30	2

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。