

## 克明面业（002661）

公司研究/点评报告

# 短期因素扰动业绩，双轮驱动业绩弹性较大

—克明面业（002661）中报点评

点评报告/食品饮料

2019 年 08 月 06 日

### 一、事件概述

2019 年 8 月 5 日，克明面业发布 2019 年中报。报告期内，公司实现营收 15.15 亿元，同比+17.55%，实现归母净利润 1.04 亿元，同比-9.45%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 低端挂面放量带动营收增长，政府补助减少+利息支出增加拖累净利润

19H1 公司实现营收 15.15 亿元，同比+17.55%，折合 Q2 实现营收 7.29 亿元，同比+17.58%，增速环比 Q1 基本持平；19H1 实现归母净利润 1.04 亿元，同比-9.45%，折合 Q2 实现归母净利润 0.42 亿元，同比+4.76%，增速环比 Q1（-17.31%）提升明显。营收维持较高增速主要系报告期内公司为推进渠道下沉抢占批发/农贸渠道而布局的低端挂面产品放量所致；归母净利润同比-9.45%，主要系公司收到的政府补助同比减少及财务费用利息支出同比增加所致：其中本期政府补助共减少约 0.16 亿元，同比-63.36%；财务费用利息支出增加主要系本期公司计提的银行借款利息及应付债券利息增加所致，本期利息支出增加 0.24 亿元，同比+232.88%，剔除这两方面因素，公司归母净利润将同比+26.3%。而渠道扩张策略使得 19Q2 销售费用率同比小幅提升，但 19H1 总体来看依然处于可控态势，未对业绩形成显著拖累。

#### ➤ 低毛利业务放量稀释毛利率；毛利率下降+财务费用率上升拉低净利率

**毛利率：**报告期内公司毛利率 22.18%，同比-1.63 个百分点，主因低毛利的低端挂面产品放量所致；**净利率：**尽管销售/研发费用效率明显提高（销售/研发费用率分别同比-0.89/0.41 个百分点，其中销售费用率下降主因报告期内公司大力发展低端挂面业务，而低端挂面相应费用投入较中高端产品更少所致，其中市场服务费/广告宣传费/销售人员薪酬营收占比分别-0.74/0.18/0.53 个百分点），但受累于毛利率下降及财务费用率（财务费用率+1.44 个百分点）提升，19H1 公司净利率为 6.87%，同比-2.05 个百分点。

#### ➤ 扩品类+降成本，双轮驱动公司业绩提升逻辑清晰

**产品端：**公司在巩固自身在挂面业务上优势同时不断扩充新品类，形成挂面为主、方便面与湿面为辅的产品结构。挂面业务方面，公司双管齐下：一方面继续引导产品升级巩固商超渠道龙头地位，另一方面推出高性价比新产品推进渠道下沉，进一步提升市占率；新产品扩充主要有两个方向：一是通过收购中粮五谷道场加码非油炸方便面业务，五谷道场在生产基地与渠道端与公司存在明显协同；另一方面通过新增产能聚焦高毛利湿面业务，有望实现收入与盈利双丰收；**成本端：**一方面公司通过不断改进生产技术与推进生产自动化提高生产效率，另一方面通过在生产基地配套建设面粉加工工厂布局产业链上游促进原材料成本的降低，生产效率的提高叠加原材料成本的降低助力公司成本不断下降。综上，扩品类促进公司收入与盈利双丰收，降成本进一步推进盈利能力的提高，双拳出击公司业绩提升逻辑清晰。

### 三、投资建议

基于发行债券带来的应付债券利息增加在一定程度上拖累了公司盈利能力，我们略微下调盈利预测。预计 19-21 年公司实现营业收入 34.28/40.44/46.92 亿元，同比+20%/18%/16%；实现归母净利润 2.09/2.55/3.10 亿元，同比+12.4%/21.8%/21.8%，

### 推荐

维持评级

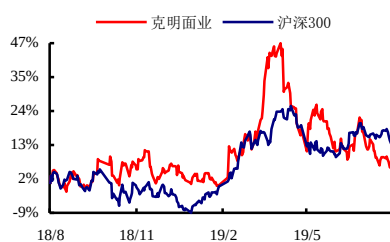
当前价格： 12.6 元

#### 交易数据

2019-8-5

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 17.85/11.87 |
| 总股本(百万股)        | 329         |
| 流通股本(百万股)       | 324         |
| 流通股比例(%)        | 98.68       |
| 总市值(亿元)         | 41          |
| 流通市值(亿元)        | 41          |

#### 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：徐洋

执业证号： S0100118110006

电话： 021-60876710

邮箱： xuyang@mszq.com

#### 相关研究

1. 克明面业（002661）2018 年报及 2019 一季报点评：产品结构持续优化，成本控制力不断加强
2. 业绩符合预期，收入与盈利提升逻辑清晰

对应 EPS 为 0.63/0.77/0.93 元，目前股价对应 PE 分别为 20/16/14 倍。目前食品综合行业整体估值为 31 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   | 209   | 255   | 310   |
| 增长率（%）          | 65.0% | 12.4% | 21.8% | 21.8% |
| 每股收益（元）         | 0.56  | 0.63  | 0.77  | 0.93  |
| PE（现价）          | 22.4  | 20.0  | 16.4  | 13.5  |
| PB              | 1.9   | 1.7   | 1.5   | 1.4   |

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 | 2,670 | 3,163 | 3,683 |
| 营业税金及附加     | 17    | 20    | 24    | 28    |
| 销售费用        | 310   | 336   | 376   | 427   |
| 管理费用        | 105   | 127   | 146   | 167   |
| 研发费用        | 28    | 11    | 18    | 27    |
| EBIT        | 214   | 264   | 318   | 360   |
| 财务费用        | 43    | 43    | 43    | 24    |
| 资产减值损失      | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 27    | 23    | 24    | 25    |
| 营业利润        | 231   | 261   | 322   | 387   |
| 营业外收支       | (6)   | 3     | 0     | (1)   |
| 利润总额        | 225   | 264   | 322   | 386   |
| 所得税         | 40    | 56    | 69    | 78    |
| 净利润         | 185   | 208   | 253   | 309   |
| 归属于母公司净利润   | 186   | 209   | 255   | 310   |
| EBITDA      | 301   | 383   | 457   | 518   |
|             |       |       |       |       |
| 资产负债表 (百万元) | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金        | 419   | 397   | (52)  | 288   |
| 应收账款及票据     | 236   | 410   | 433   | 484   |
| 预付款项        | 123   | 140   | 208   | 214   |
| 存货          | 433   | 223   | 657   | 386   |
| 其他流动资产      | 695   | 695   | 695   | 695   |
| 流动资产合计      | 1921  | 1884  | 1963  | 2091  |
| 长期股权投资      | 38    | 61    | 85    | 110   |
| 固定资产        | 1121  | 1373  | 1584  | 1838  |
| 无形资产        | 200   | 234   | 275   | 325   |
| 非流动资产合计     | 2038  | 2276  | 2553  | 2876  |
| 资产合计        | 3960  | 4160  | 4517  | 4967  |
| 短期借款        | 790   | 790   | 790   | 790   |
| 应付账款及票据     | 291   | 230   | 292   | 382   |
| 其他流动负债      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 1297  | 1288  | 1392  | 1534  |
| 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        | 1719  | 1710  | 1814  | 1956  |
| 股本          | 332   | 332   | 332   | 332   |
| 少数股东权益      | 0     | (1)   | (2)   | (4)   |
| 股东权益合计      | 2241  | 2449  | 2703  | 3011  |
| 负债和股东权益合计   | 3960  | 4160  | 4517  | 4967  |

| 主要财务指标          | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 25.9% | 20.0% | 18.0% | 16.0% |
| EBIT 增长率        | 37.8% | 23.2% | 20.6% | 13.2% |
| 净利润增长率          | 65.0% | 12.4% | 21.8% | 21.8% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 23.6% | 22.1% | 21.8% | 21.5% |
| 净利润率            | 6.5%  | 6.1%  | 6.3%  | 6.6%  |
| 总资产收益率 ROA      | 4.7%  | 5.0%  | 5.6%  | 6.2%  |
| 净资产收益率 ROE      | 8.3%  | 8.5%  | 9.4%  | 10.3% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |
| 速动比率            | 1.1   | 1.3   | 0.9   | 1.1   |
| 现金比率            | 0.3   | 0.3   | (0.0) | 0.2   |
| 资产负债率           | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 31.8  | 44.9  | 41.7  | 39.5  |
| 存货周转天数          | 58.7  | 44.2  | 50.1  | 51.0  |
| 总资产周转率          | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.6   | 0.6   | 0.8   | 0.9   |
| 每股净资产           | 6.8   | 7.4   | 8.1   | 9.1   |
| 每股经营现金流         | 0.7   | 1.1   | (0.0) | 2.5   |
| 每股股利            | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 22.4  | 20.0  | 16.4  | 13.5  |
| PB              | 1.9   | 1.7   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA       | 14.9  | 12.5  | 11.3  | 9.2   |
| 股息收益率           | 2.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
|                 |       |       |       |       |
| 现金流量表 (百万元)     | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润             | 185   | 208   | 253   | 309   |
| 折旧和摊销           | 95    | 119   | 139   | 158   |
| 营运资金变动          | (73)  | 7     | (425) | 355   |
| 经营活动现金流         | 223   | 358   | (8)   | 821   |
| 资本开支            | 528   | 331   | 392   | 457   |
| 投资              | (121) | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流         | (683) | (331) | (392) | (457) |
| 股权募资            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资            | 658   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流         | 519   | (49)  | (49)  | (24)  |
| 现金净流量           | 59    | (23)  | (449) | 340   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 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。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。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。