

分析师: 刘冉

登记编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

公司业绩增长具有可持续性

——克明面业(002661)2020年中报点评

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

市场数据(2020-09-16)

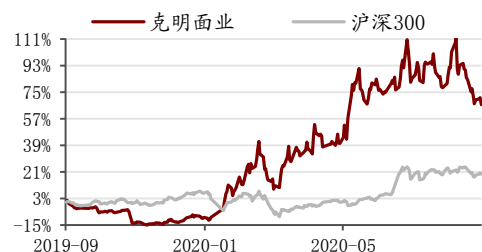
发布日期: 2020年09月18日

收盘价(元)	21.08
一年内最高/最低(元)	26.77/10.82
沪深300指数	4657.36
市净率(倍)	3.14
流通市值(亿元)	69.55

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	7.31
每股经营现金流(元)	0.95
毛利率(%)	25.90
净资产收益率-摊薄(%)	9.12
资产负债率(%)	45.00
总股本/流通股(万股)	33393.05/32901.42
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《克明面业(002661)公司深度分析: 短期因素之外的投资价值》 2020-02-24

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- 事件: 公司发布2020年中期报告。
- 疫情改造了人们局部的生活习惯。后疫情时代, 市场对面条产品的依赖度加深, 对“克明”品牌的认知度加深。此外, 面条市场具有高频刚需、容量巨大、分散原始的特征, 当高性价比的品牌产品引导消费时, 引流作用将会非常大。由此, 我们认为公司的销售增长具有可持续性, 但是未来的增长中枢会较一、二季度的特殊时期回调至更理性的水位, 但是高于前疫情时代。

上半年, 由于疫情居家的缘故, 市场需求出现了井喷式增长。上半年, 公司的销售现金22.02亿元, 同比增32.89%; 当期营收19.38亿元, 同比增27.92%, 销售现金的表现好于营收。下半年, 我们认为公司的销售收入增长仍能维持在20%至25%的区间, 市场增势从“泉涌井喷”向“细水长流”演绎。

二季度的销售较一季度更好, 说明社会复工对于公司产品的销售没有太大的影响。二季度, 公司的销售现金11.12亿元, 同比增37.45%, 增幅较一季度高8.9个百分点; 实现营收10.52亿元, 同比增44.31%, 增幅较一季度高31.44个百分点。社会复工大概始于4月份。我们曾经担心复工后, 家居时长的减少将会深刻地影响面条制品的消费。但是, 我们看到, 公司二季度的销售现金和营业收入的同比增长均超预期, 反映出复工后的市场面貌仍然良好, 一季度的市场购买并没有造成囤积而减少二季度的购买量。

上半年, 公司的产品毛利率大增, 我们认为规模效应和运营效率的提升共同推升了毛利率。上半年, 公司将物流费用纳入了营业成本, 在这种情况下, 当期成本的增幅仍然小于营收6.12个百分点。在增效降本促

进下，上半年，公司主营产品的毛利率大增 3.48 个百分点，至 27.1%。我们看到，面粉价格正处于上升区间，所以，产品毛利率的提升并不是来自原料成本。我们认为，上半年公司的开工和运营效率大幅提升，从而推高了毛利率。上半年市场供不应求，工厂开工充分，从而形成规模效应；此外，由于市场需求大，渠道动销变快，从而提升了存货和应收账款的周转效率。上述两方面都会增厚产品毛利率。上半年，公司的存货周转率和应收账款周转率分别同比提高了 0.83 个、3.66 个百分点。对于未来，我们认为只要市场需求向好，公司的生产和运营效率仍会保持较高水平；并且随着公司新建项目落地，产能的扩大也能够进一步推进规模效应。

- 上半年公司的费用率大幅下行，但是如此幅度的费控不具有可持续性，随着市场活动的恢复，各项费用率仍会随着市场增长而上行。上半年，公司的期间费用率大幅下行 4.21 个百分点至 10.76%。其中，销售费用率下行 2.1 个百分点至 6.59%，财务费用率下行 1.4 个百分点至 0.82%，管理费用率下行 0.64 个百分点至 3.35%。

一季度各项市场活动停摆，导致当季销售费用骤减，但是二季度的市场支出已经恢复至正常的增长水平。据调研，公司的各项市场活动基本恢复，相应的支出也正在正常化。

财务费用率下行，是因为今年以来市场利率大幅下行，为企业普遍提供了优越的资金环境。而公司的有息负债金额并没有大的变化，与上年年末基本持平。5 月份以后，市场利率上升的压力加大，趋势上仍会进一步向上走。故，我们预计公司下半年的财务费用将会环比增加。

- 市场供给端的缩量主要来自农贸市场，以及商超渠道中的地产小品牌。供给个体是否会长期减少仍需要观察。中国的面条市场非常分散，我们在前期的深度研报中做过相关的分析。疫情推动了市场的集中，具体路径可能是：疫情-农贸市场关停-面条作坊停止出摊；以及，疫情-小型生产企业生产和复工均有困难-暂时退出市场。我们尚不清楚上述小产能是否会永久地退出市场，事实上它们重新回到市场的可能性是有的。但是，疫情期间，人们的消费习惯确实产生了变化，对品牌的认知和信任度提升：在价格相同的情况下，品牌带来了更高的性价比，因此消费习惯的改变可能是永久性的。

- **投资建议** 我们预测公司 2020、2021、2022 年的每股收益为 0.96、1.18 和 1.48 元，参照 9 月 16 日收盘价 21.08 元，对应的市盈率为 21.96、17.86、14.24 倍，维持“买入”评级，6 个月内目标价 24.24 元。

风险提示： 销售不及预期；成本大幅上升；资本市场的流动性风险。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2856.3	3034.0	3868.3	4665.2	5549.0
增长比率	25.9%	6.2%	27.5%	20.6%	18.9%
净利润(百万元)	40.0	39.1	59.4	70.4	88.3
增长比率	65.0%	11.2%	55.2%	23.1%	25.5%
每股收益(元)	0.56	0.62	0.96	1.18	1.48
市盈率(倍)	37.64	34.00	21.96	17.86	14.24

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2856.3	3034.0	3868.3	4665.2	5549.0	成长性					
减: 营业成本	2,181.2	2,287.9	2,843.2	3,419.6	4,056.3	营业收入增长率	25.9%	6.2%	27.5%	20.6%	18.9%
营业税费	17.3	19.9	19.3	23.3	27.7	营业利润增长率	57.2%	7.4%	52.7%	22.7%	25.8%
销售费用	310.2	341.4	408.5	508.0	610.4	净利润增长率	65.0%	11.2%	55.2%	23.1%	25.5%
管理费用	105.2	122.6	181.8	211.8	258.0	EBITDA 增长率	54.1%	14.8%	37.0%	16.6%	14.8%
财务费用						EBIT 增长率	75.8%	9.2%	54.7%	20.4%	17.7%
资产减值损失	42.6	66.3	63.7	68.1	42.7	NOPLAT 增长率	86.6%	17.5%	41.4%	21.1%	17.7%
加: 公允价值变动收益	7.9	-1.6	8.3	10.0	14.9	投资资本增长率	20.5%	-10.4%	20.3%	0.2%	-1.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.9%	0.3%	14.2%	9.4%	10.8%
营业利润	27.3	22.1	35.0	40.0	45.0	利润率					
加: 营业外净收支	230.7	247.9	378.42	464.3	583.8	毛利率	23.6%	24.6%	26.5%	26.7%	26.9%
利润总额	-5.8	-2.1	5.0	5.0	5.0	营业利润率	8.1%	8.2%	9.8%	10.0%	10.5%
减: 所得税	224.9	245.8	383.4	469.3	588.8	净利润率	6.5%	6.8%	8.3%	8.5%	8.9%
净利润	40.0	39.1	59.4	70.4	88.3	EBITDA/营业收入	12.1%	13.1%	14.1%	13.6%	13.2%
资产负债表	185.9	206.7	320.8	394.9	495.5	EBIT/营业收入	9.2%	9.4%	11.4%	11.4%	11.3%
货币资金	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	运营效率					
交易性金融资产	419.5	490.2	309.5	373.2	443.9	固定资产周转天数	122	146	121	93	72
应收帐款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	136	74	50	67	62
应收票据	235.6	291.8	245.5	480.2	444.6	流动资产周转天数	232	212	156	147	146
预付帐款	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	31	25	28	30
存货	123.3	132.5	189.3	212.4	250.7	存货周转天数	45	45	41	43	42
其他流动资产	433.4	333.0	542.7	561.6	744.3	总资产周转天数	438	479	373	313	279
可供出售金融资产	709.8	397.7	420.0	480.0	520.0	投资资本周转天数	322	314	257	233	194
持有至到期投资	158.4	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	8.3%	9.2%	12.5%	14.1%	16.0%
投资性房地产	37.8	39.0	39.0	39.0	39.0	ROA	4.7%	5.0%	8.3%	9.5%	11.4%
固定资产	-	-	-	-	-	ROIC	9.7%	9.5%	14.9%	15.0%	17.7%
在建工程	1,120.5	1,344.2	1,248.4	1,152.6	1,056.8	费用率					
无形资产	448.8	644.0	644.0	644.0	644.0	销售费用率	10.9%	11.3%	10.6%	10.9%	11.0%
其他非流动资产	199.8	239.5	232.1	224.7	217.3	管理费用率	3.7%	4.0%	4.7%	4.5%	4.7%
资产总额	72.9	209.0	32.7	31.6	31.6	财务费用率					
短期债务	3,959.7	4,120.8	3,903.2	4,199.4	4,392.3	三费/营业收入	1.5%	2.2%	1.6%	1.5%	0.8%
应付帐款	790.0	470.6	755.4	582.4	307.1	偿债能力	16.0%	17.5%	16.9%	16.9%	16.4%
应付票据	98.9	190.9	215.9	239.0	300.2	资产负债率					
其他流动负债	191.6	576.5	200.7	443.0	456.3	负债权益比	43.4%	45.5%	34.2%	33.1%	29.2%
长期借款	216.1	542.6	164.6	127.4	218.7	流动比率	76.7%	83.3%	52.1%	49.6%	41.2%
其他非流动负债	-	45.9	-	-	-	速动比率	1.48	0.92	1.28	1.51	1.87
负债总额	422.0	46.7	-	-	-	利息保障倍数	1.15	0.74	0.87	1.11	1.29
少数股东权益	1,718.6	1,873.2	1,336.5	1,391.8	1,282.4	分红指标	6.15	4.31	6.94	7.81	14.66
股本	-	-	3.2	7.2	12.2	DPS(元)					
留存收益	331.9	328.8	334.3	334.3	334.3	分红比率	0.25	0.25	0.38	0.47	0.59
股东权益	1,928.8	2,036.7	2,229.2	2,466.1	2,763.4	股息收益率	44.6%	39.8%	40.0%	40.0%	40.0%
现金流量表	2,241.1	2,247.6	2,566.7	2,807.6	3,109.9	业绩和估值指标	1.2%	1.2%	1.9%	2.3%	2.9%
净利润	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.56	0.62	0.96	1.18	1.48
加: 折旧和摊销	185.0	206.7	320.8	394.9	495.5	BVPS(元)	0.56	0.62	0.96	1.18	1.48
资产减值准备	86.8	116.5	103.2	103.2	103.2	PE(X)	37.64	34.00	21.96	17.86	14.24
公允价值变动损失	7.9	20.5	-	-	-	PB(X)	6.70	6.72	7.67	8.38	9.27
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2
投资收益	43.8	67.1	63.7	68.1	42.7	P/S	18.9	28.5	-19.3	31.6	25.9
少数股东损益	-27.3	-22.1	-35.0	-40.0	-45.0	EV/EBITDA	2.4	2.3	1.8	1.5	1.2
营运资金的变动	-0.9	-	3.2	4.0	5.0	CAGR(%)	21.2	17.5	13.4	11.1	9.2
经营活动产生现金流量	-23.8	178.6	-435.2	-107.4	-59.5	PEG	28.1	34.3%	42.4%	29.2%	34.3%
投资活动产生现金流量	223.2	380.7	20.7	422.8	541.9	ROIC/WACC	32.7	1.0	0.5	0.6	0.4
融资活动产生现金流量	-682.8	-231.2	35.0	40.0	45.0	REP	2.6	0.9	1.4	1.4	1.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。