

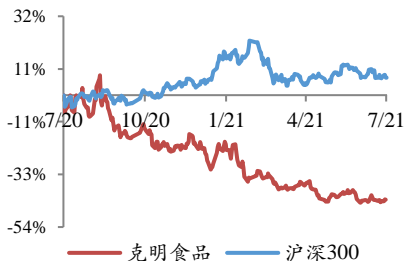
## 疫情高基数峰值已过，业绩有望逐季改善

### 投资评级：增持

报告日期：2021-07-15

收盘价(元)	13.83
近12个月最高/最低(元)	26.23/13.54
总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	331
流通股比例(%)	98.11
总市值(亿元)	47
流通市值(亿元)	46

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

### 联系人：陆金鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

### 相关报告

1. 规模优先有序推进，品类拓展势头不减 2021-04-20
2. 成本蓄势，品类并进，重回增长快车道 2021-02-19

### 主要观点：

#### ● 事件描述：

(1) 公司预告 21 年半年度业绩，归母净利润 0.38 亿至 0.57 亿元，同比-74.39%至-82.93%。(2) 公司公告拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，资金总额不低于 6,000 万元，不超过 12,000 万元。(3) 公司将于 7 月 15 日启用新的证券简称“克明食品”。

● **业绩降幅较大主要因毛利率下滑和期间费用增加双重影响。(1) 毛利率下降由于面条产品结构向常态回归和面粉销量增加。**疫情期间公司借势加大中高端面条推广，高毛利产品占比大幅提升，1H20 综合毛利率 25.90%。本期面条产品结构恢复至疫情前状态(综合毛利率 24%以下)。同时，面粉新产能投放后，面粉产能超过自供粉需求量，外销面粉和副产品的销量较上期增长幅度较大，面粉业务毛利率 10%左右，对毛利水平形成压制。(2) **促销和市场投放力度提升，新产能开办推高期间费用。**疫情期间民生产品需求旺盛，市场服务费用减少，1H20 销售费用率仅 6.59%，对比 1H18 (9.65%) 1H19 (8.76%) 明显偏低。今年公司针对新品加大了促销力度，并加大品牌和直播费用的投入以推进品牌年轻化转型，导致销售费用增加。另外，公司优化产能布局，生产逐步向河南等具有成本优势的生产基地集中，短期导致管理费用增加。

● **现代渠道流量下降和低价产品竞争加剧拖累公司业绩，但面制品需求稳定增加，规模工业化趋势不改，长期利好公司发展。**根据调研推测现代渠道面条销量同比下滑 10%左右，公司现代渠道销量占比较高，受冲击也较大。另一方面，疫情期间许多本难以为继的地方小企业死灰复燃，叠加行业头部产能继续增加，产品供大于求导致低价产品竞争加剧，销售难度加大。但是，我们认为上半年淡季更淡的现象并不意味着需求转弱，新老渠道更替和短期竞争格局变差是主要原因。长期看，挂面仍有约 200 万吨的下沉空白市场有待开发，公司重建供应链后规模优势明显，将持续享受龙头红利。面条业务坚定推进价格策略和工厂周边辐射策略，对乡镇市场和北方区域持续渗透，实现规模较快增长，并逐步完成面粉内部消化。方便食品业务通过健康概念和高潜力品类实现错位竞争，有望逐步带动公司利润率中枢上行。

● **公司更名定义方便食品业务发展新起点，有望成为量利新支柱。**五谷道场品牌布局非油炸方便面、拌面、自热米饭等系列产品，品类齐全，卖点突出。方便食品业务 2020 年已实现盈利，目前营收占比 10%，未来三年将保持 30%左右的增长，预测毛利率将达 30%以上，高于面条 (27%) 和面粉 (10%) 业务。

● **股份回购计划彰显管理层战略定力，股权激励持续释放团队活力。**此次回购约占公司总股本的 1-2%，反映了管理层对公司内在价值的肯定，回购股份用于实施公司员工持股计划或者股权激励，将进一步完善公司长效激励机制，调动公司管理人员、核心骨干的积极性。

#### ● 投资建议

给予“增持”评级。结合上半年实际情况，我们预计 2021-2023 年公司

营收 38.29、46.93、58.11 亿元，同比增长-3%/23%/24%，归母净利润 1.42、2.37、3.67 亿元，同比增长-52%/67%/55%，EPS 分别为 0.42、0.71、1.10，对应 PE 分别为 32.6、19.6、12.6，给予“增持”评级。

● **风险提示**

1. 食品安全风险：如公司发生产品质量问题，并因此产生赔偿风险，及对公司的品牌和公司产品的销售产生重大不利影响。
2. 竞争加剧风险：挂面行业竞争激烈，面临强势竞争对手加入的挑战，公司存在因市场竞争加剧而带来的业绩风险。
3. 成本上升风险：小麦等原材料价格、用工成本均可能上涨，将给公司带来成本压力，进而影响到公司的盈利能力。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3958	3829	4693	5811
收入同比 (%)	30.4%	-3.2%	22.5%	23.8%
归属母公司净利润	293	142	237	367
净利润同比 (%)	41.7%	-51.5%	66.7%	55.0%
毛利率 (%)	22.8%	20.5%	21.7%	23.0%
ROE (%)	11.4%	4.1%	6.2%	8.6%
每股收益 (元)	0.87	0.42	0.71	1.10
P/E	20.35	32.61	19.56	12.62
P/B	2.32	1.33	1.22	1.09
EV/EBITDA	11.91	17.11	11.63	7.56

资料来源：wind，华安证券研究所

## 风险提示：

- 1、食品安全风险：如公司发生产品质量问题，并因此产生赔偿风险，及对公司的品牌和公司产品的销售产生重大不利影响。
- 2、竞争加剧风险：挂面行业竞争激烈，面临强势竞争对手加入的挑战，公司存在因市场竞争加剧而带来的业绩风险。
- 3、成本上升风险：小麦等原材料价格、用工成本均可能上涨，将给公司带来成本压力，进而影响到公司的盈利能力。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1415	2444	3124	3782	<b>营业收入</b>	3958	3829	4693	5811
现金	428	1252	1664	2084	营业成本	3055	3043	3672	4477
应收账款	149	220	296	334	营业税金及附加	25	25	31	38
其他应收款	31	94	103	111	销售费用	339	429	507	610
预付账款	123	122	147	179	管理费用	134	153	188	221
存货	575	625	755	883	财务费用	17	21	16	21
其他流动资产	110	130	160	190	资产减值损失	-11	35	34	35
<b>非流动资产</b>	2437	2494	2565	2774	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	8	9	12
固定资产	1865	2057	2187	2332	<b>营业利润</b>	368	178	295	456
无形资产	231	245	257	263	营业外收入	6	7	8	7
其他非流动资产	341	192	121	179	营业外支出	6	7	7	4
<b>资产总计</b>	3852	4937	5689	6556	<b>利润总额</b>	369	177	296	458
<b>流动负债</b>	1186	1375	1798	2208	所得税	76	35	59	92
短期借款	631	631	881	1067	<b>净利润</b>	293	142	237	367
应付账款	117	183	221	258	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	439	561	697	884	<b>归属母公司净利润</b>	293	142	237	367
<b>非流动负债</b>	100	82	82	82	EBITDA	521	269	381	555
长期借款	35	35	35	35	EPS (元)	0.87	0.42	0.71	1.10
其他非流动负债	65	47	47	47					
<b>负债合计</b>	1286	1457	1880	2290					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	335	375	375	375	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	1383	1963	1963	1963	<b>成长能力</b>				
留存收益	848	1143	1471	1929	营业收入	30.4%	-3.2%	22.5%	23.8%
归属母公司股东权	2566	3480	3809	4267	营业利润	48.5%	-51.8%	65.9%	54.8%
<b>负债和股东权益</b>	3852	4937	5689	6556	归属于母公司净利	41.7%	-51.5%	66.7%	55.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	22.8%	20.5%	21.7%	23.0%
					净利率 (%)	7.4%	3.7%	5.0%	6.3%
					ROE (%)	11.4%	4.1%	6.2%	8.6%
					ROIC (%)	9.3%	2.9%	4.4%	6.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	33.4%	29.5%	33.1%	34.9%
					净负债比率 (%)	50.1%	41.9%	49.4%	53.7%
					流动比率	1.19	1.78	1.74	1.71
					速动比率	0.60	1.23	1.24	1.23
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.03	0.78	0.82	0.89
					应收账款周转率	26.59	17.38	15.87	17.38
					应付账款周转率	26.15	16.59	16.59	17.38
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.87	0.42	0.71	1.10
					每股经营现金流薄)	1.23	0.91	1.00	1.74
					每股净资产	7.67	10.40	11.38	12.75
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.35	32.61	19.56	12.62
					P/B	2.32	1.33	1.22	1.09
					EV/EBITDA	11.91	17.11	11.63	7.56

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 文献, 华安证券食品饮料首席分析师, 十二年食品饮料研究经验。

**联系人:** 陆金鑫, 北京大学生物学本科, 中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。