



双塔食品 (002481)

公司评级：增持

评级时间：2013-10-29

目标价格 (元)：11.40

当前价格 (元)：10.51

股价走势：



相关研究

联系人

华安证券大消费研究组

电话：021-60951606

邮件：wjzhazq@163.com

食用蛋白和传统粉丝齐发力，业绩超预期

事件：

- 公司公布 2013 年三季报。

评论：

- 前三季度，公司实现营业收入 5.37 亿元，同比增长 28.49%，归属于母公司股东净利润 8704 万元，同比增长 17.35%，实现 EPS0.20 元，超市市场预期。

公司前三季度实现营业收入 5.37 亿元，同比增长 28.49%，归属于母公司股东净利润 8704 万元，同比增长 17.35%，实现 EPS0.20 元，超市市场预期。主要原因为第三季度单季，公司实现归属于母公司股东净利润 6124 万元，同比大幅增长 102.5%，超出市场预期。

- 高毛利食用蛋白销售占比上升提升毛利率，经营效率改善压缩期间费用率

第三季度单季，公司实现营业收入 2.71 亿元，同比增长 38.14%，实现归属于母公司股东净利润 6124 万元，同比大幅增长 104.62%，我们认为公司第三季度单季净利润增速大大超越收入增长是多方因素共同作用的结果。首先，高毛利食用蛋白销售占比的逐步上升提升综合毛利率水平，而经营效率改善等措施降低期间费用率，第三季度单季，公司综合毛利率为 30.61%，较去年同期提升 6.84%，销售费用率较去年同期降低 0.26%，管理费用率较去年同期下降 0.21%，导致销售净利率较去年同期大幅提升 7.18%。我们认为，随着公司高毛利食用蛋白销售额的增长，公司综合毛利率水平仍有一定的提升空间。

- 新业务推广初现成效，传统业务营销改善步入正轨

从公司当前的财务数据可以看出，公司通过循环经济模式打造出了食用蛋白这一新的高毛利产品，已取得初步进展，随着高端食用蛋白逐步投放市场，公司业绩增长有望进一步加快。此外，公司针对营销能力薄弱的现状，积极引进外部咨询，提升营销及管控水平，传统粉丝业务也逐步回归正常增长轨道。我们看好公司未来由于营销体系改善带动的传统粉丝业务的销售增长，以及由于食用蛋白销售占比提升带动的综合毛利率的提升带来的公司业绩的成长前景。

- 盈利预测和估值。

我们预计公司 2013-2015 年营业收入 7.50 亿元、9.35 亿元、11.69 亿元的预期，同比增速分别为 28%、25%、25%，实现归属于母公司股东净利润分别为 1.27 亿元、1.63 亿元和 2.07 亿元，同比增速分别为 36.20%、27.70%和 27.30%，实现 EPS 分别为 0.29 元，0.38 元和 0.48 元，对应当前股价的 PE 分别为 35.65、27.91 和 21.92，我们给予公司“增持”评级，6 个月目标价 11.40 元。

表 1：公司财务报表预测结果

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	584	748	935	1169	货币资金	264	75	93	117
营业成本	439	546	668	830	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	146	202	266	339	应收账款	70	89	111	138
%营业收入	24.9%	27.0%	28.5%	29.0%	存货	250	311	380	472
营业税金及附加	3	3	4	5	预付账款	109	136	166	206
%营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	10	12	15	19
销售费用	21	26	33	41	流动资产合计	702	622	766	952
%营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	21	26	33	41	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	14	17	16	19	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2.4%	2.2%	1.7%	1.6%	固定资产合计	684	609	529	445
资产减值损失	1	1	2	2	无形资产	51	48	46	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	87	128	179	231	其他非流动资产	0	200	400	600
%营业收入	14.8%	17.1%	19.2%	19.7%	资产总计	1438	1480	1741	2042
营业外收支	21	20	10	10	短期贷款	443	324	398	461
利润总额	108	148	189	241	应付款项	56	74	91	113
%营业收入	18.4%	19.8%	20.2%	20.6%	预收账款	22	30	37	47
所得税费用	14	21	26	34	应付职工薪酬	4	5	7	8
净利润	93	127	163	207	应交税费	11	16	20	25
归属于母公司所有者的净利润	93.5	127.4	162.7	207.1	其他流动负债	6	9	11	14
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	542	459	564	667
EPS（元/股）	0.22	0.29	0.38	0.48	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	7	17	27	37
					负债合计	549	476	591	704
					归属于母公司所有者权益	890	1004	1151	1337
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	890	1004	1151	1337
					负债及股东权益	1438	1480	1741	2042
					基本指标				
					EPS	0.216	0.295	0.377	0.479
					BVPS	4.12	4.65	5.33	6.19
					PE	48.56	35.65	27.91	21.92
					PEG	1.60	1.17	0.92	0.72
					PB	2.55	2.26	1.97	1.70
					EV/EBITDA	39.54	18.45	15.28	12.93
					ROE	10.5%	12.7%	14.1%	15.5%

资料来源：华安证券研究所

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、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。

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）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。