

蛋白+粉丝“双引擎”驱动增长

——双塔食品（002481）深度报告

2014年03月07日

强烈推荐/维持

双塔食品 深度报告

报告摘要:

- **蛋白量价齐升驱动业绩增长。**2013年5月高纯蛋白开始发货，订单和发货量逐月增长，2014年1月高端蛋白发货量达到980吨，2月预计发货量也接近1000吨，全年预计高端蛋白发货量超过1.3万吨，产能达到满产。公司原有7000吨低纯度蛋白也在2013年底停产技改，3月将技改完成。安利纽崔莱在2013年完成产品配方的升级，采用豌豆蛋白等全植物蛋白配方，我们认为安利产品升级将会起到行业“领头羊”作用。目前海外市场豌豆蛋白需求旺盛，公司蛋白订单充足。
- **高端蛋白终端客户主要是食品行业和保健品行业，高端高纯度蛋白价格是低端蛋白价格约3倍，蛋白业务盈利水平大幅提升。**豌豆蛋白作为食品、保健品基料出口销售，未来蛋白产业链向下延伸以及国内豌豆蛋白市场开拓将成为销量和利润增长驱动器。
- **2014年粉丝战略：积极扩张、重点掌控商超渠道、未来看行业整合。**2013年底公司有2万吨高端纯豆粉丝产能达产，粉丝产能将达到5万吨，其中高端纯豆粉丝结构占比大幅提升。公司将在2014年启动粉丝双品牌战略，采取更加积极的渠道和费用战略，消化新增高端纯豆粉丝产能。
- **公司调整渠道策略，将商超作为重点渠道打造，2014年将推进商超渠道市场占有率提升。**粉丝行业增速稳定，行业已经进入整合阶段，未来双塔将作为行业整合者的角色出现。
- **公司盈利预测及投资评级。**预计公司2013年归属母公司净利润1.12亿元，预计2014年净利润同比增长104.9%，2015年净利润同比增长50.2%，2014年至2016年三年业绩复合增长率58.2%。公司2014年PEG估值仅为0.48，PEG估值较低。我们给予公司2014年0.65倍的目标PEG估值，对应2014年PE估值38倍，12个月目标价20.3元。公司以独特循环经济模式创造了高利润，有望成为市值超百亿的豌豆产业链龙头公司，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入(百万元)	595	584	744	993	1264
增长率(%)	60.64%	-1.80%	27.38%	33.44%	27.26%
净利润(百万元)	70	93	112	230	346
增长率(%)	20.11%	104.92%	20.11%	104.92%	50.21%
净资产收益率(%)	8.76%	10.51%	5.45%	10.35%	14.02%
每股收益(元)	0.29	0.22	0.26	0.53	0.80
PE	51.20	69.27	57.67	28.14	18.73
PB	2.24	3.64	3.14	2.91	2.63

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512090001

徐昊

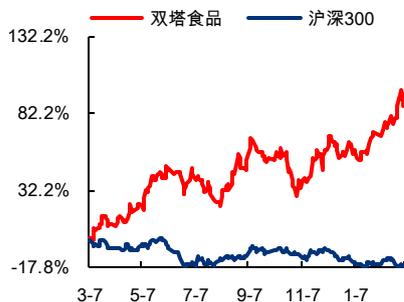
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	14.61-15.7
总市值(亿元)	63.12
流通市值(亿元)	54.93
总股本/流通A股(万股)	43200/37595
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.3

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《双塔食品（002481）：海外需求扩张，新订单驱动业绩增长》2013-12-12
- 2、《双塔食品（002481）：蛋白产能释放，盈利模式改变》2013-11-21
- 3、《双塔食品（002481）事件点评：涉足金矿产业带来新的增长动力》2012-10-16
- 4、《双塔食品（002481）点评报告：涉足金矿带来业绩想象空间》2012-06-12

目 录

1. 我们的核心观点	4
1.1 蛋白业务量价齐升	4
1.2 粉丝业务重装上阵	4
1.3 金价回归值得期待	4
1.4 未来3年业绩高增长	4
2. 食用蛋白成为利润引擎的“涡轮增压器”	5
2.1 粉丝副产品成业绩增长亮点	5
2.2 食用蛋白是高利润产品	6
2.3 原料掌控形成豌豆蛋白高利润壁垒	8
2.4 豌豆蛋白利润空间仍可继续提升	10
2.5 循环产业链还未终结	10
3. 豌豆蛋白全球市场需求强劲	11
3.1 植物蛋白全球市场稳定增长	11
3.2 豌豆蛋白替代需求刚刚启动	13
3.3 安利纽崔莱配方升级将产生“领头羊”作用	15
4. 2014年粉丝销售战略更加积极进取	17
4.1 2014年粉丝高端产能释放	17
4.2 粉丝销售全国市场布局还未完成	18
4.3 启动双品牌战略，聚焦商超渠道	18
4.4 粉丝行业整合空间巨大	19
5. 黄金价格回升，投资收益增长	19
6. 管理层增持彰显业绩信心	20
7. 公司业绩假设、盈利预测和估值	21
7.1 盈利预测假设	21
7.2 相对估值法估值	23
7.3 国际估值比较	23

表格目录

表 1:美国海关的双塔食品发货情况（2013年7月31日-2013年8月12日）	5
表 2:双塔食品主要出口产品价格情况	6
表 3:双塔食品高纯度蛋白主要成分情况	6
表 4:加拿大豌豆生产出口情况表	8
表 5:中国粉丝行业龙头公司情况表	9
表 6:北美市场主要蛋白原料价格情况（2012年）	12
表 7:豌豆、绿豆、大豆主要成分含量对比（单位：%）	12
表 8:豌豆蛋白氨基酸含量表	14
表 9:美国蛋白市场领先公司已经市场份额情况	15
表 10:美国进口豌豆蛋白主要发货地统计（时间截止2013年11月）	17

表 11:双塔食品经营数据	21
表 12:可比公司估值表	23
表 13: 公司盈利预测表	25

插图目录

图 1: 豌豆粉丝、蛋白生产流程	5
图 2:双塔食品豌豆蛋白收入和毛利率	7
图 3:全球干豌豆产量曲线	8
图 4:豌豆蛋白终端产品展示 1	10
图 5:豌豆蛋白终端产品展示 2	10
图 6:全球蛋白原料市场规模预测（单位：十亿美元）	11
图 7:2012 年全球植物蛋白市场份额	13
图 8:几种植物蛋白含量比较	13
图 9:纽崔莱老配方蛋白质粉产品	16
图 10:纽崔莱全植物蛋白粉产品	16
图 11:美国进口豌豆蛋白船运量曲线（2011 年 1 月-2013 年 11 月）	16
图 12:双塔食品粉丝业务收入和毛利率	17
图 13:近一年黄金价格走势	19
图 14:双塔食品季度毛利率和净利率走势	22
图 15: Nutri-Pea 的豌豆产业链	23

1. 我们的核心观点

1.1 蛋白业务量价齐升

2013年5月公司高纯度蛋白开始发货，订单和发货量逐月增长，2014年1月高端蛋白发货量达到980吨，2月预计发货量也接近1000吨，全年预计高端蛋白发货量超过1.3万吨以上。公司原有7000吨低纯度蛋白也在2013年底停产技改，3月将技改完成，高端蛋白产能持续增长。安利纽崔莱在2013年完成产品配方的升级，采用豌豆蛋白等全植物蛋白配方，我们认为安利产品升级将会起到行业“领头羊”作用。目前海外市场豌豆蛋白需求旺盛，公司蛋白订单充足。2014年蛋白业务的量价齐升驱动公司业绩增长。

高纯蛋白终端客户主要是食品行业和保健品行业，高纯度蛋白价格是低纯度蛋白价格约3倍，蛋白业务2014年的盈利水平将大幅提升。目前公司的豌豆蛋白作为食品、保健品基料出口销售，未来蛋白产业链向下延伸以及国内豌豆蛋白市场开拓将成为销量和利润增长驱动器。

1.2 粉丝业务重装上阵

2013年底双塔食品有2万吨高端纯豆粉丝产能达产，粉丝产能将达到5万吨，其中高端纯豆粉丝占比将大幅提升。2014年双塔将启动粉丝双品牌战略，采取更加积极的渠道和费用战略，消化新增高端纯豆粉丝产能。

公司也在调整渠道策略，将商超作为重点渠道打造，2014年将重点推进商超渠道市场占有率提升。粉丝行业增速稳定，行业已经进入整合阶段，未来双塔将作为行业整合者的角色出现。

1.3 金价回归值得期待

2013年黄金价格下跌，公司持股40%的金德盛矿业投资收益大幅下降。2014年预计金价开始回升，贡献投资收益也将回升。

1.4 未来3年业绩高增长

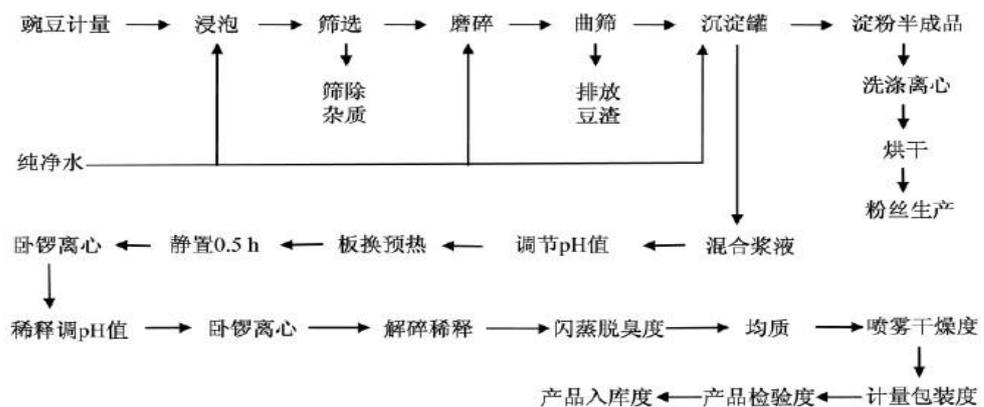
公司未来3年业绩复合增长率58.3%，PEG估值仅为0.48。对比全球其他豌豆蛋白生产商，公司以独特循环经济模式创造了高利润。公司有望成为市值超百亿的豌豆蛋白产业链全球龙头公司。

2. 食用蛋白成为利润引擎的“涡轮增压器”

2.1 粉丝副产品业绩增长亮点

双塔食品于 2010 年上市，是粉丝行业龙头企业，国家级重点高新技术企业，拥有粉丝行业首个国家认可实验室。公司主要从事纯豆、杂豆、薯类粉丝、食用蛋白和食用菌的生产和销售。双塔食品依托生物工程，形成“豆类加工-废水中提取食用蛋白、膳食纤维-废渣制取食用酒精-废渣生产食用菌—废菌棒生产饲料-废水发酵沼气—沼气提纯车用天然气和燃气—净化水灌溉农田”的全封闭循环经济产业链条。

图 1：豌豆粉丝、蛋白生产流程



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

2010 年公司上市后投建了 8000 吨食用高纯度蛋白产能，项目规模为年处理 32 万吨提取淀粉后的蛋白浆液，项目于 2013 年 5 月达产。公司原有 7000 吨低纯度蛋白产能于 2013 年下半年停产改造，2014 年 3 月改造完毕，公司将拥有 50 吨/日的高纯度食用蛋白产能规模。2014 年食用蛋白业务量价齐升驱动公司业绩增长。

表 1：美国海关的双塔食品发货情况（2013 年 7 月 31 日-2013 年 8 月 12 日）

发货公司	发货时间	发货数量（包）	单位重量（公斤/包）	发货产品	生产日期	保质期
双塔食品	2013/7/31	110	1100	72%纯度豌豆蛋白	2013 年 6 月	2015 年 6 月
双塔食品	2013/7/31	1500	20	80%吨度豌豆蛋白	2013 年 6 月	2015 年 6 月
双塔食品	2013/8/4	88	1100	72%纯度豌豆蛋白	2013 年 6 月	2015 年 6 月
双塔食品	2013/8/6	110	1100	65%纯度豌豆蛋白	2013 年 6 月	2015 年 6 月
双塔食品	2013/8/12	66	1100	72%纯度豌豆蛋白	2013 年 7 月	2015 年 7 月
双塔食品	2013/8/12	2400	20	豌豆纤维	2013 年 6 月	2015 年 6 月

资料来源：美国海关、东兴证券研究所

公司目前有两笔豌豆蛋白大额订单。2013年12月，双塔与 ATIS HOLDING LIMITED 签订了 3000 吨高端食用蛋白采购合同，合同总金额约 1080 万美元。公司还在 2013 年 9 月与 克莱森亚太有限公司签订了 3200 吨，80%纯度的豌豆蛋白订单，合同金额约 1120 万美元。两笔大额蛋白订单均在 2014 年 6 月之前执行完毕，合同金额合计约 2200 万美元，折算人民币约 1.34 亿。2014 年公司豌豆蛋白订单充足。

2.2 食用蛋白是高利润产品

公司原有 7000 吨低纯度蛋白毛利率 37%，2013 年达产的 8000 吨高纯度食用蛋白毛利水平相比低纯度产品有大幅提升。两因素带来蛋白业务高利润：1）产品升级单价大幅提高；2）循环经济模式创造低成本。

公司原有蛋白产能 7000 吨，产品纯度较低，蛋白纯度在 65%-75%，产品终端客户主要是宠物饲料公司，产品出口均价在 1300-1500 美元/吨。新达产的 8000 吨高纯度蛋白纯度提升到 80%以上。高纯度蛋白产品的出口均价在 3500-3800 美元/吨，单价的提升带来毛利率大幅提升。

表 2:双塔食品主要出口产品价格情况

产品类型	价格（美元/吨）	发货量能力
豌豆蛋白 75%	1500-1800	
豌豆蛋白 80%	3500-3700	45 吨/天
豌豆蛋白 85%	4100-4200	40 吨/天
豌豆蛋白 90%	4800-5000	50 吨/天
豌豆纤维	600-650	70 吨/天
豌豆淀粉	1300-1400	200 吨/天
龙口粉丝	2800-4200	400 吨/月

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

公司提炼蛋白的原料是生产粉丝环节的废水，废水成本计入蛋白生产成本。蛋白环节的生产成本主要是能源消耗、固定资产折旧以及部分人工成本等。因此蛋白产品的生产成本极低，产品盈利水平高。

表 3:双塔食品高纯度蛋白主要成分情况

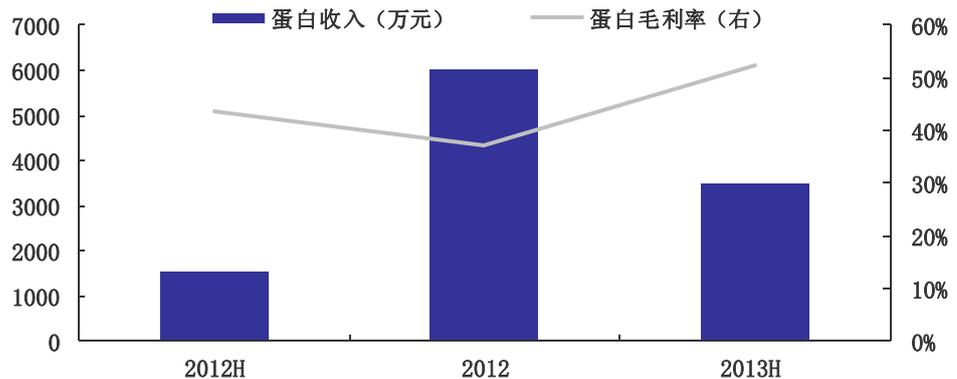
成分(100g)	蛋白含量	蛋白含量
蛋白 (Nx6.25)	≥ 85%	≥ 80%
粗纤维	≤ 8%	≤ 8%

水分	≤ 10%	≤ 10%
杂志	≤ 8%	≤ 8%
脂肪	≤ 7%	≤ 7%
PH 值	6.0-8.0	6.0-8.0
砷	≤ 0.5mg/kg	≤ 0.5mg/kg
铅	≤ 1mg/kg	≤ 1mg/kg
镉	≤ 0.5mg/kg	≤ 0.5mg/kg
纳	≤ 0.5mg/kg	≤ 0.5mg/kg
微生物		
总菌落数	≤ 30000 cfu/g	≤ 30000 cfu/g
大肠菌数	≤ 30 MPN/100g	≤ 30 MPN/100g
酵母菌	≤ 50 cfu/g	≤ 50 cfu/g
霉菌	≤ 50 cfu/g	≤ 50 cfu/g
沙门氏菌	不含有	不含有
大肠杆菌	不含有	不含有
致病菌	不含有	不含有

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

豌豆蛋白循环经济体现核心环节是豌豆淀粉的盈利情况。循环经济下豌豆淀粉可以转化为豌豆粉丝，平均毛利率在 25%以上，并且终端产品价格稳定。非循环经济模式下，豌豆淀粉将被直接销售，平均毛利率 2%-3%，并且淀粉产品同质化严重，价格有周期性波动。

图 2:双塔食品豌豆蛋白收入和毛利率



资料来源：东兴证券研究所

2.3 原料掌控形成豌豆蛋白高利润壁垒

由于进口豌豆价格优势，豌豆取代了绿豆作为中国粉丝行业的主要原料。公司高端纯豆粉丝和蛋白的原料是豌豆(加拿大黄豌豆)。2005年中国进口豌豆24.11万吨,2010年进口豌豆量达55.3万吨,今年年上半年豌豆进口32.6万吨,2013年前11个月进口豌豆总量达到96.2万吨,预计2013年将突破100万吨,我们判断2014年豌豆进口量也将超过100万吨。

图 3:全球干豌豆产量曲线



资料来源: FAO, 东兴证券研究所

全球豌豆产量长期围绕1000万吨的中枢波动。全球豌豆的产量相对大豆产量比例低于5%，豌豆是典型的小品种作物。全球豌豆主要生产国家是加拿大和美国，加拿大干豌豆占据全球干豌豆贸易市场35%-40%的份额。

加拿大是从上世纪90年代早期开始大量种植豌豆，2005年/06年加拿大干豌豆产量增长到310万吨，2012/13年加拿大豌豆产量水平达到334万吨，2013/14年预计产量水平达到384万吨。加拿大年产豌豆的70%-80%主要用于出口销售。

表 4:加拿大豌豆生产出口情况表

	2011-2012	2012-2013	2013-2014F
产量(吨/公顷)	2.57	2.26	2.94
产量(万吨)	250.2	334.1	384.9
出口(万吨)	209.6	265.1	275.5
库存消费比(%)	11%	5%	15%
平均价格(美元/吨)	310	340	265-295

资料来源: 加拿大农业部, 东兴证券研究所

因为 2013/14 生产年度加拿大豌豆产量预期增长 15%，达到 380 万吨，产量水平预计创历史新高。豌豆价格预计会有同比 14%-22% 的下降。预计 2013/14 年黄豌豆的产量预计为 320 万吨，预计出口量会达到 280 万吨，中国仍是最大进口国，中国的进口占比会在 40%，约 112 万吨。

全球范围看豌豆年产量占比只有大豆产量的 3%，加拿大黄豌豆产量占比更小。假设国内豌豆蛋白市场产能提升、竞争加剧，未来豌豆原料供给将会形成豌豆蛋白行业增长瓶颈。

中国进口加拿大黄豌豆的最大行业是粉丝行业，双塔食品作为粉丝龙头企业，对豌豆原料控制一直占据贸易量优势。我们判断如果公司在对豌豆原料的控制力方面持续强化，将可以建立豌豆蛋白行业竞争壁垒。

表 5:中国粉丝行业龙头公司情况表

公司名称	所在地	粉丝产能	其他业务
双塔食品	山东招远	5 万吨	豌豆蛋白、食用菌等
健源食品	山东招远	1.5 万吨	豌豆蛋白
白家粉丝	四川成都	2 亿包方便粉丝（5-6 亿元收入）	方便粉丝
春雨粉丝	山东招远	1.2 万吨	
三嘉粉丝	山东招远	1.1 万吨	豌豆蛋白

资料来源：东兴证券研究所

国内豌豆蛋白竞争对手主要集中在招远当地。东方蛋白拥有年加工豌豆 6 万吨，年产豌豆分离蛋白 7000 吨、浓缩蛋白 15000 吨、膳食纤维 4800 吨、豌豆淀粉 28800 吨。东方蛋白是由招远三嘉粉丝 2008 年设立，但三嘉粉丝产能有 1.1 万吨，并非全部豌豆原料粉丝，因此公司只能直接销售淀粉形式消化产能，东方蛋白的豌豆蛋白并未实现完全循环经济模式。

山东健源公司也是在 2008 年投资 5000 万元，建设 1 万吨绿豆和豌豆淀粉食品蛋白综合项目，项目年产淀粉 5000 吨，食用分离蛋白 2000 吨。公司正拟投建 12 万吨豌豆综合加工处理项目，如果项目建成预计生产豌豆蛋白约 1 万吨。

国内主要生产豌豆蛋白的公司为包括双塔食品在内的三家公司，现有豌豆分离蛋白产能规模约 2.4 万吨，考虑未来健源产能完全释放，总产能规模也仅 3.4 万吨。2013 年中国出口蛋白粉 65.5 万吨，其中从青岛海关出口蛋白粉 48.7 万吨，以大豆蛋白为主。

假设未来 3 年国内豌豆蛋白产能从 2.4 万吨增长到 6 万吨，我们认为对豌豆蛋白市场也不会带来强烈价格冲击。豌豆蛋白对大豆蛋白的替代率极低，豌豆蛋白需求将保持增长。

2.4 豌豆蛋白利润空间仍可继续提升

双塔目前蛋白粉仍作为食品、保健品基料销售，还未将豌豆蛋白产业链扩展到终端产品环节。目前北美市场豌豆蛋白平均价格达到 5000 美元/吨，公司出口蛋白离岸价格约 3500 美元/吨，考虑到进口税项以及运费物流成本，我们认为中间贸易商的利润空间仍然充足。

国内市场已经开始有纯豌豆蛋白粉产品投放，按照终端蛋白粉 180 元/600 克的销售价格测算，吨产品价格为 30 万元，保守预计终端产品生产成本 6 万元/吨（主要原料成本按照 3 万元/吨假设，3 万元/吨的包装其他成本），假设出厂价 12-15 万元/吨（毛利率区间 50%-60%），中间渠道环节的盈利水平也会非常巨大。

图 4:豌豆蛋白终端产品展示 1



资料来源：东兴证券研究所

图 5:豌豆蛋白终端产品展示 2



资料来源：东兴证券研究所

我们认为从蛋白粉基料到蛋白粉保健品终端的技术壁垒并不存在。我们考虑公司还未将豌豆蛋白产业链向下延伸的原因是国内保健品市场上豌豆蛋白细分市场几乎等于 0，终端市场还未起步，先期市场投入会产生巨大营销成本。

BCG 集团 2 月发布《从洞察到行动 掘进中国保健消费品市场》报告：年收入超过 12 万元的富裕消费者对维生素、矿物质及补充剂（VMS）需求将强劲增长。2012 年中国 VMS 市场规模 820 亿元。预计 2013 年至 2020 年 VMS 市场复合增长率将达到 13%，即到 2016 年 VMS 市场规模将增长到 1300 亿元。我们认为国内保健品市场需求的扩张将给上游原料商带来订单增长，同时原料商转型品牌保健品商的机会也将增加。

2.5 循环产业链还未终结

2012 年公司研发投入 3451 万，营业收入占比 5.91%，包括两个项目：龙口粉丝产

业链综合开发关键技术研究项目和弃物粉渣综合利用生产食用菌项目。

龙口粉丝产业链综合开发关键技术已经通过山东省科技厅、烟台市科技局的科技成果鉴定。该技术是通过现代的生物工技术，自主研发乳酸菌液体培养物，接种泡豆池中，使泡豆时间由 36-48 小时缩短为 26 小时。淀粉收率、白度分别提高 2.5% 与 1.2%；豆渣通过利用酒精酵母固体发酵将淀粉和半纤维转化成酒精，而剩余的废渣含有较高的蛋白和粗纤维，通过调整碳氮比例用来做食用菌原料，最后生产完食用菌的菌糠，在经过酵母菌发酵，添加枯草芽孢杆菌做成生物有机肥。

粉丝生产过程中废弃物粉渣综合利用生产食用菌项目是通过生产粉丝过程中产生的下脚料豌豆废渣与农作物秸秆主要是玉米秸秆、玉米芯、花生皮等进行营养配比的研究，根据不同食用菌主要是平菇、木耳、杏鲍菇等所需的不同碳氮比，通过大量的实验研究生产食用菌。食用菌项目可减少对环境的污染，促进经济循环，生产成本低、周期短、效益高，有着广阔的发展前景。

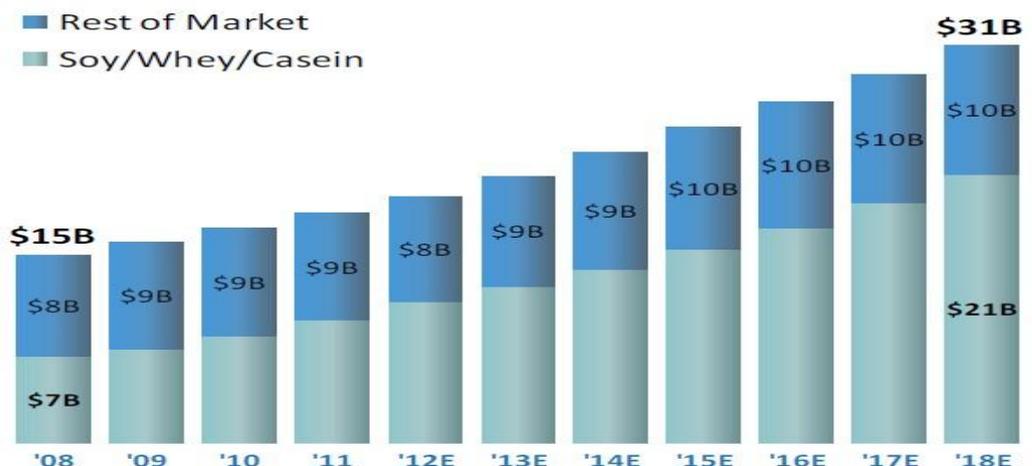
公司坚持豌豆产业链循环经济的思路，持续的研究投入将充分挖掘循环经济模式利润空间。

3. 豌豆蛋白全球市场需求强劲

3.1 植物蛋白全球市场稳定增长

2012 年全球植物蛋白市场总量 170 万吨，其中大豆蛋白总体份额占到 56%。豌豆蛋白位居植物蛋白市场份额第三，仅次于小麦蛋白。根据 Frost & Sullivan 预测，全球蛋白原料市场复合增长率在 7.7%，到 2018 年全球蛋白原料市场规模将达到 315 亿美元（约 1908 亿人民币）。

图 6:全球蛋白原料市场规模预测（单位：十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan、东兴证券研究所

北美和欧洲的植物蛋白市场需求将有显著增长，增长驱动力主要来自：

消费需求驱动——欧美婴儿潮时期出生的人群健康意识更强，他们普遍认为植物蛋白优于动物蛋白。欧美素食主义或者近似素食主义（定期选择无肉食品）人群数量增长。

生产商利润驱动——下游食品加工行业选择价格相对更便宜的植物蛋白来替代价格日益上升的动物蛋白。乳酪蛋白和乳清蛋白受乳制品价格影响，价格显著上涨。大豆蛋白主要供应商杜邦公司也在同期提高了其大豆产品价格。

表 6:北美市场主要蛋白原料价格情况（2012年）

蛋白产品	价格（加币元/公斤）	折算价格（人民币元/吨）
豌豆蛋白	5.64	31133
大豆蛋白	7.89	43553
乳清蛋白	11.64	64253
盐酸酪蛋白	11.87	65522
蛋清蛋白	13.35	73692

资料来源：东兴证券研究所

北美和欧洲下游食品工业以及保健品行业对植物蛋白需求旺盛。2008年至2012年美国市场发布的高蛋白和素食产品总体增长54%。Euromonitor统计全球运动营养品行业2006年销售规模有35亿美元，2011年增长到52亿美元，预计2016年全球运动营养品市场将达到81亿美元，复合增长率9.3%。

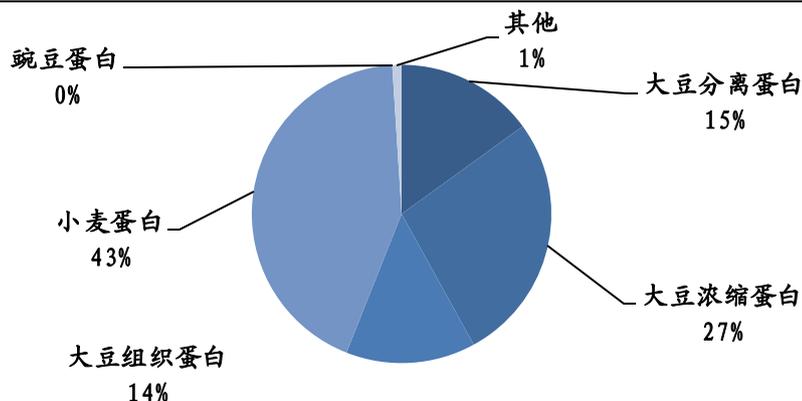
表 7:豌豆、绿豆、大豆主要成分含量对比（单位：%）

种类	水分	蛋白质（N×6.25）	脂肪	碳水化合物	灰分	粗纤维
豌豆	13.4	23.1	1.3	53.3	2.5	5.4
大豆	10.2	36.3	18.4	25.3	5.0	4.8
绿豆	12.3	21.6	0.8	62.0	3.3	6.4

资料来源：东兴证券研究所

2006年到2007年牛奶价格年均涨幅都超过10%，牛奶价格的上涨直接导致乳清蛋白和酪蛋白价格的上涨。2008年酪蛋白酸钠的价格已经上涨到6.5美元/公斤，而作为代替品的例如豌豆蛋白的价格只有酪蛋白酸钠价格的一半左右。植物蛋白开始越来越多的替代乳制品蛋白。

图 7:2012 年全球植物蛋白市场份额

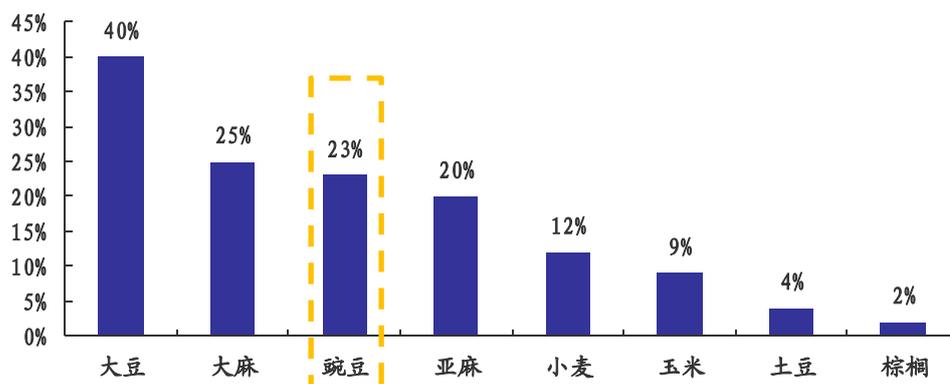


资料来源：Frost & Sullivan、东兴证券研究所

3.2 豌豆蛋白替代需求刚刚启动

人类种植食用豌豆的历史很长，并且全球范围内都在食用。但是在食品工业领域，豌豆蛋白则是一种新型的植物蛋白。豌豆蛋白替代大豆蛋白、乳清蛋白的需求才刚刚开始启动增长。

图 8:几种植物蛋白含量比较



资料来源：东兴证券研究所

豌豆蛋白的优势

豌豆蛋白的健康性：豌豆蛋白的氨基酸优于国际粮农组织（FAO）推荐氨基酸分布。

豌豆蛋白中抗营养因子含量低,豌豆蛋白脂肪中 80%为不饱和脂肪酸,富含硒、维 E、维 C 等微量元素,具有增强免疫力、预防心血管疾病、抗氧化等功能。豌豆蛋白易于被人体消化吸收。

豌豆蛋白功能性: 豌豆蛋白具有良好的分散性、发泡性和低黏度等功能性,加工方便,广泛应用于肉制品、水产品、焙烤食品、乳制品、饮料、冰淇淋、糖果、高级宠物食品等生产领域。

豌豆蛋白安全性: 豌豆蛋白原料是非转基因原料,生产过程采用生物发酵法,只加水作为溶剂,并不添加其他溶剂。豌豆蛋白不会产生人体过敏反应(在欧洲市场如果是含有过敏源,则需要标签中作出标识)。豌豆蛋白不含雌性激素(大豆蛋白含有一定雌激素)。豌豆蛋白适应人群相比大豆、小麦蛋白更为广泛。

豌豆蛋白广泛应用于保健食品、火腿肠、香肠、乳粉、蛋白糖、饼干、面包、花生奶、雪糕、冰淇淋、人造瘦肉等食品的制造,经深加工还可制造肽、氨基酸等增强人体免疫力的高级保健品。豌豆蛋白产品应用范围完全等同于大豆蛋白。

表 8:豌豆蛋白氨基酸含量表

必须氨基酸	豌豆蛋白含量 (100g)	FAO 推荐值
色氨酸	1.0	>0.6
半胱氨酸+蛋氨酸	2.1	<2.2
组氨酸	2.5	>1.5
苏氨酸	3.8	>2.3
异亮氨酸	4.7	>3
缬氨酸	5	>3.9
赖氨酸	7.1	>4.5
亮氨酸	8.2	>5.9
苯丙氨酸+酪氨酸	9.3	>3.8

资料来源: FAO、东兴证券研究所

豌豆蛋白能逐步替代大豆蛋白被国际市场认可的原因主要在于蛋白提取技术的突破。全球用于生产豌豆蛋白的原料主要是黄豌豆,黄豌豆产于北美和北欧,其中法国和加拿大两国生产全球约 2/3 的黄豌豆。

黄豌豆有着强烈味道,直接使用可能会产生消化问题,因此以前黄豌豆生产的豌豆蛋白也存在强烈的异味问题。随着提纯技术的进步,目前的技术已经可以克服黄豌豆异味的的问题,并且可以在不使用化学方法的前提下生产出高纯度的蛋白粉。

2012 年全球豌豆蛋白市场主要被三家公司控制: Roquette、Cosucra Groupe Warcoing 和 Nutri-Pea Limited。

罗赛特 (Roquette) 是一家法国公司,生产超过 700 种植物提取产品,主要原料使

用玉米、小麦、番茄和豌豆。罗赛特公司已经成为欧洲第二大淀粉生产公司、世界第五大淀粉生产公司。2012年罗赛特公司是全球最大的豌豆蛋白生产商，罗赛特的豌豆蛋白在美国市场占有率第一达到40%。

C.G.W.(Cosucra Groupe Warcoing)是一家比利时公司，主要生产纯天然的菊苣和黄豌豆产品，其主要产品包括豌豆蛋白、豌豆纤维、豌豆皮纤维和豌豆淀粉。Nutri-Pea Limited 是位于加拿大马尼托巴的公司，使用加拿大产黄豌豆生产豌豆纤维、豌豆淀粉和豌豆蛋白。

另外，加拿大的Burcon公司于2011年11月才开始研发高纯度“peazazz”豌豆蛋白。2013年1月，Brucon开始建设“peazazz”中期产能，将用于生产前期市场推广需要的豌豆蛋白。2014年Burcon针对“peazazz”豌豆蛋白将：1)完成中期产能建设；2)进一步开发豌豆蛋白在食品中的应用范围。

表 9:美国蛋白市场领先公司已经市场份额情况

植物蛋白品种	公司名称	市场份额
大豆蛋白	舒莱(美国)	65%
豌豆蛋白	罗赛特(法国)	40%
乳清蛋白	格兰比亚(爱尔兰)	24%
盐酸酪蛋白	恒天然(新西兰)	30%

资料来源：东兴证券研究所

双塔食品在完成高端蛋白产能释放后，将在全球范围内与以上四家公司形成竞争关系。但考虑到下游需求市场的潜在空间以及全球豌豆蛋白厂商数量，我们认为未来3年全球豌豆蛋白原料市场不会出现竞争过渡的情况，行业盈利水平不会下降。

我们发现例如 Nutri-Pea Limited 等欧美豌豆蛋白公司其产业模式是从豌豆原料开始分解出三大类产品——豌豆淀粉、豌豆蛋白和豌豆纤维分别销售。对比双塔产业模式，低纯度豌豆蛋白和豌豆纤维之前作为粉丝的附产品销售，豌豆蛋白已经变成公司盈利增长亮点。豌豆皮渣和纤维目前仍是作为低附加价值产品销售，未来通过技术改造，豌豆纤维仍有产品盈利提升空间。

3.3 安利纽崔莱配方升级将产生“领头羊”作用

2013年上半年安利纽崔莱启动了蛋白粉产品配方升级工作，推出“纽崔莱多种植物蛋白粉”。安利纽崔莱蛋白粉老配方主要原料为大豆分离蛋白和乳清蛋白，新产品配方采用大豆蛋白、豌豆蛋白和小麦蛋白的全植物蛋白混合组成。安利纽崔莱作为全球营养保健品的龙头公司，尤其是蛋白粉龙头公司，产品配方的升级对行业产品升级将会起到“领头羊”的作用，我们认为全球食用蛋白粉将开启一轮配方升级。

图 9: 纽崔莱老配方蛋白质粉产品



产品基本介绍

- 【产品名称】安利纽崔莱蛋白质粉
- 【规格】400g/罐
- 【食用方法】每日1次, 每次10克(约一平勺), 可加入牛奶、果汁及谷物、蔬菜等食品中食用
- 【营养成分】主要原料是大豆分离蛋白质和浓缩乳清蛋白, 不含任何化学色素、人工香料
- 【贮藏方法】置于阴凉干燥处, 开封后请尽快食用
- 【生产日期】见包装
- 【保质期】24个月
- 【产地】中国
- 【品牌】国产安利 纽崔莱

资料来源: 安利纽崔莱网站、东兴证券研究所

图 10: 纽崔莱全植物蛋白粉产品

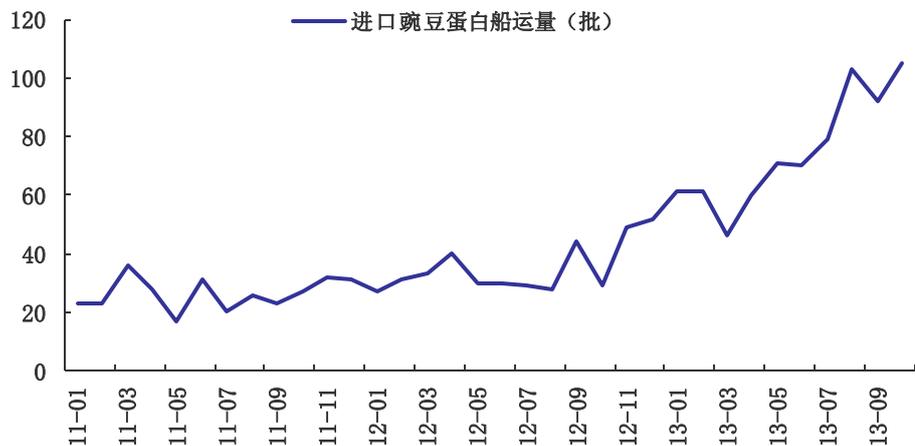


本品是以大豆分离蛋白、小麦蛋白、豌豆蛋白为主要原料制成的保健食品。根据法规要求, 经动物经动物功能试验证明, 具有增强免疫力、缓解体力疲劳的保健功能。

资料来源: 安利纽崔莱网站东兴证券研究所

2011 年美国海关进口豌豆蛋白船运量平均在 26 船/月, 2012 年豌豆蛋白进口量增长到 35 船/月, 2013 年快速增长到 77 船/月。我们认为美国进口豌豆蛋白船运量的快速增长可以验证美国豌豆蛋白市场需求的爆发。

图 11: 美国进口豌豆蛋白船运量曲线 (2011 年 1 月-2013 年 11 月)



资料来源: 美国海关、东兴证券研究所

总结美国进口豌豆蛋白过去两年的变化趋势, 我们发现不仅仅是进口船运量的变化, 货源地也发生了显著变化。中国在 2013 年已经成为美国最主要的豌豆蛋白出口国。2011 年之前, 美国主要从欧洲市场进口豌豆蛋白, 最大的进口国是比利时, 其次是中国。2012 年开始, 中国已经取代比利时成为美国进口豌豆蛋白最大货源地。

表 10:美国进口豌豆蛋白主要发货地统计（时间截止 2013 年 11 月）

单位：批	2 年货运量	1 年货运量	6 个月货运量	3 个月货运量	1 个月货源地
中国	337	279	188	106	35
比利时	365	235	125	69	23
荷兰	202	149	98	56	17
德国	118	66	41	28	8
香港	40	30	14	8	5
挪威	30	16	9	5	
法国	28	14	7		1
西班牙	28	13	13		10
波兰	13	9			
巴拿马	12	6		3	2

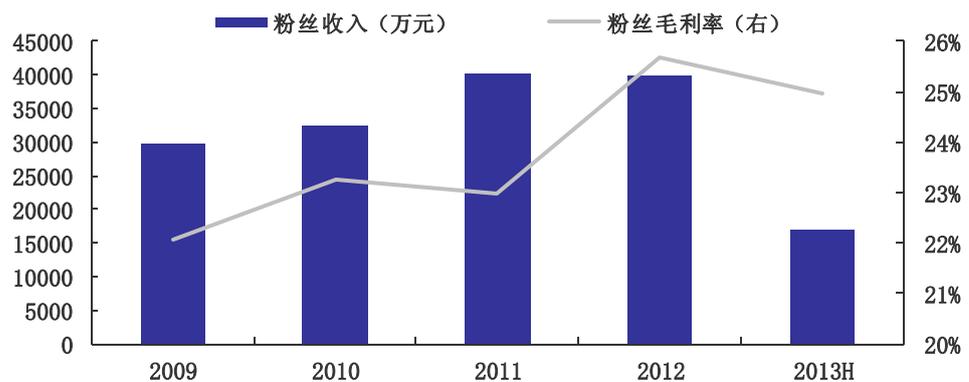
资料来源：美国海关、东兴证券研究所

4. 2014 年粉丝销售战略更加积极进取

4.1 2014 年粉丝高端产能释放

公司现有粉丝产能约 3 万吨，2013 年通过 OEM 外包模式产量约 1 万吨，2013 年公司粉丝产销量预计 4 万吨。公司 2010 年上市募集资金投建的 2 万吨粉丝产能因为调整产品结构的原因，2013 年四季度才完全达产。之前的粉丝产能设计为 6000 吨纯豆高端粉丝，1.4 万吨杂粮低端粉丝。调整产品结构后，项目变更为 2 万吨纯豆高端粉丝。2014 年公司粉丝产能将扩张到 5 万吨，其中高端纯豆粉丝产能占比大幅提升。

图 12:双塔食品粉丝业务收入和毛利率



资料来源：公司财务报告、东兴证券研究所

4.2 粉丝销售全国市场布局还未完成

华东市场、华中市场、华南以及北京市场是公司主要盈利贡献市场，大致可以分为两种类型：1) 粉丝消费基础好的地区，例如华中市场、华南市场；2) 人均收入水平高的市场，例如：北京市场、华东市场。公司下一步全国市场布局希望先从粉丝消费基础好的地区开始，重点将推进西南市场和东北市场的销售。

西南地区和东北地区都是传统粉丝消费地区，人均消费基础好，但粉丝产品低端、市场格局分散。东北和西南区域生产的粉丝多以红薯、土豆淀粉为原料，产品低端，市场仍然以价格竞争为主。随着双塔高端纯豆粉丝产能的释放，对东北和西南地区铺货量的上升，将改变这两个地区粉丝消费格局。

公司从 2013 年开始布局餐饮直供渠道，首先选择全国知名的火锅连锁餐饮公司呷哺呷哺和海底捞作为突破，实现对餐饮后厨的直接供货。我们认为餐饮渠道虽然市场庞大，但考虑粉丝消费量总体规模有限，餐饮渠道盈利对公司粉丝盈利增长贡献有限。餐饮渠道运作的目的在于作为公司产品的体验平台，培养双塔粉丝的消费人群，拉动商超渠道销售增长。优良的消费体验将比广告以及促销更加有效。

4.3 启动双品牌战略，聚焦商超渠道

公司 2014 年将对粉丝销售战略作出重大转变：1) 启动双品牌战略；2) 聚焦商超渠道。

食品饮料行业有诸多双品牌案例，尤其在红海竞争性市场，双品牌策略屡试不爽：即可以保护高端品牌纯净度，又可以用副品牌扩张市场份额。公司 2014 年将建立粉丝双品牌战略。我们认为副品牌的建立将有助于快速提升市场份额。但新品牌的建立需要品牌和渠道费用的投放，预期 2014 年公司营业费用占比将有上升。

公司的粉丝产品主要通过商超和流通（农批市场）两类渠道销售。其中商超渠道以纯豆粉丝的高端商品为主，杂粮和红薯粉丝销售为辅。流通渠道销售以杂粮粉丝、红薯等中低端产品为主，纯豆粉丝为辅。公司商超渠道的销售占比约 30%，流通渠道的销售占比约 60%。

公司新增产能全部为纯豆高端产品，因此渠道主要集中在商超。公司 2014 年将加大对商超渠道的市场投入，通过直营和经销商模式两种方式提高商超渠道的产品市场占有率。相比之前公司的商超战略，我们认为新的战略会在经销商支持、市场支持方面更加积极、进取。

商超渠道扩张更深层的意义还在于未来发力方便粉丝等终端产品。方便粉丝主要竞争对手是方便面企业，且主要渠道是在商超，我们认为商超渠道的成熟将大大降低公司未来设计方便粉丝重点产品的渠道成本。公司暂时还未尝试方便粉丝终端产品，我们

认为是在等待渠道进一步成熟。

4.4 粉丝行业整合空间巨大

不完全统计，中国获得食品生产许可证和卫生许可证的粉丝生产企业有 200 多家，年生产粉丝在 1 万吨粉丝以上的企业不足 10 家。生产企业地域性分布较强，主力企业基本集中在山东、四川和河北等地，其中山东招远是粉丝的主产区，企业数量占全国数量的 40%以上。双塔食品是国内粉丝行业龙头公司，但双塔的市场占有率水平仍然偏低。

我们认为双塔调整粉丝业务销售战略会给粉丝行业，尤其高端粉丝行业带来巨大影响。2013 年中国进口豌豆粉丝总量预计超过 100 万吨，按照 2.5:1 的原料转化率，折算纯豆粉丝总量约 40 万吨。公司 2013 年纯豆粉丝市场占有率仍低于 10%。粉丝业务未来竞争方向：1) 高端纯豆粉丝产品；2) “龙口”原产地粉丝。

我们认为“龙口粉丝”整合已经渐行渐近。蛋白业务贡献盈利增长后，公司可以放手开始粉丝产业链整合，提高在高端纯豆粉丝领域的市场占有率，强化全国高端粉丝领导品牌地位。

5. 黄金价格回升，投资收益增长

公司与 2013 年 2 月和招远金岭金矿签署出资协议，共同出资成立招远金德盛矿业有限公司，公司出资 4000 万元，持有金德盛矿业 40% 股权。金岭矿业以其拥有的山东招远金岭金矿埠南矿区采矿权和探矿权出资。

图 13:近一年黄金价格走势



资料来源：上海黄金交易所，东兴证券研究所

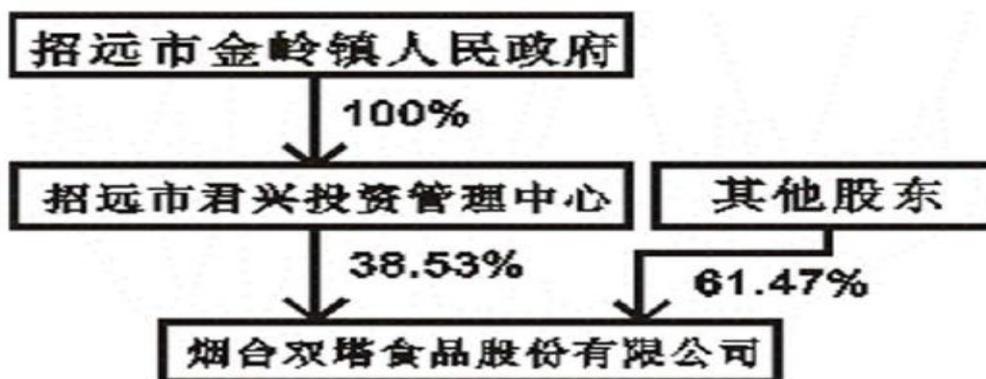
根据探矿报告，金德盛矿业现探明的资源储量为金矿石 778431 吨，金金属量 8154 公斤，预计每年开采量 504 公斤，按照 22 万元/公斤的价格预期每年销售收入 1.11 亿元，每年净利润约 6000 万元，公司持股 40%，折算归属公司净利润约 2400 万。

2013 年上海黄金交易所 Au9999 黄金平均收盘价 280 元/克，同比 2013 年平均收盘价下跌 17%，2014 年一季度平均收盘价 250 元/克。2013 年黄金价格的下跌导致金矿开工率不足，预期 2013 年金矿贡献投资收益有显著下降。2014 年金矿收益预计将随黄金价格回升而增长。

6. 管理层增持彰显业绩信心

双塔食品实际控制人为招远市金岭镇政府，但包括董事长、财务总监、副总经理、生产核心技术人员、销售大区经理在内的公司管理层通过石河子金都投资有限合伙企业间接持有公司股权 17.3%。管理层也是公司股东，利益统一，激励机制完善，动力充足。

图 14:双塔食品股权结构图



资料来源：公司财务报告、东兴证券研究所

公司董事长杨君敏先生于 2012 年 11 月 30 日首次增持后的 12 个月内累计增持公司股份 930782 股，累计增持金额已超过 1500 万元。增持后，董事长杨君敏先生直接持有公司股份 930782 股，占公司股份总数的 0.43%，其通过直接和间接方式合计持有公司股份 15.33%。董事长的主动增持彰显管理层对公司未来业绩增长的信心。

7. 公司业绩假设、盈利预测和估值

7.1 盈利预测假设

- 1) 假设公司 2013 年粉丝业务收入增长 5.37%、2014 年粉丝业务收入增长 21.2%、2015 年粉丝业务收入增长 21.2%; 假设公司 2013 年蛋白业务收入增长 112.9%、2014 年蛋白业务收入增长 122.7%、2015 年蛋白业务收入增长 34.9%。2013 年公司收入增长 34.9%，2014 年收入增长 17.2%，2015 年收入增长 26%。
- 2) 假设 2013 年公司粉丝业务毛利率 24.8%，2014 年粉丝业务毛利率 25.5%，2015 年粉丝业务毛利率 26.7%; 假设 2013 年公司蛋白业务毛利率 53.2%，2014 年蛋白业务毛利率 70.0%，2015 年蛋白业务毛利率 72.0%。2013 年公司综合毛利率 31.3%，2014 年综合毛利率 39.5，2015 年综合毛利率 40.8%。
- 3) 假设公司 2013 年营业费用率 5.93%、管理费用率 5.5%，假设 2014 年公司营业费用率 7.29%，营业费用率上升因高端粉丝销量增长预期导致，管理费用率 4.95%，假设 2015 年公司营业费用率 5.47%，管理费用率 4.11%。

表 11: 双塔食品经营数据

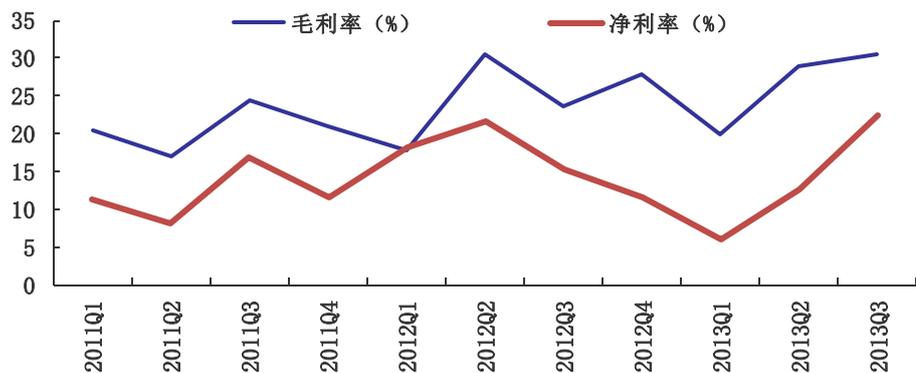
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
粉丝					
收入合计 (万元)	40354.86	40060.53	42211.33	51142.33	62003.20
增长率 (%)	24.53%	-0.73%	5.37%	21.16%	21.24%
成本合计 (万元)	31084.17	29766.14	31747.21	38087.78	45443.99
增长率 (%)	24.97%	-4.24%	6.66%	19.97%	19.31%
毛利 (万元)	9270.69	10294.39	10464.12	13054.54	16559.21
毛利率 (%)	22.97%	25.70%	24.79%	25.53%	26.71%
食用蛋白					
收入合计 (万元)	5741.67	6027.06	12831.60	28574.00	38556.00
增长率 (%)	258.97%	4.97%	112.90%	122.68%	34.93%
成本合计 (万元)	4843.36	5135.18	6000.00	8580.00	10800.00
增长率 (%)	2181.70%	6.03%	16.84%	43.00%	25.87%
毛利 (万元)	898.31	891.88	6831.60	19994.00	27756.00
毛利率 (%)	15.65%	37.30%	53.24%	69.97%	71.99%
食用菌					
收入合计 (万元)	1034.58	2825.16	3633.72	4360.46	5014.53
增长率 (%)	54.10%	98.45%	164.81%	20.00%	15.00%
成本合计 (万元)	691.47	1372.19	1756.40	2125.25	2571.55

增长率 (%)	91.80%	98.45%	28.00%	21.00%	21.00%
毛利 (万元)	343.11	1452.97	1877.32	2235.22	2442.98
毛利率 (%)	33.16%	51.43%	51.66%	51.26%	48.72%
其他业务收入 (万元)	12376.37	3385.31	15756.13	15243.84	22248.84
其他业务成本 (万元)	10678.37	1744.83	11773.80	11309.80	16913.80
毛利率 (%)	13.72%	48.46%	25.27%	25.81%	23.98%
营业收入 (万元)	59507.48	52298.06	74432.17	99320.63	127822.58
增长率 (%)	60.64%	-12.12%	42.32%	33.44%	28.70%
营业成本 (万元)	47297.37	38018.34	51277.42	60102.83	75729.34
增长率 (%)	69.95%	-19.62%	34.88%	17.21%	26.00%
毛利率 (%)	20.52%	27.30%	31.11%	39.49%	40.75%

资料来源: 公司财务报告、东兴证券研究所

预计公司 2013 年收入 7.44 亿元, 2014 年收入 9.93 亿元, 同比增长 33.4%, 2015 年收入 12.78 亿元, 同比增长 28.7%。预计公司 2013 年归属母公司净利润 1.12 亿元, 2014 年归属母公司净利润 2.3 亿元, 同比增长 104.9%, 2015 年归属母公司净利润 3.45 亿元, 同比增长 50.2%。预计公司 2014 年至 2016 年三年业绩复合增长率 58.2%。预计公司 2014 年 EPS0.53 元、2015 年 EPS0.80 元、2016 年 EPS1.03 元。

图 15: 双塔食品季度毛利率和净利率走势



资料来源: 公司财务报告、东兴证券研究所

7.2 相对估值法估值

表 12:可比公司估值表

公司名称	2013EPS	2014EPS	2013PE	2014PE	PS
克明面业	1.11	1.34	30.50	25.38	3.14
涪陵榨菜	1.03	1.29	30.66	24.48	5.20
海欣食品	0.29	0.46	51.33	32.29	2.83
好想你	0.71	0.76	27.02	25.21	3.15
煌上煌	0.96	1.18	27.21	22.07	3.58
南方食品	0.19	0.32	67.87	40.34	2.99
平均	0.71	0.89	39.10	28.30	3.48

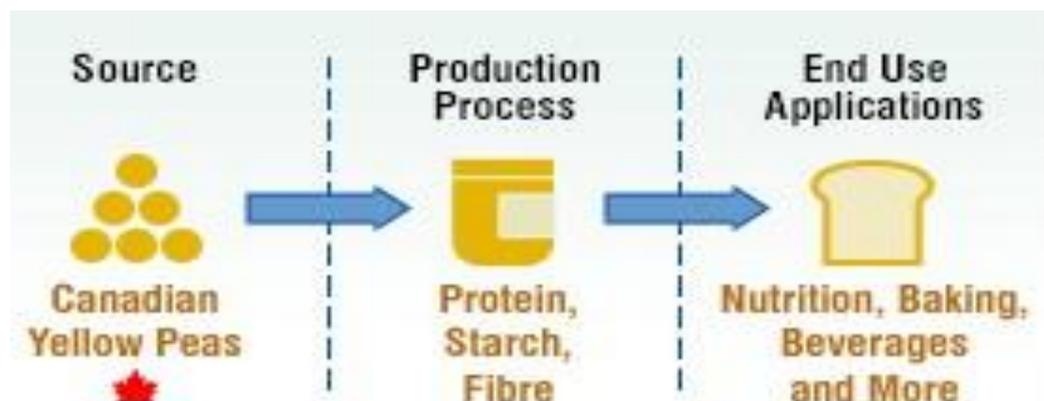
资料来源: 东兴证券研究所

食品饮料行业可比上市公司 2013 年平均 PE 估值水平 39.1 倍, 2014 年可比公司平均 PE 估值为 28.3 倍。公司 2013 年静态 PE 57.7 倍, 2014 年动态 PE28.1 倍, 2015 年动态 PE18.7 倍。目前公司 2014 年 PEG 估值仅为 0.48, PEG 估值低, 我们给予公司 2014 年 0.65 倍的目标 PEG 估值, 2014 年目标 PE 38 倍, 对应 12 个月目标价 20.3 元, 维持公司“强烈推荐”投资评级。

7.3 国际估值比较

参照国际可比上市公司, Burcon 公司 2011 年 10 月在纳斯达克市场上市, 1 月 18 日公司总市值约 1 亿美元。截止 2012 年 3 月 Burcon 公司还未通过其产品实现仍和收入。Burcon 2011 年净利润为亏损 881 万美元, 2012 年公司净利润为亏损 596 万美元。

图 16: Nutri-Pea 的豌豆产业链



资料来源：Nutri-Pea Limited、东兴证券研究所

公司已经从粉丝传统行业估值向健康食品公司转型，粉丝行业龙头公司地位享有估值溢价，健康食品产业也是高速增长行业，享有成长估值溢价。从全球豌豆蛋白竞争对手情况看，一类公司专注于植物蛋白的提取，一类公司围绕豌豆产业链。我们认为双塔食品将有望成为豌豆产业链类公司。2014年3月6日收盘价计算公司目前市值约65亿人民币，公司有望在未来2年成长为市值超过百亿的豌豆产业链龙头公司。

表 13: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元								
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	784	702	1441	1329	1306	营业收入	595	584	744	993	1264						
货币资金	217	264	953	759	617	营业成本	473	439	513	601	749						
应收账款	52	68	82	109	139	营业税金及附加	3	3	4	6	7						
其他应收款	2	1	2	2	3	营业费用	16	21	44	72	69						
预付款项	102	109	114	120	127	管理费用	21	21	41	49	52						
存货	399	250	281	329	410	财务费用	0	14	28	22	20						
其他流动资产	12	10	10	10	10	资产减值损失	1.38	0.85	0.50	0.50	0.50						
非流动资产合计	404	736	875	924	919	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	0	28	28	28	28	投资净收益	0.00	0.00	8.00	12.00	20.00						
固定资产	158.06	647.73	750.38	754.46	724.33	营业利润	80	87	122	255	386						
无形资产	52	51	45	40	35	营业外收入	3.54	21.12	10.00	15.00	15.00						
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.31	0.17	3.60	5.00	4.00						
资产总计	1188	1438	2316	2254	2225	利润总额	82	108	128	265	397						
流动负债合计	379	542	482	441	413	所得税	12	14	16	34	52						
短期借款	198	443	363	303	243	净利润	70	93	112	230	346						
应付账款	131	56	42	49	62	少数股东损益	0	0	0	0	0						
预收款项	29	22	29	39	52	归属母公司净利润	70	93	112	230	346						
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	144	169	239	377	512						
非流动负债合计	6	7	107	227	227	EPS (元)	0.29	0.22	0.26	0.53	0.80						
长期借款	0	0	100	220	220	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						
负债合计	386	549	589	668	640	成长能力											
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	60.64%	-1.80%	27.38%	33.44%	27.26%						
实收资本(或股	120	216	432	432	432	营业利润增长	45.66%	8.33%	40.74%	108.52%	51.78%						
资本公积	495	399	1277	1277	1277	归属于母公司净利	20.11%	104.92%	20.11%	104.92%	50.21%						
未分配利润	166	244	295	398	554	获利能力											
归属母公司股东	802	890	2062	2223	2465	毛利率(%)	20.52%	24.94%	31.11%	39.49%	40.75%						
负债和所有者权	1188	1438	2651	2891	3105	净利率(%)	11.81%	16.00%	15.09%	23.17%	27.35%						
现金流量表						总资产净利润(%)	5.92%	6.50%	4.85%	10.21%	15.53%						
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	8.76%	10.51%	5.45%	10.35%	14.02%						
经营活动现金流	-21	226	192	278	365	偿债能力											
净利润	70	93	112	230	346	资产负债率(%)	32%	38%	22%	23%	21%						
折旧摊销	63.63	67.97	0.00	100.98	105.18	流动比率	2.07	1.30	2.99	3.01	3.16						
财务费用	0	14	28	22	20	速动比率	1.02	0.83	2.41	2.27	2.17						
应付帐款的变化	0	0	-13	-27	-30	营运能力											
预收帐款的变化	0	0	7	10	13	总资产周转率	0.58	0.45	0.36	0.36	0.42						
投资活动现金流	-271	-344	-193	-139	-81	应收账款周转率	14	10	10	10	10						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.19	6.26	15.14	21.70	22.78						
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	0	0	8	12	20	每股收益(最新摊	0.29	0.22	0.26	0.53	0.80						
筹资活动现金流	137	165	1052	-31	-184	每股净现金流(最新	-1.29	0.22	2.44	0.25	0.23						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.68	4.12	4.77	5.15	5.71						
长期借款增加	0	0	100	120	0	估值比率											
普通股增加	60	96	216	0	0	P/E	51.20	69.27	57.67	28.14	18.73						
资本公积增加	-60	-96	878	0	0	P/B	2.24	3.64	3.14	2.91	2.63						
现金净增加额	-155	47	1052	109	100	EV/EBITDA	12.39	20.26	19.30	16.53	12.36						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

焦凯

经济学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。