

双塔食品 (002481)

强烈推荐

行业：食品综合

高纯度豌豆蛋白带动业绩高速增长，关注改制和整合

未来两年豌豆蛋白产能释放带动业绩 50%+ 增长，超预期因素包括激励机制理顺、粉丝行业整合、产品向下游保健品延伸、改制充分挖掘销售潜力。

◇ **豌豆蛋白性能不断改善，逐步替代大豆蛋白，增长空间 4 倍以上。**工艺进步开启了食品级豌豆蛋白的供应，豌豆蛋白具有非转基因、非过敏源、氨基酸比例平衡的优势，逐步替代大豆蛋白，现大豆蛋白 150 万吨，豌豆蛋白 10 万吨。豌豆蛋白享受溢价，豌豆蛋白、大豆蛋白价格各为 21 元/kg、18 元/kg。参考非转基因大豆的价格高出转基因大豆 20% 左右，非转基因大豆达到了转基因大豆 1/3 的销量，若豌豆蛋白达到大豆蛋白 1/3 的销量，将达到 42 万吨。

◇ **豌豆蛋白行业企业纷纷扩产，显示需求旺盛，双塔循环经济具备成本和价格优势。**目前行业内企业纷纷扩产，显示下游需求旺盛，国内外现有 8 家企业生产，另有 5 家企业在建设项目。双塔的竞争优势在于形成了粉丝-食用蛋白、膳食纤维-废渣生产食用菌-废水沼气发电-沼气提纯天然气-净化水灌溉农田-有机蔬菜的产业链。相比国内粉丝企业，公司循环经济在废水处理环节节省更多成本；相比国外销售淀粉的企业，公司具备销售粉丝毛利率更高。

◇ **未来两年高纯度豌豆蛋白继续翻番增长，同时公司不断探索向下游保健品产品延伸的模式，有助于提升估值。**随着工艺改进，公司蛋白纯度不断提升，70%、80%、85% 纯度蛋白价格分别为 8000 元、21000 元、26500 元，80%+ 纯度蛋白在 14-16 年的销量预计为 8000 吨、15500 吨、30800 吨；同时不排除未来通过控股、参股、合作等方式直接向下游保健食品延伸的可能。

◇ **粉丝有望通过整合加速增长，改制将充分挖掘销售的潜力。**募投项目将新增 2.4 万吨粉丝和 2.7 万吨淀粉，公司将积极参与行业整合，助力淀粉和粉丝的消化；公司控股股东为招远市金岭镇政府，不排除进一步推出股权激励或者引入战略投资者的可能，粉丝销售的潜力将被充分挖掘。

◇ **预计摊薄前 14-16 的 EPS 分别为 0.35、0.58 和 0.92 元，摊薄后 EPS 分别为 0.30、0.50、0.80 元。**目前食品饮料行业中市值在 200 亿元以下，净利率在 13% 以上的企业 2014 年的 PE 在 27-47 倍。考虑公司具备改制、并购等预期，目标价 22 元，首次覆盖给予强烈推荐评级。

◇ **风险提示：**募投项目投产速度不达预期；粉丝或淀粉消化产能不达预期

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 744 | 978 | 1040 | 1552 |
| 收入同比(%) | 27% | 31% | 6% | 49% |
| 归属母公司净利润 | 113 | 152 | 252 | 399 |
| 净利润同比(%) | 21% | 35% | 66% | 59% |
| 毛利率(%) | 25.5% | 26.1% | 36.1% | 37.3% |
| ROE(%) | 11.3% | 13.4% | 18.6% | 23.5% |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.35 | 0.58 | 0.92 |
| P/E | 63.78 | 47.41 | 28.64 | 18.05 |
| P/B | 7.22 | 6.37 | 5.33 | 4.24 |
| EV/EBITDA | 46 | 29 | 19 | 13 |

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22.00

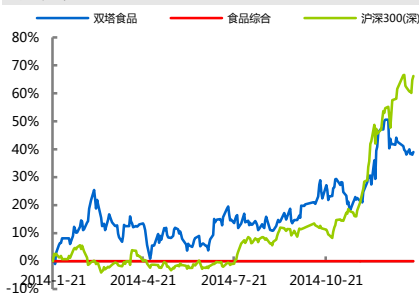
当前股价： 16.69

评级调整： 首次

基本资料

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 505 |
| 流通股本(百万股) | 375 |
| 总市值(亿元) | 84 |
| 流通市值(亿元) | 63 |
| 成交量(百万股) | 2.87 |
| 成交额(百万元) | 48.34 |

股价表现



相关报告

目录

| | |
|--|------------------|
| 一、蛋白性能改善替代大豆蛋白，带来行业 4 倍以上增长空间 | 5 |
| 1. 近十年全球蛋白行业复合增速为 2.3%，下游需求持续扩张..... | 5 |
| 2. 动物蛋白虽性能更好，但随着工艺改善，植物蛋白性价比不断提升..... | 7 |
| 3. 豌豆蛋白在植物蛋白中的性能最好,享受价格溢价，需求不断上升..... | 8 |
| 4. 豌豆蛋白逐步替代大豆蛋白，至少有 4 倍以上市场空间..... | 9 |
| 5. 豌豆种植周期短，豌豆蛋白不存在原料供给上限，仅目前原料可生产 80 万吨豌豆蛋白..... | 10 |
| 二、豌豆蛋白企业纷纷扩产显示需求旺盛，双塔循环经济具备成本优势 | 11 |
| 1. 豌豆蛋白企业高度集中并纷纷扩产，显示需求旺盛..... | 11 |
| 2. 双塔的循环经济模式带来成本优势，蛋白价格更具竞争力..... | 13 |
| 三、双塔未来两年高纯度豌豆蛋白翻番增长带动业绩 50%以上增长 | 15 |
| 1. 公司收入和利润保持快速增长，豌豆蛋白已占毛利率的 45%..... | 错误!未定义书签。 |
| 2. 豌豆蛋白未来两年销量将实现翻番的增长,同时公司不断探索向下游延伸的模式..... | 16 |
| 3. 粉丝业务有望通过行业整合实现加速增长，改制将充分挖掘销售潜力..... | 18 |
| 四、盈利预测：预计未来两年利润复合增速 50%以上 | 20 |

图目录

| | |
|---|------------------|
| 图 1 蛋白种类 | 5 |
| 图 2 近 10 年全球蛋白行业复合增速为 2.3% | 5 |
| 图 3 食用级蛋白中动物蛋白和大豆蛋白占据主 | 5 |
| 图 4 食品级豌豆蛋白下游 | 6 |
| 图 5 前三大膳食营养补充剂大国市场规模（亿美元） | 6 |
| 图 6 近三年中国市场规模增速最快，13 年约为 20% | 6 |
| 图 7 亚太地区消费占比最大，达到 43% | 6 |
| 图 8 13 年蛋白粉占比约 6%，规模超过 54 亿美元 | 6 |
| 图 9 动物蛋白均价在 54-76 元/kg | 7 |
| 图 10 植物蛋白均价不超过 30 元/kg | 7 |
| 图 11 2013 全球干豌豆出口数量在为 533 万吨，占据总产量的一半 | 10 |
| 图 12 加拿大干豌豆产量占比最大，达 35% | 11 |
| 图 13 加拿大豌豆出口占产量的 70%以上 | 11 |
| 图 14 豌豆价格和大豆价格走势 | 11 |
| 图 15 13 年全球产能 10 万吨，国外厂商占据大半市场 | 12 |
| 图 16 公司现有循环经济生产模式 | 14 |
| 图 17 豌豆中各种成分比重 | 14 |
| 图 18 豌豆各类产品毛利率 | 14 |
| 图 19 公司营收近两年增速上升 | 错误!未定义书签。 |
| 图 20 净利润同比增速保持在 30%左右 | 错误!未定义书签。 |
| 图 21 豌豆蛋白营收占比不断扩大 | 错误!未定义书签。 |
| 图 22 豌豆蛋白毛利润贡献率 45% | 错误!未定义书签。 |
| 图 23 纯度上升后价格也将上升 | 17 |
| 图 24 双塔豌豆蛋白美国进口船次 | 18 |
| 图 25 双塔粉丝产能 16 年预计为 7.4 万吨 | 19 |
| 图 26 纯豆粉丝价格以双塔最高 | 19 |
| 图 27 公司收入构成情况：16 年实现蛋白产能实现扩张，营收整体增速有望达到 60% | 错误!未定义书签。 |
| 图 28 豌豆蛋白毛利率水平最高，16 年将达到 65%左右 | 错误!未定义书签。 |

表目录

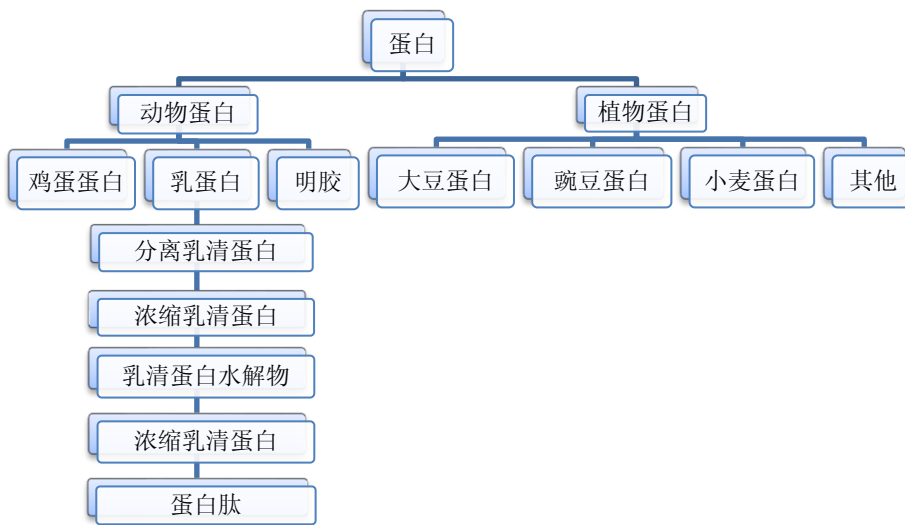
| | | |
|------|---|----|
| 表 1 | 各品牌蛋白质粉的价格和成分比较 | 7 |
| 表 2 | 食品级豌豆蛋白相比大豆蛋白溢价 10%-20% | 8 |
| 表 4 | 2012 年 10 月-2014 年 10 月向美国进口豌豆蛋白的前十名国家及其船次数 | 8 |
| 表 3 | 2014 年 1-10 月大豆产量中非转基因占比 25% | 10 |
| 表 5 | 各大豌豆蛋白品牌纷纷扩产显示需求旺盛 | 13 |
| 表 6 | 美国进口的豌豆蛋白情况统计 | 13 |
| 表 7 | 双塔出口产品的价格情况 | 15 |
| 表 8 | 公司高品质功能性蛋白深加工项目达产预计 | 15 |
| 表 9 | 年处理 6 万吨豌豆综合利用项目达产预计 | 16 |
| 表 10 | 公司下游豌豆蛋白客户主要订单情况 | 18 |

一、蛋白性能改善替代大豆蛋白，带来行业 4 倍以上增长空间

1. 近十年全球蛋白行业复合增速为 2.3%，下游需求持续扩张

人体所需的蛋白主要有两大来源，一是动物蛋白，主要存在于各种肉类，蛋，奶及贝类等，约占蛋白行业的 50.8%；第二类是植物蛋白，主要存在于豆类（大豆，豌豆，绿豆等），谷物（大米，小麦），水果和油脂植物等，占蛋白行业的 49.2%。动物蛋白中以乳蛋白质为主，牛奶可分解为 87%的水和 13%的乳固体，乳固体中含 27%的乳蛋白质，包括 20%的乳清蛋白和 80%的酪蛋白。

图 1 蛋白种类



资料来源：中国中投证券研究总部

2003 年至 2013 年全球蛋白行业复合增速为 2.3%。2013 年食用蛋白质消费量约为 630 万吨，其中植物蛋白、动物蛋白各 310、320 万吨，其中大豆蛋白占植物蛋白比重约 51%，小麦蛋白 45%，豌豆蛋白 3%，市场销量仅 10 万吨，远低于其他蛋白。

图 2 近 10 年全球蛋白行业复合增速为 2.3%

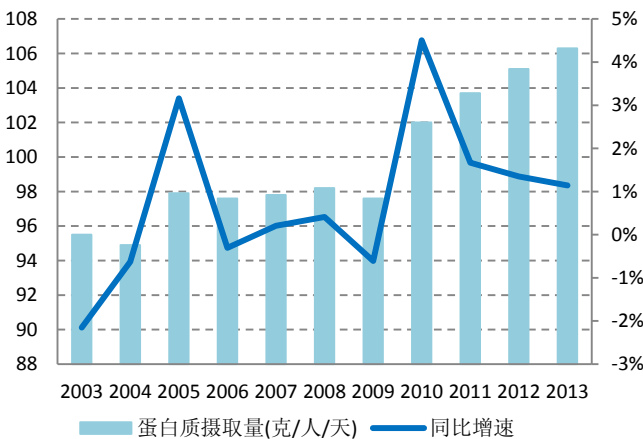
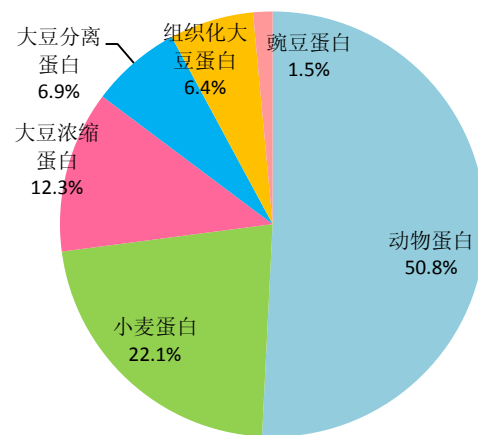


图 3 食用级蛋白中动物蛋白和大豆蛋白占据主



资料来源：Global Industry Analysts (GIA)，中国中投证券研究总部

蛋白作为原料一方面作为食品添加剂用于肉制品、烘焙食品、饮品中，另一方面作为原料用于蛋白粉等膳食营养补充剂中。

图 4 食品级豌豆蛋白下游



资料来源：中国中投证券研究总部

蛋白粉是高纯度高品质蛋白需求最多的领域，下游保健品蛋白质粉规模超过 60 亿美元。2013 年全球膳食营养补充剂市场规模保守估计在 1000 亿美元左右，其中份额占据前三的国家分别是美国、中国和日本，三者规模之和占比约 60%。美国市场规模超过 300 亿美元，中国约 150 亿美元。膳食营养补充剂中蛋白粉占比大约为 6%。

图 5 前三大膳食营养补充剂市场规模（亿美元）

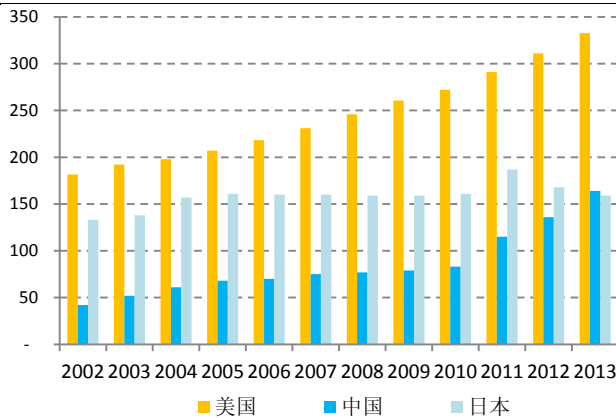
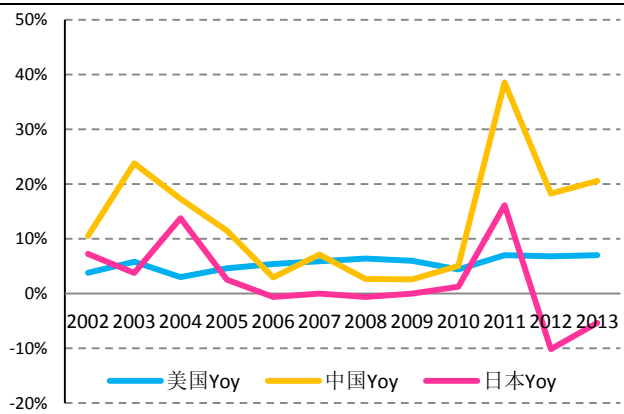


图 6 中国市场规模增速最快，13 年增长 20%



资料来源：Euromonitor，中国中投证券研究总部

图 7 膳食营养补充剂各地区占比

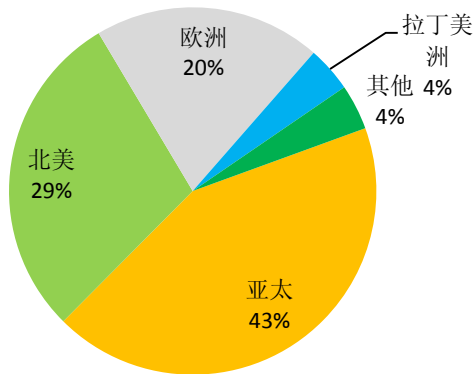
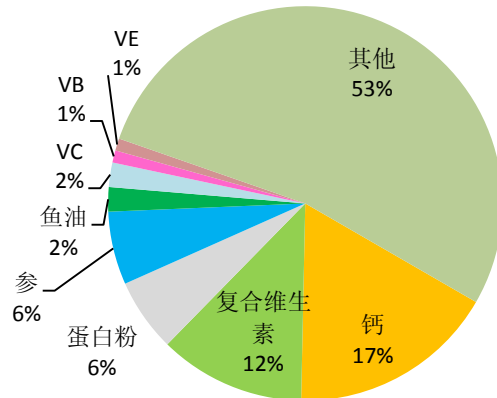


图 8 膳食营养补充剂品类占比



资料来源：Euromonitor，中国中投证券研究总部

目前全球保健品蛋白粉的原料主要包括乳清蛋白、大豆蛋白。安利纽崔莱 2013 年的全植物蛋白配方开启了豌豆蛋白在蛋白粉行业的应用趋势。

表 1 各品牌蛋白质粉的价格和成分比较

| 蛋白质粉品牌 | 汤臣倍健 | 自然之宝(NBTY) | 健安喜 (GNC) | 安利纽崔莱 |
|------------|------------|------------|-------------|------------|
| 信息来源 | 天猫旗舰店 | 天猫旗舰店 | GNC 天猫旗舰店 | 天猫国际代购 |
| 价格 | 348 元/455g | 209 元/453g | 299 元/454g | 268 元/450g |
| 单价 (元/g) | 0.76 | 0.46 | 0.66 | 0.60 |
| 蛋白质含量 | 80g/100g | 15g/33g | 68.97g/100g | 10g/25g |
| 蛋白质成分 | 大豆、乳清蛋白 | 乳清、大豆蛋白 | 100%乳清蛋白 | 大豆、小麦和豌豆蛋白 |

资料来源：天猫商城，中国中投证券研究总部

2、动物蛋白虽性能更好，但随着工艺改善，植物蛋白性价比不断提升

动物蛋白性能更好，占据蛋白行业一半以上市场：

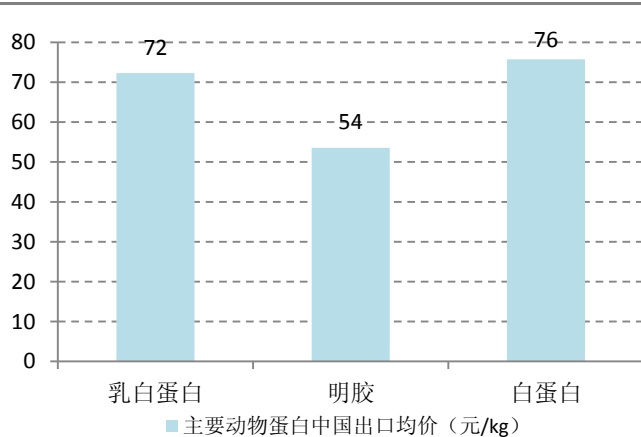
动物蛋白氨基酸模式更好，更接近人体需要，进入人体后的蛋白质消化吸收率也更高。动物蛋白氨基酸评分较高，相对植物蛋白其生物价值和蛋白质利用率较高。鸡蛋蛋白质其中氨基酸组成与人体的最接近，吸收率很高，鸡蛋蛋白质消化率为 100%，牛奶为 95%，肉、鱼类为 94%，而大豆粉的蛋白质消化率为 87%，大米 88%，小米为 79%。

乳清蛋白中蛋白利用程度优于酪蛋白和大豆蛋白，吸收速度快。因为乳清蛋白容易被消化，蛋白质的生物利用率高，可以有效减轻肾脏负担。而酪蛋白是一种大型、坚硬、致密、极难消化分解的凝乳，对人体来说，过量的酪蛋白会产生较高的肾溶质负荷。乳清蛋白的利用率是大豆蛋白的 1.7 倍。

植物蛋白的竞争优势在改善：

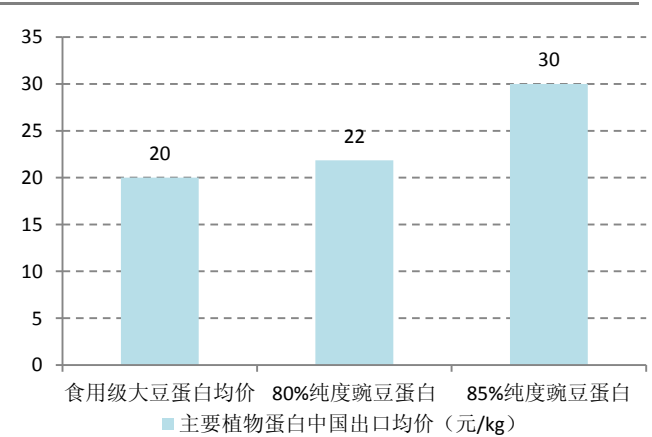
植物蛋白价格更具优势，性价比更高。根据海关数据，2013 年大豆蛋白和豌豆不超过 30 元/kg,而主要动物蛋白均价在 50-80 元/kg。除此以外，植物蛋白成本也更低，1kg 大豆可以提取 0.35kg 大豆蛋白，1kg 仅提取 0.035kg 乳蛋白。

图 9 动物蛋白均价在 54-76 元/kg



资料来源：海关数据、中国中投证券研究总部

图 10 植物蛋白均价不超过 30 元/kg



资料来源：海关数据、中国中投证券研究总部

植物蛋白的消化率随着工艺改进在不断提高。在成分上大豆分离蛋白和豌豆蛋白属于完全蛋白，包含 8 种人体所必需的氨基酸。并且随着工艺的提高，植物蛋白所含的氨基酸和消化率不断提高，如大豆分离蛋白消化率提高至 93% 以上；并且它们相比动物蛋白包含很多不饱和脂肪酸，但几乎不含胆固醇和饱和脂肪酸，更适合高血脂高血糖人群食用。

3. 豌豆蛋白在植物蛋白中的性能最好，享受价格溢价，需求不断上升

豌豆蛋白具有非转基因、非过敏源、氨基酸比例平衡等性能的优势。豌豆蛋白为非转基因，转基因食品的安全性尚未明确；豌豆蛋白不是主要过敏源，不会导致过敏现象的出现，在欧洲，含有过敏源需要在标签中标识；氨基酸比例平衡，赖氨酸含量比大豆蛋白更高；豌豆蛋白中抗营养因子含量特别低，口感细腻，分子量小更易于人体吸收，消化利用率达到 98%；并且随着提炼工艺的提升，豌豆蛋白的豌豆气味也有效祛除。

豌豆蛋白可享受更高的溢价。因豌豆蛋白存在性能上的优势，高纯度食用级豌豆蛋白的售价相对大豆蛋白已有约 10%-20% 的溢价，目前大豆蛋白价格约 18 元/kg，豌豆蛋白价格约 21 元/kg。若大豆蛋白价格超过豌豆蛋白价格，大豆蛋白现有市场将全部对豌豆蛋白打开。

表 2 食品级豌豆蛋白相比大豆蛋白溢价 10%-20%

| 大豆蛋白（蛋白质含量） | 价格（元/吨） | 豌豆蛋白（蛋白质含量） | 价格（元/吨） |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| 大豆蛋白粉（50%-65%） | 3200-3900 | 50%-60%豌豆蛋白 | 2900-3400 |
| 大豆浓缩蛋白（65%-90%） | 8500-28000 | 65%-70%豌豆蛋白 | 4900-6500 |
| 大豆分离蛋白（90%+） | 19000-35000 | 70%-80%豌豆蛋白 | 8000-15000 |
| 组织化大豆蛋白粉（50%-65%） | 3200-3900 | 80%-85%豌豆蛋白 | 21000-24000 |
| 组织化大豆浓缩蛋白(70%+) | 13500 | 85%-90%豌豆蛋白 | 28000-30000 |
| | | 90%+豌豆蛋白 | 40000 |

资料来源：海关数据，中国中投证券研究总部，注：蛋白含量<70%为饲料级，>70%为食品级

豌豆蛋白的需求上升不断得到验证：近两年间美国进口船次增长了 3 倍。国进口的豌豆蛋白船次由 2012 年 1 月的 27 次上升至 2014 年 4 月船次为 117 次。从 2012 年 10 月至 2014 年 10 月，向前十名国家向美国出口豌豆蛋白的船次为 1741 次，美国进口船次数最多的国家为中国。

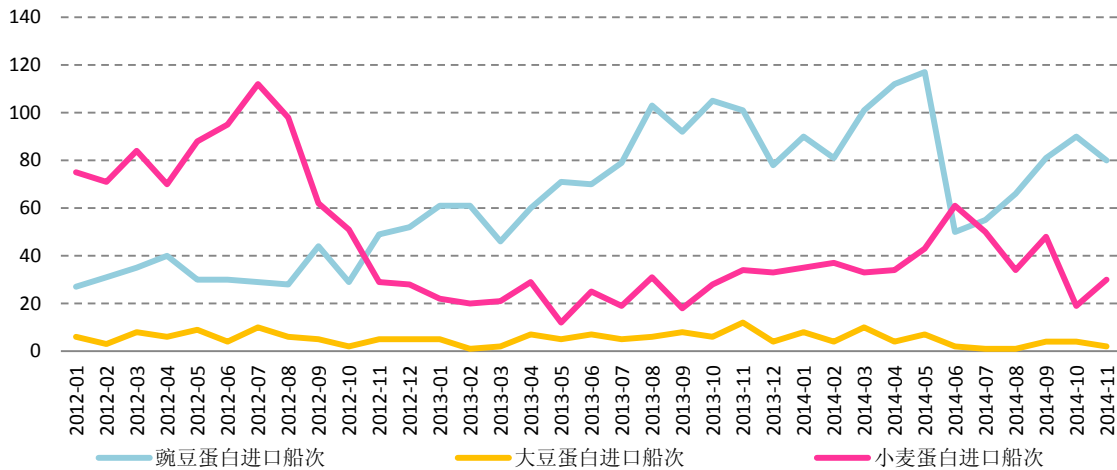
表 3 2012 年 10 月-2014 年 10 月向美国进口豌豆蛋白的前十名国家及其船次数

| 国家 | 船次数 |
|-----|-----|
| 中国 | 603 |
| 比利时 | 431 |
| 荷兰 | 268 |
| 德国 | 207 |
| 香港 | 78 |
| 巴拿马 | 49 |
| 西班牙 | 39 |

| | |
|-------|------|
| 法国 | 29 |
| 挪威 | 26 |
| 南韩 | 11 |
| 前十名合计 | 1741 |

数据来源：Panjiva，中国中投证券研究总部

图 11 2012 年-2014 年豌豆蛋白进口船次增长了 3 倍



资料来源：Panjiva，中国中投证券研究总部

安利蛋白粉配方升级开启豌豆蛋白进入配方的新趋势，将持续拉动豌豆蛋白需求。

2012 安利蛋白粉销售额为 70 亿元，13 年配方升级后，开始用豌豆蛋白替代浓缩乳蛋白。大豆、小麦和豌豆蛋白三种植物蛋白代替了以前的大豆蛋白和乳蛋白。相比老配方产品，全植物蛋白不含胆固醇、不含乳糖和乳清蛋白,脂肪含量低，更适合亚洲人群使用,尤其适宜乳糖不耐症的人群食用。

4. 豌豆蛋白逐步替代大豆蛋白，至少有 4 倍以上市场空间

素食人口增加推动植物蛋白替代动物蛋白。目前全球素食人口比例大约为 15%。根据素食网数据显示，美国素食人口由 2009 年的 2.5%增至 2013 年的 10%，中国则由 2007 年的 0.5%增至 2013 年的 4.2%。

因具备非转基因的性能优势，豌豆蛋白将替代部分大豆蛋白，若占比达到 25%则有 42 万吨以上空间。目前全球大豆产量中 25%为非转基因大豆，虽然非转基因大豆比转基因大豆价格高出了 13%-23%。也就是说大豆需求中有 25%的比例是对非转基因的需求，并愿意为此支付溢价。

市场没有对规范转基因标识，美国、加拿大、阿根廷等国家及中国香港等地区对转基因产品采用自愿标识政策，除以上 4 个国家或地区外，其它国家和地区大多采用强制性标识管理政策。但由于监控转基因产品的成本过大，大部分国家标识制度的实施都明显滞后于其制定的强制管理，部分厂商出于销量考虑并没有严格对转基因产品进行标识。因此从全球来看，消费者很大程度上没有办法辨别所买大豆蛋白产品是否为非转基因。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

例如美国是转基因作物生产大国，转基因大豆占比超过 90%，同时它又是植物蛋白生产大国，消费者对其不标识的大豆蛋白产品会存在疑虑。安利纽崔莱 2013 年推出的全植物蛋白粉在中国开始销售时遭到关于使用转基因大豆的严重质疑，最后在 14 年 9 月公司不得已声明所用大豆为非转基因，并在包装上加注非转基因标识。

假设有 25%的消费者会出于规避转基因风险而选择豌豆蛋白，那么即使不考虑蛋白行业的增长和植物蛋白对动物蛋白的替代，豌豆蛋白也将达到 42 万吨以上 ($310 \times 54\% \times 25\% = 42$)，相比目前 10 万吨的销量具备 4 倍以上空间。

表 4 2014 年 1-10 月大豆产量中非转基因占比 25%

| 分类 | 转基因大豆 | 非转基因大豆 |
|----------|-------|-----------|
| 产量 (万吨) | 22321 | 7363 |
| 产量占比 | 75% | 25% |
| 价格 (元/吨) | 3750 | 4250-4600 |

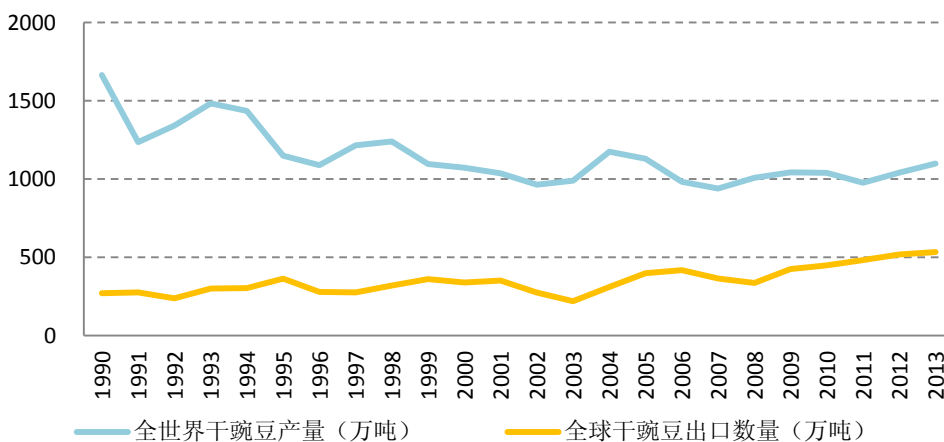
资料来源：农业部，中国中投证券研究总部

5. 豌豆种植周期短，豌豆蛋白不存在原料供给上限，仅目前原料可生产 80 万吨豌豆蛋白

全球干豌豆总产量自 1995 年以来一直维持在 1000 多万吨，2013 年为 1098 万吨。豌豆的用途分为食用、加工、饲料和种子等，但用作加工的豌豆主要来自出口部分。如果目前出口的豌豆全部用作豌豆蛋白，2013 年全球豌豆出口 533 万吨，按照 1 吨干豌豆提取 0.15 吨蛋白计算，可以得出 2013 年可生产的豌豆蛋白为 80 万吨，而目前豌豆蛋白的市场空间仅为 10 万吨，即使达到 40 万吨以上也没有原料的压力。更何况豌豆的种植周期仅 4 个月，若市场需求旺盛，则原料供应可以快速补充。

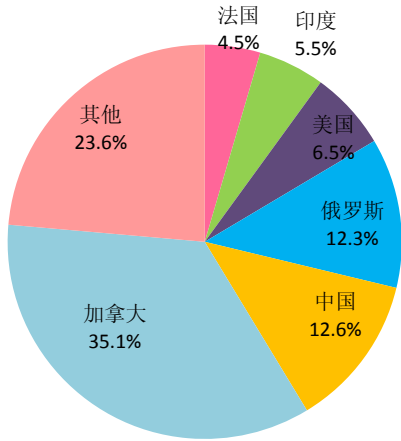
2013 全球干豌豆产量前六名分别是加拿大、中国、俄罗斯、美国、印度和法国，产量之和占比达 76%。加拿大产量居世界首位，2013 年的总产量和出口量分别为 385 和 304 万吨。中国进口的豌豆主要来自加拿大。

图 11 2013 全球干豌豆出口数量在为 533 万吨，占据总产量的一半



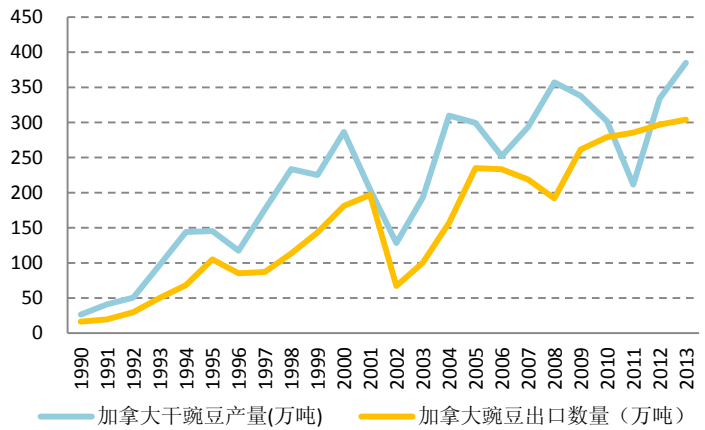
资料来源：联合国粮农组织，中国中投证券研究总部

图 12 加拿大干豌豆产量占比最大, 达 35%



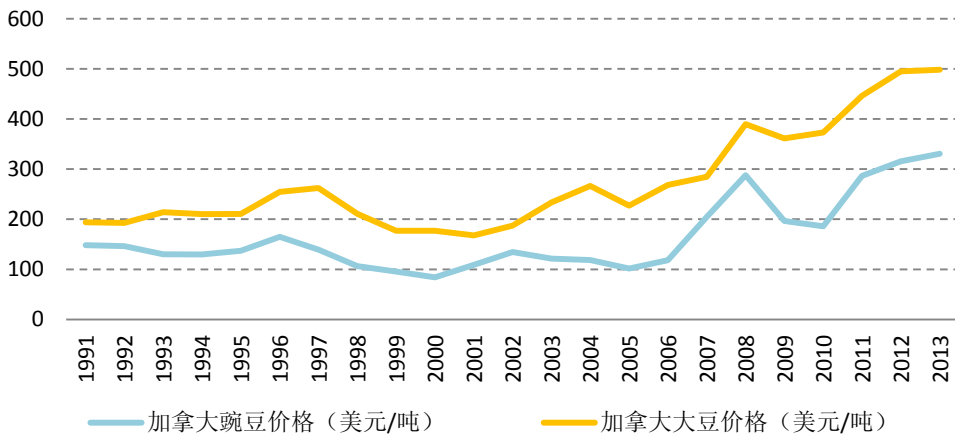
资料来源：联合国粮农组织，中国中投证券研究总部

图 13 加拿大豌豆出口占产量的 70%以上



资料来源：联合国粮农组织，中国中投证券研究总部

图 14 豌豆价格和大豆价格走势



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

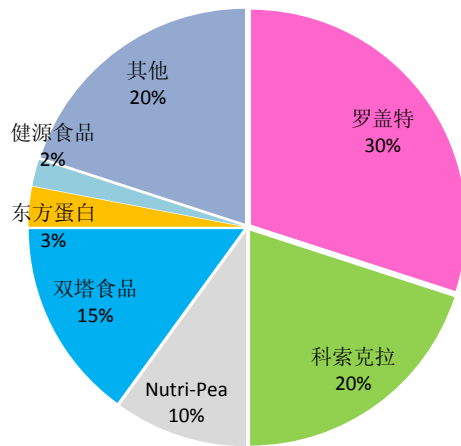
二、豌豆蛋白企业纷纷扩产显示需求旺盛，双塔循环经济具备成本优势

1. 豌豆蛋白企业高度集中并纷纷扩产，显示需求旺盛

豌豆蛋白的核心壁垒一是生产中要提升蛋白提取比例，二是提高豌豆淀粉的消化能力来降低成本，三是淀粉转化为高端粉丝具有一定的技术和销售渠道壁垒。因此目前仅几家企业可以做。

目前豌豆蛋白行业全球主要有 6 家生产商法国的罗盖特 (Roquette)、比利时的科索克拉 (Cosucra)、加拿大的 Nutri-Pea, 13 年产能分别为 3 万吨、2 万吨和 1 万吨，中国的双塔食品、东方蛋白和健源，产能分别为 1.5 万吨、0.3 万吨和 0.2 万吨。

图 15 13 年全球产能 10 万吨，国外厂商占据大半市场



数据来源：公开资料，中国中投证券研究总部

从工艺上来看，豌豆蛋白提取方式分为干法和湿法，前者属于物理制法，干法通过将干豌豆制成粉末，再经过风选机分离成蛋白和淀粉，属于物理制法。湿法常用的是使用碱溶液来溶解豆浆里的蛋白，再通过喷雾、冷冻等方法干燥生成蛋白。全球六家食品级豌豆蛋白生产商中，双塔采用湿法工艺，其余均使用干法。湿法中产生的淀粉做出来的粉丝质量会高于干法。并且双塔研发出独特的生产工艺，不仅提高豌豆蛋白含量至 85% 以上，还增加了活性乳酸杆菌和益生元的含量，提高蛋白消化率。

2013 年罗盖特营收达到 34 亿欧元，同比增长 10%。公司核心业务是精炼淀粉，公司每年消耗超过 8 万吨的原材料，生产 6 万吨淀粉及淀粉衍生物，以玉米，小麦，马铃薯和豌豆这四种植物为原料，生产出 700 多种产品。产品主要包括蛋白质及其衍生物、淀粉制品、糖和膳食纤维、纤维和油和可溶性产物等。蛋白质产品是公司重点发展的方向，主要为豌豆蛋白和小麦蛋白，13 年豌豆蛋白产能达 3 万吨。罗盖特在欧洲，亚洲和美洲设立 30 个机构和 21 个生产基地，形成国际化的集成式生产和运输系统。公司位于法国北部莱斯特朗的工厂，是欧洲最大淀粉炼制厂。并通过在全世界建立分销处，将产品销售给下游的保健品、营养品厂商、乳饮料制造商和肉制品制造商。其 85% 纯度的豌豆蛋白售价约 35000 元/吨。

科索克拉是一家比利时的公司，80 年代主要生产菊粉，90 年开始生产豌豆蛋白。主打的豌豆蛋白品牌为 Pisane，13 年产能约 2 万吨。公司已在 2013 年 10 月投资 3 千万欧元用于建设豌豆蛋白生产线来继续扩大产能。公司在全球 30 多个国家设立销售代理商，销售收入中欧洲占比 50%，北美和亚洲市场各占 25%。

NutriPea 是加拿大专门生产豌豆制品的公司，产品包括豌豆蛋白、豌豆淀粉、豌豆纤维等。豌豆蛋白品牌主要包括 Propulse 系列等。公司 13 年豌豆蛋白的产能大约 1 万吨，公司目标市场主要为北美。下游客户与前两家相似，主要为保健品等制造厂商。

从国内来看：

2013 年招远有 5 家豌豆蛋白生产企业获得出口备案资格，另外还有 5 家企业正在进行豌豆蛋白项目的建设。2013 年，出口豌豆蛋白 17813 吨、货值 8902 万美元。双

塔是国内最大的非转基因豌豆蛋白生产基地，也是最大的粉丝生产基地。募投项目投产后，具备 7.4 万吨粉丝产能，3.1 万吨豌豆蛋白产能和 2.7 万吨豌豆淀粉产能。

烟台东方蛋白科技有限公司创建于 2008 年，是一家中外合资企业。公司在 2008 年开始投产豌豆蛋白生产线。2014 年 7 月公司成为我国首个通过美国食药局监督管理局（FDA）检验的企业，为豌豆蛋白进入美国市场打下基础。2014 年 6 月公司发出年产 4 万吨豌豆蛋白的项目公告。总投资 4000 多万元，项目建成后，预计生产规模年加工豌豆 4 万吨，即年产豌豆淀粉 1.8 万吨、豌豆蛋白 8800 吨、豌豆膳食纤维 5000 吨。

山东健源食品有限公司成立于 2003 年，是一家中日合资企业，粉丝的年生产加工能力为 7000 余吨。公司于 2008 年投资 5000 万元，新上绿豆（豌豆）淀粉加工、食用蛋白、食用膳食纤维生产项目。公司于 2014 年 3 月发出了 12 万吨/年豌豆综合利用项目公告，总投资约 4.5 亿元。2014 年 1 月公司还获得粉丝行业国内首张英国零售商协会（BRC, British Retail Consortium）的认证证书，为顺利进入欧盟市场打下基础。

表 5 美国进口的豌豆蛋白情况统计

| 公司 | 公司所在地 | 2007 年以来船次数 | 2014/08/11-09/11 期间船次数 | 卸货港 | 装货港 | 客户 |
|------|-------|---------------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|---|
| 罗盖特 | 法国 | 5391 次（其中运往美国 4097 次，南美 1294 次） | 62 次 | 安特卫，勒阿弗尔，敦刻尔克，热那亚，拉斯佩齐亚 | 新纽瓦克，纽约，诺福克，查尔斯顿，巴尔的摩 | 153 家美国客户，如 Pmp Fermentation Products Inc. |
| 科索克拉 | 意大利 | 851 次 | 14 次 | 比安特卫普，勒阿弗尔，鹿特丹港市 | 纽瓦克，奥克兰，切斯特，纽约，诺福克 | 34 家美国客户，如 Cargill Flour Inc. |
| 双塔 | 中国 | 112 次 | 1 次 | 釜山，大巴哈马岛自由港，宁波，巴拿马运河 | 巴尔的摩，长岛，洛杉矶，查尔斯顿 | 32 家美国客户，如 American Yibao International Inc |

数据来源：Panjiva；中投证券研究总部

表 6 各大豌豆蛋白品牌纷纷扩产显示需求旺盛

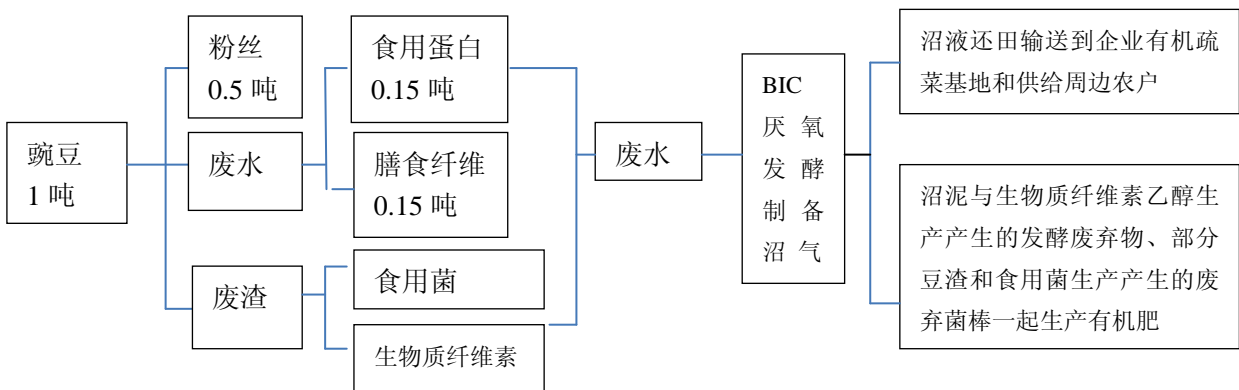
| 单位：万吨 | 罗盖特 | 科索拉克 | NutriPea | 双塔食品 | 东方蛋白 | 山东健源 |
|-------|-----|------|----------|------|------|------|
| 现有产能 | 3 | 2 | 1 | 1.5 | 0.3 | 0.2 |
| 扩产后产能 | 3 | 3 | 1.5 | 3.1 | 0.7 | 1.6 |

资料来源：农业部，中国中投证券研究总部

2. 双塔的循环经济模式带来成本优势，蛋白价格更具竞争力

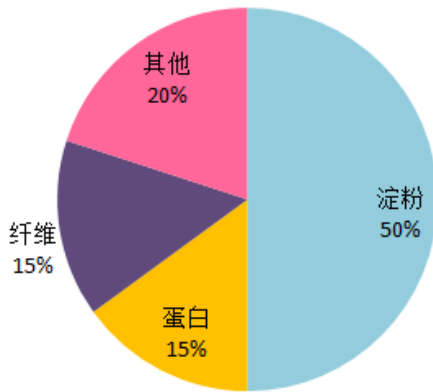
公司从 2008 年开始实施可循环再利用的工艺，通过不断改造，公司现已形成了“粉丝生产加工-分离提取食用蛋白、膳食纤维-废渣生产食用菌-废水沼气发电-沼气提纯天然气-净化水灌溉农田-有机蔬菜”的循环全产业链。通过利用废水提炼出豌豆蛋白和膳食纤维，通过废渣培养食用菌；通过沼气进行发电，不但供应工厂生产使用，还向招远市加油站进行供电。生产沼气后排放的三次废水进一步灌溉农田等再循环利用。

图 16 公司现有循环经济生产模式



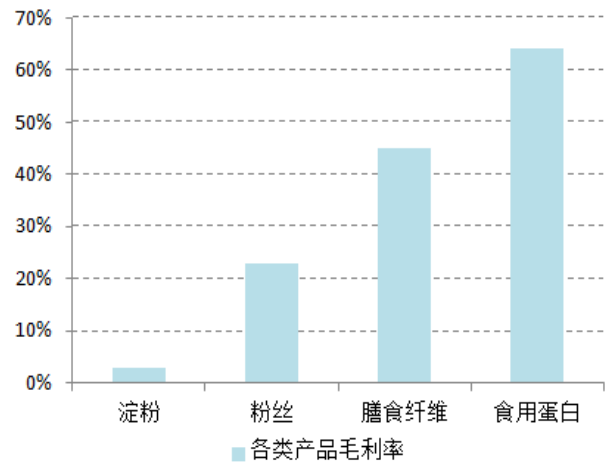
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 17 豌豆中各种成分比重



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 18 豌豆各类产品毛利率



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

相比国内其他企业，公司的循环经济在废水处理环节能够节省更多的成本，每吨豌豆可以减少约 900 元的成本，毛利率高于国内竞争对手；由于相对于国外罗盖特等公司而言，公司除了具备循环经济的优势外，更具备粉丝的消化能力，因国外企业不销售粉丝而是销售淀粉，粉丝的毛利率 23%，而淀粉毛利率仅 3%，因此公司毛利率更远好于国外企业。公司是以后来者的身份进入豌豆蛋白行业，因此在这一块业务战略上，公司注重占领市场份额。在品质上，公司生产的豌豆蛋白在性能和色泽等方面已达到国际一流水平，而成本更有优势，使得公司在豌豆蛋白的定价上具备更大的弹性空间，从而

提升对国外产品的竞争力。罗盖特 85%纯度的豌豆蛋白产品 NUTRALYS ® S85F 在 2013 年的价格大约为 35 元/kg, 而双塔 85%纯度的豌豆蛋白出口定价为 25-26 元/kg, 其豌豆蛋白在价格上与国外同等纯度的产品相比更具优势。

表 5 双塔出口产品的价格情况

| 双塔产品 | 离岸价格 (US : \$/t) | 供应能力 (t/day) |
|-----------|--------------------|----------------|
| 75%豌豆蛋白 | 1500-1800 | - |
| 80%豌豆蛋白 | 3200-3300 | 35 |
| 85%豌豆蛋白 | 4100-4200 | 40 |
| 90%豌豆蛋白 | 4800-5000 | 50 |
| 可食用豌豆分离蛋白 | 3100-3200 | 45 |
| 250g 龙口粉丝 | 1350-1400 | - |
| 豌豆淀粉 | 1300-1350 | 200 |
| 豌豆纤维 | 600-650 | 70 |

数据来源：Panjiva；中投证券研究总部

三、双塔未来两年高纯度豌豆蛋白翻番增长带动业绩 50%以上增长

2012 年以前, 双塔的豌豆蛋白作为生产淀粉和粉丝的副产品而存在, 且提纯技术不高, 主要用于饲料级产品使用。豌豆主要成分包括淀粉(40%-50%)、蛋白(15%-20%)、纤维 (15%-20%)。由于提纯技术不高, 蛋白含量仅 50%-70%, 主要用作饲料级产品使用, 售价也较低, 仅 3000 元/吨左右, 因此产量低, 几乎没有食用级别的产品。**2012 年开始双塔的豌豆蛋白提取工艺改进, 可以生产 70%以上蛋白含量的豌豆蛋白, 在食品中使用, 后来工艺不断改进, 2013 年可以生产纯度 80%以上的豌豆蛋白, 2014 年已经可以生产 85%以上的豌豆蛋白。**工艺的提升打开了豌豆蛋白在食品饮料中的应用空间, 并建立起包括发酵、提取、消化淀粉和污水处理的整套技术和设施。

1. 公司收入和利润保持快速增长, 豌豆蛋白已占毛利率的 45%

2014 前三季度, 公司整体营业收入为 8.21 亿元, 同比增长 53%, 净利润为 1.12 亿元, 同比增长 28%。

图 19 公司营收近两年增速上升

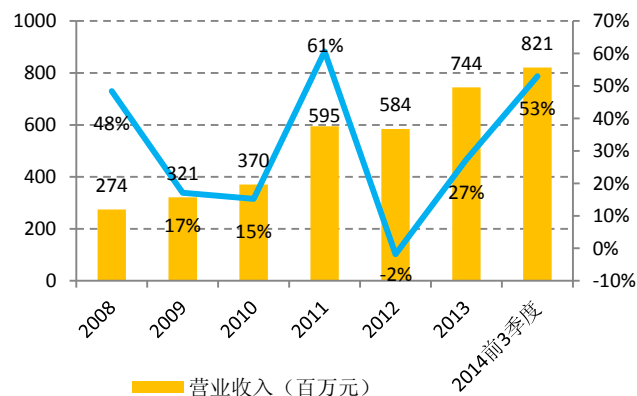
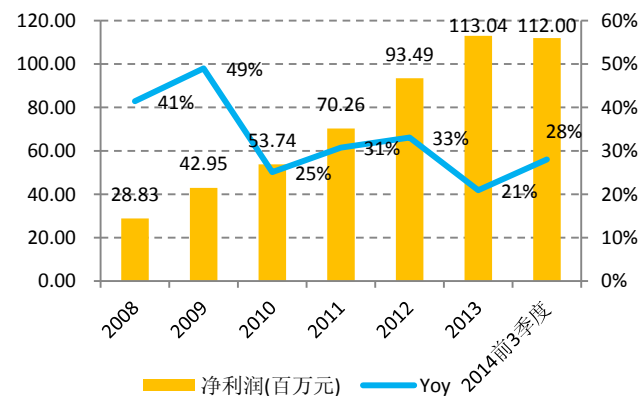


图 20 净利润同比增速保持在 30%左右



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司通过循环经济模式对豌豆进行深加工，生产出一系列产品。其中粉丝近几年营收占比在 60%左右，毛利润贡献率在 70%左右。2010 年公司上市之后，开始致力于高附加值产品的研发，豌豆蛋白逐渐成为公司新的利润增长点，豌豆蛋白营收占比由 12 年的 10%扩大至 14 年的 24%，并且随着高端豌豆蛋白的比例和单价的提升，其毛利润贡献率也将由 12 年的 15%提升至 14 年的 45%。除此之外，公司还通过加工生产中的废水和废渣，来生产食用菌蔬菜、膳食纤维等产品。

图 21 豌豆蛋白营收占比不断扩大

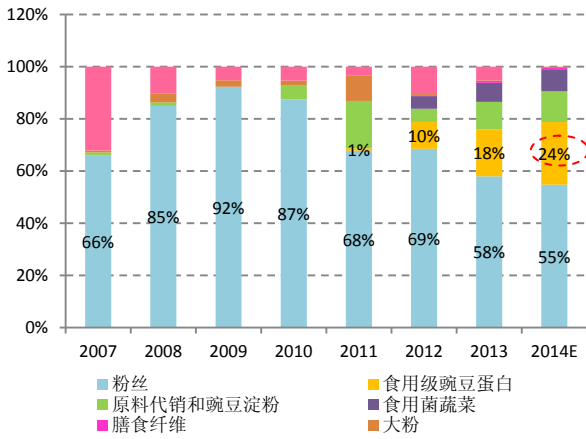
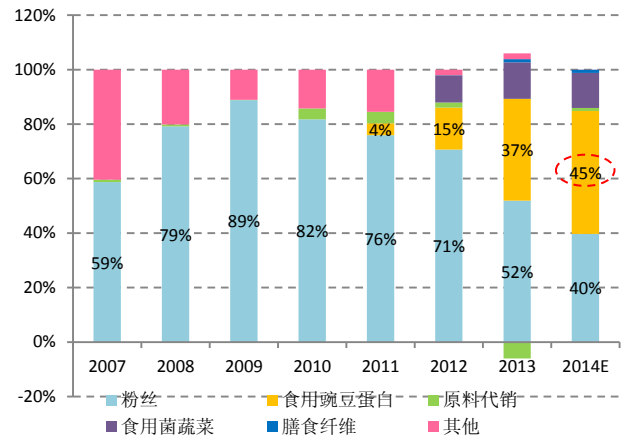


图 22 豌豆蛋白毛利润贡献率 45%



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2014 年公司募集资金 12.8 亿元，用于投入高品质功能性蛋白深加工项目、年处理 6 万吨豌豆综合利用项目和物流配送中心建设项目。

表 6 公司高品质功能性蛋白深加工项目达产预计

| 主产品 | 年产量（吨） | 备注 |
|-----------|--------|---------------|
| 高品质功能性蛋白粉 | 6,800 | 纯度 85%以上的豌豆蛋白 |
| 副产品 | | |
| 豌豆淀粉 | 22,500 | |
| 粗纤维 | 7,000 | |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 7 年处理 6 万吨豌豆综合利用项目达产预计

| 主产品 | 年产量 | 备注 |
|-------|------------|---------------|
| 纯豆粉丝 | 24,000 吨 | |
| 豌豆蛋白 | 8,460 吨 | 纯度 80%左右的豌豆蛋白 |
| 副产品 | | |
| 次级淀粉 | 4,200 吨 | 次级豌豆淀粉 |
| 豌豆纤维粉 | 8,400 吨 | 经超微粉碎的粗纤维 |
| 沼气 | 1,200 万立方米 | |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

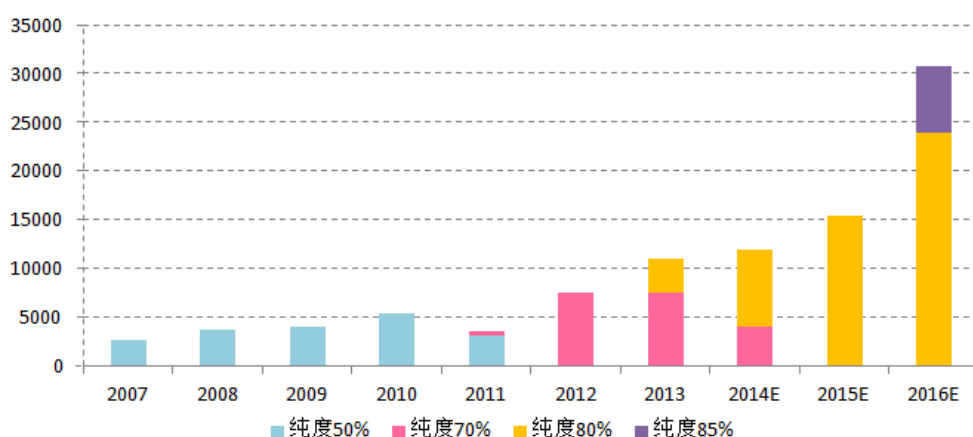
2. 豌豆蛋白未来两年销量将实现翻番的增长,同时公司不断探索向下游延伸的模

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2. 豌豆蛋白未来两年销量将实现翻番的增长,同时公司不断探索向下游延伸的模式

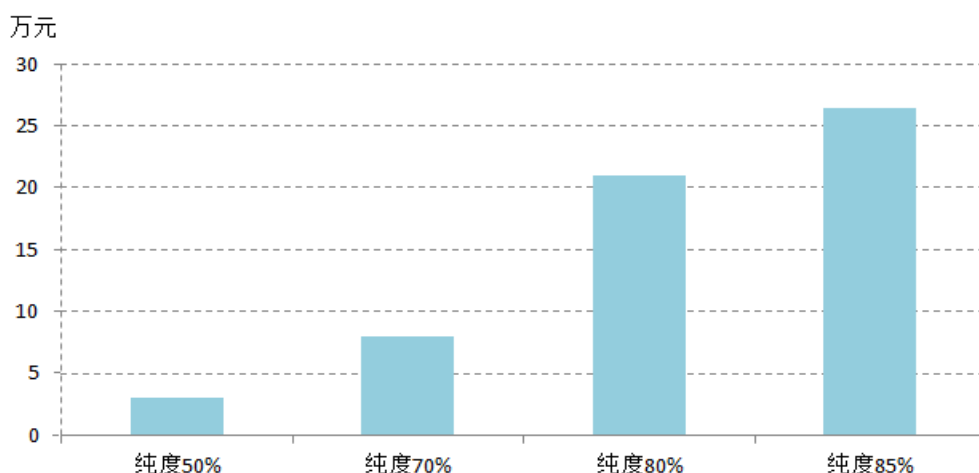
双塔生产的豌豆蛋白随着提炼工艺的改进,纯度在不断提升。2014 年蛋白粉产能 1.55 万吨,其中一部分履行未完成的 70%低纯度订单,同时二三季度水源紧缺,设备故障,生产线改造造成产能利用率较低,80%以上纯度的蛋白仅 8000 吨;2015 年的 1.55 万吨将全部生产纯度在 80%以上的蛋白粉;2016 年募投项目投产后蛋白产能将翻倍达到 3.08 万吨。目前公司 24 小时满产,我们预期项目投产后消化蛋白产能问题不大。同时高纯度蛋白的价格也更高,纯度在 70%、80%、85%的蛋白价格分别在每吨 8000 元、21000 元、26500 元。募投项目全部投产后,豌豆蛋白的营收将达到 6.8 亿元,超过粉丝营收总额。

图 23 未来两年高纯度蛋白将增长 240%, 2016 年达到 3.1 万吨



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 23 纯度上升后价格也将上升



数据来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司豌豆蛋白产品 80%以上用于出口,下游客户大约有 32 家公司。主要客户包括香港的 ATIS 有限公司、克莱森亚太有限公司,以及荷兰的 Gridient.B.V., 前两家香港

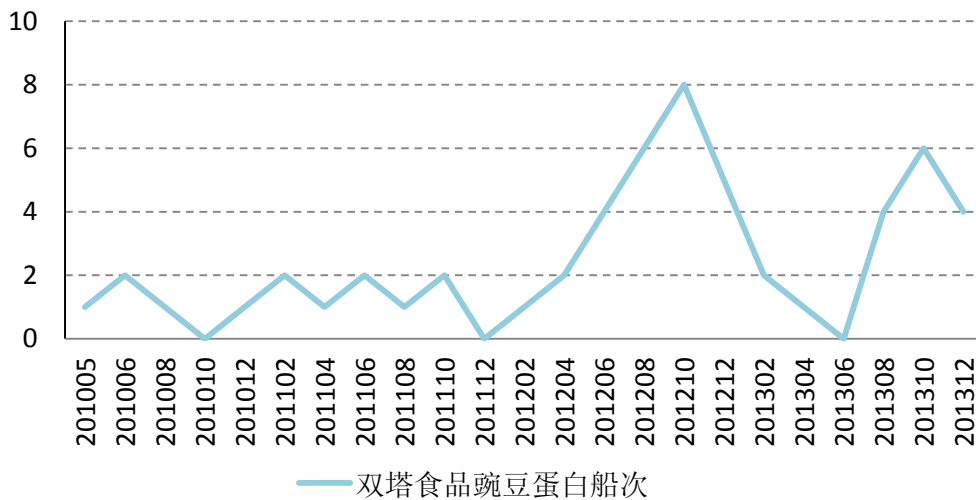
的公司以植物蛋白、豆粕、谷元粉的贸易为主，Gridient.B.V.是全球最大的淀粉、蛋白销售企业之一。

表 8 公司下游豌豆蛋白客户主要订单情况

| 时间 | 公司 | 吨 | 元 | 元/kg |
|------------------|---|------|------|-------|
| 2013 年 12 月 11 日 | ATIS HOLDING LIMITED (香港) | 3000 | 6556 | 21.85 |
| 2012 年 10 月 8 日 | Cressens Asia Pacific Co.,Ltd.(克莱森亚太有限公司 ,香港) | 7500 | 6181 | 8.24 |
| 2012 年签约 5 份合同 | Agridient.B.V.,Amsterdam (荷兰) | 4597 | 3370 | 7.33 |

数据来源：公司公告；中投证券研究总部

图 24 双塔豌豆蛋白美国进口船次



数据来源：Panjiva；中投证券研究总部

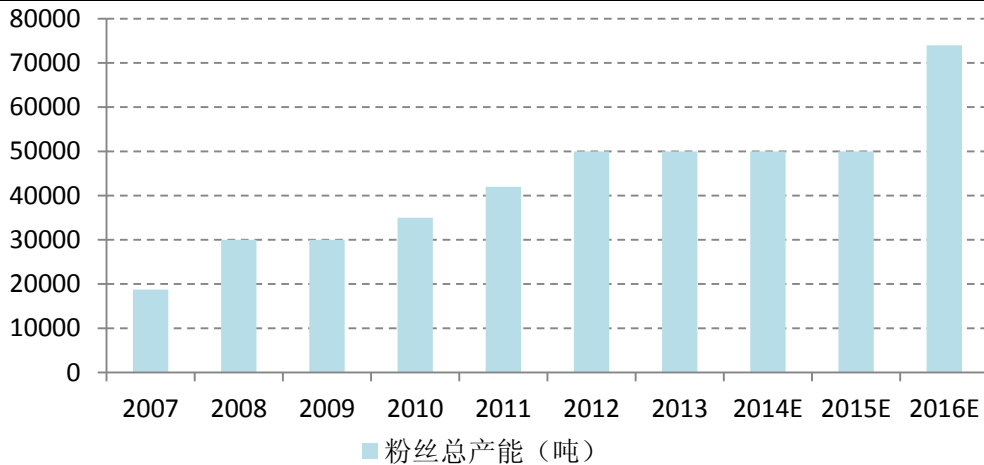
双塔在 7 月公告与华源农业达成战略合作，助力未来在欧美市场豌豆蛋白产品的销售。华源农业主要经营有机产品及非转基因产品的开发、生产、加工、贸易销售。双方合作中，华源农业从事有机豌豆种植、豌豆蛋白及相关产品国外销售，尤其是欧美市场；双塔负责有机豌豆蛋白及相关产品的生产，双方共同开发有机豌豆蛋白粉品牌，开发新的高附加值产品。

此外，公司不断探索向下游保健品延伸的模式，不排除通过控股、参股、合作等方式直接与下游保健品企业合作的可能，将进一步提高估值。

3. 粉丝业务有望通过行业整合实现加速增长，改制将充分挖掘销售潜力

双塔是全国最大的粉丝企业，公司在极为分散的粉丝行业中具备绝对的领导地位。我国粉丝行业目前市场容量超过 100 万吨，行业收入规模超过 150 亿元。CR4 达到 20%，公司市场占有率不足 5%。目前公司粉丝产能 5 万吨，募投项目投产后将达到 7.4 万吨。

图 25 双塔粉丝产能 16 年预计为 7.4 万吨

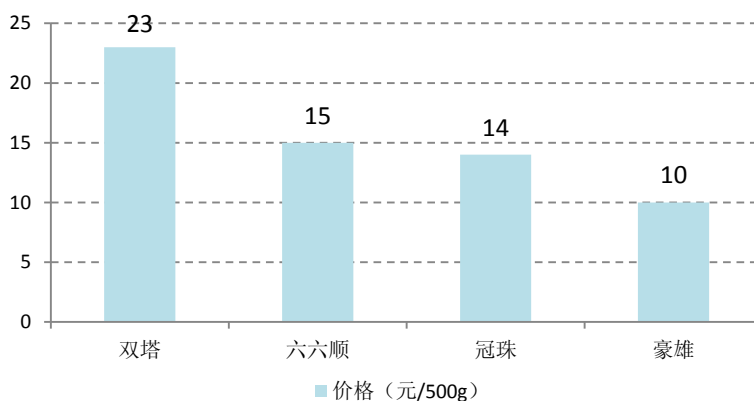


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

豌豆蛋白生产中的一个关键问题是低附加值产品淀粉如何转化为粉丝,并尽可能提高其附加值。相比国内外竞争者,公司在这方面存在着优势。公司能够生产出品质较高的粉丝,并且淀粉中生产粉丝的占比达到 80%以上,粉丝的毛利率远远高出淀粉,从而提升了整体毛利水平。

公司在粉丝业务上的战略重点将是继续提升市场份额,并大力开拓高品质粉丝。公司在粉丝业务上打造以纯豆粉丝为主的高端品牌“双塔”,以及以杂粮粉丝为主的中低端粉丝品牌“鲁顺”。由于公司的纯豆粉丝品质较高,具备较高的定价能力,其市场均价高于其他龙口粉丝品牌。

图 26 纯豆粉丝价格以双塔最高



数据来源：京东商城、中国中投证券研究总部

目前公司经销商接近 1000 家,销售渠道中超市和农贸市场占比分别为 30%、70%,公司铺盖了 70%以上的超市,在超市的占有率达到 30%左右,还有继续提升的空间。

根据募投项目的规划,预计新增的豌豆蛋白会同时生产出 2.4 万吨粉丝和 2.7 万吨淀粉。公司正积极参与行业整合,若整合顺利,公司可以将其淀粉销售给当地其他企业用作生产粉丝,有助于公司淀粉及粉丝的顺利消化。

公司目前控股股东为招远市金岭镇政府，不排除进一步推出股权激励或者引入战略投资者的可能，粉丝销售的潜力将被充分挖掘。

四、盈利预测：预计未来两年利润复合增速 50%以上

预计摊薄前 14-16 的 EPS 分别为 0.35、0.58 和 0.92 元，摊薄后 EPS 分别为 0.30、0.50、0.80 元。目前食品饮料行业中市值在 200 亿元以下，净利率在 13% 以上的企业的 PE 在 27-47 倍。考虑公司具备改制、并购等预期，目标价 22 元，首次覆盖给予强烈推荐评级。

风险提示：原料豌豆价格涨幅超预期；投产速度不达预期；终端消费市场乏力，粉丝或淀粉消化产能不达预期。

表 9 双塔各项业务收入、成本和毛利率估算

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------------------|-------|---------|-------|--------|--------|
| 粉丝 | | | | | |
| 总收入（万元） | 40061 | 43156 | 44317 | 50212 | 56890 |
| 总成本（万元） | 29766 | 33290 | 34288 | 38848 | 44015 |
| 毛利率 | 25.7% | 22.9% | 22.6% | 22.6% | 22.6% |
| 食用级豌豆蛋白合计（纯度 70%-90%） | | | | | |
| 总收入（万元） | 6027 | 13376 | 18700 | 32550 | 57080 |
| 总成本（万元） | 3779 | 6272 | 7692 | 11718 | 19468 |
| 毛利率 | 37.3% | 53.1% | 58.9% | 64.0% | 65.9% |
| 原材料代销售和豌豆淀粉 | | | | | |
| 总收入（万元） | 2936 | 7860 | 10200 | 10200 | 27000 |
| 总成本（万元） | 2663 | 8998 | 9894 | 9894 | 26190 |
| 毛利率 | 9.30% | -14.49% | 3% | 3% | 3% |
| 食用菌蔬菜 | | | | | |
| 总收入（万元） | 2825 | 5415 | 7039 | 9151 | 11897 |
| 成本（万元） | 1372 | 2863 | 3519 | 4575 | 5948 |
| 毛利率 | 51.4% | 47.1% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 膳食纤维 | | | | | |
| 收入（万元） | 41 | 556 | 722 | 939 | 1221 |
| 成本（万元） | 33 | 331 | 397 | 516 | 671 |
| 毛利率 | 20.3% | 40.5% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |
| 大粉 | | | | | |
| 收入（万元） | 406 | 205 | 400 | 400 | 400 |
| 成本（万元） | 391 | 383 | 388 | 388 | 388 |
| 毛利率 | 3.8% | -87.1% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 合计 | | | | | |
| 营业收入（万元） | 58434 | 74432 | 97794 | 104015 | 155219 |
| 营业成本（万元） | 43859 | 55420 | 72258 | 66433 | 97321 |
| 毛利率(%) | 24.9% | 25.5% | 26.1% | 36.1% | 37.3% |

数据来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 831 | 1024 | 993 | 1249 |
| 现金 | 137 | 200 | 200 | 200 |
| 应收账款 | 71 | 91 | 97 | 144 |
| 其它应收款 | 1 | 8 | 8 | 12 |
| 预付账款 | 53 | 72 | 66 | 97 |
| 存货 | 306 | 397 | 365 | 535 |
| 其他 | 264 | 256 | 256 | 259 |
| 非流动资产 | 924 | 1082 | 1227 | 1345 |
| 长期投资 | 88 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 745 | 952 | 1109 | 1223 |
| 无形资产 | 49 | 56 | 63 | 70 |
| 其他 | 42 | 74 | 55 | 52 |
| 资产总计 | 1756 | 2107 | 2220 | 2594 |
| 流动负债 | 743 | 961 | 853 | 877 |
| 短期借款 | 579 | 808 | 731 | 703 |
| 应付账款 | 48 | 72 | 66 | 97 |
| 其他 | 115 | 80 | 56 | 76 |
| 非流动负债 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 负债合计 | 757 | 976 | 868 | 892 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 432 | 432 | 432 | 432 |
| 资本公积 | 183 | 183 | 183 | 183 |
| 留存收益 | 383 | 516 | 737 | 1086 |
| 归属母公司股东权益 | 998 | 1131 | 1352 | 1701 |
| 负债和股东权益 | 1756 | 2107 | 2220 | 2594 |

现金流量表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 131 | 176 | 440 | 408 |
| 净利润 | 113 | 152 | 252 | 399 |
| 折旧摊销 | 52 | 116 | 155 | 194 |
| 财务费用 | 20 | 21 | 23 | 20 |
| 投资损失 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -41 | -65 | 0 | -209 |
| 其它 | -0 | -48 | 10 | 3 |
| 投资活动现金流 | -458 | -222 | -310 | -310 |
| 资本支出 | 123 | 300 | 300 | 300 |
| 长期投资 | -340 | -88 | 0 | 0 |
| 其他 | -675 | -10 | -10 | -10 |
| 筹资活动现金流 | 200 | 109 | -130 | -98 |
| 短期借款 | 137 | 229 | -77 | -27 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 216 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -216 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 64 | -120 | -53 | -71 |
| 现金净增加额 | -127 | 63 | 0 | 0 |

利润表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 744 | 978 | 1040 | 1552 |
| 营业成本 | 554 | 723 | 664 | 973 |
| 营业税金及附加 | 2 | 5 | 5 | 8 |
| 营业费用 | 37 | 34 | 36 | 54 |
| 管理费用 | 22 | 29 | 31 | 47 |
| 财务费用 | 20 | 21 | 23 | 20 |
| 资产减值损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 122 | 166 | 280 | 450 |
| 营业外收入 | 7 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 128 | 175 | 289 | 459 |
| 所得税 | 15 | 23 | 38 | 60 |
| 净利润 | 113 | 152 | 252 | 399 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 113 | 152 | 252 | 399 |
| EBITDA | 193 | 303 | 458 | 664 |
| EPS (元) | 0.26 | 0.35 | 0.58 | 0.92 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 27.4% | 31.4% | 6.4% | 49.2% |
| 营业利润 | 40.5% | 36.1% | 69.1% | 60.5% |
| 归属于母公司净利润 | 20.9% | 34.5% | 65.5% | 58.6% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 25.5% | 26.1% | 36.1% | 37.3% |
| 净利率 | 15.2% | 15.6% | 24.2% | 25.7% |
| ROE | 11.3% | 13.4% | 18.6% | 23.5% |
| ROIC | 8.7% | 9.6% | 14.2% | 18.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.1% | 46.3% | 39.1% | 34.4% |
| 净负债比率 | 76.49% | 82.82% | 84.17% | 78.84% |
| 流动比率 | 1.12 | 1.07 | 1.16 | 1.42 |
| 速动比率 | 0.71 | 0.65 | 0.74 | 0.81 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.51 | 0.48 | 0.64 |
| 应收账款周转率 | 10 | 11 | 10 | 12 |
| 应付账款周转率 | 10.63 | 12.00 | 9.58 | 11.89 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.26 | 0.35 | 0.58 | 0.92 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.30 | 0.41 | 1.02 | 0.94 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.31 | 2.62 | 3.13 | 3.94 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 63.78 | 47.41 | 28.64 | 18.05 |
| P/B | 7.22 | 6.37 | 5.33 | 4.24 |
| EV/EBITDA | 46 | 29 | 19 | 13 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫：中国中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、洋河股份、海天味业、三全食品、双塔食品、贝因美、光明乳业、中炬高新、洽洽食品、承德露露、涪陵榨菜、克明面业、煌上煌、好想你

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|--|---|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939 | 上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434 |