

循环经济模式再升级，驱动业绩增长

——双塔食品（002481）深度报告

2016年03月02日

强烈推荐/维持

双塔食品 深度报告

报告摘要：

循环经济模式升级到产业模式。双塔食品拥有独特循环经济模式，公司正通过豌豆产业链上下游贯通——控制豌豆进口贸易+推出蛋白终端产品，以及“粮人网”打造的全国食品 B2B 平台，将盈利模式升级到产业模式。

控制原料上游贸易、新增蛋白产能开始释放。预计 2016 年公司豌豆原料使用量将达 30 万吨，可控制的豌豆贸易量接近 100 万吨，对豌豆下游产业控制力将得到显著提升。

- 2015 年豌豆蛋白产品价格受小产能扩张影响出现价格下跌，公司调整了产品结构，增加低纯度蛋白销售。公司对原料控制力提升后，将进一步挤压小产能空间，蛋白价格预期有小幅回升。
- 2015 年公司蛋白销量约 2 万吨，募投项目 1.5 万吨豌豆蛋白产能将开始释放，预计 2016 年豌豆蛋白销量增长超过 50%。
- 公司成立了大健康事业部，研发豌豆蛋白和绿豆蛋白终端产品，预计将通过电商渠道投放国内市场，看好公司豌豆蛋白产业链延伸。

粉丝传统业务+“粮人网” B2B 平台。2015 年双磁科技的“粮人网”上线，将联合有渠道能力的食品经销商共同打造全国性的食品互联网深度分销平台，平台月流水已超过 5000 万。公司粉丝经销商已导入平台。

- 虽然收购未成功，但公司已明确并购方向，特色区域农产品的并购将纳入“粮人网”发展路径，实现传统贸易模式升级。

公司盈利预测及投资评级。公司是粉丝行业龙头企业，粉丝业绩保持稳定增长，2016 年开始蛋白业绩有望加速增长，产业链的完善将提升盈利能力。

- 我们预计公司 2015 年-2017 年归属于上市公司股东净利润分别为 1.76 亿元、2.67 亿元和 3.64 亿元；每股收益分别为 0.14 元 0.21 元和 0.29 元，对应 PE 分别为 53.30X、34.99X 和 25.79X。给予公司 6 个月目标价 10.50 元，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	744.32	1,065.18	1,152.41	1,465.94	1,868.15
增长率(%)	27.38%	43.11%	8.19%	27.21%	27.44%
净利润(百万元)	113.04	148.79	175.89	267.93	363.51
增长率(%)	20.91%	31.62%	18.22%	52.33%	35.67%
净资产收益率(%)	11.32%	6.22%	4.24%	6.17%	7.91%
每股收益(元)	0.26	0.34	0.14	0.21	0.29
PE	28.35	21.82	53.30	34.99	25.79
PB	3.21	1.57	2.26	2.16	2.04

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

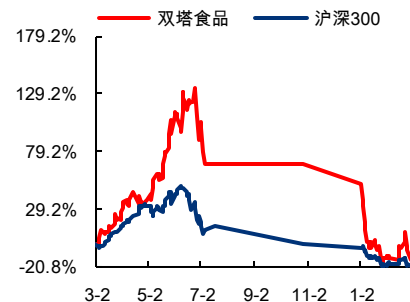
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间(元)	7-20.57
总市值(亿元)	88.44
流通市值(亿元)	78.38
总股本/流通 A 股(万股)	126339/111977
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.81

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）：“粮人网”上线，转型全食品产业链互联网运营商》2015-10-28
- 2、《双塔食品（002481）：业绩符合预期，布局 O2O 平台》2015-08-18
- 3、《双塔食品（002481）：蛋白放量驱动粉丝业务变革》2015-04-29
- 4、《双塔食品（002481）：2015 年业绩持续高增长》2015-04-01

目 录

1. 独特循环经济从业务模式向产业模式转变	4
2. 产业链协同效应将逐步体现	5
2.1 产业链整合从上游开始	5
2.2 蛋白新增产能达产、蛋白价格预期回升	8
2.3 蛋白产业向下游延伸	9
2.4 “粮人网”构建 B2B 平台，小品类整合空间大	11
2.5 粉丝产业链下游亦有扩张空间	14
3. 员工持股第一期完成、管理层增持计划发布	17
3.1 员工持股计划第一期完成	17
3.2 高管增持计划推出稳定业绩预期	17
4. 公司盈利预测和估值	18
4.1 公司盈利预测	18
4.2 公司估值	19
5. 投资评级	20
6. 公司投资风险	20

表格目录

表 1:加拿大豌豆供给情况表	6
表 2:国内主要粉丝生产厂商	7
表 3:双塔食品定增募集资金投向	8
表 4:天猫淘宝在售进口和国产豌豆蛋白粉产品	9
表 5:公司原拟收购四家公司情况	11
表 6:中国主要木耳品牌	12
表 7:中国香菇主要品牌企业	13
表 8:双塔食品董监高增持计划表	17
表 9:双塔食品高管增持情况表	18
表 10:双塔食品经营业务预测表	18
表 11:公司可比估值法估值表	19
表 12: 公司盈利预测表	21

插图目录

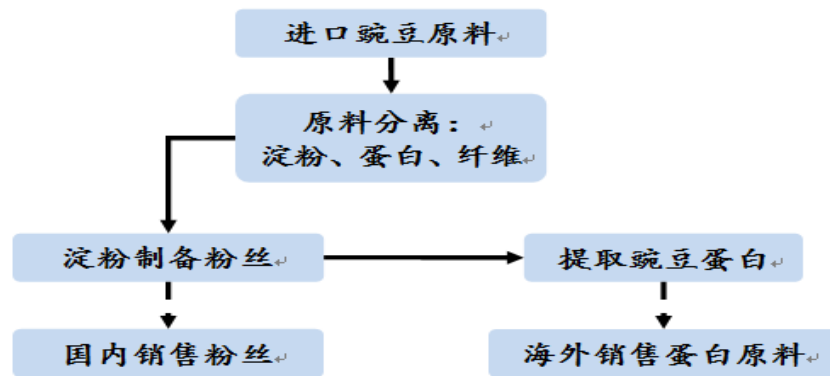
图 1:双塔食品原有循环经济模式框架	4
图 2:双塔食品新业务模式框架图	4
图 3:中国进口加拿大干豌豆数量	5

图 4:2014 年中国进口干豌豆地区结构	6
图 5:2015 年中国进口干豌豆地区结构	6
图 6:中国进口干豌豆价格	7
图 7:粉丝现货价格	7
图 8:案例中国销售收入	9
图 9:纽崔莱品牌销售和其他产品销售对比	9
图 10:百草味近 3 年销售收入	10
图 11:双塔天猫淘宝自有旗舰店	10
图 12:中国黑木耳产量	12
图 13:中国黑木耳消费量预计	12
图 14:中国香菇产量	13
图 15:中国香菇消费量	13
图 16:粮人网主页页面	14
图 17:粮人网平台已入住品牌	14
图 18:日本杯装方便粉丝销量	15
图 19:日本杯装方便粉丝原料结构	15
图 20:日本杯汤搭配产品结构	15
图 21:2005 年日本杯面和杯粉丝市场规模（亿日元）	15
图 22:中国方便粉丝产量	16
图 23:中国方便粉丝行业销售额	16
图 24:白家粉丝销售收入	16
图 25:四川光友销售收入	16

1. 独特循环经济从业务模式向产业模式转变

双塔食品对传统的粉丝生产工艺进行改进，使用生物发酵乳酸菌把淀粉、蛋白等物质分离从而获得高品质的淀粉，后期对蛋白提取工艺升级，成功提取高纯度的豌豆蛋白。公司将上述工艺流程称为“循环经济”模式，即将传统工艺下的“零成本”副产品的价值体现。

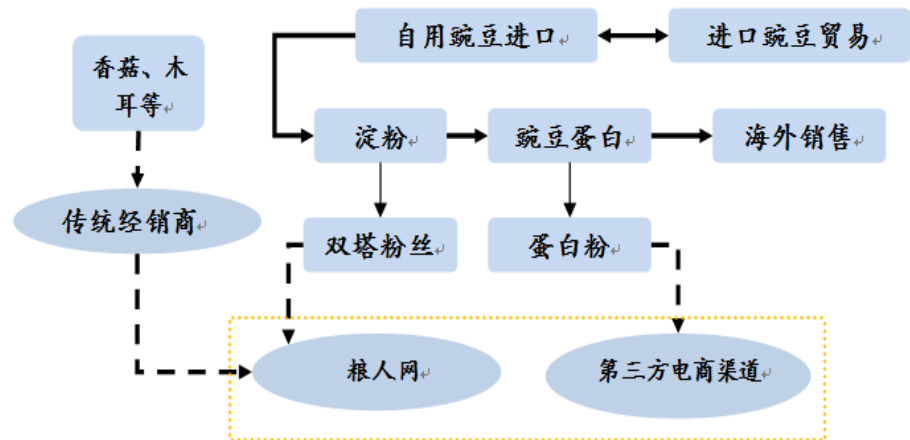
图 1:双塔食品原有循环经济模式框架



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

公司之前推行的循环经济模式对盈利提升的核心是——蛋白等产品成本分摊在淀粉生产环节，淀粉成本通过粉丝产品实现正收益。蛋白低成本带来低价格市场优势，蛋白盈利能力突出。

图 2:双塔食品新业务模式框架图



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2015 年豌豆蛋白遭遇行业竞争压力上升，蛋白价格暂时下降。但公司目前正在通过梳理豌豆产业链将过去循环经济模式提升为产业模式：

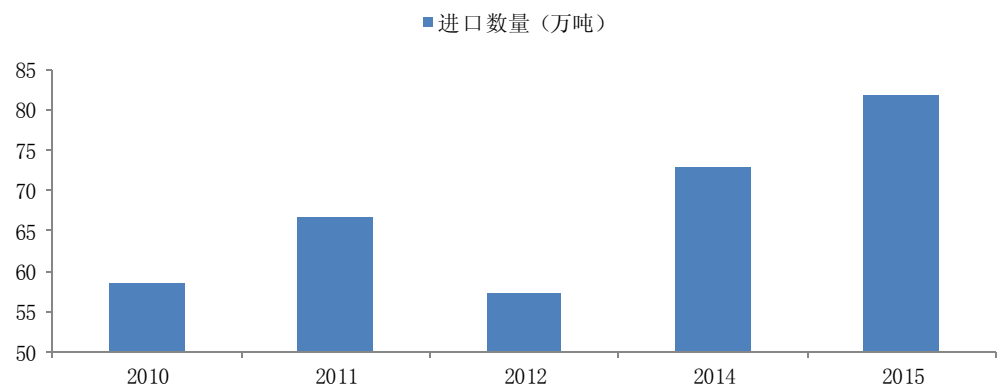
- ◆ 通过增加上游原料控制力，挤压国内小产能扩张空间，提升豌豆蛋白盈利水平。
- ◆ 下游国内贸易，将传统的经销商渠上线“粮人网”，将“粮人网”打造成全国食品 B2B 平台，未来特色地区农产品的并购也将纳入平台发展路径。
- ◆ 蛋白业务将产业链向下延伸至终端产品，借助第三方电商平台实现蛋白终端产品销售快速增长。除豌豆蛋白外，绿豆蛋白的研发也将打开蓝海市场。

2. 产业链协同效应将逐步体现

2.1 产业链整合从上游开始

中国粉丝行业豌豆原料主要依赖进口，2014 年进口干豌豆 78.1 万吨，2015 年进口干豌豆 90.3 万吨。中国进口干豌豆主要来自加拿大，2014 年和 2015 年加拿大对中国出口干豌豆占中国进口量的比例都超过了 90%。加拿大干豌豆产量和价格直接影响国内粉丝以及豌豆蛋白行业成本波动。

图 3:中国进口加拿大干豌豆数量

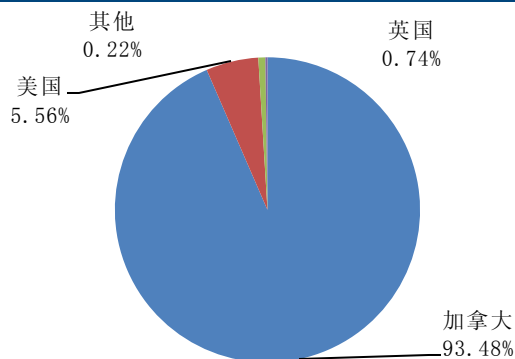


资料来源：加拿大统计局、东兴证券研究所

双塔食品 2015 年在加拿大设立了 Shuangta Food (Canada) Manufacturing corporation 全资子公司。加拿大子公司的主要经营范围是豌豆采购、贸易代理。公司设立加拿大子公司的目的是在加拿大豌豆原料形成稳定采购贸易，对于控制豌豆原

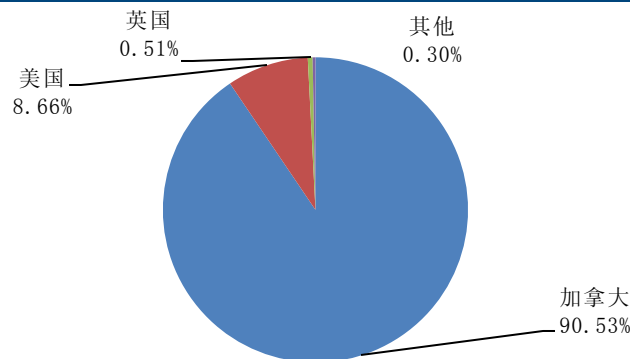
料价格以及保障产能原料需求相比国内其他公司有巨大优势。

图 4:2014 年中国进口干豌豆地区结构



资料来源：海关总署、东兴证券研究所

图 5:2015 年中国进口干豌豆地区结构



资料来源：海关总署、东兴证券研究所

从加拿大农业部的统计数据看，2015/16 年度豌豆播种面积和收货面积预计比 2014/15 年度有所下降，豌豆平均价格有较大幅度的增长。2016/17 种植年度，预计加拿黄豌豆播种面积会继续增长，出口量也预期增长，加拿大农业部预期的豌豆价格会有小幅下降，但不会下降到 2014/15 年水平。

表 1:加拿大豌豆供给情况表

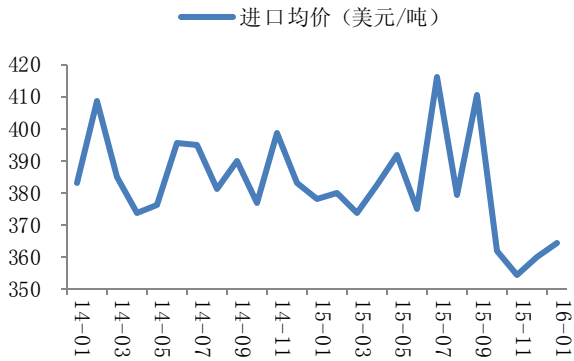
	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
播种面积（万亩）	2017.5	2419.5	2233.5	2550
收获面积（万亩）	1993.5	2382	2205	2512.5
产量（万吨）	396.1	381	320.1	410
出口量（万吨）	278.1	309.4	295	310
国内消费量（万吨）	105	64.7	61	65.5
平均价格（加元/吨）	260	260	305-335	300-330

资料来源：加拿大农业部、东兴证券研究所

中国进口干豌豆价格 2014 年至 2015 年基本保持在 380 美元/吨，2015 年四季度进口豌豆价格出现下降趋势，2016 年 1 月干豌豆进口均价同比小幅下降 5%。进口豌豆价格在 2015 年末和 2016 年初出现的小幅下降趋势与加拿大供给趋势的变化基本一致。我们预计 2016 年豌豆价格会有小幅下跌。

双塔食品 2015 年豌豆进口量预计在 12 万吨，约占进口总量的 13.2%，2016 年公司计划进口豌豆量在 30 万吨，主要用于公司自有产能。公司前期收购了一家豌豆进口贸易公司，预计 2016 年进口豌豆量约 30 万吨，加上公司加拿大子公司豌豆贸易量约 30 万吨，公司可控制豌豆贸易量约 90 万吨。公司对上游原料的控制能力大幅提升，

更深远的战略布局在于可以控制豌豆原料下游的粉丝和蛋白两个行业。

图 6:中国进口干豌豆价格


资料来源：海关总署、东兴证券研究所

图 7:粉丝现货价格


资料来源：渤海商品交易所、东兴证券研究所

2014 年中期以来粉丝产品大宗交易价格受到上游淀粉原料价格下降的影响，粉丝价格呈现持续走低的趋势。虽然上游原料价格也在下降，但我们认为粉丝价格的下降将直接影响行业盈利水平。对于粉丝行业来说，除少数产品外，大多数企业无定价能力，价格的持续下降将导致盈利水平快速下跌。

表 2:国内主要粉丝生产厂商

公司名称	加工产能	产品类别	原料	地区
三嘉粉丝	2 万吨	传统粉丝	绿豆、豌豆	山东烟台招远
金都塔林	1 万吨	传统粉丝	绿豆、豌豆	山东烟台招远
任森农业	3 万吨	精制淀粉	马铃薯	湖北长阳
裕湘食品	20 万吨（总产能）	挂面淀粉	马铃薯	湖南郴州
港进食品	1 万吨	粉皮、粉丝、粉条	马铃薯	黑龙江讷河

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

换言之我们认为 2014 年至今，粉丝行业处在盈利水平下降的趋势之中。对于高度分散的行业，规模化程度不高可以解读为抗风险能力差。目前阶段是粉丝行业并购的好时机。

- ◆ 中国粉丝市场规模在 400 万吨，市场处于极度分散格局。类似茶叶、火腿等传统消费品，粉丝也只有以地区标注的全国知名品牌“龙口粉丝”。
- ◆ 龙口粉丝主要产地集中在公司所处的招远地区，招远粉丝产能合计约 40 万吨。除双塔外，其他招远粉丝产能规模都在 1-2 万吨区间，未来对区域粉丝行业整合的难

度不大。

2.2 蛋白新增产能达产、蛋白价格预期回升

目前欧美市场对植物性使用蛋白的需求在 120 万吨，日本对植物食用蛋白需求也有 60 万吨，但主要以大豆蛋白为主。豌豆蛋白作为大都蛋白替代产品，需求增长趋势强劲。有国外市场报告显示，豌豆蛋白作为一种更健康的食品原料，到 2022 年全球豌豆蛋白需求量将比 2012 年增长超过 200%，其中需求占比最大的是膳食原料其次是烘焙食品原料。

- ◆ 公司原有低纯度豌豆蛋白产能 7000 吨，上市后使用超募资金投建高纯度豌豆蛋白产能 8000 吨，2014 年下半年公司又将低纯度蛋白产能进行改造后升级为高纯度蛋白产能，2015 年公司蛋白产能为 1.5 万吨。
- ◆ 2014 年末公司定向增发募集资金主要投向高端豌豆蛋白产能新建，预计 2016 年新增的两条豌豆蛋白产能项目会陆续达产，2016 年公司豌豆蛋白产能规模预计将接近 4 万吨。

表 3:双塔食品定增募集资金投向

项目名称	项目总投资(万元)
高品质功能性蛋白深加工项目	55183.91
年处理 6 万吨豌豆综合利用项目	65772.92
物流配送中心建设项目	12977.69
合计	133934.52

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2015 年下半年豌豆蛋白行业由于国内小产能集中释放，造成供给增加，国内豌豆蛋白出口价格快速下跌，低纯度豌豆蛋白价格下跌至 5000 元/吨附近，高纯度豌豆蛋白价格下跌到 13000 元/吨左右。我们对于产品价格的快速下跌认为不是来自消费需求的收缩，而是供给端的增长。

- ◆ 双塔在 2015 年下半年调整蛋白销售策略，增加了低纯度宠物饲料级别蛋白的销售，来平抑市场价格下跌的风险。
- ◆ 公虽然价格下降，但公司蛋白生产相比小产能，在成本端依然有巨大优势，蛋白业务毛利率受影响较小，但小产能的盈利能力已经被大幅压缩。
- ◆ 小产能淀粉一般直接对外销售，无法转化为粉丝销售，近期淀粉价格的持续下跌会对蛋白小产能盈利形成双杀。

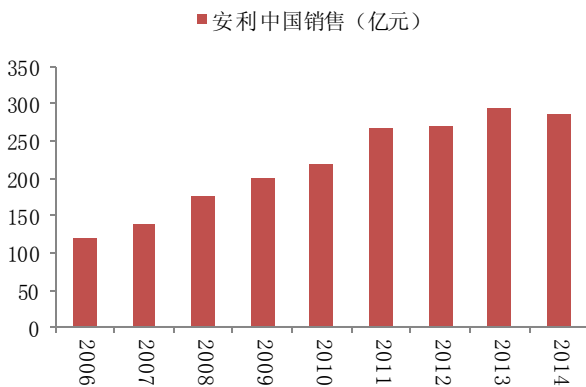
我们预计 2016 年国内豌豆蛋白供给端的格局会有变化，产能的收缩会带来豌豆蛋白价格回升，预计 2016 年豌豆蛋白价格同比 2015 年提升 5%-10%。

2.3 蛋白产业向下游延伸

目前公司豌豆蛋白产品主要通过经销商渠道向海外销售，海外客户群体主要集中在保健品和食品行业。对于目前经销代理的销售方式，公司未来会增加海外直接销售的客户订单。国内市场公司计划将豌豆蛋白产业链延伸至产品环节，生产和销售豌豆蛋白粉。

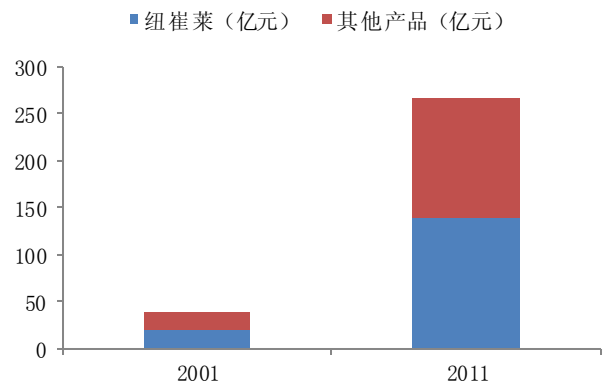
- ◆ 2015 年 10 月 1 日起开始实施的新修订《食品安全法》，对保健食品、特殊医学用途配方食品的监管方式作出调整：改变过去单一的产品注册制，保健食品实现注册与备案分类管理方式。政策实施对双塔生产销售蛋白粉的政策限制也被降低。
- ◆ 安利目前仍然是中国保健品行业龙头公司，纽崔莱的膳食营养产品销售在 2011 年达到 140 亿，而纽崔莱产品结构中蛋白粉销售占比最大。

图 8:案例中国销售收入



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 9:纽崔莱品牌销售和其他产品销售对比



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

比照国内蛋白粉市场规模，纯豌豆蛋白替代大豆蛋白潜力空间巨大。替代的消费潜力将来自海外市场推动。海外市场上豌豆蛋白替代大豆蛋白的逻辑是三点：1) 非转基因原料；2) 非麸质不会引起部分人群过敏反应；3) 激素含量低。虽然国内市场豌豆蛋白诉求和海外市场会略有差异，但作为舶来品的蛋白粉国内消费趋势一定会受到海外消费趋势影响。

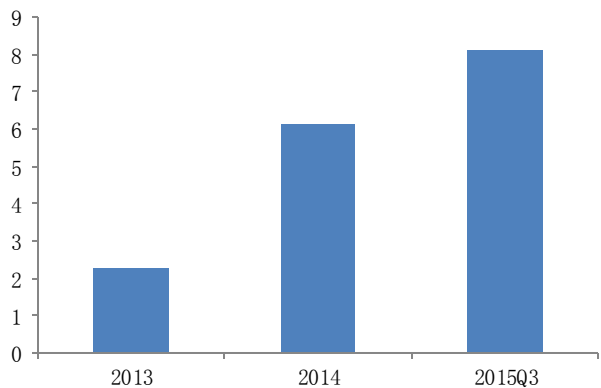
表 4:天猫淘宝在售进口和国产豌豆蛋白粉产品

品类	品牌	产地	蛋白纯度	价格（元/500克）
有机豌豆蛋白粉	Herbs of Gold	澳大利亚	未知	393
豌豆蛋白粉	nutasumma	美国	未知	261
分离蛋白混合	Nutra-life	新西兰	70%	135
豌豆分离蛋白	Myprotein	英国	未知	119
有机豌豆蛋白粉	Now Foods	美国	未知	83
富硒豌豆蛋白粉	健生源	山东烟台	未知	202
豌豆蛋白粉	金冠瑞	山东烟台	80%	107

资料来源：天猫、东兴证券研究所

从天猫淘宝上销售的豌豆蛋白产品来看，大部分产品是外资品牌，但也有国内品牌。国内品牌产品产地均为山东烟台，国内竞争对手在豌豆蛋白终端产品上已经领先双塔一步。但国内竞品的销售规模和品牌认知还很弱，双塔仍有机会超越。

图 10:百草味近 3 年销售收入



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 11:双塔天猫淘宝自有旗舰店



资料来源：天猫淘宝双塔旗舰店、东兴证券研究所

公司已经成大健康事业部，重点开发绿豆蛋白粉、豌豆蛋白粉、蛋白肽、蛋白质饮料等产品。双塔规划豌豆蛋白产品的销售路径和现有竞品的销售模式不同，考虑到线下安利纽崔莱占据直销渠道，汤臣倍健占据零售终端，电商渠道投放将是公司主要模式。公司将考虑和知名食品电商龙头，例如百草味或三只松鼠等平台合作，借助第三方电商渠道投放产品。但公司会保持豌豆蛋白产品的品牌独立。

目前公司正在研发绿豆蛋白产品，有学术论文测算过绿豆蛋白的平均含量为 24.1%，赖氨酸含量达到 6.9%。日本在 2005 年就有研究发布绿豆蛋白含有抗高血压剂（ γ -氨基丁酸），并生产出绿豆蛋白抗高血压剂产品。国内对绿豆蛋白产品的市场还处于蓝海状态，我们对绿豆蛋白的市场前景也有良好预期。

2.4 “粮人网”构建 B2B 平台，小品类整合空间大

公司曾经拟通过增发股份的方式收购四家公司，分别是华源农业（大连）有限公司，黑龙江北味菌业科技股份有限公司、泗水利丰食品有限公司和吉林市鑫海实业有限公司四家公司。

- ◆ 华源农业是中国最大的国际有机认证产品出口商。
- ◆ 泗水利丰食品以甘薯为原料生产甘薯淀粉、粉条、膳食纤维和甘薯蛋白等产品。
- ◆ 吉林鑫海主要以非转基因大豆为原料，生产豆粕、豆油和大豆蛋白等产品。
- ◆ 北味集团是和龙江黑木耳龙头企业。

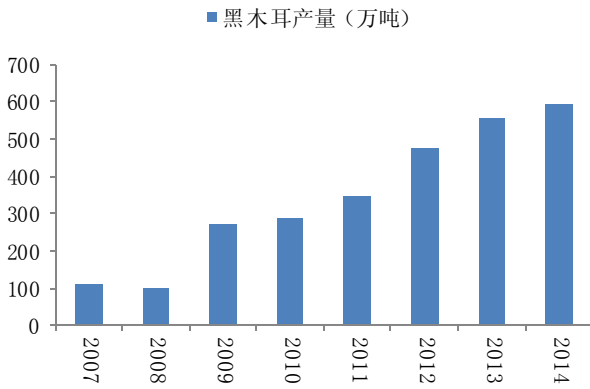
表 5:公司原拟收购四家公司情况

公司名称	产品线	地区	基本情况
北味集团	黑木耳	黑龙江	北味集团是集采收、加工、销售为一体的食用菌生产销售企业，拥有员工 1400 余人，7 个食品厂，总投资近 3 亿元人民币。销售网络覆盖全国 7 大区 30 余个省、市地区，6 个大型物流中转中心，800 余家代理商，销售渠道涵盖商超、特渠、农贸市场等。北味集团打造了全新的农产品流通渠道——农产品天下网，利用产地实体交易大市场，通过电子商务平台、物联网，实现农批无缝对接。
华源农业	有机农产品	辽宁	华源农业（大连）是中国最大的国际有机认证产品出口商。公司已建设国际有机标准的青海有机枸杞种植基地，宁夏有机苹果基地，新疆有机葡萄基地，福建有机蜜柚基地，吉林有机人参基地等十几种有机产品种植基地，并获得 ECOCERT, BCS, CERES 认证机构的欧盟 EU, 美国 NOP 国际有机食品认证。
泗水利丰	甘薯食品	山东	公司始终专注于甘薯食品产业。2009 年，公司总资产达 3 亿元，注册资本 1.2 亿元，出口创汇 2600 万美元。2014 年 11 月 18 日，柳絮食品、新产品蛋白、膳食纤维生产线正式投产。
鑫海实业	非转基因大豆产品	吉林	鑫海公司现有高温豆粕、低温豆粕加工生产线两条，年加工大豆能力 15 万吨，年产高温豆粕 30000 吨，低温豆粕 60000 吨，全脂大豆蛋白粉 5000 吨，脱脂大豆蛋白粉 10000 吨，精炼大豆油 22000 吨，其中低温豆粕生产线由日本不二株式会社提供技术支持和服务，并签有保密协议，技术处于同行业领先水平。

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

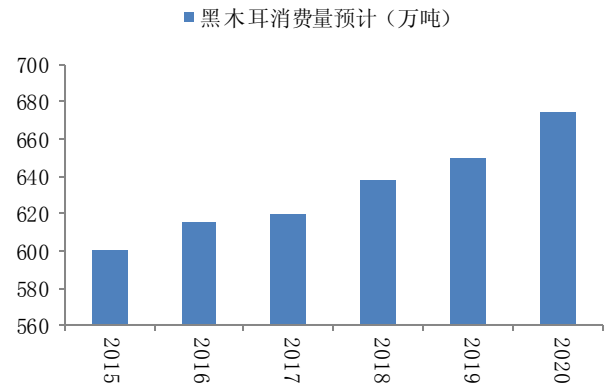
2014 年中国黑木耳产量增长至 595.7 万吨，2014 年国内黑木耳消费量增长至 595 万吨，供求大体相当。中国是木耳的主要生产国，产区主要分布在东北和西南地区，其中黑龙江省牡丹江地区海林市和吉林省蛟河县黄松甸镇是中国最大的黑木耳基地。

图 12:中国黑木耳产量



资料来源：智妍数据、东兴证券研究所

图 13:中国黑木耳消费量预计



资料来源：智妍数据、东兴证券研究所

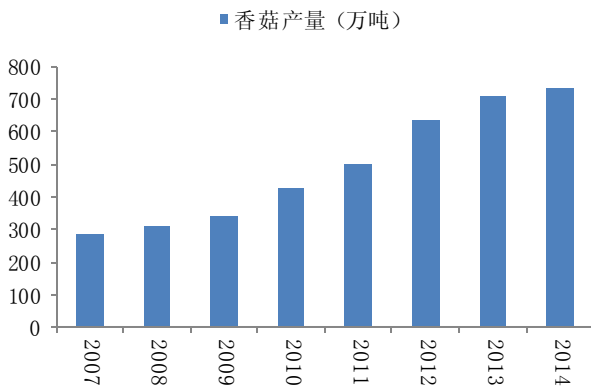
黑木耳行业公司多集中在黑龙江地区靠近黑木耳主产地，行业盈利模式以加工、贸易方式为主。双塔目前在天猫淘宝旗舰店内有黑木耳产品销售，主要采取了 OEM 的方式。

表 6:中国主要木耳品牌

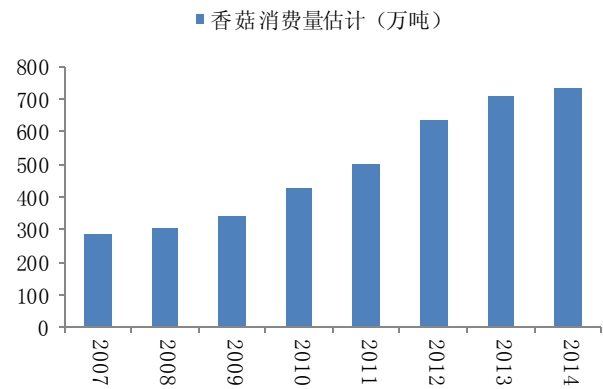
品牌名称	标志	地区	主要情况
北味		黑龙江海林	北味集团建设海林农产品综合交易大市场。北味集团打造全新的农产品流通渠道，农产品天下网。
维多宝		黑龙江绥芬河	公司已开发出压缩、袋装两大系列 50 多个单品，年产量可压缩 600 吨山产品。
川珍		四川广元	公司黑木耳产量突破 1000 吨。2010 年公司销售 1.28 亿元，2011 年销售 1.6 亿元，2014 年公司销售产值 2.1 亿元。
绥阳耳		黑龙江牡丹江	绥阳黑木耳大市场从 2002 年的 1500 万公斤至 2009 年已达到 1 亿公斤，是国最大的黑木耳集散地和销售中心。
方家铺子		福建莆田	经营产品包括高端鹿茸、渔家海味、农家山珍、休闲食品等，已建立电商渠道。

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

中国是香菇生产第一大国，香菇全国范围内均有生产。2014 年国内产量增长至 735 万吨，占同期国内食用菌总产量的 21%。2013 年我国香菇消费量为 709.2 万吨，2014 年国内消费量增长至 733.9 万吨。

图 14:中国香菇产量


资料来源：智研数据，东兴证券研究所

图 15:中国香菇消费量


资料来源：智研数据，东兴证券研究所

香菇的产地在中国呈分散状态，龙头公司多集中在江浙地区。双塔公司自有食用菌项目产品主要是香菇产品，使用粉丝、蛋白生产粉渣作为香菇栽培原料，降低生产成本。公司 2011 年投资生物科技产业园，香菇等食用菌类产能规模为 7200 吨。

表 7:中国香菇主要品牌企业

品牌名称	标志	地区	主要情况
大山合		上海	干食用菌年出口量超过 3500 吨，连续七年出口量居全国第一。
天和泉-斋仙圆		浙江龙泉	生产鲜香菇规模最大生产基地、保鲜加工、自营进出口的产、工、贸一条龙企业。
百兴		浙江庆元	拥有国内最先进的杏鲍菇工厂化栽培工厂。百兴也是中国野生菌产品和有机食用菌产品出口最重要企业之一。

资料来源：东兴证券研究所

黑木耳行业是公司原本准备通过并购方式进入的行业，而香菇行业是公司已经进入的行业。黑木耳和香菇两个行业有着相似特点：

- ◆ 黑木耳和香菇行业规模都在 100 亿元以上——行业空间足够大；
- ◆ 行业加工和贸易集中在产区附近——行业整合成本低；
- ◆ 盈利模式以加工销售为主，盈利水平不高，贸易商多为小型企业，现金流压力大、

贷款能力有限——物流、供应链金融整合有计划。

图 16:粮人网主页页面



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 17:粮人网平台已入住品牌



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

公司虽然暂停了对四家公司收购计划，但我们认为外延扩张的战略方向已经明确，方向之一是地区特色农产品。公司 2015 年成立了双磁信息科技有限公司，双塔持有双磁科技 51% 的股权。

- ◆ 双磁科技首创基于 SaaS 模式的食品全产业链 B2B 系统——“粮人网”，通过优化食品采购流程，提升食品流通效率，降低采购成本，提出“交易平台+物流平台+金融平台”整体解决方案为整个食品产业链解决信息流、物流和资金流三大问题，最终构建一个“安全、健康的可溯源的互联网+食品平台”。
- ◆ 2015 年 8 月 B2B 平台“粮人网”上线，目前已在北京建立以城六区为主要服务范围的食物 B2B 电商体系。“粮人网”已经有包括海天、李锦记、亨氏等知名调味品供应商入驻。

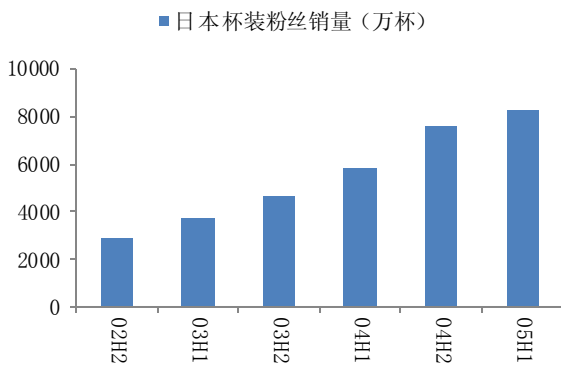
“粮人网”自 2015 年 9 月上线以来，平台月交易流水额已超 5000 万元，公司将平台下沉至中小城市推行“织网计划”，联合有渠道能力的食品经销商共同打造全国性的食品互联网深度分销平台。2016 年“粮人网”将以合伙模式渠道策略为中国中小城市的食物消费升级提供支持。

以木耳、香菇、银耳和粉丝为代表的农产品更适合走 B2B 模式。相比米、面、油等粮油产品，特色农产品客单价格高，重量轻体积小，物流成本的占比也远低于粮油产品。特色农产品的经销商现金流量小，贸易体量小、信贷资质低，也为供应链金融整合提供了空间。我们判断公司未来将借助“粮人网”平台，在特色区域农产品产业上继续并购战略，并通过对供应链金融、物流体系的重新梳理实现盈利。

2.5 粉丝产业链下游亦有扩张空间

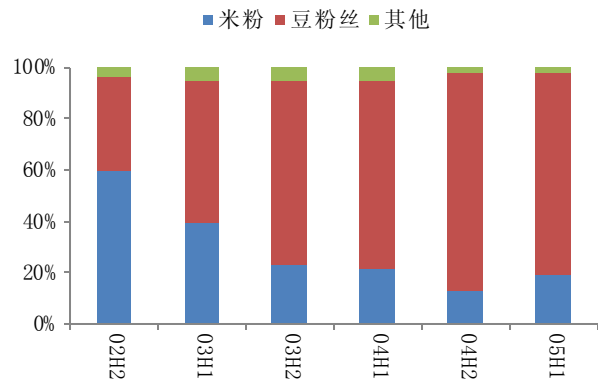
2001 年方便粉丝以“汤干粉”的形式被导入市场，当时日本杯面市场规模为 2770 亿日元，杯粉丝销售额为 3400 万日元。产品导入的第 5 年即 2005 年，杯粉丝的市场份额扩大到 160 亿日元。粉丝低卡路里，对身体健康有益是方便粉丝的主要卖点。

图 18:日本杯装方便粉丝销量



资料来源: intage research, 东兴证券研究所

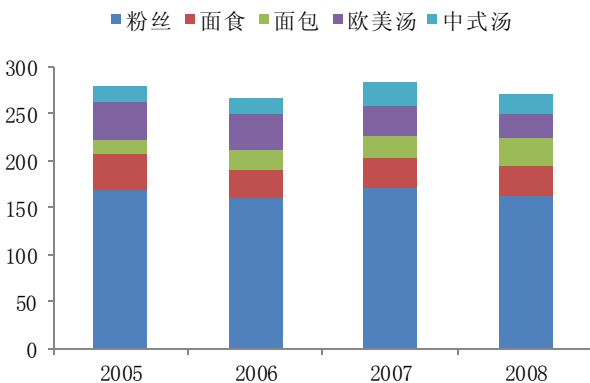
图 19:日本杯装方便粉丝原料结构



资料来源: intage research, 东兴证券研究所

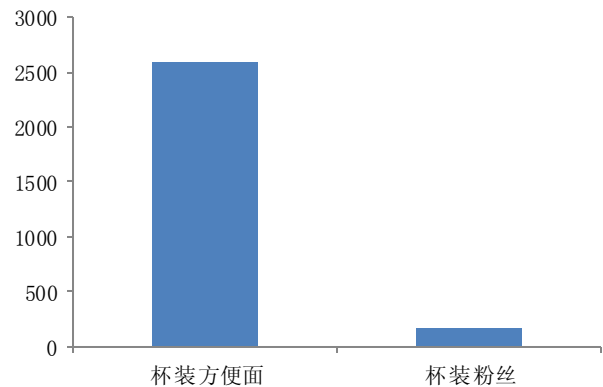
在 2001 年至 2005 年日本方便粉丝产品的增长过程中，从原料结构来看，增长主要来自豆类粉丝。2002 年以前方便粉丝产品主要原料是米粉，2005 年后豆粉丝产品占比已经上升到 60%以上。

图 20:日本杯汤搭配产品结构



资料来源: intage research, 东兴证券研究所

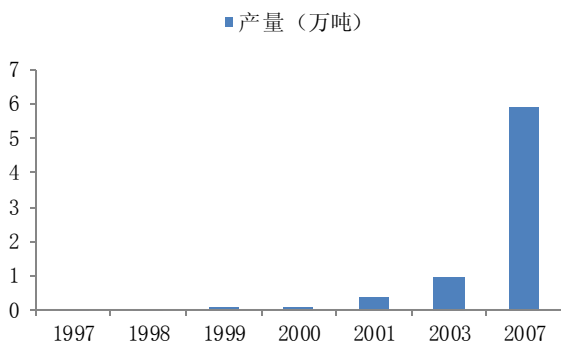
图 21:2005 年日本杯面和杯粉丝市场规模 (亿日元)



资料来源: intage research, 东兴证券研究所

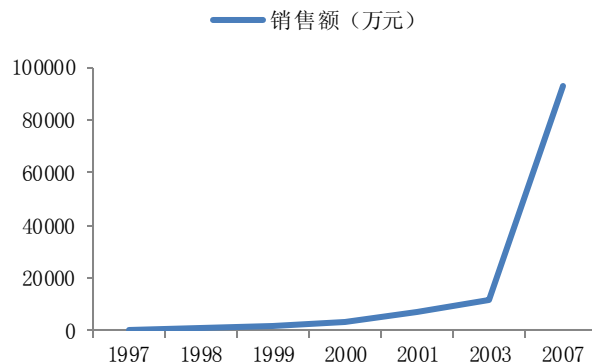
2005 年日本杯装方便面市场为 2600 亿日元，杯装粉丝市场规模为 160 亿日元，杯装粉丝市场规模与杯装方便面的比例为 6.15%。2015 年预计中国方便面市场规模 5000 亿，按照对应方便粉丝 5%的保守预计，方便粉丝市场潜在空间为 25 亿。

图 22:中国方便粉丝产量



资料来源：四川光友，东兴证券研究所

图 23:中国方便粉丝行业销售额



资料来源：四川光友，东兴证券研究所

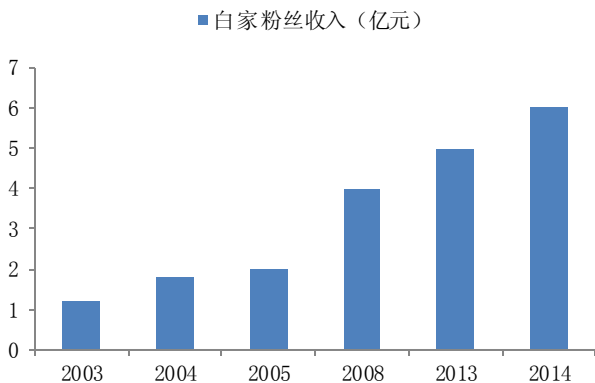
2007 年中国方便粉丝市场规模为 7 亿元，假设行业的增长率 10%，2015 年行业规模在 15 亿元左右，国内方便粉丝行业还未到天花板。国内方便粉丝市场上，白家和光友是两家龙头公司。白家粉丝 2014 年销售额接近 6 亿元，四川光友 2013 年销售额 3.4 亿元。预计目前两家龙头公司销售额合计在 10 亿元。

白家方便粉丝公布了其“大方便粉丝战略”规划，核心内容有：

- ◆ 销售收入达到 30-50 亿元；
- ◆ 推动方便粉丝的整体规模扩大到方便面的规模的 20%以上，达到 100 亿元行业规模。

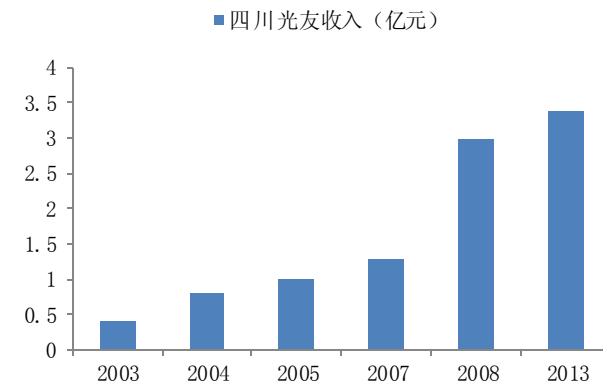
四川光友也在 2015 年对 2 万吨方便粉丝产能改扩建，达产后可生产淀粉型方便粉丝 9000 吨、全薯型方便粉丝 6000 吨、方便面皮 5000 吨。

图 24:白家粉丝销售收入



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 25:四川光友销售收入



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

两家方便粉丝龙头公司目前都在继续加码方便粉丝行业投入，我们认为未来方便粉丝行业规模将持续增长。双塔之前有给日本日清代工粉丝方便杯，从产能和技术工艺上看，进入方便粉丝领域并不存在障碍。

公司之前考虑到方便粉丝行业将直面国内方便面巨头的市场竞争，投入产出比效率较低。公司目前还没有方便粉丝的产品落地，但我们认为随着方便粉丝行业规模扩张，公司进入方便粉丝领域的成本在逐步下降。

3. 员工持股第一期完成、管理层增持计划发布

3.1 员工持股计划第一期完成

双塔食品 2015 年 4 月公布员工持股计划第一期方案，员工持股计划上限为不超过 1500 万股，其中二级市场购买部分不超过 500 万股，公司股东石河子金都投资有限合伙企业向员工计划定向转让不超过 1000 万股，员工持股计划的锁定期为 12 个月。

公司于 2015 年 6 月 9 日，完成员工持股计划购买股票 1499 万股，占公司总股本的比例为 2.97%，当时交易均价为 37.395 元/股。按照公司最新股本摊薄对应的价格为 14.958 元/股。目前公司二级市场股价相对员工持股计划成本价格折价率超过 40%。

我们认为员工持股计划虽然成本较高，但对于公司完善激励机制仍会起到激励作用。公司本次员工持股计划的存续期为 36 个月，对公司未来 3 年业绩增长会起到持续激励作用。

3.2 高管增持计划推出稳定业绩预期

公司与 2016 年 1 月 4 日复牌后受市场系统风险影响，股价出现大幅下跌。公司与 2016 年 1 月公告了董监高增持公司股份计划，增持的资金来自自筹。公司董监高承诺增持期间以及在增持完成后 6 个月内不得转让所持有的公司股份。

表 8:双塔食品董监高增持计划表

姓名	职务	拟增持股份	占总股本比例
杨君敏	董事长	500-2500 万股	0.396%-1.979%
李玉林	总经理	100-1000 万股	0.079%-0.792%
隋君美	副总经理	100-1000 万股	0.079%-0.792%
张代敏	副总经理	100-1000 万股	0.079%-0.792%
王美荣	监事	100-1000 万股	0.079%-0.792%
马殿云	监事	100-1000 万股	0.079%-0.792%

马菊萍	监事	100-1000 万股	0.079%-0.792%
合计		1100-8500 万股	0.87%-6.731%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2月29日公司董事长杨君敏先生，副总经理、财务总监隋君美女士通过深圳证券交易所证券交易系统分别增持公司股份191万股和33万股。高管大力度增持公司股票，也说明对公司未来业绩充满信心。

表 9:双塔食品高管增持情况表

姓名	增持方式	增持时间	增持均价（元/股）	增持股数（股）	增持金额（万元）	增持后占总股本比例
杨君敏	竞价交易	2016/2/29	7.068	1910758	1350.52	0.52%
隋君美	竞价交易	2016/2/29	7.013	332100	232.90	0.03%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4. 公司盈利预测和估值

4.1 公司盈利预测

公司经营业绩预测假设

- 1、假设公司 2016 年食用蛋白销售收入同比增长 57.10%，收入大幅增长主要是蛋白新产能投产，销量大幅增长，假设 2017 年蛋白销售同比增长 37.40%，2018 年蛋白销售同比增长 23.17%；假设粉丝业务收入 2016 年增长 35.97%，2017 年增长 18.36%、2018 年增长 15.62%；
- 2、假设公司食用蛋白 2016 年至 2018 年毛利率分别为：62.78%、65.44%和 66.63%；假设粉丝业务 2016 年至 2018 年毛利率分别为：26.67%、26.72%和 26.79%；
- 3、假设公司 2016 年至 2018 年公司销售费用占比分别为 4.33%、3.81%和 3.39%；假设公司 2016 年至 2018 年管理费用占比分别为：3.58%、3.15%和 2.83%；假设公司 2016 年至 2018 年所得税实际税率为 13%。

表 10:双塔食品经营业务预测表

项目名称	2015	2016	2017	2018
食用蛋白收入（百万元）	148.78	233.74	321.16	395.56
收入增速（%）	0.97%	57.10%	37.40%	23.17%
食用蛋白毛利率（%）	62.09%	62.78%	65.44%	66.63%

粉丝产品收入 (百万元)	538.22	731.80	866.12	1001.41
收入增速 (%)	12.00%	35.97%	18.36%	15.62%
粉丝产品毛利率 (%)	29.20%	26.67%	26.72%	26.79%
食用菌收入(百万元)	63.82	75.30	88.86	106.63
收入增速 (%)	15.90%	18.00%	18.00%	20.00%
食用菌毛利率 (%)	46.11%	45.19%	44.28%	43.40%
其他业务收入 (百万元)	378.54	381.12	535.96	659.64
其他业务毛利率 (%)	2.49%	4.91%	6.16%	6.51%
营业收入 (百万元)	1152.41	1465.94	1868.15	2230.15
收入增速 (%)	8.19%	27.21%	27.44%	19.38%
营业成本 (百万元)	867.01	1059.12	1338.33	1589.87
营业毛利率 (%)	24.77%	27.75%	28.36%	28.71%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

预计公司 2016 年至 2018 年营业收入分别为 14.65 亿、18.68 亿和 22.30 亿, 分别增长 27.21%、27.44% 和 19.38%。公司 2016 年至 2018 年综合毛利率分别为 27.75%、28.36% 和 28.71%。

4.2 公司估值

我们选择相对估值法对公司估值, 选择可比公司来自食品饮料行业。可比公司 2015 年平均 PE 为 57.30X、2016 年平均 PE 为 42.57X、2017 年平均 PE 为 32.96X。考虑双塔食品 2016 年新增产能释放将带来业绩大幅增长, 公司将循环经济模式升级为产业模式后对产业链的掌控将带来盈利的持续增长, 我们认为公司 2016 年合理 PE 估值区间为 48-55 倍, 对应股价合理区间为 10.08 元-11.55 元。

表 11: 公司可比估值法估值表

公司名称	EPS			PE			PS
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	
好想你	0.20	0.33	0.46	123.15	76.85	54.41	2.81
克明面业	0.84	1.08	1.33	49.94	38.97	31.65	2.08
涪陵榨菜	0.48	0.56	0.68	31.57	27.30	22.42	6.26
洽洽食品	0.74	0.89	1.06	22.16	18.43	15.47	2.04
煌上煌	0.62	0.64	0.79	45.03	43.92	35.57	3.67
桃李面包	0.73	0.89	1.07	42.52	35.02	29.08	0.00
三全食品	0.09	0.14	0.18	86.75	57.53	42.13	1.89
平均	0.53	0.64	0.80	57.30	42.57	32.96	2.68

资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 投资评级

双塔食品是粉丝行业绝对龙头公司，近 2 年盈利快速增长主要来自豌豆蛋白业务销量提升。2015 年豌豆蛋白行业遭遇价格下滑，但行业价格下滑的不利局面已经开始改善，预计 2016 年豌豆蛋白价格会稳步回升。公司新增豌豆蛋白产能 1.5 万吨会在 2016 年开始市场，目前海外豌豆蛋白订单情况良好，预计 2016 年豌豆蛋白销量会大幅增长。

公司虽然收购计划没有实施，但未来公司会依托新成立的“粮人网”平台，打造全国领先的特色食品 B2B 系统，对地区特色农产品的并购也会纳入平台发展路径。粉丝业务，公司已经将现有经销商纳入“粮人网”平台管理，驱动销售收入增长。目前粉丝行业还处在分散阶段，但传统“龙口粉丝”产能集中，未来公司将以行业整合者的角色出现，看好传统品类产品市场整合。

◆ 公司粉丝业绩稳定增长、蛋白业绩有望在 2016 年加速增长，公司未来三年净利润复合增长率为 36.98%。我们预计公司 2016 年-2018 年归属于上市公司股东净利润分别为 2.65 亿元、3.61 亿元和 4.52 亿元；每股收益分别为 0.21 元 0.29 元和 0.36 元，对应 PE 分别为 34.99X、25.79X 和 20.89X。给予公司 6 个月目标价 10.50 元，维持公司“强烈推荐”评级。

6. 公司投资风险

- 1、公司新增产能投放低于预期的风险；
- 2、公司蛋白销售增长低于预期的风险；
- 3、进口豌豆原料价格大幅波动的风险；
- 4、产品食品安全的风险。

表 12: 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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	831	2509	3083	3476	3929	营业收入	744	1065	1152	1466	1868
货币资金	137	1783	2312	2442	3059	营业成本	554	800	867	1059	1338
应收账款	71	95	104	133	169	营业税金及附加	2	7	8	10	13
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	37	37	39	63	71
预付款项	53	73	81	92	105	管理费用	22	34	35	52	59
存货	306	327	356	580	367	财务费用	20	28	17	-22	-25
其他流动资产	263	227	227	227	227	资产减值损失	-0.05	2.32	1.70	1.50	1.50
非流动资产合计	924	1271	1386	1289	1145	公允价值变动收益	-0.43	0.43	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	88	84	84	84	84	投资净收益	12.80	8.61	9.00	5.00	5.00
固定资产	745.34	762.14	732.32	706.53	653.67	营业利润	122	166	194	306	416
无形资产	49	48	43	38	34	营业外收入	6.81	5.02	9.26	4.00	4.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.56	0.09	0.06	2.00	2.00
资产总计	1756	3779	4468	4765	5073	利润总额	128	171	203	308	418
流动负债合计	743	1265	81	90	104	所得税	15	22	27	40	54
短期借款	579	1181	0	0	0	净利润	113	149	176	268	364
应付账款	48	43	43	52	66	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	15	12	12	12	12	归属母公司净利润	113	149	176	268	364
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	241	285	316	400	511
非流动负债合计	15	122	96	96	96	EPS (元)	0.26	0.34	0.14	0.21	0.29
长期借款	0	96	96	96	96	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	757	1386	177	187	200	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	27.38%	43.11%	8.19%	27.21%	27.44%
实收资本 (或股	432	505	1263	1263	1263	营业利润增长	40.50%	36.04%	16.91%	57.89%	35.90%
资本公积	183	1375	2253	2253	2253	归属于母公司净利润	18.22%	52.33%	18.22%	52.33%	35.67%
未分配利润	341	456	535	656	820	获利能力					
归属母公司股东	998	2393	4152	4340	4594	毛利率 (%)	25.54%	24.88%	24.77%	27.75%	28.36%
负债和所有者权	1756	3779	4468	4765	5073	净利率 (%)	15.19%	13.97%	15.26%	18.28%	19.46%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	6.44%	3.94%	3.94%	5.62%	7.16%	
经营活动现金流	131	-75	243	105	632	偿债能力					
净利润	113	149	176	268	364	资产负债率 (%)	43%	37%	4%	4%	
折旧摊销	99.66	91.60	0.00	115.75	120.25	流动比率	1.12	1.98	38.21	38.56	37.81
财务费用	20	28	17	-22	-25	速动比率	0.71	1.72	33.80	32.12	34.28
应收账款减少	0	0	-9	-28	-36	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.38	0.28	0.33	0.40
投资活动现金流	-458	-371	-91	84	68	应收账款周转率	11	13	12	12	12
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.27	23.31	26.80	30.87	31.60
长期股权投资减	0	0	-100	80	64	每股指标 (元)					
投资收益	13	9	9	5	5	每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.34	0.14	0.21	0.29
筹资活动现金流	200	1676	377	-59	-84	每股净现金流 (最新	-0.29	2.43	0.42	0.10	0.49
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.31	4.74	3.29	3.43	3.64
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	216	73	758	0	0	P/E	28.35	21.82	53.30	34.99	25.79
资本公积增加	-216	1192	878	0	0	P/B	3.21	1.57	2.26	2.16	2.04
现金净增加额	-127	1230	529	130	616	EV/EBITDA	15.11	11.37	22.68	17.57	12.56

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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，7年食品饮料行业研究经验。

焦凯

联系人简介

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。