



## 双塔食品（002481）：增收不增利，下半年业绩有望改善 审慎推荐（维持）

食品饮料—食品综合

当前股价：7.42 元

报告日期：2016 年 08 月 25 日

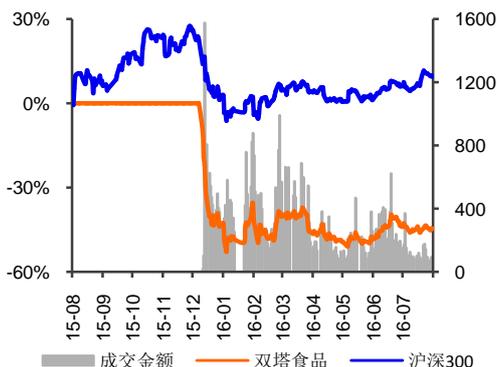
### 主要财务指标（单位：亿元）

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	10.7	12.4	17.1	20.9
(+/-)	43.1%	16.7%	37.8%	22.1%
营业利润	1.7	2.1	1.4	2.2
(+/-)	36.0%	24.7%	-31.6%	54.4%
归属母公司 净利润	1.5	2.0	1.2	1.9
(+/-)	31.6%	28.1%	-35.2%	54.4%
EPS（元）	0.34	0.15	0.10	0.15
PE	22.7	51.4	78.8	51.0

### 公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	12.63/12.23
流通市值（亿元）	90.75
每股净资产（元）	2.08
资产负债率（%）	42.12

### 股价表现（最近一年）



食品饮料行业研究员：万蓉  
执业证书编号：S1050511020001  
电话：021-54967577  
邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

- **双塔食品发布 2016 半年报：**报告期内，公司实现营业收入 8.46 亿元，同比增长 56.53%，利润总额 7,176.14 万元，同比下降 42.34%，归属于上市公司股东的净利润 6,566.8 万元，同比下降 39.21%；扣非后净利润 4227.22 万元，同比下降 50.17%。每股收益 0.05 元。就二季度单季来看，实现营业收入 4.87 亿元，同比大幅增长 65.12%，环比增长 35.53%；归母净利润 1,446.28 万元，同比大幅下降 76.68%，环比下降 71.76%。
- **收入快速增长，毛利率下降：**上半年收入大幅增长 56.53%，分产品来看，（1）新设子公司从事豌豆等大宗原料进出口贸易，销售收入快速增长 222%至 3.91 亿元，收入占比由 19.94%增至 46.18%，为公司最主要收入来源，但毛利率仅 3.85%，拉低了综合毛利率；（2）粉丝收入同比减少 23.49%至 2.22 亿元，收入占比由 53.58%降至 26.19%，主要是由于胶东半岛缺水制约了企业的正常生产，产能未充分利用，毛利率同比下降 4.94pct 至 20.65%；（3）食用蛋白同比增长 82.51%至 1.04 亿元，低端蛋白放量明显，且上半年进口豌豆价格大幅上涨，使得毛利率同比下降 15.91pct 至 54.22%，收入占比由 10.55%增至 12.3%；（4）食用菌蔬菜保持了较好的增长态势，收入增长 77.01%至 0.85 亿元，收入占比由 8.93%增至 10.09%，但毛利率也大幅下滑 28.24pct 至 21.87%，为历史最低水平；（5）膳食纤维和大粉也都大幅增长，但毛利率水平表现不佳。以上众因素共同作用，导致公司增收不增利。
- **期间费用上升明显，下半年难有改善：**期间费用率同比上升 2pct 至 12.68%，主要是因为：（1）销售运费增长，销售人员薪酬增长，同时公司为扩大销售促销活动增多致销售费用同比大幅增长 89.33%，销售费用率上升 0.79pct 至 4.54%；（2）管理人员薪酬增加，资产折旧费增加以及加大研发项目投入致管理费用同比增长 36.21%，管理费用率下降 0.42pct 至 2.78%；（3）本期外币汇率变动较大，导致汇



兑损失增加，财务费用同比大幅增长 124.97%，财务费用率上升 1.63pct 至 5.36%，为近年来最高，预计下半年仍将维持这个水平。

- **未来发展趋势：**（1）公司拓宽销售渠道，与欧洲大型高性能三文鱼饲料企业达成了供货协议，低端蛋白后续有望持续放量；（2）公司利用提取淀粉后排放的蛋白浆液为原料生产食用蛋白，目前豌豆蛋白质的回收率达到了 95.5%，纯度达到了 90%以上，以前只能作为饲料出售的豌豆蛋白，现在已经成为公司新的利润增长点；（3）“粮人网”和大健康事业部仍处在投入阶段，一旦进入正常运营阶段，毛利率有望大幅改善，并可延伸产业链条，加快大众健康产品的开发进度，切入大健康领域。
- **盈利预测：**我们下调盈利预测，预计 2016-2018 年公司 EPS 将分别达到 0.10、0.15 和 0.21 元，按照 2016 年 8 月 25 日收盘价 7.42 元进行计算，对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 74.2 倍、49.5 倍和 35.3 倍，维持“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**（1）蛋白市场竞争加剧；（2）食品安全问题。



## 公司盈利预测表

单位：亿元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5.84	7.44	10.65	12.43	17.13	20.91	24.79
减：营业成本	4.39	5.54	8.00	9.07	13.68	16.34	19.13
营业税金及附加	0.03	0.02	0.07	0.09	0.09	0.14	0.16
销售费用	0.21	0.37	0.37	0.61	0.77	0.90	0.99
管理费用	0.21	0.22	0.34	0.48	0.48	0.63	0.74
财务费用	0.14	0.20	0.28	0.50	0.69	0.73	0.79
资产减值损失	0.01	-0.00	0.02	0.08	-	-	-
投资净收益	-	0.13	0.09	0.47	-	-	-
营业利润	0.88	1.22	1.68	2.14	1.41	2.18	2.97
加：营业外收入	0.21	0.07	0.05	0.11	-	-	-
减：营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.02	-	-	-
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	-	0.02	-	-	-
利润总额	1.09	1.28	1.73	2.23	1.41	2.18	2.97
减：所得税	0.14	0.15	0.22	0.30	0.21	0.33	0.45
净利润	0.94	1.13	1.51	1.93	1.20	1.85	2.52
少数股东损益	-	-	-	-0.05	-0.03	-0.05	-0.07
归属于母公司所有者的净利润	0.94	1.13	1.51	1.98	1.24	1.91	2.59
基本每股收益(元)	0.43	0.26	0.34	0.15	0.10	0.15	0.21
总股本	2.16	4.32	4.32	12.63	12.63	12.63	12.63

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



## 研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

本报告由华鑫证券有限责任公司（以下统称“华鑫证券”）制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅向特定客户传送，版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放

本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>