

双塔食品 (002481)

证券研究报告

2020年02月23日

十万吨豌豆加工项目试车成功，质量规模实现再跃迁

事件：2020年2月18日，由公司自主研发、自主设计、自主调试完成的十万吨豌豆精深加工项目已调试完成，试车成功。公司克服疫情影响，充分调动公司自身的机电工程、自动一体化、技术工艺等方面的专业工程师力量，春节期间连续调试，经过一个月的试车调试，已顺利打通全部流程，生产出合格产品。

点评：

国际首创新干法工艺，蛋白提取率不断提高

2019年5月12日，双塔食品10万吨豌豆精深加工项目正式开工。10万吨豌豆精深加工项目是双塔“1+10”循环经济中的重要一环，将持续提升公司智能化、标准化进度。项目采用公司自主研发的干法豌豆精深加工生产工艺，物理分离粉碎，萃取豌豆精华，进行工艺的创新和提升，深度提取出豌豆蛋白、纤维等高附加值产品，提高产品回收率，将有效促进豌豆精深加工的产业化发展，增强企业的市场竞争力。

产品品类不断拓展，引领高端蛋白发展

公司以豌豆蛋白核心技术为支撑，项目投产后，豌豆蛋白纯度将达到88%以上，并细分功能性蛋白种类，分别为不同领域，提供不同性能、特点的蛋白产品。公司已成功研发出“豌豆组织蛋白”、“豌豆拉丝蛋白”，成功填补了国内的空白，丰富了公司产品结构。蛋白品类的不断拓展与革新是公司迈向高端蛋白领航者的新起点。

进一步扩充豌豆蛋白产能，市场份额有望进一步提升

项目投产后，公司豌豆蛋白年产能达7万吨左右，其中4万吨高端蛋白，3万吨低端蛋白。高端蛋白毛利率较高，平均售价约3000美元/吨。伴随着高端蛋白产能扩张，公司盈利能力有望进一步提升。目前，公司豌豆蛋白产能全球占比约30-40%，未来公司将不断扩大产能以应对市场需求，进一步提升市场份额，实现产品质量、规模同步提升。

盈利预测：预计公司2019-2021年实现营收24.02/28.46/38.25亿元，同比增长0.95%/18.48%/34.4%，实现净利润2.16/3.92/6.84亿元，同比增长135.55%/81.19%/74.45%，EPS分别为0.17/0.32/0.55元。考虑到人造肉行业市场广阔且发展速度快，公司作为原材料豌豆蛋白龙头，伴随10万吨豌豆精深加工项目投产及后续产能不断扩张，成长性强，利润高增速有望持续，而可比公司利润增速处于相对低且稳定的状态，我们调整估值参数，采用PEG估值法，得到2020年99X市盈率。同时，考虑到可比公司2020年平均估值水平31X市盈率，以及公司过去几年业绩存在不稳定性，给予公司2020年50X市盈率，上调目标价至16元，维持公司买入评级。

风险提示：食品安全风险；原材料价格波动风险；蛋白销售不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,067.93	2,379.32	2,402.01	2,846.02	3,825.17
增长率(%)	12.08	15.06	0.95	18.48	34.40
EBITDA(百万元)	114.04	232.35	365.25	582.97	966.75
净利润(百万元)	36.90	91.89	216.43	392.15	684.11
增长率(%)	(35.18)	149.02	135.55	81.19	74.45
EPS(元/股)	0.03	0.07	0.17	0.32	0.55
市盈率(P/E)	353.48	141.95	60.26	33.26	19.07
市净率(P/B)	5.02	5.04	4.38	3.95	3.34
市销率(P/S)	6.31	5.48	5.43	4.58	3.41
EV/EBITDA	53.91	182.71	34.39	20.21	12.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.68元
目标价格	16元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,243.39
流通A股股本(百万股)	1,107.13
A股总市值(百万元)	15,766.19
流通A股市值(百万元)	14,038.38
每股净资产(元)	2.20
资产负债率(%)	40.47
一年内最高/最低(元)	12.68/3.18

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《双塔食品-首次覆盖报告:豌豆蛋白衍生强附加值，人造肉蓝海中的革命和引领》2020-02-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	511.18	369.14	372.66	1,029.54	1,090.46
应收票据及应收账款	198.20	183.07	295.45	240.01	458.22
预付账款	76.86	40.49	270.24	5.24	291.01
存货	666.10	289.99	566.49	422.79	744.16
其他	638.46	49.15	357.40	205.46	303.20
流动资产合计	2,090.80	931.84	1,862.24	1,903.04	2,887.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	999.80	1,455.31	1,435.12	1,431.85	1,425.72
在建工程	162.12	18.43	47.06	76.24	75.74
无形资产	46.65	61.00	58.84	56.67	54.50
其他	1,031.24	976.11	889.82	964.82	942.86
非流动资产合计	2,239.82	2,510.86	2,430.84	2,529.57	2,498.82
资产总计	4,330.61	3,796.30	4,410.95	4,589.77	5,595.42
短期借款	1,234.77	817.27	889.11	900.00	910.00
应付票据及应付账款	188.91	176.92	237.92	216.78	298.96
其他	299.29	199.59	301.43	167.51	482.25
流动负债合计	1,722.97	1,193.78	1,428.46	1,284.29	1,691.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.18	27.96	22.66	23.94	24.85
非流动负债合计	21.18	27.96	22.66	23.94	24.85
负债合计	1,744.15	1,221.74	1,451.12	1,308.22	1,716.06
少数股东权益	(12.80)	(12.90)	(16.28)	(19.57)	(27.79)
股本	1,263.39	1,243.39	1,243.39	1,243.39	1,243.39
资本公积	617.18	546.12	755.38	755.38	755.38
留存收益	1,335.88	1,344.07	1,732.71	2,057.73	2,663.76
其他	(617.18)	(546.12)	(755.38)	(755.38)	(755.38)
股东权益合计	2,586.46	2,574.56	2,959.82	3,281.54	3,879.36
负债和股东权益总	4,330.61	3,796.30	4,410.95	4,589.77	5,595.42

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35.80	91.78	216.43	392.15	684.11
折旧摊销	68.31	80.28	53.73	56.27	58.79
财务费用	32.66	43.99	59.24	65.00	85.00
投资损失	(30.40)	(9.19)	(9.19)	(9.19)	(9.19)
营运资金变动	55.74	844.15	(707.49)	404.08	(506.34)
其它	(117.91)	(636.95)	(3.37)	(3.29)	(8.22)
经营活动现金流	44.21	414.06	(390.67)	905.00	304.15
资本支出	132.06	398.33	65.30	78.73	49.08
长期投资	(76.31)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(71.70)	(557.29)	119.63	(188.82)	(142.28)
投资活动现金流	(15.95)	(158.95)	184.93	(110.10)	(93.19)
债权融资	1,234.77	818.76	915.04	909.14	922.18
股权融资	(23.58)	(185.64)	150.02	(65.00)	(85.00)
其他	(1,434.72)	(937.08)	(855.81)	(982.18)	(987.22)
筹资活动现金流	(223.53)	(303.97)	209.26	(138.04)	(150.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(195.27)	(48.86)	3.52	656.87	60.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,067.93	2,379.32	2,402.01	2,846.02	3,825.17
营业成本	1,847.89	2,028.34	1,866.80	2,056.23	2,480.64
营业税金及附加	14.32	19.02	19.21	22.76	34.43
营业费用	113.32	136.59	132.11	156.53	248.64
管理费用	36.22	43.91	36.03	42.69	80.33
研发费用	0.00	0.00	26.42	31.31	57.38
财务费用	23.89	94.58	59.24	65.00	85.00
资产减值损失	40.54	7.24	19.12	19.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.40	9.19	9.19	9.19	9.19
其他	(80.83)	(67.54)	(18.39)	(18.39)	(18.39)
营业利润	42.17	107.98	252.29	461.70	822.96
营业外收入	1.34	3.06	2.20	2.20	2.48
营业外支出	0.38	1.72	0.85	0.98	1.18
利润总额	43.13	109.32	253.64	462.92	824.26
所得税	7.33	17.54	40.58	74.07	148.37
净利润	35.80	91.78	213.06	388.85	675.89
少数股东损益	(1.09)	(0.10)	(3.37)	(3.29)	(8.22)
归属于母公司净利润	36.90	91.89	216.43	392.15	684.11
每股收益(元)	0.03	0.07	0.17	0.32	0.55

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.08%	15.06%	0.95%	18.48%	34.40%
营业利润	-9.53%	156.04%	133.64%	83.00%	78.24%
归属于母公司净利润	-35.18%	149.02%	135.55%	81.19%	74.45%
获利能力					
毛利率	10.64%	14.75%	22.28%	27.75%	35.15%
净利率	1.78%	3.86%	9.01%	13.78%	17.88%
ROE	1.42%	3.55%	7.27%	11.88%	17.51%
ROIC	2.15%	7.46%	15.44%	17.74%	36.51%
偿债能力					
资产负债率	40.27%	32.18%	32.90%	28.50%	30.67%
净负债率	27.98%	17.46%	18.32%	-3.67%	-4.34%
流动比率	1.21	1.08	1.39	1.60	1.83
速动比率	0.83	0.83	0.99	1.27	1.39
营运能力					
应收账款周转率	9.76	12.48	10.04	10.63	10.96
存货周转率	4.36	4.98	5.61	5.75	6.56
总资产周转率	0.47	0.59	0.59	0.63	0.75
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.07	0.17	0.32	0.55
每股经营现金流	0.04	0.33	-0.31	0.73	0.24
每股净资产	2.09	2.08	2.39	2.65	3.14
估值比率					
市盈率	353.48	141.95	60.26	33.26	19.07
市净率	5.02	5.04	4.38	3.95	3.34
EV/EBITDA	53.91	182.71	34.39	20.21	12.10
EV/EBIT	133.56	276.72	40.32	22.37	12.88

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com