

双塔食品 (002481)

证券研究报告

2020年03月01日

豌豆蛋白量价齐升，产能扩建确保利润高增持续

业绩快报：2019年，公司实现营业总收入21.22亿元，较去年同期相比下降10.82%，营业利润2.10亿元，较去年同期相比增长94.37%，利润总额2.28亿元，较去年同期相比增长108.22%，归属于上市公司股东的净利润2.00亿元，较上年同期相比增长117.38%，利润增速符合预期。

点评：高附加值产品占比持续提升，公司盈利能力增强

2019年，公司营收21.22亿元，yoy-10.82%，根据2019年公司定期公告，我们推测收入下降是营收占比最高但由于毛利为负而非公司主营业务的销售材料业务收入减少所致。同时，伴随高毛利率产品豌豆蛋白、膳食纤维（2019H1分别为60%/59%）销售良好，收入占比提升，且粉丝业务毛利率开始回升（2019H1同比上涨2.5pct），公司2019年实现归母净利润2亿元，yoy+117.38%。

2月24日，公司子公司与Beyond Meat签署了85%豌豆蛋白销售合同，首批豌豆蛋白采购量约285吨。之前公司通过经销商向下游间接供货，实际价差较大。现公司直接与下游签订销售合同，我们预计吨价将直接上涨，提高公司盈利能力。2019年前三季度，Beyond Meat营收/利润高速增长，yoy+250%/253%，预计未来豌豆蛋白采购需求将不断增加，公司利润高增有望持续。

质量技术受人造肉龙头认可，国际品牌力提升

Beyond Meat为美国人造肉龙头，2019年5月成功在纳斯达克上市，是人造肉第一股，上市当天暴涨163%，市场关注度极高。Beyond Meat与公司的合作肯定了公司在国际豌豆蛋白行业的地位，认可了公司豌豆蛋白的质量及全球领先的技术，提升了公司的国际影响力和品牌力。公司将进一步打开国际市场，引领国际高端蛋白的发展，国际订单有望增加。

十万吨豌豆加工项目试车成功，质量规模实现再跃迁

2月18日，公司十万吨豌豆精深加工项目已试车成功，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。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%，在人造肉行业高速发展态势下，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：基于19年业绩预报，略微下调公司收入及利润增速，将公司2019-2021年营收由24.02/28.46/38.25亿元调整至21.22/24.96/33.20亿元，同比增长-10.82%/17.65%/32.99%，净利润由2.16/3.92/6.84亿元调整至2.00/3.61/5.99亿元，同比增长117.38%/80.62%/66.07%，EPS分别为0.16/0.29/0.48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	2,121.77	2,496.29	3,319.89
增长率(%)	12.08	15.06	(10.82)	17.65	32.99
EBITDA(百万元)	114.04	232.35	342.84	583.18	923.99
净利润(百万元)	36.90	91.89	199.74	360.76	599.12
增长率(%)	(35.18)	149.02	117.38	80.62	66.07
EPS(元/股)	0.03	0.07	0.16	0.29	0.48
市盈率(P/E)	429.64	172.53	79.37	43.94	26.46
市净率(P/B)	6.10	6.13	5.69	4.75	4.10
市销率(P/S)	7.67	6.66	7.47	6.35	4.78
EV/EBITDA	53.91	182.71	44.63	25.81	16.34

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	12.75元
目标价格	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)	15,853.22
流通A股市值(百万元)	14,115.88
每股净资产(元)	2.20
资产负债率(%)	40.47
一年内最高/最低(元)	14.76/3.32

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

- 《双塔食品-公司研究简报:十万吨豌豆加工项目试车成功，质量规模实现再跃迁》2020-02-23
- 《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	329.19	473.25	515.07
应收票据及应收账款	198.20	183.07	111.62	235.09	226.01
预付账款	76.86	40.49	54.52	46.07	74.73
存货	666.10	289.99	494.63	310.13	632.15
其他	638.46	49.15	73.57	65.70	84.96
流动资产合计	2,090.80	931.84	1,063.54	1,130.24	1,532.92
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	1,815.12	2,171.85	2,505.72
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	1,168.05	1,057.56	1,066.52
非流动资产合计	2,239.82	2,510.86	3,089.07	3,362.32	3,702.48
资产总计	4,330.61	3,796.30	4,302.60	4,660.42	5,459.22
短期借款	1,234.77	817.27	1,081.25	900.00	1,049.84
应付票据及应付账款	188.91	176.92	108.11	193.68	178.66
其他	299.29	199.59	263.39	222.35	356.19
流动负债合计	1,722.97	1,193.78	1,452.75	1,316.04	1,584.69
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	1,475.41	1,339.97	1,609.54
少数股东权益	(12.80)	(12.90)	(13.50)	(14.24)	(15.75)
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	633.81	828.81	828.81
留存收益	1,335.88	1,344.07	1,541.30	2,091.30	2,622.04
其他	(617.18)	(546.12)	(633.81)	(828.81)	(828.81)
股东权益合计	2,586.46	2,574.56	2,771.19	3,320.45	3,849.68
负债和股东权益总	4,330.61	3,796.30	4,246.60	4,660.42	5,459.22

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35.80	91.78	199.74	360.76	599.12
折旧摊销	68.31	80.28	73.73	96.27	118.79
财务费用	32.66	43.99	59.24	65.00	85.00
投资损失	(30.40)	(9.19)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	55.74	844.15	(398.35)	250.45	(253.13)
其它	(117.91)	(636.95)	(0.60)	(0.74)	(1.51)
经营活动现金流	44.21	414.06	(116.25)	721.74	498.27
资本支出	132.06	398.33	465.30	478.73	449.08
长期投资	(76.31)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(71.70)	(557.29)	(671.69)	(926.60)	(905.04)
投资活动现金流	(15.95)	(158.95)	(206.39)	(447.87)	(455.96)
债权融资	1,234.77	818.76	1,107.18	909.14	1,062.02
股权融资	(23.58)	(185.64)	28.45	130.00	(85.00)
其他	(1,434.72)	(937.08)	(852.95)	(1,168.94)	(977.52)
筹资活动现金流	(223.53)	(303.97)	282.69	(129.81)	(0.49)
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)	(39.96)	144.06	41.82

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	2,121.77	2,496.29	3,319.89
营业成本	1,847.89	2,028.34	1,710.18	1,810.72	2,174.50
营业税金及附加	14.32	19.02	16.97	19.97	29.88
营业费用	113.32	136.59	106.09	137.30	215.79
管理费用	36.22	43.91	31.83	39.94	69.72
研发费用	66.31	0.00	27.58	32.45	49.80
财务费用	23.89	94.58	59.24	65.00	85.00
资产减值损失	40.54	7.24	10.00	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	50.00	50.00	50.00
其他	(147.14)	(67.54)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	42.17	107.98	209.88	421.91	720.19
营业外收入	1.34	3.06	21.26	8.55	10.95
营业外支出	0.38	1.72	3.50	1.87	2.36
利润总额	43.13	109.32	227.63	428.59	728.79
所得税	7.33	17.54	28.49	68.57	131.18
净利润	35.80	91.78	199.14	360.02	597.61
少数股东损益	(1.09)	(0.10)	(0.60)	(0.74)	(1.51)
归属于母公司净利润	36.90	91.89	199.74	360.76	599.12
每股收益(元)	0.03	0.07	0.16	0.29	0.48

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.08%	15.06%	-10.82%	17.65%	32.99%
营业利润	-9.53%	156.04%	94.37%	101.03%	70.70%
归属于母公司净利润	-35.18%	149.02%	117.38%	80.62%	66.07%
获利能力					
毛利率	10.64%	14.75%	19.40%	27.46%	34.50%
净利率	1.78%	3.86%	9.41%	14.45%	18.05%
ROE	1.42%	3.55%	7.17%	10.82%	15.50%
ROIC	2.15%	7.46%	13.89%	18.33%	26.09%
偿债能力					
资产负债率	40.27%	32.18%	34.74%	28.75%	29.48%
净负债率	27.98%	17.46%	28.07%	13.13%	14.21%
流动比率	1.21	1.08	0.84	0.99	1.11
速动比率	0.83	0.83	0.49	0.75	0.71
营运能力					
应收账款周转率	9.76	12.48	14.40	14.40	14.40
存货周转率	4.36	4.98	5.41	6.20	7.05
总资产周转率	0.47	0.59	0.52	0.56	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.07	0.16	0.29	0.48
每股经营现金流	0.04	0.33	-0.09	0.58	0.40
每股净资产	2.09	2.08	2.24	2.68	3.11
估值比率					
市盈率	429.64	172.53	79.37	43.94	26.46
市净率	6.10	6.13	5.69	4.75	4.10
EV/EBITDA	53.91	182.71	44.63	25.81	16.34
EV/EBIT	133.56	276.72	56.85	30.91	18.75

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