

分析师: 刘冉

登记编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

出口市场增势不改, 疫情影响微小

——双塔食品(002481)2020年半年业绩点评

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

市场数据(2020-09-08)

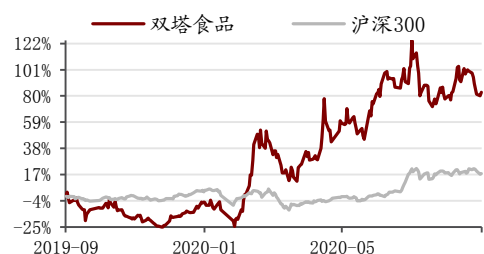
发布日期: 2020年09月09日

收盘价(元)	16.42
一年内最高/最低(元)	20.12/6.48
沪深300指数	4694.39
市净率(倍)	7.36
流通市值(亿元)	181.75

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	2.34
每股经营现金流(元)	0.01
毛利率(%)	30.78
净资产收益率-摊薄(%)	5.78
资产负债率(%)	36.28
总股本/流通股(万股)	124339/110687.86
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《双塔食品(002481)公司深度分析: 植物肉市场为公司打开发展空间》 2020-07-04

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- **事件: 公司发布2020年半年报。**2020H, 公司实现营收9.72亿元, 同比降15.48%; 综合毛利率达到30.78%, 同比升11.26个百分点; 期间费用率11.18%, 同比升1.16个百分点; 当期ROE5.91%, 同比升2.53个百分点; 实现EPS 0.14元, 同比接近翻番。
- **公司主动收缩非核心业务, 导致上半年收入同比减少。**2020H, 公司实现营收9.72亿元, 同比降15.48%, 收入下降是公司主动收缩豌豆贸易业务所致, 而豌豆蛋白、膳食纤维和粉丝等核心业务同期增长良好。
- **豌豆蛋白收入增长提速, 海外市场需求平稳。**2020年上半年, 公司的豌豆蛋白收入为3.68亿元, 同比增14.29%, 增速较2019年提升4.39个百分点。同期, 海外市场的收入规模为4.09亿元, 同比增11.14%, 增速较2019年提升3.54个百分点。公司的豌豆蛋白基本上用于出口, 故豌豆蛋白的业务规模和增长情况基本上与海外市场保持一致。2020年上半年, 公司的应收账款周转率同比提高2.16个百分点, 达到2016年来同期的最高水平, 说明客户(尤其是海外客户)的回款速度正在提升, 公司整体动销效率也在提升。
- **植物肉市场的兴起将豌豆蛋白带入了广阔的下游应用空间, 公司也因此实现了技术升华和业务转型。**美肉是目前全球最大的植物肉供应商, 掌握着最成熟的产品技术, 也是公司的核心大客户, 因此我们也关注了美肉今年以来的增长情况。

上半年, 美肉在全球市场的销售增长迅猛, 仅二季度的餐饮渠道略受影响, 完全没有波及美肉产品的增长全局。美肉上半年的净销售额同比增长96%, 其中二季度增长69%; 上半年的毛利润同比增113%, 其

中二季度增 48%。

二季度由于疫情的缘故，美肉在餐饮渠道的销售额同比负增长，但是零售渠道仍然保持了高增势头：美肉上半年在零售渠道的销售额同比增长 180%，其中二季度增长 195%；在餐饮渠道的同比增长 15%，其中二季度为-61 %。美肉在海外市场的增长情形与在美国市场基本一致。

上半年，美肉产品的毛利率同比增 2.7 个百分点，达到 33.9%，产品的盈利水平正在提升。

今年以来，美肉的研发支出的增幅边际收窄，费用增长更多地来自销售和市场费用，说明公司的核心目标部分向规模量产和渠道拓展切换。

截至 6 月 27 日，美肉的原料和商品存货都保持在较高的水平，相比上年年末分别增加 54.38%和 45.24%，说明公司对于下半年的销售预期偏乐观。

我们认为，疫情对于美肉产品的销售影响极为有限，而且仅局限于餐饮渠道，随着疫情消退有限的负面影响也会减小，植物肉市场的发展趋势不因短期原因而改变。

- **膳食纤维的收入保持了较高和稳定的增长水平。**2020 年上半年，公司的膳食纤维收入 0.53 亿元，同比增 17.78%，保持了较高的增长水平。膳食纤维是豌豆加工的衍生制品，用于保健品及食品，目前公司的膳食纤维主要面向出口市场。
- **粉丝收入的增长降至个位数。**公司的粉丝业务面向内销市场。2020 年上半年，公司的粉丝收入 2.23 亿元，同比增 7.73%，增速降至个位数，但是业务仍在正增长。粉丝是公司的传统业务，但是附加值较低、市场饱和、产品增长性较弱，故粉丝业务的利润权重不断下降。目前仅存的龙口粉丝企业约 40 至 50 家，集中在山东省，粉丝市场环境较以往有所改善。
- **豌豆蛋白是公司当前最主要的利润贡献板块。**2020 年上半年，在公司的业务结构中，豌豆蛋白贡献了 76%的毛利润，膳食纤维和粉丝的毛利润权重分别为 11%和 10%。
- **豌豆蛋白和膳食纤维成本大幅下降。**上半年，在营收增长的前提下，

公司豌豆蛋白和膳食纤维的成本大幅下降：豌豆蛋白收入增 14.29%，而成本降 5.34%；膳食纤维的收入增 17.78%，成本降 11.11%。上半年核心业务的成本下降，原因包括两点：一是产量和收入规模增长，产能利用率提升，摊薄了生产成本。据调研，上半年公司的豌豆蛋白产量达到 6 万吨，产能利用率达到 85.71%，较上年进一步提升。二是主要原料及能源价格下降，推动了成本同比下降。2019 年下半年，豌豆进口价格位于相对较低的位置，因而公司有 6 个月的豌豆储备价格是比较低的。

在成本下降的推动下，上半年公司豌豆蛋白的毛利率上升 7.05 个百分点，达到 66.38%；膳食纤维的毛利率上升 10.44 个百分点，达到 69.19%。二者都达到了 2016 年以来的最高水平。我们认为，公司的产能利用率仍有提升空间，因而成本仍有下降的动力。

- **上半年，因为疫情的原因公司的各项费用同比都有一定幅度的减少。**
上半年，公司的物流费用同比减少 2.87%；广宣费用同比减少 42.49%。上述销售费用减少与国内疫情有关，市场活动短暂“休克”导致了各项费用的阶段性减少，并不具有持续性。据调研，上半年公司面向海外市场的物流基本正常，没有受到疫情较大的影响。
- **上半年，公司的研发费用率达到 3.89%，同比提升 2.16 个百分点。**在费用率普降的上半年，公司仍然保证了研发投入。
- **投资评级** 我们预计公司 2020、2021、2022 年的 EPS 分别为 0.26、0.4 和 0.56 元，同比分别增长 60%、53.85%、40%，参考 9 月 8 日收盘价 16.42 元，对应的 PEG 值为 1.1 倍、0.8 倍和 0.76 倍，我们维持对公司的“买入”评级，公司股价 6 个月内的目标价为 18.88 元。

风险提示： 汇率波动加大公司业绩波动；生产安全等潜在风险；海外豌豆种植存在一定的天然风险。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,379.3	2,121.8	2,772.8	3,576.5	4,544.8
增长比率	15.1%	-10.8%	30.7%	29.0%	27.1%
净利润(百万元)	91.9	187.0	322.1	495.0	699.0
增长比率	149.0%	103.6%	72.2%	53.7%	41.2%
每股收益(元)	0.07	0.15	0.26	0.40	0.56
市盈率(倍)	232.2	114.1	66.2	43.1	30.5

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,379.3	2,121.8	2,772.8	3,576.5	4,544.8	成长性					
减: 营业成本	2,028.3	1,631.9	1,966.8	2,444.9	3,045.2	营业收入增长率	15.1%	-10.8%	30.7%	29.0%	27.1%
营业税费	19.0	17.7	23.6	32.2	40.9	营业利润增长率	156.0%	96.2%	78.6%	53.8%	41.3%
销售费用	136.6	121.1	155.3	209.2	272.7	净利润增长率	149.0%	103.6%	72.2%	53.7%	41.2%
管理费用	43.9	37.1	102.0	134.1	172.7	EBITDA 增长率	103.7%	52.5%	64.6%	39.6%	31.6%
财务费用	94.6	41.1	136.8	164.1	181.2	EBIT 增长率	233.3%	120.5%	52.3%	44.8%	34.5%
资产减值损失	7.2	-13.9	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	210.1%	31.5%	95.7%	44.8%	34.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-25.6%	20.4%	23.4%	0.8%	7.6%
投资和汇兑收益	9.2	10.4	-	-	-	净资产增长率	-0.5%	7.6%	10.5%	11.3%	14.4%
营业利润	108.0	211.9	378.4	581.9	822.2	利润率					
加: 营业外净收支	1.3	-0.6	1.0	1.0	1.0	毛利率	14.8%	23.1%	29.1%	31.6%	33.0%
利润总额	109.3	211.3	379.4	582.9	823.2	营业利润率	4.5%	10.0%	13.6%	16.3%	18.1%
减: 所得税	17.5	24.4	56.9	87.4	123.5	净利润率	3.9%	8.8%	11.6%	13.8%	15.4%
净利润	91.9	187.0	322.1	495.0	699.0	EBITDA/营业收入	9.8%	16.7%	21.0%	22.8%	23.6%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.4%	15.9%	18.6%	20.9%	22.1%
货币资金	369.1	1,088.6	443.1	769.1	1,064.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	186	245	219	192	146
应收帐款	183.1	167.4	294.7	301.4	456.1	流动营业资本周转天数	97	47	59	59	61
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	255	320	251	163	172
预付帐款	40.5	41.3	68.0	67.8	101.4	应收帐款周转天数	30	30	30	30	30
存货	290.0	441.9	541.5	681.0	841.6	存货周转天数	72	62	64	62	60
其他流动资产	402.8	743.6	35.0	36.0	30.0	总资产周转天数	615	686	505	371	330
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	301	317	296	255	209
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	3.6%	6.7%	10.5%	14.5%	17.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.4%	4.4%	9.3%	12.7%	15.7%
固定资产	1,455.3	1,436.6	1,940.6	1,874.8	1,809.0	ROIC	7.5%	13.2%	21.5%	25.2%	33.6%
在建工程	18.4	209.9	-	-	-	费用率					
无形资产	61.0	60.6	58.5	56.3	54.2	销售费用率	5.7%	5.7%	5.6%	5.9%	6.0%
其他非流动资产	976.1	103.7	99.9	99.9	99.9	管理费用率	1.8%	1.7%	3.7%	3.8%	3.8%
资产总额	3,796.3	4,293.6	3,481.4	3,886.4	4,457.0	财务费用率	4.0%	1.9%	4.9%	4.6%	4.0%
短期债务	817.3	1,162.7	-	-	-	三费/营业收入	11.6%	9.4%	14.2%	14.2%	13.8%
应付帐款	176.9	179.9	202.6	272.8	319.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	32.2%	35.5%	12.1%	12.3%	12.5%
其他流动负债	199.6	148.3	191.6	177.3	209.5	负债权益比	47.5%	54.9%	13.7%	14.0%	14.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.08	1.67	3.51	4.12	4.72
其他非流动负债	28.0	31.7	26.0	28.0	30.0	速动比率	0.83	1.37	2.13	2.61	3.12
负债总额	1,221.7	1,522.5	420.1	478.1	558.8	利息保障倍数	1.62	8.23	3.77	4.55	5.54
少数股东权益	-12.9	-1.1	-0.8	-0.3	0.4	分红指标					
股本	1,243.4	1,243.4	1,243.4	1,243.4	1,243.4	DPS(元)	-	0.02	0.03	0.12	0.17
留存收益	1,344.1	1,528.7	1,818.7	2,165.2	2,654.5	分红比率	0.0%	13.3%	10.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,574.6	2,771.1	3,061.3	3,408.3	3,898.3	股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.7%	1.0%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	91.8	186.9	322.1	495.0	699.0	EPS(元)	0.07	0.15	0.26	0.40	0.56
加: 折旧和摊销	80.3	17.6	68.0	68.0	68.0	BVPS(元)	2.08	2.23	2.46	2.74	3.13
资产减值准备	7.2	52.2	-	-	-	PE(X)	232.2	114.1	66.2	43.1	30.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.2	7.7	7.0	6.3	5.5
财务费用	44.0	50.2	136.8	164.1	181.2	P/FCF	82.0	114.4	-16.2	45.0	42.3
投资收益	-9.2	-10.4	-	-	-	P/S	9.0	10.1	7.7	6.0	4.7
少数股东损益	-0.1	-0.2	0.3	0.5	0.7	EV/EBITDA	88.0	58.1	35.7	25.1	18.8
营运资金的变动	878.6	557.6	-182.5	-89.0	-262.2	CAGR(%)	75.4%	55.3%	108.1%	75.4%	55.3%
经营活动产生现金流量	414.1	96.5	344.7	638.6	686.7	PEG	3.1	2.1	0.6	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-159.0	232.8	342.5	-	-	ROIC/WACC	0.7	1.3	2.0	2.4	3.2
融资活动产生现金流量	-304.0	293.4	-1,332.7	-312.6	-390.9	REP	17.0	8.0	4.0	3.4	2.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。