

分析师: 刘冉
 登记编码: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281

海外豌豆蛋白需求恢复性高增

——双塔食品(002481)2021年及2022年一季度业绩点评

证券研究报告-年报点评

增持(下调)

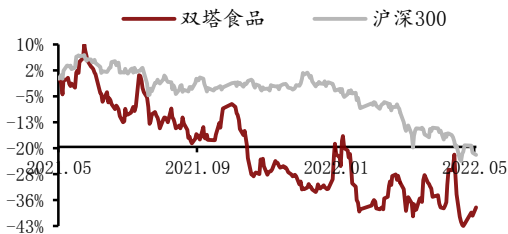
市场数据(2022-05-09)

收盘价(元)	7.83
一年内最高/最低(元)	13.87/7.15
沪深300指数	3,877.44
市净率(倍)	3.50
流通市值(亿元)	86.09

基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	2.24
每股经营现金流(元)	-0.21
毛利率(%)	22.00
净资产收益率_摊薄(%)	1.85
资产负债率(%)	27.62
总股本/流通股(万股)	124,339.00/109,949.5
	6
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《双塔食品(002481)公司点评报告: 收入保持高增, 成本压力仍大》 2021-09-02

《双塔食品(002481)公司点评报告: 收入保持高增, 成本压力仍大》 2021-08-29

《双塔食品(002481)公司点评报告: 豌豆蛋白市场具有较大发展潜力》 2021-05-19

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

发布日期: 2022年05月10日

投资要点:

事件: 公司发布2021年年报及2022年一季度报。2021年, 公司实现营业收入21.65亿元, 同比增长7.22%; 实现归母净利润2.68亿元, 同比下降24.12%。2022年一季度, 公司实现营业收入4.49亿元, 同比下降4.06%; 实现归母净利润0.51亿元, 同比下降48.3%。

点评:

- **2021年, 公司的豌豆蛋白出口业务保持高增, 在成本环境恶化期间维系住核心竞争力。**2021年, 公司的豌豆蛋白收入8.29亿元, 同比增26.95%, 增幅分别高出2020、2019年4.9和21.43个百分点, 增长明显提速。公司的豌豆蛋白基本上面向出口, 此外粉丝产品也部分地出口外销。因而相应地, 2021年公司的出口销售额达到9.36亿元, 同比增长21.88%, 同样保持了较高水平, 较2020、2019年分别高出7.08和11.11个百分点。2021年, 公司的豌豆蛋白在全球市场的份额达到40%, 随着高端豌豆蛋白产能推进, 公司的全球供货水平将进一步提升, 产品利润有望增厚。
- **2021年, 公司的粉丝销售维持了正常的增长。**公司在四川西充的新建产能将会推进国内粉丝消费的高端化。2021年, 公司的粉丝销售额5.34亿元, 同比增8.76%, 相比疫情之前的2019和2018年, 粉丝销售增幅分别下降了7.71和4.79个百分点。疫情对于餐饮业的经营造成扰动, 从而影响了国内粉丝的销售。疫情平息后, 餐饮业繁荣将会重新拉动粉丝的销售增长, 未来重回双位数的增长水平是有可能的。除消费正常化外, 粉丝的高档化也是公司粉丝业务的另一机遇。公司在四川新建的粉丝产能旨在推进粉丝产品的各项升级, 升级不仅会带动粉丝市场的消费, 也会增厚粉丝产品的利润。
- **2021年, 公司的膳食纤维销售保持了高增势头。**2021年, 包括膳食纤维、粉丝和豌豆蛋白在内的各项核心业务均保持了较高水平的销售增长, 但是由于豌豆淀粉和其它业务的销售下降, 从而拉低了公司综合销售额的同比增幅。2021年, 公司的膳食纤维销售

额达到 1.57 亿元，同比增 21.71%，保持了 2019 年以来的高增势头。2021 年，公司的豌豆淀粉和其它业务两项非主营业务的销售额同比下降，拉低公司当期营收的整体增幅。

- **2021 年，在成本压力下公司的盈利能力下降，表现为成本增幅高于收入，以及各项毛利率的下滑。2020 年二季度之后，国际豌豆、能源和物流等核心价格均大幅上涨，2021 年食品制造业的营业成本增长超过收入，盈利水平普遍下降。2020 年 6 月迄今，国际豌豆价格上涨了 20%至 40%不等；由于俄乌冲突导致国际粮价上涨，所以目前并没有看到豌豆价格出现向下的拐点。但是，BDI 价格指数较 2021 年 9 月的高点已下降 53.47%，出口企业的物流成本和承运状况正在大幅改善。2021 年，公司的各项业务成本增幅均远高出收入增幅，导致产品毛利率下滑较为严重。其中，豌豆蛋白的毛利率下滑 3.75 个百分点至 56%；粉丝的毛利率下滑 4.4 个百分点至 4.46%；膳食纤维的毛利率下滑 8.92 个百分点至 58.83%。**
- **投资逻辑：**随着欧美出口地国家日常生活的有序恢复，餐饮和商超消费正在步入良好的增长期，海外生产商对于豌豆蛋白的需求有较强的支撑，我们认为豌豆蛋白的增量仍能持续。国内的消费修复取决于疫情发展和复工进度，但是目前的消费底部是较为明确的。此外，豌豆成本尽管仍然较高，但是物流和能源成本的下行拐点已经出现，大体上综合成本是下行的，对于公司全年盈利有所帮助。消费见底和成本见顶的双重逻辑下，我们认为出口型食品制造企业的股价底部已经形成。最后，近期人民币大幅度贬值，也进一步增强了出口企业 2022 年的盈利能力。
- **投资评级：**我们预测公司 2022、2023、2024 年的 EPS 分别为 0.25 元、0.29 元和 0.34 元，参照 5 月 9 日收盘价，公司的市盈率分别为 30.98 倍、26.79 倍和 22.76 倍。我们给予公司“增持”评级。

风险提示：海外需求恢复不及预期；豌豆成本进一步走高。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2020	2165	2417	2719	3075
增长比率（%）	-4.81%	7.22%	11.60%	12.52%	13.10%
净利润（百万元）	353	268	314	363	428
增长比率（%）	88.51%	-24.12%	17.44%	15.67%	17.68%
每股收益(元)	0.28	0.22	0.25	0.29	0.34
市盈率(倍)	49.82	38.73	30.98	26.79	22.76

资料来源：中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1835	1584	1897	2794	3794
现金	551	231	164	880	1659
应收票据及应收账款	169	262	134	144	164
其他应收款	19	8	1192	1341	1517
预付账款	128	121	33	32	33
存货	522	741	153	176	200
其他流动资产	445	221	221	221	221
非流动资产	1915	2138	2146	2185	2205
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1604	1682	1727	1762	1777
无形资产	63	160	156	152	148
其他非流动资产	248	296	263	271	280
资产总计	3750	3722	4042	4978	5999
流动负债	962	931	422	463	509
短期借款	615	515	0	0	0
应付票据及应付账款	186	184	184	198	214
其他流动负债	162	232	239	265	295
非流动负债	39	49	649	1299	1999
长期借款	0	0	600	1250	1950
其他非流动负债	39	49	49	49	49
负债合计	1001	979	1071	1762	2508
少数股东权益	0	17	17	17	17
股本	1243	1243	1243	1243	1243
资本公积	545	556	556	556	556
留存收益	1310	1456	1685	1930	2205
归属母公司股东权益	2749	2726	2955	3200	3475
负债和股东权益	3750	3722	4042	4978	5999

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	460	215	95	400	461
净利润	353	267	314	363	428
折旧摊销	114	132	142	151	159
财务费用	17	20	20	34	59
投资损失	-13	-23	-12	-14	-15
营运资金变动	-56	-282	-428	-195	-230
其他经营现金流	45	101	59	60	61
投资活动现金流	79	-119	-142	-181	-171
资本支出	-278	-364	-154	-195	-186
长期投资	344	230	0	0	0
其他投资现金流	12	16	12	14	15
筹资活动现金流	-935	-339	-20	497	488
短期借款	-548	-100	-515	0	0
长期借款	0	0	600	650	700
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	11	0	0	0
其他筹资现金流	-386	-251	-105	-153	-212
现金净增加额	-396	-243	-67	716	779

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2020	2165	2417	2719	3075
营业成本	1470	1594	1811	2009	2229
营业税金及附加	22	23	27	32	36
营业费用	73	77	91	105	123
管理费用	39	54	68	82	98
研发费用	58	72	48	54	62
财务费用	8	16	17	27	42
资产减值损失	-30	-95	-50	-50	-50
其他收益	76	51	48	49	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	23	12	14	15
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	401	303	360	418	495
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	6	2	5	6	7
利润总额	396	302	356	413	489
所得税	44	35	42	50	61
净利润	353	267	314	363	428
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	353	268	314	363	428
EBITDA	513	428	514	589	686
EPS (元)	0.28	0.22	0.25	0.29	0.34

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-4.81%	7.22%	11.60%	12.52%	13.10%
营业利润 (%)	89.36%	-24.59%	19.07%	16.04%	18.37%
归属母公司净利润 (%)	88.51%	-24.12%	17.44%	15.67%	17.68%
获利能力					
毛利率 (%)	27.24%	26.40%	25.08%	26.12%	27.53%
净利率 (%)	17.46%	12.34%	13.00%	13.37%	13.91%
ROE (%)	12.83%	9.82%	10.63%	11.36%	12.31%
ROIC	10.54%	8.05%	9.19%	8.62%	8.48%
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.70%	26.31%	26.49%	35.39%	41.80%
净负债比率 (%)	36.42%	35.71%	36.03%	54.78%	71.82%
流动比率	1.91	1.70	4.49	6.03	7.45
速动比率	1.23	0.78	4.05	5.58	6.99
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.58	0.60	0.55	0.51
应收账款周转率	11.92	8.27	18.03	18.88	18.81
应付账款周转率	7.92	8.65	9.86	10.14	10.43
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.22	0.25	0.29	0.34
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.37	0.17	0.08	0.32	0.37
每股净资产 (最新摊薄)	2.21	2.19	2.38	2.57	2.79
估值比率					
P/E	49.82	38.73	30.98	26.79	22.76
P/B	6.31	3.89	3.29	3.04	2.80
EV/EBITDA	33.96	25.43	19.78	17.17	14.61

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。