

2010 年 9 月 3 日

双塔食品 (002481)

——未来“龙口粉丝”代言人，建议询价区间 29-33 元

盈利预测：

单位：百万元、元、%

发行上市资料：

发行价格（元）	
发行股数（万股）	1500
发行日期	2010/9/8
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	国都证券
上市日期	

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率
2008	27448	48	2883	42	0.481	21.6	33.5
2009	32145	17	4295	49	0.716	22.8	35.2
2010E	34082	6	4934	15	0.822	24.5	8.1
2011E	42759	25	6129	24	1.022	25.4	9.3
2012E	56783	33	8014	31	1.336	25.9	11.2

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收帐款周转率	存货周转率
2007	0.8	0.1	73.1	15.0	1.0
2008	1.0	0.3	67.8	15.3	1.6
2009	1.1	0.4	58.7	12.8	1.8

基础数据（发行前）：2010 年 6 月 30 日

每股净资产（元）	3.19
总股本/流通 A 股（万股）	4500/0
流通 B 股/H 股（万股）	0/0

投资要点：

- **粉丝是公司收入和利润主要来源。**公司主营粉丝、香菇以及木耳等产品的生产、加工和销售。其中，粉丝业务是公司收入和利润的主要来源。10 年上半年，公司粉丝业务的收入和毛利占比分别为 93.2%和 88.0%。
- **粉丝行业产业集中度低，未来产业链利润将向规模大的企业集中。**由于粉丝行业对加工规模以及设备要求壁垒较低，使得整个行业大型的企业较少。行业内甚至还存在大量无营业资格的小作坊，行业集中度仍处在较低水平。据粉丝行业统计，全国持证经营产能约 100 万吨，包括无证经营产能约 400 万吨，而年产规模达 1 万吨以上的企业数量不足 10 家。公司作为行业内规模最大的企业，市场占有率仅约 3%。
- **公司是区域优势明显的粉丝行业龙头。**公司是行业内首家既拥有“驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号的企业。截止 2009 年底，公司粉丝产量约 3.5 万吨，排名行业第一，第二名产量约 1.2 万吨。公司还拥有遍及国内外的销售网络。
- **技术优势为公司带来循环经济效益。**公司创新科技，提取废水中的蛋白质和沼气，变废为宝。2010 年上半年公司蛋白饲料收入占公司总收入的 4%左右，生产沼气发电 176 万度，节省电力成本 114 万元（以电力价格 0.65 元/度计算）。公司运用改良后的生产工艺，使纯豆粉丝的豌豆耗用量下降，毛利率提高。单位纯豆粉丝豌豆量比行业平均水平低 6%左右。
- **募集资金项目将有效缓解公司生产压力、释放粉丝产能。**募集资金将主要用于公司年产 2 万吨粉丝项目。预计新增产能：纯豆粉丝 6000 吨/年，杂粮粉丝 14000 吨/年，饲料蛋白 2400 吨/年。此外，公司还计划通过 OEM 外协，提高低端粉丝加工能力。但由此带来的食品安全控制问题或是隐忧。
- **预计公司 10-12 年完全摊薄 EPS 为 0.822 元、1.022 元和 1.336 元，分别增长 14.9%、24.2%和 30.7%，参考可比公司市盈率以及近期上市的中小板首发市盈率，建议询价区间为 29-33 元，对应 10PE35-40 倍。**
- **风险提示。**原材料价格大幅波动。OEM 外协生产风险。

分析师

童驯 A0230200010403
(8621)23297363

tongxun@swsresearch.com

满臻

(8621)23297508

manzhen@swsresearch.com

韩威俊 A0230209060473

(8621)23297455

hanwi@swsresearch.com

联系人

韩威俊

(8621)23297818×7455

hanwi@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 公司简介	5
1.1 国有法人处于相对控股地位	5
1.2 粉丝是公司收入和利润主要来源	6
2. 规模化和营销网络化是粉丝行业的发展趋势	6
2.1 企业规模决定产业链利润分配	6
2.2 企业营销网络化决定产品品牌价值	7
3. 公司有望成为“龙口粉丝”代言人	7
3.1 公司是区域优势明显的粉丝行业龙头	7
3.2 公司销售渠道优势明显	8
3.3 技术优势带来循环经济效益	9
3.4 通过“公司+农户”控制成本	10
4. 募集资金项目分析	11
4.1 募投项目旨在扩充产能	11
4.2 公司上市后或推进OEM外协生产	12
5. 盈利预测及投资建议	13
6. 投资风险	14

图表目录

图 1: 公司发行后股权结构图	5
图 2: 公司分产品收入占比变化	6
图 3: 公司分产品毛利占比变化	6
图 4: 粉丝行业四个阶段变化	7
图 5: 行业利润将向规模化企业集中	7
图 6: 公司在粉丝行业产能排名第一	8
图 7: 公司上半年开拓日本及其他市场成果显著	9
图 8: 公司上半年开拓日本及其他市场成果显著	9
图 9: 公司循环经济示意图	10
图 10: 公司运用改良工艺提高了纯豆粉丝毛利率	10
图 11: 公司农户采购付款方式转向现款+赊购	11
图 12: 公司农户采购付款方式转向现款+赊购	12
图 13: 公司产能长期超负荷运转	12
表 1: 部分啤酒上市公司动态市盈率比较	3
表 2: 近期发行中小板上市公司的发行市盈率比较	3
表 3: IPO 前后公司股权结构	5
表 4: 公司客户分类	9
表 5: 募集资金项目情况	11
表 6: 分产品收入假设	13
表 7: 盈利预测表	13

估值与询价区间判断

相对估值法定价

双塔食品为食品加工类上市公司，目前 A 股中同属食品加工行业的还有双汇发展、得利斯、三全食品、保龄宝以及安琪酵母等。可比公司 10 年平均 PE 为 50.1 倍。此外，近期发行的中小板公司平均发行市盈率（10PE）为 36.6 倍左右。参考可比公司市盈率以及近期上市的中小板首发市盈率，建议询价区间为 29-33 元，对应 10PE35-40 倍。

表 1：部分食品上市公司动态市盈率比较

代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
		2010-9-2	10E	11E	12E	10E	11E	12E
000895.SZ	双汇发展	50.48	1.900	2.356	2.898	26.6	21.4	17.4
002330.SZ	得利斯	19.55	0.320	0.640	0.880	61.1	30.5	22.2
002216.SZ	三全食品	35.90	0.574	0.710	0.870	62.5	50.6	41.3
002286.SZ	保龄宝	29.54	0.590	0.740	1.100	50.1	39.9	26.9
600298.SH	安琪酵母	39.81	1.140	1.380	1.560	34.9	28.8	25.5
	Average					50.1	34.2	27.0
002481.SZ	双塔食品		0.822	1.022	1.336			

资料来源：申万研究

注：安琪酵母 11、12EPS 为增发后股本

其中双塔食品 EPS 为按照发行后股本全面摊薄计算

表 2：近期发行中小板上市公司的发行市盈率比较

代码	证券简称	发行价格	申万预测 EPS		发行市盈率	
			10E	11E	10E	11E
002474	榕基软件	37.00	0.69	1.10	53.6	33.6
002477	雏鹰农牧	35.00	0.88	1.32	39.8	26.5
002472	双环传动	28.00	1.05	1.28	26.7	21.9
002462	嘉事堂	12.00	0.30	0.37	40.0	32.4
002461	珠江啤酒	5.80	0.14	0.18	40.6	32.2
002458	益生股份	24.00	0.81	1.03	29.6	23.3
002455	百川股份	20.00	0.61	0.70	32.8	28.6
002451	摩恩电气	10.00	0.40	0.49	25.0	20.4
002454	松芝股份	18.20	0.88	1.05	20.7	17.3
002452	长高集团	25.88	0.84	1.08	30.8	24.0
002448	中原内配	21.80	1.11	1.51	19.6	14.4
002447	壹桥苗业	28.98	0.83	1.20	34.9	24.2

代码	证券简称	发行价格	申万预测 EPS		发行市盈率	
			10E	11E	10E	11E
002437	誉衡药业	50.00	1.34	1.84	37.3	27.2
002439	启明星辰	25.00	0.64	0.94	39.1	26.6
002438	江苏神通	22.00	0.59	0.75	37.3	29.3
002434	万里扬	30.00	1.19	1.57	25.2	19.1
002433	皮宝制药	29.82	0.70	0.89	42.6	33.5
002432	九安医疗	19.38	0.48	0.70	40.4	27.7
002430	杭氧股份	18.00	0.69	0.80	26.1	22.5
002431	棕榈园林	45.00	1.04	1.46	43.3	30.8
002428	云南锗业	30.00	0.77	1.04	39.0	28.8
002423	中原特钢	9.00	0.29	0.35	31.0	25.7
002422	科伦药业	83.36	2.46	3.08	33.9	27.1
002424	贵州百灵	40.00	1.04	1.34	38.5	29.9
002420	毅昌股份	13.80	0.45	0.59	30.7	23.4
002419	天虹商场	40.00	1.19	1.61	33.6	24.8
002418	康盛股份	19.98	0.61	0.78	32.8	25.6
002416	爱施德	45.00	1.32	1.76	34.1	25.6
002412	汉森制药	35.80	0.89	1.15	40.2	31.1
002409	雅克科技	30.00	0.71	1.11	42.3	27.0
002407	多氟多	39.39	1.10	1.40	35.8	28.1
002405	四维图新	25.60	0.46	0.56	55.7	45.7
002406	远东传动	26.60	0.81	0.97	32.8	27.4
002403	爱仕达	18.80	0.48	0.70	39.2	26.9
002404	嘉欣丝绸	22.00	0.55	0.86	40.0	25.6
002402	和而泰	35.00	0.71	1.00	49.3	35.0
002398	建研集团	28.00	0.70	1.20	40.0	23.3
002399	海普瑞	148.00	3.02	4.74	49.0	31.2
002397	梦洁家纺	51.00	1.50	1.89	34.0	27.0
002393	力生制药	45.00	1.01	1.12	44.6	40.2
002394	联发股份	45.00	1.91	2.40	23.6	18.8
002392	北京利尔	42.00	1.06	1.42	39.6	29.6
002390	信邦制药	33.00	0.70	0.90	47.1	36.7
002391	长青股份	51.00	1.44	1.81	35.4	28.2
002387	黑牛食品	27.00	0.69	1.02	39.0	26.6
	Average				36.6	27.4

资料来源：申万研究

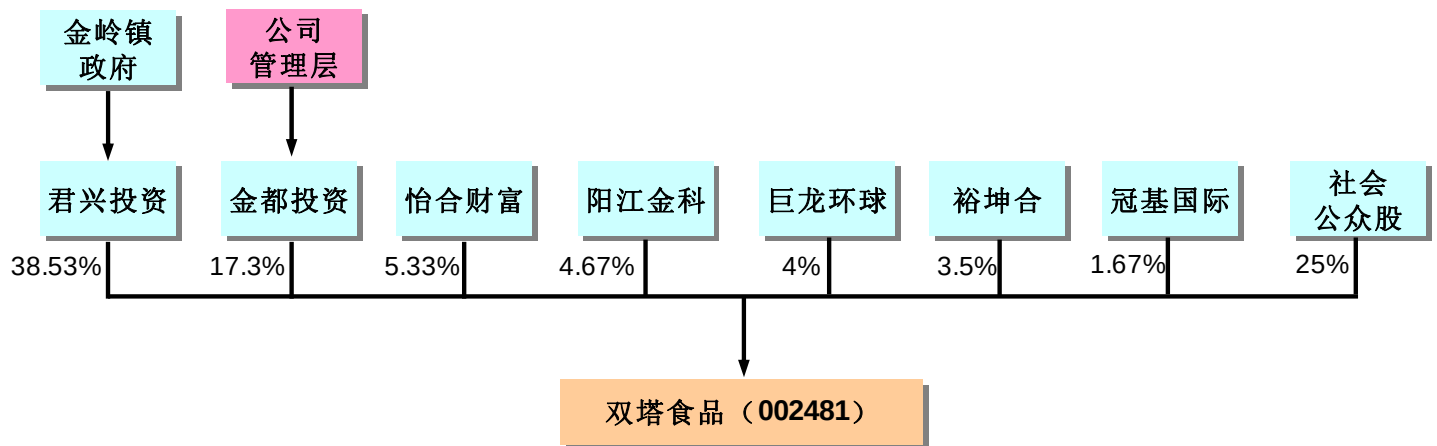
注：盈利预测部分采用申万的预测

1. 公司简介

1.1 国有法人处于相对控股地位

双塔食品股份有限公司（以下简称“双塔食品”或“公司”）是在2008年4月由金华粉丝整体变更而成。发行前，金岭镇政府下所属的君兴投资持有公司51.4%的股权。发行后，君兴投资仍直接持有公司38.5%的股权，处于相对控股地位。此外，公司管理层通过金都投资间接持有公司股权，从而形成一定的股权激励。

图 1：公司发行后股权结构图



资料来源：公司招股说明书，申万研究

表 3：IPO 前后公司股权结构

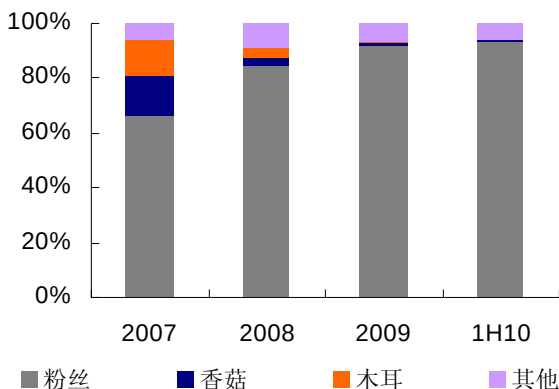
股东类别及名称	发行前		发行后		备注
	股份数	股权比例(%)	股份数	股权比例(%)	
	(万股)		(万股)		
君兴投资	2,312	51.4	2,312	38.5	境内法人股
金都投资	1,038	23.1	1,038	17.3	境内法人股
怡合财富	320	7.1	320	5.3	境内法人股
阳江金科	280	6.2	280	4.7	境内法人股
巨龙环球	240	5.3	240	4.0	境内法人股
裕坤合	210	4.7	210	3.5	境内法人股
冠基国际	100	2.2	100	1.7	外资股
社会公众股			1500	25.0	
合计	4,500	100.0	6,000	100.0	

资料来源：公司招股说明书，申万研究

1.2 粉丝是公司收入和利润主要来源

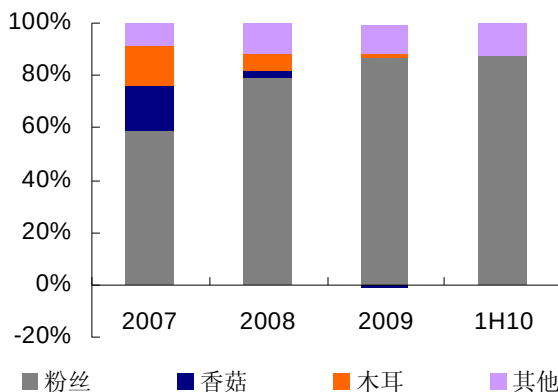
公司主营粉丝、香菇以及木耳等产品的生产、加工和销售。其中，粉丝业务是公司收入和利润的主要来源。10 年上半年，公司粉丝业务的收入和毛利占比分别为 93.2%和 88.0%。

图 2：公司分产品收入占比变化



资料来源：公司招股说明书，申万研究

图 3：公司分产品毛利占比变化



资料来源：公司招股说明书，申万研究

2. 规模化和营销网络化是粉丝行业的发展趋势

2.1 企业规模决定产业链利润分配

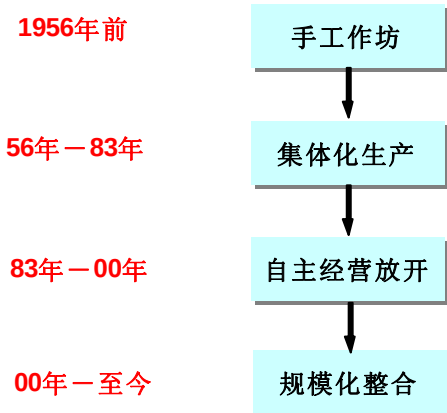
目前处于粉丝行业第四个发展阶段。粉丝是中华民族的传统食品，是利用豌豆、绿豆等农作物制成淀粉后加工成为粉丝，在国内有至少 1000 年以上的历史。而作为粉丝的代表，“龙口粉丝”也已经有 300 多年的历史。从解放以来，从不同的生产模式去划分，可以分为四个发展阶段，从农户的小作坊，到集体化生产，再到改革开放以后的自主经营阶段，发展到目前的产业整合阶段。现在，国内出现了 10 多家万吨以上的规模化粉丝生产企业，引入自动化生产设备，对产品的质量提供了明显的保障。

行业产业集中度低，部分落后业态仍存在。由于粉丝行业对加工规模以及设备要求壁垒较低，使得整个行业大型的企业较少，行业内甚至还大量存在无营业资格的小作坊，行业集中度仍处在较低水平。据粉丝行业统计，全国持证经营产能约 100 万吨，包括无证经营产能约 400 万吨，而年产规模达 1 万吨以上的企业数量不足 10 家。公司作为行业规模最大的企业，市场占有率（按持证产能计算）仅约 3%。

未来，伴随着行业集中度的提高，产业链利润将向规模大的企业集中。随着人们生活水平的提高，对食品安全的要求也在日益提高。规模较大的企业，生产水平自动化程度往往较高，产品线相对丰富，产品质量相对有所保障，盈利能力也相对较强。

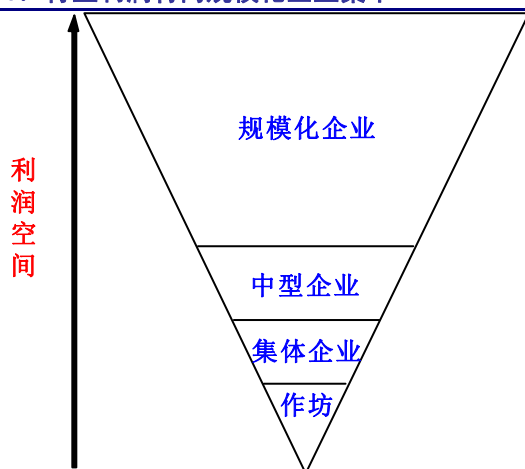
而那些自动化程度较低甚至是无证产能，由于其产品质量没有办法保证，简单加工所获得利润空间将会被压缩，未来将会逐步沦为规模较大企业的代工工厂。

图 4：粉丝行业四个阶段变化



资料来源：公司招股说明书，申万研究

图 5：行业利润将向规模化企业集中



资料来源：申万研究

2.2 企业营销网络化决定产品品牌价值

伴随着物流业的兴起，区域性粉丝企业开始走向全国。上世纪 90 年代中后期，随着物流行业的快速发展以及商超模式的兴起，部分有规模效应的区域性粉丝企业开始逐步走向全国市场。粉丝行业的竞争重点也开始从单一的价格竞争向品牌和产品差异化的竞争过度。

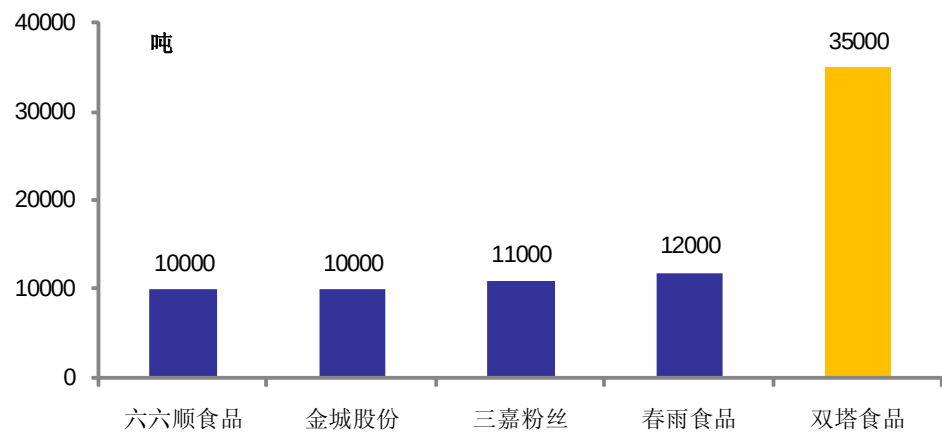
未来，企业的营销网络化将成为粉丝产品品牌价值的关键因素。主要有两个原因，第一，商超和餐饮渠道入场费逐年提高，提前进行网络布局的粉丝龙头企业可以通过进店费等，形成间接进入壁垒；第二，随着人们对粉丝产品质量要求的不断提高，大型商超和餐饮渠道中的粉丝产品自然而然被视作相对的质量保证，从而产生品牌效应。因此，我们认为，未来粉丝行业的龙头企业一定要有全国的优势营销网络，在大型商超和餐饮出镜率越高，品牌价值提升也将越快。

3. 公司有望成为“龙口粉丝”代言人

3.1 公司是区域优势明显的粉丝行业龙头

公司是粉丝行业当之无愧的龙头企业。公司是行业内首家既拥有“驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号的企业。截止 2009 年底，公司粉丝产量约 35000 吨，排名行业第一，且与第二名拉开了一定差距。

图 6：公司在粉丝行业产能排名第一



资料来源：公司招股说明书，申万研究

国家对龙口粉丝采用原产地域保护。公司地处烟台招远市，属于龙口粉丝原产地域范围内，所生产的“双塔”牌龙口粉丝于 2003 年 8 月第一批获得国家质检总局的龙口粉丝原产地域产品专用标志认可。同年，公司主持制定的《原产地域产品 龙口粉丝》（GB19048-2003）标准发布。2008 年 1 月，龙口粉丝被列入全国 10 个与欧盟互认的地理标志产品之一，龙口粉丝成为了粉丝产品在国际和国内市场上的代名词。

公司所在的区域、地理环境为公司的粉丝生产提供了得天独厚的条件。山东省发达的农业、丰富的农产品资源保证了公司生产所用原材料来源稳定、价格稳定。山东省内主要作物有小麦、玉米、甘薯等。2007 年山东省粮食总产 4105.7 万吨，增长 1.4%，是我国种植业的发源地之一。此外，公司所在烟台地区暖温带季风区大陆性半湿润气候也满足了粉丝生产工艺中环境温度、湿度、水质、日照强度以及自然风力等苛刻的环境要求。

3.2 公司销售渠道优势明显

公司因地制宜，建立了覆盖全国各大中心城市的销售网络。公司把现有客户分为两类，一类是传统渠道，以区域经销商为主，业务也以批发业务为主，不直接面对消费者，货款结算方式采取银货两讫的方式。公司现拥有 400 多家有多年行业经验并且长期合作的经销商伙伴。另一类是现代渠道，以零售商超为主。公司现已进驻 2000 多家大型商超系统，是同行中在国内商超铺货率最高的企业。在沃尔玛超市，公司占到其粉丝采购量的 34%，在大润发超市，这一比例为 22%。公司还在 10 余家大超市中尝试直营，全国门面店合计 10000 余家。

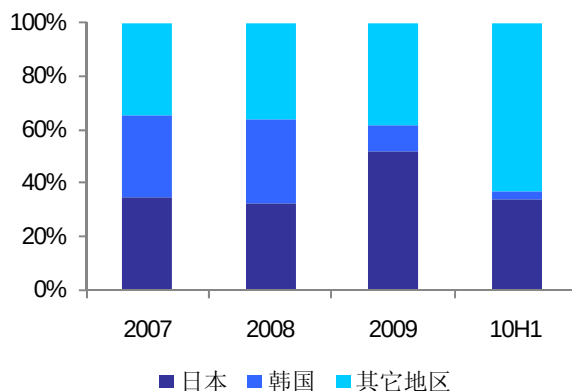
表 4：公司客户分类

客户种类		备注
零售商	直供零售商	指由公司直接供货的大型商场和连锁超市等，具体客户有沃尔玛、易初莲花、成都红旗、步步高、家家悦、京客隆等
	间接零售商	指由区域经销商供货和管理的商场超市，具体有麦德龙、家乐福、北京欧尚、天津华润、乐购等
区域经销商	个人经销商	以个人名义与发行人签订区域经销合同，负责经营区域内的流通批发市场和商场超市
	法人经销商	以法人名义与发行人签订区域经销合同，主要面向区域内的商场超市，部分经销商兼营粉丝出口业务

资料来源：公司招股说明书，申万研究

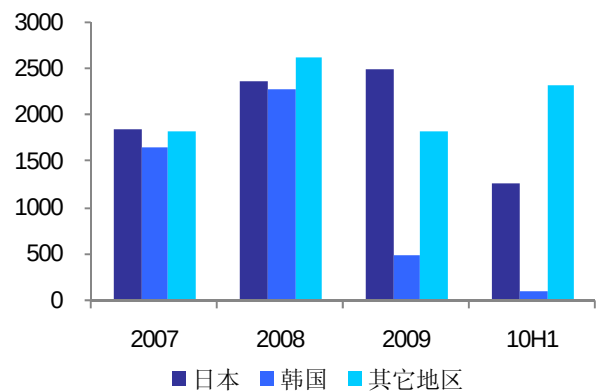
公司还拥有良好的国外销售网络。2007 年至 2009 年各年度，日本和韩国均为公司第一大和第二大海外出口国家；2010 年上半年，公司海外业务进一步向其他东南亚地区以及欧美国家延伸，公司对菲律宾、印度尼西亚、马来西亚、新加坡与美国的海外销售收入均超过对韩国的销售收入。

图 7：公司上半年开拓日本及其他市场成果显著



资料来源：公司招股说明书，申万研究

图 8：公司上半年开拓日本及其他市场成果显著



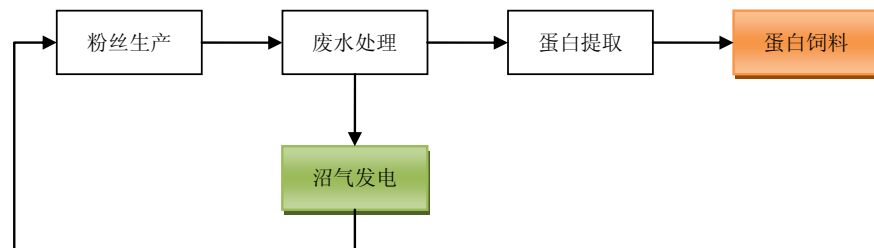
资料来源：公司招股说明书，申万研究

3.3 技术优势带来循环经济效益

公司创新科技，提取废水中的蛋白质和沼气，变废为宝。粉丝行业的生产工艺决定了生产过程中会有大量的含有蛋白质、多糖等有机物的高浓度废水排出，对环境的影响较大，直接给农作物灌溉将造成粮食减产，对群众饮水也造成危害，但是直接作为废水排放也会造成资源浪费。公司利用“豌豆粉丝废水中提取分离蛋白”的技术，从粉丝生产一次废水中回收并生产植物蛋白，同时将回收蛋白后的二次废水，生产沼气，用于内燃机组带动发电机发电，供公司生产使用。2010 年上半年公司蛋白饲料收入

占公司总收入的4%左右，生产沼气发电1,765,895.00度，节省电力成本1,143,063.83元（以电力价格0.65元/度计算）。在公司近年来受产能制约，收入无法快速增长时，蛋白饲料和沼气发电的循环利用为公司起到了开源节流的效果。

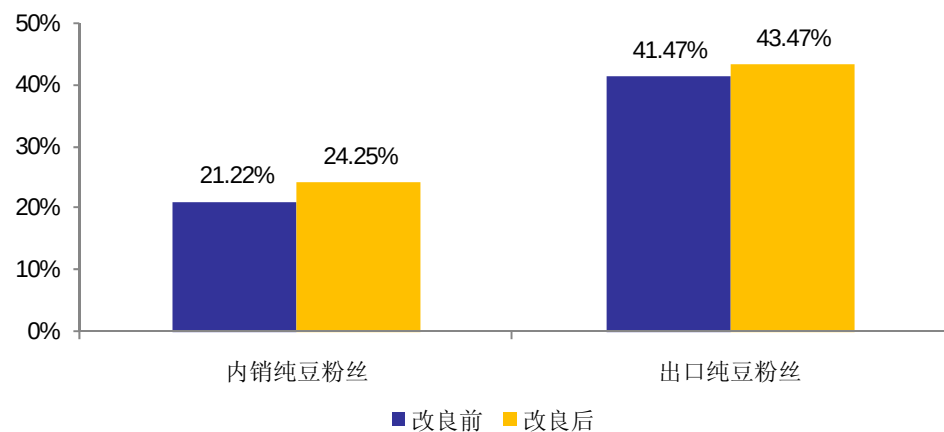
图9：公司循环经济示意图



资料来源：公司招股说明书，申万研究

公司运用改良后的生产工艺，使纯豆粉丝的豌豆耗用量下降，毛利率提高。运用新的工艺后，公司从行业平均水平的2.45g豌豆产1g粉丝，提升到2.3g产1g粉丝，提升约6%，公司内销纯豆粉丝的毛利率也因此由21.22%上升至24.25%，出口纯豆粉丝毛利率有41.47%上升至43.47%。

图10：公司运用改良工艺提高了纯豆粉丝毛利率



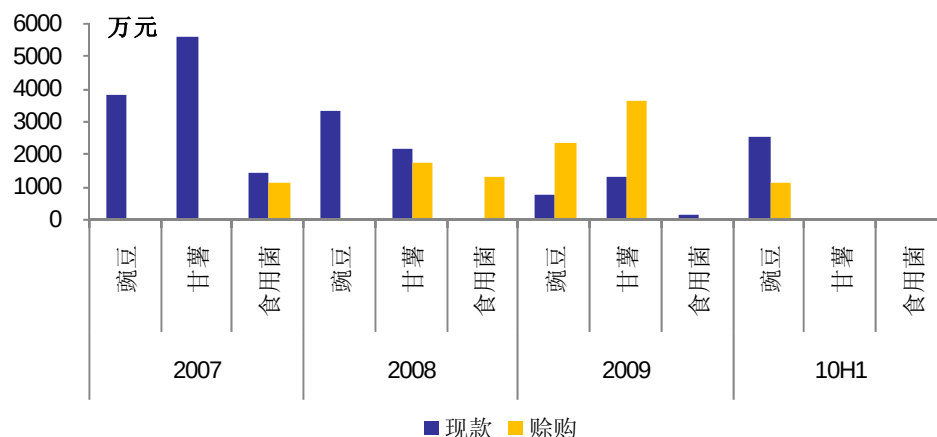
资料来源：公司招股说明书，申万研究

3.4 通过“公司+农户”控制成本

公司凭借其规模效应，对农户采取赊购+集中采购的模式，降低生产成本。公司采购的原材料主要包括豌豆、甘薯、绿豆等，原料成本约占生产成本的70%左右，对

利润影响很大。公司在每年的 9-12 月，会趁着农产品的收获季节，根据来年的生产计划和订单情况，集中采购生产原材料。集中采购提高了公司对农户的议价能力，也逐步形成了与农户长期稳定的合作关系，从 07 年起，公司还逐步在食用菌、甘薯和豌豆采购上实现了赊购，节约了资金成本。

图 11： 公司农户采购付款方式转向现款+赊购



资料来源：公司招股说明书，申万研究

4. 募集资金项目分析

4.1 募投项目旨在扩充产能

公司此次公开发行 1500 万股新股，发行所募集资金将主要运用于公司年产 20,000 吨粉丝项目。该项目预计 1.5 年达产，第一年达产 80%，第二年达产 100%。项目建成投产后，预计新增产能：纯豆粉丝 6000 吨/年，杂粮粉丝 14000 吨/年，饲料蛋白 2400 吨/年。

表 5：募集资金项目情况

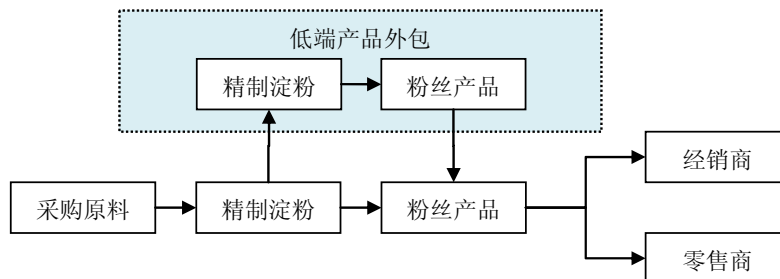
项目名称	投资总额（万元）	建设周期	建成后每年新增产能
年产 2 万吨粉丝项目	21470.38	1.5 年	纯豆粉丝 6,000 吨/年，杂粮粉丝 14,000 吨/年，饲料蛋白 2,400 吨/年

资料来源：公司招股说明书，申万研究

4.2 公司上市后或推进OEM外协生产

针对目前产能不足的情况,公司计划采取类似OEM的外包加工方式整合当地产能。公司拟把低端产品的加工部分外包给当地厂家,以支付加工费的方式委托加工,回购产成品二次包装后在印上公司的品牌,以自有的销售网络销售。

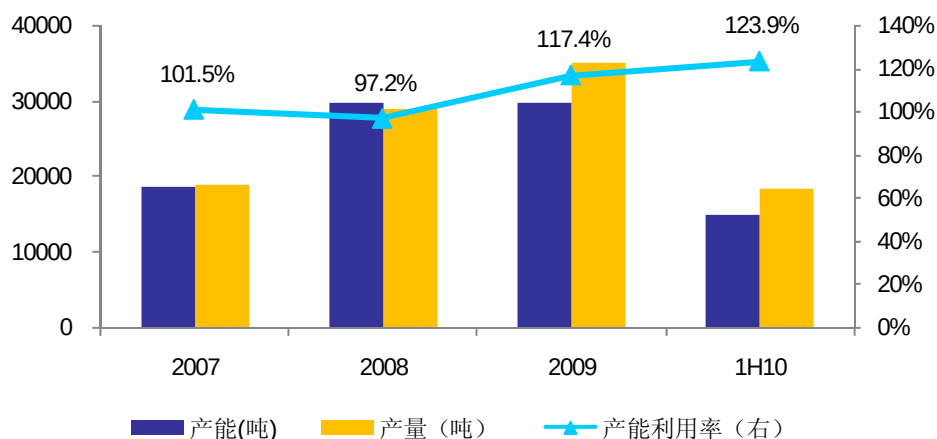
图 12: 公司农户采购付款方式转向现款+赊购



资料来源: 公司招股说明书, 申万研究

OEM 方式有望缓解公司旺季产能压力。利用 OEM 模式迅速扩展可控制的生产规模,能够在很大程度上缓解公司目前旺季产能压力,并通过将低端产品外包,把生产能力挪给盈利能力更强的高端产品,从整体上提升公司的盈利水平。

图 13: 公司产能长期超负荷运转



资料来源: 公司招股说明书, 申万研究

但是, 如果一旦规模扩大, 容易造成质量控制难度以及管理费用的明显增加。我们认为, 食品安全是所有食品生产企业的重中之重, 而外包 OEM 方式无疑会加大

公司在食品安全控制上的风险。若要加强对外包厂商的质量控制，管理费用的增加不可避免。

5. 盈利预测及投资建议

我们认为，随着公司 IPO 顺利完成，产能瓶颈将有效得到缓解。预计公司 10-12 年粉丝产量分别为 37339、46764 和 60676 吨。

表 6：分产品收入假设

单位：万元

	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
粉丝	12,228	23,316	29,680	15,382	31,793	40,059	53,419
蛋白饲料	786	1,095	1,226	636	1,263	1,768	2,121
食用菌	5,143	1,698	449	152	314	220	110
其他收入	339	1,338	791	343	712	712	712

资料来源：公司招股说明书，申万研究

预计公司 10-12 年完全摊薄 EPS 为 0.822 元、1.022 元和 1.336 元，分别增长 14.9%、24.2% 和 30.7%。基于在粉丝行业的龙头地位、健全的销售网络和高效的循环经济利用技术，并参考同行业可比公司以及近期上市的中小板首发市盈率，**建议询价区间为 29-33 元，对应 10PE35-40 倍。**

表 7：盈利预测表

单位：万元

项目	2007	2008	2009	1H10	10F	11F	12F
营业收入	18,497	27,448	32,145	16,513	34,082	42,759	56,783
营业成本	13,545	21,524	24,806	12,518	25,720	31,877	42,095
营业税金及附加	0	238	169	160	300	363	454
销售费用	497	918	718	563	1,022	1,283	1,817
管理费用	745	979	1,494	802	1,636	1,924	2,328
财务费用	1,047	937	625	336	0	214	284
资产减值损失	87	80	71	39	80	80	80
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	2,576	2,773	4,262	2,095	5,323	7,017	9,724
营业外收入	382	253	961	65	600	600	600
营业外支出	40	142	62	32	50	50	50
利润总额	2,917	2,884	5,161	2,129	5,873	7,567	10,274
所得税费用	879	1	866	327	940	1,438	2,260
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0

归属母公司所有者的 净利润	2,038	2,883	4,295	1,801	4,934	6,129	8,014
净利润增长		41.5%	49.0%		14.9%	24.2%	30.7%
每股收益 (按最新总股本)	0.340	0.481	0.716	0.300	0.822	1.022	1.336

资料来源：公司招股说明书，申万研究

6. 投资风险

原材料大幅波动的风险。原料（包括豌豆、绿豆等）占公司成本的 70%左右，原料价格和包装物价格如果出现大幅上涨，可能会对公司盈利造成影响。

OEM 外协生产风险。公司推进的 OEM 外协生产模式能够在一定程度上缓解公司产能不足问题，但如果外协生产规模过大，容易造成产品质量不稳定，并带来一定的管理费用增加，对公司盈利造成影响。

信息披露

分析师承诺

童驯，韩威俊：食品饮料

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。