



上市公司调研报告

证券研究报告
食品饮料行业

增 持 维持

双塔食品（002481）

2011 年 11 月 10 日

品牌提升公司价值，循环经济锦上添花

食品饮料行业高级分析师：赵 勇
SAC 执业证书编号：S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282

助理分析师：齐 莹
SAC 执业证书编号：S0850511080001
qiy@htsec.com
021-23219166

2011 年 11 月 9 日收盘于：25.41 元

简评和投资建议

公司是国内最大的粉丝生产和销售企业。公司凭借产品、技术和规模优势，逐步摆脱初级农产品加工企业形象，重点开拓商超渠道，提升“双塔”粉丝品牌价值，有效利用循环经济生产高附加值副产品、降低生产成本。

我们对公司中长期的关注点在于：1) 公司的粉丝市场开拓重心在商超，通过商超渠道的销售提升公司品牌形象和知名度，逐步向品牌快消品公司转型；2) 公司作为产能和销量最大的正宗龙口粉丝生产企业，凭借规模、技术、成本、资金等优势，在行业集中度提升的过程中受益；3) 公司通过有效利用循环经济，生产出食用蛋白、乙醇和沼气等高附加值副产品，降低生产成本的同时增加公司其他销售收入。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.69 元、1.14 元和 1.51 元，公司 11 月 9 日股价为 25.41 元，对应 2011-2013 年 PE 为 36 倍、22 倍和 17 倍。我们预测公司未来两年的业绩增长较快，主要是考虑到粉丝扩产和食用蛋白的销售。公司短期估值偏高，考虑到品牌提升、行业整合和循环经济将为公司打开中长期增长空间，我们给予公司 2012 年粉丝业务（贡献约 0.74）30 倍、食用蛋白业务（贡献约 0.35 元）20 倍、其他业务（贡献约 0.05 元）20 倍估值水平，对应目标价格为 30 元。公司能否顺利消化新增的粉丝产能和食用蛋白能否顺利销售，是近期最大看点。

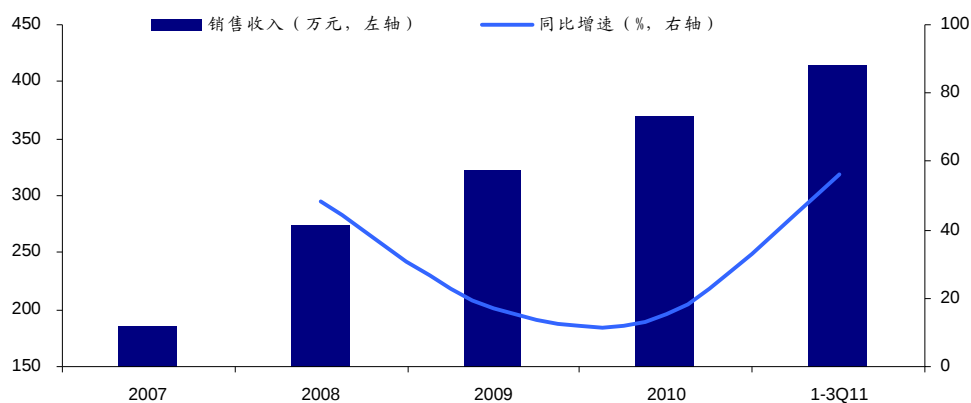
风险与不确定性：（1）原材料大幅波动；（2）新增产能释放不及预期；（3）商超渠道开拓进度和效果不及预期；（4）食用蛋白实际销售不及预期；（3）食品质量风险。

我们对公司的基本观点如下：

1. 公司位于龙口粉丝主产地，是全国粉丝产销冠军。

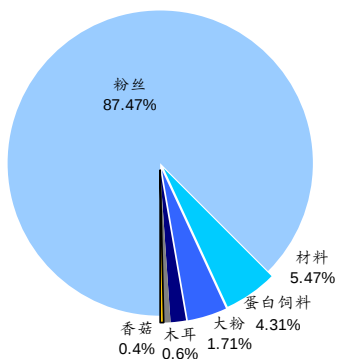
公司主要生产多种系列的粉丝产品，包括纯豆粉丝（龙口粉丝）、杂粮粉丝和红薯粉丝，2007-2010 年公司销售收入的年均复合增速约为 24%。2010 年公司粉丝销售收入 3.24 亿元，占公司主营收入的 87%，毛利占比 78%左右。公司的粉丝产能行业第一，去年约为 35000 吨，今年年底预计达到 4.8 万吨，远高于前五名的其他企业 10000 吨左右的规模。

图 1 公司 2007-2011 年前三季度收入及增速



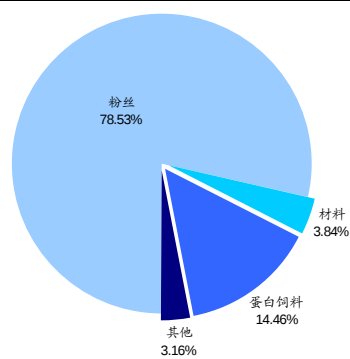
资料来源：公司招股说明书和年报，海通证券研究所

图 2 公司主营收入构成



资料来源：公司 2010 年年报，海通证券研究所

图 3 公司毛利构成



资料来源：公司 2010 年年报，海通证券研究所

表 1 2008-1H2011 公司各类粉丝产品销售收入(万元)和占总收入比重(%)

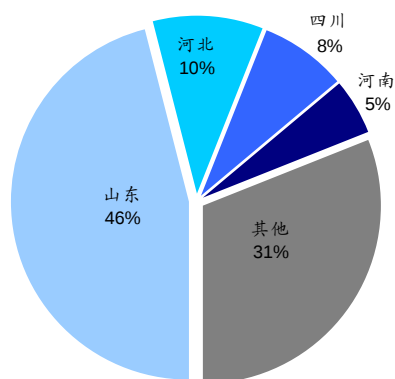
粉丝类别	1H2011		2010		2009		2008	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
纯豆粉丝	7529.72	26.34	14785.51	39.91	15451.6	48.07	11135.55	40.57
杂粮粉丝	5696.74	19.93	10556.22	28.50	8270.38	25.73	5121.74	18.66
红薯粉丝	4541.31	15.89	7063.53	19.07	5957.70	18.53	7059.13	25.72

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我国粉丝生产的地域分布特征明显，山东、四川和河北三省集中了 60% 以上的粉丝生产企业。其中，公司所在地山东招远的粉丝企业最为集中，占据了 40% 以上的国内粉丝企业。招远粉丝以龙口粉丝为代表，当地的龙口粉丝年产量占全国龙口粉丝总量 80% 以上。作为中国粉丝行业的龙头企业，公司的“双塔”牌龙口粉丝于第一批获得龙口粉丝原产地产品的专用标志认可，公司同时拥有“驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号。

注：龙口粉丝国家标准中规定原料必须是豌豆或绿豆。国家对龙口粉丝实施原产地域产品保护，龙口粉丝原产地域范围为招远市、蓬莱市、龙口市、莱阳市、莱州市五个行政区域。2008 年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。

图 4 国内粉丝生产地域分布情况



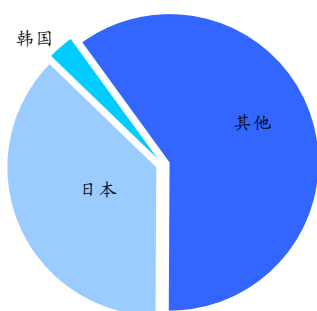
资料来源：公司年报，海通证券研究所

2. 内销为主快速发展，外销为辅稳定增长

公司的粉丝产品在 2006 年以前以出口为主，之后开始开拓国内市场。公司的出口粉丝主要销往日本、韩国和一些东南亚国家，其中出口日本的粉丝主要以高档的纯豆粉丝和即食粉丝为主，出口东南亚和韩国的主要是中低档的杂粮和红薯粉丝。

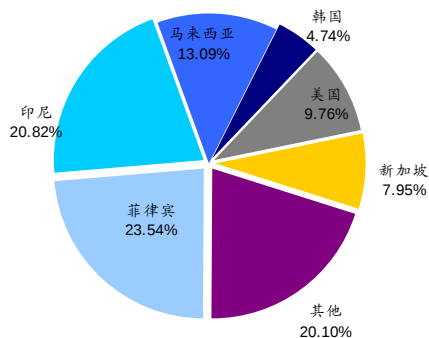
虽然国外的粉丝消费市场依旧广阔，但全球最大的粉丝消费市场还是在中国。因此最近几年公司积极拓展国内市场的消费空间，新增产能几乎全部通过国内市场消化。目前公司内销粉丝占比约为 83%，国内市场将继续作为公司销售的重点和未来业绩增长的主要看点。

图 5 公司海外市场销售收入结构



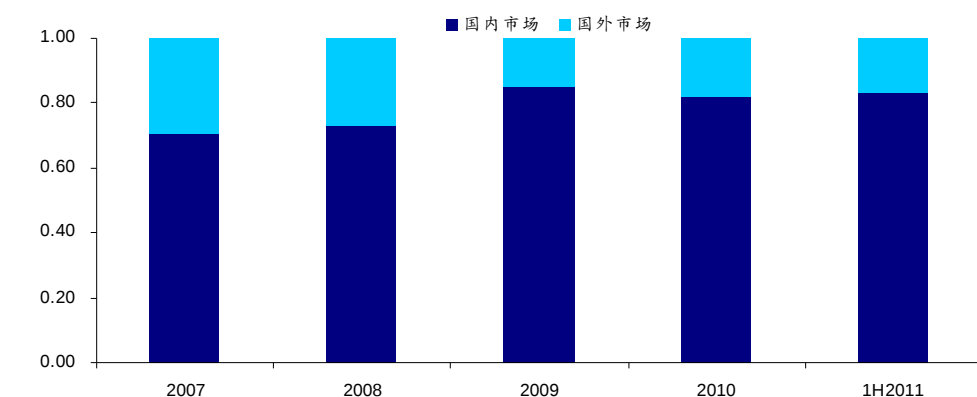
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 6 公司海外其他国家销售收入结构



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 7 2007-2010 年上半年公司国内和国外市场销售收入比例



资料来源：公司招股说明书和年报、半年报，海通证券研究所

3. 内销粉丝重点开拓商超渠道，提升品牌形象和知名度，增强议价能力。

公司的粉丝市场开拓重心在商超，通过商超渠道的销售提升公司在终端的品牌形象和知名度，逐步向品牌快消品公司转型。公司具有正宗龙口粉丝的原产地认证，又有出口日韩的品质认可，即拥有了历史形成的天然品牌优势和长期形成的先进生产经验，这使得公司有了打造知名消费品牌的基础。一旦公司确立了类似“粉丝代名词”的品牌认知度后，这种优势将在市场拓展中不断发挥，使得公司的龙头地位更加稳固。

公司将三种内销粉丝产品进行了差别定位，目前分别通过商超和农贸批发市场进行销售。

纯豆粉丝（龙口粉丝）的口感和品质最高，过去主要出口日本。内销纯豆粉丝主要通过商超销售，面向高档消费人群和餐饮企业，定价较高、毛利率较为稳定，是公司最大的利润来源。

杂粮粉丝符合消费者健康理念、价位适中，通过商超农贸批发市场销售给中高端消费群体，销量最大但毛利较低。

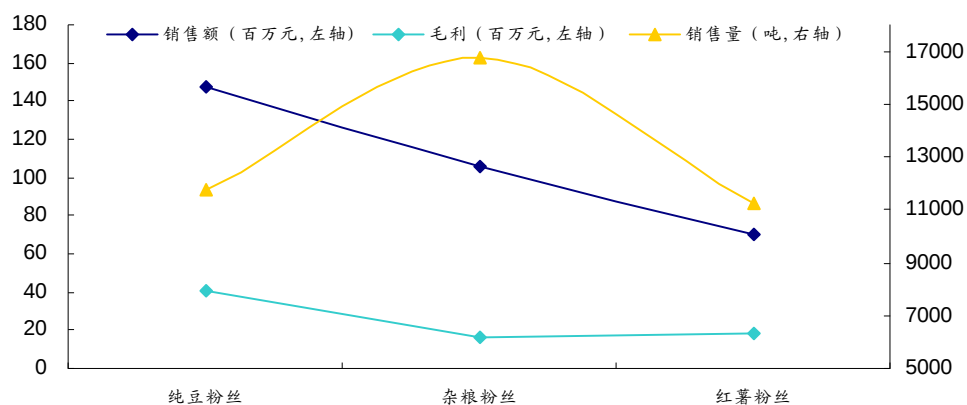
红薯粉丝是最为常见的日常粉丝消费品种，主要通过农贸市场销售给中低端消费者，定价较低但受毛利波动较大。

表 2 公司三种粉丝的原料、市场定位、销售渠道、定价和毛利率情况

品种	原料	2010 年平均售价（元/kg）	市场定位	销售渠道	2010 年毛利率
纯豆粉丝	豌豆、绿豆等	11.85	高端	大中型商超	27.53%
杂粮粉丝	绿豆，添加了玉米、小麦等	6.45	中/高端	农贸市场/商超	15.46%
红薯粉丝	甘薯	6.48	低端	农贸市场	25.89%

资料来源：公司 2010 年年报，海通证券研究所

图8 公司各类粉丝销售量、销售金额和毛利情况



资料来源：公司招股说明书和年报、半年报，海通证券研究所

商超渠道是公司发展重点，逐步加大直营商超占比。

以纯豆为主打产品的商超渠道是公司近几年发展的重心。公司 2006 年商超渠道的销售收入仅有几百万，到 2010 年商超渠道的收入 1 个多亿，前四年的年均增速超过 200%。目前公司内销粉丝销售额中，商超和农贸批发市场的销售占比约为 4:6。

公司已经基本覆盖一线城市的大型商超，通过这些中心城市向二线城市辐射，逐步加大渗透度。今年公司通过车间改造和租赁增加的 1.5 万吨纯豆粉丝产能，以及明年募投项目达产新增的 2 万吨纯豆和杂粮粉丝产能，预计将主要通过商超渠道的扩张进行消化。

直营商超是公司主要的销售模式，目前公司进场销售的商超中 70%是直营，一线城市的大型商超（如沃尔玛、大润发、步步高、家家悦、京客隆、成都红旗、山东银座等）已经全部实现了直营。我们认为，直营商超占比和销售额的逐渐增加将给公司带来的诸多收益：

- 1) 提升公司利润率水平。粉丝的毛利并不高，而过去采取“公司-经销商-商超”的模式销售时，公司还要留出充足的利润给经销商以支付较大的商超费用。在公司有品牌和资金实力直供商超市场后，虽然增加了物流和商超费用，但节省的中间环节费用有利于提高公司的利润率水平，也为公司提高出厂价格提供了空间。
- 2) 摆脱对经销商的依赖。大多数粉丝企业小而分散，不得不依赖经销商销往终端市场，企业相对于对经销商和终端没有掌控和议价的能力，长期处于较为被动的状态难以进行市场扩张。
- 3) 提高品牌知名度。“双塔”粉丝的品质长期以来在经销商中积累了良好的口碑，但在消费者中的知名度较低。加大商超的销售可以借助商超的宣传，提升双塔的品牌知名度。公司已经请凯丽做形象代言，预计明年将开始在电视等媒体进行广告宣传，进一步提高公司品牌的知名度。
- 4) 提升品牌形象。有助于公司摆脱初级农产品加工形象，以高端和品质取胜，提高品牌价值，逐步增强对商超的议价能力。

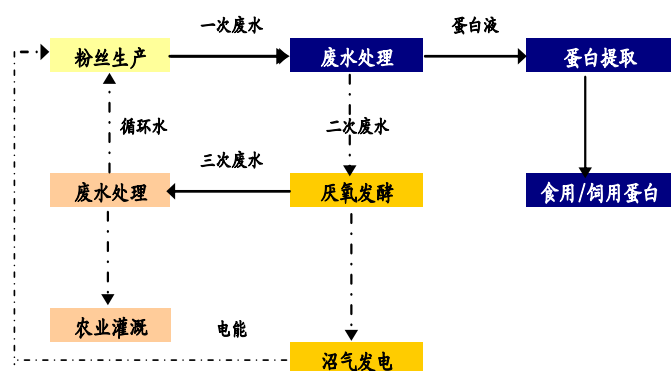
尽管公司已经以直营商超为主，但目前阶段还需要经销商协助进行全国配送，给经销商 6%左右的利润率。今年商超渠道销量计划增速 100%。

4. 循环经济为业绩锦上添花

公司积极研究和利用循环经济，将纯豆粉丝（以豌豆为主要原料）生产后的废水提取豌豆蛋白、沼气和乙醇，并利用废渣作为菌棒培育食用菌。公司自行研发了废水提取豌豆蛋白技术，蛋白回收率达到 95.50%；提取蛋白后的废水进入沼气工程生产沼气，用于发电，供应生产车间所用蒸汽和电能；沼气工程产生的沼渣经处理后作为有机肥料使用，处理达标的水源经沟渠输送至附近农田作为灌溉用水使用。此外，公司还使用生物技术从废渣中提取燃料乙醇，利用废渣作为菌棒培育食用菌等。

公司的循环经济路线，既能为公司节省能源成本，又能通过副产品的销售为公司创收。此外，由于公司的主要成本（豌豆等原料）都已经包含在粉丝环节，而豌豆蛋白等副产品生产环节仅承担制造费用和人工费用。

图 9 公司的粉丝生产循环经济图



资料来源：海通证券研究所

表 3 豌豆成分含量及能生产的粉丝和副产品

成分	含量	粉丝和副产品
淀粉	<50%	粉丝
蛋白质	20%	食用/饲用蛋白
纤维	15%	乙醇
水分	>10%	沼气
其他	5-9%	粉渣

资料来源：海通证券研究所

豌豆食用蛋白

过去公司从豌豆淀粉生产的废水中提取的蛋白主要是饲用蛋白，蛋白质含量在 50%左右，价格大约在 3000 元/吨，销售给周边的养殖企业。目前公司通过技术研发，成功将提取物的蛋白质含量提高至 80%，已经达到了美国的宠物食品添加蛋白应用标准。未来公司将逐渐缩小国内饲料蛋白的销售，积极谋求向国外出口食用豌豆蛋白。参考烟台海关类似豌豆蛋白的出口价格，大约在 7600 元/吨。

目前国内外食用蛋白行业使用最多的是大豆蛋白，主要由于大豆蛋白的产量更大、水溶性更好，广泛应用在植物蛋白饮料和植物蛋白粉等当中。豌豆蛋白较多使用在宠物食品的蛋白添加、以及饲料、肉制品、烘焙食品等。

豌豆蛋白的优势在于：相比其他植物蛋白，豌豆蛋白的分子量小，容易吸收；同样具备人体所需的 8 种氨基酸，并且赖氨酸含量更高（赖氨酸有助于肌体生长和骨骼健康）；没有转基因风险等。

公司今年有 2000 吨食用蛋白能够投产；明年公司的超募资金新投产和技改的生产线达产，食用蛋白产量将达到 10000 吨以上。如果成功出口到美国宠物食品企业，参考目前豌豆食用蛋白在当地海关的出口报价约在 8000 元/吨。

其他副产品：沼气和乙醇、有机肥、食用菌

沼气节省发电成本。公司从豌豆蛋白提取后的废渣中提取乙醇的初试已经成功，15000 吨燃料乙醇可以作为工业酒精销售；污水中提取的沼气可以代替煤炭发电，一天能为公司节省 1-2 万元发电成本。

食用菌增加额外收入。公司利用豌豆、绿豆生产粉丝后的部分废渣培育食用菌，达产后可生产食用菌菌种 7200 吨（其中，5400 吨食用菌菌种自用，1800 吨食用菌菌种对外销售）。公司目前在公司科技中心内建设食用菌科研楼，有 4 个食用菌种植大棚，每个大棚每年可产食用菌 40 吨，现在处于种植初期，达产销售后将为公司增加额外收入。

最后，公司利用废水沼气发电后产生的淤泥等剩余物，以及生产食用菌后产生的食用菌菌渣等剩余物，生产生物有机肥项目。

表 4 公司公告运用超募资金进行循环经济生产的投资计划

公告日期	公告项目	项目投入资金（万元）
2010 年 11 月 24 日	年产 8000 吨食用蛋白项目	3100
2010 年 11 月 24 日	实现年处理 32 万吨提取淀粉后的蛋白浆液，生产加工 8000 吨食用蛋白 粉丝生产中废料、粉渣综合利用项目	4234
2011 年 3 月 3 日	年产燃料乙醇 15000 吨，沼气 500 万立方米 利用部分豌豆/绿豆粉渣及农作物下脚料作为食用菌的重要栽培原料，进行食用菌种 植及食用菌菌种栽培	7592
2011 年 4 月 29 日	年产食用菌菌种 7200 吨，同时年产平菇、木耳、杏鲍菇等食用菌 5400 吨 投资废料再利用生产生物有机肥项目 年生产生物有机肥 20000 吨，其中生物有机肥 10000 吨，有机无机复混肥 10000 吨	1514

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 公司粉丝业务存在产能瓶颈，扩产项目与公司市场战略吻合

公司粉丝产能在 2008 年达到 30000 吨之后就没有进行大规模产能扩张，之后由于市场需求量大幅增加，公司采用延长生产时间的方式提升产能，2009 和 2010 年的产能利用率都在 100%以上，生产旺季经常出现产能不足的情况。

表 5 公司 2007-2010 年粉丝产能利用情况

	2007	2008	2009	2010
产能（吨）	18750	30000	30000	30000
产量（吨）	19022	29163	35225	39733
产能利用率（%）	101.45	97.21%	117.42	132.44

资料来源：公司招股说明书和年报，海通证券研究所

今年上半年公司进行了淀粉车间的扩产，年底可以将粉丝产能增加到 4.8 万吨；明年募投项目投产后产能可以达到 7 万吨。新增的产能绝大部分是纯豆粉丝，预计全部通过商超销售，与公司大力发展商超渠道的战略相符，但同时对公司营销能力提出更高要求。我们预计在公司品牌力和渠道力共同推动下，新增的产能可以顺利消化。

6. 公司粉丝和蛋白业务收入测算

公司未来主要的收入和盈利来源于粉丝和食用蛋白的生产销售，我们预计公司 2011-2013 年粉丝和蛋白业务的销售情况如下：

表 6 公司粉丝和蛋白业务收入测算

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入（万元）	29679.68	32405.26	45621.30	68827.97	94050.99
同比增速（%）	27.29	9.18	40.78	50.87	36.65
内销纯豆粉丝（万元）	12738.55	11527.21	19295.70	31837.90	52532.54
外销纯豆粉丝（万元）	2713.05	3258.30	5226.91	6794.98	8833.47
内销杂粮粉丝（万元）	7051.36	8847.27	11518.41	19527.07	20646.27
外销杂粮粉丝（万元）	1219.02	1708.95	2028.95	2769.51	3780.39
内销红薯粉丝（万元）	5460.23	6405.65	6682.94	6895.51	7099.86
外销红薯粉丝（万元）	497.47	657.88	868.40	1003.00	1158.47
蛋白业务 销售收入（万元）	1226.01	1599.50	3934.80	8000.00	9600.00

资料来源：公司年报和公告，海通证券研究所

7. 盈利预测和投资建议

我们对公司中长期的关注点在于：1）公司的粉丝市场开拓重心在商超，通过商超渠道的销售提升公司品牌形象和知名度，逐步向品牌快消品公司转型；2）公司作为产能和销量最大的正宗龙口粉丝生产企业，凭借规模、技术、成本、资金等优势，在行业集中度提升的过程中受益；3）公司通过有效利用循环经济，生产出食用蛋白、乙醇和沼气等高附加值副产品，降低生产成本的同时增加公司其他销售收入。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.69 元、1.14 元和 1.51 元，公司 11 月 9 日股价为 25.41 元，对应 2011-2013 年 PE 为 36 倍、22 倍和 17 倍。我们预测公司未来两年的业绩增长较快，主要是考虑到粉丝扩产和食用蛋白的销售。公司短期估值偏高，考虑到品牌提升、行业整合和循环经济将为公司打开中长期增长空间，我们给予公司 2012 年粉丝业务（贡献约 0.74）30 倍、食用蛋白业务（贡献约 0.35 元）20 倍、其他业务（贡献约 0.05 元）20 倍估值水平，对应目标价格为 30 元。公司能否顺利消化新增的粉丝产能和食用蛋白能否顺利销售，是近期最大看点。

风险与不确定性：（1）原材料大幅波动；（2）新增产能释放不及预期；（3）商超渠道开拓进度和效果不及预期；（4）食用蛋白实际销售不及预期；（3）食品质量风险。

以下是我们对公司 2011-2013 年的盈利预测。

表 7 双塔食品合并损益表及预测

利润表(万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	37044.62	60672.64	84452.97	114050.99
营业成本	27829.99	45926.94	61209.41	82943.75
营业税金及附加	257.23	370.17	550.84	719.86
销售费用	1170.06	2062.87	2955.85	3991.78
管理费用	1769.42	2730.27	3800.38	5132.29
财务费用	421.52	-180.00	-150.00	-100.00
投资收益	100.60	0.00	0.00	0.00
资产减值及公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5495.80	9762.40	16086.49	21363.30
营业外净收支	845.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	6341.07	9762.40	16086.49	21363.30
所得税费用	966.92	1464.36	2412.97	3204.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	5374.15	8298.04	13673.51	18158.81
每股收益（元）	0.45	0.69	1.14	1.51

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵 勇：食品饮料行业高级分析师

齐 莹：食品饮料行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。