

农林牧渔：雪榕生物（300511）年报点评

2017年3月17日

## 布局全国战略清晰，逆市扩张龙头崛起

### ㊦ 事件

公司发布 16 年年报，报告期内实现销售收入 9.99 亿元，同比下降 1.99%。实现归母净利润 1.05 亿元，同降 15.03%，其中单四季度净利为 0.74 亿元，同降 33.51%。公司拟每 10 股转 5 股派 1.5 元。此外，公司预计 2017 年一季度净利润 3000 万元-4500 万元，同比下降 14%-43%。

### ㊦ 金针菇工厂化率提升加剧市场竞争

公司是国内食用菌工厂化龙头，16 年主营产品金针菇产量达到 13.78 万吨，收入贡献占比为 78.92%。金针菇价格在传统消费旺季的大幅下跌、以及在香菇工厂化项目的前期投入是导致短期利润下滑的主要原因。16Q4、17Q1 金针菇市场均价同比降幅分别为-9%、-4%，但 16 年销量实现逆市增长 11.95%，公司的金针菇工厂化市场份额也由 12 年的 4.61%提升至 16 年的 16%，此外定增募投项目还将新增约占全国 9.23%的日产能。

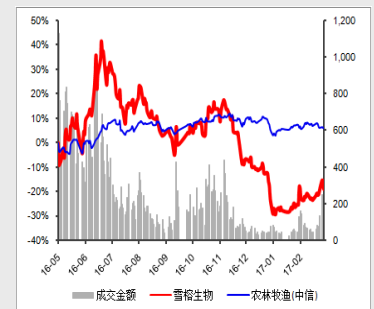
从金针菇价格的长期走势来看长周期属性偏弱而季节性规律较强，大部分时间在 7-9 元/公斤内波动，这主要是由于下游需求端如火锅餐饮等淡旺季明显。近三年技术成熟推动下金针菇工厂化率从 14 年 27.67%的提升至目前 50%左右，成为工厂化程度提升最快的菌类品种。产能的迅速扩大，导致价格中枢不断下移，2013 年-2016 年，公司金针菇每公斤平均售价分别为 7.52 元、6.66 元、6.40 元、5.72 元，14-16 年单位成本分别为 4.68 元、4.18 元、3.86 元。对比 16 年同期金针菇农贸市场批发均价 7.16 元/公斤，工厂化金针菇较传统种植方式单位面积成本优势明显，也是拉低金针菇市场整体价格的主要原因。未来随着工厂化率提升空间趋于饱和、以及落后产能的不断淘汰，金针菇价格将逐步稳定。同时玉米去库存阶段价格维持低位，也有利于公司成本端的改善。

### ㊦ 行业整合加速，龙头逆市崛起

针对日趋激烈的市场竞争，公司持续推进“全国布局战略”和“多品种布局战略”的“双轨驱动战略”。全国布局战略清晰，预计未来销量有望快速增长：一是市场拓展。立足现有市场继续跑马圈地，以点带面的方式辐射全国，定增项目完成之后，将在 900 公里运输半径内覆盖全国 90%的人口，从而在多区域的市场竞争中占得先机；二是渠道多元化。突破传统农贸大宗渠道限制，推动大型餐饮和连锁 KA 的直营合作，建立直营渠道宣传模式。公司充足的产能规模以及稳定的供货能力对大型餐饮企业具备天然吸引力，而锁定大客户有利于提升公司对中下游的议价能力，从而提高客户忠诚度、稳固竞争优势；三是成本控制与品牌营

推荐

市场表现 截至 2017.3.17



市场数据 2017-3-17

A 股收盘价 (元)	43.33
一年内最高价 (元)	78.27
一年内最低价 (元)	36.89
上证指数	3,237.45
市净率	5.07
总股本 (万股)	15,000
实际流通 A 股 (万股)	3,750
限售流通 A 股 (万股)	11,250
流通 A 股市值 (亿元)	16.25

分析师：袁晨

执业证书号：S1490516090003

电话：010-85556187

邮箱：yuanchen@hrsec.com.cn

证券研究报告

销。公司最新关键成本指标均高于同行，生物转化率上已超过 145%，杂菌污染率可控制在 0.01% 水平，单产超过 400 克。而在打造品牌价值、提升产品溢价方面，公司将加大对消费者推广的投入，创新推广物料与宣传平台，普及“一荤一素一菇”的健康饮食理念以及“雪榕生态菇”的烹饪之道，进一步强化终端渗透力度和品牌美誉度，从行业品牌向消费品牌转化，通过自下而上的消费拉力，最大程度缓解一二级批发商渠道的销售压力。

香菇工厂化是公司执行多品种布局战略的关键节点也是主要看点，香菇作为国内食用菌最大品类、且工厂化程度较低，拥有最为广阔的市场空间，试水香菇工厂化对于公司开发增量市场意义重大。但由于技术不够成熟，目前香菇新产品质量不稳定，且较高的前期投入对香菇产品的单位成本形成一定压力，造成香菇产品亏损，为确保香菇产品质量和效益，公司在调整生产工艺及培养基配方的同时，已将香菇产品日产能调减至 20 吨。另外，公司积极调整产品结构、增强产品盈利能力，在贵州工厂启动了海鲜菇及杏鲍菇生产车间改造。公司在食用菌多品种工厂化方面做出的尝试具有超前意识，开发更多的新品符合行业发展趋势与市场需求，未来发展值得期待。

### ⑤ 投资策略

产能的扩张，规模效益导致行业龙头与中小型食用菌生产企业在技术、成本、市场拓展能力方面的差距不断扩大，行业集中度在不断提高。通过一线市场的品牌建设与二三线市场的渠道下沉，公司在存量金针菇业务销量上有望获得超预期增长，而优秀的工厂化管理与成本控制能力有力保障了公司在主要产品价格波动、新品转型等短期扰动因素之下仍保持高于行业平均的盈利水平。随着“双轨驱动战略”的稳步推进，公司对渠道的议价能力与消费终端把控力得以不断增强，品牌价值与产品溢价空间进一步提升，有利于公司继续加深技术与商业壁垒，形成差异化优势，摆脱传统食用菌市场价格战为主的竞争策略。

预计公司 2017-18 年 EPS 分别为 1.19 元、1.53 元，对应动态 PE 分别为 36 倍、28 倍，鉴于食用菌行业整体估值水平较低，且公司在行业中具备显著竞争优势、未来销量有望快速增长，给予“推荐”评级。

### ⑤ 风险提示

金针菇价格持续下跌；香菇工厂化未达预期等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E
主营收入（百万元）	888.4	1019.0	998.7	1273.3	1547.6
同比增长（+/-%）	14.9%	14.7%	-2.0%	27.5%	21.5%
归属净利润（百万元）	95.5	123.4	104.8	178.3	230.1
同比增长（+/-%）	21.3%	29.2%	-15.0%	70.1%	29.1%
每股收益（元）	0.85	1.1	0.76	1.19	1.53
PE	50.98	39.39	57.01	36.46	28.24
PB	9.32	7.68	5.07	3.31	3.00

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

袁晨, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 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等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真: 010-85556173 网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)