雪榕生物（300511）：产能提升效益显著，龙头地位继续加强　　审慎推荐(维持)

农林牧渔

当前股价：21.16 元

报告日期：2017 年 8 月 3 日

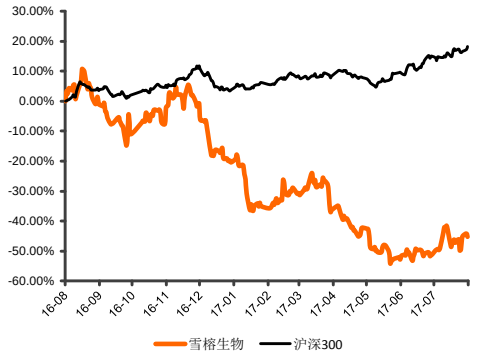
主要财务指标（单位：亿元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9.99	11.34	13.14	14.47
（+/-）	-1.99%	13.53%	15.86%	10.12%
营业利润	0.95	1.39	1.83	2.17
（+/-）	-16.24%	51.55%	30.96%	18.99%
归母净利润	1.05	1.39	1.82	2.17
（+/-）	-15.03%	32.62%	30.94%	18.98%
EPS（元）	0.47	0.62	0.81	0.96
市盈率	47	36	27	23

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	2.25 / 0.95
流通市值（亿元）	20.17
每股净资产（元）	5.78
资产负债率（%）	45.84%

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

行业研究员：万蓉
执业证书编号：S1050511020001
电话：021-54967577
邮箱：wanrong@cfsc.com.cn
联系人：朱瞰
电话：021-54967650
邮箱：zhukan@cfsc.com.cn

● 雪榕生物发布 2017 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 4.7 亿元，同比增长 10.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 4030 万元，同比增长 224.93%；实现扣非后净利润 3176 万元，同比增长 325.20%；基本每股收益 0.18 元/股。

● **调减亏损业务规模，毛利水平得到提升：**公司上半年净利润大幅增长主要原因包括：1）公司盈利能力此前受香菇业务的亏损所拖累，2017 年上半年公司将香菇日产能调减至 20 吨，并停止对香菇工厂化栽培的研究与投入，从而及时止损；2）公司 2017 年上半年产能得到明显提升，且金针菇价格较去年有所提高。由于公司调减亏损业务规模，上半年综合毛利率达到 23.50%，较上年同期增长 4.98 个百分点，且预计未来三项费用率保持稳定，因此公司有望在未来保持较高盈利能力。

● **产能居全国之首，生产工艺领先行业水平：**2017 年上半年，随着长春高榕“日产 40 吨金针菇项目”、贵州威宁日产 138.6 吨金针菇工厂化生产车间项目的建成投产，公司食用菌日产能达到 618.6 吨，其中金针菇日产能 572.6 吨，真姬菇 26 吨，香菇 20 吨，位居全国之首，随着公司定增募投项目将在 2017 年下半年投产，届时公司日产能将达到约 1000 吨，进一步巩固公司食用菌工厂化生产行业的龙头地位。此外，公司使用液体菌种代替固体菌种生产金针菇、真姬菇。在食用菌工厂化栽培领域，液体菌种相较于固体菌种，可使菌种生产周期缩短 60%-70%，食用菌栽培周期缩短 5%-15%，出菇合计周期缩短 40%-45%，而多数食用菌生产参与者未掌握液体菌种生产技术，大规模应用难以实现，因此公司在生产环节同样具有行业领先地位。

● **行业集中度较低，工厂化生产发展空间巨大：**从全球发达国家的经验来看，日本、韩国及欧美等发达国家的食用菌生产大都采用工业化种植技术，日本的工厂化食菌占有率达 90%以上，台湾、韩国达 95%以上。我国食用菌年产量占世界总产量的 75%以上，但工厂化生产起步较晚，2014 年全国食用菌工厂化产量仅占总产量的 6.04%。由于工厂化生产模式在我国处于发展初期，且国际食用菌工厂化种植已由欧美、日韩逐渐转移至我国，因此具有巨大发展空间，预计未来 10 年内工厂化产量将占总产量的 20%-30%，达到年产量 646-969 万吨。尽管公司目前是我国规模最大的工厂化食用菌栽培企业，但由于行业集中

度较低，公司在全国食用菌市场的占有率仍较小，未来具有广阔的发展空间。

● **盈利预测：**我们预计 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润至 1.39、1.82、2.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.81、0.96 元，PE 分别为 36、27、23 倍，虽然估值不具备明显优势，但考虑到食用菌产业正转向工厂化生产，具有较大发展空间，以及公司在行业内的领先地位，因此维持“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**（1）菌菇类价格波动；（2）食品安全；（3）募投项目实施不及预期等

公司盈利预测表

资产负债表				
（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
资产				
货币资金	90.03	11.34	265.67	602.03
应收和预付款项	40.25	68.11	57.13	80.55
存货	121.22	168.95	160.86	197.29
其他流动资产	80.16	80.16	80.16	80.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	13.37	10.92	8.47	6.02
固定资产和在建工程	1697.84	1475.43	1253.02	1030.61
无形资产和开发支出	201.67	179.22	156.76	134.31
其他非流动资产	137.00	124.23	111.45	111.45
资产合计	2381.54	2118.35	2093.53	2242.43
负债				
短期借款	540.00	177.40	0.00	0.00
应付和预收款项	205.72	205.46	227.51	221.09
长期借款	108.15	108.15	108.15	108.15
其他负债	237.81	237.81	237.81	237.81
负债合计	1091.67	728.82	573.47	567.05
所有者权益				
股本	150.00	225.00	225.00	225.00
资本公积	632.55	557.55	557.55	557.55
留存收益	499.72	598.93	728.83	883.38
归属母公司股东权益	1282.27	1381.47	1511.37	1665.93
少数股东权益	7.60	8.05	8.68	9.45
股东权益合计	1289.86	1389.53	1520.06	1675.38
负债和股东权益合计	2381.54	2118.35	2093.53	2242.43

现金流量表				
（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	317.28	347.82	491.65	394.81
投资性现金净流量	(765.33)	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	489.23	(426.52)	(237.32)	(58.45)
现金流量净额	41.18	(78.69)	254.33	336.36

利润表				
（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	998.68	1133.80	1313.62	1446.56
减：营业成本	768.31	817.92	929.65	1009.55
营业税金及附加	6.32	7.18	8.32	9.16
营业费用	17.86	26.92	31.19	34.35
管理费用	69.91	89.85	104.10	114.63
财务费用	42.43	52.48	57.74	61.56
资产减值损失	0.64	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	2.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	95.21	139.45	182.63	217.31
加：其他非经营损益	12.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	107.80	139.45	182.63	217.31
减：所得税	1.38	0.00	0.00	0.00
净利润	106.42	139.45	182.63	217.31
减：少数股东损益	1.62	0.46	0.63	0.77
归属上市公司股东的净利润	104.81	138.99	181.99	216.54

主要财务指标				
（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	998.68	1133.80	1313.62	1446.56
增长率(%)	-1.99%	13.53%	15.86%	10.12%
归母净利润	104.81	138.99	181.99	216.54
增长率(%)	-15.03%	32.62%	30.94%	18.98%
每股收益(EPS)	0.47	0.62	0.81	0.96
每股经营现金流	1.41	1.55	2.19	1.75
销售毛利率	23.07%	27.86%	29.23%	30.21%
销售净利率	10.66%	12.30%	13.90%	15.02%
净资产收益率(ROE)	8.17%	10.06%	12.04%	13.00%
市盈率(P/E)	47.36	35.71	27.27	22.92
市净率(P/B)	3.87	3.59	3.28	2.98
股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.01	0.01

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	〈(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn