

战略格局领先，业绩增长可持续

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年年度报告, 2017 年全年实现营业收入 13.3 亿元, 同比增长 33.2%。实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 16.8%。公司每股派发红利 0.12 元, 并以资本公积向全体股东每 10 股转增 9 股。公司同时发布了 2018 年一季度业绩预测, 预计实现归母净利润 1.1-1.2 亿元, 同比增长 127.9%-156.9%。
- **业绩短期低于预期。** 公司 2017 年业绩低于预期, 我们认为主要有三个方面原因。其一: 公司 2017 年产能大幅扩张, 至 2017 年年底已扩张至 900 吨日产能, 但产能投放主要集中在下半年, 扩张体现不明显。其二, 食用菌价格不稳定性较大。天气、蔬菜价格、行业供给等因素都会对食用菌价格产生影响。其三, 公司贵州厂正在实施香菇调减改为生产真姬菇和杏鲍菇项目, 2017 年该项目仍处于调整改良期, 进度低于预期, 导致 2017 年未能实现扭亏为盈。
- **食用菌工厂化市场空间巨大。** 我国工厂化种植方式栽培食用菌起步较晚, 食用菌产业仍以农户栽培为主。虽然近年来我国工厂化食用菌产量呈高速增长态势, 但占全国食用菌总产量的比重仍很低, 2014 年仅占 6.0%。对比日本的工厂化食用菌占有率达 90% 以上, 台湾、韩国达 95% 以上。预计未来 10 年内工厂化种植产量将占总产量的 20%-30%, 为公司业绩带来大幅增长。
- **格局领先行业, 进入收获期。** 纵观公司发展历程, 公司从 2009 年开始实施全国布局战略, 目前公司已有六大生产基地。随着公司新厂逐渐投产, 公司 2017 年年底产能已达 900 吨日产能, 按照公司规划, 预计 2018 年年底公司产能将达 1200 吨日产能, 足够抵御价格下行所带来的风险。未来协同效应愈发明显, 早期的布局将进入收获期。预计公司食用菌毛利率未来几年内将有显著提升。
- **盈利预测与评级。** 考虑公司项目推进不及预期, 我们下调盈利预测。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.03 元、1.55 元、1.95 元, 对应动态 PE 为 24 倍、16 倍和 12 倍。考虑公司为行业龙头, 且 2018 年为公司产能投放后首个完整年度。行业平均 25 倍估值, 给予公司 10% 溢价, 目标价 28.3 元, 下调为“增持”评级。
- **风险提示:** 食用菌价格大幅波动的风险; 定增计划推进、募投项目进度及达产或不及预期的风险; 香菇业务减亏程度或不及预期的风险。

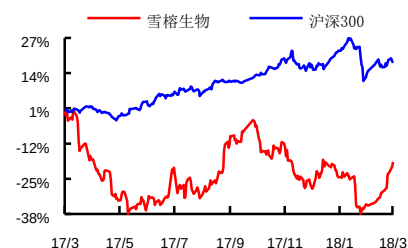
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1330.28	1852.69	2358.66	2800.01
增长率	33.20%	39.27%	27.31%	18.71%
归属母公司净利润(百万元)	122.41	235.07	353.78	445.25
增长率	16.79%	92.05%	50.50%	25.86%
每股收益 EPS(元)	0.54	1.03	1.55	1.95
净资产收益率 ROE	8.62%	14.33%	17.70%	18.20%
PE	45	24	16	12
PB	3.91	3.34	2.75	2.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn
 联系人: 徐卿
 电话: 021-68415832
 邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.29
流通 A 股(亿股)	0.91
52 周内股价区间(元)	18.48-45.2
总市值(亿元)	55.31
总资产(亿元)	38.77
每股净资产(元)	5.88

相关研究

1. 雪榕生物(300511): 持续高增长, 产能释放为公司业绩保驾护航 (2017-10-30)
2. 雪榕生物(300511): 内部止损效益初显, 持续布局海内外市场 (2017-08-01)
3. 雪榕生物(300511): 市场竞争加剧, 龙头优势明显 (2017-04-26)

关键假设：

1) 公司真姬菇和杏鲍菇将在未来两年逐步调整，实现扭亏为盈。预计公司真姬菇和杏鲍菇 2018-2020 年毛利率为-5%、5%、10%。

2) 受益于公司布局的全国销售渠道，此次新增工厂皆依托原有工厂为基础进行扩张建设，完工之后将有利于公司产品降低成本。预计公司金针菇 2018-2020 年销量增速分别为 45%、30%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
金针菇	收入	1,091.41	1,582.54	2,057.31	2,468.77
	增速	38.48%	45.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	25.61%	28.00%	28.50%	29.00%
真姬菇和杏鲍菇	收入	204.37	235.03	265.58	294.79
	增速	47.42%	15.00%	13.00%	11.00%
	毛利率	-13.03%	-5.00%	5.00%	10.00%
香菇	收入	22.18	22.18	22.18	22.18
	增速	-62.12%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	3.83%	4.00%	4.50%	5.00%
其他	收入	12.32	12.94	13.58	14.26
	增速	-7.85%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	84.50%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	1,330.3	1,852.7	2,358.6	2,800.0
	增速	33.20%	39.27%	27.31%	18.71%
	毛利率	19.85%	23.89%	25.92%	27.07%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1330.28	1852.69	2358.66	2800.01	净利润	122.09	236.98	355.73	447.26
营业成本	1066.18	1410.09	1747.18	2042.07	折旧与摊销	205.04	251.02	251.02	251.02
营业税金及附加	9.52	12.74	16.44	19.43	财务费用	40.61	49.51	56.89	62.35
销售费用	21.22	37.05	47.17	70.00	资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.13	111.16	141.52	168.00	经营营运资本变动	313.90	-226.90	106.04	93.39
财务费用	40.61	49.51	56.89	62.35	其他	-376.97	0.07	-0.13	0.05
资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	305.73	310.70	769.56	854.08
投资收益	0.77	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1037.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-49.05	-1.35	0.19	0.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1086.24	-1.35	0.19	0.11
营业利润	123.53	232.13	349.45	438.16	短期借款	170.48	-53.08	-65.40	21.00
其他非经营损益	-6.33	2.03	0.04	0.37	长期借款	657.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.20	234.16	349.50	438.53	股权融资	48.02	0.00	0.00	0.00
所得税	-4.90	-2.83	-6.24	-8.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	122.09	236.98	355.73	447.26	其他	-5.59	-125.83	-56.89	-62.35
少数股东损益	-0.31	1.91	1.95	2.01	筹资活动现金流净额	870.86	-178.91	-122.29	-41.35
归属母公司股东净利润	122.41	235.07	353.78	445.25	现金流量净额	89.36	130.44	647.46	812.84
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	240.10	370.54	1017.99	1830.83	成长能力				
应收和预付款项	46.60	73.02	88.01	104.47	销售收入增长率	33.20%	39.27%	27.31%	18.71%
存货	296.68	392.58	486.76	569.00	营业利润增长率	29.75%	87.92%	50.54%	25.38%
其他流动资产	5.22	7.27	9.25	10.98	净利润增长率	14.73%	94.10%	50.11%	25.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.62%	44.28%	23.41%	14.32%
投资性房地产	11.52	12.87	12.69	12.58	获利能力				
固定资产和在建工程	2720.43	2489.35	2258.26	2027.17	毛利率	19.85%	23.89%	25.92%	27.07%
无形资产和开发支出	228.41	223.85	219.29	214.73	三费率	11.05%	10.67%	10.41%	10.73%
其他非流动资产	287.41	272.03	256.66	241.28	净利率	9.18%	12.79%	15.08%	15.97%
资产总计	3836.38	3841.51	4348.91	5011.05	ROE	8.62%	14.33%	17.70%	18.20%
短期借款	710.48	657.40	592.00	613.00	ROA	3.18%	6.17%	8.18%	8.93%
应付和预收款项	238.42	261.94	335.03	399.84	ROIC	7.06%	9.83%	14.64%	19.74%
长期借款	766.10	766.10	766.10	766.10	EBITDA/销售收入	27.75%	28.75%	27.87%	26.84%
其他负债	705.02	502.21	646.19	775.25	营运能力				
负债合计	2420.02	2187.65	2339.32	2554.19	总资产周转率	0.42	0.48	0.58	0.60
股本	228.55	228.55	228.55	228.55	固定资产周转率	0.73	0.80	1.13	1.51
资本公积	602.01	602.01	602.01	602.01	应收账款周转率	89.62	87.90	84.51	82.49
留存收益	599.24	834.32	1188.10	1633.35	存货周转率	5.09	4.08	3.97	3.86
归属母公司股东权益	1387.13	1622.72	1976.50	2421.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.44%	—	—	—
少数股东权益	29.23	31.14	33.09	35.10	资本结构				
股东权益合计	1416.36	1653.86	2009.59	2456.85	资产负债率	63.08%	56.95%	53.79%	50.97%
负债和股东权益合计	3836.38	3841.51	4348.91	5011.05	带息债务/总负债	61.02%	65.07%	58.06%	53.99%
					流动比率	0.37	0.63	1.07	1.47
					速动比率	0.18	0.33	0.74	1.14
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.54	1.03	1.55	1.95
					每股净资产	6.20	7.24	8.79	10.75
					每股经营现金	1.34	1.36	3.37	3.74
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	369.18	532.66	657.37	751.53					
PE	45.19	23.53	15.63	12.42					
PB	3.91	3.34	2.75	2.25					
PS	4.16	2.99	2.34	1.98					
EV/EBITDA	18.08	12.04	8.67	6.53					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn