



行业整合迎来机遇，公司龙头优势蓄势待发

投资要点

- **推荐逻辑:** 行业龙头企业产能扩张带来行业洗牌，高成本小型企业快速退出，形成供给缺口。公司有望凭借龙头优势整合行业，快速提升市占率。
- **行业迎来整合。** 自2014年至今行业经历了两次半洗牌。第一次由于金针菇工厂化发展迅速，农民菇数量快速减少。2015、2016年农民菇数量同比减少23%、33%。第二次自2016年开始，小型工厂由于利润被压缩而逐渐退出市场，主要由于行业产能过剩，企业利润被压缩，售价击穿成本较高的小厂。目前行业已处于低利润率多年，配合龙头企业的逐步扩张，行业或将引来整合机遇。我们认为公司有望凭借产能、销售渠道等多方面优势脱颖而出，成为行业最受益者。
- **行业供给出现缺口。** 2018年一季度龙头企业已将2017年新扩张产能成功释放，但一季度价格稳中有升，说明一季度金针菇供需平衡。二季度价格突然超跌是由于农民菇夏季集中出菇，农民菇占总量约15%，导致二季度供给同比增长超过25%。短期供过于求，导致金针菇价格跌破4元/公斤的历史低点。从二季度过后价格迅速反弹的趋势看，在经历了行业历史夏季价格低点后，小型工厂加速退出步伐。因此导致剩余农民菇不出菇的三、四季度行业将出现供给缺口。且由于目前行业的低利润率，新进入企业至少需要7-8年回本周期的，导致新进入行业竞争者可能性低。
- **2018年行业或将复制2015年历史高点。** 2015年受益于冬季天气影响，蔬菜价格出现大幅上涨，带动与蔬菜价格具有强相关性的食用菌价格上升。以及叠加行业农民菇大幅退出，金针菇价格突破12元/公斤。而反观2018年，受消费回暖、寿光水灾等多种因素影响，全国蔬菜价格整体上涨。进入9月后，由于天气等因素的影响，28种蔬菜均价已经达到4.3元/公斤。考虑经历第二季度的行业洗牌阶段后，行业出现供给缺口，有望复制2015年情况，2018年四季度有望突破10元/公斤，大幅提升公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2018-2020年EPS分别为0.61元、0.72元、0.95元。对应动态PE为12倍、10倍和8倍。考虑行业2019年平均15倍估值，给予公司2019年目标估值15倍，目标价10.8元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧导致产品价格下降的风险；销售价格及利润季节性波动风险；毛利率下降的风险；业务规模扩大可能导致的管理风险。

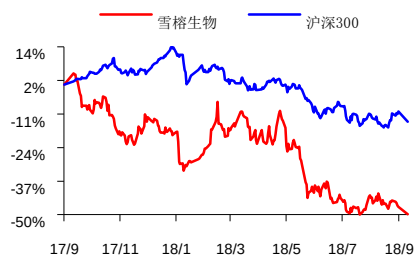
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1330.28	1798.12	2287.71	2714.88
增长率	33.20%	35.17%	27.23%	18.67%
归属母公司净利润(百万元)	122.41	263.77	313.82	410.46
增长率	16.79%	115.49%	18.98%	30.79%
每股收益EPS(元)	0.28	0.61	0.72	0.95
净资产收益率ROE	8.62%	16.04%	16.49%	18.25%
PE	26	12	10	8
PB	2.23	1.91	1.65	1.40

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)	4.34
流通A股(亿股)	2.34
52周内股价区间(元)	7.25-28.8
总市值(亿元)	31.61
总资产(亿元)	38.31
每股净资产(元)	3.28

相关研究

1. 雪榕生物(300511): 金针菇价格腾飞, 带动公司业绩超预期 (2018-09-19)
2. 雪榕生物(300511): 涨价预期强烈, 公司业绩有望快速提升 (2018-08-30)
3. 雪榕生物(300511): 中原逐鹿, 布局行业之首 (2018-07-24)
4. 雪榕生物(300511): 产能扩张优势初显, 龙头地位稳固 (2018-04-12)
5. 雪榕生物(300511): 战略格局领先, 业绩增长可持续 (2018-03-15)
6. 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)

目 录

1 金针菇龙头企业.....	1
2 中国食用菌行业市场逐渐成熟.....	2
2.1 食用菌产业发展迅速，整体规模不断扩容	2
2.2 食用菌工厂化比例逐年上升	3
2.3 行业整合趋势明显	6
3 金针菇价格有望创下新高.....	7
3.1 蔬菜价格上涨带动金针菇价格回升	7
3.2 金针菇行业走出低谷，或将迎来大涨	10
4 金针菇行业龙头地位稳固.....	14
4.1 金针菇市场规模稳步增长，公司产能第一	14
4.2 上游供给量增价减，下游消费有力支撑	15
4.3 全国产销联动，抵御价格风险	16
4.4 生产布局合理，销售网络健全	18
5 香菇扭亏为盈，战略领先行业	19
5.1 香菇扭亏转盈	19
5.2 推进全国布局战略，积累海外布局经验	22
5.3 多品种布局战略	22
6 盈利预测与估值.....	23
7 风险提示	24

图 目 录

图 1: 2013 年以来雪榕生物主营业务分类情况	1
图 2: 公司 2013 年以来营业总收入情况	2
图 3: 公司 2013 年以来归母净利润情况	2
图 4: 2001-2016 年我国食用菌产量及增长率	2
图 5: 2001-2016 年我国食用菌产值及增长率	2
图 6: 2016 年我国食用菌各地产量占比情况	3
图 7: 2016 年我国食用菌各种类产量占比情况	3
图 8: 2008-2016 年全国食用菌工厂化企业数量变化图 (个)	4
图 9: 2016 我国食用菌工厂化企业分布	4
图 10: 2010-2016 年我国食用菌工厂化生产总产量和日产量	4
图 11: 2016 年我国食用菌工厂化各品种产量对比分析图	4
图 12: 工厂化金针菇数量与占比	6
图 13: 农户种植金针菇数量与占比	6
图 14: 金针菇全国批发市场均价	7
图 15: 寿光上游水库泄洪示意图	8
图 16: 北京新发金针菇均价与全国 28 种重点监测蔬菜均价比对	9
图 17: 金针菇全国批发市场均价	10
图 18: 农民种植金针菇占比预测	11
图 19: 2016 年 1 月降温预报图	12
图 20: 2016 年 1 月降温预报图	13
图 21: 近五年北京新发金针菇均价	13
图 22: 2007-2016 年我国金针菇产量走势图 (万吨)	14
图 23: 2010-2016 年工厂化金针菇日产总量走势图 (吨)	14
图 24: 2013-2022 年中国餐饮业以及火锅餐厅总收入	15
图 25: 2000-2016 年我国城乡居民家庭人均收入 (元)	16
图 26: 2000-2016 年中国城乡居民平均年食品消费支出 (元)	16
图 27: 2014-2016 年北京金针菇价格与气温变化图	17
图 28: 香菇工厂化生产	19
图 29: 日本与中国的人均年工资对比	20
图 30: 2007-2018 年泰国从中国进口食用蔬菜	22

表 目 录

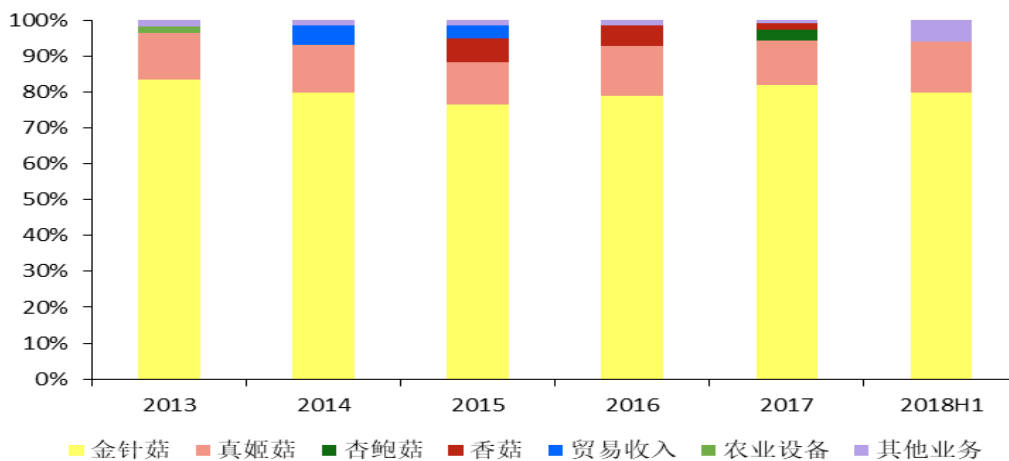
表 1: 食用菌工厂化生产模式与传统生产模式对比	5
表 2: 食用菌工厂化优势	6
表 3: 寿光水灾事件梳理	8
表 4: 金针菇价格与蔬菜价格序列的相关系数	10
表 5: 食用菌龙头企业项目投产时间	11
表 6: 食用菌企业食用菌日产能	17
表 7: 雪榕生物生产基地一览	18
表 8: 雪榕生物 2016、2017 年食用菌行业营业收入与成本	20
表 9: 食用菌生产模式比较	21
表 10: 雪榕生物 2017 年经营数据	23
表 11: 分业务收入及毛利率	23
表 12: 可比公司估值对比	24
附表: 财务预测与估值	25

1 金针菇龙头企业

雪榕生物是一家以现代生物技术为依托，以工厂化方式生产食用菌的现代农业企业。主营业务为鲜品食用菌的研发、工厂化种植与销售，在上海、吉林、四川、山东、广东、贵州等地区投资建设了综合性食用菌工厂化企业。主要产品包括金针菇、真姬菇（含蟹味菇、白玉菇和海鲜菇）、香菇、杏鲍菇等鲜品食用菌。2018 年，公司食用菌日产能已达到 1060 吨，是金针菇行业的绝对龙头。

公司主营业务结构：从 2018 年上半年年报来看，公司收入主要来自金针菇，上半年金针菇营收占比高达 80%，真姬菇营收占 14%，其他业务占 6%。由于扩大产能，金针菇营收较去年同期增长 50%，真姬菇营收扩大 228%，整体营收增长 72%。

图 1：2013 年以来雪榕生物主营业务分类情况

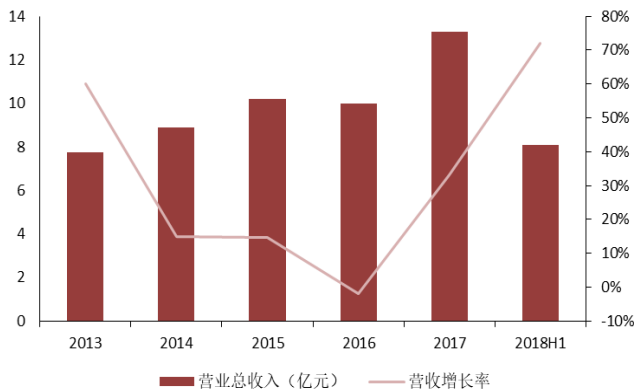


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司 2018 年半年报显示，上半年实现营业收入 8.1 亿元，同比增长 71.9%，实现归属股东净利润 0.3 亿元，同比减少 22.6%。主要由于食用菌价格的季节性波动以及利息支出增加所致。由于雪榕生物金针菇的日产能 2016 年至 2018 年从 394 吨增至 960 吨，导致市场上金针菇供给过多，因此今年二季度价格一度跌入低谷，最低跌至 4.6 元/千克。进入 6 月后，金针菇价格开始稳步回升，截止 9 月 10 日，全国均价达到 7.9 元/千克。

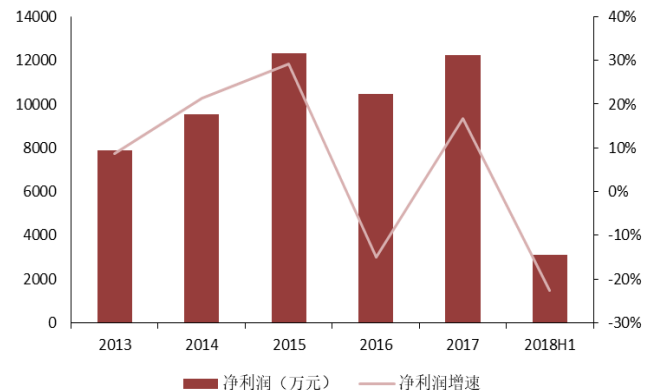
由于三季度食用菌产品价格上涨，同时 2018 年第三季度台风、水灾等自然灾害对部分蔬菜种植地区造成严重影响，蔬菜供应偏紧，食用菌产品价格随蔬菜价格快速回升。公司于 9 月 18 日发布前三季度业绩预报显示：前三季度预计实现净利 1.2-1.5 亿元，同比增 50.5%-79.6%，单三季度实现净利润 0.9-1.2 亿，同比增加 120.5%-177.5%，业绩超出预期。下半年随着消费旺季冬季的来临，以及农民菇由于天气渐冷导致种植难度加大，供给快速减少，预计下半年金针价格会继续回升，年底全国均价或将达到 10 元/千克。

图 2：公司 2013 年以来营业总收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2013 年以来归母净利润情况



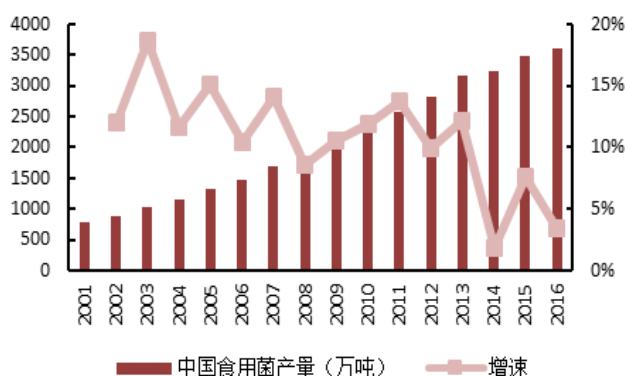
数据来源：Wind，西南证券整理

2 中国食用菌行业市场逐渐成熟

2.1 食用菌产业发展迅速，整体规模不断扩容

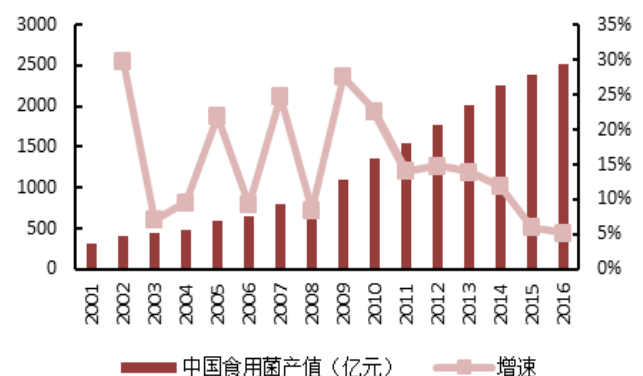
中国食用菌行业市场发展已经逐渐成熟。改革开放以来，我国食用菌产业发展迅速，根据中国食用菌协会统计数据显示，1978 年中国食用菌产量还不足 10 万吨，产值不足 1 亿元；而 2016 年总产量达到 3579 万吨，比 2015 年增长 3.5%，总产值达到 2517 亿元，比 2012 年增长 5.2%。2001 年至 2016 年，我国食用菌产量的年均复合增长率约为 10%，产值的年均复合增长率约为 13.9%。食用菌行业未来发展空间十分广阔。按国家十二五规划国内生产总值年均增速 7% 保守估计，到 2020 年，我国食用菌产量和产值将达到 5090 万吨和 3240 亿元。

图 4：2001-2016 年我国食用菌产量及增长率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：2001-2016 年我国食用菌产值及增长率



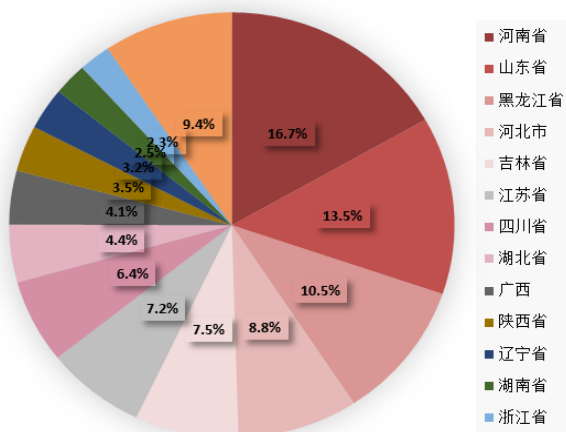
数据来源：招股说明书，西南证券整理

我国已调查到的食用菌种类有 936 种，可人工栽培的种类近 60 种，目前已商业化规模栽培的种类达 36 种，主要品种有香菇、双孢蘑菇、平菇、金针菇、黑木耳、毛木耳、银耳等常见的“四菇三耳”，及巴氏蘑菇、真姬菇、蛹虫草、杏鲍菇、白灵菇、羊肚菌、猴头菇、秀珍菇、姬菇、榆黄蘑、鸡腿菇、茶薪菇等珍稀和药用食用菌。

2016 年，产量超过百万吨的品种有 6 个，分别是：香菇（835.3 万吨）、黑木耳（690.5 万吨）、平菇（498.5 万吨）、双孢蘑菇（254.7 万吨）、金针菇（226.2 万吨）和毛木耳（171.3 万吨），总产量占当年全国食用菌总产量的 76.9%。产量在 90~20 万吨的食用菌品种依次是杏鲍菇、茶树菇、滑菇、银耳和秀珍菇 6 个品种。初步形成了传统品种、工厂化品种、药用食用菌和野生食用菌四大品类格局。

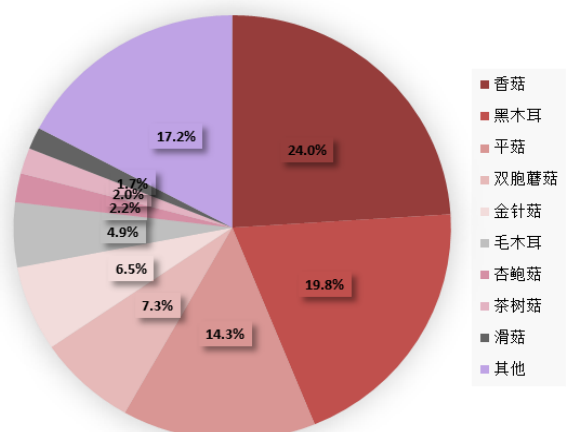
我国幅员辽阔，各地的食用菌产业依据自身优势形成不同发展格局。长江三角洲地区依靠资金、技术和人才优势，在金针菇、杏鲍菇、双孢蘑菇、真姬菇、绣球菌等工厂化生产方面持续领先，集中度不断增强，生产技术水平紧追欧洲及美、日、韩等发达国家，形成了工厂化生产优势基地。福建、广东等产区依靠行业人文基础，大力开展长根菇、大杯蕈等珍稀食用菌栽培，并形成了漳州双孢蘑菇、毛木耳和古田袋栽银耳等优势生产基地。浙江、福建等产区依据特殊自然环境，在香菇栽培方面已形成周年生产，湖北、河南等区和河北、山西等产区，则分别形成了秋栽和夏栽香菇优势生产基地。四川等产区已经形成羊肚菌、毛木耳、段木银耳及黑木耳等优势生产基地。东北产区则是袋栽黑木耳、榆黄蘑、滑菇等优势生产基地。

图 6：2016 年我国食用菌各地产量占比情况



数据来源：中国食用菌产业年鉴（2016 年），西南证券整理

图 7：2016 年我国食用菌各种类产量占比情况



数据来源：中国食用菌产业年鉴（2016 年），西南证券整理

2.2 食用菌工厂化比例逐年上升

我们认为，中国食用菌工厂化生产具有广阔的发展前景，主要体现在：（1）行业集中度低，传统农户生产仍是中国食用菌生产的主要模式；（2）工厂化生产比例具备较大提升空间；（3）工厂化栽培具备较高进入壁垒；（4）中国食用菌市场逐渐走向成熟。

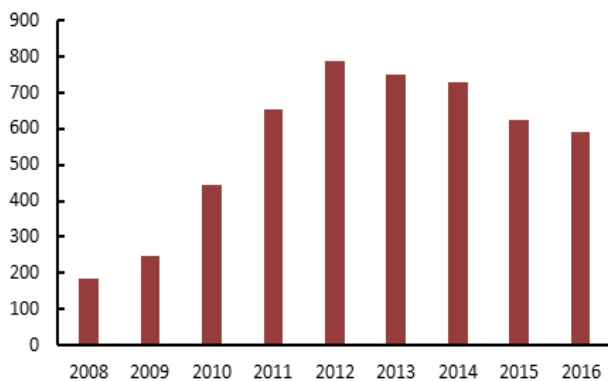
目前，我国食用菌主要以传统生产方式进行，不能形成规模，质量不稳定，无法有效抵御市场风险，造成由于该种生产方式导致行业进入壁垒较低，大量农户从事生产，使得对生产技术要求不高的菌菇种类大规模种植，利润水平无法上升。但食用菌以工厂化方式生产，可以形成规模效应，亦有较好的采购、销售渠道，技术先进，生产质量稳定，能够常年满足巨大的市场需求，保持了一定的利润率水平。

农民菇的成本比雪榕低，但没有计算机会成本。公司产品销售会受到低价农民菇的冲击，但是考虑农民菇成本的时候应该看到，农民在为自家产品定价的时候并不计算自己和家庭成

员的人工成本。事实上如果加上机会成本,农民菇的收益率很低。随着居民平均收入的提高,农民种植食用菌的机会成本将进一步提高,农民菇退出、工厂菇份额扩大是行业发展的趋势。

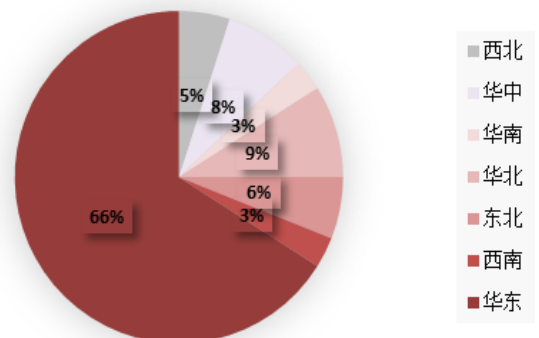
工厂化种植模式在中国正处在发展初期,还有很大的发展空间。2008 年以后,在国家产业调整和惠农政策带动下,我国食用菌工厂化生产得到快速发展,到 2012 年企业数量、年产量等都达到历史峰值。但在之后的几年里,受生产成本不断上涨、产品价格和企业利润同比下滑等因素影响,我国食用菌工厂化企业数量从 2013 年开始连续呈现下降趋势,由 2012 年的 788 家下降到 2016 年的 590 家,年均降幅达到 6.9%。

图 8: 2008-2016 年全国食用菌工厂化企业数量变化图 (个)



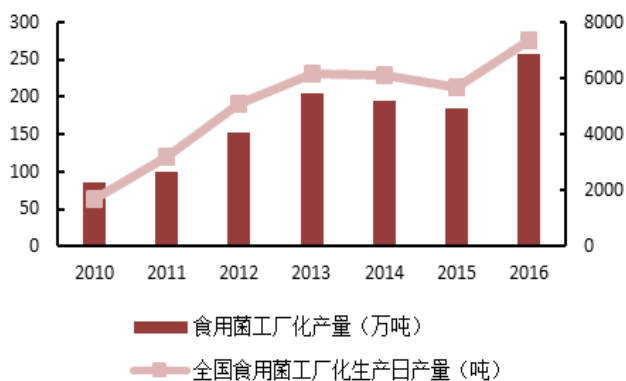
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 9: 2016 年我国食用菌工厂化企业分布



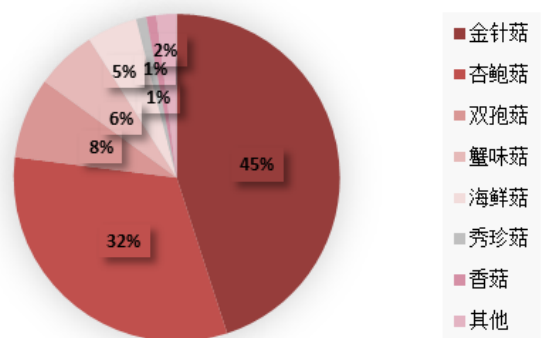
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 10: 2010-2016 年我国食用菌工厂化生产总产量和日产量



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 11: 2016 年我国食用菌工厂化各品种产量对比分析图



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

调查数据显示, 福建、江苏、山东、浙江、上海等华东沿海经济发达地区 2016 年食用菌工厂化企业数量占到全国总量的 66%, 处于产业高聚集区。而受西部大开发以及产业扶贫等政策因素影响, 近几年中西部和东北地区以香菇、黑木耳为代表的食用菌产业得到快速发展, 但其生产方式仍以农民参与度较高的“公司+基地+农户”的分散合作模式为主, 工厂化生产发展比较缓慢, 主要原因是这些地区开展工厂化生产的原料运输、用水用电等成本较高。随着土地资源、生产原材料、劳动力、运输物流等资源环境的变化, 未来陕西、甘肃、贵州、新疆等西部地区, 以及东北黑龙江、吉林、辽宁等东北地区的食用菌工厂化将迎来较大发展空间。

工厂化食用菌是大势所趋。食用菌工厂化生产具有高投入、高科技、高产出的特点, 是

食用菌生产由传统粗放型向现代化、智能化发展的必然趋势，也是我国食用菌产业加快国际化进程，赶超世界先进生产技术水平的重要途径。工厂化食用不受自然条件影响，生产稳定。由于可以人工调节食用菌的生长环境条件，能达到全年连续生产，不分正反季节，天天出菇，全年上市。

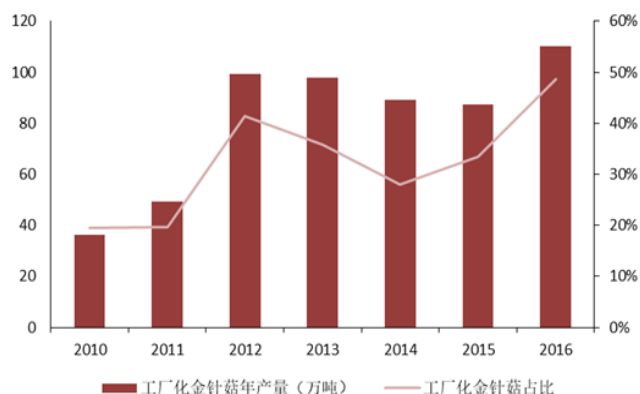
表 1：食用菌工厂化生产模式与传统生产模式对比

经营环节		工厂化生产模式	传统生产模式
研发	菌种研究、培育	成立专门的研发中心，对食用菌新菌种进行研制，并保证菌种在一定时期内不会退化对菌种进行培育、扩繁，达到可用于生产接种的级别。	通过科研、制种单位或个人购买，通常无菌种研究或培育环节
	培养基配方	研发中心研制食用菌工厂化生长所需的原料配方，包括原料的用料及用呈配比，以符合菌菇生产的最有利条件	根据菇农的经验或就地取材以确定培养基的原料
采购		具有长期稳定的原材料供应商采购流程规范，具备较强的议价能力，法律职责清晰 对所采购的原料进行质呈检测	以零购的方式采购原材料，质呈难以保证
生产	搅拌、装瓶及打孔	按照公司研发中心确定的配方，用搅拌机对诸如玉米芯、米糠、麸皮等原料进行充分搅拌 由装瓶机将搅拌均匀的培养基原料装入生产瓶，并打孔	手工对原材料进行搅拌，通常搅拌不充分、不均匀
	灭菌	将装入原料的生产瓶送入灭菌器，进行高温灭菌处理 灭菌器对灭菌时间、温度都有精确控制，保证灭菌效果 灭菌完毕，生产瓶直接进入无菌环境，等待接种	采用土灶灭菌的方法，将装入灭菌袋的原材料堆放于灭菌灶，灶内烧火，利用蒸汽灭菌灭菌效果不佳
	接种	在处于无菌环境的接种室内进行，严格保证培养基、菌种、接种设备的洁净操作工人身着无菌服，进入接种室需进行风淋采用全自动接种机，将菌种均匀分布于生产瓶内	人工接种，接种环境及人员卫生状况不佳，较易发生杂菌污染
	养菌	在养菌房中进行对养菌过程中的温度、湿度、光照、二氧化碳含里等食用菌生长因素进行控制，确保菌丝的生长环境达到最优消毒措施确保养菌环境的洁净、无杂菌	通常在自然环境下进行，温度、湿度等食用菌生长因素受自然环境的影响
	搔菌	采用去皮机，挖除表面干燥老菌，并对生长中的菌丝进行水分补给促进新菌的新陈代谢，刺激菌体生长	基本无搔菌环节

数据来源：招股说明书，西南证券整理

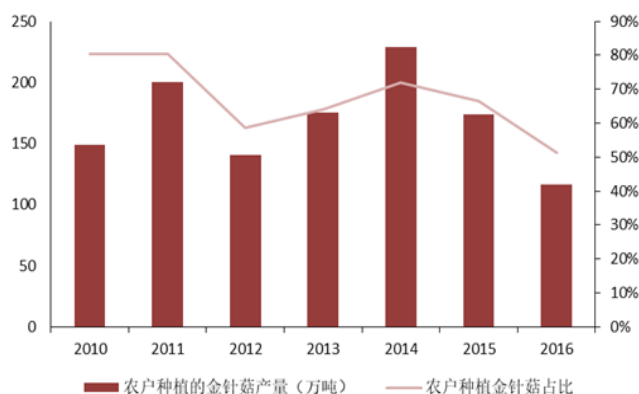
农民菇产量逐渐缩小，工厂化趋势日益明显。我国食用菌工厂化产量从 2010 年的 85 万吨上升至 2016 年的 257 万吨，平均年复合增长率达 17.1%。2016 年，我国工厂化生产食用菌主要品种有金针菇、杏鲍菇、双孢菇、蟹味菇、海鲜菇、白灵菇等，其中，金针菇、杏鲍菇两个品种之和达到 197.62 吨，占全部年产量的 76.9%。杏鲍菇作为白灵菇的替代产品和金针菇的转型产品，产量一直处于增长趋势，2016 年日产量达 2441.5，相比 2015 年增幅达 15.92%。工厂化金针菇日产量达到 3022.4 吨，比 2015 年增加了 631 吨，增幅达到 26.4%。截止 2016 年，工厂化金针菇已占到 50% 左右，2017 年雪榕生物等金针菇龙头企业扩大产能，且 2014 年以后农民种植的金针菇数量持续减少。预计 2018 年农民种植的金针菇产量只会占到 20% 左右，这部分的产能能够保留主要是由于重庆等地方人民的口味偏好。

图 12：工厂化金针菇数量与占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 13：农户种植金针菇数量与占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

工厂化生产比例逐年上升是因该生产模式具有以下优势：（1）极大提高食用菌生产效率，节约土地与劳动力；（2）实现食用菌周年化生产；（3）质量可控，产品安全可靠；（4）吸收农村富余劳动力；（5）有利于产业转型与产品升级；（6）可复制性强，有利于企业抓住市场机遇，实现迅速稳定扩张。

表 2：食用菌工厂化优势

工厂化食用菌与农户栽植食用菌差异
规模大质量好。日产能达几吨、十几吨或几十吨，且在工厂化生产过程大多实现机械化、半机械化，生长环境由控制系统自动调节,相对手工操作要节约大量的劳动力,般周年生产可达 8~10 茬。一亩面积广房产量可达到 6 亩温室大棚的产量。工厂化生产为食用菌创造了适宜的生长条件，质量达到产品的安全绿色(有机)标准。
菌种无污染。工厂化生产大多选用液体菌种，菌种低温保存在无菌环境内，杜绝菌种遭受污染；工厂化接种环节全部由机器完成，可有效降低杂菌感染率，同时提高工作效率，并且接种过程中的空气可达到国家空气净化 100 级标准，保证接种环节不受污染。
选料高标准。培养基原料是栽培食用菌的“土壤”。工厂化生产从原料供应的源头就狠抓质量，不仅要严格考察原料供应商的资质，而且要按照业内明确规范指标采购木屑、米糠、玉米芯、棉籽壳、麦皮等培养基原料，对原材料的 PH 值、水分、灰份、蛋白质、纤维等要素进行仪器检测和平板检测，确保原材料的质量符合生产要求。随后，采用自动搅拌机对培养基进行三级均匀搅拌，然后再用高压灭菌炉对培养基进行灭菌，避免病菌、杂菌的残留。
采收贮藏专业化。采收方面，工厂对采收工人设有专项训练与考核，保证工人专业采收菌菇；贮藏方面，应用鲜菇自动真空包装设备，结合真空、低温等物理保鲜措施，保障产品安全、无害、并延长食用菌的保鲜期。
减少销售环节。工厂化企业一般在各地农批市场设有专门的直营店，产品通过直营店分销给二级经销商，或者是直接采用“农超”、“农商”等经营模式，产品直接面对消费者，减少了中间流通环节，更有利于保证产品质量。
管理先进。通过现代企业管理模式，组织员工，分工协作，有序生产。不断建立和完善食用菌生产流程可追溯体系，在产品上设置二维码，消费者可通过扫码就可以知道该产品的原产地、生长过程，以及各种营养参数等产品相关信息。

数据来源：CNKI，西南证券整理

2.3 行业整合趋势明显

金针菇行业正处于周期底部，整合速度加快。截止 2018 年，金针菇行业已经经历了两个半周期。根据《中国食用菌产业年鉴（2016 年）》，截止 2016 年 9 月，全国食用菌工厂化生产企业数量共有 590 家（含在建企业 27 家），企业数量比 2012 年减少了 198 家，年均降幅达到 6.88%。主要原因是近年来工厂化生产食用菌企业不断涌现，行业产能规模持续扩大，

使得市场竞争加剧,个别品种、个别区域出现了供需失衡的情况,企业优胜劣汰、数量减少,是行业整合和逐步成熟的表现。

从 2016 年开始,各项成本的增加都在压缩食用菌企业的利润空间,除能耗成本、人力成本、运输成本等增加外,2017 年上半年开始的全国环保严查对食用菌生产成本影响明显,不少地方不允许使用燃煤、燃气锅炉,更不允许将废菌棒直接燃烧,要求改为使用电能,这增加了设备投入和耗能成本。环保也导致原材料成本大幅提升,如纸箱、塑料袋、周转筐等的价格涨幅高达 50%。生产成本上升而产品价格下降,企业生存艰难。

图 14: 金针菇全国批发市场均价



数据来源: Wind, 西南证券整理

2017 年下半年金针菇价格也没有大幅提升,2017 年 11 月金针菇每千克价格仅为 6 元左右元,而按往年行情正常应是 7-8 元,这让 2017 年上半年工厂处于亏损状态而对下半年行情充满期待的企业主大失所望。尽管生产成本高低不一,2017 年下半年大部分企业基本处于盈亏平衡线。杏鲍菇、真姬菇、海鲜菇的产量也同样是爆发性增加,面临同样的市场形势。2018 年上半金针菇价格更是跌入低谷,我们认为 2018 年是真正意义上的食用菌工厂化生产洗牌之年。食用菌产能严重过剩,最终只有经过产业洗牌才能达到新的市场平衡。

3 金针菇价格有望创下新高

3.1 蔬菜价格上涨带动金针菇价格回升

今年 8 月,山东省潍坊市寿光市发生水灾。寿光是中国“冬暖式蔬菜大棚”的发源地,主要以冬季反季节蔬菜种植为主,年产蔬菜约 450 万吨。全国蔬菜年产量约为 8.0 亿吨,寿光蔬菜产量约占全国的 0.6%。同时,寿光蔬菜批发市场也是全国重要的蔬菜集散中心、价格形成中心和信息交流中心。

此次水灾寿光蔬菜大棚受淹面积达到 14.3 万亩,约占全市蔬菜大棚面积的 20.6%,产量损失约为 30.9 万吨。占全年产量的 6.9%。

图 15：寿光上游水库泄洪示意图



数据来源：百度地图，西南证券整理

受上游三大水库泄洪的影响，弥河水位持续暴涨，并出现倒灌的情况，导致城区等部分地区出现了积水现象。弥河流经寿光市，因暴雨导致水流量增大，下泄速度加快，河水溢出，沿途多个村子被淹。寿光市内多个小区进水严重，地下车库也惨遭灌水。寿光市上口镇部分村庄因临近丹河，受灾严重。

表 3：寿光水灾事件梳理

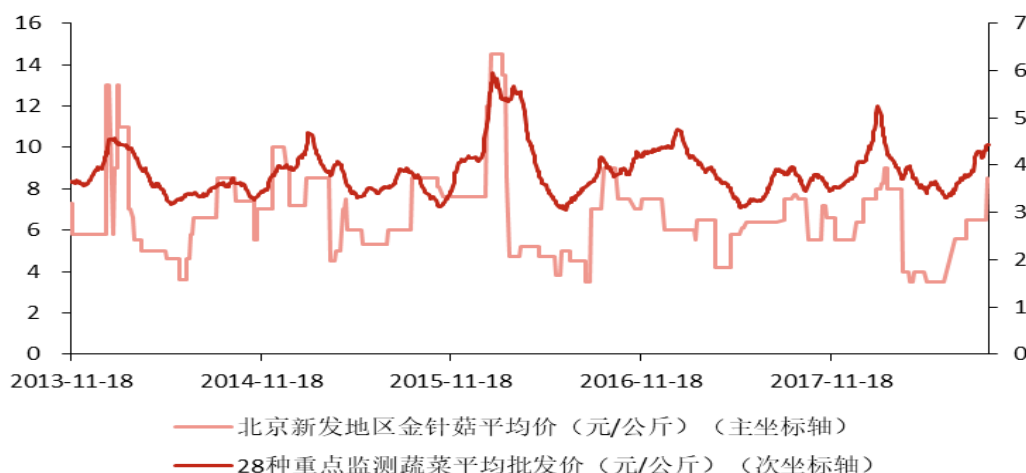
日期	水灾情况
2018/8/17	台风“温比亚”的中心于凌晨 4 时 05 分前后在上海浦东新区南部沿海登陆，受台风影响，浙江、上海、江苏、安徽、湖北、河南等 6 省遭遇强降雨。随后，“温比亚”一路北上，肆虐山东。
2018/8/18	黑虎山水库自 8 月 18 日 15 时起将泄洪量加大至 20 立方米/秒；冶源水库自 8 月 18 日 17 时起将泄洪量加大至 50 立方米/秒，自 8 月 18 日 21 时起加大泄洪量至 150 立方米/秒。黑虎山水库自 8 月 19 日 8 时起加大泄洪量至 200 立方米/秒，冶源水库自 8 月 19 日 10 时起开始泄洪，泄洪流量为 20 立方米/秒，水库泄洪流量将达到 320 立方米/秒。
2018/8/19	受台风“温比亚”影响，寿光市出现强降雨天气，暴雨持续近一天。19 日夜间至 20 日凌晨，市区降雨量超过 264.3mm。同时，黑虎山水库自 8 月 19 日 8 时起加大泄洪量至 200 立方米/秒，冶源水库自 8 月 19 日 10 时起开始泄洪，泄洪流量为 20 立方米/秒，水库泄洪流量将达到 320 立方米/秒。受上游三大水库泄洪的影响，弥河水位持续暴涨，并出现倒灌的情况，导致城区等部分地区出现了积水现象。弥河流经寿光市，因暴雨导致水流量增大，下泄速度加快，河水溢出，沿途多个村子被淹。寿光市内多个小区进水严重，地下车库也惨遭灌水。寿光市上口镇部分村庄因临近丹河，受灾严重。
2018/8/19-2018/8/20	弥河流域经历了一场特大暴雨，青州、临朐几个上游水库连续告急泄洪，弥河寿光段遭遇了自 1974 年以来最大的洪峰，最大过境流量达每秒 2250 立方米之多。再加上区间来水，截止 19 日 13 时，丹河纪台段丁家尧河闸水位总计上升 80 厘米，寿济路桥处水位总计上升 50 厘米，水流平稳未出主河槽。弥河青州谭坊水文站流量 350 立方米/秒，吕家橡胶坝处流量约 300 立方米/秒，杨庄橡胶坝处约 230 立方米/秒，水库泄洪最大洪峰于 19 日 24 时左右进入寿光。随着降雨的持续，弥河上游水库短时间内达到警戒水位，甚至出现溢洪危险。为保证上游水库安全，各水库开闸放水，而且是几乎同时开闸，洪水猛兽奔涌而下，位于下游的寿光瞬间变成泽国。

日期	水灾情况
2018/8/20	冶源水库、黑虎山水库、嵩山水库溢洪量分别压减至 350 立方米/秒、200 立方米/秒、66 立方米/秒
2018/8/21	8 月 21 日上午，青州黑虎山水库水位已经很低，但仍在持续泄洪中，而且速度仍然较快，20 日出库流量为 189 立方米/秒。而在临朐县冶源水库，水位与青州黑虎山水库相近，已经不高，但是仍在大量排洪、泄洪，昨日出库流量为 426 立方米/秒。冶源水库持续泄洪中而地处弥河下游的寿光此时则是汪洋一片，洪水肆虐。有媒体呼吁，希望上游水库所在地考虑下游百姓生存问题，停止排洪，减轻下游抗洪压力，尽快恢复生产。
2018/8/24	寿光市孟家官庄的蔬菜大棚里还有积水，村民用抽水泵将积水抽到外面的大路上。
2018/8/26	由于预计 27 日至 28 日寿光市将有一次强降雨天气，潍坊市防汛抗旱指挥部通知冶源水库自 8 月 26 日 23 时起泄洪，泄洪流量 100 立方米/秒，27 日 6 时起加大到 200 立方米/秒；黑虎山水库自 8 月 26 日 23 时起泄洪，泄洪流量 150 立方米/秒，27 日 6 时起加大到 200 立方米/秒；嵩山水库自 8 月 26 日 23 时起泄洪，泄洪流量 50 立方米/秒；荆山水库自 8 月 26 日 23 时起泄洪，泄洪流量 30 立方米/秒。
2018/8/27	根据灾情，应急管理部紧急调集天津、河北、江苏、山东消防总队 5570 名官兵，赶在新一轮降雨来临之前，火速增援寿光；同时，从山东及周边 5 省调集 16 支安全生产应急救援队驰援灾区，共同开展排涝救灾工作。当救援队伍连夜抵达灾区时，数千名寿光市民自发来到集结点，迎接救援队伍的到来。
2018/8/31	截止 18 时 50 分，寿光排水排涝骨干工程已全部完成，累计开挖排水沟渠 75.6 公里。其中，纪台镇四横六纵排水沟渠工程累计开挖疏通排水沟渠 61.6 公里，比原计划增加 8.1 公里；稻田镇累计开挖疏通排水沟渠 8 公里；洛城街道累计开挖疏通排水沟渠 6 公里，为顺利完成排水排涝任务奠定坚实的工程基础。
2018/9/6	消防部队、安全生产应急救援队和灾区人民群众并肩作战，累计完成 114 个作业点的排涝任务，排涝总量 1167 万立方米，相当于杭州西湖的蓄水量。目前，寿光全市被淹村庄、大棚已全部排水完毕，近 5 万名安置点群众已返回家园。同日，潍坊市人民政府召开抗灾救灾第六场新闻发布会。

数据来源：根据新闻整理，西南证券整理

受消费回暖、寿光水灾等多种因素影响，全国蔬菜价格八月整体上涨，农业农村部重点监测的 28 种蔬菜今年 8 月的均价为 4.0 元/公斤，而 2015、2016、2017 年分别为 3.9、3.7、3.9 元/公斤，今年 8 月重点监测的 28 种蔬菜均价创下新高。进入 9 月后，由于天气等因素的影响，28 种蔬菜均价已经达到 4.3 元/公斤。我们预计，由于天气变冷，蔬菜供给减少，四季度蔬菜价格将会有所上升。

图 16：北京新发金针菇均价与全国 28 种重点监测蔬菜均价对比



数据来源：Wind，西南证券整理

蔬菜价格与金针菇价格呈现强相关性。食用菌作为蔬菜的替代品，它的价格会被蔬菜的价格影响。根据《中国食用菌产业年鉴（2016 年）》，金针菇年产量为 226.2 万吨，食用菌年产量为 3480.1 万吨，占食用菌产量的 6.5%。金针菇作为食用菌，也会被蔬菜价格影响。蔬菜价格受天气影响较大，下雨天由于运输困难，蔬菜价格会上涨，所以金针菇的价格也会上涨。晴天蔬菜价格恢复，金针菇价格也会随之降低。长期来说，由于秋冬季蔬菜的供给较少，金针菇作为替代品，它的需求会增加，所以价格升高。而到了夏季，价格就会回落。从两者的价格图看来，蔬菜与金针菇价格的走势基本一致，每年的二三季度价格都处于低谷，一四季度则价格较高。

表 4：金针菇价格与蔬菜价格序列的相关系数

时间延迟	相关系数
蔬菜价格延迟两周	0.52
蔬菜价格延迟一周	0.52
同时	0.51
金针菇价格延迟一周	0.45
金针菇价格延迟两周	0.35

数据来源：wind，西南证券

金针菇价格以及蔬菜价格序列的相关系数表明，两者具有一定的相关性。一般情况下，相关系数越接近于 1，说明两者相关性越高。查表可得，在显著性为 0.001 的情况下，自由度大于 100 的相关系数临界值为 0.32，而蔬菜与金针菇价格的相关系数均大于 0.32，说明蔬菜与金针菇价格显著相关。所以预计金针菇价格也会随着蔬菜价格继续上升。

3.2 金针菇行业走出低谷，或将迎来大涨

图 17：金针菇全国批发市场均价



数据来源：Wind，西南证券整理

2018 年一季度雪榕生物等龙头企业就已经将扩张的产能释放出来了，一季度的日产能增长约 500 吨日产，占金针菇行业总产量的 10%左右，但消费与需求仍然持平，价格稳中有升，说明今年一季度金针菇的消费量同比去年是有所提升的。二季度价格突然下跌是由于农民菇此时集中出货，农民菇占金针菇总量约 20%，连同今年扩大的产能，二季度供给环比

增长超过 25%。虽然二季度消费仍然比去年多，但供过于求，金针菇价格迅速下降。在经历了 2017 年至今的价格低谷后，此时小型工厂会加速退出步伐，且金针菇行业前期投入较大，回本较慢，尽管三季度价格回暖，小型工厂也不太可能会再回到行业内。所以三季度供给将会减少，但需求量同比去年有所增加，因此我们认为三、四季度价格涨幅较大。

表 5：食用菌龙头企业项目投产时间

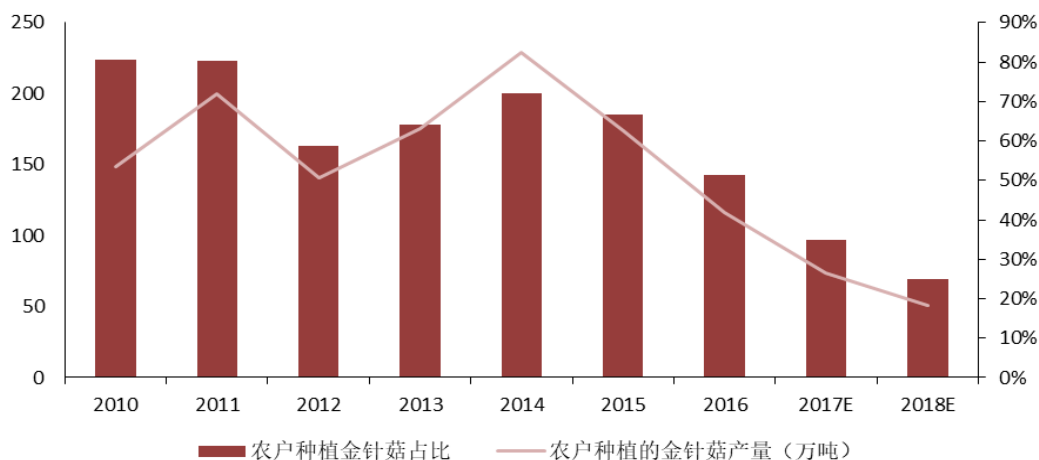
企业名称	项目名称	投产时间
雪榕生物	贵州威宁日产 138.6 吨金针菇工厂化生产车间项目	2017 年已建成投产
	山东德州日产 138.6 吨金针菇工厂化生产车间项目	2017 年已建成投产
	广东惠州日产 170 吨金针菇工厂化生产车间项目	2017 年底已部分投产
	甘肃省临洮县日产 180 吨生产基地项目	2018 年下半年建成投产
众兴菌业	年产 10,000 吨食用菌（双孢蘑菇）工厂化种植项目（江苏众兴二期）	2017 年已建成投产
	年产 30,000 吨金针菇生产线建设项目（河南新乡一期）	2017 年已建成投产
	年产 10,800 吨金针菇生产线建设项目（甘肃天水四期）	2017 年已建成投产
	年产 32400 吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目（武威众兴）	2018 年上半年投产
	年产 2 万吨双孢蘑菇及 11 万吨堆肥工厂化生产项目（安阳众兴）	2018 年上半年投产

数据来源：wind，西南证券整理

金针菇行业自 2014 年至今，已经经历了两次半洗牌。第一次从 2014 年开始，金针菇工厂化发展迅速，农民菇数量逐渐减少，2015 年、2016 年农民菇数量同比减少 23%、33%，预计到 2018 年，农民菇产量只占金针菇总产量的 20%。

第二次自 2016 年开始，一些小型工厂由于利润被压缩而逐渐退出市场，主要原因有二。1) 由于行业产能过剩，价格降低，企业利润被压缩，而食用菌生产原料、菌需物资价格和人工成本却不断上涨，反季节生产时水电等能源费用也不断上升。所以具备成本优势的大企业可借此机会提升强者愈强。2) 农民菇集中出货，部分地区受此冲击较大。工厂化生产食用菌属于高端产品，由于大量产能快速释放，导致在部分地区金针菇价格在个别季节出现下滑，售价可能击穿成本较高的小厂，被迫退出市场。

图 18：农民种植金针菇占比预测

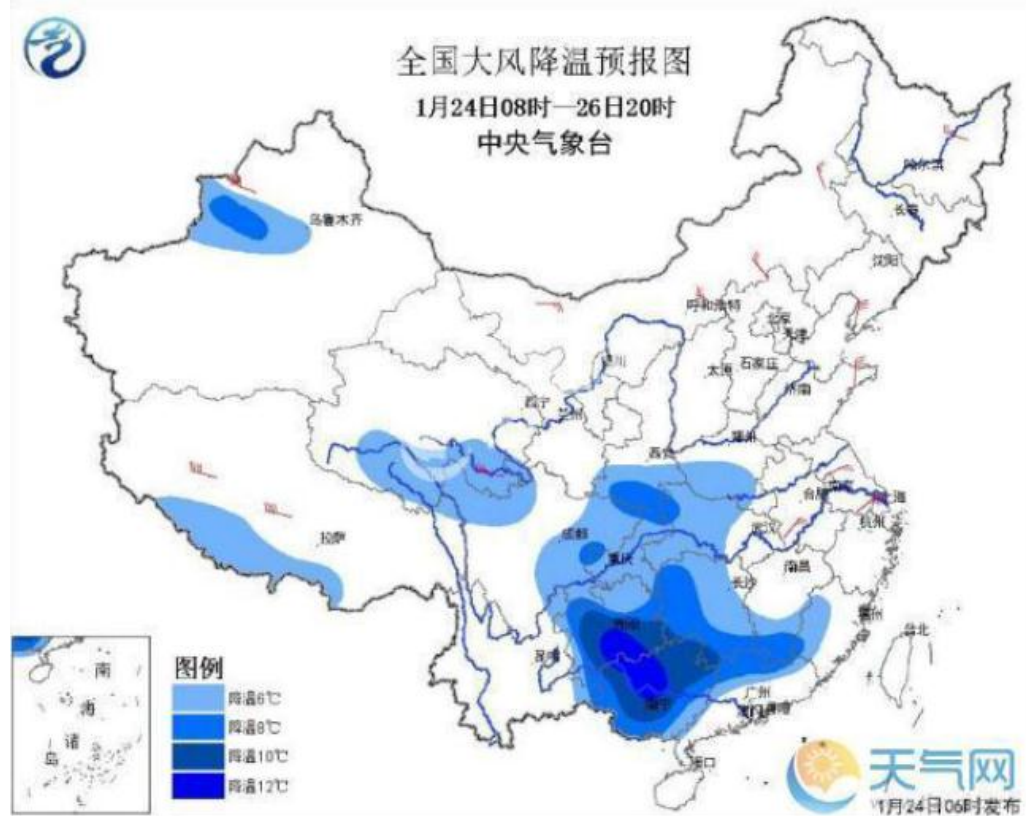


数据来源：Wind，西南证券整理

今年的行情很有可能与 2015 年末的行情相似，2015 年末至 2016 年初，出现了罕见的强寒潮天气，受此影响，2016 年 1 月 22 日至 25 日，我国中东部地区自北向南有强降温和大风天气，大部地区气温将下降 6~10℃、局地降温可达 12~14℃。黄淮和华北平原降至 -12~-20℃、长江中下游地区降至 -7~-13℃、华南中北部最低气温下降至 1~-3℃。安徽中南部、浙江西北部、福建西北部、广东北部等地的部分地区最低气温逼近历史极值。长江以北地区最低气温出现时间为 23 日或 24 日凌晨，长江以南地区最低气温出现时间为 24 日或 25 日凌晨。中东部地区日最低气温较常年同期偏低 6~8℃，局地超过 10℃。

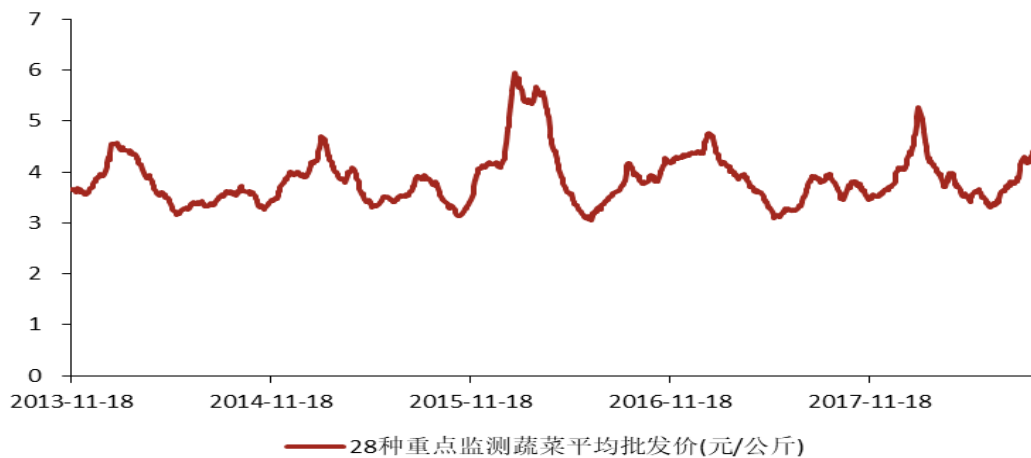
同时，22 日 14 时至 23 日 14 时，浙江大部、安徽南部、江西中北部、福建西北部、湖南中部、湖北东南部、贵州西北部、重庆南部等地有大到暴雪，新增积雪深度有 3~15 厘米，其中浙江西南部局地有大暴雪(20~22 毫米)，新增积雪深度 10~20 厘米。另外，贵州中部和湖南西南部的部分地区有冻雨。

图 19：2016 年 1 月降温预报图



数据来源：Wind，西南证券整理

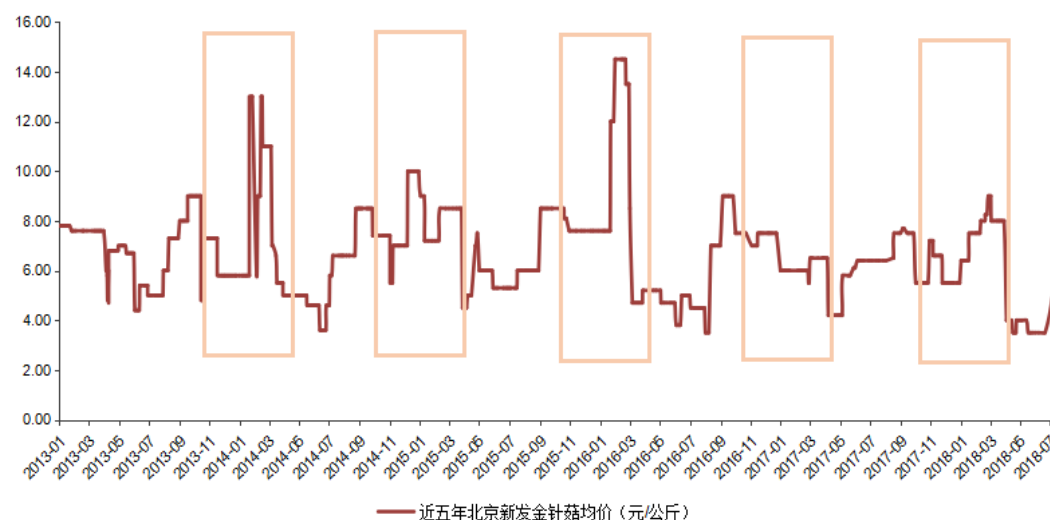
图 20: 2016 年 1 月降温预报图



数据来源: Wind, 西南证券整理

强寒潮带来温度的急剧降低, 对蔬菜造成冻害, 蔬菜减产, 价格上升迅速。重点监测的 28 中蔬菜均价于 1 月 30 日达到历史最高点, 价格为 5.96 元/公斤。2016 年 1 月、2 月、3 月均价为 4.9、5.5、5.4 元/公斤。今年由于水灾和天气原因, 8 月重点监测的 28 中蔬菜均价创下三年新高, 由于金针菇价格与蔬菜价格强相关, 金针菇价格或将随之上涨。

图 21: 近五年北京新发金针菇均价



数据来源: Wind, 西南证券整理

从食用菌的季节性周期变化来看, 由于每年的二三季度食用菌的供给较多而需求少, 所以价格较低, 而每年的四季度需求较大而供给少, 所以价格高, 故而预计四季度利润会远超前三季度。

(1) 从供给角度来说, 食用菌的生长对温度有一定要求, 所以供给基本集中在每年的二三季度。食用菌作为一种农作物, 需要在特定的温度、湿度下才能正常地生长、发育。在传统农户栽培模式下, 由于无法对食用菌栽培环境进行有效控制, 受制于自然温度、湿度的季节性气候变化, 无法做到周年化生产, 一年只有几个月的大量上市时间, 市场供应量季节

性波动很大。以公司的主要产品金针菇为例，在培养发菌和生育出菇阶段最为适合的生长温度分别约为 18-21 度和 3-15 度，虽然传统模式下可用大棚等方式在冬季低温条件下继续栽培，但在温度过高的环境中很难开展规模化种植。因此，在传统模式下，各地一般根据气候情况在深秋至次年早春期间开展种植，在经过约 3 个月生长期后，产品供应时间则集中在每年的二三季度。供给增多则价格降低。

(2) 从需求的角度来看，每年的寒冷季节，即四季度对食用菌需求较大。我国居民在寒冷季节，喜爱火锅、麻辣烫等烹饪方式，金针菇等食用菌深秋、冬季以及春节前后消费量较大。而此时市场上的金针菇供应主要以工厂化食用菌的产出为主，供给较少，所以价格较高，特别是第四季度的售价往往达到全年峰值。而在每年第二季度，由于传统栽培方式下的金针菇大量上市，市场供应大幅增加，同时需求相对减少，销售价格跌至全年的低谷。因此工厂化金针菇企业每年下半年的利润远高于上半年。

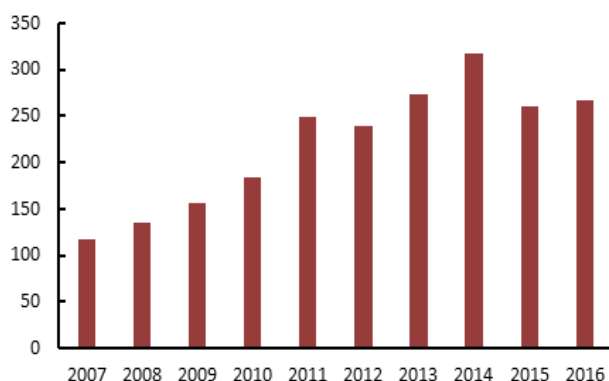
由于金针菇价格与蔬菜价格强相关，且下半年随着消费旺季冬季的来临，以及农民菇由于天气渐冷导致种植难度加大，供给快速减少。同时，小型工厂逐步退出，产能进一步减少，我们预计四季度金针价格会继续上涨。

4 金针菇行业龙头地位稳固

4.1 金针菇市场规模稳步增长，公司产能第一

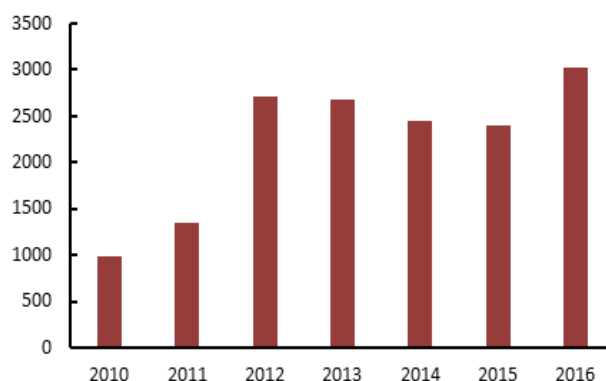
2007 至 2016 年我国金针菇产量增长 2.3 倍，年复合增长率 8.5%。2016 年产量 267 万吨，在香菇、黑木耳、平菇、双孢蘑菇之后位居第五。金针菇是我国食用菌产业技术最成熟、工厂化程度最高的品种之一，其工厂化比例 34%，远高于食用菌行业平均。与香菇市场价格主要由农户生产成本决定不同，我国金针菇产品市场价格主要受到工厂化生产成本和供求关系的影响。

图 22：2007-2016 年我国金针菇产量走势图（万吨）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 23：2010-2016 年工厂化金针菇日产量走势图（吨）



数据来源：公司年报，西南证券整理

雪榕主营鲜品食用菌的研发、工厂化种植与销售，主要产品包括金针菇、真姬菇、香菇等鲜品食用菌。目前公司食用菌日产能达到 1060 吨，其中金针菇日产能 900 吨、其他菇种 160 吨，位居全国食用菌工厂化企业之首。2017 年，公司金针菇日产能由年初 394 吨陆续提升到 900 吨，继续巩固了公司金针菇行业的龙头地位。截至 2017 年末，公司食用菌日产

能达到 1060 万吨，金针菇日产能达到 900 吨，金针菇业务毛利率为 25.9%，处于行业领先水平。随着公司产能的进一步释放，规模效应更加显现，将对金针菇产品单位成本的进一步下降产生积极影响。

4.2 上游供给量增价减，下游消费有力支撑

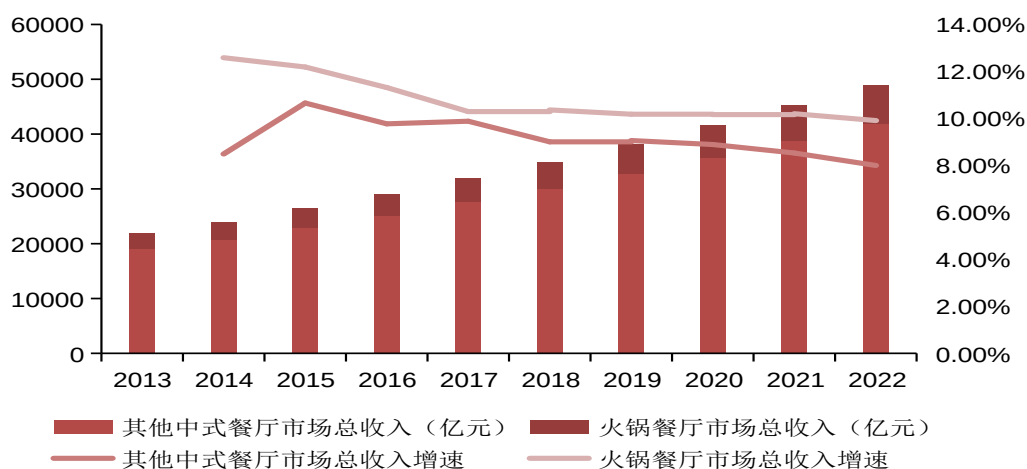
食用菌上游行业为农作物种植业，相关产品价格下降有利于降低成本。食用菌种植主要以米糠、玉米芯、麸皮等农作物下脚料作为原材料，不但实现了资源的循环利用，还有利于环境保护。以金针菇为例，主要原材料为米糠、玉米芯。原材料在食用菌种植成本中所占的比例较高，一般在 35%至 50%之间。2014 年后我国稻谷和玉米增产明显，原材料供给充足；同时，稻谷和玉米价格出现不同程度的下降，有利于降低种植成本，提高利润。

食用菌下游行业为餐饮业，居民收入和餐饮业增长是需求端的有力支撑。食用菌产品主要通过经销商销往酒楼、饭店和食堂，以及通过农贸市场或超市销往千家万户，少部分经深加工后出售给终端消费者。进入 21 世纪以来，随着城镇居民可支配收入的增加，整体生活节奏的加快，人们在餐馆就餐的机会越来越多，我国餐饮业也得以迅速发展，营业额从 2000 年的 528.5 亿元增长到 2016 年的 5127.1 亿元，增长 9.7 倍。

除此之外，消费升级支持需求增长。收入提高在拉动食品消费的同时，居民消费理念进化，对绿色健康食品的需求不断上升，间接支持行业发展。自改革开放以来，大量农村人口转移到城市，生活水平的提高和文化的交融使得人们的饮食消费习惯也在逐渐的改变。例如火锅，原本是带有地域特征的饮食方法，现在已经全国普及，成为现代人一种方便快捷的饮食习惯，而金针菇等食用菌则是火锅食材的重要组成部分。

由于其广受欢迎及中国餐饮服务市场的整体增长，火锅餐厅市场的总收入由 2013 年的人民币 2813 亿元增加至 2017 年的人民币 4362 亿元，在此期间的复合年增长率为 11.6%。展望未来，预期火锅餐厅市场于 2017 年至 2022 年将持续按 10.2%的复合年增长率增长，为中式餐饮中增长最快的分部，2022 年总收入达人民币 7077 亿元。下图载列 2013 年至 2022 年中国火锅餐厅以及中式餐饮总收入。

图 24：2013-2022 年中国餐饮业以及火锅餐厅总收入



数据来源：Wind，西南证券整理

中国火锅餐厅的数目由 2103 年的约 40.6 万家增加至 2017 年的约 60.1 万家。火锅餐饮因受益于其受欢迎程度及其可扩张性及高度标准化的独特业务模式，火锅餐饮相比其他类型的中式餐饮拥有更大的增长潜力。预期中国火锅餐厅数量将在 2022 年增加至约 89.6 万家。所以，作为主要食材的金针菇未来需求也将不断增多。

随着中国城乡居民收入的不断增长，购买力的提升，全面健康意识和消费理念的转变，消费者对食品的需求已不再以温饱为首要条件，更为关注食品的安全、营养和保健功能。基于公众对健康生活的追求，食用菌产品在消费者膳食结构中的地位日益提升。

2000 年，我国城乡居民人均纯收入分别为 6280 和 2253 元，到 2016 年已增至 33616 和 12363 元，分别增加 4.4 倍和 4.5 倍。2000 年，我国城乡居民平均年食品类消费支出分别为 1972 和 821 元，到 2016 此数据增长为 6762 和 3266 元，分别增加 2.4 倍和 3.0 倍。

图 25：2000-2016 年我国城乡居民家庭人均收入（元）

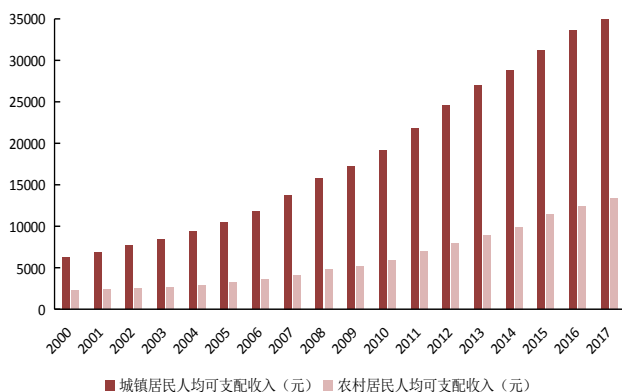
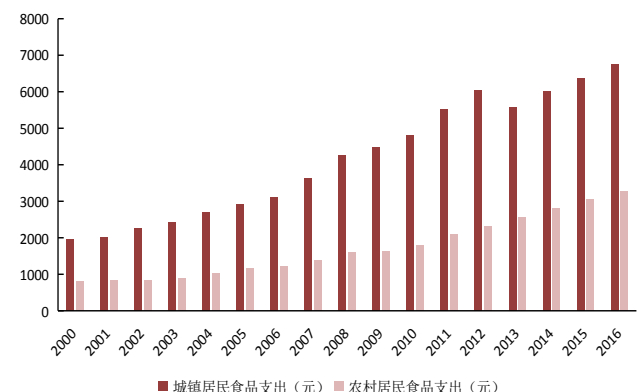


图 26：2000-2016 年中国城乡居民平均年食品消费支出（元）



数据来源：Wind，西南证券整理

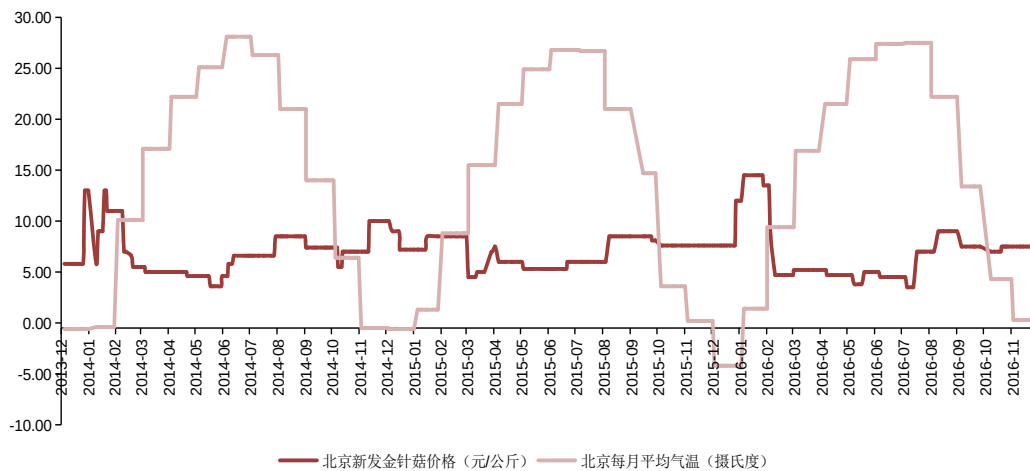
数据来源：Wind，西南证券整理

公司的食用菌年平均日产能从 2016 的 420 吨到 2017 年增加至 960 吨，其中，金针菇的日产能从 394 吨增至 960 吨，扩张迅速，导致市场上金针菇供给过多。由于金针菇价格主要受供求关系影响，供给增多则价格回落。同时，金针菇市场每年二季度行情较低迷，价格均低于其余三个季度，季节性表现较强。所以今年二季度金针菇价格一度跌入低谷，进入 6 月后，金针菇价格开始回升，近一个月，金针菇均价为 5.6 元/千克。近五年六月份金针菇均价为 5.0 元/千克。由于我国居民在寒冷季节喜爱火锅、麻辣烫等烹饪方式，金针菇等菇类在深秋、冬季以及春节前后消费量较大。所以我们预计，金针价格仍会继续回升。同时，经过调整销售渠道消化产能，金针菇市场的供需达到平衡，未来价格上升，利润可观。

4.3 全国产销联动，抵御价格风险

金针菇的价格幅度变动大，金针菇企业面临价格风险；其生产与销售呈现区域性特征，难以对抗价格风险；金针菇行业整合趋势明显。而雪榕生物健全的运输体系和遍布全国的生产基地使得它能够对抗价格风险，在行业整合中占有优势。

图 27：2014-2016 年北京金针菇价格与气温变化图



数据来源：wind、西南证券整理

短期来说，金针菇作为食用菌类，是蔬菜的替代品，它的价格会被蔬菜的价格影响。蔬菜价格受天气影响较大，下雨天由于运输困难，蔬菜价格会上涨，所以金针菇的价格也会上涨。晴天蔬菜价格恢复，金针菇也会随之降低，所以短期来说金针菇价格会有变动。长期来说，金针菇价格会受季节因素和气温的影响，冬季由于火锅的需求增加，所以金针菇的需求也会增加，需求大于供给，价格升高；同时，由于秋冬天蔬菜的供给较少，金针菇作为替代品，它的需求会增加，所以价格较高。到了夏季，价格就会回落。所以金针菇在全年中的价格不稳定，生产金针菇的企业如果盲目扩大产能，就可能会面临亏损的风险。

表 6：食用菌企业食用菌日产能

序号	企业名称	日产能（吨）	种类		
			金针菇	双孢菇	真姬菇
1	上海雪榕生物科技股份有限公司	1060	900		130
2	天水众兴菌业科技股份有限公司	575	515	60	
3	如意情集团股份有限公司	293	293		
4	江苏华绿生物科技发展有限公司	177	168.3		8.7
5	上海光明森源生物科技股份有限公司	240			

数据来源：Wind，西南证券整理

根据中国食用菌协会的统计，2017 年金针菇工厂化生产企业日产能大于等于 50 吨的有 15 家，此部分日产能合计 2360 吨。除了雪榕生物等大型企业之外，其他的都是地方性的小型企业，日产能在 50 吨以下且销售与生产均呈现区域性特征，由于运输与销售网络的限制，无法扩展到全国；此外，这几年金针菇价格并不在高位，利润较少，企业现金流较为紧张，如果这时候扩大产能或者在全国建立生产基地便会入不敷出。

新鲜金针菇的保质期较短，如果没有健全的运输体系是很难在全国销售的，这就导致了企业无法抵抗金针菇的价格风险。但雪榕生物是行业内率先完成全国布局的企业，在国内已建成上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节六大生产基地（甘肃临洮生产基地处于在建中），在 900 公里的运输半径内覆盖了我国近 90% 的人口。相对于其他企业，通过合理的全国布局可以实现产销联动，优化生产销售各个环节，提高经济效益。同

时，公司建设了遍布全国的销售网络，相对于销售范围较小的竞争对手，全国布局的销售网络有助于本公司更好地掌握各地食用菌产品的供求信息，在全国范围内统筹调度产品并合理定价，提高销售行为的主动性与可控性，更好地抵御区域性供求失衡的风险。遍布全国的销售网络使得雪榕生物的管理费用要高于行业其他企业，2017 年，雪榕生物的管理费用为 8513 万，比众兴菌业多 3808 万。但这也节省了销售费用，2017 年，雪榕生物的销售费用为 2122 万，众兴菌业为 9356 万，比雪榕生物多出 7234 万。同时，也使得公司的抗风险能力得以提高。行业中的其他企业如果要进行全国布局，要承受初期的建设成本以及雪榕生物的竞争，成本会大大提高，这也保证了雪榕生物的行业龙头地位。由此，预计 2019 年公司的市占率能达到 30%，食用菌日产能达到 1300 吨左右。

4.4 生产布局合理，销售网络健全

公司核心竞争力主要体现在：产能全国第一、生产布局合理；销售网络健全、营销模式先进。公司工厂化食用菌产能以及合理的生产基地布局为公司不断扩大市场份额奠定了基础，具体表现为：

(1) 公司食用菌工厂化产能全国第一。公司连续几年对现有金针菇工厂进行扩产改造，提高了现有厂房的利用率，且“长春食用菌工厂化生产车间新建项目”、“贵州威宁日产 138.6 吨金针菇工厂化生产车间项目”、“山东德州日产 138.6 吨金针菇工厂化生产车间项目”已建成投产，其他项目例如“广东惠州日产 170 吨金针菇工厂化生产车间项目（第二期）”已部分投产，截止 2017 年 12 月公司食用菌日产能 1060 吨，位居全国之首，其中金针菇日产能达 900 吨，较去年同期金针菇日产能 394 吨，增长率约为 130%，实现了产能的翻倍增长。

(2) 生产基地合理布局，贴近消费市场并降低物流成本。公司已在全国建立了上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节六大生产基地（甘肃临洮生产基地处于在建中），在 900 公里的运输半径内覆盖了我国近 90% 的人口。通过合理的全国布局，公司充分发挥了产品更加贴近消费市场、配送物流成本大幅降低、产品保持新鲜品质供应的优势。同时，公司通过区域间市场竞争差别，通过各生产基地产销联动，优化生产销售各个环节，提高经济效益。

表 7：雪榕生物生产基地一览

工厂名称	所在地	产品种类	业务收入（万元）
雪榕食用菌	上海	金针菇	5226
成都雪榕	四川都江堰	金针菇	9817
长春高榕	吉林长春	金针菇	20454
山东雪榕	山东德州	金针菇	15390
广东雪榕	广东惠州	金针菇	18353
大方雪榕	贵州毕节	食用菌	7533
威宁雪榕	贵州毕节	食用菌	33355
高榕生物	上海	食用菌	8641

数据来源：公司 2017 年年报，西南证券整理

目前，依托合理的产能布局，公司已在全国布局五个销售大区，建立了覆盖主要人口集中地区的全国性销售网络。

相对于销售范围较小的竞争对手，全国布局的销售网络有助于本公司更好地掌握各地食用菌产品的供求信息，在全国范围内统筹调度产品并合理定价，提高销售行为的主动性与可控性，更好地抵御区域性供求失衡的风险。

在全国布局的基础上，公司采用助销的销售模式，公司大大加强了与各级经销商之间的客户粘度，使各级经销商即使在食用菌的销售淡季也能保持推广公司产品的积极性，在产能迅速扩张的情况下，仍能维持较为稳定的价格体系。同时，公司产品的品牌知名度也得到了迅速提升。

5 香菇扭亏为盈，战略领先行业

5.1 香菇扭亏转盈

从发展趋势和潮流看，未来工厂化生产香菇将成为主导。因为工厂化可以实现香菇标准化生产。随着科学技术进步、工艺设备创新，好多食用菌产品如杏鲍菇、金针菇等已经实现工厂化。消费者可以一年四季享用这些美味。但香菇，仍具有明显的季节性特征。香菇生产受地域、季节、菌种等多种因素制约。全国盛产香菇的地方众多，但缺乏统一的生产标准，质量参差不齐。而工厂化则可以实现香菇的标准化生产，人为干预和控制香菇的生长、质量、数量。做到按需生产、定量生产、标准生产。

同时，科技进步和人员素质的也提高助推香菇工厂化前行步伐。在香菇生产实践过程中，人们不断发明或改良了许多香菇机械设备和科技。香菇专用设备如注水机、刺孔机、剪腿机、增氧机、拌料机等，其功能、自动化水平和可靠性越来越高。工厂化的落地，需要高素质的人员做支撑。现在，人们获取知识途径越来越广泛，接受新事物、新理念的能力越来越强，综合素质也越来越高。因此，未来他们将接受工厂化的理念并付诸实践。

图 28：香菇工厂化生产



数据来源：新闻整理、西南证券整理

公司一直是我国产能最大的食用菌工厂化生产企业。公司拥有上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节六大生产基地，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。之前

香菇亏损的原因有四，1)技术不够成熟，香菇新产品质量不稳定。2)香菇生产基地在南方，南方海拔低、多雨，不适合种植香菇。3)较高的前期投入也对香菇产品的单位成本形成一定压力。4)客观上来说，政府扶贫政策导致传统栽培菇产量大增，对市场价格冲击较大。食用菌栽培已成为我国很多地区的首选扶贫项目，在政策鼓励和大量资金的介入下，以“公司+农户”模式，各地传统栽培食用菌品种的产量大幅增加。而种植水平不一，导致产品质量参差不齐，价格持续低迷，所以投资大、生产成本高的工厂化企业生存空间被大幅压缩。

表 8：雪榕生物 2016、2017 年食用菌行业营业收入与成本

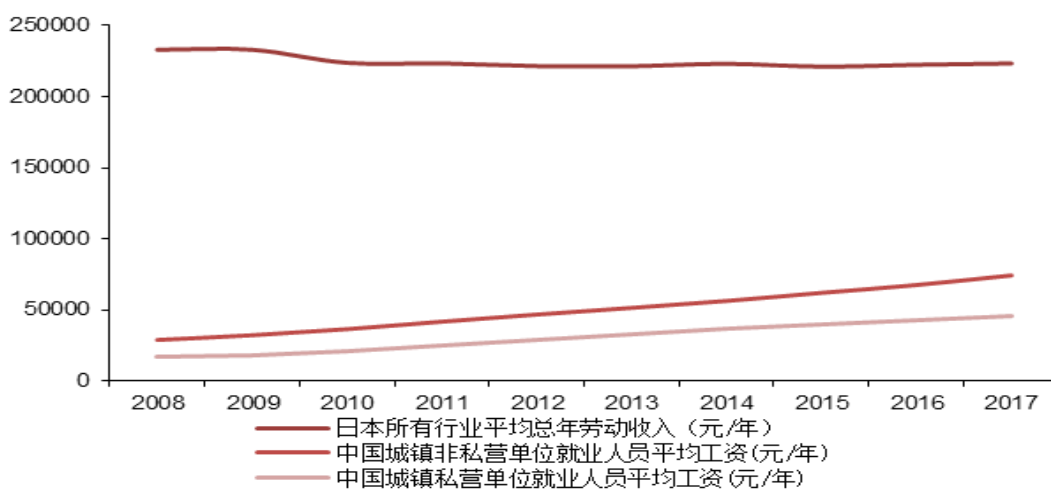
菌种	2017 年			2016 年		
	营业收入 (元)	营业成本 (元)	毛利率	营业收入 (元)	营业成本 (元)	毛利率
食用菌行业	1,317,961,606.28	1,064,270,550.09	19.25%	985,313,102.69	764,740,066.49	22.39%
金针菇	1,091,410,073.00	811,941,719.07	25.61%	788,130,600.12	532,088,292.72	32.49%
真姬菇	162,043,755.60	164,880,772.03	-1.75%	138,629,345.67	113,645,060.04	18.02%
杏鲍菇	42,330,361.80	66,115,732.15	-56.19%			
香菇	22,177,415.73	21,334,673.93	3.80%	58,553,156.90	119,006,713.7	-103.25%

数据来源：Wind，西南证券整理

2017 年香菇扭亏转盈，预计 2018 年能够进一步盈利。为确保香菇产品质量和效益，公司积极调整生产工艺及培养基配方，且将香菇生产基地换到了海拔高的地方。同时，减少了产量，便于控制，人员管理较方便。2017 年香菇项目获得营业收入 2217 万元，毛利率 3.8%。

客观来看，贫困地区完全靠政府资金扶持的状况难以长时间持续，3-5 年内会大幅减少。随着 80 后、90 后愿意从事农业生产的人口越来越少，参照日本、韩国食用菌工厂化的发展历程，可以得出结论：当政策影响极低，而农业人口快速减少到传统栽培难以为继时，将是我国食用菌传统栽培品种工厂化发展的黄金时期。预计 5 年内，平菇工厂化栽培将取代农户栽培，将如金针菇栽培一样，全国产量的 95% 为工厂化生产产品。

图 29：日本与中国的人均年工资对比



数据来源：Wind，西南证券整理

日本的人均工资高于中国,相比与人工种植、采摘,使用机械化能够节省成本,所以在日本能够发展香菇工厂化。中国的人力成本较低,而发展工厂化的前期投入较大,也有运行和维护的成本,相比机械化运作,人工种植的成本会比较低。所以香菇工厂化目前并不适合在中国推广。但,随着人均工资的提高,人力成本也会相应的提高,所以香菇工厂在未来较有前景。雪榕生物目前的生产模式是“企业+农户”,这既有利于工厂化的发展,也有利于成本的节约。

表 9: 食用菌生产模式比较

模式	基本情况	主要特点	
传统生产模式	以农户家庭为单位进行生产种植以及销售	1.产出受季节性限制,无法形成周年化生产 2.全程均由人工操作,易受菇农的个人素质、种植能力,以及栽培条件等因素影响,产品质量不稳定 3.规模小,无法形成规模效应 4.运输半径短,只能实现短距离销售,不利于产品流通;缺乏一定的市场竞争力,以及抵御市场风险的能力 5.为粗放式生产方式,属于食用菌行业的初级生产模式	
“企业+农户”生产模式	农业企业与农户形成合作,由农业企业向农户提供菌种,并对农户进行生产技术指导,待菌菇长成采摘后由企业向农户按协议价格进行收购并销售	1.由于农业企业的参与,该模式在生产技术上较传统生产模式有所提高 2.该模式实现企业与个体农户的结合,对食用菌的生产销售进行细化“企业+农户”生产模式,待菌菇长成采摘后由企业向农户按协议分工,使食用菌生产形成产业化格局,保证了农户生产食用菌的产品价格进行收购销售,有效帮助农户抵御市场风险 3.但该模式仍无法解决传统生产模式的诸如受季节性影响大、生产质量不稳定、食品安全得不到保证,以及难以形成规模等问题	
工厂化生产模式	1.以工业发展理念,转变自然栽培传统生产方式,采用现代化工业设施和精良设备,依托先进的技术工艺,建立现代企业管理制度,实现食用菌工厂化生产和产业化规模经工厂化生产模式 2.具有稳定的供应商及客户,上下游渠道相对通畅,抵御市场风险能力强 3.是现代农业发展的高级阶段,是当前中国食用菌行业的重要生产模式	半工厂化生产	1.采用简单的装袋机、土灶或灭菌器 2.无自动搔菌和接种机械 3.在有保温和制冷设备的简单厂房内进行 4.生产周期受外界温度影响,温度适宜的季节产量高,而高温季节较难生产>生产栽培容器为塑料袋
		工厂化生产	1.工厂化生产过程全程采用机械化设备,不受温度、湿度、光照等自然条件影响,实现周年化、立体化、规模化及标准化生产,生产稳定 2.采用净化环境接种,制菌技术先进,最大程度降低杂菌污染的可能性 3.标准化生产,产品质量好且稳定 4.生产效率高,工厂化生产过程大多实现机械化、半机械化,生长环境由控制系统自动调节,相对手工操作要节约大量的劳动力

数据来源:招股说明书,西南证券整理

相比于传统种植模式,工厂化种植有周年化、立体化、规模化及标准化等优势。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,日本的工厂化食用菌占有率达 90%以上,台湾、韩国达 95%以上。但是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,工厂化食用菌产量占当年全国食用菌总产量的比重仍很低,有很大的发展空间。食用菌工厂化栽培模式相比于传统的生产模式具有很大优势,它已成为食用菌行业发展的趋势,也是食用菌产业发展从大到强的必经之路。

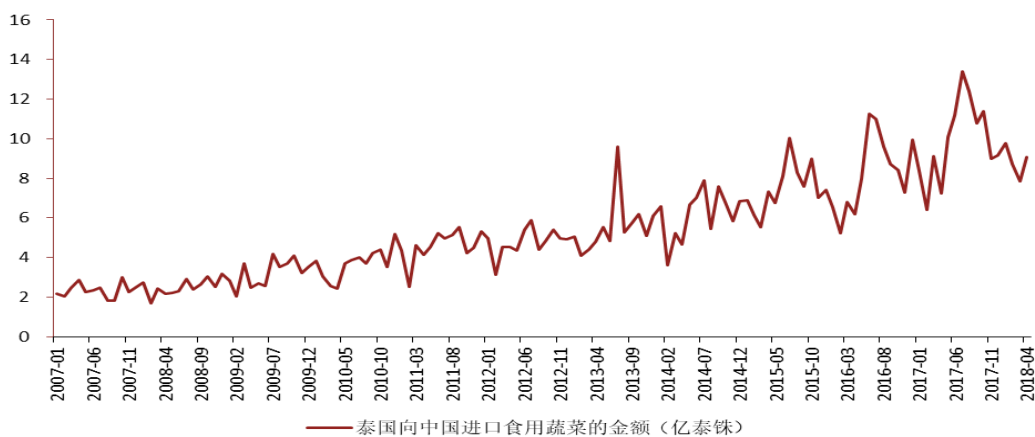
5.2 推进全国布局战略，积累海外布局经验

在战略方面，雪榕生物一直处于行业领先地位。在其他金针菇企业还处于区域性生产销售阶段时，雪榕生物就致力于全国布局。在完成全国布局后，公司开始积极的开拓海外市场。公司严格筛选优质外贸经销商进行合作，扩大雪榕产品在泰国、越南等东盟市场的知名度和市场份额；公司自身也积极拓展对外贸易，2017 年公司产品已完成向泰国和菲律宾的直接出口。双管齐下，公司对外贸易额相比上期实现高速增长。

同时，公司将以泰国设立合资公司为基础，积累海外布局经验，进一步开拓南亚、东南亚等海外市场，形成国内市场、国际市场齐头并进的战略格局。2017 年初，公司决定与泰国投资方注册成立合资公司，共同建设食用菌生产基地。合资公司已在曼谷注册成立，注册资本为 6 亿泰铢，公司占有 60% 的股权，为公司的控股子公司。报告期内，泰国食用菌生产基地建设项目进展顺利，管理团队基本到位，项目前期筹备工作基本完成且已开工建设。

由于泰国的食用菌生产基地还在建设中，所以成本较高，2017 年雪榕生物科技（泰国）有限公司的净利润为 -2.3 千万元。但是，泰国每年向中国进口食用蔬菜的金额越来越高，说明其对食用蔬菜的需求量较大，金针菇作为食用蔬菜也会受到欢迎，那么泰国的项目完成后很可能就会扭亏转盈。

图 30：2007-2018 年泰国从中国进口食用蔬菜



数据来源：wind、西南证券整理

5.3 多品种布局战略

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。同时，公司也会继续推进“全国布局战略”和“多品种布局战略”的“双轨驱动战略”。在“双轨驱动战略”下，公司坚持做强做大金针菇单品，掌握金针菇产品的市场定价权、话语权，把握市场的主动性，成为行业的绝对龙头。公司将利用自身优势，借助食用菌良种繁育基地继续研发创新，进一步扩充食用菌新品种，丰富现有七大生产基地的品种多样性。同时，公司也将积极寻找优秀并购标的，借力资本市场，整合海内外同行业和上下游优质资源，推动公司“多品种布局战略”的实施。公司始终重视产品品质，在保证品质的基础上，优化管理，加强成本控制，保持市场竞争力。

表 10: 雪榕生物 2017 年经营数据

雪榕生物				
菌种	营业收入 (元)	营业收入占比	营业成本 (元)	毛利率
食用菌行业	1,317,961,606.28	100.00%	1,064,270,550.09	19.25%
金针菇	1,091,410,073.00	82.04%	811,941,719.07	25.61%
真姬菇	162,043,755.60	12.18%	164,880,772.03	-1.75%
杏鲍菇	42,330,361.80	3.18%	66,115,732.15	-56.19%
香菇	22,177,415.73	1.67%	21,334,673.93	3.80%

数据来源: Wind, 西南证券整理

公司在贵州毕节的新品种食用菌, 杏鲍菇和海鲜菇项目尚处工艺调试及改良阶段, 产品质量有一定的不稳定性, 加上较高的前期投入 (包括人员培训), 造成杏鲍菇和海鲜菇产品短期内出现不同程度的亏损。其中, 真姬菇的营业收入为 1.6 亿元, 毛利率为-1.8%, 比同行业的众兴菌业高, 杏鲍菇亏损较多, 但占比不大。

金针菇、杏鲍菇、真姬菇、双孢菇等都是工厂化条件比较成熟的产品。公司作为工厂化食用菌生产龙头, 比其他公司更能做到工厂化、机械化、规模化生产, 工厂化生产能够提高劳动效率, 缩短劳动时间, 降低成本, 从而带来更大的效益。而且, 公司正积极调整生产工艺, 加强人员及流程管理, 优化经营成本, 稳定产品质量, 调整贵州毕节生产基地杏鲍菇、海鲜菇生产工艺、改善生产技术、优化配方, 增强贵州毕节生产基地盈利能力, 尽快将杏鲍菇和海鲜菇的短期亏损扭转为长期盈利。

6 盈利预测与估值

关键假设:

1) 考虑公司日产能稳步提升且在泰国工厂建设进展符合预期, 预计公司金针菇 2018-2020 年金针菇销量增速分别为 40%、30%、20%。

2) 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%。

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 11: 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	1,527.97	1,986.37	2,383.64
	增速	38.48%	40.00%	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%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	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	1,798.1	2,287.7	2,714.9
	增速	33.20%	35.17%	27.23%	18.67%
	毛利率	19.85%	23.76%	25.84%	27.01%

数据来源：公司公告，西南证券

表 12：可比公司估值对比

代码	公司名称	市值（万元）	流通市值（万元）	PE		
				TTM	2018E	2019E
000998.SZ	隆平高科	1,847,862.37	1,847,862.37	26.58	18.33	14.62
601952.SH	苏垦农发	1,095,510.00	1,095,510.00	18.64	17.55	15.92
平均 PE				22.61	17.94	15.27

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.61 元、0.72 元、0.95 元，对应动态 PE 为 12 倍、10 倍和 8 倍。考虑公司为行业龙头，未来整合行业方向明确，龙头优势明显。近期大盘调整明显，估值处于低位。考虑行业 2019 年平均估值 15 倍，给与公司 2019 年目标估值 15 倍，目标价 10.8 元，维持“买入”评级。

7 风险提示

市场竞争加剧导致产品价格下降的风险；销售价格及利润季节性波动风险；毛利率下降的风险；业务规模扩大可能导致的管理风险。

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	1798.12	2287.71	2714.88	净利润	122.09	265.68	315.77	412.47
营业成本	1066.18	1390.19	1696.46	1981.63	折旧与摊销	205.04	318.41	318.41	318.41
营业税金及附加	9.52	12.37	15.95	18.84	财务费用	40.61	47.66	54.65	60.60
销售费用	21.22	48.55	61.77	73.30	资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.13	125.87	148.70	176.47	经营营运资本变动	313.90	-229.46	99.28	90.44
财务费用	40.61	47.66	54.65	60.60	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	402.37	787.99	881.97
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	173.48	310.19	404.04	短期借款	170.48	-131.24	12.76	21.00
其他非经营损益	-6.33	89.03	0.04	0.37	长期借款	657.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.20	262.51	310.24	404.42	股权融资	48.02	0.00	0.00	0.00
所得税	-4.90	-3.17	-5.53	-8.05	支付股利	-22.50	-26.28	-56.63	-67.37
净利润	122.09	265.68	315.77	412.47	其他	16.91	-123.98	-54.65	-60.60
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	-281.49	-98.51	-106.97
归属母公司股东净利润	122.41	263.77	313.82	410.46	现金流量净额	89.36	119.53	689.66	775.11
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	359.62	1049.28	1824.39	成长能力				
应收和预付款项	46.60	71.20	85.39	101.32	销售收入增长率	33.20%	35.17%	27.23%	18.67%
存货	296.68	387.02	472.61	552.14	营业利润增长率	29.75%	40.44%	78.81%	30.26%
其他流动资产	5.22	7.05	8.97	10.65	净利润增长率	14.73%	117.60%	18.85%	30.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.62%	46.15%	26.63%	14.61%
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	2422.51	2124.58	1826.65	毛利率	19.85%	22.69%	25.84%	27.01%
无形资产和开发支出	228.41	223.30	218.20	213.10	三费率	11.05%	12.35%	11.59%	11.43%
其他非流动资产	287.41	272.03	256.66	241.28	净利率	9.18%	14.78%	13.80%	15.19%
资产总计	3836.38	3755.61	4228.38	4782.09	ROE	8.62%	16.04%	16.49%	18.25%
短期借款	710.48	579.24	592.00	613.00	ROA	3.18%	7.07%	7.47%	8.63%
应付和预收款项	238.42	257.83	325.27	387.98	ROIC	7.06%	7.82%	13.66%	19.65%
长期借款	766.10	766.10	766.10	766.10	EBITDA/销售收入	27.75%	30.01%	29.87%	28.84%
其他负债	705.02	496.17	629.58	754.50	营运能力				
负债合计	2420.02	2099.34	2312.96	2521.57	总资产周转率	0.42	0.47	0.57	0.60
股本	228.55	434.25	434.25	434.25	固定资产周转率	0.73	0.79	1.15	1.61
资本公积	602.01	396.32	396.32	396.32	应收账款周转率	89.62	86.82	84.48	82.47
留存收益	599.24	836.73	1093.93	1437.02	存货周转率	5.09	4.06	3.94	3.86
归属母公司股东权益	1387.13	1625.14	1882.33	2225.42	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	1656.28	1915.42	2260.52	资产负债率	63.08%	55.90%	54.70%	52.73%
负债和股东权益合计	3836.38	3755.61	4228.38	4782.09	带息债务/总负债	61.02%	64.08%	58.72%	54.69%
					流动比率	0.37	0.66	1.10	1.48
					速动比率	0.18	0.35	0.78	1.15
					股利支付率	18.38%	9.96%	18.04%	16.41%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.61	0.72	0.95
					每股净资产	3.26	3.81	4.41	5.21
					每股经营现金	0.70	0.93	1.81	2.03
					每股股利	0.05	0.06	0.13	0.16
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	369.18	539.55	683.25	783.05					
PE	25.83	11.99	10.07	7.70					
PB	2.23	1.91	1.65	1.40					
PS	2.38	1.76	1.38	1.16					
EV/EBITDA	7.61	7.37	4.83	3.25					
股息率	0.71%	0.83%	1.79%	2.13%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	机构销售	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn