



2019-06-21

公司深度报告

买入/首次

雪榕生物 (300511)

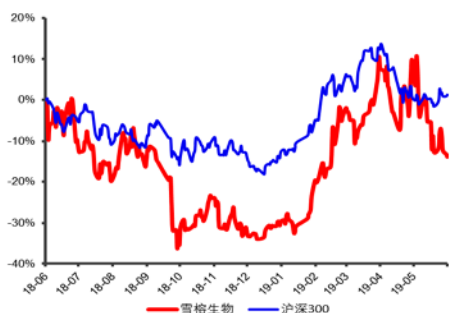
目标价: 13.00

昨收盘: 7.97

农林牧渔

雪榕生物：产品量价齐升，业绩有望超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股): 429.24/300.93
 总市值/流通(百万元): 3421.04/2398.38
 12 个月最高/最低(元): 10.44/5.65

相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

报告摘要

1.我国是全球食用菌人均消费第一大国，但规模化产能尚不足 10%:

我国是全球食用菌产量第一大国，2016 达到 3597 万吨，产值 2742 亿元；同时我国是全球人均食用菌消费第一大国，2013 年国内人均食用菌消费量约 63.83 克/日，远超全球平均水平（不含中国）6.09 克/日。由于我国民众对食用菌存在一定的消费偏好，且食用菌符合消费升级的需求，越来越受到消费者欢迎，我们判断，未来食用菌市场增速将大概率放缓，但仍将在长时间内保持正增长。

国内食用菌工厂化起步较晚，目前食用菌市场依然由农户主导，2016 年规模化产量仅 257 万吨，占全国总产量的 7.14%，而日本、韩国、台湾的工厂化食用菌市占率均达到 90%以上，可见国内尚处初级阶段，潜力巨大。

2.雪榕生物育菇效率最高，战略布局长远:

随着产能扩充，当前公司生产成本持续下降，当前成本已经低于同行业上市公司；另外雪榕生物的单瓶产量高出同行业上市公司 5%~10% 不等，作为技术工艺壁垒的杂菌污染率、生物转化率等核心竞争力指标，公司较竞争对手优势明显，育菇效率在同行业上市公司中最高。

公司自 2011 年起主动调整销售策略，以增强市场定价权、增加客户粘性、打造公司品牌为导向进行战略布局。由传统的“坐销”模式转向“助销”模式，短期内增加了销售费用，但长期来看，相比于竞争对手，雪榕生物在战略眼光和战略布局上胜出一筹。

3.产能快速增长，公司步入业绩收获期:

非公开发行的募投项目中的“威宁日产 138.6 吨金针菇项目”、“山东德州日产 138.6 吨金针菇项目”已建成投产，其他非公开发行股票募投项目“广东惠州日产 170 吨金针菇项目（二期）”投产。甘肃和泰国的项目也将在 2019 年陆续投产，至 2019 年末公司产能将达到 1454.2 吨/日。由于 2019 年是公司新增产能的集中释放期，且 2019H1 金针菇价格已经同比大幅改善，全年价格预计高于 2018 年，通过敏感性分析测算，在中性条件下 2019 年仅金针菇业务就能贡献 4 亿元毛利润，全年归母净利润同比将有大幅增长。

投资建议：

基于 2019H1 金针菇价格同比较大改善，2019 年二季度业绩亏损大幅减少，基本实现盈亏平衡，中报业绩大概率大幅改善；同时 2018 年亏损较多的贵州海鲜菇和杏鲍菇项目基本实现盈亏平衡，减少了对 2019 年的业绩拖累，因此，2019~2021 年预计分别实现归母净利润 2.82/3.67/4.71 亿，对应 EPS 分别为 0.65/0.85/1.09，给予 2019 年 20 倍 PE，6 个月目标价 13 元，2019/06/20 公司股价 7.97 元，上涨空间 63.11%，给予买入评级。

风险提示：

- 1) 市场供需失衡，主要菌菇种类价格大幅波动，将对公司营收和净利有重大影响；
- 2) 公司新投放产能初始阶段成本可能过高，拖累业绩表现；
- 3) 煤炭、人工等价格上涨造成公司成本上升；
- 4) 产能投放时间不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1846.63	3004.78	3610.73	4128.99
(+/-%)	38.81	62.72	20.17	14.35
归母净利(百万元)	151.46	282.12	367.26	470.55
(+/-%)	23.74	86.27	22.84	18.41
摊薄每股收益(元)	0.35	0.65	0.80	1.09
市盈率(PE)	17.12	12.24	9.40	7.34

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司介绍：发展历程	6
(一) 发展历程	6
(二) 产能分布	7
(三) 经营概览	8
二、产业链供需分析	10
(一) 食用菌产业链	10
(二) 下游需求：全球人均消费第一大国，2016 年市场空间 2742 亿元	11
(三) 中游生产	13
(四) 上游要素：供给充足，获取成本较低	17
三、公司分析	17
(一) 盈利能力分析：雪榕生物 VS 众兴菌业 VS 华绿生物	17
(二) 产能分析	26
(三) 利润测算	26
五、风险提示	28

图表目录

图表 1 雪榕生物发展历程.....	6
图表 2 2019Q1 雪榕生物前十大股东.....	6
图表 3 雪榕生物五大生产基地.....	7
图表 4 雪榕生物历史产能及预计产能（吨/日）	8
图表 5 公司历年营收(亿)及增速.....	8
图表 6 公司历年归母净利润(亿)及增速.....	8
图表 7 公司 2018 年营收结构.....	9
图表 8 2018 毛利润（亿元）结构.....	9
图表 9 雪榕生物财务指标概览（亿元）	9
图表 10 食用菌分类.....	10
图表 11 食用菌行业产业链.....	10
图表 12 国内食用菌历年产量及增速	11
图表 13 国内食用菌历年产值及增速	11
图表 14 2017 年国内食用产量分布（万吨）	12
图表 15 2017 年国内食用菌产量占比.....	12
图表 16 2013 年全球食用菌产量占比.....	12
图表 17 2013 年全球人均食用菌消费量（克/日）	12
图表 18 工厂化种植模式的六大优势	14
图表 19 国内食用菌规模化产能占比	14
图表 20 各国食用菌规模化产能对比	14
图表 21 工厂化食用菌企业规模集中度.....	15
图表 22 金针菇总产量与工厂化金针菇产量（万吨）	15
图表 23 金针菇工厂化占比	15
图表 24 金针菇 CR10（吨/日）	16
图表 25 真姬菇 CR10（吨/日）	16
图表 26 杏鲍菇 CR10（吨/日）	16
图表 27 国内稻谷产量（万吨）	17
图表 28 国内玉米产量（万吨）	17
图表 29 各公司金针菇毛利率对比（%）	18
图表 30 各公司金针菇售价对比（元/KG）	18
图表 31 雪榕生物营收构成（按地区）	19
图表 32 2017 众兴菌业、华绿生物营收构成（按地区，元/KG）	19
图表 33 全国各地金针菇大宗批发平均价格（元/KG）	19
图表 34 食用菌育菇技术参数释义.....	20
图表 35 各公司金针菇原材料成本对比（元/KG）	21
图表 36 各地区玉米平均价格（元/KG）	21
图表 37 各公司金针菇杂菌污染率对比.....	21
图表 38 各公司金针菇生物转化率对比.....	21
图表 39 各公司金针菇单瓶产量对比（G/瓶）	22
图表 40 各公司金针菇制造费用对比（元/KG）	22
图表 41 各公司金针菇制造费用占总成本比例.....	22
图表 42 各公司金针菇人力成本对比（元/KG）	23
图表 43 各公司金针菇能源成本对比（元/KG）	23
图表 44 各公司金针菇包材及低值易耗品对比（元/KG）	23

图表 45 PPIRM：木材及纸浆类：同比（%）	23
图表 46 各公司三项费用率对比（%）	24
图表 47 “坐销”与“助销”模式对比	24
图表 48 各公司销售人员数量对比（人）	25
图表 49 各公司销售人员人均薪酬（含差旅费，万元）	25
图表 50 雪榕生物历史产能及预计产能（吨/日）	26
图表 51 金针菇平均价元/KG（北京新发地）	27
图表 52 2019 金针菇业务营业收入的敏感性分析（万元）	27
图表 53 2016~2019 年二季度新发地金针菇价格（元/公斤）	28
图表 54 大方雪榕净利润（万元）	28

一、公司介绍：发展历程

（一）发展历程

上海雪榕生物科技股份有限公司创立于1997年，成立初期主要从事保鲜蔬菜加工及出口业务。2004年通过设立雪榕食用菌涉足工厂化食用菌栽培领域，2008年进入真姬菇领域，并正式将工厂化食用菌确立为核心产业，2009年底基本停止了蔬菜业务，当前公司食用菌业务收入占主营业务收入的比重基本达到100%。截止目前，公司食用菌日产能达到1160吨，其中金针菇产能900吨/日、真姬菇等其他菇种260吨/日，公司总产能和金针菇产能均位居全国食用菌工厂化企业之首。

图表1 雪榕生物发展历程

年份	事件
1997	上海高榕食品有限公司成立。主营种植、加工、出口食用菌和保鲜蔬菜。
2002	被授予“农业产业化国家重点龙头企业”。
2004	成立上海雪国高榕生物技术有限公司，经营金针菇的生产与销售，为进军工厂化食用菌奠定坚实的基础。
2008	成立上海高榕生物科技有限公司，进入真姬菇领域，日产真姬菇23吨。
2009	正式落户上海奉贤现代农业园区。
2011	股改完成，正式更名为“上海雪榕生物科技股份有限公司”。
2016	在深圳证券交易所创业板成功挂牌。
2017	金针菇日产能900吨、其他菇种日产能160吨，合计日产能达1060吨，总产能和金针菇产能均位居全国食用菌工厂化企业之首。
目前	金针菇日产能900吨、其他菇种日产能260吨，合计日产能达1160吨。

资料来源：公司官网，公司年报，太平洋证券研究所

公司控股股东为杨勇萍先生，实际控制人为杨勇萍先生及其配偶张帆女士。截止至2019Q1，杨勇萍先生持有公司股份1.71亿股，持股比例39.48%，公司现任总经理兼董事余荣琳和董事副总经理诸焕诚分别持股10.42%和5.31%。公司前十大股东如下：

图表2 2019Q1 雪榕生物前十大股东

股东名称	持股数量（股）	持股比例	股本性质
杨勇萍	171,085,500	39.48%	限售股
余荣琳	45,131,189	10.42%	部分限售
诸焕诚	22,993,610	5.31%	部分限售
华泰证券股份有限公司—中庚价值领航混合型证券投资基金	20,736,178	4.79%	流通股
德州均益投资合伙企业（有限合伙）	9,288,762	2.14%	流通股
广发银行股份有限公司—广发银行“薪满益足”天天薪人民币理财计划	6,331,710	1.46%	流通股
丁强	4,486,370	1.04%	限售股
陈建华	2,273,870	0.52%	流通股
孙国君	1,990,000	0.46%	流通股
兴业银行股份有限公司—光大保德信红利混合型证券投资基金	1,800,868	0.42%	流通股
合计	281,631,687	66.04%	

资料来源：公司 2019 一季报，太平洋证券研究所

（二）产能分布

公司目前在全国建立了上海、四川成都、吉林长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节六大生产基地，在 900 公里的运输半径内覆盖了我国近 90%的人口。目前金针菇方面，上海地区产能为 51 吨/日、四川 55 吨/日、吉林 139 吨/日、山东 197.6 吨/日、广东 233 吨/日，贵州 228.6 吨/日，合计 904.2 吨/日；真姬菇方面，上海生产基地拥有产能 26 吨/日和德州 75 吨/日，贵州 90 吨/日，合计 191 吨/日；香菇方面，贵州香菇产能 20 吨/日，杏鲍菇产能增长至 59 吨/日。

图表 3 雪榕生物五大生产基地



资料来源：公司 2016 年非公开发行股票预案（二次修订稿），太平洋证券研究所

公司产能详细分布及变化情况如下表，其中香菇产品为公司新业务，质量不稳定，2018 年亏损 8000 万以上，因此公司将香菇产能由 2015 年的 130 吨/日调减到 2018 年末的 20 吨/日，目前原毕节大方的香菇生产厂房及设备经过改造已转向海鲜菇和杏鲍菇生产，有效降低了固定资产折旧的分摊。

图表4 雪榕生物历史产能及预计产能(吨/日)

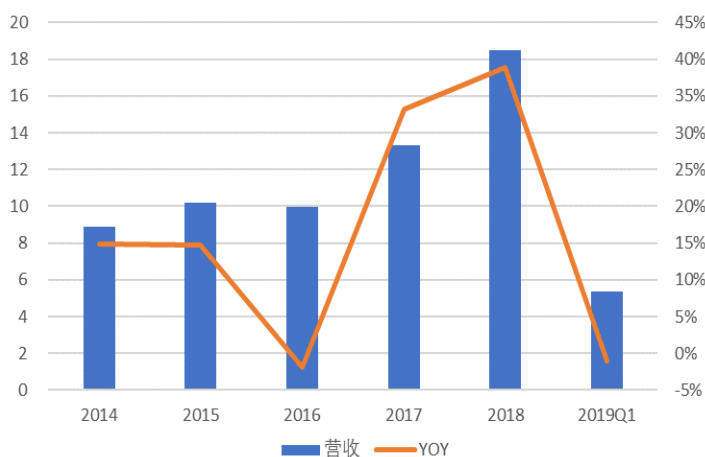
产品种类	工厂名称	所在地	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
金针菇	雪榕食用菌	上海	27	27	27	0	0
	成都雪榕	都江堰	45	45	55	55	55
	雪榕直属一厂	上海	51	51	51	51	51
	长春高榕	长春	59	59	99	139	139
	山东雪榕	德州	59	59	197.6	197.6	197.6
	广东雪榕	惠州	63	63	233	233	233
	威宁雪榕	毕节	0	90	228.6	228.6	228.6
	泰纳裕	泰国	0	0	0	0	100
	临洮雪榕	临洮	0	0	0	0	180
	合计		304	394	891.2	904.2	1184.2
真姬菇	高榕生物	上海	26	26	26	26	26
	山东雪榕	德州	0	0	75	75	75
	大方雪榕	毕节	0	0	50	90	90
	香菇	大方/威宁	130	20	20	20	20
杏鲍菇	威宁雪榕	毕节	0	0	39	59	59
合计			460	420	1101.2	1174.2	1454.2

资料来源:公司公告,太平洋证券研究所

(三) 经营概览

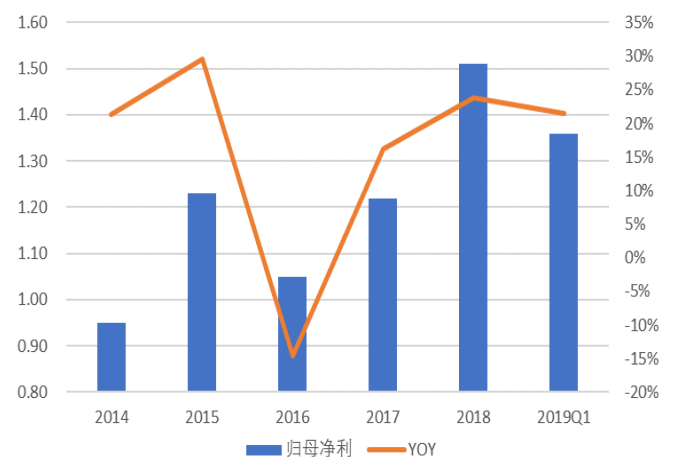
公司 2014~2018 年稳步经营,营收和归母净利 CAGR 分别为 20.09%和 12.28%,2019Q1 公司分别实现营收和归母净利润 5.36 亿、1.36 亿,同比增长-1.02%、21.46%。

图表5 公司历年营收(亿)及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

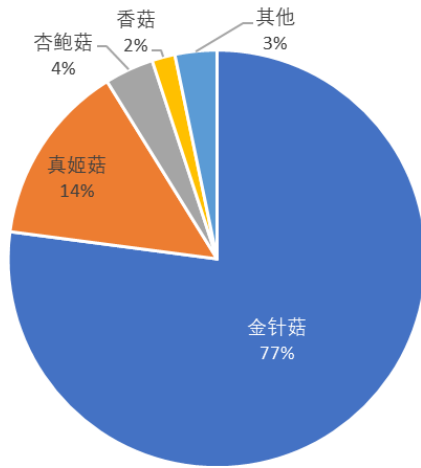
图表6 公司历年归母净利润(亿)及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

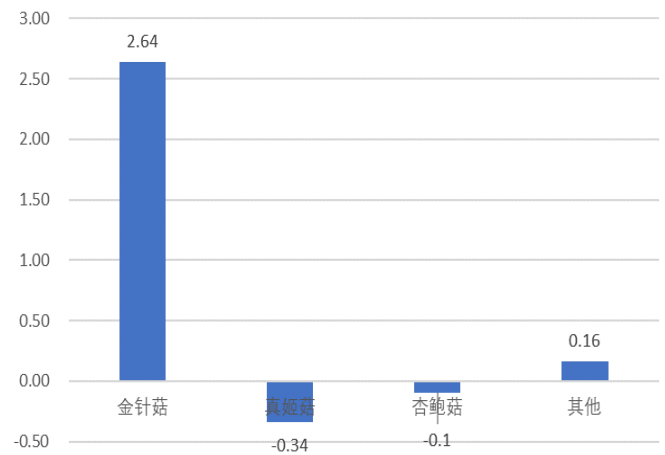
公司营收主要来自于金针菇业务,2018 年金针菇收入占比达到 77%,2018 年毛利润约 2.64 亿,毛利率 18.55%;其次为真姬菇业务,收入占比约 14%,毛利润约-0.34 亿。

图表 7 公司 2018 年营收结构



资料来源：2018 年年报，太平洋证券整理

图表 8 2018 毛利润（亿元）结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司 2014~2015 年加权 ROE 在 20% 左右，2016 年 IPO 扩大净资本后，加权 ROE 达到约 10%，其中销售净利率比较稳定，2014~2018 维持在 10%~12% 左右。由于公司近年来一直处于产能扩充阶段，资本开支逐年升高，除 2016 年公司 IPO，通过股权方式融资近 6 亿元外，其余资本开支主要通过债权融资方式进行，进而导致公司的资产负债率较高，截止至 2019Q1，公司资产负债率达到 55.72%。

图表 9 雪榕生物财务指标概览（亿元）

财务指标	2016	2017	2018	2019Q1
加权 ROE	9.94%	9.10%	10.48%	7.68%
销售净利率	10.66%	9.18%	6.76%	25.76%
总资产周转率	0.47	0.42	0.48	0.14
资产负债率	47.58%	63.08%	59.67%	55.72%
总资产同比增速	38.64%	55.91%	1.46%	1.93%
总负债同比增速	3.44%	106.71%	-4.03%	-4.52%
净资产同比增速	100.60%	9.81%	10.88%	11.48%
经营活动产生的现金净流量	3.18	3.06	4.07	2.12
销售商品提供劳务收到的现金/营收	100.73%	99.44%	97.77%	100.78%
投资活动产生的现金净流量	-7.65	-10.86	-2.87	-0.24
筹资活动产生的现金净流量	4.89	8.71	0.08	-1.41
吸收投资收到的现金	5.90	0.65	-	-
取得借款收到的现金	7.11	16.63	10.79	1.70
现金及现金等价物净增加	0.42	0.89	1.31	0.47

资料来源：公司公告，太平洋证券研究所

二、产业链供需分析

（一）食用菌产业链

食用菌指可供人们食用的大型真菌，一般是真菌中能形成大型子实体或菌核并能供食用的种类。人工栽培的食用菌可分为木腐菌和草腐菌，以营养来源和栽培所用原料区分。木腐菌以木屑、棉籽壳、玉米芯等作为主要营养来源，主要包括金针菇、香菇、杏鲍菇、木耳、平菇等；草腐菌以吸收禾草秸秆（如稻草、麦草）等腐草中的有机质作为主要营养来源，主要包括双孢菇、草菇和鸡腿菇等。

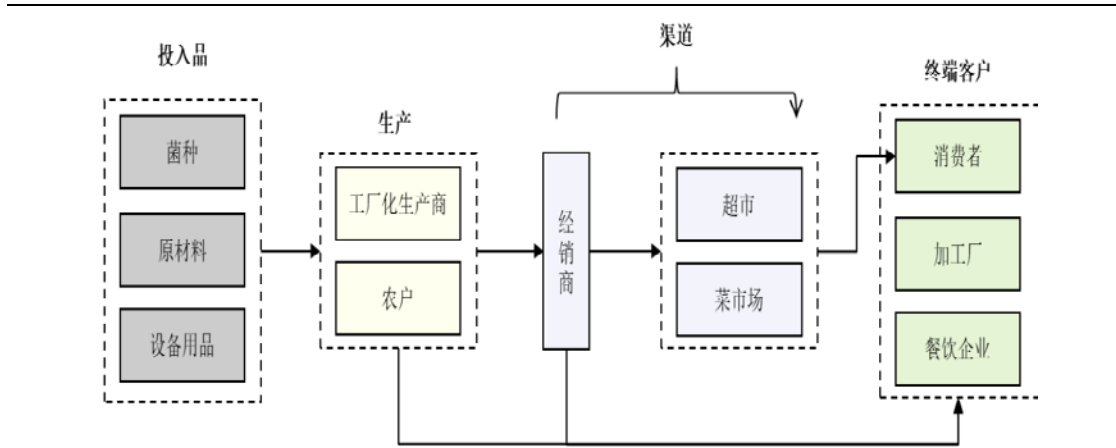
图表 10 食用菌分类

类别	草腐菌	木腐菌
主要特点	以吸收禾草秸秆（如稻草、麦草）等腐草中的有机质作为主要营养来源	以木材为主要营养源的菌类
品种举例	双孢菇、姬松茸、草菇、鸡腿蘑等	金针菇、香菇、木耳、平菇、真姬菇、灵芝、杏鲍菇、蟹味菇和猴头菇等

资料来源：众兴菌业招股说明书，太平洋证券研究所

食用菌行业的上游主要是米糠、玉米芯、甘蔗渣、麸皮等农业废弃物；中游是以企业和农户两者为主体的食用菌生产加工商；下游行业主要包括商贸零售业、餐饮业、食品加工制造业等，通过农贸市场、商超、餐饮企业、食品加工企业，终端客户为家庭消费者。

图表 11 食用菌行业产业链



资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券研究所

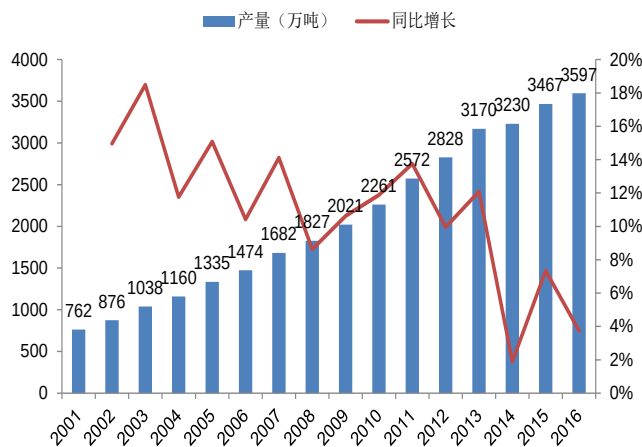
（二）下游需求：全球人均消费第一大国，2016 年市场空间 2742

亿元

食用菌含有丰富的蛋白质、氨基酸以及多种维生素，能够提高机体免疫能力，有益于人类健康，符合现代快节奏生活方式下科学饮食、平衡营养新消费需求。食用菌是联合国粮食及农业组织推荐的 21 世纪健康食品，并承认其营养价值达到“植物性食品的顶峰”，世界卫生组织推荐的“一荤、一素、一菇”健康膳食三大基石之一，在此基础上，以食用菌为主的生态美食产业逐渐成为一个有着巨大发展潜力的新兴产业。

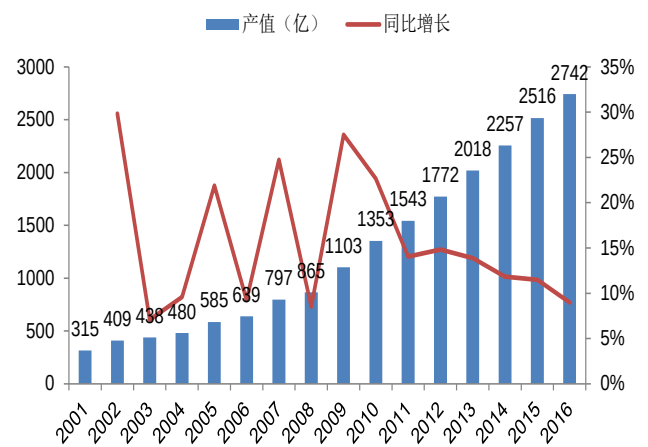
我国 70 年代初开始大规模人工栽培食用菌，80 年代进入了高速发展阶段，1990 年国内食用菌产量突破 100 万吨。截止至 2016 年，食用菌产量达到 3597 万吨，产值 2742 亿元，2001-2016 年 15 年间产量和产值 CAGR 分别高达 10.9%和 15.5%。随着国人的生活水平不断提高，对健康、营养、安全的食用菌产品越来越重视，销量和消费群体也在不断增加，食用菌总产值已在我国种植业中排第六位，仅次于粮、棉、油、菜、果。

图表 12 国内食用菌历年产量及增速



资料来源：众兴菌业、华绿生物招股说明书，太平洋证券

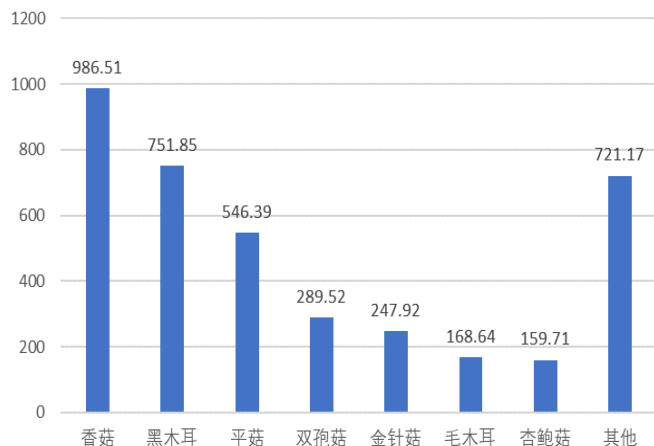
图表 13 国内食用菌历年产值及增速



资料来源：众兴菌业、华绿生物招股说明书，太平洋证券

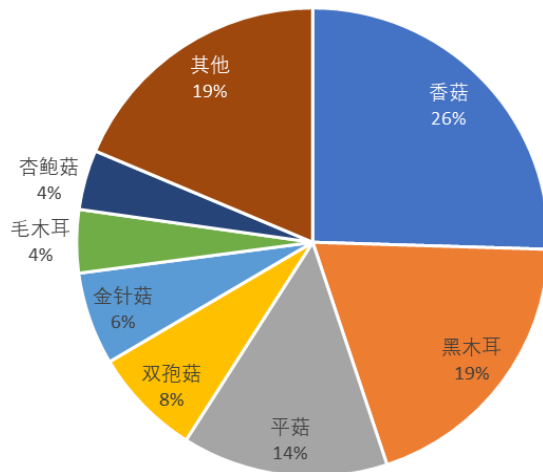
目前我国栽培的食用菌种类繁多，约 70-80 种，形成商品的约 50 种，具备一定规模生产的达 20 种以上，其中主要品种有香菇、黑木耳、平菇、双孢菇、金针菇、毛木耳和杏鲍菇，2017 年该七个品种总产量占全国食用菌总产量的 84.86%，具体分布情况如下：

图表 14 2017 年国内食用产量分布 (万吨)



资料来源: 中国食用菌协会, 太平洋证券

图表 15 2017 年国内食用菌产量占比

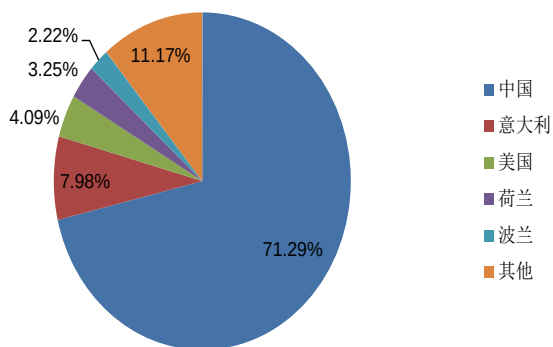


资料来源: 中国食用菌协会, 太平洋证券

得益于我国多元丰富的饮食文化, 火锅、麻辣烫、冒菜、烧烤等特色小吃已深入民众的日常生活, 使得我国民众对食用菌存在一定的消费偏好。目前我国已成为全球食用菌消费第一大国, 2013 年中国、意大利、美国、荷兰、波兰为世界前五大食用菌生产国, 分别占全球食用菌总产量 71.29%、7.98%、4.09%、3.25%和 2.22%; 除消费总量外, 我国同时是全球人均食用菌消费第一大国, 2013 年国内人均食用菌消费量约 63.83 克/天, 远超全球平均水平 (不含中国) 6.09 克/天。

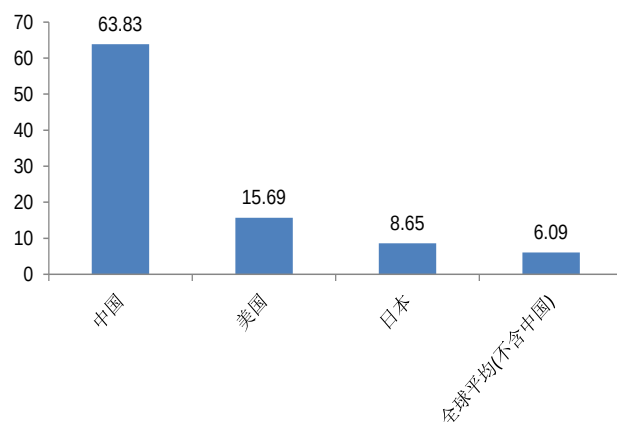
(注: 2016 年国内食用菌净出口约 50 万吨, 相比于 3597 万吨的产量占比较小, 因此在计算人均食用菌消费量时没有考虑净出口的影响。)

图表 16 2013 年全球食用菌产量占比



资料来源: 中国食用菌协会, 太平洋证券研究所

图表 17 2013 年全球人均食用菌消费量 (克/日)



资料来源: 中国食用菌协会、IMF, 太平洋证券研究所

我们认为, 中国的饮食文化经过千年流传已经深入人心, 对食用菌的消费偏好和消费

习惯在短期内不会改变，相反，受益于消费升级趋势，在消费水平提高的同时，消费者对饮食健康和安全越来越重视。食用菌具有较高的营养价值，对改善饮食结构有重要作用，符合消费升级的需求，越来越受到消费者的欢迎。我们判断，由于 2742 亿的消费基数已经较大，未来食用菌市场增速将大概率放缓，但仍将在长时间内保持正增长。

（三）中游生产

1、国内规模化产能占比低于 10%，日韩台超过 90%

我国食用菌生产模式主要分为：传统生产模式、“企业+农户”模式，以及工厂化生产模式。其中传统生产模式是自古沿袭至今的农作物栽培生产方式；“企业+农户”的生产模式是随着食用菌产业发展和技术的进步而形成的；2006 年以来，伴随着我国食用菌消费需求不断上升，食用菌工厂化也蓬勃发展，目前已经成为我国食用菌行业的重要生产模式。

全球食用菌工厂化生产始于 20 世纪中叶，台湾在上世纪 80 年代首先引进日本工厂化生产食用菌的方式，开始尝试食用菌的机械化栽培；上世纪 90 年代，台湾企业开始在大陆地区兴建食用菌生产工厂，带动大陆地区食用菌工厂化生产逐渐兴起。

规模化生产较传统生产模式的优势主要体现在六方面：

1) 节约生产要素。食用菌工厂化生产全程采用自动化机械设备进行操作，很大程度上缩短了食用菌的生长发育周期。根据上海蔬菜食用菌行业协会统计，食用菌工厂化生产等量产品，所需土地面积仅为传统模式的 1%，劳动力用量只占传统模式的 2%；

2) 生产效率提升。根据《工厂化鲜品食用菌市场调查报告》，食用菌工厂化生产效率比传统模式提高约 40 倍；

3) 实现食用菌周年化生产。传统方式一般在 9-10 月至翌年 4 月种植，出菇周期约为 2 个月，适宜生产时间较短。工厂化方式种植模式下，食用菌生长所需温度、湿度、光照、二氧化碳浓度等参数都严格接受人工控制，其生长不受自然条件限制，实现周年化生产，常年均有产出并稳定向市场进行供应；

4) 质量可控、产品安全可靠。首先，工厂化用于培育食用菌的培养基经高温灭菌，接种过程无菌操作，确保杂菌及病虫害污染的可能降至最低；其次，工厂化食用菌的栽培条件可控，生长过程不使用化肥。最后，工厂化食用菌成熟度一致，规格整齐均一；

5) 可复制性强。食用菌工厂化种植的各主要环节均为标准化，在人才、技术、土地、资金等条件成熟的情况下，可在较短时间内实现快速复制，有利于企业抓住市场机遇，实

现迅速稳定扩张；

6) 吸收农村富余劳动力。以 2011 年统计数据为例，2011 年全国从事食用菌工厂化生产的各类人员约 103,000 余人，其中一线员工约 95,790 人，主要以农村户籍员工构成。

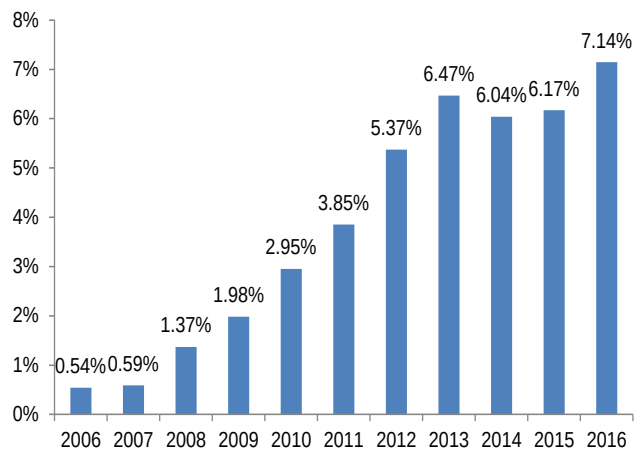
图表 18 工厂化种植模式的六大优势



资料来源：众兴菌业招股说明书，太平洋证券研究所

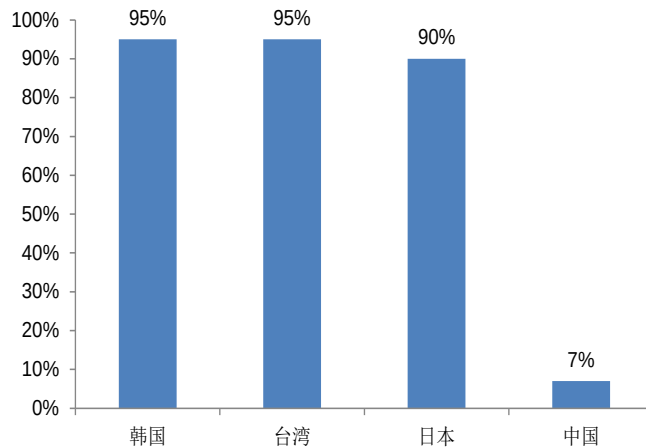
国内食用菌工厂化起步较晚，因此目前食用菌市场依然由农户主导，2014~2016 年国内规模化产量分别达到 195 万吨、214 万吨、257 万吨，分别占全国总产量的 6.04%、6.17%、7.14%，而日本工厂化食用菌市占率达到 90%以上，韩国、台湾更高达 95%以上，可见国内尚处初级阶段，潜力巨大。

图表 19 国内食用菌规模化产能占比



资料来源：众兴菌业、华绿生物、雪榕生物公司公告，太平洋证券

图表 20 各国食用菌规模化产能对比



资料来源：众兴菌业、华绿生物、雪榕生物公司公告，太平洋证券

2、金针菇、真姬菇、杏鲍菇产业化进程领先，集中度分别达 44%、42%、28%

我国食用菌工厂化栽培目前处于快速发展阶段，2009 年以来，受高利润率的驱动以及国家与地方惠农政策的影响，吸引了大量资金进入食用菌工厂化栽培领域，企业数量从 246 家上升到 2012 年的 788 家，后来随着食用菌工厂化规模企业进一步发展，小规模工厂化企业则加速退出，行业整合效果显著，集中度加强。截止至 2016 年，全国共有 590 家规模化企业，较 2012 年减少 198 家，其中日产能在 20 吨以上的企业 85 家，占比 14.4%；日产能 15-20 吨的企业为 410 家，占比 69.5%，行业集中度较 2012 年显著提升。

图表 21 工厂化食用菌企业规模集中度

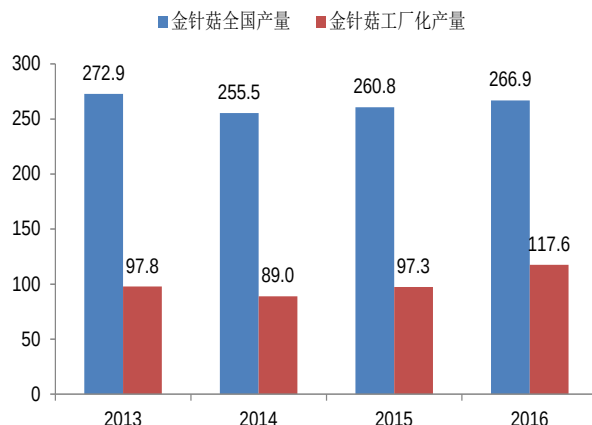
日产能（吨）	企业数量				占比			
	<15	15-20	>20	合计	<15	15-20	>20	合计
2012	315	429	44	788	40.00%	54.40%	5.60%	100.00%
2013	229	468	53	750	30.50%	62.40%	7.10%	100.00%
2014	149	512	68	729	20.40%	70.20%	9.30%	99.90%
2015	109	441	76	626	17.40%	70.40%	12.10%	99.90%
2016	95	410	85	590	16.10%	69.50%	14.40%	100.00%

资料来源：中国食用菌协会，太平洋证券研究所

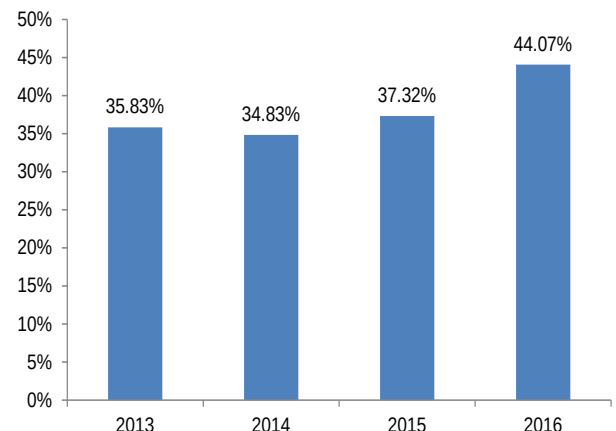
受制于技术和工艺尚不成熟，多数食用菌品种仍然无法实现人工栽培，据中国食用菌协会统计，目前 70-80 多种食用菌品中仅有金针菇、真姬菇、杏鲍菇、双孢菇 4 个品种实现了工厂化大规模栽培，同时随着 2013 年以来香菇工厂化生产专用菌种、香菇工厂化生产工艺流程及设备制造三大核心技术要素的解决，位居国内食用菌产量首位的香菇也将逐步成为大规模工厂化栽培的品种，但工厂化仍处于起步阶段，整体集中度不高。

金针菇方面。金针菇是国内食用菌工厂化生产中技术最完善的品种之一，近年来无论是生产企业数量还是产能，均呈现爆发式增长。2013 年全国工厂化金针菇的年产量约 97.8 万吨，占当年金针菇全国产量的 35.83%，2016 年增长至 44.07%。

图表 22 金针菇总产量与工厂化金针菇产量（万吨）



图表 23 金针菇工厂化占比



资料来源：中国食用菌协会，太平洋证券研究所

资料来源：中国食用菌协会，太平洋证券研究所

图表 24 金针菇 CR10 (吨/日)

2015 年			2016 年		
排名	企业名称	产能	排名	企业名称	产能
1	上海雪榕生物科技股份有限公司	304	1	上海雪榕生物科技股份有限公司	394
2	如意情集团股份有限公司	287	2	天水众兴菌业科技股份有限公司	350
3	天水众兴菌业科技股份有限公司	280	3	如意情集团股份有限公司	200
4	江苏华绿生物科技发展有限公司	134	4	广东星河生物科技股份有限公司	160
5	上海光明森源生物科技有限公司	125	5	上海光明森源生物科技有限公司	130
6	福建华辰生物科技有限公司	80	6	江苏华绿生物科技发展有限公司	100
7	广东星河生物科技股份有限公司	70	7	万辰生物	65
8	中茂生物科技有限公司	50	8	福建华辰生物科技有限公司	65
9	山东荣丰食用菌有限公司	50	9	友和菌业	65
10	湖南国进食用菌开发有限公司	50	10	中茂生物科技有限公司	65
合计		1430	合计		1594

资料来源：中国食用菌协会，太平洋证券研究所

真姬菇方面。真姬菇市场较小，2016 年全国产量 65 万吨，约为金针菇的 1/4，国内真姬菇工厂化产量约 28 万吨，工厂化占比约 42%。

图表 25 真姬菇 CR10 (吨/日)

排名	企业名称	2015 年产能
1	上海丰科生物科技股份有限公司	120
2	顺昌神农珍稀菇业有限公司	90
3	天津鸿滨禾盛农业技术开发有限公司	50
4	中茂生物科技有限公司	50
5	山东荣丰食用菌有限公司	35
6	广东星河生物科技股份有限公司	32
7	上海雪榕生物科技股份有限公司	26
8	山东华鹭食用菌有限公司	25
9	福建华辰生物科技有限公司	20
10	天津绿圣蓬源农业科技开发有限公司	20
合计		468

资料来源：中国食用菌协会，太平洋证券研究所

杏鲍菇方面。杏鲍菇市场容量同样较小，2016 年全国产量约 82 万吨，工厂化产量约 23 万吨，占比 28%。

图表 26 杏鲍菇 CR10 (吨/日)

2015 年			2016 年		
排名	企业名称	产能	排名	企业名称	产能
1	连云港市香如食用菌有限公司	114	1	连云港市香如食用菌有限公司	114
2	福建中延菌菇业有限公司	95	2	福建中延菌菇业有限公司	90
3	中国绿宝集团有限公司	80	3	昆山正兴食用菌有限公司	67
4	绿雅（江苏）食用菌有限公司	65	4	中国绿宝集团有限公司	67
5	山西澳坤生物农业股份有限公司	50	5	福建嘉田食用菌有限公司	67
6	福建嘉田食用菌有限公司	40	6	绿雅（江苏）食用菌有限公司	45
7	广东星河生物科技股份有限公司	40	7	山西澳坤生物农业股份有限公司	45
8	绿源永乐农业科技发展有限公司	40	8	广东星河生物科技股份有限公司	45
9	张掖市紫家寨农业科技有限责任公司	40	9	绿源永乐（北京）农业科技发展有限公司	45
10	浙江奉化绿欣源农产品有限公司	40	10	张掖市紫家寨农业科技有限责任公司	45

合计

604

合计

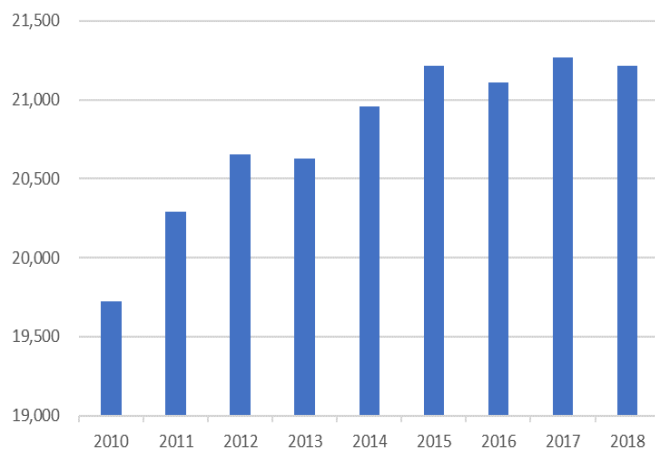
630

资料来源：中国食用菌协会，太平洋证券研究所

（四）上游要素：供给充足，获取成本较低

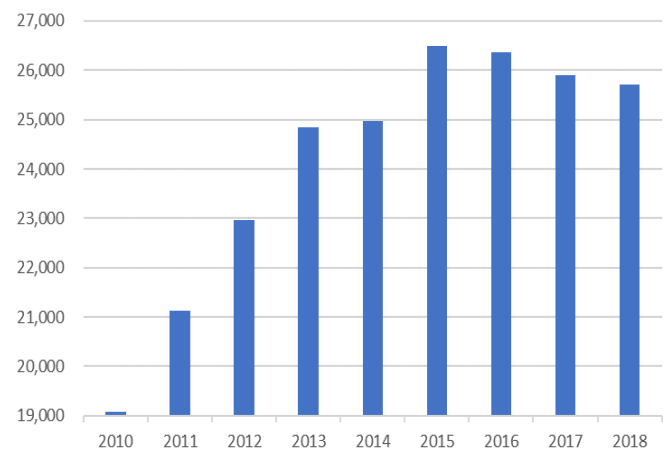
食用菌行业上游行业主要是米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳、木屑、甘蔗渣、农业秸秆（如稻草、麦秸、玉米秸等）等农业废弃物。中国是一个农业生产大国，农业废弃物产出量大，食用菌生产的原料资源十分丰富，再加上近年来全国水稻和玉米均增产明显，米糠、玉米芯市场供给非常充足，因此食用菌行业上游的采购环境良好，获取成本较低。

图表 27 国内稻谷产量（万吨）



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 28 国内玉米产量（万吨）



资料来源：wind，太平洋证券整理

三、公司分析

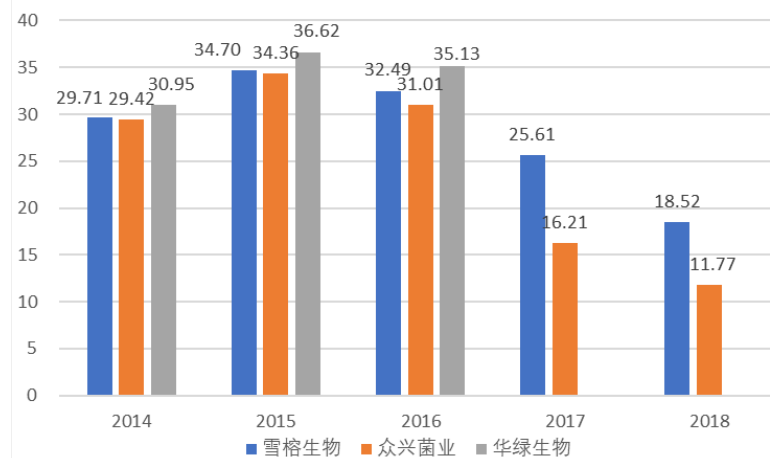
（一）盈利能力分析：雪榕生物 vs 众兴菌业 vs 华绿生物

目前 A 股中涉及食用菌业务的上市公司共 4 家：雪榕生物、众兴菌业、华绿生物（正在排队）、星河生物。其中星河生物现已更名为星普医科，由此前的食用菌主业转型医疗健康，进而适合与雪榕生物进行对比的是众兴菌业和华绿生物，3 家公司均以食用菌为主业且金针菇的营收占比都达到 70% 以上。

比较盈利能力最直接的方式是比较单位净资本创造净利润的多少，也即 ROE，但 ROE 中包含对资本结构的考虑，而金针菇行业目前正处于集中度快速提升的跑马圈地阶段，企业产能扩张速度的不同导致企业资本结构差异较大，如 2019Q1 雪榕生物资产负债率高达 55.72%，而众兴菌业为 43.08%。因此，为了直接比较企业的育菇效率，我们主要通过毛利率和期间费用率等指标来分析盈利能力，3 家公司金针菇业务的毛利率如下：

(注：雪榕生物和华绿生物将包装材料费用和包装工资计入生产成本，而众兴菌业则计入销售费用，为了便于比较，下图中将众兴菌业包装材料费用和包装工资调整计入了生产成本以统一计算口径。)

图表 29 各公司金针菇毛利率对比 (%)



资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），各公司公告，太平洋证券研究所

由上图可见，3 家企业金针菇业务的毛利率在 2014~2016 年均在 25%~35% 左右，2017~2018 年波动主要由上游原材料及金针菇价格影响所致，但横向比较之下并无显著差异，仅凭毛利率指标不足以判断育菇效率的高低，因此下面我们进一步分析毛利率的详细构成。

1、产品单价：雪榕生物高出 5%~10% 不等

首先是单价的对比，具体单价见下表：

图表 30 各公司金针菇售价对比 (元/kg)

公司	2014	2015	2016
众兴菌业	5.52	5.95	-
华绿生物	5.98	6.05	5.59
雪榕生物	6.66	6.40	5.71
平均	6.05	6.13	-

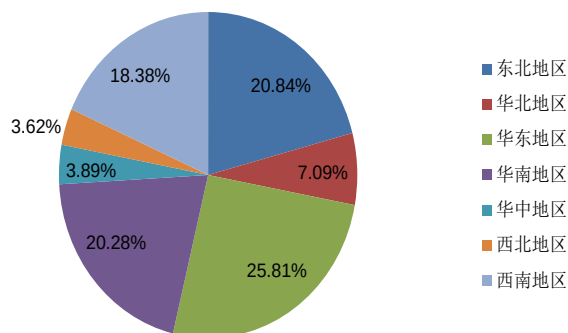
资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券研究所 注：2016 年后各公司未公布销售量

雪榕生物近 3 年的售价最高，高出同行业上市公司 5%~10% 不等，原因在于华东、华南和东北地区是其主要的经销区域，上述区域，特别是华东和华南地区，消费能力较强，整体农产品的价格也较高，从而导致了其售价的提升；

众兴菌业金针菇销售价格较低的原因在于其销售地区集中于华中和西北地区，上述区域消费能力较弱，使得包含食用菌在内的整体农产品价格低于沿海地区；

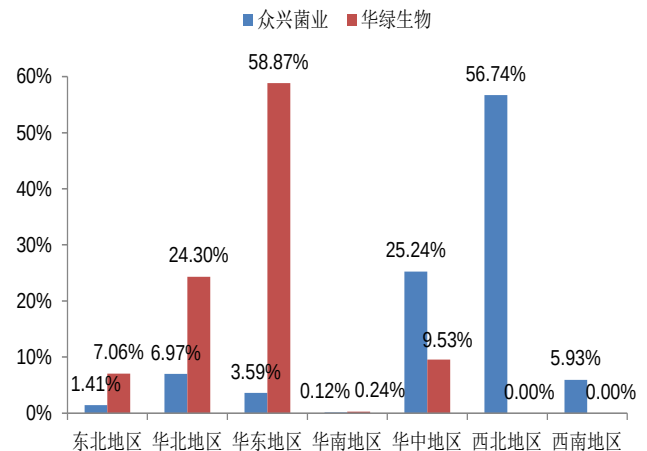
华绿生物主要的销售区域为华东、华中和华北区域，上述地区综合消费能力和农产品价格介于雪榕生物和众兴菌业主要经销地区之间，因此华绿生物产品的售价低于雪榕生物而高于众兴菌业。

图表 31 雪榕生物营收构成（按地区）



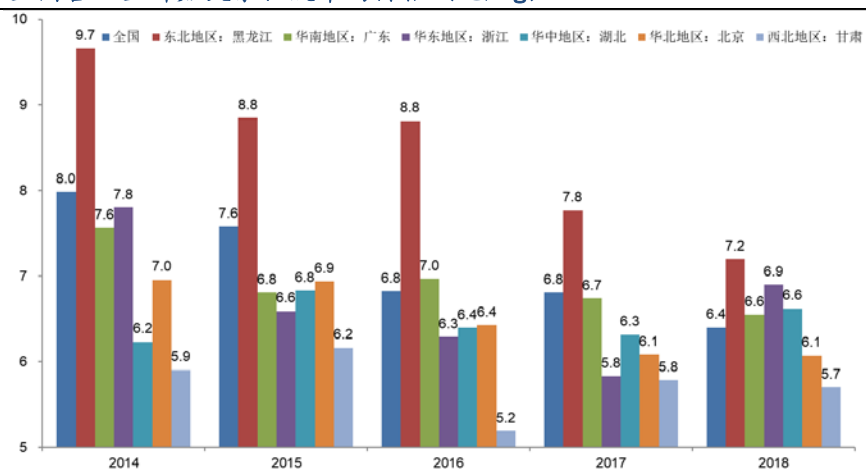
资料来源：雪榕生物招股说明书，太平洋证券研究所

图表 32 2017 众兴菌业、华绿生物营收构成（按地区，元/kg）



资料来源：众兴菌业、华绿生物招股说明书，太平洋证券

图表 33 全国各地金针菇大宗批发平均价格（元/kg）



资料来源：中国农业信息网，太平洋证券研究所

另外，雪榕生物和华绿生物的金针菇产品大多为切根金针菇，而众兴菌业非切根金针菇较多，因同等重量下切根较多的产品价格会更高，所以雪榕生物和华绿生物的金针菇产品售价高于众兴菌业。

总体来看，由于布局较早、覆盖区域消费能力较强等因素，雪榕生物在产品单价上占据比较显著的优势，且该优势在中长期内仍将保持。

2、成本拆分：雪榕生物单位产量高出 5%-10%，成本控制能力行业领先

相比于产品单价，我们更关注企业的成本。因为产品单价多由市场因素决定，目前大多数企业尚无法对下游形成有效的议价能力，只能作市场价格的被动接受者；而成本端的控制则更依赖于企业的技术、工艺、渠道、管理能力等核心竞争力。目前随着公司产能扩张，费用摊薄，生产成本已经低于行业平均水平，加上公司产品售价高于同行公司 5%~10%，公司产品毛利率更高。

具体分析每一项成本明细：

1) 原材料成本。原材料成本具体包括生产要素的采购成本及菌种成本两部分，而造成公司间原材料成本差异的原因主要在于：a) 原材料的采购价格不同；b) 原材料的采购数量不同，技术工艺差异导致育菇效率不同进而导致采购数量不同，衡量的核心指标包括：杂菌污染率、生物转化率、单瓶产量。

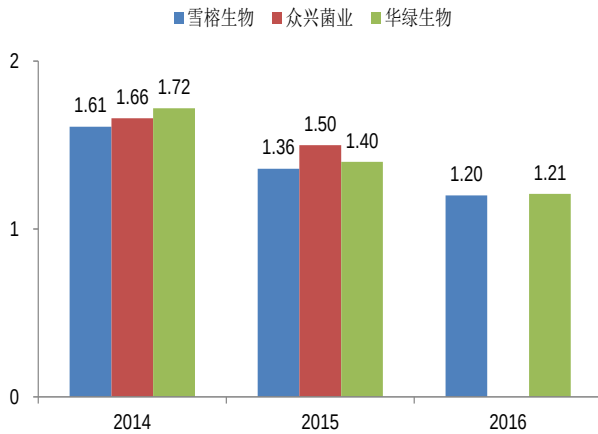
图表 34 食用菌育菇技术参数释义

指标	事件
杂菌污染率	指每装 100 瓶生产瓶，受杂菌感染的生产瓶的比例，即杂菌污染率=受杂菌感染生产瓶数/生产瓶装瓶数×100%
生物转化率	表示每 100kg 干物质产出鲜菇的效率，即生物转化率=子实体鲜重÷培养基质干重×100%
单瓶产量	单个培养瓶的产量，主流单瓶规格为 1100mL 和 1200mL

资料来源：众兴菌业招股说明书，太平洋证券研究所

原材料包括米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳等农业下脚料，雪榕生物原材料成本在同行业上市公司中最低。雪榕生物和华绿生物主要从山东、江苏、河南等省份采购，众兴菌业则主要采购自甘肃、陕西、河南等地区，由于国内玉米、大米等农作物供应充足，因此其下脚料价格低廉且差异不大，进而影响原材料成本不同的主要原因不在于采购价格，而是育菇技术和工艺的差异。

图表 35 各公司金针菇原材料成本对比（元/kg）



资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券

图表 36 各地区玉米平均价格（元/kg）



资料来源：wind，太平洋证券研究所

杂菌污染率指标。影响污染率的具体因素包括生产工艺的高低、环境参数控制的得当、技术力量的强弱，管理精细程度的深浅等因素。目前3家可比上市公司的金针菇杂菌污染率均处较低水平，相差并不明显。一般来说，在产能投放初期，要经过一段磨合调试期，杂菌污染率会显著升高。

图表 37 各公司金针菇杂菌污染率对比

公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
众兴菌业	0.44%	0.53%	0.18%	-	-	-
华绿生物	-	-	0.28%	0.12%	0.28%	0.29%
雪榕生物	-	1.17%	0.89%	0.25%	-	-

资料来源：各公司招股说明书，太平洋证券研究所

生物转化率指标。生物转化率是育菇行业的核心指标，其值越高说明投入相同重量原材料所产出的产品越多，单瓶产量越高。雪榕生物最早投入使用液体菌种的接种方式，使得金针菇的齐整性有较高保证，而众兴菌业等竞争对手则是陆续从固体菌种接种改良到液体菌种接种，因此雪榕生物在生物转化率指标一直处于行业领导地位，2015年1100mL培养瓶的生物转化率达到150%以上，显著高于全球领先企业的生物转化率140%。

图表 38 各公司金针菇生物转化率对比

培养瓶	公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
1100mL	众兴菌业	121.99%	122.66%	139.11%	-	-	-
	华绿生物	-	-	139.96%	147.47%	154.07%	152.87%
	雪榕生物	134.79%	139.38%	145.56%	151.90%	-	-
1200mL	众兴菌业	-	125.07%	143.06%	-	-	-
	华绿生物	-	-	142.38%	142.80%	146.46%	152.33%
	雪榕生物	128.57%	132.96%	143.51%	146.53%	-	-

资料来源：各公司招股说明书，太平洋证券研究所

单瓶产量指标。单瓶产量指标是杂菌污染率及生物转化率共同作用的结果，也是检验

育菇效率最直接的指标。雪榕生物的单瓶量产高于华绿生物 5%-10%，另外雪榕生物的金针菇大部分销往华东和华南地区，华东和华南市场对金针菇的品质要求较高，基本上以切根产品为主，而众兴菌业的金针菇主要为不切根产品，统计口径不一致使得众兴菌业的单瓶产量偏高，因此雪榕生物的单瓶产量同样显著高于众兴菌业，幅度预计也在 5%-10% 左右。

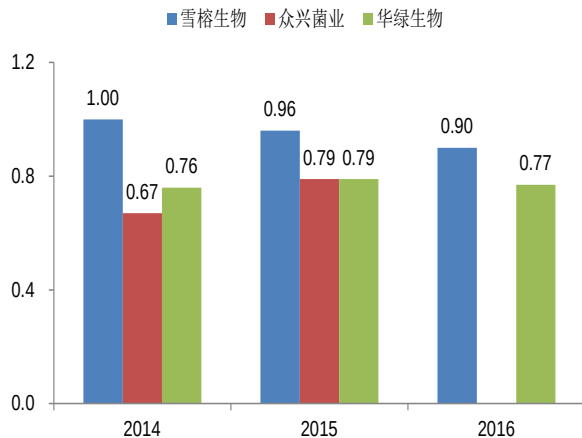
图表 39 各公司金针菇单瓶产量对比 (g/瓶)

培养瓶	公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
1100mL	众兴菌业	324.50	326.29	379.80	-	-	-
	华绿生物	-	-	367.94	387.82	387.35	385.93
	雪榕生物	-	367.84	384.14	400.87	-	-
1200mL	众兴菌业	-	388.03	436.11	-	-	-
	华绿生物	-	-	414.34	411.18	410.57	433.50
	雪榕生物	-	412.30	444.90	454.39	-	-

资料来源：各公司招股说明书，太平洋证券研究所

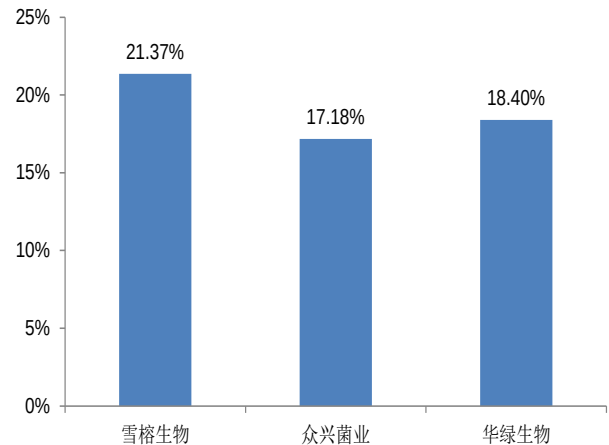
2) 制造费用。制造费用包括了折旧摊销、机物料消耗和其他制造费用，其中以折旧摊销为主。雪榕生物的制造费用在三者中最高，主要原因在于：1) 雪榕生物及其下属多数子公司地处东部及沿海发达地区，土地资源相对稀缺价格较高，而众兴菌业和华绿生物的生产基地多位于土地资源较丰富的县镇，这便导致雪榕生物的无形资产摊销费用较高；2) 雪榕生物在进行金针菇厂房建设时往往采用多层钢筋混凝土结构的厂房，而众兴菌业和华绿生物的厂房建设多采用单层或双层钢结构厂房，从而造成雪榕生物的固定资产折旧费用较高。

图表 40 各公司金针菇制造费用对比 (元/kg)



资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券

图表 41 各公司金针菇制造费用占总成本比例



资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券研究所

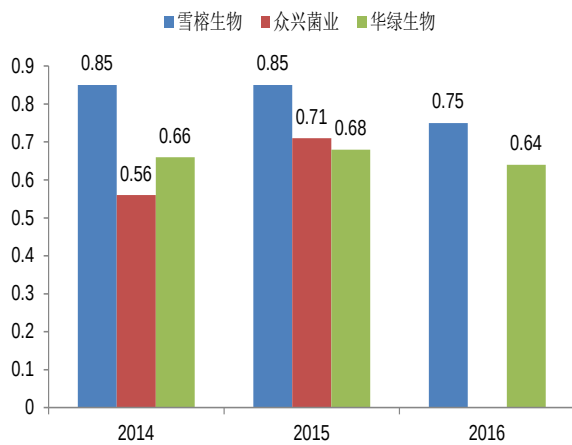
3) 其他成本。具体包括人力成本、能源成本、包装材料及低值易耗品等。

雪榕生物的人力成本最高，主要原因在于雪榕生物金针菇工厂主要分布在上海、广东、

山东、成都、长春等经济发展较为发达地区，而众兴菌业集中在西北、华绿生物集中在苏北，因此雪榕生物人力成本较高；

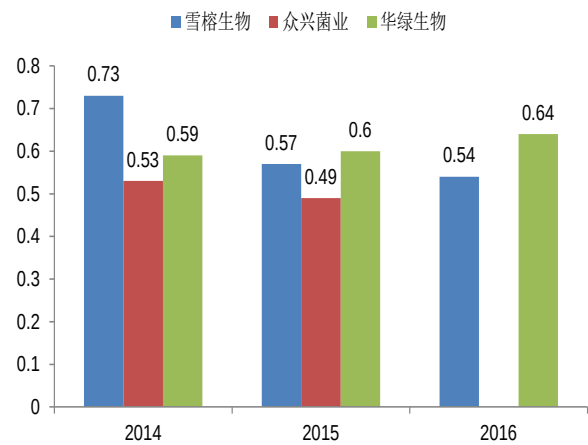
对于雪榕生物而言，其上海、广东等最终消费地周边建设金针菇工厂，广东四季如春，生产用电量相对较高，这导致 2014 年其燃料动力费用偏高。后续雪榕生物在全国各地生产基地中开始进行锅炉改造，推行燃烧菌渣或生物质颗粒提供蒸汽以用于灭菌环节，逐步取代了之前使用的天然气，因此 2015 年和 2016 年其单位燃料动力费用呈现下降趋势。

图表 42 各公司金针菇人力成本对比（元/kg）



资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券

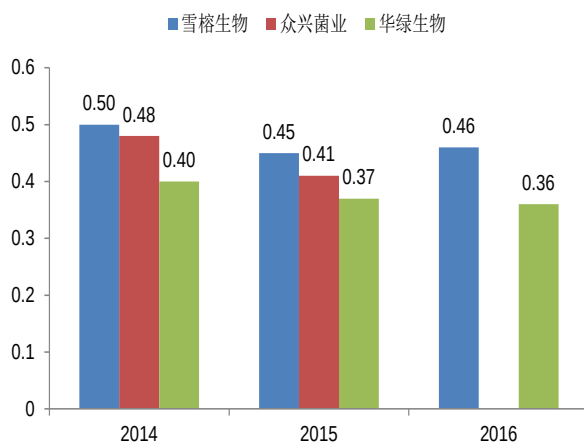
图表 43 各公司金针菇能源成本对比（元/kg）



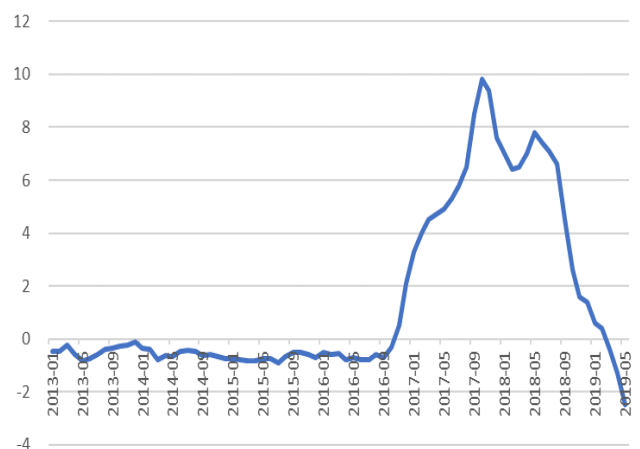
资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券研究所

包装材料及低值易耗品占比较小，雪榕生物略高出 0.1 元/kg，木材和纸浆价格同比快速走低，包材成本将进一步降低。

图表 44 各公司金针菇包材及低值易耗品对比（元/kg）



图表 45 PPIRM：木材及纸浆类：同比（%）



资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），太平洋证券

资料来源：wind，太平洋证券

3、费用控制：“坐销”转型“助销”，雪榕生物销售费用率高出 1~2 个百分点

雪榕生物、众兴菌业、华绿生物 3 家公司的期间费用率见下表，其中众兴菌业的包装材料相关费用已经从销售费用中剔除。

图表 46 各公司三项费用率对比（%）

费用率	2015			2016			2017		2018	
	雪榕	众兴	华绿	雪榕	众兴	华绿	雪榕	众兴	雪榕	众兴
销售费用	2.31	2.21	0.83	1.79	0.30	0.63	1.59	0.39	1.01	0.94
管理费用	8.00	8.61	9.61	7.00	6.98	9.70	6.40	6.36	5.95	6.07
财务费用	5.46	2.13	4.36	4.25	-0.69	1.88	3.05	-0.78	4.05	0.71
合计	15.77	12.95	14.80	13.04	6.59	12.21	11.04	5.97	11.01	7.72
平均值		14.51			10.61			8.51		9.37

资料来源：华绿生物招股说明书（申报稿），公司公告，太平洋证券研究所

从上表可见，雪榕生物的期间费用率高出平均值 2~5 个百分点不等，其中财务费用率影响幅度最大，这与雪榕生物高速扩张背后的高资产负债率有关，将资本结构的影响排除在外，影响雪榕生物期间费用率的主要是销售费用率。

与众兴菌业和华绿生物完全采用“坐销”销售方式不同的是，雪榕生物从 2011 年起逐步由“坐销”模式转变为“助销”模式，即销售部以省区管理模式为主体，专人专职对每个主要经销商进行服务，协助经销商进行销售和管理市场。

图表 47 “坐销”与“助销”模式对比

项目	助销模式	坐销模式
销售团队	以省区管理模式为主体，专人专职对每个主要经销商进行服务和指导，协助经销商进行销售且管理市场。	主要负责推销和订单收集，较少对经销商进行服务和指导。
产品分配	根据公司整体布局，主动调整各区域、各经销商的产品配额，并督促和帮助客户实施。	不主动分配，将产品卖给销售能力最强、出价最高的经销商。
价格管理	根据公司销售计划，会同经销商调整市场价格，有意识引导价格走势，增强对价格的控制力。	向经销商询价，价高者得。
信息管理	由驻地销售代表处负责实时、实地收集市场信息，及时反馈，以利于做出科学决策。	基本依赖经销商报价和反馈获取市场信息，因其利益出发点不同，信息准确率不高。
分销商管理	各地销售代表处协助一级经销商开发、维护分销商客户，执行促销方案，增加客户粘度。	分销商由一级经销商进行开发和管理，公司没有控制力。
销售目标管理	逐层分解公司目标，细化到每个二级分销商，做到目标的可控性，协调销量和价格的平衡点。	无计划，客户自身的强弱和投入精力大小，以及竞争的激烈程度决定其销售规模。
推广	定期开展多种形式的促销活动，达成促进销量或品牌提升的目的。	除了降价，一般没有其他促销推广手段。

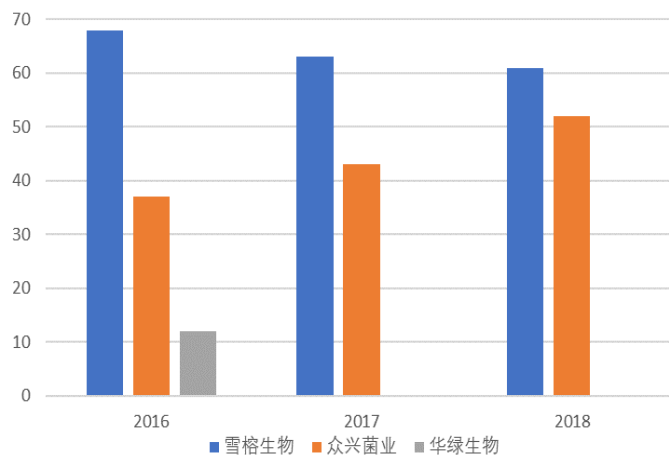
资料来源：雪榕生物招股说明书，太平洋证券研究所

通过助销模式，雪榕生物建立起的优势：1) 由被动转向主动，增强对分销商的议价能

力；2) 跨地区扩张时方便市场的导入；3) 在产能迅速扩张的情况下仍能维持较为稳定的价格体系；4) 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产品的积极性；5) 对品牌的建立和推广起到促进作用。

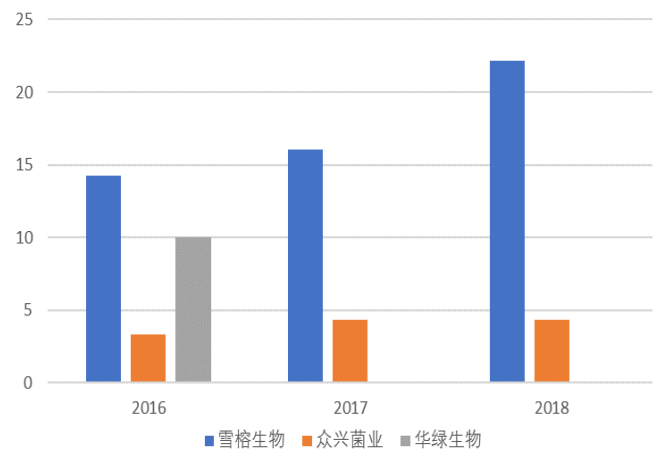
助销模式的不利影响：1) 雪榕生物销售人员数量、薪酬、差旅费、广告费等均较高，进而销售费用率较高；2) 雪榕生物产品部分运费由卖方承担，而众兴菌业和华绿生物产品则全部由买方承担，因此雪榕生物的销售费用中还多出了运输费用，2018 年达 433 万元。

图表 48 各公司销售人员数量对比 (人)



资料来源：公司年报，太平洋证券研究所

图表 49 各公司销售人员人均薪酬(含差旅费, 万元)



资料来源：公司年报，太平洋证券研究所

4、总结：雪榕生物育菇效率最高，战略布局长远

现在对雪榕生物、众兴菌业、华绿生物 3 家公司的盈利能力分析做一总结：

1) 雪榕生物的金针菇单价高出同行业上市公司 5%~10%不等。主要源于雪榕生物的生产（销售）半径多覆盖在经济相对发达的地区，另外雪榕生物的金针菇为切根产品，相比于不切根金针菇单价较高，因此单价较高的优势将大概率长期维持；

2) 雪榕生物的金针菇生产成本已经低于同行业平均水平，随着产能扩充成本还有下降空间。过去公司成本高的原因源于生产（销售）半径多覆盖在经济相对发达的地区，导致公司的折旧摊销费用、人力成本费用及能源等费用较高，但高出的成本大多是不变成本，未来随着产能的扩充可以不断被摊薄的成本，这部分成本未来必定不断下降。而当前公司的生产成本已经低于行业平均水平，随着今年产能的进一步释放，公司的成本还有下降空间。

3) 雪榕生物的单瓶产量高出同行业上市公司 5%~10%不等。决定单瓶产量的是杂菌

污染率和生物转化率两个指标，而这两个指标又由企业的技术、工艺、管理水平等决定，作为雪榕生物竞争壁垒的核心竞争力，未来将大概率继续领先；

4) 雪榕生物主动调整销售策略，以增强市场定价权、增加客户粘性、打造公司品牌为导向进行战略布局。由“坐销”转向“助销”，短期内增加了销售费用，但长期来看，相比于竞争对手，雪榕生物在战略眼光和战略布局上胜出一筹。

综合以上四点，我们认为相比于同行业上市公司及其他竞争对手而言，雪榕生物育菇效率最高，扩张潜力最大，其战略布局也最长远。

(二) 产能分析

非公开发行的募投项目中的“威宁日产 138.6 吨金针菇项目”、“山东德州日产 138.6 吨金针菇项目”已建成投产，其他非公开发行股票募投项目“广东惠州日产 170 吨金针菇项目（第二期）”建成投产。公司在甘肃和泰国的项目也将在 2019 年陆续投产，至 2019 年末产能将达到 1454.2 吨/日（计算方法：2018 产能约 1174.2 吨/日，若剩余 2 个项目 2019 年全部投产，则 2019 年产能 = 1174.2 + 180 + 100 = 1454.2 吨/日）。

雪榕生物产能的详细变化情况见下表，其中产能发生变化的相邻单元用灰色底色进行了标注。届时，2019 年末雪榕生物可释放产能约 1454.2 吨/日，其中金针菇 1184.2 吨/日。

图表 50 雪榕生物历史产能及预计产能（吨/日）

产品种类	工厂名称	所在地	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
金针菇	雪榕食用菌	上海	27	27	27	0	0
	成都雪榕	都江堰	45	45	55	55	55
	雪榕直属一厂	上海	51	51	51	51	51
	长春高榕	长春	59	59	99	139	139
	山东雪榕	德州	59	59	197.6	197.6	197.6
	广东雪榕	惠州	63	63	233	233	233
	威宁雪榕	毕节	0	90	228.6	228.6	228.6
	泰纳裕	泰国	0	0	0	0	100
	临洮雪榕	临洮	0	0	0	0	180
	合计		304	394	891.2	904.2	1184.2
真姬菇	高榕生物	上海	26	26	26	26	26
	山东雪榕	德州	0	0	75	75	75
	大方雪榕	毕节	0	0	50	90	90
香菇	大方/威宁	毕节	130	20	20	20	20
杏鲍菇	威宁雪榕	毕节	0	0	39	59	59
	合计		460	420	1101.2	1174.2	1454.2

资料来源：公司公告，太平洋证券研究所

(三) 利润测算

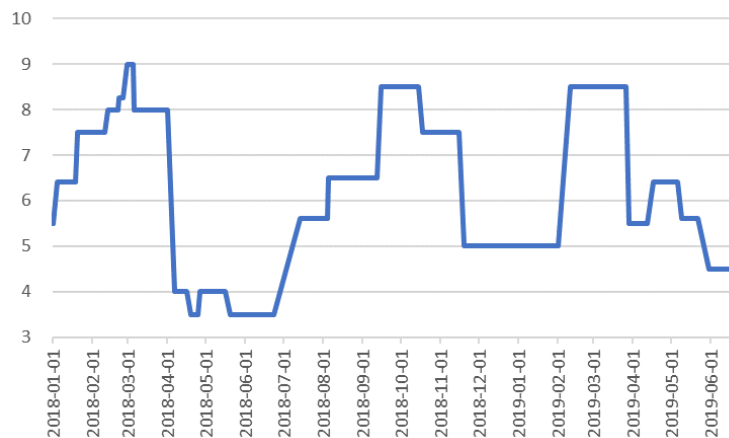
由于金针菇业务是公司主要的毛利润来源，因此我们只对金针菇业务进行利润测算。

2019 公司金针菇度产能将达到 1184.2 吨/日，接下来对 2019 的毛利润进行测算。

为了保守起见，我们以 1184.2 吨/日*(1-10%)=1065.78/日、1184.2 吨/日*(1-5%)=1124.99 吨/日、1184.2 吨/日分别代表悲观、中性、乐观预期态度下 2019 可释放的金针菇产能。

2019 年金针菇价格走势与 2018 年相似，2018 年新发地金针菇均价为 6.23 元/kg，截至目前 2019H1 新发地金针菇均价在 6.37 元/kg，假设 2019 年全年公司金针菇平均售价为 6.5 元/kg，并以 6.5*(1-5%)=6.18 元/kg、6.5 元/kg、6.5*(1+5%)=6.825 元/kg 分别代表悲观、中性、乐观预期态度下 2019 年公司的金针菇平均售价。

图表 51 金针菇平均价元/kg（北京新发地）



资料来源：wind，太平洋证券研究所

2019 年金针菇业务敏感性分析如下表：

图表 52 2019 金针菇业务营业收入的敏感性分析（万元）

产能（吨/日）		悲观	中性	乐观
单价（元/kg）		1065.78	1124.99	1184.2
悲观	6.18	240,407.99	253,763.99	267,119.99
中性	6.50	252,856.31	266,903.88	280,951.45
乐观	6.825	265,499.12	280,249.07	294,999.02

资料来源：太平洋证券研究所测算

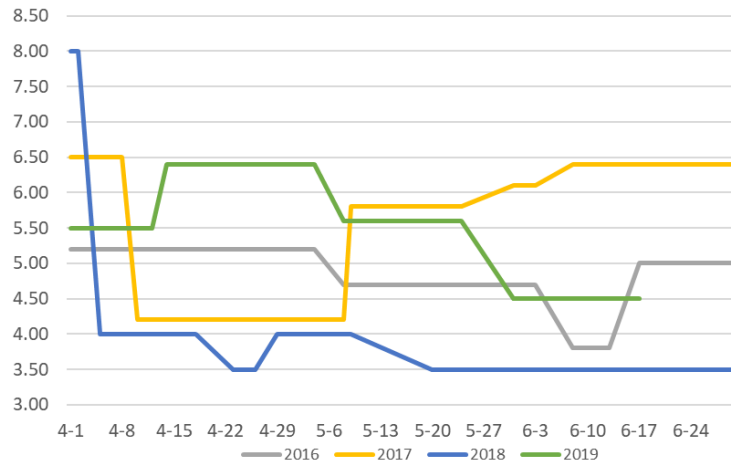
在悲观、中性、乐观预期下，2019 年公司全年金针菇业务将分别实现营业收入 24.05 亿元、26.69 亿元、29.50 亿元；进一步假设 2019 年全年金针菇业务的毛利率 15%，则在悲观、中性、乐观预期下，2018 年金针菇业务贡献毛利润 3.61 亿元、4.00 亿元、4.43 亿元。

四、盈利预测及估值

2019 年半年报业绩同比大幅改善。从半年报业绩来看，2018Q1 公司归母净利 1.12 亿，2018H1 归母净利 0.31 亿，2018Q2 亏损的主要原因是金针菇价格大幅低于往年，从新发地

价格来看，2018Q2 金针菇价格仅 3.5~4 元/公斤。2019Q1 公司归母净利 1.36 亿，2019Q2 新发地金针菇价格基本在 4.5~6.5 元/公斤，价格同比有明显上涨。因此，由于 Q2 止亏，公司 2019 中报业绩同比将有大幅改善。

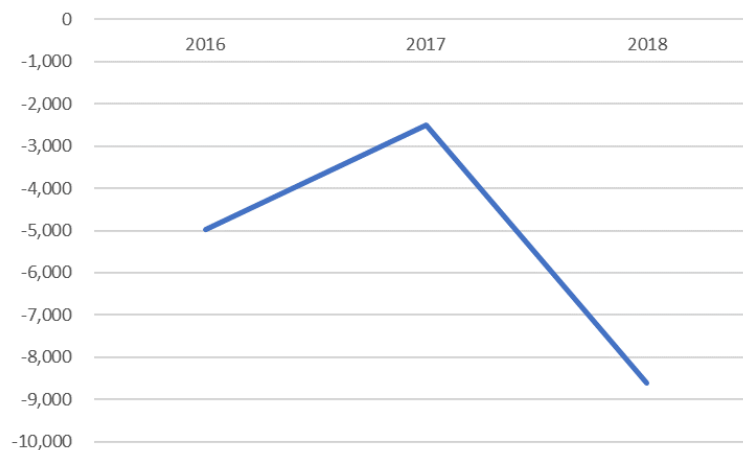
图表 53 2016~2019 年二季度新发地金针菇价格（元/公斤）



资料来源: wind, 太平洋证券研究所

贵州香菇、海鲜菇、杏鲍菇业务止亏。香菇产品为公司新业务，质量不稳定，香菇生产子公司连续多年亏损，2017 年香菇降低产能至 20 吨/天，大部分厂房、设施设备经过改造后转向海鲜菇和杏鲍菇生产。2018 年大方雪榕和威宁雪榕合计亏损 8000 万以上，经过一年多的转型及适应过程，目前海鲜菇和杏鲍菇质量和单产都得到显著提升，产品质量在西南居于前列 2019 年公司在贵州的香菇、海鲜菇和杏鲍菇业务将实现减亏。

图表 54 大方雪榕净利润（万元）



资料来源: wind, 太平洋证券研究所

基于 2019H1 金针菇价格同比较大改善，2019 年二季度同比亏损将大幅减少，中报业

绩大概率大幅改善；同时 2018 年亏损较多的贵州海鲜菇、杏鲍菇实现盈亏平衡，减少对业绩拖累，因此，2019~2021 年预计分别实现归母净利润 2.82/3.67/4.71 亿，对应 EPS 分别为 0.65/0.80/1.09，给予 2019 年 20 倍 PE，6 个月目标价 13 元，2019/06/20 公司股价 7.97 元，上涨空间 63.11%，给予买入评级。

五、风险提示

- 1) 市场供需失衡，主要菌菇种类价格大幅波动，将对公司营收和净利有重大影响；
- 2) 公司新投放产能初始阶段成本可能过高，拖累业绩表现；
- 3) 煤炭、人工等价格上涨造成公司成本上升；
- 4) 产能投放时间不及预期。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明:

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。