

业绩稳定增长，市占率稳步提升

投资要点

- **业绩总结:** 2020 年公司实现营业收入 22 亿元，同比增长 12.1%，归母净利润为 2.5 亿元，同比增长 12.2%。
- **公司营收与利润稳步增长，龙头地位稳定。** 全年公司扣非后归母净利润为 2.4 亿元，同比增长 14.1%。报告期内公司拓展销售渠道，加大对大型连锁超市的铺货力度，升级品牌包装，优化生产工艺使主要产品金针菇的营收达 16.3 亿元，毛利率较去年上涨 1.5 个百分点；同时杏鲍菇与真姬菇的产能逐步释放，食用菌整体产销量增加，产品矩阵日益丰富。
- **生产基地全国布局伴随多品种食用菌共同发展，公司积极培育新的利润增长点。** 公司已完成上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节、甘肃临洮七大生产基地战略布局，在国外基本建成泰国生产基地。销售方面，公司销售团队和经销商遍布除台湾之外的大部分省、市、自治区；二、三线城市销售渠道布局下沉，销售网络已辐射乃至渗透全国。公司将在未来几年内继续落实全国布局战略，进一步完善上述七大基地的品种多样性生产布局，培育公司新的利润增长点。公司 2020 年 10 月公布《2020 年度创业板向特定对象发行股票预案》，拟向不超过 35 名特定对象发行股票募集资金总额不超过 22.5 亿元，本次募投项目将增加 240 吨的金针菇日产能、220 吨的杏鲍菇日产能，进一步强化巩固金针菇、杏鲍菇的市场占有率，进而把握市场主动性，增强市场定价的话语权。
- **疫情倒逼销售模式变革，公司迎来新机遇。** 2020 年初受疫情影响餐饮大面积停业、部分农贸市场关停及物流不畅等对传统渠道造成较大影响。但公司大力拓展商超、线上生鲜电商等渠道，实现线上规模大幅增长，同时采用多种社交媒体加强品牌宣传。我们认为在疫情影响倒逼销售模式发生变革的情况下，公司有效应对疫情带来的冲击，同时为未来公司继续发展找到了新方向。
- **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，目前公司已有七大生产基地。我们认为公司一方面将着力凭借成本、渠道、品牌等优势不断提升国内食用菌市场的市占率，另外战略层面上，公司将逐渐从全国战略延伸至全球化，未来有望以泰国为基点，辐射周边东南亚国家。我们认为公司的战略格局始终领先行业，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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.62 元、0.68 元、0.77 元，对应动态 PE 分别为 17/15/13 倍。参考同行业 2021 年平均 PE 为 21 倍，给予公司 2021 年 21 倍 PE，目标价 13.02 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧、公司产品销售或不及预期等。

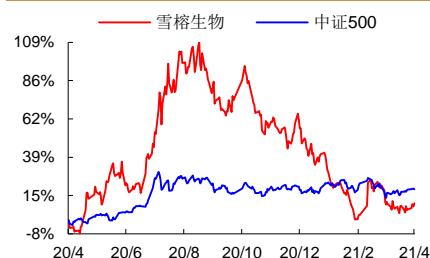
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2202.19	2474.74	2734.62	3030.19
增长率	12.09%	12.38%	10.50%	10.81%
归属母公司净利润 (百万元)	247.24	272.71	301.30	338.58
增长率	12.22%	10.30%	10.48%	12.37%
每股收益 EPS (元)	0.56	0.62	0.68	0.77
净资产收益率 ROE	11.13%	11.26%	11.06%	11.11%
PE	18	17	15	13
PB	2.24	2.06	1.84	1.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
 执业证号: S1250518120001
 电话: 021-68415832
 邮箱: xuq@swsc.com.cn
 联系人: 刘佳宜
 电话: 021-68415832
 邮箱: liujy@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)	4.42
流通 A 股(亿股)	3.12
52 周内股价区间(元)	8.61-19.42
总市值(亿元)	45.35
总资产(亿元)	45.65
每股净资产(元)	4.44

相关研究

1. 雪榕生物 (300511): 产能进一步扩张, 龙头地位凸显 (2020-10-28)
2. 雪榕生物 (300511): 业绩持续高增长, 未来值得期待 (2020-10-13)
3. 雪榕生物 (300511): 多渠道发展, 龙头地位愈发凸显 (2020-08-27)
4. 雪榕生物 (300511): 扬帆扬帆, 乘风破浪 (2020-07-05)
5. 雪榕生物 (300511): 行业景气度继续提升, 公司迎发展新机遇 (2020-04-26)

关键假设：

考虑整体蔬菜价格略低于预期，我们略微下调公司的盈利预测。

1) 考虑公司积极布局多渠道，预计公司未来市占率仍将呈现稳步提升态势。预计公司金针菇 2021-2023 年销量增速为 7%、7%、7%。

2) 公司真姬菇和杏鲍菇业务过去处于调整生产期，预期未来生产将逐步走入正轨。预计公司该业务 2021-2023 年销量增速为 30%、20%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
金针菇	收入	1,625.78	1,739.58	1,861.36	1,991.65
	增速	5.66%	7.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	28.58%	30.00%	30.00%	30.00%
真姬菇和杏鲍菇	收入	519.73	675.65	810.78	972.93
	增速	35.73%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	1.88%	5.00%	7.00%	9.00%
其他菇种	收入	34.12	35.83	37.62	39.50
	增速	40.59%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-41.59%	1.00%	1.00%	1.00%
其他	收入	22.56	23.69	24.87	26.12
	增速	21.03%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	92.24%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	2,202.2	2,474.7	2,734.6	3,030.2
	增速	12.09%	12.38%	10.50%	10.81%
	毛利率	21.84%	21.25%	21.14%	21.32%

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）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2202.19	2474.74	2734.62	3030.19	净利润	225.05	247.41	273.20	308.68
营业成本	1721.22	1948.94	2156.46	2384.13	折旧与摊销	330.84	268.35	268.35	268.35
营业税金及附加	14.75	17.93	19.32	21.59	财务费用	64.04	68.54	71.67	75.74
销售费用	19.51	22.27	24.61	30.30	资产减值损失	-12.49	0.00	0.00	0.00
管理费用	156.38	160.86	183.22	206.05	经营营运资本变动	-57.84	84.83	-31.11	9.50
财务费用	64.04	68.54	71.67	75.74	其他	5.86	-5.19	-8.17	-10.35
资产减值损失	-12.49	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	555.47	663.94	573.94	651.92
投资收益	4.01	6.30	8.10	10.20	资本支出	-113.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-410.22	5.15	8.79	10.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-523.58	5.15	8.79	10.13
营业利润	233.72	262.50	287.45	322.58	短期借款	103.30	-82.00	24.00	21.00
其他非经营损益	-11.90	-12.26	-14.25	-13.49	长期借款	-164.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	221.81	250.24	273.20	309.09	股权融资	82.03	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.24	2.83	0.01	0.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	225.05	247.41	273.20	308.68	其他	440.66	-375.71	-71.67	-75.74
少数股东损益	-22.19	-25.30	-28.10	-29.90	筹资活动现金流净额	461.90	-457.71	-47.67	-54.74
归属母公司股东净利润	247.24	272.71	301.30	338.58	现金流量净额	492.17	211.38	535.06	607.30
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	759.89	971.27	1506.33	2113.64	成长能力				
应收和预付款项	78.15	91.71	99.79	110.91	销售收入增长率	12.09%	12.38%	10.50%	10.81%
存货	382.65	432.16	478.36	529.13	营业利润增长率	13.74%	12.31%	9.50%	12.22%
其他流动资产	7.68	8.63	9.54	10.57	净利润增长率	7.67%	9.93%	10.42%	12.99%
长期股权投资	13.49	13.49	13.49	13.49	EBITDA 增长率	9.61%	-4.65%	4.68%	6.25%
投资性房地产	0.00	1.15	0.46	0.53	获利能力				
固定资产和在建工程	2800.52	2546.07	2291.61	2037.16	毛利率	21.84%	21.25%	21.14%	21.32%
无形资产和开发支出	256.58	251.45	246.31	241.18	三费率	10.89%	10.17%	10.22%	10.30%
其他非流动资产	265.65	256.89	248.13	239.37	净利率	10.22%	10.00%	9.99%	10.19%
资产总计	4564.61	4572.82	4894.03	5295.98	ROE	11.13%	11.26%	11.06%	11.11%
短期借款	650.00	568.00	592.00	613.00	ROA	4.93%	5.41%	5.58%	5.83%
应付和预收款项	240.86	285.79	318.80	348.37	ROIC	9.10%	9.96%	11.77%	13.92%
长期借款	517.77	517.77	517.77	517.77	EBITDA/销售收入	28.54%	24.22%	22.95%	22.00%
其他负债	1133.16	1004.13	995.14	1037.84	营运能力				
负债合计	2541.80	2375.69	2423.71	2516.98	总资产周转率	0.52	0.54	0.58	0.59
股本	442.03	442.03	442.03	442.03	固定资产周转率	0.86	0.97	1.19	1.48
资本公积	484.22	484.22	484.22	484.22	应收账款周转率	106.67	103.18	106.31	105.04
留存收益	1087.16	1359.87	1661.17	1999.75	存货周转率	4.80	4.78	4.73	4.72
归属母公司股东权益	2034.02	2233.63	2534.92	2873.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.81%	—	—	—
少数股东权益	-11.20	-36.50	-64.60	-94.50	资本结构				
股东权益合计	2022.81	2197.12	2470.32	2779.00	资产负债率	55.68%	51.95%	49.52%	47.53%
负债和股东权益合计	4564.61	4572.82	4894.03	5295.98	带息债务/总负债	66.26%	67.44%	67.09%	65.44%
					流动比率	0.89	1.23	1.65	2.03
					速动比率	0.61	0.88	1.28	1.64
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.62	0.68	0.77
					每股净资产	4.58	4.97	5.59	6.29
					每股经营现金	1.26	1.50	1.30	1.47
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	628.60	599.39	627.46	666.66					
PE	18.34	16.63	15.05	13.40					
PB	2.24	2.06	1.84	1.63					
PS	2.06	1.83	1.66	1.50					
EV/EBITDA	8.77	8.32	7.13	5.83					
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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn