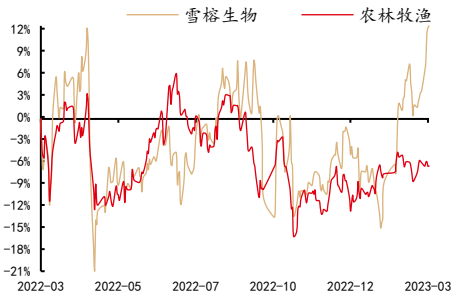


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.91
总股本/流通股本(亿股)	5.03 / 4.04
总市值/流通市值(亿元)	39 / 32
52周内最高/最低价	7.91 / 5.51
资产负债率(%)	61.9%
市盈率	-10.88
第一大股东	杨勇萍
持股比例(%)	21.4%

研究所

分析师:王琦
SAC 登记编号:S1340522100001
Email:wangqi2022@cnpsec.com

雪榕生物(300511)

金针菇价格淡季不淡，行业龙头困境突围

● 金针菇市场规模巨大，行业集中度呈稳步上升趋势

我国食用菌年产量占世界总产量的75%以上。2021年全国食用菌总产量为4189.25万吨，2014-2021年年均复合增速达3.14%。其中，金针菇是我国第五大食用菌品种，其产量相对较为稳定，2021年约为234.37万吨，同比增长2.76%。

金针菇行业集中度提升。金针菇工厂化生产技术已非常成熟，2021年其工厂化率已达57.38%。2020-2022年上半年行业调整明显，众多小企业难以维持而退出市场，而大企业则趁势提升产能。我国工厂化金针菇日产能2010年仅为988.9吨，2021年已达4807吨。同时金针菇行业CR10从2019年的66%提升至2021年的83.69%，向龙头集中的趋势明显。

● 需求好转，金针菇价格淡季不淡

受疫情影响，2021年至2022年上半年，金针菇价格持续低位。2021年全年批发均价仅为6.26元/公斤，同比大幅下降9.3%。2022年上半年金针菇价格继续低迷，直到2022年7月份，金针菇价格开始淡季上涨，主因疫情防控的放松、下游餐饮需求回暖。进入2023年，即便春节后的传统淡季，价格不跌反涨，2月15日一度突破10.36元/公斤，为历史同期最高点，甚至超过部分旺季价格。

● 雪榕生物：最大的食用菌生产企业，多措并举争突围

公司为最大的食用菌生产企业，国内六大生产基地覆盖全国90%的人口。截止至2022年上半年，公司食用菌日产能为1345吨，其中金针菇1050吨。公司金针菇产品市占率从2015年的仅4.25%已提升至2021年的16.35%。

受疫情及部分生产线不及预期影响，公司在2021和2022年上半年业绩大幅亏损。2022年下半年业绩改善明显，除行业回暖外，公司亦进行了多方面的整改：1)公司于2022年四季度进行营销渠道变革，旨在减少经销层级，从而平滑淡旺季影响，增加定价权。公司招聘消费品行业一线销售精英已近200人，后续计划继续扩充销售队伍。2)因为部分杏鲍菇、香菇项目亏损，叠加公司部分生产基地生产波动导致的单产、品级率、产能利用率低。公司于2021年和2022年连续两年计提了大额的资产减值，计提金额分别为1.96亿、3.5-4.6亿(业绩预告)。截止至2022年末，大部分产线已经完成了改造，生产效率有所提高，2023年进一步减值的可能性较低。

● **投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级**

公司为最大的金针菇生产企业，一方面受益于金针菇价格上涨，另一方面行业历史包袱出清，生产效率有望提升。我们预计公司 2023 年业绩将扭亏为盈，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为-0.62 元、0.41 元和 0.50 元。看好公司困境反转，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示：**

产品价格下降风险，产能释放不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标（股价日期为 2023 年 3 月 6 日）**

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2063	2132	2398	2602
增长率(%)	-6.33	3.34	12.51	8.51
EBITDA（百万元）	205	367	672	765
归属母公司净利润（百万元）	-309	-311	207	252
增长率(%)	-224.94	-0.74	166.58	21.80
EPS(元/股)	-0.61	-0.62	0.41	0.50
市盈率(P/E)	—	—	19.01	15.61
市净率(P/B)	2.36	2.28	2.03	1.80
EV/EBITDA	24.36	14.32	7.09	5.85

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 食用菌龙头企业，大面积股权激励彰显信心	5
1.1 发展历程：工厂化，全国化	5
1.2 股权结构：杨勇萍为控股股东，股权激励计划全面改革的决心	5
2 金针菇行业市场集中度提升，2022 年下半年以来价格上涨明显	6
2.1 我国食用菌市场规模巨大，金针菇产量稳定增长	6
2.2 金针菇工厂化率高，市场集中度提升	7
2.3 下游餐饮复苏，金针菇价格淡季不淡	10
3 雪榕生物：金针菇龙头困境突围	11
3.1 最大食用菌生产企业，稳居金针菇行业龙头	11
3.2 生产基地覆盖全国，营销改革提升话语权	14
3.3 最差的时候已经过去，进一步计提资产减值准备可能性较低	15
4 盈利预测及投资评级	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议	16
5 风险分析	16

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 我国食用菌产量及增速.....	6
图表 4: 2021 年我国食用菌品类产量占比.....	7
图表 5: 2006-2021 年我国金针菇产量及增速.....	7
图表 6: 2010-2021 年我国食用菌工厂化率.....	8
图表 7: 2008 年-2021 年全国食用菌工厂化企业数量.....	8
图表 8: 2010 年-2021 年中国食用菌工厂化企业平均产量.....	9
图表 9: 2019 年-2021 年中国食用菌主要品种工厂化率.....	9
图表 10: 2010-2021 工厂化金针菇日产量走势图 (吨).....	10
图表 11: 2010-2021 工厂化杏鲍菇日产量走势图 (吨).....	10
图表 12: 2011-2022 年金针菇批发平均价走势.....	11
图表 13: 2017-2021 年全国主要食用菌企业营业收入对比.....	11
图表 14: 2021 年中国主要食用菌企业食用菌日产能 (吨).....	12
图表 15: 2017-2021 雪榕生物金针菇营收及增速 (亿元).....	12
图表 16: 2017-2021 雪榕生物金针菇营业收入占比.....	12
图表 17: 2021 年中国主要食用菌企业金针菇日产能 (吨).....	13
图表 18: 2021 年全国工厂化金针菇日产量排名前十企业.....	13
图表 19: 2015-2021 年雪榕生物食用菌市占率.....	14
图表 20: 2015-2021 雪榕生物金针菇市占率.....	14
图表 21: 生产基地全国布局.....	14
图表 22: 雪榕生物食用菌销量及收入预测.....	16

1 食用菌龙头企业，大面积股权激励彰显信心

1.1 发展历程：工厂化，全国化

雪榕生物是我国产能最大的食用菌工厂化生产企业，主要产品包括金针菇、真姬菇、杏鲍菇等。公司于1995年创始于福州，2004年就开始进军工厂化食用菌领域，历时18年的发展，由传统的保鲜蔬菜出口种植加工企业转变为工厂化食用菌生产的现代生物农业企业，并成为食用菌日产能排名第一的企业。

图表1：公司发展历程

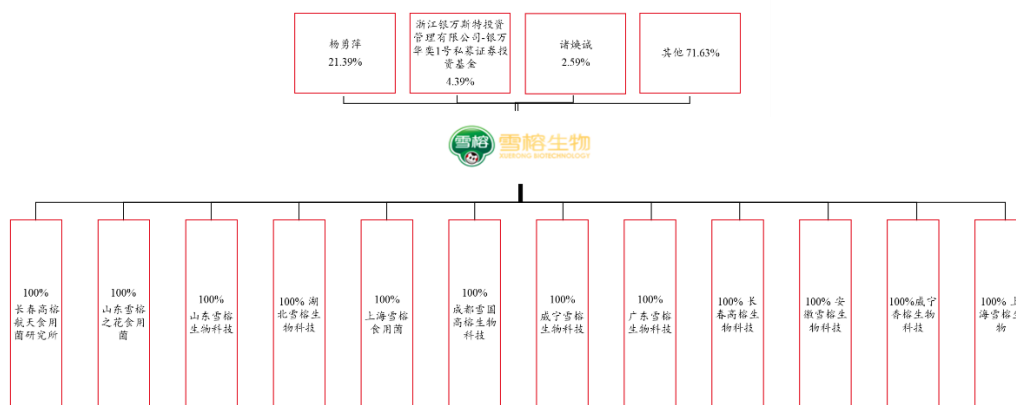


资料来源：雪榕生物官网，中邮证券研究所

1.2 股权结构：杨勇萍为控股股东，股权激励计划全面改革的决心

公司实际控制人为杨勇萍和张帆夫妇，截至2022年9月30日，两人合计持股比例达21.39%。杨勇萍为雪榕生物董事长，被称为中国“菇”爷。创业28年以来，带领企业持续创新，不断提升产品品质，不断变革销售渠道，实力守护老百姓的健康“菜篮子”。

图表2：公司股权结构



资料来源：iFind，中邮证券研究所

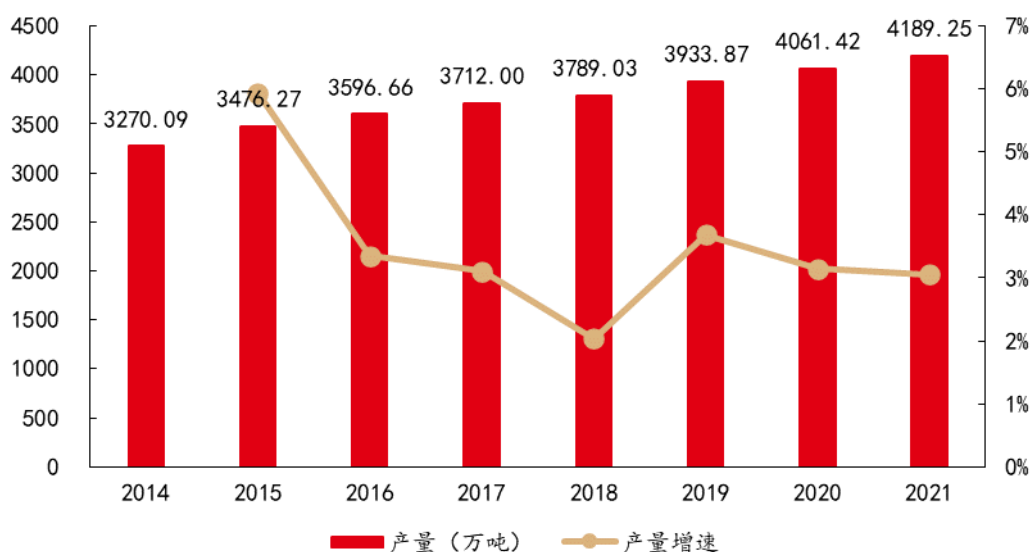
股权激励彰显扭亏为盈的信心。公司于 2023 年 2 月 13 日实施股权激励计划，计划授予的激励对象共计 423 人，授予价格为每股 5.92 元，当前股价仅高于股权激励授予价 17.89%。本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为 8180 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 16.26%。本次激励计划是公司上市以来涉及范围最广的一次，尽可能多的将骨干员工和核心业务人员纳入激励范围。公司拟通过本次激励计划，充分调动激励对象工作积极性和创造性，为公司的销售改革保驾护航，努力实现 2023 年净利润扭亏为盈。

2 金针菇行业市场集中度提升，2022 年下半年以来价格上涨明显

2.1 我国食用菌市场规模巨大，金针菇产量稳定增长

我国食用菌市场体量巨大，增长稳健。我国食用菌年产量占世界总产量的 75% 以上，其总产值在我国种植业中的排名仅次于粮、油、菜、果，居第五位。根据中国食用菌协会统计数据 displays, 1978 年中国食用菌产量还不足 10 万吨，产值不足 1 亿元。而 2021 年全国食用菌总产量达到 4189.25 万吨，总产值达到 3696.29 亿元。2014-2021 年产量和产值的年均复合增速分别为 3.14%，6.35%。

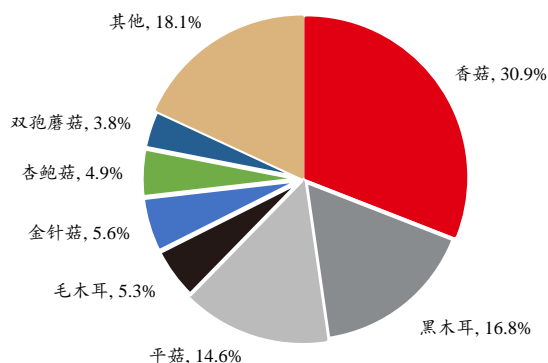
图表3：我国食用菌产量及增速



资料来源：中国食用菌协会，中邮证券研究所

食用菌品种丰富。2021 年我国产量前 7 位的食用菌品种依次是：香菇（1295.72 万吨）、黑木耳（703.44 万吨）、平菇（611.34 万吨）、毛木耳（220.69 万吨）、金针菇（214.57 万吨）、杏鲍菇（205.18 万吨）和双孢蘑菇（161 万吨）。这 7 个品种的总产量占全年全国食用菌总产量的 84.86%，是我国食用菌产品的常规主要品种。

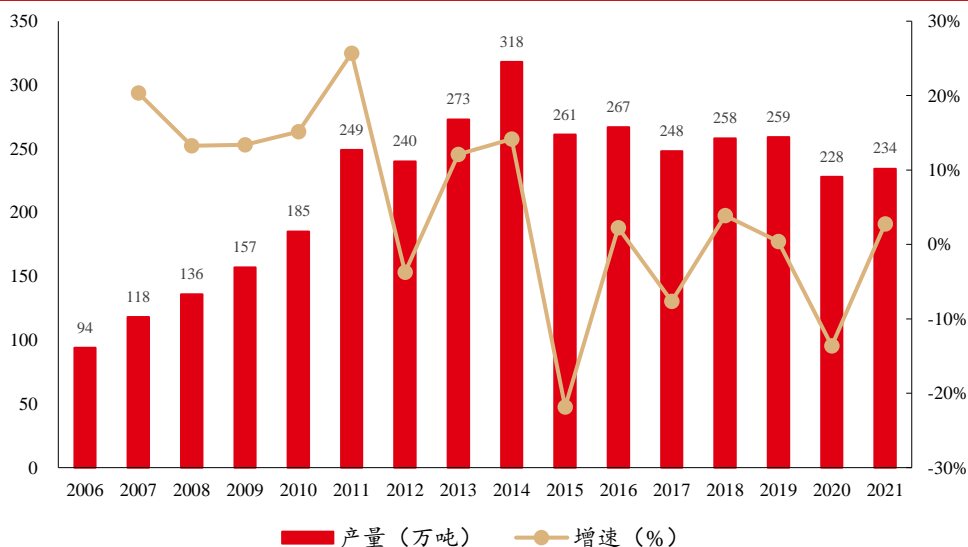
图表4：2021年我国食用菌品类产量占比



资料来源：中国食用菌协会，中邮证券研究所

金针菇是我国第五大食用菌品种，产量相对稳定。金针菇在自然界广为分布，中国、日本、俄罗斯、欧洲、北美洲和澳大利亚等地均有分布。在中国北起黑龙江，南至云南，东起江苏，西至新疆，均适合金针菇的生长。2006-2010年金针菇产量低于200万吨，产量逐年增长，年均复合增速达到14.5%，2011年-2019年我国金针菇产量在240万吨-270万吨左右波动，其中2014年达到历史高峰为318万吨。2020年受疫情的影响，我国金针菇的产量降为227.91万吨，同比下降13.64%；随着疫情紧张局面的缓解，2021年我国金针菇的产量约为234.37万吨，同比增长2.76%。

图表5：2006-2021年我国金针菇产量及增速

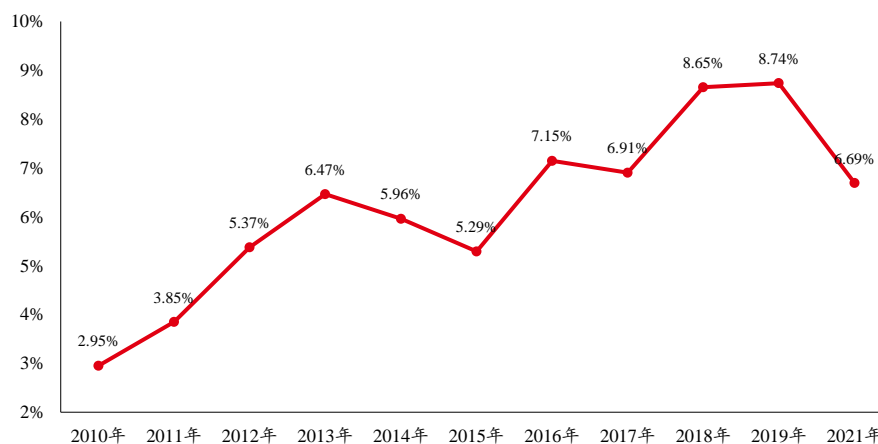


资料来源：中国食用菌协会，中邮证券研究所

2.2 金针菇工厂化率高，市场集中度提升

食用菌整体行业工厂化率并不高。根据统计，2010-2021 年我国食用菌工厂化率不高，低于 10%，但是整体呈上升趋势，由 2010 年的 2.95% 上升到 2019 年的 8.74%。2021 年因受疫情影响，部分工厂能出清，工厂化率为 6.69%，较 2019 年下降 2.05%。

图表6：2010-2021 年我国食用菌工厂化率

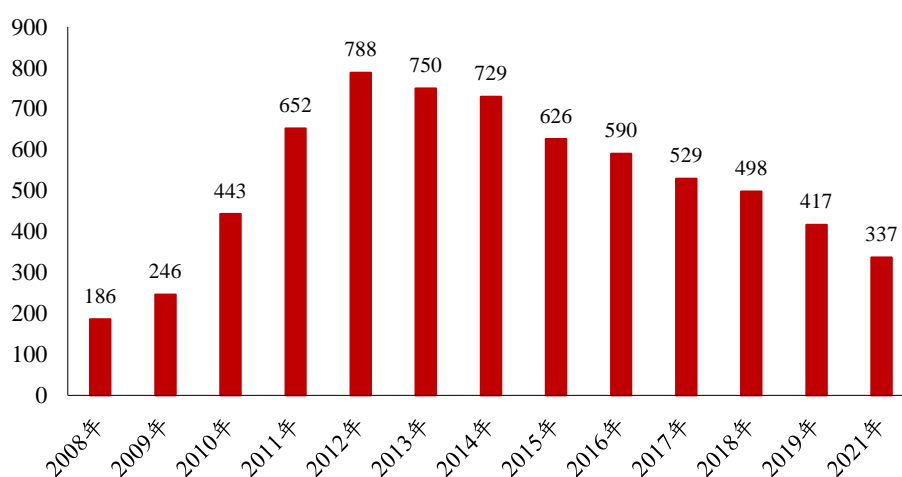


资料来源：2021 中国食用菌产业年鉴，中邮证券研究所

注：工厂化率=历年的工厂化产量/食用菌总产量

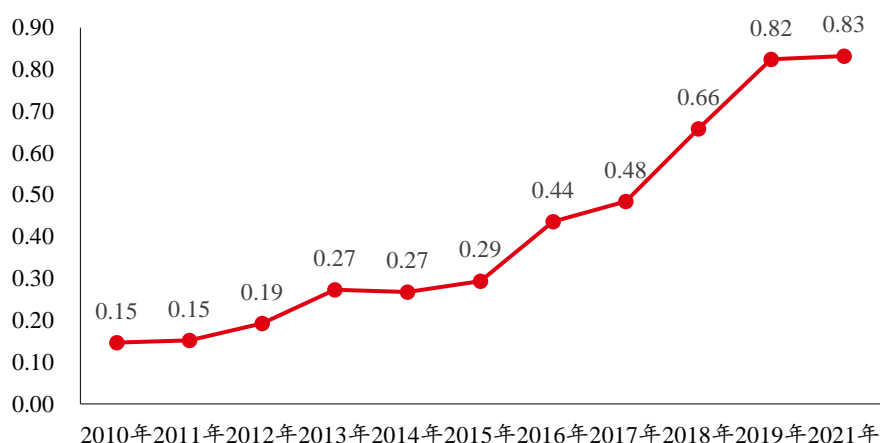
中小企业逐步退出，企业生产规模扩大。截止 2021 年 12 月，全国食用菌工厂化生产企业共有 337 家，企业数量相比 2019 年 417 家减少了 80 家(2020 年因疫情原因没有统计)，降幅为 19%。随着企业数量减少，我国食用菌工厂化企业平均产量在不断提高，由 2010 年的 0.15 万吨提升到 2021 年的 0.83 万吨。

图表7：2008 年-2021 年全国食用菌工厂化企业数量（单位：家）



资料来源：2021 中国食用菌产业年鉴，中邮证券研究所

图表8：2010年-2021年中国食用菌工厂化企业平均产量（单位：万吨/家）

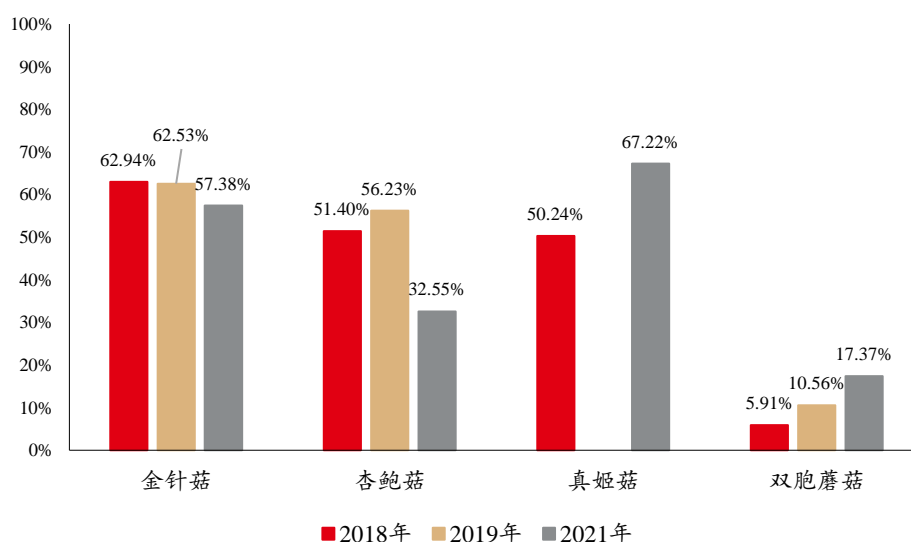


资料来源：2021中国食用菌产业年鉴，中邮证券研究所

注：食用菌工厂化企业平均产量=食用菌总产量/工厂化企业数量

不同品种间工厂化差异大，金针菇、杏鲍菇、真姬菇工厂化率高。当前国内外实现工厂化生产的食用菌主要有金针菇、真姬菇、杏鲍菇、双孢蘑菇等。根据统计，2021年金针菇、杏鲍菇和真姬菇的工厂化率均超过50%。金针菇2021年工厂化率为52.54%，与2018年、2019年变化不大。杏鲍菇2021年工厂化率为32.55%，较2019年下降了23.68%。真姬菇（白玉菇、蟹味菇、海鲜菇统称为真姬菇）2021年工厂化率为67.22%。双孢蘑菇由于单吨投资额大，故当前在国内发展较慢，工厂化率一直不高，但工厂化率整体呈上升趋势，从18年的5.91%上升到21年17.37%。

图表9：2019年-2021年中国食用菌主要品种工厂化率

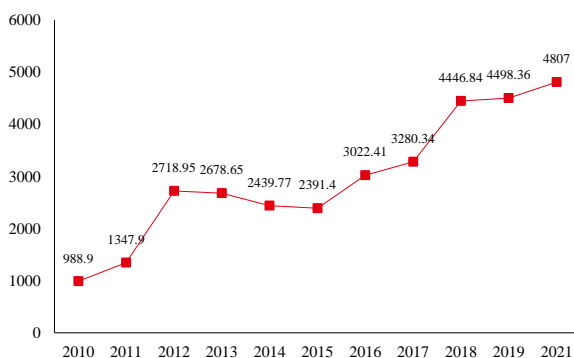


资料来源：2021中国食用菌产业年鉴，中邮证券研究所

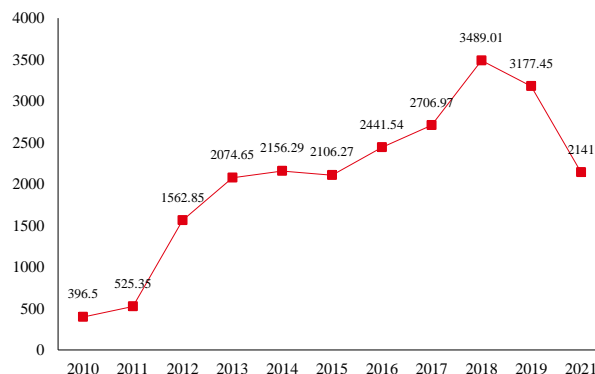
注：由于数据缺失，2019年真姬菇工厂化率没有统计

金针菇行业集中度持续提升。金针菇工厂化生产技术已非常成熟，众多小企业难以维持而退出市场，而大企业则趁势提升产能。我国工厂化金针菇日产能 2010 年仅为 988.9 吨，2021 年已高达 4807 吨，年均复合增速为 14.08%。同时 2021 年金针菇 CR10 从 2019 年的 66% 提升至 2021 年的 83.69%，行业向龙头集中的趋势明显。

图表10：2010-2021 工厂化金针菇日产量走势图（吨）



图表11：2010-2021 工厂化杏鲍菇日产量走势图（吨）



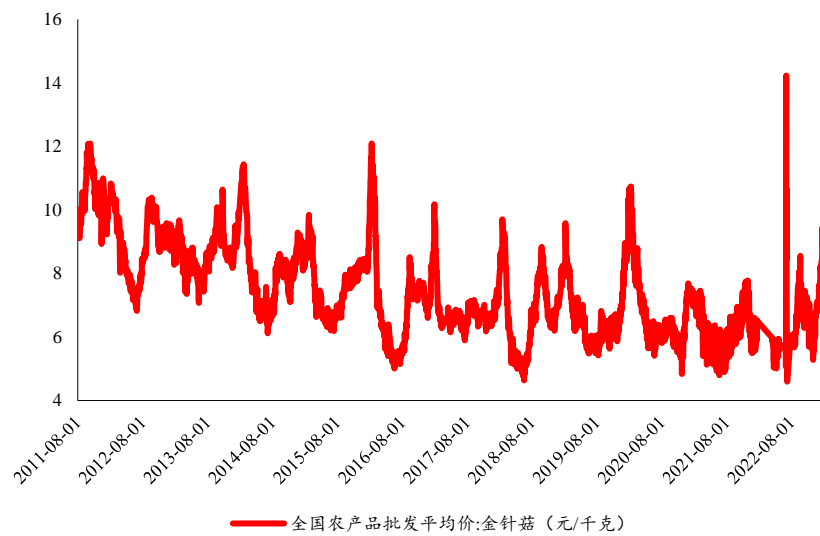
资料来源：2021 中国食用菌产业年鉴，中邮证券研究所 资料来源：2021 中国食用菌产业年鉴，中邮证券研究所

2.3 下游餐饮复苏，金针菇价格淡季不淡

金针菇价格季节波动十分明显。金针菇通常用于火锅消费较多，需求最旺盛的季节是每年的第四季度天气寒冷的时候，每年 11 月到次年 2 月会出现明显的价格峰值。而每年 3-6 月由于气候转暖、节假日较少，同时农户种植金针菇大量上市，供给大幅增加，故每年 3-6 月会出现价格低谷。

2022 年下半年以来，金针菇价格明显回暖，2023 年春节后依然淡季不淡。受疫情影响，2020 年至 2022 年上半年，金针菇价格就一直比较低迷。2021 年全年金针菇批发价均价为 6.26 元/公斤，相比 2020 年批发价均价的 6.9 元/公斤，同比下降 9.31%。随着疫情防控的放松，餐饮回暖，2022 年 7 月份以来，金针菇的价格亦明显好转。金针菇的批发价格从 7 月份均价 5.5 元/公斤一路上涨到 9 月份的均价 6.18 元/公斤，虽然属于消费淡季，但价格上行趋势明显。2022 年批发价均价为 6.41 元/公斤，相比 2021 年同比增长 2.4%。进入 2023 年，金针菇的价格持续上涨，即便春节后的传统淡季，价格不跌反涨，截止至 2 月 15 日，全国金针菇批发价一度突破 10.36 元/公斤，为历史同期最高点。

图表12：2011-2022 年金针菇批发均价走势



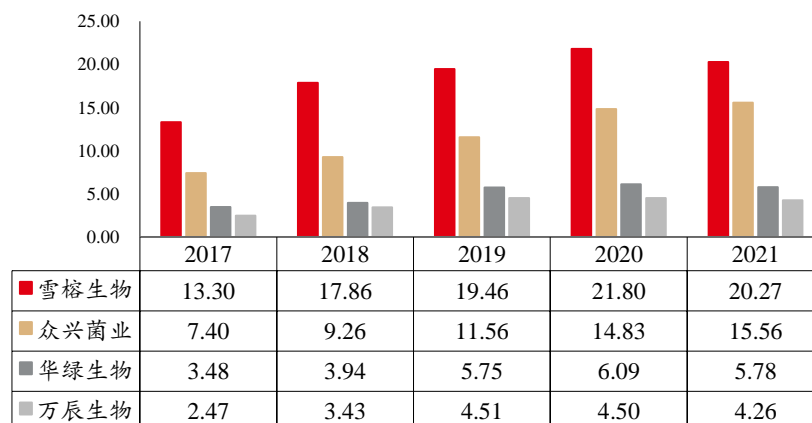
资料来源：choice，中邮证券研究所

3 雪榕生物：金针菇龙头困境突围

3.1 最大食用菌生产企业，稳居金针菇行业龙头

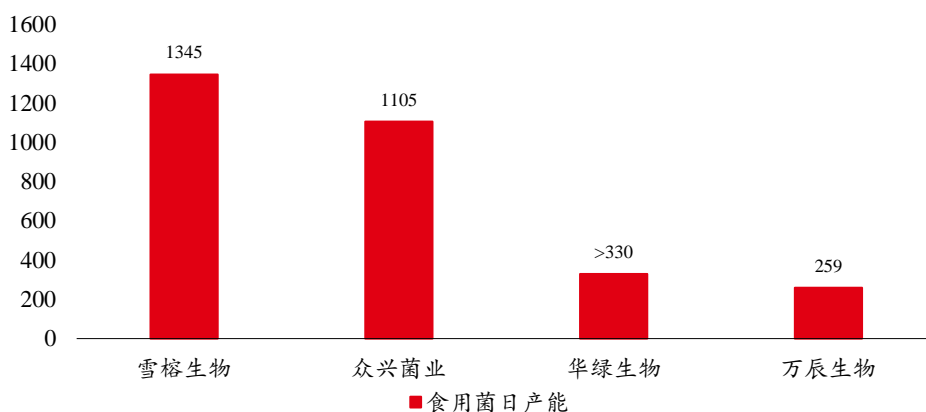
食用菌最大的上市公司。食用菌行业主要有雪榕生物、众兴菌业、华绿生物和万辰生物四家上市企业，其中雪榕生物是营业收入规模最大、产能最大的企业。据统计，2017-2021 年雪榕生物的营业收入远远高于其他三家上市公司，稳居行业前列。公司食用菌日产能 1345 吨，位于国内同行业之首。

图表13：2017-2021 年全国主要食用菌企业营业收入对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

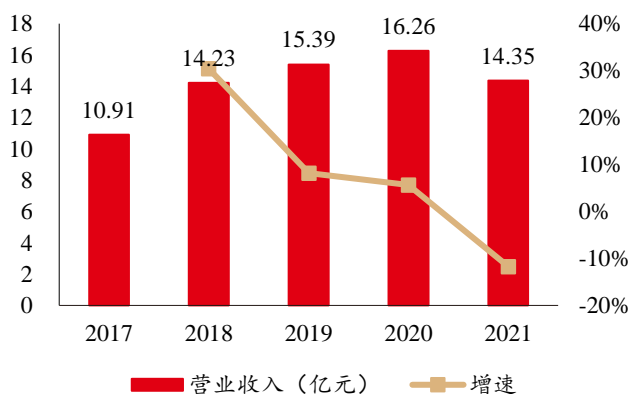
图表14：2021年中国主要食用菌企业食用菌日产能（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

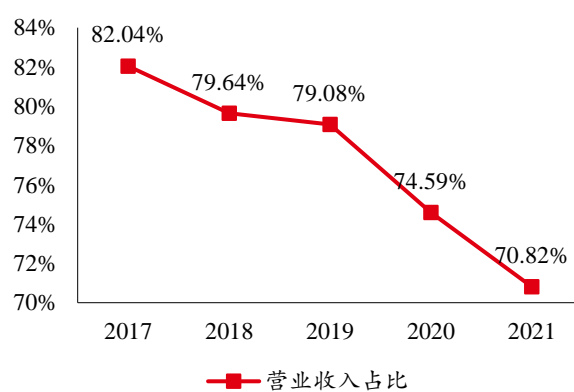
金针菇业务收入占比高。雪榕生物食用菌品种包括金针菇、杏鲍菇、蟹味菇等多个品种，其中金针菇占据主导地位。2017-2021年公司金针菇贡献的收入占比持续在70%以上。自2015-2021年上市以来，公司金针菇业务收入持续增长。但2021和2022年受疫情影响，金针菇价格低迷，公司业绩进入调整期。

图表15：2017-2021雪榕生物金针菇营收及增速（亿元）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

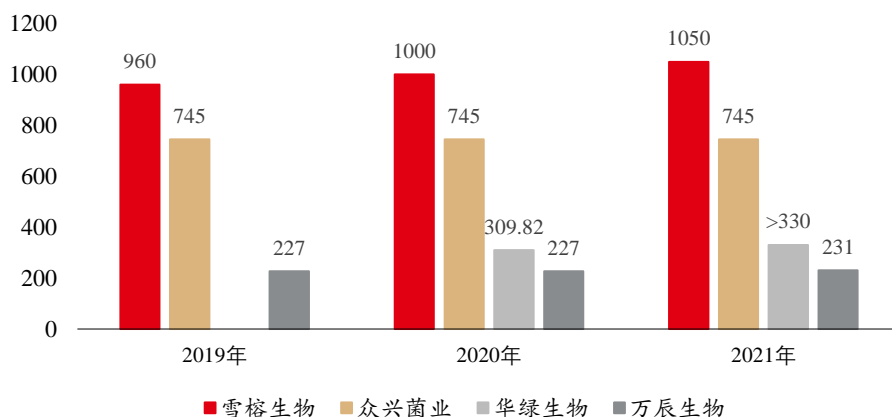
图表16：2017-2021雪榕生物金针菇营业收入占比



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

公司是全国最大的金针菇生产企业。截止至2021年底，公司金针菇日产能为1050吨，行业产能第二的为众兴菌业，其金针菇日产能为745吨，其次依次为华绿生物(超过330吨)、万辰生物(231吨)等。在2021年全国工厂化金针菇日产量排名前十的企业中，公司排名第一。

图表17：2021年中国主要食用菌企业金针菇日产能（吨）



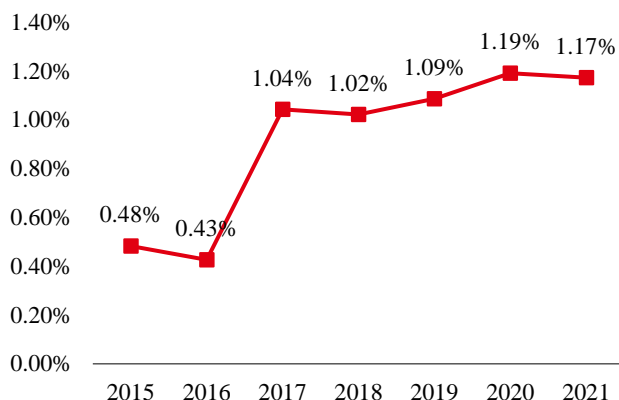
资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

图表18：2021年全国工厂化金针菇日产量排名前十企业

省份	企业名称	日产量（吨）
上海	上海雪榕生物科技股份有限公司	950
甘肃	天水众兴菌业科技股份有限公司	745
江苏	江苏华绿生物科技股份有限公司	370
山东	山东友和生物科技股份有限公司	350
湖北	如意情生物科技股份有限公司	330
江苏	江苏品鲜生物科技有限公司	230
福建	福建万辰生物科技有限公司	228
山东	济宁利马菌业有限公司	200
广东	广东代米生物科技有限公司	200
山东	山东恒信生物科技有限公司	250
河南	河南鲜菇坊生物科技有限公司	150
广东	中山园仔山菌业股份有限公司	120

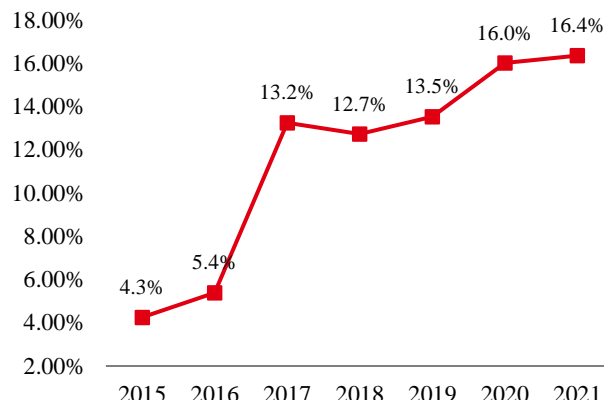
资料来源：第十三届全国食用菌工厂化生产创新发展大会，中邮证券研究所

规模化生产优势显现，持续维持较高市占率。随着公司产能的提升，尤其是2015年上市以后，公司金针菇市占率上升尤为明显。2015年公司金针菇产品市占率仅4.25%，到2021年已提升至16.35%，目前是金针菇市占率最高的企业。

图表19：2015-2021 年雪榕生物食用菌市占率


资料来源：中国食用菌协会，公司年报，中邮证券研究所

注：食用菌市占率=(雪榕食用菌日产能*365)/行业总产能

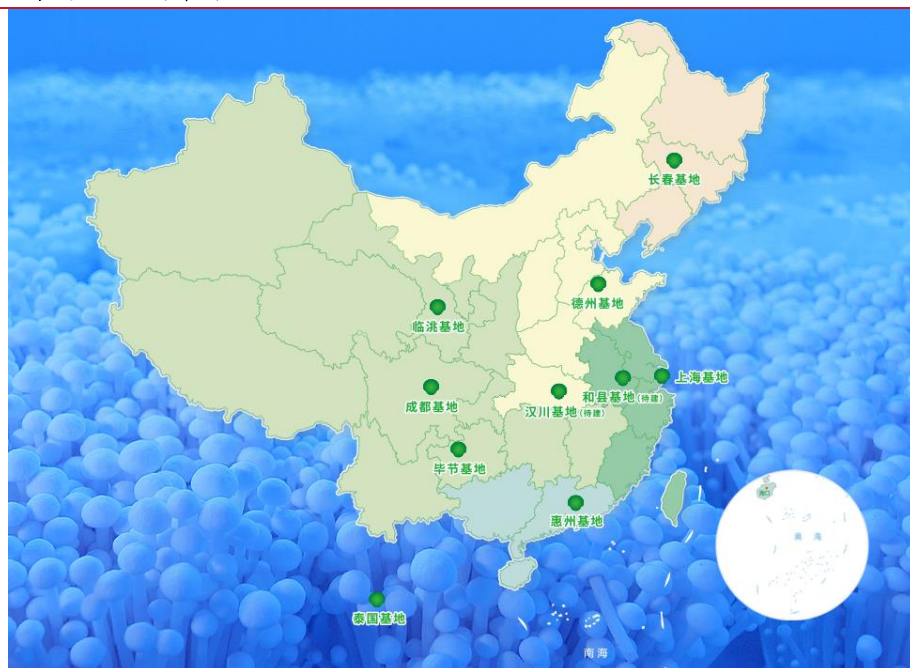
图表20：2015-2021 雪榕生物金针菇市占率


资料来源：中国食用菌协会，公司年报，中邮证券研究所

注：食用菌市占率=(雪榕金针菇日产能*365)/行业总产能

3.2 生产基地覆盖全国，营销改革提升话语权

全球七大生产基地，覆盖全国。公司是行业内率先启动全国布局的企业，在国内已完成吉林长春、山东德州、广东惠州、四川都江堰、贵州毕节、甘肃临洮六大生产基地战略布局，在国外已经建成泰国生产基地。目前公司正在积极寻找新的地块，力争进一步扩张产能、增加覆盖区域。依托六个销售大区的布局，建立了覆盖主要人口集中地区的全国性销售网络。在 900 公里的运输半径内覆盖了我国近 90%的人口。

图表21：生产基地全国布局


资料来源：公司年报，中邮证券研究所

传统经销模式下，食用菌生产企业话语权薄弱。食用菌行业以往主要通过经销商进行销售，并向商超系统、连锁餐饮系统、生鲜到家平台等渠道直接销售，主要是买断式的销售。此种销售模式下，虽然销售后的风险由经销商或客户自行承担，但食用菌生产企业亦丧失了主动权。尤其是在行业淡季，经销商可以通过压低进价来保障利润，而生产厂家则不得不亏损卖出产品。

雪榕生物率先开启营销模式改革，意图减少经销层级、平滑季节性波动。雪榕生物于 2022 年第四季度进行营销渠道变革，通过销售扁平化，减少经销层级，从而平滑淡旺季影响，增加定价权，最终达到增厚利润的效果。公司招聘消费品行业一线销售精英已招聘近 200 人，后续计划继续扩充销售队伍，并上线销售平台小程序，通过县级、市级渠道下沉，吸纳小 B 端客户、二批商等客户在线上系统下单。通过追踪产品、客户流向，掌握下沉渠道数据，对市场重新定位、划分和二次开发，逐步摆脱传统销售模式对一/二批经销商的依赖。未来随着营销变革的进展，公司计划通过“自建产能、OEM 模式”，吸纳更多同行加入到雪榕数字化线上平台，扩大市场占有率，把握市场定价机制。

3.3 最差的时候已经过去，进一步计提资产减值准备可能性较低

公司于 2021 年和 2022 年连续两年计提了大额的资产减值，计提金额分别为 1.96 亿、3.5-4.6 亿（业绩预告）。公司进行减值的主要是因为部分杏鲍菇、香菇项目亏损，叠加公司部分生产基地生产波动导致的单产、品级率、产能利用率低。截止至 2022 年末，部分产线已经完成了改造，生产效率有所提高，2023 年进一步减值的可能性较低。

4 盈利预测及投资评级

4.1 盈利预测

行业层面：金针菇价格显著回升。2022 年下半年以来，金针菇价格逐步回升。2023 年春节后，金针菇价格淡季不淡，价格持续走高，主要受益于疫情放开后，餐饮等下游消费明显好转。我们预计 2023 年金针菇价格整体向好。

公司层面：公司为最大的金针菇生产企业，除了受益于行业回暖外，2021-2022 年公司对前期影响生产效率的产线进行了全面改造，预计 2023 年公司生产成本将明显改善。同时公司产能还在持续提升中。

综上所述，公司业绩将从 2023 年开始全面好转。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 21.32 亿、23.98 亿和 26.02 亿，2022-2024 年将分别实现归母净利润-3.11 亿、2.07 亿和 2.52 亿。

图表22：雪榕生物食用菌销量及收入预测

	2020年	2021年	2022年E	2023年E	2024年E
销量（万吨）	38.89	41.37	41.50	42.10	45.30
收入（亿元）	21.77	19.90	20.89	23.47	25.38
同比（%）	11.91	-8.59	4.95	12.36	8.15
成本（亿元）	17.17	19.03	18.74	18.71	20.04
毛利（亿元）	4.60	0.88	2.15	4.76	5.34
毛利率（%）	21.14	4.41	10.30	20.29	21.05

资料来源：IFIND，中邮证券研究所预测

4.2 投资建议

公司为最大的金针菇生产企业，一方面将受益于金针菇价格上涨，另一方面行业历史包袱出清，生产效率有望提升。我们预计公司2023年业绩将扭亏为盈，预计2022-2023年公司EPS分别为-0.62元、0.41元和0.50元。看好公司困境反转，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险分析

产品价格下降风险：伴随食用菌工厂化栽培产能的不断释放，未来国内食用菌市场的竞争更加激烈，食用菌产品销售价格重心有下移的风险。

产能释放不及预期风险：近年公司产能不断拓展，如果因管理等问题导致产能不能及时释放或生产效率下降，将影响公司业绩增长。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	2063	2132	2398	2602	营业收入	-6.3%	3.3%	12.5%	8.5%
营业成本	1954	1891	1894	2036	营业利润	-247.0%	16.5%	181.2%	20.0%
税金及附加	17	0	19	21	归属于母公司净利润	-224.9%	-0.7%	166.6%	21.8%
销售费用	23	23	29	29	获利能力				
管理费用	132	128	170	164	毛利率	5.3%	11.3%	21.0%	21.8%
研发费用	14	13	17	17	净利率	-15.0%	-14.6%	8.6%	9.7%
财务费用	77	0	0	0	ROE	-18.5%	-18.0%	10.7%	11.5%
资产减值损失	-196	-370	-50	-70	ROIC	-3.2%	2.4%	7.2%	8.3%
营业利润	-344	-287	233	280	偿债能力				
营业外收入	7	7	7	7	资产负债率	61.9%	59.0%	57.9%	53.9%
营业外支出	16	17	17	15	流动比率	0.54	0.83	1.06	1.34
利润总额	-353	-296	223	272	营运能力				
所得税	-4	0	-2	-3	应收账款周转率	78.36	72.00	80.00	80.00
净利润	-348	-296	225	274	存货周转率	5.38	5.80	6.51	6.48
归母净利润	-309	-311	207	252	总资产周转率	0.46	0.50	0.54	0.55
每股收益(元)	-0.61	-0.62	0.41	0.50	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.61	-0.62	0.41	0.50
货币资金	341	673	1161	1454	每股净资产	3.32	3.44	3.85	4.35
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	29	30	30	35	PE	—	—	19.01	15.61
预付款项	35	28	30	33	PB	2.36	2.28	2.03	1.80
存货	384	351	385	418	现金流量表				
流动资产合计	875	1170	1702	2040	净利润	-348	-296	225	274
固定资产	2773	2378	2310	2218	折旧和摊销	324	280	391	417
在建工程	152	132	112	72	营运资本变动	-19	-165	162	-128
无形资产	328	319	305	291	其他	290	384	58	77
非流动资产合计	3465	3041	2940	2793	经营活动现金流净额	247	201	837	640
资产总计	4340	4210	4642	4832	资本开支	-579	-241	-351	-349
短期借款	777	777	777	777	其他	-18	2	2	3
应付票据及应付账款	214	133	236	126	投资活动现金流净额	-597	-239	-348	-347
其他流动负债	615	494	597	623	股权融资	23	369	0	0
流动负债合计	1607	1404	1610	1527	债务融资	26	0	0	0
其他	1079	1079	1079	1079	其他	-118	0	0	0
非流动负债合计	1079	1079	1079	1079	筹资活动现金流净额	-68	369	0	0
负债合计	2686	2483	2689	2606	现金及现金等价物净增加额	-420	332	489	293
股本	442	503	503	503					
资本公积金	472	780	780	780					
未分配利润	632	321	497	712					
少数股东权益	-18	-3	15	37					
其他	126	126	157	195					
所有者权益合计	1655	1727	1953	2227					
负债和所有者权益总计	4340	4210	4642	4832					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048