

# 雪榕生物 (300511)

证券研究报告

2021年04月11日

## 食用菌龙头业绩保持增长，产能加速扩张

**事件：公司发布 2020 年年度报告，实现营业收入 22.02 亿元，同比增长 12.09%；归母净利润 2.47 亿元，同比增长 12.22%；扣非归母净利润 2.39 亿元，同比增长 14.11%。**

**保持食用菌生产龙头地位，各大菇种均保持增长，小菇种增长迅速！**

公司是我国产能最大的食用菌工厂化生产企业，2020 年末，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、甘肃临洮七大生产基地，在国外建成泰国生产基地，食用菌日产能达 1325 吨，位居全国之首。目前，金针菇依然是公司主要菇种，2020 年营收达 16.26 亿（占比 74%），同比增长 5.66%；小菇种增速值得关注：真姬菇营收达 3.73 亿，同比增长 28%，杏鲍菇营收达 1.46 亿，同比增长 60%。报告期内，公司实施了股权激励计划，本期股份支付费用达 2866 万，成为管理费用增长幅度较大的主要因素，但是从长期来看，长效激励机制有助于激发员工积极性，提升团队凝聚力。

**产能加速建设，公司市占率有望进一步提升**

2021 年，公司山东德州日产 101.6 吨金针菇项目第三期、山东杏鲍菇项目、甘肃生产基地二期（一期已经是目前西北最大的食用菌生产基地）预计建成投产。公司于 2020 年下半年启动向特定对象发行股票项目，已获得中国证监会同意注册批复，该项目主要在安徽和湖北两地加大杏鲍菇、金针菇的产能布局。建成满产后，安徽雪榕杏鲍菇工厂化项目、湖北雪榕金针菇工厂化项目有望分别为公司增加杏鲍菇日产能 100 吨（对应近 2900 万净利润）、金针菇日产能 120 吨（对应 4500 万净利润）。产能的持续增加有望为公司市占率进一步提升、巩固行业龙头地位提供保障。

**小包装持续推进，深耕渠道，加固品牌形象**

报告期内，公司小包装产品占有率从此前 10%提升至 40%，公司通过精耕重点客户 KA（Key Account）渠道，加大对永辉超市等大型连锁超市的铺货力度，强化雪榕线下品牌力；线上渠道方面，公司已入驻盒马鲜生、每日优鲜、叮咚买菜等电商平台。2021 年 3 月，子公司与橙心优选签署合同，拟共同出资 1500 万元在上海设立合资公司，以预包装生鲜肉制品为切入点，推动生鲜肉制品行业自动化、标准化、数字化建设，升级生鲜农产品供应链。此外，公司推出菇的棒、菇的脆两种菌类蛋白零食，做出产业链延伸新尝试，加深品牌形象。

此前我们预计公司 21-22 年的营业收入为 31.20/39.33 亿元，归母净利润为 4.30/5.60 亿元，因公司产品价格上涨幅度或低于预期，我们略微下调此前盈利预测：预计公司 2021-23 年的营业收入为 26.04/30.50/34.42 亿元；归母净利润为 2.77/3.29/3.84 亿元，同比增长 12.16%/18.52%/16.76%。公司作为食用菌龙头，产能扩张迅速，有望凭借强产品力、品牌力、渠道力加大市占率，维持买入评级。

**风险提示：**食用菌行业竞争加剧风险；季节性波动风险；业务规模扩大可能导致的的管理风险；海外投资管理风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,964.57	2,202.19	2,603.90	3,050.08	3,442.34
增长率(%)	6.39	12.09	18.24	17.14	12.86
EBITDA(百万元)	574.18	629.15	463.59	521.76	571.42
净利润(百万元)	220.33	247.24	277.30	328.66	383.73
增长率(%)	45.47	12.22	12.16	18.52	16.76
EPS(元/股)	0.50	0.56	0.63	0.74	0.87
市盈率(P/E)	20.59	18.34	16.36	13.80	11.82
市净率(P/B)	2.61	2.23	2.03	1.80	1.59
市销率(P/S)	2.31	2.06	1.74	1.49	1.32
EV/EBITDA	6.77	10.57	10.62	9.15	7.32

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/种植业
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.26 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	442.05
流通 A 股股本(百万股)	312.20
A 股总市值(百万元)	4,535.44
流通 A 股市值(百万元)	3,203.19
每股净资产(元)	4.44
资产负债率(%)	55.68
一年内最高/最低(元)	20.58/8.52

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**林逸丹** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《雪榕生物-半年报点评:上半年业绩高速增长，小包装拓展提升盈利水平》 2020-08-28
- 《雪榕生物-公司点评:投资植物肉公司未食达，菌菇龙头向下游食品消费品进军!》 2020-07-13
- 《雪榕生物-首次覆盖报告:隐形冠军系列之：增品类、拓渠道，国内食用菌龙头蓄势待发!》 2020-05-19

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	288.00	759.89	362.11	551.37	1,179.09	营业收入	1,964.57	2,202.19	2,603.90	3,050.08	3,442.34
应收票据及应收账款	17.50	23.79	22.47	31.74	27.55	营业成本	1,533.69	1,721.22	2,018.98	2,352.99	2,651.90
预付账款	28.90	26.85	31.13	41.74	39.65	营业税金及附加	16.38	14.75	20.60	24.10	27.19
存货	331.27	382.65	424.94	490.11	555.92	营业费用	21.95	19.51	30.21	36.60	40.62
其他	35.46	35.20	71.61	53.74	71.81	管理费用	105.42	156.38	182.27	219.61	247.85
<b>流动资产合计</b>	<b>701.13</b>	<b>1,228.37</b>	<b>912.26</b>	<b>1,168.70</b>	<b>1,874.03</b>	研发费用	10.93	11.85	26.04	36.60	48.19
长期股权投资	0.00	13.49	13.49	13.49	13.49	财务费用	74.33	64.04	71.06	69.81	68.30
固定资产	2,469.72	2,678.46	2,624.16	2,568.94	2,500.18	资产减值损失	(2.93)	(12.49)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
在建工程	221.91	122.06	109.24	113.54	98.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	263.08	256.58	250.92	245.27	239.61	投资净收益	0.52	4.01	2.00	2.00	2.00
其他	186.02	265.65	208.60	203.84	209.73	其他	(1.21)	(10.80)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,140.72</b>	<b>3,336.24</b>	<b>3,206.41</b>	<b>3,145.09</b>	<b>3,061.13</b>	<b>营业利润</b>	<b>205.49</b>	<b>233.72</b>	<b>259.74</b>	<b>315.38</b>	<b>363.28</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,841.85</b>	<b>4,564.61</b>	<b>4,118.67</b>	<b>4,313.78</b>	<b>4,935.16</b>	营业外收入	14.89	1.60	10.00	10.00	10.00
短期借款	546.70	650.00	500.00	500.00	500.00	营业外支出	12.31	13.50	15.00	15.00	15.00
应付票据及应付账款	193.57	161.26	270.83	235.07	326.39	<b>利润总额</b>	<b>208.07</b>	<b>221.81</b>	<b>254.74</b>	<b>310.38</b>	<b>358.28</b>
其他	546.47	573.85	741.56	665.69	814.37	所得税	(0.95)	(3.24)	7.64	9.31	10.75
<b>流动负债合计</b>	<b>1,286.74</b>	<b>1,385.11</b>	<b>1,512.39</b>	<b>1,400.76</b>	<b>1,640.77</b>	<b>净利润</b>	<b>209.02</b>	<b>225.05</b>	<b>247.10</b>	<b>301.07</b>	<b>347.53</b>
长期借款	681.86	517.77	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	(11.31)	(22.19)	(30.20)	(27.59)	(36.19)
应付债券	0.00	516.40	172.13	229.51	306.01	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>220.33</b>	<b>247.24</b>	<b>277.30</b>	<b>328.66</b>	<b>383.73</b>
其他	133.39	122.52	136.36	130.75	129.88	每股收益(元)	0.50	0.56	0.63	0.74	0.87
<b>非流动负债合计</b>	<b>815.25</b>	<b>1,156.69</b>	<b>408.49</b>	<b>460.26</b>	<b>535.89</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,101.99</b>	<b>2,541.80</b>	<b>1,920.87</b>	<b>1,861.02</b>	<b>2,176.65</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	(0.62)	(11.20)	(39.89)	(67.02)	(102.41)	<b>成长能力</b>					
股本	429.24	442.03	442.05	442.05	442.05	营业收入	6.39%	12.09%	18.24%	17.14%	12.86%
资本公积	414.98	484.22	484.22	484.22	484.22	营业利润	49.12%	13.74%	11.14%	21.42%	15.19%
留存收益	1,306.39	1,571.38	1,795.64	2,077.73	2,418.86	归属于母公司净利润	45.47%	12.22%	12.16%	18.52%	16.76%
其他	(410.13)	(463.62)	(484.22)	(484.22)	(484.22)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,739.86</b>	<b>2,022.81</b>	<b>2,197.80</b>	<b>2,452.76</b>	<b>2,758.51</b>	毛利率	21.93%	21.84%	22.46%	22.85%	22.96%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,841.85</b>	<b>4,564.61</b>	<b>4,118.67</b>	<b>4,313.78</b>	<b>4,935.16</b>	净利率	11.22%	11.23%	10.65%	10.78%	11.15%
						ROE	12.66%	12.16%	12.39%	13.04%	13.41%
						ROIC	10.41%	11.11%	11.01%	14.22%	15.19%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	54.71%	55.68%	46.64%	43.14%	44.11%
净利润	209.02	225.05	277.30	328.66	383.73	净负债率	67.03%	57.26%	29.01%	20.68%	-1.55%
折旧摊销	293.66	330.84	132.78	136.57	139.84	流动比率	0.54	0.89	0.60	0.83	1.14
财务费用	77.05	71.76	71.06	69.81	68.30	速动比率	0.29	0.61	0.32	0.48	0.80
投资损失	(0.52)	(4.01)	(2.00)	(2.00)	(2.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	89.11	(170.18)	273.01	(181.16)	154.47	应收账款周转率	119.04	106.67	112.57	112.53	116.13
其它	(81.40)	102.01	(30.20)	(27.59)	(36.19)	存货周转率	6.33	6.17	6.45	6.67	6.58
<b>经营活动现金流</b>	<b>586.93</b>	<b>555.47</b>	<b>721.95</b>	<b>324.29</b>	<b>708.14</b>	总资产周转率	0.51	0.52	0.60	0.72	0.74
资本支出	390.69	449.09	46.16	85.60	50.88	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	13.49	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.50	0.56	0.63	0.74	0.87
其他	(629.70)	(986.16)	(104.16)	(163.60)	(98.88)	每股经营现金流	1.33	1.26	1.63	0.73	1.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(239.01)</b>	<b>(523.58)</b>	<b>(58.00)</b>	<b>(78.00)</b>	<b>(48.00)</b>	每股净资产	3.94	4.60	5.06	5.70	6.47
债权融资	1,454.15	1,918.24	999.68	1,058.58	1,136.24	<b>估值比率</b>					
股权融资	(63.33)	41.33	(84.07)	(62.23)	(60.73)	市盈率	20.59	18.34	16.36	13.80	11.82
其他	(1,822.29)	(1,497.66)	(1,977.35)	(1,053.36)	(1,107.94)	市净率	2.61	2.23	2.03	1.80	1.59
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(431.46)</b>	<b>461.90</b>	<b>(1,061.74)</b>	<b>(57.02)</b>	<b>(32.43)</b>	EV/EBITDA	6.77	10.57	10.62	9.15	7.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.37	21.67	14.89	12.39	9.69
<b>现金净增加额</b>	<b>(83.54)</b>	<b>493.79</b>	<b>(397.78)</b>	<b>189.27</b>	<b>627.72</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com