

股票投资评级

增持|维持

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)	7.45
总股本/流通股本(亿股)	5.03 / 4.08
总市值/流通市值(亿元)	37 / 30
52周内最高/最低价	8.81 / 5.92
资产负债率(%)	60.1%
市盈率	-12.63
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@cnpsc.com

雪榕生物(300511)
金针菇价格向好，公司业绩大增
● 事件：

公司发布2022年报及2023年一季报。1) 2022年实现营收23.20亿元，同比增11.93%，归母净利-2.87亿元，亏损同比收窄7.82%。由于杏鲍菇项目亏损、部分生产基地生产波动，公司计提资产减值损失4亿元，对公司业绩拖累较大。2) 2023年Q1公司实现营收8.42亿元，同比增46.27%，归母净利润2.23亿元，同比增288.02%。22年下半年至2023年Q1，金针菇价格明显上涨，公司业绩大幅改善。

● 金针菇价格淡季上涨，公司业绩靓丽

受下游需求复苏推动，2022年7月以来，金针菇价格回暖明显，2023年春节后为传统淡季，金针菇价格不跌反涨。2022年公司金针菇销售毛利率达12.37%，同比增长4.49个百分点。2022年公司食用菌销量为43.48万吨，同比增长5.09%。

● 产能提升抢占市场，营销改革提升话语权

食用菌产能之首，预计产能将进一步提升。截至2022年末，公司食用菌日产能1445吨，其中金针菇日产能1070吨，真姬菇日产能245吨，均位居全国之首。公司产能有望进一步提升，山东日产50吨真姬菇项目已改建完成并逐步投产；部分生产基地生产波动基本解决、稳定性提高；正在广西贵港、江苏淮安筹建新的生产基地。

营销渠道改革持续推进。公司于2022年第四季度开始招聘消费品行业一线销售精英，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、三批商等客户线上系统下单，追踪产品、客户流向，掌握下沉渠道数据。公司意图逐步摆脱传统销售模式对大经销商的依赖，从而增强行业话语权。

● 看好公司，维持“增持”评级

二季度消费淡季，金针菇价格季节性回落。随着下半年餐饮消费的进一步恢复，金针菇价格将再度开始上升趋势。由于一季度公司业绩超预期，我们上调公司2023年盈利预测，维持2024年盈利预测，同时新增2025年盈利预测。预计公司2023-2025年EPS分别为：0.62元、0.50元和0.35元。持续看好公司，维持“增持”评级。

● 风险提示：下游需求不及预期风险，价格上涨缓慢风险
■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2320	2704	2726	2644
增长率(%)	11.93	16.52	0.83	-3.03
EBITDA(百万元)	417.60	698.27	677.44	593.30
归属母公司净利润(百万元)	-287.23	312.07	252.18	174.95
增长率(%)	7.82	208.65	-19.19	-30.62
EPS(元/股)	-0.57	0.62	0.50	0.35
市盈率(P/E)	—	12.01	14.86	21.42
市净率(P/B)	2.15	1.82	1.62	1.51
EV/EBITDA	11.12	7.11	6.51	6.89

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2320	2704	2726	2644	营业收入	11.9%	16.5%	0.8%	-3.0%
营业成本	2072	2114	2170	2197	营业利润	-8.3%	181.6%	-6.1%	-30.3%
税金及附加	19	22	22	21	归属于母公司净利润	7.8%	208.6%	-19.2%	-30.6%
销售费用	22	32	41	30	获利能力				
管理费用	114	149	136	132	毛利率	10.7%	21.8%	20.4%	16.9%
研发费用	7	11	11	13	净利率	-12.4%	11.5%	9.2%	6.6%
财务费用	81	80	76	65	ROE	-16.5%	15.2%	10.9%	7.0%
资产减值损失	-400	0	0	0	ROIC	2.1%	9.9%	8.4%	5.6%
营业利润	-375	306	287	200	偿债能力				
营业外收入	11	12	7	7	资产负债率	60.1%	57.6%	56.3%	56.1%
营业外支出	17	17	17	15	流动比率	0.92	1.11	1.30	1.41
利润总额	-381	301	277	192	营运能力				
所得税	14	4	3	2	应收账款周转率	80.18	90.00	90.00	90.00
净利润	-394	297	274	190	存货周转率	5.61	5.90	6.28	6.99
归母净利润	-287	312	252	175	总资产周转率	0.55	0.63	0.57	0.51
每股收益(元)	-0.57	0.62	0.50	0.35	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.57	0.62	0.50	0.35
货币资金	364	746	1401	1924	每股净资产	3.47	4.09	4.59	4.93
交易性金融资产	270	270	270	270	估值比率				
应收票据及应收账款	29	31	30	29	PE	—	12.01	14.86	21.42
预付款项	26	32	35	35	PB	2.15	1.82	1.62	1.51
存货	443	473	395	361	现金流量表				
流动资产合计	1193	1616	2192	2681	净利润	-394	297	274	190
固定资产	2499	2526	2434	2328	折旧和摊销	350	307	316	330
在建工程	68	88	118	148	营运资本变动	-94	-77	205	43
无形资产	222	213	199	185	其他	504	51	56	63
非流动资产合计	2879	2917	2841	2751	经营活动现金流净额	367	579	851	626
资产总计	4072	4534	5033	5433	资本开支	-231	-358	-251	-249
短期借款	576	776	876	1076	其他	-192	3	3	3
应付票据及应付账款	216	223	223	228	投资活动现金流净额	-423	-356	-248	-247
其他流动负债	506	464	588	593	股权融资	387	0	0	0
流动负债合计	1298	1462	1687	1897	债务融资	-279	200	100	200
其他	1149	1149	1149	1149	其他	-40	-41	-48	-57
非流动负债合计	1149	1149	1149	1149	筹资活动现金流净额	67	159	52	143
负债合计	2446	2611	2836	3045	现金及现金等价物净增加	11	382	655	522
股本	503	503	503	503					
资本公积金	754	754	754	754					
未分配利润	342	608	822	971					
少数股东权益	-117	-132	-110	-95					
其他	144	191	228	255					
所有者权益合计	1626	1923	2197	2387					
负债和所有者权益总计	4072	4534	5033	5433					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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