

## 淡季不淡，业绩向好

### ——雪榕生物(300511.SZ) 2020年三季度报点评

公司简报

#### ◆事件:

公司发布2020年三季度报,实现营业收入15.63亿,同比增长18.43%,归母净利润2.17亿元,同比增长97.03%。其中三季度单季实现营业收入5.68亿元,同比增长29.91%;归母净利润6116.65万元,同比增长1186.25%。产能释放与行业高景气共同助力业绩高增。

#### ◆点评:淡季不淡,业绩向好

三季度为传统菌菇类消费淡季,但公司业绩依然实现高增长,一方面受益于新增产能的逐步释放,以及管理水平、生产工艺的提升,公司生产成本有所下降;另一方面今年以来蔬菜价格较高,菌菇类价格相对较高;同时公司持续加强渠道建设,加大对大型连锁超市的铺货力度,公司小包装产品比例显著提升,品牌盈利能力提升。

#### ◆食用菌龙头企业,产能释放进行时

公司持续拓展产能,2019年底公司西北生产基地已达到投产条件,并开始试生产,2020年将逐步释放产能;同时,公司海外生产基地泰国雪榕食用菌工厂化生产车间项目正加速推进建设进度。同时今年公司可转债募投项目“泰国食用菌工厂化生产车间建设项目”、“山东德州日产101.6吨金针菇工厂化生产车间项目(第三期)”等项目正在积极建设中。

金针菇市场竞争激烈、工厂化率高,持续的扩展产能、提升效率是至胜的关键。公司充分利用行业发展向好的良好时机、上市公司融资便利的优势,积极拓展产能,为持续提升市场份额、平滑行业周期波动打下坚实基础。

#### ◆持续看好公司,维持“增持”评级

公司业绩符合预期,我们维持原有盈利预测,预计公司2020-2022年净利润分别为3.28亿、3.99亿和4.20亿,按最新股本摊薄后的EPS分别为0.74元、0.90元和0.95元。公司是我国最大的食用菌生产企业,持续看好公司,维持“增持”评级。

#### ◆风险提示:

产品价格不及预期风险、产能释放缓慢风险

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,847	1,965	2,152	2,331	2,458
营业收入增长率	38.81%	6.39%	9.56%	8.31%	5.44%
净利润(百万元)	151	220	328	399	420
净利润增长率	23.74%	45.47%	48.91%	21.52%	5.44%
EPS(元)	0.35	0.51	0.74	0.90	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.65%	12.66%	16.29%	17.42%	16.49%
P/E	51	35	24	20	19
P/B	4.9	4.4	3.9	3.5	3.1

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2020年10月13日

#### 增持(维持)

当前价:17.70元

#### 分析师

王琦(执业证书编号:S0930517120001)

021-52523836

wangqi16@ebsecn.com

裴孝锋(执业证书编号:S0930517050001)

021-52523535

giuxf@ebsecn.com

#### 市场数据

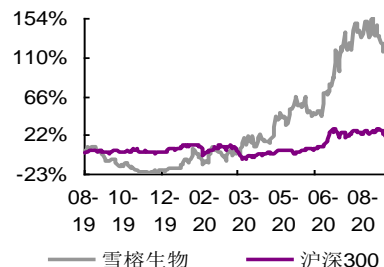
总股本(亿股):4.42

总市值(亿元):79.04

一年最低/最高(元):5.79/20.58

近3月换手率:248.70%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.76	16.44	128.35
绝对	11.46	15.83	150.35

资料来源:Wind

#### 相关研报

业绩高增,进入新一轮产能提升期——雪榕生物(300511.SZ)2019年年报及2020年一季报点评

.....2020-04-26

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,847	1,965	2,152	2,331	2,458
营业成本	1,583	1,534	1,580	1,670	1,761
折旧和摊销	258	284	299	320	340
税金及附加	16	16	19	20	21
销售费用	19	22	34	29	31
管理费用	98	105	127	128	138
研发费用	11	11	14	15	16
财务费用	75	74	58	52	45
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	138	205	318	419	446
利润总额	142	208	320	415	438
所得税	17	-1	11	15	15
净利润	125	209	309	400	422
少数股东损益	-27	-11	-19	2	2
归属母公司净利润	151	220	328	399	420
EPS(按最新股本计)	0.35	0.51	0.74	0.90	0.95

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	407	587	565	697	603
净利润	151	220	328	399	420
折旧摊销	258	284	299	320	340
净营运资金增加	533	-64	137	110	164
其他	-535	147	-199	-132	-321
投资活动产生现金流	-287	-239	-246	-250	-250
净资本支出	-227	-300	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-60	61	4	0	0
融资活动现金流	8	-431	-176	-411	-254
股本变化	205	-4	13	0	0
债务净变化	177	-276	-54	-227	-47
无息负债变化	-275	56	-111	-32	-26
净现金流	131	-82	142	36	99

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.3%	21.9%	26.6%	28.4%	28.3%
EBITDA 率	21.5%	29.6%	31.7%	34.0%	33.9%
EBIT 率	6.7%	14.7%	17.8%	20.2%	20.1%
税前净利润率	7.7%	10.6%	14.9%	17.8%	17.8%
归母净利润率	8.2%	11.2%	15.2%	17.1%	17.1%
ROA	3.2%	5.4%	7.9%	10.1%	10.2%
ROE(摊薄)	9.7%	12.7%	16.3%	17.4%	16.5%
经营性 ROIC	3.3%	8.8%	10.9%	13.2%	13.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	60%	55%	49%	43%	39%
流动比率	0.58	0.54	0.83	1.31	1.93
速动比率	0.37	0.29	0.51	0.80	1.27
归母权益/有息债务	0.91	1.20	1.44	1.95	2.26
有形资产/有息债务	2.04	2.39	2.56	3.08	3.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,893	3,842	3,932	3,950	4,140
货币资金	381	288	430	466	565
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	16	17	25	27	55
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	34	28	32	35	71
存货	290	331	331	358	395
其他流动资产	66	7	-2	12	22
流动资产合计	806	701	842	930	1,144
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,372	2,470	2,456	2,387	2,290
在建工程	231	222	198	208	226
无形资产	264	263	250	237	226
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	87	56	52	52	52
非流动资产合计	3,087	3,141	3,089	3,020	2,996
总负债	2,323	2,102	1,938	1,679	1,607
短期借款	731	547	373	97	0
应付账款	151	194	190	200	211
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	8	13	10	10	11
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,393	1,287	1,012	712	592
长期借款	776	682	802	852	902
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	56	53	54	55	55
非流动负债合计	929	815	926	967	1,014
股东权益	1,570	1,740	1,994	2,271	2,533
股本	433	429	442	442	442
公积金	499	480	500	540	582
未分配利润	660	826	1,070	1,305	1,524
归属母公司权益	1,569	1,740	2,014	2,289	2,549
少数股东权益	1	-1	-19	-18	-16

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.01%	1.12%	1.60%	1.25%	1.25%
管理费用率	5.33%	5.37%	5.90%	5.50%	5.60%
财务费用率	4.05%	3.78%	2.69%	2.21%	1.85%
研发费用率	0.62%	0.56%	0.65%	0.65%	0.65%
所得税率	12%	0%	4%	4%	4%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.12	0.12	0.28	0.36	0.38
每股经营现金流	0.94	1.37	1.28	1.58	1.36
每股净资产	3.62	4.05	4.56	5.18	5.77
每股销售收入	4.26	4.58	4.87	5.27	5.56

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	51	35	24	20	19
PB	4.9	4.4	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	24.8	16.2	13.6	11.4	10.7
股息率	0.7%	0.7%	1.6%	2.0%	2.1%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼