

雪榕生物 (300511)

农林牧渔

发布时间: 2020-08-28

证券研究报告 / 公司点评报告

**增持**

上次评级: 买入

## 拓展优化销售渠道, 金针菇毛利率增长明显

### 事件:

公司发布 2020 年半年度报告。上半年公司实现营业收入 9.96 亿元, 同比增长 12.75%; 实现归属于上市公司股东净利润 1.55 亿元, 同比增长 34.51%; 实现扣非后的归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 54.30%。

**点评: 拓展优化销售渠道, 金针菇毛利率明显增长。**上半年公司金针菇板块实现销售收入 7.81 亿元, 同比增长 9.13%; 真姬菇板块实现收入 1.46 亿元, 同比增长 32.04%; 杏鲍菇实现销售收入 5128.86 万元, 同比增长 23.24%。上半年新冠肺炎疫情对餐饮、居民消费及运输物流等造成较大冲击, 公司及时调整销售策略, 精耕 KA 渠道, 大力拓展线上生鲜电商渠道, 结合多品种开展消费推广和精准营销, 加强直通市场的深度渗透, 公司品牌包装比例大幅上升, 销售价格较去年同期明显增长。另外公司还不断优化产品成本, 在产品价格上升及成本下降的双重作用下, 上半年公司金针菇销售毛利率达到 32.68%, 与去年同期相比上升 6.34 个百分点。

**期间费用控制良好。**上半年公司销售费用率同比上升 0.02 个百分点, 管理费用率同比上升 0.56 个百分点, 财务费用率同比下降 1.22 个百分点, 公司期间费用控制良好。

**对标海外龙头, 公司市占率有望继续提升。**韩国金针菇几乎全部工厂化生产, 截至 2014 年, 大兴农产是韩国最大的金针菇工厂, 年产金针菇 21000 吨。按照 2014 年韩国金针菇产量 33259 吨计算, 大兴农场在韩国的金针菇市占率达到 63%。目前公司金针菇市占率不到 15%, 市占率还有很大提升空间。

**盈利预测:**考虑到公司未来产能的逐步释放, 预计公司 2020、2021 年有望实现归母净利润 3.29 亿元, 3.98 亿元, 对应 PE23.95 倍、19.81 倍, 给予“增持”评级。

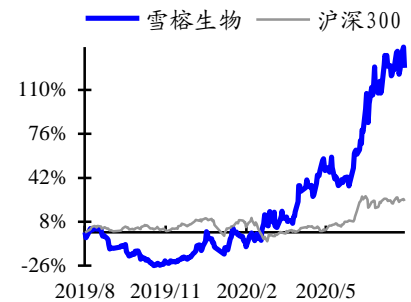
**风险提示:** 产能释放不达预期风险, 产品价格波动风险, 国际贸易政策风险

### 股票数据

2020/8/27

6 个月目标价 (元)	20.72
收盘价 (元)	17.84
12 个月股价区间 (元)	5.85 ~ 20.58
总市值 (百万元)	7,882
总股本 (百万股)	442
A 股 (百万股)	442
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	14

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	8%	49%	124%
相对收益	3%	26%	100%

### 相关报告

《雪榕生物 (300511) 2019 年年报点评: 景气度上升叠加成本下降, 公司业绩大幅提升》

--20200427

《农林牧渔行业周报 (2020 年第 12 周): 猪价震荡小幅下跌, 关注鸡肉需求恢复》

--20200323

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,847	1,965	2,191	2,362	2,533
(+/-)%	38.81%	6.39%	11.52%	7.81%	7.24%
归属母公司净利润	151	220	329	398	492
(+/-)%	23.74%	45.47%	49.39%	20.88%	23.61%
每股收益 (元)	0.34	0.50	0.74	0.90	1.11
市盈率	17.41	13.58	23.95	19.81	16.03
市净率	1.68	1.72	3.79	3.18	2.65
净资产收益率 (%)	9.65%	12.66%	15.81%	16.04%	16.55%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	433	429	442	442	442

### 证券分析师: 李瑶

执业证书编号: S0550519010002  
010-58034576 li\_yao@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	288	1,500	1,000	2,000
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	17	19	21	22
存货	331	328	361	369
其他流动资产	64	69	74	77
<b>流动资产合计</b>	<b>701</b>	<b>1,916</b>	<b>1,455</b>	<b>2,468</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	2,470	2,514	2,574	2,630
无形资产	263	275	282	291
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,141</b>	<b>3,178</b>	<b>3,230</b>	<b>3,277</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,842</b>	<b>5,094</b>	<b>4,684</b>	<b>5,745</b>
短期借款	547	1,519	673	1,249
应付款项	194	182	206	208
预收款项	13	12	15	15
一年内到期的非流动负债	226	226	226	226
<b>流动负债合计</b>	<b>1,287</b>	<b>2,249</b>	<b>1,458</b>	<b>2,045</b>
长期借款	682	642	642	642
其他长期负债	133	133	133	133
<b>长期负债合计</b>	<b>815</b>	<b>775</b>	<b>775</b>	<b>775</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,102</b>	<b>3,025</b>	<b>2,233</b>	<b>2,821</b>
归属于母公司股东权益合计	1,740	2,082	2,480	2,972
少数股东权益	-1	-13	-29	-47
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,842</b>	<b>5,094</b>	<b>4,684</b>	<b>5,745</b>

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,965</b>	<b>2,191</b>	<b>2,362</b>	<b>2,533</b>
营业成本	1,534	1,643	1,735	1,811
营业税金及附加	16	18	20	21
资产减值损失	-3	0	0	0
销售费用	22	24	26	28
管理费用	105	110	118	127
财务费用	74	73	74	67
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>205</b>	<b>316</b>	<b>383</b>	<b>473</b>
营业外收支净额	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>208</b>	<b>316</b>	<b>383</b>	<b>473</b>
所得税	-1	0	0	0
净利润	209	316	383	473
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>220</b>	<b>329</b>	<b>398</b>	<b>492</b>
少数股东损益	-11	-13	-15	-19

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>209</b>	<b>316</b>	<b>383</b>	<b>473</b>
资产减值准备	6	0	0	0
折旧及摊销	294	168	185	178
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	77	76	78	72
投资损失	-1	0	0	0
运营资本变动	-3	-12	14	-1
其他	5	0	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>587</b>	<b>549</b>	<b>660</b>	<b>722</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-239</b>	<b>-205</b>	<b>-236</b>	<b>-226</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-431</b>	<b>868</b>	<b>-923</b>	<b>504</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>243</b>	<b>354</b>	<b>380</b>	<b>482</b>

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.50	0.74	0.90	1.11
每股净资产 (元)	3.94	4.71	5.61	6.73
每股经营性现金流量 (元)	1.33	1.24	1.49	1.63
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	6.4%	11.5%	7.8%	7.2%
净利润增长率	45.5%	49.4%	20.9%	23.6%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	21.9%	25.0%	26.5%	28.5%
净利率	11.2%	15.0%	16.8%	19.4%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	3.25	3.16	3.20	3.18
存货周转率 (次)	78.84	72.80	75.82	74.31
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	54.7%	59.4%	47.7%	49.1%
流动比率	0.54	0.85	1.00	1.21
速动比率	0.26	0.69	0.73	1.01
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
财务费用率	3.8%	3.3%	3.1%	2.6%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	13.58	23.95	19.81	16.03
P/B (倍)	1.72	3.79	3.18	2.65
P/S (倍)	3.90	3.60	3.34	3.11
净资产收益率	12.7%	15.8%	16.0%	16.5%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**李璐:** 女, 荷兰瓦赫宁根大学经济、环境与治理硕士, 西北农林科技大学农林经济管理本科, 现任东北证券农林牧渔组组长。曾任北京师范大学经济与资源管理研究院研究助理, 2016年以来具有4年证券研究从业经历。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn