

2020年07月05日

证券研究报告·公司研究报告

雪榕生物(300511) 农林牧渔

买入(维持)

当前价: 12.80元

目标价: 17.40元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

操帆摇杆，乘风破浪

投资要点

- **行业整合度持续提升。**自2014年至今行业经历了两次半洗牌，第一次由于金针菇工厂化发展迅速。凭借生产效率、产品质量等优势，快速挤压农民菇市场，2015、2016年农民菇数量同比减少23%、33%。第二次自2016年开始，小型工厂由于行业产能过剩，利润被大幅压缩。部分成本偏高的中小型工厂被动淘汰。而2020年新冠疫情导致传统线下单一渠道的企业受损严重，行业再次出清，我们认为公司有望凭借产能、品牌、销售渠道等多方面优势脱颖而出，成为行业最受益者。
- **南方洪灾形势严峻，带动蔬菜及金针菇价格反弹。**今夏入汛以来，全国累计降水量较往年同期偏多6%，共出现19次强降水过程。江南、华南和西南东部发生了今年以来强度最大、范围最广、持续时间最长的降雨过程，暴雨洪涝、地质灾害点多面广、农作物受损严重。对标2018年8月寿光水灾对蔬菜价格的拉涨作用，并结合金针菇与蔬菜价格的强相关性，我们认为，随着蔬菜价格受洪灾影响出现反弹，金针菇价格也将迎来一波上涨，公司的食用菌工厂化生产不受到外界极端天气的影响，未来将在金针菇产能释放中进一步增厚业绩。
- **疫情倒逼销售模式变革，公司迎来新机遇。**2020年一季度受疫情影响，餐饮大面积停业、部分农贸市场关停及物流不畅等对传统销售渠道造成较大影响。但公司凭借品牌营销战略和全国布局优势，在900公里的运输半径内覆盖了我国近90%的人口；同时大力拓展商超、线上生鲜电商等渠道，实现了商超及线上生鲜电商平台销售规模大幅增长，优化公司销售渠道；并协同线上线下多渠道开展推广营销，加强品牌终端建设、全面提升消费者品牌认知与消费粘性。2020年一季度实现营业收入6亿元，同比增长12%；实现归母净利润1.7亿元，同比增长24.7%。我们认为在疫情倒逼销售模式发生变革的情况下，公司凭借优秀的市场嗅觉和市场渠道，有效应对疫情带来的冲击，同时为自身未来发展找到了新方向。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.69元、0.87元、0.98元，对应动态PE分别为18、15、13倍。同行业2021年平均PE为20倍，给予公司2021年20倍PE，目标价17.4元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧导致产品价格下降的风险；销售价格及利润季节性波动风险；毛利率下降的风险；业务规模扩大可能导致的管理风险。

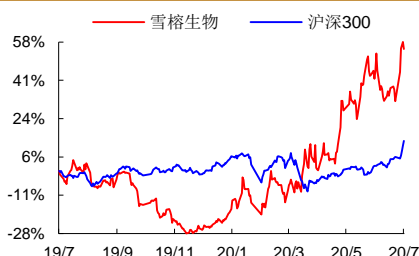
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1964.57	2235.82	2518.67	2787.04
增长率	6.39%	13.81%	12.65%	10.66%
归属母公司净利润(百万元)	220.33	306.30	385.25	433.23
增长率	45.47%	39.02%	25.78%	12.45%
每股收益EPS(元)	0.50	0.69	0.87	0.98
净资产收益率ROE	12.01%	15.08%	15.93%	15.19%
PE	26	18	15	13
PB	3.25	2.77	2.33	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
 执业证号: S1250518120001
 电话: 021-68415832
 邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.42
流通A股(亿股)	2.81
52周内股价区间(元)	5.98-13.06
总市值(亿元)	56.55
总资产(亿元)	41.18
每股净资产(元)	4.44

相关研究

1. 雪榕生物(300511): 行业景气度继续提升,公司迎发展新机遇 (2020-04-26)
2. 雪榕生物(300511): 扣非保持高增长,看好公司未来海内外战略 (2019-10-30)
3. 雪榕生物(300511): 行业回暖,未来国内外双线推进 (2019-08-30)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 金针菇工厂化生产龙头.....	1
2 中国食用菌行业市场逐渐成熟.....	2
2.1 食用菌产业发展迅猛，整体规模不断扩容.....	2
2.2 食用菌工厂化比例逐年上升.....	3
3 灾情严峻，蔬菜价格反弹带动金针菇价格回升.....	6
4 品牌优势叠加销售转型，疫情当前脱颖而出.....	9
4.1 新冠疫情加速行业整合.....	9
4.2 全国线上线下销售网络健全，进一步打造品牌价值.....	10
4.3 多品种战略增厚公司竞争能力.....	13
5 盈利预测与估值.....	14
6 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 公司 2019 年度主营收入结构	1
图 2: 公司 2019 年度主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2012 年以来营业收入 (亿元) 及增速	1
图 4: 公司 2012 年以来归母净利润 (亿元) 及增速	1
图 5: 2007-2018 年我国食用菌产量 (万吨) 及增长率	2
图 6: 2007-2018 年我国食用菌产值 (亿元) 及增长率	2
图 7: 世界卫生组织提出“人类最佳的饮食结构”	2
图 8: 2008-2019 年全国食用菌工厂化企业数量变化图 (个)	3
图 9: 2019 年全国食用菌工厂化企业分布	3
图 10: 2010-2019 年全国食用菌工厂化生产总量 (万吨)	4
图 11: 2018 年全国各品种食用菌工厂化生产产量占比	4
图 12: 2010-2016 年工厂化金针菇年产量及占比	5
图 13: 2010-2016 年农户种植金针菇年产量及占比	5
图 14: 全国 28 种重点监测蔬菜和金针菇的批发均价 (元/公斤)	6
图 15: 寿光蔬菜价格指数和菌菇类价格指数	7
图 16: 2018 年全国蔬菜及金针菇批发价 (元/公斤)	8
图 17: 金针菇全国市场批发均价	9
图 18: 2020 年全国餐厅营业情况	10
图 19: 公司销售网络布局	11
图 20: 合作电商平台上的雪榕产品	12
图 21: 线上社交平台推广	12
图 22: 公司 2013 年以来金针菇营收 (百万元) 及增速	13
图 23: 公司 2013 年以来金针菇毛利润 (百万元) 及毛利率	13
图 24: 公司各类菌菇产品	13

表 目 录

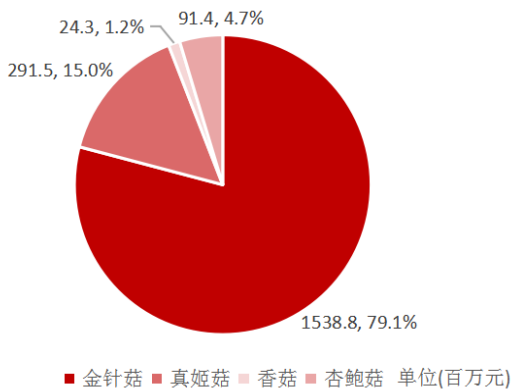
表 1: 食用菌工厂化生产模式与传统生产模式对比	4
表 2: 食用菌工厂化优势	5
表 3: 南方洪水灾情	7
表 4: 分业务收入及毛利率	14
附表: 财务预测与估值	15

1 金针菇工厂化生产龙头

上海雪榕生物科技股份有限公司创立于 1997 年，是我国产能最大的食用菌工厂化生产企业，拥有七大生产基地（泰国雪榕生产基地处于在建中），覆盖了我国近 90% 的人口。截止 2019 年底，公司食用菌日产能 1170 吨，位居全国之首。

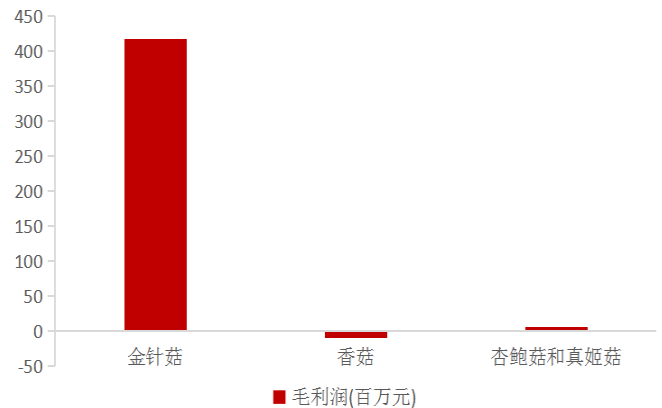
公司主营业务结构：从 2019 年年报来看，公司主营业务收入主要来自金针菇，营收 15.4 亿元，占比高达 79.1%；真姬菇营收 2.9 亿元，占比 15.0%。

图 1：公司 2019 年度主营收入结构



数据来源：Wind，西南证券整理

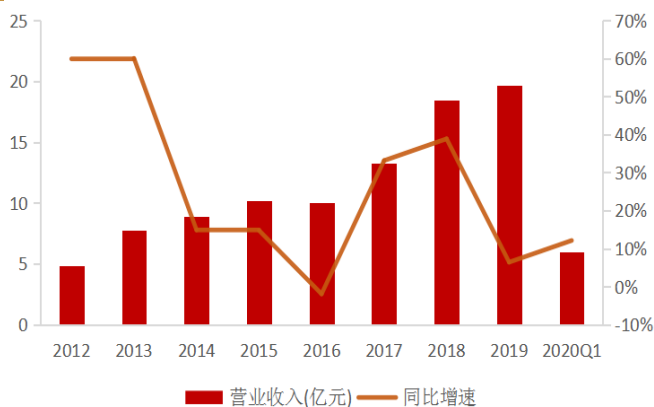
图 2：公司 2019 年度主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

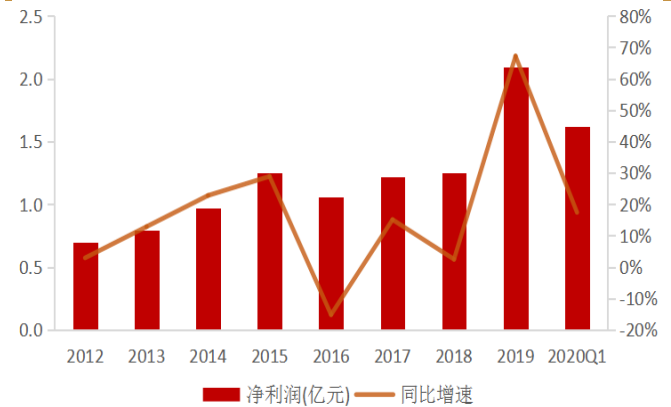
公司业绩状况：截止 2019 年底，公司营业总收入 19.6 亿元，同比增长 6.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.2 亿元，同比增长 45.5%。主要原因为：（1）食用菌行业工厂化企业产能急速扩张，经过充分的市场竞争，落后产能逐步淘汰，行业集中度进一步提升；（2）公司产品质量稳定，主要产品单位成本继续下降，且品牌溢价提升明显，公司整体毛利率提升明显。（3）贵州杏鲍菇和海鲜菇等小菇种的生产工艺及工厂管理水平持续改进并优化，业务扭亏为盈，利润水平明显改善。

图 3：公司 2012 年以来营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2012 年以来归母净利润（亿元）及增速



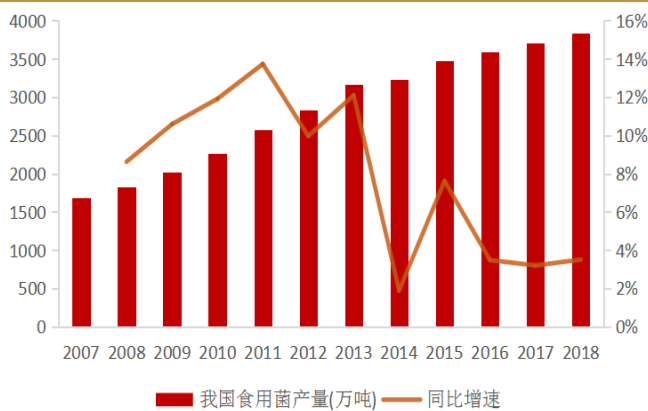
数据来源：Wind，西南证券整理

2 中国食用菌行业市场逐渐成熟

2.1 食用菌产业发展迅猛，整体规模不断扩容

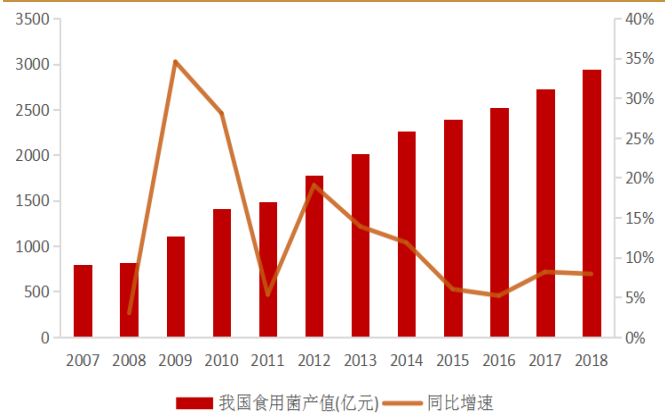
中国食用菌行业市场发展已经逐渐成熟。改革开放以来，我国食用菌产业发展迅速，根据中国食用菌协会统计数据显示，1978年中国食用菌产量还不足10万吨，产值不足1亿元；而2018年总产量达到3842万吨，比2017年增长3.5%，总产值达到2937.4亿元，比2017年增长7.9%。2007年至2018年，我国食用菌产量的年均复合增长率约为7.8%，产值的年均复合增长率约为12.6%。食用菌行业未来发展空间十分广阔。按国家十二五规划国内生产总值年均增速7%保守估计，2020年我国食用菌产量和产值将达到5090万吨和3240亿元。

图 5：2007-2018 年我国食用菌产量（万吨）及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

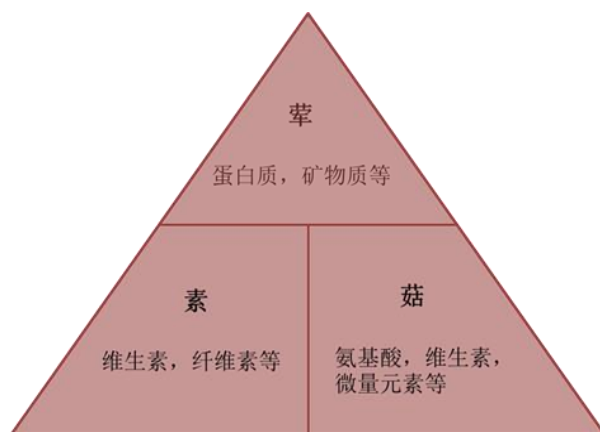
图 6：2007-2018 年我国食用菌产值（亿元）及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

目前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、棉、油、菜、果，居第六位。2007年至2018年，我国食用菌的产量翻了2倍有余。

图 7：世界卫生组织提出“人类最佳的饮食结构”



数据来源：中国食用菌年鉴，西南证券整理

食用菌含有较高蛋白质，约占干重的30%~50%，所含氨基酸的种类也相当齐全，包含20种基本氨基酸和8种必需氨基酸，其含量比肉类和乳制品还高，不仅如此，食用菌所含的维生素也是十分的丰富，是兼有荤素两者之长的高档食品，可以在荤素食品之间架起一个

沟通的桥梁，帮助荤素食品营养互补吸收，调节机体免疫功能，使膳食结构更加的牢固。大量的实验也证明了纯天然食用菌的健康价值和对抗癌、糖尿病等病症的影响。

联合国粮农组织和世界卫生组织曾经提出人类最佳的饮食结构是“一荤一素一菇”，而在近期中国食用菌协会在“安全承诺宣言”新闻发布会中也公开表示未来会力推国民膳食营养：“一荤一素一菇”的合理膳食结构。我国不仅是食用菌生产大国，也是食用菌消费大国，所生产的食用菌绝大部分用于国内消费。但目前我国食用菌年人均消费量远远低于营养专家提出的每人食用标准。因此我们认为未来随着国内城镇化建设的稳步推进以及中国食用菌协会对“一荤一素一菇”合理膳食结构的大力推广，将会有越来越多的人群意识到食用菌对健康的重要性，国内食用菌市场未见天花板，仍处于稳步增长的阶段中。

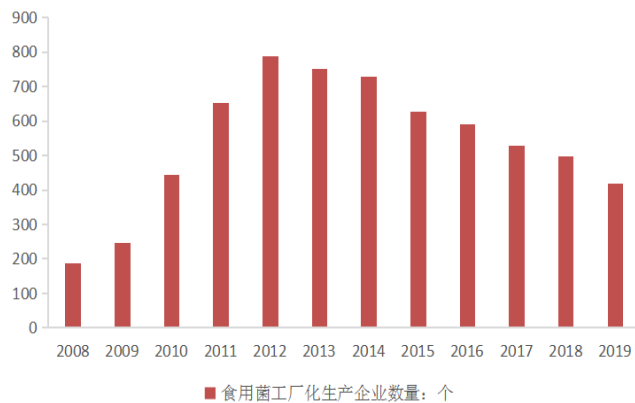
2.2 食用菌工厂化比例逐年上升

我们认为，中国食用菌工厂化生产具有广阔的发展前景，主要体现在：（1）行业集中度低，传统农户生产仍是中国食用菌生产的主要模式，工厂化生产比例具备较大提升空间；（2）工厂化栽培具备较高进入壁垒；（3）中国食用菌市场逐渐走向成熟。

目前，我国食用菌主要以传统生产方式进行，不能形成规模，质量不稳定，无法有效抵御市场风险，造成由于该种生产方式导致行业进入壁垒较低，大量农户从事生产，使得对生产技术要求不高的菌菇种类大规模种植，利润水平无法上升；但食用菌以工厂化方式生产，可以形成规模效应，亦有较好的采购、销售渠道，技术先进，生产质量稳定，能够常年满足巨大的市场需求，保持了一定的利润率水平。

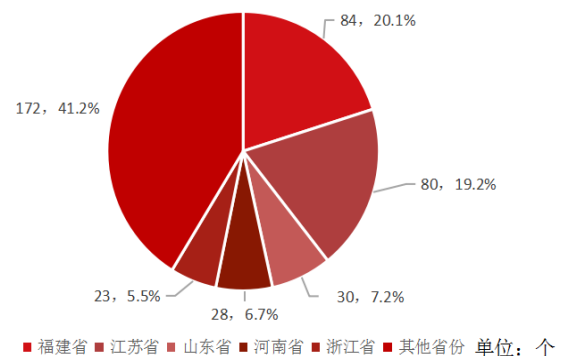
当前我国工厂化食用菌产量占全国食用菌总产量的比重仍较低，有很大的发展空间。2008年以后，在国家产业调整和惠农政策带动下，我国食用菌工厂化生产得到快速发展，到2012年企业数量、年产量等都达到历史峰值。但之后的几年里，受生产成本不断上涨、产品价格和企业利润同比下滑等因素影响，我国食用菌工厂化企业数量从2013年开始连续呈现下降趋势，由2012年的788家下降到2019年的417家，年均降幅达到8.6%。从全球发达国家的经验来看，日本、韩国及欧美等发达国家的食用菌生产大都采用工厂化种植技术，日本的工厂化食用菌占有率达90%以上，台湾、韩国达95%以上。食用菌工厂化栽培模式已成为食用菌行业发展的趋势，也是食用菌产业发展从大到强的必经之路。

图 8：2008-2019 年全国食用菌工厂化企业数量变化图（个）



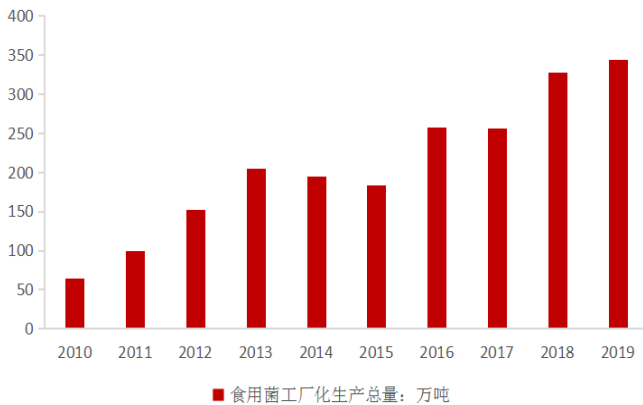
数据来源：中国食用菌协会，西南证券整理

图 9：2019 年全国食用菌工厂化企业分布

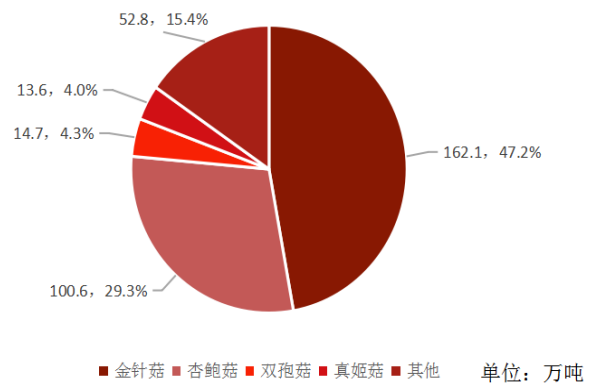


数据来源：中国食用菌协会，西南证券整理

调查数据显示, 福建、江苏、山东、浙江、河南等地区 2019 年食用菌工厂化企业数量占到全国总量的 58.8%, 处于工业化聚集区。而受西部大开发以及产业扶贫等政策因素影响, 近几年中西部和东北地区以香菇、黑木耳为代表的食用菌产业得到快速发展, 但其生产方式仍以农民参与度较高的“公司+基地+农户”的分散合作模式为主, 工厂化生产发展比较缓慢, 主要原因是这些地区开展工厂化生产的原料运输、用水用电等成本较高。随着土地资源、生产原材料、劳动力、运输物流等资源环境的变化, 未来陕西、甘肃、贵州、新疆等西部地区, 以及东北黑龙江、吉林、辽宁等东北地区的食用菌工厂化将迎来较大发展空间。

图 10: 2010-2019 年全国食用菌工厂化生产总量 (万吨)


数据来源: 中国食用菌协会, 西南证券整理

图 11: 2018 年全国各品种食用菌工厂化生产产量占比


数据来源: 中国食用菌协会, 西南证券整理

工厂化食用菌是大势所趋。食用菌工厂化生产具有高投入、高科技、高产出的特点, 是食用菌生产由传统粗放型向现代化、智能化发展的必然趋势, 也是我国食用菌产业加快国际化进程, 赶超世界先进生产技术水平的重要途径。工厂化食用不受自然条件影响, 生产稳定。由于可以人工调节食用菌的生长环境条件, 能达到全年连续生产, 不分正反季节, 天天出菇, 全年上市。

表 1: 食用菌工厂化生产模式与传统生产模式对比

经营环节		工厂化生产模式	传统生产模式
研发	菌种研究、培育	成立专门的研发中心, 对食用菌新菌种进行研制, 并保证菌种在一定时期内不会退化对菌种进行培育、扩繁, 达到可用于生产接种的级别	通过科研制种单位或个人购买, 通常无菌种研究或培育环节
	培养基配方	研发中心研制食用菌工厂化生长所需的原料配方, 包括原料的用料及用量配比, 以符合菌菇生产的最有利条件	根据菇农的经验或就地取材以确定培养基的原料
采购		具有长期稳定的原材料供应商采购流程规范, 具备较强的议价能力, 法律职责清晰 对所采购的原料进行质量检测	以零购的方式采购原材料, 质量难以保证
生产	搅拌、装瓶及打孔	按照公司研发中心确定的配方, 用搅拌机对诸如玉米芯、米糠、麸皮等原料进行充分搅拌 由装瓶机将搅拌均匀的培养基原料装入生产瓶, 并打孔	手工对原材料进行搅拌, 通常搅拌不充分、不均匀
	灭菌	将装入原料的生产瓶送入灭菌器, 进行高温灭菌处理灭菌器对灭菌时间、温度都有精确控制, 保证灭菌效果 灭菌完毕, 生产瓶直接进入无菌环境, 等待接种	采用土灶灭菌的方法, 将装入灭菌袋的原材料堆放于灭菌灶, 灶内烧火, 利用蒸汽灭菌, 灭菌效果不佳
	接种	在处于无菌环境的接种室内进行, 严格保证培养基、菌种、接种设备的	人工接种, 接种环境及人员卫生状

经营环节	工厂化生产模式	传统生产模式
	洁净操作工人身着无菌服，进入接种室需进行风淋采用全自动接种机，将菌种均匀分布于生产瓶内	况不佳，较易发生杂菌污染
养菌	在养菌房中进行对养菌过程中的温度、湿度、光照、二氧化碳含量等因素进行控制，确保菌丝的生长环境达到最优消毒措施确保养菌环境的洁净、无杂菌	通常在自然环境下进行，温度、湿度等食用菌生长因素受自然环境影响
搔菌	采用去皮机，挖除表面干燥老菌，并对生长中的菌丝进行水分补给促进新菌的新陈代谢，刺激菌体生长	基本无搔菌环节

数据来源：招股说明书，西南证券整理

农民菇产量逐渐缩小，工厂化趋势日益明显。我国食用菌工厂化产量从 2010 年的 65 万吨上升至 2019 年的 344 万吨，平均年复合增长率达 20.3%。2018 年，我国工厂化生产食用菌主要品种有金针菇、杏鲍菇、双孢菇、蟹味菇等，其中，金针菇、杏鲍菇两个品种之和达到 262.7 吨，占全部年产量的 76.4%。

图 12：2010-2016 年工厂化金针菇年产量及占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 13：2010-2016 年农户种植金针菇年产量及占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

截止 2016 年，工厂化金针菇已占到 50%左右，2017 年雪榕生物等金针菇龙头企业扩大产能，且 2014 年以后农民种植的金针菇数量持续减少。工厂化生产比例逐年上升是因该生产模式具有以下优势：（1）极大提高食用菌生产效率，节约土地与劳动力；（2）实现食用菌周年化生产；（3）质量可控，产品安全可靠；（4）吸收农村富余劳动力；（5）有利于产业转型与产品升级；（6）可复制性强，有利于企业抓住市场机遇，实现迅速稳定扩张。

表 2：食用菌工厂化优势

工厂化食用菌与农户栽植食用菌差异
规模大质量好。日产能达几吨、十几吨或几十吨，且在工厂化生产过程大多实现机械化、半机械化，生长环境由控制系统自动调节，相对手工操作要节约大量的劳动力，般周年生产可达 8~10 茬。一亩面积厂房产量可达到 6 亩温室大棚的产量。工厂化生产为食用菌创造了适宜的生长条件，质量达到产品的安全绿色(有机)标准。
菌种无污染。工厂化生产大多选用液体菌种，菌种低温保存在无菌环境内，杜绝菌种遭受污染；工厂化接种环节全部由机器完成，可有效降低杂菌感染率，同时提高工作效率，并且接种过程中的空气可达到国家空气净化 100 级标准，保证接种环节不受污染。
选料高标准。培养基原料是栽培食用菌的“土壤”。工厂化生产从原料供应的源头就狠抓质量，不仅要严格考察原料供应商的资质，而且要按照业内明确规范指标采购木屑、米糠、玉米芯、棉籽壳、麦皮等培养基原料，对原材料的 PH 值、水分、灰份、蛋白质、纤维等要素进行仪器

工厂化食用菌与农户栽植食用菌差异

检测和平板检测，确保原材料的质量符合生产要求。随后，采用自动搅拌机对培养基进行三级均匀搅拌，然后再用高压灭菌炉对培养基进行灭菌，避免病菌、杂菌的残留。
采收贮藏专业化。采收方面，工厂对采收工人设有专项训练与考核，保证工人专业采收菌菇；贮藏方面，应用鲜菇自动真空包装设备，结合真空、低温等物理保鲜措施，保障产品安全、无害、并延长食用菌的保鲜期。
减少销售环节。工厂化企业一般在各地农批市场设有专门的直营店，产品通过直营店分销给二级经销商，或者是直接采用“农超”、“农商”等经营模式，产品直接面对消费者，减少了中间流通环节，更有利于保证产品质量。
管理先进。通过现代企业管理模式，组织员工，分工协作，有序生产。不断建立和完善食用菌生产流程可追溯体系，在产品上设置二维码，消费者可通过扫码就可以知道该产品的原产地、生长过程，以及各种营养参数等产品相关信息。

数据来源：CNKI，西南证券整理

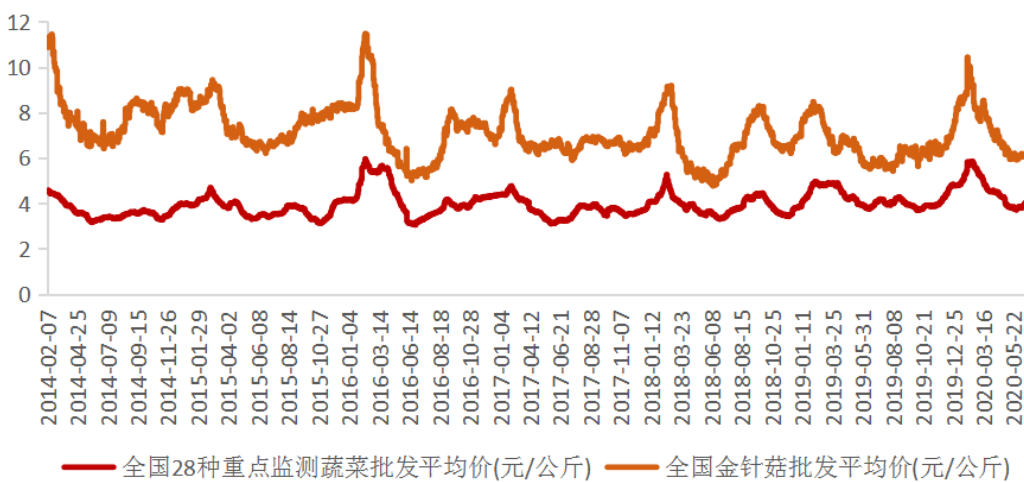
3 灾情严峻，蔬菜价格反弹带动金针菇价格回升

今年1月下旬开始，新冠疫情导致了餐饮行业大面积停业、部分农贸市场关停物流不畅及企业停工等问题，对传统销售渠道造成较大的影响，销售的不便导致了蔬菜价格大幅上涨。

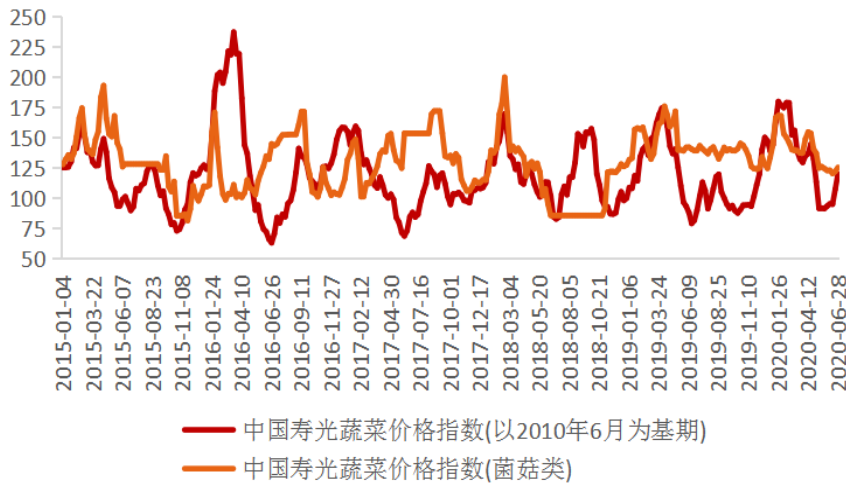
2月中旬全国28种重点监测蔬菜平均批发价达到了5.8元/公斤，较上月同比上涨了20.7%，而金针菇的价格也同比上涨了20.6%，达到10.4元/公斤。全国28种重点监测蔬菜平均批发价2017、2018、2019年同期分别为4.4、4.8、4.9元/公斤，对应金针菇的价格在2017、2018、2019年同期分别为8.1、8.8、8.5元/公斤，二者价格均创下近三年来的历史新高。

我们认为金针菇价格与蔬菜价格走势高度一致，金针菇的价格变动幅度略小，说明二者强相关，因此我们可以依据蔬菜价格的变动逻辑来预估金针菇的价格走势。

图 14：全国 28 种重点监测蔬菜和金针菇的批发均价（元/公斤）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15: 寿光蔬菜价格指数和菌菇类价格指数


数据来源: Wind, 西南证券整理

随着疫情的逐渐控制和复工复产的稳步推进, 全国蔬菜价格自今年 3 月份开始回落, 而 5 月份南方爆发的洪灾, 使得农业种植损失严重, 蔬菜价格又呈现出反弹趋势。

今夏进入汛期以来, 全国累计降水量较往年同期偏多 6%, 共出现 19 次强降水过程。特别是 6 月 2 日以来, 江南、华南和西南东部发生了今年以来强度最大、范围最广、持续时间最长的降雨过程, 暴雨洪涝、地质灾害点多面广、损失严重。根据国家减灾委、应急管理部的数据, 6 月以来, 我国南方地区洪涝灾害共造成广西、贵州、湖南、四川、江西等 13 省(区、市) 1122 万人次受灾, 78 人死亡失踪, 72.9 万人次紧急转移安置; 9300 余间房屋倒塌, 17.1 万间不同程度损坏; 农作物受灾面积 861 千公顷; 直接经济损失 241 亿元。

洪灾期间, 大量农作物被淹没, 造成水稻、西甜瓜、棉花、蔬菜等多种农作物被冲毁、掩埋、倒伏、折断, 导致植株抗性减弱, 极易造成病菌的侵入和农作物病害的暴发流行。洪灾直接造成了蔬菜供给的缩紧, 且物流运输受阻, 蔬菜价格再次反弹, 根据我国寿光地区的蔬菜价格统计, 今年 6 月 21 日寿光蔬菜整体价格指数周环比上涨 13.2%, 6 月 28 日环比上涨 11.8%。

表 3: 南方洪水灾情

时间	洪灾情况
6 月 11 日	国务院新闻办公室就水旱灾害防御有关情况举行发布会, 水利部副部长叶建春在发布会上表示, 我国已全面进入汛期, 有 148 条河流发生超过警戒水位的洪水。
6 月 22 日	贵州遵义桐梓县北部乡镇出现区域性强降雨天气, 一场 20 年不遇的大暴雨造成芭蕉镇、木瓜镇、坡渡镇、羊磴镇、水坝塘镇、尧龙山镇、狮溪镇等乡镇不同程度受灾。
6 月 22 日	重庆市 17 个区县出现暴雨, 3 条河流出现超警戒超保证水位。綦江区洪峰过境, 新山村社区居民楼一楼已被全部淹没。
6 月 26、27 日	四川凉山州冕宁县北部地区突降暴雨到特大暴雨, 当地彝海镇、高阳街道局部地区受灾严重。截至 28 日 16 时, 此次灾害已造成 12 人遇难、10 人失联。
6 月 26 日	安徽六安叶集地区突降暴雨, 导致沪陕高速叶集互通道路被淹, 通行受阻。对此, 叶集站立即启动应急预案, 六安北管理中心会同高速交警、高速路政组织 30 人的救援抢险队伍, 携带 3 台抽水机到达现场, 开展排涝抢通, 疏导分流滞留车辆, 安抚滞留人员, 救援被困人员工作。
6 月 27 日	湖北宜昌宜都市红花套镇渔洋溪村一车 3 人被困河道, 现场水流湍急。宜都消防救援大队接到报警后迅速出动, 抵达救援现

时间	洪灾情况
	场, 经过近一个小时的救援, 成功救出 3 名被困人员。
6 月 29 日	云南省昭通市镇雄、彝良、威信、盐津等地遭受强降雨袭击, 最大降雨量达 226 毫米。强降雨引发洪涝灾害, 导致多地房屋倒塌、庄稼摧毁、道路中断、山体滑坡, 受灾严重。 据初步统计, 截至 6 月 30 日 18 时, 灾害造成镇雄县 3 人遇难, 镇雄、彝良、威信、盐津 4 县 33380 人受灾; 造成玉米、土豆、烤烟等农作物 3500 多公顷受灾、3500 多公顷成灾、61 公顷绝收, 2 户 6 间房屋倒塌。

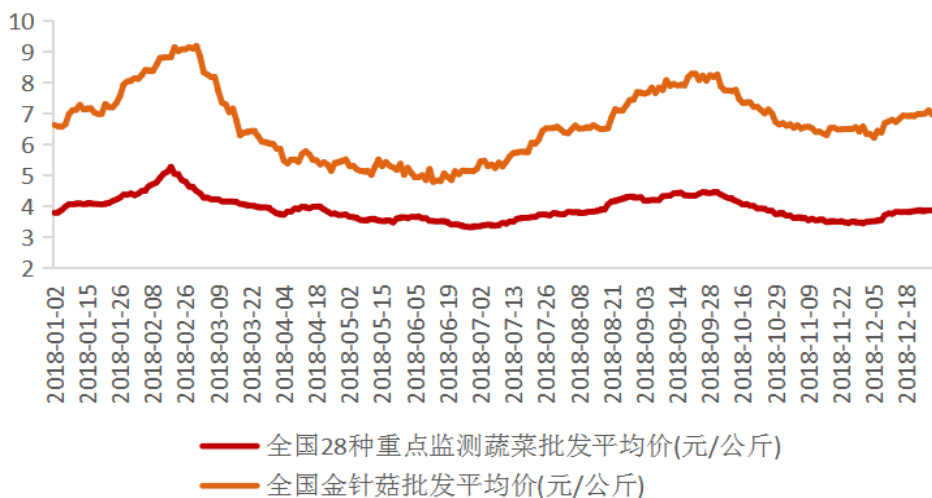
数据来源: 公开新闻, 西南证券整理

洪涝灾害是我国最严重的自然灾害, 几乎每年夏天都会出现水涝, 农作物种植时常面临严重威胁。2018 年 8 月, 山东省寿光市爆发特大水灾, 寿光是中国“冬暖式蔬菜大棚”的发源地, 主要以冬季反季节蔬菜种植为主, 年产蔬菜约 450 万吨。全国蔬菜年产量约为 8.0 亿吨, 寿光蔬菜产量约占全国的 0.6%。同时, 寿光蔬菜批发市场也是全国重要的蔬菜集散中心、价格形成中心和信息交流中心。2018 年的水灾中, 寿光蔬菜大棚受淹面积达到 14.3 万亩, 约占全市蔬菜大棚面积的 20.6%, 产量损失约为 30.9 万吨, 占全年产量的 6.9%。

受消费回暖、寿光水灾等多种因素影响, 全国蔬菜价格在 2018 年 8 月整体上涨, 农业农村部重点监测的 28 种蔬菜的均价为 4.0 元/公斤。进入 9 月后, 由于天气等因素的影响, 28 种蔬菜均价已经达到 4.3 元/公斤, 金针菇价格上涨更为明显, 均价达 8 元/公斤。

对比寿光水灾对蔬菜价格的拉涨影响和目前蔬菜价格呈现出的反弹趋势, 我们认为, 今年夏天的南方洪灾会继续推动蔬菜价格的回升, 而基于金针菇与蔬菜两者价格之间的强相关性, 金针菇价格也有望迎来一波上涨。公司的食用菌工厂化生产模式已十分完善, 基本上采取标准化的厂房, 因此外界极端天气和自然灾害不会对公司的正常生产造成不利影响; 公司的食用菌产品能有效保障供给, 并能形成对蔬菜的良好替代。随着金针菇的价格上涨, 公司作为行业龙头, 将因此受益增厚业绩。

图 16: 2018 年全国蔬菜及金针菇批发价 (元/公斤)



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 品牌优势叠加销售转型，疫情当前脱颖而出

4.1 新冠疫情加速行业整合

截止 2019 年，金针菇行业已经经历了两次半洗牌。第一次从 2014 年开始，金针菇工厂化发展迅速，农民菇数量逐渐减少，2015 年、2016 年农民菇数量同比减少 23%、33%。

第二次自 2016 年开始，一些小型工厂由于利润被压缩而逐渐退出市场，主要原因有二：1) 由于行业产能过剩，价格降低，企业利润被压缩，而食用菌生产原料、菌需物资价格和人工成本却不断上涨，反季节生产时水电等能源费用也不断上升。所以具备成本优势的大企业可借此机会提升强者愈强。2) 农民菇集中出货，部分地区受此冲击较大。工厂化生产食用菌属于高端产品，由于大量产能快速释放，导致在部分地区金针菇价格在个别季节出现下滑，售价可能击穿成本较高的小厂，被迫退出市场。

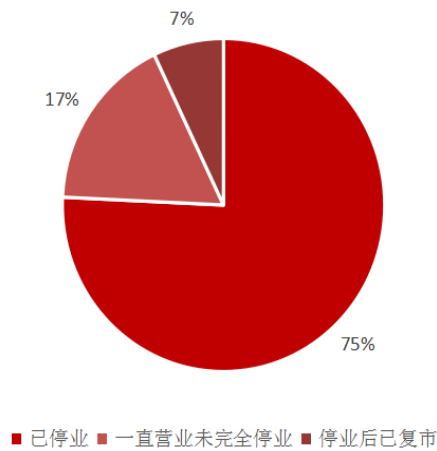
图 17：金针菇全国市场批发均价



数据来源：Wind，西南证券整理

截止 2019 年，全国食用菌工厂化生产企业数量共有 417 家，企业数量比 2012 年减少了 333 家，年均降幅达 8.6%。主要原因是近年来工厂化生产食用菌企业不断涌现，行业产能规模持续扩大。使得市场竞争加剧，个别品种、个别区域出现了供需失衡的情况，企业优胜劣汰、数量减少，是行业整合和逐步成熟的表现。

今年 2 月，新冠疫情席卷中国，导致国内餐饮行业损失惨重，停业餐厅数量占比约 75%，由此食用菌的下游消费端失去了较大一部分市场。并且我国 80%~85% 的新鲜食用菌依靠各地农产品批发市场流通，剩余 15%~20% 通过超市和电商进入终端市场。对于中小型企业来说，疫情期间传统物流受阻，工厂化食用菌的销售网络局限、运输成本较高，同时自身复工能力不强从而导致复工率较低，中小型工厂化食用菌生产企业库存积压无法销售，受损严重从而加速退出市场，行业进一步得到整合。

图 18: 2020 年全国餐厅营业情况


数据来源: 中国饭店协会, 西南证券整理

4.2 全国线上线下销售网络健全, 进一步打造品牌价值

疫情期间, 公司借助品牌优势和全国销售网络布局优势, 迅速调整销售策略, 大力拓展商超、线上生鲜电商等渠道, 实现了商超及线上生鲜电商平台销售规模大幅增长, 进一步优化了公司的销售渠道。2020 年一季度实现营业收入 6 亿元, 同比增长 12%; 实现归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 24.7%。公司面对疫情时展现出了强大的抗风险能力和灵活的战略调整能力, 在行业加速整合阶段抓住机遇, 提升市场占有率。

作为农业产业化国家重点龙头企业, 公司着力实行“全国战略布局和多品种战略布局”的双轨驱动战略, 率先完成全国布局, 在国内已建成上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节、甘肃定西七大生产基地(泰国雪榕生产基地处于在建中), 在 900 公里的运输半径内覆盖了我国近 90% 的人口。相比于其他企业, 公司通过全国合理布局可以实现产销联动, 优化生产销售各个环节, 有助于自身更好地掌握各地食用菌产品的供求信息, 在全国范围内统筹调度产品并合理定价, 提高销售行为的主动性与可控性, 更好地抵御区域性供求失衡的风险, 提高经济效益。

在全国布局的基础上, 公司采用助销的销售模式, 公司大大加强了与各级经销商之间的客户粘度, 使各级经销商即使在食用菌的销售淡季也能保持推广公司产品的积极性, 在产能迅速扩张的情况下, 仍能维持较为稳定的价格体系。同时, 公司产品的品牌知名度也得到了迅速提升。

图 19: 公司销售网络布局



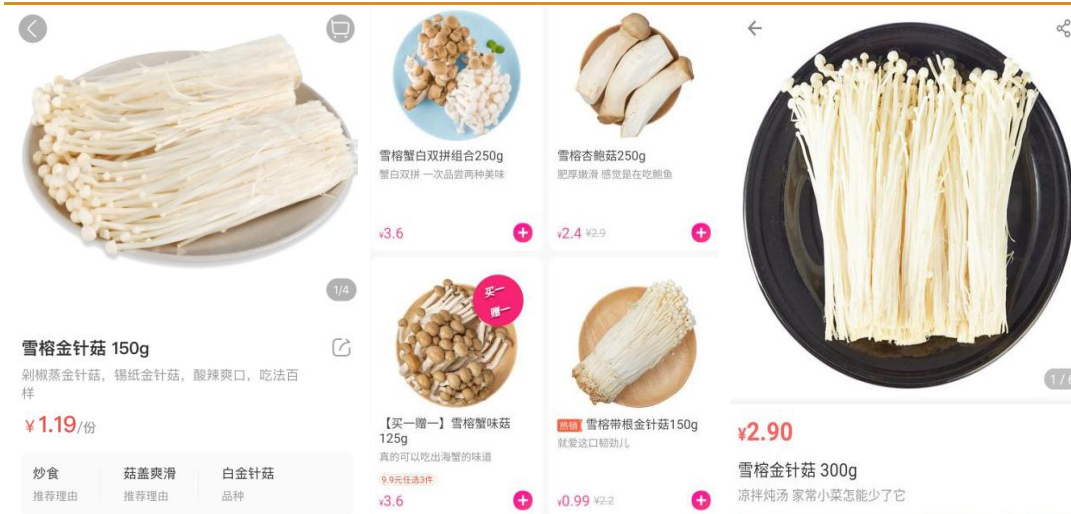
数据来源：公司官网，西南证券整理

同时，公司切实执行年初制定的“抓质量、促品牌”的战略规划，产品质量稳定，品牌溢价提升明显；同时开展品牌推广，提升雪榕品牌知名度和美誉度，进一步增加公司品牌溢价。

营销中心依托产销同区“稳定供应、新鲜捷达”的战略优势，持续推进渠道下沉以及多渠道合作。通过市场直通或物流直达等运作模式，进一步覆盖三四级市场，并帮助优秀客户从产品批发商向配供服务商、品牌经营商的转变，构建具有战略协同关系的合作模式；加大与商超系统、连锁餐饮系统、生鲜到家平台的开发力度和合作深化。

入驻电商，打造新生态。公司现已入驻盒马鲜生、每日优鲜、叮咚买菜、美菜、食享会、十荟团等生鲜电商头部平台，发挥自身 7 大生产基地创立“新鲜半径”的优势，每日直供电商仓储，让产品最快能 24 小时直达 C 端消费者手中。

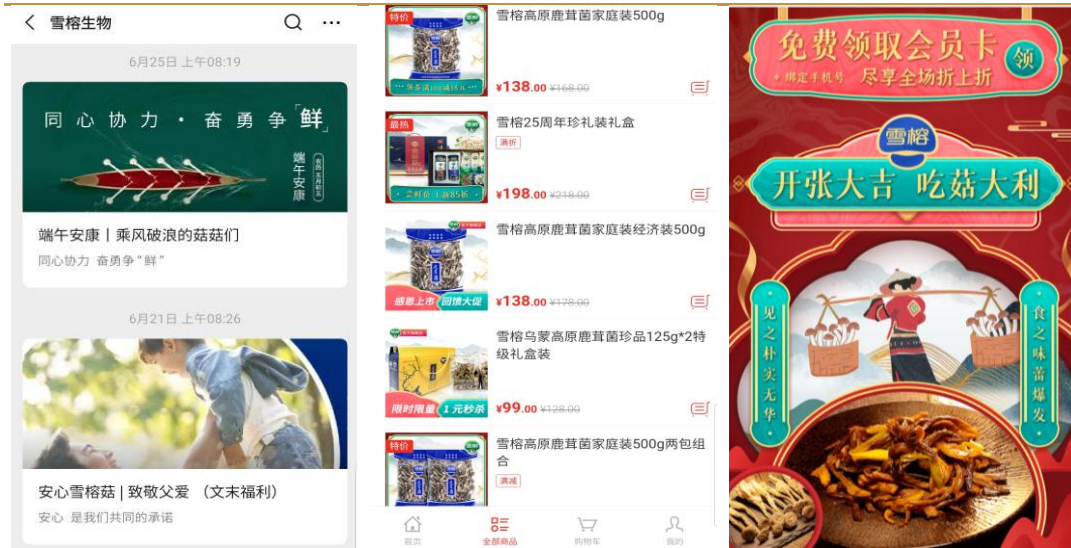
图 20: 合作电商平台上的雪榕产品



数据来源: 盒马鲜生、每日优鲜、叮咚买菜 APP, 西南证券整理

花式协销, 线上线下齐推广。公司在核心城市的商超门店、农贸菜市场、社区生鲜店、餐饮酒店等销售网点, 持续开展形式多样的品牌推广活动, 加强终端品牌形象建设, 普及菌菇烹饪方法, 培养家庭消费场景, 培育消费市场需求, 促进雪榕品牌小包装产品的铺货率与购买率; 同步结合微信朋友圈、公众号、微博、抖音等社交平台开展线上定向传播, 全面提升消费者的产品认知、品牌认知、消费粘性, 巩固竞争防御体系。

图 21: 线上社交平台推广



数据来源: 微信公众号, 西南证券整理

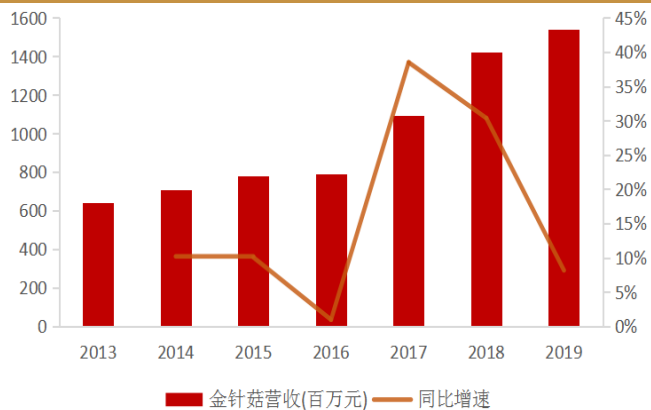
得益于电商平台、社交媒体与线下商超的同步合作与大力推广, 公司在报告期内的品牌战略成效显著, 主要产品金针菇的销售价格同比增长明显, 且单位生产成本同比下降, 毛利率提升近 10%。

基于公司在品牌战略和营销布局方面的核心优势以及今年一季度的优良业绩, 我们认为在疫情影响倒逼销售模式发生变革的情况下, 公司凭借优秀的市场嗅觉和市场渠道, 能够有效应对疫情带来的冲击, 同时为自身未来的发展找到了新方向, 有望进一步提升市占率。

4.3 多品种战略增厚公司竞争能力

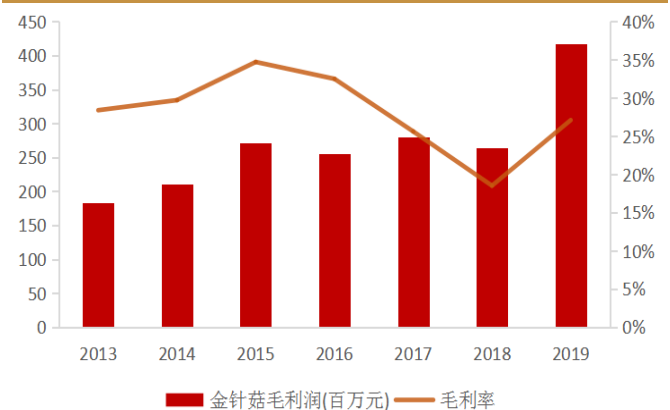
金针菇业务持续领跑。金针菇属口蘑科小火焰菇属的真菌，学名毛柄金钱菌，又名金菇、构菌、朴蕈等，在自然界广为分布，中国、日本、俄罗斯、欧洲、北美洲和澳大利亚等地均有生产，国内金针菇生产范围也极广，北起黑龙江、南至云南、东起江苏、西至新疆均适合金针菇的生长。金针菇主要以人工栽培为主，含有丰富的氨基酸，尤其是赖氨酸含量较高。金针菇板块作为公司的领跑业务，收入规模从 2013 年的 6.4 亿元增长至 2019 年的 15.4 亿元，年均复合增速约 15.6%，常年占据主营业务收入的 80% 左右，利润贡献比例更高，毛利率也较为稳定。

图 22：公司 2013 年以来金针菇营收（百万元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：公司 2013 年以来金针菇毛利润（百万元）及毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

真姬菇是公司第二大食用菌品种，学名玉蕈（属于木腐菌）。真姬菇的人工栽培首先始于 1972 年日本宝酒造株式会社，近 10 年来真姬菇的产量倍增，在日本已成为仅次于香菇、金针菇的重要品种。我国于 80 年代引入真姬菇栽培，主要有浅灰色和浅白色两个品系。真姬菇形态美观，味道鲜美，肉质厚而韧，口感较好。

图 24：公司各类菌菇产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

除目前主打的金针菇和真姬菇两种品种外，作为行业领军者，公司正积极探究香菇、双孢菇、鹿茸菌等品种的大规模工厂化生产的可能性，多品种战略将不断巩固公司龙头地位的优势，增强公司的盈利能力。

5 盈利预测与估值

关键假设:

- 1) 由于受到疫情冲击,整体价格回升明显。预计公司金针菇 2020-2022 年毛利率为 31%、32%、32%。
- 2) 一季度由于疫情影响,公司产品销量略受影响,但整个行业中小企业由于复工问题逐渐退出市场,预计下半年销量将快速增长。预计公司 2020-2022 年金针菇业务增速为 15%、13%、10%。且真姬菇和杏鲍菇业务随着产能技术调整完毕,毛利率有望迎来上升。预计公司 2020-2022 年真姬菇和杏鲍菇业务毛利率为 5%、10%、10%。

基于以上假设,我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表,

表 4: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
金针菇	收入	1,538.76	1,769.57	1,999.62	2,199.58
	增速	8.15%	15.00%	13.00%	10.00%
	毛利率	27.10%	31.00%	32.00%	32.00%
真姬菇与杏鲍菇	收入	382.91	421.20	471.75	537.79
	增速	15.85%	10.00%	12.00%	14.00%
	毛利率	1.66%	5.00%	10.00%	10.00%
香菇	收入	24.27	25.48	26.76	28.10
	增速	-26.90%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-38.73%	1.00%	1.00%	1.00%
其他	收入	18.64	19.57	20.55	21.58
	增速	-69.03%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	90.83%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	1,964.6	2,235.8	2,518.7	2,787.0
	增速	6.39%	13.81%	12.65%	10.66%
	毛利率	21.93%	23.43%	25.14%	25.15%

数据来源:公司公告,西南证券

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69 元、0.87 元、0.98 元,对应动态 PE 分别为 18、15、13 倍。同行业 2021 年平均 PE 为 20 倍,给予公司 2021 年 20 倍 PE,目标价 17.4 元,维持“买入”评级。

6 风险提示

市场竞争加剧导致产品价格下降的风险;销售价格及利润季节性波动风险;毛利率下降的风险;业务规模扩大可能导致的管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1964.57	2235.82	2518.67	2787.04	净利润	209.02	308.21	387.20	435.24
营业成本	1533.69	1712.06	1885.42	2086.04	折旧与摊销	293.66	249.45	249.45	249.45
营业税金及附加	16.38	18.91	21.20	23.50	财务费用	74.33	53.78	57.65	60.75
销售费用	21.95	29.07	30.22	33.44	资产减值损失	-2.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	105.42	111.79	125.93	139.35	经营营运资本变动	89.69	119.62	-2.69	-5.84
财务费用	74.33	53.78	57.65	60.75	其他	-76.85	-1.05	0.17	0.09
资产减值损失	-2.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	586.93	730.00	691.78	739.69
投资收益	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-127.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-111.28	-3.64	1.03	0.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-239.01	-3.64	1.03	0.47
营业利润	205.49	310.22	398.24	443.96	短期借款	-184.62	21.30	24.00	21.00
其他非经营损益	2.57	7.85	2.62	3.18	长期借款	-94.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	208.07	318.07	400.87	447.14	股权融资	-25.07	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.95	9.85	13.66	11.90	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	209.02	308.21	387.20	435.24	其他	-127.43	-284.22	-57.65	-60.75
少数股东损益	-11.31	1.91	1.95	2.01	筹资活动现金流净额	-431.46	-262.92	-33.65	-39.75
归属母公司股东净利润	220.33	306.30	385.25	433.23	现金流量净额	-82.47	463.44	659.16	700.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	288.00	751.44	1410.60	2111.01	成长能力				
应收和预付款项	74.84	83.73	94.81	103.90	销售收入增长率	6.39%	13.81%	12.65%	10.66%
存货	331.27	371.19	408.80	452.42	营业利润增长率	49.12%	50.96%	28.38%	11.48%
其他流动资产	7.02	7.99	9.00	9.96	净利润增长率	67.52%	47.46%	25.63%	12.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.14%	6.97%	14.98%	6.92%
投资性房地产	0.00	3.64	2.61	2.14	获利能力				
固定资产和在建工程	2691.63	2457.00	2222.38	1987.75	毛利率	21.93%	23.43%	25.14%	25.15%
无形资产和开发支出	263.08	257.81	252.55	247.29	三费率	10.27%	8.71%	8.49%	8.38%
其他非流动资产	186.02	176.46	166.90	157.34	净利率	10.64%	13.79%	15.37%	15.62%
资产总计	3841.85	4109.27	4567.65	5071.82	ROE	12.01%	15.08%	15.93%	15.19%
短期借款	546.70	568.00	592.00	613.00	ROA	5.44%	7.50%	8.48%	8.58%
应付和预收款项	269.91	290.37	313.47	352.92	ROIC	8.81%	11.54%	15.65%	18.66%
长期借款	681.86	681.86	681.86	681.86	EBITDA/销售收入	29.19%	27.44%	28.00%	27.06%
其他负债	603.52	525.81	549.89	558.37	营运能力				
负债合计	2101.99	2066.04	2137.22	2206.15	总资产周转率	0.51	0.56	0.58	0.58
股本	429.24	441.83	441.83	441.83	固定资产周转率	0.81	0.95	1.19	1.48
资本公积	414.98	402.39	402.39	402.39	应收账款周转率	119.04	115.99	114.71	115.18
留存收益	891.42	1197.72	1582.97	2016.20	存货周转率	4.91	4.84	4.81	4.82
归属母公司股东权益	1740.48	2041.93	2427.19	2860.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.76%	—	—	—
少数股东权益	-0.62	1.29	3.24	5.25	资本结构				
股东权益合计	1739.86	2043.22	2430.43	2865.67	资产负债率	54.71%	50.28%	46.79%	43.50%
负债和股东权益合计	3841.85	4109.27	4567.65	5071.82	带息债务/总负债	58.45%	60.50%	59.60%	58.69%
					流动比率	0.54	0.97	1.45	1.92
					速动比率	0.29	0.67	1.15	1.60
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.50	0.69	0.87	0.98
					每股净资产	3.94	4.62	5.50	6.49
					每股经营现金	1.33	1.65	1.57	1.67
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	573.49	613.45	705.34	754.15					
PE	25.67	18.46	14.68	13.05					
PB	3.25	2.77	2.33	1.97					
PS	2.88	2.53	2.25	2.03					
EV/EBITDA	11.46	9.87	7.68	6.29					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn