

推荐（首次）

风险评级：中风险

2020年8月27日

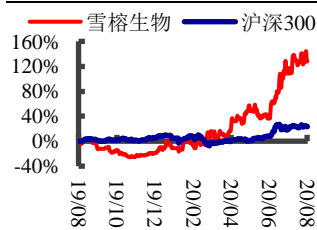
分析师：魏红梅  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040002  
电话：0769-22119410  
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩  
SAC 执业证书编号：  
S0340119070037  
电话：0769-23320072  
邮箱：  
leiguoxuan@dgzq.com.cn

主要数据 2020年8月26日

收盘价(元)	18.14
总市值(亿元)	80.15
总股本(百万股)	441.83
流通股本(百万股)	280.82
ROE(TTM)	14.07%
12月最高价(元)	20.58
12月最低价(元)	5.79

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

## 金针菇毛利率大幅提升，销售渠道逐步完善

雪榕生物（300511）2020年半年报点评

### 投资要点：

**事件：**公司发布了2020年半年报。2020年上半年，公司实现营业总收入9.96亿元，同比+12.75%；实现归母净利润1.55亿元，同比+34.51%。业绩符合预期。

**点评：**

■ **金针菇毛利率提升，业绩整体上行。**公司主营鲜品食用菌。上半年，金针菇和真姬菇分别实现营收 7.81 亿元和 1.46 亿元，分别同比+9.08%和+32.73%。分季度看，Q1 和 Q2 分别实现营收 6.01 亿元和 3.95 亿元，分别同比+12.04 和+13.86%。上半年业绩快速增长，主要原因有：①渠道拓展，品牌包装提升，产品价格及毛利率增幅明显。公司品牌包装比例大幅提升，销售价格较去年同期增长显著。主要产品金针菇的毛利率较去年同期提升超 6%。②贵州基地杏鲍菇产品质量显著提升，成本大幅下降，毛利率提升明显。③公司进一步优化银行融资结构，降低借款成本，公司财务费用较去年同期下降超 20%。

■ **盈利能力小幅提升。**上半年，公司实现毛利率 23.63%，同比上升 1.98 个百分点；实现净利率 13.91%，同比上升 1.20 个百分点；实现期间费用率 9.67%，同比下降 0.70 个百分点。盈利能力提升是由于主要产品金针菇价格提升致毛利率上升。

■ **产能优势明显，线上线下销售网络逐步完善。**截至 6 月底，公司食用菌日产能 1,200 吨，其中金针菇 960 吨，其他菇种 240 吨，产能位居全国之首。公司是行业内率先完成全国布局的企业；在国外的泰国雪榕生产基地金针菇生产车间项目目前已逐步装瓶，并小批量出菇。目前，依托合理的产能布局，公司已在全国布局五个销售大区，建立了覆盖主要人口集中地区的全国性销售网络。公司继续推进多品种战略，新菇种鹿茸菌已实现量产并线上销售。通过精耕 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。通过线上、线下双线驱动，公司品牌包装比例大幅提升。

■ **投资建议：**公司是新鲜食用菌龙头企业，产能优势明显，新品种和新包装产品持续推出，销售网络逐步完善。我们预计公司 2020/2021 年的每股收益分别为 0.78/0.95 元，当前股价对应 PE 分别为 22.83/18.81 倍，首次给予公司“推荐”评级。

■ **风险提示：**金针菇价格大幅下降、线上渠道销量下降、新品种推进不及预期、食品安全问题等。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,965	2308	2,678	3079
营业总成本	1,763	1999	2,300	2631
营业成本	1,534	1,764	2,046	2,353
营业税金及附加	16	19	22	26
销售费用	22	26	30	34
管理费用	105	124	144	165
财务费用	74	54	43	36
研发费用	11	13	15	17
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(3)	1	2	2
营业利润	205	320	389	460
加：营业外收入	15	21	21	21
减：营业外支出	12	18	18	18
利润总额	208	323	392	463
减：所得税	(1)	(1)	(2)	(2)
净利润	209	325	394	465
减：少数股东损益	(11)	(21)	(25)	(30)
归母公司所有者的净利润	220	345	419	495
摊薄每股收益(元)	0.50	0.78	0.95	1.12
PE（倍）	35.78	22.83	18.81	15.93

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn