

大额减值准备拖累业绩，消费改善未来可期

雪榕生物(300511)

评级:	增持	股票代码:	300511
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	8.07/5.37
目标价格:		总市值(亿)	35.21
最新收盘价:	7	自由流通市值(亿)	28.31
		自由流通股数(百万)	404.49

事件概述

公司发布 2022 年度业绩预告，报告期内，公司预计实现归属于上市公司股东的净利润为-2.50 亿元到-3.50 亿元，实现归属于上市公司股东的扣非净利润为-2.80 亿元到-3.80 亿元。

分析判断：

▶ 资产计提大额减值准备，公司全年出现亏损

公司 2022 年预计实现归母净利润为-2.50 亿元到-3.50 亿元，分季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司分别实现归母净利润 0.57/-1.58/1.07 亿元，同比分别变动-43.38%/8.05%/338.54%，2022Q4，公司预计实现归母净利润为-2.56 亿元到-3.56 亿元。今年 7 月中下旬以来，多因素影响下食用菌价格出现明显上涨，公司第三季度扭亏为盈，实现归母净利润 1.07 亿元，同比+338.54%，据公司公告，2022 年全年公司出现较大亏损的主要原因包括：

(1) 新冠疫情影响下需求不景气：尤其是 2022 年上半年度，公司杏鲍菇项目亏损，叠加公司部分生产基地生产波动导致的单产、品级率、产能利用率低，以及原材料涨价等因素，部分子公司单位成本偏高，相应上半年出现了较大幅度的亏损；(2) 资产减值影响：2022 年，基于谨慎性原则，经财务部门初步测试，公司预计对相关资产及资产组计提减值（跌价）准备金额约 3.5 亿元-4.5 亿元，减少归母净利润约 2.6 亿元到 3.6 亿元，若剔除相关资产组计提的资产减值损失，公司 2022 年较 2021 年能够实现较大程度的减亏。

▶ 疫情防控政策放开，食用菌消费出现显著改善

从食用菌的价格来看，2020 年 4 季度以来，食用菌价格出现回落，除 2021 年消费旺季价格有所回暖外，一直处于较低迷的状态，今年 7 月中下旬以来，食用菌价格出现明显上涨。以金针菇为例，金针菇大宗价从 2022 年 7 月的 4.50 元/公斤一路涨至 2022 年 10 月的 8.30 元/公斤。由于金针菇的主要消费场景为火锅，天气转凉的四季度本应为金针菇消费旺季，但是由于 2022 年四季度前期疫情持续，影响物流和餐饮行业消费，需求端不景气，2022 年 12 月以来，随着疫情防控措施的放开，居民感染不能出门及害怕感染不敢出门严重影响了餐饮行业消费，2022 年 11 月和 12 月，金针菇价格低迷，呈现了旺季不旺的现象。但是步入 2023 年 1 月份，随着全国多地感染高峰已过和居民健康的恢复，疫情防控政策放开下，餐饮消费和旅游等逐渐恢复，食用菌消费出现边际改善，叠加 1 月迎来了春节假期，人员自由流动下，各地春节相关活动及旅游活动火爆，带动食用菌消费持续向好，2023 年 1 月金针菇大宗价上升至 8 元/公斤（2022 年 12 月为 5.20 元/公斤），据山东省物价局披露的山东蔬菜批发价格指数（食用菌类：金针菇），2022 年第 4 周该指数均值为 89.08，2022 年 1 月第 1/2/3/4 周该指数均值分别为 85.76/86.92/108.10/134.90，周环比分别变动-

3.73%/+1.36%/+24.37%/+24.80%，金针菇价格向好。尽管今年 1 月金针菇价格走强存在春节假期的加持，但是我们认为金针菇价格高位是可持续的：(1) 前期亏损存在产能退出和出清；(2) 疫情管控措施放开之后，居民生活秩序恢复正常，收入有望增加，消费边际改善；(3) 1 月底全国大部地区气温持续回升，但据中国气象局，新一股冷空气将打破升温态势，中央气象台预计，1 月 31 日至 2 月 2 日，我国大部地区自西向东将有 4℃至 6℃降温，随着冷空气南下，西南气流挺进并加强，2 月上旬，南方地区将有明显大范围阴雨天气，利好食用菌消费。公司为我国产能最大的食用菌工业化生产企业，从生产基地上来看，公司目前形成了“6+1”格局，其在国内布局 6 大生产基地，包括吉林长春、山东德州、广东惠州、四川都江堰、贵州毕节、甘肃临洮，在国外建成了泰国生产基地，目前食用菌日产能已经达到了 1345 吨，位居全国之首，公司主产品金针菇目前日产能为 1050 吨左右，也居全国首位，消费改善下，主产品价格向好支撑公司收入和利润增厚。

▶ 着手销售改革，推动公司提升盈利能力

营销方面，据公司官网，公司依托合理的产能布局，已在全国布局六个销售大区，建立了覆盖主要人口集中地区的全国性销售网络，策略方面，主要是采用多渠道销售策略，精耕 KA 渠道，加大对永辉超市、家家悦等大型连锁超市的铺货力度，并持续进行主题推广，强化公司线下品牌力和渠道力；公司也已入驻盒马鲜生、叮咚买菜等生鲜头部平台，让产品快捷直达 C 端消费者手中。据公司公告，为了整合现有的营销渠道和资源，改进目前销售状况，公司于 2022 年第四季度进行营销渠道变革，并开始招聘消费品行业一线销售精英，对市场重新定位、划分和二次开发，通过渠道下沉，生产销售数据上线，打破传统营销模式，引领行业营销变革。我们认为，公司着手对传统销售方式进行改革，有利于在竞争激烈的食用菌生产行业中提高公司核心竞争力，生产销售数据的上线有利于可视化公司销售，未来也可借助大数据进行分析，优化销售模式，推动提升公司的盈利能力。

投资建议

我们分析：1) 受益疫情防控措施放开下消费边际改善，食用菌价格尤其是公司主产品金针菇价格出现显著改善，公司作为食用菌龙头，其金针菇日产能居全国首位，未来公司收入和业绩将持续增厚；2) 公司生产基地和营销网络布局全国，华中和华东生产基地的新建也在持续推进中，产品直达 C 端客户，目前已入驻多家线上线平台，配合多样化营销方式与丰富的产品品类，未来业绩有望进一步增厚，另外公司 2022 年四季度着手销售改革，未来有望提升公司盈利能力；(3) 2022 年受疫情影响下物流不畅和消费低迷影响，公司杏鲍菇出现亏损，生产基地生产波动导致的单产、品级率、产能利用率低，上半年出现亏损，全年受大额资产减值准备影响，归母净利润出现亏损，考虑到这些因素影响，我们维持公司 2022 年营业收入为 25.74 亿元不变，下调公司归母净利润 1.03 亿元至-3.05 亿元，上调公司 2023 年营业收入 30.52 亿元至 31.47 亿元，上调归母净利润 2.99 亿元至 3.07 亿元，维持公司 2024 年营业收入为 35.79 亿元不变，上调公司归母净利润 3.25 亿元至 3.51 亿元，下调 2022 年 EPS 0.20 元至-0.61 元，上调 2023 年 EPS0.60 元至 0.61 元，上调公司 2024 年 EPS0.65 元至 0.70 元，2023 年 2 月 2 日股价 7 元/股对应 22/23/24PE 分别为-12/11/10X，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险，市场竞争加剧导致产品价格下降风险，销售价格及利润季节性波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,202	2,063	2,574	3,147	3,579
YoY (%)	12.1%	-6.3%	24.8%	22.2%	13.7%
归母净利润(百万元)	247	-309	-305	307	351
YoY (%)	12.2%	-224.9%	1.1%	200.4%	14.3%
毛利率 (%)	21.8%	5.3%	12.7%	21.1%	21.3%
每股收益 (元)	0.57	-0.72	-0.61	0.61	0.70
ROE	12.2%	-18.5%	-17.1%	14.7%	14.3%
市盈率	12.28	-9.72	-11.53	11.48	10.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,063	2,574	3,147	3,579	净利润	-348	-310	316	364
YoY (%)	-6.3%	24.8%	22.2%	13.7%	折旧和摊销	324	240	238	239
营业成本	1,954	2,247	2,483	2,818	营运资金变动	-19	-61	-215	-75
营业税金及附加	17	15	19	21	经营活动现金流	247	280	411	606
销售费用	23	18	27	31	资本开支	-579	-378	-397	-397
管理费用	132	129	169	195	投资	-20	-4	-4	-3
财务费用	77	72	71	77	投资活动现金流	-597	-380	-398	-397
研发费用	14	13	16	22	股权募资	23	369	0	0
资产减值损失	-196	-399	-57	-61	债务募资	26	98	109	108
投资收益	1	2	3	3	筹资活动现金流	-68	467	109	108
营业利润	-344	-301	325	375	现金净流量	-420	368	122	317
营业外收支	-9	-9	-9	-9					
利润总额	-353	-310	316	366	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-4	0	1	1	成长能力				
净利润	-348	-310	316	364	营业收入增长率	-6.3%	24.8%	22.2%	13.7%
归属于母公司净利润	-309	-305	307	351	净利润增长率	-224.9%	1.1%	200.4%	14.3%
YoY (%)	-224.9%	1.1%	200.4%	14.3%	盈利能力				
每股收益	-0.72	-0.61	0.61	0.70	毛利率	5.3%	12.7%	21.1%	21.3%
					净利率	-15.0%	-11.9%	9.7%	9.8%
					总资产收益率 ROA	-7.1%	-6.6%	6.0%	6.1%
					净资产收益率 ROE	-18.5%	-17.1%	14.7%	14.3%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	341	708	830	1,147	流动比率	0.54	0.61	0.76	0.91
预付款项	35	39	42	48	速动比率	0.24	0.43	0.46	0.56
存货	384	219	476	650	现金比率	0.21	0.39	0.42	0.52
其他流动资产	116	134	145	154	资产负债率	61.9%	62.0%	59.4%	57.2%
流动资产合计	875	1,101	1,494	2,000	经营效率				
长期股权投资	13	17	21	24	总资产周转率	0.46	0.57	0.64	0.66
固定资产	2,773	2,839	2,895	2,935	每股指标 (元)				
无形资产	328	362	402	445	每股收益	-0.72	-0.61	0.61	0.70
非流动资产合计	3,465	3,544	3,632	3,713	每股净资产	3.78	3.55	4.16	4.86
资产合计	4,340	4,644	5,126	5,713	每股经营现金流	0.56	0.56	0.82	1.20
短期借款	777	876	984	1,093	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	214	240	255	306	估值分析				
其他流动负债	615	686	728	791	PE	-9.72	-11.53	11.48	10.05
流动负债合计	1,607	1,802	1,967	2,190	PB	2.00	1.97	1.68	1.44
长期借款	392	392	392	392					
其他长期负债	686	686	686	686					
非流动负债合计	1,079	1,079	1,079	1,079					
负债合计	2,686	2,881	3,046	3,269					
股本	442	503	503	503					
少数股东权益	-18	-22	-13	1					
股东权益合计	1,655	1,764	2,079	2,444					
负债和股东权益合计	4,340	4,644	5,126	5,713					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪财经麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。