

众兴菌业（002772）

北方地区的金针菇之王，产能迅速扩张，成本优势明显

投资评级：买入（首次）

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	480	733	888	1006
同比（%）	25.0%	52.8%	21.1%	13.4%
净利润（百万元）	114	247	274	320
同比（%）	25.9%	116.4%	10.6%	17.0%
毛利率（%）	41.2%	47.6%	43.1%	44.1%
ROE（%）	11.1%	20.6%	19.6%	19.8%
每股收益（元）	0.77	0.77	0.86	1.00
P/E	32.26	32.04	28.98	24.77
P/B	3.58	3.06	2.64	2.28

2016 年 5 月 31 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

投资要点

■ 16 年食用菌行业规模约为 2500 亿元，前 10 年 CAGR13%，龙头净利率近 30%，种植行业中最盈利的品类之一。14 年食用菌行业产量 3460 万吨，过去 10 年 CAGR18%。行业 CR6 不足 1%，目前唯一工厂化明显的就是金针菇。请见行业深度《2000 亿规模集中度不足 1%，2H16 抗通胀和厄尔尼诺首选蔬菜品种》。

■ 北方地区的金针菇之王，技术创新+产能扩张，带来营收高速增长。众兴菌业金针菇产量位居西北地区第一，全国第二。产能迅速扩张：15 年 9 月收购峨眉宏昌农业 70% 股权，扩展四川地区的销售和产能；10 月收购广州星河生物食用菌生产工厂；募投年产 1.26 万吨金针菇生产线和年产 7200 吨杏鲍菇生产线项目；16 年发行 7203 万股募集资金 11.27 亿元，投资建设年产 3 万吨的金针菇生产线、1 万吨的工厂化种植项目、年产 7500 吨蟹味菇及白玉菇生产线，丰富产品结构，预计 2017 年公司食用菌日产能将在原有的 280 吨基础上新增 176 吨。同时募投食用菌研发中心，提高菌种技术、研发等优势。金针菇价格上涨+技术创新+产能扩张带来 1Q16 营收 1.83 亿，同比增长 41.1%，净利润 0.86 亿，同比增长高达 85.1%。

■ 成本优势最明显：产地集中北方，具有得天独厚的区位优势。现有主要生产基地在西北地区，生产食用菌所需原材料供应充足，质量优越，采购方便，价格较低。且西北气候凉爽干燥，适宜食用菌生长，有效节约能源消耗成本，单位生产成本远低于同行业。高营收+低成本，1Q16 业绩靓丽，销售毛利率 55.5%，净利率 48.3%。

■ 销售渠道优势显著，期间费用率不断下降。公司采用经销商模式，扩产能同时扩市场，渠道销售能力强。1Q16 期间费用率仅为 9.01%，15 年因股权激励、公司上市等管理费用大增，16 年恢复正常，扩产销增加销售费用，因 1Q 财务费大减，期间费用降幅显著。

■ 盈利预测与投资建议：日产能合计达 280 吨，预计新金针菇生产线及新品（杏鲍菇等）投产后，新增 176 吨日产能。预计公司 16-18 年净利润 2.47/2.74/3.20 亿元；EPS 分别为 0.77/0.86/1 元。给予 16 年 40 倍 PE，对应市值 99 亿，还有 25% 的空间，买入评级。

■ 风险提示：食品安全问题，CPI 低于预期，行业供大于求。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	24.78
一年最低价/最高价	18.72/62.46
市净率	7.22
流通市值（亿）	18.93

基础数据

每股净资产	6.57
资产负债率	38.46
总股本（百万股）	319.65
流通股 A 股（百万股）	76.41

图表 1：三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	531.4	599.9	637.7	754.4	营业收入	479.5	732.8	887.6	1006.3
现金	188.8	263.6	401.6	591.3	营业成本	282.1	384.3	504.9	562.8
应收款项	9.9	15.1	15.8	15.6	营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0
存货	49.0	64.8	87.2	97.1	营业费用	43.3	44.0	41.7	47.3
其他	283.7	256.5	133.1	50.3	管理费用	41.3	44.0	53.3	60.4
非流动资产	1151.4	1304.8	1463.3	1613.5	财务费用	10.2	19.5	19.5	19.5
长期股权投资	6.5	6.5	6.5	6.5	投资净收益	2.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	977.6	1139.3	1306.1	1464.6	其他	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5
无形资产	165.7	157.4	149.1	140.8	营业利润	104.4	240.5	267.5	315.8
其他	1.5	1.5	1.5	1.5	营业外净收支	10.6	16.0	16.0	16.0
资产总计	1682.7	1904.7	2101.0	2368.0	利润总额	115.0	256.5	283.5	331.8
流动负债	276.9	307.0	292.5	314.9	所得税费用	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	54.3	60.0	60.0	60.0	少数股东损益	0.6	9.0	9.9	11.6
应付账款	79.5	105.3	124.5	134.2	归属母公司净利润	114.4	247.5	273.6	320.2
其他	143.1	141.7	108.0	120.7	EBIT	112.8	260.5	287.7	335.8
非流动负债	367.9	380.6	393.3	406.0	EBITDA	167.5	321.5	374.4	442.5
长期借款	298.2	298.2	298.2	298.2	重要财务与估值指标				
其他	69.7	82.4	95.1	107.8	每股收益(元)	0.77	0.77	0.86	1.00
负债总计	644.8	687.6	685.8	720.8	每股净资产(元)	6.92	3.76	4.36	5.06
少数股东权益	6.7	12.9	19.7	27.7	发行在外股份(百万股)	148.9	320.0	320.0	320.0
归属母公司股东权益	1031.3	1204.3	1395.6	1619.4	ROIC(%)	9.7%	17.7%	18.4%	21.2%
负债和股东权益总计	1682.7	1904.7	2101.0	2368.0	ROE(%)	11.1%	20.6%	19.6%	19.8%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	41.2%	47.6%	43.1%	44.1%
经营活动现金流	209.4	367.8	468.6	545.2	EBIT Margin(%)	23.5%	35.6%	32.4%	33.4%
投资活动现金流	-504.8	-224.2	-248.3	-259.2	销售净利率(%)	23.9%	33.8%	30.8%	31.8%
筹资活动现金流	244.2	-68.8	-82.3	-96.3	资产负债率(%)	38.3%	36.1%	32.6%	30.4%
现金净增加额	-53.3	74.8	138.0	189.7	收入增长率(%)	25.0%	52.8%	21.1%	13.4%
折旧和摊销	54.7	61.0	86.8	106.7	净利润增长率(%)	25.9%	116.4%	10.6%	17.0%
资本开支	-423.5	-224.2	-248.3	-259.2	P/E	32.26	32.04	28.98	24.77
营运资本变动	-101.0	52.6	100.8	109.9	P/B	3.58	3.06	2.64	2.28
企业自由现金流	-357.0	149.9	227.0	293.2	EV/EBITDA	25.88	13.62	11.69	9.97

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

