

2025 年 04 月 21 日

双孢菇盈利突出，2025Q1 利润逆势增长

众兴菌业(002772)

评级:	增持	股票代码:	002772
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	8.8/5.52
目标价格:		总市值(亿)	30.28
最新收盘价:	7.7	自由流通市值(亿)	30.04
		自由流通股数(百万)	390.14

事件概述

公司发布 2025 年第一季度报告，报告期内，公司实现营业收入 4.73 亿元，同比-2.89%；实现归母净利润 4820.02 万元，同比+38.72%。

分析判断：

► 营收小幅下滑，利润逆势增长

2025 年第一季度，公司实现营业收入 4.73 亿元，同比小幅下降 2.89%。然而，在营收微降的情况下，公司盈利能力显著提升，实现归属于上市公司股东的净利润 4820.02 万元，同比增长 38.72%。据公司年报，2025Q1 公司归母净利润同比增长的主要原因为：（1）金针菇生产基地部分项目技改停产，在亏损行情下缩窄了整体亏损额；（2）金针菇产品生产原材料采购成本较上年同期有所下降；（3）部分基建项目利息资本化导致财务费用降低。

► 金针菇价格持续下跌，技改停产缩减亏损

2024 年，公司实现营业收入 19.35 亿元，同比增长 0.21%，其中金针菇实现营业收入 8.38 亿元，同比-8.06%，毛利率为 4.97%，同比下滑 9.14pct。双孢菇实现营业收入 10.79 亿元，同比增长 7.39%。据公司 2024 年年报，食用菌行业整体竞争加剧，公司金针菇产品供过于求，销售价格低迷。据 Wind 数据，金针菇价格自 2023 年下半年以来价格持续低迷，2024 年金针菇大宗价为 5.14 元/公斤，同比下降 18%，2024Q4 至 2025Q1 金针菇价格持续下跌，2025Q1 金针菇大宗价为 4.63 元/公斤，同比下降 12%，环比下降 14%。为应对金针菇产品价格下行带来的冲击，公司根据市场情况适当调整产量，优化生产，面对 2025Q1 金针菇价格持续下滑，公司金针菇生产基地部分项目技改停产，在亏损行情下缩窄整体亏损额，整体实现逆势增长。

► 双孢菇盈利高且稳定，对冲金针菇业务亏损

2024 年，公司双孢菇业务实现营收 10.79 亿元，同比增长 7.39%，营收占比提升至 55.74%，毛利率为 34.81%，同比增加 2.94pct。产能方面，据公司公告，截止 2024 年二季度末，公司双孢菇日产能为 360 吨，2024 年期末，公司双孢菇项目湖北云梦基地陆续投入试生产，日产能增加 60 吨，江苏涟水基地及安徽定远二期项目启动，我们由此判断，2024 年底公司双孢菇日产能提升至 420 吨。据公司公告，由于双孢菇产品种植门槛较高，竞争相对缓和，盈利能力强，且公司双孢菇产品市场占有率较高，2024 年度毛利率提升，成为公司利润的主要来源。据食用菌商务网数据，2024 年中国双孢菇均价为 11.75 元/公斤，同比增长 4.17%。另外，公司北虫草项目已经满产，2024 年公司北虫草业务实现营收 0.16 亿元，同比增长 5.20%，营收占比 0.84%，毛利率-82.81%，同比下降 53.08pct，由于公司北虫草产品生产成本高，市场给予的品质溢价相对有限，自满产以来仍处于亏损状态。

投资建议

我们分析：1) 公司作为食用菌生产企业龙头，截止 2024 年 6 月底，金针菇日产能为 780 吨，由于公司主产品金针菇价格持续下滑，公司业绩承压；2) 由于种植门槛高，公司双孢菇业务竞争较为缓和，2024 年仍然保持高毛利，有效对冲金针菇市场价格下降带来的亏损；3) 面对金针菇业务的亏损，公司通过技改停产积极调整，有效缩减亏损。考虑到这些因素影响，我们下调公司 2025 年营业收入 27.34 亿元至 21.18 亿元，新增预测公司 2026-2027 年营业收入为 21.92/24.58 亿元，下调 2025 年归母净利润 4.02 亿元至 1.86 亿元，新增预测公司 2026-2027 年归母净利润为 2.60/3.21 亿元，下调 2025 年 EPS 0.99 元至 0.47 元，新增预测公司 2026-2027 年 EPS 为 0.66/0.82 元，2025 年 4 月 18 日股价 7.7 元对应 25-27 年 PE 分别为 16/12/9X，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,931	1,935	2,118	2,192	2,458
YoY (%)	-2.0%	0.2%	9.5%	3.5%	12.1%
归母净利润(百万元)	160	128	186	260	321
YoY (%)	0.8%	-19.8%	45.5%	39.7%	23.2%
毛利率 (%)	23.0%	20.8%	23.1%	25.8%	26.7%
每股收益 (元)	0.39	0.33	0.47	0.66	0.82
ROE	4.6%	3.9%	5.6%	7.8%	9.5%
市盈率	19.66	23.55	16.25	11.64	9.44

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,935	2,118	2,192	2,458	净利润	127	185	259	319
YoY (%)	0.2%	9.5%	3.5%	12.1%	折旧和摊销	287	238	271	287
营业成本	1,532	1,630	1,626	1,801	营运资金变动	16	-59	1	-104
营业税金及附加	4	4	4	4	经营活动现金流	495	430	591	558
销售费用	158	172	179	200	资本开支	-237	-256	-358	-168
管理费用	85	92	96	107	投资	-57	0	0	0
财务费用	47	43	44	45	投资活动现金流	-284	-245	-343	-151
研发费用	16	15	16	18	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-13	-11	-7	-4	债务募资	265	18	0	0
投资收益	13	15	15	17	筹资活动现金流	-60	-217	-296	-349
营业利润	125	187	258	319	现金净流量	151	-31	-47	58
营业外收支	1	-2	0	0	主要财务指标				
利润总额	127	185	259	319	成长能力				
所得税	0	0	0	0	营业收入增长率	0.2%	9.5%	3.5%	12.1%
净利润	127	185	259	319	净利润增长率	-19.8%	45.5%	39.7%	23.2%
归属于母公司净利润	128	186	260	321	盈利能力				
YoY (%)	-19.8%	45.5%	39.7%	23.2%	毛利率	20.8%	23.1%	25.8%	26.7%
每股收益	0.33	0.47	0.66	0.82	净利率	6.6%	8.8%	11.9%	13.0%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	2.1%	3.0%	4.1%	5.0%
货币资金	1,191	1,160	1,113	1,171	净资产收益率 ROE	3.9%	5.6%	7.8%	9.5%
预付款项	23	32	30	33	偿债能力				
存货	1,252	1,353	1,338	1,476	流动比率	1.65	1.62	1.59	1.67
其他流动资产	364	364	365	371	速动比率	0.91	0.85	0.83	0.84
流动资产合计	2,830	2,909	2,846	3,051	现金比率	0.69	0.65	0.62	0.64
长期股权投资	61	61	61	61	资产负债率	46.4%	47.2%	46.9%	47.0%
固定资产	2,507	2,522	2,607	2,485	经营效率				
无形资产	342	342	342	342	总资产周转率	0.32	0.34	0.35	0.39
非流动资产合计	3,361	3,379	3,464	3,343	每股指标 (元)				
资产合计	6,191	6,288	6,310	6,394	每股收益	0.33	0.47	0.66	0.82
短期借款	615	615	615	615	每股净资产	8.44	8.44	8.52	8.62
应付账款及票据	119	166	158	172	每股经营现金流	1.26	1.09	1.50	1.42
其他流动负债	980	1,011	1,012	1,045	每股股利	0.30	0.42	0.58	0.72
流动负债合计	1,714	1,793	1,785	1,832	估值分析				
长期借款	1,059	1,059	1,059	1,059	PE	23.55	16.25	11.64	9.44
其他长期负债	98	115	115	115	PB	0.87	0.91	0.90	0.89
非流动负债合计	1,158	1,174	1,174	1,174					
负债合计	2,872	2,967	2,960	3,006					
股本	393	393	393	393					
少数股东权益	2	1	-1	-3					
股东权益合计	3,319	3,321	3,351	3,388					
负债和股东权益合计	6,191	6,288	6,310	6,394					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。