

2025 年 10 月 14 日

证券研究报告·公司研究报告

众兴菌业（002772）农林牧渔

买入（首次）

当前价：10.47 元

目标价：15.12 元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

双孢金针协同领航，工厂化布局铸就行业壁垒

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 传统食用菌业务触底反转；2025 年 8 月金针菇大宗价 6.2 元/公斤，环比+37.8%，验证去产能效果与旺季需求叠加。2) 工厂化生产与全国布局化布局优势显著。公司食用菌日产能 2024 年 6 月为 1150 吨/天（金针菇 780 吨、双孢菇 360 吨），在行业中处于领先水平，有利于规模效应与成本摊薄。3) 第二增长曲线：冬虫夏草业务打开巨大成长空间。公司已形成北虫草工厂化生产（项目设计日产能 10 吨/天，处于市场开拓阶段）。
- 金针菇价格回暖，双孢菇产能稳定盈利韧性高。**金针菇与双孢菇呈现“产能与盈利两极分化”：金针菇经历多年过剩后，龙头主动减产、价格自 2025 年 7 月起修复，行业进入“理性回归+价格回暖”的验证期；双孢菇产能多年稳定、秋冬季价格弹性持续、龙头份额高且毛利率持续维持 30% 以上，盈利韧性显著强于金针菇。核心驱动三条线：政策端将食用菌纳入“大食物观”，工厂化产量快速扩容后进入出清与稳定；需求端餐饮与健康消费支撑、秋冬场景强化；供给端金针菇龙头减产兑现、双孢菇高壁垒稳定格局延续。
- 规模行业前列，龙头底盘稳固，规模化与工厂化生产效益显著。**公司食用菌日产能 2023 年为 1175 吨/天（金针菇 805 吨、双孢菇 360 吨），2024 年 6 月为 1150 吨/天（金针菇 780 吨、双孢菇 360 吨），在行业中处于领先水平，有利于规模效应与成本摊薄。金针菇、双孢菇双主品种产能领先：公司金针菇、双孢菇日产能均处行业前列，构成主力产能矩阵，支撑全国化供给能力与市场覆盖。经营韧性体现于产品结构优化：2024 年公司分产品营业收入中，双孢菇占比 55.74%、金针菇占比 43.29%、北虫草占比 0.84%，双孢菇成为利润主要来源，优化了对金针菇价格波动的敏感度。
- 多品种战略成功培育增长新引擎。**公司敏锐把握市场变化，成功实施了“以金针菇和双孢菇为主，多品种协同发展”的战略转型。2023 年，双孢菇销售收入首次超过金针菇，达到 10.04 亿元，同比增长 10.99%，成为公司稳定的盈利增长点。近年来，公司还积极拓展北虫草、冬虫夏草等珍稀食用菌品类，全资子公司众安生物已实现北虫草日产鲜品 10 吨的能力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 0.44、0.56、0.71 元，对应 PE 分别为 24、19、15 倍。给予公司 2026 年 27 倍 PE，对应目标价 15.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；行业竞争加剧风险；销售价格及利润季节性波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,935	1,919	2,076	2,206
增长率	0.21%	-0.85%	8.20%	6.24%
归属母公司净利润（百万元）	128	172	219	280
增长率	-19.77%	34.09%	27.50%	27.76%
每股收益 EPS（元）	0.33	0.44	0.56	0.71
净资产收益率 ROE	3.86%	5.17%	6.54%	8.28%
PE	22.55	23.98	18.81	14.72
PB	0.87	1.24	1.23	1.22

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

邮箱：xuq@swsc.com.cn

分析师：赵磐

执业证号：S1250525070003

电话：010-57758503

邮箱：zhaopan@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)	3.93
流通 A 股(亿股)	3.90
52 周内股价区间(元)	6.46-10.54
总市值(亿元)	41.17
总资产(亿元)	64.77
每股净资产(元)	8.28

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 食用菌领军企业	1
2 金针菇价格回暖，双孢菇产能稳定盈利韧性高	2
2.1 金针菇行业进入“理性回归+价格回暖”	2
2.2 双孢菇产能稳定盈利韧性高	3
2.3 政策与需求：长期支撑因素	3
3 多重优势构筑业务壁垒，多品种战略成功培育增长新引擎	4
3.1 规模与产能：行业前列，龙头底盘稳固，规模化与工厂化生产效益显著	4
3.2 全国化布局构建区位优势，技术研发与品质管控构筑壁垒	5
3.3 多品种战略成功培育增长新引擎	6
4 盈利预测与估值	7
4.1 盈利预测	7
4.2 相对估值	8
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司 2022-2025H1 营收业务构成 (百万元)	1
图 2: 2022-2025 年 H1 公司产品毛利率变化	1
图 3: 公司 2022 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2022 年以来净利润及增速	1
图 5: 金针菇大宗价格 (元/公斤)	2
图 6: 寿光蔬菜价格指数:菌菇类	3
图 7: 双孢菇价格 (元/公斤)	3
图 8: 公司基地概况	4
图 9: 公司基地概况	4
图 10: 公司基地概况	5
图 11: 公司基地概况	5
图 12: 公司羲皇金针菇产品	5
图 13: 羲皇金针菇	5
图 14: 公司双孢菇产品	6
图 15: 公司北虫草产品	6

表 目 录

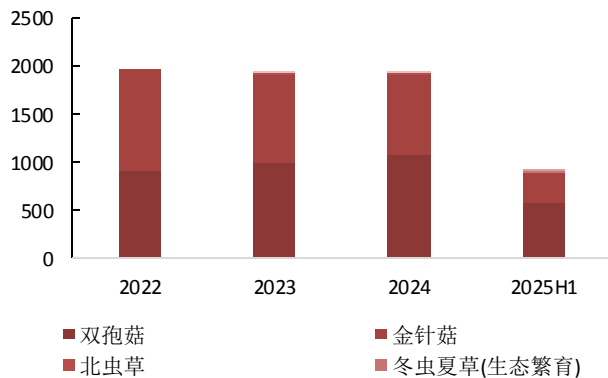
表 1: 食用菌相关政策	3
表 2: 分业务营收拆分表	7
表 3: 可比公司估值	8
附表: 财务预测与估值	9

1 食用菌领军企业

天水众兴菌业科技股份有限公司是农业产业化国家重点龙头企业，成立于 2005 年 11 月 18 日，2015 年 6 月在深圳证券交易所上市（股票代码：002772），总部位于甘肃省天水市麦积区国家农业科技园区。公司以“菌益健康，让菌类为人类服务”为使命，专注于食（药）用菌的研发、工厂化培植与销售，是国内食用菌行业的领军企业之一。

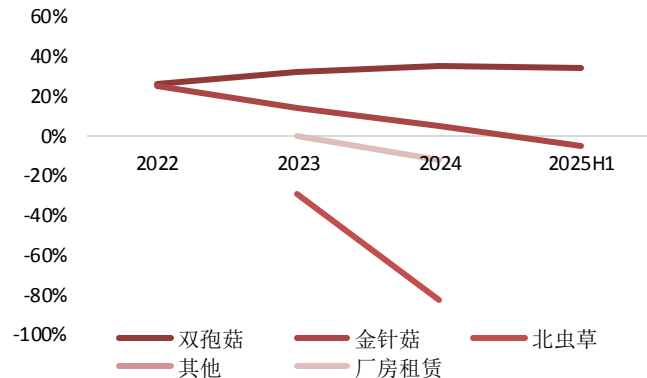
众兴菌业的核心业务是食（药）用菌的工厂化生产与销售，依托现代生物技术、环境控制技术 & 标准化工艺，实现食用菌的周年化、规模化生产。主要产品包括：金针菇，公司的传统优势产品，产量及市场占有率位居行业前列；双孢菇，近年来重点发展的草腐菌品类，2023 年销售收入首次超过金针菇，成为公司第一大收入来源；珍稀食药菌，如冬虫夏草（仿生培育），为公司多元化布局的重要方向，2025 年上半年已实现营收 484.51 万元。

图 1：公司 2022-2025H1 营收业务构成（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

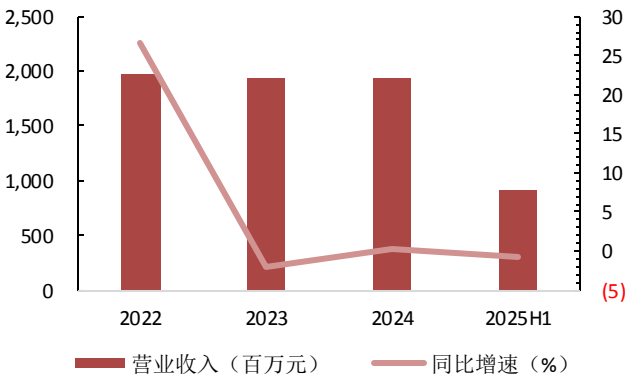
图 2：2022-2025 年 H1 公司产品毛利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

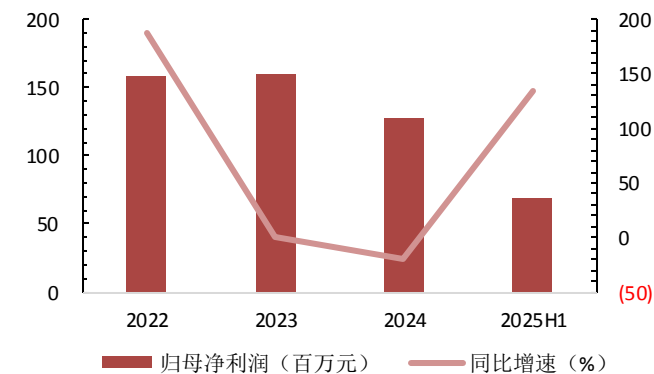
公司业绩状况：营收基本稳定、利润随品类景气波动：公司 2022-2024 年营业收入稳定在约 19.3 亿元区间；2023 年在金针菇高景气推动下归母净利达 1.60 亿元（+0.78%），但 2024 年因金针菇价格低迷回落至 1.28 亿元（-19.77%），显示利润对品类价格高度敏感。结构性优势确立，双孢菇对冲金针菇波动。2024 年双孢菇收入 10.79 亿元、为利润核心；金针菇收入 8.38 亿元且出现较大亏损，产品结构继续向高壁垒的双孢菇倾斜。2025 年利润触底反弹迹象明确：2025Q1 在营收-2.89%下，归母净利+38.72%至 0.48 亿元；2025H1 归母净利 0.69 亿元（+134.13%），主因双孢菇稳增、金针菇技改减亏与财务费用下降。

图 3：公司 2022 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2022 年以来净利润及增速



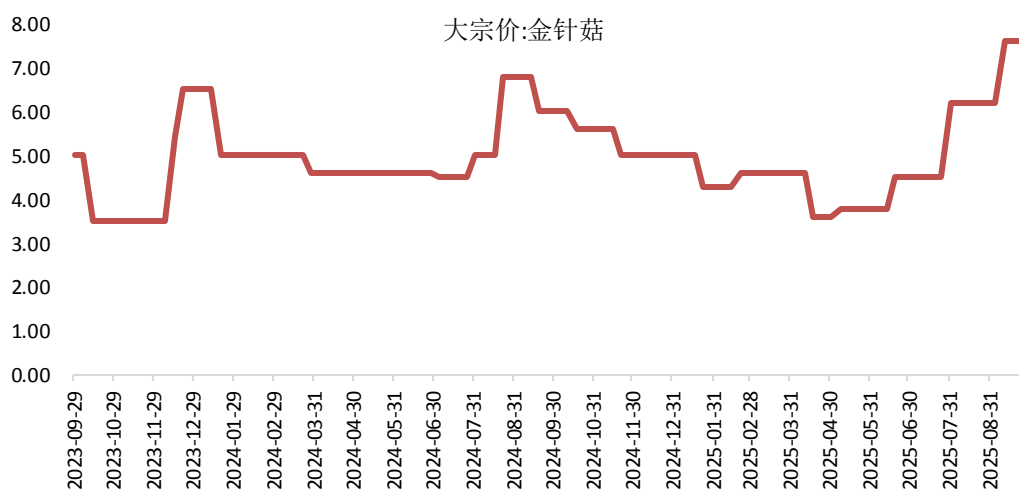
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 金针菇价格回暖，双孢菇产能稳定盈利韧性高

金针菇与双孢菇呈现“产能与盈利两极分化”：金针菇经历多年过剩后，龙头主动减产、价格自 2025 年 7 月起修复，行业进入“理性回归+价格回暖”的验证期；双孢菇产能多年稳定、秋冬季价格弹性持续、龙头份额高且毛利率 23、24 年均维持在 30% 以上，盈利韧性显著强于金针菇。核心驱动三条线：政策端将食用菌纳入“大食物观”，工厂化产量快速扩容后进入出清与稳定；需求端餐饮与健康消费支撑、秋冬季场景强化；供给端金针菇龙头减产兑现、双孢菇高壁垒稳定格局延续。

2.1 金针菇行业进入“理性回归+价格回暖”

图 5：金针菇大宗价格（元/公斤）



数据来源：ifind，西南证券整理

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、朴章等，因其菌柄细长，似金针菜而得名。金针菇富含多种氨基酸、膳食纤维、维生素、矿物质及人体必须的微量元素等。目前，金针菇已经成为大众消费菜品中重要一员。

供给端：2023 年全国金针菇日产能创历史新高 5109 吨。在深交所上市的工厂化生产食用菌的企业共四家，分别是上海雪榕生物科技股份有限公司、众兴菌业科技股份有限公司、华绿生物科技股份有限公司、万辰生物科技股份有限公司，2023 年度这四家公司的总产能占全国工厂化总产能的 37.65%。龙头集中度高，但过剩冲击盈利，龙头已主导产能收缩。2025 年起龙头收缩产能，雪榕生物在 2025 年中报中表示，随着食用菌市场竞争的进一步加剧，以及由于行情差、公司主动收缩产能导致产能利用率较低；2025 年众兴菌业将 105 吨/日产能改造成冬虫夏草产线，同比降低 13.46%。

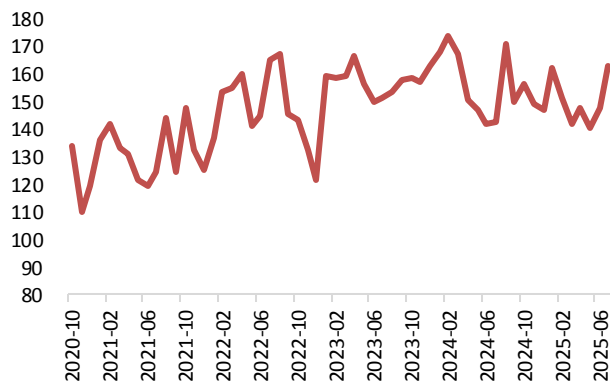
价格端：2025 年 8 月金针菇大宗价 6.2 元/公斤（环比+37.8%、同比+8.4%），9 月进一步至约 7.60 元/公斤，验证去产能效果与旺季需求叠加；2025 年下半年起价格回升明显。金针菇价格路径由供需主导：2023 年下半年供给恢复致价格“旺季不旺”并延续至 2024H1；2024 年下半年旺季短暂反弹后重新跌至近年低点，2025 年下半年价格回暖的核心来自龙头主动去产能，季节性需求回归使价格修复具持续性。

2.2 双孢菇产能稳定盈利韧性高

双孢菇是世界性栽培的草腐菌，俗称白蘑菇、洋蘑菇，通过吸收禾草秸秆（如麦秸、稻草）中的有机质生长。其营养丰富，高蛋白、低脂肪，富含多糖、矿物质及抗氧化物质（如超氧化物歧化酶），兼具食用和药用价值——中医认为其能健脾开胃、化痰理气，辅助治疗高血压和糖尿病。20 世纪 90 年代中国技术成熟，产量跃升；21 世纪后因健康饮食需求增长，工厂化模式兴起，2023 年全球产能达 10,000 吨/天以上，中国成最大生产国。

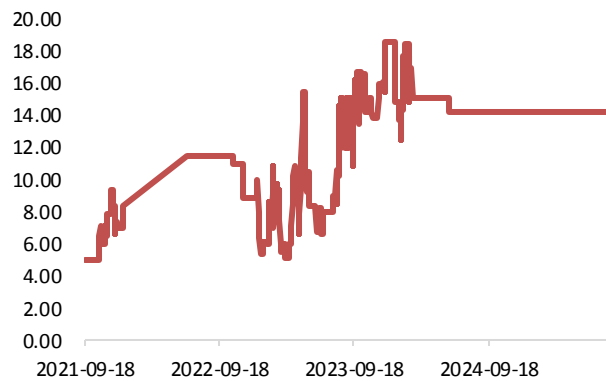
生产周期上，全年可通过工厂化周年生产，不受季节限制。自然条件下，二季度为消费淡季（蔬菜供应丰富、火锅需求低），一、三、四季度为旺季。价格波动上：23、24 年众兴菌业双孢菇毛利率均在 30% 以上。2024 年 H2 以来双孢菇价格稳定在 14 元/公斤左右。价格淡旺季不明显，抗周期性较强。双孢菇盈利稳定性显著优于金针菇主要是投入与壁垒影响：双孢菇为草腐菌，与木腐菌产线完全不互通、培育温控更难、管理要求更高，形成更高进入壁垒与更稳的格局。

图 6：寿光蔬菜价格指数:菌菇类



数据来源：ifind，西南证券整理

图 7：双孢菇价格（元/公斤）



数据来源：ifind，西南证券整理

2.3 政策与需求：长期支撑因素

政策端：2025 年中央一号文件提出“构建多元化食物供给体系”，践行大农业观、大食物观,全方位多途径开发食物资源。推动食用菌产业提质增效。行业获政策加持、标准化与工厂化进程加速。政策的积极推动，有利于企业向智慧农业、数字农业发展，有利于企业进一步享受农业金融支持，推动企业规模化经营及产业链的构建，加强品牌建设，促进企业可持续发展，同时，行业竞争进一步加剧。

表 1：食用菌相关政策

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2020 年 4 月	农业农村部、国务院扶贫办	《关于做好 2020 年产业扶贫工作的意见》	将食用菌纳入产业扶贫重点支持范围，支持贫困地区创建扶贫产业园和农业产业强镇，加强产销对接和科技服务。
2023 年 7 月	农业农村部	食用菌产业高质量发展相关政策	推动种质资源保护、标准化生产技术推广，支持金融创新和品牌建设。
2024 年 9 月	国务院办公厅	《关于践行大食物观构建多元化食物供给体系的意见》	“发展壮大食用菌产业，开发食用菌食品”。加强食用菌种质资源挖掘和保护利用，强化食用菌功能育种和定向育种。
2025 年 2 月	国务院	一号文件	推动食用菌产业提质增效。

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2025 年 8 月	农业农村部 等四部门	食用菌产业高质量发展专项政策	食用菌产业高质量发展专项政策 完善税收优惠、质量融资增信机制，推动菌物科学与工程专业建设，强化食品安全监管。

数据来源：政府公告，西南证券整理

3 多重优势构筑业务壁垒，多品种战略成功培育增长新引擎

众兴菌业的食用菌业务具备“规模领先+全国化布局+工厂化标准化+成本管控+产品结构韧性+品牌与质量体系”六重优势，形成“贴近市场、降本增效、对冲周期”的可持续竞争力；在双孢菇盈利稳定支撑下，金针菇产能与产量的灵活调整、以及北虫草/冬虫夏草等新品种的多元化布局，进一步增强了公司抵御价格波动与行业周期的能力。

3.1 规模与产能：行业前列，龙头底盘稳固，规模化与工厂化生产效益显著

食用菌总产能处于行业前列：公司食用菌日产能 2023 年为 1,175 吨/天（金针菇 805 吨、双孢菇 360 吨），2024 年 6 月为 1,150 吨/天（金针菇 780 吨、双孢菇 360 吨），在行业中处于领先水平，有利于规模效应与成本摊薄。金针菇、双孢菇双主品种产能领先：公司金针菇、双孢菇日产能均处行业前列，构成主力产能矩阵，支撑全国化供给能力与市场覆盖。经营韧性体现于产品结构优化：2024 年公司分产品营业收入中，双孢菇占比 55.74%、金针菇占比 43.29%、北虫草占比 0.84%，双孢菇成为利润主要来源，优化了对金针菇价格波动的敏感度。

工厂化模式打造稳定供给能力：公司采用温控、湿控、风控、光控设备与标准化工艺流程进行工厂化培植，实现规模化、集约化、标准化及周年化生产，不受季节与区域限制、产量与品质稳定。公司工厂化与现代化设备提升自动化程度、降低劳动强度，配合全国基地布局，形成贴近市场、冷链与物流成本降低、鲜度保障的整体优势。

图 8：公司基地概况



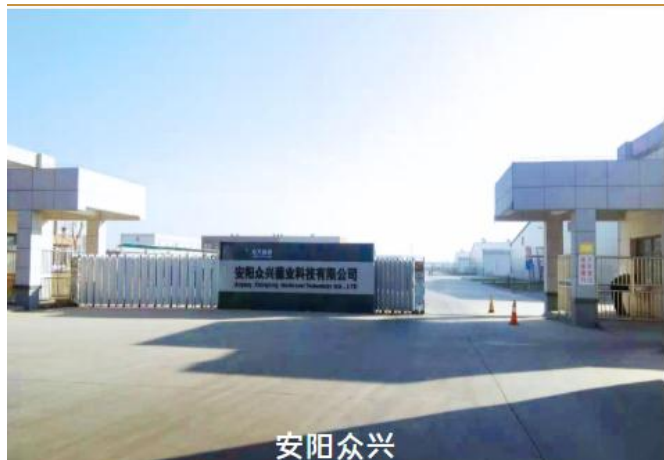
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：公司基地概况



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：公司基地概况



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：公司基地概况



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 全国化布局构建区位优势，技术研发与品质管控构筑壁垒

生产基地覆盖全国核心消费与原料腹地：公司已在甘肃、陕西、山东、江苏、河南、吉林、四川、安徽、湖北等地建成生产基地，兼具原料获取便利、靠近消费市场、交通与劳动力优势，显著降低物流成本并保障产品鲜度。区位协同提升市场覆盖：山东德州覆盖环渤海经济圈，徐州/淮安双孢菇基地靠近小麦主产区与北京/上海消费市场，西北（甘肃/陕西）具备农业下脚料原料优势并辐射大西北市场，形成全国多中心供给网络。

众兴菌业高度重视研发创新，拥有“省级企业技术中心”和“甘肃省食用菌工程实验室”资质。公司持续投入研发，2024 年研发投入同比增长 20%，重点开展金针菇菌种选育与筛

选机制健全、双孢菇育种选育等项目。在品质管控方面，公司通过 ISO9001 质量管理体系认证，“羲皇牌”金针菇被认定为绿色食品 A 级产品，形成了良好的品牌溢价能力。

图 12：公司羲皇金针菇产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 13：羲皇金针菇



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 多品种战略成功培育增长新引擎

公司敏锐把握市场变化，成功实施了“以金针菇和双孢菇为主，多品种协同发展”的战略转型。2023 年，双孢菇销售收入首次超过金针菇，达到 10.04 亿元，同比增长 10.99%，成为公司稳定的盈利增长点。近年来，公司还积极拓展北虫草、冬虫夏草等珍稀食用菌品类，全资子公司众安生物已实现北虫草日产鲜品 10 吨的能力。

产品结构 with 盈利韧性：双孢菇稳定对冲金针菇波动。双孢菇盈利稳定、壁垒更高。2024 年双孢菇成为利润主要来源，对冲金针菇价格波动，提升整体盈利韧性。2025H1 金针菇价格同比下降约 12.4%，公司仍以“提质量、控风险”策略降本增效，双孢菇价格波动振幅较小，保障公司整体利润稳定性。

灵活调整产能与产量：面对价格下行，公司适当调整产量、技改停产优化生产，缩窄亏损、稳步经营；2025Q1 管理层通过技改停产与原材料成本下降、利息资本化等措施，逆势改善利润，反映出经营管理的响应速度与弹性。

图 14：公司双孢菇产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 15：公司北虫草产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

在金针菇、双孢菇两大主品种基础上，公司已形成北虫草工厂化生产（项目设计日产能 10 吨/天，处于市场开拓阶段），并积极推进“冬虫夏草工厂化仿生培育项目”，有助于提升抗风险能力与打开新增长空间。2025 年，公司全资子公司陕西众兴高科技生物科技公司对原金针菇生产线停产进行改造，投资实施“冬虫夏草工厂化仿生培育更新改造项目”。公司明确“以金针菇和双孢菇为主，多品种协同发展”的战略导向，围绕研发、技术改造、基地建设 with 新品种引入的多点布局，强化业务的可持续性 with 成长性。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 公司作为双孢菇绝对龙头，产能稳定发展。因此我们预计 2025-2027 年公司双孢菇销量增长幅度为 7%/7%/7%；价格 2025-2027 年维持稳定，预计 2025-2027 年公司毛利率为 35%/35%/35%。

2) 2024 年金针菇景气低迷，2025 年下半年有所回暖。公司主动调整产能，预计 2025-2027 年公司金针菇销量增长幅度为 -13%/5%/0%；价格 2025-2027 年增长幅度为 2%/5%/5%，预计 2025-2027 年公司毛利率为 7%/11%/16%。

3) 北虫草等其他业务维持稳定发展。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务营收拆分表

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
双孢菇	收入（百万元）	1,078.62	1,154.12	1,234.91	1,321.36
	yoy	7.39%	7.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	703.19	750	803	859
	毛利率	34.81%	35.00%	35.00%	35.00%
金针菇	收入（百万元）	837.66	743.84	818.23	859.14
	yoy	-8.06%	-11%	10.00%	5.00%
	成本（百万元）	795.99	692	728	722
	毛利率	4.97%	7.00%	11.00%	16.00%
北虫草	收入（百万元）	16.25	17.88	19.66	21.63
	yoy	5.18%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本（百万元）	29.71	23.24	25.56	28.12
	毛利率	-82.83%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
其他	收入（百万元）	2.7	2.97	3.27	3.59
	yoy	1675.70%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本（百万元）	3.03	3.27	3.59	3.95
	毛利率	-12.22%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
合计	收入（百万元）	1,935.23	1,918.81	2,076.07	2,205.72
	yoy	0.21%	-0.85%	8.20%	6.24%
	成本（百万元）	1,531.92	1,468.46	1,560.07	1,612.63
	毛利率	20.84%	23.47%	24.85%	26.89%

数据来源：wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取万辰集团、龙大美食两家作为可比公司。万辰集团与众兴菌业同属“工厂化鲜品食用菌”赛道，产品与产能、工艺与风险高度一致，属于直接业务可比公司；龙大美食虽不生产食用菌，但作为面向 B 端的大型食材/预制食品供应商，具备与众兴菌业相似的“工厂化/标准化生产—供应链—渠道—价格与周期”的经营逻辑与风险暴露，可作为运营对照与估值参照的“跨赛道可比样本”。2 家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 40 倍、27 倍、21 倍。给予公司 2026 年 27 倍 PE，对应目标价 15.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002726.SZ	龙大美食	4.91	0.02	0.10	0.15	0.21	245.50	49.10	32.73	23.38
300972.SZ	万辰集团	173.54	1.63	5.50	7.81	9.80	106.47	31.55	22.22	17.71
平均值							175.98	40.33	27.48	20.54
002772.SZ	众兴菌业	10.34	0.33	0.44	0.56	0.71	31.63	23.60	18.52	14.50

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

（1）原材料价格波动的风险。食用菌生产的主要原材料为米糠、玉米芯、麸皮等，原材料价格直接影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利能力。需要警惕原材料价格波动对公司生产经营造成的影响。

（2）行业竞争加剧风险。警惕高价高利润下，产能增加，竞争加剧导致产品价格下降的风险。

（3）销售价格及利润季节性波动风险。食用菌价格具有明显的季节性特征。产品价格直接影响公司利润，需警惕产品价格波动对公司的影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,935	1,919	2,076	2,206	净利润	127	171	218	278
营业成本	1,532	1,468	1,560	1,613	折旧与摊销	287	4	8	11
营业税金及附加	4	3	3	4	财务费用	77	56	56	56
销售费用	158	156	169	180	资产减值损失	14	0	0	0
管理费用	85	83	91	96	经营营运资本变动	16	36	-55	-32
财务费用	47	56	56	56	其他	-26	-10	-14	-13
资产减值损失	-13	0	0	0	经营活动现金流净额	495	257	213	300
投资收益	13	13	15	15	资本支出	-237	-133	-131	-132
公允价值变动损益	15	0	0	0	其他	-47	-27	15	15
其他经营损益	19	22	23	24	投资活动现金流净额	-284	-160	-116	-117
营业利润	125	173	218	278	短期借款	305	0	0	0
其他非经营损益	1	-2	0	-0	长期借款	-15	0	0	0
利润总额	127	171	218	278	股权融资	0	0	0	0
所得税	0	0	0	0	支付股利	-200	-207	-249	-302
净利润	127	171	218	278	其他	-150	50	0	0
少数股东损益	-1	-0	-1	-2	筹资活动现金流净额	-60	-157	-249	-302
归属母公司股东净利润	128	172	219	280	现金流量净额	151	-59	-152	-118
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,191	1,132	980	862	成长能力				
应收和预付款项	59	65	65	69	销售收入增长率	0.21%	-0.85%	8.20%	6.24%
存货	1,252	1,238	1,309	1,344	营业利润增长率	-21.21%	38.14%	25.90%	27.66%
其他流动资产	0	0	0	0	净利润增长率	-19.77%	34.09%	27.50%	27.76%
长期股权投资	61	61	61	61	EBITDA 增长率	-8.09%	-46.59%	21.80%	22.66%
投资性房地产	83	83	83	83	获利能力				
固定资产和在建工程	2,783	2,910	3,032	3,151	毛利率	20.84%	23.47%	24.85%	26.89%
无形资产和开发支出	342	342	342	342	三费率	14.98%	15.39%	15.22%	15.06%
其他非流动资产	16	56	56	56	净利率	6.54%	8.92%	10.49%	12.60%
资产总计	6,191	6,289	6,331	6,370	ROE	3.86%	5.17%	6.54%	8.28%
短期借款	615	615	615	615	ROA	2.06%	2.74%	3.45%	4.38%
应付和预收款项	119	165	161	158	ROIC	2.58%	3.96%	4.75%	5.76%
长期借款	1,059	1,059	1,059	1,059	EBITDA/销售收入	22.39%	12.06%	13.58%	15.67%
其他负债	1,079	1,130	1,150	1,160	营运能力				
负债合计	2,872	2,970	2,986	2,993	总资产周转率	0.32	0.31	0.33	0.35
股本	393	393	393	393	固定资产周转率	0.78	0.76	0.81	0.85
资本公积	2,024	2,024	2,024	2,024	应收账款周转率	61.14	55.82	61.84	60.53
留存收益	1,025	1,046	1,073	1,107	存货周转率	1.21	1.18	1.22	1.22
归属母公司股东权益	3,317	3,318	3,345	3,379	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	2	1	0	-2	资本结构				
股东权益合计	3,319	3,319	3,345	3,377	资产负债率	46.39%	47.22%	47.17%	46.98%
负债和股东权益合计	6,191	6,289	6,331	6,370	带息债务/总负债	82.51%	81.78%	81.34%	81.16%
					流动比率	1.65	1.53	1.48	1.43
					速动比率	0.91	0.83	0.74	0.67
					股利支付率	87.81%	87.81%	87.81%	87.81%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.44	0.56	0.71
					每股净资产	8.44	8.44	8.51	8.59
					每股经营现金	1.26	0.65	0.54	0.76
					每股股利	0.30	0.38	0.49	0.62
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	433	231	282	346					
PE	23	24	19	15					
PB	1	1	1	1					
PS	1	2	2	2					
EV/EBITDA	9	23	20	16					
股息率	4.07%	3.66%	4.67%	5.96%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn