

## 主业景气高增，新业务转向实际产出

### 投资要点

- 事件:**公司发布2025年度业绩预告。2025年全年，公司预计实现归属于上市公司股东的净利润30,000万元—35,000万元，同比增长134.32%—173.37%；预计实现扣除非经常性损益后的净利润26,850万元—31,850万元，同比增长192.57%—247.06%。公司业绩实现大幅增长。
- 点评:**主营业务景气回升驱动业绩高增，盈利能力大幅改善。公司2025年度业绩预告超市场预期，核心原因在于食用菌主业经营状况显著向好，同时公司财务费用得到有效管控。
- 双孢菇稳健增长，金针菇景气回升。**分产品看，公司两大核心业务均表现良好。双孢菇作为主要利润来源，产品销售价格稳中有升，同时湖北众兴基地项目满产带来产销量同比增加，单品经营业绩实现同比增长。金针菇业务受益于行业去产能后的景气度回暖，产品销售价格在2025年下半年度有所回升，盈利能力得到显著修复。
- 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。
- 财务管控成效显现，人工虫草打开新成长空间。**公司在降本增效方面取得积极进展，因市场利率、汇率变化及利息资本化等原因，财务费用同比减少约2,000万元。公司于2024年10月公告投资约2.5亿元，建设清水众兴菌业科技有限公司“年产六吨冬虫夏草工程化仿生培育项目”。2025年6月，公司公告拟在四川省金堂县投资7亿元，建设“食药用菌产业园西南总部基地项目”，其中主要资金用于冬虫夏草工厂化仿生培育项目。该业务利润率水平较高，子公司在2025年上半年已实现约53.5%的净利率，盈利能力强劲。
- 盈利预测与投资建议。**不考虑新业务虫草利润贡献前提下，预计2025-2027年EPS分别为0.84元、0.98元、1.06元，对应动态PE分别为14/12/11倍，维持“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	2,171	2,345	2,504
增长率	0.21%	12.20%	8.02%	6.77%
归属母公司净利润(百万元)	128	329	384	417
增长率	-19.77%	156.84%	16.76%	8.71%
每股收益EPS(元)	0.33	0.84	0.98	1.06
净资产收益率ROE	3.86%	9.85%	11.35%	12.15%
PE	22.55	14.36	12.30	11.31
PB	0.87	1.42	1.40	1.37

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



### 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)	7.07-16.48
总市值(亿元)	61.86
总资产(亿元)	65.55
每股净资产(元)	8.62

### 相关研究

- 众兴菌业(002772):三季度业绩大增，食用菌主业盈利修复(2025-10-30)
- 众兴菌业(002772):双孢金针协同领航，工厂化布局铸就行业壁垒(2025-10-20)

## 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 10%/8%/8%；价格 2025-2027 年增长幅度为 5%/0%/0%，预计 2025-2027 年业务毛利率为 40%/40%/40%。

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 -2%/5%/5%；价格 2025-2027 年增长幅度为 10%/3%/0%，预计 2025-2027 年业务毛利率为 15%/18%/18%。

3) 公司其他业务稳步发展，暂不考虑人工虫草新业务利润贡献。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：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	1,245.81	1,345.47	1,453.11
	yoY	7.39%	15.50%	8.00%	8.00%
	成本 (百万元)	703.19	747	807	872
	毛利率	34.81%	40.00%	40.00%	40.00%
金针菇	收入 (百万元)	837.66	904.67	977.05	1,025.90
	yoY	-8.06%	8%	8.00%	5.00%
	成本 (百万元)	795.99	769	801	841
	毛利率	4.97%	15%	18.00%	18.00%
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	32.18	35.39	38.93
	毛利率	-82.81%	-80.00%	-80.00%	-80.00%
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	-12.33%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
合计	收入 (百万元)	1,935.23	2,171.32	2,345.45	2,504.23
	yoY	0.21%	12.20%	8.02%	6.77%
	成本 (百万元)	1,531.92	1,551.90	1,647.45	1,755.99
	毛利率	20.84%	28.53%	29.76%	29.88%

数据来源：wind，西南证券

**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	2,171	2,345	2,504	净利润	127	328	382	415
营业成本	1,532	1,552	1,647	1,756	折旧与摊销	287	4	8	11
营业税金及附加	4	4	4	4	财务费用	77	40	43	40
销售费用	158	176	191	204	资产减值损失	14	0	0	0
管理费用	85	94	103	109	经营营运资本变动	16	-15	-58	-65
财务费用	47	40	43	40	其他	-26	-12	-15	-15
资产减值损失	-13	0	0	0	经营活动现金流净额	495	344	360	386
投资收益	13	15	16	17	资本支出	-237	-133	-131	-132
公允价值变动损益	15	0	0	0	其他	-47	-38	16	17
其他经营损益	19	25	26	27	投资活动现金流净额	-284	-171	-115	-115
<b>营业利润</b>	<b>125</b>	<b>330</b>	<b>382</b>	<b>415</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>127</b>	<b>328</b>	<b>382</b>	<b>415</b>	股权融资	0	0	0	0
所得税	0	0	0	0	支付股利	-200	-328	-380	-406
<b>净利润</b>	<b>127</b>	<b>328</b>	<b>382</b>	<b>415</b>	其他	-150	10	0	0
少数股东损益	-1	-1	-2	-3	筹资活动现金流净额	-60	-319	-380	-406
归属母公司股东净利润	128	329	384	417	<b>现金流量净额</b>	151	-145	-135	-135
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>财务分析指标</b>	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,191	1,046	911	776	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	59	71	71	77	销售收入增长率	0.21%	12.20%	8.02%	6.77%
存货	1,252	1,308	1,383	1,463	营业利润增长率	-21.21%	163.32%	15.88%	8.60%
其他流动资产	0	0	0	0	净利润增长率	-19.77%	156.84%	16.76%	8.71%
长期股权投资	61	61	61	61	EBITDA 增长率	-8.09%	-14.27%	16.45%	7.72%
投资性房地产	83	83	83	83	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2,783	2,910	3,032	3,151	毛利率	20.84%	28.53%	29.76%	29.88%
无形资产和开发支出	342	342	342	342	三费率	14.98%	14.28%	14.32%	14.09%
其他非流动资产	16	69	69	69	净利率	6.54%	15.10%	16.29%	16.56%
<b>资产总计</b>	<b>6,191</b>	<b>6,293</b>	<b>6,354</b>	<b>6,424</b>	ROE	3.86%	9.85%	11.35%	12.15%
短期借款	615	615	615	615	ROA	2.06%	5.25%	6.04%	6.49%
应付和预收款项	119	175	170	172	ROIC	2.58%	6.42%	7.36%	7.80%
长期借款	1,059	1,059	1,059	1,059	EBITDA/销售收入	22.39%	17.11%	18.44%	18.60%
其他负债	1,079	1,105	1,126	1,146	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2,872</b>	<b>2,955</b>	<b>2,971</b>	<b>2,993</b>	总资产周转率	0.32	0.35	0.37	0.39
股本	393	393	393	393	固定资产周转率	0.78	0.86	0.92	0.97
资本公积	2,024	2,024	2,024	2,024	应收账款周转率	61.14	59.44	61.79	60.67
留存收益	1,025	1,065	1,112	1,163	存货周转率	1.21	1.21	1.22	1.23
归属母公司股东权益	3,317	3,337	3,384	3,435	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	2	1	-1	-4	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3,319</b>	<b>3,338</b>	<b>3,383</b>	<b>3,431</b>	资产负债率	46.39%	46.95%	46.76%	46.59%
负债和股东权益合计	6,191	6,293	6,354	6,424	带息债务/总负债	82.51%	80.95%	80.50%	79.91%
					流动比率	1.65	1.54	1.49	1.45
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	速动比率	0.91	0.79	0.71	0.63
EBITDA	433	371	432	466	股利支付率	87.81%	87.81%	87.81%	87.81%
PE	23	14	12	11	<b>每股指标</b>				
PB	1	1	1	1	每股收益	0.33	0.84	0.98	1.06
PS	1	2	2	2	每股净资产	8.44	8.49	8.61	8.74
EV/EBITDA	9	16	14	14	每股经营现金	1.26	0.88	0.91	0.98
股息率	4.07%	6.11%	7.14%	7.76%	每股股利	0.30	0.73	0.86	0.93

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
行业评级	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
	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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@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
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	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
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn