



CR3

众兴菌业（002772.SZ）：金针菇周期回升，双孢菇筑成长基石

2026 年 7 月 28 日

推荐/首次

众兴菌业

公司报告

公司战略转型，多品类协同驱动新增长。众兴菌业由“单一金针菇”成长为“鲜食金针菇、双孢菇、冬虫夏草”多品类协同企业。2025 年双孢菇收入占比 59.49%，首次取代金针菇成主导品类，冬虫夏草 26 年量产，公司已形成双孢菇为利润基础，金针菇为周期弹性，冬虫夏草为成长估值的业绩构架。

业绩显著修复：周期+结构双轮驱动。2025 年公司实现营业收入 20.98 亿元，同比增长 8.43%；归母净利润 3.35 亿元，同比增长 161.63%。收入、利润均来自 2024 年下滑中强劲反弹。公司传统主业金针菇自 25 年下半年依靠供给收缩进入价格回升周期，同时，在产品结构上，双孢菇成为利润核心（金针菇 38.70%，冬虫夏草等新业务小幅放量）。双孢菇毛利率达 36.74%，远高于金针菇（16.88%），贡献 76%的主业毛利润，托底公司整体盈利能力。

双孢菇属“高壁垒、强盈利、弱周期”品种。行业工厂化集中度高（CR5 约 85%，众兴单体产能占比约 50%），供给扩张受技术、资金、人才等壁垒限制，价格波动小，盈利质量高。2026 年国内新增产能主要来自众兴自身，头部扩产为龙头企业主导。双孢菇工业化率 23%，仍有渗透率提升空间，预制菜与深加工需求驱动结构升级。

金针菇周期回暖：供给收缩带动价格反转。金针菇工厂化率高，头部企业产能调整影响显著。2025 年起雪榕、众兴、华绿等主动收缩产能，推动行业整体产能回落。金针菇价格与蔬菜价格相关性上升，下半年行业旺季叠加厄尔尼诺，供应收缩有望带动价格逐步回升，周期弹性突出。

产业升级与下游需求释放。菌菇需求核心在家庭鲜食和餐饮，新增量来自预制菜、深加工和健康消费。工厂化食用菌（双孢菇、金针菇）高度匹配预制菜、餐饮连锁标准化需求，深加工端双孢菇盈利空间更广。渠道方面，新零售、商超及会员超市带动标品工业化菌菇需求替代农户菌菇；海外市场消费习惯成熟，出口通道完善。

公司盈利预测及投资评级：我们认为金针菇价格依然处于回升周期，短期内双孢菇竞争格局及价格也较为稳定，下游存在需求提升空间。公司核心业务依然处于强周期当中，虫草业务存在想象空间，提供业绩弹性。我们预计公司 2026-2028 年净利润分别为 4.41/4.12/4.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.12/1.05/1.08 元。当前股价对应 2026-2028 年 PE 值分别为 8/9/9 倍。首次覆盖，给与“推荐”评级。

风险提示：行业扩产与竞争加剧，下游需求不及预期，蔬菜价格整体下滑等

财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,935.23	2,098.36	2,534.27	2,651.35	2,832.33
增长率（%）	0.21%	8.43%	20.77%	4.62%	6.83%
归母净利润（百万元）	128.03	334.96	441.27	412.37	426.51
增长率（%）	20.66%	164.29%	31.74%	-6.55%	3.43%

公司简介：

天水众兴菌业科技股份有限公司的主营业务是从事食（药）用菌研发、工厂化培植与销售业务。公司的主要产品是金针菇、双孢菇、北虫草、冬虫夏草。2012 年 11 月，“羲皇牌”金针菇被中国绿色食品发展中心认定为“绿色食品 A 级产品”；2025 年 5 月被农业农村部评为“农业产业化国家重点龙头企业”。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

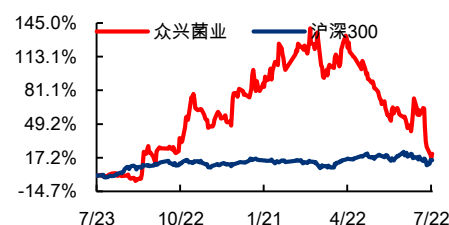
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	19.57-7.83
总市值（亿元）	36.24
流通市值（亿元）	35.94
总股本/流通 A 股（万股）	37,474/37,474
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	6.89

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

净资产收益率（%）	3.86%	9.50%	11.11%	9.40%	8.85%
每股收益（元）	0.33	0.89	1.12	1.05	1.08
PE	28.57	10.46	8.32	8.91	8.61
PB	1.11	1.04	0.93	0.84	0.76

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 从西北乡村的种植经验里长出来的公司.....	5
1.1 诞生节点：从地方金针菇类小企业到上市公司	5
1.2 第二阶段：2016—2023 年，金针菇红利见顶，公司被迫从“单品扩张”转向“多品种重构”.....	5
1.3 第三阶段：2023 年至今，传统主业修复之外，公司开始追逐“虫草第二曲线”.....	5
2. 财务分析：金针菇周期向上，双孢菇稳增长带动公司盈利能力显著回升	6
3. 金针菇稳定托底，双孢菇周期回暖.....	7
3.1 双孢菇的行业空间：需求逐步增长，工业化渗透率持续提升.....	8
3.1.1 双孢菇是当前菌菇赛道里“高壁垒、强盈利、弱周期”品种	8
3.1.2 双孢菇高盈利能力的原因	9
3.1.3 双孢菇核心竞对	11
3.1.4 双孢菇价格走势独立于蔬菜，价格表现更稳	12
3.1.5 双孢菇具备较大的工业化率提升空间	13
3.2 金针菇短期震荡，长期周期向上	14
3.2.1 金针菇行业供给已经开始收缩.....	14
3.2.2 金针菇周期好转与蔬菜价格共振加强	15
.....	17
4. 菌菇需求的核心仍是家庭鲜食和餐饮，新增量来自预制菜、深加工与健康消费.....	18
4.1 预制菜与深加工食品：最重要的新需求接口	18
4.1.1 工厂化菌菇契合预制菜需求	18
4.1.2 深加工产品推动附加值提升	19
5. 盈利预测及投资评级	20
6. 风险提示	20

插图目录

图 1： 公司营收：万元	6
图 2： 归母净利润：万元.....	6
图 3： 公司分产品主营业务收入：万元	7
图 4： 公司分产品毛利率.....	7
图 5： 25 年公司主业分产品毛利润占比：%.....	7
图 6： 2025-2026 年工业化双孢菇市场竞争格局：吨/日	8
图 7： 2018-2023 年工厂化双孢菇日产量变化：吨/日.....	9
图 8： 25/26 年双孢菇价格走势：月：元/公斤	11
图 9： 2019-2025 年蔬菜价格指数与双孢菇价格指数走势对比	12
图 10： 2023 年双孢菇及金针菇工业化率对比	13
图 11： 双孢菇总产量及工业化产量：万吨/年	13
图 12： 2023-2024 年金针菇 CR3	15
图 13： 山东金针菇价格指数与蔬菜总价格指数趋势对比	16

图 14： 寿光地利金针菇价格：元/公斤 16

图 15： 金针菇月度批发价及同比 16

图 16： 全国蔬菜批发价：元/公斤 17

图 17： 2023-2024 年双孢菇及金针菇行业壁垒及盈利水平对比 17

图 18： 全国食用菌工厂化率 18

表格目录

表 1： 双孢菇行业核心量化指标 8

表 2： 双孢菇龙头企业对比 11

附表： 公司盈利预测表 21

众兴菌业是一家生产鲜食金针菇、双孢菇以及冬虫夏草的公司。2025 年，公司营收 20.98 亿元、归母净利润 3.35 亿元，其中双孢菇营收占比 59.49%，已取代金针菇成为主导品类。公司已从“单一品类、价格敏感”的传统菌菇类公司，转向“利润品类托底、周期品类修复、新品类抬升估值”的创新型农业公司。

1. 从西北乡村的种植经验里长出来的公司

1.1 诞生节点：从地方金针菇类小企业到上市公司

公司创始人陶军，1974 年出生，1995 年至 1997 年在水市从事个体食用菌种植；1998 年至 2004 年创办窝驼食用菌服务中心，从事技术服务与种植实践。创始人先在一线种植与服务中积累经验，再把经验工业化、公司化。

公司前身天水众兴菌业有限责任公司成立于 2005 年 11 月 18 日，在成立后的头几年，公司连续增资扩大生产金针菇类产品。当时的外部环境也给了食用菌种植企业成长窗口。2000 年代中后期，中国居民收入提升，餐饮扩张，食用菌需求快速增长；而传统农法种植难以满足稳定供给、食品安全和周年化需求，工厂化食用菌逐步进入加速阶段。2003 年我国工厂化金针菇日均产量仅 40 吨，2014 年增至约 2440 吨。

2011 年公司开始引入机构资本。嘉兴九鼎、苏州九鼎、久丰投资合计投资 9750 万元，投后估值 3.9 亿元，合计持股 25%；该轮融资是公司“标准化扩张”的起点。随后，公司 2012 年 3 月整体变更为股份有限公司，并在 2012 年进一步引入泰祥投资和上海财晟，两家合计投资 1 亿元，对应公司投后估值约 10 亿元。这几年的融资对应的是当时行业最赚钱、最成熟的品类：金针菇。到 2014 年，公司几乎全部收入都来自金针菇，成为全国第二、西部第一的工业化金针菇生产企业。2015 年，公司在深交所上市。

1.2 第二阶段：2016—2023 年，金针菇红利见顶，公司被迫从“单品扩张”转向“多品种重构”

上市之后，众兴菌业面临的第一个真正考验，是产能扩完之后还能不能赚钱。行业在 2012 年后资本大量涌入，到了 2017 年前后，金针菇逐渐从高毛利成长品类变成严重过剩品类。金针菇也从一个高毛利品种变成利润微薄的品种。在这期间，大量企业盈利下滑、退市出清。

众兴最初也试过沿着原逻辑继续扩产，但在扩张中逐步意识到：如果继续把未来押在金针菇上，会陷入“规模越大、周期越痛”的陷阱。这时公司开始出现一系列战略微调并开始把有壁垒、盈利更稳定的双孢菇推上战略主位。2016 年公司引入双孢菇，2017 年双孢菇开始贡献利润。

到 2022 年前后，公司已形成以甘肃/陕西为西北、山东为华北、江苏/安徽为华东、河南为华中、四川为西南的多基地网络；其中双孢菇基地尤其依赖徐州、五河、安阳、湖北等原料与消费市场匹配度更高的区域。

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%，成为公司第一大收入来源，标志着公司已经在同一产业链内部，从低壁垒、高波动品类，向高壁垒、高盈利韧性品类迁移。

1.3 第三阶段：2023 年至今，传统主业修复之外，公司开始追逐“虫草第二曲线”

2023 年之后，众兴又做出第二次重大战略外拓：从食用菌鲜品延伸到北虫草、冬虫夏草。

首先是北虫草。公司全资子公司众安生物实施建设“食（药）用菌技术研发及产业化项目”，项目规划北虫草日产鲜品能力 10 吨。但 2022 年末试生产以来，产品价格不及预期，项目一直处于亏损状态。2025 年 06 月 20 日，众安生物变更生产品种，改造实施冬虫夏草工厂化生态繁育项目。

2023年11月，公司全资子公司天水众安与金日健力共同设立天水金兴生物。天水众安现金出资2000万元，持股51%，为控股股东，拥有决策主导权；后者以涵盖人工培育全流程的专利+现金500万出资，持股49%，为技术合作方。随后，公司开始多地布局冬虫夏草。2024年5月昌宏农业技改转向冬虫夏草仿生培育；2024年10月清水众兴项目投资约2.5亿元，规划年产6吨；2025年6月四川金堂项目总投资7亿元；陕西众兴高科则将原有金针菇产线改造成冬虫夏草产线。

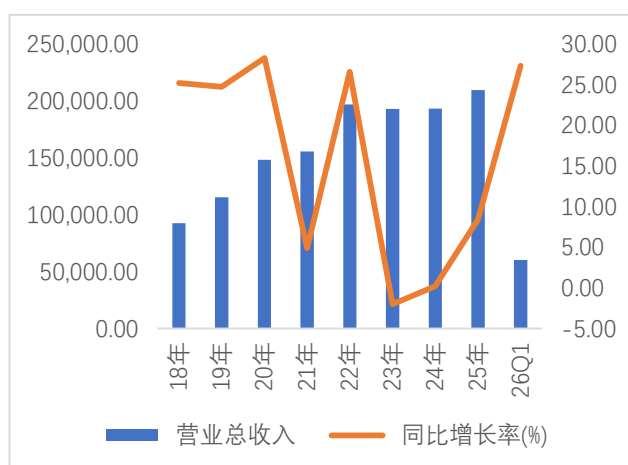
2. 财务分析：金针菇周期向上，双孢菇稳增长带动公司盈利能力显著回升

在金针菇为唯一主要营收期间，公司经营情况呈现出明显的周期性。由于23年以前公司业务以金针菇为主导，其盈利情况随着金针菇的价格变化而波动。金针菇单品自2023年下半年以来价格持续低迷，因此24年公司金针菇业务出现了较大亏损。而双孢菇产品，由于种植门槛较高，竞争相对缓和，盈利能力较强，且公司双孢菇产品市场占有率高，毛利率提升，成为公司利润的主要来源。2023年，双孢菇营业收入首次超过金针菇。

25年，随着金针菇价格的回升以及双孢菇市的盈利能力的进一步提升，公司实现营业收入20.98亿元，同比增长8.43%；归母净利润3.35亿元，同比增长161.63%，收入和利润均从24年的下滑中恢复。产品结构上，25年公司营收中，双孢菇占比59.49%，金针菇38.70%，冬虫夏草1.04%，北虫草0.46%。由于双孢菇的毛利率明显高于金针菇（25年分别为36.74%/16.88%），双孢菇贡献毛利润明显高于金针菇，25年公司双孢菇/金针菇贡献毛利润分别为4.6/1.4亿元，占公司毛利润比重分别为76%/23%。

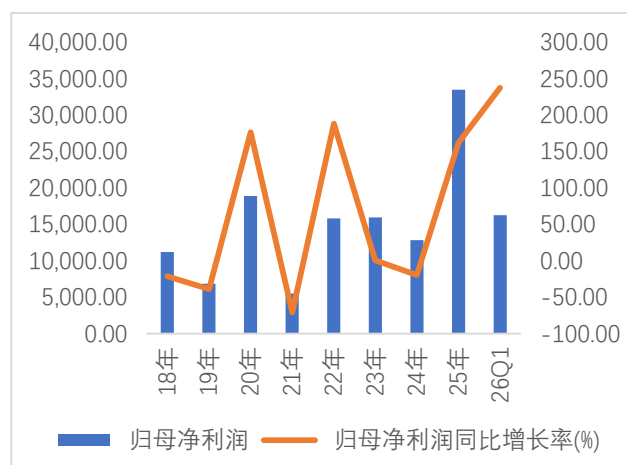
公司在2022-2024年经历明显平台期后，2025年重新恢复增长，这主要得益于金针菇去产能、双孢菇稳增长、虫草小幅放量。公司已经形成一个清晰的新框架：双孢菇负责利润基础，金针菇提供周期弹性，虫草提供成长估值。

图1：公司营收：万元



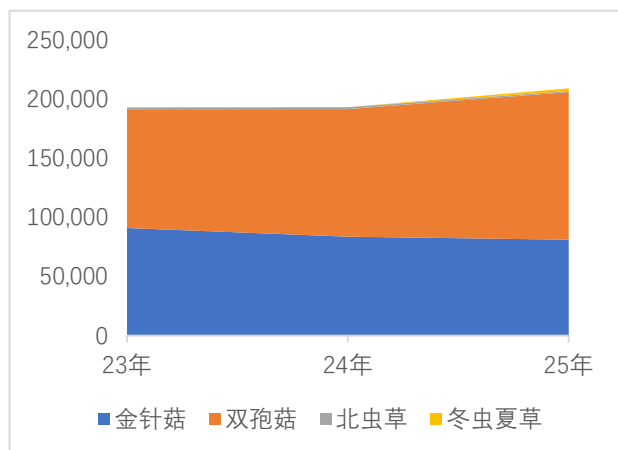
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图2：归母净利润：万元



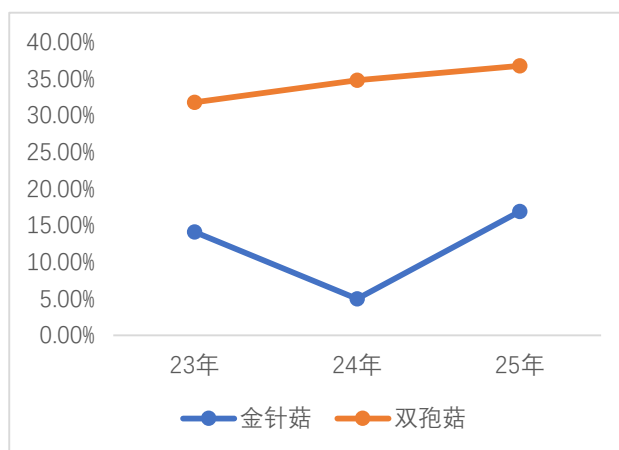
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图3：公司分产品主营业务收入：万元



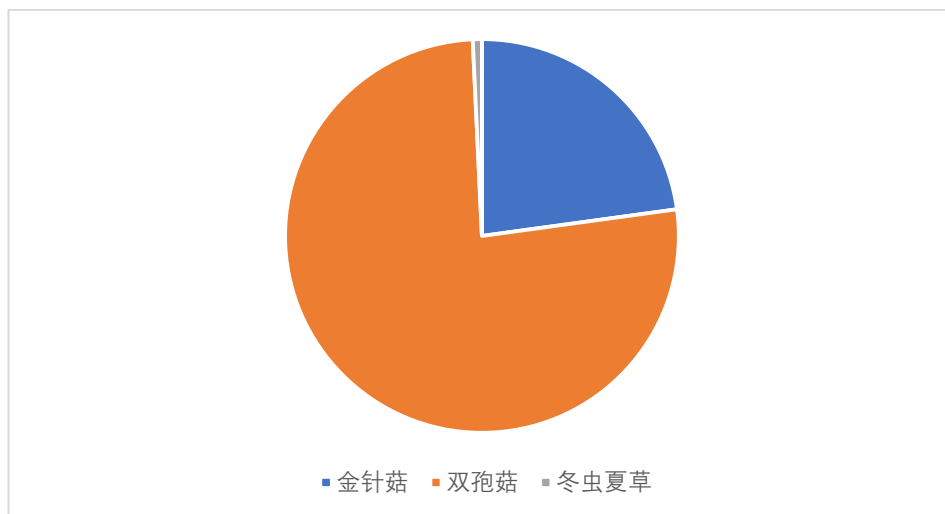
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图4：公司分产品毛利率



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图5：25年公司主业分产品毛利润占比：%



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

3. 金针菇稳定托底，双孢菇周期回暖

菌菇行业整体仍是一个大体量、低集中、慢增长但结构持续升级的赛道。全国食用菌总产量从 2021 年的 4133.94 万吨增至 2025 年的 4390.64 万吨，CAGR1.52%；总产值从 2021 年的 3475.63 亿元增至 2025 年的 4176.40 亿元，CAGR4.7%。行业长期靠着品类升级、工厂化提升、深加工延伸实现结构性扩容和升级。

菌菇类的工厂化趋势。国内食用菌标准化工厂栽培渗透率呈现先升后调整再修复的阶段特征：2010 年行业工厂化栽培占整体总产量比重仅 2.95%，行业标准化集中生产模式快速扩张后，2019 年该比例攀升至 8.74%；2021 年受线下流通受阻、中小低效工厂集中退出双重影响，工厂化渗透率回落至 6.69%；2022 年

行业供给端逐步修复，工厂化占比回升至 7.7%左右。从规模化产能规模看，2023 年全国标准化工厂食用菌全年产出规模明显扩容，2023 年全国食用菌工厂化总产量为 393.22 万吨，比 2022 年 285.67 万吨上升了 107.55 万吨，增幅为 37.65%。

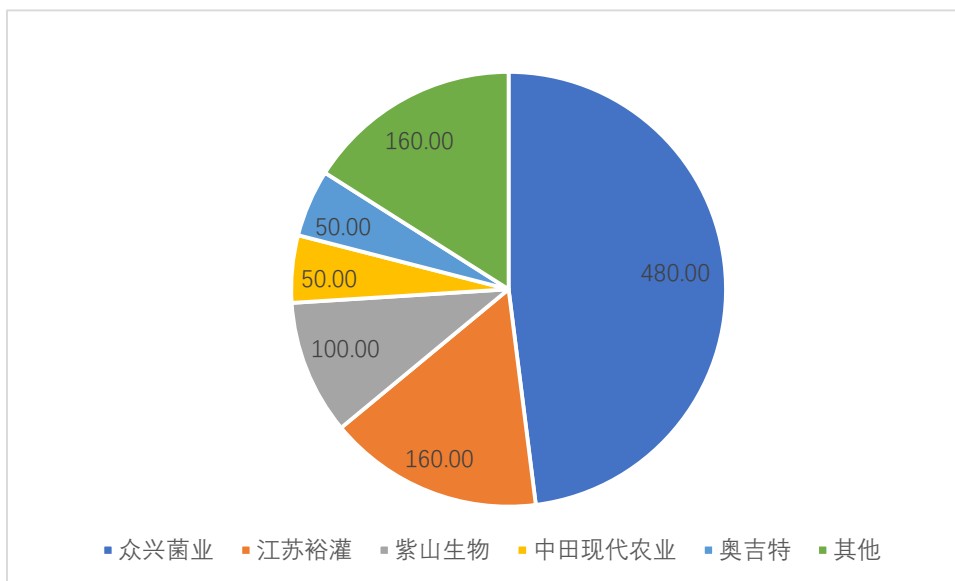
3.1 双孢菇的行业空间：需求逐步增长，工业化渗透率持续提升

3.1.1 双孢菇是当前菌菇赛道里“高壁垒、强盈利、弱周期”品种

双孢菇，又名白蘑菇，俗名口蘑，是世界上种植历史最悠久的蘑菇之一。中国是栽培蘑菇主要生产国，占全球食用菌总量的 75%，白蘑菇约占全球食用菌总数的 40%，是最重要的食用菌品类之一。白蘑菇具有“高蛋白、低脂肪、低热量”等特点，含有多种氨基酸、微量元素、维生素和膳食纤维，是备受欢迎的百搭食材。

工业化双孢菇市场集中度较高。双孢菇是当前食用菌赛道里少数兼具“高壁垒、高集中、高盈利稳定性”的品种。我国双孢菇年产量大致处于 156-160 万吨区间，相比于全球 40%的水平，双孢菇在我国餐桌上的占比很低，仅占全国食用菌总产量约 4%，未来仍有很大提升空间。2025 年双孢菇工厂化产能接近 1000 吨/日，工厂化占比 22%左右。其中（25-26 年）我们推算众兴菌业日产量/产能已达 450-500 吨/日（占比约 50%），江苏裕灌 160 吨/日（16%），紫山生物 100 吨/日（10%），中田现代农业与奥吉特各 50 吨/日（23-24 年）。CR3 已升至约 74%，CR5 约 84%，行业呈现“一超多强”结构。行业总量从 2023 年约 916.7 吨上升到 2025 年接近 1000 吨，但增量主要被头部企业吸收。这与金针菇那种“扩产带来大规模价格战”的情形不同，双孢菇扩产是龙头主导式扩产。

图6：2025-2026 年工业化双孢菇市场竞争格局：吨/日



资料来源：食用菌资讯、内蒙古自治区人民政府、灌南县人民政府、公司公告、东兴证券研究所 注：部分为 2023-2024 年数据

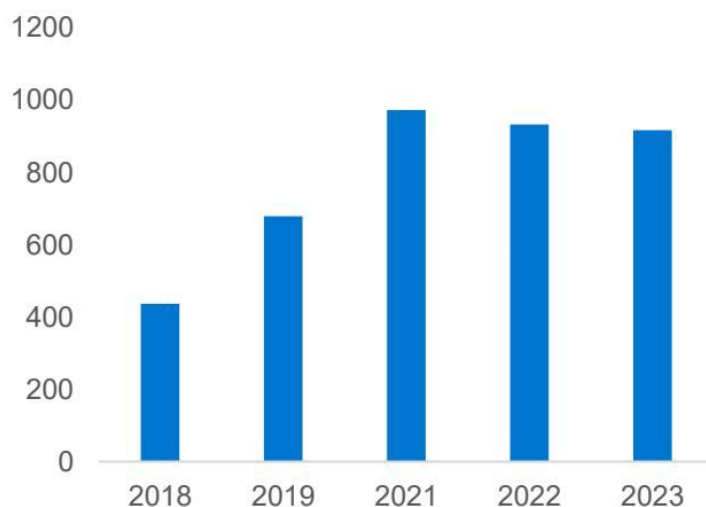
表1：双孢菇行业核心量化指标

指标	数值	说明
----	----	----

指标	数值	说明
年产量区间	156-160 万吨/年	行业近年波动不大
工厂化日产量	约 1000 吨/日	供给高度标准化
工厂化占比	约 22%	在工厂化品类中占比不算高
龙头单体产能	450-500 吨/日	众兴单体占比约 50%
行业 CR5	约 86%	双孢菇子赛道集中度高
批发价格	约 14 元/公斤	2024 年以来高位稳定
毛利率参考	30%以上	代表企业长期维持高水平

资料来源：食用菌资讯、公司公告、东兴证券研究所

图7：2018-2023 年工厂化双孢菇日产量变化：吨/日



资料来源：食用菌商务网、东兴证券研究所

多年来，双孢菇的产能相对稳定，因此，价格并未像金针菇那样因扩产而崩塌。双孢菇的价格显著高于金针菇且波动更小，其本质原因在于技术、资金、菌种、人才四重壁垒限制了供给扩张速度。

3.1.2 双孢菇高盈利能力的原因

高技术壁垒决定其扩产节奏较慢。双孢菇虽然盈利好，但正因盈利好，未来潜在风险在于资本重新进入。不过与金针菇不同，双孢菇新增供给受制于高壁垒，不容易在 1-2 年内快速复制，因此其价格稳定、盈利质量更高。

双孢菇之所以难以快速扩产主要是因为：

技术门槛高：双孢菇是草腐菌，培养基以稻草、麦秸和畜禽粪便为主，需要三次发酵的复杂工艺，对温湿度、CO₂控制精度要求更高，且病虫害、杂菌控制更复杂，且双孢菇菌种存在 4-6 个月易退化的特征，菌种更新、培养基配方、环境参数控制、等级品率管理都需要长周期磨合。参数依赖长期经验积累，技术难度明显高于金针菇，且与金针菇等木腐菌产线完全不互通。

资本开支高：我们推测双孢菇单吨产能资本开支约 **1.5 万元**，高于金针菇的 **0.8-0.9 万元/吨**。

菌种依赖高：我国双孢菇工厂化菌种 **90%依赖进口**。

人才稀缺：工厂化周年栽培需要复合型技术与管理人才，复制慢。

双孢菇工厂化产能在 2018-2021 年快速扩张，但之后几年产能保持基本稳定（约 **900 吨/日**）并小幅回落，因此，双孢菇的价格也相对来说较为稳定。2020 年后全国双孢菇年底批发价长期稳定上升，从 2020 年的 13.5 元/公斤提升到 2025 年的 15.1 元/公斤。从季节上来看，年底为双孢菇旺季，价格偏高，二季度蔬菜供给丰富、火锅麻辣烫需求弱为淡季，价格偏低。

26 年双孢菇价格仍同比上涨。26 年春节后双孢菇价格环比略有回落，5 月份同比价格接近去年同期，但近 1 个月来又有所回升。2026-07-01 全国农产品批发市场双孢菇均价 11.58 元/公斤，同比+8.12%。按省份对比，山西省双孢菇日均价最低为 6 元/公斤；北京市双孢菇日均价最高为 17 元/公斤。

除公司外，短期双孢菇龙头企业新增产能有限。目前公司双孢菇日产量/产能为 450-500 吨/日，约 15-17 万吨/年。2026 年公司计划继续推进江苏涟水食用菌产业园项目（年产 2 万吨双孢菇项目）、安徽众兴二期“年产 2 万吨双孢菇秸秆综合利用扩建项目”。此外，公司将继续推进吉林金针菇转双孢菇项目。今年年初，公司竞得河北九道菇生物科技有限公司 1 号厂房，厂房面积约 14.5 万平方米，供给计划将该基地作为面向食（药）用菌生产的重点平台，配套双孢菇等主力产品的工业化扩产基地，但双孢菇工厂建设时间较长，产能爬坡 0.5 年左右，预计主要影响 28-29 年的产能。

除公司外，传统的双孢菇龙头企业如裕灌、紫山 26 年并没有双孢菇的大规模新增投产。裕兴农业（裕灌持股 40%）的共 7 万吨/年的双孢菇产能计划于 28 及 29 年末投产，紫山总投资 10 亿元的双孢菇全产业链项目也于 25 年 10 月才与宝应县签约，预计 28-29 年投产，以上两家龙头企业的扩产对近 26-27 年双孢菇的价格影响不大。虽然近年来不断的有中小菌菇企业扩产投资双孢菇项目，我们推测 26 年下半年有一批项目投产，但达产要等到 27 年，短期影响不大，对比金针菇行业过往产能过剩、价格战频发的竞争格局，双孢菇赛道具备更高的资本投入门槛与供给扩张约束，项目从立项到前期手续办理 + 土建施工 + 进口设备及安装调试 + 试生产达产的全周期需要 3-4 年（众兴等龙头企业相对较快），企业扩产普遍较谨慎，我们判断中短期内行业难以进入同质化产能无序投放的白热化竞争阶段。

散户及中小厂家扩产对龙头企业影响偏弱。国内双孢菇行业内部品质分化显著，众兴菌业、裕灌等头部企业依托三次发酵隧道、智能环境控制系统、标准化分拣体系，一级精品菇产出率可达 75-80%；中小型工厂大多仅采用二次发酵工艺，病害菇、畸形菇占比偏高，一级菇产出率仅有 45-55%。对应市场端，龙头企业产品相较普通工厂同规格产品出厂价格高出 1.5-2.2 元/公斤，龙头产品供给高端餐饮与出口市场，中小工厂货

品更多流向罐头加工与区域性批发市场。产品品质的差距，使得即便中小体量工厂持续投产，但高端鲜菇供给依然偏紧，龙头产品价格具备更强韧性。因此，即使散户或者中小厂家增加投产，对龙头企业的冲击也有限。观察历史数据，2015 年我国双孢菇产量 337.96 万吨，较 2014 年 250.5 万吨大幅上升，但增加的主要是散户菇，因此 2015 年工厂化双孢菇全年平均出厂价 13.2 元/公斤，依然较 2014 年的 12.1 元/公斤明显上涨。

图8：25/26 年双孢菇价格走势：月：元/公斤



资料来源：食用菌数字经济平台、东兴证券研究所

3.1.3 双孢菇核心竞对

目前双孢菇的产能集中在众兴、裕灌和紫山生物三家公司。双孢菇龙头生产企业产品和销售区域各有侧重，与公司形成错位竞争，是双孢菇价格表现稳定的重要原因。

表2：双孢菇龙头企业对比

企业名称	核心特点
众兴菌业	产能绝对领先（450-500 吨/日）、全国 12 大基地覆盖五大区域、双孢菇毛利率 36.74%行业领先、154 项专利、双孢/金针/虫草多品类协同。华东占比比较高。
裕灌农业	育种-发酵-养殖-加工-销售一体化；自动化与冷链体系较完善；在江苏及华东区域具备较强供应能力。产品偏中高端。
紫山生物	鲜菇定位高端精品；福建产区区位优势；标准工厂化；依托母公司生产销售菌菇罐头及深加工制品；外销占比相对较高。
中田现代农业	江西区位与成本优势；经营灵活
奥吉特生物	河南区位与本地资源优势；经营灵活

来源：公司公告、东兴证券研究所

裕灌农业：该企业成立于 2010 年，是一家主要从事双孢菇育种、发酵、养殖、加工与销售为一体的现代工厂化企业，是国内双孢菇规模化种植领域的头部企业，2023 年企业双孢菇产能突破 18 万吨，长期为海底捞、康师傅、百事食品等企业提供原料供应，产品出口至东南亚、北美等 10 余个国家和地区。该企业聚焦双孢菇及相关衍生产品赛道，产品涵盖鲜品双孢菇、冻干双孢菇、双孢菇酱等多个品类，可支持原料级批发、成品定制等服务。

国内工厂化双孢菇总需求同步增长，蛋糕持续扩容；裕灌与众兴形成错位竞争：裕灌 = 高端 + 出口，众兴 = 全渠道全覆盖 + 平价流通，整体呈现双龙头共存格局，裕灌只会分流部分细分份额，无法全面蚕食、取代众兴龙头地位。

紫山生物：江苏紫山生物股份有限公司 2012 年落户江苏淮安洪泽，是国家级农业产业化龙头福建紫山集团全资下属企业，新三板曾经挂牌企业（836539），江苏省专精特新企业，打造菌种繁育-工厂化种植-深加工-菇渣有机肥全产业链模式。依托母公司 40 余年罐头出口经验，产品拿到 BRC、IFS、FDA、哈拉、犹太认证，在全球蘑菇产业认可度很高。紫山通过自主研发的蘑菇工厂化栽培配方、蘑菇隧道式发酵工艺和蘑菇房室内环境控制系统新技术，以物理和生物方法代替药物消毒，使产品达到绿色、安全、无公害标准，通过该技术培育的蘑菇类产品主要出口日本，销量占日本市场 60%。

3.1.4 双孢菇价格走势独立于蔬菜，价格表现更稳

我们把 2019-2025 年蔬菜综合价格指数和双孢菇综合价格指数的标准化走势放在同一坐标系下。图中显示，两者在 2019-2021 年前后大体同向，但 2021 年后明显分叉。

双孢菇近年来走出独立行情。2019-2021 年，蔬菜价格和双孢菇价格相关系数达到 0.69。在这段时间里，蔬菜价格强的时候，双孢菇价格通常也较强；蔬菜价格弱的时候，双孢菇价格通常也较弱。但双孢菇在 2021 年后已经明显走出独立于蔬菜总盘的价格逻辑。这是因为普通鲜菜价格变化常由天气、露天上市、运输成本和短期供需决定，供给弹性较大；而对于双孢菇来说，在行业格局尚未充分稳定、双孢菇价格尚未形成独立供给约束逻辑之前，其价格确实会跟随蔬菜价格的季节性波动；但在 2021 年后，双孢菇工厂化集中度提升、而产线不易快速复制，且头部集中度高，短期供给几乎不随价格信号迅速反应，供给端弹性减弱，因此其价格对蔬菜总盘的被动跟随性显著下降。

图9：2019-2025 年蔬菜价格指数与双孢菇价格指数走势对比

基于Z-score标准化数据分析价格联动性与分化特征



资料来源：农业农村部信息中心、东兴证券研究所

3.1.5 双孢菇具备较大的工业化率提升空间

我国双孢菇目前工业化率约 22% 左右，相较于金针菇仍有很大提升空间。此外，食用菌产业发达的日、韩工厂化比例非常高，欧洲食用菌工厂化水平已接近 100%。

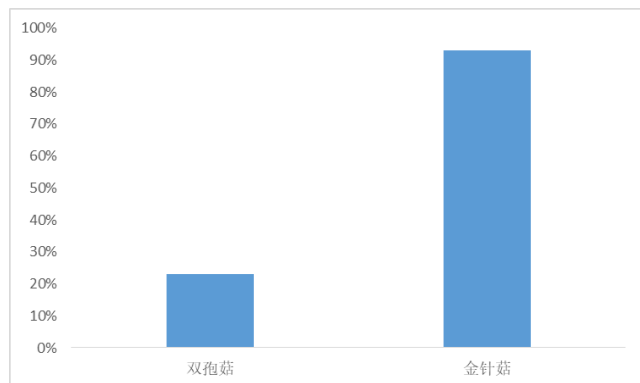
金针菇是国内食用菌里最接近“全工业化”的品种。按 2023 年口径，全国金针菇总产量约 187.38 万吨，同期工厂化金针菇产量约 174.19 万吨，对应工业化率约 92.9%。而双孢菇的工业化率大约 22%，与金针菇还有很大差距。

金针菇的高工业化率主要得益于两点：1. 其工业门槛相对较低，工艺、设备、培养料体系成熟。2. 其食用频率较高，消费规模较大，能够支撑较重的资产工厂运转。因此，金针菇是工业化技术最成熟、最早形成全国供应链的品种。在工业化的过程中，金针菇工厂化日产量从 2010 年的 989 吨提升至 2023 年的 5356 吨，十余年间增长超过 5 倍。

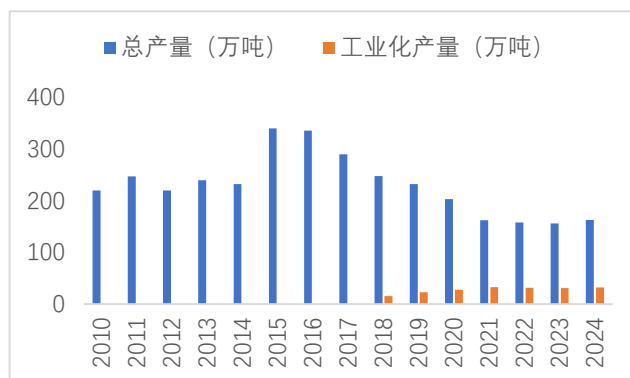
双孢菇总量下滑但工业化率提升。双孢菇总产量从 2018 年的约 250 万吨下降到 2023 年的 156 万吨，呈持续回落趋势。双孢菇总产量下滑时，工厂化产能并没有同步下滑，反而在 2018-2021 年从约 440 吨/日升至接近 1000 吨/日，2022-2023 年小幅回落至约 930 吨、916.7 吨/日。工业化率从 2018 年的 6% 提升至 2023 年的 22%。这说明虽然行业总量下降，但退出的是低效产能，工厂化企业在这个过程中承接退出的低质量供给份额。

图10：2023 年双孢菇及金针菇工业化率对比

图11：双孢菇总产量及工业化产量：万吨/年



资料来源：中国食用菌协会、东兴证券研究所



资料来源：食用菌商务网、智研咨询、东兴证券研究所

弱势供给持续退出的原因：作为鲜品，双孢菇受疫情需求及冷链物流受阻扰动较大，2018-2021 年的产量下滑，除了结构升级下的自然出清，还叠加了 2020-2021 年疫情对鲜品渠道的扰动，加速了弱势供给退出：

第一，2018 年前双孢菇行业中存在大量传统农户、大棚、非标准化供给，而 2018 年后这些供给因为效率低、波动大、人工重、环保和流通要求更高，开始持续退出。当农村劳动力成本上升、年轻劳动力流出、规模化流通对品质稳定性要求更高时，传统双孢菇供给会丧失优势。原来分散在小规模棚室和传统基地里的那部分供给，在成本、管理、损耗和品质一致性上越来越难以适应市场，导致整体退出。而双孢菇工厂化难以快速补位，因此整体供给有所回落。

第二，双孢菇本身是草腐菌，工艺复杂、温控要求高，传统模式更容易在品质、单产、病虫害控制上输给工厂化。

第三，2018 年前后农村环保与秸秆禁烧、农业面源污染治理持续强化，传统粗放式堆料、发酵、废弃物处理模式的隐性成本上升。

第四，渠道和消费结构向标准化、全年供应、食品安全可追溯方向升级，传统供给不再适配主要需求端。

第五，2020-2021 年疫情冲击鲜品流通和餐饮链路，抗风险能力最弱的传统供给加速退出。

除了第五点，以上四点因素依然在不断加强，因此我们认为工业双孢菇产品渗透率仍会持续提升，而其渗透率提升速度明显较金针菇更慢并不是因为需求不足，而是因为工业化双孢菇产能扩张较慢。因此，近几年双孢菇价格持续提升，公司 25 年双孢菇毛利率达到 36.74%，显著好于金针菇。

预制菜及深加工需求推动双孢菇工业化率提升。双孢菇在餐饮和预制菜中的应用越来越多，火锅、烧烤、麻辣烫及预制菜场景对原料的要求是供应稳定、规格统一、损耗可控、食品安全可追溯。这恰恰是工厂化体系优于传统种植的地方。所以，只要需求端继续向连锁化、标准化发展，双孢菇的下游客户结构本身就会推动工业化替代。

3.2 金针菇短期震荡，长期周期向上

金针菇行业市场集中度和工厂化率高于双孢菇。金针菇头部三家市占率超过 40%，其中，雪榕生物 23%、众兴菌业 15%、华绿生物 8%。因此，头部公司的产能变化对产品价格影响较大。

3.2.1 金针菇行业供给已经开始收缩

由于金针菇工厂化门槛较低，资本在 2012-2017 年大量涌入，随着金针菇工厂化率的提升，高效的更低价格的供给冲击市场导致其价格持续下跌。2023 年工厂化金针菇日产量达到 5,504 吨，同比增长 12.99%，是历史高位。在这一高产能背景下，行业盈利被严重压缩，2024 年全国批发市场鲜金针菇年均价跌至 5.93 元/公斤，同比下跌 9.88%，头部企业毛利率降至个位数，正是企业的深度亏损，推动行业在 2025 年开始出现实质性收缩：雪榕暂停非必要资本开支、主动收缩产能。众兴将 105 吨/日产线改造为冬虫夏草，金针菇日产能从 780 吨降至 675 吨。华绿生物将 100 吨/日金针菇产线改造为鹿茸菇产线，日产能由约 750 吨降至 650 吨，万辰集团金针菇日产能也由 354 吨降至 325 吨。

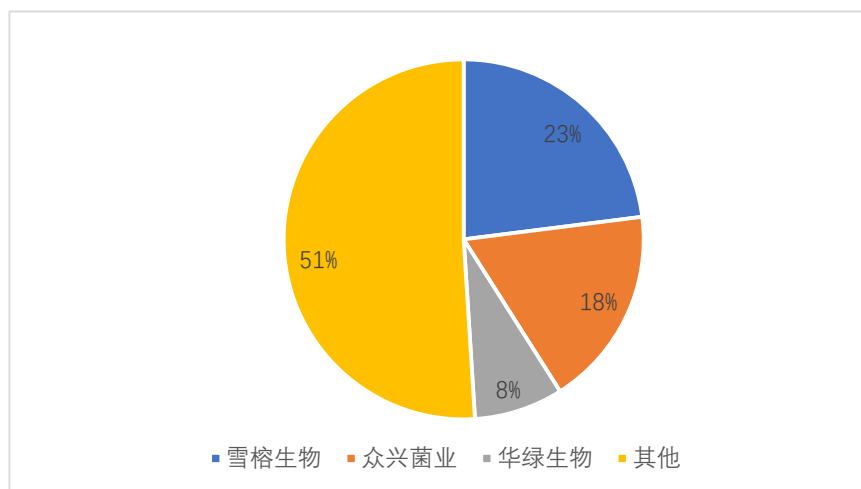
雪榕生物：25 年雪榕生物食用菌日产能 1,650 吨，其中金针菇日产能 1,365 吨，位居全国之首。按照 320 天有效生产天数测算，公司年产金针菇 44 万吨。近年来，公司持续偿还银行长短期借款，主动降负债、压缩财务杠杆；同时不再上新大规模扩产项目，在建工程大幅压降。原定增募投广西贵港年产 12 万吨食用菌项目：2024 年先延期投产，2026 年 4 月公告压缩建设规模，由 12 万吨缩减至 4.6 万吨并结项，砍掉大半新增资本投入。江苏淮安二期等在建项目不再追加投资，放缓建设节奏。

众兴菌业：公司子公司众兴高科原为公司金针菇生产基地，金针菇日产能为 105 吨，公司将 105 吨/日金针菇产线改造成冬虫夏草产线，公司金针菇产能由 780 吨/天减少至 675 吨/天，减少幅度 13.46%。

华绿生物：提出金针菇维持 650 吨/日产量水平，新增投资投向鹿茸菇与黄牛肝菌。例如，25 年公司对江苏泗阳生产基地四厂原 100 吨/日金针菇生产线改造成 50 吨/日的工厂化鹿茸菇项目。

市场整体：受市场行情持续低迷因素的影响，导致不少工厂化企业停产、转产或是减产，截至 2024 年 11 月，全国食用菌工厂化生产企业共有 311 家，较 19 年 417 家减少了 25%。

图12：2023-2024 年金针菇 CR3

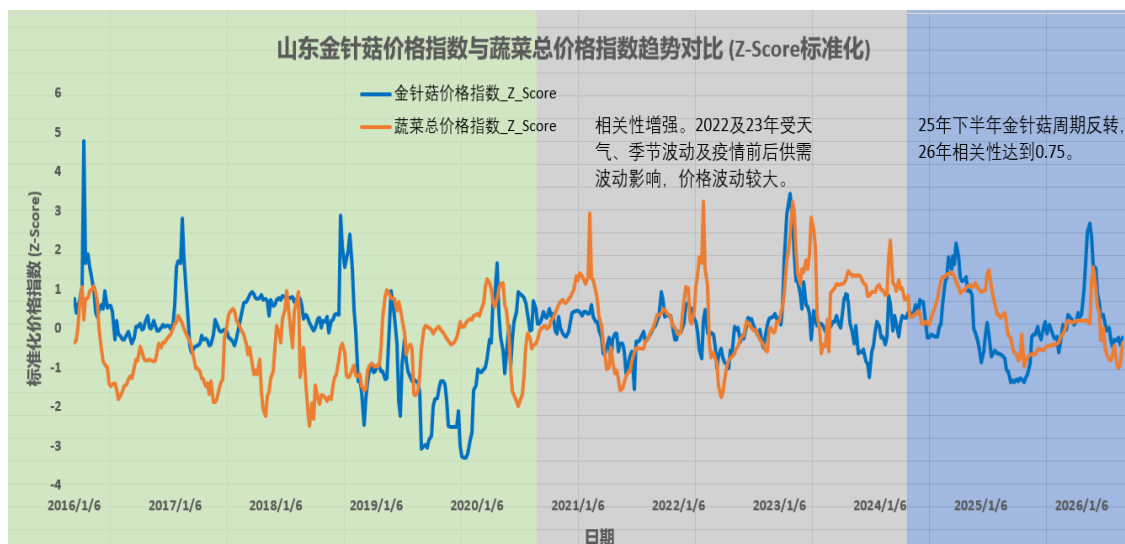


资料来源：各公司公告、中国食用菌协会、东兴证券研究所

3.2.2 金针菇周期好转与蔬菜价格共频加强

金针菇体量大，与蔬菜的替代效应更强，因此金针菇价格和蔬菜价格之间存在更明显的正相关关系，虽然这种相关性在 2017 年以后被大幅增长的工业化产能削弱，但在进入 2025 年后，由于金针菇供给收缩，其与蔬菜的价格联动更为明显。2025 年下半年后金针菇价格与蔬菜价格相关系数由 24 年的 0.37 提升至 0.75，背后对应的是行业供给收紧，产能过剩的局面大幅缓解。

图13：山东金针菇价格指数与蔬菜总价格指数趋势对比



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

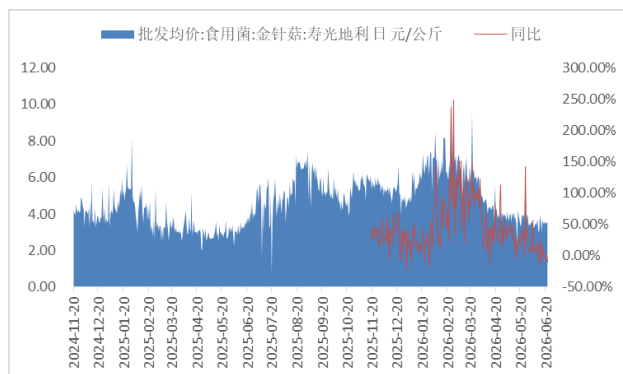
价格短期回落工厂承压。工厂化金针菇生产成本大约在 3.5 元/公斤左右，小型工厂因为没有规模效应成本更高。目前（26 年 7 月）山东寿光地利金针菇价格跌至 3.0 元/公斤左右，使得上游面临亏损。我们认为近期金针菇价格下跌一方面跟蔬菜价格下跌有关，另一方面，由于前期金针菇价格大幅回升，部分小厂开工率回升所致。本轮金针菇生产周期为在 26 年 3 月达到高点，价格一度翻倍，结合 3 个月的生产周期，6 月份产能释放恰逢淡季，因此 6 月-7 月价格低迷，但下半年逐步转为金针菇旺季，预计产品价格逐步好转。

厄尔尼诺带来蔬菜涨价压力。世界气象组织 WMO（6 月最新）预测，6—8 月形成厄尔尼诺概率 80%，9—12 月维持厄尔尼诺概率≥90%，强度至少中等厄尔尼诺，存在发展为强厄尔尼诺的可能性。我国已确认赤道中东太平洋已进入厄尔尼诺状态，夏季我国整体气温将偏高，预计南方多雨涝、北方高温干旱。今年上半年我国菜价整体偏弱、同比偏低。6 月处于夏菜丰产低价窗口，厄尔尼诺尚未明显推升整体菜价，仅局部品种小幅异动，推测 7、8 月开始才会逐步显现气候涨价压力。

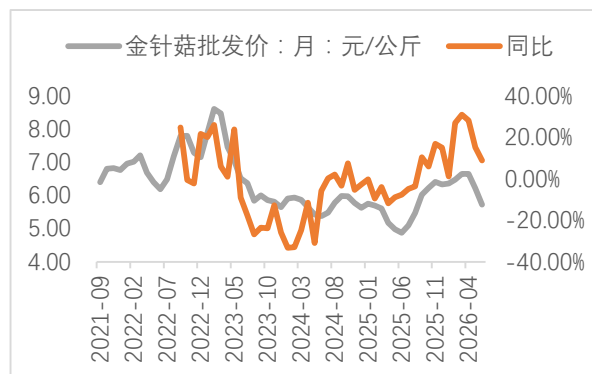
我们认为，由于前期金针菇企业亏损严重，头部企业纷纷不再扩产、甚至收缩金针菇产线转而将资金投向具备更高毛利率的产品，小企业由于成本更高，扩产概率也不大。因此，长期来看，金针菇价格进入回升周期，短期价格受季节、素菜价格及金针菇市场价格波动带来阶段性产能变化扰动，下半年价格将逐步恢复上行。

图14：寿光地利金针菇价格：元/公斤

图15：金针菇月度批发价及同比

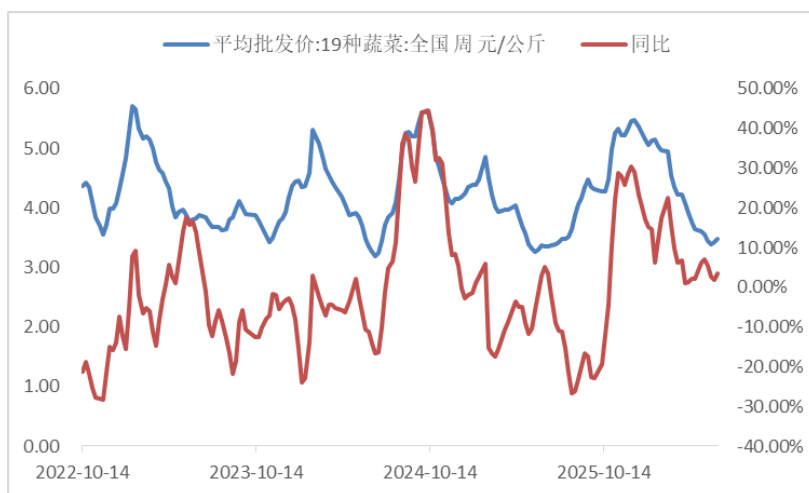


资料来源：同花顺（截止6月12日）、东兴证券研究所



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

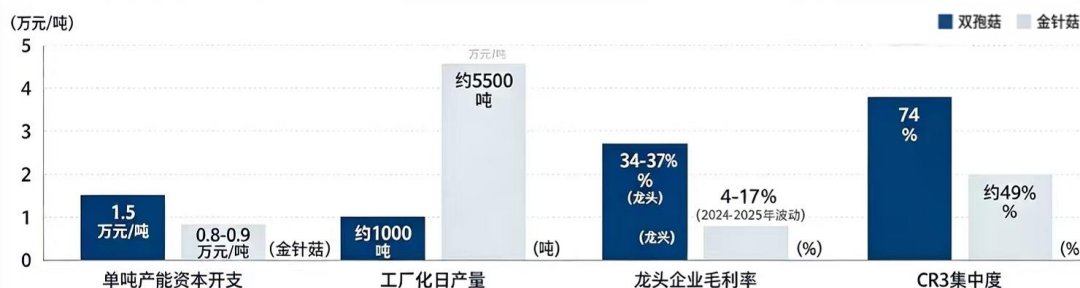
图16：全国蔬菜批发价：元/公斤



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

图17：2023-2024年双孢菇及金针菇行业壁垒及盈利水平对比

双孢菇资本壁垒高，盈利能力强，行业集中度领先；金针菇竞争激烈，盈利波动较大



核心观点

- 高壁垒与高盈利：双孢菇由于其较高的单吨产能资本开支（1.5万元/吨），形成了较强的行业壁垒，龙头企业（如众兴）维持34-36%的高毛利率，盈利能力显著。
- 高壁垒差异与波动：金针菇的资本开支较低（0.8-0.9万元/吨），导致行业进入门槛低，工厂化日产量巨大（约5500吨），竞争激烈，毛利率在4-15%之间大幅波动。
- 高度集中优势：双孢菇行业的CR3集中度高达74%，表明市场份额集中在少数领先企业手中，竞争格局的CR3集中度仅约49%，市场较为分散。

资料来源：IEFIC、食用菌商务网、东兴证券研究所

4. 菌菇需求的核心仍是家庭鲜食和餐饮，新增量来自预制菜、深加工与健康消费

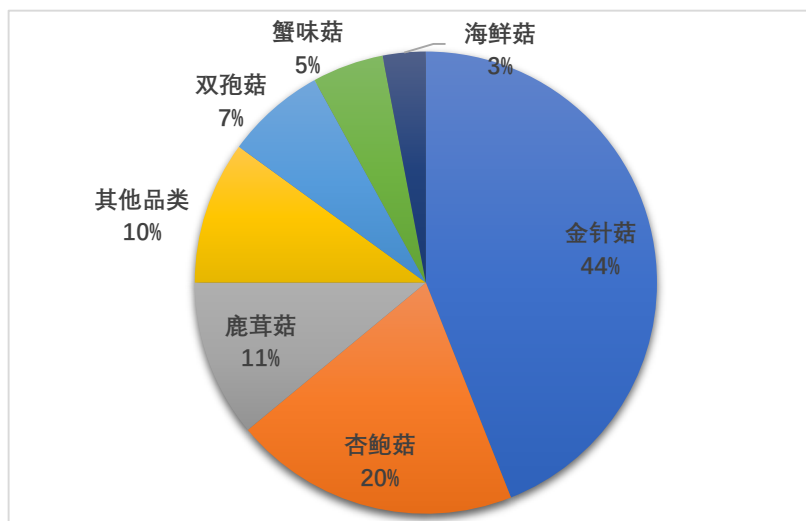
当前食用菌消费主要集中在家庭和餐饮终端。食用菌是“一荤、一素、一菇”健康膳食中的稳定构成，具有低脂、高蛋白、膳食纤维和功能成分优势，家庭烹饪频次高，但餐饮渠道是最关键的弹性来源。火锅、烧烤、麻辣烫、团餐、快餐和连锁餐饮对菌菇尤其是双孢菇、金针菇、香菇需求稳定。

4.1 预制菜与深加工食品：最重要的新需求接口

4.1.1 工厂化菌菇契合预制菜需求

预制菜市场快速发展，本质上强化了标准化、可追溯、易处理原料的需求，而工厂化菌菇天然适合这一链条。食用菌正是预制菜中非常适合标准化供应的原料之一。2023年全国食用菌工厂化总产量达409.16万吨，10年CAGR约7.2%；其中金针菇占比44%、杏鲍菇20%、鹿茸菇11%、双孢菇7%等。

图18：全国食用菌工厂化率



资料来源：农业农村部、东兴证券研究所

在契合预制菜市场方面，工业化菌菇具备以下优势：1、强标准化。菌菇的工厂化有利于原料尺寸、含水率、风味的批次一致性控制。食用菌类预制菜工艺稳定、风味一致性高，天然匹配连锁餐饮“千店一味”的标准化需求。2、易处理、易保存。速冻锁鲜、真空包装、高压杀菌等技术已在行业内成熟应用，食用菌组织结构与含水特征与速冻/杀菌/保鲜工艺匹配度高，有利于在不添加防腐剂的前提下达成风味与微生物控制的平衡，工艺稳定、可复制性强。3、冷链资源复用。头部企业有冷链与渠道资源可直接复用，提升全国化供给效率与一致性控制能力。4、准入高，可追溯。预制菜企业往往通过供应商准入、分级标准与全程可追溯体系（二维码/区块链等）增强消费者信任，而工厂化食用菌强调“周年化、标准化、可追溯”，全链条虽长但节点可控。

上游“可标准化的食用菌原料”+中游“匹配的工艺与冷链”+下游“B 端标准化强需求/团餐刚需+C 端便捷化趋势”+“合规/追溯强化”四点共振，构成食用菌成为预制菜标准化原料的系统性优势。

4.1.2 深加工产品推动附加值提升

食用菌类深加工，包括菌菇零食、菌菇酱、提取物、保健品、功能饮料等，都在抬升产业链价值量。而双孢菇相较金针菇在深加工方面可能更具备优势。双孢菇可制成罐头、调味品，也可利用菌丝体生产蛋白质、草酸和菌糖等物质。

尽管目前行业总体加工率只有 6%，精深加工率不到总加工产品的 10%，但双孢菇已经是少数具备鲜品与加工双用途基础的品种之一。

双孢菇的物理结构更适配各类深加工。

1.双孢菇耐加工损耗更低，适配全流程工业化生产。双孢菇菌肉肥厚致密，菇体外形完整规整，耐受高温漂烫、高压灭菌、长时间炖煮等深加工工艺，加工全过程不易出现软烂、断裂、变形等问题，成品品相稳定，工业化生产次品率与原料损耗率可控。适合罐头、IQF 单体速冻、腌渍、烘干、菌菇酱、预制菜配料等。

2. 双孢菇天然鲜味突出，溢价空间更广。双孢菇内部富含天然呈味核苷酸等鲜味活性物质，原生鲜香度充足，无需依靠重调味掩盖食材本身风味，既可以直接加工为即食食材，也可萃取鲜味物质制作复合调味品、菌菇

浓汤、食品增鲜原料，高端深加工赛道布局空间充足。

3. 双孢菇属于全球性食用菌，出口消化渠道完善。双孢菇是全球普及度最高的食用菌品类，欧美、东南亚、中东等海外市场均形成稳定的食用消费习惯，我国双孢菇罐头、速冻切片等深加工产品长期稳居全球出口首位，海外商检、食品安全认证体系成熟，企业可依托外销渠道平稳消化过剩产能，对冲国内鲜菇价格周期波动风险。

4. 双孢菇产业链覆盖全层级，产品布局更丰富。双孢菇可覆盖初级、中端、高端全链条深加工品类：初级加工包含盐渍菇、速冻整菇/切片、罐装食用菌；中端加工涵盖菌菇酱料、预制菜配菜、冻干菌片、复合菌汤包；高端加工可提取蘑菇多糖、膳食纤维等功能性原料，应用于保健品、植物基肉制品领域。

5. 产业经营效益差异：双孢菇深加工盈利性更强，企业投产意愿更高。国内金针菇价格长期低位运行，浅加工产品利润空间被持续压缩，企业布局深加工项目的盈利动力不足。国内双孢菇工厂化产能集中度持续提升，散户落后产能加速出清，行业价格波动更为平稳；同时加工端可有效利用开伞菇、次等菇等非标原料，实现低值废料资源化利用，进一步拉高整体生产利润，头部菌企布局深加工产线的主动性与经济效益远高于金针菇赛道。

中国食用菌消费升级不只体现在多吃鲜菇，还体现在“怎么吃得更方便、更健康、更有功能性”。菌菇类加工产品因“高蛋白、低脂肪、多糖、矿质元素丰富”等特征，更容易承接健康食品逻辑。

5. 盈利预测及投资评级

我们认为金针菇价格依然处于回升周期，短期内双孢菇竞争格局及价格也较为稳定，下游存在需求提升空间。公司核心业务依然处于强周期当中，虫草业务存在想象空间，提供业绩弹性。我们预计公司 2026-2028 年净利润分别为 4.41/4.12/4.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.12/1.05/1.08 元。当前股价对应 2026-2028 年 PE 值分别为 8/9/9 倍。首次覆盖，给与“推荐”评级。

6. 风险提示

双孢菇及金针菇扩产、产能利用率提升，行业竞争加剧；下游需求不及预期；蔬菜价格整体下滑。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	2830	3403	3808	4105	4444	营业收入	1935	2098	2534	2651	2832
货币资金	1191	1450	1521	1591	1699	营业成本	1532	1498	1769	1929	2087
应收账款	36	43	50	53	56	营业税金及附加	4	4	5	6	6
其他应收款	3	7	8	9	9	营业费用	158	159	182	183	187
预付款项	23	33	33	33	33	管理费用	85	90	121	110	116
存货	1252	1517	1809	1992	2177	财务费用	47	27	43	39	38
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	16	17	18	19	19
非流动资产合计	3361	3686	3617	3796	3764	资产减值损失	13.08	6.24	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	61	72	72	72	72	公允价值变动收益	15.22	12.93	14.07	13.50	13.79
固定资产	2506	2513	2564	2551	2420	投资净收益	12.89	11.97	13.17	14.48	15.93
无形资产	342	359	368	376	383	加：其他收益	19.20	22.11	20.65	21.38	21.02
其他非流动资产	16	81	65	52	51	营业利润	125	335	441	413	427
资产总计	6191	7089	7426	7901	8209	营业外收入	2.78	1.28	2.03	1.66	1.84
流动负债合计	1714	1432	1416	1466	1479	营业外支出	1.40	0.88	0.88	1.05	0.94
短期借款	615	458	458	458	458	利润总额	127	336	442	413	427
应付账款	119	190	178	218	223	所得税	0	1	2	2	2
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	127	335	440	412	426
一年内到期的非流动负债	695	462	462	462	462	少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1
非流动负债合计	1158	2123	2031	2041	2054	归属母公司净利润	128	335	441	412	427
长期借款	1059	1881	1881	1881	1881	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2872	3555	3448	3507	3533	成长能力	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	2	8	8	7	6	营业收入增长	0.21%	8.43%	20.77%	4.62%	6.83%
实收资本（或股本）	393	393	393	393	393	营业利润增长	-21.21%	167.86%	31.48%	-6.40%	3.33%
资本公积	2024	2027	2031	2035	2039	归属于母公司净利润增长	19.77%	161.63%	31.74%	-6.55%	3.43%
未分配利润	958	1161	1570	1956	2353	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3317	3526	3970	4387	4817	毛利率(%)	20.84%	28.60%	30.20%	27.25%	26.32%
负债和所有者权益	6191	7089	7426	7901	8209	净利率(%)	6.54%	15.95%	17.38%	15.53%	15.03%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.07%	4.73%	5.94%	5.22%	5.20%
						ROE(%)	3.86%	9.50%	11.11%	9.40%	8.85%
单位:百万元						偿债能力					
经营活动现金流	495	496	401	571	564	资产负债率(%)	46%	50%	46%	44%	43%
净利润	127	335	440	412	426	流动比率	1.65	2.38	2.69	2.80	3.00
折旧摊销	286.67	312.04	260.99	285.42	304.24	速动比率	0.92	1.32	1.41	1.44	1.53
财务费用	47	27	43	39	38	营运能力					
应收帐款减少	-9	-7	-6	-4	-3	总资产周转率	0.32	0.32	0.35	0.35	0.35
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	61	53	55	51	52
投资活动现金流	-284	-568	-289	-278	-199	应付账款周转率	13.00	13.60	13.77	13.40	12.86
公允价值变动收益	15	13	14	14	14	每股指标（元）					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.89	1.12	1.05	1.08
投资收益	13	12	13	14	16	每股净现金流(最新摊薄)	0.38	0.50	0.18	0.18	0.28
筹资活动现金流	-60	267	-42	-223	-256	每股净资产(最新摊薄)	8.44	8.97	10.10	11.15	12.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	-15	821	0	0	0	P/E	28.57	10.46	8.32	8.91	8.61
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.11	1.04	0.93	0.84	0.76
资本公积增加	0	4	4	4	4	EV/EBITDA	10.58	7.45	6.66	6.62	6.21
现金净增加额	151	195	71	70	109						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：茅台提价或推动白酒估值重估	2026-07-21
行业普通报告	食品饮料行业：《扩大消费“十五五”规划》获国务院批复，食品饮料迎来需求改善新周期	2026-07-15
行业深度报告	食品饮料行业 2026 年半年度策略：配置有望再平衡	2026-06-18
行业深度报告	食品饮料行业：从自由现金流看行业复苏趋势	2026-05-13
公司普通报告	甘源食品（002991.SZ）：经营拐点明确，渠道及产品步入健康轨道	2026-04-29
行业普通报告	食品饮料行业：PPI 同比转正，有望助推白酒批价同比转正	2026-04-10
行业普通报告	食品饮料：食品细分赛道景气度延续，成本成为关注点	2026-03-31
行业普通报告	食品饮料行业：以日鉴中，把握速冻行业新周期下投资机遇	2026-03-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526