

## 主业价格修复助力盈利弹性凸显

### 投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2026 年半年度报告，2026 年上半年公司实现营收 10.85 亿元，同比+19.55%，实现归母净利润 1.91 亿元，同比+176.51%；实现扣非后归母净利润 1.68 亿元，同比+207.93%。
- **点评：业绩大幅增长，主业景气度显著回升。**公司 2026 年上半年营收、利润均实现强劲增长，盈利能力得到显著修复。业绩增长的核心驱动力在于主营产品金针菇和双孢菇销售价格同比提升，带动毛利率大幅改善。分产品看，金针菇业务受益于行业去产能后供需格局的改善，价格回暖，报告期内实现营收 4.16 亿元，同比+29.83%，毛利率大幅提升 30.04 个百分点至 24.67%，成为利润增长的主要弹性来源。双孢菇业务作为公司业绩的“压舱石”，市场供需平稳，价格稳中有升，实现营收 6.38 亿元，同比+11.54%，并维持了 35.62% 的高毛利率水平，为公司贡献了稳定的利润。公司销售费用增速远低于营收增速，体现了良好的费用管控能力。
- **行业景气改善，双主业协同发展。**公司作为行业龙头，形成了金针菇和双孢菇协同发展的稳健业务结构。金针菇作为周期性产品，其产能收缩具有长期性，行业仍处于长期回暖周期，价格回升带动公司该业务板块盈利能力显著修复。双孢菇业务：作为公司业绩的“压舱石”，双孢菇业务继续保持稳健。公司在该领域具备技术和规模优势，毛利率稳定在 30% 以上，为公司提供了稳定的利润和现金流贡献。双孢菇业务的稳定发展，有效平滑了金针菇等单一品种的周期性波动风险。
- **多元化布局，冬虫夏草打开想象空间。**公司在稳固主业的同时，积极布局以冬虫夏草为代表的珍稀食药菌新业务，打造新的盈利增长点。公司投资设立河北众兴、汉中众兴以实施冬虫夏草工厂化生态繁育项目，同时新乡众兴、清水众兴的相关项目已建成投产。新业务已初见成效，上半年冬虫夏草（生态繁育）产品实现营业收入 2581.13 万元。尽管该业务目前仍面临技术稳定性、市场推广及价格波动等多重风险，但其高毛利特性为公司打开了长期成长空间，提供了估值弹性。
- **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 2026-2028 年 EPS 分别为 1.03 元、1.13 元、1.25 元，对应动态 PE 分别为 10/9/8 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         | 2025A   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 2,098   | 2,292  | 2,455  | 2,631  |
| 增长率           | 8.43%   | 9.23%  | 7.11%  | 7.16%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 335     | 385    | 422    | 469    |
| 增长率           | 161.63% | 14.85% | 9.77%  | 10.95% |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.89    | 1.03   | 1.13   | 1.25   |
| 净资产收益率 ROE    | 9.50%   | 10.03% | 10.06% | 10.19% |
| PE            | 16.33   | 10.21  | 9.30   | 8.38   |
| PB            | 1.63    | 1.02   | 0.94   | 0.85   |

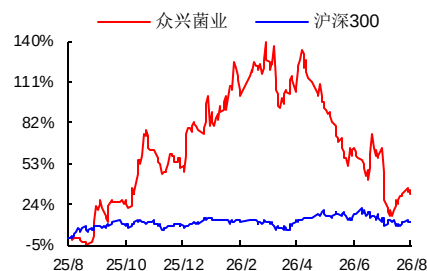
数据来源：Wind，西南证券

### 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)      | 3.75       |
| 流通 A 股(亿股)   | 3.72       |
| 52 周内股价区间(元) | 7.83-19.57 |
| 总市值(亿元)      | 39.27      |
| 总资产(亿元)      | 77.42      |
| 每股净资产(元)     | 9.50       |

### 相关研究

1. 众兴菌业（002772）：主营菇类盈利修复，人工虫草开启新增长极（2026-04-22）
2. 众兴菌业（002772）：主营回暖净利高增，冬虫夏草打开新成长空间（2026-03-24）
3. 众兴菌业（002772）：主业景气高增，新业务转向实际产出（2026-01-29）
4. 众兴菌业（002772）：三季度业绩大增，食用菌主业盈利修复（2025-10-30）
5. 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）

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元）       | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 现金流量表（百万元）        | 2025A       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入           | 2,098        | 2,292        | 2,455        | 2,631        | 净利润               | 335         | 383         | 420         | 466         |
| 营业成本           | 1,498        | 1,589        | 1,696        | 1,811        | 折旧与摊销             | 315         | 4           | 8           | 8           |
| 营业税金及附加        | 4            | 4            | 4            | 4            | 财务费用              | 57          | 54          | 51          | 47          |
| 销售费用           | 159          | 186          | 200          | 214          | 资产减值损失            | 7           | 0           | 0           | 0           |
| 管理费用           | 90           | 100          | 107          | 114          | 经营营运资本变动          | -200        | 141         | -64         | -69         |
| 财务费用           | 27           | 54           | 51           | 47           | 其他                | -18         | -15         | -15         | -16         |
| 资产减值损失         | -6           | 0            | 0            | 0            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>496</b>  | <b>566</b>  | <b>400</b>  | <b>436</b>  |
| 投资收益           | 12           | 16           | 17           | 18           | 资本支出              | -550        | -131        | -132        | -2          |
| 公允价值变动损益       | 13           | 0            | 0            | 0            | 其他                | -17         | 26          | 17          | 18          |
| 其他经营损益         | 22           | 25           | 26           | 29           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-568</b> | <b>-105</b> | <b>-115</b> | <b>16</b>   |
| <b>营业利润</b>    | <b>335</b>   | <b>383</b>   | <b>420</b>   | <b>467</b>   | 短期借款              | -157        | 0           | 0           | 0           |
| 其他非经营损益        | 0            | 0            | -0           | -1           | 长期借款              | 821         | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>    | <b>336</b>   | <b>383</b>   | <b>420</b>   | <b>466</b>   | 股权融资              | 7           | -18         | 0           | 0           |
| 所得税            | 1            | 0            | 0            | 0            | 支付股利              | -187        | -110        | -113        | -115        |
| 净利润            | 335          | 383          | 420          | 466          | 其他                | -218        | 466         | 0           | 0           |
| 少数股东损益         | -0           | -2           | -3           | -2           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>267</b>  | <b>337</b>  | <b>-113</b> | <b>-115</b> |
| 归属母公司股东净利润     | 335          | 385          | 422          | 469          | <b>现金流量净额</b>     | <b>195</b>  | <b>799</b>  | <b>171</b>  | <b>337</b>  |
|                |              |              |              |              |                   |             |             |             |             |
| 资产负债表（百万元）     | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 财务分析指标            | 2025A       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
| 货币资金           | 1,450        | 2,248        | 2,420        | 2,757        | <b>成长能力</b>       |             |             |             |             |
| 应收和预付款项        | 76           | 69           | 75           | 81           | 销售收入增长率           | 8.43%       | 9.23%       | 7.11%       | 7.16%       |
| 存货             | 1,517        | 1,333        | 1,413        | 1,519        | 营业利润增长率           | 167.86%     | 14.14%      | 9.66%       | 11.25%      |
| 其他流动资产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润增长率            | 161.63%     | 14.85%      | 9.77%       | 10.95%      |
| 长期股权投资         | 72           | 72           | 72           | 72           | EBITDA 增长率        | 53.63%      | -33.84%     | 8.70%       | 8.81%       |
| 投资性房地产         | 77           | 77           | 77           | 77           | <b>获利能力</b>       |             |             |             |             |
| 固定资产和在建工程      | 2,917        | 3,043        | 3,166        | 3,158        | 毛利率               | 28.60%      | 30.69%      | 30.92%      | 31.16%      |
| 无形资产和开发支出      | 359          | 359          | 359          | 359          | 三费率               | 13.19%      | 14.84%      | 14.60%      | 14.26%      |
| 其他非流动资产        | 81           | 72           | 72           | 72           | 净利率               | 15.95%      | 16.71%      | 17.10%      | 17.73%      |
| <b>资产总计</b>    | <b>7,089</b> | <b>7,809</b> | <b>8,189</b> | <b>8,630</b> | ROE               | 9.50%       | 10.03%      | 10.06%      | 10.19%      |
| 短期借款           | 458          | 458          | 458          | 458          | ROA               | 5.04%       | 5.14%       | 5.25%       | 5.55%       |
| 应付和预收款项        | 190          | 164          | 166          | 189          | ROIC              | 5.44%       | 6.07%       | 6.24%       | 6.45%       |
| 长期借款           | 1,881        | 1,881        | 1,881        | 1,881        | EBITDA/销售收入       | 31.72%      | 19.21%      | 19.50%      | 19.80%      |
| 其他负债           | 1,026        | 1,463        | 1,483        | 1,503        | <b>营运能力</b>       |             |             |             |             |
| <b>负债合计</b>    | <b>3,555</b> | <b>3,966</b> | <b>3,988</b> | <b>4,031</b> | 总资产周转率            | 0.32        | 0.31        | 0.31        | 0.31        |
| 股本             | 393          | 375          | 375          | 375          | 固定资产周转率           | 0.84        | 0.91        | 0.96        | 1.02        |
| 资本公积           | 2,027        | 2,027        | 2,027        | 2,027        | 应收账款周转率           | 52.92       | 56.40       | 60.77       | 60.10       |
| 留存收益           | 1,248        | 1,576        | 1,937        | 2,337        | 存货周转率             | 1.08        | 1.11        | 1.24        | 1.24        |
| 归属母公司股东权益      | 3,526        | 3,836        | 4,196        | 4,596        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 |             |             |             |             |
| 少数股东权益         | 8            | 7            | 4            | 2            | <b>资本结构</b>       |             |             |             |             |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>3,534</b> | <b>3,842</b> | <b>4,200</b> | <b>4,598</b> | 资产负债率             | 50.14%      | 50.79%      | 48.70%      | 46.71%      |
| 负债和股东权益合计      | 7,089        | 7,809        | 8,189        | 8,630        | 带息债务/总负债          | 81.30%      | 84.55%      | 84.09%      | 83.19%      |
|                |              |              |              |              | 流动比率              | 2.38        | 2.18        | 2.29        | 2.47        |
|                |              |              |              |              | 速动比率              | 1.29        | 1.43        | 1.51        | 1.66        |
|                |              |              |              |              | 股利支付率             | 50.34%      | 14.61%      | 14.61%      | 14.61%      |
|                |              |              |              |              | <b>每股指标</b>       |             |             |             |             |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2025A</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> | 每股收益              | 0.89        | 1.03        | 1.13        | 1.25        |
| EBITDA         | 666          | 440          | 479          | 521          | 每股净资产             | 8.97        | 10.24       | 11.20       | 12.27       |
| PE             | 16           | 10           | 9            | 8            | 每股经营现金            | 1.26        | 1.51        | 1.07        | 1.16        |
| PB             | 2            | 1            | 1            | 1            | 每股股利              | 0.45        | 0.15        | 0.16        | 0.18        |
| PS             | 3            | 2            | 2            | 1            |                   |             |             |             |             |
| EV/EBITDA      | 11           | 11           | 10           | 9            |                   |             |             |             |             |
| 股息率            | 3.08%        | 1.43%        | 1.57%        | 1.74%        |                   |             |             |             |             |

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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       | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|----------|-------------|--------------------------|
| 上海 | 崔露文 | 上海公募销售主管 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn          |
|    | 张方毅 | 私募销售主管   | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn          |
|    | 戴剑箫 | 销售岗      | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn        |
|    | 李嘉隆 | 销售岗      | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn       |
|    | 叶佳缘 | 销售岗      | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn         |
|    | 贾文婷 | 销售岗      | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn      |
|    | 毛玮琳 | 销售岗      | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn          |
|    | 张大炜 | 销售岗      | 13163027178 | zhangdaw@swsc.com.cn     |
|    | 张怀文 | 销售岗      | 18800275611 | zhanghuaiwen@swsc.com.cn |
|    | 苏湖  | 销售岗      | 18913127448 | suhu1997@swsc.com.cn     |
| 北京 | 李杨  | 北京公募销售主管 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn         |
|    | 姚航  | 北京保险销售主管 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn        |
|    | 张岚  | 销售岗      | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn     |
|    | 杨薇  | 销售岗      | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售岗      | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn      |
|    | 刘艳  | 销售岗      | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn     |
| 广深 | 高欣  | 广深销售主管   | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn       |
|    | 龚之涵 | 销售岗      | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn       |
|    | 文柳茜 | 销售岗      | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn          |
|    | 林哲睿 | 销售岗      | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn          |
|    | 黄诗洁 | 销售岗      | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn          |
|    | 周玥  | 销售岗      | 18580531950 | zhy1997@swsc.com.cn      |
|    | 彭志伟 | 销售岗      | 15521604635 | pzhw@swsc.com.cn         |