

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

供给出清已见效，金针菇进入景气修复周期

核心观点：

- 金针菇本轮景气修复的核心变量是供给收缩。2023—2024 年行业产能处于高位，金针菇价格持续下行，企业盈利被明显压缩，随后头部公司开始主动减产、转产并压缩金针菇资本开支。众兴将部分金针菇产线转向冬虫夏草，华绿将部分产线转向鹿茸菇，雪榕也明显放缓新增产能投放。随着边际供给退出，2025H2 开始行业供需关系改善，金针菇价格中枢进入修复阶段。
- 2026Q1 三家龙头利润同步大幅改善，已经验证价格上涨能够顺利传导到行业盈利。雪榕 Q1 归母净利润 1.73 亿元，同比增长 2291%；众兴 Q1 归母净利润 1.63 亿元，同比增长 238%；华绿 Q1 同样实现利润大幅增长，三家公司业绩变化均明确指向金针菇售价提升。从收入、毛利率到利润端均出现同步改善，说明本轮价格反弹已经不只是现货市场波动，而是开始兑现为行业盈利修复。2025H2 以来的价格变化和 2026Q1 财报形成了较完整的景气验证链条。
- Q2 金针菇价格回落，反映淡季需求走弱和阶段性供给恢复，但目前还看不到供给重新失控。一季度高价会刺激部分边际产能恢复开工，同时二季度蔬菜供应增加、火锅等消费场景转弱，金针菇价格随之明显回落，雪榕、华绿 Q2 盈利也重新承压。雪榕半年报明确提到，二季度主要产品售价下降，并计提较大规模存货跌价准备。但头部企业目前仍没有重新进入金针菇大扩产周期，因此 Q2 更接近景气修复过程中的阶段性回撤，供给约束的方向尚未发生改变。
- 当前金针菇行业处于景气修复期，但仍属于强周期品种，价格和利润波动会比较大。雪榕和华绿的金针菇业务占比较高，因此 Q1 价格上涨时利润弹性很强，Q2 价格回落时利润也快速下滑；众兴由于双孢菇收入占比接近六成，且双孢菇毛利率更高，盈利表现相对更稳。这说明金针菇行业的盈利改善已经成立，但距离稳定高景气还有距离。目前的景气判断是：行业已经走出 2023—2024 年的低谷，处于供给出清后的修复阶段。

风险提示：

上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

一、价格反转已落地，利润端完成景气验证

金针菇行业的第一轮景气修复已经完成了从价格端到盈利端的验证。2023 年行业工厂化日产量升至历史高位后，供给压力持续释放，2024 年全国鲜金针菇年均批发价降至 5.93 元/公斤，同比下降 9.88%，头部企业盈利受到明显压制。进入 2025 年下半年，金针菇价格开始企稳回升，众兴菌业年报也明确披露金针菇下半年价格回升、全年恢复盈利，行业运行由持续下行转入修复阶段。

图 1 2021 年至今全国金针菇批发均价

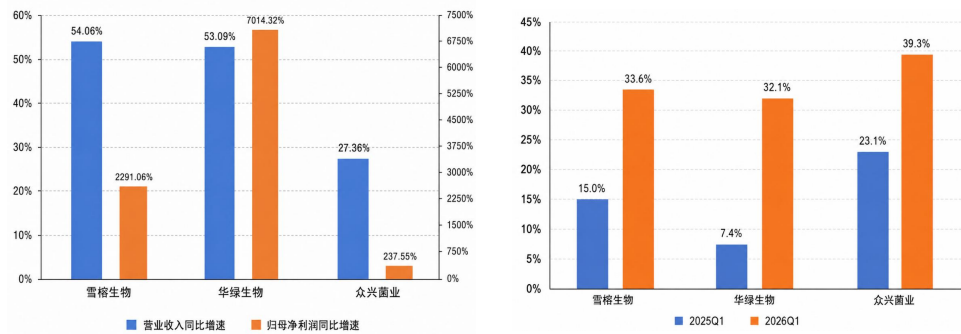


资料来源：iFind、第一创业研究所整理

2026 年一季度价格进一步上行，三家龙头收入、利润和毛利率同时出现明显改善。雪榕生物实现营业收入 6.79 亿元，同比增长 54.06%，归母净利润 1.73 亿元，同比增长 2291.06%；华绿生物实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 53.09%，归母净利润 1.10 亿元，同比增长 7014.32%；众兴菌业实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 27.36%，归母净利润 1.63 亿元，同比增长 237.55%。

价格上涨对利润的传导主要体现在单位产品毛利快速恢复。按照一季报收入与营业成本测算，2026Q1 雪榕生物综合毛利率约 33.6%，较 2025Q1 的 15.0%提升约 18.6 个百分点；华绿生物综合毛利率约 32.1%，较上年同期的 7.4%提升约 24.7 个百分点；众兴菌业综合毛利率约 39.3%，较上年同期的 23.1%提升约 16.2 个百分点。三家企业毛利率同步大幅改善，与金针菇价格上涨的时间窗口高度一致，说明价格修复已经越过了单纯的收入增长阶段，开始直接转化为利润弹性。

图 2 26Q1 三家菌类公司营收/归母同比及毛利率 (%)



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

这一轮盈利改善的强度，与金针菇业务的成本结构有关。工厂化金针菇生产中，折旧、人工、能源等成本相对刚性，产量在短期内变化有限，因此售价上涨后，新增收入中的较大部分可以直接转化为毛利。2024 年低价阶段，产品售价接近成本线时企业盈利被快速压缩；2025H2 以来价格中枢回升后，同一套产能对应的单位盈利明显改善，形成较强的经营杠杆。

因此，从价格、毛利率和利润三个层面看，金针菇行业已经走出 2023—2024 年的盈利低谷，2025H2 形成价格拐点，2026Q1 完成盈利端确认。这一阶段可以确认行业景气方向已经发生变化。

二、供给收缩推动行业再平衡，产能逻辑成为本轮周期核心变量

金针菇行业过去几年经历了较为明显的产能扩张周期，2023 年工厂化金针菇日产量达到历史高位，供给快速增长导致行业竞争加剧，产品价格持续承压。随着低价环境持续，行业盈利能力下降，部分企业开始主动调整产能结构，推动供给端逐步收缩。

从行业供给变化来看，本轮金针菇价格修复并非需求端大幅增长驱动，而是供给压力缓解后的价格重估。金针菇属于高度工业化品种，全国工厂化率较高，生产端集中度较高，因此头部企业产能调整对行业供需平衡具有较强影响。2024 年以来，在持续低价压力下，部分企业开始减少金针菇产能投放，并通过产品结构调整降低单一品种周期波动影响。

具体来看，头部企业均出现了金针菇产能调整。众兴菌业此前金针菇日产能约 780 吨，后将部分金针菇产线转为冬虫夏草项目，金针菇日产能下降至约 675 吨；华绿生物将部分金针菇产线改造为鹿茸菇等其他品种，金针菇日产能由约 750 吨下降至约 650 吨；雪榕生物则在行业低迷阶段降低资本开支节奏，未继续推动金针菇大规模扩产。

表 1 三家公司金针菇产能变化

公司	调整前金针菇日产能	当前金针菇日产能	调整方向
众兴菌业	780 吨/日	675 吨/日	将 105 吨/日金针菇产线改造为冬虫夏草产线，主动压缩金针菇供给
华绿生物	约 750 吨/日	650 吨/日	将约 100 吨/日金针菇产线改造为鹿茸菇产线，新增投资转向其他品种
雪榕生物	1,365 吨/日 (2025 年口径)	未明确披露前值	未再推进大规模金针菇扩产，放缓资本开支；原贵港项目由 12 万吨压缩至 4.6 万吨并结项，扩产节奏明显收缩

资料来源：iFind、公司公告、第一创业研究所整理

上一轮周期中，价格下跌主要来自产能快速释放，而本轮价格回升后，企业并未立即启动新一轮扩产，说明行业资本行为已经由追求规模增长转向关注盈利质量。对于周期品而言，需求恢复只能推动价格上涨，而供给约束决定盈利改善能够持续多久；当前金针菇行业的供给弹性相比上一轮扩张期已经明显下降。

从企业经营策略看，头部公司正在通过品种调整降低单一周期暴露。众兴菌业近年来持续推进双孢菇业务发展，2026H1 双孢菇业务实现收入 6.38 亿元，占公司营业收入 58.82%，成为新的利润支撑；华绿生物新增产能更多布局鹿茸菇、牛肝菌等品种；雪榕生物亦通过优化生产结构改善经营稳定性。

因此，当前金针菇行业的核心变化并非简单的价格上涨，而是经历两年低价竞争后，行业供给行为发生改变。产能退出、扩产放缓以及品种结构调整共同降低了未来供给增长弹性，为价格中枢修复提供基础。

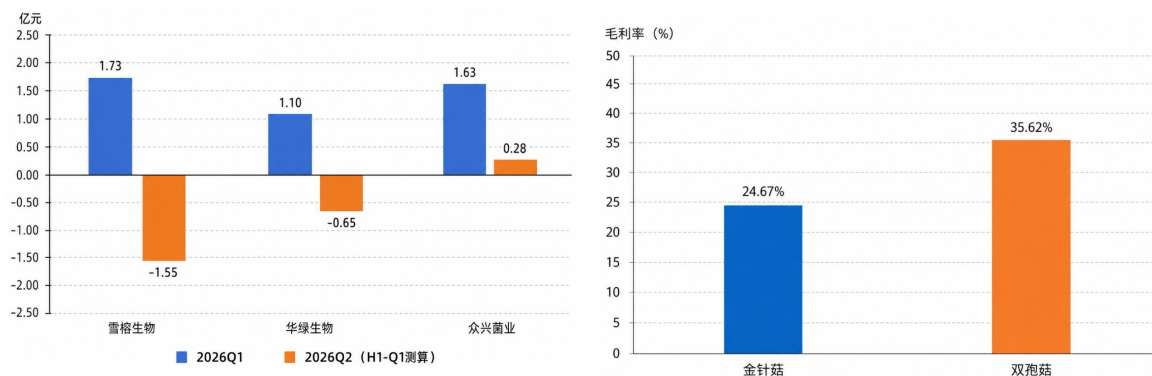
三、Q2 利润分化验证周期属性，产品结构决定盈利韧性

2026 年二季度金针菇价格回落后，行业盈利表现出现分化，进一步验证金针菇仍属于价格驱动型周期品种。2026H1 三家公司整体实现盈利修复，但拆分季度来看，Q1 价格上涨带来的利润释放在 Q2 出现明显回落，行业盈利仍高度依赖金针菇价格变化。

从季度盈利表现看，华绿生物、雪榕生物利润均主要集中于一季度。华绿生物 2026Q1 实现归母净利润 1.10 亿元，2026H1 归母净利润为 4475 万元，意味着二季度单季度利润明显回落；雪榕生物 2026Q1 实现归母净利润 1.73 亿元，而 2026H1 归母净利润仅为 1814 万元，二季度盈利承压更加明显。公司公告显示，二季度主要产品售价下降，同时计提存货跌价准备 7089 万元，进一步影响利润表现。相比之下，众兴菌业盈利表现相对稳定。公司 2026H1 实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 185.31%，较 2026Q1 单季度利润进一步下降，但仍保持盈利水平。差异的核心并非单纯来自成

本控制，而是产品结构不同。众兴菌业近年来持续推进双孢菇业务发展，2026H1 双孢菇收入 6.38 亿元，占主营业务收入 58.82%，毛利率达到 35.62%；同期金针菇收入 4.16 亿元，占比 38.36%，毛利率 24.67%。

图 3 2026 以来三家食用菌公司归母净利润对比，及食用菌毛利率对比（亿元，%）



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

表 2 三家食用菌公司产品结构对比

公司	2026H1营业收入 (亿元)	已披露核心品种数据	结构特征
雪榕生物	12.99	金针菇为核心品种，2026H1金针菇产量约8.25万吨	单一品种暴露较高
华绿生物	8.17	金针菇收入4.24亿元，占总营收约51.9%	金针菇仍为主要收入来源
众兴菌业	10.85	双孢菇收入6.38亿元，占58.82%；金针菇收入4.16亿元，占38.36%	双孢菇已成为利润底盘

资料来源：iFind、第一创业研究所整理

从行业角度看，金针菇价格上涨阶段，金针菇业务占比较高的企业具备更强利润弹性；但价格回调阶段，盈利波动同样更加明显。2026Q1 三家公司毛利率同步提升，验证价格改善能够快速传导至利润端；而 Q2 价格回落后的利润分化，则体现出不同产品结构对于周期波动的缓冲能力。

因此，本轮周期修复过程中，企业竞争力的差异正在从单纯的产能规模转向产品结构优化能力。金针菇仍是决定行业景气弹性的核心品种，而双孢菇、鹿茸菇等新品种布局，则有助于降低单一品种价格波动对企业盈利的影响。

四、供给约束延续，行业盈利中枢有望维持修复

经历 2026Q2 价格回落后，市场对于金针菇行业景气持续性的核心关注点在于前期价格上涨是否会重新刺激行业扩产，从而导致供给再次过剩。从目前行业供给行为来看，本轮周期与上一轮扩产周期存在明显差异，企业资本开支仍保持谨慎，行业供给弹性尚未明显释放。

金针菇行业此前经历快速扩张阶段，2023 年工厂化金针菇日产量达到历史高位，供给增长推动产品价格持续下行。2024 年全国鲜金针菇批发均价降至 5.93 元/公斤，行业盈利能力明显承压，企业开始调整产能策略。从头部企业行为看，行业调整主要体现在存量产能优化，而非新增产能扩张。众兴菌业将部分金针菇产线调整至冬虫夏草项目，降低金针菇供给；华绿生物将部分金针菇产线转向鹿茸菇等其他品种，优化产品结构。上述调整表明，经历上一轮供给过剩后，企业扩产策略已发生变化，行业资本开支由规模扩张转向盈利质量改善。

周期品价格上涨通常伴随新增供给释放，但工厂化食用菌行业具有投资金额较大、产能建设周期较长、折旧成本较高等特点，企业扩产需要较强盈利预期支撑。当前金针菇价格虽较 2024 年低位明显修复，但头部企业仍未重新进入大规模扩产阶段。一方面，上一轮周期形成的供给过剩仍使企业更加关注资产回报率；另一方面，龙头企业正在通过双孢菇、鹿茸菇等品种布局降低单一品种周期风险。因此，本轮价格修复并未带来供给快速回升，行业供需格局仍处于改善阶段。

尽管行业供给格局较此前改善，但金针菇仍属于典型价格驱动型品种，需求端增长空间有限，企业盈利仍将围绕价格波动展开。2026Q2 金针菇价格较一季度高位回落后，雪榕生物和华绿生物盈利均出现明显下降，验证行业利润对于价格变化具有较高敏感性。相比之下，众兴菌业由于双孢菇业务占比提升，盈利波动相对较小。因此，未来行业盈利改善并不意味着进入长期成长周期，而更接近供给约束下的盈利修复周期。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140