

## 众兴菌业（002772）

## 业绩拐点现，发力虫草新征程

买入（首次）

2026 年 04 月 02 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2024A   | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 1,935   | 2,098  | 2,305  | 2,507  | 2,694  |
| 同比（%）         | 0.21    | 8.43   | 9.87   | 8.76   | 7.44   |
| 归母净利润（百万元）    | 128.03  | 334.96 | 378.65 | 427.85 | 478.35 |
| 同比（%）         | (19.77) | 161.63 | 13.04  | 12.99  | 11.80  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.34    | 0.89   | 1.01   | 1.14   | 1.28   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 48.30   | 18.46  | 16.33  | 14.45  | 12.93  |

## 投资要点

- **国内食用菌工厂化领军企业，2025 年业绩触底反弹。**公司 2005 年成立、2015 年上市，实控人陶军与田德合计持股 35.93%，12 大生产基地覆盖全国五大区域，贴近原料产地与消费市场。营收长期保持稳健，双孢菇于 2023 年成为第一大产品，产品结构与区域布局同步优化，华东、西南为核心增长区域。近几年因金针菇价格低迷导致利润受损，2025 年业绩显著改善，核心得益于双孢菇稳定盈利、金针菇价格回暖及费用率持续优化。
- **食用菌行业格局持续优化，工厂化率提升、龙头集中度提高，高附加值品种成为增长新动力。**近年来，国家政策已将食用菌上升至国家食物安全战略高度，全链条的扶持政策为公司在种业振兴和标准化生产方面提供了有利的外部环境。2024 年行业产值超 4200 亿元，工厂化产量快速增长。公司在全国工厂化食用菌日产量超百吨的企业中位列第二，核心支柱双孢菇业务日产能达 450-500 吨，占据国内工厂化产量 40%，且毛利率稳定在 34%以上，具备极强的行业主导权。针对金针菇市场此前的产能过剩，公司作为头部企业主动进行产能收缩与技术改造，通过压缩产能推动了 2025 年下半年起的价格底部回暖。北虫草量产规模快速扩大，人工培育冬虫夏草技术突破、成本下降，成为高毛利新赛道。叠加“大食物观”、产业高质量发展等政策支持，食用菌行业从规模扩张转向品质升级，高附加值品种与工厂化龙头持续受益。
- **凭借全国化布局、多品种战略与技术研发构筑核心竞争壁垒。**公司依托全国化布局的规模效应实现降本增效，在成本端，全国基地就近取材、就近销售，叠加规模化生产，有效摊薄原料、物流与固定成本，形成显著成本优势；通过规模化生产，公司整体费用率已从 2018 年的 19.55%显著降至 2025 年的 13.99%。在技术创新层面，公司 2024 年研发投入位于行业前列，成功培育出“众福 1 号”等自主品种，正逐步摆脱对国外菌种的依赖。具前瞻性的是，公司正全力抢占珍稀食用菌高地，在甘肃和四川重点布局冬虫夏草工厂化仿生培育项目，人工虫草成本远低于野生产品价格，且净利率较高。凭借深厚的技术积淀与高毛利品种的突破，众兴菌业正从传统生产商向具备全产业链溢价能力的现代化生物农业领军者转型。
- **盈利预测与投资评级：**目前公司金针菇品类盈利持续修复，双孢菇产品成长稳健，新品类冬虫夏草（生态繁育）投产顺利。我们预计公司 26-28 年营收分别为 23.1/25.1/26.9 亿元，同增 9.9%/8.8%/7.4%。26-28 年归母净利润分别为 3.8/4.3/4.8 亿元，同增 13.0%/13.0%/11.8%。对应 PE 分别为 16/14/13X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**冬虫夏草投产进展不及预期，行业竞争风险，下游需求不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 16.50      |
| 一年最低/最高价      | 7.07/19.73 |
| 市净率(倍)        | 1.84       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6,131.72   |
| 总市值(百万元)      | 6,183.25   |

## 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 8.97   |
| 资产负债率(% ,LF) | 50.14  |
| 总股本(百万股)     | 374.74 |
| 流通 A 股(百万股)  | 371.62 |

## 内容目录

|                                        |           |
|----------------------------------------|-----------|
| <b>1. 公司概况：聚焦食用菌，工厂化龙头蓄力高质发展</b>       | <b>5</b>  |
| 1.1. 行业龙头，股权高度集中，全国基地布局并积极拓展高附加值新业务    | 5         |
| 1.2. 营收稳健增长，双孢菇成利润核心，2025 年业绩触底反弹      | 6         |
| <b>2. 食用菌行业：市场格局优化，产能回归理性，行业规模持续增长</b> | <b>10</b> |
| 2.1. 金针菇：头部企业主动收缩产能，价格底部回暖             | 11        |
| 2.2. 双孢菇：行业产能稳定，高壁垒支撑高盈利，众兴菌业领跑        | 13        |
| 2.3. 北虫草、冬虫夏草：消费升级驱动，产业化加速，高毛利品种成新增长点  | 14        |
| 2.4. 工厂化加速，龙头集中，高附加值品种引领高质量发展          | 17        |
| <b>3. 竞争优势：多维布局，构筑核心护城河</b>            | <b>18</b> |
| 3.1. 全国化布局+规模效应：降本增效，构筑成本护城河           | 18        |
| 3.2. 多品种战略：金针菇+双孢菇双轮驱动，冬虫夏草蓄势待发        | 20        |
| 3.3. 技术深耕与研发加码：驱动菌种自主与工艺升级，抢占创新高地      | 22        |
| <b>4. 盈利预测与投资建议</b>                    | <b>23</b> |
| 4.1. 盈利预测                              | 23        |
| 4.2. 投资建议                              | 24        |
| <b>5. 风险提示</b>                         | <b>25</b> |

## 图表目录

|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图 1:  | 公司发展历程.....                          | 5  |
| 图 2:  | 公司主要产品.....                          | 5  |
| 图 3:  | 股权架构图（截至 2025 年 12 月 31 日）.....      | 6  |
| 图 4:  | 2018-2025 年营业收入及同比增长率.....           | 7  |
| 图 5:  | 2018-2025 年归母净利润及同比增长率.....          | 7  |
| 图 6:  | 2018-2025 年分产品营收结构（亿元）.....          | 7  |
| 图 7:  | 2025 年各产品营收占比.....                   | 7  |
| 图 8:  | 2018-2025 年分地区营收结构（亿元）.....          | 8  |
| 图 9:  | 2025 年各地区营收占比.....                   | 8  |
| 图 10: | 2018 年至今销售毛利率及销售净利率走势.....           | 9  |
| 图 11: | 2018-2025 年公司主要产品毛利率走势.....          | 9  |
| 图 12: | 2018-2025 年公司费用率走势.....              | 9  |
| 图 13: | 金针菇大宗价格走势（元/公斤）.....                 | 9  |
| 图 14: | 2018-2024 年食用菌行业年产值（亿元）.....         | 10 |
| 图 15: | 2018-2023 食用菌工厂化生产量（万吨）.....         | 10 |
| 图 16: | 2018-2024 年金针菇产量（万吨）.....            | 12 |
| 图 17: | 2023 食用菌工厂化生产主要品类.....               | 12 |
| 图 18: | 2018-2023 年工厂化金针菇日产量（吨）.....         | 12 |
| 图 19: | 大宗价：金针菇（元/公斤）.....                   | 13 |
| 图 20: | 2018-2024 年双孢菇产量（万吨）.....            | 13 |
| 图 21: | 2018-2023 年工厂化双孢菇日产量（吨）.....         | 13 |
| 图 22: | 批发均价：食用菌：双孢菇：寿光地利（元/公斤）.....         | 14 |
| 图 23: | 2018-2024 年北虫草产量（吨）.....             | 15 |
| 图 24: | 2020-2024 年冬虫夏草总产量（吨）.....           | 16 |
| 图 25: | 天然冬虫夏草年均产量（吨）.....                   | 16 |
| 图 26: | 2015-2025 年冬虫夏草出口数量（千克）.....         | 16 |
| 图 27: | 天然冬虫夏草产值测算（亿元）.....                  | 16 |
| 图 28: | 市场价：冬虫夏草：当月值（元/千克）.....              | 17 |
| 图 29: | 公司控股子公司区域分布.....                     | 20 |
| 图 30: | 2018 年至今众兴菌业与雪榕生物销售毛利率.....          | 22 |
| 图 31: | 2018 年-2025Q1-3 公司与同行研发投入对比（万元）..... | 23 |
| 表 1:  | 2023 年食用菌行业工厂化生产龙头日产量.....           | 11 |
| 表 2:  | 2025 年金针菇工厂化生产龙头日产量.....             | 12 |
| 表 3:  | 2025 年双孢菇工厂化生产龙头日产量.....             | 14 |
| 表 4:  | 北虫草与冬虫夏草.....                        | 15 |
| 表 5:  | 食用菌相关政策.....                         | 18 |
| 表 6:  | 公司生产基地概况.....                        | 19 |
| 表 7:  | 公司冬虫夏草项目进展.....                      | 21 |
| 表 8:  | 2025 年公司研发项目进展.....                  | 23 |
| 表 9:  | 2026-2028 年公司盈利预测（单位：百万元）.....       | 24 |

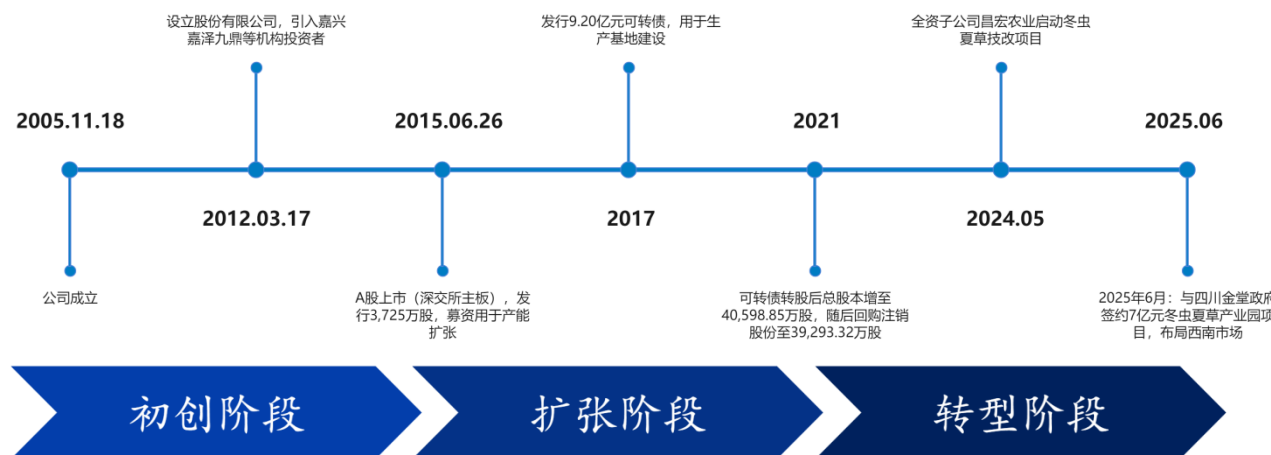
|                     |    |
|---------------------|----|
| 表 10: 可比公司估值情况..... | 25 |
|---------------------|----|

## 1. 公司概况：聚焦食用菌，工厂化龙头蓄力高质发展

### 1.1. 行业龙头，股权高度集中，全国基地布局并积极拓展高附加值新业务

天水众兴菌业科技股份有限公司位于甘肃天水国家农业科技园区，是一家致力于食（药）用菌研发、生产以及销售的国家级农业产业化重点龙头企业，中国食用菌协会副会长单位、国家高新技术企业，2005年11月18日由陶军、田德出资创立，2015年6月在深圳证券交易所上市（股票代码：002772）。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，目前主要产品有金针菇、双孢菇，近年来，公司积极布局冬虫夏草等高附加值新业务，提升抗风险能力。此外，公司在行业中占据领先地位，生产基地网络覆盖东中西部，主要产品产能高。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：公司主要产品



双孢菇



金针菇



北虫草

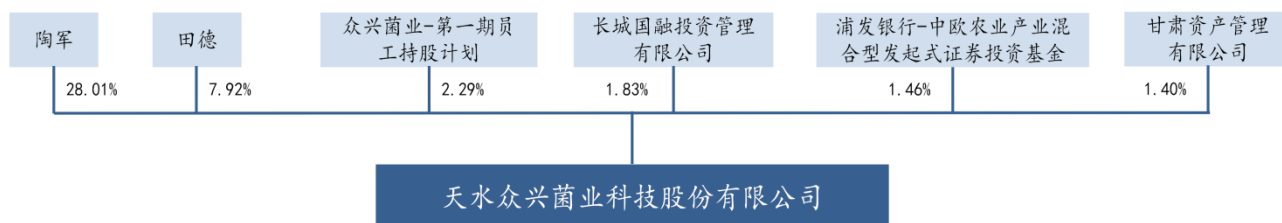
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司的股权结构呈现核心自然人通过一致行动关系高度集中、机构投资者多元参与



的特征。截至 2025 年 12 月 31 日，前十大股东合计持股比例为 46.07%，其中实际控制人陶军作为一致行动人核心成员，以 28.01% 的持股比例稳居第一大股东，田德作为一致行动人持股 7.92%，二者通过一致行动关系合计持股 35.93%，构成公司绝对控制力量；其余股东包括天水众兴菌业科技股份有限公司-第一期员工持股计划（2.29%）、长城国融投资管理（1.83%）、浦发银行-中欧农业产业混合型发起式证券投资基金（1.46%）甘肃资产管理（1.40%）等境内外机构。

图3：股权架构图（截至 2025 年 12 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

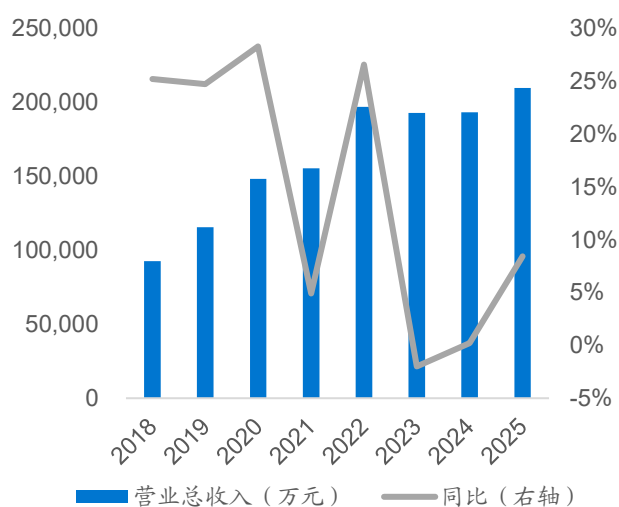
公司通过控股及参股子公司构建全国性生产基地布局并推动业务多元化。公司具备可以辐射全国的多产地布局，12 个生产基地覆盖西北（甘肃武威、陕西杨凌）、华北（山东德州、河南新乡、河南安阳）、华东（江苏徐州、江苏淮安、安徽滁州、安徽蚌埠）、华中（湖北孝感）、西南（四川眉山、四川金堂）地区，通过合理的全国布局，有利于发挥产品更加贴近消费市场、配送物流成本大幅降低、产品保持新鲜品质供应的优势。此外，公司进行高附加值品种拓展（冬虫夏草）以及大规模的产能扩张（涟水产业园项目投资 5.5 亿元、西南总部项目投资 7 亿元），核心目标在于巩固双孢菇市场的领导地位，拓展冬虫夏草等高毛利新业务，并提升整体盈利能力与抗风险能力。

## 1.2. 营收稳健增长，双孢菇成利润核心，2025 年业绩触底反弹

公司营收规模保持稳健，利润端受金针菇价格波动影响显著。2022 年至 2025 年，公司整体营收规模始终稳定在 19 亿元以上，展现出较强的经营韧性，2025 年公司总营收达 20.98 亿元，同比增长 8.43%，重回增长轨道。公司核心品类为**双孢菇**（第一大产品）和**金针菇**（第二大产品），2025 年二者营收占比分别为 59.49% 和 38.7%。双孢菇凭借高毛利率和产能扩张（湖北基地满产）驱动稳定增长，2022-2025 年，公司双孢菇营收年复合增长率为 11.32%。金针菇的营收近年来存在压力，2022 年之后持续下滑。

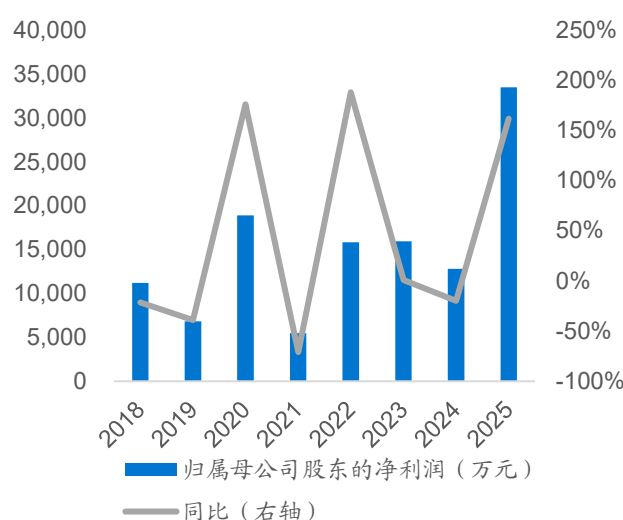
2025 年业绩实现显著触底反弹，核心驱动来自双孢菇稳健增长及金针菇价格修复。2025 年，公司归母净利润达到 3.35 亿元，同比大幅增长 161.63%。此次强劲反弹的核心驱动因素在于：首先，双孢菇业务作为利润支柱保持稳健增长；其次，公司作为金针菇行业龙头，通过主动减产有效推动了金针菇品类的价格修复，成功扭转了 2024 年该业务的亏损局面；此外，新业务冬虫夏草的高毛利贡献也为整体利润增长增添了新动力。

图4：2018-2025 年营业收入及同比增长率



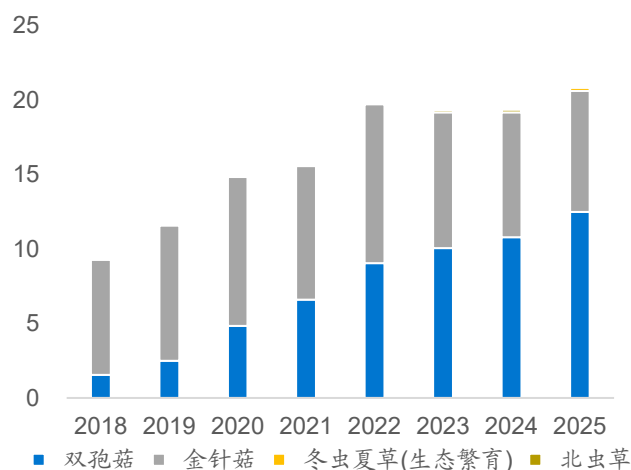
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2025 年归母净利润及同比增长率



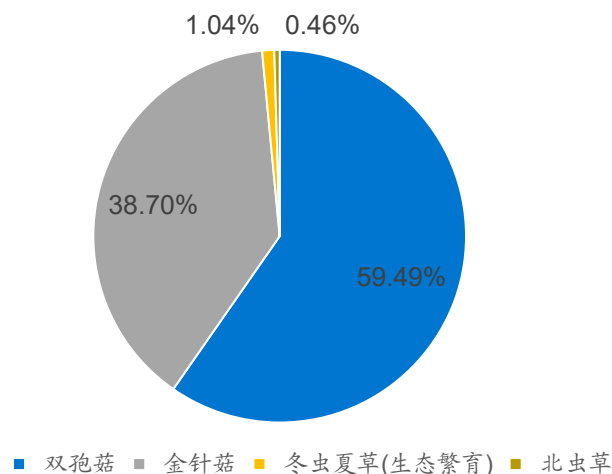
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2025 年分产品营收结构（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

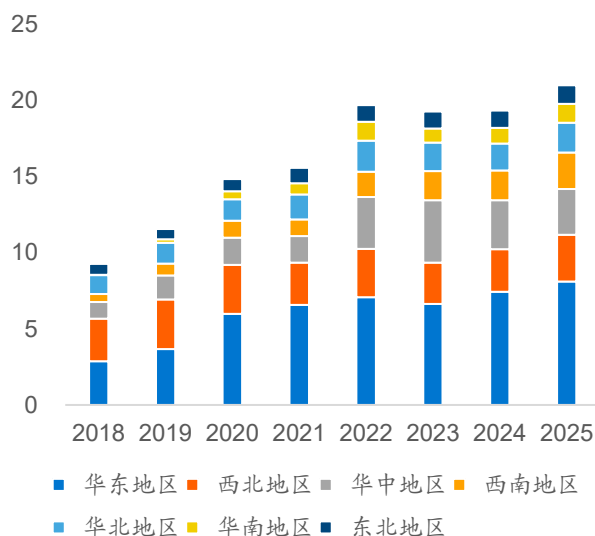
图7：2025 年各产品营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

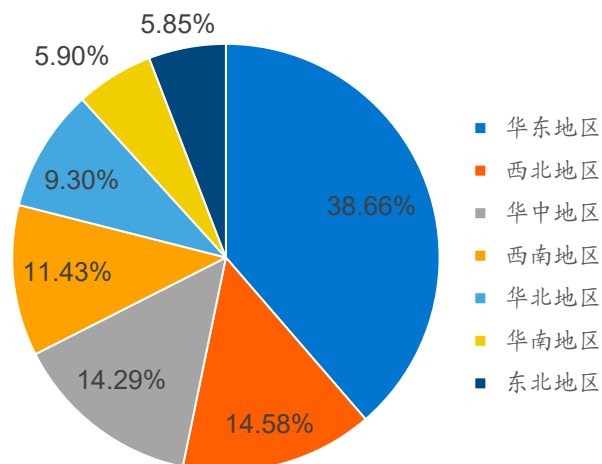
公司营收在不同地区呈现显著差异，呈现“华东主导、多元支撑、结构优化”的空间格局。华东地区作为核心市场，营收绝对值与占比均居各区域首位，2025 年营收占比达 38.66%且同比增 0.31pct，依托靠近核心消费市场的区位优势，持续巩固营收“压舱石”地位；西北地区作为传统优势区域，营收贡献度逐步回落，占比从 2018 年的 30.13%降至 2025 年的 14.58%，市场重心向高增长区域转移；华中、西南地区成为新兴增长极，华中营收占比从 2018 年的 11.92%提升至 2023 年的 20.68%，后有所回落；2025 年西南地区占比提升至 11.43%，依托基地布局与消费需求增长，成为营收扩张的重要引擎；华北地区保持稳定贡献，而东北、华南地区营收规模与占比持续萎缩，市场资源逐步向核心及高增长区域集中。

图8：2018-2025 年分地区营收结构（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2025 年各地区营收占比



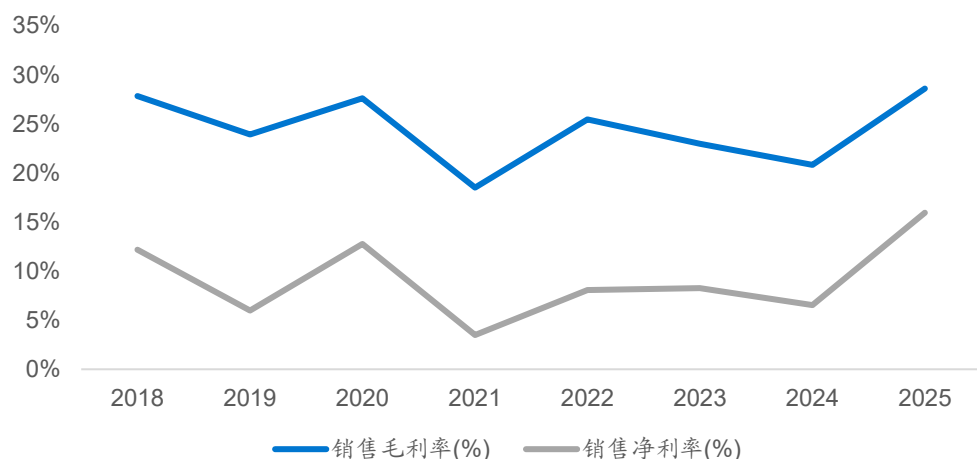
数据来源：Wind，东吴证券研究所

产品结构持续优化与成本管控深化，推动盈利能力稳步修复。2025 年，公司销售毛利率回升至 28.60%，同比增加 7.76pct；销售净利率增至 15.95%，同比增加 9.41pct。盈利能力的提升主要得益于两方面：一是产品结构优化，自 2016 年以来，高毛利的双孢菇营收贡献持续扩大，并于 2023 年首次超越金针菇，成为利润核心；二是龙头减产叠加季节性需求变化推动金针菇价格修复，同时高毛利的冬虫夏草新业务也为毛利水平提升贡献了增量。

产能利用率提升带动规模效应，费用管控成效显著。2018-2025 年整体费用率（包含研发费用）从 19.52%降至 13.99%，整体呈下降趋势，2025 年，公司整体费用率实现显著优化。其中，销售费用率降至 7.60%（同比减 0.58pct），管理费用率降至 4.29%（同比减 0.08pct），财务费用率降至 1.30%（同比减 1.12pct）。费用优化的核心驱动因素包括：2025 年双孢菇湖北基地满产，双孢菇总产能上升至 420 吨/天，规模效应有效摊薄了单位费用；管理效率持续改善；同时，因贷款利率下降和利息资本化增加，2025 年财务费用同比减少近 2000 万元，进一步提升了整体经营效率。

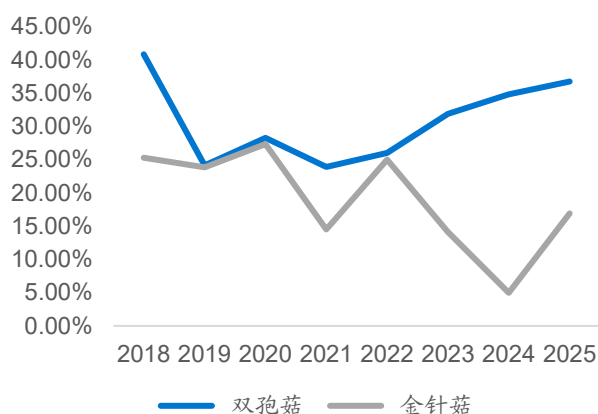


图10：2018年至今销售毛利率及销售净利率走势



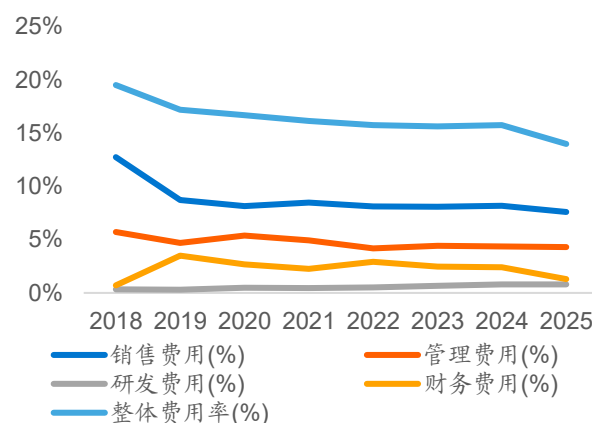
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2018-2025 年公司主要产品毛利率走势



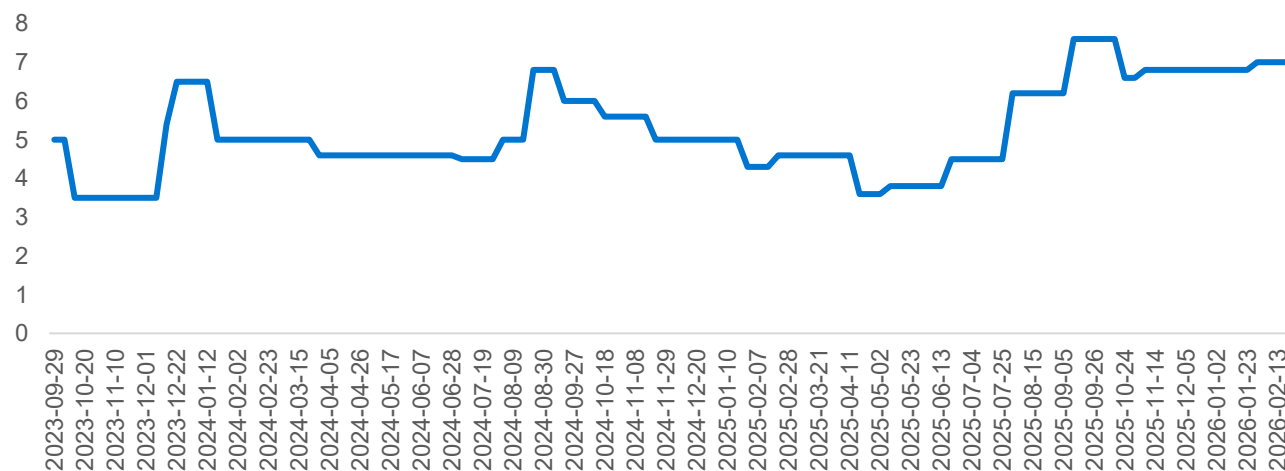
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2018-2025 年公司费用率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：金针菇大宗价格走势（元/公斤）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

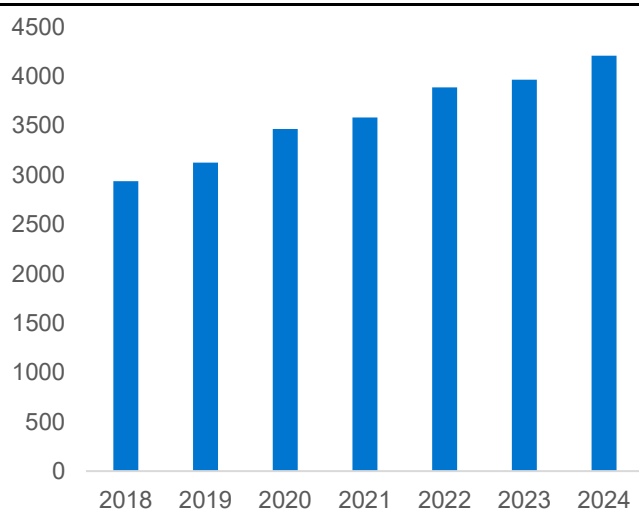
## 2. 食用菌行业：市场格局优化，产能回归理性，行业规模持续增长

食用菌是指可供食用的大型真菌，通常具有肉质或胶质的子实体，也常被称为蘑菇或食用蕈菌。常见的食用菌包括平菇、金针菇、双孢蘑菇、鸡腿菇、杏鲍菇等。根据其生长过程中所分解的基质类型，食用菌可分为木腐菌和草腐菌两大类。木腐菌以木屑、棉籽壳、玉米芯等为主要营养来源，代表种类有平菇、金针菇、香菇、杏鲍菇、木耳和灰树花等；草腐菌则主要吸收稻草、麦草等禾草秸秆腐解后产生的有机质，常见的有双孢蘑菇和鸡腿菇等。

近年来，我国食用菌行业规模持续扩大，工厂化栽培的龙头企业凭借优质产品、先进工艺和成熟的营销渠道，逐渐在市场竞争中占据优势地位。工厂化生产模式有别于传统的农户型或“企业+农户”型生产模式，是一种综合运用工程装备、生物技术和环境调控手段的生产方式。该模式根据食用菌生长发育对环境的要求进行厂房设计，通过温控、湿控、通风和光照等设备模拟适宜生长的生态环境，并利用机械化设备实现自动化操作，按照标准化工艺流程进行栽培。工厂化生产实现了不受地域和季节限制的周年化生产，产品可全年均衡供应，标准化程度高，品质与产量相对稳定。

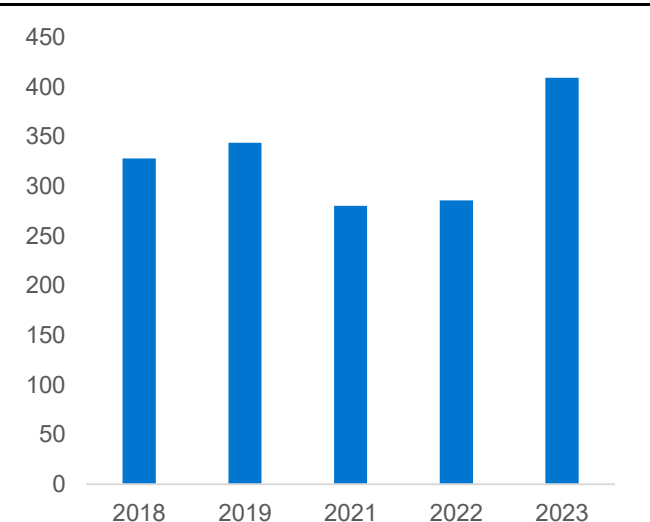
2018-2024 年，全国食用菌总产量逐年递增，年复合增长率达 6.16%。2024 年，全国食用菌总产量达 4419.9 万吨，产值为 4207.07 亿元，同比增长 6.09%。随着工厂化产量持续提升，行业工厂化率不断提高，2023 年，全国食用菌工厂化生产总产量达 409.16 万吨，同比增长 43.23%，工厂化率由 6.77% 上升至 9.44%。根据《2023—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，2023 年日均产量超过百吨的工厂化生产企业共 21 家，其中上海雪榕生物和天水众兴菌业处于行业领先地位。

图14：2018-2024 年食用菌行业年产值（亿元）



数据来源：中国食用菌协会公共服务平台，东吴证券研究所

图15：2018-2023 食用菌工厂化生产量（万吨）



数据来源：《2023 年—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，东吴证券研究所

**表1：2023 年食用菌行业工厂化生产龙头日产量**

| 序号 | 省份 | 企业名称           | 日产量（吨） |
|----|----|----------------|--------|
| 1  | 上海 | 上海雪榕生物科技股份有限公司 | 1700   |
| 2  | 甘肃 | 天水众兴菌业科技股份有限公司 | 1175   |
| 3  | 江苏 | 江苏华绿生物科技股份有限公司 | 517.84 |
| 4  | 山东 | 山东友和生物科技股份有限公司 | 440    |
| 5  | 福建 | 福建万辰生物科技股份有限公司 | 354    |

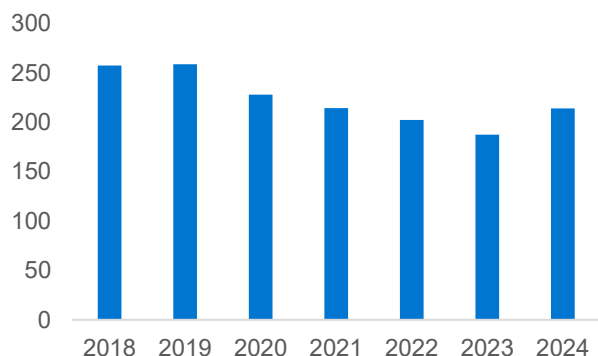
数据来源：《2023 年—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，东吴证券研究所

## 2.1. 金针菇：头部企业主动收缩产能，价格底部回暖

金针菇是我国最早实现人工栽培的食用菌品种之一，以氨基酸含量丰富和具有一定药用价值而著称，目前市场上流通的主要为白色银针菇。作为大众消费型蔬菜的重要品类，金针菇是食用菌工厂化进程中增长最快、工厂化规模最大的品种，市场格局较为稳定。根据《2023—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，工厂化金针菇市场集中度较高，2023 年超过 80%的产能由行业内四家主要的工厂化上市企业贡献，分别为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和万辰生物科技股份有限公司。2018 年至 2023 年间，金针菇总产量总体呈下降趋势，但工厂化生产量逐年递增，增长态势明显；2023 年工厂化金针菇日产量达 5504.04 吨，同比增长 12.99%。2024 年中国金针菇产量有所回升，达到 214.13 万吨，同比增长 14.27%。

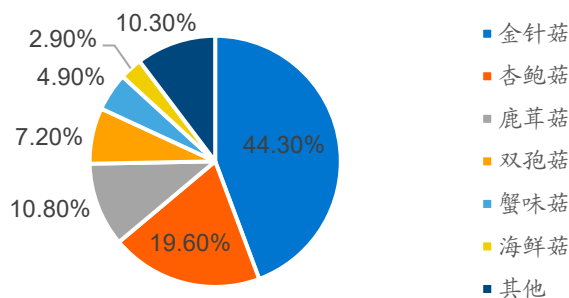
此前，受产能过剩影响，金针菇市场竞争激烈，市场价格持续走低，导致众多中小企业倒闭或转型。2025 年，头部企业为实现长期可持续发展，纷纷缩减资本开支、压缩产能。雪榕生物在 2025 年半年报中表示，食用菌市场竞争进一步加剧，加之行情低迷，公司主动收缩产能，导致产能利用率较低；2025 年上半年，众兴菌业子公司陕西高科金兴将原有生产线更新改造为冬虫夏草产线，公司日产能由 780 吨降至 675 吨；万辰生物 2025 年半年报披露，金针菇日产能为 325 吨，较此前的 354 吨有所下降；华绿生物公告显示，其江苏泗阳生产基地四厂原有的金针菇生产线（日产能约 100 吨）已改造为鹿茸菇生产线。

图16: 2018-2024 年金针菇产量（万吨）



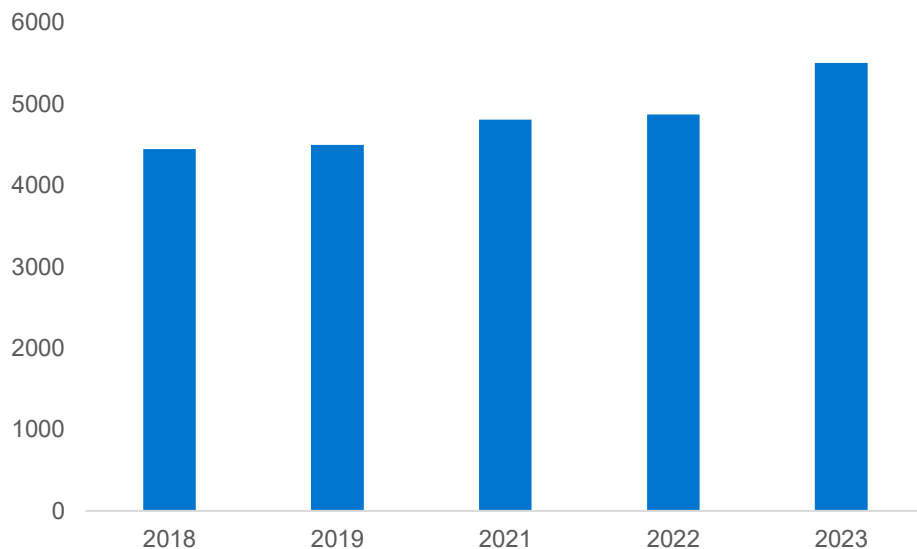
数据来源：中国食用菌协会公共服务平台，东吴证券研究所

图17: 2023 食用菌工厂化生产主要品类



数据来源：《2023 年—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，东吴证券研究所

图18: 2018-2023 年工厂化金针菇日产量（吨）



数据来源：《2023 年—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，东吴证券研究所

表2: 2025 年金针菇工厂化生产龙头日产量

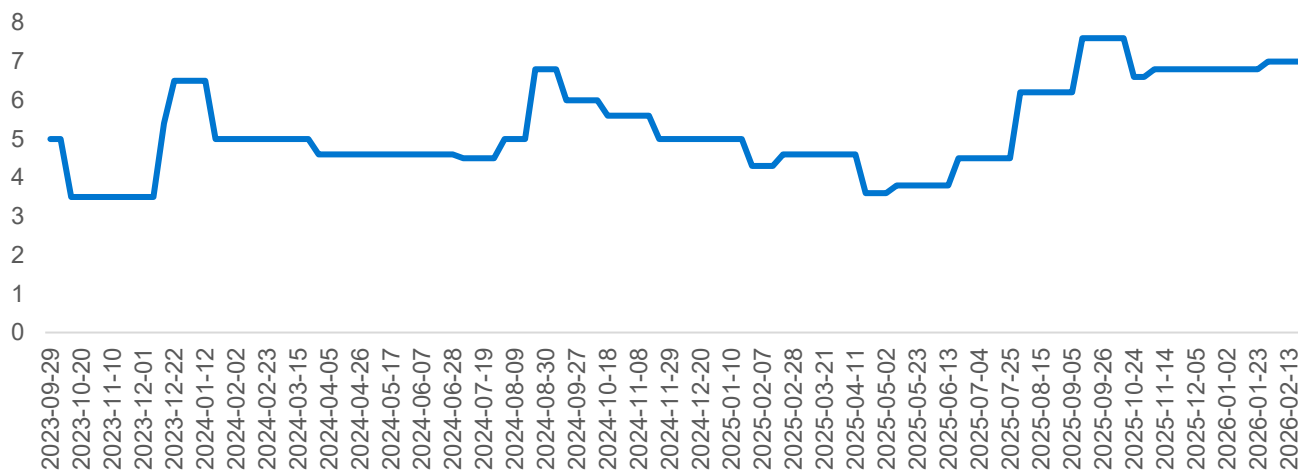
| 序号 | 省份 | 企业名称           | 日产量（吨） |
|----|----|----------------|--------|
| 1  | 上海 | 上海雪榕生物科技股份有限公司 | ≈ 900  |
| 2  | 甘肃 | 天水众兴菌业科技股份有限公司 | 675    |
| 3  | 山东 | 山东友和生物科技股份有限公司 | 440    |
| 4  | 江苏 | 江苏华绿生物科技股份有限公司 | ≈ 600  |
| 5  | 福建 | 福建万辰生物科技股份有限公司 | ≈ 200  |

数据来源：渠道调研，各公司公告，《2023 年—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，东吴证券研究所

备注：友和生物为 2023 年数据

金针菇销售价格具有明显季节性特征。一般来说，每年第二季度是消费淡季；一季度、三季度、四季度需求较为旺盛。2025 年下半年以来，需求回暖叠加龙头减产，金针菇价格底部出现回暖趋势。

图19：大宗价：金针菇（元/公斤）



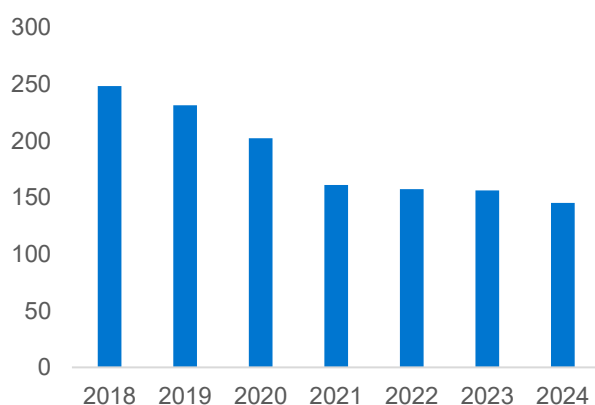
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.2. 双孢菇：行业产能稳定，高壁垒支撑高盈利，众兴菌业领跑

双孢菇，又称白蘑菇、洋蘑菇，是世界性栽培和销售的草腐菌类食用菌，以高蛋白、低脂肪、富含维生素和矿物质著称，是全球消费量最大的食用菌之一。其生产模式以工厂化为主导，技术壁垒高，产业链完整，市场需求稳定，是农业现代化和绿色产业的代表品种。

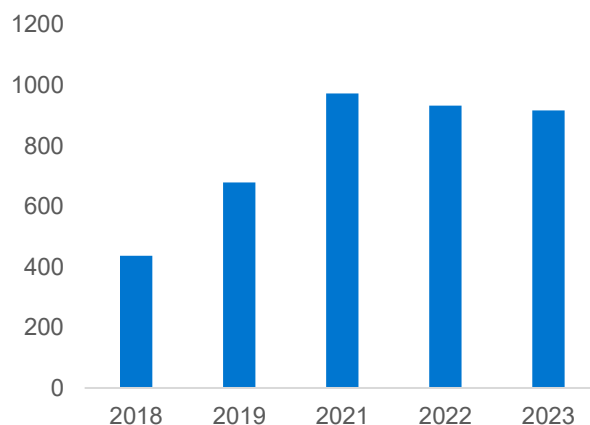
我国是全球最大双孢菇生产国，2024 年产量达 145.14 万吨，近年来行业产能趋于稳定。2023 年工厂化双孢菇日产量 916.7 吨，当年众兴菌业产量达 360 吨，占比近 40%。2025 年工厂化行业产能接近 1000 吨，其中众兴菌业 450-500 吨，裕灌农业 150 吨，紫山生物 100 吨。

图20：2018-2024 年双孢菇产量（万吨）



数据来源：中国食用菌协会公共服务平台，东吴证券研究所

图21：2018-2023 年工厂化双孢菇日产量（吨）



数据来源：《2023 年—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，东吴证券研究所

高进入壁垒支撑双孢菇高盈利水平。双孢菇工厂化生产需精准控制环境参数（温湿度、CO<sub>2</sub>浓度等）和菌种退化管理，技术积累周期长且复杂，智能设备（如荷兰进口温控系统）、厂房设施、自动化生产线等投入巨大，技术与资金壁垒导致新企业难以进入，头部企业凭借技术和资金优势占据主导地位。如众兴菌业双孢菇 2023 年日产能达 360 吨，2025 年日产量预计为 450-500 吨，持续领跑行业，具有较强定价权，2025 年众兴菌业双孢菇毛利率达 36.74%，显著高于金针菇业务（16.88%）。

**表3：2025 年双孢菇工厂化生产龙头日产量**

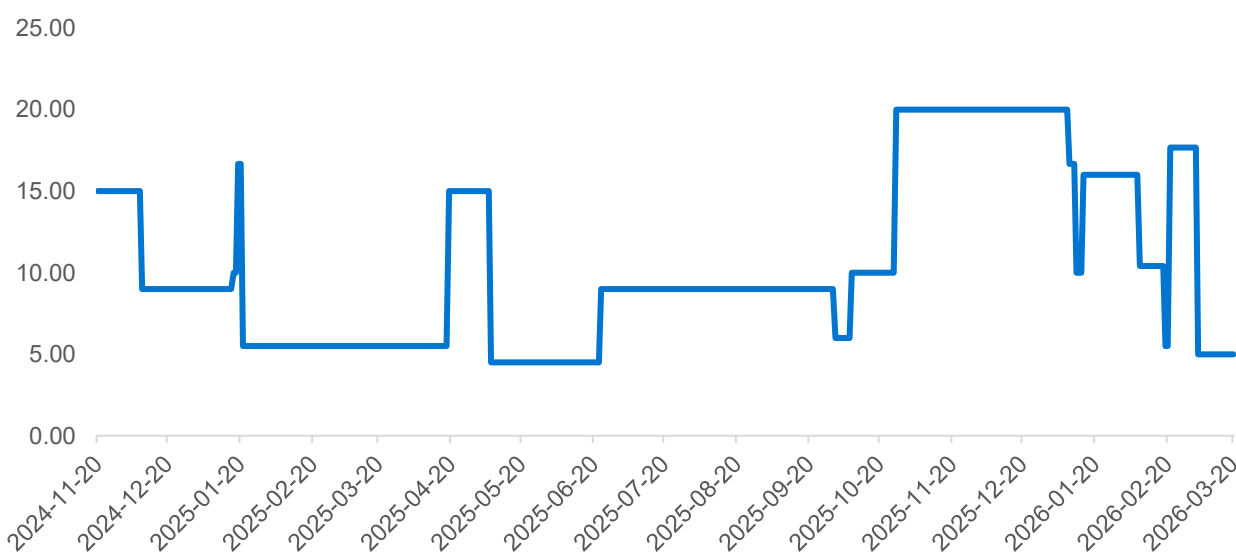
| 序号 | 省份 | 企业名称            | 日产量（吨）  |
|----|----|-----------------|---------|
| 1  | 甘肃 | 天水众兴菌业科技股份有限公司  | 450-500 |
| 2  | 江苏 | 江苏裕灌现代农业科技有限公司  | 150     |
| 3  | 江苏 | 江苏紫山生物股份有限公司    | 100     |
| 4  | 江西 | 江西中田现代农业科技有限公司  | 50      |
| 5  | 河南 | 河南奥吉特生物科技股份有限公司 | 50      |

数据来源：渠道调研，《2023 年—2024 年度全国食用菌工厂化生产情况调研报告》，东吴证券研究所

备注：江西中田、河南奥吉特为 2023 年数据

与金针菇类似，双孢菇价格呈现出明显的季节性特征，淡旺季较明显，整体价格高于金针菇。2025 年中国双孢菇均价 9.9 元/公斤，低于 2024 年 11.75 元/公斤。

**图22：批发均价:食用菌:双孢菇:寿光地利（元/公斤）**



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.3. 北虫草、冬虫夏草：消费升级驱动，产业化加速，高毛利品种成新增长点

冬虫夏草与北虫草（蛹虫草）是虫草类产品的两大重要分支，二者在产品属性、技术路径及市场定位上存在显著差异。北虫草以人工栽培为主，技术门槛相对较低，主打量产化与平价大众市场；而冬虫夏草因其天然稀缺性和传统滋补功效，长期占据高端礼



赠与奢侈品市场。近年来，随着野生冬虫夏草资源日趋枯竭（据调研，单位面积产量已从过去每平米 20-30 根下降至 1-2 根），而人工培育技术逐步突破，生态繁育冬虫夏草正成为行业发展的主流趋势。

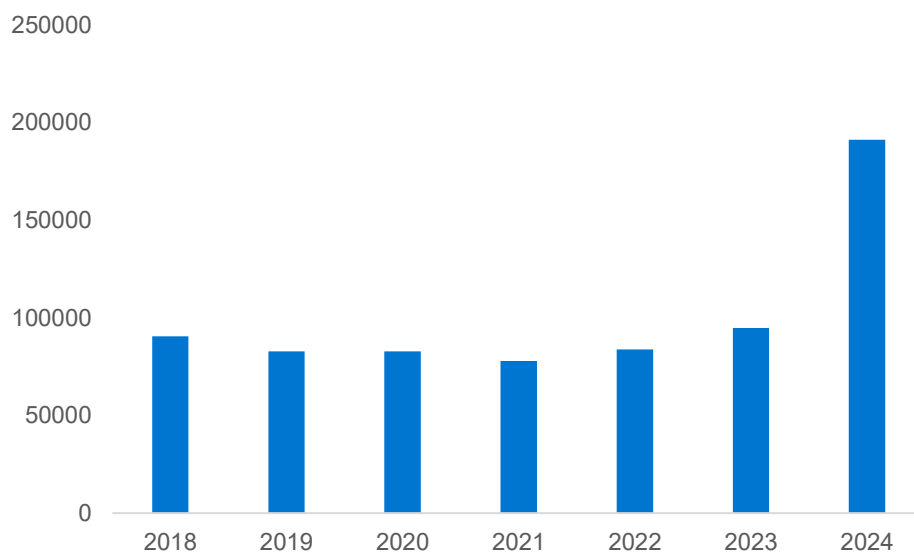
表4：北虫草与冬虫夏草

| 特征   | 冬虫夏草               | 北虫草                              |
|------|--------------------|----------------------------------|
| 生产环境 | 青藏高原海拔 3000-5000 米 | 低海拔地区（如东北、华北）                    |
| 人工种植 | 人工种植比例小            | 人工种植主导                           |
| 有效成分 | 虫草素、虫草酸、腺苷、虫草多糖等   | 虫草素、虫草多糖、SOD 酶等，虫草素含量比冬虫夏草高 70 倍 |
| 价格水平 | 价格昂贵               | 价格亲民                             |
| 市场定位 | 高端滋补品，礼品市场主导       | 日常养生替代品，大众消费                     |

数据来源：《探索中华“九大仙草”：冬虫夏草与北虫草的对比》，《冬虫夏草的现代替代品：北虫草与传统智慧的结合》，《【元亨祥本草纲目】——中国药典中药材（107）冬虫夏草》，东吴证券研究所

近年来，随着人工培育技术发展以及需求端健康消费趋势升级，头部企业积极布局进行规模化生产，北虫草产量明显增长，2024 年全国产量 191136.88 吨，同比大幅增长 101.71%。

图23：2018-2024 年北虫草产量（吨）

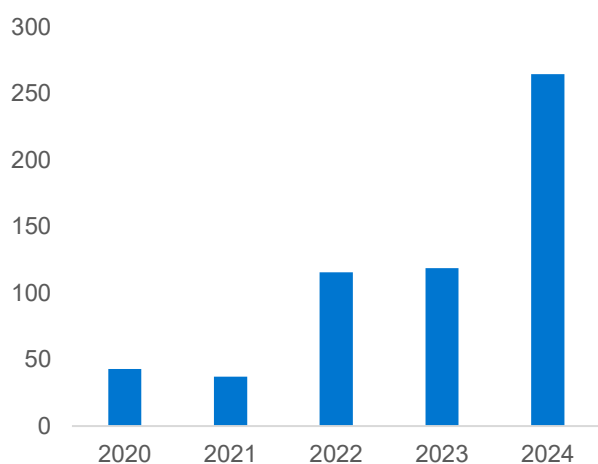


数据来源：中国食用菌协会公共服务平台，东吴证券研究所

冬虫夏草方面，从供给端看，天然冬虫夏草仅分布于西藏、青海、云南、四川、甘肃五省区的高寒草甸局部地区。2024 年，我国天然冬虫夏草产量占全球产量的 98%，其中青海省产量占全国 60%以上，西藏产量占 20%左右。青海省内，覆盖面积近 7000 万亩，2024 年产量约 120 吨。西藏自治区 2024 年产量为 67.03 吨，产值 63.55 亿元。价格方面，依据荷花池市场四川、青海、西藏三地价格数据，并考虑三地产量权重，得出年度均价为 177000 元/千克，按青海产量占全国总产量 60%测算，2024 年全国天然冬虫夏草总产量约为 200 吨，测算得出天然冬虫夏草产值约为 354 亿元，2024 年人工冬虫夏草

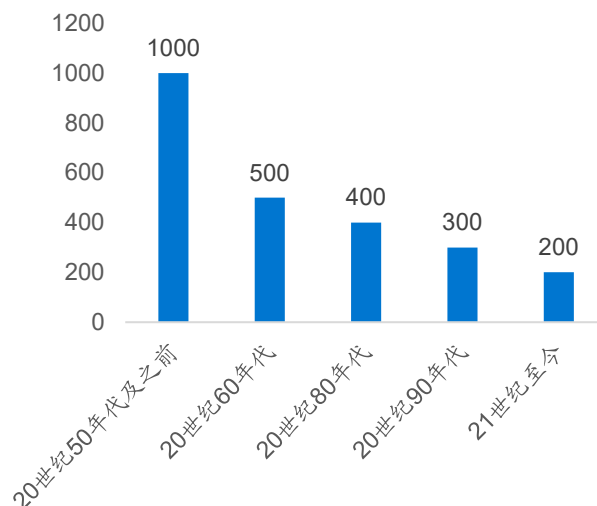
产量 70 吨左右，测算得出产值约为 124 亿元。据中国食用菌协会公共服务平台，2024 年全国冬虫夏草总产量约为 264 吨，2024 年天然（200 吨）及人工（70 吨）冬虫夏草的总产量测算结果与食用菌协会数据大致吻合，其中人工冬虫夏草占总产量的 25% 左右。2015 年至 2025 年，冬虫夏草年出口量从 686 千克增长至 3172 千克，年均复合增长率约为 16.1%。

图24：2020-2024 年冬虫夏草总产量（吨）



数据来源：中国食用菌协会公共服务平台，东吴证券研究所

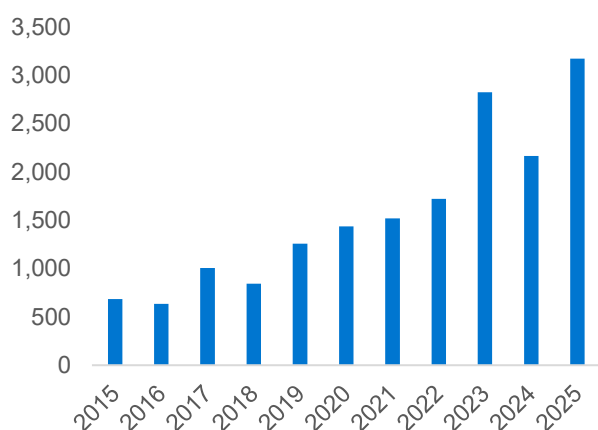
图25：天然冬虫夏草年均产量（吨）



数据来源：《冬虫夏草资源可持续开发利用与对策研究》，东吴证券研究所

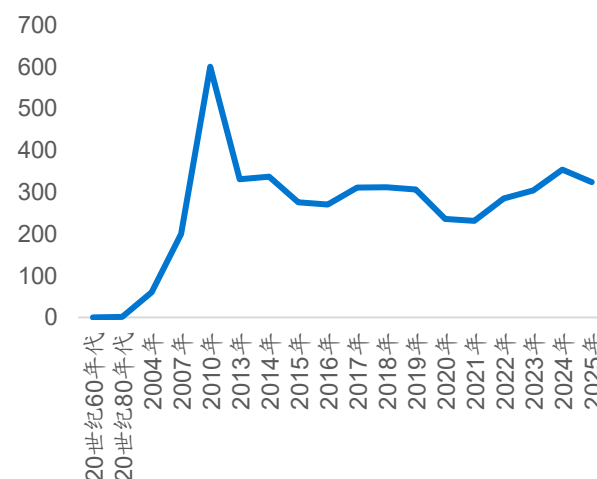
备注：21 世纪至今（至 2021 年）

图26：2015-2025 年冬虫夏草出口数量（千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：天然冬虫夏草产值测算（亿元）

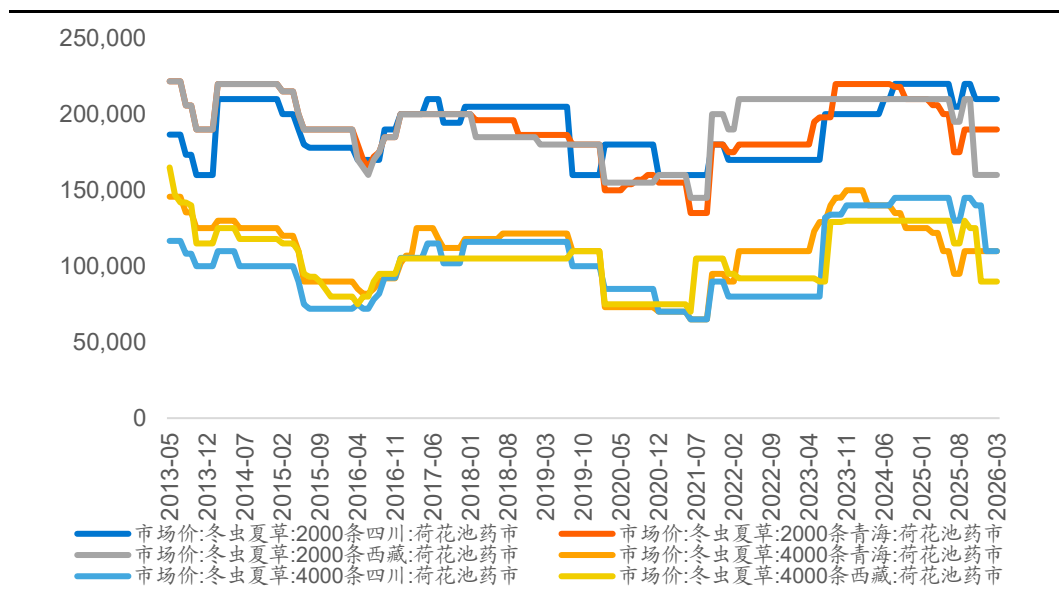


数据来源：Wind，《冬虫夏草资源可持续开发利用与对策研究》，《冬虫夏草资源发展现状及可持续利用分析》，东吴证券研究所

从价格与市场表现看，调研发现野生虫草受资源约束，价格保持高位，藏民环节收购价约 10-15 万元/公斤，终端价普遍在 20-30 万元/公斤（顶级品约 30 万元/公斤）；人

工虫草批发价约 **4-6 万元/公斤**，约为野生虫草价格的一半或更低，性价比优势逐步显现。受消费环境变化及人工产品供给增加影响，近年来冬虫夏草整体市场价格存在一定回调压力（如人工虫草批发价从 2023 年的 6 万元/公斤降至 2024 年的 4-5 万元/公斤），但高端野生品与优质人工品价格仍较为坚挺。销售渠道方面，目前以中药材批发市场（如成都荷花池、安国、亳州）、连锁药店、直营门店及电商为主，部分人工虫草亦回流至野生品市场流通。2024 年虫草全行业市场规模约 **600-700 亿元**，年增速保持个位数。

图28：市场价:冬虫夏草:当月值（元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从未来趋势看，人工冬虫夏草凭借可量产、成分可控、安全性更优（无野生品种超标风险）等优势，有望推动虫草消费从高端礼赠向大众滋补与深加工领域拓展。目前虫草深加工产品（如含片、口服液、保健品）在国内尚未全面获批，主要通过跨境电商销售，未来若监管政策放开，市场规模有望进一步扩容。总体而言，随着技术成熟、成本下降及消费人群拓宽，冬虫夏草行业正步入从稀缺资源驱动向技术与品牌驱动转型的关键阶段。

## 2.4. 工厂化加速，龙头集中，高附加值品种引领高质量发展

生产端自动化、工厂化水平持续提升，龙头集中趋势明显，众兴菌业稳居行业前列。随着工厂化生产模式的普及，食用菌行业逐步摆脱传统农户生产的局限，进入集约化、标准化、周年化生产阶段。头部企业凭借资金、技术、渠道优势持续扩大产能，行业集中度不断提升。2023 年，全国工厂化食用菌日产量超百吨的企业共 21 家，其中众兴菌业日产量达 1175 吨，位列行业第二，仅次于上海雪榕生物，稳居国内食用菌工厂化生产的龙头企业之列。

产业高质量发展催生结构性机会，高附加值品种成为新增长点。食用菌行业正从规模扩张转向质量提升，创新驱动成为新阶段的重要特征。以双孢菇为代表的高毛利品种持续扩张，2024 年众兴菌业双孢菇营收占比已达 55.74%，毛利率稳定在 34%以上，显

著高于金针菇业务。与此同时，冬虫夏草等珍稀食用菌的工厂化仿生培育取得突破，部分子公司净利率高达 53.5%，展现出强劲的增长潜力和盈利能力。这表明，具备技术研发能力和品种创新布局的企业，正迎来新一轮结构性红利。

龙头企业和研发型公司有望持续受益于行业升级与政策红利。从 2020 年作为产业扶贫工具，到 2023 年转向强调种质资源保护与标准化生产的高质量发展，2024 年通过“大食物观”意见正式将食用菌上升为国家食物安全战略组成部分，2025 年则通过一号文件及四部门专项政策进一步细化落地，形成了覆盖**种业振兴、标准化生产、品牌建设、税收优惠、专业人才培养**的全链条扶持框架，推动产业向科技驱动和价值链高端转型。具备全国化布局、规模化生产、菌种自主研发能力的企业，如众兴菌业，将在行业整合、技术升级和政策红利的共同推动下，进一步巩固竞争优势，提升盈利能力和市场地位。

表5：食用菌相关政策

| 时间         | 部门           | 文件名称                     | 核心内容                                                  |
|------------|--------------|--------------------------|-------------------------------------------------------|
| 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。                                          |
| 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，东吴证券研究所

### 3. 竞争优势：多维布局，构筑核心护城河

#### 3.1. 全国化布局+规模效应：降本增效，构筑成本护城河

全国化布局是其成本控制战略的基石，这一布局并非简单追求产能扩张，而是精准地围绕原材料产地与消费市场两端展开。在原材料端，公司战略性选择在甘肃、陕西、江苏等农业主粮产区建立生产基地，这些地区丰富的农业下脚料如玉米芯、棉籽壳、麦秸等正是食用菌栽培的主要原料。通过“就近取材”，公司大幅缩减了原材料的采购成本和长途运输费用，从源头上构建了成本优势。在消费端，公司的 12 个生产基地广泛覆

盖甘肃、陕西、山东、江苏、河南、四川、安徽、湖北等省份，形成了辐射西北、华北、华东、华中、西南各大区域市场的网络布局。这种“产地销”模式使得产品能够以最短的运输距离、最快的速度送达消费者手中，不仅显著降低了冷链物流成本，更重要的是保证了金针菇、双孢菇等鲜活产品的新鲜度，有效减少了运输过程中的损耗，这种贴近市场的战略布局在降低显性物流成本的同时，也通过产品品质的提升创造了隐性的品牌价值 and 溢价空间。

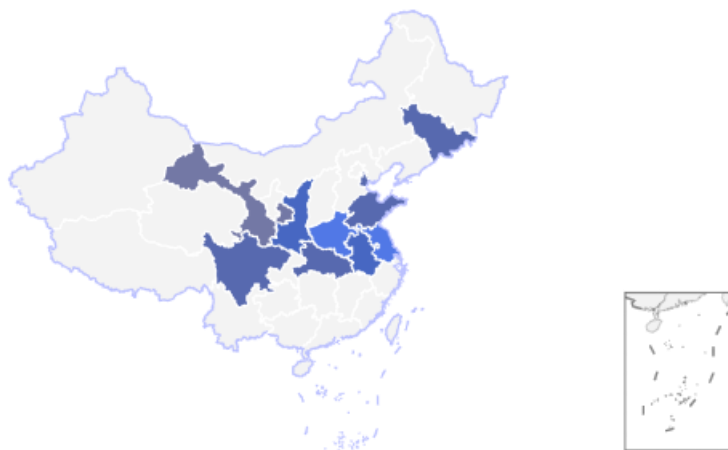
表6: 公司生产基地概况

| 生产基地           | 成立时间            | 所在地          | 产品         | 2025 年产能          | 备注                                            |
|----------------|-----------------|--------------|------------|-------------------|-----------------------------------------------|
| 陕西众兴           | 2012-09         | 陕西杨凌         | 金针菇        | 75 吨/天            |                                               |
| 山东众兴           | 2012-09         | 山东宁津         | 金针菇        | 130 吨/天           |                                               |
| 陕西高科           | 2011-11、2025-02 | 陕西杨凌         | 金针菇，冬虫夏草   | 100 吨/天（金针菇）      | 技改建设中，拟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” |
| 江苏众友兴和<br>新乡星河 | 2012-10<br>2015 | 江苏睢宁<br>河南辉县 | 双孢菇<br>金针菇 | 60 吨/天<br>220 吨/天 |                                               |
| 眉山昌宏           | 2015-11、2024-05 | 四川彭山         | 金针菇，冬虫夏草   | 原 30 吨/天（金针菇）     | 部分技改转为冬虫夏草产线，2025 上半年投产，部分试生产产品已上市销售          |
| 安阳众兴           | 2016-06         | 河南汤阴         | 双孢菇        | 60 吨/天            |                                               |
| 武威众兴           | 2016-06         | 甘肃武威         | 金针菇        | 110 吨/天           |                                               |
| 安徽众兴           | 2017-11         | 安徽定远         | 双孢菇        | 60 吨/天            |                                               |
| 五河众兴           | 2018-04         | 安徽五河         | 双孢菇        | 60 吨/天            |                                               |
| 湖北众兴           | 2018-04         | 湖北云梦         | 双孢菇        | 未披露               |                                               |
| 天水众安           | 2005-11         | 甘肃麦积         | 金针菇        | 100 吨/天           |                                               |
| 江苏众兴           | 2024-11         | 江苏涟水         | 双孢菇        | 2 万吨/年            | 建设中                                           |
| 四川众兴           | 2025-06         | 四川金堂         | 冬虫夏草       | 未披露               | 建设中                                           |
| 清水众兴           | 2024-10         | 甘肃清水         | 冬虫夏草       | 6 吨/年             | 建设中                                           |

数据来源：公司官网，公司公告，Wind，东吴证券研究所



图29：公司控股子公司区域分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：其中天津众兴非生产基地，吉林众兴“年产 32400 吨金针菇生产线建设项目”终止，实际未投产

在规模化生产方面，众兴菌业通过持续的产能扩张构筑了强大的规模经济壁垒。公司食用菌日产能稳居行业领先地位。庞大的产能规模带来了显著的固定成本摊薄效应，厂房与设备的折旧、研发投入、管理费用等巨额的固定成本被数以万吨计的产品分摊，使得单位产品的生产成本大幅降低。更重要的是，公司采用的工厂化生产模式实现了食用菌生产的集约化、标准化和周年化供应，通过精准控制温湿度、光照等环境因素，不仅彻底突破了传统农业的季节性限制，实现了全年均衡稳定生产，还大幅提升了生产设备的利用效率和劳动生产率，稳定的标准化产出也显著减少了次品率和生产损耗。当新建产能如四川 7 亿元产业园项目投产，或通过收购河北近 14.5 万平方米的成熟厂房快速整合后，新增产量能够迅速摊薄整体成本，这种产能的协同效应和快速整合能力进一步放大了规模优势。

### 3.2. 多品种战略：金针菇+双孢菇双轮驱动，冬虫夏草蓄势待发

公司通过构建“金针菇+双孢菇”双主业驱动、叠加北虫草和冬虫夏草等珍稀品种协同发展的产品矩阵，有效对冲了单一品种的市场周期波动风险。

**金针菇与双孢菇形成互补双主业，平滑业绩波动。**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，至 2024 年，双孢菇业务营业收入占比达 55.74%，金针菇业务营业收入占比 43.29%，双孢菇正式成为公司利润的主要来源。2025 年 H1 数据显示，金针菇业务营收 3.21 亿元，同比减少 15.98%，毛利为-0.17 亿元，出现亏损，毛利率为-5.37%；而同时双孢菇业务营收 5.72 亿元，同比增长 9.10%，毛利为 1.95 亿元，毛利率 34.16%，双孢菇业务有效对冲了金针菇业务的亏损，实现了整体利润的逆势增长。2025 年，公司营收 20.98 亿元，同比增长 8.43%，其中双孢菇业务营收 12.48 亿元，同比增长 15.74%，占比达 59.49%，金针菇业务营收 8.12 亿元，同比下降 3.07%，占比 38.70%，这种“双孢



稳增长、金针显弹性”的格局，显著优化了公司对单一品种价格波动的敏感度。

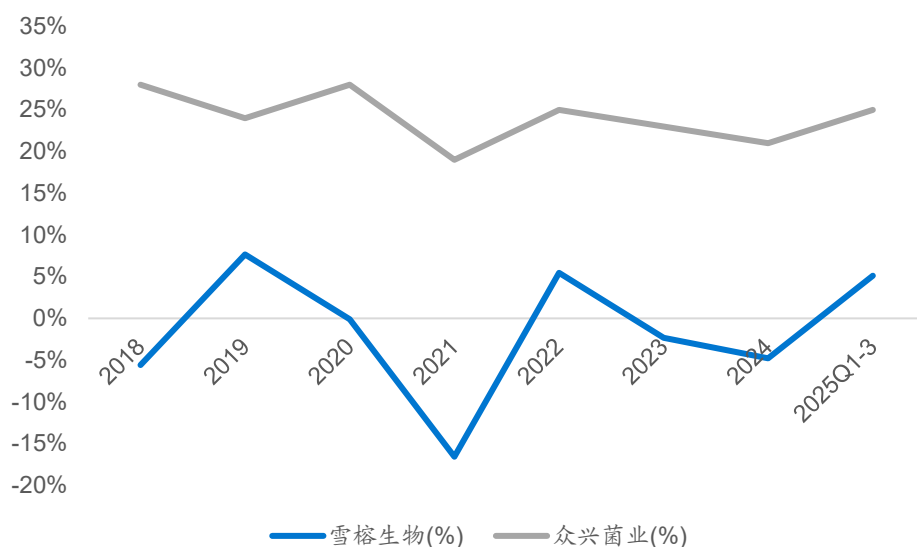
**积极布局北虫草与冬虫夏草，培育新的盈利增长极。**在巩固双主品种的同时，公司积极推进多品种协同发展。北虫草方面，全资子公司众安生物已实现日产鲜品 10 吨的工厂化生产能力，2024 年实现营收 1624.94 万元，同比增长 5.2%。更具战略意义的是冬虫夏草工厂化仿生培育项目的推进。公司已在甘肃、四川等地布局多个冬虫夏草项目：2024 年 10 月公告投资约 2.5 亿元建设清水“年产六吨冬虫夏草工程化仿生培育项目”；2025 年 6 月拟在四川金堂县投资 7 亿元建设“食药菌产业园西南总部基地项目”，重点开展冬虫夏草工厂化仿生培育业务；同时全资子公司眉山昌宏技改项目已部分完成并进入试生产阶段，2025 年上半年已实现冬虫夏草（仿生）产品营业收入 484.51 万元。值得关注的是，该业务利润率水平较高，相关合资公司天水金兴生物科技在 2025 年上半年已实现约 53.5%的净利率，盈利能力强劲。随着技术的成熟和产能的释放，冬虫夏草业务有望成为公司未来重要的利润增长点。

表7：公司冬虫夏草项目进展

| 生产基地/<br>合资公司 | 技改/成立<br>时间 | 所在地  | 产品       | 2025 年产能         | 备注                                                                          |
|---------------|-------------|------|----------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 陕西高科          | 2025-02     | 陕西杨凌 | 冬虫夏草     | 技改前 100 吨/天（金针菇） | 技改建设中，拟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”                               |
| 眉山昌宏          | 2024-05     | 四川彭山 | 金针菇，冬虫夏草 | 技改前 30 吨/天（金针菇）  | 部分技改转为冬虫夏草产线，2025 上半年投产，部分试生产产品已上市销售                                        |
| 四川众兴          | 2025-06     | 四川金堂 | 冬虫夏草     | 未披露              | 建设中                                                                         |
| 清水众兴          | 2024-10     | 甘肃清水 | 冬虫夏草     | 6 吨/年            | 建设中                                                                         |
| 天水金兴生物科技      | 2023-10     | 甘肃天水 | 冬虫夏草     |                  | 2025 年上半年，众兴菌业联营企业天水金兴生物（持股比例 51%）公告实现营业收入 5114 万元，净利润 2738 万元，净利率高达 53.5%。 |

数据来源：公司官网，公司公告，Wind，东吴证券研究所

图30：2018 年至今众兴菌业与雪榕生物销售毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 技术深耕与研发加码：驱动菌种自主与工艺升级，抢占创新高地

公司构建了系统化、标准化的质量管控体系，已通过 GB/T19001-2016/ISO9001:2015 质量管理体系认证，在具体执行层面建立了覆盖原材料验收、生产过程、库存管理及销售的全流程控制机制，通过严格的原材料验收标准、关键环节标准化操作与记录留存，以及利用生产批号实现从产品到具体人员、菇房的全过程追溯，有效保障了产品质量安全。报告期内，公司无重大违法记录及产品质量纠纷，并凭借过硬的产品质量于 2011 年 12 月被八部委评为“农业产业化国家重点龙头企业”，2012 年 11 月“羲皇牌”金针菇被认定为“绿色食品 A 级产品”，2020 年 8 月荣获第五届天水市人民政府质量奖。

在研发体系建设方面，公司设立了菌类生物工程技术研发中心，配套独立的实验室、小试及中试实验车间与完整的实验设备，拥有液氮菌种保藏技术，双孢菇事业部还从荷兰引进了生物质秸秆营养成分监测仪及全流程育菇条件数据收集分析系统。公司研发投入稳中有升，2024 年达 1550.7 万元，2018 年至 2025 年营收占比维持在 0.5%-1.4%，持续聚焦食用菌全产业链的技术创新。与同行相比，公司的研发投入靠前。

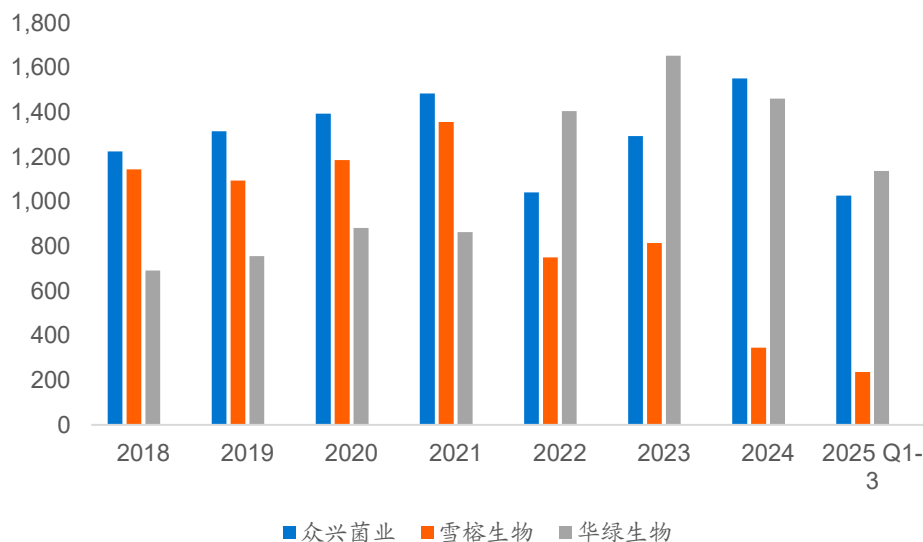
在技术创新成果方面，金针菇领域已筛选出成本低、单产高、品质优的工厂化配方，并选育出 2 个可批量生产的新菌种，完成种性稳定与配套工艺验证，健全了菌种筛选机制，并通过中试与大试筛选出一个添加啤酒糟和豆渣的工厂化优选配方，实现了降本、增产与品质优化；双孢菇领域正推进自主育种以逐步减少对国外品种的依赖，完成 5 批次杂交新菌株栽培复筛，获得潜力新菌株或中间创新材料，申报 3 个新品种权，并完成 4 个批次新品种试种，同时完成 4 批次液体菌种发酵与栽培试验，申报 1 项国家发明专利和 1 项南非国际发明专利。在珍稀食用菌领域，公司正通过设立子公司和推进技改项目，积极布局冬虫夏草工厂化仿生培育，为未来业务拓展奠定技术基础。

表8：2025 年公司研发项目进展

| 主要研发项目名称                  | 项目目的                                                  | 项目进展                                                                      |
|---------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 金针菇菌种选育与筛选机制健全            | 1.选育出适合工厂批量生产的菌种，并持续稳定菌种种性；2.健全菌种筛选机制。                | 1.选育出优质、高产菌种两种；2.完成种性稳定与配套工艺稳定的各项验证；3.健全了菌种筛选机制。                          |
| 金针菇工厂化配方筛选机制              | 对比研究分析不同配方在生产各阶段的综合表现，筛选出成本低，单产高，品质优的工厂化配方。           | 经过中试、大试及批次的反复验证，成功筛选出 1 个工厂化优选配方。该配方通过适量添加啤酒糟和豆渣，在显著降低成本的同时，实现了单产提升与品质优化。 |
| 双孢菇育种选育                   | 开发和推广工厂化专用新品种选育和前瞻性的双孢蘑菇多元化细分市场新品种选育，避免工厂化品种与菌种受制于国外。 | 1.完成 5 批次杂交新菌株栽培复筛，获得潜力新菌株或中间创新材料；2.申报了 3 个新品种权；3.完成 4 个批次新品种试种。          |
| 双孢蘑菇液体菌种技术建立及在工厂化栽培中的应用研究 | 探究双孢蘑菇液体菌种发酵参数和繁育工艺，并阐明应用于双孢蘑菇二次发酵料及三次发酵料工厂化栽培的可行性。   | 1.完成 4 批次的液体菌种发酵和栽培试验；2.申报 1 项国家发明专利 3.申报 1 项南非国际发明专利。                    |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：2018 年-2025Q1-3 公司与同行研发投入对比（万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

- **收入假设：**（1）**金针菇：**25 年基本见底，预计 26-28 年保持中高个位数营收增速，毛利率亦有稳步改善。（2）**双孢菇：**虽已过高速增长期，但目前增长依

旧稳定，预计 26-28 年保持中高个位数营收增速，毛利率小幅提升。（3）**北虫草**：体量较小，预计保持双位数增长。（4）**冬虫夏草**：2025 年已实现营业收入 2187 万元，随着产能释放，预计在 26-28 年的增速较快。综合来看，我们预计公司 26-28 年营收分别为 23.1/25.1/26.9 亿元，同增 9.9%/8.8%/7.4%。

- **毛利率及费用率假设：**（1）**毛利率**：金针菇随着行业减产毛利率有明显回升态势，此外冬虫夏草毛利率较高，尤其随着体量达到一定水平后，我们预计毛利率会进一步提升，且其占比提升可带动整体毛利率优化。我们预计公司 26-28 年毛利率分别为 29.6%/29.8%/30.2%。（2）**净利率**：过往几年公司费用率基本稳定，26-28 年考虑到收入恢复正增，我们预计有小幅优化。预计公司 26-28 年归母净利率分别为 16.4%/17.1%/17.8%。

表9：2026-2028 年公司盈利预测（单位：百万元）

|       | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 2,098  | 2,305  | 2,507  | 2,694  |
| yoy   | 8.4%   | 9.9%   | 8.8%   | 7.4%   |
| 毛利率   | 28.6%  | 29.6%  | 29.8%  | 30.2%  |
| 归母净利  | 335    | 379    | 428    | 478    |
| yoy   | 161.6% | 13.0%  | 13.0%  | 11.8%  |
| 归母净利率 | 16.0%  | 16.4%  | 17.1%  | 17.8%  |
| 分业务拆分 |        |        |        |        |
| 双孢菇   | 1,248  | 1,361  | 1,470  | 1,587  |
| yoy   | 15.7%  | 9.0%   | 8.0%   | 8.0%   |
| 毛利率   | 36.7%  | 37.0%  | 37.0%  | 37.0%  |
| 金针菇   | 812    | 877    | 938    | 985    |
| yoy   | -3.1%  | 8.0%   | 7.0%   | 5.0%   |
| 毛利率   | 16.9%  | 18.0%  | 18.0%  | 18.0%  |
| 北虫草   | 10     | 11     | 12     | 13     |
| yoy   | -40.2% | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利率   | -      | -25.0% | -20.0% | -15.0% |
| 冬虫夏草  | 22     | 50     | 80     | 100    |
| yoy   | -      | 128.6% | 60.0%  | 25.0%  |
| 毛利率   | -      | 45.0%  | 45.0%  | 50.0%  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

**可比公司估值情况：**公司处于食用菌赛道。可比公司包括雪榕生物、华绿生物、博闻科技。和以上同行相比公司 2026-2027 年估值略高于华绿生物，雪榕生物和博闻科技暂无最新一致预期。该板块业绩波动性较大，从历史规律来看在业绩正常、未出现亏损的年份，可比公司静态 PE 估值在 20 倍以上。

**投资建议：**目前公司金针菇业务触底反弹，26 年该趋势仍会延续。此外冬虫夏草开始起势，成长性和盈利性都比较突出。因此我们认为公司 2026 年的 PE 估值中枢可达到

20-25 倍，相比当前估值有上升空间；我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.8/4.3/4.8 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值情况

| 股票代码      | 公司   | 市值<br>(亿元) | EPS (元) |       |         |       |       |       | PE (静态) |        |         |       |       |       | PE-TTM |
|-----------|------|------------|---------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|--------|---------|-------|-------|-------|--------|
|           |      |            | 2023A   | 2024A | 2025A/E | 2026E | 2027E | 2028E | 2023A   | 2024A  | 2025A/E | 2026E | 2027E | 2028E |        |
| 300511.SZ | 雪榕生物 | 45.31      | -0.38   | -1.24 | -       | -     | -     | -     | -14.19  | -2.81  | -       | -     | -     | -     | -8.77  |
| 300970.SZ | 华绿生物 | 33.26      | 0.26    | -0.40 | 0.99    | 1.63  | 2.49  | -     | 67.05   | -30.07 | 27.27   | 16.55 | 10.87 | -     | 754.82 |
| 600883.SH | 博闻科技 | 19.22      | 0.41    | 0.31  | -       | -     | -     | -     | 20.87   | 21.43  | -       | -     | -     | -     | 52.82  |
| 平均值       |      |            |         |       |         |       |       |       | 24.58   | -3.82  | 27.27   | 16.55 | 10.87 | -     | 266.29 |
| 002772.SZ | 众兴菌业 | 61.83      | 0.43    | 0.34  | 0.89    | 1.01  | 1.14  | 1.28  | 38.75   | 48.30  | 18.46   | 16.33 | 14.45 | 12.93 | 18.46  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：1）市值、估值、Wind 一致预期的取值时间为 2026 年 4 月 1 日；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。2）众兴菌业已经更新 2025 年年报，2025 年 EPS 和静态 PE 并非预测值。

## 5. 风险提示

**冬虫夏草投产进展不及预期：**目前冬虫夏草（生态繁育）是公司未来几年的重要成长抓手之一，若投产进度不及预期或同行跟进导致竞争格局恶化，可能会影响公司未来几年的营收增长。

**行业竞争风险：**若行业竞争加剧，会出现增产降利的情况，不利于公司盈利水平修复。

**下游需求不及预期：**公司菌菇类产品主要是餐饮食材，若下游需求减弱，可能导致行业销售量下降，对公司产品销售亦有影响

众兴菌业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 利润表 (百万元)       | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>3,403</b> | <b>3,481</b> | <b>3,746</b> | <b>4,273</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,098</b> | <b>2,305</b> | <b>2,507</b> | <b>2,694</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,803        | 2,055        | 2,205        | 2,632        | 营业成本(含金融类)      | 1,498        | 1,623        | 1,760        | 1,880        |
| 经营性应收款项          | 76           | 72           | 74           | 75           | 税金及附加           | 4            | 3            | 4            | 4            |
| 存货               | 1,517        | 1,352        | 1,465        | 1,564        | 销售费用            | 159          | 184          | 201          | 216          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 90           | 95           | 103          | 108          |
| 其他流动资产           | 7            | 2            | 2            | 2            | 研发费用            | 17           | 14           | 14           | 15           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>3,686</b> | <b>3,679</b> | <b>3,573</b> | <b>3,371</b> | 财务费用            | 27           | 57           | 52           | 49           |
| 长期股权投资           | 72           | 72           | 72           | 72           | 加:其他收益          | 22           | 23           | 25           | 27           |
| 固定资产及使用权资产       | 2,601        | 2,445        | 2,277        | 2,115        | 投资净收益           | 12           | 14           | 15           | 16           |
| 在建工程             | 404          | 551          | 603          | 559          | 公允价值变动          | 13           | 15           | 15           | 15           |
| 无形资产             | 359          | 346          | 333          | 319          | 减值损失            | (7)          | (6)          | (6)          | (6)          |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产处置收益          | (7)          | 1            | 1            | 1            |
| 长期待摊费用           | 3            | 0            | 1            | 2            | <b>营业利润</b>     | <b>335</b>   | <b>376</b>   | <b>425</b>   | <b>476</b>   |
| 其他非流动资产          | 247          | 265          | 288          | 303          | 营业外净收支          | 0            | 3            | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>      | <b>7,089</b> | <b>7,160</b> | <b>7,320</b> | <b>7,644</b> | <b>利润总额</b>     | <b>336</b>   | <b>379</b>   | <b>428</b>   | <b>479</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,432</b> | <b>1,360</b> | <b>1,351</b> | <b>1,438</b> | 减:所得税           | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 921          | 871          | 821          | 871          | <b>净利润</b>      | <b>335</b>   | <b>379</b>   | <b>428</b>   | <b>479</b>   |
| 经营性应付款项          | 190          | 203          | 220          | 235          | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 5            | 6            | 6            | 7            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>335</b>   | <b>379</b>   | <b>428</b>   | <b>478</b>   |
| 其他流动负债           | 316          | 280          | 304          | 325          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.89         | 1.01         | 1.14         | 1.28         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>2,123</b> | <b>2,078</b> | <b>2,033</b> | <b>2,033</b> | EBIT            | 351          | 436          | 480          | 528          |
| 长期借款             | 1,881        | 1,856        | 1,831        | 1,831        | EBITDA          | 666          | 694          | 741          | 799          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 28.60        | 29.58        | 29.80        | 30.20        |
| 租赁负债             | 88           | 68           | 48           | 48           | 归母净利率(%)        | 15.96        | 16.42        | 17.06        | 17.76        |
| 其他非流动负债          | 154          | 154          | 154          | 154          | 收入增长率(%)        | 8.43         | 9.87         | 8.76         | 7.44         |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,555</b> | <b>3,438</b> | <b>3,384</b> | <b>3,471</b> | 归母净利润增长率(%)     | 161.63       | 13.04        | 12.99        | 11.80        |
| 归属母公司股东权益        | 3,526        | 3,714        | 3,926        | 4,164        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 8            | 9            | 9            | 9            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>3,534</b> | <b>3,722</b> | <b>3,935</b> | <b>4,173</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>7,089</b> | <b>7,160</b> | <b>7,320</b> | <b>7,644</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 重要财务与估值指标       | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 496   | 827   | 651   | 718   | 每股净资产(元)        | 8.97  | 9.91  | 10.48 | 11.11 |
| 投资活动现金流     | (568) | (218) | (122) | (32)  | 最新发行在外股份 (百万股)  | 375   | 375   | 375   | 375   |
| 筹资活动现金流     | 267   | (357) | (379) | (259) | ROIC(%)         | 5.77  | 6.73  | 7.29  | 7.79  |
| 现金净增加额      | 195   | 252   | 150   | 427   | ROE-摊薄(%)       | 9.50  | 10.20 | 10.90 | 11.49 |
| 折旧和摊销       | 315   | 258   | 262   | 271   | 资产负债率(%)        | 50.14 | 48.01 | 46.24 | 45.41 |
| 资本开支        | (550) | (226) | (126) | (46)  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 18.46 | 16.33 | 14.45 | 12.93 |
| 营运资本变动      | (200) | 146   | (79)  | (70)  | P/B (现价)        | 1.84  | 1.66  | 1.57  | 1.49  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责及评级说明部分



### 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>