

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

股票数据

05月11日收盘价(元)	8.23
52周股价波动(元)	5.10-8.72
总股本/流通A股(百万股)	995/791
总市值/流通市值(百万元)	8189/6508

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.0	15.9	28.0
相对涨幅(%)	16.7	15.3	30.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

23Q1 扣非净利润同比增长 50.1%，大力发展现代特色生鲜消费业务

投资要点:

- 2023年一季度公司扣非净利润 2.29 亿元，同比上升 50.1%。** 主营收入 13.46 亿元，同比上升 5.61%；归母净利润 2.18 亿元，同比上升 31.84%。营收增长主要系：1、蓝莓销售收入由 2022Q1 的 606 万元增长至 2023Q1 的 1.37 亿元；2、控股经销商由 2022Q1 的 36 家减少至 2023Q1 的 27 家，并表销售收入减少 5396 万。
- 2022 年公司扣非净利润 2.15 亿元，同比减少 3.95%。** 营业收入 42.65 亿元，同比减少 5.23%；归母净利润 3.28 亿元，同比增长 7.57%。计提资产减值事项将减少公司 2022 年利润总额 7686.3 万元，导致 2022 年末所有者权益减少 7686.3 万元。公司对以上资产计提减值准备，有助于全面、公允的反映企业的资产状况，提高企业会计信息质量，将有利于夯实资产质量。
- 分业务看，2022 年制剂业务合并报表营业收入 27.07 亿元，同比增长 1.33%。田田圈合并报表的控股经销商 27 家，合并报表营业收入 13.98 亿元，同比下降 19.05%。现代特色生鲜消费合并报表营业收入 1.61 亿元，同比增长 56.50%。
- 大力发展现代特色生鲜消费业务，有望成为新的利润增长点。** 公司目前在云南布局蓝莓约 30000 亩，在海南的燕窝果土地面积约 3000 亩，三亚火龙果土地面积约 7000 亩。其中三亚火龙果于 2021 年首次采收，2022 年正式投产；蓝莓于 2021 年 5 月完成第一个园区的建园定植，2022 年一季度首获产出，2023 年产季投产面积预计约 6000 亩，2024 年产季投产面积预计超 20000 亩；燕窝果目前已完成种植，预计 2024 年年初开始产出。在消费升级背景下，高品质农产品的需求日益增长，供给存在较大缺口，产品盈利能力可观。我们认为，后续随着几个特色作物大批量投产，有望为公司带来可观的业绩增量。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.40 亿元、5.96 亿元和 8.22 亿元，参考可比公司，考虑到公司为在研产销环境友好型绿色农药制剂和植物营养等农业投入品、从事现代特色生鲜消费品经营的行业龙头，给予一定估值溢价，我们给予公司 2023 年 22-25 倍 PE (对应 2.34-2.66 倍 PB)，对应合理价值区间 9.68-11.00 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。** 农药制剂原料价格大幅波动，种植产业景气下行，特色作物投产进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	4501	4265	3751	4588	5047
(+/-)YoY(%)	8.9%	-5.2%	-12.1%	22.3%	10.0%
净利润(百万元)	305	328	440	596	822
(+/-)YoY(%)	82.9%	7.6%	33.9%	35.6%	37.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.33	0.44	0.60	0.83
毛利率(%)	26.9%	27.1%	30.0%	29.9%	31.3%
净资产收益率(%)	10.3%	9.0%	10.7%	12.7%	14.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

产能利用率假设：

根据 22 年产能利用率，我们判断随着下游经济复苏，需求量增长，我们假设杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物营养、植物生长调节剂及助剂类 23-25 年的产能利用率逐年增长。

产销率假设：

根据 22 年产销率，我们假设杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物营养、植物生长调节剂及助剂类 23-25 年的产销率保持平稳。

价格假设：

根据 22 年价格，我们假设杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物营养、植物生长调节剂及助剂类 23-25 年的价格保持平稳。

收入假设：

我们假设作物系列、农业服务及贸易和生鲜消费类业务 23-25 年收入增速为 0。

毛利率假设：

根据 22 年毛利率，我们假设杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物营养、植物生长调节剂及助剂类 23-25 年的毛利率总体略有上涨。

表 1 诺普信分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	4265.17	3751.13	4587.55	5046.84
总毛利率	27.11%	30.05%	29.92%	31.26%
杀虫剂				
收入(百万元)	1242.63	1347.57	1660.05	1953.00
毛利率	32.20%	33.00%	33.00%	34.00%
杀菌剂				
收入(百万元)	998.42	1080.00	1339.20	1440.00
毛利率	39.82%	39.00%	39.00%	41.00%
除草剂				
收入(百万元)	537.53	612.50	831.25	875.00
毛利率	13.47%	13.00%	13.00%	14.00%
植物营养				
收入(百万元)	863.93	76.97	98.96	109.96
毛利率	13.78%	14.00%	14.00%	14.00%
植物生长调节剂及助剂类				
收入(百万元)	72.57	84.00	108.00	118.80
毛利率	41.53%	41.00%	41.00%	41.00%
作物系列				
收入(百万元)	135.61	135.61	135.61	135.61
毛利率	43.13%	43.00%	43.00%	43.00%
农业服务及贸易				
收入(百万元)	171.64	171.64	171.64	171.64
毛利率	17.72%	18.00%	18.00%	18.00%
生鲜消费类				
收入(百万元)	166.51	166.51	166.51	166.51
毛利率	21.40%	21.00%	21.00%	21.00%
其他				
收入(百万元)	76.33	76.33	76.33	76.33
毛利率	16.29%	16.00%	16.00%	16.00%

资料来源: Wind, 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 1 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
300575	中旗股份	16.91	1.35	1.51	1.88	16	11	9	2.45
600598	北大荒	13.69	0.55	0.64	0.70	25	21	20	3.15
	均值					21	16	15	2.80

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 5 月 11 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4265	3751	4588	5047
每股收益	0.33	0.44	0.60	0.83	营业成本	3109	2624	3215	3469
每股净资产	3.69	4.13	4.73	5.55	毛利率%	27.1%	30.0%	29.9%	31.3%
每股经营现金流	0.18	0.68	-0.41	1.81	营业税金及附加	16	19	23	25
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	409	360	392	353
P/E	24.93	18.62	13.73	9.96	营业费用率%	9.6%	9.6%	8.6%	7.0%
P/B	2.23	1.99	1.74	1.48	管理费用	235	188	202	201
P/S	1.92	2.18	1.79	1.62	管理费用率%	5.5%	5.0%	4.4%	4.0%
EV/EBITDA	13.49	16.99	13.46	8.39	EBIT	345	477	664	922
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	92	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.1%	30.0%	29.9%	31.3%	资产减值损失	-34	0	0	0
净利润率	7.7%	11.7%	13.0%	16.3%	投资收益	66	34	33	40
净资产收益率	9.0%	10.7%	12.7%	14.9%	营业利润	325	512	697	963
资产回报率	3.4%	4.4%	5.5%	7.0%	营业外收支	20	5	4	5
投资回报率	4.3%	5.0%	6.4%	8.2%	利润总额	345	517	702	967
盈利增长 (%)					EBITDA	541	578	771	1041
营业收入增长率	-5.2%	-12.1%	22.3%	10.0%	所得税	17	78	105	145
EBIT 增长率	-8.5%	38.3%	39.1%	38.9%	有效所得税率%	5.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	7.6%	33.9%	35.6%	37.9%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	328	440	596	822
资产负债率	56.3%	52.4%	51.4%	47.7%					
流动比率	0.88	0.92	1.03	1.19	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.52	0.60	0.59	0.82	货币资金	1251	1822	1256	2904
现金比率	0.26	0.41	0.26	0.60	应收账款及应收票据	743	445	1008	590
经营效率指标					存货	1067	916	1513	1108
应收账款周转天数	55.32	55.00	55.00	55.00	其它流动资产	1089	896	1226	1118
存货周转天数	135.95	136.00	136.00	136.00	流动资产合计	4151	4079	5004	5720
总资产周转率	0.48	0.38	0.44	0.45	长期股权投资	615	615	615	615
固定资产周转率	5.84	3.82	4.07	4.15	固定资产	883	1082	1175	1256
					在建工程	110	110	110	110
					无形资产	220	220	220	220
					非流动资产合计	5643	5843	5935	6017
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9794	9921	10939	11736
净利润	328	440	596	822	短期借款	2701	2851	2851	2851
少数股东损益	-1	0	0	0	应付票据及应付账款	625	687	921	814
非现金支出	280	100	107	118	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1	-40	-38	-45	其它流动负债	1415	891	1078	1160
营运资金变动	-432	180	-1069	907	流动负债合计	4741	4429	4850	4826
经营活动现金流	175	680	-403	1803	长期借款	6	6	6	6
资产	-882	-295	-196	-195	其它长期负债	768	768	768	768
投资	12	0	0	0	非流动负债合计	774	774	774	774
其他	-392	34	33	40	负债总计	5515	5203	5624	5600
投资活动现金流	-1261	-260	-162	-155	实收资本	995	995	995	995
债权募资	1142	150	0	0	归属于母公司所有者权益	3668	4108	4704	5527
股权募资	137	0	0	0	少数股东权益	610	610	610	610
其他	-356	0	0	0	负债和所有者权益合计	9794	9921	10939	11736
融资活动现金流	923	150	0	0					
现金净流量	-163	570	-566	1648					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 11 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,东方铁塔,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,皇马科技,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,三角轮胎,苏博特,卓越新能,凯立新材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。