

2022年07月27日

种植业发力，农药制剂龙头助力乡村振兴

诺普信(002215)

报告摘要:

地缘政治冲突推高粮食价格，粮食安全重要性上升到前所未有的高度，粮价普涨&国家宏观政策多次强调，农民种粮积极性高，带动种植产业链高景气，农药作为农业生产重要物资有望迎来需求上涨；同时，经过多年布局投入，公司单一特色作物产业链迎来产出，预计未来产出将进一步突破性增长；考虑到中国近年来蓝莓面积和产量持续增长，随着未来中国蓝莓产量释放，蓝莓价格存在波动风险，另外，极端天气多发，自然环境存在不确定性，我们将公司22-24年营业收入从51.93/59.69/69.21亿元下调至48.85/54.80/62.20亿元，将22-24年归母净利润从3.58/4.41/5.57调整至3.43/4.91/7.02亿元，将22-24年EPS从0.36/0.45/0.57元调整至0.35/0.50/0.71元，对应2022年7月25日5.63元收盘价的PE为16/11/8X，参考可比公司，给予公司2023年16.5XPE，对应目标价8.25元，由“增持”评级上调至“买入”评级。

主要观点:

► 公司是中国农业制剂行业龙头企业

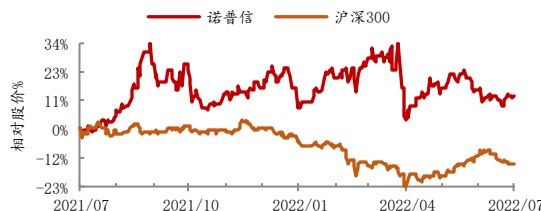
公司于1999年由深圳市瑞德丰农药有限公司和卢叙安先生共同出资设立，2005年整体变更为股份公司，2008年在深圳中小板A股上市。公司为我国规模&产品数领先、品种齐全、产业链完整的农业植保生物技术研发和产业化生产及服务的集团化企业，当前主营业务为农药制剂，产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂、助剂类、植物生长调节剂和植物营养等。从收入构成上看，农药制剂是公司主要的收入来源，2021年，农药制剂收入占比为92%；从毛利占比上看，农药制剂毛利占比为95%，是公司主要的利润来源。

► 农药制剂：粮食安全助推种植产业链高景气，公司农药制剂有望迎来需求增长

俄罗斯和乌克兰是世界重要的粮食生产国和粮食出口国，俄乌冲突引发世界粮食担忧，粮食安全重要性达到前所未有的高度，农药是重要的农业生产物资，确保国家粮食安全需要农药稳定供给，全球农药市场有望进一步扩大，据PhillipsMcDougall预计，2023年作物用农药市场可达667.03亿美元。我国玉米和大豆对外依存度高，粮食安全是国家重要的宏观战略，《“十四五”全国农药产业发展规划》指出，“十四五”时期草地贪夜蛾、水稻“两迁”害虫、小麦条锈病和赤霉病等重大病虫害呈多发重发态势，防控任务重，需要持续稳定的农药生产供应。加之林草、卫生等领域需求增加，农药市场空间进一步扩大。

评级及分析师信息

| | |
|-------------|----------|
| 评级: | 买入 |
| 上次评级: | 增持 |
| 目标价格: | 8.25 |
| 最新收盘价: | 5.68 |
| 股票代码: | 002215 |
| 52周最高价/最低价: | 7.24/5.0 |
| 总市值(亿) | 56.22 |
| 自由流通市值(亿) | 44.85 |
| 自由流通股数(百万) | 789.64 |



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

华西农业&华西化工联合覆盖

1.【华西农业】诺普信(002215)动态点评：制剂龙头布局种植业，特色作物产业链可期

►单一特色作物产业链：顺应新时代“三农”工作要求和消费升级需求，公司特色作物快速出效，未来可期

“三农”工作是全面建设社会主义现代化国家的重中之重，当前，新时代“三农”工作就是全面推进乡村振兴，有序推进农业农村现代化，大力完善、优化和发展现代乡村产业体系。国务院印发的《“十四五”推进农业农村现代化规划》（以下简称“规划”）中对特色产业提出了具体说明。规划强调，推进农业农村现代化，必须立足农业产业特性，农业生产地域特色鲜明，不同地区资源禀赋差异大，需要因地制宜发展特色优势产业。公司因地制宜，在云南、海南和广西等地布局单一特色作物产业链，发展高端高品质高附加值果品，经过多年投入布局，目前已开始有产出，预计未来随着产量增加和产业链的进一步延长，有望增加公司收入，增厚公司利润。

投资建议

我们分析：1) 受益于下游种植产业链景气度回暖，公司农药制剂需求将持续向好，作为国内农药制剂龙头，规模成本优势明显，业绩有望进一步增长。2) 公司单一特色作物产业链经过前期的梯度性布局建设，目前已形成逐步产出，即将迎来业绩井喷，未来产出有望进一步突破性增长。3) 考虑到中国近年来蓝莓面积和产量持续增长，随着未来中国蓝莓产量释放，蓝莓价格存在波动风险，另外，极端天气多发，自然环境存在不确定性，我们将公司 22-24 年营业收入从 51.93/59.69/69.21 亿元下调至 48.85/54.80/62.20 亿元，将 22-24 年归母净利润从 3.58/4.41/5.57 调整至 3.43/4.91/7.02 亿元，将 22-24 年 EPS 从 0.36/0.45/0.57 元调整至 0.35/0.50/0.71 元，对应 2022 年 7 月 25 日 5.63 元收盘价的 PE 为 16/11/8X，参考可比公司，给予公司 2023 年 16.5XPE，对应目标价 8.25 元，由“增持”评级上调至“买入”评级。

风险提示

原药采购供应波动，自然环境不确定性及农产品价格波动风险，人才与经营管理风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,131 | 4,501 | 4,885 | 5,480 | 6,220 |
| YoY (%) | 1.8% | 8.9% | 8.5% | 12.2% | 13.5% |
| 归母净利润(百万元) | 167 | 305 | 343 | 491 | 702 |
| YoY (%) | -29.3% | 82.9% | 12.4% | 43.1% | 43.0% |
| 毛利率 (%) | 25.3% | 26.9% | 28.3% | 30.6% | 33.4% |
| 每股收益 (元) | 0.17 | 0.31 | 0.35 | 0.50 | 0.71 |
| ROE | 7.1% | 10.3% | 10.4% | 12.9% | 15.6% |
| 市盈率 | 33.68 | 18.41 | 16.39 | 11.45 | 8.01 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

| | |
|---|----|
| 1. 公司是中国农业制剂行业龙头企业..... | 5 |
| 2. 农药制剂：粮食安全助推种植产业链高景气，公司农药制剂有望迎来需求增长..... | 7 |
| 2.1. 农药为重要农业生产物资，粮食安全或推升农药需求..... | 7 |
| 2.2. 环保高压常态化，行业集中度进一步提升..... | 9 |
| 2.3. 公司是国内农药制剂龙头企业，制剂多年蝉联销售第一..... | 12 |
| 3. 种植产业链：种植顺应新时代“三农”工作要求和消费升级需求，公司特色作物快速出效未来可期..... | 16 |
| 3.1. 经济发展带动高端水果需求增长，“浆果之王”蓝莓市场前景广阔..... | 16 |
| 3.2. 中国蓝莓种植面积&产量持续增长，蓝莓产业发展如火如荼..... | 18 |
| 3.3. 作物布局结构渐清晰，特色作物产业链腾飞在即..... | 20 |
| 3.4. “公司+基地+农户”打造蓝莓产业基地，增收致富助力乡村振兴..... | 22 |
| 4. 盈利预测与投资建议..... | 24 |
| 5. 风险提示..... | 27 |

图表目录

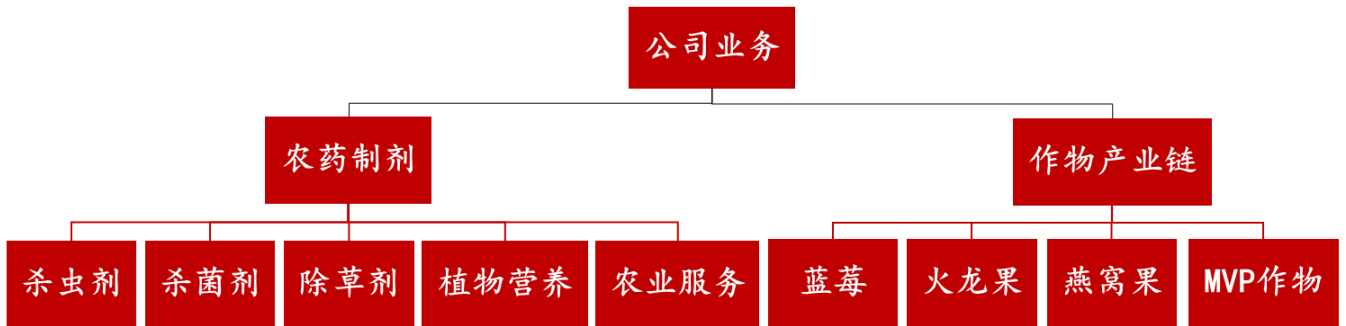
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1 公司业务构成..... | 5 |
| 图 2 2016-2022Q1，公司收入及其同比增速情况..... | 6 |
| 图 3 2016-2022Q1，公司归母净利润及其同比增速情况..... | 6 |
| 图 4 2021 年，公司主体制剂业务营收占比达 59.35%..... | 6 |
| 图 5 2021 年，公司主体制剂业务毛利占比达 84.32%..... | 6 |
| 图 6 公司一致行动人股权结构..... | 7 |
| 图 7 2010-2020 年，全球农药销售额..... | 8 |
| 图 8 2020 年全球作物保护类农药细分市场统计..... | 8 |
| 图 9 俄罗斯和乌克兰主要农产品产量占比..... | 8 |
| 图 10 2020 年主要大麦出口国出口量..... | 9 |
| 图 11 2020 年主要玉米出口国出口量..... | 9 |
| 图 12 2020 年主要小麦出口国出口量..... | 9 |
| 图 13 2020 年主要葵花籽出口国出口量..... | 9 |
| 图 14 2000-2020 年，全国化学农药产量..... | 12 |
| 图 15 2000-2019 年全国农药使用量..... | 12 |
| 图 16 农药行业产业链及公司在产业链中所处的位置..... | 13 |
| 图 17 2019-2021 年，公司农药制剂市场份额..... | 14 |
| 图 18 2021 年农药制剂行业销售 TOP10..... | 14 |
| 图 19 农药行业产业链及公司在产业链中所处的位置..... | 15 |
| 图 20 2013-2020 年全国居民人均鲜瓜果消费量..... | 17 |
| 图 21 2013-2020 城镇&农村居民人均鲜瓜果消费量..... | 17 |
| 图 22 2014-2019 年，我国蓝莓需求情况..... | 18 |
| 图 23 2012-2020 年中国果园面积变化情况..... | 19 |
| 图 24 2012-2021 年中国蓝莓种植面积及预测..... | 19 |
| 图 25 2012-2018 年中国水果产量..... | 19 |
| 图 26 2012-2020 年中国蓝莓产量..... | 19 |
| 图 27 2012-2020 年中国蓝莓进口量..... | 20 |
| 图 28 2012-2020 年中国蓝莓进口金额..... | 20 |
| 图 29 公司的单一特色作物产业链..... | 20 |
| 图 30 公司单一特色作物产业链的探索历程..... | 21 |
| 图 31 光筑农业集团发展历程..... | 22 |
| 图 32 公司砚山县黑鱼东村蓝莓种植基地..... | 23 |
| 图 33 基质蓝莓种植灌溉系统..... | 23 |
| 图 34 种植基地蓝莓长势喜人..... | 24 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 35 蓝莓的采摘与收获..... | 24 |
| 表 1 2017-2022 中国农药行业相关政策..... | 11 |
| 表 2 公司主要产品的产能情况 | 14 |
| 表 3 公司与其他企业、科研院所、大专院校的合作 | 16 |
| 表 4 公司单一特色作物布局..... | 22 |
| 表 5 诺普信主要业务经营预测（单位：百万元） | 26 |
| 表 6 可比公司盈利预测（农药制剂模块） | 26 |

1. 公司是中国农业制剂行业龙头企业

诺普信于 1999 年由深圳市瑞德丰农药有限公司和卢叙安先生共同出资设立，2005 年整体变更为股份公司，2008 年在深圳中小板 A 股上市。公司为我国规模&产品数领先、品种齐全、产业链完整的农业植保生物技术研发和产业化生产及服务的集团化企业，主营业务为农药制剂，产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂、和植物营养等，塑造了“诺普信”、“瑞德丰”、“标正”等著名农药品牌，农药制剂产品数量、专利、规模连续十余年处于行业第一。公司自 2018 年开始聚焦创新单一特色作物产业链，当前重点布局云南基质蓝莓、海南燕窝果和红心火龙果。2021 年，海南红心火龙果进入首年采收期、完成燕窝果种植布局并预计 2023 年正式投产采收。云南蓝莓如火如荼大力拓展推进中，2021 年 5 月完成首个建园定植的基地，在 2022 年一季度首获产出，速度惊人。

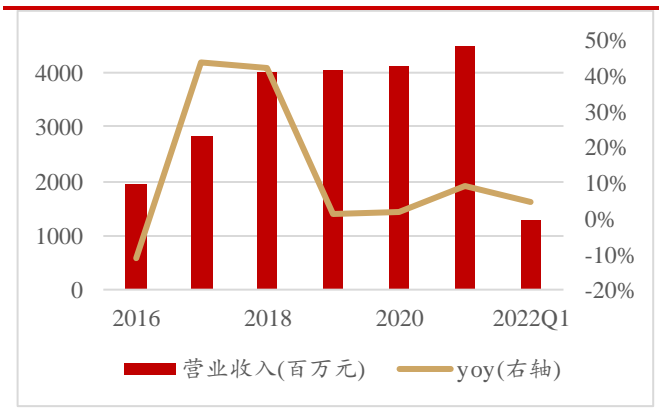
图 1 公司业务构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

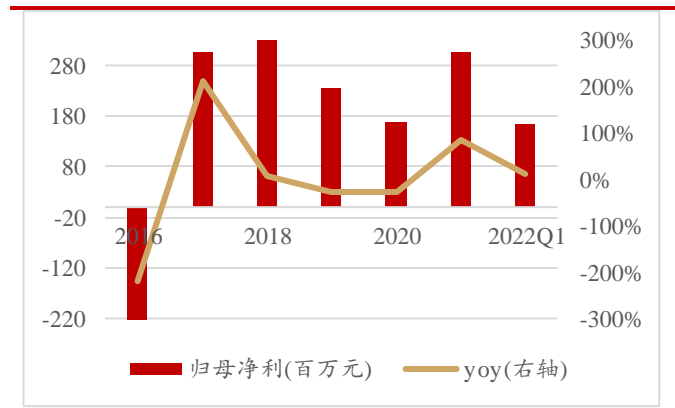
营收稳定增长。根据公司公告，2016-2021 年，公司营业收入从 19.63 亿元增长至 45.01 亿元，5 年间 CAGR+18.05%，其中，2021 年营收增速达 8.94%，为近三年来增速高点。2016 年营收增速和归母净利润都同比转负，分别为-11.17%/-219.66%，主要系对农业互联网的探索急躁、投入较大及现有组织能力转型的不适用性所致。同时，公司归母净利润从-2.76 亿元增长至 3.05 亿元，CAGR+202.02%，增速显著快于营收增速，2017 年归母净利润增速为 211.68%，主要系总体经营回归正轨，狠抓农药制剂主业，业绩自然重大突破，传统制剂业务销售收入增加、参控股业务拓展收益增长、同时加大费用管控，制剂业务销售和管理费用双双下降所致；2021 年增速为 82.93%，主要系农药制剂主体业务销量增加，同时毛利率增长所致。2022Q1，公司实现营业收入 12.74 亿元，yoy+4.54%；实现归母净利润 1.66 亿元，yoy+12.16%。

图 2 2016-2022Q1，公司收入及其同比增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

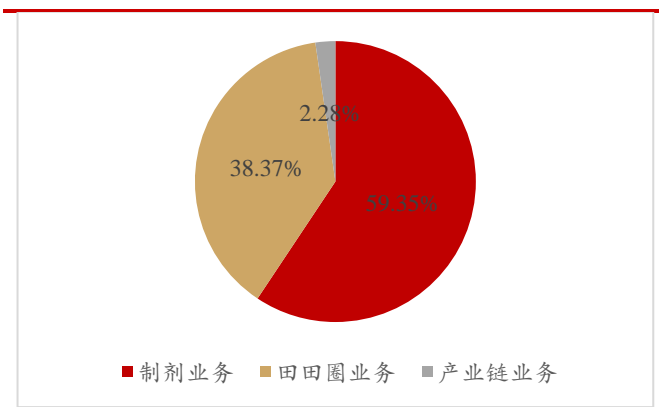
图 3 2016-2022Q1，公司归母净利润及其同比增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

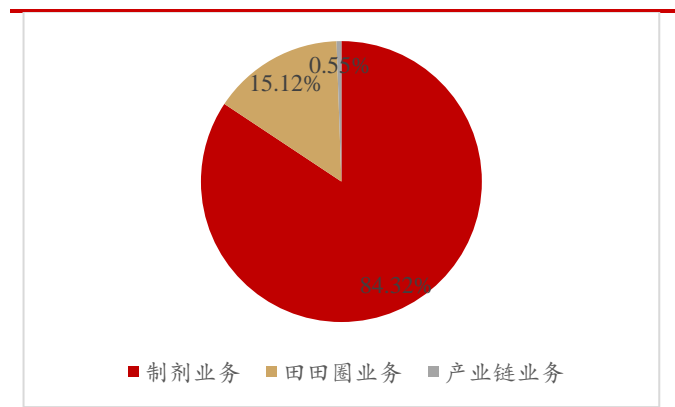
农药制剂是公司主要的收入和利润来源。从收入构成上看，农药制剂是公司第一大收入来源，2021 年年报显示，报告期内，公司实现营业收入 45.01 亿元，农药制剂业务合并报表营业收入 26.71 亿元，同比增长 18.18 %。田田圈纳入合并报表的控股经销商 34 家，合并报表营业收入 17.27 亿元，同比下降 4.64 %。其中农药制剂 8.61 亿元、肥料 6.85 亿元、农业服务 1.81 亿元（主要种子农机、耕地播种打药、收割烘干仓储、农产品贸易等）。据公司 2021 年年度财务决算报告，从主营业务收入构成来看，公司主体制剂业务营收占比为 59.35%，田田圈业务主营业务收入占比 38.37%，产业链业务主营业务收入占比 2.28%；从毛利构成上来看，公司主体制剂业务毛利占比为 84.32%，田田圈业务的主营业务实现的毛利占比为 15.12%，产业链业务实现的毛利占比 0.55%，公司主体制剂业务是收入和毛利的主要来源。

图 4 2021 年，公司主体制剂业务营收占比达 59.35%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

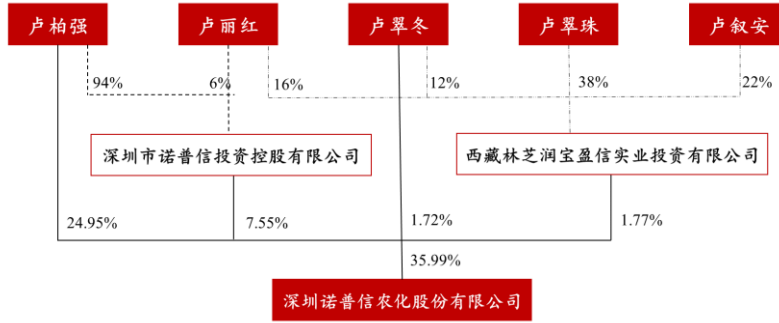
图 5 2021 年，公司主体制剂业务毛利占比达 84.32%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司一致行动人合计持股 35.99%。公司股权结构相对集中，第一大股东卢柏强先生持有公司 24.95%的股份，为公司的实际控制人，第二、三、四大股份分别为深圳市诺普信投资控股有限公司、西藏林芝润宝盈信实业投资有限公司、卢翠冬。分别持有公司 7.55%/1.77%/1.72%的股份，均是公司一致行动人。

图 6 公司一致行动人股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 农药制剂：粮食安全助推种植产业链高景气，公司农药制剂有望迎来需求增长

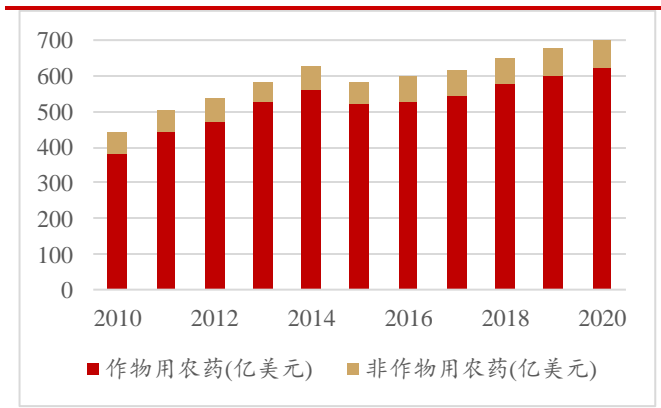
2.1. 农药为重要农业生产物资，粮食安全或推升农药需求

农药为重要农业生产物资，于粮食安全意义重大。农药是指用于预防、控制危害农业、林业的病、虫、草、鼠和其他有害生物以及有目的地调节植物、昆虫生长的化学合成或者来源于生物、其他天然物质的一种物质或者几种物质的混合物及其制剂。农药是重要的生产资料，广泛用于农业、林业、卫生等领域控制有害生物，为保障粮食安全、农产品质量安全、生态环境安全发挥了重要作用。

全球农药市场稳步增长，预计 2023 年作物用农药市场可达 667.03 亿美元。根据 Phillips McDougall 公司的统计数据，按出厂水平计，2010-2020 年间，全球作物用农药销售额从 383.2 亿美元增长至 620.36 亿美元，10 年 CAGR 达到 4.94%；全球非作物用农药销售额从 58.8 亿美元增长至 78.5 亿美元，10 年 CAGR 达到 2.93%。2015 年以来全球作物用农药销售额稳步增长，2020 年全球作物用药销售额为 620.36 亿美元，同比增长 3.69%；非作物用农药的销售额为 78.50 亿美元，同比增长 0.62%。PhillipsMcDougall 预计 2023 年作物用农药市场可达 667.03 亿美元。

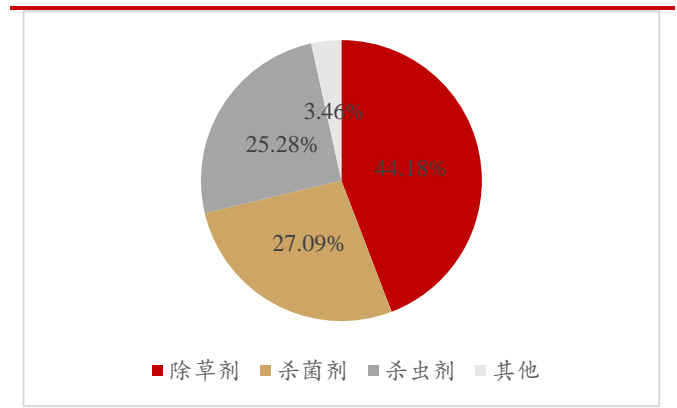
细分市场中除草剂占比份额最大，2020 年达到 44.18%。根据作用方式，作物保护类农药又可细分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂和植物生长调节剂等。2020 年，除草剂、杀菌剂、杀虫剂市场规模空间约 598.92 亿美元，除草剂 274.07 亿美元，占比 44.18%，杀菌剂 168.04 亿美元，占比 27.09%，杀虫剂 156.81 亿美元，占比 25.28%。

图 7 2010-2020 年，全球农药销售额



资料来源：PhillipsMcDougall，华西证券研究所

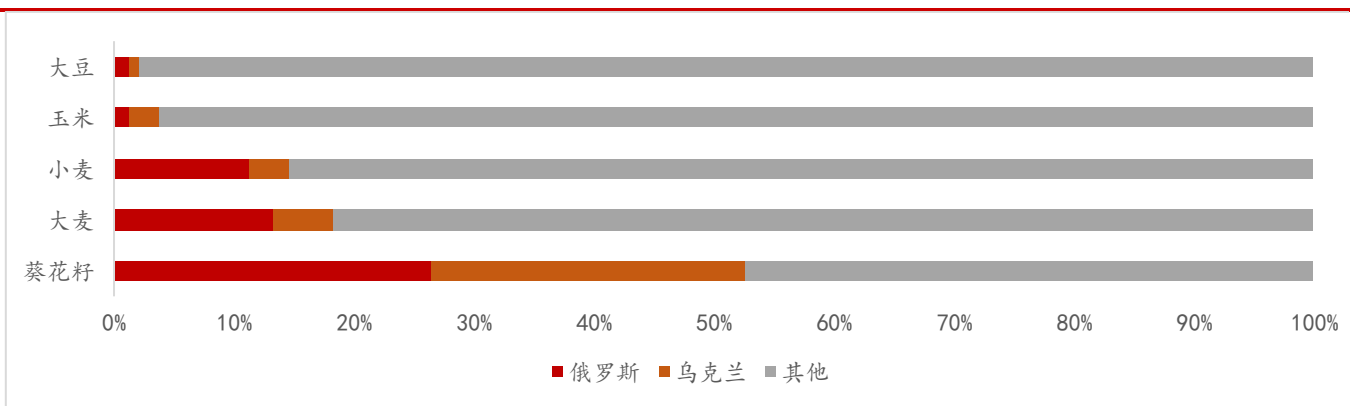
图 8 2020 年全球作物保护类农药细分市场统计



资料来源：PhillipsMcDougall，华西证券研究所

俄罗斯和乌克兰是世界重要的粮食生产国和粮食出口国，俄乌冲突引发世界粮食担忧，粮食安全重要性达到前所未有的高度，推升粮食价格高企种植产业链景气度上升，农药需求有望上涨。俄罗斯和乌克兰是世界上最重要的农产品生产国之一。在谷物部门，它们对全球产量的贡献中，小麦、大麦以及玉米尤为重要，据联合国粮农组织的数据，2020 年，乌克兰和俄罗斯大麦、小麦、玉米的产量占全球产量的比重分别为 18.20%/14.56%/3.80%。在油料方面，它们对葵花籽油的生产尤为重要，数据显示，2020 年，乌克兰和俄罗斯的葵花籽产量占比超过 50%。

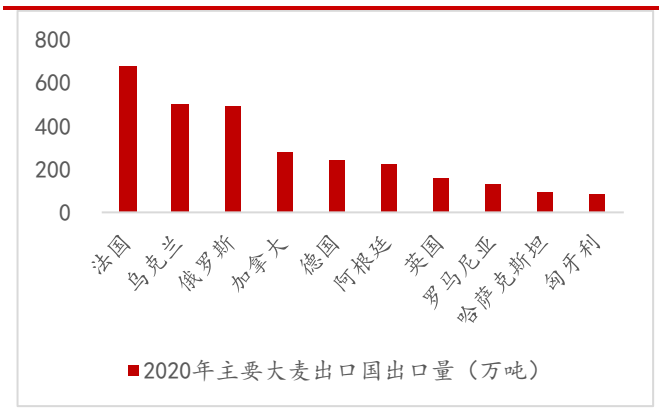
图 9 俄罗斯和乌克兰主要农产品产量占比



资料来源：联合国粮农组织，华西证券研究所

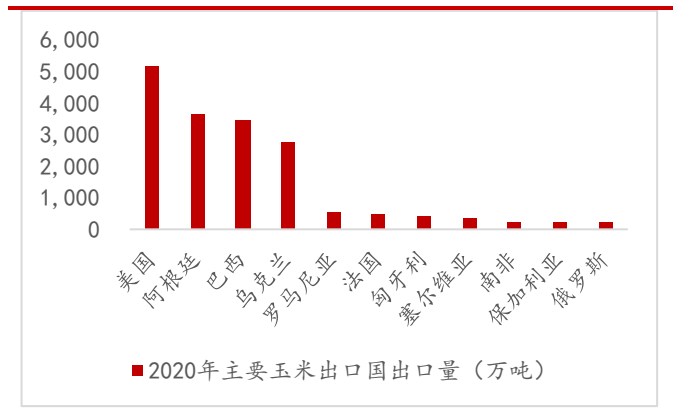
根据联合国粮农组织，俄罗斯和乌克兰都为农产品的净出口国，在全球食品市场供应方面发挥着主导作用。俄罗斯和乌克兰不仅是葵花籽、大麦、小麦和玉米的主要生产国，也是这些农产品的主要出口国，从 2020 年主要农产品的出口量来看，乌克兰和俄罗斯都位列大麦、小麦和葵花籽的前十大出口国。

图 10 2020 年主要大麦出口国出口量



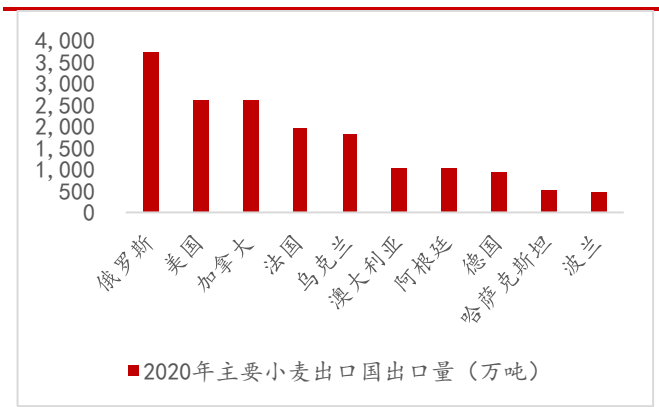
资料来源：联合国粮农组织，华西证券研究所

图 11 2020 年主要玉米出口国出口量



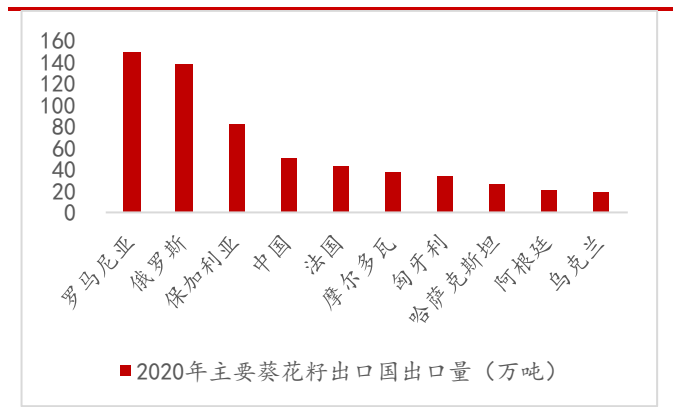
资料来源：联合国粮农组织，华西证券研究所

图 12 2020 年主要小麦出口国出口量



资料来源：联合国粮农组织，华西证券研究所

图 13 2020 年主要葵花籽出口国出口量



资料来源：联合国粮农组织，华西证券研究所

确保国家粮食安全需要农药稳定供给。我国玉米和大豆对外依存度高，粮食安全是国家重要的宏观战略，《“十四五”全国农药产业发展规划》指出，“十四五”时期草地贪夜蛾、水稻“两迁”害虫、小麦条锈病和赤霉病等重大病虫害呈多发重发态势，防控任务重，需要持续稳定的农药生产供应。加之林草、卫生等领域需求增加，农药市场空间进一步扩大。

2.2.环保高压常态化，行业集中度进一步提升

农药制剂行业监管日趋严格，农业农村部一直在推动农药向高效、绿色、低毒、低残留方向发展，提高农药制剂行业进入壁垒，行业集中度不断提高。自新《农药管理条例》、《农作物病虫害防治条例》对农作物病虫害防治工作在明确防治责任、健全防治制度、专业化防治服务、鼓励绿色防控等方面予以规范治理。系列的行业监管政策，推动农药制剂企业的优胜劣汰，利于领先的环保型、高科技农药制剂企业做大

做强。2022年2月，农业农村部会同国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家粮食和物资储备局、国家林草局制定了《“十四五”全国农药产业发展规划》（以下简称《规划》）。《规划》指出现代农药产业要坚持安全发展，严把市场准入关，强化市场监管，推进科学安全用药；要坚持绿色发展，支持生物农药等绿色农药研发登记，推广绿色生产技术；要坚持高质量发展，开发推广高效低毒农药替代高毒高风险农药；要坚持创新发展。据中国农药工业协会，到2015年底，获得农药生产资质的企业有近2000家，《规划》指出，2020年全国农药生产企业1705家，其中规模以上企业693家，农药行业集中化趋势非常明显，对于未来发展规划，《规划》指出，要推进农药生产的集约化，推进农药生产企业兼并重组、转型升级、做大做强，培育一批竞争力强的大中型生产企业，2025年农药生产企业数量减至少于1600个，推进行业集中度进一步提升。

表 1 2017-2022 中国农药行业相关政策

| 主要政策措施 | 颁布时间 | 主要内容 |
|---|------|--|
| 《农药管理条例》 <2017 年修订> | 2017 | 国务院农业主管部门所属的负责农药检定工作的机构负责农药登记具体工作。省、自治区、直辖市人民政府农业主管部门所属的负责农药检定工作的机构协助做好本行政区域的农药登记具体工作。 |
| 《农药标签和说明书 管理办法》 | 2017 | 农药登记申请人应当在申请农药登记时提交农药标签样张及电子文档。附具说明书的农药，应当同时提交说明书样张及电子文档。农药标签和说明书应有农业部核准。农业部在批准农药登记时公布经核准的农药标签和说明书的内容、核准日期。 |
| 《农药登记试验管理 办法》 | 2017 | 开展农药登记试验的，申请人应当报试验所在地省级人民政府农业主管部门备案；新农药的登记试验，还应当经由农业部审查批准。 |
| 《农药生产许可证管 理办法》 | 2017 | 农业部负责监督指导全国农药生产许可管理工作，制定生产条件要求和审查细则。省级人民政府农业主管部门负责受理申请、审查并核发农药生产许可证。县级以上地方农业部门应加强本行政区域内的农药生产监督管理工作。 |
| 《农药登记管理办 法》 | 2017 | 在中华人民共和国境内生产、经营、使用的农药，应当取得农药登记。未依法取得农药登记证的农药，按照假农药处理。 |
| 《产业结构调整指导 目录》 | 2019 | 将“高效、安全、环境好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产，定向合成法手性和立体结构农药生产，生物农药新产品、新技术的开发与生产”作为鼓励类项目，优先发展。 |
| 《全国农药管理工作 会议农药行业“四 化”目标》 | 2019 | 到 2025 年，我国农药发展要努力实现“四化”目标：生产集约化，化学农药企业进驻工业园区比例 7% 以上，培育大中型企业集团 100 个；经营专业化，创建农药经营标准化门店 10,000 家，全面推行开方卖药持证上岗；使用科学化，安全使用技术普及率达到 80% 以上，淘汰现有高毒农药 10 种；管理现代化，建立健全公共管理体系、技术支撑体系和社会化服务体系，提升现代农药管理水平。 |
| 《农业农村部关于不 在我国境内使用的出 口农药产品登记的公 告》 | 2020 | 在境外取得农药登记或取得进口国（地区）进口许可的产品，符合相应条件的，农药生产企业可以申请仅限出口农药登记。 |
| 《2020 年种植业工 作要点》 | 2020 | 确保农药利用率提高 40% 以上；推进农药包装废弃物回收工作，因地制宜探索回收模式，划分生产企业、经营单位和使用者的回收义务，鼓励使用者自发回收农药包装废弃物，引导专业化统防统治组织开展农药包装废弃物回收服务；完善农药登记审批“绿色通道”政策，为生物农药、高毒农药替代产品、特色小宗作物用药登记和企业兼并管理创造良好环境。 |
| 《2020 年农药管理 工作要点》 | 2020 | 在生产环节，严格准入条件，优化生产布局，控制新增企业数量，督促相关农药企业按照规定进入化工园区或工业园区；在农药登记方面，重点开展氟虫腈、莠去津、多菌灵、草甘膦等已登记 15 年以上的农药品种周期性评价。 |

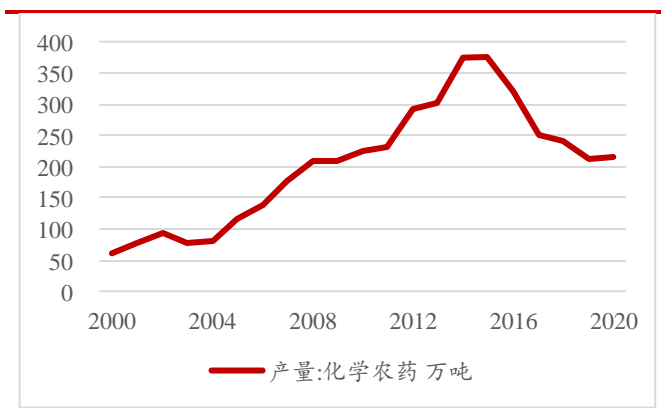
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

| | | |
|------------------------|------|--|
| 《农药包装废弃物回收处理管理办法》 | 2020 | 对现行法律法规的相关规定进行细化，推动农药包装废弃物回收处理。《办法》的制定，将为农药包装废弃物回收处理的监督管理提供重要依据。 |
| 2021 中央一号文件 | 2021 | 持续推进化肥农药减量增效，推广农作物病虫害绿色防控产品和技术。加强畜禽粪污资源化利用。全面实施秸秆综合利用和农膜、农药包装物回收行动，加强可降解农膜研发。 |
| 《食品安全国家标准 食品中农药最大残留限量》 | 2021 | 标准规定了 387 种农药在 284 种（类）食品中 3650 项限量指标，并于 2014 年 8 月 1 日起开始施行。2016 年进行修改，规定了 433 种农药在 13 大类农产品中 4140 个残留限量，基本涵盖了我国已批准使用的常用农药和居民日常消费的主要农产品。 |
| 《“十四五”全国农业绿色发展规划》 | 2021 | 明确到 2025 年，农药产业体系更趋完善，产业结构更趋合理，对农业生产的支撑作用持续增强，绿色发展和高质量发展水平不断提升。在农药生产方面优化生产布局，提高产业集中度，调整产品结构，推行绿色清洁生产。在农药经营和监管方面优化经营网点布局，规范互联网农药经营，推进标准化门店建设。在使用方面推进化学农药使用减量化、推动农药使用专业化，推进农药废包装废弃物回收利用。在农药研发方面加强绿色农药研发，加强创制能力建设，完善创新机制。 |

资料来源：农业农村部，华西证券研究所

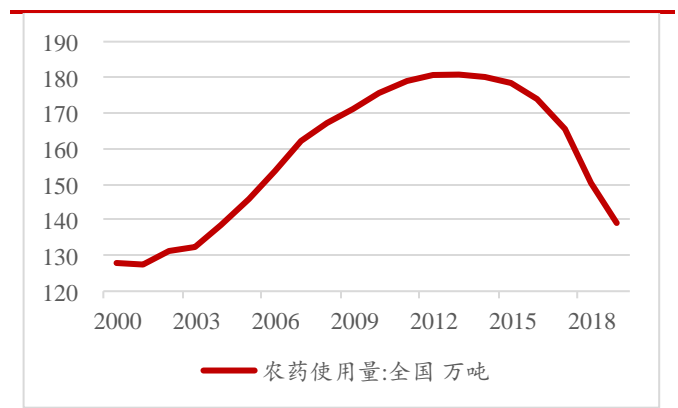
监管日趋严格，化学农药产量&农药使用量双双下降。2017 年以来，随着监管政策日趋严格，我国化学农药产量和农药使用量出现明显下降。据国家统计局的数据，2017-2020 年，全国化学农药产量从 250.74 万吨下降至 214.80 万吨，累计减少 35.94 万吨；2017-2019 年，我国农药使用量从 165.51 万吨下降至 139.17 万吨，累计减少 26.34 万吨，倒逼行业大浪淘沙，逐步淘汰尾部企业，利于头部企业的龙头效应。

图 14 2000-2020 年，全国化学农药产量



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 15 2000-2019 年全国农药使用量



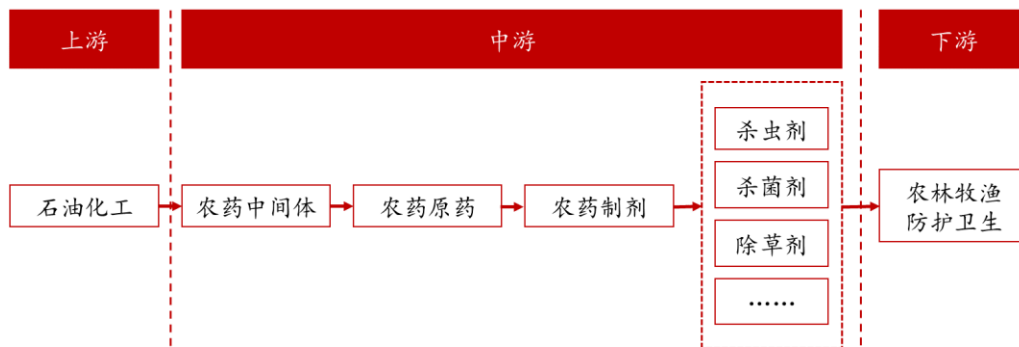
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.3. 公司是国内农药制剂龙头企业，制剂多年蝉联销售第一

2.3.1. 公司是国内农药制剂龙头企业

公司为国内农药制剂龙头企业，位于农药行业产业链的中游。农药按能否直接施用一般分为原药和制剂，原药是以石油化工等相关产品为主要原料，通过化学合成技术和工艺生产或生物工程而得到的农药，一般不能直接施用。农药制剂是指在农药原药中加入分散剂和助溶剂等原辅料后可以直接使用的农药药剂，包括乳油剂、水分散粒剂、悬浮剂、水乳剂、微胶囊剂等。公司位于农药行业产业链的中游，以原药为原材料，加上分散剂和助溶剂等原辅料，经研制、复配、加工、生产出制剂产品，直接应用于农业生产。

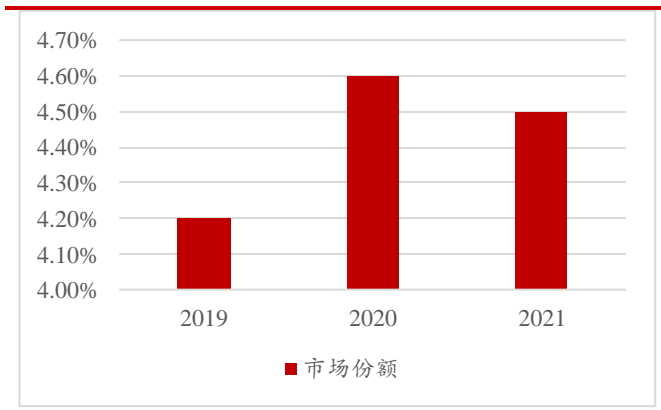
图 16 农药行业产业链及公司在产业链中所处的位置



资料来源：华西证券研究所

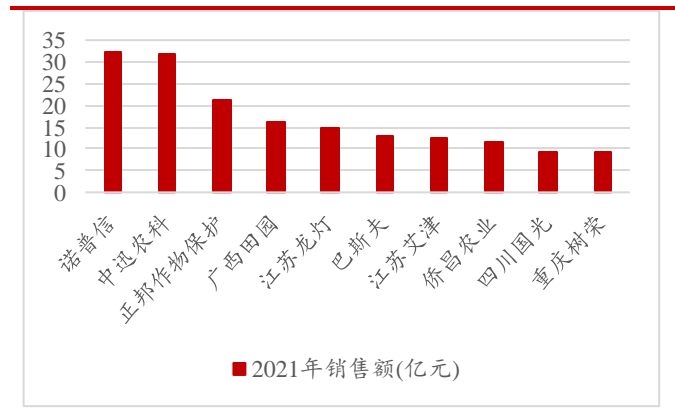
专注农药行业二十余年，公司的“三证”产品数、发明专利数等指标多年来位居行业榜首。深耕农药行业二十余年，公司持续专注于技术研发创新和产品开发储备，在农药制剂“三证”产品数、发明专利数、国标/行标/企标数、环境友好型农药制剂销售占比等方面多年处于行业第一。十余年来，公司一直稳居中国农药制剂 50 强榜首。据公司公告，2019-2020 年，公司在农药制剂市场所占份额据大于 4%，近两年维持在 4.5% 左右，公司在 2021 年的全国市场份额约为 4.5%。据中国农药工业协会，2021 年，公司以 32.49 亿元的销售总额蝉联国内农药制剂行业销售榜第一。

图 17 2019-2021 年，公司农药制剂市场份额



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 2021 年农药制剂行业销售 TOP10



资料来源：中国农药工业协会，华西证券研究所

公司各农药制剂产能利用率达 65% 以上，杀虫剂新增 1900 吨/年产能建设中。截至 2021 年 12 月 31 日，公司拥有杀虫剂产能 2.6 万吨/年，产能利用率达到 73.70%，另外还有 1900 吨/年的产能正在建设中；拥有杀菌剂产能 1.8 万吨/年，产能利用率达 72.90%；拥有除草剂产能 2.5 万吨/年，产能利用率达 65.20%；拥有植物营养产能 1.1 万吨/年，产能利用率达 66.00%；拥有助剂产能 400 吨/年，产能利用率达 66.50%。

表 2 公司主要产品的产能情况

| 主要产品 | 设计产能 | 产能利用率 | 在建产能 | 投资建设情况 |
|------|-----------|--------|----------|----------|
| 杀虫剂 | 26000 吨/年 | 73.70% | 1900 吨/年 | 设计或试运行阶段 |
| 杀菌剂 | 18000 吨/年 | 72.90% | | |
| 除草剂 | 25000 吨/年 | 65.20% | | |
| 植物营养 | 11000 吨/年 | 66.00% | | |
| 助剂 | 400 吨/年 | 66.50% | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

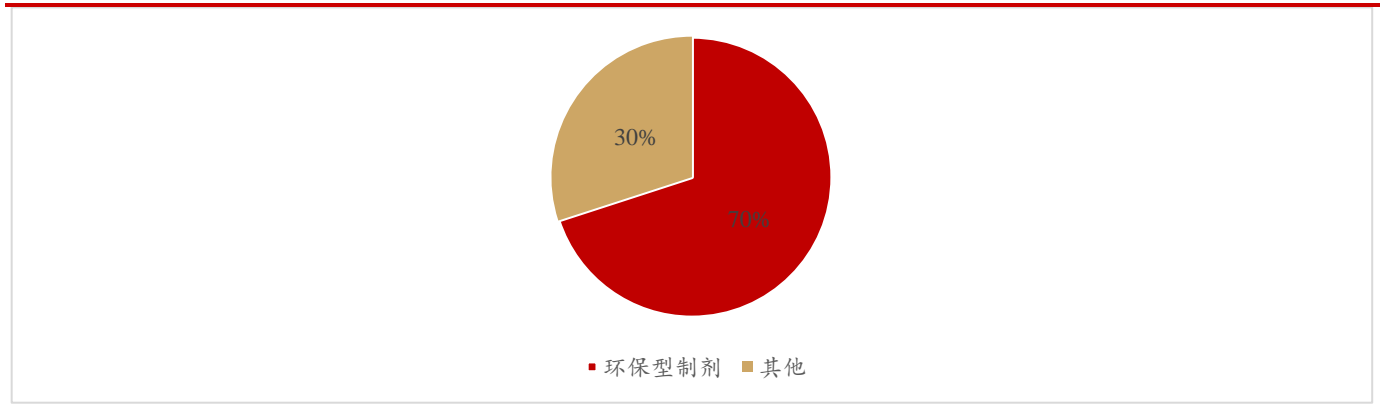
2.3.2. 公司环保型制剂占比高，契合农药绿色发展主流

目前，发达国家农药剂型基本实现了水基化。传统乳油剂型产品由于需要添加大量的苯、二甲苯等有机溶剂，存在毒性大、破坏生态环境、影响食品安全、易燃易爆等问题；可溶性粉剂在生成和使用过程中易造成粉尘污染，影响人体健康和环境。水基化环保型农药制剂用水代替有机溶剂作为分散介质，较乳油和可湿性粉剂等传统剂型，具有节约资源、降低成本、减少污染、保护环境等优点，有利于提高食品安全性，是国家倡导的发展品种，前景广阔。

公司一直专注于农药制剂研发、生产与销售，主要以原药为主要原材料，加上分散剂和助溶剂等原辅料，依托植物保护技术和生物测定，经研制、调配、加工、生产

出制剂产品，生产过程中一般无化学合成反应，不发生环境污染。产品主要适用于蔬菜、果树、花卉等经济作物及大田作物，无高毒和高残留品种，以生物、仿生、新型杂环类和高效低毒低残留品种为主，其中水基化环保型农药制剂所占比重远远领先与国内同行。目前公司环保型农药制剂占比达70%以上，居国内领先水平，在农药制剂细分行业内排名第一。

图 19 农药行业产业链及公司在产业链中所处的位置



资料来源：华西证券研究所

2.3.3. 丰富行业资源配置，制剂研发体系国内领先

公司坚持短中长期兼顾策略，紧紧围绕市场和用户需求，紧盯政策和技术发展方向，保持国内领先、高效、务实的制剂研发体系，累计获得 300 多项发明专利，公司农药制剂“三证”产品数、发明专利数、国标/行标/企标数、环境友好型农药制剂销售占比等持续多年位列国内制剂行业第一。

与此同时，公司积极争取政府支持和加强外部合作。保持与跨国公司和国内新农药创制单位在专利农药品种方面的合作研发，保持与巴斯夫、拜耳、科迪华、富美实等公司深度合作关系，特别强化在专利化合物联合研发登记和产品代理销售等方面的全方位合作，发挥各自优势，共同推广适合中国市场特点的高技术高价值产品。在产学研合作上，公司一直保持与中国农业大学、华南农业大学、华南理工大学等院校的深度合作关系，与多家农业新型组织结盟合作，为广大农户提供配套的技术研究、智能农事以及信息化等多项综合服务。

表 3 公司与其他企业、科研院所、大专院校的合作

| 合作年份 | 合作单位 | 合作项目 |
|---------------------------------------|-----------------------------|---|
| 2007 年至今 | 中国化工总院、沈阳化工研究院等单位 | 中国农药产业技术创新联盟发起单位；国家科技部“十一五”、“十二五”科技支撑计划项目 |
| 2007 年至今 | 华南农业大学等高等院校 | 与大学合作共建研究所联合博士基地和博士后科研基地 |
| 2010 年至今 | 清华大学深圳研究院等 | 联合承担深圳市技术攻关计划项目 |
| 2010 年至今 | 江西禾益、江苏泰禾、扬农化工等 10 余家领先农化企业 | 资本合作；技术合作，联合研发茚虫威、乙螨唑、肟菌酯、螺虫乙酯、五氟磺草胺等次新化合物。 |
| 2016 年至今 | 中国农科院植保所、河南省农科院植保所、华南农业大学等 | 国家科技部与农业部的双减项目等 |
| 2016 年至今 | 深圳农业技术促进中心、深圳职业技术学院等 | 联合承担深圳市科创委技术攻关项目、广东省科技计划公益研究与能力建设专项 |
| 其他合作高校：西北农大、湖南农大、中国农大、华中农大、华南农大、武汉大学等 | | |

资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.种植产业链：种植顺应新时代“三农”工作要求和消费升级需求，公司特色作物快速出效未来可期

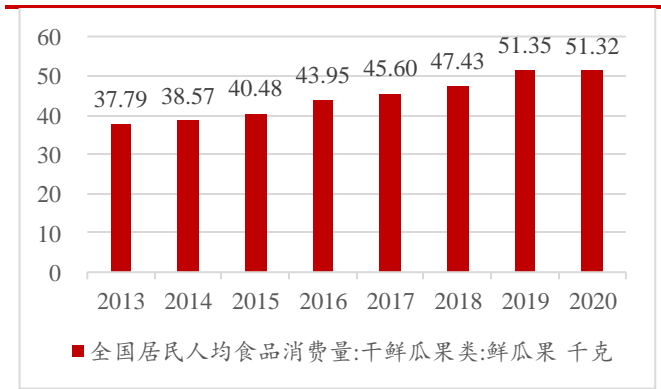
“三农”工作是全面建设社会主义现代化国家的重中之重，当前，新时代“三农”工作就是全面推进乡村振兴，有序推进农业农村现代化，大力完善、优化和发展现代乡村产业体系。国务院印发的《“十四五”推进农业农村现代化规划》（以下简称“规划”）中对特色产业提出了具体说明。规划强调，推进农业农村现代化，必须立足农业产业特性，农业生产地域特色鲜明，不同地区资源禀赋差异大，需要因地制宜发展特色优势产业。规划在保障其他重要农产品有效供给时强调，要促进果菜茶多样化发展，发展设施农业，因地制宜发展林果业、中药材、食用菌等特色产业。农业特色产业的发展是新时代“三农”工作的重要构成之一，是顺应农业农村现代化潮流的。

3.1.经济发展带动高端水果需求增长，“浆果之王”蓝莓市场前景广阔

城镇化扩张&人民可支配收入提高，高端水果消费增长。随着城镇化的快速扩张，人民可支配收入提高，加之中产阶级群体迅速崛起壮大，健康品质生活已成为一种消费时尚，高品质、高附加值的农产品需求日趋旺盛，许多特色高端农产品走进了千家万户，迎来爆发式的增长。据国家统计局数据，2013-2020 年，全国居民人均鲜瓜果

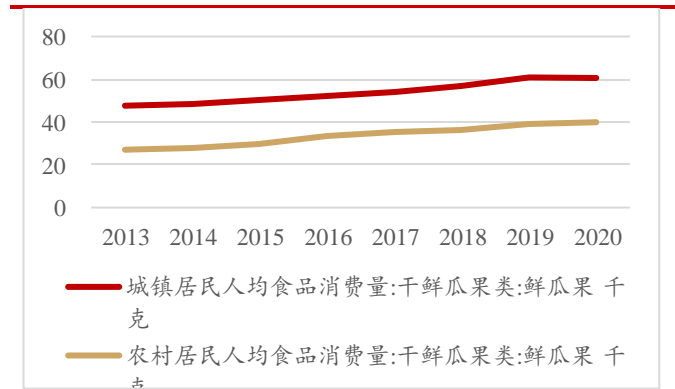
消费量由 37.79 千克/人增长至 51.32 千克/人，7 年间 CAGR 达到 4.47%，2020 年受新冠肺炎疫情影响，人均鲜瓜果量较 2019 年有所下降。另外，城镇居民和农村居民人均鲜瓜果消费量存在着较大差异，2013-2020 年，城镇居民人均鲜瓜果消费量维持在 40 千克/人以上，2019 年突破 60 千克/人，而农村居民 2020 年的消费量为 39.91 千克/人，不及 2013 年的城镇居民消费水平。我们认为，未来随着经济发展，城乡居民人均可支配收入提高&城镇化扩张，城镇居民和农村居民的人均鲜瓜果消费量将进一步上升。高端水果市场前景广阔。

图 20 2013-2020 年全国居民人均鲜瓜果消费量



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 21 2013-2020 城镇&农村居民人均鲜瓜果消费量

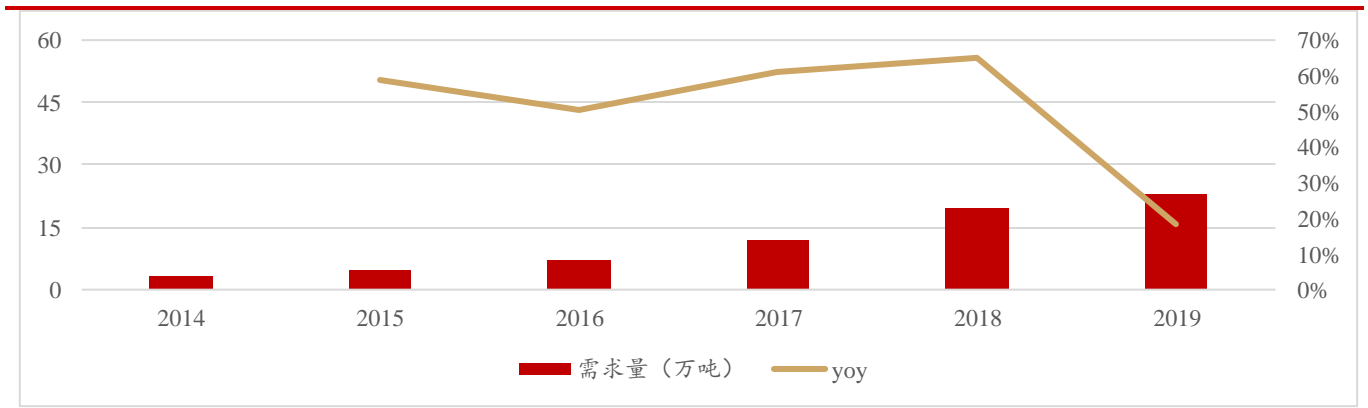


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

蓝莓富含丰富营养素，被誉为“浆果之王”。蓝莓为杜鹃花科越橘属，多年生低灌木。原生于北美洲，分布于美国、智利、秘鲁以及中国的云南、贵州、辽宁、山东等地区，生长于海拔 900~2300m 的地区。作为一种具有较高经济价值和广阔开发前景的新兴小浆果树种，蓝莓果实肉质细腻，种子极小，甜酸适口，有清爽宜人的香气，富含多种维生素及微量元素等营养物质。蓝莓鲜果既可生食，又可作加工果汁、果酒、果酱等的原料，具有较高的经济价值。在英国权威营养学家列出的全球 15 种健康食品中，蓝莓居于首位，并被国际粮农组织列为人类五大健康食品之一，被誉为“浆果之王”。

中国蓝莓需求量 5 年间 CAGR+49.69%。据云果整理数据，2014-2019 年，我国蓝莓需求量从 3.07 万吨增长至 23.07 万吨，CAGR+49.69%，2018 年需求量增长率达到峰值，为 65.03%。

图 22 2014-2019 年，我国蓝莓需求情况

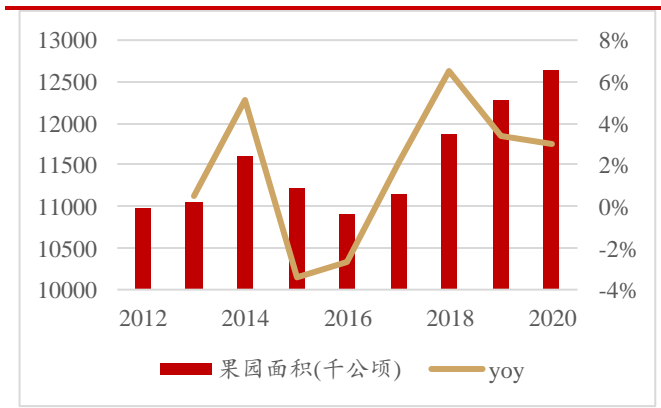


资料来源：云果，华西证券研究所

3.2. 中国蓝莓种植面积&产量持续增长，蓝莓产业发展如火如荼

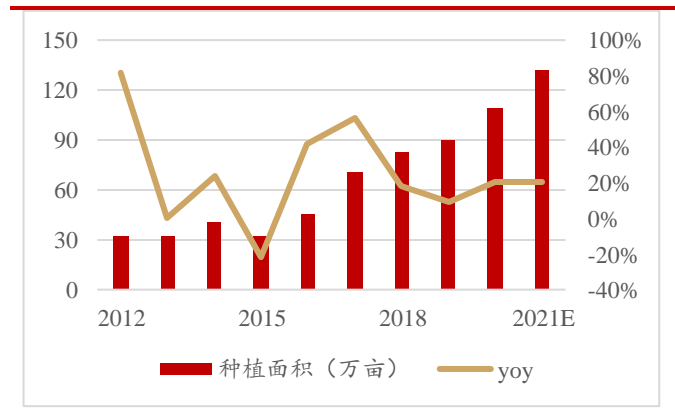
2012 年以来，中国果园面积和中国蓝莓种植面积都呈现增长趋势。总体而言，自 2012 年以来，中国果园面积呈现增长趋势，据国家统计局数据，2012-2020 年，中国果园面积由 10989.7 万公顷增长至 12646.28 万公顷，CAGR+1.77%；据联合国粮农组织，2012-2020 年，中国的蓝莓种植面积由 32.70 万亩增长至 109.08 万亩，CAGR+16.25%，增速远高于总的果园的复合增长率。中国蓝莓产业的发展时间不到 40 年。1983 年，吉林农业大学率先从美国引入蓝莓优良品种，1999 年，吉林农业大学的李亚东教授选育出我国第一个蓝莓优良品种“美登”，2011 年，蓝美股份成功研发了“蓝美 1 号”等优质品种。中国蓝莓从完全进口逐渐发展出几家具有一定规模的中国蓝莓生产企业，并且不断吸引有能力的国外蓝莓企业进驻。

图 23 2012-2020 年中国果园面积变化情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

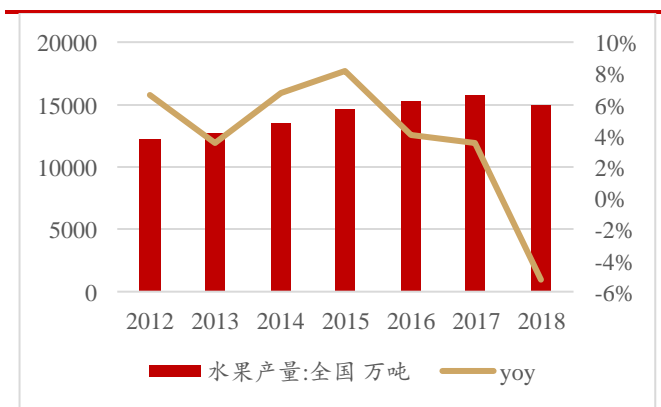
图 24 2012-2021 年中国蓝莓种植面积及预测



资料来源：FAO，华西证券研究所

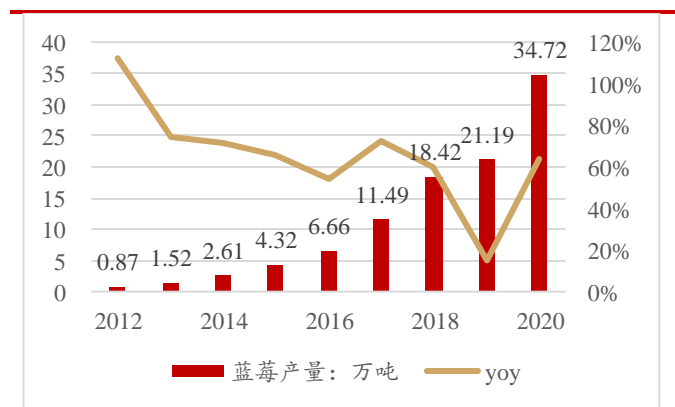
2015-2018 年，中国水果产量维持在 1.5 亿吨左右，较为平稳，近年来蓝莓产量增长喜人。据智研咨询数据，2020 年中国蓝莓产量为 34.72 万吨，yoy+63.89%，2012-2020 年共增长了 33.85 万吨，中国蓝莓产业获得了巨量增长。

图 25 2012-2018 年中国水果产量



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

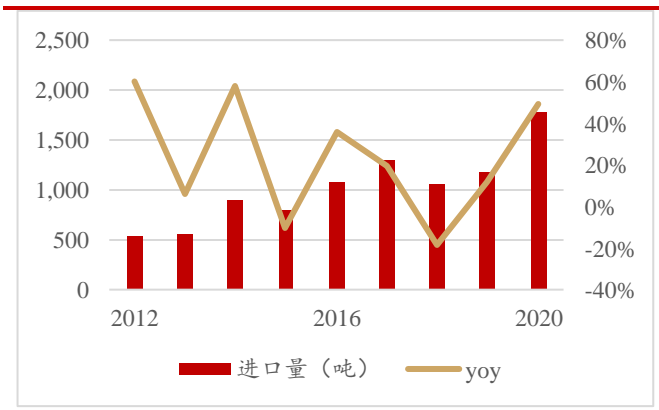
图 26 2012-2020 年中国蓝莓产量



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

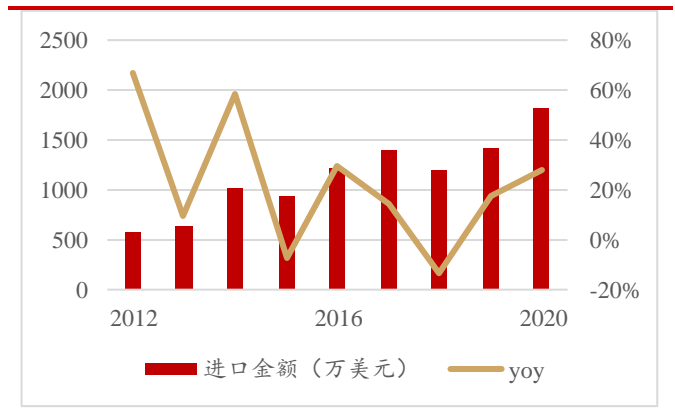
2012-2020 年中国蓝莓的进口量在波动中增长。据联合国粮农组织数据，2020 年中国蓝莓进口总量为 1773 吨，同比增长 49.62%，相比 2012 年增加了 1243 吨，2012-2020 年增长率峰值为 60.12%，谷值为 18.50%。蓝莓进口金额方面，2020 年中国蓝莓进口金额为 1819.4 万美元，同比增长 28.18%，2012-2020 年中国蓝莓进口金额增长了 1231.70 万亿美元。我们认为，中国蓝莓种植面积和蓝莓产量的持续增长表明蓝莓产业在中国经历快速增长，而同时进口蓝莓数量和金额也在增加且数量可观，说明中国蓝莓存在供需缺口，中国蓝莓市场大有可为。

图 27 2012-2020 年中国蓝莓进口量



资料来源：FAO，华西证券研究所

图 28 2012-2020 年中国蓝莓进口金额



资料来源：FAO，华西证券研究所

3.3. 作物布局结构渐清晰，特色作物产业链腾飞在即

近年来公司积极探索产业战略升级，构建单一特色作物产业链，推动单一作物种植标准化、产业化和规模化发展，形成“农药制剂业务与单一特色作物产业链”双主业战略发展新格局。单一特色作物产业链方面，公司聚焦高品质农作物产业链经营，以“公司+农户+合作伙伴”新模式，通过单一作物产业为突破点，优选作物和品种，构建产业链的综合运营能力。上游“作物科技研究院”涵盖品种研发、繁育等；中游“农业科技产业园”标准种植、分级包装，推动农业工业化；下游构建以品质为中心，打造地标农产品品牌与高效率分销渠道，致力于创建出一个个单一作物产业链典范，引领产业创新和效益提升，达到世界领先水平。

图 29 公司的单一特色作物产业链



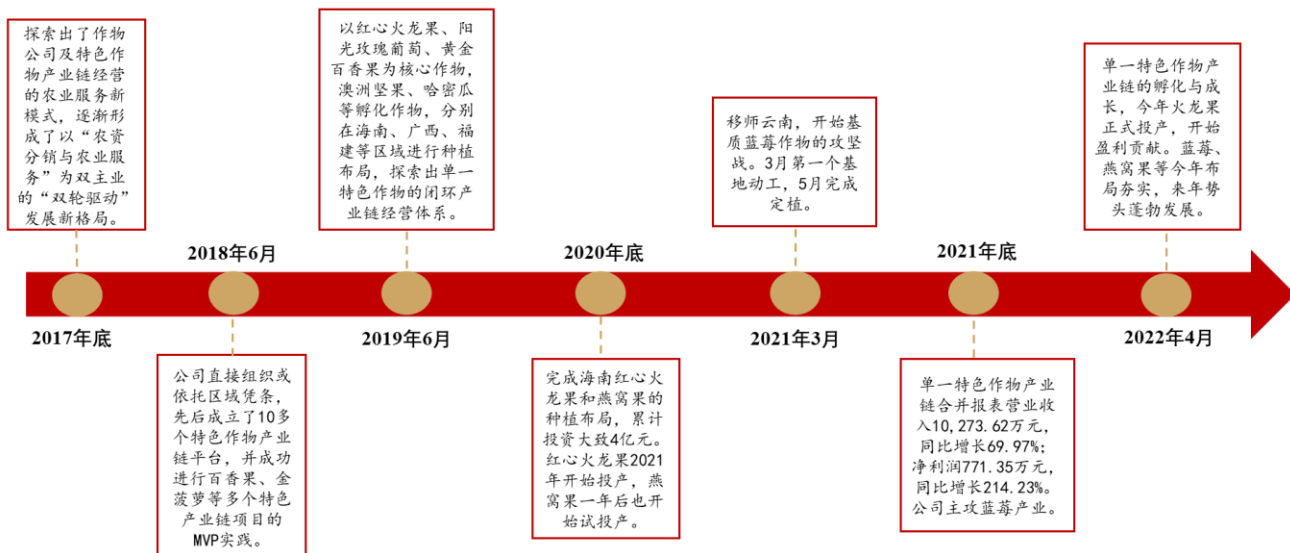
资料来源：公司公告，华西证券研究所

“特色作物产业链”首次出现于 2017 年年报，经过 5 年的探索和发展，2021 年，公司单一特色作物产业链合并报表营业收入 1.03 亿元，同比增长 69.97%；实现净利润 0.08 亿元，同比增长 214.23%。据公司年报显示，2017 年公司探索出了作物公司

及特色作物产业链经营的农业服务新模式。2018H1，公司直接组织或依托区域凭条，先后成立了 10 多个特色作物产业链平台，并成功进行百香果、金菠萝等多个特色产业链项目的 MVP 实践。此后，公司开展一系列合作、收购和设立子公司，全方位助力单一特色作物产业链经营，水果区域布局面积不断扩大。在作物选择上面，公司先后尝试过百香果、阳光玫瑰葡萄、金菠萝和火龙果等，经过不断试错，因地制宜选择最适宜的品种，公司当前重点布局云南基质蓝莓、海南燕窝果和红心火龙果，同时澳洲坚果等其他品种也有孵化布局。

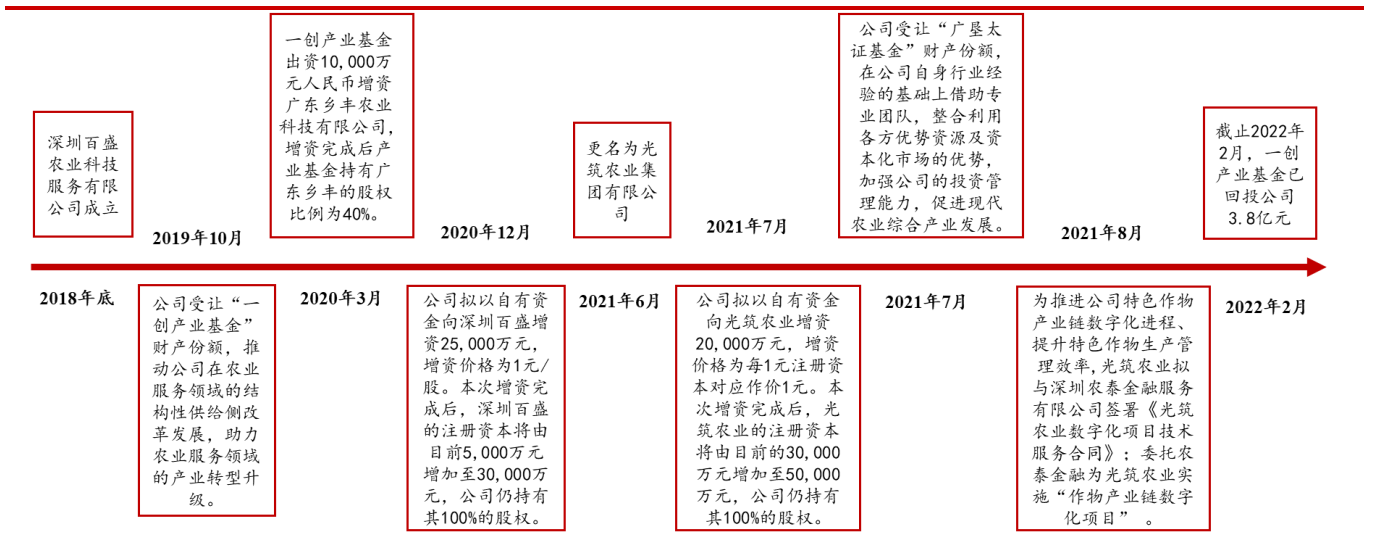
光筑农业集团有限公司（下称“光筑农业”）系公司全资子公司，致力于整合全球优异作物品种，以打造中国领先的特色作物产业链运营商为发展目标，以集成数字化、智能化、标准化的现代农业科技为创新引擎，以创建一流的科研体系、教育培训体系和事业合伙体系为产业支撑，矢志通过特色作物产业链发展道路的探索与创新，稳步实现农业不再落后，农民无比幸福的理想抱负。光筑以理念创新、科技创新驱动传统农业向特色农业的数字化转型，加快互联网、物联网、大数据、人工智能等关键技术 在农业领域的创新应用，透过遍布广东、海南、云南、广西、山东的光筑特色作物产业基地，光筑正全面实现全产业链布局，在基质蓝莓、火龙果、网纹瓜、燕窝果、坚果等高端作物领域取得了丰硕的成果和社会效益。

图 30 公司单一特色作物产业链的探索历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 光筑农业集团发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

作物布局结构愈发清晰，主攻云南基质蓝莓。公司探索出单一特色作物产业链之后经历了一系列摸索。当前公司重点布局云南基质蓝莓、海南燕窝果和火龙果。2017 年至今，种植规模达到数万余亩。当前主要布局于云南省的基质蓝莓拓展，海南燕窝果即将进入收获期，红心火龙果按计划稳定产出。技术队伍的专业化、管理运营的系统化，商业模式的迭代化，单一作物产业链万事俱备、破土而出。

表 4 公司单一特色作物布局

| 序号 | 作物 | 核心区域 | 目前布局面积 | 备注 |
|----|-------|------|----------|----|
| 1 | 蓝莓 | 云南 | 约 1.4 万亩 | |
| 2 | 红心火龙果 | 海南 | 约 7000 亩 | |
| 3 | 燕窝果 | 海南 | 约 3200 亩 | |
| 4 | 澳洲坚果 | 广西 | 约 6500 亩 | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.4.“公司+基地+农户”打造蓝莓产业基地，增收致富助力乡村振兴

蓝莓既可以鲜食，也可以深加工，其产业链可以从第一产业延伸至第三产业，涵盖良种培育、规模种植、休闲采摘、深度加工、包装物流、观光旅游等环节。蓝莓果实中含有丰富的营养成分，尤其富含花青素，它不仅具有良好的营养保健作用，还具有防止脑神经老化、强心、抗癌、软化血管。增强人体免疫力等功能。因此，联合国

粮农组织将蓝莓列为“人类五大健康食品之一”，世界卫生组织也将蓝莓列为“最佳营养价值水果”，从而成为当前全球范围内最有潜力的水果之一。未来，随着我国经济的不断发展，居民收入的提高，越来越多的人认识到功能性食品的重要性，城乡居民膳食结构更趋向营养化、合理化、科学化，对高端、营养价值高的水果消费比重将逐步提高，我国蓝莓行业市场规模将保持高速增长态势。

不同于以往传统的露天栽培蓝莓，公司选用现代化大棚种植，采用无土（基质）滴灌栽培模式。相比传统土壤栽培，无土基质栽培更省工省时，便于管理，不仅挂果快，而且栽培出的果实更大、口感更好，品质更可控。基质蓝莓种植选址在云南，云南地处低纬高原，立体气候特点显著，对蓝莓生长十分有利。公司蓝莓品种选择优质、基质栽培技术先进。通过前端规模化种植与管理，后端全技术创新驱动，为品质蓝莓的稳定高产奠定了坚实基础。整个管理过程通过数字化管理来保障高质量产出。主要通过气象数据和源水数据反馈，通过水肥一体化操作系统对蓝莓营养液进行一键式操作，在田间回液量加持下实现数字化、智能化、精准化灌溉；蓝莓苗从种植下去到修剪，通过叶片检测系统，对植物营养吸收情况进行检测。为了让蓝莓果错峰上市，采用不同的营养配方，调整植株物候期，实现同一个品种不同时期挂果，每年 1-5 月份为采摘期，极大地提高蓝莓果的市场供应能力。

图 32 公司砚山县黑鱼东村蓝莓种植基地



资料来源：文山壮族苗族自治州广播电视台官方帐号，华西证券研究所

图 33 基质蓝莓种植灌溉系统



资料来源：文山壮族苗族自治州广播电视台官方帐号，华西证券研究所

图 34 种植基地蓝莓长势喜人



资料来源：文山壮族苗族自治州广播电视台官方帐号，华西证券研究所

图 35 蓝莓的采摘与收获



资料来源：文山壮族苗族自治州广播电视台官方帐号，华西证券研究所

公司的蓝莓现代农业产业园由光筑农业负责，而光筑农业又有很多子公司，分别负责公司在云南各市的蓝莓种植基地建设和运营。以云南省文山州砚山县的蓝莓种植基地为例，砚山县为贯彻云南省委、省政府“打造世界一流绿色食品品牌、健康生活目的地”精神，将砚山蓝莓产业打造成为文山州内最大规模数字蓝莓产业基地，砚山县引入光筑农业，由光筑农业子公司云南普者蓝农业科技有限公司（以下简称“普者蓝”）负责蓝莓种植基地的建设和运营。项目位于砚山县维摩乡慕菲勒村委会黑鱼洞村，占地面积约 900 亩，项目于 2021 年 6 月前建成投产，充分发挥本地气候、土地、文化和资金、技术、市场的优势，主要从事高品质鲜食蓝莓的种植、生产、分拣加工和销售。逐步形成“农资研产销、农业综合服务与特色作物产业链”。集蓝莓种苗研发、种植及果品分级包装、冷藏配送、食品加工、品牌与营销为一体，建立滇西区域运营中心。

以“公司+基地+农户”模式发展蓝莓种植，带动农户种植蓝莓，帮助土地流转，创造就业岗位，助力乡村振兴。“公司+基地+农户”的模式是指公司从政府/农户流转蓝莓种植基地，由公司支付租金并承担后续投入和建设。这种模式形成的产业园不仅为规模化、基地化发展产业提供示范，也为当地群众带来明显增收，除了土地流转的地租费以外，企业优先聘用当地群众务工，当地群众方便照顾家庭的同时收入也有保障。蓝莓采摘季需要大量的劳动力，为当地创造了就业岗位，助力乡村振兴。

4.盈利预测与投资建议

公司主要涉及农药制剂和作物产业链，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

农药制剂：公司是国内农药制剂龙头企业，农药制剂行业市场占有率国内领先；俄乌冲突带动全球粮食价格进一步抬升，国内粮食安全重要性上升到前所未有的高度，政策强调&粮价高企，农民种粮积极性上升，带动种植产业链高景气，农药作为重要的生产物资，需求有望迎来增长。另外，出于绿色发展需要，国家对农药行业的监管日趋严格，公司目前环保型农药制剂占比达 70% 以上，监管下行业集中度有望进一步提升，头部企业受益。基于此，我们预计，2022-2024 年公司农药制剂（包含经销商）收入增速分别为 6.82%/4.26%/4.08%，毛利率分别为 27.63%/27.63%/27.63%。

作物产业链：近几年公司布局种植产业链，创造性地提出单一特色作物产业链商业模式，重点发展高端水果，目前重点布局的水果有云南基质蓝莓、红心火龙果、燕窝果等，前期建设布局阶段的投入较大，2021 年红心火龙果已有产出，2021 年建园定植的基质蓝莓在 2022 年一季度也有产出。随着居民收入的增长及消费水平的提高，人们越来越追求高品质生活，预计未来高端水果面临旺盛需求。而公司园区建成之后，后续主要为运营成本的投入，我们预计，2022-2024 年公司作物产业链收入同比增速分别为 85.00%/213.51.00%/93.10%，毛利率分别为 45.27%/55.78%/59.51%。其中火龙果的收入增速为 30.00%/15.38%/0.00%，毛利率分别为 40.00%/40.00%/40.00%；燕窝果的收入增速为 100.00%/300.00%/50.00%，毛利率分别为 45%/45%/45%；蓝莓的收入增速为 100.00%/900.00%/142.86%，毛利率分别为 65%/65%/65%。

表 5 诺普信主要业务经营预测 (单位: 百万元)

| 业务 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 农药制剂 | | | | |
| 收入 | 4,400.00 | 4,700.00 | 4,900.00 | 5,100.00 |
| 成本 | 3184.31 | 3401.42 | 3546.16 | 3690.90 |
| 毛利 | 1,215.69 | 1,298.58 | 1,353.84 | 1,409.10 |
| 毛利率 | 27.63% | 27.63% | 27.63% | 27.63% |
| 作物产业链 | | | | |
| 收入 | 100.00 | 185.00 | 580.00 | 1120.00 |
| 成本 | 60.00 | 101.25 | 256.50 | 453.50 |
| 毛利 | 40.00 | 83.75 | 323.50 | 666.50 |
| 毛利率 | 40.00% | 45.27% | 55.78% | 59.51% |
| 其中: 火龙果 | | | | |
| 收入 | 100.00 | 130.00 | 150.00 | 150.00 |
| 成本 | 60.00 | 78.00 | 90.00 | 90.00 |
| 毛利 | 40.00 | 52.00 | 60.00 | 60.00 |
| 毛利率 | 40.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 其中: 燕窝果 | | | | |
| 收入 | - | 20.00 | 80.00 | 120.00 |
| 成本 | - | 11.00 | 44.00 | 66.00 |
| 毛利 | - | 9.00 | 36.00 | 54.00 |
| 毛利率 | - | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 其中: 蓝莓 | | | | |
| 收入 | - | 35.00 | 350.00 | 850.00 |
| 成本 | - | 12.25 | 122.50 | 297.50 |
| 毛利 | - | 22.75 | 227.50 | 552.50 |
| 毛利率 | - | 65.00% | 65.00% | 65.00% |
| 费用率 | | | | |
| 销售费率 | 10.09% | 11.40% | 11.50% | 11.47% |
| 管理费率 | 5.53% | 5.76% | 5.69% | 5.71% |
| 财务费率 | 1.2% | 2.21% | 2.23% | 2.40% |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

我们分析: 1) 受益于下游种植产业链景气度回暖, 公司农药制剂需求将持续向好, 公司作为国内农药制剂龙头, 规模成本优势明显, 业绩有望进一步增长。2) 公司单一作物特色产业链经过之前的建设布局, 目前已形成产出, 未来产出有望进一步增长。3) 考虑到中国近年来蓝莓面积和产量持续增长, 随着未来中国蓝莓产量释放, 蓝莓价格存在波动风险, 另外, 极端天气多发, 自然环境存在不确定性, 我们将公司 22-24 年营业收入从 51.93/59.69/69.21 亿元下调至 48.85/54.80/62.20 亿元, 将 22-24 年归母净利润从 3.58/4.41/5.57 调整至 3.43/4.91/7.02 亿元, 将 22-24 年 EPS 从 0.36/0.45/0.57 元调整至 0.35/0.50/0.71 元, 对应 2022 年 7 月 25 日 5.63 元收盘价的 PE 为 16/11/8X, 参考可比公司, 给予公司 2023 年 16.5XPE, 对应目标价 8.25 元, 由“增持”评级上调至“买入”评级。

表 6 可比公司盈利预测 (农药制剂模块)

| 可比公司 | | | | | | | | | | |
|-----------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) | EPS(元) | | | | P/E | | | |
| | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 603639.SH | 海利尔 | 59.84 | 1.32 | 1.86 | 2.35 | 2.8 | 45.33 | 32.17 | 25.46 | 21.37 |
| 600389.SH | 江山股份 | 19.68 | 2.75 | 6.49 | 6.87 | 7.39 | 7.16 | 3.03 | 2.86 | 2.66 |
| 603599.SH | 广信股份 | 27.00 | 3.18 | 2.95 | 3.28 | 3.65 | 8.49 | 9.15 | 8.23 | 7.40 |
| 002734.SZ | 利民股份 | 10.28 | 0.82 | 1.23 | 1.56 | 1.82 | 12.54 | 8.36 | 6.59 | 5.65 |
| 平均 | | | | | | | 18.38 | 13.18 | 10.79 | 9.27 |

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2022 年 7 月 26 日收盘价

5.风险提示

原药采购供应波动风险：受环保监管督查及“新冠”疫情持续不定的影响，上游原药价格一路上行，一定程度上对公司农药制剂业务的盈利能力产生影响。

经营管理风险：公司一个大品/套餐-技术服务的品牌战略全线发力，将对公司经营管理能力提出更高的要求。若公司在未来发展过程中不能持续补充优秀管理人才、不能持续提升管理人员的经营能力和财务运营水平、不断提高对风险的管理和控制能力，将可能对公司发展产生一定的不利影响。

自然环境不确定性及农产品价格波动风险：可能遇到恶劣气候、自然灾害等不可抗力因素，或者“新冠”疫情的反复影响，以及农产品供应需求导致价格行情波动等，可能会给产业链的经营带来一定不确定影响。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 4,501 | 4,885 | 5,480 | 6,220 | 净利润 | 297 | 334 | 478 | 684 |
| YoY(%) | 8.9% | 8.5% | 12.2% | 13.5% | 折旧和摊销 | 166 | 149 | 114 | 120 |
| 营业成本 | 3,289 | 3,503 | 3,803 | 4,144 | 营运资金变动 | -132 | -192 | -69 | -126 |
| 营业税金及附加 | 13 | 14 | 16 | 18 | 经营活动现金流 | 422 | 370 | 616 | 796 |
| 销售费用 | 454 | 557 | 630 | 713 | 资本开支 | -506 | -286 | -260 | -266 |
| 管理费用 | 249 | 281 | 312 | 355 | 投资 | 58 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 67 | 115 | 133 | 166 | 投资活动现金流 | -854 | -246 | -218 | -217 |
| 研发费用 | 107 | 117 | 131 | 149 | 股权募资 | 541 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -36 | -9 | -8 | -9 | 债务募资 | 2,067 | 83 | 449 | 484 |
| 投资收益 | 35 | 39 | 42 | 48 | 筹资活动现金流 | 902 | -32 | 316 | 318 |
| 营业利润 | 325 | 374 | 540 | 773 | 现金净流量 | 468 | 91 | 714 | 897 |
| 营业外收支 | 18 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 利润总额 | 343 | 374 | 540 | 773 | 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | 46 | 40 | 62 | 89 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 297 | 334 | 478 | 684 | 营业收入增长率 | 8.9% | 8.5% | 12.2% | 13.5% |
| 归属于母公司净利润 | 305 | 343 | 491 | 702 | 净利润增长率 | 82.9% | 12.4% | 43.1% | 43.0% |
| YoY(%) | 82.9% | 12.4% | 43.1% | 43.0% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.31 | 0.35 | 0.50 | 0.71 | 毛利率 | 26.9% | 28.3% | 30.6% | 33.4% |
| | | | | | 净利率 | 6.6% | 6.8% | 8.7% | 11.0% |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 ROA | 3.9% | 4.2% | 5.2% | 6.5% |
| 货币资金 | 1,210 | 1,301 | 2,015 | 2,912 | 净资产收益率 ROE | 10.3% | 10.4% | 12.9% | 15.6% |
| 预付款项 | 645 | 624 | 695 | 760 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 1,281 | 1,343 | 1,461 | 1,595 | 流动比率 | 1.16 | 1.21 | 1.25 | 1.32 |
| 其他流动资产 | 1,231 | 1,372 | 1,474 | 1,624 | 速动比率 | 0.65 | 0.70 | 0.77 | 0.87 |
| 流动资产合计 | 4,368 | 4,641 | 5,646 | 6,891 | 现金比率 | 0.32 | 0.34 | 0.45 | 0.56 |
| 长期股权投资 | 624 | 624 | 624 | 624 | 资产负债率 | 53.7% | 51.9% | 52.7% | 52.5% |
| 固定资产 | 578 | 656 | 768 | 872 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 251 | 290 | 306 | 329 | 总资产周转率 | 0.58 | 0.59 | 0.58 | 0.58 |
| 非流动资产合计 | 3,446 | 3,580 | 3,725 | 3,870 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 7,814 | 8,221 | 9,370 | 10,761 | 每股收益 | 0.31 | 0.35 | 0.50 | 0.71 |
| 短期借款 | 1,596 | 1,678 | 2,127 | 2,611 | 每股净资产 | 3.00 | 3.34 | 3.84 | 4.55 |
| 应付账款及票据 | 943 | 908 | 1,005 | 1,104 | 每股经营现金流 | 0.43 | 0.37 | 0.62 | 0.80 |
| 其他流动负债 | 1,222 | 1,248 | 1,373 | 1,497 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 3,761 | 3,834 | 4,505 | 5,213 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 2 | 2 | 2 | 2 | PE | 18.41 | 16.39 | 11.45 | 8.01 |
| 其他长期负债 | 431 | 431 | 431 | 431 | PB | 2.13 | 1.70 | 1.48 | 1.25 |
| 非流动负债合计 | 433 | 433 | 433 | 433 | | | | | |
| 负债合计 | 4,194 | 4,267 | 4,939 | 5,646 | | | | | |
| 股本 | 984 | 984 | 984 | 984 | | | | | |
| 少数股东权益 | 654 | 645 | 632 | 613 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,620 | 3,954 | 4,432 | 5,115 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 7,814 | 8,221 | 9,370 | 10,761 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪金麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzc/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。