

➤ **农药制剂+特色生鲜“双轮驱动, 产业互补协同发展。**公司主要从事农药制剂和植物营养产品的研发、生产和销售, 并为农户提供相应的植保技术服务, 是国内规模领先的农药制剂企业。公司从2018年开始布局现代特色生鲜消费领域, 积极探索转型升级第二增长曲线。深度切入“现代特色生鲜消费领域”, 践行“单一特色作物产业链”战略, 现已布局云南高原基质蓝莓、燕窝果、三亚火龙果等。

➤ **人均鲜果消费量持续增长, 精品水果消费成趋势。**国内生鲜水果呈现增量化、符号化、零售化和国潮化四大趋势, 其中蓝莓热度迅速攀升, 原因主要有三: ①蓝莓在颜值、功效、营养价值方面都获得了消费者的认同; ②蓝莓在营养价值高的同时, 能起到保护视力和抗衰老的作用; ③蓝莓购买渠道便捷, 线上线下并行, 及时性较强, 分盒销售能有效满足不同体量消费需求。

➤ **我国已是蓝莓生产大国, 云南成为优质鲜食蓝莓代名词。**2021年我国蓝莓总产量约47.4万吨, 同比+66.3%, 显著高于全球蓝莓产量增速, 成为全球最大蓝莓生产国。2018-2022年, 我国蓝莓进口量从1.5万吨增长至4.3万吨, CAGR为29.2%, 进口鲜果的快速增长体现了我国蓝莓鲜果市场消费潜力。蓝莓生长条件严苛, 品种引进高度依赖海外, 且价格年内季节性波动显著, 呈现出冬春价格最高、夏秋较低的规律, 不同品质之间价格差异巨大。而云南凭借其得天独厚的区位优势, 不仅独享蓝莓高品质优势, 更具备早熟的价格优势。

➤ **蓝莓产业何以“再造”诺普信?**公司设立光筑农业集团, 以“1+N”模式发展水果生鲜业务, 蓝莓成为公司鲜果版图中最核心的一环。公司按蓝莓种植地域在云南设立了四家旗舰公司, 分别管理云南红河、文山、普洱、保山四大产区, 目前包括在建共有34个蓝莓种植基地。在当地政府统一土地流转下, 公司已实现战略签约面积约3万亩, 按照单产1.5吨计算, 3万亩种植面积进入生产高峰每年将贡献约3.6万吨蓝莓, 公司有望成为国内鲜食蓝莓龙头。

➤ **成本有望伴随亩产上升逐渐摊薄, 促早夯实量价齐升的逻辑。**2023Q1公司销售蓝莓1570吨左右, 销售均价约85元/kg, 生产成本约目前32-35元/kg, 计算得到一季度吨均利润超5万元。2023年公司实际投产6000亩左右, 并计划累计完成定植超2万亩(包含已投产面积), 我们预计2023年公司蓝莓产量为6000吨, 2024年将超过2万吨。未来伴随蓝莓进入达产高峰, 成本有进一步向下摊薄的空间。此外, 公司通过自己调配的水肥配方及剪枝等技术方式促早, 将蓝莓成熟打产季节提前1-2个月, 且不影响蓝莓品质。促早技术很快将应用到大范围蓝莓品种推广, 规避5月开始蓝莓价格季节性下行的风险。

➤ **投资建议:**我们预计公司2023~2025年归母净利润分别为4.50、8.00、10.96亿元, EPS分别为0.45、0.80、1.10元, 对应PE分别为18、10、7倍。蓝莓作为“小而美”的精品水果, 相较于大众水果而言种植收益优势显著。公司通过扩张蓝莓产业版图打造第二增长曲线, 有望获得业绩高速增长, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:**产能投放不及预期, 农产品价格大幅波动, 计提减值损失风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,265	4,233	5,107	6,034
增长率(%)	-5.2	-0.7	20.6	18.1
归属母公司股东净利润(百万元)	328	450	801	1,096
增长率(%)	7.6	37.0	77.9	36.9
每股收益(元)	0.33	0.45	0.80	1.10
PE	24	18	10	7
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年5月17日收盘价)

## 推荐

首次评级

当前价格:

8.01元



分析师

周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com



分析师

刘海荣

执业证书: S0100522050001

电话: 13916442311

邮箱: liuhairong@mszq.com



研究助理

徐菁

执业证书: S0100121110034

邮箱: xujing@mszq.com

# 目录

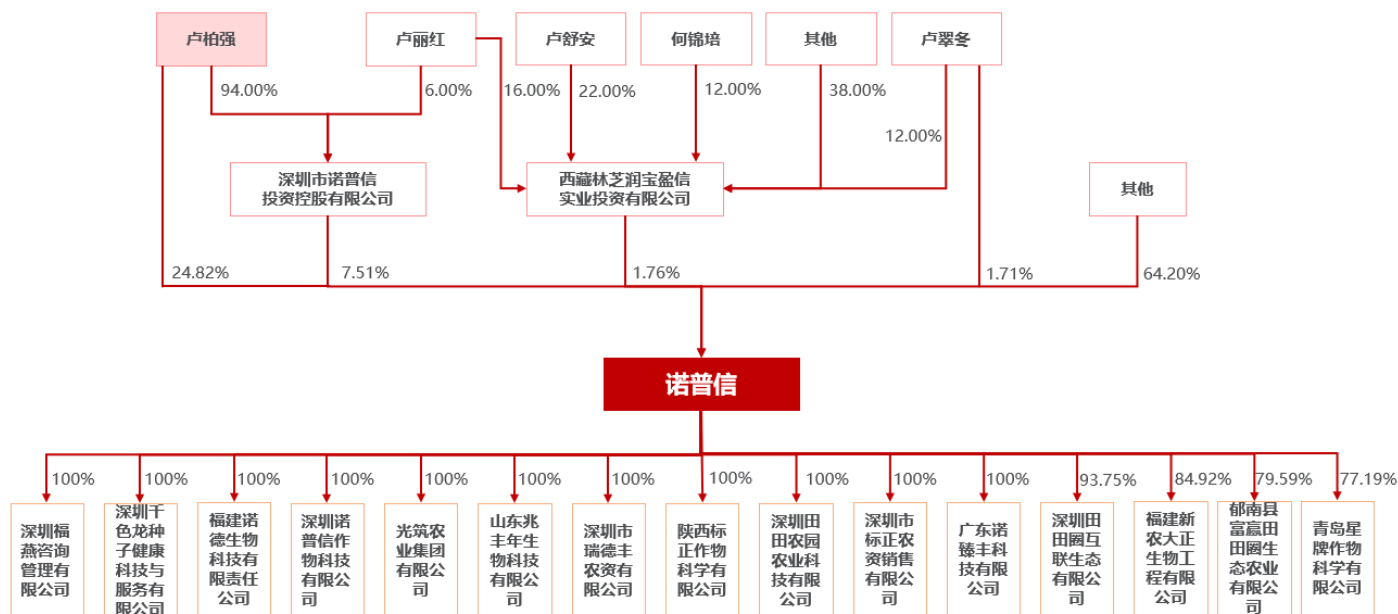
<b>1 公司发展依靠“农药制剂+特色生鲜”双轮驱动</b>	<b>3</b>
<b>2 国内农药制剂龙头，销量品质双料在手</b>	<b>6</b>
2.1 农药制剂销量常年霸榜，新增产能助力规模扩张	6
2.2 发扬工匠精神，打磨高品质农药制剂品牌	7
2.3 优化“田田圈”业务，打造区域农资电商平台	9
<b>3 蓝莓产业何以“再造”诺普信？</b>	<b>10</b>
3.1 人均鲜果消费量持续增长，品质水果消费成趋势	10
3.2 我国已是蓝莓生产大国，云南成为优质鲜食蓝莓代名词	12
3.3 蓝莓产业何以“再造”诺普信？	19
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>25</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	25
4.2 估值分析	27
4.3 投资建议	27
<b>5 风险提示</b>	<b>28</b>
<b>插图目录</b>	<b>30</b>
<b>表格目录</b>	<b>31</b>

## 1 公司发展依靠“农药制剂+特色生鲜”双轮驱动

“农药制剂+特色生鲜”双轮驱动，产业互补协同发展。公司主要从事农药制剂和植物营养产品的研发、生产和销售，并为农户提供相应的植保技术服务。公司是国内规模领先的农药制剂企业，连续数年位居中国农药制剂企业 100 强榜首，销售规模、市占率位居国内第一，是最大的农药水性化环保制剂研发及产业化基地之一，也是我国少数能同时提供植物保护与营养环保型产品的厂家之一。公司从 2018 年开始布局现代特色生鲜消费领域，积极探索转型升级第二增长曲线。深度切入“现代特色生鲜消费领域”，践行“单一-特色作物产业链”战略，现已布局云南高原基质蓝莓、燕窝果、三亚火龙果等。

股权结构清晰稳定，卢氏家族牢牢掌控。董事长卢柏强为中国农药工业协会副理事长、高级农艺师，曾任深圳市农科中心果树所副研究员、副所长、所长（期间曾赴日本静岡、东京作技术研修）。卢柏强直接持有公司 24.82%的股权，并通过深圳市诺普信投资控股有限公司间接持有公司 7.06%股权，合计持有公司 31.88%的股权，为公司实际控制人。此外，卢氏家族包括卢丽红合计持股 0.73%、卢舒安合计持股 0.39%、卢翠冬合计持股 1.92%。

图1：股权结构图（截至 2023Q1）

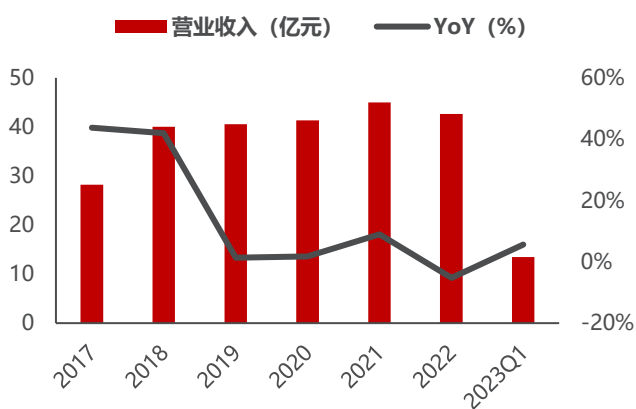


资料来源：wind，民生证券研究院

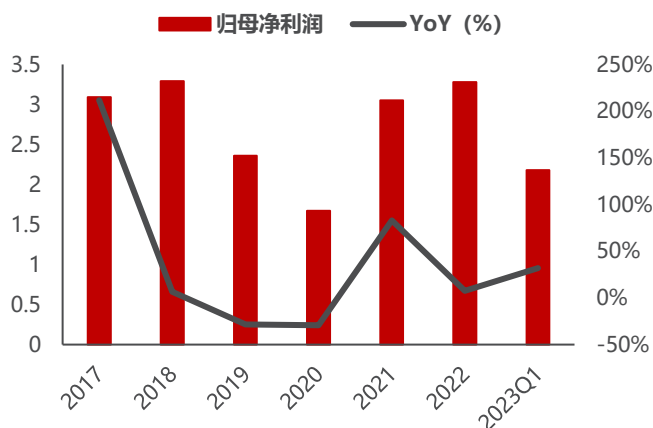
2017-2022 年，公司营收从 28.2 亿元增长至 42.7 亿元，CAGR 达 8.6%；归母净利润先降后升。(1) 2019 归母净利润为 2.4 亿元，同比-28.3%，因农药制剂业务原药采购价格上涨引起毛利率下降；2018 年卖出参股公司江西禾益化工和全资孙公司西部爱地公司，因此 2019 年公司失去该两家公司超 4000 万元的投资收益。(2) 2020 年归母净利润为 1.7 亿元，同比-29.3%，因公司参股的两家 P2P 平台农金圈和农泰金融公司产生经营亏损导致公司投资收益大幅下滑，使公司亏损

4153.1 万元；(3) 2021 年公司归母净利润重回 3 亿元以上，主要系主体业务销量增加，同时毛利率增长所致。

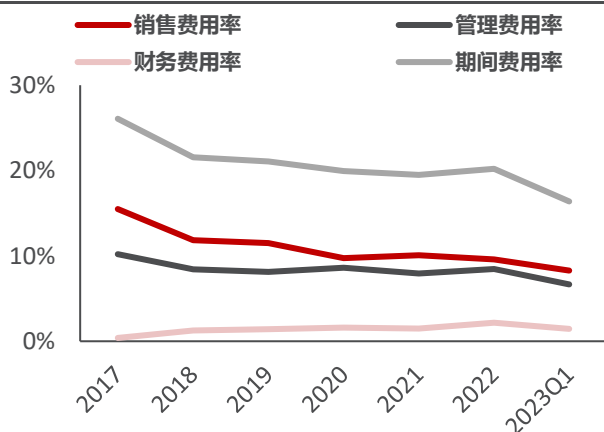
**农药主业业绩平稳，2023 年 Q1 蓝莓业务初步贡献业绩。**2023 年 Q1 实现营收 13.5 亿元，同比+5.6%，归母净利润为 2.2 亿元，同比+31.8%，公司以蓝莓为战略作物，由于蓝莓销售开始放量，蓝莓贡献营收 1.4 亿元和净利润超 8000 万元。公司期间费用率从 2017 到 2023Q1 呈持续下降趋势，2023Q1 期间费用率为 16.4%，费用管控有所成效，2023Q1 公司销售毛利率 35.8%，同比+6.0PCT，销售净利率为 16.3%，同比+3.4PCT，公司盈利水平逐步提升。

**图2：2017-2023Q1 营业收入及增速**


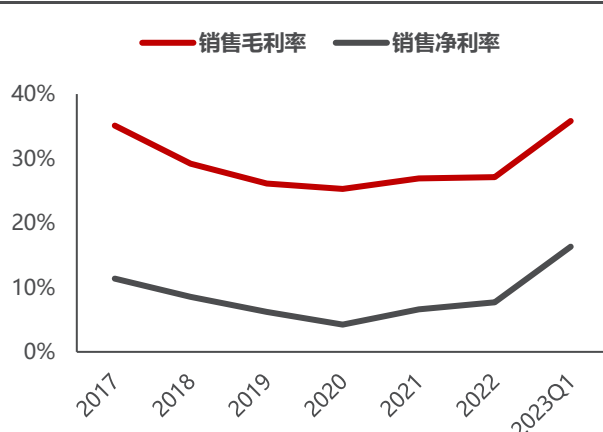
资料来源：wind，民生证券研究院

**图3：2017-2023Q1 归母净利润及增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图4：2017-2023Q1 各项费用率变化情况 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

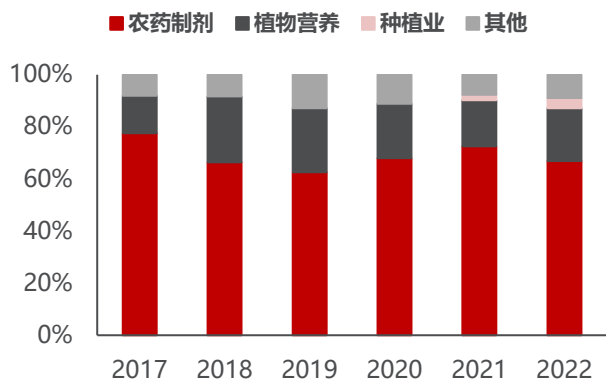
**图5：2017-2023Q1 销售毛利率与净利率 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**农药制剂仍是公司主要盈利来源，种植业业务毛利率水平显著提升。**从营收结构上看，农药制剂是公司第一大收入来源，2022 年，农药制剂业务营业收入 28.5 亿元，同比-12.6%，占总营收 66.9%，种植业营收 1.7 亿元，占总营收 3.9%，同比+1.8PCT。从毛利结构来看，2022 年，公司主体农药制剂业务毛利占比为 77.9%。2022 年公司快速流转土地，聚焦高品质农作物产业链种植经营，在稳定海南燕窝果和火龙果的布局基础上，重点推动云南基质蓝莓规模快速发展，22 年种植业毛

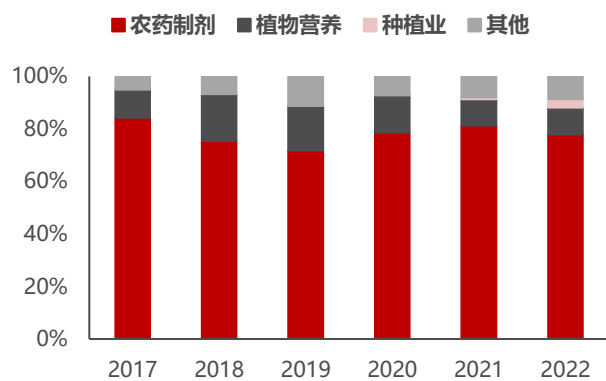
利率为 21.4%，同比+12.0PCT。

图6: 2017-2022 各业务营收占比 (%)



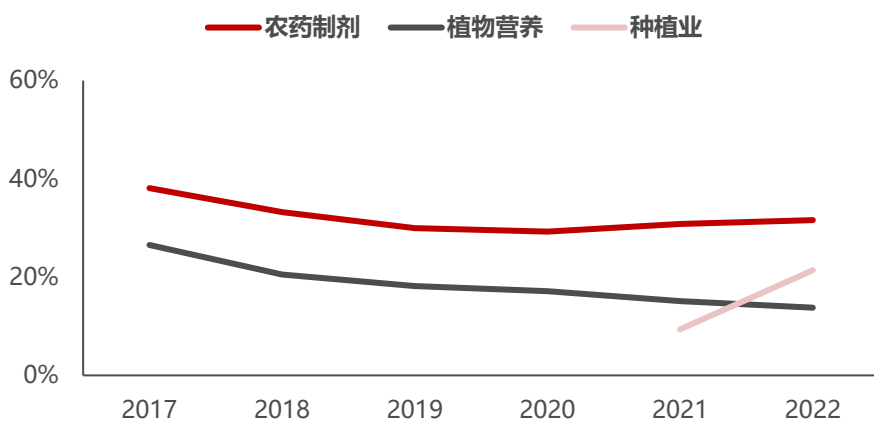
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2017-2022 各业务毛利占比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2017-2022 各业务毛利率 (%)



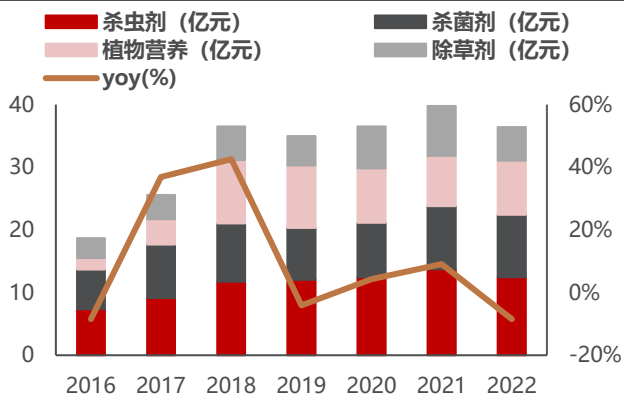
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 国内农药制剂龙头，销量品质双料在手

### 2.1 农药制剂销量常年霸榜，新增产能助力规模扩张

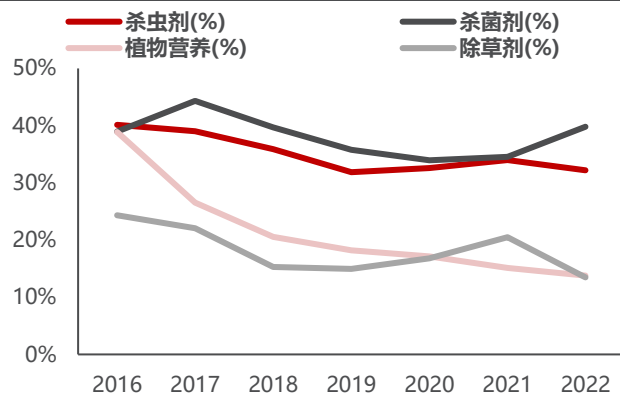
农药制剂业务营收增长稳定，毛利率水平恢复平稳。公司农业制剂业务主要包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂及植物营养产品。2016~2022年，四项业务合计营收从18.7亿元增长至36.4亿元，CAGR为11.8%。从盈利水平来看，2017~2018年，由于上游原材料价格上升，公司四大农药制剂业务毛利率有所下滑，现已逐步恢复稳定。截至2022年末，公司杀虫剂、杀菌剂、植物营养及除草剂产品毛利率分别为32.2%、39.8%、13.8%和13.5%，处于行业领先水平。

图9：2016-2022 农业制剂业务营收及增速



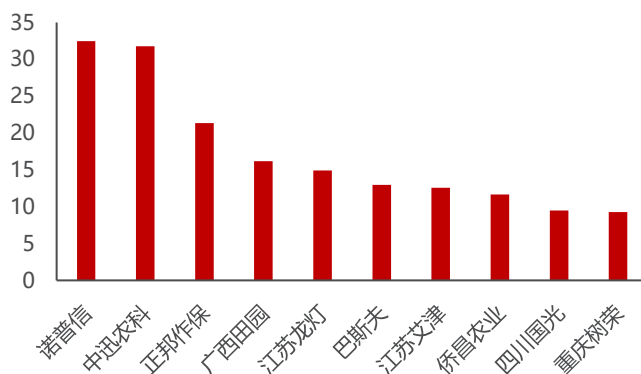
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：2016-2022 年农业制剂业务毛利率



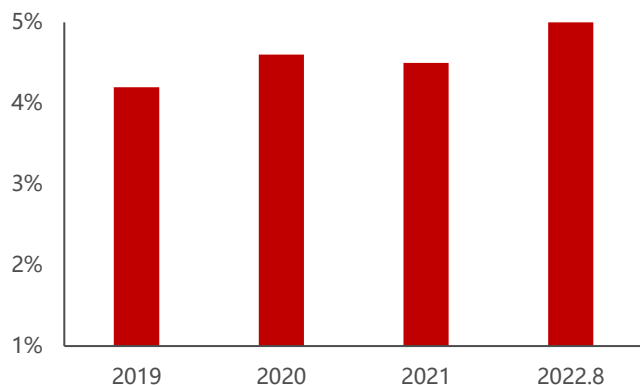
资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：2021 年全国农药行业制剂销售额 Top10(亿元)



资料来源：中国农药工业协会，民生证券研究院

图12：2019-2022 年 8 月农药制剂全国市场份额 (%)



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司作为国内农药制剂龙头企业，农药制剂产品数量、规模连续十余年处于行业第一。十余年来，公司一直稳居中国农药制剂 50 强榜首。2021 年末，公司以 32.5 亿元的销售总额继续蝉联国内农药行业制剂销售冠军。截至 2022 年 8 月末，公司农药制剂全国市场份额大约为 5% 左右。



公司各类农药制剂产能利用率高，新增产能助力规模继续扩张。截至 2021 年末，公司主要产品的产能利用率均在 65%以上。2021 年 12 月 3 日，公司发行非公开定向增发，募集资金 3.5 亿元，新建杀虫剂产能 1,900 吨。

表1：公司农药制剂主要产品产能情况

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	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，民生证券研究院

## 2.2 发扬工匠精神，打磨高品质农药制剂品牌

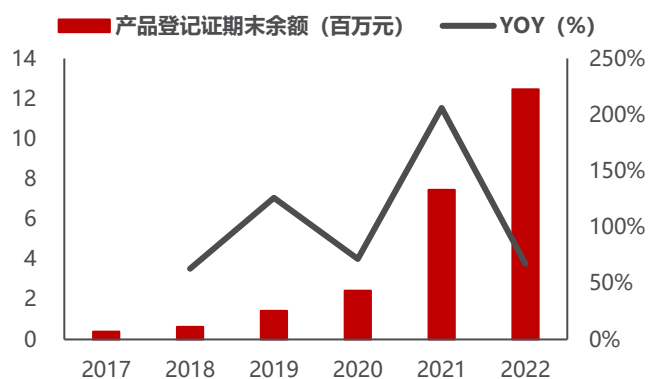
公司农药制剂品牌丰富，“三证”产品数、发明专利数、国标/行标/企标数等持续多年位列国内制剂行业第一。通过近 30 年深耕农村市场，在产品研发和技术服务等方面构建独有的核心竞争力，塑造了“诺普信”、“瑞德丰”、“标正”等著名农药品牌。2017~2022 年，公司产品登记证期末余额从 0.4 百万元增长至 12.5 百万元，CAGR 为 100.4%。公司截止 2022 年 12 月 31 日，公司及核心子公司共有农药产品登记证 1,461 个，在国内居行业领先；累计获得 300 多项发明专利。

图13：公司主要品牌展示



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图14：2017-2022 年公司登记证期末余额及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

注重产研结合，积极深化与各类机构合作。公司十分注重与其他企业、科研院所、大专院校的合作，现已达成多个合作项目，为公司培养了一批高级技术人才，使研发团队和技术水平不断得到完善和提升。生产技术优势显著，产品质量水平高。公司三大核心农药制剂产品专利技术均已实现工业化生产，而且在农业农村部 2021 年度市场产品稽查的 4800 多个问题产品中，公司产品零问题。

**表2：公司其他企业、科研院所、大专院校合作情况**

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 18 家单位	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，华南理工大学等 5 所高等院校	在华南农业大学设立本科生“诺普信班”；与 5 所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	联合承担深圳市技术攻关计划项目
2010 年至今	江苏常隆、江西禾益、江苏泰禾、南京红太阳等 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	国家科技部与农业部的双减项目
2016 年至今	深圳农业技术促进中心、深圳职业技术学院	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

资料来源：公司官网，民生证券研究院

**表3：公司农药制剂主要产品生产技术情况**

主要产品	生产技术所处的阶段	核心技术人员情况	专利技术	产品研发优势
除草剂	实现工业化生产	袁伏中（组长）、王文忠（资深研究员）等公司核心技术人员	如：一种除草组合物(草铵膦与氯氟吡氧乙酸)；一种草甘膦水基化组合物等技术受专利保护	利用非专利原药，研发差异化混剂和制剂产品，结合创新剂型与给药技术，提高植保药效
杀虫剂	实现工业化生产	李谱超（组长）、赵军、（组长）、王昆等公司核心技术人员	如：一种用于飞防的啮虫胺可分散油悬浮剂及其制备方法；一种含有腈吡螨酯的增效杀螨组合物（腈吡螨酯与三唑磷）等技术受专利保护	
杀菌剂	实现工业化生产	李超（高级研究员）、张世乾（组长）、李鹏飞等公司核心技术人员	如：一种含氟啶胺的杀菌组合物及其应用（氟啶胺和咯菌腈和啉菌酯等）；一种杀菌组合物及其应用（氟唑菌酰胺和中生菌素）等技术受专利保护	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司顺应各国百草枯禁用政策，不断提升高毛利产品配比。**百草枯虽作用速效，但危害也很大，包括可增加帕金森氏症患者的患病风险、对细胞具有潜在的致突变作用、接触会造成短期健康影响等。所以，近年来主要应用市场均出台了禁用或严格限制使用政策。得益于研发优势，2019 年公司草甘膦生产工艺成功达产，恰逢 2020 年 9 月巴西禁用百草枯，草甘膦需求大幅增加。公司后续不断加大草甘膦采购，逐步实现草甘膦对百草枯的替代。2021 年草甘膦采购占比 15.1%，同比 +8.9PCT；2021 年出口业务同样增长迅速，实现营收 0.61 亿元，同比 +180.6PCT。



**表4：部分国家百草枯禁用政策**

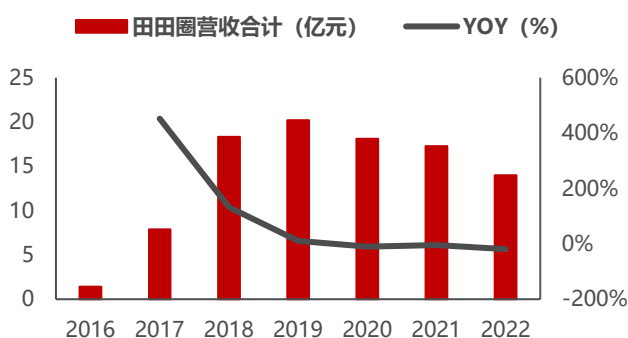
国家	时间	政策
欧盟	2004年	废除对百草枯的禁令
	2018年	再次禁止使用百草枯
中国	2014年7月1日	撤销百草枯登记和生产许可，保留母药生产企业出口境外使用
	2016年7月1日	登记允许出口生产
	2020年9月25日	停止水剂在国内销售和使用
		草甘膦只能出口境外，不得在境内使用
越南	2017年	越南政府禁用先正达百草枯除草剂
泰国	2020年6月1日	起禁止生产、进口、出口和持有百草枯等5种农药
巴西	2020年9月22日	巴西全面禁用百草枯

资料来源：农业农村部农药检定所，民生证券研究院

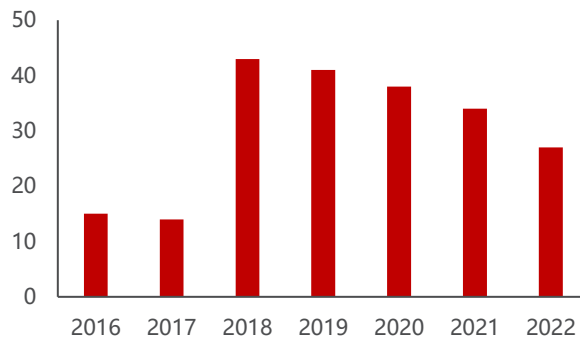
## 2.3 优化“田田圈”业务，打造区域农资电商平台

公司业务拓展始终紧紧围绕农业产业，曾致力于打造农资电商平台。随着国家返乡创业政策和土地改革政策推进，种植大户需求也发生了变化。农资企业靠卖产品的路子越来越窄，转型已经成为农资企业必由之路。2015年，公司推出农业互联网平台“田田圈”业务，整合上游农资厂商、中游经销零售商、提供下游消费者入口，并开发专业种植指导人和农业金融的线上线下一体化的服务平台，由田田圈商城、田田圈门店和农金圈共同组成，旨在打造大三农互联网的生态圈。然而，由于公司对农业互联网的急躁冒进、投入过大，加之当时现有组织的不适用性，公司2016年首次出现了亏损。

优化部分田田圈企业，实现全盘布局动态平衡。从2018年开始，公司逐步减少田田圈企业控股经销商数量，营收整体也呈下降趋势。一方面，公司减少控股经销商数量可以优化企业股权结构，集中资金和资源朝产业链倾斜；另一方面，虽然退出田田圈的经销商没有了股权合作，但其仍然是公司下游的主要经销商，不影响正常合作关系。

**图15：2016-2022年控股经销商营收及增速**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图16：2016-2022年纳入合并报表的控股经销商（个）**


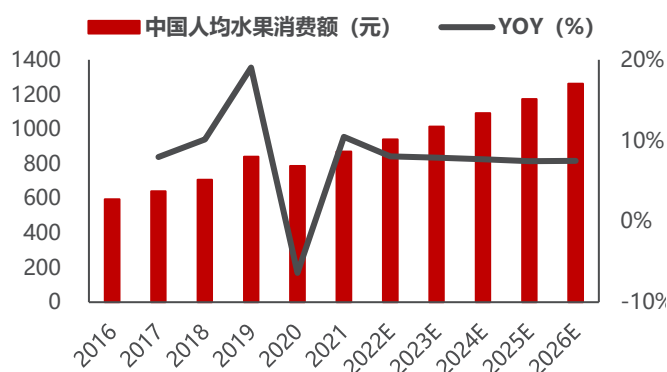
资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3 蓝莓产业何以“再造”诺普信“？”

#### 3.1 人均鲜果消费量持续增长，品质水果消费成趋势

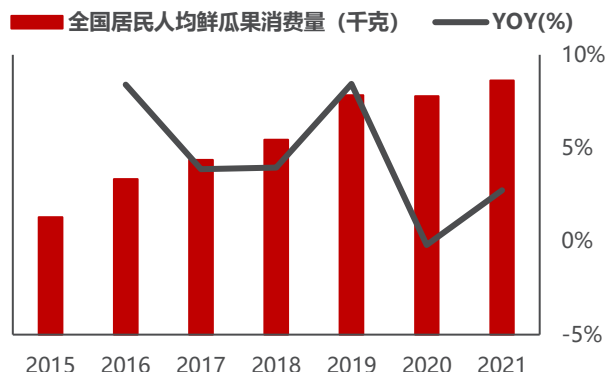
我国水果零售市场和人均水果消费量均呈现上升趋势。现代社会，人们的物质生活逐渐富足，开始更加注重膳食健康，重新回归对天然的营养素的重视。从“吃得饱”到“吃得好”、“吃得健康”的饮食理念变迁，水果消费产生了全新的需求和多元的变化，水果行业也成为了消费升级推动高速增长的行业之一。据咨询机构（Frost & Sullivan）的数据，从2016~2021年，中国水果零售市场的人均水果消费额从594.0亿元增长到870.0亿元，CAGR为7.9%；中国人均水果消费量由43.9千克增长到52.7千克，CAGR为3.7%。与发达国家相比，美国人均消费水平约为中国的2.1倍，与中国饮食结构相近的日本人均消费水平约为中国的1.4倍，鲜果消费仍有较大增长空间。

图17：中国人均水果消费额及增速



资料来源：Frost & Sullivan，公司公告，民生证券研究院

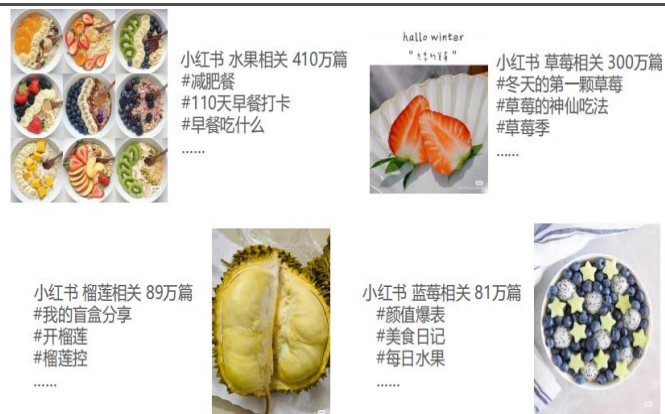
图18：全国居民人均鲜瓜果消费量（千克）



资料来源：Frost & Sullivan，公司公告，民生证券研究院

**从商品消费到符号消费。**水果本身自带一定的娱乐属性，能够给消费者带来情绪价值，也是新生活主张、精致生活的一种投射。不少消费者会在朋友圈中分享水果相关照片，蓝莓紫、牛油果绿、车厘子红等也成为时尚标签，这也意味着水果开始具有社交符号的属性。水果带来的情绪价值，也让消费者在消费过程中有了更多在产品品质、营养价值之外的考量，比如今天不少消费者在选购水果时，除了产品本身品质之外，还对果形、果色、果径等方面有了更高要求，而随着社交媒体分享价值的放大，一些颜值高、话题多的水果也成为了“网红产品”。此外，在新消费浪潮下，食品饮料竞争愈发激烈，许多新式茶饮、点心借助水果提升颜值和价值感。

图19: 水果成为社交媒体新符号



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图20: 新式水果茶饮

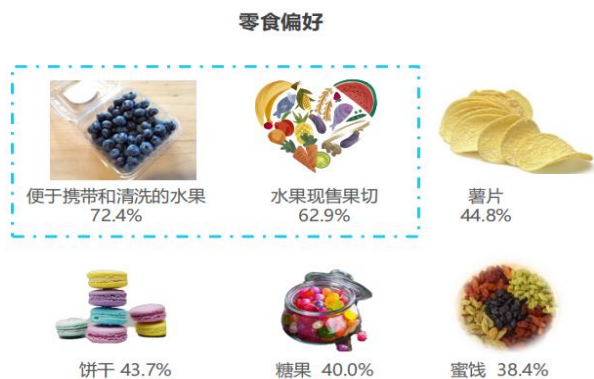


资料来源: Frost & Sullivan, 民生证券研究院

**从刚需食品到休闲零食。**水果逐渐从主食补充转变为一种休闲零食, 而水果的零食化, 不仅使水果产品形态、水果食用场景更加丰富, 也带来了水果消费频次的提高, 以及水果消费品类的多元化。过去水果更多在茶余饭后作为营养补充, 如今不少消费者在下午茶、休闲娱乐、工作学习等场景食用水果, 而且水果的消费形态也不仅仅限于单一整果, 果切、果捞等产品也更受欢迎。除此之外, 蓝莓、车厘子、牛油果等各类小众、精品化的水果正在被越来越多消费者所喜爱。

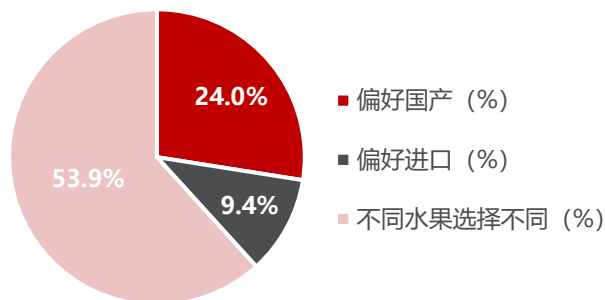
**从功能消费到品质消费, 国产水果认可度提升。**水果最初作用在于补充维生素等营养物质, 随着如今大众生活条件的提高, 在如今健康生活方式崛起的背景下, 越来越多消费者对水果的营养成分、产地、品种、渠道甚至价格有了更高的要求。水果消费的品质化升级, 进一步推动水果行业从过去“有品类无品牌”、“有品种无品牌”、“有产地无品牌”的困境中走出, 实现品牌化升级。据艾瑞咨询调研统计, 在产地方面, 偏好国产的消费者比例已经高于偏好进口的比例。超过半数的消费者认为国产水果有不错的品牌, 品质已赶超同类进口水果。此外, 水果的优质产区效应已逐渐接近品牌, 备受信赖和推崇。我国在 20 世纪 90 年代就引入了地理标志产品的原产地标记制度, 近年来随着优质产区的崛起, 我国逐渐加强了对优质地理标志产品的管理和保护, 例如云南山地蓝莓、赣南脐橙等。

图21: 零食偏好 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

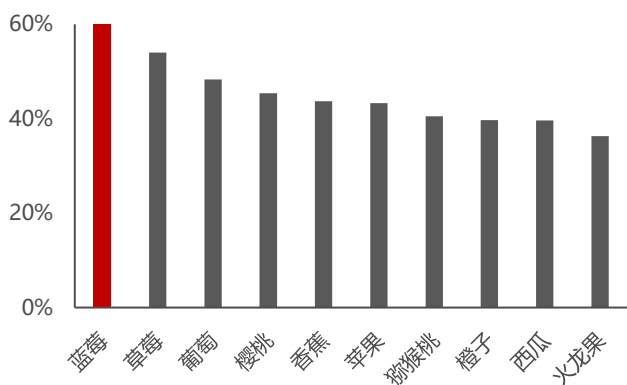
图22: 产区偏好 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

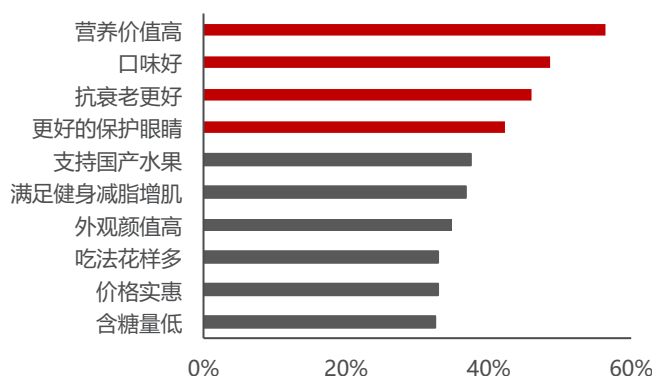
**蓝莓热度迅速攀升。**根据艾瑞咨询的调研统计，从喜爱程度调研发现，浆果类产品非常受欢迎，消费者对于蓝莓的喜爱程度最高；从消费增长的可能性调研发现，无论考虑价格与否，消费者提高蓝莓食用的比例都是最高的。可见蓝莓消费十分火热，究其原因，主要有三：①蓝莓在颜值、功效、营养价值方面都获得了消费者的认同；②蓝莓在营养价值高的同时，能起到保护视力和抗衰老的作用；③蓝莓购买渠道便捷，线上线下并行，及时性较强，分盒销售能有效满足不同体量消费需求。

图23：水果喜爱度 TOP10 (%)



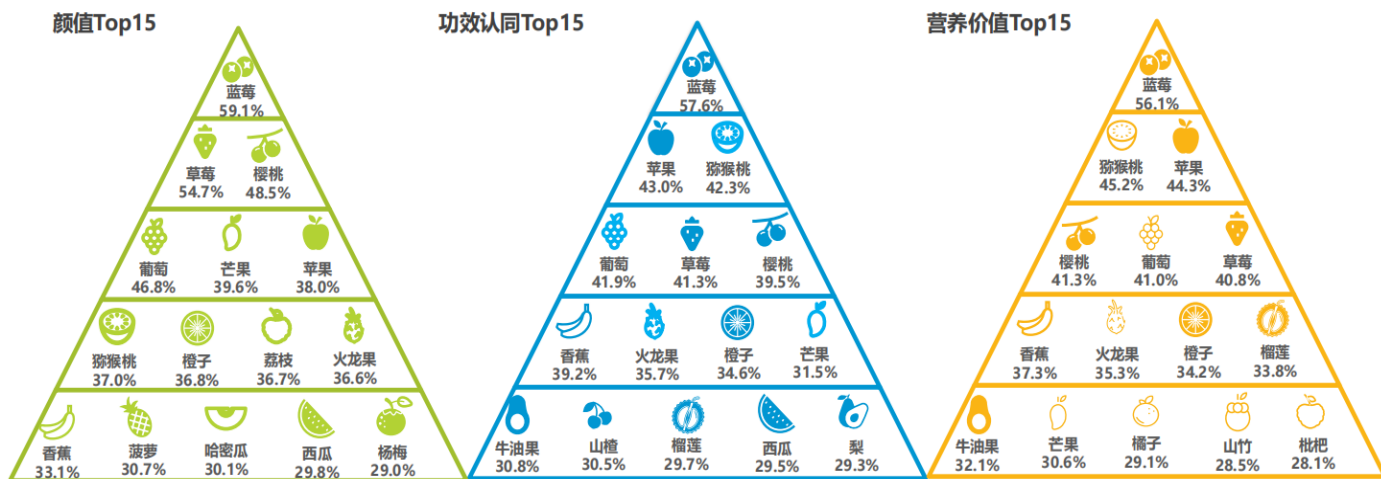
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图24：增加水果食用的原因(%)



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图25：消费者对于水果颜值、功效、营业价值认可度



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

## 3.2 我国已是蓝莓生产大国, 云南成为优质鲜食蓝莓代名词

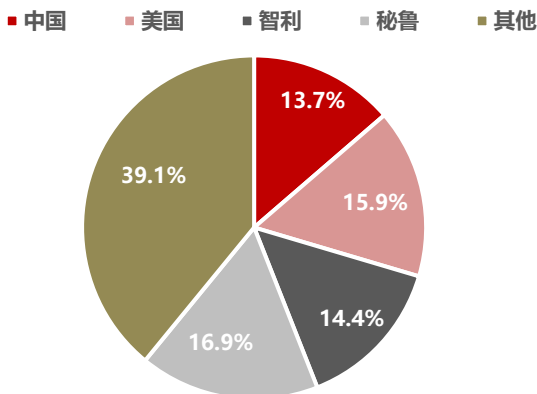
### 3.2.1 我国是全球最大蓝莓生产国, 但生产结构略有失衡

我国蓝莓产量增速显著高于海外，已一跃成为全球最大蓝莓生产国。根据国际蓝莓协会 IBO 的数据，2018-2020 年全球蓝莓总产量从 101.2 万吨增长至 138.8 万吨，CAGR 为 17.1%；我国蓝莓产量从 15.1 万吨增长至 28.5 万吨，CAGR 为

37.5%。2020年鲜食产量13.2万吨，占全球比重13.7%，位居第四；深加工产量15.4万吨，占全球比重36.1%，位居第一。2021年全球蓝莓产量进一步增长至179.0万吨，同比+29.0%；我国蓝莓总产量增长至47.4万吨，同比+66.3%。

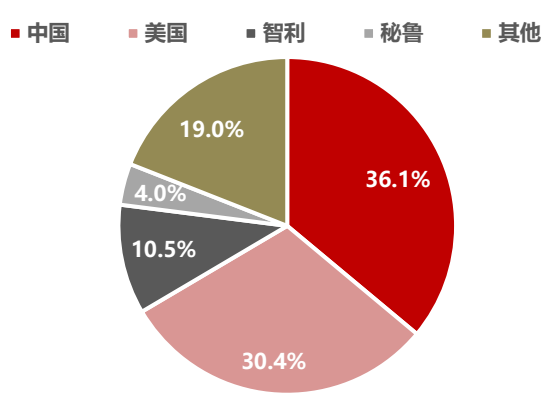
但从生产结构来看，与其他主产国智利（鲜食占比75.6%）、秘鲁（鲜食占比90.6%）不同，我国产量增速的驱动主要来自深加工蓝莓，鲜食占比不足一半。

图26：2020年鲜食蓝莓全球产量分布（%）



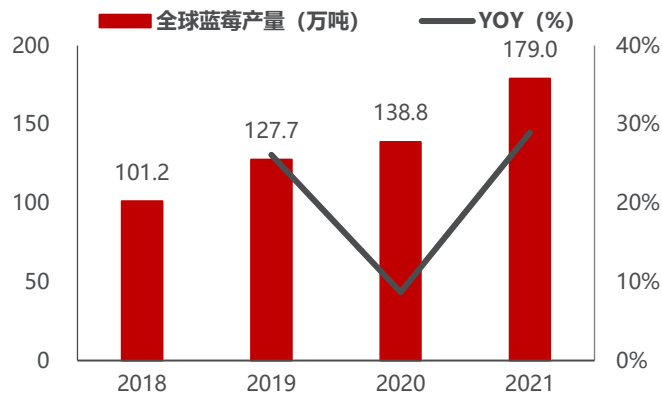
资料来源：IBO，民生证券研究院

图27：2020年深加工蓝莓全球产量分布（%）



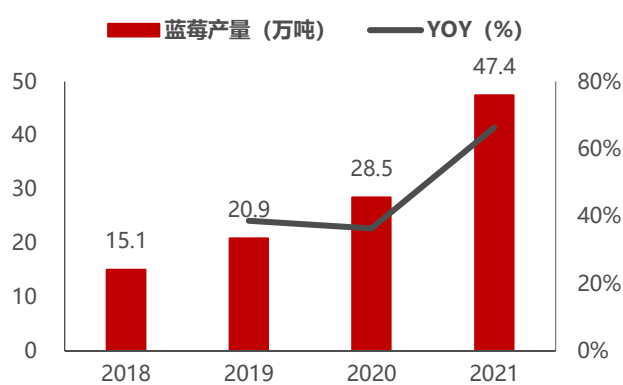
资料来源：IBO，民生证券研究院

图28：2018-2021年鲜食蓝莓全球产量及增速



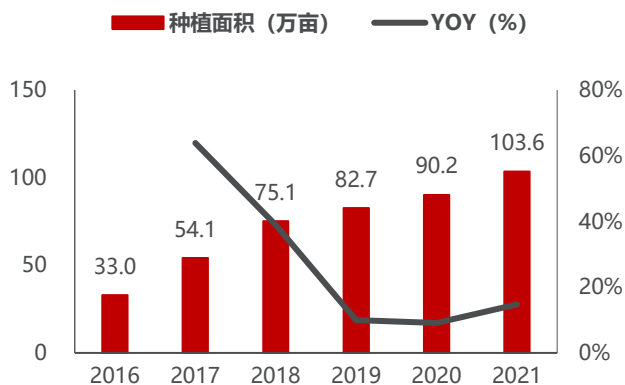
资料来源：IBO，民生证券研究院

图29：2018-2021年我国蓝莓产量及增速



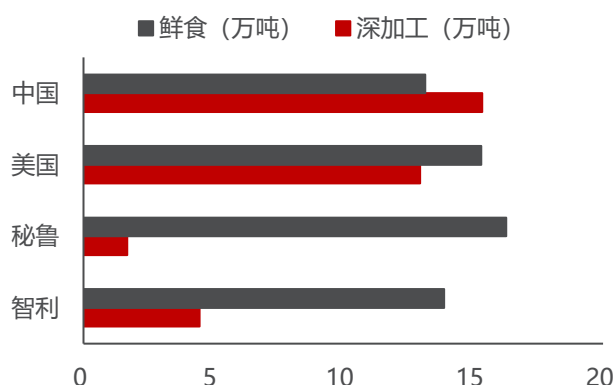
资料来源：IBO，民生证券研究院

图30：2016-2021年我国蓝莓种植面积及增速



资料来源：IBO，民生证券研究院

图31：2020年前四大蓝莓生产国鲜食与深加工产量



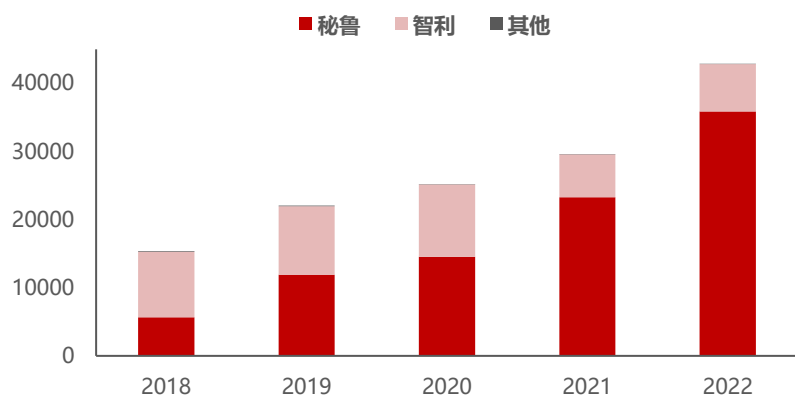
资料来源：IBO，民生证券研究院



### 3.2.2 我国蓝莓进口量快速增长，秘鲁为全球最大蓝莓出口国

进口鲜果的快速增长体现了我国蓝莓鲜果市场消费潜力。2012年，中国向包括智利、秘鲁、墨西哥、乌拉圭、加拿大几个国家的蓝莓开放进口。2019年，秘鲁超过智利，成为中国进口蓝莓的第一大供应国。得益于自由贸易协定和反季收获的特性，秘鲁和智利占中国蓝莓进口的99%以上。来自这两个国家的蓝莓免征15%的关税，而所有其他出口国都需支付这一关税。**2018-2022年，我国蓝莓进口量从1.5万吨增长至4.3万吨，CAGR为29.2%，进口鲜果的快速增长体现了我国蓝莓鲜果市场消费潜力。**

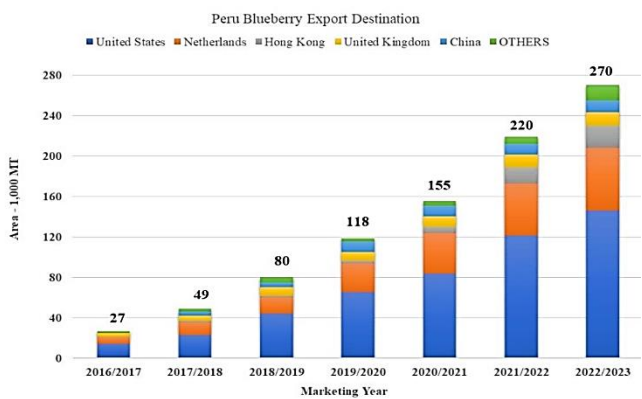
图32：2018-2022年我国蓝莓进口量（吨）



资料来源：USDA，民生证券研究院

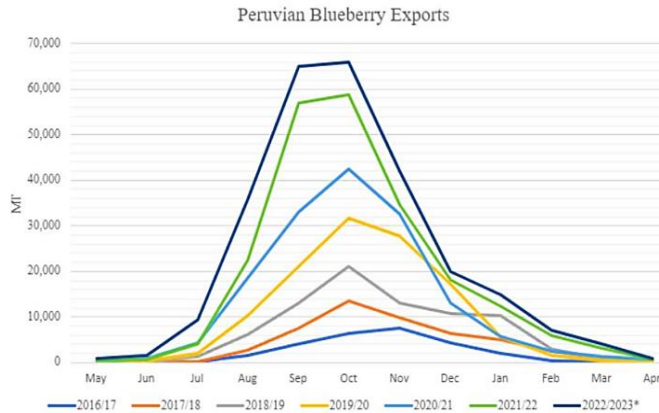
**秘鲁：全球蓝莓最大出口国，出口至中国的蓝莓相对有限。**秘鲁每年蓝莓集中在8月至12月，90%的鲜食蓝莓出口集中在这5个月期间，这也正好是我国国产蓝莓的空窗期。2021年秘鲁蓝莓种植面积为24.8万亩，产量为23万吨；USDA预计秘鲁2022年蓝莓种植面积达到26.3万亩，产量将达到28万吨，同比+22%。阳光充足、炎热干燥的气候非常适合蓝莓的生长，沿海的区位优势提供了便捷的运输和物流。2021年秘鲁蓝莓主要向美国（55%）、荷兰（24%）、香港（8%）、英国（5%）和中国（5%）出口，出口总量为22万吨，同比+42%，占据全球蓝莓出口贸易总量接近一半的水平。此外，秘鲁正在努力打开韩国、印尼等国的市场。

图33: 秘鲁蓝莓主要出口地 (千吨)



资料来源: USDA, 民生证券研究院

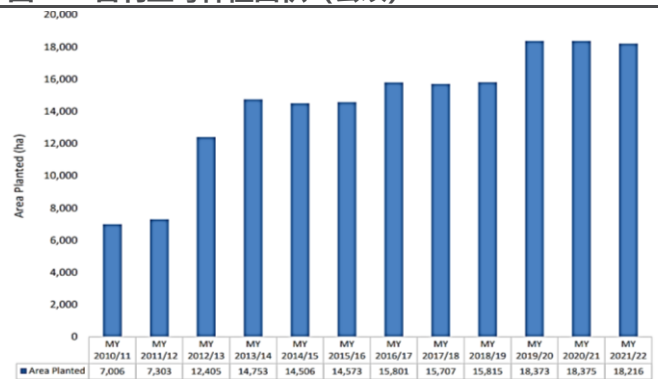
图34: 秘鲁蓝莓的月度出口量 (吨)



资料来源: USDA, 民生证券研究院

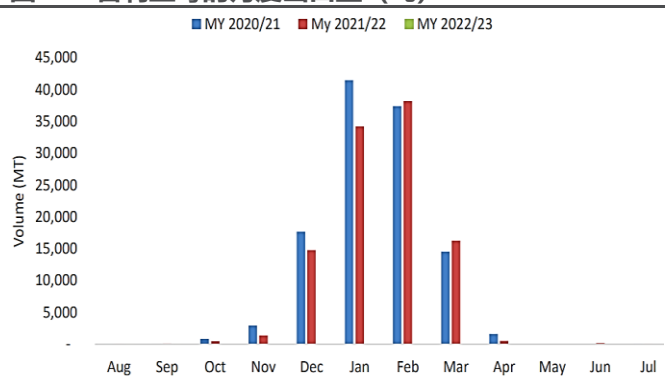
**智利: 未来种植面积或维持稳定。**智利的大部分蓝莓生产从 11 月开始, 一直持续到次年 3 月。2021 年智利蓝莓种植面积为 27 万亩, 蓝莓产量约 12.5 万吨。虽然种植面积稳定, 但干旱天气导致产量下降。在过去三个产季, 智利与秘鲁等国的竞争压缩了果农的利润空间; 樱桃、柑橘、牛油果、核桃经济效益优于蓝莓, 也造成部分产区种植面积下降, 预计未来几年内智利蓝莓种植面积不会有大的变化。2021 年智利鲜食蓝莓主要向美国 (51%)、荷兰 (23%)、英国 (7%)、中国 (6%)、德国 (4%) 出口, 受产量下降的影响, 蓝莓出口总量为 10.6 万吨, 同比-9.0%。

图35: 智利蓝莓种植面积 (公顷)



资料来源: USDA, 民生证券研究院

图36: 智利蓝莓的月度出口量 (吨)



资料来源: USDA, 民生证券研究院

### 3.2.3 蓝莓生长条件严苛, 品种引进高度依赖海外

**蓝莓对生长条件要求较为严格。**蓝莓为喜光树种, 喜弱酸性且富含有机质的土壤 (PH4.0~5.5), 需水量大, 但耐涝性不强, 需要土质疏松以保证良好的透气性和排水性; 喜凉爽的气候, 适宜生长在年平均温度为 13~20℃左右的环境中, 不同品种对温度的耐受性不同。蓝莓的品种群分为三类: **1) 高丛蓝莓:** 主产于北美温带、亚热带, 是目前全世界人工栽植面积最大的蓝莓种类, 它又可以分为**北高丛蓝莓、南高丛蓝莓和半高丛蓝莓**。北高丛蓝莓适宜栽植在低温休眠期稍长的北方;

而南高丛蓝莓需要低温休眠的时间短, 适合南方栽植; 半高丛蓝莓是高丛蓝莓与矮丛蓝莓的杂交种, 适宜栽植在休眠期较长、寒冷的北方。**2) 矮丛蓝莓**主要分布于美国东北部和加拿大东部沿海地区, 以野生资源为主, 适宜栽植在北方寒冷地区。

**3) 兔眼蓝莓:** 原产于北美洲亚热带地区, 树势旺盛, 抗逆性强, 丰产, 对土壤 pH 值的要求幅度较宽, 休眠期与需水期均较短, 适合中国南方地区栽培。国内很多种植户对本地区气候、土壤与种植环境不了解, 对适应本地区小范围气候的品种、技术与种植管理等认识不足, 把蓝莓作为传统农作物栽培, 种植出来的蓝莓果实小, 口感差、酸度较大, 在销售环节上存在冷链运输的不完善导致长途鲜果运输困难, 因而主要成为加工原料, 进一步制成果汁、酒类、乳制品、糖果、果酱、烘焙等产品。

以上三个品种群下包括若干个品种, 我国消费者普遍喜欢**果粒大、果粉厚、口感甜脆和具有浓郁香气**的风味的品种, 当前市场上能满足这些特征的蓝莓品种主要有南高丛的云雀、法新、奥尼尔、天后和莱格西等; 北高丛的杜克、蓝金、德雷珀、休伦和卡拉等。现阶段, 国外这些品种已垄断了全国蓝莓鲜果的高端市场。但是这些品种基本都有知识产权保护, 不向我国用户转让, 未经许可擅自使用将会承担很大的侵权风险。**国内大面积使用国外引进的老品种、试验品种和淘汰品种, 导致大部分的蓝莓品质与消费市场脱节。**

**表5: 蓝莓主要优良品种介绍**

蓝莓品种群	品种群特点	代表品种
北高丛	高丛蓝莓一般树高 1.5~3m, 适宜在 <b>有机质丰富、含水量多、pH 值在 5.5 以下的砂质土壤</b> 生长。此品种群果实较大, 品质佳, 鲜食口感好, 可以鲜食或加工。其中北高丛 <b>喜冷凉气候, 抗寒力较强</b> , 有些品种可抵抗-30℃低温, 相对于南高丛蓝莓, 低温需求量较高。适于我国北方沿海湿润地区及寒地发展。	杜克、伯克利、蓝丰、蓝金、布里吉塔、瑞卡、斯巴坦、达柔、埃利奥特、钱德勒、爱国者、休伦、卡拉
南高丛	<b>喜湿润、温暖</b> 气候条件, 低温需求量较低, 适于我国黄河以南地区如东南、华南等温暖地区发展。	奥尼尔、夏普蓝、雷格西、绿宝石、珠宝、明星、卡米尔、苏西兰、蓝雨、蓝美 1 号、天后、法新、云雀、盛世、追雪、奥扎克兰, 以及国外企业种植的 L 系列和 OZ 系列等
半高丛	由高丛蓝莓和矮丛蓝莓杂交获得的品种类型。半高丛蓝莓一般树高 0.5~1m, 果实比矮丛蓝莓大, 但比高丛蓝莓小, <b>抗寒力强</b> , 可抗-35℃低温, 适宜于北方寒冷地区栽培。	北陆、北蓝、北村、北空、圣云、齐伯瓦、北极星
兔眼	该品种群树势强, 树体高大, 树高在 3m 以上, 寿命长, 抗湿热, 对土壤条件要求不严, <b>抗旱性好, 但不抗寒</b> , -27℃低温时易受冻。适宜在我国长江流域以南、华南等地区栽培。若在长江以北地区栽培时要考虑花期霜害和冬季冻害。果实成熟前其颜色红如兔眼, 故得名兔眼蓝莓。	灿烂、沃农、顶峰、泰坦、巴尔德温、园蓝、奥克、梯芙兰、贝克兰、乌达德和粉蓝等
矮丛	此品种群是原产地的野生种或其繁衍种培育而来。主要特点是树体矮小, 一般高 0.3~0.5 m。 <b>抗旱能力较强, 且具有很强的抗寒能力</b> (最低-40℃), 在瘠薄地、岩石裸露的丘陵地、平地等均能正常生长。 <b>对栽培管理技术要求简单</b> , 极适宜于东北高寒山区大面积商业化栽培。由于果实较小, 主要做为加工原料。	美登、斯卫克、芝妮、芬蒂

资料来源:《蓝莓主要优良品种介绍》, 民生证券研究院

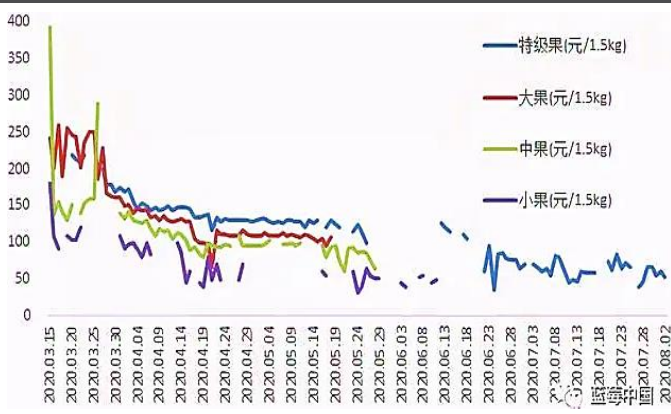
### 3.2.4 蓝莓价格年内季节性波动显著，不同品质之间价格差异巨大

全年走势看，蓝莓呈现出冬春价格最高、夏秋较低的规律。3月初至4月初处于价格高位阶段，4月初至5月中旬处于较高价位阶段，而5月下旬以后处于较低价位阶段，至7月份达到最低阶段。自然条件下，蓝莓大量成熟是从5月到9月，且5月以后各种品类的鲜果开始大量上市，因此蓝莓价格季节性下降主要来自于供应端的压力。

**不同品质的蓝莓价格差异巨大。**目前，我国蓝莓一般按果径分为三个等级：12-14毫米、14-18毫米和18毫米或以上。云南出产的蓝莓则多了一级，22mm以上。果型大的蓝莓（果径通常22毫米或以上）需求量很大，尤其是在春节等特殊节日期间。由于这种超级大的蓝莓数量有限，价格通常要高得多。2020年品质佳的L系列的大果批发价格为160~220元/kg、中果为80~160元/kg，而常规品种如“绿宝石”和“雷格西”等仅为60~80元/kg。

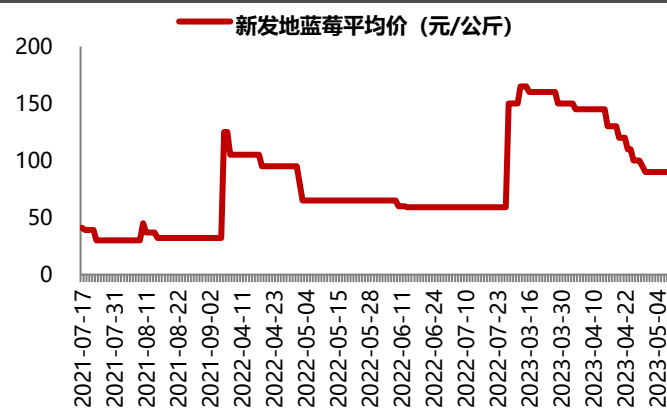
**新一产季蓝莓销售价格同比上涨。**2022年，新发地蓝莓市场价格均价72.6元/kg；2023年4月新发地蓝莓均价为128.3元/kg，同比+26.0%。蓝莓价格同比上涨我们认为反映了防疫政策放开后鲜果消费复苏、蓝莓市场供求关系持续偏紧的格局。

图37：2020年我国各等级蓝莓鲜果销售价



资料来源：蓝莓中国，民生证券研究院

图38：2021年7月至今新发地蓝莓平均价格



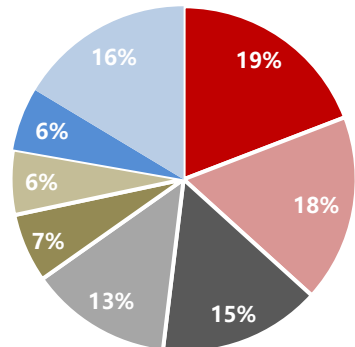
资料来源：新发地，民生证券研究院

### 3.2.5 云南是国内最主要的优势产区，独享早熟价格优势

贵州、辽宁、山东、四川和云南是我国蓝莓的主产区。云南具备高海拔、昼夜温差大、日照时间长等独特的环境条件，成为中国鲜食蓝莓的主要产区。在过去的五年里，国内外蓝莓产业的领军企业在云南进行了大量的投资，如美国怡颗莓 Driscoll、澳大利亚 Costa 和中国的鑫荣懋（联想佳沃）。目前，我国产业化种植的最优质鲜食蓝莓主要产自云南，可以说云南蓝莓已经成为国产高品质鲜食蓝莓的绝对代表。

图39：2020年国内鲜食蓝莓产区分布（%）

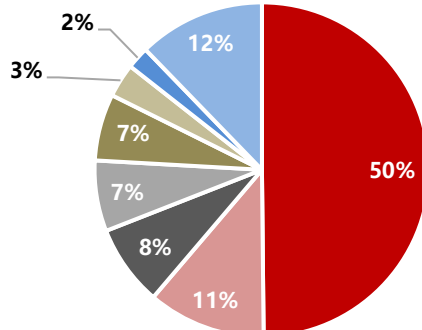
■ 云南 ■ 山东 ■ 安徽 ■ 辽宁 ■ 贵州 ■ 四川 ■ 湖北 ■ 其他



资料来源：IBO，民生证券研究院

图40：2020年国内深加工蓝莓产区分布（%）

■ 贵州 ■ 辽宁 ■ 四川 ■ 吉林 ■ 山东 ■ 江苏 ■ 湖北 ■ 其他



资料来源：IBO，民生证券研究院

**优势一：云南海拔高差适宜多个品种群种植。**从低海拔 76.4 米的河口，300-800 米的建水、西双版纳，1600 米的昆明到海拔 2000 米的大理，一直延伸至海拔 2400 米的丽江，云南各地的海拔高差形成了多变的气候特征。种植者可利用不同海拔高度变化的气候条件实现南高丛、北高丛蓝莓和兔眼蓝莓的种植。得益于不同地区各异的采收时间，云南产区的蓝莓可以分批次上市，避免了不必要的市场竞争，鲜果供应期自 11 月零星上市一直到次年 7 月份，长达 8 个月之久。

**优势二：云南大棚种植控温成本低。**北方地区大棚种植冬天保温成本较高，难以大面积扩张；而云南地区四季如春，冬季和夏季控温成本较低，高海拔、紫外线强、光照充足使得蓝莓果实皮厚、甜度高、耐储运，更适合作为鲜果销售。

**优势三：云南早熟蓝莓极具市场价格优势。**云南产区果实成熟期是 3 月初至 5 月中旬，3 月销售价格最高；辽宁果实成熟期是 4 月初至 7 月下旬，山东为 6 月初至 7 月中旬，河南、湖北和安徽为 5 月下旬至 6 月上旬，云南蓝莓因上市时间最早因而能够充分享受高价及次高价的优势。

目前，云南蓝莓产业形成了以**滇中、滇南及滇东南、滇东北、滇西及滇西北**为主的四大主产区。其中以红河、西双版纳、普洱为主的滇南及滇东南地区是云南早熟蓝莓优势产区，也是全省最大的蓝莓主产区。

图41：我国主要贵州、辽宁、山东、四川、云南省产季的划分

Production Season by Provinces												
Month Region	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Guizhou					■	■	■	■				
Liaoning			■	■	■		■	■				
Shandong				■	■	■	■					
Sichuan					■	■	■	■				
Yunnan	■	■	■	■	■	■					■	■

资料来源：USDA，民生证券研究院



表6：云南四大主产区产期

云南四大主产区	产地	产期	备注
滇中	昆明、楚雄	5月-7月	中熟蓝莓产区
	玉溪	10月下旬-次年4月	早熟蓝莓产区
滇南及滇东南	以红河、西双版纳、普洱为主	11月到次年5月	早熟蓝莓优势产区
滇东北	曲靖市和昭通市	5月-7月	中熟产区
滇西及滇西北	以大理、保山为主	-	特殊蓝莓产区，既可以实现国内最早成熟，又可以实现蓝莓最晚成熟

资料来源：《蓝莓主要优良品种介绍》，民生证券研究院

图42：2019年国内鲜食蓝莓产区分布



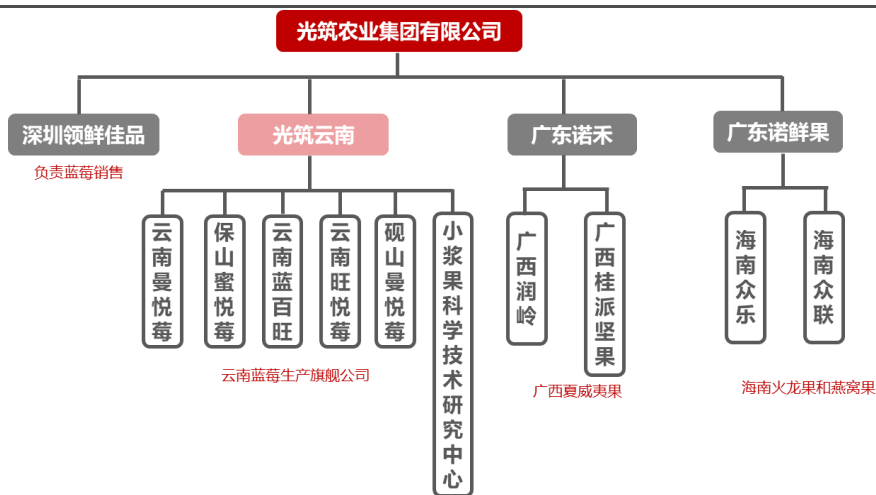
资料来源：蓝莓中国，民生证券研究院

### 3.3 蓝莓产业何以“再造”诺普信？

#### 3.3.1 以光筑农业为平台，积极探索鲜果业务版图

在现代特色生鲜消费领域，公司自2018年以来积极探索第二增长曲线，设立“光筑农业集团”，旗下主要子公司包括深圳领鲜佳品（主要负责蓝莓销售）、光筑云南（主要负责蓝莓生产）、广东诺禾（主要负责广西夏威夷果）、广东诺鲜果（负责海南火龙果和燕窝果）。光筑农业集团以“1+N”模式构筑农带农区域产业发展龙头，以单一品牌（蓝莓）为引擎，通过“特色作物+数字化”形成新的农业业态，积极响应乡村振兴的战略发展要求。

图43：光筑农业集团旗下重要子公司



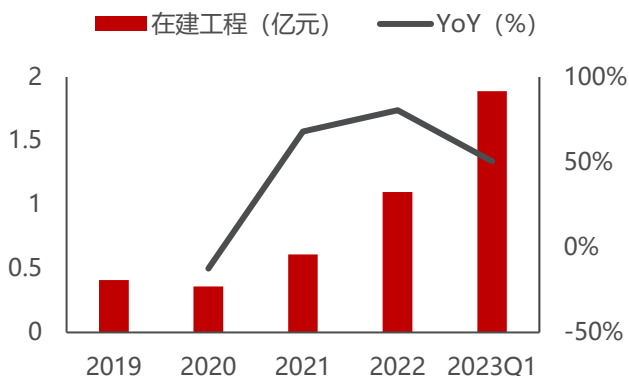
资料来源：ifind，民生证券研究院

### 3.3.2 土地储备先发优势，在建工程高速增长

近年来，我国相关政策坚决遏制耕地“非农化”、防止“非粮化”，对曾经用于种植粮食、棉花、油料作物、糖料作物和蔬菜的耕地采取了严格的保护措施，所以目前云南蓝莓种植者面临的**最大挑战**是难以继续扩大种植面积，能够率先取得土地使用权流转的企业具备**先发优势**。公司通过与当地政府合作，由政府统一进行土地流转，迅速扩大土地流转规模，**目前已实现战略签约面积约 3 万亩**，使用周期为 15-25 年不等，而蓝莓种苗的预计使用寿命为 6-8 年，相当于预备了两个周期以上。公司今年将累计完成定植超 2 万亩（包含已投产面积），第四批建园也进入筹备阶段，预计年底完工。**按照单产 1.5 吨计算，3 万亩种植面积进入生产高峰每年将贡献约 3.6 万吨蓝莓，公司有望成为国内鲜食蓝莓龙头。**

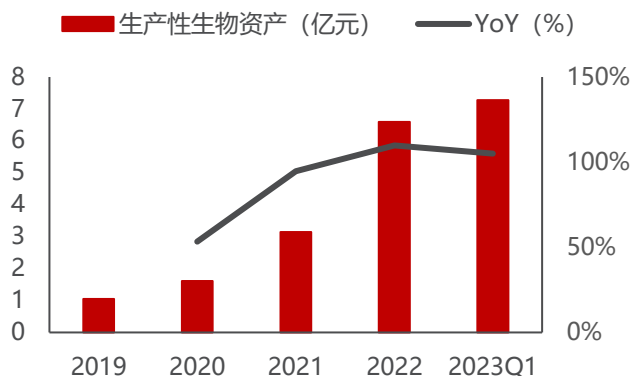
**相较于竞争对手 Driscoll’s 怡颗莓，公司一体化管理能够实现更迅猛的扩张速度。**Driscoll’s 采取的是公司与农户合作的发展模式，公司提供种苗、种植技术指导和销售营销，但土地、大棚、设备的投入由种植户提供，属于一种“轻资产”的运营模式，与农户实现利益共享；缺陷在于优质的种植户属于稀缺资源，从扩张速度上难以快速推进。相比之下，公司牢牢地将蓝莓产前、产中和产后牢牢把控在自己手中，实行标准化结构管理，对公司的管理能力提出了更高的要求，也有利于各个基地品质的统一。另一方面，公司通过土地流转方式取得土地使用权，能够实现种植面积的快速扩张。2022 年公司在建工程为 1.1 亿元，自上市以来首次突破 1 亿元，同比+80.5%，生产性生物资产为 6.6 亿元，同比+109.8%。

图44: 2019-2023Q1 在建工程及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图45: 2019-2023Q1 生产性生物资产及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

**公司区位布局分散, 可有效分散生产风险。**公司 11 个蓝莓子公司分布于云南 6 个地级市 (保山市、楚雄彝族自治州、玉溪市、红河、文山、西双版纳), 几乎覆盖了整个云南中南部地区, 能有效规避区域性灾害导致的大面积损失。

图46: 公司云南蓝莓子公司区位分布



资料来源: wind, 民生证券研究院整理

### 3.3.3 基质栽培利于工业化生产, 促早夯实质价齐升逻辑

现如今, 土壤栽培的农业面临很多挑战——土壤和水资源短缺、气候变化、农业经营成本 (人工、肥料、农药、能源等) 攀升、土壤贫瘠化、过度耕种带来的土壤退化等等。一种新型的无土栽培的方式——基质栽培应运而生, 这是近年来国际化种植企业使用的最先进的蓝莓种植方式。基质栽培中的“基质”是指藓类泥炭、椰糠、树皮等代替土壤, 种植者结合滴灌技术的精准水肥供应、最佳的环境控制, 即使在蓝莓的非适生区, 也可以生产高品质的蓝莓。

图47: 营养液需充分浇透基质



资料来源: 光筑农业, 民生证券研究院

图48: 诺普信云南基质蓝莓基地



资料来源: 光筑农业, 民生证券研究院

表7: 土栽栽培 VS 基质栽培

	土栽栽培	基质栽培
优点	成本低, 缓冲能力强, 对种植管理错误敏感性低	①可以有效控制基质条件, 实现精细化管理: 盐分、pH、透气性、养分浓度、湿度等; ②生长速度快, 早丰产; ③更高的潜在产量; ④可以在无法进行土壤栽植的地区进行作物种植; ⑤极大避免土传病虫害的发生。
缺点	①我国完全适宜蓝莓生长的土壤比较少, 虽然添加有机物料也可改良土壤透气排水性, 但是要彻底改良性能比较困难; ②无法实现精细化管理, 产品口感和品质、产量相对较差; ③生长速度慢, 进入丰产期晚。	基质的缓冲能力非常低, 因此基质栽培中基本没有犯错和容错的机会。种植者必须要有完备的基质栽培知识和精准稳定的水肥一体灌溉系统, 才能从基质栽培中获得最大收益。

资料来源: 蓝莓中国, 《蓝莓栽培过程中常见的问题——选地不合理》, 曾其龙, 蒋佳峰, 韦继光, 姜燕琴, 民生证券研究院

**基质蓝莓期初资金投入门槛高, 成本伴随亩产上升有望逐级摊薄。**相比于地栽, 基质栽培蓝莓的期初资金投入较高, 一定程度上限制普通散户种植基质栽培蓝莓。公司的蓝莓成本结构大致分为三部分: ①**建设园区的成本:** 包括大棚等一次性固定投入, 按照生物性资产和固定资产摊销等。根据蓝莓种苗平均使用寿命, 按照生物性资产和固定资产摊销, 平均每年 1 万元/亩左右, 预计园区的建设费用是 6-8 万元/亩左右。②**生长源成本:** 即生长周期成本投入, 包括用肥、用药、人工、物资消耗等, 平均每年 1 万元/亩。③**采后人工成本:** 即采摘、加工、分拣、包装、物流、销售等费用。其中最主要的是人工采摘费用, 采后成本为每吨 1.5-2 万元。蓝莓全周期产量呈抛物线形态, 两到三年达到生产高峰后产量会平稳, 后期有小幅下降。公司第一年产量亩产为 1 吨, 未来进入丰产期亩产会上升至 1.5 吨以上。伴随亩产的上升, 单吨成本将逐步摊薄。2023Q1 公司销售蓝莓 1570 吨左右, 销售均价约 85 元/kg, 生产成本约目前 32-35 元/kg, 计算得到一季度吨均利润超 5 万元。2023 年公司实际投产 6000 亩左右, 并计划累计完成定植超 2 万亩 (包含已投产面积), 我们预计 2023 年公司蓝莓产量为 6000 吨, 2024 年将超过 2 万吨。



未来伴随蓝莓进入达产高峰，成本有进一步向下摊薄的空间。

**促早技术将夯实蓝莓量价齐升的逻辑。**公司通过自己调配的水肥配方及剪枝等技术方式，将蓝莓成熟打产季节提前 1-2 个月，且不影响蓝莓品质。公司的促早技术很快将应用到大范围蓝莓品种推广，规避 5 月开始蓝莓价格季节性下行的风险。

**表8：蓝莓年度成本拆分**

成本项目	初产期	丰产期
建设园区摊销成本 (万元/亩)	1	1
生长源成本 (万元/亩)	1	1
采后人工成本 (万元/亩)	1.5-2	1.5-2
合计 (万元/亩)	3.5-4	3.5-4
亩产 (吨)	1	1.5
单吨成本 (万元/吨)	3.5-4.0	2.3-2.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.3.4 以大 B 渠道为主，打造产销一体化

**积极构建国际一流采后运营体系。**蓝莓是一种极不耐储藏的水果，在采摘后需要立即入库制冷保持最佳新鲜状态，一般散户不具备这一条件也是限制其大规模扩张的主要原因。借助日益完善的社会化冷链物流体系，公司能够在配送至客户过程中最大程度保障新鲜程度。另外，公司预测实行日预测、周预测与月度预测。预测内容主要包括品种、果径规格、成熟量和产量等。所有的产品市场投放，配备采摘工、分拣、包装工和物流排期等都根据预测来匹配安排，目前已形成良好的总调度管理模型。

**渠道以大 B 端为重点。**公司已经构建了近 60 人的销售队伍，B 端销售模式主要分两种，一种是对接大渠道商，在北京、上海、广州等地构建营销中心，另外一种线下终端门店的渠道，例如百果园、鲜丰水果等。公司以大渠道和大商超为重点渠道布局，公司在一线省会城市构建分销渠道，其会覆盖当地零售端，缩短供应的时间和响应速度、辐射面。对于 C 端，目前公司以综合的推广和互动为主，区域配送为辅。

**果汁饮料处于初步探索阶段，未来有望迈向消费蓝海。**公司子公司郁南县富赢田田圈生态农业有限公司投资的 NFC 果汁项目，已于 2022 年试产成功黄皮果汁、黄皮橙汁、蓝莓葡萄汁、小青柠果汁等四个产品，2023 年正式投产，或将成为公司新的业绩增长点。



图49：公司目前已经出品的果汁系列



资料来源：果臻叹，民生证券研究院

图50：公司销售渠道



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 1) 种植业务

2022 年, 公司快速流转土地, 聚焦高品质农作物产业链种植经营, 深度切入现代特色生鲜消费领域, 在稳定海南燕窝果和火龙果的布局基础上, 重点推动云南基质蓝莓规模快速发展。**销售量:** 随着公司相应水果的投产面积和亩产量的增加, 销售量会逐渐增长。我们预计云南蓝莓 23-25 年销售量分别为 0.60/2.3/3.3 万吨, 海南火龙果 23-25 年销售量均为 2.2 万吨, 海南燕窝果 23-25 年销售量分别为 1750/2883/2883 吨。**销售均价:** 由于蓝莓、燕窝果和火龙果属于高端水果, 处于供不应求状态, 即便销量上涨, 预计价格保持稳定。23-25 年蓝莓预计维持在 5.85 万元/吨, 燕窝果维持在 4 万元/吨, 火龙果维持在 6100 元/吨。**盈利能力:** 由于建园成本随着亩产提升而逐步平摊下降, 预计公司毛利率有望进一步提升。综合上述假设, 我们预计 2023~2025 年公司种植业务实现收入分别为 4.87、15.12、21.04 亿元, 毛利率分别为 60%、65%、66%。

#### 2) 农药制剂及植物营养业务

农药制剂和植物营养业务为公司主业, 农药制剂产品广泛用于农业、林业、卫生等领域控制有害生物, 植物营养产品可根据作物营养规律和土壤养分状况设计应用于各种作物。由于公司接下来布局重心在特色作物产业上, 预计农药制剂和植物营养业务将保持稳定发展。我们预计 2023~2025 年公司农药制剂业务实现收入分别为 25.66、24.38、26.82 亿元, 毛利率分别为 32%、31%、31%; 植物营养业务实现收入分别为 7.78、7.39、8.13 亿元, 毛利率分别为 15%、13%、13%。

#### 3) 其他业务

其他业务包括农业服务及贸易等, 由于公司逐渐止损田田圈业务, 我们预计其他业务实现营收分别为 4.03、4.19、4.36 亿元, 毛利率均保持在 26%。

**表9：公司业务盈利预测**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>4265.2</b>	<b>4233.5</b>	<b>5107.1</b>	<b>6033.6</b>
营收增速 (%)	-5.2%	-0.7%	20.6%	18.1%
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>3108.9</b>	<b>2885.0</b>	<b>3180.8</b>	<b>3609.4</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>1156.3</b>	<b>1348.5</b>	<b>1926.3</b>	<b>2424.2</b>
毛利率 (%)	27%	32%	38%	40%
<b>种植业</b>	<b>166.5</b>	<b>487.2</b>	<b>1511.9</b>	<b>2103.9</b>
营收增速 (%)	76.3%	192.6%	210.3%	39.2%
毛利 (百万元)	35.6	290.9	976.1	1385.6
毛利率 (%)	21%	60%	65%	66%
<b>农药制剂</b>	<b>2851.2</b>	<b>2566.0</b>	<b>2437.7</b>	<b>2681.5</b>
营收增速 (%)	-12.6%	-10.0%	-5.0%	10.0%
毛利 (百万元)	900.3	831.4	743.5	817.9
毛利率 (%)	32%	32%	31%	31%
<b>植物营养</b>	<b>863.9</b>	<b>777.5</b>	<b>738.7</b>	<b>812.5</b>
营收增速 (%)	8%	-10%	-5%	10%
毛利 (百万元)	119.1	119.7	96.0	105.6
毛利率 (%)	14%	15%	13%	13%
<b>其他</b>	<b>383.6</b>	<b>402.8</b>	<b>418.9</b>	<b>435.6</b>
营收增速 (%)	54.3%	5.0%	4.0%	4.0%
毛利 (百万元)	101.3	106.4	110.7	115.1
毛利率 (%)	26%	26%	26%	26%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

从费用情况来看，由于蓝莓投产面积逐步加大，需要进一步加大销售渠道建设、销售人员扩张，故销售费用率和管理费用率会有所上升。公司积极研发，预计研发费用率将提升。而随着公司销售经营状况逐步稳定，预计 2024 年费用率回归合理水平。

**表10：公司费用率预测**

费用率	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率 (%)	9.6	9.7	9.6	9.6
管理费用率 (%)	5.5	5.7	5.6	5.6
研发费用率 (%)	2.9	3.0	2.9	2.9
财务费用率 (%)	2.2	2.6	2.2	1.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

公司主业是农药制剂，因此以农药相关的公司海利尔、广信股份和利民股份作为可比公司。特色作物为公司创造第二增长曲线，因此以元祖股份、欢乐家和立高食品等水果及水果制品及果汁类相关公司作为可以公司。从估值水平看，农药制剂可比公司 23-25 年 PE 均值为 10/8/7，种植业可比公司 23-25 年 PE 均值为 28/22/18，根据毛利权重加权平均可得可比公司 PE 均值为 14/16/14，我们预计公司 23-25 年 PE 分别为 18/10/7，处于低估水平。蓝莓仍为蓝海市场，随着公司蓝莓进一步扩大规模，叠加公司具备土地、资金、技术和渠道的高壁垒优势，估值中枢有望持续上行。

表11：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603639.SH	海利尔	19.30	1.35	2.05	2.59	3.34	14	9	7	6
603599.SH	广信股份	29.31	3.56	3.54	4.09	4.60	8	8	7	6
002734.SZ	利民股份	9.41	0.59	0.86	1.06	1.18	16	11	9	8
<b>农药制剂业务可比公司均值</b>		/	/	/	/	/	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>7</b>
603886.SH	元祖股份	19.62	1.11	1.40	1.63	1.89	18	14	12	10
300997.SZ	欢乐家	14.64	0.45	0.51	0.59	0.66	33	29	25	22
300973.SZ	立高食品	82.35	0.85	2.04	2.80	4.02	97	40	29	20
<b>种植业可比公司均值</b>		/	/	/	/	/	<b>49</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>18</b>
<b>按毛利权重加权平均的均值</b>		/	/	/	/	/	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>14</b>
002215.SZ	诺普信	8.01	0.33	0.45	0.80	1.10	24	18	10	7

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，除立高食品为民生证券研究院预测，股价时间为 2023 年 5 月 17 日

## 4.3 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 4.50、8.01、10.96 亿元，EPS 分别为 0.45、0.80、1.10 元，对应 PE 分别为 18、10、7 倍。蓝莓作为“小而美”的精品水果，相较于大众水果而言种植收益优势显著。公司通过扩张蓝莓产业版图打造第二增长曲线，有望获得业绩高速增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

1) **产能投放不及预期**，在当地政府统一土地流转下，公司已实现战略签约面积约 3 万亩，今年将累计完成定植超 2 万亩（包含已投产面积），第四批建园也进入筹备阶段，若出现特殊因素导致开工受阻可能影响公司投产进度，进而造成产量不及预期；

2) **农产品价格出现大幅波动**，如果下游蓝莓需求承接不足，亦或是海外进口量激增，导致蓝莓价格下降，进而造成公司种植业绩不及预期；

3) **计提减值损失风险**，农业行业可能受自然灾害或政策等影响，市场需求发生变化时，公司对外投资业务有损失的可能性，存货及应收款项有计提减值损失风险。



**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,265	4,233	5,107	6,034
营业成本	3,109	2,885	3,181	3,609
营业税金及附加	16	13	15	18
销售费用	409	409	490	579
管理费用	235	239	286	338
研发费用	126	127	148	175
EBIT	345	558	978	1,304
财务费用	92	112	122	119
资产减值损失	-34	-31	-40	-45
投资收益	66	64	77	91
营业利润	325	484	899	1,237
营业外收支	20	15	18	17
利润总额	345	499	916	1,254
所得税	17	37	82	113
净利润	327	462	834	1,142
归属于母公司净利润	328	450	801	1,096
EBITDA	541	817	1,322	1,694

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,251	767	987	1,345
应收账款及票据	743	575	693	818
预付款项	554	577	636	722
存货	1,067	1,084	1,214	1,395
其他流动资产	535	489	532	589
流动资产合计	4,151	3,493	4,061	4,870
长期股权投资	615	679	756	847
固定资产	883	1,650	1,700	1,698
无形资产	220	226	225	224
非流动资产合计	5,643	6,491	6,615	6,690
资产合计	9,794	9,983	10,676	11,560
短期借款	2,701	2,701	2,701	2,701
应付账款及票据	625	711	784	890
其他流动负债	1,415	1,063	1,142	1,299
流动负债合计	4,741	4,476	4,628	4,891
长期借款	6	206	206	206
其他长期负债	768	775	774	773
非流动负债合计	774	981	980	979
负债合计	5,515	5,457	5,608	5,869
股本	995	995	995	995
少数股东权益	610	622	655	701
股东权益合计	4,278	4,526	5,068	5,691
负债和股东权益合计	9,794	9,983	10,676	11,560

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-5.23	-0.74	20.64	18.14
EBIT 增长率	-8.51	61.69	75.28	33.31
净利润增长率	7.57	37.04	77.86	36.89
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	27.11	31.85	37.72	40.18
净利润率	7.70	10.63	15.68	18.16
总资产收益率 ROA	3.35	4.51	7.50	9.48
净资产收益率 ROE	8.95	11.53	18.14	21.96
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.88	0.78	0.88	1.00
速动比率	0.52	0.40	0.46	0.55
现金比率	0.26	0.17	0.21	0.28
资产负债率 (%)	56.32	54.66	52.53	50.77
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	62.90	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	125.25	140.00	142.00	144.00
总资产周转率	0.48	0.43	0.49	0.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.33	0.45	0.80	1.10
每股净资产	3.69	3.92	4.44	5.02
每股经营现金流	0.18	0.69	1.07	1.38
每股股利	0.15	0.29	0.52	0.71
<b>估值分析</b>				
PE	24	18	10	7
PB	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	18.53	13.09	7.89	5.95
股息收益率 (%)	1.87	3.66	6.51	8.91

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	327	462	834	1,142
折旧和摊销	196	259	344	389
营运资金变动	-432	-145	-235	-274
经营活动现金流	175	685	1,063	1,376
资本开支	-882	-959	-331	-311
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	-1,261	-966	-331	-311
股权募资	137	0	0	0
债务募资	1,142	190	-34	0
筹资活动现金流	923	-204	-512	-707
现金净流量	-163	-485	220	358

## 插图目录

图 1: 股权结构图 (截至 2023Q1)	3
图 2: 2017-2023Q1 营业收入及增速	4
图 3: 2017-2023Q1 归母净利润及增速	4
图 4: 2017-2023Q1 各项费用率变化情况 (%)	4
图 5: 2017-2023Q1 销售毛利率与净利率 (%)	4
图 6: 2017-2022 各业务营收占比 (%)	5
图 7: 2017-2022 各业务毛利占比 (%)	5
图 8: 2017-2022 各业务毛利率 (%)	5
图 9: 2016-2022 农业制剂业务营收及增速	6
图 10: 2016-2022 年农业制剂业务毛利率	6
图 11: 2021 年全国农药行业制剂销售额 Top10 (亿元)	6
图 12: 2019-2022 年 8 月农药制剂全国市场份额 (%)	6
图 13: 公司主要品牌展示	7
图 14: 2017-2022 年公司登记证期末余额及增速	7
图 15: 2016-2022 年控股经销商营收及增速	9
图 16: 2016-2022 年纳入合并报表的控股经销商 (个)	9
图 17: 中国人均水果消费额及增速	10
图 18: 全国居民人均鲜瓜果消费量 (千克)	10
图 19: 水果成为社交媒体新符号	11
图 20: 新式水果茶饮	11
图 21: 零食偏好 (%)	11
图 22: 产区偏好 (%)	11
图 23: 水果喜爱度 TOP10 (%)	12
图 24: 增加水果食用的原因 (%)	12
图 25: 消费者对于水果颜值、功效、营业价值认可度	12
图 26: 2020 年鲜食蓝莓全球产量分布 (%)	13
图 27: 2020 年深加工蓝莓全球产量分布 (%)	13
图 28: 2018-2021 鲜食蓝莓全球产量及增速	13
图 29: 2018-2021 年我国蓝莓产量及增速	13
图 30: 2016-2021 年我国蓝莓种植面积及增速	13
图 31: 2020 年前四大蓝莓生产国鲜食与深加工产量	13
图 32: 2018-2022 年我国蓝莓进口量 (吨)	14
图 33: 秘鲁蓝莓主要出口地 (千吨)	15
图 34: 秘鲁蓝莓的月度出口量 (吨)	15
图 35: 智利蓝莓种植面积 (公顷)	15
图 36: 智利蓝莓的月度出口量 (吨)	15
图 37: 2020 年我国各等级蓝莓鲜果销售价	17
图 38: 2021 年 7 月至今新发地蓝莓平均价格	17
图 39: 2020 年国内鲜食蓝莓产区分布 (%)	18
图 40: 2020 年国内深加工蓝莓产区分布 (%)	18
图 41: 我国主要贵州、辽宁、山东、四川、云南省产季的划分	18
图 42: 2019 年国内鲜食蓝莓产区分布	19
图 43: 光筑农业集团旗下重要子公司	20
图 44: 2019-2023Q1 在建工程及增速	21
图 45: 2019-2023Q1 生产性生物资产及增速	21
图 46: 公司云南蓝莓子公司区位分布	21
图 47: 营养液需充分浇透基质	22
图 48: 诺普信云南基质蓝莓基地	22
图 49: 公司目前已经出品的果汁系列	24
图 50: 公司销售渠道	24

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司农药制剂主要产品产能情况 .....	7
表 2: 公司其他企业、科研院所、大专院校合作情况 .....	8
表 3: 公司农药制剂主要产品生产技术情况 .....	8
表 4: 部分公家百草枯禁用政策 .....	9
表 5: 蓝莓主要优良品种介绍 .....	16
表 6: 云南四大主产区产期 .....	19
表 7: 土栽栽培 VS 基质栽培 .....	22
表 8: 蓝莓年度成本拆分 .....	23
表 9: 公司业务盈利预测 .....	26
表 10: 公司费用率预测 .....	26
表 11: 可比公司 PE 数据对比 .....	27
公司财务报表数据预测汇总 .....	29

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026