

蓝莓业务长期向好，农药制剂暂时拖累业绩

2023 年 08 月 27 日

➤ **事件概述：**公司于 8 月 23 日发布 23 年中报，23H1 实现营收 25.5 亿元，同比-3.0%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比+5.3%。23Q2 实现营收 12.0 亿元，同比-11.1%，环比-10.8%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比-23.1%，环比-45.3%。23H1 综合毛利率 31.6%，同比+3.0PCT。23Q2 业绩下滑主要受农药制剂行业周期性下行拖累，蓝莓等生鲜业务依旧表现亮眼。

➤ **特色生鲜业务：**23H1 实现营收 4.2 亿元，同比+259.1%。其中蓝莓 3.51 亿，火龙果 0.53 亿元，燕窝果 0.11 亿元；23H1 实现归母净利润约 1.46 亿元，同比+649.6%，其中蓝莓 1.34 亿元，火龙果（并表）0.12 亿元，燕窝果基本盈亏平衡。

➤ 23H1 实现蓝莓销售量 6600 吨，单吨利润 2 万元，符合预期。其中，Q1 销售蓝莓 1570 吨，营收 1.37 亿元，销售均价约 85 元/kg，实现盈利 0.8 亿元，单吨盈利超过 5 万元；23Q2 销售蓝莓 5030 吨，营收 2 亿元，销售均价 40 元/kg，实现盈利 0.54 亿元，单吨盈利 1.1 万元。盈利能力环比下滑主要来自于蓝莓价格季节性下行的影响，公司已经开始积极进行蓝莓促早，预计最早今年 11 月可初见成果。将蓝莓产季整体前移 1-2 个月，能够规避蓝莓价格季节性波动的影响，提升蓝莓销售单价，增强公司的盈利能力，我们坚定看好公司未来在蓝莓生鲜产业的发展。公司今年已经完成蓝莓定植 2 万亩，若按照亩产 1-1.2 吨来计算，保守估计明年蓝莓业务将贡献 2-2.4 万吨产量，按照单吨 2 万元来计算的话，预计至少将贡献 4 亿元的利润。

➤ **主体业务（农药制剂和田田圈）：**23H1 实现营收 21.3 亿元，同比-15.1%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比-36.3%。其中，23Q2 实现归母净利润 0.65 亿元，同比大幅下降 52.0%。主要因上游原料草铵膦、草甘膦价格大幅下降，农药制剂产品价格跟随下调，经销商进货意愿下降，以集中去库存为主，造成公司销售额大幅下降。目前经销商去库基本完毕，四季度将重启补库需求，叠加原药采购成本显著下降，毛利率将有显著上升，我们预计 23Q4 公司的农药制剂业务将出现较大弹性的恢复。

➤ **投资建议：**预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 4.03、7.16、9.58 亿元，EPS 分别为 0.40、0.72、0.96 元，对应 PE 分别为 16、9、7 倍。公司持续践行“单一特色作物产业链”战略，扩张蓝莓产业版图打造第二增长曲线，同时主体业务不断优化产品结构和营销模式，双轮驱动实现产业协同发展，继续维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产能投放不及预期，农产品价格出现大幅波动，原材料价格波动。

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	4,052	4,731	5,431
增长率（%）	-5.2	-5.0	16.8	14.8
归属母公司股东净利润（百万元）	328	403	716	958
增长率（%）	7.6	22.7	77.7	33.7
每股收益（元）	0.33	0.40	0.72	0.96
PE	19	16	9	7
PB	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

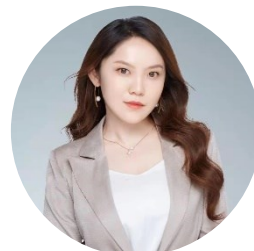
当前价格：

6.29 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

研究助理 韩晓飞

执业证书：S0100123050029

邮箱：hanxiaofei@mszq.com

相关研究

1. 诺普信 (002215.SZ) 首次覆盖报告：蓝莓帝国版图扩张思路清晰，特色生鲜打造第二增长曲线-2023/05/18

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	4,052	4,731	5,431
营业成本	3,109	2,790	2,955	3,258
营业税金及附加	16	12	14	16
销售费用	409	391	459	527
管理费用	235	227	270	310
研发费用	126	122	142	163
EBIT	345	508	884	1,150
财务费用	92	112	119	116
资产减值损失	-34	-30	-38	-43
投资收益	66	61	71	82
营业利润	325	431	802	1,079
营业外收支	20	15	18	17
利润总额	345	447	820	1,096
所得税	17	34	74	99
净利润	327	413	746	997
归属于母公司净利润	328	403	716	958
EBITDA	541	767	1,228	1,545

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,251	971	1,266	1,624
应收账款及票据	743	551	642	737
预付款项	554	558	591	652
存货	1,067	1,049	1,128	1,259
其他流动资产	535	480	511	555
流动资产合计	4,151	3,609	4,137	4,826
长期股权投资	615	676	748	830
固定资产	883	1,650	1,700	1,792
无形资产	220	226	230	238
非流动资产合计	5,643	6,309	6,433	6,601
资产合计	9,794	9,917	10,570	11,427
短期借款	2,701	2,701	2,701	2,701
应付账款及票据	625	688	729	803
其他流动负债	1,415	1,010	1,060	1,172
流动负债合计	4,741	4,399	4,490	4,677
长期借款	6	205	205	205
其他长期负债	768	772	770	769
非流动负债合计	774	977	975	974
负债合计	5,515	5,376	5,466	5,651
股本	995	995	995	995
少数股东权益	610	620	650	690
股东权益合计	4,278	4,542	5,104	5,776
负债和股东权益合计	9,794	9,917	10,570	11,427

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.23	-5.00	16.75	14.81
EBIT 增长率	-8.51	47.18	73.93	30.07
净利润增长率	7.57	22.69	77.73	33.70
盈利能力 (%)				
毛利率	27.11	31.16	37.54	40.02
净利率	7.70	9.94	15.14	17.63
总资产收益率 ROA	3.35	4.06	6.78	8.38
净资产收益率 ROE	8.95	10.28	16.08	18.83
偿债能力				
流动比率	0.88	0.82	0.92	1.03
速动比率	0.52	0.44	0.52	0.61
现金比率	0.26	0.22	0.28	0.35
资产负债率 (%)	56.32	54.21	51.71	49.45
经营效率				
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	0.41	0.46	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.40	0.72	0.96
每股净资产	3.69	3.94	4.48	5.11
每股经营现金流	0.18	0.66	1.02	1.30
每股股利	0.15	0.18	0.33	0.44
估值分析				
PE	19	16	9	7
PB	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	17.35	12.24	7.64	6.07
股息收益率 (%)	2.38	2.93	5.20	6.95

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	327	413	746	997
折旧和摊销	196	259	344	396
营运资金变动	-432	-114	-192	-222
经营活动现金流	175	660	1,018	1,292
资本开支	-882	-959	-336	-421
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	-1,261	-782	-336	-421
股权募资	137	0	0	0
债务募资	1,142	173	-18	0
筹资活动现金流	923	-159	-387	-513
现金净流量	-163	-281	295	358

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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