

诺普信 (002215 CH) : 农药制剂行业龙头, 特色生鲜业务带动未来业绩高增长

**Shenzhen Noposion Agrochemicals: Leading Pesticide Company,
Specialty Fresh Food Sector Contributes
Future Performance Increase**

庄怀超Huaichao Zhuang, hc.zhuang@htisec.com

2023年12月20日

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

- 国内农药制剂行业龙头，农化业务贡献稳定业绩
- 以“光筑农业”为平台，积极布局特色生鲜消费业务
- 蓝莓业务业绩初现，预计实现高增长
- 厄尔尼诺造成南美减产，蓝莓进口价格上涨
- 蓝莓需求不断增长，未来进口替代空间广阔
- 云南基质蓝莓具备竞争优势，公司促早技术实现提前上市

- 国内农药制剂行业龙头，积极布局特色生鲜消费业务
- 蓝莓需求不断提高，进口替代空间广阔
- 云南气候独特，反季蓝莓具备上市时间优势
- 公司蓝莓业务具备多重竞争优势
- 海外蓝莓龙头情况梳理
- 盈利预测及风险提示

国内农药制剂龙头，三大板块齐头并进

公司于 1999 年 9 月成立，于2008年上市，是一家研发、生产、销售农业投入品(主要是农药制剂和植物营养)并提供专业化综合农业服务的国家级高新技术企业。公司致力于植物保护及品质农业的产业链经营，成长为中国优秀的作物专业服务公司。经过多年的创新变革与探索实践，公司已逐步形成了“农资研产销、农业综合服务与特色作物产业链”三大战略三块业务齐头并进的发展新格局。**2018**年开始，公司积极探索特色生鲜消费业务，发展第二成长曲线，**2023**年开始，公司蓝莓种植面积及产量规模大幅增长。

图：公司发展历程



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

深耕农化行业多年，环保绿色农药多年行业第一

公司深耕农药制剂行业近三十年，主要产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物营养、助剂等，在农药制剂“三证”产品数、发明专利数、国标/行标/企标数、环境友好型绿色农药制剂销售占比等方面多年处于行业第一。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1461个，在国内居行业领先，能为中国绝大部分农作物病虫害的防治提供整体解决方案。公司在农药制剂业务上拥有强大的分销渠道和技术服务团队，塑造了“诺普信”、“瑞德丰”等著名农药品牌。

图：公司农化产品主要品牌情况



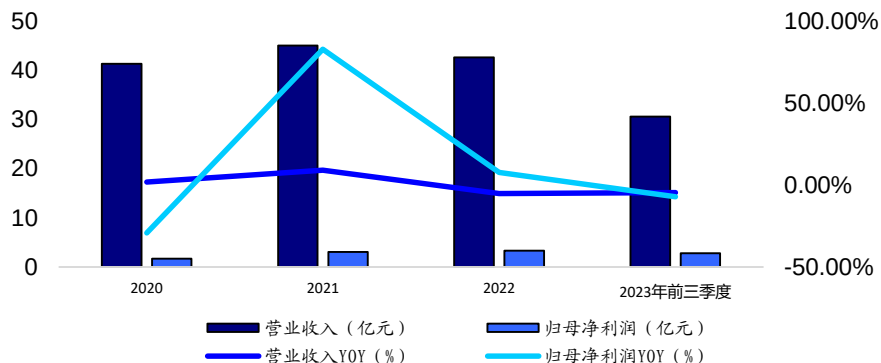
品牌名称	公司主体	持股情况（截至2023年中报）	主营业务
诺普信	深圳诺普信作物科学股份有限公司	100%	农药制剂产销
瑞德丰	多家全资及参控股子公司	-	农药制剂产销
标正	陕西标正作物科学有限公司	100%	新型环保农药、精细化工品
润康	深圳润康生态环境股份有限公司（股票代码：871163.NQ）	79.39%	高端功能性水溶肥、有机肥、微生物肥料等肥料新产品
新农大正	福建新农大正生物工程有限公司	84.92%	植保方案供应商
八方生态	深圳八方纵横生态技术有限公司	56%	城乡园林及生态养护
青岛星牌	青岛星牌作物科学有限公司	77.19%	苹果病虫害防治

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

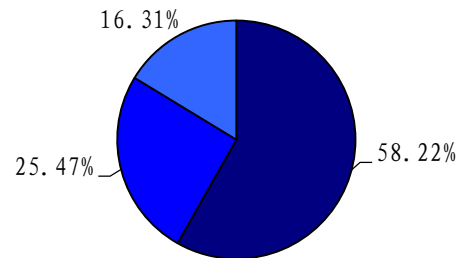
农药制剂渠道需求有望恢复

农药制剂需求有望修复。公司2020-2023年前三季度实现营业总收入41.31、45.01、42.65、30.59亿元，分别同比+1.80%、+8.94%、-5.23%、-4.57%；归母净利润1.67、3.05、3.28、2.80亿元，分别同比-29.28%、+82.93%、+7.57%、-7.12%。公司2023年业绩下降主要由于农药制剂营收下滑，上游原药价格下行，制剂经销商去库存影响，同时并表的田田圈公司数量优化减少。但公司制剂终端需求相对稳定，渠道需求有望恢复。**2023H1**，公司农药制剂业务、田田圈业务、特色生鲜消费业务收入占比分别为**58.22%、25.47%、16.31%**。

图：2020-2023年前三季度年公司营业收入及净利润（亿元）及增速（%）



图：2023H1公司分板块收入占比（%）



■ 农药制剂业务 ■ 田田圈业务 ■ 特色生鲜消费业务

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

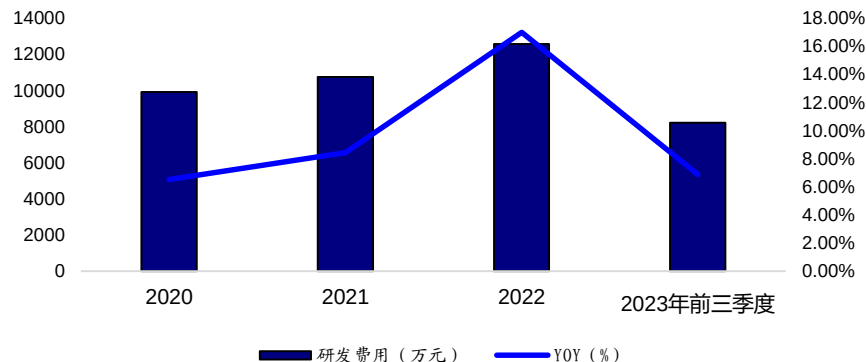
产研销一体化，营销队伍服务水平不断提升

公司于广东省东莞市、陕西省渭南市、山东省济南市建立三个生产基地，生产杀虫剂、杀菌剂、除草剂等农化产品。根据2022年年报，公司拥有杀虫剂设计产能2.6万吨/年，在建产能1900吨/年，杀菌剂产能1.8万吨/年，除草剂产能2.5万吨/年，植物营养产品产能1.1万吨/年，助剂产能400吨/年。公司拥有基本覆盖全国范围的营销渠道网络、植保技术服务网络，将近千人的营销队伍培训转型扩充为1300多人的服务大农户的技术服务队伍。

表：2022年公司主要农化产品产能情况

主要产品	设计产能（吨/年）	产能利用率	在建产能（吨/年）
杀虫剂	26000	73.70%	1900 (试运行阶段)
杀菌剂	18000	72.90%	
除草剂	25000	65.20%	
植物营养	11000	66.00%	
助剂	400	66.50%	

图：2020-2023前三季度公司研发费用（万元）及增速（%）

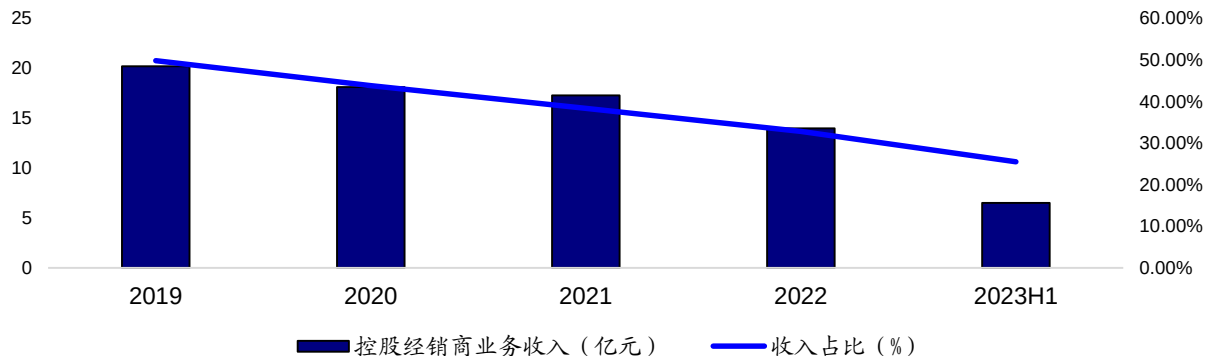


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

田田圈公司数量优化减少

优化田田圈公司数量，处置低效率资产。公司于2015年5月倾力孵化“田田圈”农业综合服务平台，该平台一个集合了供应商、运营商、种植户、涉农服务商以及农村金融机构的开放式互联网联盟，公司通过控参股的形式，强化控后赋能合作经营、发展作物专业服务和产业链经营等战略性创新创业探索和实践。根据公司投资者记录表，田田圈业务从2022年合并报表30家减少到2023年上半年25家，并表营收同比下降21.55%，营收占比同比下降6.03pct。田田圈并表减少，主要由于公司逐步把一些资产效率不高的子公司处置，作减法。

图：2019-2023H1公司控股经销商业务收入（亿元）及占比（%）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

以光筑农业为平台，打造现代特色生鲜业务

公司自2018年开始积极探索业绩第二增长曲线，设立深圳百盛农业科技服务有限公司，后更名为光筑农业集团有限公司，专注于特色生鲜业务，具体产品包括云南基质蓝莓、海南燕窝果、火龙果、广西澳洲坚果等。

多次增资提升光筑农业竞争力。为进一步加快公司云南基质蓝莓业务发展，对光筑集团及子公司进行多次增资：1) 2022年8月19日，公司对全资子公司光筑集团增资3亿元；2) 2023年4月27日，公司分别对光筑集团及全资孙公司光筑（云南）农业增资2亿元、4.9亿元。

图：光筑集团股权结构图



图：公司增资光筑农业情况

公告时间	增资对象	增资额	增资后 注册资本	公司持股
2022.8.19	光筑农业集团	3亿元	8亿元	100%
2023.4.27	光筑农业集团	2亿元	10亿元	100%
2023.4.27	光筑（云南）农业	4.9亿元	5亿元	100%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

蓝莓业务业绩初现，未来有望高增长

公司蓝莓业务规模初现，带动未来业绩高增长。1) 蓝莓。蓝莓为公司核心鲜果产品，生产基地位于中国云南，公司目前已建成和在建云南蓝莓生产基地累计3万亩，公司预计2023/24产季蓝莓总体产能达2万吨；在价格上，由于公司云南基质蓝莓具有反季节上市优势，根据公司2023年11月24日投资者关系记录表，公司促早技术使蓝莓上市时间提前15-30天；根据公司2023年8月25日投资者记录表，公司2023年产季蓝莓销售量月6600吨，产季利润1.35亿，均价约5.2万元/吨。在成本上，根据公司2023年10月31日投资者关系记录表，公司蓝莓建园成本约6万/亩，摊销周期约为6-8年，生长成本约1万元/亩，产后加工环节每吨成本约1.5-1.7万元，同时，随着公司亩产上升以及人工费用降低，我们认为生产成本有望进一步下降。

2) 燕窝果。根据公司2023年5月及8月投资者关系记录表，公司在海南三亚布局燕窝果，公司燕窝果2023年首产，布局约3000亩，该产品反季节上市效应明显，预计5-6月份开始销售。

3) 火龙果。根据公司2023年5月投资者关系记录表，公司在海南三亚布局红心火龙果，公司预计2023年火龙果年亩产9000-10000斤，集中在1-6月出产，实现反季节上市。

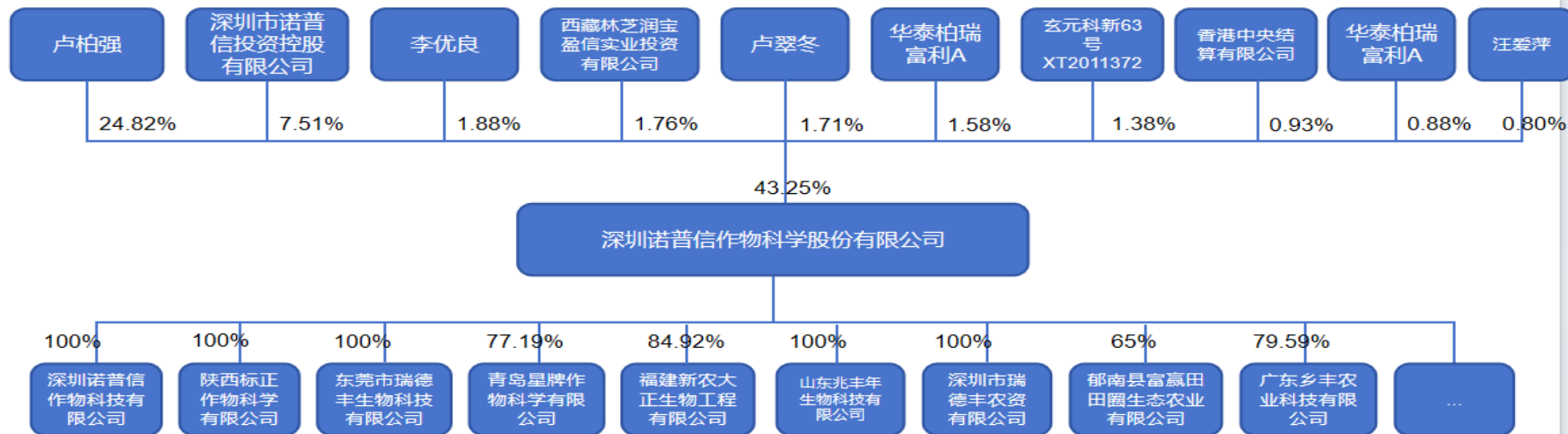
4) 澳洲坚果。根据公司2023年5月投资者关系记录表，澳洲坚果仍处于生产周期，公司预计2024-25年投产。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司由卢氏家族实际控制

卢氏家族控制企业。公司由卢氏家族实际控制（实控人包括卢柏强先生、卢叙安先生、卢翠冬女士、卢翠珠女士及卢丽红女士）。根据2023年半年报，公司第一大股东卢柏强持股比例24.82%，持股数量2.47亿股。公司前十大股东持股比例43.25%，持股数量4.30亿股。

图：公司股权结构图（截至2023年半年报）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

股权激励激发公司活力

公司不断实施股权激励，2023年11月17日，公司发布2023年限制性股票激励计划（草案），公司拟授予限制性股票数量1790万股，授予价格4.03元，激励对象总人数259人。公司设立四个解除限售期，在业绩考核上，公司计划四个解除限售期业绩考核目标分别为2024-2027年归属上市公司股东的净利润分别不低于4.89亿元、5.50亿元、5.80亿元、6.10亿元。

表：公司股权激励情况梳理

时间	内容	主要内容	限售期业绩承诺
2023.11.17	2023年限制性股票激励计划（草案）	拟授予限制性股票数量1790万股（根据12月14日公告，调整为1787万股），授予价格4.03元，激励对象总人数259人（根据12月14日公告，调整为257人）	第一至第四个解除限售期业绩考核：2024-2027年归母净利润分别不低于4.89、5.50、5.80、6.10亿元。
2022.11.26	诺普信2022年第二期限制性股票激励计划（草案）	拟授予限制性股票数量550万股，授予价格2.77元，激励对象总人数9人	第一至第四个解除限售期业绩考核：以2021年公司归母净利润为基数，2023-2026年归母净利润增长分别不低于40%、60%、80%、90%。
2022.2.22	诺普信2022年限制性股票激励计划（草案）	拟授予限制性股票数量600万股，授予价格3.18元，激励对象总人数10人	第一至第三个解除限售期业绩考核：以2021年公司归母净利润为基数，2023-2025年归母净利润分别不低于40%、60%、80%。
2020.5.15	2020年限制性股票激励计划（草案）	拟授予限制性股票数量1483.75万股，授予价格3.17元，激励对象总人数170人	第一至第四个解除限售期（包括预留的第一至第三个解除限售期）业绩考核：以2019年公司归母净利润为基数，2020-2023年归母净利润增长分别不低于10%、20%、35%、50%。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- 国内农药制剂行业龙头，积极布局特色生鲜消费业务
- 蓝莓需求不断提高，进口替代空间广阔
- 云南气候独特，反季蓝莓具备上市时间优势
- 公司蓝莓业务具备多重竞争优势
- 海外蓝莓龙头情况梳理
- 盈利预测及风险提示

蓝莓营养价值丰富，花青素含量高

蓝莓具有丰富的营养价值和经济价值，蓝莓果实不仅含有糖类、维生素、矿物质，还含有熊果苷、黄酮类化合物，具有强心抗癌、抗衰老和提高免疫力等独特功效。蓝莓的“蓝”源自于它丰富的花青素含量，据统计，平均每100g蓝莓中含有的花青素可达180-300mg，可生产食用色素或非食用色素，作为高级化妆品原料等。食用蓝莓有多种好处，包括增强免疫力、补充营养、保护眼睛、美容抗衰老、增强记忆力、保护心脏等。根据新思界，随着我国居民消费观念逐渐改变，居民饮食结构趋向营养化、科学化，高端、营养价值高的水果市场需求增加，在此背景下，蓝莓市场需求不断增加。

表：蓝莓营养价值表（每100克的营养成分含量，部分）

基本营养	含量	矿物质	含量（毫克）	维生素	含量	氨基酸	含量（毫克）
能量（千卡）	57	钙	6	维生素A（维克）	16.2	亮氨酸	44
蛋白质（克）	0.74	镁	6	维生素C（毫克）	9.7	蛋氨酸	12
脂肪（克）	0.33	钠	1	维生素E（毫克）	0.57	苏氨酸	20
碳水化合物（克）	14.49	钾	77	维生素K（维克）	19.3	赖氨酸	13
粗纤维（克）	2.4	磷	12	维生素P（毫克）	363	色氨酸	3
脂类	含量	硫	4.72	维生素B1（毫克）	0.037	缬氨酸	31
胡萝卜素（微克）	32	铁	0.28	维生素B2（毫克）	0.041	异亮氨酸	23
叶黄素类（微克）	80	锌	0.16	维生素B3（毫克）	0.418	苯丙氨酸	26

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

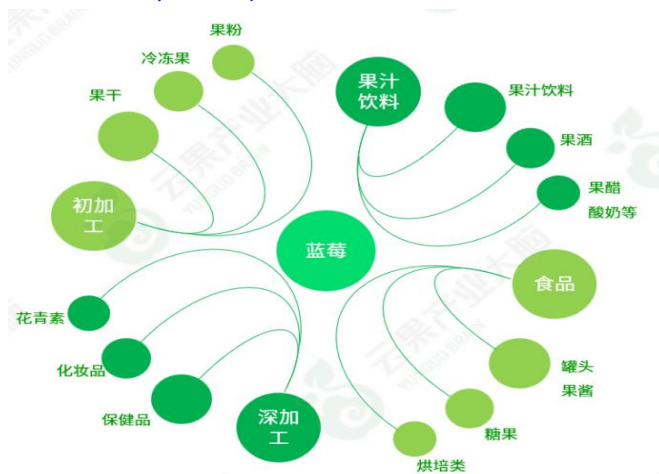
蓝莓种类多样，可制成加工品

根据智研资讯，根据生长特点、果实特点以及适应环境，蓝莓可以分为低矮型蓝莓、高矮型蓝莓、北高地蓝莓、南高地蓝莓、半高蓝莓等，不同品种的蓝莓在大小、味道、适应性等方面可能会有一些差异。根据前瞻产业研究院，蓝莓按照产品用途可以分为栽培类和野生类两大类，目前，栽培类鲜果鲜食比例较大，一部分经过初级加工制成冷冻果成为深加工原料。而野生类鲜果酸度较大，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。

表：蓝莓主要分类

蓝莓品种	特点
低矮型蓝莓	生长在寒冷地地区，通常在野外生长。通常 较小 ， 味道更加浓郁 ，野生品种常见于北美地区。
高矮型蓝莓	栽培最多的蓝莓品种，市场常见类型。通常采用人工栽培， 果实较大 ， 味道较甜 。
北高地蓝莓	适应寒冷气候的蓝莓品种，通常在北美寒冷地区种植。 承受低温 ，并于 寒冷季节产出 。
南高地蓝莓	适应性较强，常见美国东南部温暖地区， 需要温暖的气候生长 ，并在寒冷的季节也能产出果实。
半高蓝莓	北高地蓝莓和低矮型蓝莓的交叉品种，具有两者的特点，适应性较强。

图：蓝莓加工产品整理



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

不同品种蓝莓口味不同

全球常见蓝莓共有16种具体品种，包括蓝丰、都克、美登、北陆、绿宝石等，不同品种蓝莓口感、色泽、适应力、生长条件不同。

表：16种蓝莓主要类别

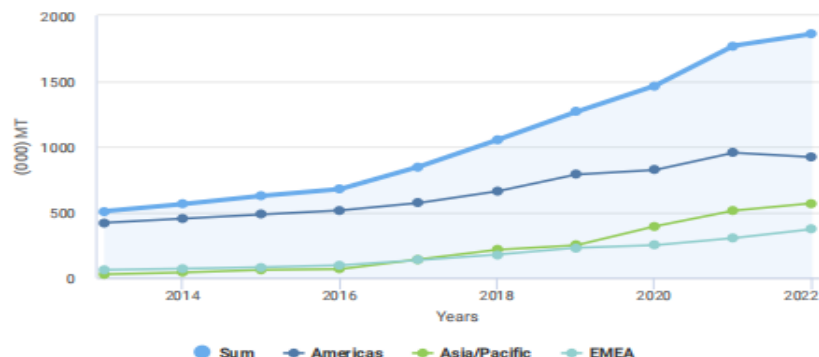
品种	口感	外观	特点
蓝丰	果肉脆、酸甜适口	果实大、果皮天蓝色、果粉多	发表于美国新泽西州，中熟种，抗旱能力北高丛蓝莓最强
都克/公爵	酸甜适宜、香气浓郁		早熟高灌蓝莓，引种到我国山东、辽宁、江苏等多地。
埃利奥特	甜度高、口味好、果肉硬	果实中大、果皮亮蓝色、果粉厚	美国极晚熟品种，成熟期集中，可机械采收
晚蓝	香味浓、风味佳、果肉硬、甜度高	果皮蓝色、果蒂痕中等大小	美国新泽西州发表，杂交培育，晚熟品种，耐极寒
陶柔	果味浓、果粉较厚、酸度大	果粒较大、颜色深蓝	早熟品种，美国新泽西州选育
芬蒂	酸甜可口，口感佳	淡蓝色，有果粉	中熟蓝莓，加拿大培育，可早产、丰产、耐寒性好
美登	酸大于甜、香味浓郁	果实大，深蓝色，粉尘很厚	加拿大培育中熟蓝莓，最新引进的杂交品种
北陆	口感较硬，风味浓	质地中硬、果粉较多	美国中早熟品种，果树强壮呈现直立型生长
北蓝	果肉爽脆、肉质较硬、风味佳	暗蓝色果皮、果实较大	晚熟杂交育成品种，叶片暗绿色有光泽，耐储藏、抗寒、丰产
北村	果实柔软，口味甜酸，风味佳	中等果粒大小，果实柔软，亮天蓝色	美国早中熟杂交育成品种，耐储藏，种植后一般可早产、丰产
达柔	略酸、果实较脆	果粒较大、果皮呈淡蓝色、果粉厚	美国晚熟品种，裂果少、贮存性差
康维尔	口感酸	果实粒大，果皮亮蓝色，果粉多	美国晚熟杂交育成品种，产量较高，果实易保存，裂果少
春高	果粒硬，香味浓，入口酸甜略带酸味	表皮深蓝色	美国早熟品种，耐长途运输
绿宝石	果肉爽脆，入口香甜略有酸味	个头极大、果蒂小而干，果皮中蓝色	美国原产，产量高，耐旱性强，保鲜时间长，耐长途运输
莱克西	有香气，甜度高，果肉较硬	颜色逐渐变成蓝色，个头中等偏大	美国中熟品种，适合长途运输，耐寒性高，耐贮存，较丰产
奥尼尔	香味浓郁，甜度高，口感好，果肉硬，香味浓	果实较大，呈圆形至扁圆形，果实暗蓝色	美国早熟品种，耐贮存及运输，产量中等偏高。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

全球蓝莓产量及种植面积不断增长

全球蓝莓产量不断增长，2022年产量186.01万吨。根据全球蓝莓协会IBO数据，2022年全球种植蓝莓产量总计186.01万吨，同比增长5.12%；其中，鲜食蓝莓产量131.09万吨，同比增长8.64%，蓝莓加工品产量54.92万吨，同比下降2.43%。南美洲产量最大，2022年鲜食蓝莓及蓝莓加工品产量分别为40.43万吨、8.58万吨。根据IBO预测，2026年全球蓝莓产量有望达到280万吨，其中美洲产量有望达到134.5万吨，全球产量占比约50%。在种植面积上，2022年蓝莓全球种植面积约24.85万公顷，同比增长6.37%，2018-2022年年复合增长率为8.69%；其中，南美洲种植面积最大，2022年为4.35万公顷，同比增长6.40%。

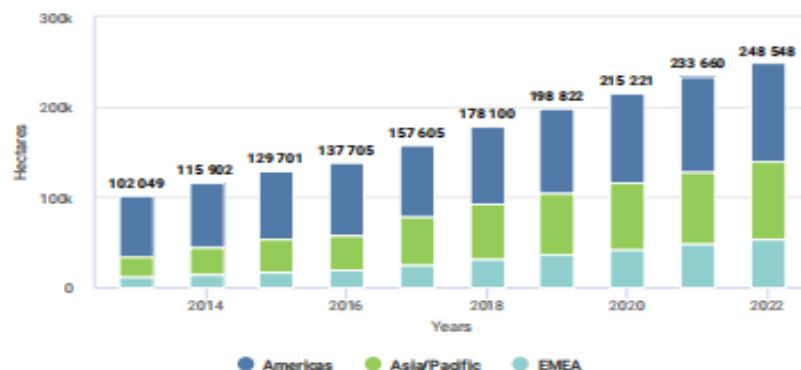
图：2013-2022年全球种植蓝莓产量（千吨）



注：EMEA为欧洲、中东、非洲三地的合称

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

图：2013-2022年全球蓝莓种植面积（公顷）



秘鲁为全球蓝莓最大出口国

秘鲁2022年种植蓝莓（鲜食）出口量29.67万吨，出口额超过13.6亿美元。根据IBO数据，秘鲁为全球最大蓝莓出口国，2022年种植蓝莓（鲜食）出口量29.67万吨，同比增长30.25%，其中有机鲜食蓝莓出口量3.52万吨，同比增长71.07%。根据IBO报告，秘鲁2022年蓝莓出口额超过13.6亿美元。从出口地来看，美国为秘鲁蓝莓主要出口国家，2022年出口量15.99万吨，出口占比约54%，其次是荷兰，出口量7.32万吨，出口占比约25%，第三是中国，2022年出口量2.44万吨，出口占比约8%。

表：2018-2022年秘鲁种植蓝莓（鲜食）出口情况（万吨）

	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022	2022/2023
美国	4.75	7.17	9.35	12.46	15.99
荷兰	1.69	3.04	4.52	5.30	7.32
中国	0.50	1.17	1.09	1.16	2.44
英国	0.85	0.93	1.13	1.32	1.47
香港	0.20	0.30	0.68	1.73	1.42
其他地区	0.57	0.32	0.60	0.82	1.02
合计	8.56	12.93	17.38	22.78	29.67

图：秘蓝蓝莓主要种植区域

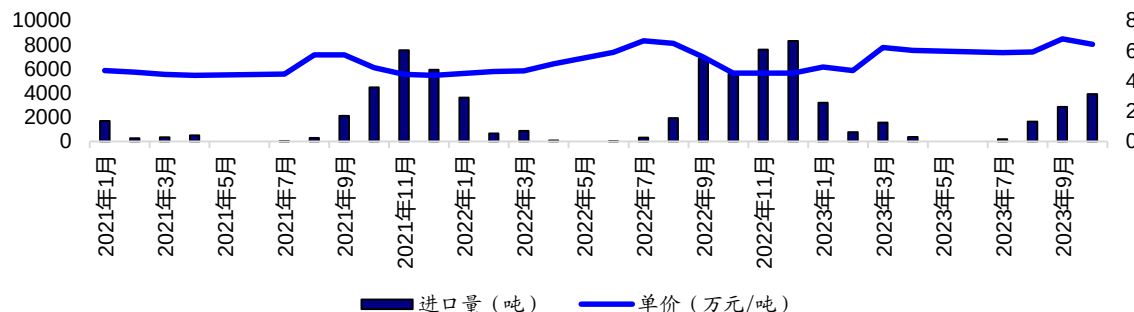


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

厄尔尼诺导致南美减产，进口蓝莓价格上涨

根据全球果蔬网，据一位出口商称，秘鲁蓝莓收获高峰已经开始，截至2023 年第46周，秘鲁新鲜蓝莓出口总量为207216吨，同比减少了31%，其中美国进口量为10.88万吨，同比减少34%，蓝莓平均价格达到7.93美元/公斤，去年同期为5.09美元/公斤；荷兰进口量为4.43万吨，同比减少35%，蓝莓平均价格达到7.66美元/公斤，去年同期为4.66美元/公斤；中国进口量为1.65万吨，同比下降28%。根据海关总署数据，2023年10月我国秘鲁进口鲜蔓越橘及越橘及其他越橘属植物的果实量3932.12吨，同比下降29.54%，平均价格为6.44万元/吨，同比上涨41.98%。

图：2021-2023年十月份我国鲜蔓越橘及越橘及其他越橘属植物的果实进口量（吨）及进口均价（万元/吨）



注：海关总署无鲜食蓝莓进口数据，本页用鲜蔓越橘及越橘及其他越橘的果实单价代表蓝莓进口情况，鲜蔓越橘及越橘及其他越橘的果实包括鲜蔓越橘、鲜越橘、鲜蓝莓及其他越橘属果实

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

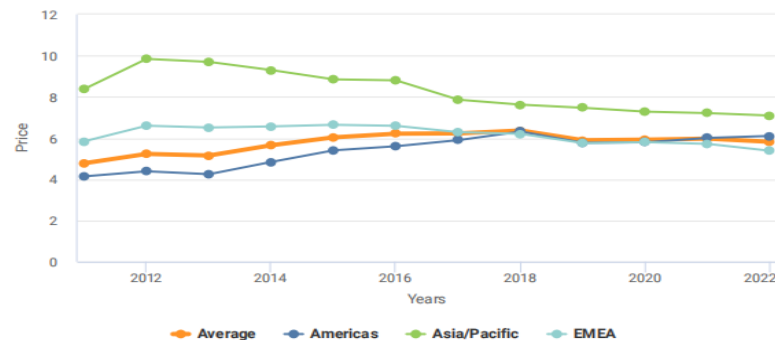
全球蓝莓进口量不断增长，亚洲进口均价最高

根据Euro Fresh Distribution数据，全球蓝莓进口量持续增长。2021年，全球蓝莓进口量达到42.9万吨，同比增长3.17%，同2011年相比上涨30.17万吨，年复合增长率12.92%；根据IBO报告，亚洲地区进口量从2018年3.56万吨上涨至2022年7.82万吨。从进口价格来看，根据IBO数据，全球蓝莓平均进口价格2011-2018年稳步上涨，2018年进口均价达到峰值6.37美元/千克，后随着全球蓝莓种植面积增长三倍，全球蓝莓产量增长四倍，蓝莓进口均价有所下降，2022年为5.82美元/千克。分地区看，亚洲/太平洋地区蓝莓进口价格最高。

图：全球蓝莓进口前十大国家2019-2022年蓝莓进口量（万吨）

排名	国家	2019	2020	2021	2022
1	美国	20.80	21.43	25.35	28.92
2	荷兰	7.67	10.12	11.55	14.96
3	德国	5.78	6.15	6.23	7.07
4	德国	5.60	5.47	6.34	6.04
5	英国	4.23	4.66	5.59	5.16
6	中国	2.21	2.52	2.96	4.29
7	西班牙	1.93	2.99	3.33	4.28
8	香港	1.54	1.86	2.74	2.54
9	波兰	0.82	0.99	1.43	2.14
10	瑞士	0.63	0.71	0.75	1.65

图：全球各地区蓝莓进口均价（美元/千克）

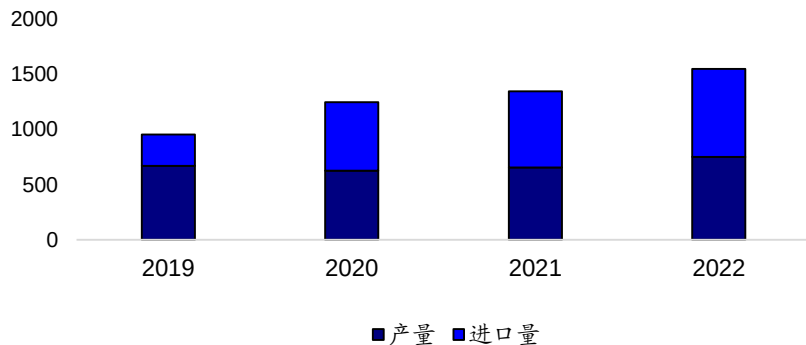


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

美国为蓝莓主要消费国，亚欧国家需求空间广阔

美国蓝莓消费量最大，亚洲及欧洲是主要增量市场。根据IBO数据，美国为蓝莓最大进口国，2022年进口量28.92万吨，同比增长14.08%，美国2022年蓝莓产量27.76万吨，同比下降15.42%。其中，美国2022年高丛蓝莓产量752.2百万磅，进口量79.68百万磅，估计2022年高丛蓝莓合计需求量1549百万磅。全球蓝莓主要消费增量市场在欧洲和亚洲，其中波兰蓝莓进口量从2019年0.82万吨增长至2022年2.14万吨；西班牙蓝莓进口量从2019年7.73万吨增长至2022年11.95万吨，中国蓝莓进口量从2019年7.67万吨增长至2022年14.96万吨。

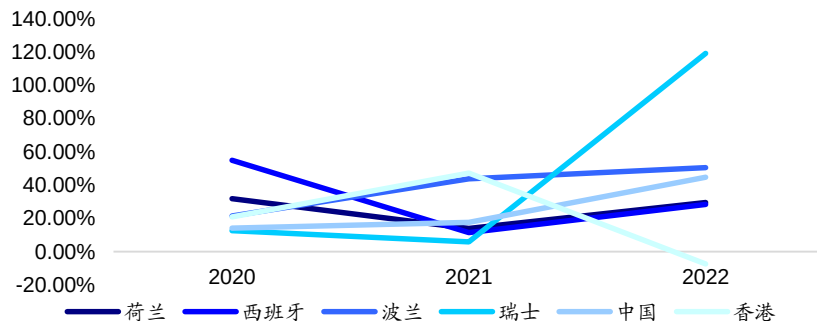
图：2019-2022年美国高丛蓝莓产量+进口量（百万磅）



注：用美国高丛蓝莓产量+需求量估算需求量

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

图：2020-2022年欧洲及亚洲部分国家蓝莓进口量增长率（%）



我国蓝莓产业发展时间较短，产地较为集中

我国蓝莓产业的发展历经了研究阶段（1959年~1998年）、规模化栽培试验示范阶段（1999年~2005年）和快速发展阶段（2006年以后），1983年吉林农业大学率先在我国开展蓝莓引种试栽工作，1995年初步筛选出了适宜长白山地区栽培的一些优良品种，2000年以前，我国蓝莓产业发展处于初期研究及栽培试验阶段，总体生产规模较小，2006年以后，国内外公司对蓝莓栽培和生产进行大量投资，我国蓝莓产业快速发展。根据USDA报告，我国蓝莓种植区域分布在26个省份，其中贵州、辽宁、山东、四川和云南是主要生产区域，2021年产量占比达76.8%。

图：我国蓝莓主要种植区域情况

主产区名称	特点	主要种植基地情况
东北地区	以发展抗寒力强的半高丛蓝莓和矮丛蓝莓为主	黑龙江大小兴安岭和吉林长白山地区为中国野生蓝莓之乡”，其产量约占全国野生资源的90%，占世界的30%。另外，辽宁大连形成了以庄河市为中心、大丹高速为轴线的蓝莓产业带
胶东半岛	利用该地区经济发达、交通便利、便于出口等优势，发展果实大、鲜食风味佳的高丛蓝莓	已形成了青岛的胶南市、日照的东港区、威海的乳山市和临沂的平邑县和莒南县等9个城市约20个县(市、区)蓝莓种植产业带
长江中下游	宜发展高丛蓝莓和兔眼蓝莓，可加工或鲜食兼用	可加工或鲜食兼用湖北、江苏、浙江发展比较迅速
云贵高原	主要发展兔眼蓝莓品种，以鲜果供应东南亚、中国台湾、香港和澳门市场为目的	贵州省黔东南州正在建设我国南方规模最大的蓝莓生产基地

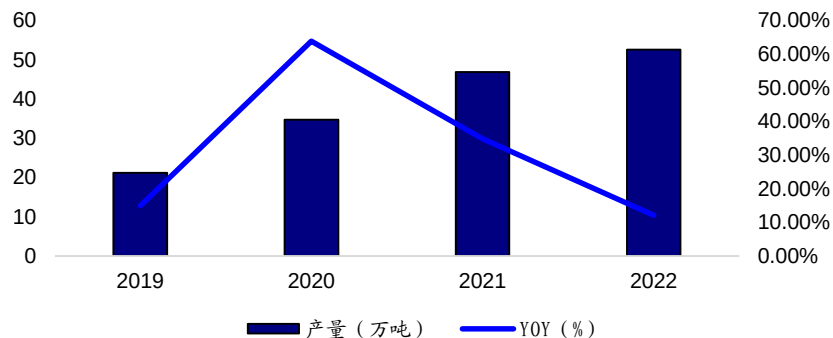
资料来源：《云果2022年中国蓝莓产业数据分析报告》，共研网，USDA，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

我国蓝莓产量不断增长，每亩单产持续提升

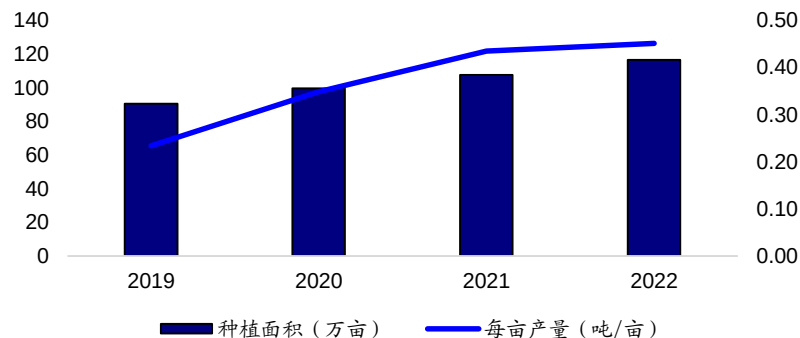
我国蓝莓产量及种植面积不断增长，每亩单产持续提升。根据IBO数据，2022年我国蓝莓产量为52.53万吨，同比增长12.19%，2019-2022年复合增长率为35.34%，我国蓝莓种植面积从2019年6.03万公顷增长至2022年7.76万公顷，按照1公顷对应15亩计算，我国2022年蓝莓种植面积为116.46万亩，同比增长8.16%，2019-2022年复合增长率为8.79%。我国蓝莓每亩产量从2019年0.23吨/亩增长至2022年0.45吨/亩，年复合增长率为25.07%。

图：2019-2022年我国蓝莓产量（万吨）及增长率（%）



注：一公顷对应15亩，根据总产量/总种植面积计算每亩单产

图：2019-2022年我国蓝莓种植面积（万亩）及每亩产量（吨/亩）

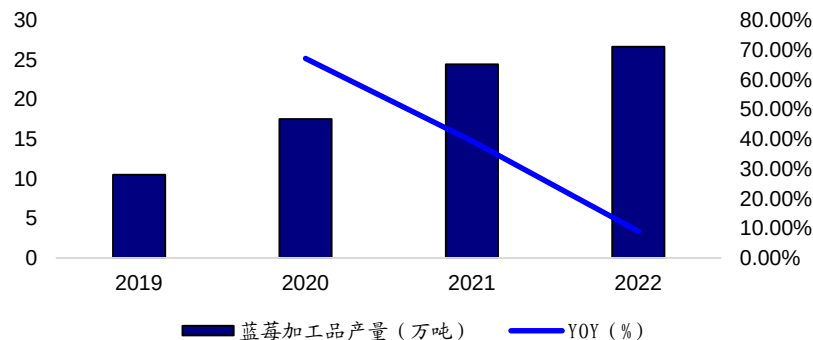


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

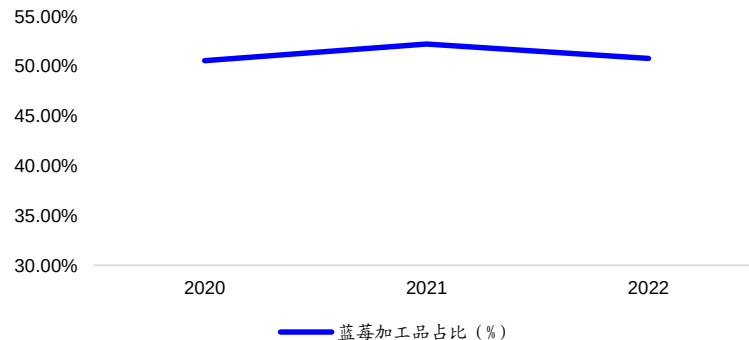
我国蓝莓加工品占比超过50%

根据IBO数据，我国是最大的蓝莓加工品生产国，2022年蓝莓加工品产量为26.68万吨，同比增长9.05%，2019-2022年蓝莓加工品产量年复合增长率为36.45%。2022年我国蓝莓产量52.53万吨，蓝莓加工品产量占比约51%。根据云果产业报告，我国蓝莓加工产品以果汁饮料、果干、果酱等技术含量低的产品为主，市场竞争力较低，保健品、药品及药物中间体等深加工产品还很少，加工副产物（如皮渣）综合利用度也不足。

图：2019-2022年我国蓝莓加工品产量（万吨）及增长率（%）



图：2020-2022年我国蓝莓加工品比重（%）

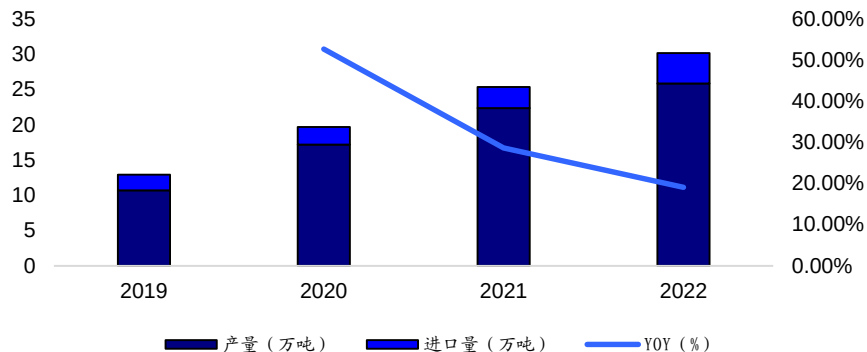


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

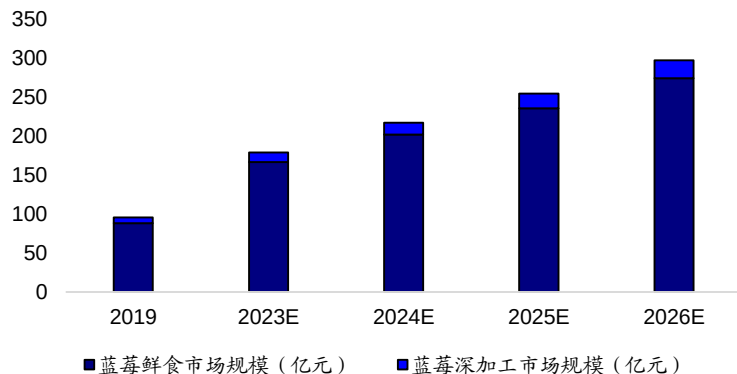
健康意识驱动下，我国鲜食蓝莓需求不断提升

根据IBO数据，2022年我国鲜食蓝莓产量为25.85万吨，鲜食蓝莓进口量为4.29万吨，假设用总产量+进口量估算需求量，预计2022年我国鲜食蓝莓需求量为30.14万吨，同比增长19.04%，相比2019年12.90万吨年复合增长率为32.71%。根据智研资讯，2019年我国蓝莓鲜食市场规模为88.34亿元，同比增长11.70%，智研资讯预计2026年我国鲜食蓝莓市场规模将达到273.93亿元，2019-2026年复合增长率为17.55%。

图：2019-2022年我国鲜食蓝莓产量+进口量（万吨）及增长率（%）



图：2019-2026E年我国鲜食蓝莓及蓝莓深加工品市场规模（亿元）

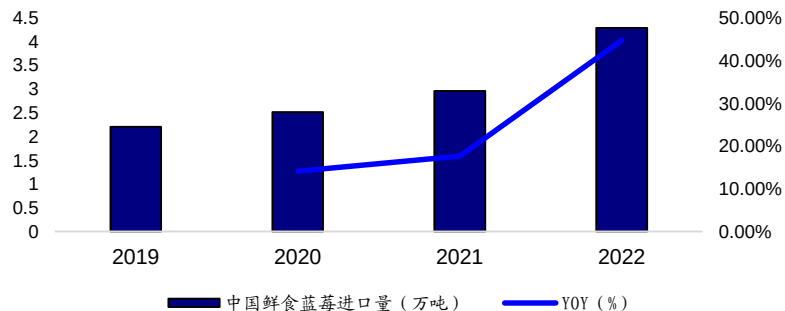


For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

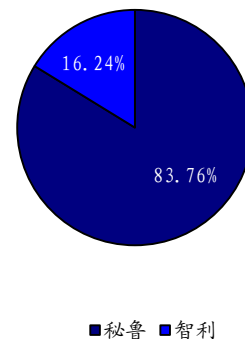
供需错配下，国产蓝莓进口替代空间广阔

我国是全球蓝莓进口主要国家之一，根据IBO数据，我国鲜食蓝莓进口量从2019年2.21万吨增长至2022年4.29万吨；根据USDA报告，我国蓝莓主要从南美秘鲁、智利进口，其中秘鲁蓝莓进口量不断增长，从2018年5657万吨增长至2022年3.59万吨，年复合增长率为58.71%，智利进口量从2018年9657吨下降至2022年6956吨。同时，国产蓝莓和进口蓝莓相比具备价格优势，根据水果门户网，业内人士表示，国产蓝莓价格优势明显，2023年5-6月价格仅为进口蓝莓的三分之一。

图：2019-2022年我国鲜食蓝莓进口量（万吨）及增长率（%）



图：2022年我国鲜食蓝莓主要进口国



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- 国内农药制剂行业龙头，积极布局特色生鲜消费业务
- 蓝莓需求不断提高，进口替代空间广阔
- 云南气候独特，反季蓝莓具备上市时间优势
- 公司蓝莓业务具备多重竞争优势
- 海外蓝莓龙头情况梳理
- 盈利预测及风险提示

气候独特，外部环境适合蓝莓生长

根据云果蓝莓产业报告，云南省是全球蓝莓最适宜产区之一，地处低纬高原，气候主要属低纬山原季风气候，冬季受干燥的大陆季风控制，夏季盛行湿润的海洋季风。全省年温差小，日温差大；降水充沛、干湿分明；全年无霜期长，光照条件好；气候类型丰富多样，有北热带、南亚热带、中亚热带、北亚热带、南温带、中温带和高原气候区共七个气候类型，能够实现11月至翌年7月全年9个月的蓝莓鲜果供应。

图：我国云南省蓝莓（A）和草莓（B）主产区分布图



图3 云南省蓝莓（A）和草莓（B）主产区分布图

资料来源：《云果2022年中国蓝莓产业数据分析报告》，2021年云南产业发展报告，USDA，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

反季节蓝莓具备上市时间优势

根据云果蓝莓产业报告，由于云南低海拔地区温度较为平稳，升温早，低温期较短，提早了蓝莓鲜果的供应期。通过设施生产进行反季节栽培，实现蓝莓鲜果提早上市是我国蓝莓生产的一大特点。根据USDA报告，我国云南蓝莓鲜果可以在11月上市，比省外提早50天以上，不仅可以填补国内11-4月上市的空档期，还可以填补全球4-5月的供应空档期。得益于得天独厚的气候条件，云南早熟蓝莓在上市时间和成本上具有双重优势。

图：我国各省蓝莓上市时间

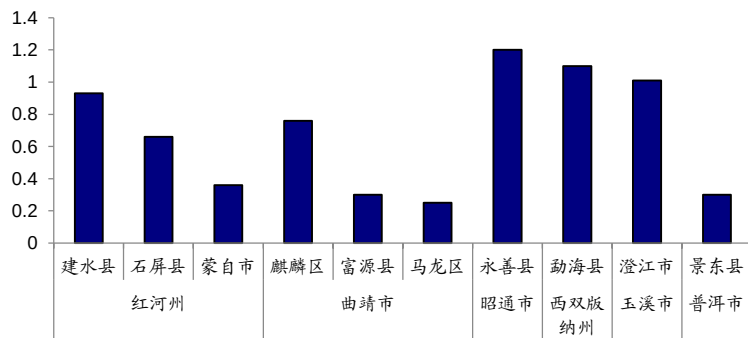
我国各省蓝莓上市时间												
	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
贵州												
辽宁												
山东												
四川												
云南												

资料来源：《云果2022年中国蓝莓产业数据分析报告》，USDA，海通国际

云南已经成为我国蓝莓主产区之一

根据云果产业大脑援引云南省绿色食品发展中心数据，2021年我国云南省蓝莓栽培面积为11.85万亩，同比增长20.18%，2021年蓝莓产量4.27万吨，同比增长31.38%。在产区分布上，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，滇中产区主要包括昆明、楚雄和玉溪，滇南和滇东南产区以红河、西双版纳、普洱为主，是云南早熟蓝莓优势产区，也是全省最大的蓝莓主产区。

图：2020年云南省蓝莓产量分布情况（万吨）



表：云南省各个蓝莓产区产期及特点

产区	具体产区	产出时间
滇中	昆明	5-7月
	楚雄	
	玉溪	10月下旬-次年4月
滇南	红河	11月-次年5月中旬
	西双版纳	11月中旬-次年4月中旬
	普洱	
滇东北	曲靖市、昭通市	5-7月
滇西/西北	大理、保山为主	既可以国内最早成熟，也可最晚成熟

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

云南蓝莓具备价格优势，高于国产蓝莓平均价格

我国国产蓝莓根据产区、品种不同价格有所不同，云南蓝莓价格相对较高。根据惠农网，截至2023年12月13日，我国云南楚雄彝族自治州元谋县蓝莓价格最高，近七日均价达到64.52元/斤，为同规格蓝莓最高价；其次是上海市崇明区蓝莓，近七日蓝莓最低价57.46元/斤，最高价为64.26元/斤，平均价格62.32元/斤，普遍高于全国国产蓝莓价格平均水平。

表：截至2023年12月13日我国主要地区近七日蓝莓价格情况

产地	近七日最低价（元/斤）	近七日最高价（元/斤）	近七日均价（元/斤）
上海市黄浦区	59.07	59.07	59.07
上海市崇明区	57.46	64.26	62.32
江苏南京市六合区	52.70	52.70	52.70
江苏连云港市赣榆区	49.23	49.23	49.23
广东广州市白云区	53.17	55.06	54.52
广东省佛山市顺德区	59.26	59.26	59.26
山东临沂市临沭县	19.24	19.24	19.24
安徽宣城市郎溪县	18.70	18.70	18.70
辽宁丹东市宽甸满族自治县	17.00	17.00	17.00
云南昆明市官渡区	42.61	42.61	42.61
云南楚雄彝族自治州元谋县	64.52	64.52	64.52
云南红河哈尼族彝族自治州石屏县	46.75	49.98	48.13
云南文山壮族苗族自治州砚山县	59.50	59.50	59.50

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

根据Hortidaily China网站，近年来，美国卓莓、联想佳沃海升集团、浙江蓝美公司等国内外优质浆果企业纷纷落地云南，知名企业包括：

1) 佳沃：2017 年，佳沃在云南成立了红河佳裕农业科技有限公司，并在红河州和德宏州筹建了新的蓝莓基地。红河佳裕公司由佳沃鑫荣懋和智利最大的蓝莓种植商 Hortifrut 合资成立，两家公司分别在新公司持股 49%和 51%，Hortifrut 的加入为红河佳裕公司从海外引进优良品种提供了重要的帮助，佳沃基地的蓝莓采摘季从 11月开始，直到第二年的 6月。

2) Driscoll's怡颗莓：2013 年，怡颗莓开始在中国云南与当地政府和民众合作种植浆果，并于 2016 年正式在中国开始销售。怡颗莓在云南三个不同海拔的地区拥有浆果种植基地，其中，西双版纳基地海拔最低，红河基地海拔居中，曲靖基地海拔最高。根据Asia Fruit网站，截至2022年年底，公司在云南浆果种植面积超过3万亩，合计产量达1.5万吨，总销售额17亿元。公司计划2023年在中国实现销量3.5万吨，同比增长25-30%，实现销售额24亿元。同时，公司计划未来五年在中国增加投资，每年增长20-30%。

资料来源：Hortidaily China，Asia Fruit，《云果2022年中国蓝莓产业数据分析报告》，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- 国内农药制剂行业龙头，积极布局特色生鲜消费业务
- 蓝莓需求不断提高，进口替代空间广阔
- 云南气候独特，反季蓝莓具备上市时间优势
- 公司蓝莓业务具备多重竞争优势
- 海外蓝莓龙头情况梳理
- 盈利预测及风险提示

土地优势：“非粮化”背景下蓝莓种植土地稀缺

2020年11月4日，我国发布关于《国务院办公厅关于防止耕地“非粮化”稳定粮食生产的意见》，《意见》指出，我国要明确耕地利用优先序，坚决防止耕地“非粮化”倾向，对耕地实行特殊保护和用途管制，严格控制耕地转为林地、园地等其他类型农用地。永久基本农田是依法划定的优质耕地，要重点用于发展粮食生产，特别是保障稻谷、小麦、玉米三大谷物的种植面积。我国各个省政府随后陆续出台了防止耕地“非粮化”稳定粮食生产工作方案的通知，我国土地流转日益严格。

2021年1月20日，云南省人民政府办公厅印发云南省防止耕地“非粮化”稳定粮食生产工作方案的通知，《通知》指出，加强国土规划管控和用途管制，严格控制耕地转为林地、园地等其他类型农用地，从严控制建设占用耕地特别是种植粮食耕地。

根据公司2023年10月31日投资者关系记录表，公司土地流转主要集中于云南南部，在云南有接近50个基地，建立农场集群管理模型，管理效率逐年大幅提升。目前云南适合蓝莓种植的土地流转越来越难，公司主要与政府牵头合作，确保流转土地符合要求。公司不断扩充土地规模，目前累计完成建园面积近3万亩，公司计划继续扩张土地，往4-5万亩种植规模发展。

资料来源：公司公告，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

技术优势：加强育种，提升专利苗占比

育苗是影响蓝莓扩张的关键因素之一。根据公司2023年3月28日投资者关系记录表，公司蓝莓种植种苗包括专利品种和公开品种，专利苗有成熟早，大果多，甜度高，品质好等优点；根据公司2023年11月24日投资者关系记录表，在单位亩产上，公司专利品种的苗木，若于上半年完成定植，则来年可达到亩产 1 吨左右，次年可达到1.5 吨左右，第三年在 1.5 吨-2 吨，公开苗略低。

公司蓝莓有品种优势，具备“早、大、脆、甜”的特点；同时，公司不断加强与育种公司合作，根据公司2023年3月20日投资者关系记录表，公司蓝莓品种引进的是西班牙等专利品种，蓝莓品种行业领先；同时，未来随着公司新建园增加，公司蓝莓产品结构以专利品种为主，逐步实现专利品种占绝对比例，同时替换原有公开品种。

图：公司迷迭蓝蓝莓鲜果产品图片



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

技术优势：盆栽蓝莓+水肥一体化技术

- 1、盆栽基质蓝莓降低天气环境影响。**蓝莓分为盆栽和地栽，公司战略品种是云南基质盆栽蓝莓，以大棚、基质盆栽的模式，实现无土栽培，很好的保护棚内蓝莓的生产和花果，对于低温天气公司在棚内有准备热风机等升温措施，对于高温公司也配置了喷淋等降温设置，棚内几乎不受天气影响。但地栽蓝莓遇到霜冻会导致花和果都掉落。
- 2、以色列进口灌溉系统，实现工业化生产。**根据公司2023年10月31日投资者记录表，在灌溉上，公司全套灌溉系统由以色列进口，实现比较工业化的农业生产方式。同时，公司在植保领域深耕近三十年，公司植保能力作为开展蓝莓产业的强大底气，现已有植保博士团队深入驻扎农场，关注蓝莓的生长状态。
- 3、促早技术提前蓝莓上市时间。**根据公司2023年11月24日投资者记录表，公司应用促早技术，使蓝莓上市时间提前 15 天-30 天，抢占年底及春节需求旺季的市场。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

营销优势：加强渠道建设，拓展KA客户

根据公司2023年2月22日投资者关系记录表，公司蓝莓的销售渠道为两种，一类面向大 B 端渠道，公司在北京、上海、广州等地构建了四大营销中心；第二类是拥有庞大终端门店的客户，例如百果园、鲜丰等。公司积极深化销售渠道建设，布局几十个城市，直接拓展KA客户，搭建城市销售经理制，配置前置仓，进一步下沉营销网络。根据公司2023年11月24日投资者关系记录表，以公司 2023 产季的数据参考，批发渠道占比 80%以上，目前通过渠道下沉到 30-50 个城市，2024 产季 KA 渠道计划销售60%以上。在品牌建设上，公司目前已经打造迷迭蓝、怡蓝美两个蓝莓品牌，其中迷迭蓝更为高端。

打造NFC果汁业务。根据公司2023年5月12日投资者关系记录表，公司NFC果汁主打三种口味，黄皮汁、蓝莓汁、小青柠，目前正在市场投放试运行。根据公司2023年8月投资者关系记录表，公司果汁第二条生产线在2023年8月完成调试，正在审批最后的生产许可，公司现在集中在华南地区市场尝试，7-11等便利店推广，果汁的品牌与营销团队也正在快速地构建中。

图：公司迷迭蓝蓝莓产品图片



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- 国内农药制剂行业龙头，积极布局特色生鲜消费业务
- 蓝莓需求不断提高，进口替代空间广阔
- 云南气候独特，反季蓝莓具备上市时间优势
- 公司蓝莓业务具备多重竞争优势
- 海外蓝莓龙头情况梳理
- 盈利预测及风险提示

Costa: 澳大利亚果蔬行业龙头企业 (CGC.AU)

公司起源于澳大利亚吉朗市中心的当地水果和蔬菜店，后逐步发展成为果蔬行业龙头企业。公司产品包括牛油果、香蕉、莓果（蓝莓、覆盆子、草莓和黑莓）、柑橘、鲜食葡萄、蘑菇、番茄等。公司主要包括三个业务部门：农产品生产、CF&L、International国际化业务。

1、农产品生产业务。该业务主要经营五个核心类别：浆果、蘑菇、温室种植的西红柿、柑橘和鳄梨。这些业务在种植、包装和营销方面垂直整合，主要国内销售渠道是澳大利亚主要食品零售商。此外，该业务还向亚洲的零售和批发客户出口澳大利亚种植的产品和北美。

2、CF&L业务。该业务主要以贸易和服务为重点，公司在澳大利亚境内整合了相互关联的物流、批发和营销业务，这些业务共享基础设施，例如仓储和催熟设施。

3、International 国际化业务（海外蓝莓业务）。该业务包括摩洛哥和中国的浆果种植业务，以及来自 Costa 特许权许可使用费收入。

公司海外浆果业务主要位于摩洛哥及中国，通过国际化业务实现。在蓝莓种植上，公司成立莓果国际，专门在摩洛哥和中国开展国际浆果种植业务，并透过其蓝莓选择和育种计划在全球取得成功。

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Costa: 澳大利亚果蔬行业龙头企业 (CGC.AU)

国际化业务（海外蓝莓业务）布局情况：根据Costa2022年年报，Costa在海外的合资企业包括摩洛哥的6个蓝莓农场和中国的4个浆果农场，合计种植面积约750公顷，其中，根据公司2023H1报告，公司中国种植面积合计400公顷，其中蓝莓种植面积368公顷，覆盆子22公顷，黑莓10公顷。中国种植地区主要在云南，包括五个生产基地，分别位于红河州白浪村、曼来、文山州广南县、西双版纳曼洪村、保山。根据公司2023年半年度报告，公司于2023年完成收购及新建100公顷蓝莓农场。

图：Costa中国浆果布局地点



表：Costa中国三种浆果上市时间

	覆盆子	黑莓	蓝莓
一月			
二月			
三月			
四月			
五月			
六月			
七月			
八月			
九月			
十月			
十一月			
十二月			

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Costa: 澳大利亚果蔬行业龙头企业 (CGC.AU)

公司国际部门（海外蓝莓业务）大部分生产发生在上半年，因此业绩主要体现在上半年。2023H1，公司该业务盈利增长强劲，营业收入同比增长32.77%，调整后EBITDA同比增长43.5%，该业务部分高增长主要由于公司中国的收入和收益创下纪录，收入同比增长53%，增长主要由于：1）中国整个产季需求强劲且持续；2）随着公司在中国蓝莓种植土地面积扩张计划约100公顷，公司蓝莓销售同比增长46.3%；3）公司云南保山和版纳农场产量超预期。**2021-2023H1，公司中国蓝莓产量分别为3949吨、5700吨、7788吨。**

在未来展望上，由于行业产量扩张，公司预计未来几年全球蓝莓产量将继续增加，尤其是墨西哥、秘鲁和摩洛哥等国家。虽然2022年底全球蓝莓需求受生活成本压力影响，预计新鲜食品（包括新鲜水果）的购买量有所下降，但2023-2024年全球主要市场的蓝莓消费保持强劲，主要由于产品质量提高，品种升级换代。以及生产商将采用将生产移近出口市场、使用更大的包装尺寸以减少塑料的使用并开发自动化收获等措施。就气候影响而言，预计2023年至2024年产季全球出口量将减少，由于暖冬和收成推迟，秘鲁的发货量下降。然而，从长期看，预计全球出口量将保持弹性，到2026年至2027年产季将达到100万吨。

表：公司International国际化业务业绩情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业收入（亿元）	4.40	6.51	8.62	8.92	9.70
营业收入YOY（%）	15.14%	49.10%	30.00%	7.40%	33.24%
Adjusted-EBITDA（亿元）	1.24	2.74	3.74	3.82	5.79
EBITDA/部门总营收（%）	28.18%	42.09%	43.39%	42.83%	59.69%

表：2019-2023H1中国蓝莓产量及种植面积

	2019	2020	2021	2022	2023H1
产量（吨）		2978	3949	5700	7788
种植面积（公顷）	206	214	265	368	368

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

公司于1983年成立，是全球浆果龙头企业之一，总部位于智利，产品包括蓝莓、覆盆子、黑莓、草莓等浆果。公司在全球超过500个客户，占据全球20-25%市场份额。公司蓝莓品牌包括Naturipe, euroberry, southern sun等。在亚洲，公司自2004年起与“San Clemente”合作，在中国创建了“SVA Fruit”，作为公司在亚洲大陆的经销商，服务于亚洲最重要的市场，旗下有 Southern Sun 和 Naturipe 品牌。根据公司公告，公司在中国北部拥有超过200公顷的蓝莓生产基地，以 Naturipe 和 Joyvio 品牌向中国的国际和国内连锁超市提供出口、物流和分销以及直接商业化。

表：2022年公司蓝莓各国种植面积情况

种植面积（公顷）	智利	墨西哥	秘鲁	巴西	厄瓜多尔	哥伦比亚	西班牙	摩洛哥	中国	2022年合计	2021年合计
传统蓝莓	242	529	1803	3	55	9	258	201	543	3643	3629
有机蓝莓	343	48	0	0	0	0	4	11	0	406	689

表：公司蓝莓上市时间

	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
美洲												
中东、欧洲、非洲												
亚太												

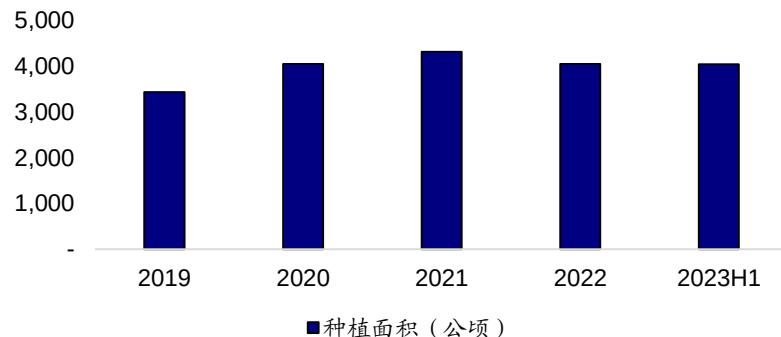
For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

积极布局中国蓝莓，未来种植面积有望达到**593公顷**。2017年3月，公司与中国最大的工业水果种植企业、联想控股公司的子公司欢乐永茂农产品公司（JWM）签署合资协议，成立一家新公司，发展中国大陆新鲜浆果业务，截至2022年年底，公司在中国种植蓝莓面积达543公顷，同时，公司已被批准在中国种植蓝莓面积总计**593公顷**，公司该项目的总投资估计达到1.42亿美元，截至2022年12月已执行1.3亿美元。根据Bloomberg，公司**2023H1蓝莓业务收入26.52亿元**，同比增长**34.76%**，公司中国蓝莓由于土地扩张增产**416吨**，带动业绩增长。截至**2023H1**，公司蓝莓种植面积合计**4043公顷**，其中在产面积**3795公顷**。

表：公司蓝莓业务业绩情况（人民币，亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业收入	35.14	40.25	41.22	45.69	26.52
营业收入YOY (%)	14.09%	14.55%	2.40%	10.86%	34.76%
生产成本	32.37	33.23	34.37	43.90	24.55
营业利润	2.77	7.02	6.85	1.79	1.97
营业利润YOY (%)	-46.66%	153.34%	-2.50%	-73.79%	92.63%

图：2019-2023H1公司全球蓝莓种植面积（公顷）



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

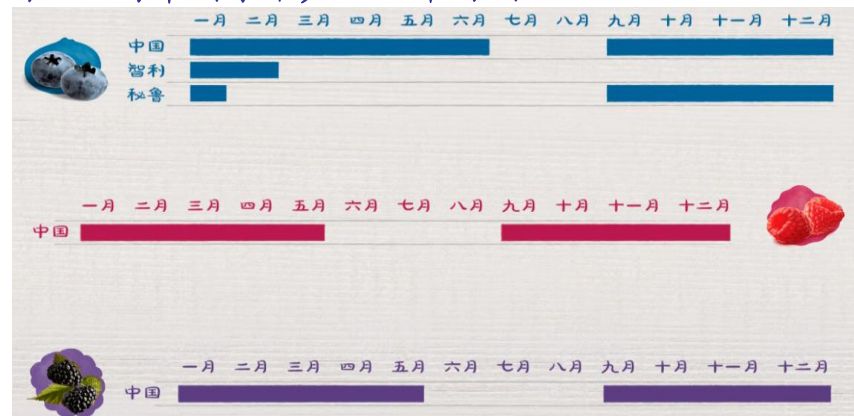
Driscoll's 怡颗莓：浆果全球龙头企业

Driscoll's于1872年在美国加州成立，由四代家族持有与运营，是北美领先的新鲜浆果品牌，公司产品包括高品质鲜食树莓、蓝莓、黑莓和草莓。公司在全球拥有22个种植基地，遍布全球6大洲，畅销全球66个国家和地区，**2013年年底**，公司开始在云南种植浆果，产品包括蓝莓、树莓和黑莓，并设立**Driscoll's怡颗莓农场**；**2016年**，云南**Driscoll's怡颗莓蓝莓上市**；**2019年6月7日**，Driscoll's怡颗莓西双版纳种植基地荣获GLOBALG.A.P.认证，作为难度高、审核最严的全球农业最高标准，中国制造拿到全球市场通行证。

图：公司种植区域分布情况



图：公司中国浆果产品上市时间



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

在浆果的研究和选植上，公司所有品种均为专利品种，且专利品种只被允许在公司自己的独立种植户的农场里种植。在专利品种培育上，公司依靠于天然的异花授粉技术来持续提高浆果品质，并承诺从不对种苗进行基因改造和放射。公司天然的育苗方法使得浆果苗在符合公司对味道和外观的高标准的同时，对病虫害更有抵抗力。每年，公司都会研究数千的潜在品种，以挑选出其中最好的1%给农场种植以及最终售卖。同时，公司开发独特风味浆果和最甜批次产品，满足消费者多样化需求。同时，公司开发出多种独特风味浆果及最甜批次产品。

表：公司独特风味浆果产品情况

独特风味浆果	
产品	特点
Tropical Bliss草莓	公司最新的特色浆果，Tropical Bliss™ 草莓外观呈白色，充满热带风味。每一口都散发出热带潘趣酒、凤梨和西番莲果的味道。
桃红草莓	公司桃红草莓呈粉红色，具有独特、复杂的风味，该草莓会让人品尝到桃子、花香和粉红柠檬水的味道。
玫瑰覆盆子	2、夏日冰镇桃红葡萄酒，带有桃子、花香和粉红柠檬水的味道。
最甜批次产品（Sweetest Batch™）	
草莓	公司Sweetest Batch草莓带有果汁和草莓糖的味道，每年只供应几个月；
覆盆子	公司创新者采用严格标准生产的超甜浆果
黑莓	经过专门移植，每一口都完美融合甜味和多汁，适合任何场合或膳食
蓝莓	公司Sweetest Batch蓝莓是一种特别甜、酥脆、多汁的特色水果

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Ozblu蓝莓：秘鲁蓝莓知名品牌

公司采用独特的育种计划，创造了一系列 OZblu® 蓝莓，其中部分独特品种蓝莓特点是尺寸较大，平均直径超过 20 毫米，许多可达 30 毫米，并且比老传统蓝莓更多汁、更脆、更美味。公司蓝莓生产基地遍布澳洲、北美、南美、南部非洲和南欧，并在每个地区的两季之外种植蓝莓，公司一年中近52周均可以实现蓝莓生产，全年为消费者提供高品质蓝莓。公司蓝莓产品包括多品类鲜食蓝莓、蓝莓加工品（包括蓝莓罐头等）、冰冻蓝莓等。

图：公司鲜食蓝莓种类



For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Ozblu蓝莓：秘鲁蓝莓知名品牌

中国进口量增加，口味符合中国消费者偏好。2019年，Ozblu第一批蓝莓到达中国市场，随后两小时售罄；根据全球果蔬网报道，2022年，首柜Ozblu蓝莓抵达中国市场，首次到货价格达到市场最高价格。根据全球果蔬网，鲜果时代公司于2022年开始和Ozblu合作，该季产量和进口量都增加很多。OZBlu的蓝莓品种非常适合中国消费者的口味偏好。通常秘鲁蓝莓的酸味略重。OZBlu品牌下的品种白利糖度高，高于大多数同产季的进口蓝莓品种。

- 国内农药制剂行业龙头，积极布局特色生鲜消费业务
- 蓝莓需求不断提高，进口替代空间广阔
- 云南气候独特，反季蓝莓具备上市时间优势
- 公司蓝莓业务具备多重竞争优势
- 海外蓝莓龙头情况梳理
- 盈利预测及风险提示

我们预测公司2023-2025年归母净利润为4.34亿元、5.64亿元、6.49亿元，EPS为0.44元、0.57元、0.65元。参考同行业公司，考虑公司蓝莓业务投产带来成长性，我们给予公司一定估值溢价，给予公司2024年PE22倍，对应目标价12.54元，维持“优于大市”评级。

表：公司盈利预测简表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4501	4265	3926	4755	4794
(+/-)YoY(%)	8.9%	-5.2%	-7.9%	21.1%	0.8%
净利润（百万元）	305	328	434	564	649
(+/-)YoY(%)	82.9%	7.6%	32.1%	30.0%	15.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.33	0.44	0.57	0.65
毛利率(%)	26.9%	27.1%	29.3%	28.6%	28.5%
净资产收益率(%)	10.3%	9.0%	11.0%	12.5%	12.6%

资料来源：公司年报（2021-2022） 海通国际

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表：可比公司估值

股票代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300575.CH	中旗股份	7.60	1.35	0.68	0.90	5.63	11.18	8.44
600598.CH	北大荒	11.93	0.55	0.64	0.69	21.69	18.64	17.29
	均值					13.66	14.91	12.87

资料来源：Wind，海通国际，股价为2023年12月19日收盘价，每股收益均为Wind一致预期

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

- ◆ 蓝莓价格波动
- ◆ 极端天气影响
- ◆ 土地建设进度不及预期
- ◆ 宏观经济波动

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

财务报表分析和预测

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,251	1,568	1,087	2,664
应收账款及应收票据	743	500	1,006	513
存货	1,067	1,032	1,534	1,055
其它流动资产	1,089	948	1,259	1,076
流动资产合计	4,151	4,048	4,886	5,308
长期股权投资	615	615	615	615
固定资产	883	1,082	1,175	1,256
在建工程	110	110	110	110
无形资产	220	220	220	220
非流动资产合计	5,643	5,843	5,935	6,017
资产总计	9,794	9,891	10,821	11,324
短期借款	2,701	2,851	2,851	2,851
应付票据及应付账款	625	763	935	779
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,415	939	1,134	1,144
流动负债合计	4,741	4,554	4,920	4,774
长期借款	6	6	6	6
其它长期负债	768	768	768	768
非流动负债合计	774	774	774	774
负债总计	5,515	5,328	5,694	5,548
实收资本	995	995	995	995
归属于母公司所有者权益	3,668	3,953	4,517	5,166
少数股东权益	610	610	610	610
负债和所有者权益合计	9,794	9,891	10,821	11,324

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,265	3,926	4,755	4,794
营业成本	3,109	2,777	3,396	3,427
毛利率%	27.1%	29.3%	28.6%	28.5%
营业税金及附加	16	20	24	24
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	409	377	407	336
营业费用率%	9.6%	9.6%	8.6%	7.0%
管理费用	235	197	209	192
管理费用率%	5.5%	5.0%	4.4%	4.0%
EBIT	345	469	625	724
财务费用	92	0	0	0
财务费用率%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-34	0	0	0
投资收益	66	36	34	35
营业利润	325	505	659	759
营业外收支	20	5	4	5
利润总额	345	510	664	764
EBITDA	541	569	732	843
所得税	17	77	100	115
有效所得税率%	5.1%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司所有者净利润	328	434	564	649

注：表中计算估值指标的收盘价日期为12月19日

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	328	434	564	649
少数股东损益	-1	0	0	0
非现金支出	280	100	107	118
非经营收益	-1	-41	-39	-39
营运资金变动	-432	82	-952	1,010
经营活动现金流	175	574	-320	1,738
资产	-882	-295	-196	-195
投资	12	0	0	0
其他	-392	36	34	35
投资活动现金流	-1,261	-259	-161	-161
债权募资	1,142	150	0	0
股权募资	137	0	0	0
其他	-356	-149	0	0
融资活动现金流	923	1	0	0
现金净流量	-163	317	-481	1,577

注：表中计算估值指标的收盘价日期为12月19日

资料来源：公司年报，海通国际

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

Summary

- Leading company in the domestic pesticide preparation industry, agrochemical business contributes stable performance.
- Using "Guangzhu Agriculture" as a platform, the company actively deploys special fresh food consumption business.
- Blueberry business performance shows early results and is expected to achieve high growth.
- El Niño causes production reduction in South America, blueberry import prices rise
- The demand for blueberries continues to grow, and there is broad room for import substitution in the future.
- Yunnan substrate blueberries have competitive advantages, and the company's early promotion technology can be launched ahead of schedule.
- Risks: Blueberry price volatility, extreme weather impacts, land construction not progressing as expected, and macroeconomic fluctuations

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huaichao Zhuang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，[请发邮件至ERD-Disclosure@htisec.com](mailto:ERD-Disclosure@htisec.com)）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

002215.CH, 北大荒农垦集团有限公司 及 601688.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

002215.CH, 北大荒农垦集团有限公司 and 601688.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的12个月中从601688.CH获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 601688.CH.

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

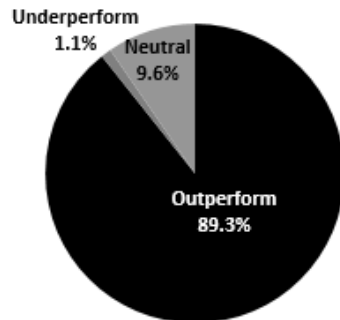
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

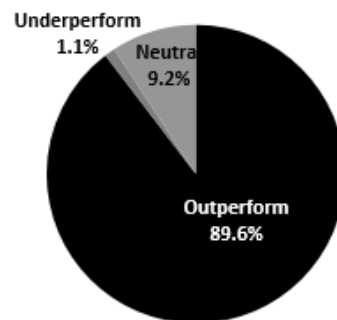
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布Rating Distribution

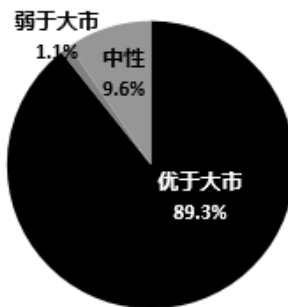
Most Recent Full Quarter



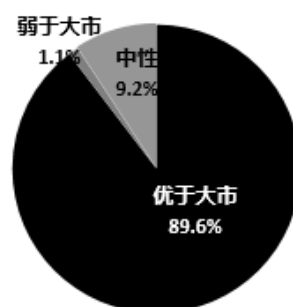
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



截至2023年9月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至2020年9月30日）：

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数： 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Sep 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第571章) 持有第4类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖BSE Limited (“BSE”) 和National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL是在香港有权实施第1类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第571章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系HTISCL销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由HTIRL, HSIPL或HTIJKK编写。 HTIRL, HSIPL, HTIJKK以及任何非HTISG美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照1934年“美国证券交易法”第15a-6条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过HTI USA。HTI USA位于340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA是在美国于U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过HSIPL, HTIRL或HTIJKK直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的HSIPL, HTIRL或HTIJKK分析师没有注册或具备FINRA的研究分析师资格, 因此可能不受FINRA第2241条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号201311400G]于新加坡提供。HTISSPL是符合《财务顾问法》（第110章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第289章）第4A条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与HTISSPL联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第61（1）条，第17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited和Haitong International Securities (UK) Limited分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）第03/1102、03/1103或03/1099号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司2019年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

Shenzhen Noposion Agrochemicals - 002215 CH



1. 1 Jun 2022 OUTPERFORM at 6.17 target 7.76.
2. 28 Apr 2023 OUTPERFORM at 7.83 target 10.34.
3. 30 Aug 2023 OUTPERFORM at 6.29 target 10.34.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates