

百果园集团 (02411.HK) 水果零售龙头，发布黄金十年战略、正式扬帆起航

2024年02月06日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040015

日期	2024/2/5
当前股价(港元)	2.630
一年最高最低(港元)	6.720/2.530
总市值(亿港元)	41.78
流通市值(亿港元)	31.10
总股本(亿股)	15.89
流通港股(亿股)	11.83
近3个月换手率(%)	32.63

● 水果零售龙头全产业链布局打造竞争优势，首次覆盖给予“买入”评级

百果园作为我国最大水果零售商，已实现从水果种植到终端零售全产业链布局；公司正式推出黄金十年战略，旨在持续强化供应链能力、渠道规模和品牌形象等核心竞争优势，未来加盟连锁门店作为经营压舱石贡献稳定增长，ToB业务则有望打开新的增长空间。我们预计公司2023-2025年归母净利润为3.58/3.58/4.23亿元，对应EPS为0.23/0.23/0.27元，当前股价对应PE为10.7/10.7/9.1倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 水果零售行业：大市场低集中度，渠道多样化与产品高品质化是重要趋势

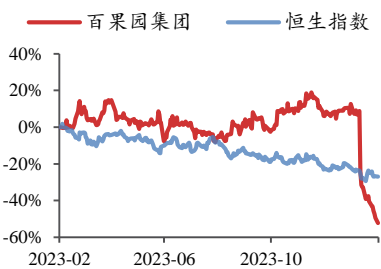
我国水果零售市场规模超过万亿元，但集中度较低（CR5不足5%）；长久以来，供应链效率低、损耗率高、缺乏标准化体系等是行业痛点。近年来，我国果业产业链现代化、渠道多样化、需求日常化精致化趋势明显。我们认为，立足现代化供应链能力且成规模的成熟零售商，有望向全产业链输出标准化体系，通过更优的渠道/产品品牌把握行业转型升级阶段机遇，以突出的产品品质和购物体验培育消费者心智，持续赢得更多客群青睐、扩大市场份额。

● 百果园发布“黄金十年战略”，打造水果生态科技型公司

- 十年战略：**2024年1月公司发布“黄金十年战略”及细化后的多个“三年计划”，提出品牌焕新、新业务布局、海外市场开拓和产业生态建设等着力点。
- 线下渠道为本：**公司门店以“贴近社区、线上线下一体化、店仓一体化、及时达与次日达一体化”为特色，以加盟模式为核心，顺应水果消费品牌化趋势由高线向低线城市市场扩张，以成熟的加盟模式与一站式支持能力吸引加盟商。
- 品牌升级为翼：**公司兼具产品和渠道品牌认知，立足供应链打造竞争壁垒；自创水果分级体系、种植端赋能合作伙伴、仓储物流端已建设成熟的基础设施。
- 数智化串联生态：**公司通过数智化能力整合全产业链，打造独特水果生态；2023年10月，公司通过控股深圳般果布局ToB市场，培育新增长曲线。

● **风险提示：**消费疲软、市场竞争加剧、品牌升级不及预期、渠道扩张不及预期。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,289	11,312	11,618	12,668	13,940
YOY(%)	16.2	9.9	2.7	9.0	10.0
净利润(百万元)	230	323	358	358	423
YOY(%)	2.2	2.9	3.1	2.8	3.0
毛利率(%)	11.2	11.6	11.6	11.6	11.6
净利率(%)	2.2	2.9	3.1	2.8	3.0
ROE(%)	8.7	10.9	10.8	9.8	10.3
EPS(摊薄/元)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
P/E(倍)	15.8	11.2	10.7	10.7	9.1
P/B(倍)	1.5	1.2	1.2	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所（人民币：港币汇率为0.92:1.00）

目录

1、水果零售龙头品牌，发布黄金十年战略正式扬帆起航.....	4
1.1、布局水果行业全产业链，渠道规模全国领先.....	4
1.2、股权结构稳定，创始人及高管团队从业经验丰富.....	6
1.3、经营业绩增长良好，盈利能力持续提升.....	7
2、水果零售行业市场空间广阔，产业链潜力仍可深挖.....	8
2.1、概况：万亿级市场规模稳中有进，产业链各环节高度分散.....	8
2.2、痛点：供应链环节复杂，效率、标准化水平等有待提高.....	10
2.3、趋势：产业链现代化、渠道多样化、需求日常化精致化.....	11
3、百果园发布黄金十年战略，打造水果生态科技型公司.....	13
3.1、十年战略：推出三个“三年计划”，分阶段擘画发展新蓝图.....	13
3.2、线下渠道为本，依托加盟模式持续扩张.....	14
3.3、品牌升级为翼，立足供应链打造竞争壁垒.....	17
3.4、数智化能力串联生态，围绕消费者打造科技型公司.....	19
3.5、控股深圳般果，布局 ToB 业务培育新增长曲线.....	21
4、盈利预测与投资建议.....	22
4.1、关键假设.....	22
4.2、盈利预测与估值.....	23
5、风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

图表目录

图 1：百果园自 2001 年注册成立以来快速发展，已发展成为我国最大的水果零售商.....	4
图 2：百果园从上游水果种植到终端销售深度布局全产业链.....	5
图 3：百果园通过多类型、多品牌、多模式共同构建渠道规模优势.....	5
图 4：公司股权结构稳定，余惠勇先生为实控人.....	6
图 5：公司营收稳步增长.....	7
图 6：公司归母净利润保持较快增长.....	7
图 7：公司盈利能力持续提升.....	7
图 8：2023H1 公司各项费用率均有所下降.....	7
图 9：我国水果零售市场规模已达万亿元，近年来稳中有进.....	8
图 10：我国水果零售行业市场份额高度分散.....	8
图 11：我国水果零售行业存在大量个体经营户.....	8
图 12：我国水果产业链环节多且销售渠道丰富.....	9
图 13：我国国内水果产量稳步增长.....	9
图 14：我国水果进口额增速具备较大弹性.....	9
图 15：我国生鲜产业链环节复杂，损耗率较高.....	10
图 16：我国水果产销季节性特征明显.....	10
图 17：我国水果供给路径纷繁复杂.....	10
图 18：我国水果种植标准化、规模化水平不断提高.....	11
图 19：我国持续加快发展冷链物流助力相关行业.....	11
图 20：水果专营连锁零售在水果零售总额中占比提高.....	11

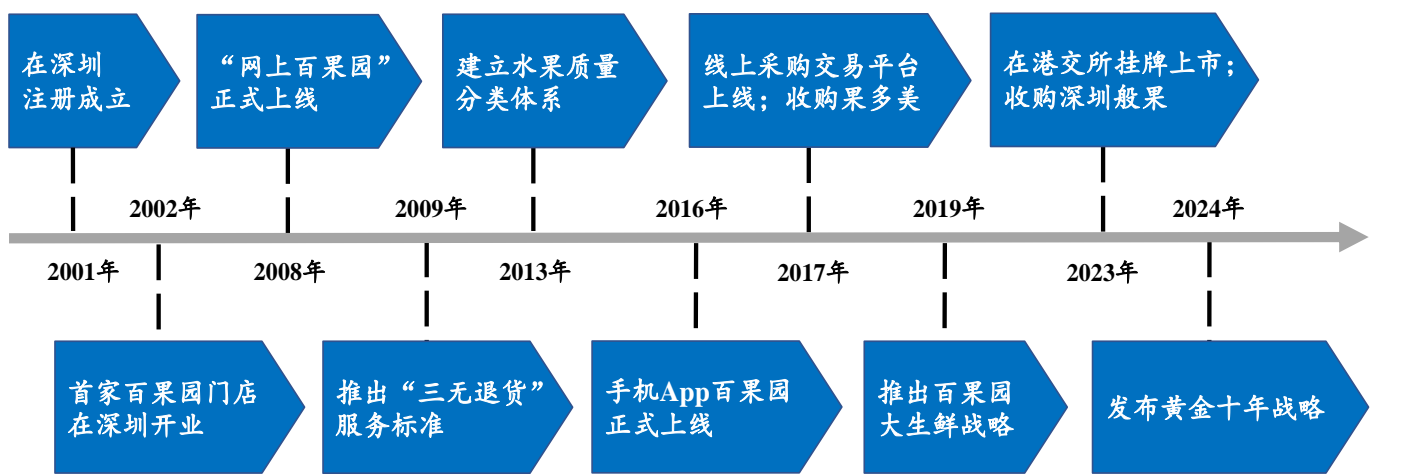
图 21: 盒马鲜生是现代零售商中的优秀代表.....	11
图 22: 我国居民人均消费量稳步提升.....	12
图 23: 消费者购买水果时重点考虑品质、营养价值等.....	12
图 24: 业内企业如百果园大力引入数字科技.....	12
图 25: 2024 年 1 月 5 日, 百果园集团举办战略升级发布会.....	13
图 26: 百果园提出“彰显品牌优势, 成为品质首选”.....	13
图 27: 百果园长期目标是成为水果生态科技型公司.....	13
图 28: 百果园水果店招牌醒目.....	14
图 29: 百果园水果店内部主打田园风格, 温馨轻松.....	14
图 30: 百果园门店选址主要在社区周边.....	14
图 31: 百果园已试水机场店.....	14
图 32: 百果园门店正逐渐从高线向低线城市扩张.....	15
图 33: 三线及以下城市店均销售不弱于二线城市.....	15
图 34: 公司加盟渠道的水果等产品销售体量大.....	15
图 35: 公司加盟门店数近年来稳步增长.....	15
图 36: 百果园推出 A/B 两种加盟模式.....	16
图 37: 不同加盟模式下根据门店具体情况制定政策.....	16
图 38: 百果园水果店作为一个加盟项目具备多方位优势.....	16
图 39: 公司为加盟商提供一站式支持.....	16
图 40: 公司已成功推出“亚克”西梅、“红芭蕾”草莓等自有产品品牌.....	17
图 41: 百果园推出“四度一味一安全”果品标准体系.....	17
图 42: 公司果品标准体系获得中国果品流通协会认可.....	17
图 43: 百果园引入日本 BLOF 技术.....	18
图 44: 公司提出“百果百县”战略响应乡村振兴.....	18
图 45: 公司针对仓储物流环节已建设成熟基础设施.....	18
图 46: 公司配送环节已实现高度冷链覆盖.....	18
图 47: 公司数字化体系获得市场高度认可.....	19
图 48: 公司利用信息化技术把控产品品质.....	19
图 49: 公司线上渠道布局完备.....	19
图 50: 2023 年公司线上渠道恢复较快增速.....	19
图 51: 公司抖音粉丝数在同类型生鲜企业中领先.....	20
图 52: 公司线上渠道订单数占比持续提升.....	20
图 53: 公司付费会员有两档标准可选.....	20
图 54: 公司提出“三无退货”政策.....	20
图 55: 公司于 2023 年 10 月完成对深圳般果的控股.....	21
图 56: 般果是为 B 端客户提供采销代理服务的平台企业.....	21
图 57: 公司通过控股般果有望扩大产品标准体系影响力, 打开新增长曲线.....	21
表 1: 百果园以水果销售为主业, 线下门店以加盟模式为主导.....	4
表 2: 公司高管团队从业经验丰富.....	6
表 3: 预计公司的水果等产品销售业务有望带动营收稳健增长.....	22
表 4: 公司 2024 年估值低于涉及水果批零业务的可比公司.....	23

1、水果零售龙头品牌，发布黄金十年战略正式扬帆起航

1.1、布局水果行业全产业链，渠道规模全国领先

百果园深耕水果行业多年、渠道规模全国领先，近期发布黄金十年战略扬帆起航。深圳百果园实业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“百果园”）是我国最大的水果零售商，已实现从水果种植到终端零售的全产业链布局。公司主营水果零售业务，同时面向企业、餐厅等 B 端客户提供批发服务，经营的水果专营零售网络已覆盖全国，具有贴近社区、线上线下一体化和店仓一体化等特点。公司于 2001 年注册成立，后历经多轮融资，于 2023 年 1 月在港交所挂牌上市；2024 年 1 月，公司举办黄金十年战略发布会，宣布拟实施三个“三年计划”，正式扬帆起航。

图1：百果园自 2001 年注册成立以来快速发展，已发展成为我国最大的水果零售商



资料来源：公司官网、中国果品流通协会公众号、开源证券研究所

以水果零售为主业，线下门店以加盟模式为主导。公司营业收入绝大多数来自水果销售业务，其中加盟渠道销售占 8 成左右，余下主要是直营业务，包括向区域代理销售产品、直销以及少量线上渠道和自营门店。除了水果销售业务之外，公司还有少量收入来自特许权使用费及特许经营收入（类似加盟费概念）、会员收入以及其他业务（向加盟门店提供系统维护服务收入）。分产品看，公司水果销售业务绝大多数收入来自新鲜水果，仅有小部分来自干果和其他大生鲜产品，但随着公司逐步布局大生鲜品类，后者占比在近年来也有缓慢提升。

表1：百果园以水果销售为主业，线下门店以加盟模式为主导

业务类型		业务介绍	占总营收比重（2022年）	
水果销售	加盟	通过线下加盟渠道销售产品	78%	
	直营	自营门店	通过线下自营门店销售产品	1%
		线上渠道	通过多种线上渠道销售产品	2%
		区域代理	向区域代理销售产品	9%
		直销	向企业、餐厅等 B 端客户提供批发直销	6%
其他	加盟费	特许权使用费及特许经营收入	1%	
	会员收入	收取会员费（主要有 99 元/年、199 元/年两档）	1%	
	其他业务	主要是向加盟门店提供系统维护服务收入	1%	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

从上游水果种植到终端销售深度布局全产业链，统筹果品产销。公司坚持顾客导向，构建完善高效的供应链体系与消费渠道，通过内部发展与外部赋能，从水果种植端到零售端在全产业链上实施专业化、标准化的品质管理，实现高周转、低损耗运作，有效统筹果品产销，已发展成为业内标杆。**(1) 种植环节：**公司采购渠道广泛，除自有种植基地外，还与农场、第三方供应商等达成紧密合作，合作过程中向上游输出先进的生产技术与理念来确保稳定高质的水果供应。**(2) 仓配环节：**公司会按果品属性实行分品类、分批次的精细化管理，提升水果从仓到店的品质与效率。**(3) 销售环节：**公司已打造线上线下一体化的零售渠道，能为消费者提供及时达、次日达等灵活配送服务，还拥有多个知名水果品类品牌和渠道品牌。

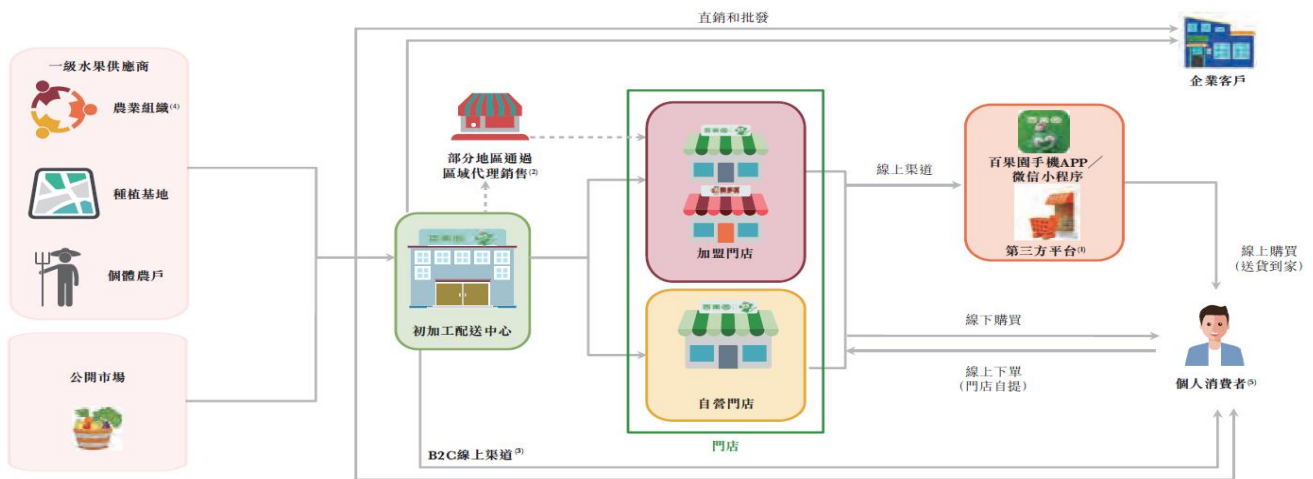
图2：百果园从上游水果种植到终端销售深度布局全产业链



资料来源：公司公告

渠道是公司发展核心动力，多类型、多品牌、多模式共同构建规模优势。公司致力于利用 OMO 运营模式，将线下门店与线上平台结合为消费者提供高度综合及便利的消费体验。公司目前主要依赖线下门店网络（加盟门店及自营门店）进行水果零售业务，并利用送货到家与上门自提有效增加消费频率和覆盖面。品牌方面，公司有“百果园”和“果多美”两大渠道品牌，前者是扩张主体，后者则来自外部并购，共同拓展渗透市场。模式方面，公司以面向 C 端消费者的零售模式为基本盘，逐步培育面向 B 端大客户的直销业务以及少量果品批发业务。在公司十年战略中，两种模型有望齐头并进，保障公司的渠道规模优势。

图3：百果园通过多类型、多品牌、多模式共同构建渠道规模优势

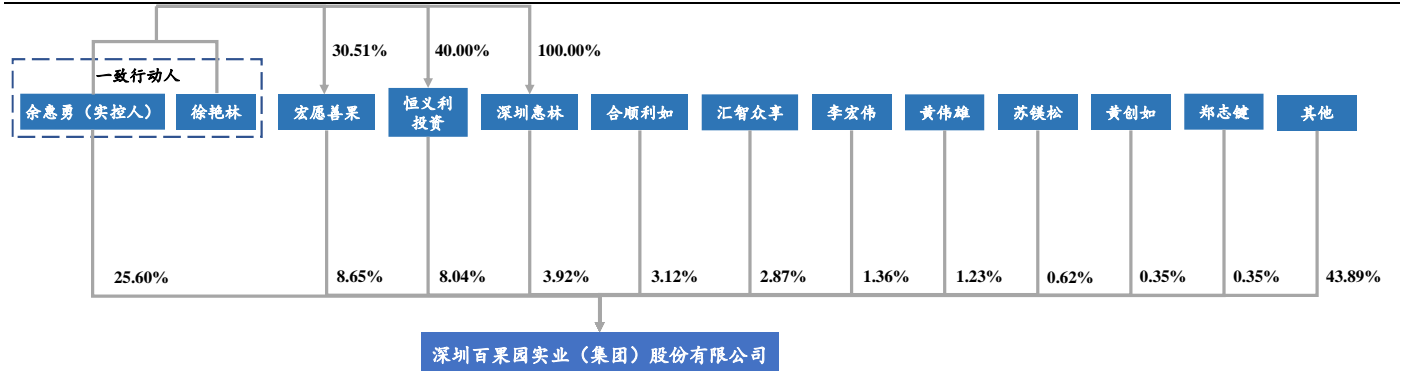


资料来源：公司公告

1.2、股权结构稳定，创始人及高管团队从业经验丰富

公司股权结构稳定，确保战略长期性、一致性。截至 2022 年 12 月 12 日，公司创始人余惠勇先生及其一致行动人徐艳林女士（夫妻关系）共同直接持股 25.60%，并通过控股深圳惠林、恒义利投资、宏愿善果及汇智众享实现间接持股。公司股权结构稳定，有望确保公司战略保持长期性、一致性。

图4：公司股权结构稳定，余惠勇先生为实控人



资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2022 年 12 月 12 日）

高管团队从业经验丰富，高度认同公司经营理念。创始人余惠勇先生拥有 30 余年生鲜食品业、零售业经验，负责制定集团整体战略等；徐艳林女士长期担任公司总经理，负责集团整体业务运营；联合创始人、执行董事田锡秋先生深耕水果批零领域多年，负责协助制定集团整体发展策略。公司其他高级管理人员亦在各自领域一线工作多年，具备丰富从业经验，高度认同公司经营理念。

表2：公司高管团队从业经验丰富

姓名	职位	年龄	工作职责	履历
余惠勇	执行董事、董事长	54	管理集团股东大会决议案实施情况、制定集团整体战略	拥有 30 余年生鲜食品行业经验，曾任深圳爱地配送中心经理、江西农科院研究员，农业、零售业经验丰富。
徐艳林	总经理、执行董事	53	管理集团整体业务运营	2002 年加入公司，长期担任公司总经理，2017 年起担任深圳果道耘心教育咨询有限公司执行董事。
田锡秋	执行董事、副董事长	49	协助制定集团整体发展策略	担任公司董事多年，2015 年出任江西王品董事长，2020 年调任为公司执行董事兼副董事长。
焦岳	执行董事、副总经理	36	管理集团日常业务运营	曾担任友盟同欣科技有限公司副总裁、聚鲜科技有限公司首席执行官，2019 年起担任百果心享总经理。
朱启东	执行董事、副总经理	48	管理集团采购、批发及销售	长期担任本公司若干附属公司执行董事、百果园果制品及优农道董事、百果种业及金农供应链董事长。
龚建明	副总经理	54	管理加盟网络拓展及加盟商运营	长期从事生鲜零售行业，曾任南京鲜时代农业董事兼总经理，2022 年起担任百果商业执行董事兼总经理。
徐永剑	副总经理	51	管理集团科技发展	拥有丰富信息技术领域经验，2015 年起担任公司若干附属公司执行董事，2020 年起担任深圳优鲜董事长。
赖显阳	副总经理、财务总监	37	集团整体财务管理	拥有丰富财务会计领域经验，曾任普华永道经理、奥法比有限公司财务总监。
付小艳	副总经理、董事会秘书	35	执行董事会决议案	2013-2018 年担任深圳达特照明股份有限公司证券代表，2018 年加入公司。

资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2022 年 12 月 31 日）

1.3、经营业绩增长良好，盈利能力持续提升

近年来公司营收稳步增长，归母净利润增速亮眼。2020年以来公司经营情况持续优化，2020-2022年营收CAGR达到13.0%；其中2021年同比增长较快主要系加盟门店数量增长及外部环境改善后门店平均销售额增长，2022年增速放缓主要系疫情影响，2023年有望恢复。归母净利润方面，2020-2022年公司归母净利润CAGR为156.7%，其中2021年同比增长378.6%，主要系毛利率提高及加盟渠道门店扩张带动营收增长、凸显轻资产优势。2023年上半年，公司归母净利润延续良好增长，主要因为外部消费环境逐渐恢复以及公司自身运营提质增效带来费用率明显降低。

图5：公司营收稳步增长

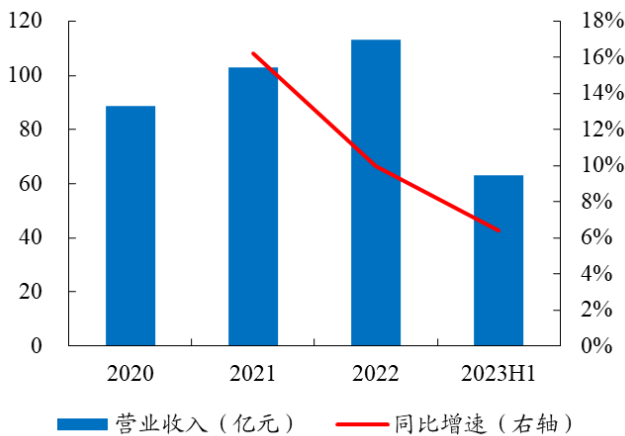
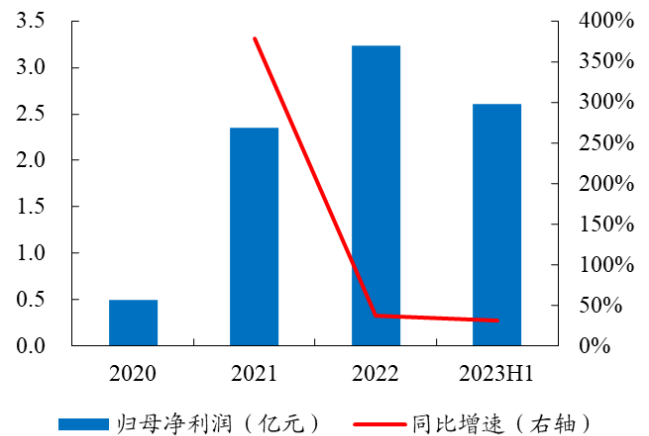


图6：公司归母净利润保持较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

各项期间费用管控良好，盈利能力持续提升。盈利能力方面，公司2021年毛利率为11.24% (+2.12pct)，主要系公司高品质水果产品提升以及线上渠道盈利改善所致；2023H1毛利率/净利率分别为11.32%/3.95%，分别同比-0.13pct/+0.81pct。期间费用方面，2023H1销售/管理/财务/研发费用率分别为3.84%/2.33%/1.18%/0.28%，分别同比-0.32pct/-1.78pct/-0.28pct/-0.19pct，主要系公司优化业务运营架构（建立零售事业群、ToB事业群、品类事业群三大事业群），同时有效精简各部门人员；期间费用率的明显下降也带动了公司净利率水平的提升。

图7：公司盈利能力持续提升

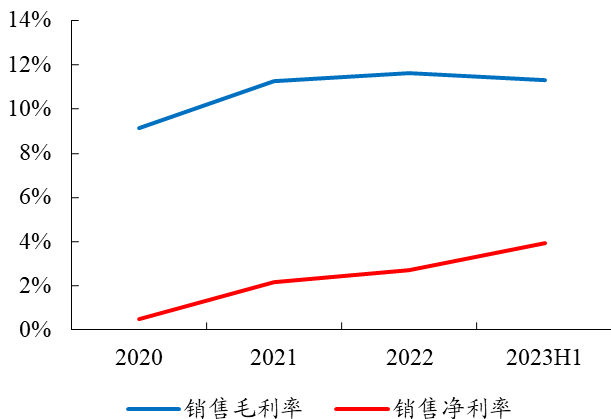
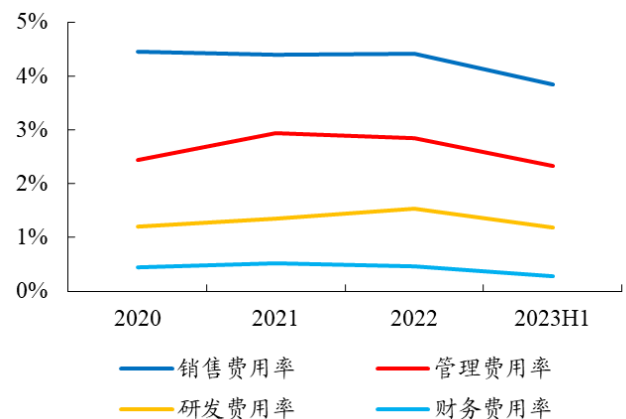


图8：2023H1公司各项费用率均有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

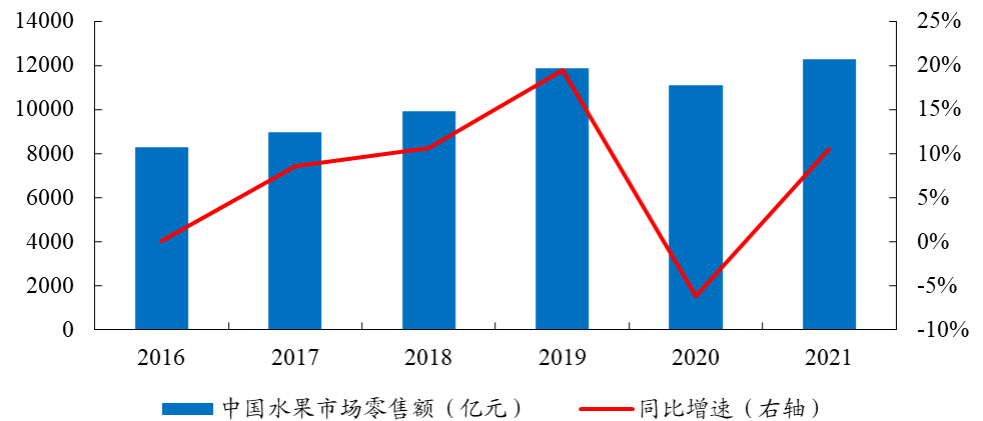
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、水果零售行业市场空间广阔，产业链潜力仍可深挖

2.1、概况：万亿级市场规模稳中有进，产业链各环节高度分散

我国水果零售市场规模已达万亿元，保持稳中有进趋势。早在 2021 年我国水果零售市场零售额便达到 12290 亿元，且近年来保持着稳中有进的良好趋势。展望未来，我国水果行业在供需两端有望获得多方面正向推动：供给端，行业整体供应链优化尤其是冷链仓储物流技术普及、升级，有望显著提升配送时效、降低水果损耗率，保障产品品质；此外，互联网电商、专营连锁等业态快速发展，提高水果零售渠道多元化水平，也能更好地满足消费者多样化需求。需求端，一方面我国人均购买力提高和饮食消费在升级，另一方面消费者健康意识的增强也推升对高品质水果的需求增长。总体来看，我国水果零售市场空间广阔，具备商业价值。

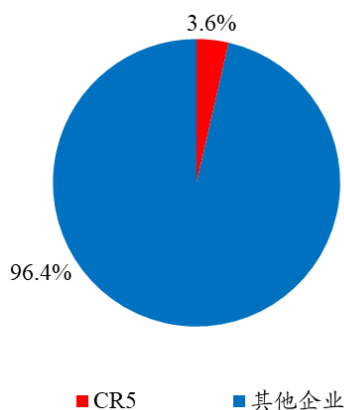
图9：我国水果零售市场规模已达万亿元，近年来稳中有进



数据来源：弗若斯特沙利文、公司公告、开源证券研究所

竞争格局方面，我国水果零售行业市场份额高度分散。根据弗若斯特沙利文数据，按 2021 年水果零售额对我国零售企业进行排名，前五大企业市场占有率共计仅 3.6%，高度分散；其中，百果园市场占有率达到 1.0% 排名第一，相较其他水果专营企业领先优势明显。目前我国水果零售行业集中度较低，主要是因为准入门槛相对较低，存在大量个体经营的商家。

图10：我国水果零售行业市场份额高度分散



数据来源：弗若斯特沙利文、公司公告、开源证券研究所

图11：我国水果零售行业存在大量个体经营户



资料来源：胶东在线

水果产业链整体主要可分为种植、采后处理、配送（物流和仓储）和销售等环节。

(1) **种植**：我国水果产业以农户种植而非专业农业公司为主，人均耕地面积较少、种植集中度低，与发达国家相比，专业化与机械化程度低，科学栽培技术有待普及。

(2) **采后处理**：目前尚未建立统一的产品采后处理管理和品质分级制度，水果采购标准不一。(3) **配送**：水果零售商通常与第三方物流公司合作或自建物流，第三方物流公司多为区域性中小企业，运输能力、服务水准、质量参差不齐；仓储环节则有集中式与分散式两种模式，前者常见于电商和超市，后者常见于线上线下一体化零售商及生鲜连锁社区店等。(4) **销售**：渠道多样，包括农贸市场、现代零售（超市、生鲜超市及便利店）、电商和水果专营零售（水果专营连锁店及夫妻店）。

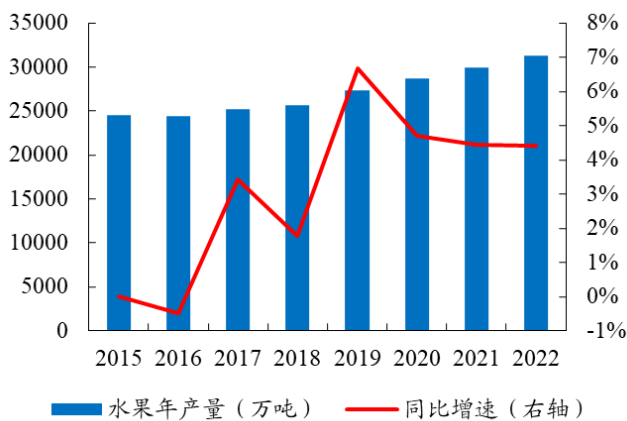
图12：我国水果产业链环节多且销售渠道丰富



资料来源：公司公告

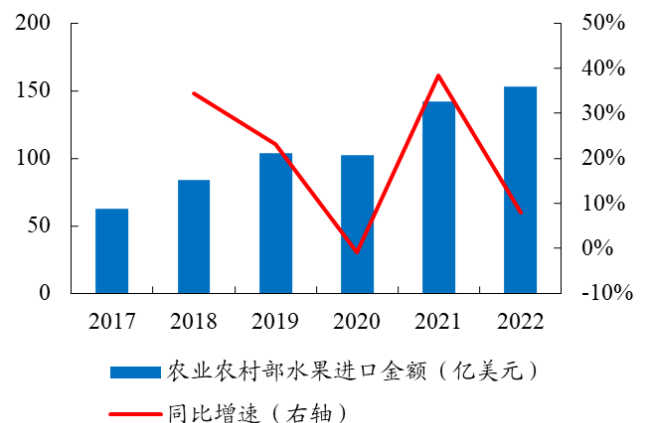
供给端，我国国内水果产量稳步增长，进口额增速弹性较大。2015年-2022年，我国水果年产量从24525万吨增长到31296万吨，CAGR为3.54%；2017年-2022年，我国水果进口金额由62.6亿美元增长到153.1亿美元，GAGR达到19.59%，进口水果渗透率近年来持续提升，一方面反映出我国水果行业已逐步具备对接国际水果产业链的能力，另一方面反映出随着人均购买力提高和饮食消费升级，我国消费者对水果类目的高品质需求持续提升，消费者心智培育良好。

图13：我国国内水果产量稳步增长



数据来源：中国统计年鉴、开源证券研究所

图14：我国水果进口额增速具备较大弹性

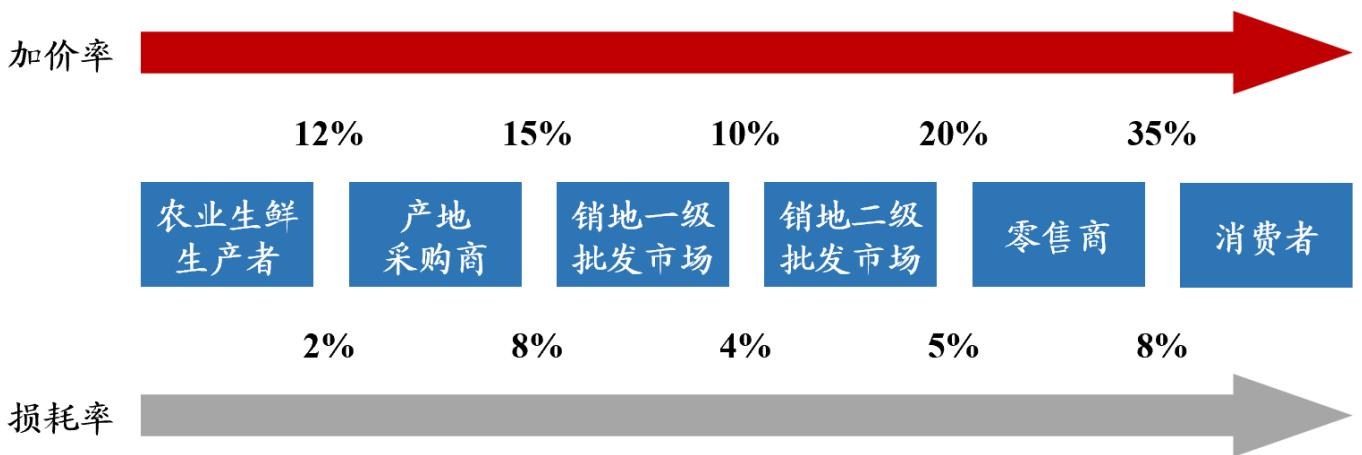


数据来源：中国海关总署、开源证券研究所

2.2、痛点：供应链环节复杂，效率、标准化水平等有待提高

我国水果供应链效率相对低、各环节损耗率高。水果品类通常以非标品为主，具有高损耗率、短保质期等特点，部分水果还需在特定温湿条件下储存，相较常规生鲜品类对供应链管理要求更高。相比于发达国家，我国传统生鲜产业链尤其是水果产业链，由于复杂供应链环节以及传统的基础设施建设，存在低效率、高损耗率等问题。根据艾瑞咨询数据，我国生鲜产业链整体损耗率在 25%左右，加上多环节配送成本，导致行业利润相对分散。此外，从种植端到零售端各环节的割裂使得信息不对称、协同效能低下，难以对终端消费者实现有效的价值传递。

图15：我国生鲜产业链环节复杂，损耗率较高



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

我国水果行业缺乏标准化体系，影响产品附加值提高。(1) 产品多样性和季节性：水果种类繁多，每种水果的质量标准、保存要求等不同；此外，水果的季节性特征也增大了管理难度。(2) 产地和供应链复杂性：水果产地众多，涉及到不同的农场、种植者和批发商，供应链也较为复杂，涉及种植、采摘、物流等环节，统一难度大。(3) 质量和成熟度差异：由于水果的生长环境和采摘等后期处理方式有差异，来自不同产地、供应商的水果在质量和成熟度上差异明显。(4) 新鲜度要求高：水果是易腐食品，新鲜度和品质要求较高，对多数小型水果经销商而言库存管理难度大。以上多方面因素共同导致我国水果行业尚未形成统一质量标准 and 成熟度评估体系，这也直接影响消费者心智教育，阻碍产品附加值提高。

图16：我国水果产销季节性特征明显



资料来源：新华社

图17：我国水果供给路径纷繁复杂



资料来源：平阴鲁西南农副产品大市场公众号

2.3、趋势：产业链现代化、渠道多样化、需求日常化精致化

我国农业现代化助力水果供给端优化，产业链效率持续提升。随着现代种植技术和农业科技的发展、普及，我国水果种植机械化水平明显提升，且逐渐转向集中栽培；水果供给端的标准化和规模化水平不断提高，参与者的盈利状况、产品品质及产量均有提升。仓储物流方面，具备一定规模的企业主动引入先进的冷链物流和供应链体系，降低产品损耗，进而实现降本增效。销售渠道方面，水果专营零售商、现代零售商和电商等从业者主动打通从种植到销售的全环节信息流与物流链路，并发力简化流通过程。在多方共同努力下，我国水果产业链现代化水平正持续提升。

图18：我国水果种植标准化、规模化水平不断提高



资料来源：中国新闻网

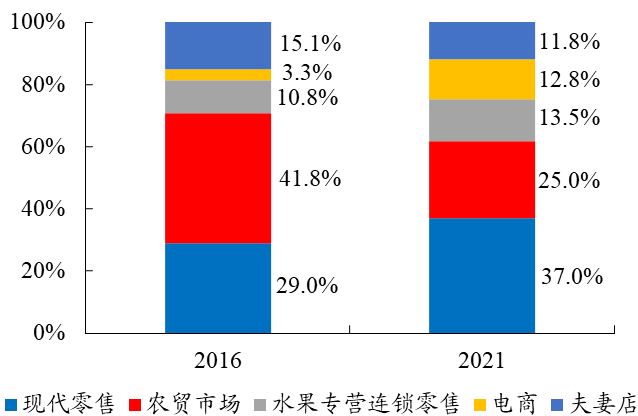
图19：我国持续加快发展冷链物流助力相关行业



资料来源：第一农经网

销售渠道多样化，水果专营连锁零售与电商渠道有望快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，从2016年至2021年，我国水果零售行业中现代零售、水果专营连锁零售以及电商渠道占比均有明显提升，而农贸市场、夫妻店占比下滑较多。具体来看，农贸市场议价氛围浓厚、水果品类丰富，但购物环境不佳且产品规格质量通常缺少标准；夫妻店虽深入居民社区，但小体量经营缺乏供应链管理能力和与规模化零售商的竞争中劣势明显。相较而言，以超市为代表的现代零售水果供应渠道多、价格透明、质量过关且能与其他商品共同构成全品类竞争力；水果专营连锁零售则在专业性与精细化上有突出优势，高度标准化的运营模式适合快速扩张；线上电商优点是方便快捷、契合快节奏生活方式，但对供应链管理能力和提出了较高要求。

图20：水果专营连锁零售在水果零售总额中占比提高



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

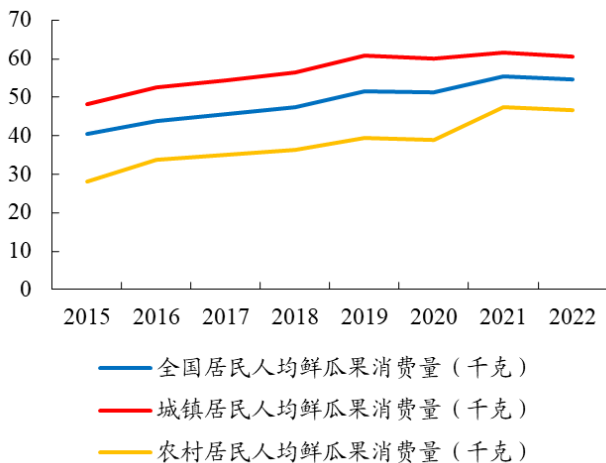
图21：盒马鲜生是现代零售商中的优秀代表



资料来源：盒马鲜生官网

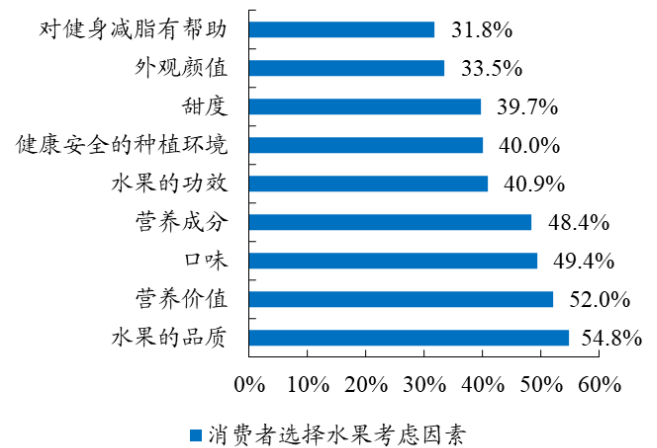
消费者需求趋于日常化、精致化，关注水果品质与品牌。根据中国统计年鉴数据，从2015年至2022年，在鲜瓜果类消费量方面，我国居民人均由40.5kg增长至54.7kg，城镇居民人均由2015年的48.1kg增长至2022年的60.5kg，农村居民人均由28.0kg增长至46.7kg，可见消费者对水果的需求量持续提升，水果消费日常化。此外，消费者也不再简单满足于水果摄入量，在购买时会综合考虑产品的品质、营养价值以及口味（即水果消费精致化），近年来陆续热销的佳沛猕猴桃、阿克苏冰糖心苹果、阳光玫瑰葡萄等便是优质案例。后疫情时代，居民对健康生活方式的重视程度持续提升，而我国水果行业也进入转型升级期，果业公司打造水果品牌，做深做精品类，有望提高产品附加值，促进行业成长。

图22：我国居民人均消费量稳步提升



数据来源：中国统计年鉴、开源证券研究所

图23：消费者购买水果时重点考虑品质、营养价值等



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

业内企业大力引入数字科技，管理走向精细化。我国水果行业企业正处于人工智能和大数据等科技快速发展的时代，利用先进的数字化技术有望提升供应链管理、优化果品品质、减少损耗，以实现经营效率的全面提升。尤其对零售商而言，通过终端销售数据反馈，可以动态调整水果种类、数量和品牌布局；通过物联网和实时数据共享进行快速送货和补货，确保终端水果的新鲜度和质量。此外，零售商还可以存储海量客户数据，如购买频率、喜爱的水果类别、首选品牌等，制定千人千面的会员体系，以实现精准和个性化的营销触达。

图24：业内企业如百果园大力引入数字科技



资料来源：公司官网

3、百果园发布黄金十年战略，打造水果生态科技型公司

3.1、十年战略：推出三个“三年计划”，分阶段擘画发展新蓝图

百果园举办战略升级发布会，提出未来十年发展规划和远景目标。2024年1月5日，公司于深圳举办战略升级发布会，为进一步围绕水果行业机遇，聚力集团零售、2B、品类事业，同时开拓国际化业务，集团董事会宣布拟于未来十年实施三个“三年计划”，最终目标是2032年门店数超万家、终端零售额超500亿元。

图25：2024年1月5日，百果园集团举办战略升级发布会



资料来源：快消品网公众号

公司推出三个“三年计划”，分阶段擘画发展新蓝图。(1) 2024-2026年：以“立足品牌优势，成为品质首选”为目标，持续聚焦水果零售并推进品牌升级焕新，进一步拓展门店数量以及会员数量；而2024年作为“三年计划”首年，集团计划继续打造优质渠道品牌形象、提升单店盈利能力、深耕“招牌果领航”的品类品牌战略、抓住国内健康礼品增长契机开拓“健康果礼”市场。(2) 2027-2029年：以“稳健布局海外，实现全球领先”为目标，发挥海外供应链优势，持续深耕海外自营2B业务；同时，复制深圳般果于国内建立的成熟平台2B业务至海外市场；此外，集团计划向海外输出成熟的水果专营零售连锁模式。(3) 2030-2032年：以“发力产业生态，稳定全球果王”为目标，努力成为全球领先的水果生态科技型公司。

图26：百果园提出“彰显品牌优势，成为品质首选”



资料来源：万果会公众号

图27：百果园长期目标是成为水果生态科技型公司



资料来源：华为云和TA的朋友们公众号

3.2、线下渠道为本，依托加盟模式持续扩张

以消费者为核心，打造行业领先的水果专营连锁零售模式。公司通过线下水果专营连锁零售店贡献主要经营业绩，经过多年打磨优化，经营模型业内领先。百果园的水果店强调“贴近社区、线上线下一体化、店仓一体化、及时达与次日达一体化”。

(1) **外部装潢**：招牌以醒目绿色底搭配品牌吉祥物“猴果果和乐淘淘”辨识度强，部分门店还安装有 LED 显示屏滚动播放营销内容。(2) **内部布局**：主打田园风格，店内装修多呈现原木质感，部分商品以小筐陈列，单品类突出“少量优质小包装”，即每类水果陈列数量不多但均保证一致的高品质、好品相，部分商品按 3-5 个已做好预包装，顾客无需逐个挑拣便可安心买单。(3) **配套服务**：百果园还主动向顾客提供试吃服务，开创性提出“不好吃三无退货（无小票、无实物、无理由）”。

图28：百果园水果店招牌醒目



资料来源：花朵财经

图29：百果园水果店内部主打田园风格，温馨轻松



资料来源：百果园加盟公众号

百果园水果店走小型化、社区化路线，未来存在多元化业态布局机会。当前百果园门店选址通常围绕社区布局，居民步行到店 15 分钟以内，面积在 50 平方米左右，商品以符合我国居民饮食习惯的时令新鲜水果为主，SKU 数量不多，旨在满足居民日常即时性水果消费需求。这一路线帮助百果园有效把握我国居民的生鲜消费习惯，即注重线下体验，能够“看见”新鲜，同时又追求方便快捷。展望未来，在做好成熟路线的基础上，公司也具备在店型、选址等方面探索多元化的机会。

图30：百果园门店选址主要在社区周边



资料来源：联商网

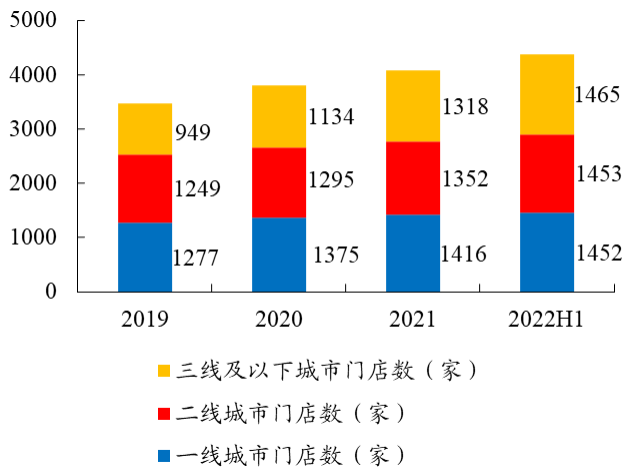
图31：百果园已试水机场店



资料来源：联商网

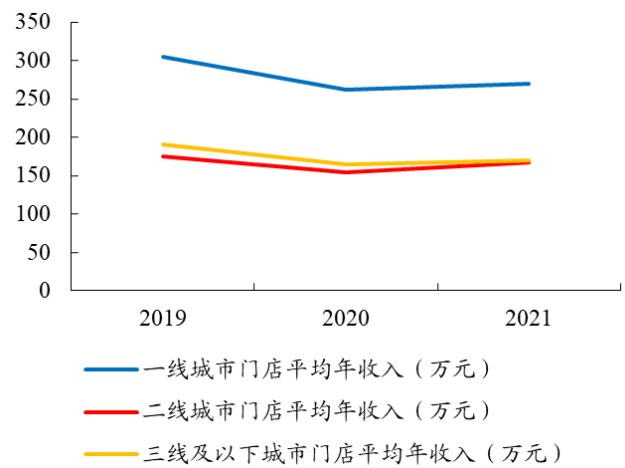
从城市分布看，公司从高线城市逐渐向低线城市扩张。公司水果零售立足高品质，在发展过程中精准把握高线城市居民收入水平较高、品质与品牌意识更强、水果供应链完善等特征，以高线市场为基本盘持续发展。根据公司招股书数据，2019-2022H1一线城市门店数量占比分别为 36.7%/36.1%/34.7%/33.2%，收入贡献占门店渠道收入分别为 43.5%/40.7%/37.1%/36.2%。近年来随着下沉市场的快速发展，公司也在扩大能力圈，针对性推出门店简约装修降低投资成本、因地制宜优化产品采购节省物流开支等方式，逐渐打开下沉市场空间。2019-2022H1 公司在三线及以下城市门店数量占比分别为 27.3%/29.8%/32.3%/33.5%，收入贡献占门店渠道收入分别为 20.2%/21.1%/21.8%/21.6%，预计未来低线城市门店占比将持续提高。

图32：百果园门店正逐渐从高线向低线城市扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

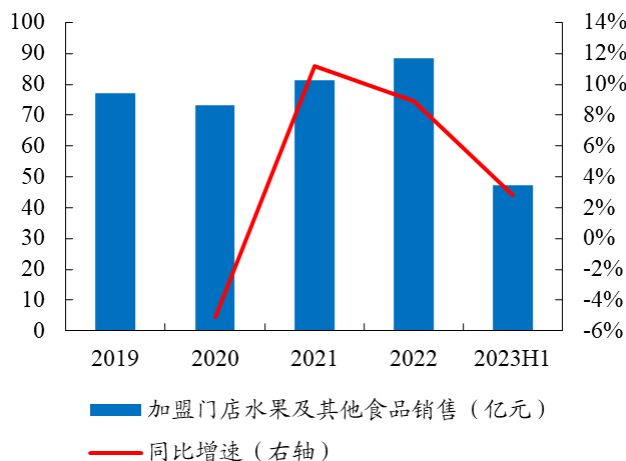
图33：三线及以下城市店均销售不弱于二线城市



数据来源：公司公告、开源证券研究所

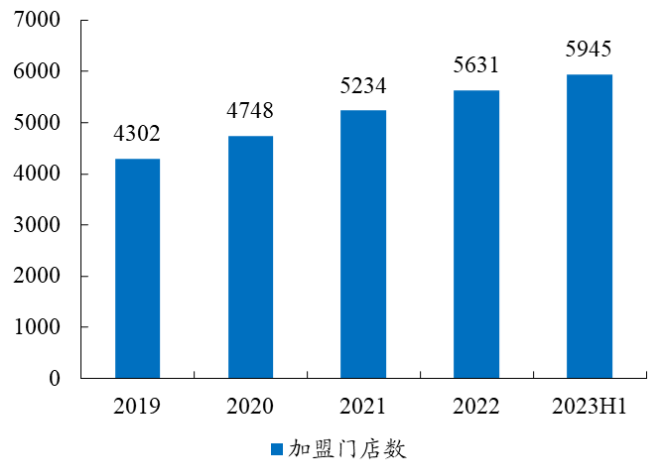
从渠道模式看，加盟渠道占营收和门店数量大头。公司围绕线下渠道开展水果及其他食品的销售业务，已布局加盟门店、自营门店、区域代理及直销等多种模式；其中，加盟门店贡献绝大部分公司营收。从门店数量角度看，根据百果园加盟公众号及公司公告，截至 2024 年 1 月 5 日公司总门店数达 6000 家，截至 2023 年 6 月 31 日，公司旗下加盟门店总数达 5945 家。近年来公司的加盟门店保持较快增长，每年净增门店数均在 350 家以上，构成了收入增长的压舱石。

图34：公司加盟渠道的水果等产品销售体量大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：公司加盟门店数近年来稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司根据不同的加盟商资质推出 A/B 两种加盟模式。公司基于多年对接终端加盟商的丰富经验，参考不同加盟商资质推出了 A/B 两种加盟模式，同时又根据门店具体的店铺租金、员工薪资及居民消费能力将门店划分为甲类/乙类门店，有区别分润。具体来看，按加盟模式划分，A 类加盟总投资较高，而公司后期分润比例相对较低，B 类模式由公司提供门店装修及设备，加盟商投资较低，而公司后期分润比例较高，前者适合资本金充足的成熟加盟商，后者则相对适合预算有限的创业群体。在公司特许经营模式下，加盟商需亲自参与门店经营并自负盈亏，这保证了每家门店能够根据市场实时变动来及时调整销售计划；同时加盟模式具备轻资产高效益的特点，可以帮助公司快速拓展覆盖范围，提高收入、市场份额与品牌知名度。

图36：百果园推出 A/B 两种加盟模式

加盟A模式		加盟B模式	
基本要求		基本要求	
合同期限8年 加盟商负责门店所有投资，并亲自参与门店经营		合同期限8年 百果园公司提供门店的装修和设备，加盟商负责门店其余投资，并亲自参与门店经营	
加盟投资		加盟投资	
总投资费用	27.7-29.7万	总投资费用	8.5万
固定投资	<ul style="list-style-type: none"> 加盟费3万 第三方选址评估服务费1.5万 招牌设备费(工程)6.2万 信息设备3万 门店装修(10万/12万) 	固定投资	<ul style="list-style-type: none"> 加盟费3万 第三方选址评估服务费1.5万 招牌设备费(工程)6.2万 信息设备3万 门店装修(10万/12万)
流动资金	<ul style="list-style-type: none"> 履约保证金1万 商品预付款3万 	流动资金	<ul style="list-style-type: none"> 履约保证金1万 商品预付款3万

● 总投资费用不含店铺转让费和租赁押金

资料来源：百果园加盟公众号

图37：不同加盟模式下根据门店具体情况制定政策

加盟A模式				加盟B模式				
甲类门店		甲类门店		乙类门店		乙类门店		
月销售总毛利额	收取比例		月销售总毛利额	收取比例		月销售总毛利额	收取比例	
	线上毛利额	线下毛利额		线上毛利额	线下毛利额		线上毛利额	线下毛利额
6.2万及以下	3%		6.2万及以下	8%		5.6万及以下	3%	
6.2万以上	9%	15%	6.2万以上	14%	20%	5.6万以上	9%	15%

资料来源：百果园加盟公众号

公司成熟的一站式支持能力对加盟商具备吸引力。百果园总部致力于同加盟商构成事业共同体，为加盟商提供成熟的一站式支持，加盟商则专注于店铺的日常经营。具体来看，公司具备品牌、果品、政策、平台等多方位优势，向加盟商提供品牌、开业、培训、管理、产品、营销、相关加盟政策等一站式支持能力。公司兼顾加盟商经营自主权的同时，也通过一系列管理机制确保加盟商不断改进服务质量和产品品质，利用科学管理帮助其打开利润空间，实现品牌与加盟商之间良性互动。

图38：百果园水果店作为一个加盟项目具备多方位优势



资料来源：百果园加盟公众号

图39：公司为加盟商提供一站式支持



资料来源：公司官网

3.3、品牌升级为翼，立足供应链打造竞争壁垒

公司持续推进品牌升级，自有产品品牌是建立消费者心智的重要抓手。公司是我国水果行业中少有的兼具知名产品品牌和渠道品牌的企业之一，加强对上游供应链的控制，储备优质产品品牌，既是公司的竞争优势，也是长期发展战略。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已成功推向市场推出 35 个自有产品品牌，诸如“亚克”西梅、“红芭蕾”草莓、“大芭猫山王”榴莲等均为优秀代表，2023H1 全部自有产品品牌水果的销售额较 2022 年同期增长约 27%，占到门店零售总额的 14%（2022 年同期该比例约 12%）。通过挑选出最优质产品并将其打造成自有品牌，使公司有别于市场其他竞争对手，同时进一步增强百果园品牌在消费者心目中的辨识度和知名度。

图40：公司已成功推出“亚克”西梅、“红芭蕾”草莓等自有产品品牌



资料来源：公司公告

公司自创水果分级体系，实现产品品质标准化。缺少公认品质标准是长久以来国内果农及分销商难以实现业务规模增长的障碍，而公司率先建立全面、系统的以口感为导向的水果产品品质分级体系，提出“四度一味一安全”的量化标准。该标准对水果的酸甜度、新鲜度、爽脆度、细嫩度、口感和安全性等指标进行评估，将果品分为招牌级、A 级、B 级和 C 级，以适应差异化的消费需求。品质稳定、价格公道合理的水果能够帮助公司建立权威的品牌形象、增强产品定价的说服力、提高消费者黏性，为打造产品品牌奠定坚实基础。

图41：百果园推出“四度一味一安全”果品标准体系



资料来源：公司官网

图42：公司果品标准体系获得中国果品流通协会认可



资料来源：公司官网

种植端赋能合作伙伴，以“百果百县”战略响应乡村振兴。在创始人余惠勇先生的引领下，公司具备深厚农业基因，多年来致力于积累优化培育科技，通过农业技术赋能上游种植端。公司帮助上游合作伙伴建立专业化、系统化种植体系，比如早在2015年便从日本引进有机种植技术 BLOF，利用土壤分析和施肥设计，实现土壤健康、精准施肥和各种营养元素的平衡，生产出高品质、高产量、高营养、低成本的农产品。2023H1 公司已选定 118 名供应商参与新农业技术转让计划，未来将继续渗透上游供应链，增强影响力及管理作用。此外，公司热衷于我国乡村振兴事业，2018 年 8 月 31 日与中国扶贫志愿服务促进会达成“百果百县”全面战略合作，此后陆续与湖南、新疆、宁夏等多地区农户达成产业合作。

图43：百果园引入日本 BLOF 技术



资料来源：百果园公众号

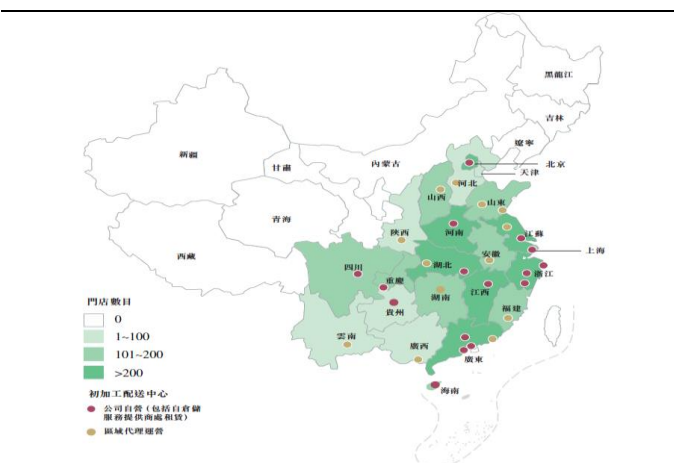
图44：公司提出“百果百县”战略响应乡村振兴



资料来源：公司官网

仓储物流端已建设成熟基础设施，保障精细化运营。公司根据水果保鲜需求构建起产地-仓储及初加工配送中心-零售门店-消费者的物流链条，截至 2023 年 6 月 30 日在全国共有 29 个仓库（亦是初加工配送中心），总建筑面积约 19 万平方米，其中约 34% 为冷链型，可为周边 300 公里内的门店提供服务。在仓储环节，公司按果品属性实行分品类分批次的精细化管理以确保产品达到统一的出仓标准；根据季节性温度变化与果品生命周期对仓库温区进行系统规划。试点中的大型 A 类仓部署自动化的全果品分拣与包装流程，大幅提升仓库运营效率，减少了人工成本及失误。在配送环节，持续优化温湿度、车速、车内布局等细节，保证水果从仓到店的品质与新鲜。

图45：公司针对仓储物流环节已建设成熟基础设施



资料来源：公司公告

图46：公司配送环节已实现高度冷链覆盖



资料来源：广东省农业农村厅

3.4、数智化能力串联生态，围绕消费者打造科技型公司

公司通过数智化能力整合全产业链，打造独特水果生态。公司长期以来持续整合从种植、采购、仓储、物流到零售各环节的全产业链优质资源，充分发挥数字化能力。

- (1) **水果品质**：制定种植、采购与采后加工、仓储配送、门店销售等环节管理体系，同时借助质检中心、品控团队、溯源系统等保障品质统一。
- (2) **采购**：依托大规模销售网络和数据，通过由大数据分析支持智能采购和动销分析指导采购团队决策。利用产业信息平台联通供销两端，降低采销错配的损耗，实现全产业链的采购协同。
- (3) **销售**：实时掌握供需情况及库销比数据，管理多样化渠道，提高经营效率。

图47：公司数字化体系获得市场高度认可



资料来源：百果园加盟公众号

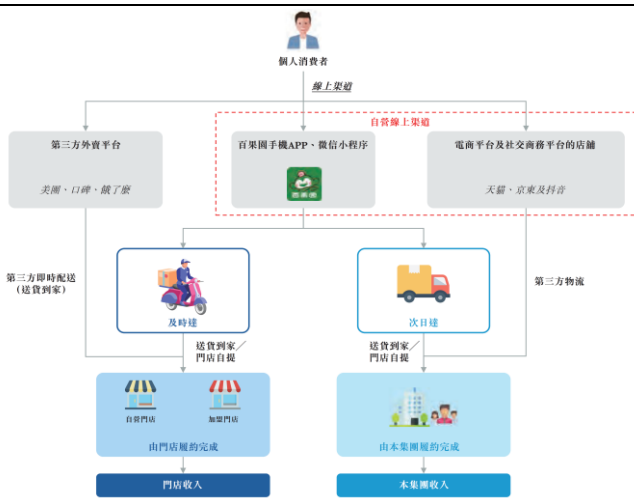
图48：公司利用信息化技术把控产品质量



资料来源：百果园公众号

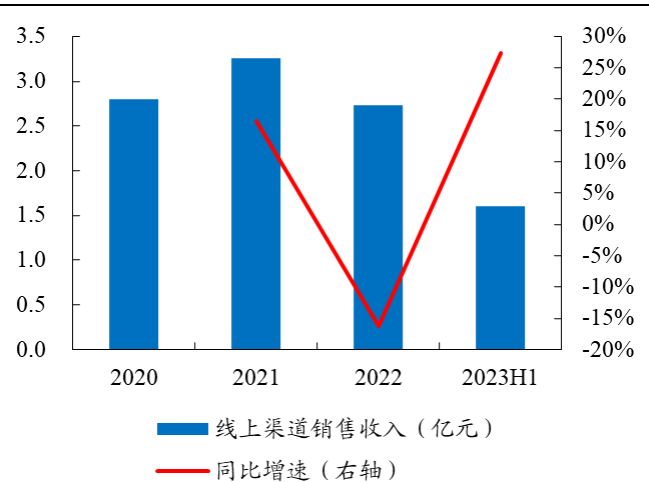
持续推进 OMO（线上线下一体化）运营模式，满足消费者多样化需求。公司利用互联网与大数据分析，针对传统门店进行“人货场”的结构升级，打造了线上线下一体化运营模式。公司已开辟多个线上渠道，包括百果园手机 APP、微信小程序，以及天猫、京东、抖音等电商及社交平台上的网店；此外，公司还与美团、口碑、饿了么等第三方外卖平台积极合作。一方面，线上渠道有助于扩大订单需求、强化消费心智、打响品牌知名度；另一方面，线上渠道配合店仓一体化模式，通过提供“及时达”、“次日达”服务，不仅满足消费者多样化需求，还有利于库存管理。

图49：公司线上渠道布局完备



资料来源：公司公告

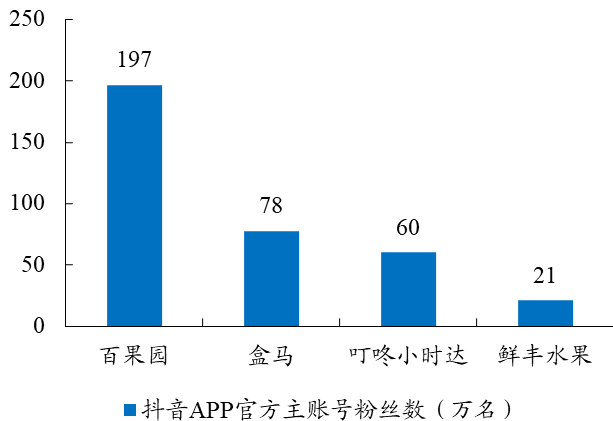
图50：2023 年公司线上渠道恢复较快增速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

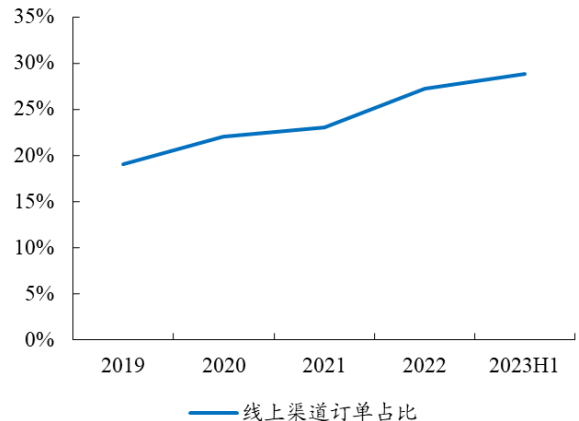
把握线上新兴渠道机遇，丰富营销形式促进增长。公司重视利用社媒矩阵强化品牌存在感与吸引力，近年来随着抖音及微博粉丝数持续增加，公司线上渠道订单比例由2019年的19%增至2023年上半年的29%。公司还鼓励店长们建立门店微信群，推广产品及会员活动，并与微信社群粉丝实时互动沟通，实现内容营销。截至2023年6月30日，公司旗下店长建立的门店微信群已达约25600个，微信群粉丝总数超1640万名。此外，在2022年推出的“每日一抖”活动推动下，截至2023H1，公司及零售门店的抖音直播观看数累计达到22.27亿人次；2023H1与2022年同期相比，通过抖音下单的客户数量增长约913%，抖音渠道零售总额增长约796%。

图51：公司抖音粉丝数在同类型生鲜企业中领先



数据来源：抖音 APP 各品牌官方号、开源证券研究所（截至2024年1月12日）

图52：公司线上渠道订单数占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

打造多层次会员体系，强化消费者粘性。公司已形成多层次会员体系，共设置四个级别，会员可通过累积购买金额升级会员等级，从而解锁更多权益。2018年，公司启动“心享”付费会员计划，免费会员缴付会费即可开通，分99元/年和199元/年两类。会员权益包括每月优惠券、付费会员独家奖励和折扣、免费品尝产品机会及新产品试吃活动邀请等。会员服务与三无退货两项消费者政策显著提高消费满意度和顾客忠诚度，进而转化为更高的复购率与客单价。截至2023年6月30日，公司全渠道会员总数超7900万名，付费会员数超114.1万名。

图53：公司付费会员有两档标准可选



资料来源：百果园官方小程序

图54：公司提出“三无退货”政策



资料来源：百果园官方小程序

3.5、控股深圳般果，布局 ToB 业务培育新增长曲线

公司控股深圳般果，后者主要为 B 端客户提供采销代理服务。2023 年 10 月 10 日，公司全资附属百果园投资与深圳市天图东峰订立股权转让协议：百果园投资以 1437.66 万元现金收购深圳般果约 19.58% 的股权。完成后，百果园将持有深圳般果 51% 股权实现控股。深圳般果是一家为 B 端客户提供采销代理服务的平台企业，以总仓为集配中心，对接上游产地供应商、合作社、一级批发市场等，经由城市仓为夫妻店、中小型超市、便利店、线上零售企业等客户服务，主要收入来自向客户收取一定比例的代采费。根据中国果品流通协会公众号信息，2023 年 1-9 月般果平台 GMV 为 24 亿元，截至 2023 年 9 月，注册用户超 50 万家，对接 1700 多家长期合作供应商，于 125 个城市开出 178 个城市仓。

图55：公司于 2023 年 10 月完成对深圳般果的控股



资料来源：中国果品流通协会公众号

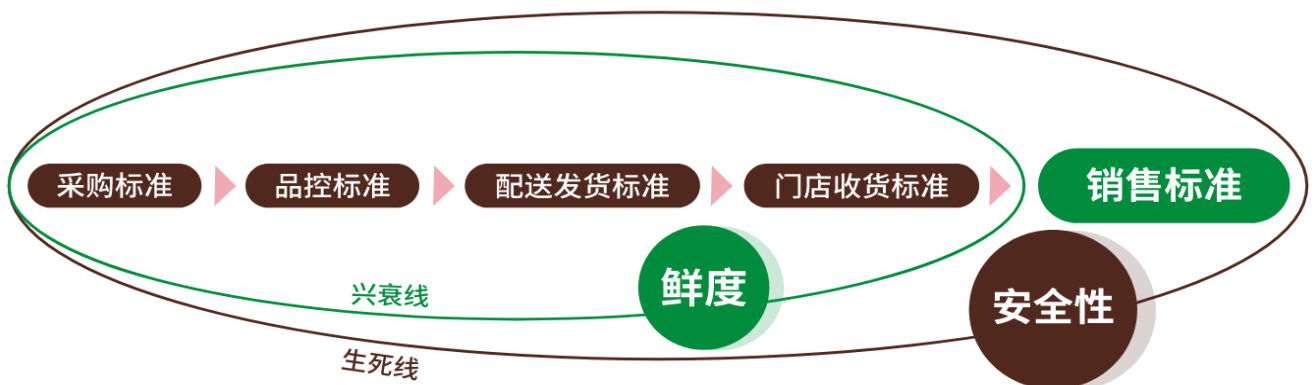
图56：般果是为 B 端客户提供采销代理服务的平台企业



资料来源：般果官方小程序

通过深圳般果布局 ToB 市场，有望实现优势互补。深圳般果的优势在于提供了一个品类丰富、公信力强、专业高效的供需闭环交易平台，在公司品牌、供应链、标准化体系、营销推广及数字化运营能力等全方位加持下，有望提升市场影响力，加速渠道布局进程。对公司而言，控股般果能够在供应链上获得更大的协同效应，同时打开 ToB 业务市场、培育新增长曲线。

图57：公司通过控股般果有望扩大产品标准体系影响力，打开新增长曲线



资料来源：公司官网

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(一) 收入端假设：

(1) 门店数量：公司已打造成成熟加盟体系，保障门店扩张动能，同时给予加盟商全方位支持，有望持续吸引优质合作方。近年来公司每年净开门店数均在 350 家以上，考虑到 2024 年或将对所有存量门店进行焕新升级，一定程度上会影响新开店速度，而后全新品牌形象有望激活更强开店势能，我们预计 2023-2025 年公司净开加盟店 350/150/400 家，加盟仍是门店扩张的核心模式。

(2) 店均销售：2023 年受整体消费环境影响，公司店均销售略有承压，但 2024 年起，公司将主动发力品牌焕新，加强自有品牌果品布局，有望带动店均销售增长，我们假设 2023-2025 年公司加盟店均销售同比分别-7%/+5%/+2%。

(3) 直营业务：包括直营门店、区域代理、直销、线上渠道等，考虑到相关业务的基数较低且公司未来将持续发力，有望保持平稳较快增长，我们假设 2023-2025 年公司直营业务收入同比分别+17%/+15%/+15%。

(二) 利润端假设：

我们认为公司推进自有品牌水果布局进展良好，通过提高品质更优、溢价能力更强的自有品牌产品占比，有望应对较弱的消费环境，保障毛利率相对稳定；费用方面，公司 2024 年开始推进第一个“三年计划”，进行渠道形象、营销宣传等多方面升级或带来一定费用增长，但从 2025 年开始有望回归正常化，故预计 2023-2025 年公司整体期间费用率将先升后降，其中管理费用率变化相对明显。

表3：预计公司的水果等产品销售业务有望带动营收稳健增长

百果园集团（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11312	11618	12668	13940
同比增速	9.9%	2.7%	9.0%	10.0%
1. 水果等产品销售				
收入	10982	11264	12308	13555
同比增速	9.9%	2.6%	9.3%	10.1%
业务收入比例	97.1%	97.0%	97.2%	97.2%
2. 其他业务				
收入	330	353	360	386
同比增速	11.0%	7.0%	2.0%	7.0%
业务收入比例	2.9%	3.0%	2.8%	2.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

百果园作为我国最大的水果零售企业，已具备供应链、渠道规模、品牌形象等核心竞争优势。我们认为，公司推出黄金十年战略，分阶段擘画发展新蓝图，继续深耕全产业链，提升渠道与产品双重品牌形象，一方面加盟连锁门店基本盘稳健增长是经营业绩的压舱石，另一方面发力 ToB 业务有望打开新的增长曲线。

考虑到专营水果零售的上市公司较少，故我们选取 A 股与港股中主营业务涉及水果批零业务的上市公司作为可比公司，横向比较来看，百果园集团在水果批零赛道中已构建深厚壁垒，业务模式成熟，具备长期竞争力。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 116.18/126.68/139.40 亿元，归母净利润为 3.58/3.58/4.23 亿元，对应 EPS 为 0.23/0.23/0.27 元，当前股价对应 PE 为 10.7/10.7/9.1 倍。涉及水果批零业务的可比公司 2024 年平均估值水平为 PE21.9x，目前公司 2024 年估值水平低于行业平均，长期看作为水果零售龙头成长性可观。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：公司 2024 年估值低于涉及水果批零业务的可比公司

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			归母净利润同比增速		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
6689.HK	洪九果品	未评级	57	3.58	16.15	18.49	23.09	3.6	3.1	2.5	11.2%	14.5%	24.9%
601933.SH	永辉超市	买入	208	2.29	0.52	4.82	9.00	399.5	43.1	23.1	扭亏为盈	826.9%	86.6%
603708.SH	家家悦	买入	58	8.99	2.21	3.00	3.76	26.3	19.4	15.5	309.2%	35.8%	25.3%
行业平均								143.1	21.9	13.7			
2411.HK	百果园集团	买入	38	2.42	3.58	3.58	4.23	10.7	10.7	9.1	10.8%	0.0%	18.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2024/2/5，其中永辉超市、家家悦、百果园集团归母净利润采用开源证券研究所预测数据，洪九果品归母净利润采用 Wind 一致预期预测数据；货币单位均为 RMB，人民币：港币汇率为 0.92:1.00）

5、风险提示

消费疲软：受收入预期及经济形势影响，国内居民整体消费疲软，或造成水果零售市场需求增长乏力；

市场竞争加剧：传统电商平台、前置仓生鲜电商等渠道企业入局水果零售行业，或加剧市场竞争，影响公司销售与盈利能力；

品牌升级不及预期：公司十年战略推进品牌升级，消费者接受程度可能不及预期；

渠道扩张不及预期：受消费环境、业内竞争等因素影响，公司的加盟渠道门店开拓进程可能不及预期，影响规模增长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,405	4,730	5,288	5,950	6,693
现金	565	1,466	1,954	2,375	2,825
应收账款	1,156	1,119	1,150	1,254	1,379
存货	247	337	346	377	415
其他流动资产	2,437	1,808	1,838	1,945	2,073
非流动资产	2,015	2,080	1,960	1,821	1,701
固定资产及在建工程	308	450	396	349	307
无形资产及其他长期资产	1,707	1,630	1,564	1,472	1,394
资产总计	6,420	6,810	7,247	7,771	8,394
流动负债	3,057	3,155	3,212	3,391	3,608
短期借款	1,435	1,231	1,231	1,231	1,231
应付账款	361	535	550	599	660
其他流动负债	1,260	1,389	1,431	1,560	1,717
非流动负债	650	635	671	671	671
长期借款	17	104	104	104	104
其他非流动负债	633	531	568	568	568
负债合计	3,707	3,790	3,883	4,062	4,279
股本	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
储备	1,136	1,455	1,813	2,171	2,594
归母所有者权益	2,636	2,955	3,313	3,671	4,094
少数股东权益	77	65	51	37	21
负债和股东权益总计	6,420	6,810	7,247	7,771	8,394

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	284	589	572	467	512
税前利润	258	346	387	387	457
折旧和摊销	118	128	162	139	120
营运资本变动	(61)	156	(14)	(62)	(76)
其他	(3)	(19)	66	32	45
投资活动现金流	(578)	620	(15)	30	15
资本开支	(44)	(174)	-0	-0	-0
其他	(534)	794	(15)	30	15
融资活动现金流	404	(308)	(70)	(76)	(77)
股权融资	-0	-0	-0	-0	-0
银行借款	476	(110)	-0	-0	-0
其他	(72)	(197)	(70)	(76)	(77)
汇率变动对现金的影响	-0	-0	-0	-0	-0
现金净增加额	110	901	488	421	450
期末现金总额	565	1,466	1,954	2,375	2,825

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,289	11,312	11,618	12,668	13,940
营业成本	9,133	9,998	10,268	11,196	12,321
营业费用	452	499	488	532	572
管理费用	303	322	290	393	404
其他收入/费用	5	2	-0	-0	-0
营业利润	271	321	432	395	477
净财务收入/费用	33	33	35	38	35
其他利润	19	58	(10)	30	15
除税前利润	258	346	387	387	457
所得税	36	40	43	43	50
少数股东损益	(9)	(17)	(14)	(14)	(16)
归母净利润	230	323	358	358	423
EBITDA	408	508	584	564	611
扣非后净利润	225	282	368	328	408
EPS(港元)	0.16	0.23	0.25	0.25	0.29

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	16.2	9.9	2.7	9.0	10.0
营业利润(%)	272.7	118.3	34.7	(8.6)	20.6
归属于母公司净利润(%)	2.2	2.9	3.1	2.8	3.0
获利能力					
毛利率(%)	11.2	11.6	11.6	11.6	11.6
净利率(%)	2.2	2.9	3.1	2.8	3.0
ROE(%)	8.7	10.9	10.8	9.8	10.3
ROIC(%)	6.0	7.7	8.0	7.5	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	57.7	55.7	53.6	52.3	51.0
净负债比率(%)	32.7	(4.3)	(18.4)	(28.0)	(36.2)
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.4	9.9	10.2	10.5	10.6
应付账款周转率	26.7	22.3	18.9	19.5	19.6
存货周转率	36.1	34.3	30.1	31.0	31.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4
每股净资产(最新摊薄)	1.8	2.1	2.3	2.5	2.8
估值比率					
P/E	15.8	11.2	10.7	10.7	9.1
P/B	1.5	1.2	1.2	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn