

企業動向報告

2023 年 04 月 06 日

張健民 CFA  
研究部主管  
[ivan.cheung@sinopac.com](mailto:ivan.cheung@sinopac.com)

張雪婷  
研究部副經理  
[samantha.cheung@sinopac.com](mailto:samantha.cheung@sinopac.com)

## 股票資料

股份編號:	2411.HK
市價:	HKD6.35
市值:	約 HKD101 億
市盈率:	25.8x
市帳率:	3.05x
股息率:	1.36%

# 百果園 ( 2411 ) 企業動向報告

## 百果園 (2411.HK)

- 百果園「全稱深圳百果園實業（集團）股份有限公司」，2001 年成立於深圳，是一家集水果採購、種植支援、採後保鮮、物流倉儲、標準分級、營銷拓展、品牌運營、門店零售、資訊科技、金融資本、科研教育於一體的大型連鎖企業。
- 公司未來三大長期目標：(1) 千億級營業收入，水果在中國大陸是一個萬億級市場，只要占 10% 以上，就能夠達到千億級的營業收入 (2) 全球化，連鎖加盟模式適合全球化發展 (3) 打造百年品牌，通過團隊努力，使百果園成為戰略清晰，長期主義，創新進取，持續增長，財務健康，誠信可靠的公司。
- 商業模式：「兩架馬車+三根支柱」。
- 「兩架馬車」即品類品牌和渠道品牌「百果園」、「果多美」，品類品牌方面，公司已有 31 個品類品牌，其中有 10 個目前已經是中國在這些品類中的品類大王，渠道品牌方面，運行模式是貼近社區，以便利店形態存在，既有線下零售，又有及時送貨到家，也有次日達的一個高度一體化單店模型。
- 「三根支柱」為信息技術、資本賦能與農業技術。信息技術方面，公司向消費互聯網及產業互聯網發展；資本賦能方面，公司通過投資一批優秀的種植型供應商和農資農戶型的企業去保障生態建設；農業技術方面，體系內有兩套農業技術方案去有效保證上游的改良。
- 公司的經營戰略是「好吃戰略」，這是一個簡單且有穿透力的戰略，深入公司及供應商的骨髓，同時形成明確的消費者心智。「不好吃三無退貨」有效強化了公司的好吃政策。

## 公司優勢

- 在 2022 年大多數零售公司業績下滑的情況下，百果園實現了門店數，銷售額，毛利率，淨利率，淨利潤的逆勢增長。公司 CEO 將 2022 年的成功簡要歸結於以下三點。
- (1) 水果行業穩定自然增長，在飲食結構中少有改變，形成品牌後能有較高的市場佔有率。百果園 2021 在全國的市場佔有率大概在 1%，在深圳 2021 年的市場佔有率達到 12.6%，2022 的市場佔有率達到 13%。
- (2) 百果園從創立之初便致力於品牌建設，擁有優秀的品牌力，能與零售管道的碎片化、多元化及惡性競爭對抗。品牌建設中包括渠道品牌與品類品牌，渠道品牌建設中，成功成為消費者購買水果的首選，品類品牌建設中，百果園立志打造 100 個品類品牌，現在已成功打造出了 31 個自有品類品牌。
- (3) 百果園構建了極高的競爭門檻，在規模做大的同時，保持持續盈利。百果園經過長期打磨，不斷進化，打造涵蓋全產業鏈的品牌系統。
- 在公司垂直一體化的產業線路圖中，上游全球直採比例超過 80%，擁有 230 餘人的農業技術團隊，從多方面全面介入水果發展。
- 公司基於新鮮度、風味、大小、顏色等指標，把果品分為招牌、A、B 及 C 級四個等級。招牌和 A 級果品主要通過百果園自有品牌銷售，以提高最終產品的附加值，增加顧客粘性。
- 2022 年中，基於 5650 間門店，目前已進入 140 多個城市，終端銷售額達到 145.8 億，to b 銷售額達到 7.23 億。規模銷售達到 113 億，即使在疫情中也達到了 10% 的銷售增長。

- 會員經營體系：2022 年有接近 400 萬會員，而且有近百萬付費會員。同時基於門店搭建的微信社群中，有 2.25 萬個微信社區與 1290 萬的微信果粉。並且已經進入了中國的一二三線城市，單店模式也符合各層級的城市。
- 公域 + 私域流量互轉模型：在公域打造品牌形象，私域提高粘性和復購率，實現真正品效合一。抖音官方帳號有 180 萬粉絲，整個帳號矩陣中有約 300 萬粉絲。

## 財務概覽

人民幣 '000	2022 年	2021 年	變化
收入	11,311,995	10,289,375	9.9%
毛利	1,314,286	1,156,436	13.6%
稅前利潤	346,362	257,527	34.5%
本公司權益持有人應佔利潤	323,297	230,345	40.4%
每股盈利(EPS，人民幣分)	21.55	15.36	40.3%
宣派每股股息 (人民幣分)	7.6	-	0.0%

- 2022 年營業收入為 113 億元，比起 2021 年的 103 億元增長 9.9%。增長原因如下：(1) 門店數量的增長 (2) 同店營業額的增長 (3) 土地銷售的增長。
- 2022 年的毛利潤為 13.14 億元，比起 2021 年的 11.56 億元增長 13.6%。增長遠比收入高，原因如下：(1) 規模效應，供應鏈優勢的提升 (2) 區域經營越來越成熟，毛利空間更高 (3) 自有品牌銷售占比提升，毛利率持續增長。
- 年內利潤，歸母利潤，每股盈利的增長都在 38% 以上。

企業動向報告

2023 年 04 月 06 日

- 净利率從 2021 的 2.2% 增長至 2022 的 2.7%，主要原因有二：  
(1) 毛利率提升 (2) 固定費用率下降，固定費用主要來自於倉配和管理費用，隨著規模擴大，費用率會有下降。
- 整體銷售方面，水果和其他食品銷售依然占總銷售的 97% 以上，是公司經營的重中之重。
- 收入渠道方面，除了直接銷售的提升，收入渠道比例無較大變化。
- To C 的表現主要來源於門店數量增長與同店銷售的增長。
- To B 的表現方面，因為價格的下降，同比增長 38.4%。
- 資金周轉方面，大部分的應收賬款與應付賬款都在 30 天之內，周轉比較快，資金流動性較好。
- 資本開支方面，2022 年中有一項較大提升，資金用於在深圳鹽田自建百果園的總部，花費 1.65 億元。落成後預計在總部的開支下降 30%。
- 净現金流方面，2021 年為 2 億餘元，2022 年為 5 億餘元，約增長 3 億元。主要來源於利潤的提升和應收款的回款。
- 分紅方面，預計每股普通股派息 0.076 元（含稅），合共人民幣 1.2 億元（含稅），占年度淨利潤 31%，基於公司長期發展與淨現金流健康前提下派息。

## 我們的看法

- 百果園是中國最大的水果零售企業，同時擁有國內水果行業最大的分銷網絡，主要競爭對手為洪九果品 (6689.HK)。
- 疫情後消費信心明顯回升，出門機會增多促使購買頻率升高，未來營收上升空間可觀。

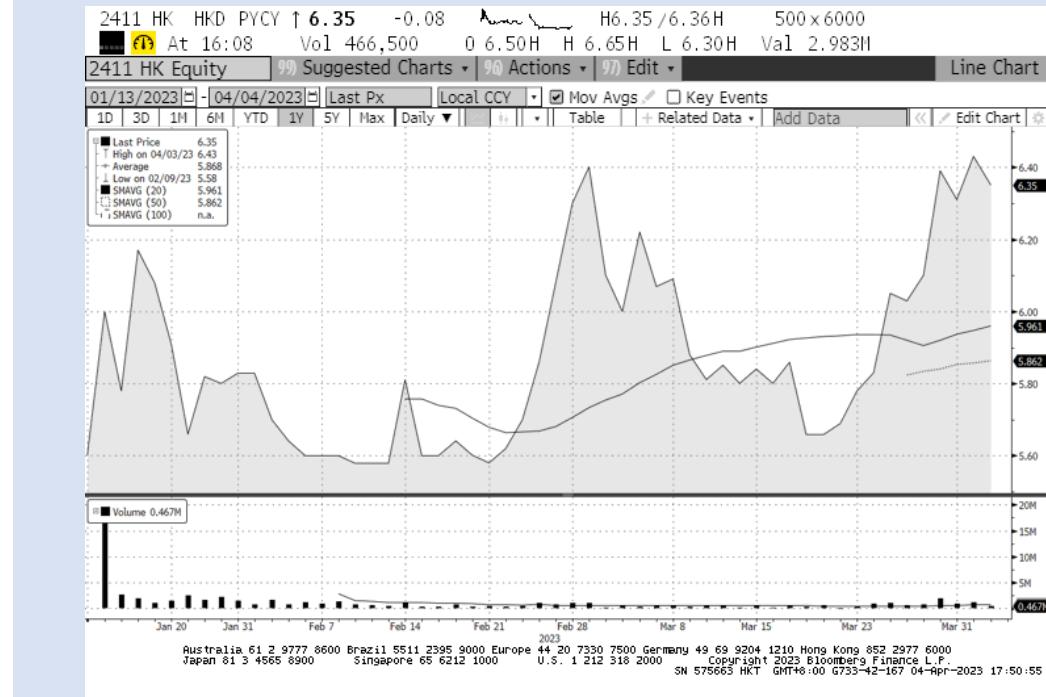
- 百果園上游供應端擁有自己 237 人的採購開發團隊及多套技術方案，全球直採比例超過 80%，貨源穩定，以及能建立自有品類品牌。
- 百果園下游銷售實現數字化、系統化管理，包括公域私域系統、一體化會員營銷系統、倉配物流等等，在一體化產業鏈供貨中，百果園擁有極好的價格決定能力。
- 市場對百果園預期營業收入(Revenue)為 114.88 億元人民幣，公司宣佈淨利潤為 113.12 億元人民幣，低於市場預期 1.53%。
- 市場對百果園預期毛利潤 ( Gross Profit ) 為 13.33 億元人民幣，公司宣佈毛利潤為 13.14 億元人民幣，低於市場預期 1.37%。
- 市場對百果園預期每股盈利 ( EPS ) 為 0.285 元人民幣，公司宣佈每股盈利為 0.216 元人民幣，低於市場預期 24.39%。
- 市場對百果園預期每股派息 ( DPS ) 為 0.087 元人民幣，公司宣佈每股派息為 0.076 元人民幣，低於市場預期 12.64%。
- 儘管百果園業績未能符合預期，但歸母利潤同比上升超過 40%，公司未來發展規劃清晰且上升空間較大，市場看好公司前景，在業績發佈會後公司股價有所上升。
- 基本因素方面，百果園 2022 每股盈利 0.216 元，市場預期 2023 / 2024 年度 ( 12 月結 ) 的每股盈利，將分別上升 71.3% / 26.49% 至 0.37 / 0.468 元，2 年年均複合增長率為 117%；以 2023 年 4 月 4 日收市價 HK\$6.35 ( 5.57 元人民幣 ) 計算，2023 / 2024 年度預期市盈率 ( Price to Earnings Ratio ) ，分別為 15.05 倍 / 11.90 倍，預期派息率則為 1.80% / 2.17%。

## 企業動向報告

2023 年 04 月 06 日

- 綜合彭博社數字，5 家券商對公司買入/持有/沽售分別為 5 家、0 家/0 家，平均目標價 HK\$7.81 較 2023 年 4 月 4 日收市價 HK\$6.35 高 22.99%。
- 股價走勢方面，現價 HK\$6.35 比較 2023 年 1 月 16 日首次公開募股價格 HK\$5.6 至今上升 13.39%，公司對未來發展規劃清晰，所在行業發展穩健上升，值得關注。

**圖 1：百果園股價圖**



資料來源：HKEX, Bloomberg

## 企業動向報告

2023 年 04 月 06 日

### 免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券(亞洲)及／或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券(亞洲)可信之資料來源，但永豐金證券(亞洲)並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及／或法規准許情況下，永豐金證券(亞洲)概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券(亞洲)可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：(a) 本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及 (b) 其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券(亞洲)之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

### 一般披露事項

永豐金證券(亞洲)及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及／或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券(亞洲)可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券(亞洲)一名或以上之董事、高級職員及／或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券(亞洲)在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供之任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

### 根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券(亞洲)有限公司（「永豐金證券(亞洲)」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券(亞洲)集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括永豐金證券(亞洲)）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2023 年 4 月 6 日，若永豐金證券(亞洲)有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

### 分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2021 永豐金證券(亞洲)有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券(亞洲)有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券(亞洲)有限公司概不承擔協力廠商此方面行為的任何責任。