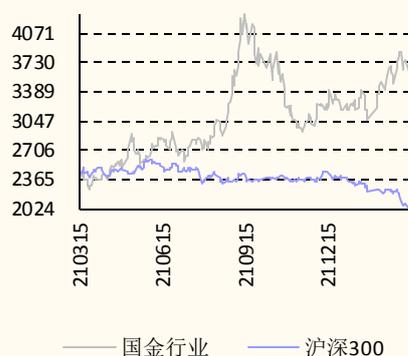


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金其他轻工制造指数	1785
沪深300指数	4175
上证指数	3224
深证成指	12064
中小板综指	12221



相关报告

- 1.《原油价格巨幅波动，成长布局机会凸显-【国金化工】行业研究周报》，2022.3.13
- 2.《电子烟监管政策落地，行业将迎规范化发展-电子烟行业点评》，2022.3.13
- 3.《产能释放带动业绩增长，打开第二成长曲线-【国金化工】建龙微纳...》，2022.3.12
- 4.《国金医药-君实生物深度-新冠小分子中国临床领先，PD-1 冲刺...》，2022.3.11
- 5.《再次彰显成本管控能力，整体业绩稳步提升-【国金化工】宝丰能源...》，2022.3.11

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

水果供应链第一股：分销龙头破茧成蝶，数字化赋能产业链——洪九果品招股书梳理

事件

- **洪九果品发布招股书：国内高端鲜果分销龙头，区域&品类扩张&新渠道驱动成长，盈利能力靓丽。**公司立足榴莲、火龙果等六大高端果品，扎实推进品牌策略进行全区域推广，把握终端渠道变革机会夺取新零售增量份额，20/1H21 营收分别达 57.7/54.2 亿元，同比增速+177.8%/+126%。根据 1H2021 数据计算，公司是国内最大的自有品牌鲜果集团，亦是国内最大的东南亚进口鲜果集团。
- 我们特整理公司招股说明书主要内容要点供广大投资者参考。

投资要件

- **万亿鲜果市场，效率提升是价值获取关键。**根据灼识咨询，2016-2021 年国内鲜果零售市场规模由 0.87 万亿元增至 1.29 万亿元，复合增长率 8.2%；国内鲜果分销市场规模由 0.68 万亿元增长至 1.03 万亿元，复合增长率 8.4%。消费升级驱动高端优质水果需求，进口水果市场扩张迅速，东南亚为主要产地。从产品属性角度，果品基于分散&高损耗的特性，进一步降低单环节价值，效率提升亟待解决。以洪九为代表的头部供应商当前聚焦各环节，通过数字化智能化管理、品牌化之路探索供应链环节的价值变现。
- **竞争优势：构建“端对端”高效供应链体系。**公司在产品层面立足六大果品，优势品类头部地位稳固，公司在泰国的榴莲采购量占中国向泰国进口榴莲总量的 10.6%，全方位打造自有品牌提升附加值。另一方面，聚焦供应链自上而下各环节能力的提升，其中，采购环节提升原产地直采比例，组建东南亚工厂及 400+名当地团队，保证上游果品供应稳定性；分拣环节配备全国 57 个智能分拣中心，实现产地端标准化运作和物流便捷；高效去除中间层级并构建数字化分销网络，运营及周转效率不断升级，2020/1H2021 净利率分别达 11.5%/11.2%。
- **拓区域&拓品类&新渠道驱动中期成长。**公司当前在全国拥有 18 家销售分公司，销售辐射范围 300 个城市，2019/2020/1H2021，公司新签约批发商 268/500/353 家，且新签约批发商提货额呈提升趋势。下游与社区团购、盒马等新兴渠道合作紧密，有望利用新兴渠道价值优势实现自身成长。
- **募集资金主要用于强化供应链布局、自主品牌打造等。**公司本次募集资金，主要用于强化自身水果供应链（采购-物流&仓储-分销及销售）、水果品牌打造及产品推广（终端营销赋能、孵化新品牌等）、数字化系统升级及全球水果产业互联网平台开发、偿还银行贷款补充流动资金等。

风险因素

- 极端天气状况等非人为因素等导致公司业绩发生变动；食品安全、食品质量问题对公司业务产生影响；新果品推广不及预期的风险；现金流不足风险。

内容目录

1 洪九果品：国内领先的高端鲜果分销商	4
2 鲜果供应链：万亿鲜果市场，效率提升是价值获取关键	5
2.1 行业规模：万亿赛道，进口&终端渠道变革引领行业成长	5
2.2 行业趋势：分散&高损耗降低单环节价值，效率提升亟待解决	7
3 竞争力剖析：“端到端”强管控能力的构建	9
3.1 产品&品牌：立足六大果品，全方位打造自有品牌	9
3.2 强供应链：构建“端对端”高效体系，顺应渠道变革趋势快速成长	11
4 财务分析	14
5 募集资金投向	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：洪九果品发展历程梳理	4
图表 2：2019-1H2021 营收及增速	4
图表 3：2019-1H2021 调整后净利润及增速	4
图表 4：截至招股书提交日公司股权结构图	5
图表 5：公司管理团队稳定	5
图表 6：中国鲜果零售市场规模（亿元）	6
图表 7：中国鲜果分销市场规模（亿元）	6
图表 8：未来五年预计增速最快的五大果品预测	6
图表 9：进口水果市场规模增长	7
图表 10：东南亚为进口水果主要产地	7
图表 11：传统渠道主导，新型零售渠道增长	7
图表 12：农业生鲜中游供应链各环节加价及损耗平均水平	8
图表 13：生鲜细分品类各环节加价率与损耗率对比	8
图表 14：2018-1H2021 核心果品收入及增速	9
图表 15：核心果品占总收入比例较高	9
图表 16：公司品牌架构	10
图表 17：公司是中国最大的鲜果分销商、中国最大的东南亚进口鲜果分销商	10
图表 18：国品牌鲜果分销市场规模及品牌化率	10
图表 19：洪九果品品牌化水平远超行业平均	10
图表 20：2019-1H2021 品牌水果产品收入及增速	11
图表 21：2019-1H2021 分品牌销售毛利率	11
图表 22：国内传统鲜果价值链分布 VS 洪九水果流通价值链	11
图表 23：公司销售成本的主要来源于水果采购成本	12

图表 24: 品牌产品销售成本占总销售成本比例大.....	12
图表 25: 公司在核心果品产地建设水果加工厂.....	12
图表 26: 公司的可视化供应链系统.....	13
图表 27: 洪九星桥系统在途货柜管理可视化.....	13
图表 28: 2019-1H2021 分渠道销售收入.....	13
图表 29: 各渠道客户数量变动.....	13
图表 30: 公司新签约批发商数量及单位提货额表现.....	14
图表 31: 公司存货周转天数.....	14
图表 32: 公司应收/应付账款周转天数.....	14
图表 33: 2018-1H2021 公司经营净现金流表现.....	15
图表 34: 公司调整后的 ROE.....	15
图表 35: 公司销售/管理费用占总收入比.....	15
图表 36: 公司募集资金用途及投向.....	16

1 洪九果品：国内领先的高端鲜果分销商

2021年10月29日，重庆洪九果品股份有限公司向港交所递交招股书。从发展历程来看，

2002-2012年：公司初创，积极扩展业务线。2002年，邓洪九和江宗英夫妇共同创立重庆洪九果品有限公司，开启鲜果赛道的创业之路。此后公司积极扩张，2011年业务线扩张至泰国。

2003-2018年：引入战投机构，开始推出自有品牌。2013年，公司更名为重庆洪九果品股份有限公司，改为股份制，同时首次推出自有水果品牌。2016-2018年间，公司先后引入丰会联合、深创投、阳光人寿等机构投资者，同时在国内13个城市成立分公司，2017年成立智利子公司，并将业务扩张至越南。

2019年-至今：业务规模不断扩大，品牌战略全面实施。2019-2020年，公司继续引入包括阿里巴巴在内的多个机构投资者，并在国内4个城市成立分公司，在菲律宾成立子公司。公司不断推进品牌战略，截止2021年6月30日，已经成功打造18个水果品牌。

图表 1：洪九果品发展历程梳理



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 营收&净利润：高成长&强盈利

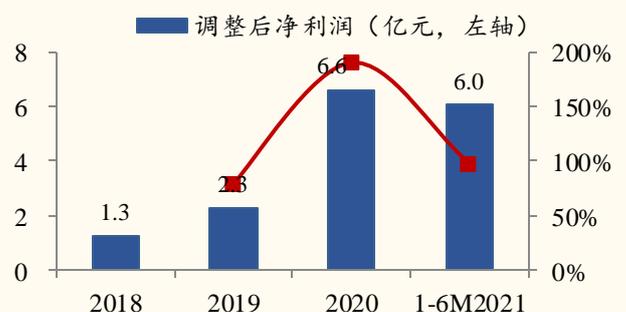
2021年上半年洪九果品营收、经调整净利润分别为54.2、6.04亿元，净利率为11.2%。

2019、2020及1H2021公司营收分别为20.8、57.7及54.2亿元，2020、1H2021营收同比增速分别为+177.8%/+126.0%。2019/2020/1H2021调整后净利分别达2.28、6.62及6.04亿元，净利率分别达11.0%/11.5%/11.2%。

图表 2：2019-1H2021 营收及增速



图表 3：2019-1H2021 调整后净利润及增速



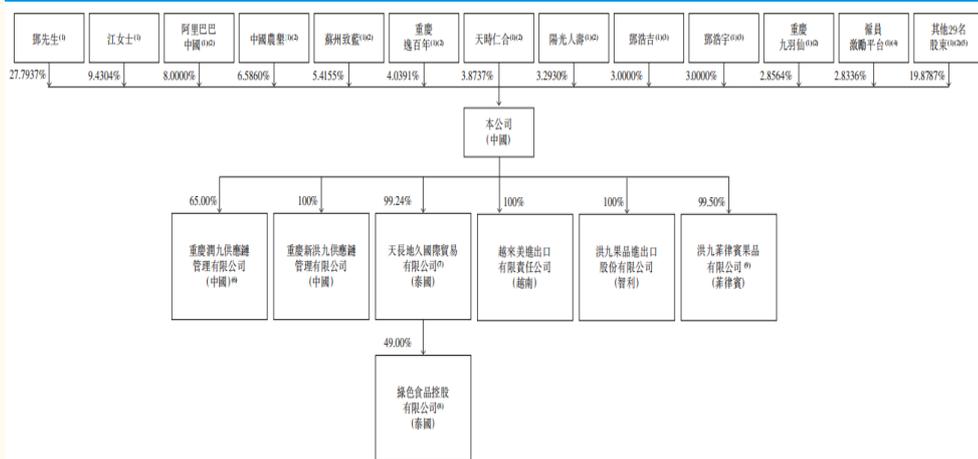
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 股权结构：家族持股 46%

邓洪九先生直接持有公司 27.79% 股份，并通过员工激励平台（重庆合利及重庆合众）持股 2.83%，拥有并控制公司 30.63% 的表决权；其妻江宗英女士持股 9.43%；两人的子女共持股 6%，所附的投票权已排他性地全权委托邓洪九。邓洪九及其家人共可行使公司 46.06% 的表决权，构成控股股东集团。

图表 4：截至招股书提交日公司股权结构图



来源：国金证券研究所

■ 高管团队：创始人从业 35 年，管理团队经验丰富

创始人兼董事长邓洪九拥有 35 年的水果行业从业经验，积累了超过 200 种水果单品的一手运营经验。江宗英女士自公司成立以来担任高管，于水果行业有近 20 年的深厚经验。杨俊文先生自 2013 年担任公司副总经理，此前曾任集团成都分公司的区域总经理。

图表 5：公司管理团队稳定

姓名	职位	加入集团时间	委任高管时间	职责
江宗英	执行董事、总经理	2002年10月	2014年1月	监管公司的营运及管理
彭何	执行董事、常务副总经理	2015年2月	2015年2月	监管公司的营运及管理
杨俊文	执行董事、副总经理	2005年3月	2013年9月	负责公司渠道拓展、商超运营战略规划
谭波	执行董事、副总经理、董事会秘书	2010年5月	2010年5月	领导公司及附属公司财务管理工作、融资及投资者关系管理、信息披露相关工作
向敏	财务总监	2016年3月	2018年5月	监管公司的整体财务事宜

来源：公司公告，国金证券研究所

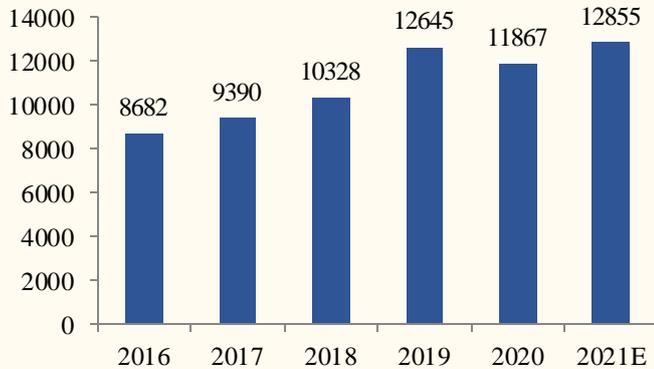
2 鲜果供应链：万亿鲜果市场，效率提升是价值获取关键

2.1 行业规模：万亿赛道，进口&终端渠道变革引领行业成长

根据灼识咨询，2016-2021 年，中国鲜果零售市场规模由 0.87 万亿元增至 1.29 万亿元，复合年增长率 8.2%；中国鲜果分销市场规模由 0.68 万亿元增长至 1.03 万亿元，复合年增长率 8.4%。中国人均年鲜果消耗量由 16 年的约 45 公斤增至 20 年的 55 公斤，远低于《中国居民膳食指南》建议的日均 200-350g（即每年 73-128 公斤）的水果摄入量，鲜果市场仍有进一步增长的潜力。

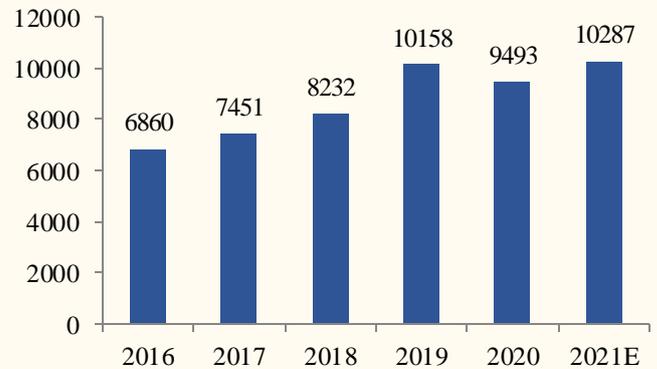
消费升级驱动优质水果需求，榴莲进口规模占比超 20%。持续的消费升级趋势带动了对进口水果及品牌水果等高质量水果的需求，根据灼识咨询，榴莲、樱桃桃、山竹、龙眼及火龙果是 2020 年零售额超过 100 亿元的水果品类中增速最快的五个品类，其中，2020 年榴莲的零售额在进口鲜果品类中排名第一，约占进口鲜果零售总市场规模的 22.2%，预计将为未来五年增速最快的品类。

图表 6: 中国鲜果零售市场规模 (亿元)



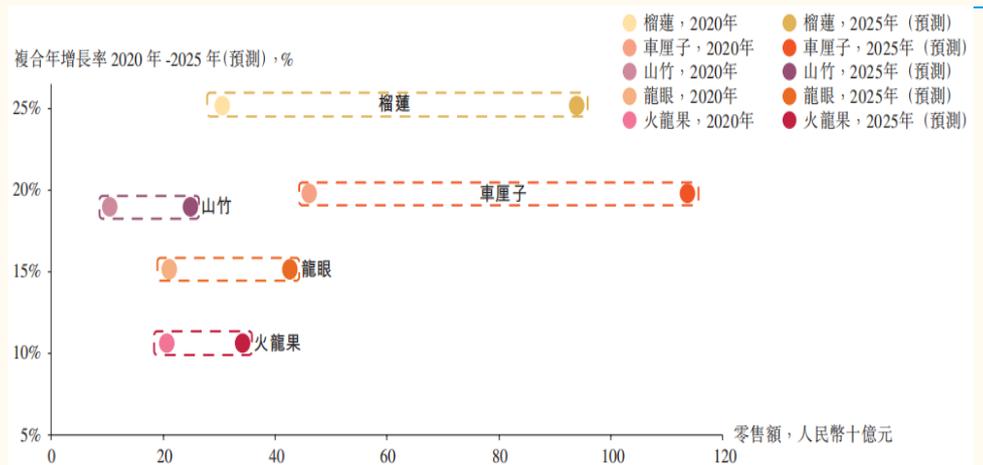
来源: 灼识咨询, 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 中国鲜果分销市场规模 (亿元)



来源: 灼识咨询, 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 未来五年预计增速最快的五大果品预测

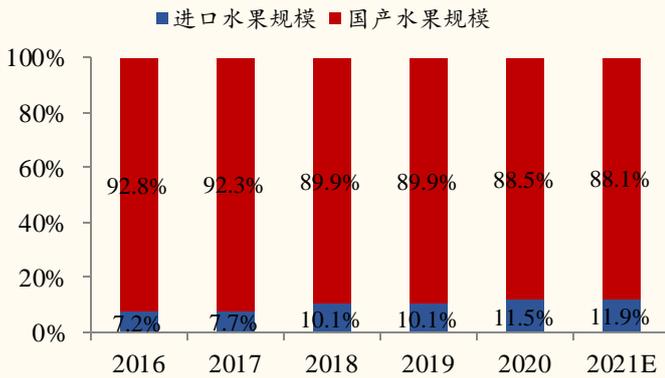


来源: 灼识咨询, 公司公告, 国金证券研究所

进口水果市场扩张迅速，东南亚为主要产地。进口水果的口感好、品类多样化并且能够反季节供应，根据灼识咨询，中国进口鲜果市场规模已经由 2016 年的人民币 621 亿元增长至 2020 年的 1,367 亿元，复合年增长率约为 21.8%。在水果进口产地中，东南亚地区为进口鲜果的最主要产地。2020 年东南亚进口水果的零售额约占中国进口鲜果零售总市场规模的 50.9%。

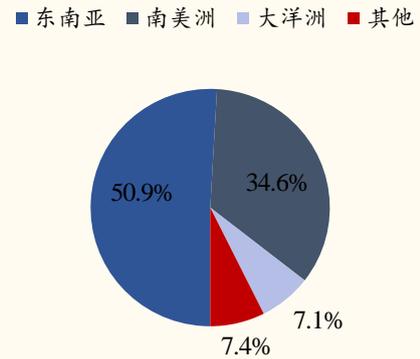
传统渠道仍占主导，新兴零售渠道快速增长。从渠道结构来看，商超、夫妻老婆店、菜市场等传统渠道仍然为中国鲜果零售的主要渠道，根据灼识咨询，2020 年约占中国鲜果零售总市场规模的 77.7%。同时，新兴零售渠道（包括小区团购、连锁小区生鲜店、实时电商及综合电商）快速兴起，市场规模自 2016 年至 2020 年的复合年增长率为 40.7%，2020 年占据中国鲜果零售总额的 22.3%。

图表 9: 进口水果市场规模增长



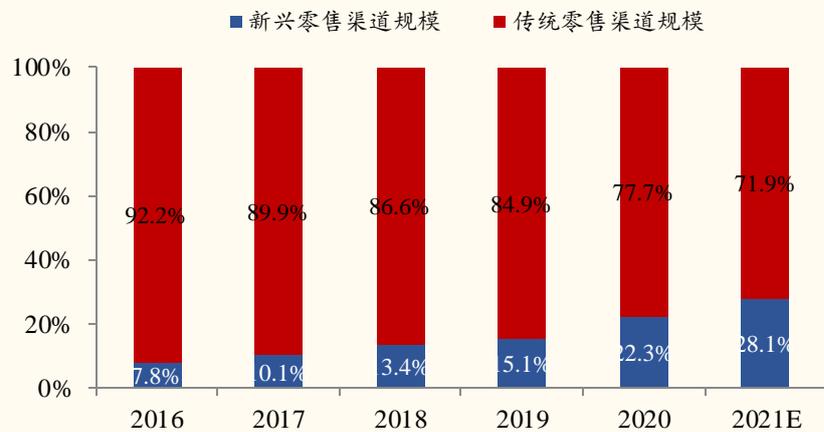
来源: 灼识咨询, 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 东南亚为进口水果主要产地



来源: 灼识咨询, 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 传统渠道主导, 新型零售渠道增长

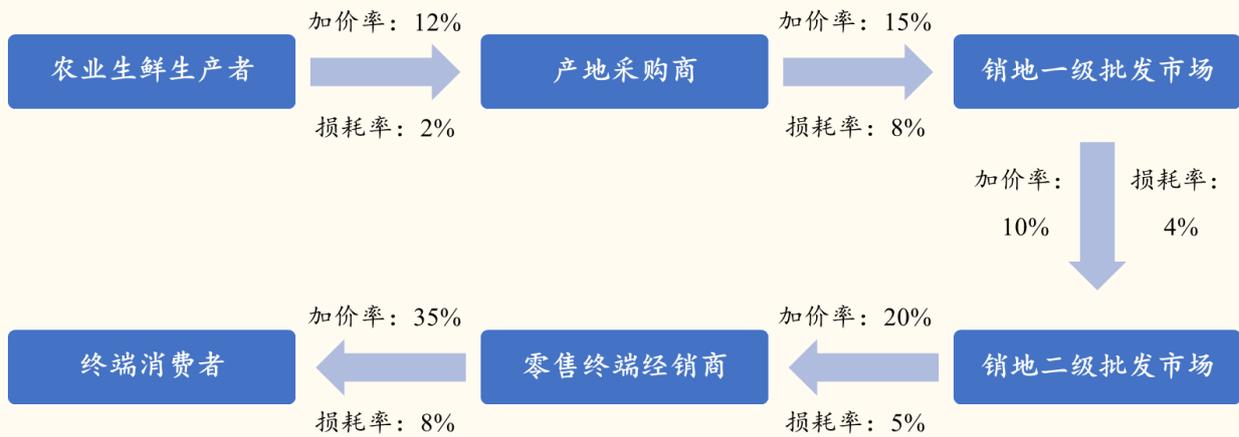


来源: 灼识咨询, 公司公告, 国金证券研究所

2.2 行业趋势: 分散&高损耗降低单环节价值, 效率提升亟待解决

从产品属性角度, 水果为非标准化产品, 种植端和零售端均较为分散, 从果园到零售商的价值链可分为采摘、分选、包装、保鲜、储存、运输等多道程序, 而大部分分销商仅能覆盖一部分程序, 因此形成了冗长、高度分散且涉及众多中间商的行业价值链。此外, 相比其他生鲜, 果蔬类损耗率更高。大部分水果分销商难以垂直打通水果产业链, 只能在产业链中承担有限环节, 进而导致分销流程涉及多层中间商。漫长的分销过程不可避免地导致高损耗率、鲜果的运输半径及销售覆盖范围受限。因此, 鲜果分销商大部分利润低、规模较小, 难以在行业中形成话语权。

图表 12: 农业生鲜中游供应链各环节加价及损耗平均水平



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 13: 生鲜细分品类各环节加价率与损耗率对比



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

鲜果供应缺乏标准化, 导致格局高度分散, 分销效率亟待提升。在种植端, 由于受意外天气状况及采用的种植技术(众多小规模果园采用的种植技术差异很大)影响, 难以确保统一的水果种植。在鲜果分销环节, 水果的加工、包装、仓储、运输环节分别可能由多家参与者参与, 各家品控不一, 运作程序无统一标准, 导致无法维持鲜果供应的稳定和各批次质量的一致。

当前数字化程度低。多层级的分销模式形成了信息不对称, 对数字化供应链及库存管理的有效数据收集构成挑战。此外, 对于运输、仓储缺乏有效监控, 导致货物无法及时溯源, 进而影响果品和货架期, 甚至造成食品安全问题。缺乏来自零售商有关消费者偏好的充足数据及洞察, 分销商难以紧贴市场趋势作出以数据为导向的采购决策。

■ 鲜果分销商的破局之道如何建立

全面的品牌组合。全面的品牌组合是公司综合竞争力的体现, 可提升客户对产品的认可度。通过建立品牌组合, 领先公司可提升品牌知名度并享有价格溢价。此外, 领先公司能够在打造新品牌方面复制其过往成功做法从而进一步提升其市场地位。

强大的采购及整合能力。当前，部分头部公司已与生产地果园深度合作，并规范催花、疏果、采摘、分级、保鲜等环节。领先公司亦可受益于数字化及垂直整合的供应链及能够向客户提供高效及全面的服务，包括直接采购、高效物流及定制解决方案。同时，整合供应链有助于水果分销商减少多余的中间层级，降低成本，因而可提升其盈利能力及竞争优势。

广泛的销售及销售网络。拥有全面销售及销售网络的行业领先公司可动态调整对不同渠道的供应，并通过满足客户多样化的需求有效地把握行业的最新趋势。此外，拥有广泛销售渠道的水果分销商维持庞大及稳定的采购量，使其可获得更优质、采购成本更低的果园资源。

数字化能力。行业领先公司可通过采用新兴技术，实现以数据驱动的经营及决策。例如，使用物联网及大数据分析可促进采购、配送、仓储及销售管理。在先进技术的推动下，领先公司可有效地实时监察异常情况并及时进行干预，从而可减少采摘后损失，提高效率，并确保产品质量。

3 竞争力剖析：“端到端”强管控能力的构建

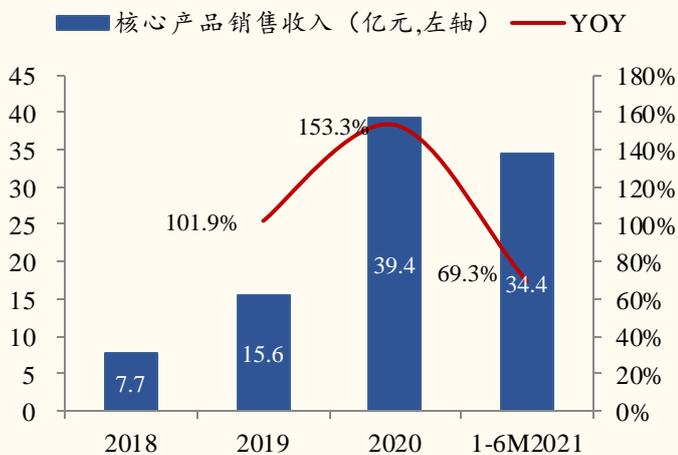
3.1 产品&品牌：立足六大果品，全方位打造自有品牌

■ 重点布局六大核心进口果品，榴莲占比超 35%

公司以榴莲、山竹、龙眼、火龙果、樱桃、葡萄六大水果产品为核心，形成了涵盖来自全球 100 多个原产地和 49 个水果品类的水果产品组合。

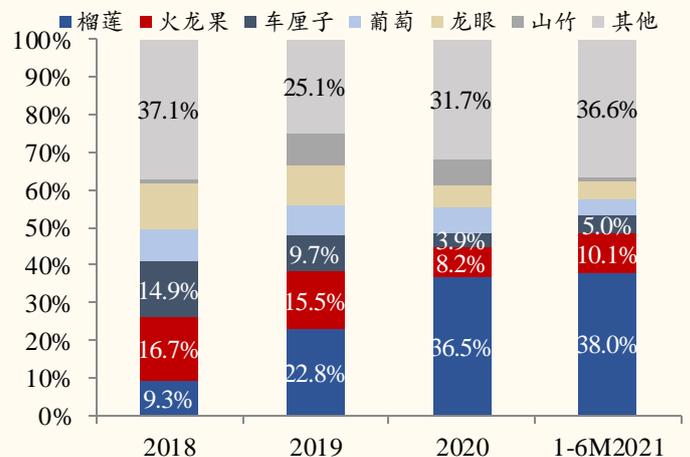
收入以六大成长型果品为主，其他品类积极开拓中。2019、2020 及 1H2021，六大核心水果产品的销售额分别为 15.6、39.4 及 34.4 亿元，营收占比分别达 74.9%/68.3%/63.4%，核心产品收入占总收入比例较高，伴随客户需求多元化，其他水果品类收入占比亦不断提升，公司非核心产品销售量逐渐增加。

图表 14：2018-1H2021 核心果品收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：核心果品占总收入比例较高



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 扎实推进品牌策略，品牌认可度稳步提高

公司致力于提升公众对“洪九果品”的品牌认知，根据不同品级和品类的水果打造子品牌，当前已经成功打造 18 个水果品牌，涵盖采购自国内外的 14 种水果，六大核心水果产品均已形成自有品牌。

图表 16: 公司品牌架构



来源：公司公告，国金证券研究所

品牌化程度高于行业平均。2020 年中国品牌鲜果分销市场品牌化率为 30%，而洪九果品 2019、2020 及 1H2021 品牌水果产品收入占总收入的比例达到 75.0%/76.2%/73.0%，远超行业平均水平，是中国品牌水果产品引领者。2019、2020 及 1H2021 公司品牌水果产品收入分别为 15.8、44.0 及 39.6 亿元，2020/1H2021 品牌产品收入增速分别为 +178.7%/+226.7%。2019/2020/1H2021 毛利率分别达 19.7%/17.5%/16.3%。

图表 17: 公司是中国最大的鲜果分销商、中国最大的东南亚进口鲜果分销商

	1H2021 自有品牌鲜果销售额		1H2021 东南亚进口鲜果销售额	
	销售收入 (亿元)	市场份额 (%)	销售收入 (亿元)	市场份额 (%)
洪九果品	40	2.20%	26	5.10%
公司A	35	2.00%	24	4.80%
公司B	23	1.30%	15	2.90%
公司C	22	1.20%	12	2.30%
公司D	18	1.00%	9	1.80%

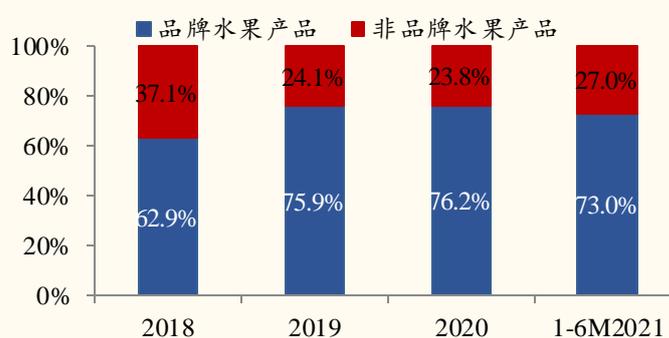
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: 国品牌鲜果分销市场规模及品牌化率



来源：灼识咨询，公司公告，国金证券研究所

图表 19: 洪九果品品牌化水平远超行业平均



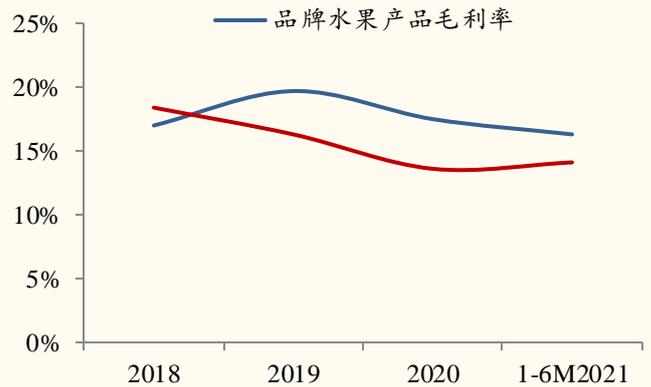
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20: 2019-1H2021 品牌水果产品收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 2019-1H2021 分品牌销售毛利率

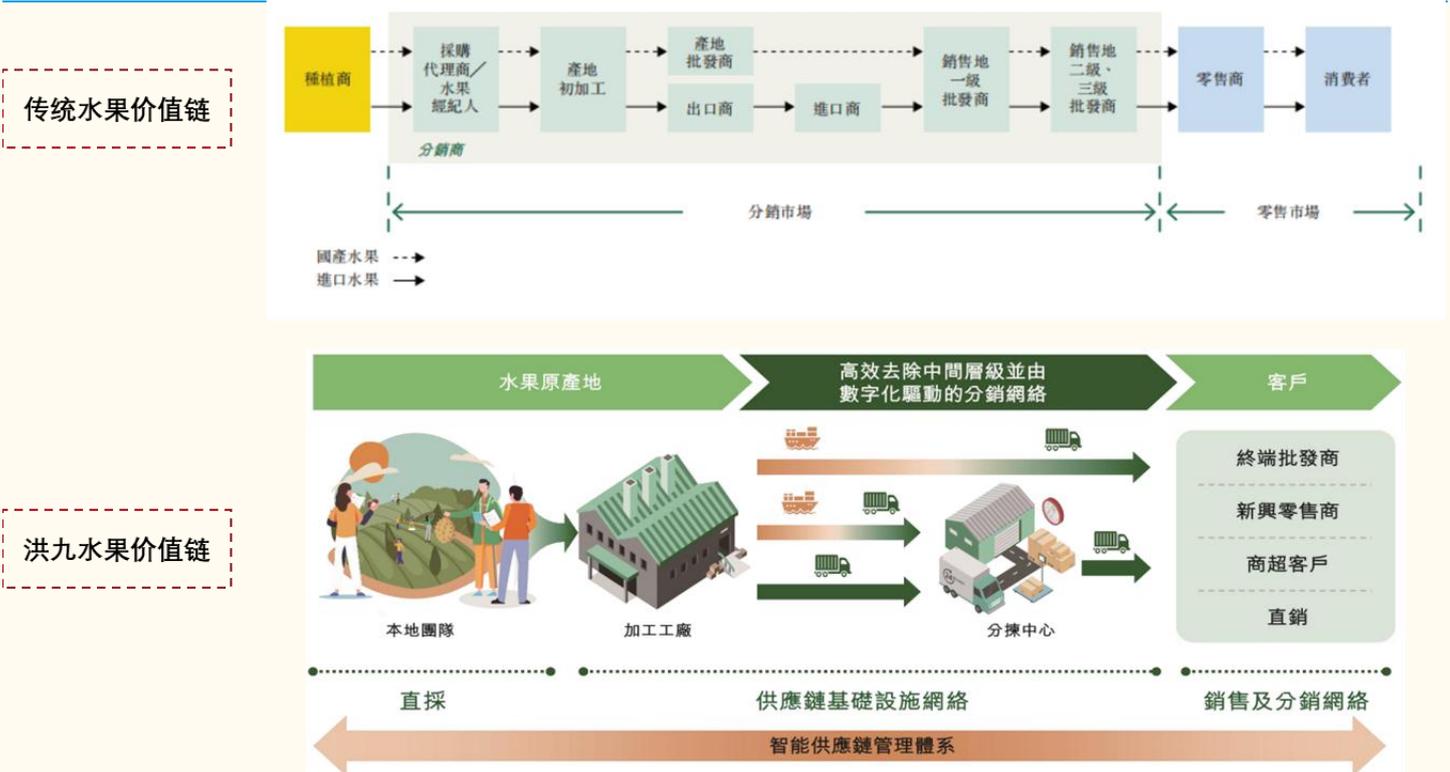


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 强供应链: 构建“端对端”高效体系, 顺应渠道变革趋势快速成长

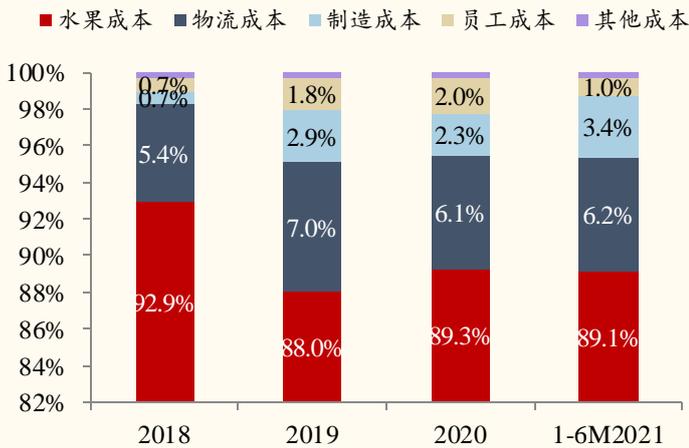
凭借先进的数字化能力, 洪九果品成功打造“端对端”新鲜水果供应链, 通过原产地直采、标准化加工及数字化供应链管控, 专注高端进口水果和高质量国产水果的全产业链运营, 着力实现“全球水果链, 共享幸福果”的公司愿景。

图表 22: 国内传统鲜果价值链分布 VS 洪九水果流通价值链



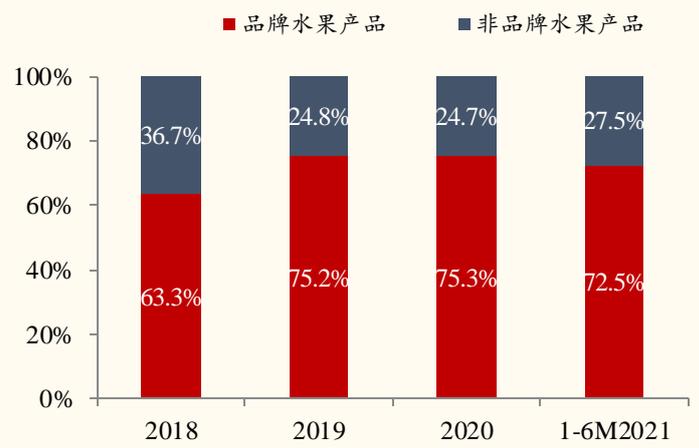
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 公司销售成本的主要来源于水果采购成本



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 品牌产品销售成本占总销售成本比例大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 深入水果产地的采购布局

高比例原产地直采, 从源头保证产品质量。洪九果品在泰国、越南等核心水果品类原产地拥有 16 个水果加工厂, 并组建了近 400 名雇员的当地团队。1H2021, 公司从榴莲、山竹、龙眼及火龙果原产地直接采购的比例为 87.6%, 其中, 在泰国的榴莲采购量占中国向泰国进口榴莲总量的 10.6%。

■ 完善的供应链基础设施网络

核心果品产地建立加工厂, 分拣中心遍布全国, 实现产地端标准化运作和物流便捷。公司的 16 个水果加工厂全部位于核心水果品类的原产地越南和泰国, 将公司的供应链工作与当地果农无缝衔接, 同时在全国各地拥有共 57 个配备智能器械的分拣中心, 对水果进行自动称重和分拣、贴签, 配合加工厂形成完善的基础物流链条, 为产品新鲜度、供应链的高效率和低损耗提供有力保障。

图表 25: 公司在核心果品产地建设水果加工厂



位於泰國的龍眼加工工廠



泰國山竹加工流水線



位於越南的火龍果加工工廠



泰國榴蓮加工現場

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 高效去除中间层级并由数字化驱动的多渠道分销网络

洪九星桥系统实现供应链全覆盖，有效缩减流通层级，提升运营效率。公司独有的洪九星桥系统，通过全球货柜管理、采购和分销等不同模块实现了“采、运、销”全业务链集成管控，并通过交互界面呈现果园、销售端及在途数据，形成可视化供应链管理方式，直观、准确、快捷地监控全业务价值链。公司触达全球的强大供应链打破了水果行业传统的多层级流通模式，提供综合一站式解决方案，降低了损耗率，实现协同效应。

图表 26: 公司的可视化供应链系统



图表 27: 洪九星桥系统在途货柜管理可视化



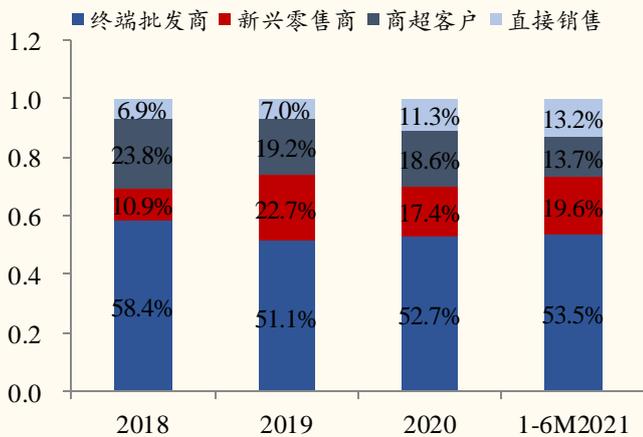
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

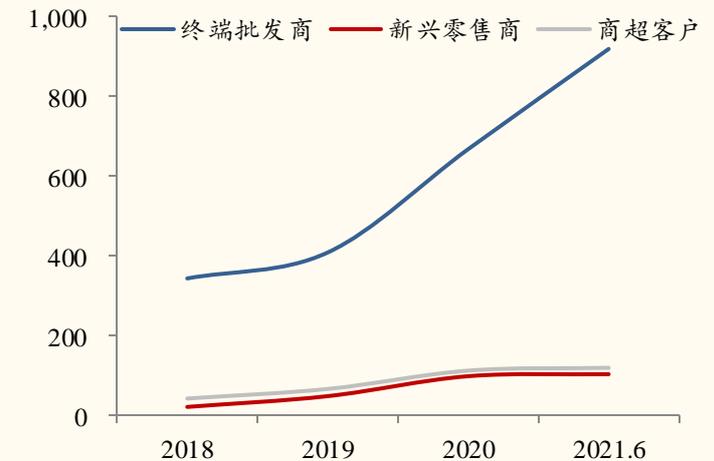
销售及分销网络覆盖全国，及时触达各类型客户。公司在全国拥有 18 家销售分公司，销售辐射范围达 300 个城市，并在全国范围内覆盖了各类水果销售渠道，包括终端批发商、商超及新兴零售渠道。通过涵盖广泛销售终端网络的销售渠道，公司实现对不同区域的渗透及覆盖，使各类水果产品有效触及拥有多样化需求的各类消费人群。2019/2020/1H2021，公司新签约批发商 268/500/353 家，且新签约批发商提货额呈提升趋势。

抓住新零售消费趋势，顺应渠道变革快速成长。随着消费升级加快，新兴零售渠道（实时电商、小区团购及综合电商）在中国鲜果市场日益重要。洪九果品的分级及包装能力，以及将大包装水果分拣成不同规格的小包装水果的能力，能够满足新兴零售商对标准化小包装的水果产品的需求。2019/2020/1H2021，公司新兴零售商渠道的收入分别为 4.7/10.1/10.6 亿元，占总收入比为 22.7%/17.4%/19.6%。

图表 28: 2019-1H2021 分渠道销售收入



图表 29: 各渠道客户数量变动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 公司新签约批发商数量及单位提货额表现

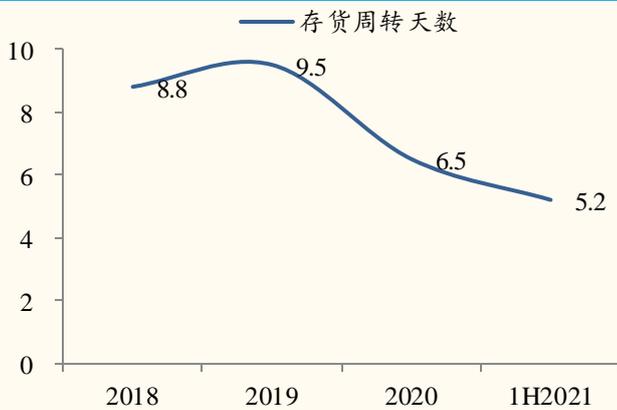


来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 1H2021 为半年度收入

4 财务分析

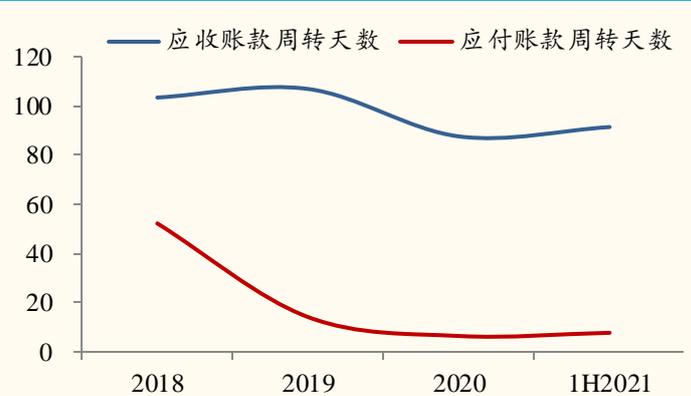
存货周转呈加快趋势, 抢占上游优质果品资源占用部分现金流。存货周转方面, 由于新鲜水果极易腐烂, 且大多数水果必须在收获后短时间内上市销售, 公司不断提升存货管理及分配的效率, 存货周转不断加快。同时, 为保证于优质水果产品供应商的关系, 向上游供货商支付预付款以确保优质水果的采购, 应付账款周转天数呈缩短趋势。2019/2020/1H2021 公司净经营性现金流分别为-4.5/-8.0/-8.4 亿元。

图表 31: 公司存货周转天数



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 公司应收/应付账款周转天数



来源: 公司公告, 国金证券研究所

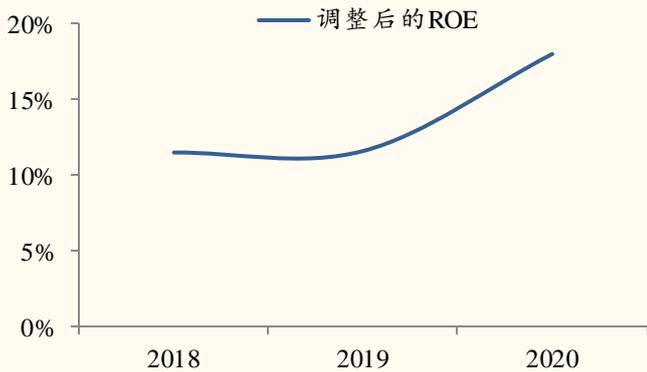
图表 33: 2018-1H2021 公司经营净现金流表现



来源: 公司公告, 国金证券研究所

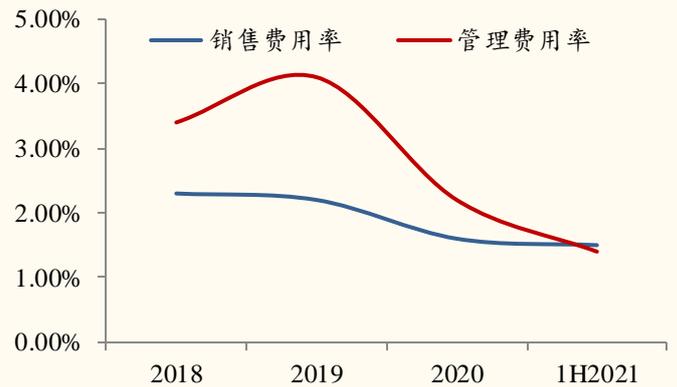
ROE 呈增长趋势, 管理及销售费用率呈下降趋势。随着公司业务的不扩张, 逐渐形成规模经济效益, ROE 不断上升, 管理费用增速, 管理费用率呈下行趋势。同时, 由于公司品牌知名度、客户认可度提升, 以及“端对端”高效供应链支持, 销售和营销工作的成本效率逐渐提升。

图表 34: 公司调整后的 ROE



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 公司销售/管理费用占总收入比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

5 募集资金投向

公司本次募集资金, 主要用于强化自身水果供应链 (采购-物流&仓储-分销及销售)、水果品牌打造及产品推广 (终端营销赋能、孵化新品牌等)、数字化系统升级及全球水果产业互联网平台开发、偿还银行贷款补充流动资金等。

图表 36: 公司募集资金用途及投向

募集资金用途	具体资金用途
强化水果供应链	<p>生产和采购: 增加合作果园以加强于原产地的采购能力; 扩大当地服务团队; 租赁或建设水果加工厂; 投资有关水果采摘、分级、保鲜、催熟及储藏的研发</p> <p>扩大销售及分销网络: 逐步在全国设立其他销售分公司; 增聘雇员负责客户开发, 设立更多调度终端</p> <p>强化物流及仓储管理: 建设更多分拣中心; 在价值链各环节配置更多物联网及其他先进技术; 提升物流及仓储的数字化信息化程度</p>
水果品牌打造及产品推广	<p>提高在线及线下销售: 在线上线下终端增加营销展位及营销活动; 投入培训营销团队</p> <p>品牌广告投放: 开设及优化品牌水果品牌专区及展位以增加曝光率; 推出更多符合消费者需求的产品, 升级品牌水果包装设计; 借助新媒体营销、内容营销及 KOL 加大广告的投入。</p> <p>孵化新品牌: 进行广告制作、产品包装设计 & 品牌营销定位; 计划创建新品牌</p>
数字化系统升级及全球水果产业互联网平台开发	<p>进一步开发及升级数字化系统: 投入资金进行软件开发、系统部署、人员培训, 及购置精准生产、精细管理及精准管控和精准策所需硬件设备。</p> <p>整合上下游合作伙伴资源, 打造全球水果产业互联网平台: 协助价值链参与者实现资源对接、信息技术共享、标准化等活动</p>
偿还银行贷款、补充流动资金需求及其他一般企业用途	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

极端天气状况等非人为因素等导致公司业绩发生变动。 由于公司主营鲜果流通和分销业务, 鲜果种植易受暴风雨、冰雹、旱灾、极端温度和台风等极端天气状况以及地震、火灾和洪水等自然灾害的影响, 且该类因素具有不可预测性, 不利的条件会降低收成规模及质量, 并导致若干水果的供应及价格产生较大波动, 进而对公司业绩。

食品安全、食品质量问题对公司业务产生影响。 若公司未能及时监控并发现从采购到销售的质量控制, 则可能面临食品污染 (尤其是农药残留过量) 及责任索赔的固有风险。

新果品推广不及预期的风险。 若公司甄选、采购的新型果品未能得到国内消费者的认可, 则可能导致销量不达预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402