

宏辉果蔬(603336.SH)
行业：农业服务业

一体化的果蔬服务领跑者

宏辉果蔬是一家集果蔬产品的种植管理、采后收购、产地预冷、冷冻仓储、预选分级、加工包装、冷链配送于一体的专业农产品服务商。公司本次公开发行股份数量不超过3,335万股，占发行后总股本的比例不超过25.01%，上市日期2016年11月24日，新股发行价为9.31元/股。

投资要点：

- ✧ 国内，居民消费升级的驱使下，超市替代农贸市场以及居民对高品质果蔬的消费升级双重利好果蔬服务业。凭借自身的竞争优势，宏辉果蔬采取拓展市场区域、新增商超客户和下沉渠道的发展策略，该策略被过往业绩证明是富有成效的。募资的加工配送基地是对原有加工基地的扩充，有利于公司重点覆盖华北、华东和华南地区并提高相应地区的市场渗透率。预计公司内销营收增速高于行业需求的复合增长率。国际，随着公司质量把控能力的进一步加强，预计能获得更多国家和地区的认可和准入，外销市场发展空间巨大。同时，受益于人民币贬值，外销市场价格优势逐渐凸显，外销的收入和占比均将提升。
- ✧ 宏辉果蔬近年毛利率下降由于以下三个原因：超市转变收费模式、主营外销转内销以及价格促销抢占市场。其中，超市转变收费模式是毛利率下降的主要原因，但此并不反映公司真实毛利率的变化，且预计未来此影响不再持续。内销外销兼具利好，预计公司未来毛利率将企稳回升。国内，随着新建加工配送基地落成使用，生产效率将得到提高，并对果蔬产品按品质分类差异化定价，预计有利于内销毛利率企稳回升。国际，外销毛利率与人民币币值呈现负相关关系，随人民币贬值，外销毛利率回升。
- ✧ 我们预计公司归母净利润0.58亿元、0.65亿元、0.77亿元，对应2016~2018年摊薄EPS分别为0.44元、0.49元、0.58元。我们参考可比公司2016PEG水平给予宏辉果蔬2016PEG区间2.90~3.50，对应2016PE区间31~37，目标价格区间13.64~16.28元。
- ✧ **风险提示：**市场拓展受阻的风险，经营毛利率持续下降风险、应收账款过高风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	632	699	769	841
收入同比(%)	22%	11%	10%	9%
归属母公司净利润	63	58	65	77
净利润同比(%)	35%	-7%	13%	17%
毛利率(%)	17.9%	16.6%	16.9%	17.4%
ROE(%)	15.3%	12.5%	12.5%	13.0%
每股收益(元)	0.47	0.44	0.49	0.58

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：彭倩晖
 S0960516110003
 0755-82023473
 pengqianhui@china-invs.cn

新股发行价格：9.31 元/股
基本资料

新发行股本(万股)	3,335万股
发行后总股本(万股)	13,335万股
发行前一年 EPS ²⁰¹⁵ (元)	0.47
发行后摊薄 EPS ^{2016E} (元)	0.50
发行前每股净资产(元)	3.06
上市时间	2016.11.24

相关报告

目 录

一、公司简介：专业的果蔬产品服务商	5
1.1 公司概况：果蔬采购、加工和冷链流通的综合服务商.....	5
1.2 股权结构：控股股东拥有绝对控制权	7
二、果蔬服务业：供需失衡，行业发展潜力巨大	8
2.1 国内蔬果需求的提升和产出的增长，蕴含巨大的内销市场.....	8
2.1.1 需求：国内城镇居民人均蔬果消费需求持续上升	8
2.1.2 供给：蔬果和水果产量复合增长较快，产量大但损耗严重.....	8
2.1.3 需求多元 VS 果蔬的城乡、地域和季节性，孕育国内果蔬服务商机.....	9
2.2 国际果蔬结构差异催生对果蔬服务的需求，东南亚市场增速较快.....	10
2.2.1 果蔬进出口结构不对称，进口较出口增速在拉大	10
2.2.2 东南亚市场快速增长，北美和欧洲市场存在较大拓展空间.....	11
2.3 果蔬服务业有待规范发展以满足果蔬消费升级的需求.....	13
2.3.1 消费升级：国内外果蔬消费者需求量质齐升	13
2.3.2 产业整合：产业一体化经营成为行业发展趋势	13
2.3.3 标准趋严：质量与安全成为产品核心竞争力	14
2.3.4 技术发展：冷链技术成为企业技术发展重点	14
三、公司经营分析：盈利能力强劲的果蔬服务企业	15
3.1 一体化经营和产品质量优势护航高于行业的营业收入增速.....	15
3.1.1 水果供应是宏辉果蔬最主要收入来源	16
3.1.2 宏辉果蔬出口转内销，且华东、西南和华北是国内主要市场.....	16
3.1.3 宏辉果蔬优选国内外大型超市和大型经销商作为其客户	18
3.1.4 宏辉果蔬作为果蔬服务商的竞争优势	20
3.2 毛利率持续下降	22
3.3 销售费用、管理费用和财务费用管控能力强	24
3.4 自有冷库储藏能力已满负荷运作	25
3.5 宏辉果蔬目前市场分布	26
四、发展前景.....	27
4.1 行业发展展望	27
4.2 公司募投项目的动因分析	27
4.3 公司经营计划	28
4.3.1 国内市场扩张计划	28
4.3.1 国际市场扩张计划	28
4.4 募集资金投资项目的具体情况	28
4.5 公司发展的展望	29
4.5.1 市场拓展得力，超越行业的营收增长率值得期待	29
五、盈利预测与估值	31
5.1 盈利预测	31
5.2 估值	33

图目录

图 1 宏辉果蔬公司业务范围	5
图 2 宏辉果蔬涵盖的生鲜果蔬服务流程	5
图 3 08-14 年干鲜果品类零售市场成交额(亿元).....	8
图 4 08-14 年蔬菜类零售市场成交额(亿元).....	8
图 5 06-14 年城镇蔬菜产出复合增长率 4.38%	8
图 6 06-14 年城镇水果产出复合增长率 5.45%	8
图 7 05-15 年我国蔬菜、水果、坚果等制品的出口金额复合增长率达 9.09%	10
图 8 05-15 年我国蔬菜、水果、坚果等制品的进口金额复合增长率达 19.08%	10
图 9 05-12 年东南亚地区蔬菜和水果进口金额及增长率	11
图 10 05-12 年北美地区蔬菜和水果进口金额及增长率	12
图 11 05-12 年欧洲地区蔬菜和水果进口金额及增长率	12
图 12 产业一体化经营的优势	14
图 13 质量与安全成为产品核心竞争力	14
图 14 宏辉果蔬 2011 年以来的营业收入及收入增长率	15
图 15 水果占宏辉果蔬的收入占比约稳定在 90%	16
图 16 宏辉果蔬 2015 年的地区收入占比，其中华东、华南、西南和亚洲东南亚是主要销售地区	16
图 17 宏辉果蔬的收入由出口转内销	16
图 18 大型超市的商品销售额增长较快	18
图 19 宏辉果蔬在果蔬流通领域的一体化	20
图 20 宏辉果蔬质量控制的各流程和节点	21
图 21 宏辉果蔬 2015 年的品种收入占比，其中苹果、梨、柑桔橙和葡萄占水果收入 90%	22
图 22 宏辉果蔬的毛利率和销售费用率逐年下降.....	22
图 23 超市费用收取方式的改变使内销销售费用下降明显.....	23
图 24 内销超市客户扣除超市费用前后毛利率的对比.....	23
图 25 宏辉果蔬包括内销和外销扣除超市费用后的综合毛利率和销售费用率	23
图 26 内销和外销毛利率,外销毛利率高于内销.....	23
图 27 扣除超市费用前后的销售费用率对比.....	24
图 28 管理费用占营业收入的比重逐渐下降并稳定在 2.2% 左右	24
图 29 财务费用占营业收入的比重较低	24
图 30 公司基地及采购布局	26

表目录

表 1 宏辉果蔬业务模式具有较高的商业价值及社会效应.....	6
表 2 实际控制人的持股比例接近 60%.....	7
表 3 宏辉果蔬在各地区的营业收入增长速度.....	17
表 4 宏辉果蔬内销前五大超市的营业收入及增长率.....	18
表 5 宏辉果蔬前五大超市的营业收入及增长率.....	19
表 6 自有仓库历年结存数量 (吨)	25
表 7 租赁仓库历年结存数量 (吨)	25
表 8 租赁仓库历年结存数量 (吨)	26
表 9 拟投入项目具体资金使用计划	29
表 10 营业收入增速的假设	31
表 11 毛利率的假设	31
表 11 可比公司估值情况 (截至 2016 年 11 月 22 日)	33

一、公司简介：专业的果蔬产品服务商

1.1 公司概况：果蔬采购、加工和冷链流通的综合服务商

宏辉果蔬主要从事水果、蔬菜等农产品的收购、初加工及流通服务，主要产品包括约46个品类的水果、约43个品类的蔬菜以及部分品类的水产品，品种涵盖全国南北及进口的各式特色果蔬。

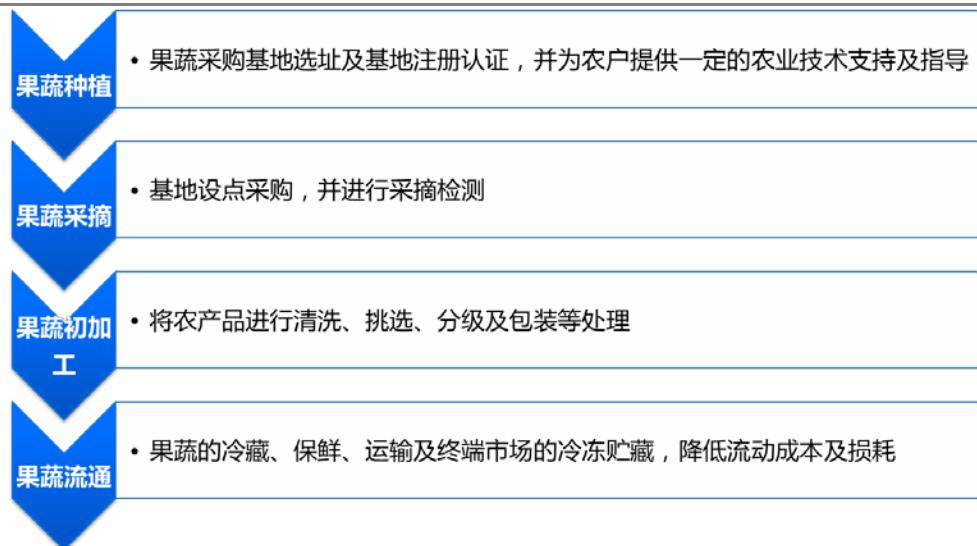
宏辉果蔬通过“标准化基地管理、闭环式质量控制、无缝式冷链配送、一站式产品供应”的产业一体化经营模式，为果蔬产业各个环节提供综合、全面的服务：

图 1 宏辉果蔬公司业务范围



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

图 2 宏辉果蔬涵盖的生鲜果蔬服务流程



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

宏辉果蔬采用 GLOBALGAP、ISO22000 (HACCP)、ISO9001 等国际质量体系，并取得国内永辉超市、百佳、华润万家(含国内 TESCO)、新华都、联华超市、步步高、华联综超、家家悦、上蔬永辉、卜蜂莲花、物美超市、大润发、新加坡巨人超市及 Cold Storage、泰国万客隆及 TESCO、马来西亚 ECONSAVE(宜康省)、GCH Retail 及 THE STORE (MALAYSIA) SDN. BHD、菲律宾 Rustan、柬埔寨 DFI Lucky、加拿大 T&T (大统华) 等大型超市客户和大型电商京东的供应商审核认证，同时还取得加拿大、澳大利亚、美国、智利、香港、东南亚等国家和地区果蔬准入许可，建立符合国际标准的质量控制体系，将产品质量与安全的管理深入到果蔬产业链的各个环节，业务模式具有较高的商业价值及社会效益：

表 1 宏辉果蔬业务模式具有较高的商业价值及社会效益

	利益相关人	公司方案	商业价值	社会效应
种植环节	农户	标准化基地 管理模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 稳定采购来源 ● 从源头进行质量控制 	<ul style="list-style-type: none"> ● 市场化农户收入 ● 促进种植业升级
流通环节	消费者	闭环式质量 控制模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 提高产品价值 ● 减少中间流通环节 	<ul style="list-style-type: none"> ● 减少质量风险敞口 ● 保障食品安全卫生
销售环节	客户	一站式产品 供应模式	<ul style="list-style-type: none"> ● 增强客户粘性 ● 降低客户采购成本 	<ul style="list-style-type: none"> ● 满足客户多样性需求 ● 促进果蔬产销对接

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

截至本招股意向书签署日，公司拥有烟台宏辉、上海宏辉、广州正通、福建宏辉、天津宏辉、香港宏辉及江西宏辉 7 家全资子公司，辐射山东、广东、福建、云南、江西等全国主要农业优势产区，及京津冀地区、长三角及珠三角地区国内各主要经济区域。

1.2 股权结构：控股股东拥有绝对控制权

发行人的实际控制人为黄俊辉与郑幼文夫妇，股票发行后实际控制人的持股比例为59.7817%。

表 2 实际控制人的持股比例接近 60%

序号	股东	发行前		发行后	
		持股数(股)	持股比例(%)	持股数(股)	持股比例(%)
1	黄俊辉	自然人 72,247,050	72.2471	72,247,050	54.1785
2	陈雁升	自然人 15,000,804	15.0008	15,000,804	11.2492
3	郑幼文	自然人 7,471,864	7.4719	7,471,864	5.6032
4	宋福	自然人 1,500,081	1.5001	1,500,081	1.1249
5	马丽芳	自然人 1,200,064	1.2001	1,200,064	0.8999
6	恒复投资	法人 1,000,054	1.0001	1,000,054	0.7499
7	陈校	自然人 400,021	0.4000	400,021	0.3000
8	黄庄泽	自然人 400,021	0.4000	400,021	0.3000
9	徐兴泽	自然人 150,008	0.1500	150,008	0.1125
10	吴先俊	自然人 150,008	0.1500	150,008	0.1125
11	陈树龙	自然人 150,008	0.1500	150,008	0.1125
12	林育平	自然人 130,007	0.1300	130,007	0.0975
13	王建龙	自然人 100,005	0.1000	100,005	0.0750
14	宋永围	自然人 100,005	0.1000	100,005	0.0750
社会公众投资者		-	-	33,350,000	25.0094
合计		100,000,000	100	133,350,000	100

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

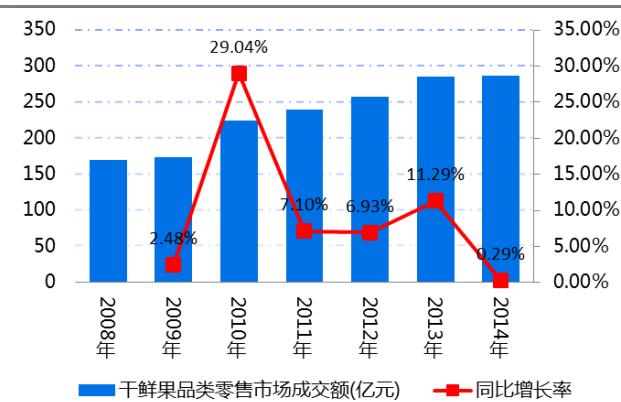
二、果蔬服务业：供需失衡，行业发展潜力巨大

2.1 国内蔬果需求的提升和产出的增长，蕴含巨大的内销市场

2.1.1 需求：国内城镇居民人均蔬果消费需求持续上升

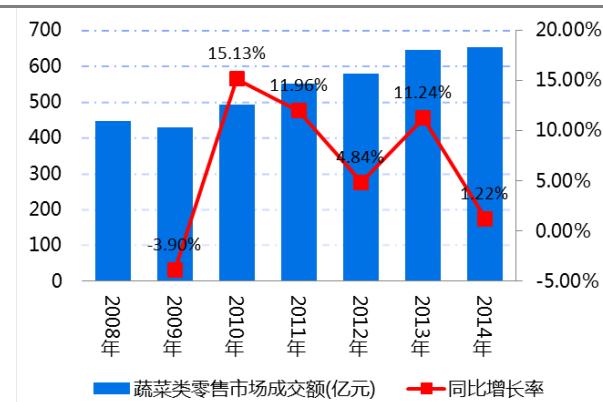
近年来我国的果蔬消费需求持续增长，且近年果蔬消费的增速在加快。我国的干鲜果品类零售市场成交额从08年的169.66亿元增长至2014年的286.80亿元，年均复合增长率9.14%。我国的蔬菜类零售市场成交额从08年的445.34亿元增长至2014年的651.17亿元，年均复合增长率6.54%。

图 3 08-14 年干鲜果品类零售市场成交额(亿元)



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

图 4 08-14 年蔬菜类零售市场成交额(亿元)

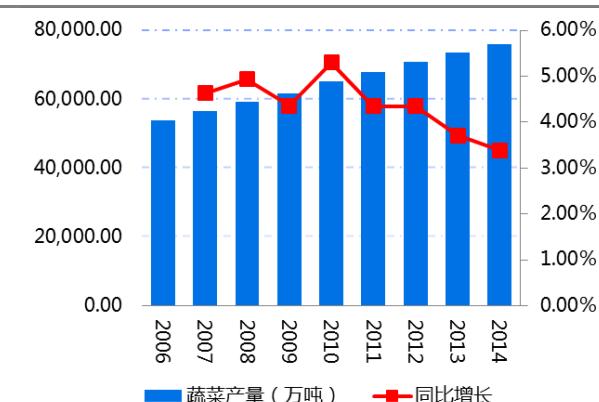


资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

2.1.2 供给：蔬果和水果产量复合增长较快，产量大但损耗严重

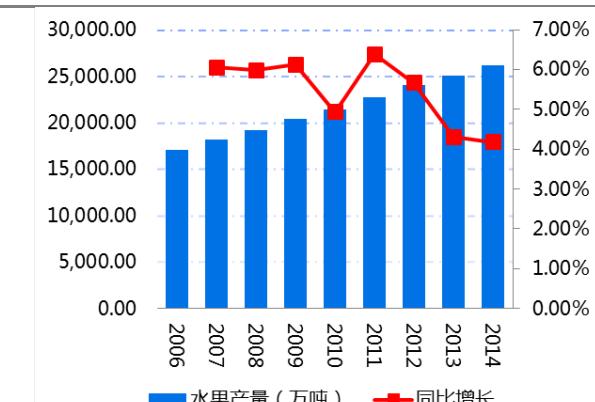
近年来我国的蔬果产量不断增长，果蔬产业供给能力强劲。据农业部统计，我国水果产量由2003年的14,517万吨增加至2014年的26,142.24万吨，年均复合增长率5.49%，蔬菜产量由2003年的54,032万吨增加至2014年的76,005.48万吨，年均复合增长率3.15%，蔬果和水果的产量复合增长略低于人均消费量的增长。

图 5 06-14 年城镇蔬菜产出复合增长率 4.38%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 06-14 年城镇水果产出复合增长率 5.45%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2.1.3 需求多元 VS 果蔬的城乡、地域和季节性，孕育国内果蔬服务商机

近年来消费者的收入及生活水平不断提高，对果蔬产品的消费需求量质齐升，不仅希望购买到新鲜果蔬，而且也不满足于单一品种，希望品种更加齐全、渠道更加便利，原有的农户自产自销、小规模农贸市场模式难以满足上述需求。

然而在果蔬产量不断上升的同时，果蔬商品化率依然较低，采后损害、损耗浪费情况较为严重，相当一部分产品未能进入消费领域。2012年我国水果、蔬菜消费量分别为5,457.57万吨及13,433.34万吨，占总产量的比例分别为22.69%及18.95%，再除去用于深加工的部分，仍有大部分产品未能实现价值交换。

在居民收入水平增加、对果蔬产品的消费意愿不断提高的前提下，果蔬的“高产量、低消费”实际上反映出果蔬供给方面高产低销，而消费需求持续增长还有待进一步得到满足的现状，其瓶颈在于当前果蔬初加工、流通环节的薄弱。因此，我国果蔬服务业具有巨大的市场空间。

调余缺——果蔬的产销不对称

果蔬的种植多集中于农村区域，而消费则集中于城市，单纯依靠农户自身的运输能力及有限的市场信息，无法实现供需平衡，经常出现供给无法消化而需求无法满足的情况。果蔬服务业的出现，可连接果蔬种植及消费环节，大大地提高果蔬产品的商品化率，直接起到缓解产销不畅状况的作用。

度远近——获取果蔬的地域不对称

由于气候、地理等原因，果蔬产品具有较强的区域差异。随着收入水平的提高，消费者往往希望品尝到各式各样的特色果蔬，而不仅仅是当地盛产的果蔬。果蔬服务企业通过规模采购、冷冻保鲜、集中运输等形式，以低成本、长距离的运输能力实现“南菜北运”、“西果东送”等形式的跨地域购销，满足消费者的多样性需求。

衡四时——获取果蔬的季节不对称

果蔬的种植与收获具有较强季节性，而消费需求则相对均匀，在收获季节可能会供大于求，而一旦过了收获旺季，又会出现供应紧张的局面。在现代冷链技术的支持下，果蔬服务企业能够大幅度延长果蔬产品保鲜时效，实现跨季节果蔬产品的供应，同时也改变了传统的被动商业模式，能够主动创造服务价值。

综上所述，蔬菜和水果的消费需求主要存在跨城乡、跨区域和跨季节的供需错配，因此催生对果蔬服务业刚性且巨大的市场空间。

2.2 国际果蔬结构差异催生对果蔬服务的需求，东南亚市场增速较快

2.2.1 果蔬进出口结构不对称，进口较出口增速在拉大

图 7 05-15 年我国蔬菜、水果、坚果等制品的出口
金额复合增长率达 9.09%

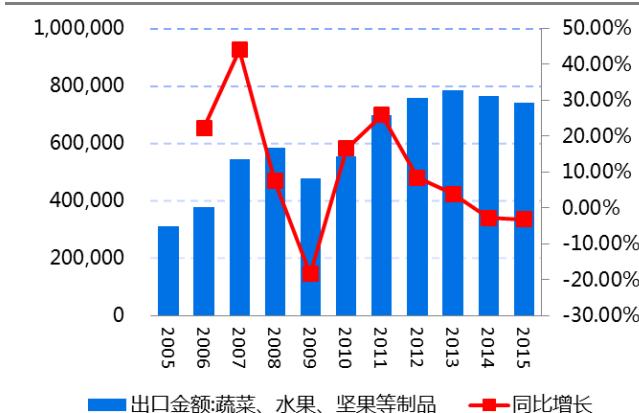
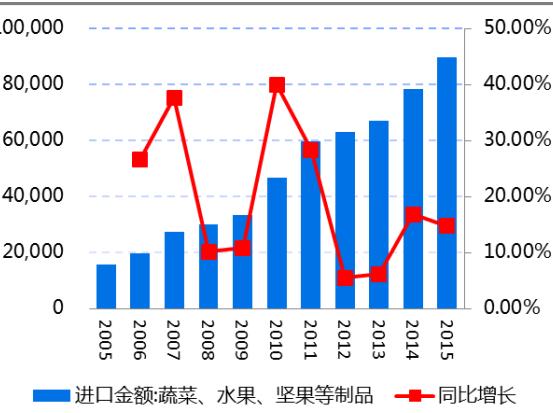


图 8 05-15 年我国蔬菜、水果、坚果等制品的
进口金额复合增长率达 19.08%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

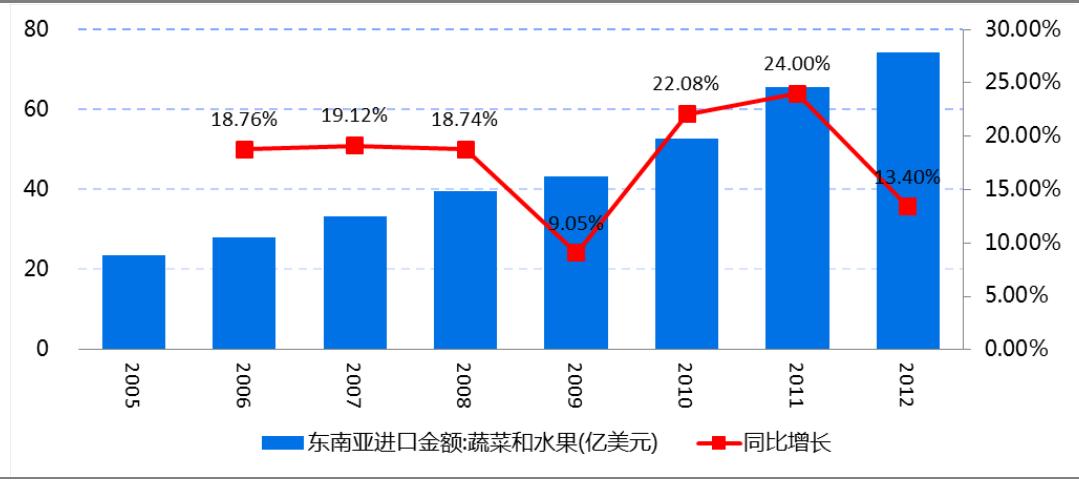
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2005 年-2015 年我国蔬菜、水果、坚果等制品的出口金额复合增长率达 9.09%，
进口金额复合增长率达 19.08%，进口复合增长率比出口高出 10 个百分点。其中，
2005-2012 年，出口和进口的金额都增长较快，出口的年复合增长率达到 13.62%，而
进口的复合增长率达到 22.03%，进口复合增长率比出口高出 8.41 个百分点。从 2013
年开始，进口和出口的增长率差异进一步拉大。出口增长放缓甚至略有下降，主要由于
发达国家及地区对于食品进口管制较严，例如加拿大、澳大利亚、欧盟、美国对合格的
供应商进行严格管理，而目前我国具备向上述地区出口果蔬资格的企业较少，相对于庞
大的国际市场而言我国果蔬服务企业外销供给能力不足。另一方面，进口一直保持高
速增长 其中 2014 年进口金额的增速有一个明显的跃升 从 2013 年的 6.18% 上升至 2014
年的 16.79%，上升了 10 个百分点，且 2014-2015 年进口金额增速稳定在 15% 左右。
说明居民对果蔬多样性的需求日益凸显，并转化为对进口水果的差异化需求，而且这种
差异化的消费在不断快速增长。

2.2.2 东南亚市场快速增长，北美和欧洲市场存在较大拓展空间

东南亚市场——相互认可度较高的市场

图 9 05-12 年东南亚地区蔬菜和水果进口金额及增长率



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

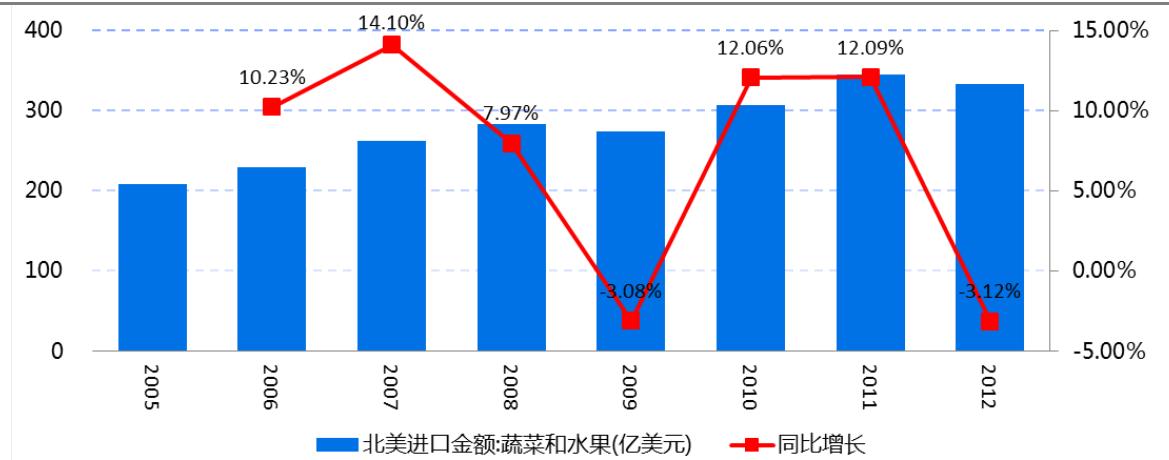
在果蔬品种上，东南亚出产的榴莲、山竹、红毛丹等热带水果仅在中国少数地区能种植，而中国北方的苹果、鸭梨、葡萄、哈密瓜、马铃薯、洋葱等果蔬则是东南亚缺乏的，互通有无成为必然；双方均出产的龙眼、香蕉、荔枝、西红柿等果蔬的上市时间则存在季节性差异，农产品的差异性和互补性决定了我国果蔬出口与当地农业的竞争较小，不会产生贸易摩擦。

在运输成本上，我国与东南亚地理位置相对较近，海上运输四、五天即可到达，储运时间短，出口成本和相关费用低，有利于我国的蔬菜和水果等农产品进入东南亚市场。

在品质认可上，中国农产品进入东南亚市场相对较早，并形成了较稳定的消费市场，产品认知度较高。2010年1月1日，中国-东盟（东南亚国家联盟的简称）自由贸易区全面启动，开始步入零关税时代，成为全球第三大自由贸易区，仅次于北美自由贸易区和欧盟。中国-东盟自由贸易区的全面启动将为两地的自由贸易，尤其是农产品的自由贸易带来巨大利好。

北美市场——严格的农产品进口壁垒

图 10 05-12 年北美地区蔬菜和水果进口金额及增长率

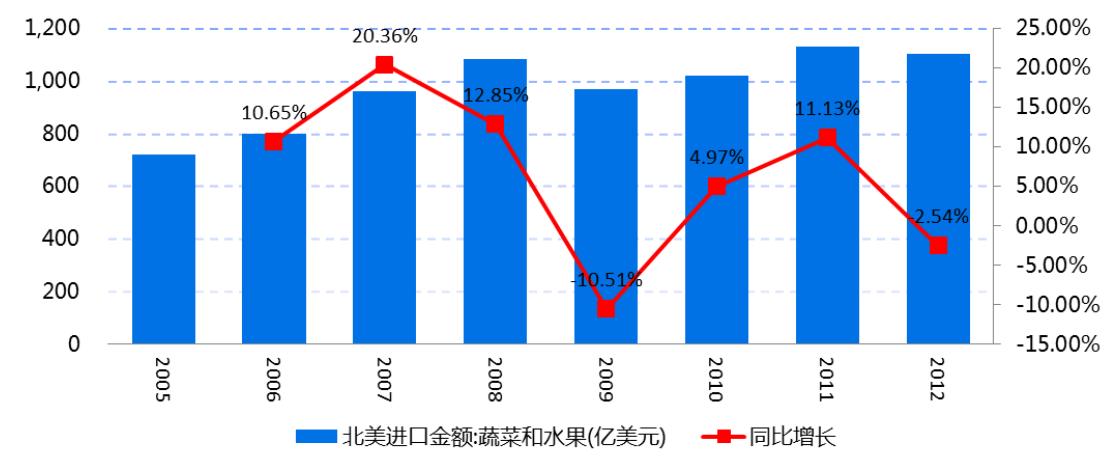


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

北美方面，加拿大及美国都通过立法对农产品进口进行了严格的限制。加拿大及美国出于食品安全的考虑及外来生物传入的担忧，制定了较高的安全卫生标准和检验检疫措施、严格的标签要求、精确的操作规范、详尽的注册备案制度和认证管理制度。这些管理措施对农产品贸易构成一定的壁垒。

欧洲市场——果蔬进口监管严格

图 11 05-12 年欧洲地区蔬菜和水果进口金额及增长率



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

欧洲果蔬市场需求较大，由于气候、人工等因素，自身农业远远不能满足内部市场需求。欧洲一直对果蔬进口实施严格监管，从上世纪 80 年代开始就制定了针对大部分果蔬品种、涉及产品质量及外观等方面的标准。特别是欧盟成立之后，在区域范围内执行更为严格的安全标准，截至 2001 年共对 163 类植物产品、针对 200 余种农药制定了约 15,700 项最高农残限量指标，并从 2004 年 1 月 1 日开始正式禁止 320 种农药在欧盟销售，其中涉及中国的农药产品多达 62 种。水果方面，由于外来有害生物的传入

将对本国水果生产造成严重危害，为保护本国水果生产，欧盟各国政府对进口水果采取了严厉的检疫措施，这也为水果的国际贸易设置了障碍。2014年初，欧盟发布委员会实施条例(EU)No.323/2014，修订(EC)No.669/2009号法规附录I和II，提高某些非动物源性饲料和食品的进口官方控制水平，其中，涉及我国蔬菜甘蓝(其他可食用芸苔属植物，芥蓝)，设定农药残留检查频率为20%。2014年6月28日，欧盟发布(EU)NO.718/2014号法规，再次对设定某些进口非动物源食品和饲料官方控制水平的(EU)NO.882/2004和(EU)NO.669/2009号法规做出修订，甘GC-MS，LC—MS检测农残，检查频率提高至50%。2015年欧盟又接连发布两则监管动向，其中之一就是拟逐步减少食品中的镉含量，主要涉及谷物、蔬菜和土豆中最大限量9。

综上所述，蔬菜和水果的出口由于受制于各国果蔬进口政策、相关饮食特点和接受度等问题，出口增速差异较大。我国近几年对东南亚果蔬产品的出口增长较快；北美、欧洲由于严格的质量要求及准入制度，出口增长面临挑战，但如果未来通过有效的农业管理达到相关的进口标准，仍有较大的市场拓展空间。

2.3 果蔬服务业有待规范发展以满足果蔬消费升级的需求

2.3.1 消费升级：国内外果蔬消费者需求量质齐升

随着消费者对安全、健康和营养等问题的关注度不断提高，高品质、高营养、新鲜、安全将成为消费者选购食品时最重要的参考指标，也催出对高品质果蔬的市场需求。未来我国果蔬内外销市场将出现数量和质量同增的良好态势，主要受益于受国内居民对果蔬产品消费升级，以及国际市场逐步认可我国的果蔬产品。

国内市场：居民生活水平的提高带动消费升级。收入水平的提高促使居民的饮食习惯从“吃饱”向“吃好”转变，具有原生态、高品质、健康、安全、易加工等特点的果蔬产品逐渐受到市场的认可，越来越多的消费者愿意支付溢价购买品质更优异的果蔬产品，优质果蔬的市场需求量迅速攀升。

国际市场：果蔬品质的提高逐渐获得国外高端果蔬消费者的认可。目前我国的果蔬产品仍然难以符合发达国家进口标准，北美、欧洲市场果蔬销售拓展缓慢。未来随着我国果蔬产品品质的提升，高端果蔬产品将有望获得更多市场的认可和准入，我国出口果蔬中高品质产品的数量和比重都将上升。

2.3.2 产业整合：产业一体化经营成为行业发展趋势

果蔬服务业的产业一体化经营是上游源头控制、下游渠道渗透能力强的经营模式。目前我国果蔬产业两端分别呈现出小规模生产、标准化消费的特征。种植方面，我国果蔬种植以小规模农户为主，2012年农民人均水果、蔬菜销售量仅为71.04千克与164.13千克，分散种植的方式不利于农户对市场信息、各种国家及企业质量标准的把握及实施；在消费方面，超市、果蔬卖场等终端渠道制定出各种针对产品质量及安全的检测标准，但传统流通模式下果蔬从农户到终端渠道会经过多个环节，从而增加终端渠道的质量管

理难度及产品质量风险。

图 12 产业一体化经营的优势



资料来源：中国中投证券研究总部

2.3.3 标准趋严：质量与安全成为产品核心竞争力

图 13 质量与安全成为产品核心竞争力



资料来源：中国中投证券研究总部

2.3.4 技术发展：冷链技术成为企业技术发展重点

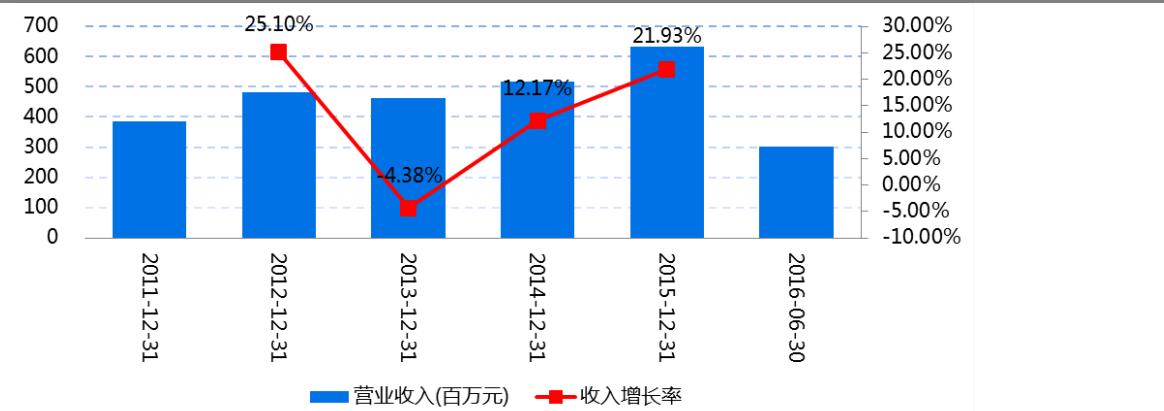
农产品冷链物流是指使肉、禽、水产、蔬菜、水果、蛋等生鲜农产品从产地采收(或屠宰、捕捞)后，在产品加工、贮藏、运输、销售等环节始终处于适宜的低温控制环境下，最大程度地保证产品品质和质量安全、减少损耗、防止污染的特殊供应链系统。

在国家发改委发布的《农产品冷链物流发展规划》中，着重强调“为适应市场需要，选择部分高价位的特色蔬菜、水果，推广产后预冷、初加工、储存保鲜和低温运输技术，发展一体化冷链物流，建立跨地区长途调运的冷链物流体系，促进反季节销售”，推进“反季节蔬菜和特色蔬菜的南菜北运、东菜西输冷链物流体系建设”。冷链物流体系的建立，对于果蔬服务企业实现跨城乡、跨区域和跨季节的果蔬供需匹配至关重要，有利于减少果蔬流通的损耗，分享反季节、跨区域销售的价格优势，保证果蔬产品的利润率。

三、公司经营分析：盈利能力强劲的果蔬服务企业

3.1 一体化经营和产品质量优势护航高于行业的营业收入增速

图 14 宏辉果蔬 2011 年以来的营业收入及收入增长率

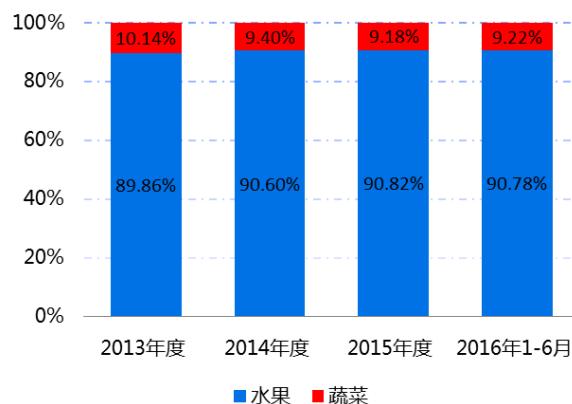


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

宏辉果蔬 2012-2013 年以外销为主，所以与出口需求的增速进行比较。2012 年宏辉果蔬的增长率遥遥领先行业 8.42% 的增速，但 2013 年的负增长低于 3.8% 的行业增速；2014-2015 年出口转内销，所以以国内需求的增速作为参照系。根据前面行业的分析，水果消费的增速约在 15%，而蔬菜略低于 10%，所以宏辉果蔬 2014 年的增速稍低于需求增速，而 2015 年的营收增速大幅超过行业的增速。

3.1.1 水果供应是宏辉果蔬最主要收入来源

图 15 水果占宏辉果蔬的收入占比约稳定在 90%

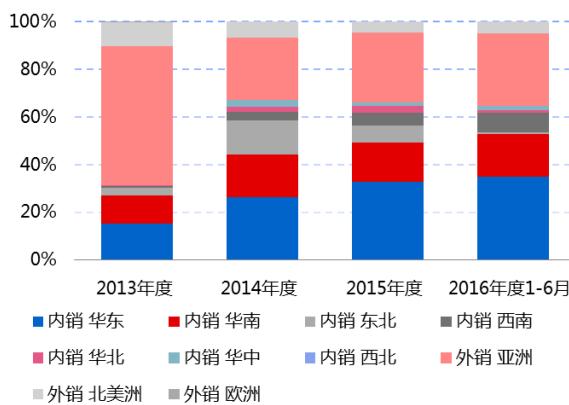


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

公司的策略是契合市场环境的，宏辉果蔬以水果的作为主要运输品种，也是因为国内外总体水果的需求增速更旺盛。

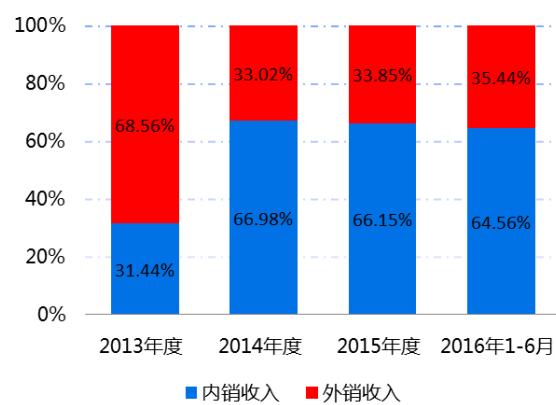
3.1.2 宏辉果蔬出口转内销，且华东、西南和华北是主要市场

图 16 宏辉果蔬 2015 年的地区收入占比，其中华东、华南、西南和亚洲东南亚是主要销售地区



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 17 宏辉果蔬的收入由出口转内销



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

表 3 宏辉果蔬在各地区的营业收入增长速度

	项目	2014 年度	2015 年度
内销情况	华东	92.66%	50.63%
	华南	72.19%	14.46%
	东北	359.56%	-40.95%
	西南	488.02%	85.40%
	华北	2098.41%	65.60%
	华中	-	-32.83%
	西北	-	-
	内销合计	138.98%	20.42%
外销情况	亚洲	-49.16%	34.43%
	北美洲	-25.05%	-12.80%
	欧洲	-	-
	外销合计	-45.98%	25.02%
合计		12.17%	21.93%

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

宏辉果蔬的销售地域分布，内销主要地区是华东、华南、西南和东北，外销主要地区是亚洲和北美洲，其中，亚洲主要是东南亚地区。

内销方面，华东、华南、东北和西南是宏辉果蔬国内主要是销售地区。其中公司在华东、华北和西南的市场拓展非常迅速，但东北的份额自 2014 年以来大比例减少，主要是东北的距离比较远，导致运输成本比较高，所以宏辉果蔬压缩了对东北的销售，以降低运营的成本。

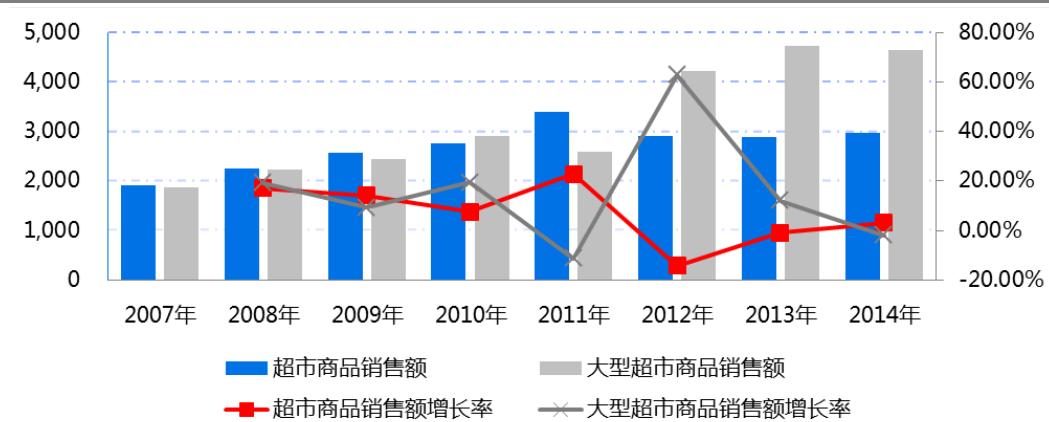
外销方面，出口额对汇率比较敏感。人民币从 2013 年开始升值比较明显，从 2013 年-2015 年上半年，USD/CNY 从 6.29 降至 6.11，人民币升值 3%，同时 CAD/CNY 从 6.32 下降至 4.87，人民币升值幅度达到 23%。人民币汇率的大幅攀升，使出口商品价格优势下降，外销需求敏感收缩，使宏辉 2013 年营业收入受挫。宏辉果蔬适时调整政策，2013 年后以出口为主转内销，大力开展与国内超市的合作，由此可看出公司管理层的销售策略调整是及时而且有效的。2015 年下半年开始人民币贬值，从 USD/CNY 从 6.11 贬值至 6.51，贬值幅度达到 6%，而且目前仍在持续贬值中，导致国内农产品出口价格优势逐渐恢复，出口竞争力转强，外销收入的占比也缓慢回升中。

宏辉果蔬对亚洲（东南亚地区）的销售，占营业收入比重从 2013 年的 50% 大幅下降，2015 年下半年开始有所反弹。北美地区方面，主要出口加拿大，美国的占比比较小。2013 年至 2015 年期间对加拿大的出口较大幅度收缩。而美国的出口则金额较少，近几年一直处于缓慢上升中。

3.1.3 宏辉果蔬优选国内外大型超市和大型经销商作为其客户

目前居民购买蔬菜水果的主要途径是农贸市场、社区超市以及大型超市，其中农贸市场仍然是购买的主要渠道。由于大型超市具有业务规范、价格明朗、品种丰富等多方面优势，城镇居民消费习惯逐渐倾向于大型连锁商超的“一站式”购物模式，连锁大型超市逐渐成为城镇果蔬流通的主流渠道。宏辉果蔬主要与永辉超市、百佳、新华都等大型超市合作，也能跟随分享大型超市在国内消费升级浪潮中对其他渠道的替代。

图 18 大型超市的商品销售额增长较快



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 4 宏辉果蔬内销前五大超市的营业收入及增长率

	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-6 月
永辉超市	700.07	16,292.23	18,059.75	7,263.50
<i>增速</i>		<i>2227.23%</i>	<i>10.85%</i>	<i>-59.78%</i>
百佳	2,851.43	6,757.41	8,818.93	2,862.25
<i>增速</i>		<i>136.98%</i>	<i>30.51%</i>	<i>-67.54%</i>
华润	9,746.30	6,099.35	4,869.06	1,338.62
<i>增速</i>		<i>-37.42%</i>	<i>-20.17%</i>	<i>-72.51%</i>
新华都	-	3,253.23	4,378.81	3,156.94
<i>增速</i>		-	<i>34.60%</i>	<i>-27.90%</i>
卜蜂莲花	-	-	-	2,438.10
都乐(上海)水果蔬菜贸易有限公司	551.86	-	-	-
上海果品配送有限公司	282.09	-	-	-
步步高	-	1,360.93	-	-
联华超市	-	0.00	1,222.55	-

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

宏辉果蔬最初只在公司自己的直营店进行销售，销售规模较小。2013 年以来，公司加强了与国内大型连锁超市的合作，开始利用超市渠道进行水果销售，并随着对超市渠道的深入拓展，给公司的营收带来了超越行业的增长速度。从表 3，2014 年的营收增速主要来源于对永辉超市、百佳、新华都和步步高的业务拓展，2015 年收入的增长

主要来源于进一步加大与百佳和新华都的合作。

宏辉果蔬虽然拓展客户的能力比较强，但是部分客户在前五大客户中出现，第二年在此名单中消失，这种现象在过去3年半间出现在都乐、上海果品配送、步步高和联华超市这4家客户身上。说明宏辉果蔬尽管客户拓展能力比较强，但是客户并不太稳定。

从表5可以看出，内销前五大客户占内销收入的占比非常高，说明前五大客户对营业收入的影响非常大。尽管内销和外销的前五大客户占比在下降，但是内销前五大客户占比的下降比较慢，前五大客户的变动对公司业绩的影响比较显著。

表5 宏辉果蔬前五大超市的营业收入及增长率

项目	2013年度	2014年度	2015年度	2016年1-6月
内销收入	14,521.24	34,702.70	41,787.34	19,456.03
前五大客户	14,131.76	33,763.15	37,349.10	17,059.41
内销收入占比	97.32%	97.29%	89.38%	87.68%
同比增速	-	138.92%	10.62%	-
其他	389.48	939.55	4,438.24	2,396.62
内销收入占比	2.68%	2.71%	10.62%	12.32%
同比增速	-	141.23%	372.38%	-
外销收入	31,666.93	17,108.04	21,387.97	10,681.71
前五大客户	17,522.77	8,985.23	10,372.56	4,260.55
外销收入占比	55.33%	52.52%	48.50%	39.89%
同比增速	-	-48.72%	15.44%	-
其他	14,144.16	8,122.81	11,015.41	6,421.16
外销收入占比	44.67%	47.48%	51.50%	60.11%
同比增速	-	-42.57%	35.61%	-
合计	46,188.17	51,810.74	63,175.31	30,137.74

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

3.1.4 宏辉果蔬作为果蔬服务商的竞争优势

一体化的现代农业服务模式

图 19 宏辉果蔬在果蔬流通领域的一体化



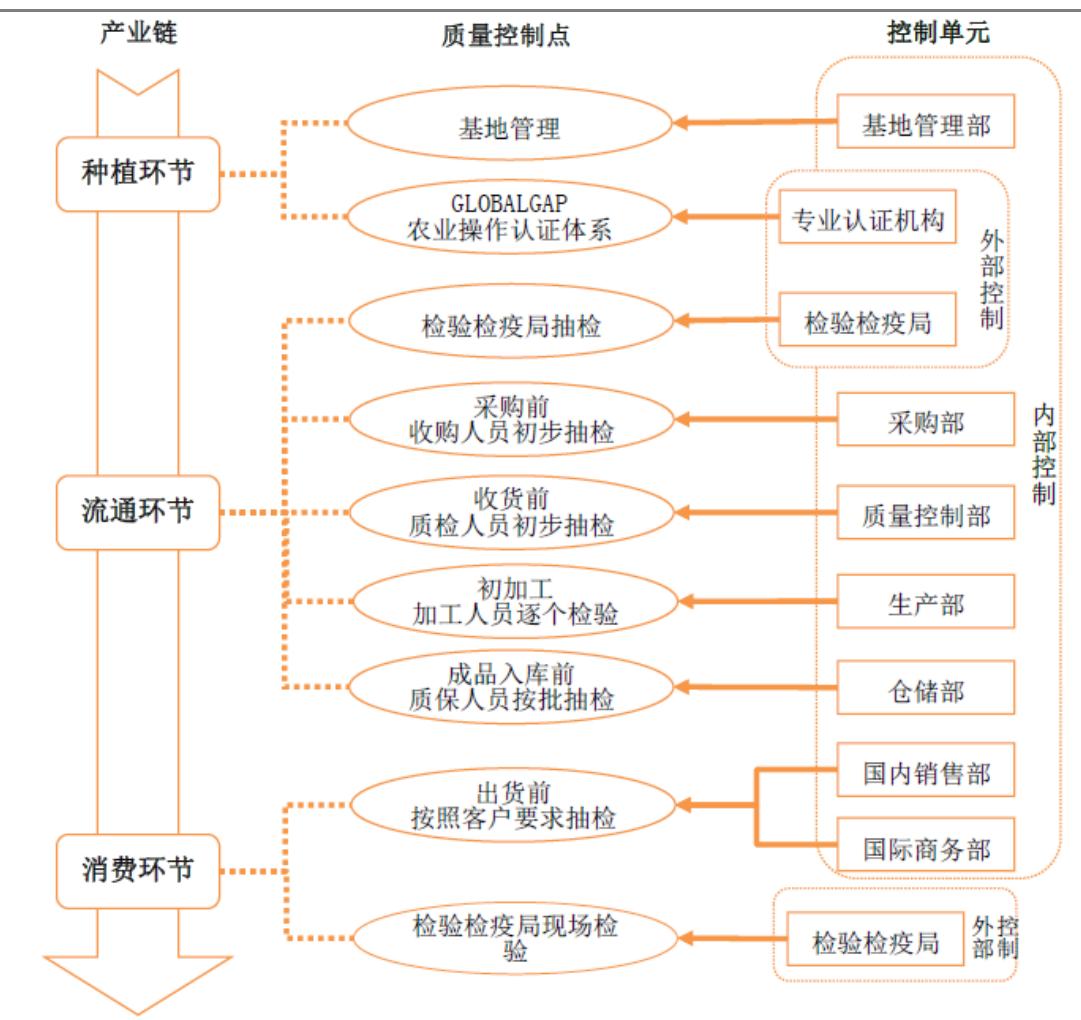
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

宏辉果蔬最大的优势在于从果蔬采购到终端大型超市的一体化。一体化的经营模式能较好地保证果蔬产品的质量，同时，能较传统流通模式省去果蔬从农户到终端的多个流通环节，所以大大提升渠道的质量管控能力，并保证产品的质量满足大超市对产品质量及安全的检测标准。

符合国际标准的质量控制优势

大型超市对果蔬质量和交货期准入门槛较高，与供应商正式合作之前，均会亲自或委托第三方机构对其进行严格的审核，具体包括：质量控制体系、质量追溯体系、加工能力、加工环境等。

为适应市场开拓的需要，宏辉果蔬在业内率先引进国际果蔬质量管理体系及高端客户的认证方法，深入到果蔬产品的源头进行质量控制，从种植环节开始，到收购、运输、仓储、初加工等环节都设置质量控制点，建立起从基地到成品的全面质量管理系统，以确保产品的高品质及安全。

图 20 宏辉果蔬质量控制的各流程和节点


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

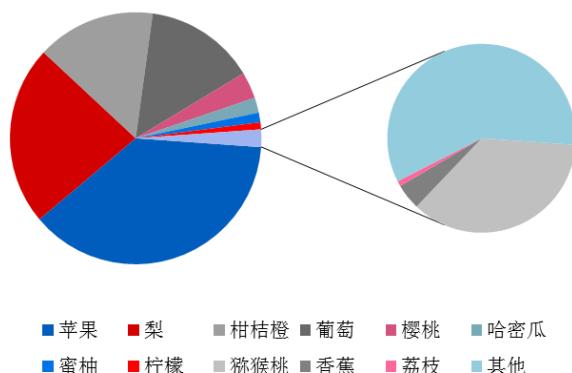
得益于宏辉果蔬的一体化管理模式，使宏辉果蔬在实施和完善质量管理体系中具有较大的控制力，对公司产品质量起到很好的保障作用，形成业内领先的产品品质优势。宏辉果蔬产品质量管理先后通过了 GLOBALGAP、ISO22000 (HACCP)、ISO9001 等国际质量体系认证。

产品质量的保证使宏辉果蔬在获取超市客户有比较强的优势，能较多地通过超市的产品标准并最终开拓渠道。目前，宏辉果蔬已经得到国内包括永辉超市在内等大型超市客户和国际大型经销商客户的认可，并取得美国等国家和地区的果蔬准入资质。

产品品类丰富

产品种类数量上，宏辉果蔬目前已成功拓展并运营约 46 个品类的水果、约 43 个品类的蔬菜以及部分品类的水产品，逐步形成了成熟的新增品类拓展模式。此外，2013 年增加了进口水果数量，产品类别进一步丰富。在满足超市准入检测标准的前提下，超市只须与宏辉果蔬合作就能满足消费者多品类的果蔬需求，对超市而言能大大节省管理成本。

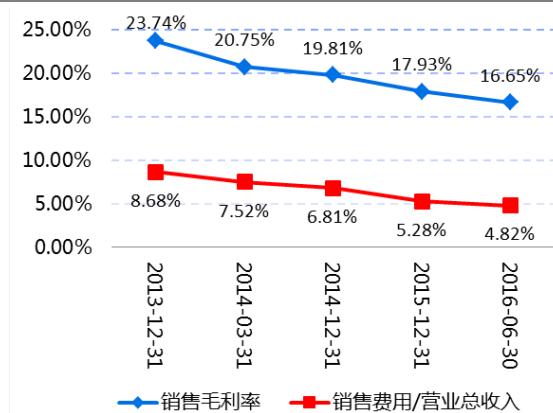
图 21 宏辉果蔬 2015 年的品种收入占比，其中
苹果、梨、柑桔橙和葡萄占水果收入 90%



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

3.2 毛利率持续下降

图 22 宏辉果蔬的毛利率和销售费用率逐年下降

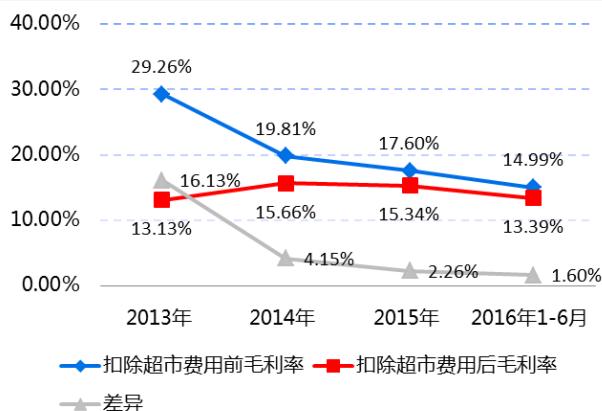


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

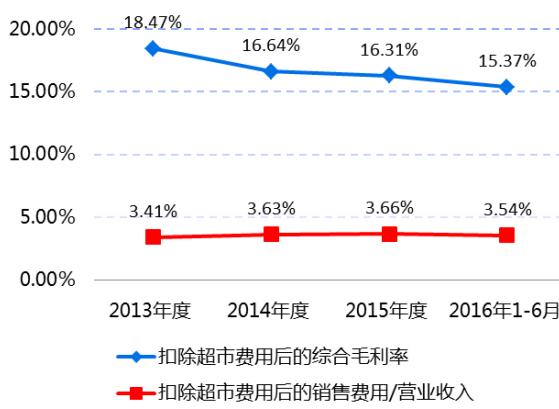
商超向宏辉果蔬收取超市费用的方式主要有两种，一种是先售后返，即销售价格比较高，但有销售费用返还，第二种是直接打折，即售价较低但不产生销售费用。原来宏辉果蔬与超市的合作方式主要采用先售后返。近年宏辉果蔬与存量客户的合作从先售后返改为直接打折，同时新开拓的商超也主要采用打折方式，导致宏辉果蔬从财务上表现出毛利率和销售费用率双降的特点。

图 23 超市费用收取方式的改变使内销销售费用下降明显

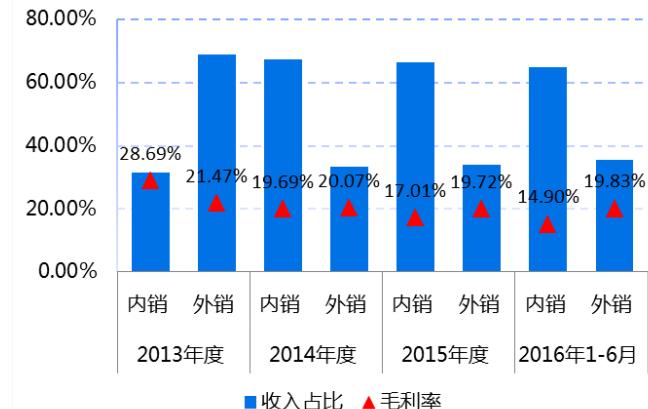

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 24 内销超市客户扣除超市费用前后毛利率的对比


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 25 宏辉果蔬包括内销和外销扣除超市费用后的综合毛利率和销售费用率


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 26 内销和外销毛利率,外销毛利率高于内销


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

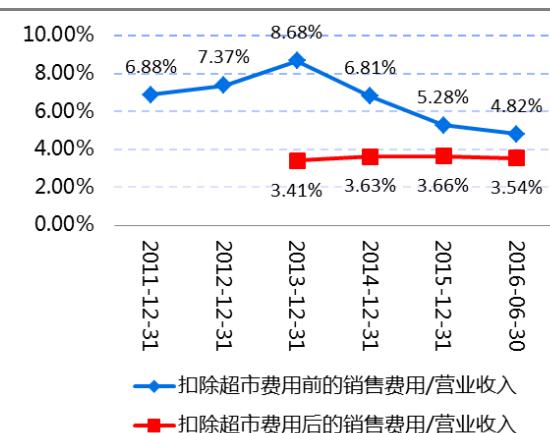
通过观察综合内销和外销合并的综合毛利率和销售费用率，宏辉果蔬在扣除超市费用影响后，综合毛利率在近年略有下降，而综合销售费用率历年保持稳定。

2014 年宏辉果蔬的综合毛利率较前一年下降 1.83 个百分点，主要是宏辉果蔬的主营从外销转内销，内销的毛利率是低于外销的，导致综合毛利率被摊。2016 年 6 月毛利率较 2015 年下降 0.94 个百分点，主要是 2015 年我国水果丰产，宏辉果蔬的下游商超搞促销活动，公司顺势调整销售政策，薄利多销，导致毛利率的下降。

分内、外销来看，宏辉果蔬内销毛利率在持续下降。外销毛利率与人民币汇率走势高度相关。从 2013~2015 年，由于人民币升值，外销毛利率持续下滑，而随着人民币从 2015 年下半年开始贬值，2016 年 6 月外销毛利率明显跃升，外销毛利率与人民币币值负相关关系明显。

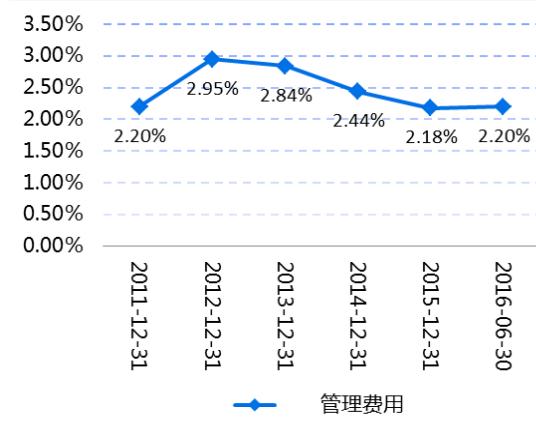
3.3 销售费用、管理费用和财务费用管控能力强

图 27 扣除超市费用前后的销售费用率对比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 28 管理费用占营业收入的比重逐渐下降并稳定在 2.2% 左右



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 29 财务费用占营业收入的比重较低



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

从历年的销售费用、管理费用和财务费用的变化情况看，宏辉果蔬的管理费用管控能力很强而且在不断改善。

3.4 自有冷库储藏能力已满负荷运作

表 6 自有仓库历年结存数量 (吨)

仓库名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
福建仓库	-	85.77	-	1,525.66
汕头仓库	13.57	0.26	114.41	276.04
烟台仓库	11667.41	11524.91	12395.69	10,423.28
广州仓库	1150.91	849.37	1132.56	1,086.46
上海仓库	21.23	225.18	94.77	469.67
江西仓库	1300.5	-	1002.02	-
合计	14153.62	12685.49	14739.45	13,781.10

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

表 7 租赁仓库历年结存数量 (吨)

仓库名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
山西仓	-	1010.19	435.59	706.07
河北仓	2392.89	395.45	2994.19	1390.06
威海仓	-	753.3	2850.92	2323.7
新疆仓	611.86	1906.18	1297.94	1532.83
陕西仓	-	6395.03	5164.24	5427.84
烟台由由仓	-	-	4870.2	4086.35
烟台沐浴店仓	-	510.39	1746.36	1164.24
上海龙吴市场	-	-	-	899.25
上海津沛冷库	-	-	-	76.8
总计	3004.75	13721.97	21177.5	17607.14

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

自有仓库的结存数量历年基本维持稳定，同时租赁仓库的结存数量持续上升，说明宏辉果蔬自有仓库早已处于满负荷运行的状态。公司自有的冷库主要兼顾采购和销售，且主要临近销售市场，而公司租赁的冷库则大多临近产地。在市场附近的冷库可以较快响应市场变化，且从冷库到终端较近的距离有助于保证果蔬的品质，所以公司应更倾向市场附近的冷库。但租赁的冷库基本上在产地附近，可能的原因是公司无法租赁到最符合需求的冷库，所以只能租赁更多产地周边冷库以满足市场需求。自有冷库的不足，对公司的冷链运输产生一定的负面影响。

3.5 宏辉果蔬目前市场分布

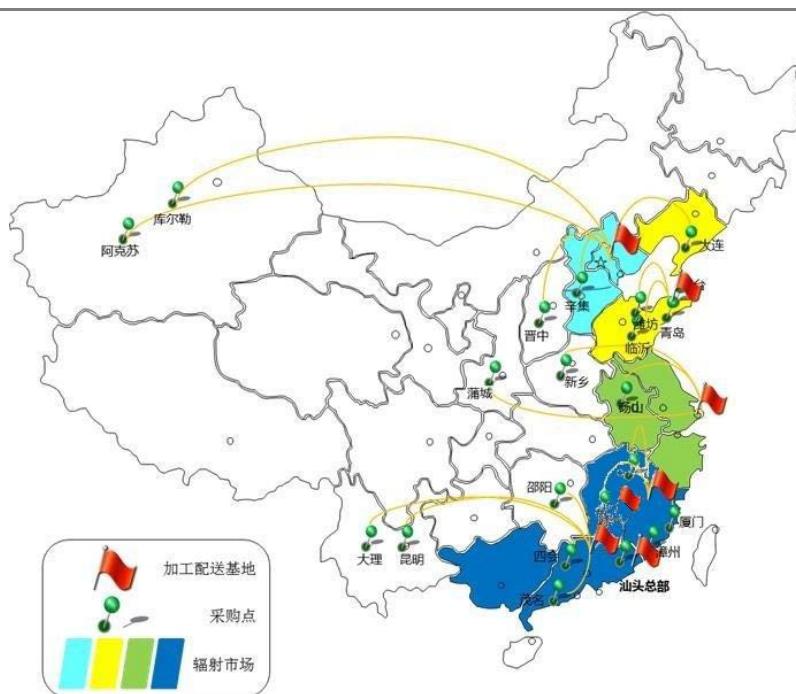
表 8 租赁仓库历年结存数量 (吨)

公司	采购布局	销售区域
宏辉果蔬	覆盖广东、广西、云南、新疆等地的主要果蔬产区及进口果蔬的采购	负责总部管理，并负责华南地区的市场以及向北美、东南亚、香港地区的出口
烟台宏辉	覆盖山东、辽宁、河北、陕西等地的主要果蔬产区	主要负责环渤海经济带的市场以及向北美、东南亚、澳洲、中东、欧洲、香港等地区的出口
上海宏辉	覆盖山东、陕西、山西、河北、云南、广东等地的主要果蔬产区及进口果蔬的采购	主要负责长三角经济区域的市场
广州正通	覆盖广东、广西、云南、江西等地的主要果蔬产区	主要负责珠三角经济区域的市场以及向东南亚地区的出口
福建宏辉	覆盖福建及江西北部的主要果蔬产区	主要负责福建地区的市场以及向东南亚地区的出口
天津宏辉	拟覆盖河北、东北、内蒙古、新疆、辽宁等北方主要果蔬产区	拟负责京津冀经济区域的市场以及向北美地区的出口
香港宏辉	-	主要负责开拓香港市场
江西宏辉	覆盖江西、广东、福建等主要的果蔬产区	主要负责江西及周边地区的市场以及向东南亚、北美、香港等地区的出口

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

宏辉果蔬的市场分布主要在华北、华东和华南地区，其中华北主要集中在天津，华东分布在上海、烟台和江西，华南主要分布在广州、汕头、福建和香港。

图 30 公司基地及采购布局



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

四、发展前景

4.1 行业发展展望

国内：预计国内干鲜果品类和蔬菜类零售市场成交额受需求持续扩张的影响，增长率将保持与以往一致。

国际：考虑到人民币未来贬值空间收窄，则贬值的速度会逐渐放缓，所以新鲜果蔬的出口增速会逐渐下降。

4.2 公司募投项目的动因分析

区域拓展和渠道下沉的需要：随着公司在华北区域的战略布局以及国际市场的持续开拓，加上国内超市客户逐步向周边区域渗透，未来公司在主要经济区域中的服务能力将凸显不足，需要新增或扩建基地以适应业务拓展需要。

稳定供需体系的需要：下游超市客户方面，连锁超市在选择果蔬产品供应商时，储运能力是重要考核因素之一。若储运能力不足，果蔬服务企业只能在收成季节即采即销，则可能造成超市在收成季节满仓滞销、非收成季节无货可销的局面，不利于超市经营的持续性和稳定性；储运能力不足还可能导致企业无法对超市的采购需求做出及时反应，延误超市销售。上游农户方面，为保证产品销路，种植大户、农业基地在选择合作对象时，往往倾向于选择冷藏能力充足、实力雄厚的农业服务企业。若冷藏能力受限，企业则无法争取到更多的种植大户建立协议基地，从而影响原材料采购的充足性和稳定性，导致成本增加。所以宏辉为了争取大型客户和稳定上游的协议基地，需要建立果蔬加工配送基地。

减少运输与产品消耗的需要：募投项目的选址毗邻主要果蔬产区，就近采购将有效降低运输成本；另一方面，募投项目采用的冷链贮运保鲜技术是果蔬采后减损、保值、增值的重要手段，拟添置的冷库设备及冷藏车辆在保证质量和新鲜方面将发挥关键作用，可有效降低因原材料腐损产生的成本。

4.3 公司经营计划

4.3.1 国内市场扩张计划

区域拓展：宏辉果蔬本次发行的三个募集资金基地建设项目地点为上海、广州、天津，建成后将分别覆盖长三角、珠三角、京津冀三大经济圈。通过新建或扩建天津、上海、广州三个果蔬加工配送基地，可完善公司在华北、华东、华南地区的采购布局；天津、上海、广州作为京津冀、长三角、珠三角的区域中心，有助于宏辉果蔬构建以一线城市为中心、辐射周边区域的下游销售网络。这些生产配送基地将为上海、广州、深圳、北京等重点消费城市提供生鲜果蔬的快速供应，从而缩短货物的运输距离，保证公司果蔬产品的高品质，也控制了物流运输的成本。

超市渠道拓展：在扩张方式上，公司一方面保持与国内永辉超市等现有大型超市客户的良好合作关系，随着这些连锁超市不断增开新门店，逐步扩大对其供货量；另一方面，继续发展其他优质客户，如地区性连锁超市、大型果蔬销售企业和大型电商等，不断扩大自身在国内中高端果蔬市场的份额。

电商渠道拓展：重点关注和深入分析、研究国内生鲜电商发展状况和趋势，选择适当时机通过自建、并购或合作等多种方式，建立电商渠道，充分发挥公司上游果蔬资源品类丰富、渠道多样的优势，扩大公司销售规模。

4.3.1 国际市场扩张计划

本次募集资金投放地点为上海、广州、天津，均有国内大型港口，航线能通达世界多个国家和地区。所以上海、广州、天津的业务布局能兼顾果蔬产品的出口，大力拓展海外市场。同时，便利的交通也有助于增加进口水果的品种，丰富公司的产品线。

4.4 募集资金投资项目的具体情况

(1) 天津建设果蔬加工配送基地项目

天津建设果蔬加工配送基地项目依托公司自有果蔬供应基地及流通渠道优势，在天津进行果蔬加工配送基地项目建设，向国内外果蔬终端渠道供应产品。主要产品种类为苹果、梨、葡萄以及椰菜等叶菜、马铃薯等根块菜。本项目预计建设期 2 年，项目总投资 9,041.10 万元。

(2) 上海果蔬加工配送基地扩建项目

上海果蔬加工配送基地扩建项目是公司对上海果蔬加工配送基地进行扩建，主要产品包括苹果、脐橙、葡萄、梨、蜜柚、蜜桔、猕猴桃以及土豆。项目预计建设期 2 年，总投资 7,967.82 万元。

(3) 广州果蔬加工配送基地建设项目

广州果蔬加工配送基地建设项目是公司对广州正通加工配送基地进行扩建，主要产品包括蜜桔、苹果、梨、脐橙、芦柑、葡萄、蜜柚等水果以及芥兰等叶类菜、莲藕等根块类菜。项目预计建设期2年，总投资7,137.71万元。

(4) 宏辉果蔬信息化系统建设项目

宏辉果蔬信息化系统建设项目规划建设期为18个月，项目建设期内将建设公司管理信息系统(MIS38系统)。项目通过构建采购管理系统PMS39、仓储管理系统WMS40、配送管理系统DMS41、营销管理系统MMS42、办公协同系统OA43、商业智能系统BI44、财务管理系统FMS45等信息化系统平台，使公司资源实现整体共享，公司运营实现信息化、智能化管理，从而降低公司运营成本、提高营运效率。

表 9 拟投入项目具体资金使用计划

序号	项目	总投资	拟投入募集资金	拟投入募集资金	
				T	T+1
1	天津果蔬加工配送基地建设项目	9,041.10	9,041.10	3,150.67	5,890.42
2	上海果蔬加工配送基地扩建项目	7,967.82	7,967.82	3,184.97	4,782.84
3	广州果蔬加工配送基地建设项目	7,137.71	7,137.71	2,290.40	4,847.31
4	宏辉果蔬信息化系统建设项目	3,063.12	3,063.12	1,488.39	1,574.72
合计		27,209.75	27,209.75	10,114.43	17,095.29

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

4.5 公司发展的展望

4.5.1 市场拓展得力，超越行业的营收增长率值得期待

内销方面，宏辉果蔬目前仍有很大的超市拓展空间，主要在于宏辉果蔬目前冷链配送能力已满负荷运作，受限于此，目前只能与国内外大超市和大果蔬供应商合作。随着募投项目逐渐落成并投入使用，宏辉果蔬可以以加工配送基地为基础，一方面以基地为轴心加深与现有超市的合作，与已建立合作的门店增加供应水果的种类，并随着这些连锁超市不断增开新门店拓展周边市场；另一方面进行渠道下沉，与更多区域性的超市展

开合作，加深对周边地区的渗透和辐射。考虑到宏辉果蔬作为果蔬服务领域的优势企业，过去已经表现出较强的超市渠道拓展能力，我们有理由相信这种竞争优势将保持，乐观预计宏辉果蔬未来 2-3 年营业收入增速快于国内果蔬需求增速，即公司的超额增速一部分来源于主要与大型超市合作，分享超市对其他渠道的替代，一部分来自于超市渠道拓展优势提高市场份额。考虑到随着宏辉果蔬市场拓展的深入，市场占有率的提高，市场渗透空间逐渐减少，且 2015 年的营业收入增速处于历史增速的较高水平，预计未来营业收入增速将在未来 3-5 年保持超越行业的增速水平，但是营业收入较 2015 年增速逐渐回落，并逐渐接近行业的长期复合增速。

外销方面，宏辉果蔬外销对价格的弹性非常大。从 2015 年下半年开始，人民币开始逐渐贬值，外销需求回升，由于外销需求的弹性非常大，果蔬出口随人民币贬值快速拉升。预计未来若人民币持续贬值，将进一步提振外销，但外销对人民币贬值的弹性会随着人民币贬值的深化逐渐钝化，具体表现为增速对贬值速度的敏感度会下降，营收增速从 2015 年异常高的 25.02% 增幅大幅回落，并接着缓慢下降。但由于人民币贬值，宏辉果蔬产品价格优势凸显，预计短期 16~18 年增速快于内销增长率。

4.5.2 毛利率将止降并回升

内销方面，过去毛利率下降的原因主要有两个，一个是超市费用收取方式的改变，另一个是公司为不断开拓超市客户进行降价促销。由于扣除超市费用前后毛利率差异已降至 1.6%，内含陈列费等劳务费用，毛利率因转变收费方式而下降的空间不大。另一方面，宏辉果蔬持续提高市场占有率的努力下，不排除公司未来有继续降价促销策略的可能。

加工配送基地的落成、加工生产线的建立，可降低单位成本：1. 提高效率，即提高单位时间的果蔬处理量；2. 公司对果蔬按品质进行筛选，并根据产品品质优劣建立细分价格体系，差异化地销售不同质量等级的果蔬产品，从而提高果蔬产品综合的售价。以上两个方面均能在较长期逐步优化并提高公司的综合毛利率。由于天津项目已开始通过公司自有资金开始建立，但建设速度比较缓慢，且工程进度分为基础工程建设和机器设备的安装调试，各须 1 年的时间。目前工程进度仍不及基础工程建设的一半。今年募集资金到位以后，公司将加快 3 个果蔬加工配送基地的建设，果蔬加工配送基地于 2018 年下半年开始对公司的盈利产生影响，有助于稳定内销毛利率的下降趋势，并在未来使内销毛利率逐步回升。

外销方面，由于前述毛利率和人民币币值负相关，随着人民币贬值，外销价格优势会逐步显现，毛利率将上升。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

根据公司的三季报，公司管理层预计 2016 年全年营业收入为 65,100 万元至 70,000 万元，与上年同期相比的变动比例为 3.05% 至 10.8%；归属于母公司所有者的净利润预计为 5,942 万元至 6,568 万元，与上年同期相比的变动比例为 -5.01% 至 5%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润预计为 5,742 万元至 6,368 万元，与上年同期相比的变动比例为 -4.33% 至 6.1%。结合公司管理层的盈利预测，作出如下假设：

核心假设 1：

表 10 营业收入增速的假设

年份	2016 年		2017 年		2018 年	
项目	内销	外销	内销	外销	内销	外销
收入增速	10.00%	12.00%	9.50%	11.00%	9.00%	10.00%
收入占比	65.74%	34.26%	65.43%	34.57%	65.23%	34.77%
综合增速	10.69%		10.02%		9.35%	

资料来源：中国中投证券研究总部

内销方面，预计宏辉果蔬水果和蔬菜销售的占比维持与往年相当，即水果销售占比 91%，蔬菜 9%，则宏辉果蔬长期需求增速在 8.88%。16~18 年内销营业收入增速将会自 2015 年 21.93% 的高增速逐渐下降，并逐渐接近 8.88% 的长期需求增速。

外销方面 根据以上的展望 假设 16~18 年的外销增长率分别为 12%、11%、10%。

核心假设 2：

表 11 毛利率的假设

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	内销	外销	内销	外销	内销	外销
毛利率	14.90%	20.00%	14.80%	21.00%	15.00%	22.00%
综合毛利率	16.65%		16.96%		17.49%	

资料来源：中国中投证券研究总部

内销方面，预计 2016 年毛利率与 2016 年 6 月的毛利率持平，即 14.99%，2017 持续小幅下调至 14.8%，2018 年随募集加工配送基地投入使用会升至 15%。

外销方面 预计 2016 年外销毛利率为 20%，2017~2018 年毛利率继续缓慢上升，分别为 21% 和 22%。

核心假设 3：

销售费用：假设截至 2016 年 6 月，销售费用中已基本不含返利的部分，则预计 2016~2018 年销售费用占营业收入与 2016 年 6 月持平，则 2016~2018 年宏辉果蔬销售费用率 4.82%；

管理费用：预计 2016~2017 年的管理费用率与过去持平，但是 2018 年下半年随着募资的加工配送基地逐渐完工并投入使用，管理费用会有轻微的下降。则假设 2016~2017 年的管理费用率 2.2%，2018 年为 2%。

基于以上核心假设，我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 6.99 亿元、7.69 亿元、8.41 亿元；归母净利润 0.58 亿元、0.65 亿元、0.77 亿元。2016 年公司公开发行股票成功后，公司股本将由 1 亿股增至不超过 1.3335 亿，对应 2016~2018 年摊薄 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元、0.58 元。

5.2 估值

目前 A 股上市公司中并没有与宏辉果蔬完全对标的公司，由于宏辉果蔬主要业务是新鲜果蔬初加工及冷链运输，所以业务性质最接近的行业是食品加工和物流。如果对标的公司是食品，一个是食品相应的估值比较高，另外就是从业务上，好想你主要做枣类的深加工，且兼顾自身产品的销售；农产品主要从事宏辉果蔬下游的批发零售；冠农股份主要做番茄酱等深加工的产品，与宏辉的特点也有所不同。所以食品公司与宏辉并不十分可比。

所以考虑对标物流公司，主要理由是宏辉主要是果蔬的冷链运输，只是运输的对象比较特殊，是生鲜的蔬果，但与物流企业还是具有一定的共性。考虑营业收入和净利润的规模、预期的盈利增长率等因素，和公司比较接近的上市公司是万林股份（600847.SH）、音飞储存（603066.SH）和普路通（002769.SZ）。

表 12 可比公司估值情况（截至 2016 年 11 月 23 日）

行业类别	证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	EPS(元)	盈利增长率	PE	PEG
物流	002769.SZ	普路通	44.60	2.25	0.59	31.49%	45.70	2.00
	603066.SH	音飞储存	5.35	0.83	0.82	21.57%	73.17	5.22
	603117.SH	万林股份	4.19	0.89	0.19	20.84%	95.32	2.82
食品	002582.SZ	好想你	21.03	0.46	0.18	1518.95%	233.84	2.84
	000061.SZ	农产品	17.96	0.31	0.02	50.81%	709.84	14.78
	600251.SH	冠农股份	14.28	0.22	0.03	-83.22%	305.00	-3.05
						平均数	243.81	4.10
						中位数	164.58	2.83
	603336.SH	宏辉果蔬	6.99	0.58	0.44	27.86%		

注：1、2016年预测均为万得一致预测数据

2、PEG 中 G 为 2016~2018 年万得一致预测 EPS 年均复合增速

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3 家物流行业可比公司 2016PEG 平均数为 3.34，中位数为 2.82。体量与公司相当的万林股份 2016PEG 为 2.82，但盈利增长率的增速略弱于宏辉果蔬。

依据公司上市后向可比公司估值看齐的逻辑，我们参考可比公司 2016PEG 水平给予宏辉果蔬 2016PEG 区间 2.90~3.50，对应 2016PE 区间 31~37，目标价格区间 13.64 ~16.28 元。

5.3 风险提示

（1）市场拓展受阻的风险

（2）经营毛利率持续下降风险

(3) 应收账款过高风险

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	437	512	524	530
现金	74	150	91	100
应收账款	166	130	197	161
其它应收款	5	5	6	6
预付账款	3	2	2	3
存货	170	206	208	241
其他	19	19	19	19
非流动资产	176	165	265	295
长期投资	0	0	0	0
固定资产	131	123	114	106
无形资产	24	23	21	20
其他	21	20	130	169
资产总计	613	677	789	825
流动负债	199	208	263	231
短期借款	156	155	211	172
应付账款	20	28	25	32
其他	23	25	26	27
非流动负债	6	3	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	6	3	4	4
负债合计	205	211	267	235
少数股东权益	0	0	0	0
股本	100	133	133	133
资本公积	50	17	17	17
留存收益	258	316	373	440
归属母公司股东权益	408	466	523	590
负债和股东权益	613	677	789	825

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	21	83	12	107
净利润	63	58	65	77
折旧摊销	10	10	10	10
财务费用	2	7	9	10
投资损失	-0	0	-0	-0
营运资金变动	-56	10	-73	10
其它	3	-3	1	0
投资活动现金流	-10	0	-109	-39
资本支出	14	0	110	40
长期投资	1	0	0	0
其他	6	0	1	1
筹资活动现金流	-7	-8	39	-59
短期借款	3	-1	56	-39
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	33	0	0
资本公积增加	0	-33	0	0
其他	-9	-7	-17	-20
现金净增加额	12	75	-58	9

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	632	699	769	841
营业成本	518	583	639	695
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	33	34	37	41
管理费用	14	15	17	17
财务费用	2	7	9	10
资产减值损失	4	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	0	0
营业利润	60	57	64	75
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	63	58	65	77
所得税	0	0	0	0
净利润	63	58	65	77
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	63	58	65	77
EBITDA	73	74	82	95
EPS (元)	0.63	0.44	0.49	0.58

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	21.9%	10.7%	10.0%	9.3%
营业利润	32.7%	-5.5%	12.1%	17.6%
归属于母公司净利润	35.2%	-7.1%	12.5%	17.3%
获利能力				
毛利率	17.9%	16.6%	16.9%	17.4%
净利率	9.9%	8.3%	8.5%	9.1%
ROE	15.3%	12.5%	12.5%	13.0%
ROIC	12.8%	13.8%	11.4%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	33.5%	31.2%	33.8%	28.5%
净负债比率	75.92%	73.37%	79.19%	73.24%
流动比率	2.20	2.46	2.00	2.30
速动比率	1.34	1.47	1.20	1.25
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.08	1.05	1.04
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	25.86	24.33	23.98	24.41
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.44	0.49	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.62	0.09	0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.49	3.92	4.42

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

35/36

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

彭倩晖 null

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434