

东南亚鲜果分销龙头，端到端供应链高效运营

——新股前瞻深度系列九

报告要点:

● 东南亚进口鲜果分销龙头，打造自有水果品牌

公司是中国最大的自有品牌鲜果分销商及东南亚进口鲜果分销商，主要从中国、越南、泰国、智利等地的 100 多个优质水果原产地挑选及水果采购，通过直采、标准化加工及数字化供应链管控，高效率地为消费者提供优质水果。目前，公司已形成了以榴莲、火龙果、龙眼、葡萄、车厘子、山竹为核心共 49 种品类的水果产品组合，并在 14 个主要水果品类中成功打造了 18 个品牌。

● 行业：分销环节重要性高，进口水果愈加受青睐

从产业链来看，中国水果产业链条繁复，上游种植端集中度较低，有明显地域性和季节性；中游分销端环节繁琐，流通速度低、损耗率大；下游零售端仍以传统零售为主，新兴零售快速崛起。2021 年中国鲜果分销市场规模为 10717 亿元，市场空间广阔但行业集中度低，前五大分销商仅占据 3.2% 的市场份额，洪九果品为市场第二，市占率为 1.0%；多数分销商只专注于鲜果产业链的某一环节，仅不足 1% 的分销商能够垂直整合鲜果供应链。从用户需求来看，国民的水果消费持续升级，消费者偏好特定产区的水果和高端可信的水果品牌作为品质保障，进口鲜果消费量逐年持续增长。

● 公司：端到端供应链高效运营，打造知名水果分销品牌

生产端：采购方面，公司坚持“找遍全球，唯有此地”，进行原产地直采，东南亚进口水果采购量市场领先，形成了较高的竞争壁垒；加工方面，公司于越南和泰国建立加工工厂，实现产地端标准化运作；产品方面，公司建立了丰富的产品和品牌矩阵，可复制性强，可持续打造新的品类品牌。

渠道端：公司在全国拥有 19 家销售分公司，覆盖 294 个城市，积极推进与终端批发商、商超及新兴零售等各种渠道的合作，客户数量及平均销售额持续提升。**端到端：**公司全程通过加工工厂、分拣中心等强大的供应链基础设施和“洪九星桥”数字化运营实现了端到端的供应链管理。

● 投资建议与盈利预测

我们看好公司作为东南亚进口鲜果分销龙头，依托于生产端的规模采购效应、分销端的网络布局和客户开拓、端到端的供应链管理，有望持续提升市场份额，实现业绩高增长。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 134.15、173.37、206.52 亿元，经调整净利润分别为 13.15、16.37、19.56 亿元。我们给予洪九果品 2023 年 6.00 倍 PE，对应市值为 98 亿元。

● 风险提示

品牌形象受损的风险，自然灾害风险，食品安全风险，消费者需求、偏好及消费模式变化的风险，上游供应商水果价格波动及质量变化的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,772.29	10,284.11	13,415.16	17,337.38	20,651.77
收入同比(%)	177.68	78.16	30.45	29.24	19.12
经调整净利润(百万元)	662.35	1089.59	1,315.29	1,637.05	1,956.14
归母净利润同比(%)	190.17	64.50	21.71	24.46	19.49

资料来源：Wind, 国元证券研究所

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

分析师 余倩莹

执业证书编号 S0020522040001

邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

目 录

1. 东南亚进口鲜果分销龙头，打造自有水果品牌	5
1.1 专注水果供应链运营，发展势头迅猛	5
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	6
1.3 业绩增长亮眼，品牌化经营效果显著	8
2. 行业：分销环节重要性高，进口水果愈加受青睐	11
2.1 行业概况：产业链条繁复，传统分销环节损耗大利润低	11
2.2 行业趋势：消费持续升级，重视水果产地及品牌	15
3. 公司：水果采购规模效应显著，端到端供应链高效运营	17
3.1 生产端：深入水果产地采购加工，核心鲜果量多质优	17
3.2 渠道端：搭建覆盖全国的分销网络，紧跟新零售趋势	22
3.3 端到端：供应链基础设施强大，数字化运营提升效率	24
4. 投资建议及盈利预测	27
4.1 关键假设	27
4.2 收入及盈利预测	28
4.3 估值	28
4.4 国元大消费评分	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：洪九果品的精选品牌矩阵	5
图 2：公司发展历程图	6
图 3：公司股权结构（全球发售前）	7
图 4：2018-2021 年公司总收入及同比变化	8
图 5：2018-2021 年公司经调整净利润及同比变化	8
图 6：2018-2021 年公司分种类收入结构	9
图 7：2018-2021 年公司分渠道收入结构	9
图 8：2018-2021 年公司分品牌收入结构	9
图 9：2019-2021 年公司分地区收入结构	9
图 10：2018-2021 年公司成本结构	10
图 11：2018-2021 年公司分品牌毛利率	10
图 12：2019-2021 年公司分种类毛利率	10
图 13：2019-2021 年公司分渠道毛利率	10
图 14：2018-2021 年公司销售费用率和管理费用率	11
图 15：2018-2021 年公司存货结余明细及平均存货周转天数	11
图 16：中国鲜果价值链	11
图 17：2015-2021 年中国水果总产量（单位：万吨）	12
图 18：2020 年中国水果总产量和各水果产量排名前三省份占比	12
图 19：2021 年中国主要水果进口金额占比	13

图 20: 2021 年中国主要水果进口数量 (万吨)	13
图 21: 中国水果传统分销链路	13
图 22: 中国水果传统渠道流通周期及损耗加价率	14
图 23: 2020-2021 年中国前五大鲜果分销商市场份额 (按销售收入计)	14
图 24: 2016 年各水果零售渠道占比	15
图 25: 2021 年各水果零售渠道占比	15
图 26: 中国人均水果年消费量	16
图 27: 消费者水果食用频率	16
图 28: 消费者对水果产地看法	16
图 29: 消费者保证水果品质的方式	16
图 30: 2017-2026E 进口水果零售市场规模及占比	17
图 31: 2021 年中国进口鲜果市场各产地占比	17
图 32: 2021 年中国零售额超百亿且未来五年预计增速最快的五大果品	17
图 33: 2019-2021 年公司各供应商类型采购成本比重	18
图 34: 2019-2021 年公司核心水果产品地域采购成本比重	18
图 35: 2019-2021 年公司进口核心水果销量及同比变化 (单位: 吨, %) ..	18
图 36: 2019-2021 年公司进口核心水果销量占中国各品类水果进口量的比例 ..	18
图 37: 2019-2021 年公司国产核心水果销量及同比变化 (单位: 吨, %) ..	19
图 38: 2019-2020 年公司国产核心水果销量占中国各品类水果产量的比例 ..	19
图 39: 公司水果原产地分布	19
图 40: 公司龙眼和山竹加工工厂情况	20
图 41: 公司火龙果和榴莲加工工厂情况	20
图 42: 公司合作的拥有自有加工厂的国内供应商数量及占比	20
图 43: 公司全国分拣中心及销售分公司分布	23
图 44: 2018-2021 年公司合作客户数量 (单位: 家)	23
图 45: 2019-2021 年公司各销渠道收入及增速 (单位: 亿元, %)	23
图 46: 2019-2021 年公司各渠道平均销售额及增速 (单位: 万元)	23
图 47: 2019-2021 年公司终端批发商数量 (单位: 家)	24
图 48: 2019-2021 年公司新兴零售商数量 (单位: 家)	24
图 49: 2019-2021 年公司各新兴零售商的销售额 (单位: 亿元)	24
图 50: 公司标准化水果进口流程	25
图 51: 公司“端到端”供应链管理体系	25
图 52: 2019-2021 年洪九果品及百果园存货周转天数对比 (单位: 天)	25
图 53: 2021-2024 年公司分拣中心数量 (单位: 个)	26
图 54: 公司数字化供应链“洪九星桥”管理系统	27
表 1: 公司核心管理层情况	7
表 2: 公司核心品牌水果产品矩阵列示	21
表 3: 洪九果品与佳农的产品对比	22
表 4: 公司的分销渠道	22
表 5: “洪九星桥”中不同模块实现采运销全业务链集成管控	27

表 6: 公司分业务收入预测 (单位: 百万元)	28
表 7: 公司盈利预测	28
表 8: 可比公司估值表	29
表 9: 洪九果品评分表	29

1. 东南亚进口鲜果分销龙头，打造自有水果品牌

1.1 专注水果供应链运营，发展势头迅猛

洪九果品是一家行业领先、快速发展的鲜果分销商，专注于高端进口水果和高品质国产水果的全产业链运营。公司主要从中国、越南、泰国、智利等地的 100 多个优质水果原产地挑选及采购水果，通过直采、标准化加工及数字化供应链管控，高效率、高透明度地为消费者提供优质水果。目前，公司已形成了以榴莲、火龙果、龙眼、葡萄、车厘子、山竹为核心共 49 种品类的水果产品组合，并在 14 个主要水果品类中成功打造了 18 个品牌。根据灼识咨询，2021 年洪九果品是中国最大的自有品牌鲜果分销商及中国最大的东南亚进口鲜果分销商，也是中国最大的榴莲分销商，以及火龙果、山竹及龙眼的前五大分销商。

图 1：洪九果品的精选品牌矩阵



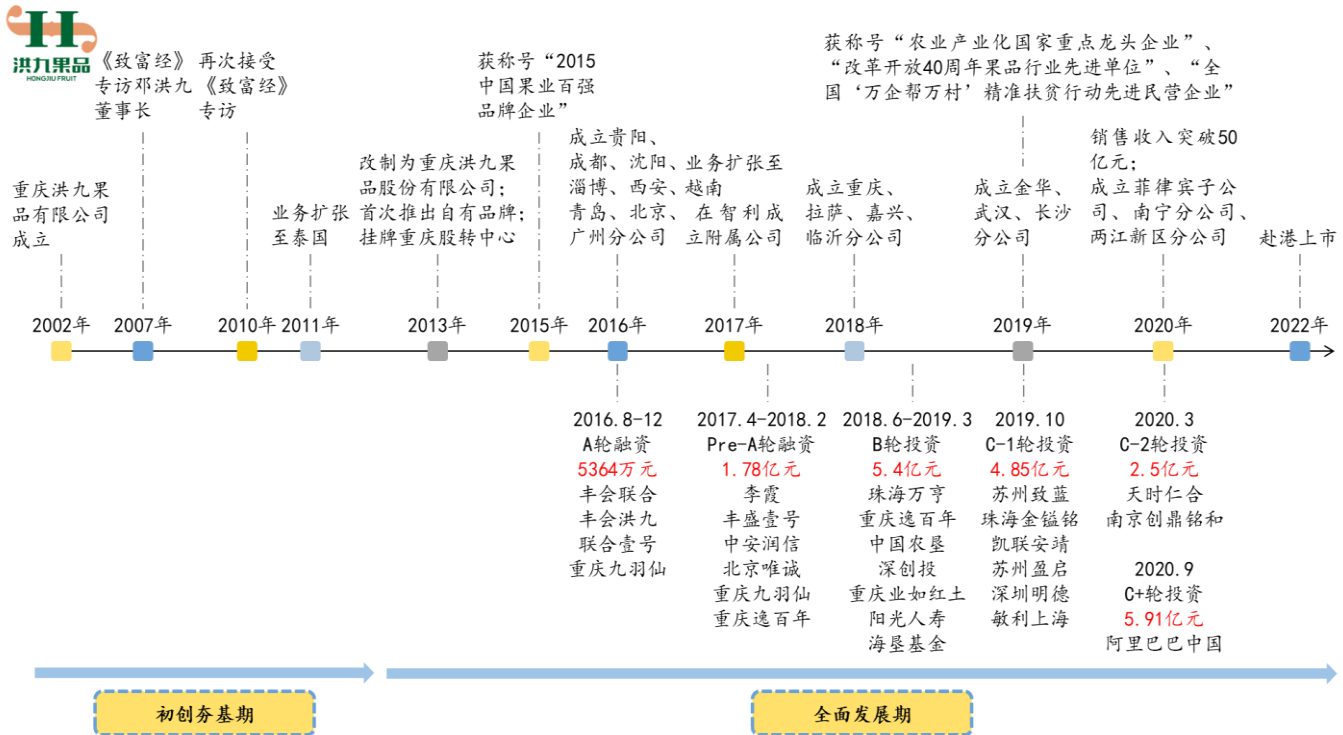
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

公司自 2002 年成立以来主要经历了两个主要阶段：初创夯基期（2002-2012 年）和全面发展期（2013 年至今）。

(1) 初创夯基期（2002-2012 年）：2002 年，邓洪九先生创建了重庆洪九果品有限公司，正式告别了之前的挑担创业，走上了现代化发展道路。随着公司发展逐渐走上正轨，公司影响力逐渐扩大，2007 年和 2010 年都接受了央视《致富经》专访。2011 年，公司将业务扩张到泰国，开启了海外发展之路。

(2) 全面发展期（2013 年至今）：2013 年，公司完成股份制改革，更名为重庆洪九果品股份有限公司，并在重庆股份转让中心挂牌。同时，公司首次推出自有品牌，开始了水果的品牌化升级。2015 年，公司获得“2015 中国果业百强品牌企业”称号。2016-2020 年，公司在北京、广州、武汉、重庆等内地地区成立了 17 家分公司，业务范围逐渐覆盖全国；同时，在智利、菲律宾成立了海外公司，业务也扩张到越南，海外业务版图不断扩大；在此期间，公司亦获得了多轮融资，助力公司业务快速扩张。2022 年，公司赴港上市。

图 2：公司发展历程图



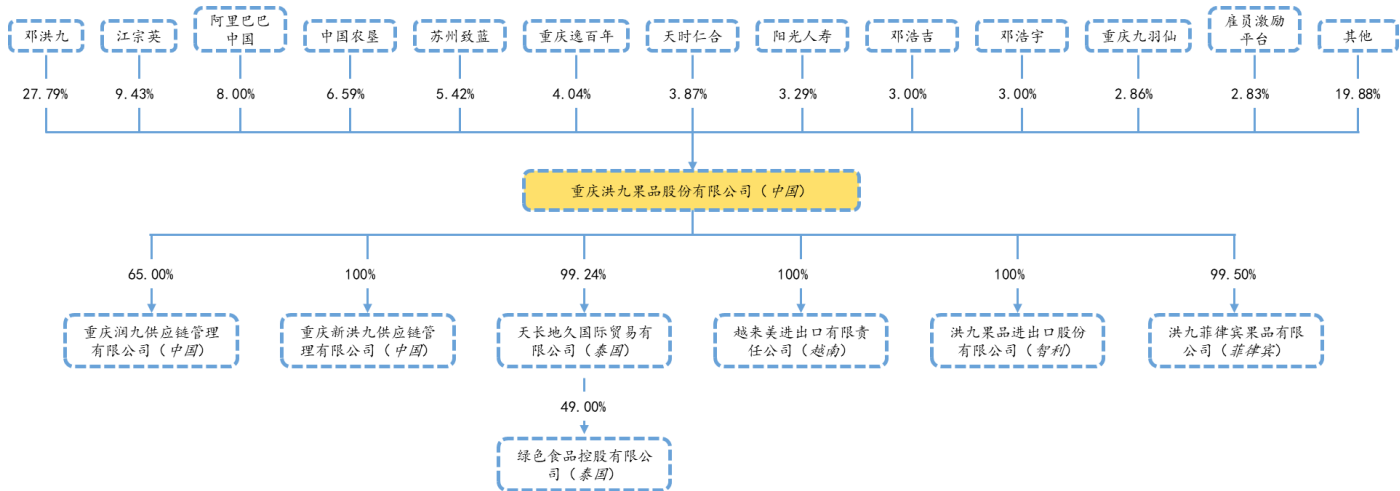
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

公司本次募集资金的主要用途包括：(1) 完善水果供应链：扩大上游采购网络及增加渗透率，扩大销售及分销网络，强化物流仓储管理能力；(2) 打造水果品牌及加大产品推广：增加销售活动，进行品牌广告投放，孵化新品牌；(3) 升级数字化系统及开发全球水果产业互联网平台：进一步开发和升级洪九星桥系统，打造水果产业互联网平台；(4) 偿还银行贷款；(5) 补充流动资金需求及其他一般企业用途。

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构较为集中，子公司业务全面。作为公司创始人，邓洪九自身直接持股 27.79%，通过雇员激励平台间接持股 2.83%，合计约 30.63%。其配偶江宗英持股 9.43%，子女邓浩吉、邓浩宇分别持股 3.00%。邓洪九家族实际持股约 46.06%，股权结构较为集中。控股子公司天长地久国际、越来美、洪九进出口和 Hong Nine 分别负责洪九果品在泰国、越南、智利和菲律宾的水果采购、初加工和出口业务。润九供应链管理有限公司负责代理报关报检及物流运输，新洪九供应链管理有限公司负责线上电商和社区团购的供货及销售业务。控股子公司业务范围全面，覆盖公司从采购到加工再到销售的主要流程。

图 3：公司股权结构（全球发售前）



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

核心人员专业全面，管理经验丰富。作为公司的创始人和最大股东，邓洪九拥有 35 年的水果行业从业经验，不仅了解 200 多种水果的经营模式，也熟知鲜果全产业链的运营情况，以科学、先进的战略规划带领公司乃至行业发展。江宗英、彭何、谭波、杨俊文、向敏等是公司的核心管理层，负责公司日常监管、经营规划、财务管理等工作，有着丰富管理经验，熟知公司经营事务，是公司发展的重要力量。

表 1：公司核心管理层情况

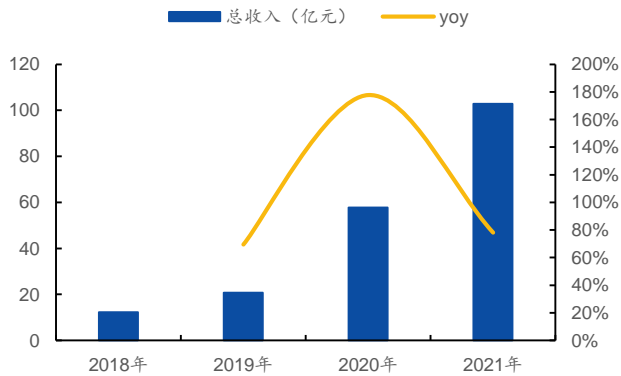
姓名	职位	年龄	履历
邓洪九	董事长、执行董事	51	洪九果品集团的创始人，重庆洪九果品股份有限公司执行董事、董事长。曾任重庆洪九果品股份有限公司的总经理。担任重庆合众洪九商贸中心（有限合伙）及重庆合利洪九商贸中心（有限合伙）的执行事务合伙人、重庆洪九投资管理有限公司的监事、重庆两江新区同谊小额贷款有限公司的副董事长（非执行）。
江宗英	总经理、执行董事	50	担任重庆洪九果品股份有限公司总经理、董事、重庆九欣泰商贸有限公司的监事。曾任重庆市长寿区九五种养殖专业合作社的法定代表人及总裁。
彭何	常务副总经理、执行董事	51	担任重庆洪九果品股份有限公司常务副总经理、董事。曾任重庆市新大兴爱家商业连锁有限公司的总经理、洪九果品集团的副总经理。
谭波	副总经理、董事会秘书、执行董事	42	担任重庆洪九果品股份有限公司副总经理、董事、董事会秘书。曾任重庆长风机械制造有限公司的财务主管。初级会计师，持有董事会秘书证书。
杨俊文	副总经理、执行董事	48	担任重庆洪九果品股份有限公司副总经理、董事。曾任职于中国第十八冶金建设公司、中国第十八冶金建设公司第二子弟中学、重庆市大渡口区教委教育服务中心，曾任教于重庆商务学校，曾任洪九果品集团成都事业部的总经理。
向敏	财务总监	51	担任重庆洪九果品股份有限公司财务总监。曾任职于重庆冠生园食品工业有限公司、重庆天晟渝都房地产顾问有限公司，曾任重庆洪九果品股份有限公司的财务副总监。初级会计师。

资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

1.3 业绩增长亮眼，品牌化经营效果显著

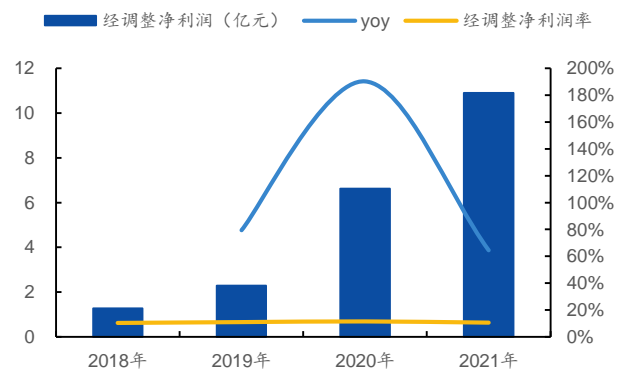
品牌水果发力，业绩增长亮眼。2021 年公司实现总收入 102.80 亿元，同比增长 78.12%；实现经调整净利润 10.90 亿元，同比增长 64.50%，主要系公司强大的供应链管理能力和广泛的销售和分销网络以及有效的产品推广策略所致；经调整净利率为 10.60%，同比下降 0.88pct，主要系公司加大营销力度、扩大优惠力度所致。

图 4：2018-2021 年公司总收入及同比变化



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 5：2018-2021 年公司经调整净利润及同比变化



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

拆分公司收入结构，

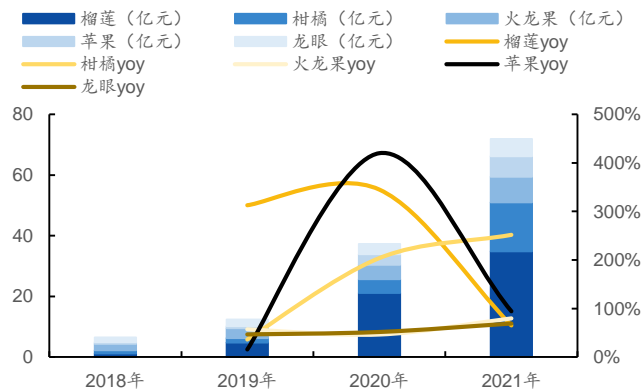
榴莲为公司主要水果种类。2021 年公司榴莲收入为 34.82 亿元，同比增长 65.23%，收入占比为 33.87%，是占比最大的水果种类，贡献了当年 30.49% 的收入增长额，主要系市场认可公司榴莲产品，公司榴莲的销量增加所致。

终端批发商为公司主要销售渠道，新兴零售商渠道快速增长。2021 年公司来源于终端批发商的收入为 54.79 亿元，同比增长 80.21%，收入占比为 53.30%，是占比最大的销售渠道，贡献了当年 54.09% 的收入增长额，主要系市场对于公司水果品质认可所致。2021 年公司来源于新兴零售商的收入为 21.34 亿元，同比增长 112.24%，主要系疫情推动新兴生鲜零售渠道快速发展所致。

品牌水果产品贡献核心收入。2021 年公司品牌水果产品收入为 75.32 亿元，同比增长 71.31%，收入占比为 73.27%，略低于 2020 年的 76.19%，主要系国内外疫情防控政策差异及非品牌水果销量大增所致。

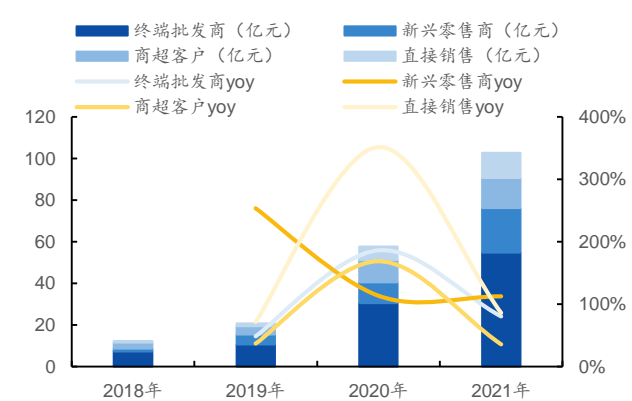
华东和西南地区为收入主要贡献区域。2021 年公司华东/西南地区收入分别为 37.63/23.43 亿元，分别同比增长 77.64%/86.68%，收入占比分别为 36.61%/22.8%，主要系公司总部及主要营业地点位于重庆，并在华东地区打下了良好客户基础所致。

图 6：2018-2021 年公司分种类收入结构



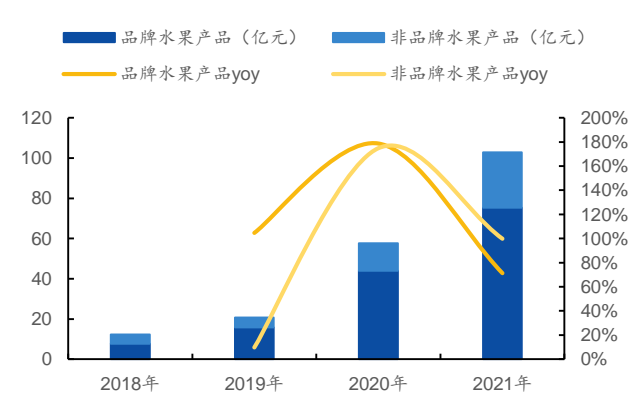
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 7：2018-2021 年公司分渠道收入结构



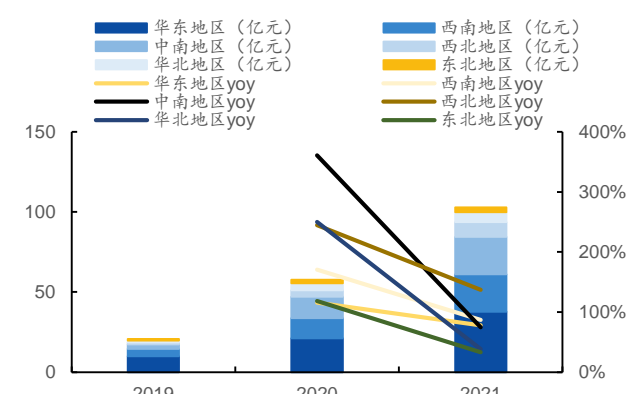
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 8：2018-2021 年公司分品牌收入结构



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 9：2019-2021 年公司分地区收入结构

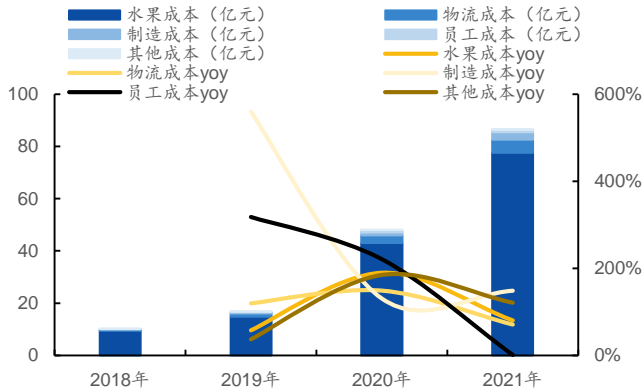


资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

水果成本为核心成本，综合毛利率略有下降。拆分公司销售成本，水果成本主要是公司向供货商购买水果的款项，2021 年公司水果成本占销售成本的比例为 89.55%，随着公司布局产业链，水果成本占总收入的比例从 2018 年的 76.64% 下降至 2021 年的 75.50%；物流成本主要包括运输费用、清关费用及装卸费用，占销售成本的比例为 5.80%；制造成本主要是包装材料成本、折旧及水电费，占销售成本的比例为 3.21%。拆分公司毛利率，（1）2021 年综合毛利率为 15.70%，较前几年有所下降，主要系公司为了扩大销售渠道、开拓分销客户，加大销售优惠折扣所致。（2）按品牌划分，2021 年品牌/非品牌水果的毛利率分别为 16.7%/13.0%，品牌水果得益于品质优秀、味道独特、溢价较高，毛利率更高。（3）按水果种类划分，2021 年核心水果榴莲/火龙果/车厘子/葡萄/龙眼/山竹的毛利率分别为 20.7%/11.5%/6.4%/14.1%/17.2%/15.2%，毛利率较柑橘、苹果、猕猴桃等非核心水果更高，2021 年火龙果毛利率的大幅下降主要系疫情影响下火龙果多用陆运代替海运导致运输成本上升所致，车厘子毛利率的大幅下降主要系中国进口的若干批次的车厘子被检测出 COVID-19 阳性导致市场需求急剧下降所致。（4）按渠道划分，终端批发商/新兴零

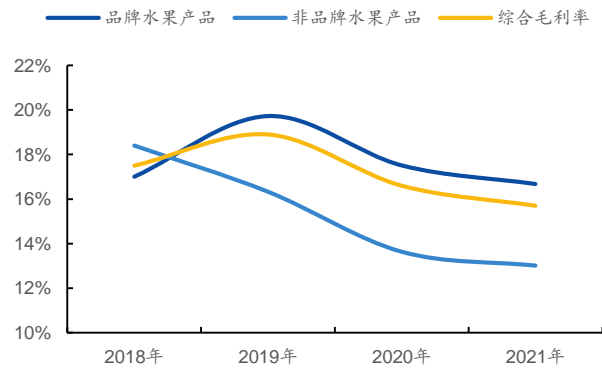
售商/商超客户/直接销售的毛利率分别为 16.6%/13.8%/14.0%/17.1%，由于直接销售省去中间环节，毛利率较高。

图 10：2018-2021 年公司成本结构



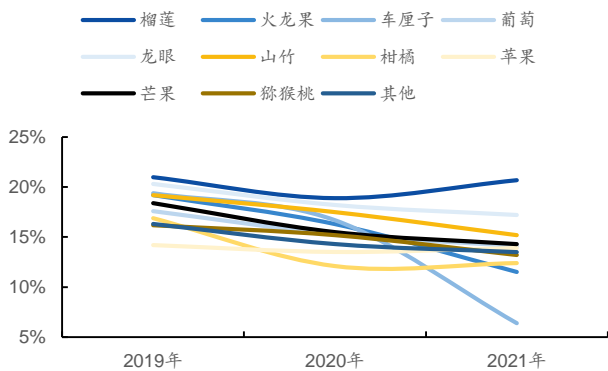
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 11：2018-2021 年公司分品牌毛利率



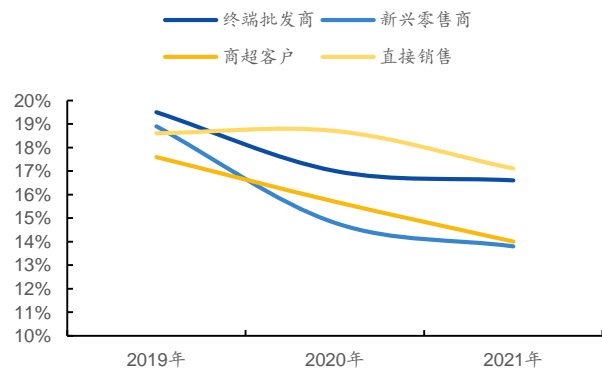
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 12：2019-2021 年公司分种类毛利率



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 13：2019-2021 年公司分渠道毛利率

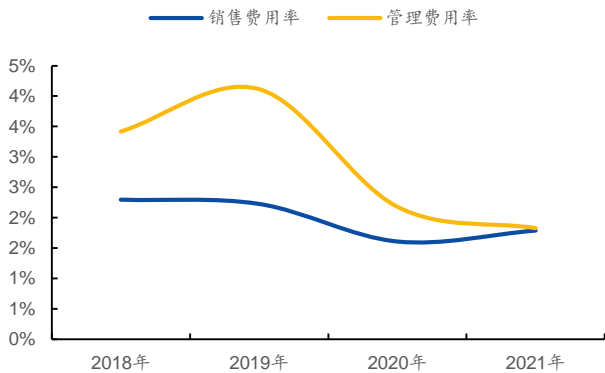


资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

规模经济逐渐显现，费用率稳中有降。随着公司业务快速扩张，公司销售费用逐渐增加，但公司也不断提升销售工作和营销活动的成本效率，2021 年公司销售费用率为 1.79%，呈下降趋势。2021 年公司管理费用率为 1.83%，亦呈现下降趋势。

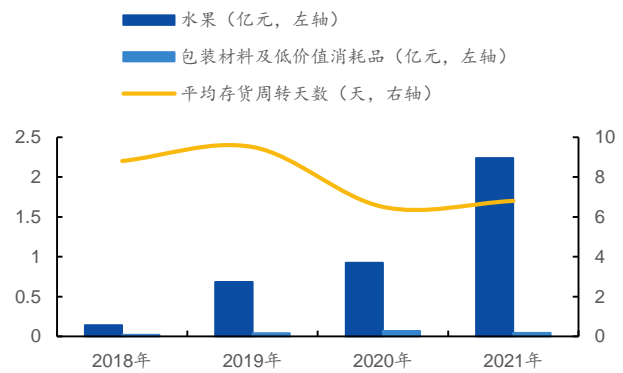
水果为核心存货，整体存货周转速度较快。公司存货基本为水果，由于水果不易储存的特点，公司整体存货周转速度较快，总存货周转天数一般保持在 6-10 天。

图 14：2018-2021 年公司销售费用率和管理费用率



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 15：2018-2021 年公司存货结余明细及平均存货周转天数



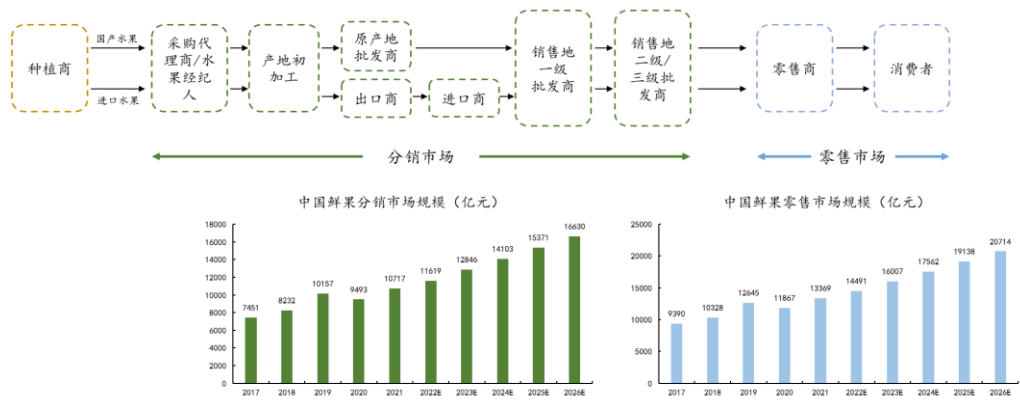
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

2. 行业：分销环节重要性高，进口水果愈加受青睐

2.1 行业概况：产业链条繁复，传统分销环节损耗大利润低

产业链较为繁复，中游分销市场规模不断扩大。中国的水果产业链由上游鲜果种植商、中游分销商和下游零售商构成。具体而言，上游种植商进行水果种植，采购代理商及/或水果产品经纪人与种植商联系并进行水果采摘以及初级加工，之后将水果出售给原产地的批发商，之后出售给位于销售地的一级批发商，再将产品卖给区域二级或三级分销商，再将新鲜水果分销给各零售渠道供消费者最终消费。其中，分销环节涵盖了产业链中的多数程序，决定着水果的品质、价格以及流通效率，是水果产业链中的核心环节。根据灼识咨询，中国鲜果分销市场规模从 2017 年的 7451 亿元增长至 2021 年的 10717 亿元，CAGR 为 9.51%，预计 2026 年将进一步增长至 16630 亿元，2021 年至 2026 年的预期 CAGR 为 9.19%。

图 16：中国鲜果价值链



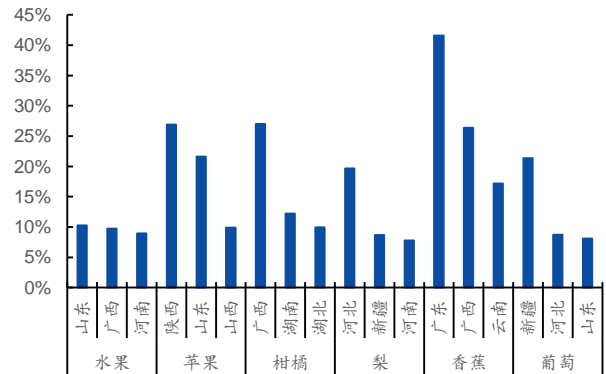
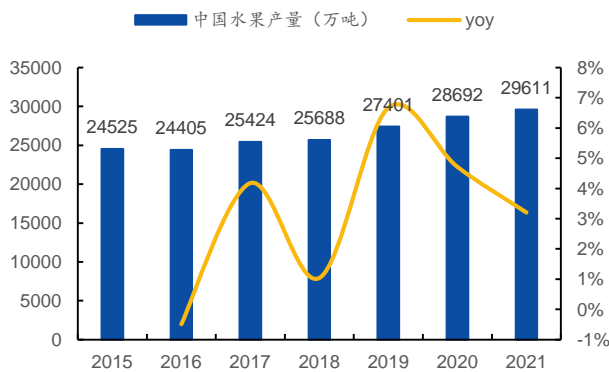
资料来源：灼识咨询，国元证券研究所

➤ 种植端：

种植集中度较低，有明显地域性和季节性。根据国家统计局数据，2018年，我国拥有2.3亿农户，经营耕地10亩以下的农户达2.1亿，超过91%的农业生鲜生产者均为小农生产，存在种植集中度低、专业化机械化程度低、产品质量规格参差不齐等痛点。而中国幅员辽阔、水果品种繁多，水果产量居全球前列，根据国家统计局数据，2021年中国水果总产量为29611万吨，同比增长3.2%，种类产量前五分别为柑橘、苹果、梨、葡萄和香蕉；地域产量前五分别为山东、河南、广西、陕西和广东。按地域分布来看，广西为柑橘主产地，山东和陕西为苹果主产地，河北为梨主产地，新疆为葡萄主产地，广东为香蕉主产地，地域性分布明显。按时间分布来看，上半年主要生产热带水果（柑橘、香蕉等），下半年主要生产北方水果（葡萄、苹果等），季节性分布明显。

图 17：2015-2021 年中国水果总产量（单位：万吨）

图 18：2020 年中国水果总产量和各水果产量排名前三省份占比

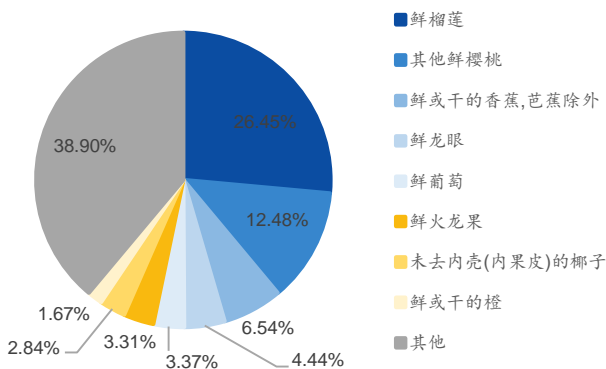


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

资料来源：国家统计局，国元证券研究所

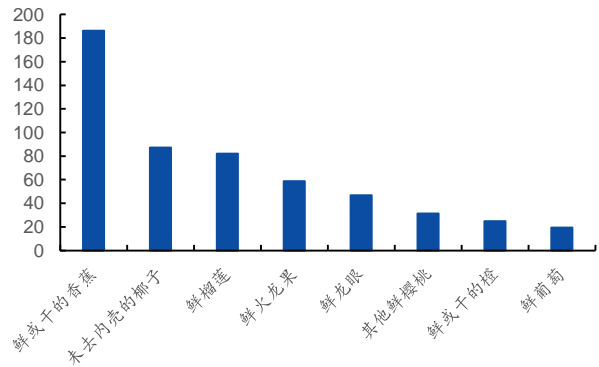
水果进口稳步增加，榴莲、樱桃、香蕉占据主流。根据中国海关数据，2021年中国进口食用水果及坚果158.97亿美元，同比增长32.3%，维持稳定增长态势。其中，榴莲、樱桃、香蕉、椰子等是主要进口水果。2021年，进口金额分列前三的鲜果品类为榴莲、其他鲜樱桃和香蕉，在进口金额中的占比分别为26.45%/12.48%/6.54%；进口数量分列前三的鲜果品类为香蕉、椰子、榴莲，进口数量分别为87.18/82.16/58.76万吨。

图 19：2021 年中国主要水果进口金额占比



资料来源：中国海关，国元证券研究所

图 20：2021 年中国主要水果进口数量（万吨）

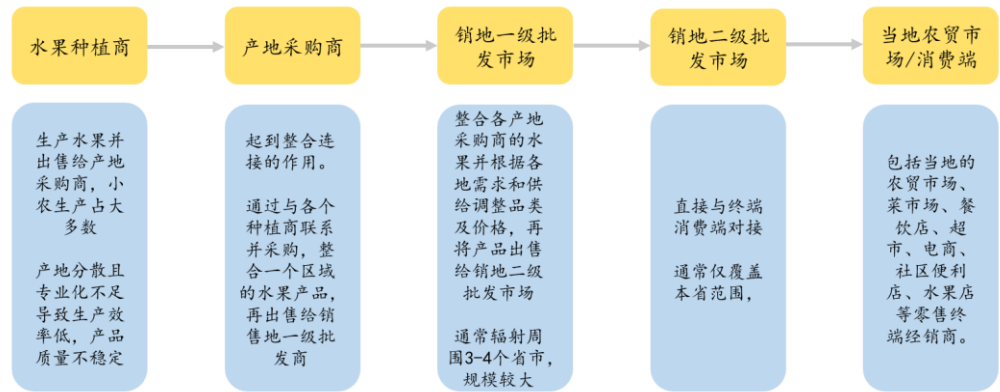


资料来源：中国海关，国元证券研究所

➤ 分销端：

种植端时空分布不均，依赖多层分销环节。由于上游种植端的时空分布不均，大部分水果分销商难以垂直打通产业链，只能参与产业链的有限环节，导致需要依赖多级产销地批发市场实现全国范围内的分销流通。其中，原产地采购商起到整合当地水果市场的作用，辐射范围相对较小；销地批发市场通常交易规模较大，能够辐射省级地理区域。各级批发市场的规模悬殊使得各环节的流通速率、储存条件大相径庭，而繁琐的分销链条限制了产品流通速度，提升了水果损耗率，同时物流人力成本层层累积也削弱了盈利能力。

图 21：中国水果传统分销链路

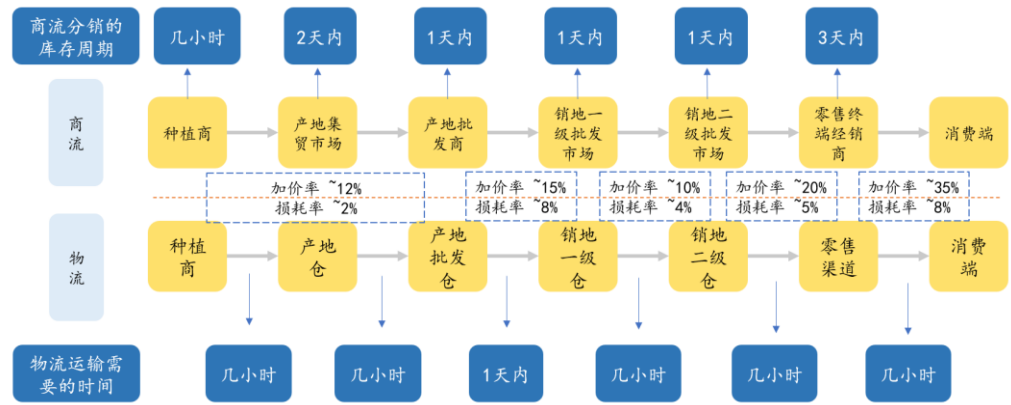


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

产品流通速度慢、损耗率大、利润率低。根据艾瑞咨询数据，水果从种植商到产地批发商的库存周期约 3 天，物流运输约几小时，损耗率约 2%，加价率约 12%；从产地批发商到销地一级批发市场的库存周期约 1 天，物流运输约 1 天，损耗率约 8%，加价率约 15%；从销地一级批发市场到销地二级批发市场的库存周期约 1 天，物流运输约几小时，损耗率约 4%，加价率约 10%；从销地二级批发市场到零售终端经销商的库存周期约 3 天，物流运输约几小时，损耗率约 5%，加价率约 20%。繁琐

的分销环节及较高的损耗率下，鲜果行业平均利润率不高，仅在 5%-20% 之间。我们认为，随着仓储、冷链物流、运营管理技术发展，行业损耗率有望降低，同时参与者大规模集中采购、积极布局全产业链、精简分销环节，行业利润率有望提升。

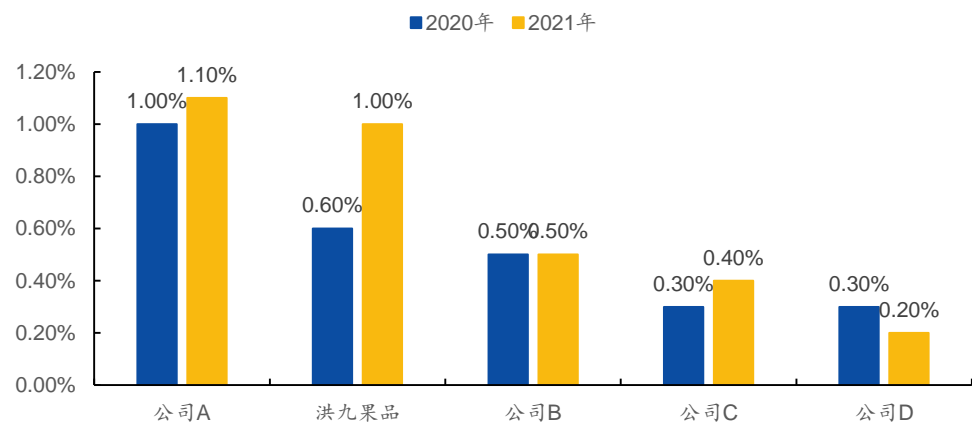
图 22：中国水果传统渠道流通周期及损耗加价率



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

市场格局分散，缺乏垂直整合能力。2021 年，中国约有 30 万家鲜果分销商，前五大分销商仅占据 3.2% 的市场份额，洪九果品为市场第二，市占率为 1.0%；中国鲜果分销商平均销售收入约为 300 万元，收入超过 2000 万元的不足 1%。多数分销商往往只能专注于鲜果产业链的某一环节，无法实现“端到端”的全链条整合，且多数分销商仅是地区性企业，缺乏全国性的和全球性的分销网络，难以形成规模经济和掌握议价权，目前仅不足 1% 的分销商能够垂直整合鲜果供应链。

图 23：2020-2021 年中国前五大鲜果分销商市场份额（按销售收入计）



资料来源：灼识咨询，国元证券研究所

➤ 零售端：

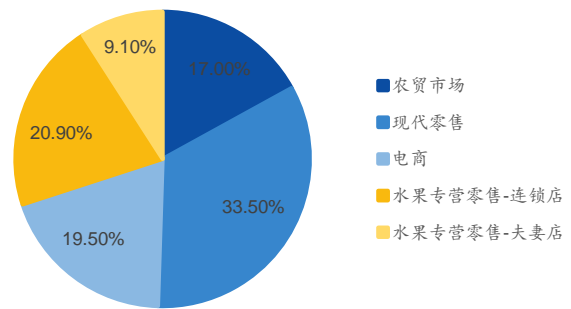
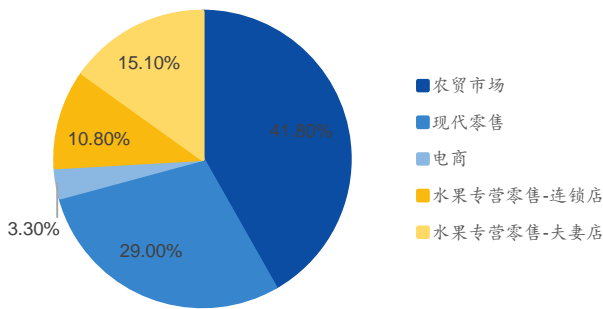
仍以传统零售渠道为主，但占比将持续下降。中国主要的水果零售渠道包括农贸市场、现代零售（商超、生鲜超市、便利店）、电商渠道、水果专营零售（水果专营连锁零售及夫妻店）等。根据弗若斯特沙利文数据，按零售额计，2021 年传统渠道（农

贸市场&现代零售)的销售额占比为 62.0%，较 2016 年下降 8.8pct，预计 2026 年将继续下降至 50.5%。其中，现代零售逐步取代农贸市场成为核心零售渠道，原因主要为：一方面，城市大规模改造导致农贸市场数量不断减少；另一方面，虽然传统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缺乏标准，而以商超为代表的现代零售水果供应渠道多、价格透明、质量有保证，且有其他品类流量支持，能够充分满足顾客的即时消费需求。

覆盖多种消费场景，新兴零售（电商&水果专营）快速崛起。 电商渠道能够满足消费者对及时性购买和便利性需求，疫情亦加速了生鲜电商的渗透，根据弗若斯特沙利文数据，电商零售渠道渗透率从 2016 年的 3.3% 增长至 2021 年的 12.8%，预计 2026 年将增长至 19.5%；而中国城市住宅小区人口密集，具有社区属性的线下水果专营连锁零售能够覆盖一至三公里的社区，更能满足消费者适合每日消费的水果需求，推动水果专营连锁零售渗透率从 2016 年的 10.8% 增长至 2021 年的 13.5%，预计 2026 年将增长至 20.9%。

图 24：2016 年各水果零售渠道占比

图 25：2021 年各水果零售渠道占比



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

2.2 行业趋势：消费持续升级，重视水果产地及品牌

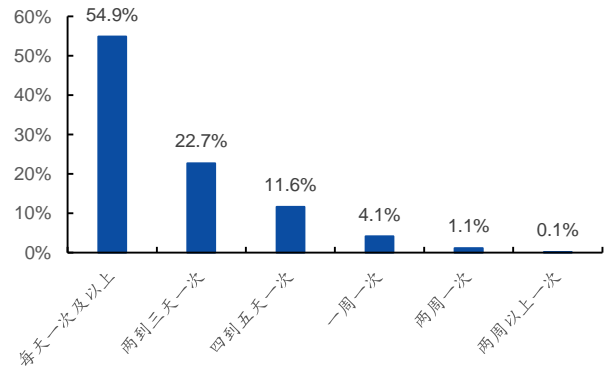
国民水果摄入逐年提升，水果成为日常消费品。 随着居民生活水平提高、健康意识增强，对膳食营养和健康养生的重视度明显提高，根据弗若斯特沙利文数据，中国人均水果的年消费量由 2016 年的 43.9 千克增加至 2021 年的 52.7 千克，CAGR 为 3.7%，但与《中国居民膳食指南》建议的 73 至 128 千克仍有差距；与世界发达国家相比，2021 年美国人均水果的年消费量为 110.67 千克，是中国现人均 2.1 倍；而在与中国饮食结构较相近的日本，人均水果的年消费量为 73.78 千克，是中国现人均的 1.4 倍，中国水果消费规模增长潜力巨大。根据艾瑞咨询 2022 年调研数据，55% 的人每天食用水果，许多水果、果切由于其便于携带和清洗的特点正逐渐取代传统薯片/饼干等成为消费者的零食，水果酸奶、水果捞等花式吃法，也使得水果更加受欢迎。

图 26：中国人均水果年消费量



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

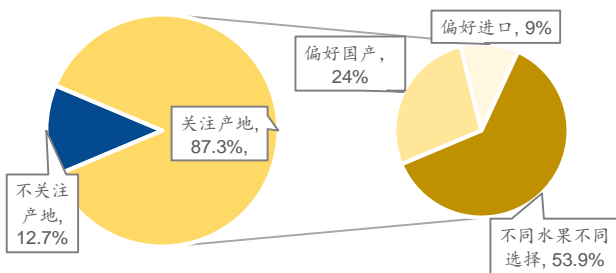
图 27：消费者水果食用频率



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

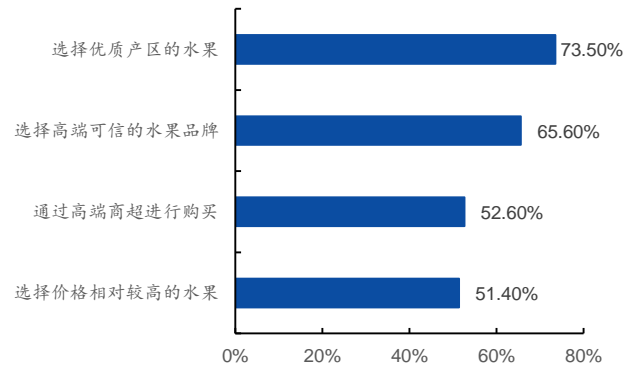
优质产区及水果品牌保证水果品质，消费者偏好特定产区水果。根据艾瑞咨询 2022 水果消费调研，水果的品质、营养价值、口味成为消费者水果购买的重要考虑因素，其中水果品质权重为 55%。南橘北枳，不同地区的气候环境、地质条件等是决定水果品质的基础，不同产区都有着自身比较优势的水果品种，优质产区也渐渐成为了水果品质的保证和代名词，形成了一批带有地理产区优势的产品，如赣南脐橙、云南山地蓝莓、库尔勒香梨、烟台苹果、阳山水蜜桃、泰国榴莲、越南火龙果，智利车厘子等。根据艾瑞咨询调研，有 87.3%的消费者在购买水果时会关注产地，其中 53.9%会根据不同水果选择不同产地；同时，73.5%的消费者认为选择优质产区是保证水果品质的首选方式，65.6%的消费者会选择高端可信的水果品牌。

图 28：消费者对水果产地看法



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 29：消费者保证水果品质的方式



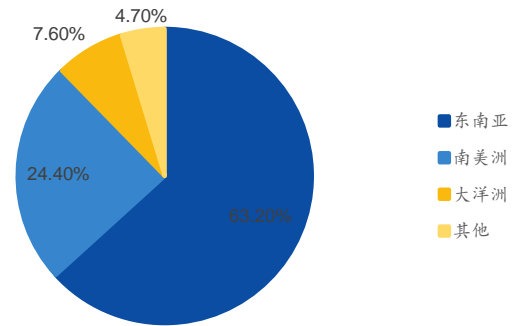
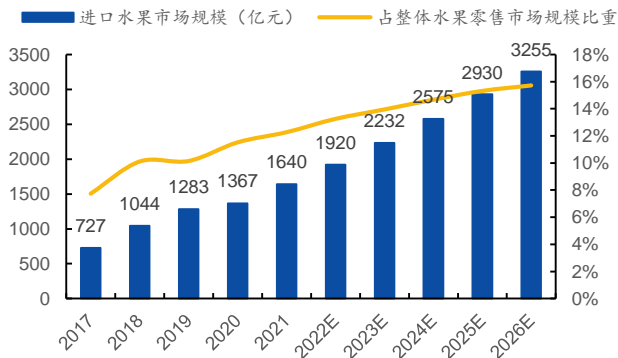
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

消费持续升级，进口鲜果消费量持续增长。对比国产水果，进口水果有着更丰富的口感、更多样的品类和更鲜明的季节特征，逐渐受到中国消费者的青睐，进口水果的零售市场规模不断扩大，根据灼识咨询，2021 年中国进口水果零售市场规模达 1640 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 22.5%，高于同时期国产水果 7.9% 的 CAGR；占整个水果零售市场规模提升至 12.27%。从水果产地来看，得益于得天独厚的气候条件、卓越的产品品质和相邻的地理位置，东南亚成为中国进口水果的首要产地，

根据灼识咨询，2021年，来自东南亚的进口鲜果零售额占进口鲜果零售总市场规模的63.2%，显著高于南美洲的24.4%。从水果品类来看，在2021年零售额超百亿的水果中，榴莲、车厘子、山竹、龙眼和火龙果是未来5年预计增速最快的五大品类。其中，榴莲不仅零售额最大（2021年达524亿元），而且预计增速最快（2021-2026年CAGR为20.1%）。

图 30：2017-2026E 进口水果零售市场规模及占比

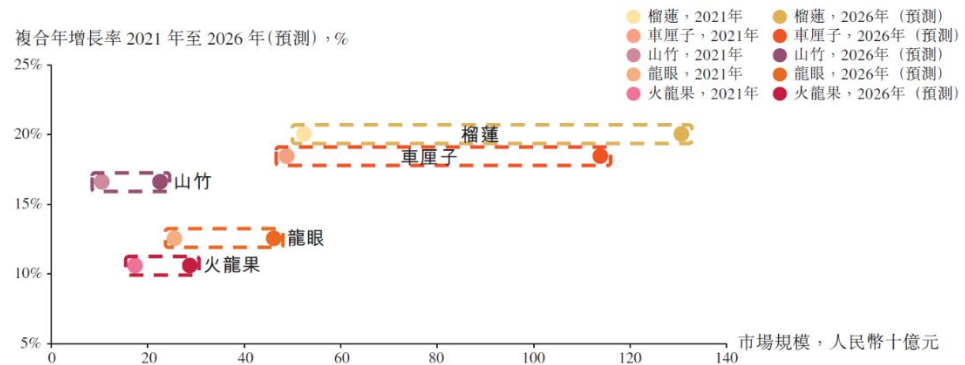
图 31：2021 年中国进口鲜果市场各产地占比



资料来源：灼识咨询，国元证券研究所

资料来源：灼识咨询，国元证券研究所（其他包括欧洲、非洲、北美洲和亚洲（不包括东南亚））

图 32：2021 年中国零售额超百亿且未来五年预计增速最快的五大果品



资料来源：灼识咨询，国元证券研究所

3.公司：水果采购规模效应显著，端到端供应链高效运营

3.1 生产端：深入水果产地采购加工，核心鲜果量多质优

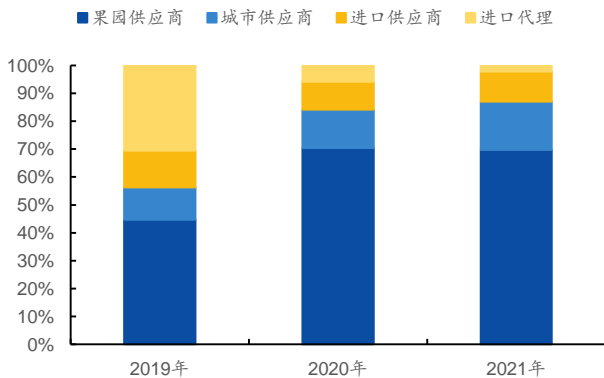
➤ 采购方面，

坚持“找遍全球，唯有此地”，进行原产地直采。公司主流合作供应渠道为果园、进口和城市供应商及进口代理，精选最佳采购地点、时点及最优惠价格，并形成全球化、规模化的采购布局。供应商类别方面，主要以果园供应商为主，坚持原产地

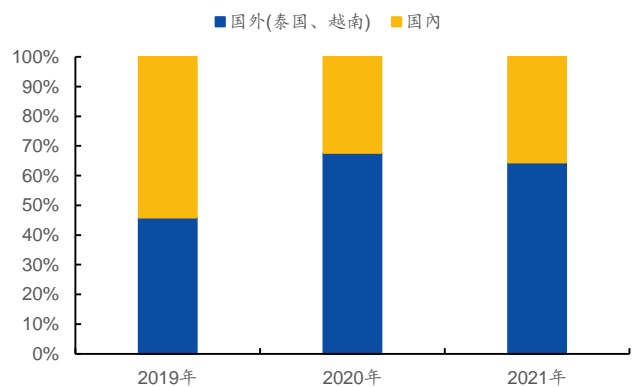
直采，自 2020 年起自果园供应商采购占比一直稳定在 70%左右；地理位置方面，核心水果的国外供应商采购占比高于国内供应商。公司与众多果园供应商签订一至三年的自动续订采购协议，保证水果的稳定供应。未来，公司将继续扩大合作产量在 50-200 吨的果园，预计于 2023 年年底，新增合作 1330 家泰国和越南果园，于 2024 年年底合作 2100 家果园，进一步提升市场竞争力。

图 33: 2019-2021 公司各供应商类型采购成本比重

图 34: 2019-2021 公司核心水果产品地域采购成本比重



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

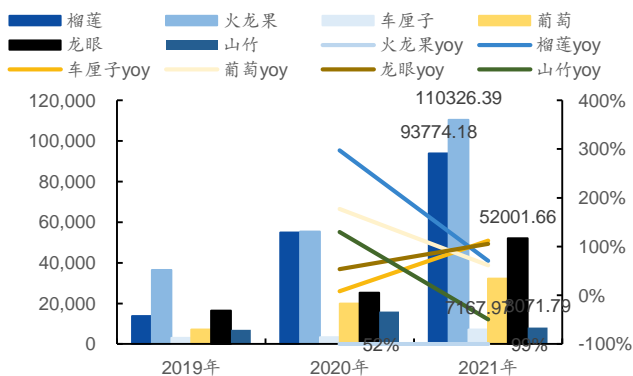


资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所（核心水果指榴莲、火龙果、车厘子、葡萄、龙眼、山竹）

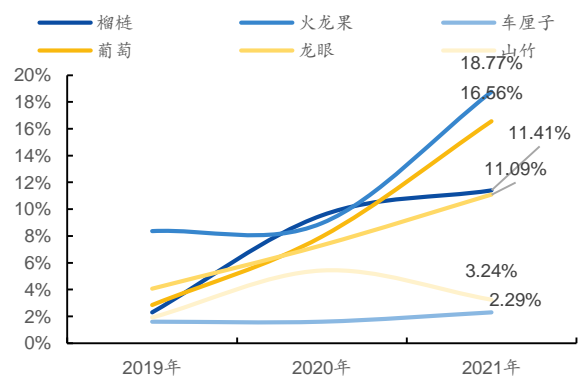
进口水果采购量市场领先，形成较高的竞争壁垒。根据招股说明书及中国海关总署数据，进口水果方面，2021 年公司进口核心水果—火龙果、葡萄、榴莲、龙眼、山竹、车厘子的销量占中国全国各品类水果进口量的比例分别为 18.77%、16.56%、11.41%、11.09%、3.24%、2.29%；国产水果方面，2020 年公司国产核心水果—芒果、猕猴桃的销量占中国全国各品类水果产量比例分别为 0.63%和 0.42%。公司在进口水果方面的采购量和销量遥遥领先，已达到远高于市场平均水平的议价能力，规模优势和竞争壁垒显著。

图 35: 2019-2021 年公司进口核心水果销量及同比变化 (单位: 吨, %)

图 36: 2019-2021 年公司进口核心水果销量占中国各品类水果进口量的比例



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所



资料来源：洪九果品招股说明书，中国海关总署，国元证券研究所

图 37：2019-2021 年公司国产核心水果销量及同比变化
(单位：吨，%)

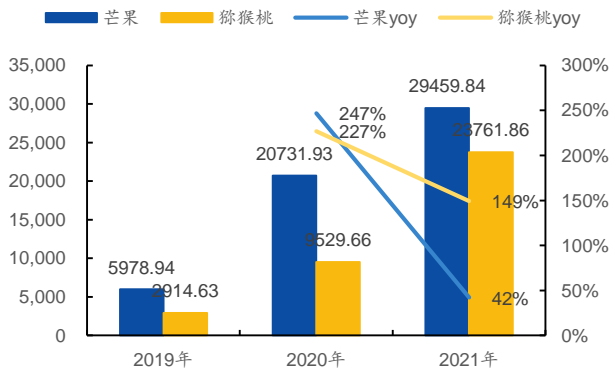
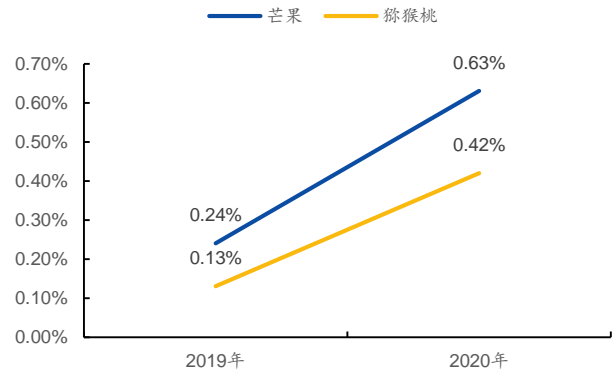


图 38：2019-2020 年公司国产核心水果销量占中国各品类水果产量的比例



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

资料来源：洪九果品招股说明书，中国农业农村部，FAO，国元证券研究所

以“优质产区+优质品质+优质口感”为选品方针，保证产品品质。公司独创质量控制标准，多维度考察选品。产品标准方面，公司对水果采用独有标准化工序及质量分级，已在质量控制程序方面积累多项专有技术，严格对产品的鲜度、色度、脆度、甜度等方面进行筛选和分级，力求达到优质品质与口感。产区方面，公司注重于评估各地气候环境、地理位置、降水情况、种植技术水平、土壤肥力等多种因素，针对性制定采购策略，坚持选取优质产区共 100 余个。得益于对产品的高品质要求，公司已逐渐形成良好口碑和品牌形象，在消费者中得到良好反馈，根据灼识咨询数据，公司长期为八家位列 2020 年全国十大营收商超的企业提供产品，消费者整体对于榴莲、火龙果、黄桃等核心水果产品推荐度超过 81%，5 星满意度超过 83%。

图 39：公司水果原产地分布



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

➤ 加工方面，

建立加工工厂，实现产地端标准化运作。公司当前拥有 16 个水果加工工厂，集中于越南和泰国的核心品类果园交通便利处，以便进行分选、保鲜、包装及打标，最

大程度保持水果新鲜及提升运输便捷性。2021年,工厂平均日处理总量达1828吨,平均日利用率达70%,除直属加工厂外,公司已与397家自带加工厂的供应商达成深度合作关系,此模式占水果采购总量的35.4%。技术上,透过光学分级对水果内外部分品质进行评级;专门机器及定制组装线对水果实施储存、包装、预冷;催熟技术结合运输及仓储时间对人工催熟工艺进行管理;加工程序基于温度、湿度、预期运输期和交付期灵活调节参数,以实现大幅减少人力劳动、延长水果保质期、保持最佳成熟度等优势。此外,未来,公司将于2023/2024年在泰国及越南新增28/34家加工厂,预计日加工量在160吨至1040吨。

图 40: 公司龙眼和山竹加工工厂情况

图 41: 公司火龙果和榴莲加工工厂情况



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

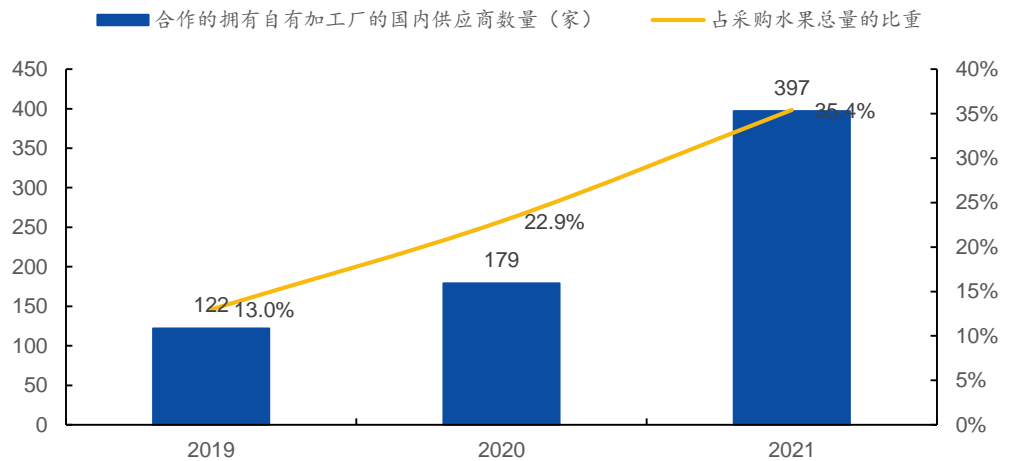


泰國榴蓮加工現場

资料来源: 洪九果品招股说明书, 国元证券研究所

资料来源: 洪九果品招股说明书, 国元证券研究所

图 42: 公司合作的拥有自有加工厂的国内供应商数量及占比



资料来源: 洪九果品招股说明书, 国元证券研究所

➤ 产品方面,

产品和品牌矩阵丰富, 可复制性强。公司产品共覆盖 49 种水果品类, 以在国内市场最具增长潜力的榴莲、山竹、龙眼、火龙果、车厘子及葡萄六种水果作为核心主打产品, 核心水果占总收入的比例为 57%, 重点水果品牌共 18 个, 分别来自 14 个水果品类, 如榴莲品牌“洪九泰好吃”和“猛象”、红心火龙果品牌“越来越美”和“小喇叭”、芒果品牌“海芒君”等。公司丰富的产品和品牌矩阵已形成规模效应, 且得益于供应链环节的可复制性强, 公司可持续打造新的品类品牌, 进一步提升消

费者粘性。

表 2: 公司核心品牌水果产品矩阵列示

水果	国外		水果	国内	
	品牌	原产地		品牌	原产地
榴莲	洪九泰好吃及猛象	泰国东部(尖竹汶府)及泰国南部(春蓬府)	芒果	海芒君	中国海南省
红心火龙果	越来美及小喇叭	越南隆安省	贵州猕猴桃	猕天大圣	中国贵州省息烽县
白心火龙果	越来美及灵猫	越南平顺省	黄桃	奉上好	中国重庆市奉节县
龙眼	洪九泰好吃及泰珠	泰国东部(尖竹汶府)及泰国北部(清迈府)	荔枝	海美荔	中国海南省
山竹	洪九泰好吃及泰白	泰国东部(尖竹汶府)及泰国南部(春蓬府)			
车厘子	洪九	智利			
红提	洪九	智利			

资料来源: 洪九果品招股说明书, 国元证券研究所

营销推广提升知名度, 获得品牌溢价。公司与物美、华润、永辉、苏宁家乐福、卜蜂莲花、伊藤洋华堂、新世纪等全国大型商超系统建立了长期供应关系, 重点集中在超市进行品牌营销, 通过陈设、主题及促销活动对重点水果产品进行推广, 打造产品从独有原产地直采的鲜明品牌形象。另外, 通过给予产品新奇的命名如“越来美”、“小喇叭”、“猕天大圣”, 确立活泼、具新鲜感的品牌调性。得益于品牌产品品质及知名度, 重点品牌水果的销售溢价较高, 根据灼识咨询数据, 2021 年公司的品

牌水果产品加价率为 16.7%，而非品牌水果产品加价率为 13.0%；公司以自有品牌销售的水果占总收入的比例为 73.3%，而水果分销行业的平均品牌化率仅为 30%。

表 3：洪九果品与佳农的产品对比

洪九果品			佳农		
品类	代表产品	平均售价 (元/kg)	品类	代表产品	平均售价 (元/kg)
	洪九泰好吃榴莲	37.1			
浆果类	洪九越来美火龙果	7.7		奇异果	34.9
	车厘子	45.3	浆果类	菠萝	7.2
	葡萄	15.5		火龙果	7.9
瓜类	山竹	23.0			
	猕猴桃	9.1			
核果类	梨	7.1	核果类	苹果	6.6
	苹果	6.0			
	龙眼	11.0			
柑橘类	芒果	7.5		生姜	5.9
	李子	7.1	其他	大蒜	3.9
柑橘类	柑橘	5.4			香蕉

资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

3.2 渠道端：搭建覆盖全国的分销网络，紧跟新零售趋势

分销网络遍布全国，为中国第二大鲜果分销商。截至 2021 年，公司在全国拥有 19 家销售分公司，覆盖 294 个城市，并将持续在人口超过五百万的城市增设分销公司，2022/2023 年分销公司数量预计增长至 25/30 家，将配合终端批发商、商超及新兴零售等各种渠道的合作，将产品销售至全国。截至 2021 年期末，公司合作终端批发商数量为 1076 家，直销档口 186 家，新兴零售商数量为 111 家，商超客户数量为 124 家，其中包括物美、华润、永辉、苏宁家乐福、卜蜂莲花、伊藤洋华堂、新世纪等全国大型商超系统和盒马、钱大妈等新零售企业。根据灼识咨询，2021 年，基于总销售收入计算，公司是中国最大的自有品牌鲜果分销商、中国最大的东南亚进口鲜果分销商、中国第二大鲜果分销商（市场份额为 1%）、中国最大的榴莲分销商（市场份额为 8.3%）、中国山竹、火龙果及龙眼的前五大水果分销商（市场份额分别为 2.2%、6.1%及 2.8%）。

表 4：公司的分销渠道

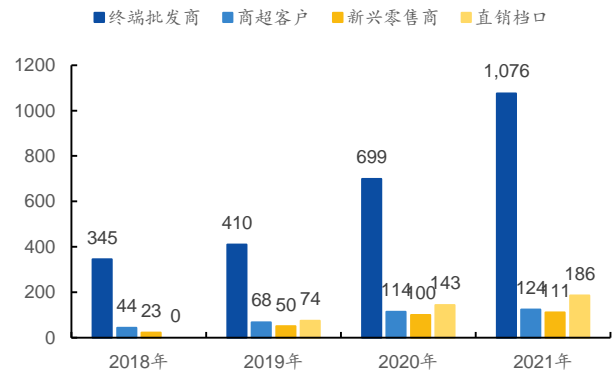
渠道	特点
终端批发商	具有强大分销能力的当地批发商，杂货店和夫妻老婆店
新兴零售商	社区团购、社区生鲜连锁店及即时电商
商超客户	具规模性、布局广泛的商超企业
直接销售	直接向客户销售水果产品，场景如机构、医院、学校等

资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 43：公司全国分拣中心及销售分公司分布



图 44：2018-2021 年公司合作客户数量（单位：家）



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

客户以终端批发商为主，客户数量及平均销售额持续提升。公司销售网络覆盖终端批发商、新兴零售商、商超客户及直接销售，其中终端批发商占据 50% 以上的收入份额，并逐年提升。基于强大的水果供应能力，公司每年新合作的终端批发商数量稳中带升，而终止合作的终端批发商数量呈下降趋势，整体合作数量和平均销售额显著上升。公司合作的终端批发商拥有强大直销资源、分销能力及对当地区域客户的影响力，使公司产品以能具有成本效益的方式触达更广泛的当地客户群。

图 45：2019-2021 公司各销渠道收入及增速（单位：亿元，%）

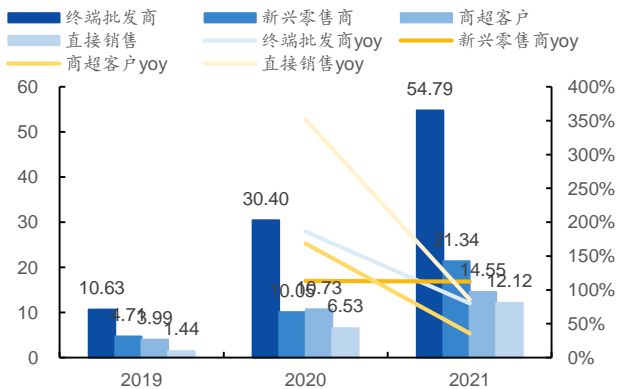
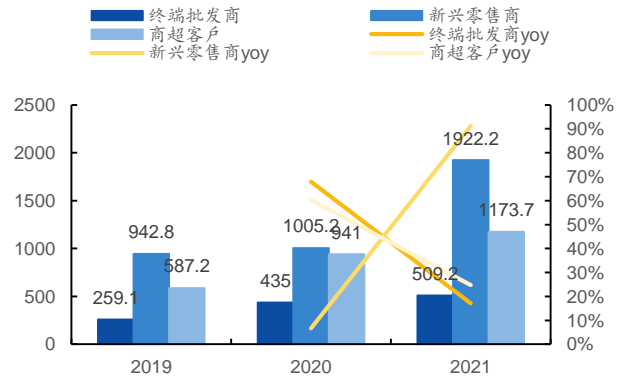


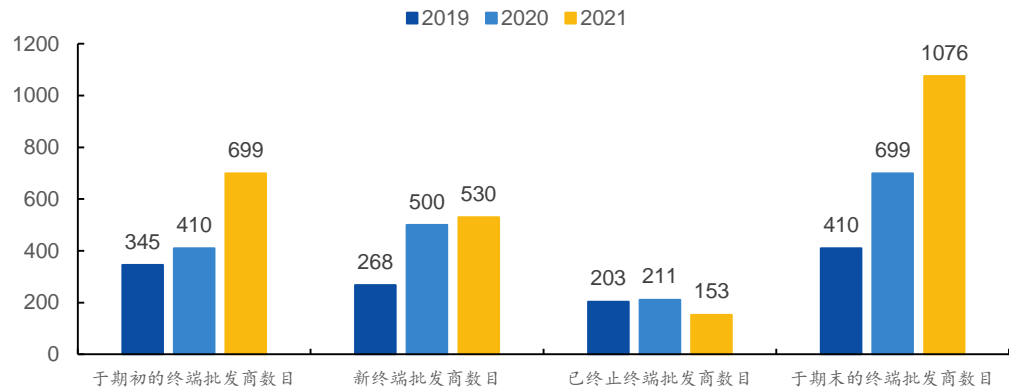
图 46：2019-2021 公司各渠道平均销售额及增速（单位：万元）



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

图 47：2019-2021 年公司终端批发商数量（单位：家）

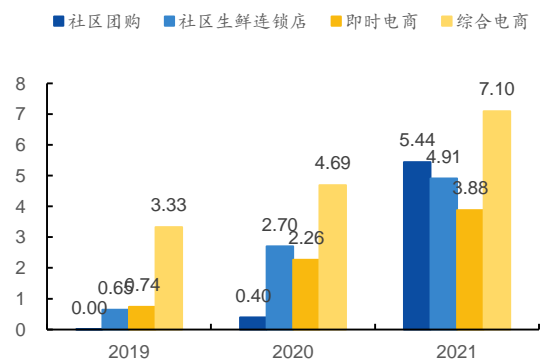
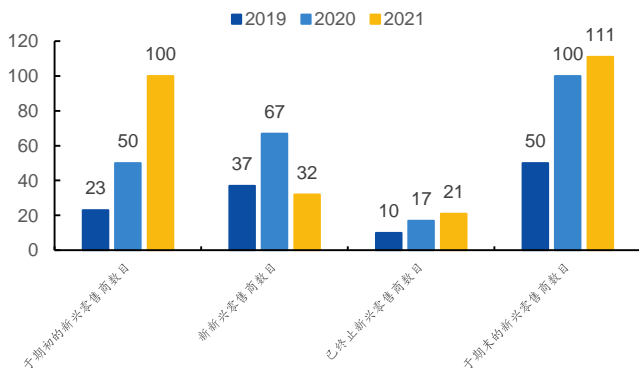


资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

积极开拓新零售渠道，新消费模式下受益显著。社区生鲜连锁、社区团购和电商渠道能够满足消费者对及时性购买和便利性需求，而近几年的疫情亦加速了生鲜电商的渗透。公司积极抓住行业红利，通过价廉物美的水果赢得了新零售渠道客户的信任。2021 年公司共合作新兴零售商 111 家，来源于新兴零售商的收入占总分销渠道收入的比例位列第二，为 21%；其中，来源于社区团购的收入增长最为显著，从 2019 年的 27.1 万元增长至 2021 年的 5.44 亿元，CAGR 达 4381%。

图 48：2019-2021 年公司新兴零售商数量（单位：家）

图 49：2019-2021 年公司各新兴零售商的销售额（单位：亿元）



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

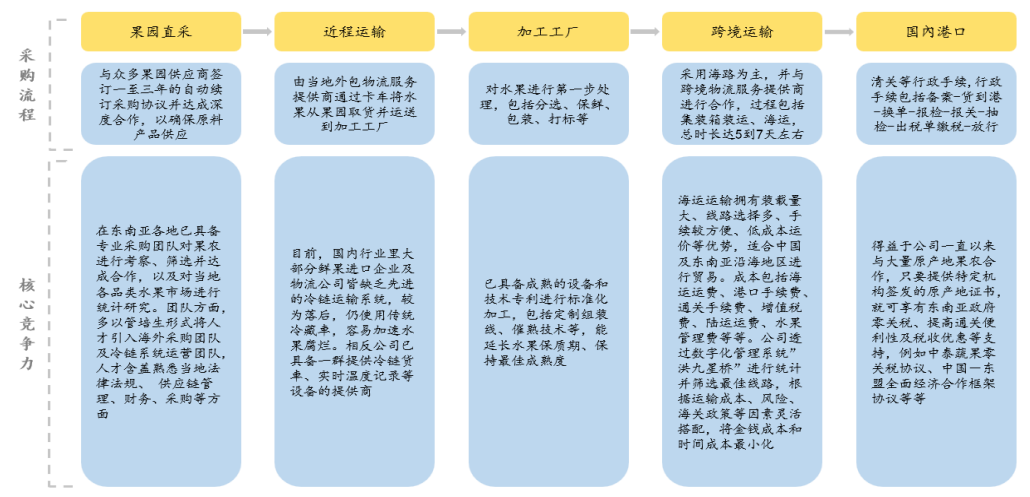
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

3.3 端到端：供应链基础设施强大，数字化运营提升效率

标准化水果进口流程，规模化跨国采购分销能力形成护城河。海外采购流程包括“果园直采—近程运输—加工工厂—跨境运输—国内港口”等环节。在采购环节，公司在泰国和越南组建了近 400 名雇员的当地团队，并多以管培生形式引入新人才，负责与当地果园开展合作。在近程运输环节，公司采取外包形式，由物流服务提供商

通过卡车将水果从果园取货并运送到加工工厂。在加工环节，公司对水果进行第一步处理，包括分选、保鲜、包装、打标等。在跨境运输环节，公司在运输上采用海路为主，并与跨境物流服务提供商进行合作，过程包括集装箱装运、海运、清关等行政手续，最后到达中国各大港口完成海外采购流程。此外，得益于公司一直以来与大量原产地果农合作，只要提供特定机构签发的原产地证书、证明具有完整的进口产业链，即可享受东南亚政府零关税、提高通关便利性等政策支持，例如中泰蔬果零关税协议、中国-东盟全面经济合作框架协议等。

图 50：公司标准化水果进口流程

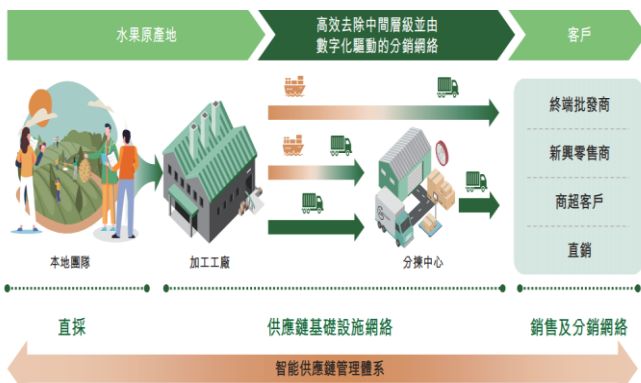


资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

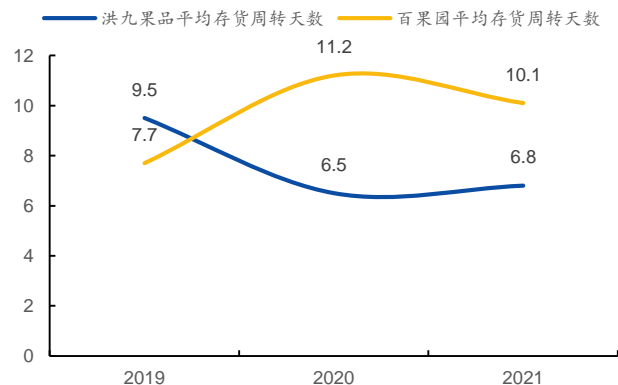
去除中间层级，直销模式降低损耗、提升效率。公司通过强大的供应链基础设施网络配合基于全链路数据的数字化管理，公司实现了从加工、包装、仓储到运输环节的端到端垂直整合一站式系统，消解传统分销冗长的中间层级，提升存货变现速度，同时节约分销费用并降低损耗。根据公司招股说明书，2021 年公司损耗率为 1.3%，在行业中处于低位（行业平均损耗率约 1%至 5%）。此外，公司存货周转速度较快，拥有良好的果品库存管理能力与高效的果品流动性。

图 51：公司“端到端”供应链管理体系

图 52：2019-2021 年洪九果品及百果园存货周转天数对比（单位：天）



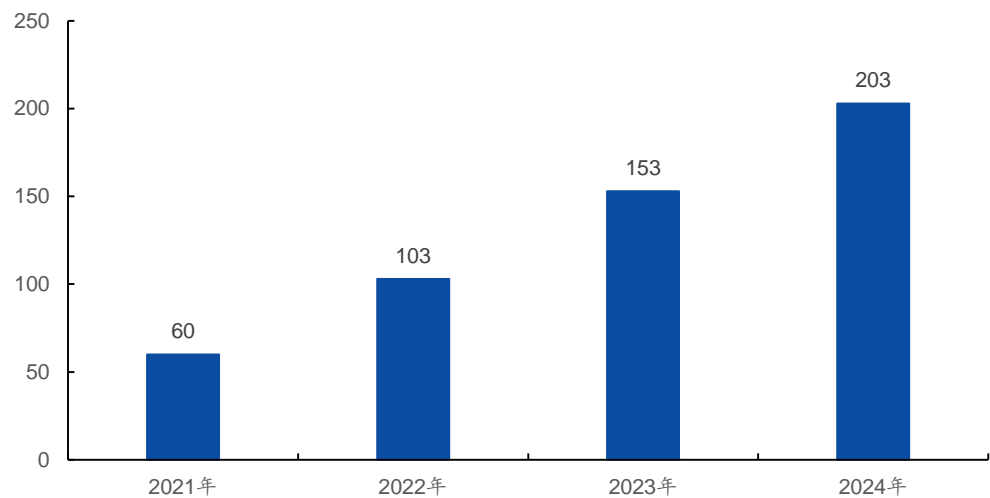
资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所



资料来源：洪九果品招股说明书，百果园招股说明书，国元证券研究所

供应链基础设施完善,服务客户能力行业领先。2021 年公司已拥有 60 个分拣中心,日分拣总量约为 1205 吨,平均日利用率为 61%。设备方面,公司拥有空气冷却器、智能分拣机等智能化设备与技术,能够实现水果的自动化分拣加工,实现成本优化。客户服务方面,公司拥有突出的定制化服务能力,满足客户三大定制化需求:订单需求,如货量规模、到货时间、产品品质等;规格包装需求,如小包装标品、标件等;增值服务需求,如品类规划、营销策划、库存管理指导等。公司未来计划主要在二线城市于 2022 年、2023 年及 2024 年年底分别设立 43 个、50 个及 50 个新的分拣中心,持续扩大覆盖范围。

图 53: 2021-2024 年公司分拣中心数量 (单位: 个)



资料来源: 洪九果品招股说明书, 国元证券研究所

数字化系统赋能,实现全产业链管控。公司通过专业的数字化供应管理系统洪九星桥,实现对采购、运输、销售的全产业链管控,达到降本增效的目的:通过分析不同水果的采购价格、数量和品质等数据,以制定采购决策,在采购契机和价格上取得优势;通过实时供应链可视化在口岸选择、水果评估和分级、货运路线、清关流程等方面作出精准决策,以降低损耗率,提高整体履约效率;通过分析各地区水果售价行情、供给情况、客户偏好、库存水平以调整定价和货柜调度策略,提高盈利能力。

图 54：公司数字化供应链“洪九星桥”管理系统



资料来源：洪九果品招股说明书，国元证券研究所

表 5：“洪九星桥”中不同模块实现采运销全业务链集成管控

模块	定义	功能
采购管理	公司通过与果园的合作从而收集海量数据，系统覆盖国内、泰国及越南所有供应商，并与外部合作伙伴的数据与系统进行互通。	收集不同品类水果的采购价格、数量、品质及在途情况等数据，从而帮助制定精准采购决策，在采购契机和价格上取得优势。为果园提供销售预测，便于果园制定相应的生产计划。
在途货柜管理	全面实时车辆及产品跟踪，全面了解运输过程每个关键阶段。结合物联网技术，如数据记录器及物联网传感器，在供应链上实时收集大量数据，包括路线偏差、货柜数量、水果质量变化、货柜温度、物流轨迹和清关进程。	通过实时供应链可视化提高运营效率，在口岸选择、水果评估和分级、货运路线规划、运输安排、清关流程和销地仓选择方面作出精准决策，通过分析办理时间、费用及每个清关机构的地点，确定每个集装箱的最佳清关口岸，从而降低损耗率，提高整体供应链管理效率。
销售管理	通过分析从各种分销渠道收集到的数据，协助制定销售策略，并利用数字化系统对客户进行管理和跟踪。	分析各地区水果售价行情和供给情况以调整定价策略，从而获取更多订单并提升盈利能力，及分析各区域的客户偏好、库存水平及市场行情，并形成货柜在不同销售区域的最佳调度规划，为适当的水果品类打造品牌，适时与果园达成预购协议。

资料来源：洪九果品招股书，国元证券研究所

4. 投资建议及盈利预测

4.1 关键假设

(1) 核心水果产品：得益于公司已建立标准化的水果进口流程，且拥有规模化的跨国采购分销能力，公司在东南亚进口水果方面的采购量和销量遥遥领先，且市场份额持续提升。我们假设公司 2022-2024 年核心水果产品的收入增速分别为 13%/

30%/22%，2022 年的增速较低主要系新冠疫情影响水果进口所致。

(2) 其他水果产品：得益于公司在东南亚进口鲜果分销业务取得的市场地位和客户基础，公司亦积极拓展国产水果分销业务，持续提升国产水果销量。我们假设公司 2022-2024 年其他水果产品的收入增速分别为 54%/28%/16%。

4.2 收入及盈利预测

我们看好公司作为中国水果分销龙二、东南亚进口鲜果分销龙头，在生产端深入水果产地采购加工，规模化的采购能力形成竞争壁垒，并建立自有品牌矩阵，获得品牌溢价；在渠道端搭建覆盖全国的分销网络，以终端批发商为主，并积极开拓新零售渠道；全程通过加工工厂、分拣中心等强大的供应链基础设施和“洪九星桥”数字化运营实现了端到端的供应链管理。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 134.15、173.37、206.52 亿元，经调整净利润分别为 13.15、16.37、19.56 亿元。

表 6：公司分业务收入预测（单位：百万元）

	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
核心水果产品	3941.82	5910.49	6663.83	8667.43	1059.56
yoy	153%	50%	13%	30%	22%
其他水果产品	1829.57	4369.58	6747.30	8665.92	1005.22
yoy	251%	139%	54%	28%	16%
主营业务收入	5771.39	10280.07	13411.12	17333.35	20647.74
yoy	178%	78%	30%	29%	19%

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

表 7：公司盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,772.29	10,284.11	13,415.16	17,337.38	20,651.77
收入同比(%)	177.68	78.16	30.45	29.24	19.12
经调整净利润(百万元)	662.35	1089.59	1,315.29	1,637.05	1,956.14
归母净利润同比(%)	190.17	64.50	21.71	24.46	19.49

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

4.3 估值

公司业务涵盖水果进口及分销，我们选取进出口贸易行业的建发股份(600153.SH)和江苏国泰(002091.SZ)作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。以 2022 年 7 月 8 日收盘价，根据 Wind 一致预期，选取的可比公司建发股份 2023 年预测 PE 为 4.68 倍；江苏国泰 2023 年预测 PE 为 6.52 倍；可比公司 PE 平均值为 5.60 倍。基于洪九果品在水果分销行业的领先地位及端到端供应链体系的搭建，业绩成

长性更高，我们给予洪九果品 2023 年 6.00 倍 PE，对应市值为 98 亿元。

表 8：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (2022)	PE (2023)
600153.SH	建发股份	11.62	349.35	5.33	4.68
002091.SZ	江苏国泰	10.98	170.24	9.07	6.52
平均				7.20	5.60

资料来源：Wind，国元证券研究所（以 2022 年 7 月 8 日收盘价计）

4.4 国元大消费评分

表 9：洪九果品评分表

项目	标准	洪九果品	
公司	公司治理 (10分)	董事长是否为创始人：3分；管理层工作经历：5分； 股权集中度：2分	10分：董事长为公司创始人之一，自成立以来便于公司任职，管理层从业经验丰富，股权结构集中。
	行业地位 (10分)	一线龙头：9-10分；二线龙头：7-8分；细分龙头：6分	9分：公司在中国水果分销行业市占率位列第二。
	经营效率与盈利能力 (20分)	营收及净利润：排名可比公司第 1/2/3 名 5/4/3 分 毛利率及净利率：排名可比公司第 1/2/3 名 5/4/3 分 费用率：排名可比公司第 1/2/3 名 3/4/5 分 现金流净额：排名可比公司第 1/2/3 名 5/4/3 分	14分：洪九果品营收规模排名第 3，净利润体量排名第 3；毛利率排名第 1，净利率排名第 1；费用率排名第 1；现金流净额排名第 3
	业绩成长空间 (20分)	盈利预测未来三年归母净利润 CAGR： 10%以下：6分或以下；10-15%：7分；15-25%：8-9分； 25%+：10分 市占率提升空间： 10-20%：7分；20-30%：8-9分；30%+：10分	17分：归母净利润 CAGR 为 39%；2020 年洪九果品市占率为 1.00%，市占率提升空间在 10%+。
行业	需求端 (10分)	所属行业： 医药、科技、新消费：3分；其他：1分 未来三年市场规模： 小于 200 亿：1分；200-500 亿：2分；大于 500 亿：3分 未来三年市场规模增速： 小于 5%：2分；5-10%：3分；大于 10%：4分	9分：公司属于水果分销行业，面对下游客户中有永辉超市、盒马鲜生、钱大妈等新零售企业，新消费属性较强。根据洪九果品招股说明书，中国鲜果分销市场规模 2021 年达 10717 亿元，预计 2026 年将进一步增长至 16630 亿元，2021 年至 2026 年的预期 CAGR 为 9.19%。
	竞争格局 (10分)	市场结构： 完全竞争：3分；垄断竞争/寡头垄断：4分；完全垄断：5分 新增供给： 供给大于需求：1分；供需平衡：3分；供需紧平衡：5分	6分：我国水果分销行业处于完全竞争状态，CR5=3.2%，行业集中度较低，市场处于供需平衡状态。

	项目	标准	洪九果品
其他	共识度 (10分)	市场关注度 发行后流通市值： 30亿以下：2分；30-50亿：3分；50-100亿：4分； 100亿以上：5分	4分：百果园为水果分销行业优质企业，根据盈利预测，2023年公司合理市值约为91亿元。
	相关政策 (10分)	相关部门是否对行业推出支持/促进政策 是否符合食品安全/膳食营养政策指导方针	9分：政策针对生鲜电商行业有具体推动/扶持政策，水果新零售行业符合食品安全/膳食营养政策指导方针
合计			78分
积极申购：大于80分 申购：60分-80分			申购

资料来源：国元证券研究所

5. 风险提示

(1) 品牌形象受损的风险

公司经营业绩依赖于洪九及其他商标和品牌的声誉和形象，任何损害品牌声誉行为，如假冒品、模仿者等将对公司产生重大不利影响。

(2) 自然灾害风险

暴风雨、冰雹、旱灾、极端温度、台风、地震、火灾、洪水、农作物病害、虫害等自然灾害会对水果供应及价格产生巨大波动，令公司财务状况受到重大不利影响。

(3) 涉及食品安全问题的风险

由于公司业务的快速发展，对于针对供应商所提供产品的质量控制系统可能存在缺陷，使得公司面临食品污染所致的责任索赔和声誉受损，对公司营运和品牌形象造成不利影响。

(4) 消费者需求、偏好及消费模式变化的风险

经济状况、可支配收入、科技、竞争对手营销、口碑等等皆为影响消费者决策重大因素，市场趋势及消费者偏好的变化将对经营业绩产生影响。

(5) 上游供应商水果价格波动及质量变化的风险

水果采购成本占公司总销售成本的比例较高，采购价格受国内外经济状况、相关法规政策、进口清关手续、贸易或监管禁运以及市场供需多种因素波动，会对公司财务状况产生影响。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188