商贸零售

证券研究报告
2023 年 01 月 19 日

高速扩张的水果新零售龙头，上游稳定优质供应+下游提升消费粘性助力品牌化优势建立

中国传统水果价值链上下游割裂导致协同效能低，消费升级趋势与冷链物流发展将推动中国水果零售市场规模进一步增长，2026 年市场规模有望增至 17752 亿元。水果产业链上游种植端专业化程度低、产品质量不稳定导致品牌化程度低，中游渠道端多层次配送与冷链覆盖率低导致高成本、高损耗，下游零售端新兴零售将逐步取代传统零售成为核心渠道。随着消费升级拉动高品质水果需求与冷链物流发展降低水果损耗，中国水果零售市场规模有望在 2021 年 12290 亿元的基础上实现进一步增长，目前高度分散化的水果零售行业竞争格局也有望进行整合，具备良好品牌力与强大供应链管理能力的企业更易获得长远发展。我们认为未来水果产业链或将出现品牌化转型趋势，农业现代化将促进提升产业链标准与供应链效率，5G、人工智能与大数据将赋能物流管理与精准营销，消费者需求提升将促使水果品类日趋多样化、品牌化。

百果园为全国知名的渠道品牌及水果品类品牌，发展出贴近社区、线上线下一体化及店仓一体化的水果专营零售业务模式。公司深入上游种植环节，确保水果高品质和标准化供应，并实现了高周转与低损耗。在此基础上，公司打造多个全国知名的水果品类品牌和渠道品牌，探索出贴近社区、线上线下一体化及店仓一体化的核心业务模式，成功将 31 个招牌级和 A 级品类品牌引入市场。此外，公司以加盟体系为核心，持续优化加盟条件助力实现快速扩张。2020 年受疫情影响公司销售状况不佳，2021 年公司营收、净利大幅回弹，实现主营业务收入 102.9 亿元，19-21 年复合增速为 7%；2021 年公司实现归母净利润 2.3 亿元，19-21 年复合增速为-3%。

特许加盟机制赋能高质量扩张，上游稳定优质供应叠加下游提升消费粘性助力品牌化优势建立。 百果园的核心竞争优势在于 1）加盟机制：依托特许经营加盟模式实现门店网络高质量扩张和业务增长，且严格的加盟商管理机制能够改善扩张过快导致的管理不善问题。2）供应链：自建种植基地与稳定供应商赋能建立标准化供应生态网络。一方面，百果园通过自建种植基地深入源头、提高产品品质；另一方面，百果园以合资、参股等形式与数十个种植基地和农业科技公司建立战略合作关系，掌控优质资源。此外，百果园已经建立起门店数字化经营管理系统，果损控制显著低于行业平均。3）产品：为顺应水果品质化需求趋势，百果园首创“四度一味一安全”果品品质分类体系，并在新品推出后依靠庞大渠道网络进行多维度营销，深化品牌形象。为保障客户消费体验，百果园率先推出“三无”退货服务，提升消费者品牌信任度。4）零售渠道：线下门店方面，布局贴近社区的店仓一体化渠道，高效触达消费者；线上渠道方面，自营 APP、小程序+第三方平台合作，成功升级成为水果新零售品牌。5）用户运营：强大会员运营提升用户粘性及复购率，消费者紧密链接输出良好品牌形象。

风险提示：极端天气状况、自然灾害等风险；食品安全、质量等业务风险；品牌声誉受损的风险；经营业绩不确定的风险。

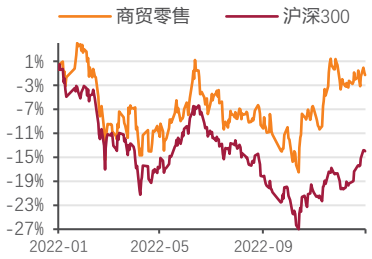
投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《商贸零售-行业点评:顶层设计多次提出扩内需促销费，看好 23 年重启场景，重启消费，重启经济》2023-01-06
2 《商贸零售-行业研究简报:重点关注黄金珠宝的销售回补机会，板块复苏可期》 2022-11-30
3 《商贸零售-行业深度研究:赛维时代：B2C 跨境电商龙头，品牌化转型未完待续》 2022-11-18

内容目录

1. 消费升级+冷链物流引领水果零售万亿市场稳步扩张，全产业链利润率有望提升 4

1.1. 水果产业链：上下游割裂，效率低、损耗率高导致行业利润率低 4

1.2. 驱动力：供需两侧双轮驱动，消费升级&冷链物流共促行业发展 5

1.3. 发展空间： 水果零售行业规模逾万亿，市场竞争格局分散， 存在整合空间 5

1.4. 未来趋势：科技赋能全产业链降本提效，品牌化趋势已现端倪 6

2. 百果园：专注高品质水果，成就行业新零售龙头 7

2.1. 发展历程：国内水果新零售龙头，二十年实现高速扩张 7

2.2. 股权结构：股权结构集中，管理层经验深厚 7

2.2.1. 股权结构集中，创始人持股近半 7

2.2.2. 核心团队深耕行业多年，经营模式可持续发展 8

2.3. 业务范围：全产业链赋能高品质，深耕水果品类，横向延展业务 8

2.4. 商业模式：加盟体系为核心，持续优化加盟条件 9

2.5. 财务分析：疫情影响好转，营收、毛利、净利大幅回升 11

2.5.1. 营收大幅回弹，收入主要来自产品销售 11

2.5.2. 加盟店主导综合毛利率回弹，线上渠道毛利率低于整体 12

2.5.3. 重视研发与营销推广，期间费用率有所增长 13

2.5.4. 疫情形势好转，归母净利回升 13

2.5.5. 现金资产充足，融资现金流稳步增加 14

3. 竞争优势：特许加盟机制赋能果品龙头高质量扩张，上游稳定优质供应+下游提升消费粘性助力品牌化优势建立 14

3.1. 加盟机制：加盟模式驱动门店快速扩张，系统化管理机制弥补加盟管理弱项 14

3.2. 供应链：自建种植基地+合资农业科技公司稳定优质果品供应，门店数字化运营赋能低果损率 16

3.3. 产品：果品标准化分级体系提升品牌溢价，多维度营销与“三无”退货服务提升消费粘性 17

3.4. 零售渠道：线上线下一体化专营零售网络，新零售趋势下全渠道多维引流 17

3.5. 用户运营：会员全渠道转化+运营精细化，提升用户忠诚度 19

4. 风险提示 20

图表目录

图 1：中国传统水果价值链 4

图 2：中国水果零售渠道零售额占比 4

图 3：我国冷链物流总额持续增长 5

图 4：我国冷库容量快速提升 5

图 5：中国水果零售市场规模（十亿元） 6

图 6：百果园发展历程 7

图 7：百果园股权结构（截至 2022 年 12 月 29 日） 7

图 8：百果园核心品牌与品类 9

图 9：百果园与自行管理加盟门店之间的主要交易流向.....9
图 10：百果园与委托管理加盟门店之间的主要交易流向.....11
图 11：2019-2022H1 百果园营业收入（亿元）.....11
图 12：2019-2022H1 百果园业务营收占比.....11
图 13：2019-2022H1 百果园分产品类型收入占比情况.....12
图 14：2019-2022H1 百果园分销售渠道收入占比情况.....12
图 15：2019-2022H1 百果园毛利率（亿元）.....13
图 16：2019-2022H1 百果园分销售渠道毛利率.....13
图 17：2019-2022H1 百果园费用率.....13
图 18：2019-2022H1 百果园销售费用明细.....13
图 19：2019-2022H1 百果园管理费用明细.....13
图 20：2019-2022H1 百果园研发费用明细.....13
图 21：2019-2022H1 百果园归母净利润（亿元）.....14
图 22：2019-2022H1 百果园归母净利率.....14
图 23：2019-2022H1 百果园现金及现金等价物（亿元）.....14
图 24：2019-2022H1 百果园分用途现金流情况（亿元）.....14
图 25：百果园加盟门店数量稳步增长.....15
图 26：2019-2022H1 百果园加盟门店收入占比.....15
图 27：中国水果零售行业主要参与者门店数量对比（单位：家）.....15
图 28：百果园监督加盟商标准化运营.....16
图 29：百果园供应链与渠道布局.....16
图 30：百果园主要销售渠道.....18
图 31：百果园线上主要销售渠道.....18
图 32：2019-2022H1 百果园会员收入及会员人数.....19

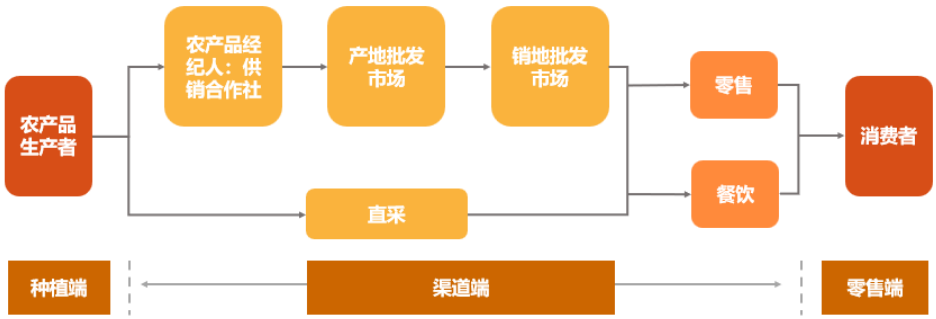
表 1：中国水果零售行业竞争格局.....6
表 2：百果园高管团队信息.....8
表 3：百果园两种加盟模式对比.....10
表 4：百果园与行业内其他竞争对手上游供应链对比.....16
表 5：百果园独创水果分级标准化管理体系.....17

1. 消费升级+冷链物流引领水果零售万亿市场稳步扩张，全产业链利润率有望提升

1.1. 水果产业链：上下游割裂，效率低、损耗率高导致行业利润率低

中国传统水果价值链上下游割裂导致协同效能低，仓储物流技术将驱动利润率提升。水果产业链主要由上游种植端、中游渠道端和下游零售端构成。相比于发达国家，中国传统水果价值链的低效率、多层次配送导致损耗率在 35~45%内波动，叠加高分销成本致使行业整体利润率较低。未来仓储和冷链物流技术的发展将逐步降低损耗率，同时大规模集中采购将削减采购成本，利润率存在较大提升空间。

图 1：中国传统水果价值链



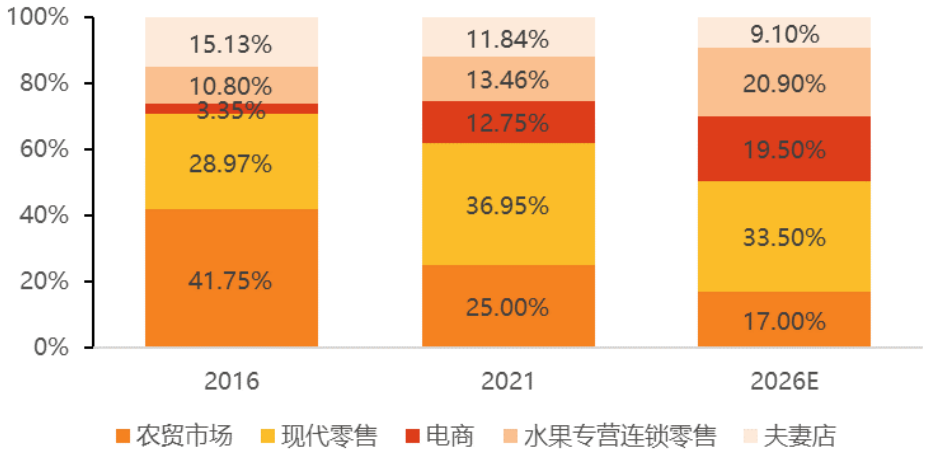
资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

上游种植端专业化程度低，产品质量不稳定导致品牌化程度低。中国人均耕地面积少，以农户种植而非专业农业公司为主，种植集中度与专业化程度低，缺乏科学的栽培与采后处理技术，导致种植效率低、产品质量不稳定。且由于缺乏较统一的产品采后处理管理和品质分级制度，最终产品流入市场的质量规格参差不齐，难以形成品牌溢价。

中游渠道端多层次配送与冷链覆盖率低导致高成本、高损耗。从种植到销售上下游各环节的割裂导致资讯不匹配及协同效能低，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，需要依赖多级配送实现大范围的分销流通。目前，水果零售商通过与中小物流公司合作或自建物流的方式实现产品多级配送，运输能力与服务质量参差不齐导致损耗率高，我国目前果蔬等农副产品在采摘、运输、储存等物流环节上的损失率在 25-30%左右。

下游零售端新兴零售逐步取代传统零售成为核心渠道。中国主要水果零售渠道包括农贸市场、现代零售（包括商超、生鲜超市、便利店）、电商渠道、水果专营零售（包括水果专营连锁零售及夫妻店）。根据百果园招股书披露的数据，2021 年以农贸市场与现代零售为代表的传统零售销售额占比为 62%，较 2016 年下降 8.8pct，2026 年预计将持续降至 50.5%，其中农贸市场因购物环境不佳、产品质量缺少标准，难以符合消费者的品质要求，零售额占比预计将从 2016 年的 41.7%下降至 2026 年的 17%。以电商和专营零售为代表的新兴零售能够满足消费者对及时性和便利性的需求，销售额占比从 2016 年的 14.2%上升至 2021 年的 26.2%，发展潜力较大。

图 2：中国水果零售渠道零售额占比



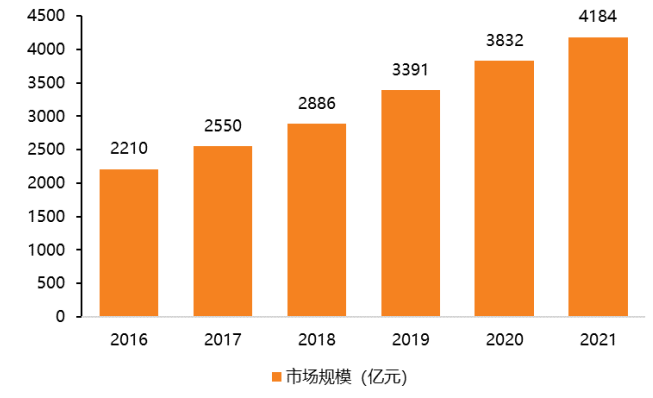
资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

1.2. 驱动力：供需两侧双轮驱动，消费升级&冷链物流共促行业发展

消费升级叠加健康意识普及带动高品质水果需求增长。中国居民人均收入提高助推饮食消费升级，根据弗若斯特沙利文的数据，中国人均水果年消费量由 2016 年的 43.9 千克增至 2021 年的 52.7 千克，CAGR 为 3.7%，预计 2026 年将达 60.5 千克。对比美国、日本一类较成熟市场，我国现水果人均消费水平仍有 2.1/1.4 倍提升空间，水果市场规模增长潜力较大。此外，随着居民健康意识逐步提升，消费者愿意为高品质水果支付更高溢价。2019 年，国家卫健委发布《健康中国行动（2019 年－2030 年）》，鼓励居民改善饮食结构；作为健康饮食重要代表，水果的品质和营养价值越来越受到年轻一代消费者关注，高品质、高客单价水果占比有望提升。

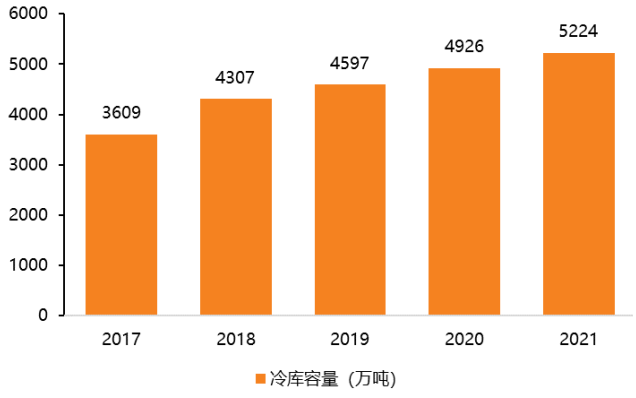
冷链物流加速发展，有效提高水果品控并降低损耗。2021 年中国冷链物流总额达 4184 亿元，同比增长 9.2%；冷库容量快速提升，2021 年同比增长 6.0%至 5224 万吨。冷链及恒温物流技术的快速发展及冷链物流覆盖面的扩大加快了运输速度并有效降低损耗。随着物联网、智慧温控等前沿技术在冷链物流中不断投入应用，物流环节中将逐步实现冷链溯源、全程监控等实时监控手段，有效保障水果产品的品控及降低损耗，进而驱动行业高速发展。

图 3：我国冷链物流总额持续增长



资料来源：中冷联盟，物联云仓数字研究院，天风证券研究所

图 4：我国冷库容量快速提升



资料来源：中冷联盟，物联云仓数字研究院，天风证券研究所

1.3. 发展空间： 水果零售行业规模逾万亿，市场竞争格局分散， 存在整合空间

水果零售市场行业规模逾万亿，市场有望进一步增长。近年来伴随着饮食消费升级的大趋势及供应链的发展和冷链仓储物流技术的升级，中国水果零售市场规模保持稳健增长。根据弗若斯特沙利文，按零售额计，中国水果零售市场的市场规模已由 2016 年的 8273 亿元

增至 2021 年的 12290 亿元，CAGR8.2%。与其他生鲜食品相比，水果可实现差异化营销，销售利润相对更高，未来预计将涌现更丰富品类选择，创造更好购物体验，中国水果零售市场仍有进一步增长的潜质，2026 年零售额有望增至 17752 亿元。

图 5：中国水果零售市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，百果园招股书，天风证券研究所

从竞争格局来看，长期以来水果零售行业高度分散，品牌集中度低。现有市场参与者间竞争激烈，且大多数为尚未形成品牌效应及规模的中小型零售水果企业。根据弗若斯特沙利文，按水果零售额划分，2021 年行业 CR5 仅为 3.6%，其中百果园为水果零售行业第一大公司，占市场份额 1.0%。按门店数量划分，公司领跑水果零售行业，门店数量超 5000 家。

表 1：中国水果零售行业竞争格局

按水果零售额划分的中国五大零售企业					按零售额划分的中国五大水果专营企业				
排名	名称	门店水果零售额（亿元）	市场份额	门店数	排名	名称	门店水果零售额（亿元）	市场份额	门店数
1	百果园	127	1.0%	5249	1	百果园	127	1.0%	5249
2	公司 A	108	0.9%	4320	2	公司 A	45	0.4%	1800
3	公司 B	85	0.7%	1065	3	公司 B	27	0.2%	817
4	公司 C	77	0.6%	4313	4	公司 C	13	0.1%	2570
5	公司 D	52	0.4%	302	5	公司 D	9	0.1%	246

资料来源：弗若斯特沙利文，百果园招股书，天风证券研究所

1.4. 未来趋势：科技赋能全产业链降本提效，品牌化趋势已现端倪

农业现代化促进提升产业链标准与供应链效率。在种植端，随着现代种植技术发展，水果种植将逐步实现标准化和规模化生产，从而提高品质及产量以满足日益提升的消费者需求。在渠道端，逐步先进的冷链物流和供应链管理能力可以缩短流通路径，提高流通效率。在零售端，水果专卖店、现代零售商和电商将优化源头直采趋势，缩短流通环节和物流时间，进一步提升供应链效率、提高企业盈利和品控水准。

5G、人工智能与大数据赋能物流管理与精准营销，进一步降本提效。物流管理方面，通过物联网和实时数据共用，零售商可以快速送货补货并实时调整水果的种类、数量和品牌，以确保水果的新鲜度和质量、减少水果滞销。精准营销方面，零售商可存储海量客户数据，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。

消费者需求提升促使水果品类日趋多样化、品牌化。目前中国果业正处于行业转型升级时期，水果类产品正在向标准化转型。人均可支配收入的增加和消费者品质需求的提升促使大众的水果消费行为正在由刚需食品消费转变为休闲零食消费，对水果的消费需求也从功能性需求过渡到品质化需求。各果业公司开始打造自有品牌并依靠多样化的果品提高产品附加值，以差异化产品树立品牌形象，从而增加顾客粘性、实现品牌溢价。

2. 百果园：专注高品质水果，成就行业新零售龙头

2.1. 发展历程：国内水果新零售龙头，二十年实现高速扩张

作为中国领先的水果新零售企业，百果园拥有中国水果行业最大的分销网络，2021 年水果零售额位列全国第一。通过在水果零售行业内的数十年深耕，百果园已建立起全国知名的渠道品牌及水果品类品牌，并发展出贴近社区、线上线下一体化及店仓一体化的水果专营零售业务模式。

二十载深耕，铸就国内水果新零售龙头。2001 年于深圳起家，百果园从成立之初即持续进行全产业链发展，引入日欧多地先进种植技术，向上游基地方向进行布局。2008 年公司推出“网上百果园”，围绕线上线下一体化战略部署“线上做宽、线下做专”的商业模式。2016 年以来，公司相继推出百果园手机 APP、百果园微信小程序等，并进入电商平台及社交商务平台，加快线上渠道成长，同时建立了广泛的、贴近社区的小型门店网络，不断进行线下门店渗透加密。截至 2022 年 12 月 29 日，公司线下销售网络共有 5,645 家门店，遍布全国超 140 个城市。为应对社区团购市场竞争压力，2020 年，公司推出“熊猫大鲜”品牌，主要定位线上渠道，线上销售品类由高端产品转向大众生鲜及其他产品。此外，公司通过资本赋能加强产业上下游协同，自 2017 年起陆续完成了对果多美、绿叶等区域市场的水果连锁品牌的并购整合，并以合资和参股等形式与数十个种植基地和农业科技公司建立战略合作关系，以对全产业链优质资源加以影响。

图 6：百果园发展历程



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.2. 股权结构：股权结构集中，管理层经验深厚

2.2.1. 股权结构集中，创始人持股近半

创始人为第一大股东，员工持股强化人才激励。公司创始人余惠勇直接持有公司 25.6%的股份，还通过汇智众享间接持有公司 0.000009%的股份，为公司控股股东和最终受益人。余惠勇与公司总经理徐艳林为夫妻关系，二人通过深圳惠林、宏愿善果、恒羲利投资三家企业分别间接持有公司 3.92%、2.64%、3.216%的股权。百果园自 2008 年起引入类直营模式，建立员工合伙人模式，公司多名员工通过汇智众享、合顺利如等四家员工持股平台持有公司部分股权，以股权为纽带增强经营激励。

图 7：百果园股权结构（截至 2022 年 12 月 29 日）



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.2.2. 核心团队深耕行业多年，经营模式可持续发展

核心管理层行业经验丰富，以行业深刻洞察引领公司发展。公司董事长余惠勇专注水果行业 20 余年，对行业洞悉深刻，负责公司总体战略方向的制定。同时，公司核心团队团结一致，以其在零售、电商、金融与信息技术等领域拥有数十年的运营管理经验为基石，在董事长余惠勇带领下对水果及行业本身形成深入的理解、认识和领悟，并以此为认识论构建公司的管理系统和核心业务模式，指导公司的日常运营。

表 2：百果园高管团队信息

姓名	职位	职责	履历
余惠勇	董事会主席,执行董事	负责集团股东大会决议案实施及整体策略指定	公司创始人之一，拥有近 30 年生鲜产品行业经验，曾任绿色食品零售商深圳市爱地绿色食品总汇有限公司担任配销中心经理、江西省农业科学院食用菌研究所研究员。
徐艳林	执行董事，总经理	负责集团整体业务运营	2009 年起担任公司总经理，现同时担任深圳市盐田区第六届政协委员、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	协助制定集团整体发展策略	曾于 2001 年 12 月至 2008 年 7 月担任公司董事,2015 年再次加入公司；现同时担任深圳市盐田区第六届人民代表大会代表，江西王品董事长
焦岳	执行董事，常务副总经理	负责集团日常业务运营	曾任聚鲜（北京）科技有限公司担任首席执行官、友盟同欣北京科技有限公司副总裁，现同时担任百果心享总经理。
朱启东	执行董事，副总经理	负责集团采购、批发及销售	现同时为公司若干附属公司（包括百果园投资、百果园供应链、深圳易秒通及深圳亿通）的执行董事，任海南胜杰农业发展有限公司董事、上海牛果农业科技有限公司董事。
徐永剑	副总经理	负责管理集团科技发展	现同时担任北京奥想、百果科技及百果数联执行董事，深圳优鲜董事长，深圳易秒通总经理。
龚建明	副总经理	负责管理集团的加盟网络拓展及加盟商运营	曾任南京鲜时代农业发展有限公司董事兼总经理、上海大润发有限公司下部分超市总经理、南京精益铸造有限公司工程师。
付小艳	公司秘书,董事会秘书	负责执行董事会决议案	2018 年加入公司，曾任深圳达特照明股份有限公司的证券代表、深圳市龙岗阪田街道办事处职员。现已获中国司法部授予法律职业资格及深圳证券交易所出具董事会秘书资格证书。
赖显阳	副总经理，财务总监	集团整体财务工作	曾于多家公司、会计师事务所担任财务总监、经理、会计师等职，现为澳洲会计师工会注册会计师。

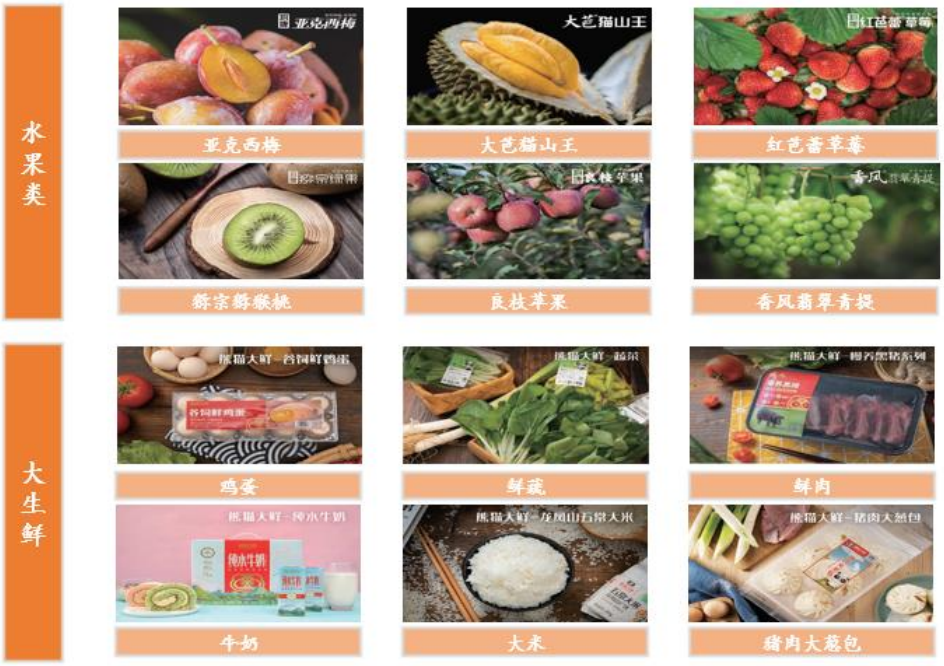
资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.3. 业务范围：全产业链赋能高品质，深耕水果品类，横向延展业务

全国最大水果零售经营商，全产业链赋能提供优质果品。通过内部发展及外部赋能，公司已建立起贯穿全产业链的专业化管理能力。公司深入上游种植环节，确保水果高品质和标准化供应，实现了高周转与低损耗。在此基础上，公司打造多个全国知名的水果品类品牌和渠道品牌，探索出贴近社区、线上线下一体化及店仓一体化的核心业务模式，成功将 31 个招牌级和 A 级品类品牌引入市场。此外，公司通过水果品质分级体系和“三无”退货服务，持续提升优质果品竞争力和消费者品牌信任度，“百果园”为中国驰名商标并多年获中国连锁百强奖项。

水果品类为核心，积极拓展生鲜产品。公司核心业务为水果销售，提供如瓜类、柑橘类、浆果类、核果类等超 60 类水果，同时也提供干果零食及果汁产品；公司也将水果零售的成功经验复制至生鲜品类，包括蔬菜、鲜肉及海鲜、粮油及乳制品，覆盖超过 100 种大生鲜产品。根据弗若斯特沙利文，按 2021 年水果零售额计，百果园公司在中国所有水果专营零售企业中位列第一。

图 8：百果园核心品牌与品类



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.4. 商业模式：加盟体系为核心，持续优化加盟条件

公司以特许经营加盟模式为主，由自行管理加盟门店、委托管理加盟门店及少数自营门店组成。截至 2022 上半年，公司除 16 家自营门店外，其余门店皆为加盟店，其数量共占公司零售门店总数的 99.7%，收入占公司总营收的 99.3%。除公司向加盟商配送产品的配送费用外，其余成本费用皆由加盟商自行承担，加盟商需在签订特许经营协议后三日内支付固定金额的一次性初始加盟费，并在经营过程中维持履约保证金与运营保证金。公司会对加盟商订单进行统一采购，并为各类水果制定建议零售价及最高零售价，加盟商可根据建议价格调整实际销售价，不可超过最高零售价。加盟门店每月收入由公司统一代收，扣除基于毛利的每月特许权使用费、产品采购货款与偿还贷款后的剩余收入归加盟商所有。

图 9：百果园与自行管理加盟门店之间的主要交易流向



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

注：假设来自终端客户的总销售所得款项为人民币 200 元，其中人民币 50 元通过现金支付，及人民币 150 元通过信用卡支付。

（1）信用卡及电子支付（人民币 150 元）仅可直接支付至公司指定账户；

（2）就现金销售（人民币 50 元）而言，公司要求各加盟门店于 POS 系统记录现金收据及存款并每日于公司指定银行账户存入现金；

（3）线上渠道包括第三方餐饮外卖平台及通过百果园手机 APP 与微信小程序的自营线上渠道。

“A+B”加盟体系支持不同资金等级的加盟商。2019 年开始，公司对加盟模式进行优化改良，实行“A+B”分级加盟体系。A 模式下，加盟商仍承担全部成本费用，总投资费用较高，但特许权使用费抽点比例较低；B 模式下，加盟商不负担开店相关的成本费用，如店面装修、设备购置以及后续设备升级、添置等费用，但特许权使用费抽点比例较高。B 模式有效减轻加盟商初始投资经营压力，加盟商总初始投资费用比 A 模式减少约 20 万元，主要为支持具备创业潜力但资金不足的加盟商。截至 2022 年 12 月 29 日，采用改良安排的加盟门店为 1,065 家，约占 2019 年以来新开加盟门店总数的 32.9%。

表 3：百果园两种加盟模式对比

加盟投资		
	加盟 A	**加盟 B**
固定投资		
加盟费	3 万元	3 万元
第三方选址评估服务费	1.5 万元	1.5 万元
招牌设备费(工程)	6.2 万元	/
信息设备	3 万元	/
门店装修	10/12 万元	/
流动资金		
履约保证金	1 万元	1 万元
商品预付款	3 万元	3 万元
总投资费用	**27.7-29.7 万元**	**8.5 万元**

特许经营资源使用费收取比例

月销售总毛利		加盟 A		加盟 B	
		线上	线下	线上	线下
甲类门店	6.2 万及以内	9%	3%	14%	8%
	6.2 万-12 万		15%		20%
	12 万以上		25%		30%
乙类门店	5.6 万及以内		3%		8%

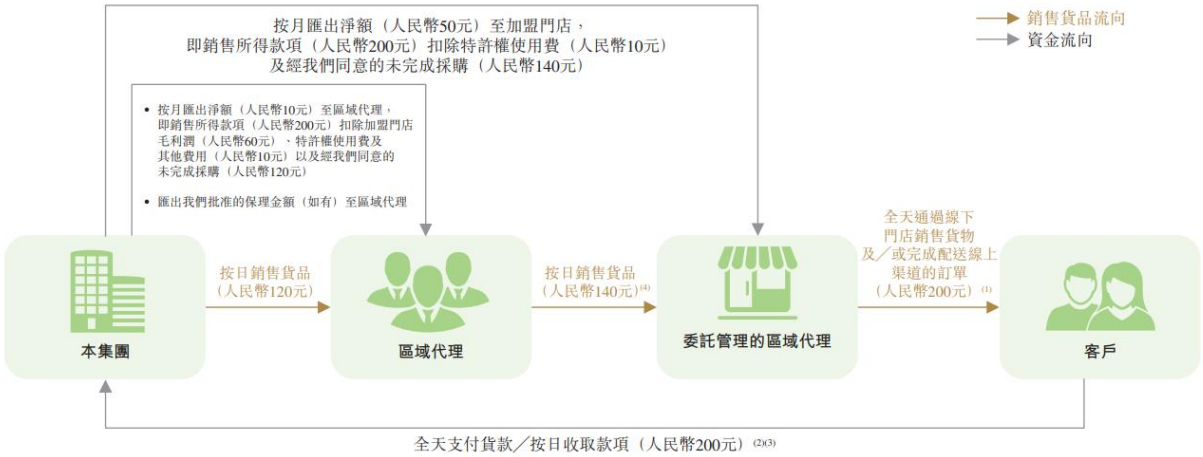
5.6 万-12 万	9%	15%	14%		20%
12 万以上		25%			30%

资料来源：百果园加盟公众号，天风证券研究所

注：甲、乙门店根据其店铺租金、员工薪酬水平及消费能力划分

委托管理加盟门店由区域代理进行推荐与管理，协助快速渗透新市场。签订特许经营协议后三日内，区域代理需向公司支付品牌加盟费，公司也将依据本次区域代理管理的新开店数向其支付一次性开拓费。公司每月向区域代理收取供货许可费，并用成本加成法对出售给区域代理的货品进行定价，区域代理可从公司处统一采购货品或依照公司的标准于当地自行采购，并自行定价向其负责区域内的加盟门店转售。公司统一收取委托管理的加盟门店的销售款项后，扣除采购金额、基于委托管理加盟门店毛利的特许权使用费、产品运输费等费用及保理金额后的剩余收入归区域代理所有，并在此基础上以特许权使用费的预定百分比给予区域代理一定激励。

图 10：百果园与委托管理加盟门店之间的主要交易流向



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

注：假设来自终端客户的总销售所得款项为人民币 200 元，其中人民币 50 元通过现金支付，及人民币 150 元通过信用卡支付。

（1）线上渠道包括第三方餐饮外卖平台及通过百果园手机 APP 与微信小程序的自营线上渠道；

（2）信用卡及电子支付（人民币 150 元）仅可直接支付至公司指定账户；

（3）就现金销售（人民币 50 元）而言，公司要求各加盟门店于 POS 系统记录现金收据及存款并每日于公司指定银行账户存入现金；

（4）该销售所得款项（人民币 140 元）并非通过区域代理直接转予公司，而是通过按月结算并扣除相关款项。区域代理与其管理的加盟门店之间并无直接资金流动。

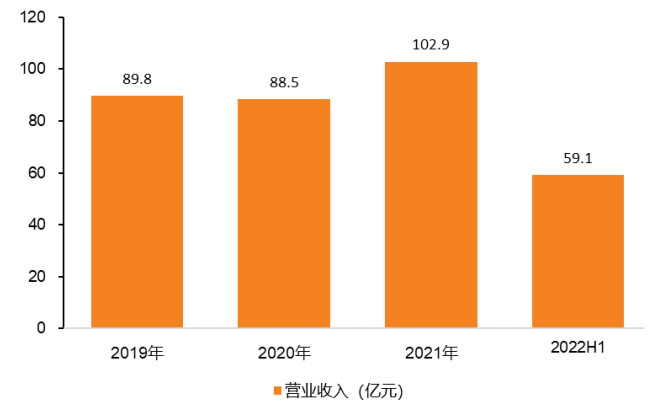
2.5. 财务分析：疫情影响好转，营收、毛利、净利大幅回升

2.5.1. 营收大幅回弹，收入主要来自产品销售

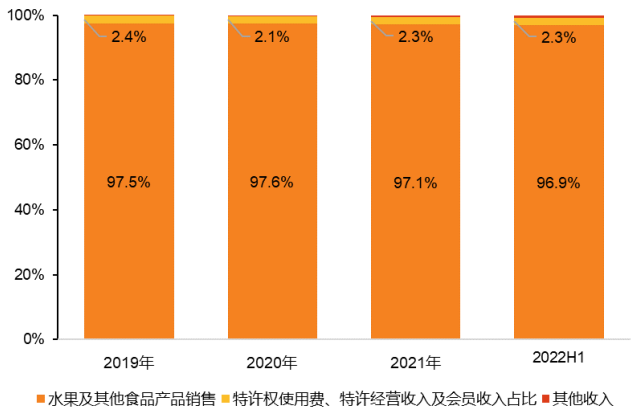
2021 年公司营收大幅回弹，收入主要来自产品销售。公司营收从 2019 年的 89.8 亿元增至 2021 年的 102.9 亿元，期间 CAGR 为 7%。主营业务收入中，产品销售收入为营收最主要来源，占比稳定在 97%左右，公司收入波动主要受产品销售变化所致。公司主要通过从自有种植基地采摘或供应商处采购后再向加盟商销售实现盈利，水果采购成本占总成本 95%以上。公司采取向加盟店定期收取特定比例特许经营费后返还其部分销售收入的加盟模式，该类特许权使用费与会员费共同贡献公司收入 2%-3%。2020 年，公司营收有所下滑，主要系疫情对线下零售门店造成冲击，公司自行管理加盟门店的平均销售额有所下降导致水果等产品收入下降。2021 年以来，受益于疫情好转与门店数量扩张，线下门店收入整体回升，2021 年营收同比增长 16.2%。

图 11：2019-2022H1 百果园营业收入（亿元）

图 12：2019-2022H1 百果园业务营收占比



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

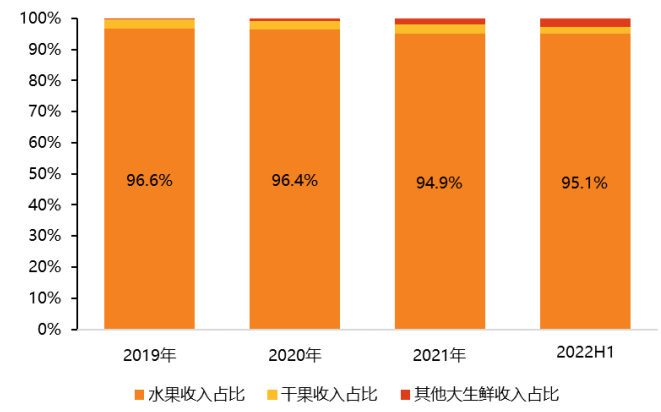


资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

分产品类型看，水果销售是收入贡献主力。水果占公司收入绝大部分，2019-2022H1 收入占比维持在 95%左右。公司同时销售干果及大生鲜产品，其中大生鲜产品收入占比从 2019 年的 0.4%上升至 2022H1 的 2.7%，期间持续增长主要由 2020 年公司全面推出“熊猫大鲜”品牌所驱动。2020/2021/2022H1 生鲜品类收入占比同比增长 0.5/1.1/1.0pct，营收占比增速明显放缓。

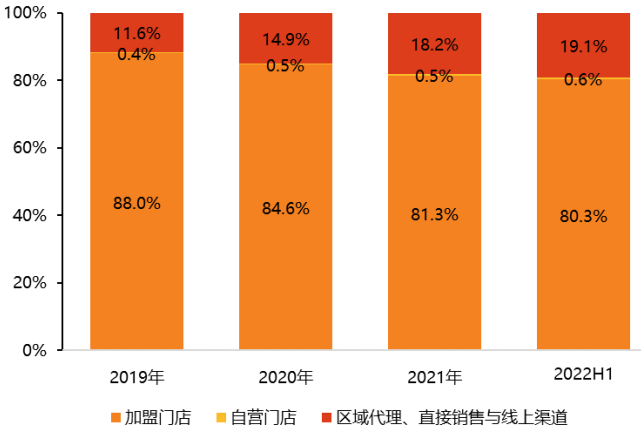
分销售渠道看，加盟渠道收入占比超八成，区域代理占比有所上升。公司已建立以加盟门店为主，辅以自营门店的全国性门店网络， 2022H1 加盟门店收入占比为 80.3%，加盟门店为影响公司业绩营收的主要因素。公司也同区域代理合作进行加盟商选取与委托管理，并向区域代理销售产品。2019-2022H1，公司委托管理门店数由 602 家增至 981 家，推动区域代理收入占比上升 4.6pct。

图 13：2019-2022H1 百果园分产品类型收入占比情况



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 14：2019-2022H1 百果园分销售渠道收入占比情况

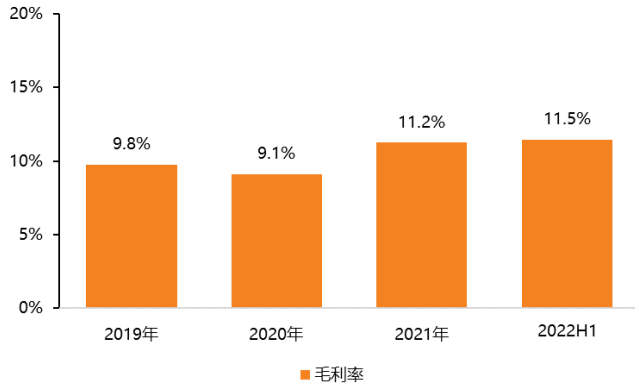


资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.5.2. 加盟店主导综合毛利率回弹，线上渠道毛利率低于整体

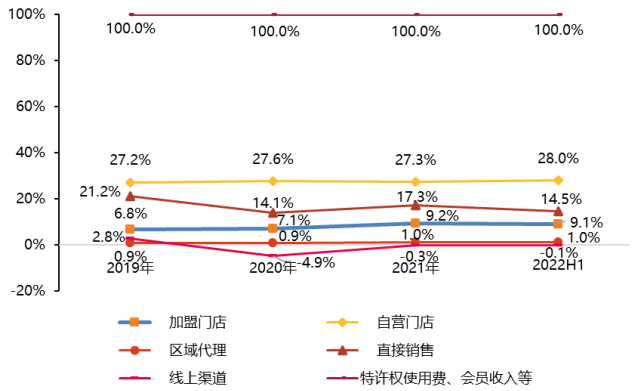
加盟店毛利率提升推动综合毛利率回升。考虑到加盟网络成熟及水果产品需求提升对公司议价能力的加成，公司 2021 年普遍提升对加盟商售价，加盟店毛利率从 2019 年的 6.8%上升至 2022H1 年的 9.1%，推动综合毛利率上升至 11.5%。此外，附属公司津成泰的主营业务为苹果批发，2019 年的极端天气使得津成泰的苹果销售价格走高，导致直销毛利率整体较高；2020 年苹果市场价格跌回正常区间，直销毛利率从 2019 年的 21.2%降至 2020 年的 14.1%后保持相对稳定。主要销售优惠水果与生鲜产品的线上渠道毛利率明显低于其他渠道，在 2020 年降至-4.9%，2021 年优化“熊猫大鲜”运营及 B2C 线上渠道产品策略后毛利率略有提升。

图 15：2019-2022H1 百果园毛利率（亿元）



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 16：2019-2022H1 百果园分销售渠道毛利率

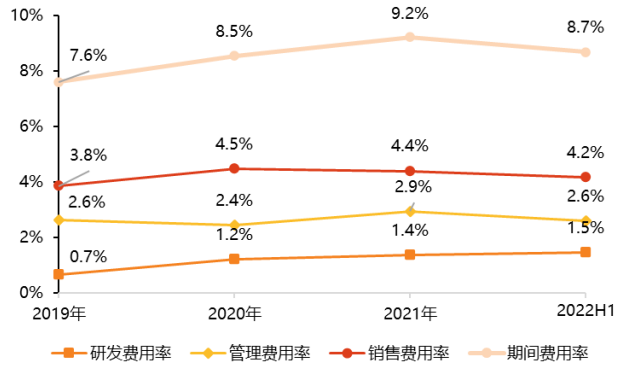


资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.5.3. 重视研发与营销推广，期间费用率有所增长

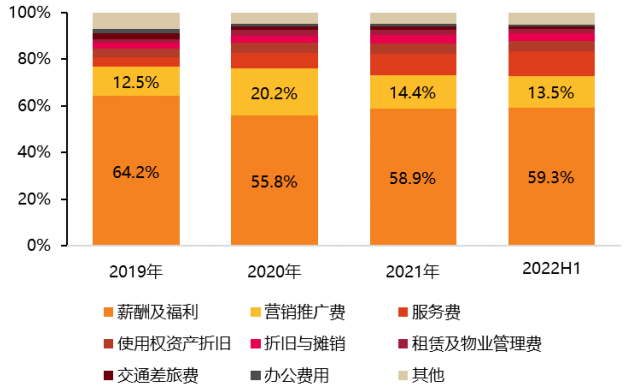
加速推动业务发展，期间费用率逐年上升。2019-2021 年销售费用率在 3.8%-4.4%区间，2020 年公司加强线上促销推广与门店服务质量控制，销售费用率上升 0.7pct。2022H1，公司销售费用率增幅有所放缓，同比上升 0.2pct，同时营销推广费占销售费用比重为 13.5%，同比下降 3.0pct。公司高度重视内部研发与产业链数字化升级，其研发费用率由 2019 年的 0.7%上升至 2021 年的 1.4%，主要由于对 IT 基础设施与软件系统的投入增加。2022H1，公司研发费用率为 1.5%，基本保持稳定。

图 17：2019-2022H1 百果园费用率



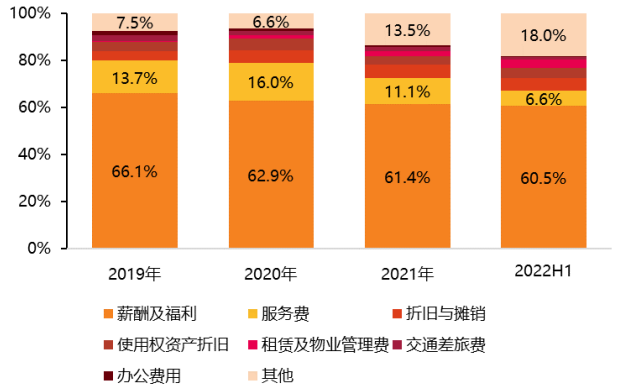
资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 18：2019-2022H1 百果园销售费用明细



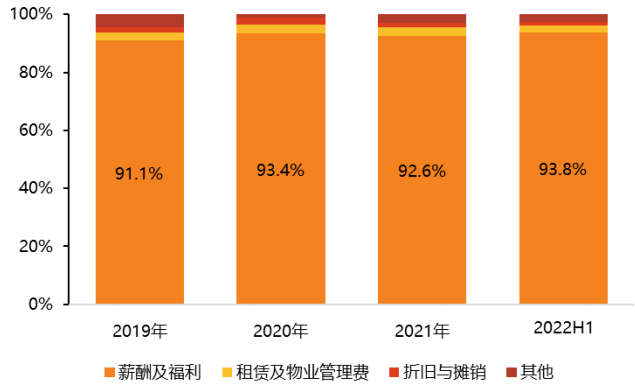
资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 19：2019-2022H1 百果园管理费用明细



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 20：2019-2022H1 百果园研发费用明细

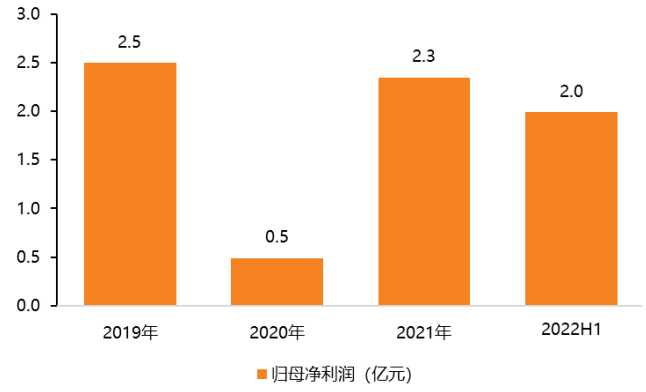


资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.5.4. 疫情形势好转，归母净利回升

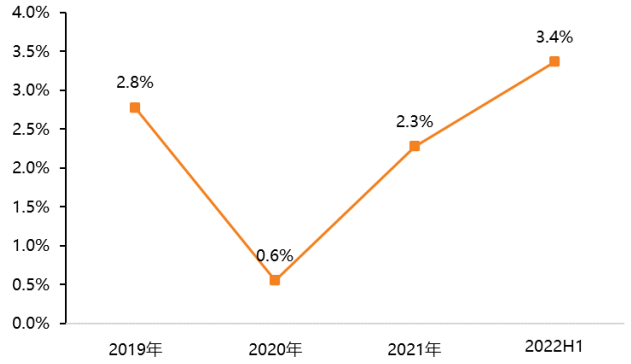
后疫情时代销售重回正轨，归母净利润与归母净利率稳健回升。2019-2021 年归母净利润 CAGR 为-3%，归母净利润与归母净利率分别由 2019 年的 2.5 亿元/2.8%下降至 2020 年的 0.5 亿元/0.6%。2021 年加盟门店和线上渠道毛利率显著增长，归母净利润回升至 2.3 亿元，归母净利率回升至 2.3%。

图 21：2019-2022H1 百果园归母净利润（亿元）



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 22：2019-2022H1 百果园归母净利率

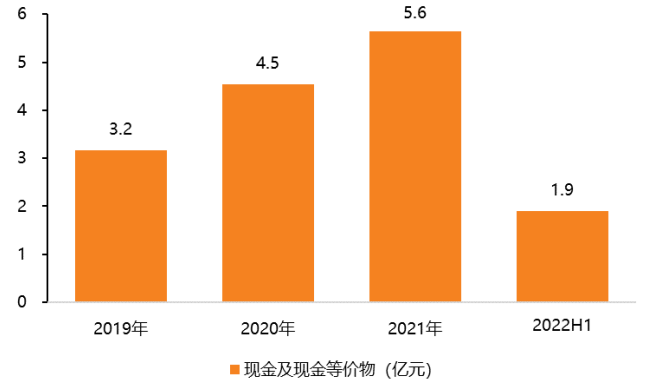


资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

2.5.5. 现金资产充足，融资现金流稳步增加

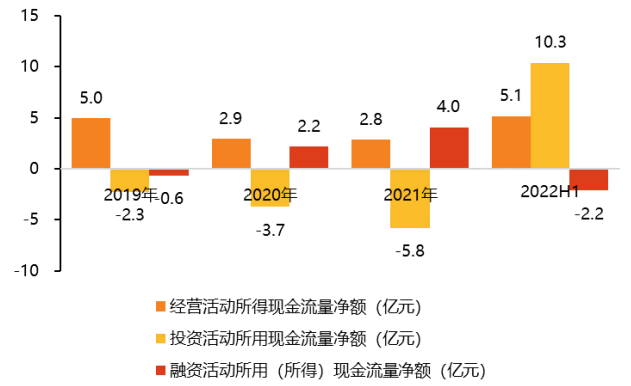
公司现金储备充足，现金流状况良好。公司的现金资产逐年上升，由 2019 年的 3.2 亿上升至 2021 年的 5.6 亿，现金储备充足。由于近年采购支出的大幅增加，经营活动现金流由 2019 年的 5.0 亿元下降至 2021 年的 2.8 亿元；融资活动现金流由 2019 年的-0.6 亿元上升至 2021 年的 4 亿元，主要用于加工配送中心的建设。

图 23：2019-2022H1 百果园现金及现金等价物（亿元）



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 24：2019-2022H1 百果园分用途现金流情况（亿元）



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

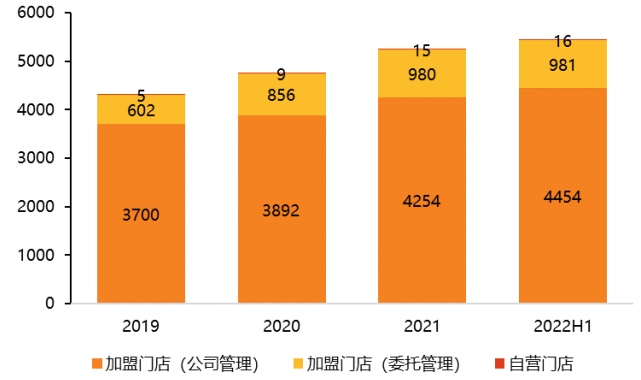
3. 竞争优势：特许加盟机制赋能果品龙头高质量扩张，上游稳定优质供应+下游提升消费粘性助力品牌化优势建立

3.1. 加盟机制：加盟模式驱动门店快速扩张，系统化管理机制弥补加盟管理弱项

依托特许经营加盟模式，实现门店网络高质量扩张和业务增长。与以品类品牌为主的洪九果品、以直营为主的鲜丰水果相比，百果园的特许经营加盟模式是一种轻资产模式，易于复制且成本效益高，有利于公司进行快速扩张。此外，公司收取基于毛利的特许经营使用费，提高了对加盟商的良好经营激励，并且自 2018 年起同区域代理合作进行地区加盟商

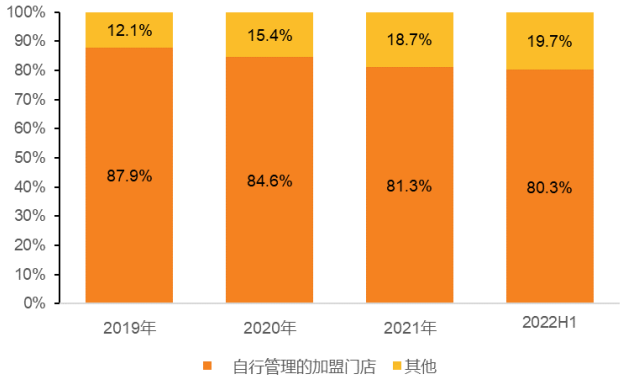
甄选与加盟门店委托管理，为快速稳定的零售网络增长贡献有力支持。2019-2022H1，公司加盟门店数量稳步增长，且大部分收入来自公司管理加盟门店。

图 25：百果园加盟门店数量稳步增长



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

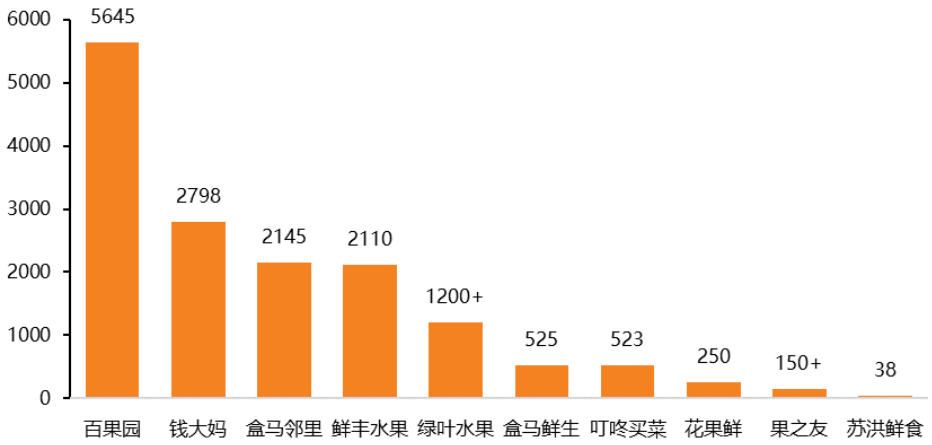
图 26：2019-2022H1 百果园加盟门店收入占比



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

门店数量稳居行业第一，规模效应显著。截至 2022 年 12 月 29 日，百果园门店数量共 5645 家，覆盖全国 22 个省、超 140 个城市，远超其他竞争对手。根据数位观察，在生鲜与水果细分零售市场中，主要竞争者如社区生鲜龙头钱大妈、新零售直营商超盒马鲜生与主打社区业态的盒马邻里以及 B2B 直营为主的鲜丰水果，其全国门店数截至 2023 年 1 月 12 日、2022 年 9 月 5 日、2022 年 2 月 16 日、2022 年 12 月 5 日分别为 2798、525、2145、2110 家，门店数量皆不及百果园一半。

图 27：中国水果零售行业主要参与者门店数量对比（单位：家）



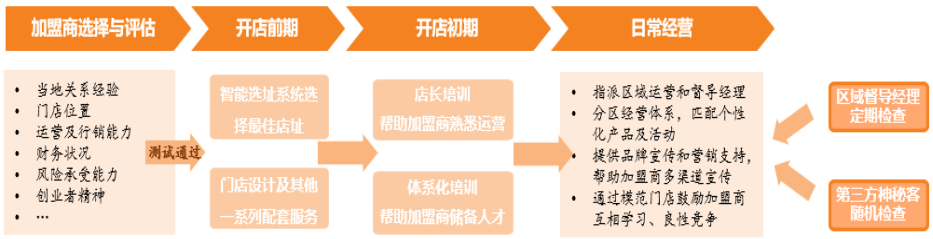
资料来源：百果园招股书，各公司官网，数位观察，海门日报微信公众号，天风证券研究所

注：百果园统计时间截至 2022 年 12 月 29 日，钱大妈统计时间截至 2023 年 1 月 12 日，盒马邻里统计时间截至 2022 年 2 月 16 日，鲜丰水果统计时间截至 2022 年 12 月 5 日，绿叶水果、花果鲜、果之友、苏洪鲜食统计时间截至 2023 年 1 月 18 日，盒马鲜生统计时间截至 2022 年 9 月 5 日，叮咚买菜统计时间截至 2021 年 12 月 14 日

严格的加盟商管理机制改善扩张过快导致的管理不善问题。加盟模式在管理方式上存在先天弊端，门店货品的品控和服务问题难以得到有效解决。从“加盟 A 模式”到“加盟 A+B 模式”，公司不断降低的加盟门槛虽然在一方面驱动门店数量激增，但另一方面，品牌总部也很难对四散全国各地的门店实现绝对有效的管理。公司为加盟店规定最高零售价，门店的实际零售价格不得超过最高零售价，但水果行业损耗高、成本高，在百果园的“日清”模式下，部分门店也许存在以次充好的现象，有损品牌形象。针对加盟弊端，公司建立了严格的加盟商管理机制，如评估系统、积分制度、激励制度等，门店评估结果将与公司提

供的折扣率以及区域主管或经理的年度绩效奖金与晋升机会挂钩。在现金流的控制上，公司连通了门店与总部的资金结算系统，门店销售额由公司统一代收后按月与加盟商进行结算。此外，公司安排区域督导经理对门店外观、产品陈列、新鲜度、定价等进行定期检查，同时聘请第三方安排神秘客对门店进行随机检查，监督加盟商标准化运营，有望逐步改善加盟店管理不善问题。

图 28：百果园监督加盟商标准化运营



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

3.2. 供应链：自建种植基地+合资农业科技公司稳定优质果品供应，门店数字化运营赋能低果损率

图 29：百果园供应链与渠道布局



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

自建种植基地与稳定供应商赋能建立标准化供应生态网络。百果园水果供应分为自有种植基地与稳定合作优质供应商两种模式。**一方面，百果园通过自建种植基地深入源头、提高产品品质。**目前公司已自建 2 个水果种植基地（云南葡萄种植基地和江西柑橘种植基地），年产量分别为约 765、728 吨，而洪九果品与鲜丰水果等竞争对手皆采用合作基地与第三方采购模式。在种植基地收获的水果中，符合百果园品质标准的部分向门店供应，剩余部分将向市场第三方出售。**另一方面，百果园以合资、参股等形式与数十个种植基地和农业科技公司建立战略合作关系，掌控优质资源。**资本投入一方面助力百果园的合作伙伴强化自身业务；另一方面使百果园通过战略协议掌控优质资源，保障、稳定优质货源，同时基于百果园采购端严格的果品分级和定价体系给予优质果品充分的溢价，吸引更多的优质供应商加入到百果园体系，为百果园的可持续性发展铸建壁垒。

表 4：百果园与行业内其他竞争对手上游供应链对比

	上游供应链

百果园	自有种植基地 合资、参股合作种植基地与农业科技公司
洪九果品	泰国、越南等合作种植基地与第三方采购
鲜丰水果	合作种植基地与第三方采购

资料来源：百果园招股书，鲜丰果讯公众号，锌财经公众号，港湾商业观察公众号，GPLP 公众号，天风证券研究所

门店全智能覆盖，果损控制显著低于行业平均。百果园已经建立起门店数字化经营管理系统——智能订货、智能定价、智能化动态销售管理、关键运营指标提示等，目前公司的果损率约为 5%，远低于 10%的行业平均水平。

3.3. 产品：果品标准化分级体系提升品牌溢价，多维度营销与“三无”退货服务提升消费粘性

首创“四度一味一安全”果品品质分类体系，顺应水果品质化需求趋势。消费者对“精品水果”的需求增加，导致其对水果的品质和档次要求不断提升。百果园从消费者品质化需求出发，综合风味、安全、生态等多重方面建立了“四度一味一安全”体系，即水果的糖酸度、新鲜度、爽脆度、细嫩度、风味和安全性等，实现高度量化、细化的果品品质分级。百果园销售的果品按好吃程度相应分为招牌、A、B、C 四个等级标准，对应不同价位，满足不同消费者需求。百果园销售数据显示，消费者对于分级水果溢价的接受度正在提升，招牌级与 A 级果品的门店总收入占比从 2019 年的 52.1%稳定上升至 2021 年的 58.7%，随着果业标准化转型与消费需求进一步升级，占比有望继续提升。

表 5：百果园独创水果分级标准化管理体系

果品等级	划分依据
招牌级	通常为公司独有的、高质量标准、在“四度一味一安全”全部或部分标准上与市场差异化大的果品
A 级	内在品质高于行业平均水准的若干差异果品，四度一味一安全指标虽达不到招牌级别但高于行业平均
B 级	于市场上同类果品无差异的产品
C 级	仍可食用，综合品质差于市场平均水准

资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

依靠庞大渠道网络进行多维度营销，深化品牌形象。新品上市后通过百果园强大的品牌传播能力吸引大量关注度，凭借庞大的零售网络渗透至全国市场销售渠道，形成线上线下促销互动，快速提升知名度。百果园在 2019 年 1 月上市红芭蕾草莓，通过多维度的品牌营销迅速建立红芭蕾知名度，除了通过社交媒体投放广告和促销活动，还在情人节举办了多项品牌宣传活动，与目标消费者形成深度情感共鸣。百果园门店同步推出主题化陈列与创意草莓花束销售，与线上主题营销紧密互动，深化红芭蕾品牌形象。

率先推出“三无”退货服务，保障客户消费体验，提升消费者品牌信任度。2009 年，百果园首创“不好吃三无退货”，消费者如果对水果口感或品质不满意，可无小票、无实物、无理由退货。2016 年，百果园还在线上 App 推出了“不好吃瞬间退款”，将“不好吃三无退货”延伸至线上，顾客在门店购买水果后也可在百果园 App 上进行退款操作。“三无”退货服务可为公司提供直观数据，通过大数据分析及时掌握果品质量和消费者偏好、调整果品供应策略，并向供应链端的合作方提供有价值的市场化信息。对于退货订单，公司会给予加盟商相应补贴，保证加盟商利益。基于与消费者的互相信任，从 2009 年至 2022 年 6 月底，百果园门店数从 100 家增长至 5000 多家，“三无”退货订单数、退货金额占比始终保持在 0.2%以下。

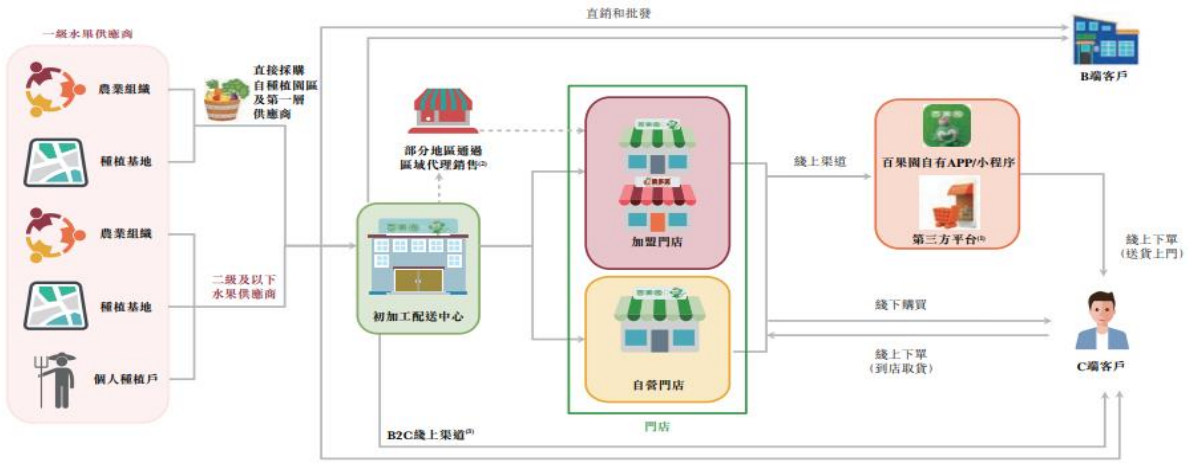
3.4. 零售渠道：线上线下一体化专营零售网络，新零售趋势下全渠道多维引

流

线下门店方面，布局贴近社区的店仓一体化渠道，高效触达消费者。水果作为购买频次高、同质化现象较显著的产品品类，其消费者触达的便利性成为一个重要竞争要素。百果园现已建成广泛的全国性线下零售门店网络，由自营门店、自行管理的加盟门店及委托管理的加盟门店共同构成，其中公司自行管理加盟门店数量占比稳定在 80%以上。公司通过智能选址系统精准布局门店，线下门店主要位于距目标消费者步行 15 分钟内的社区生活圈内，具备路径依赖性、易满足消费者个性化需求、开店灵活及成本低等显著优势，并通过高效的店仓一体化模式提供到店自提和及时达、次日达的送货到家服务；截至 2022 年 12 月 29 日，公司拥有 5645 家线下零售门店网络，分布 22 个省的 140 多个城市的居民区、商业街等高人流量区域。

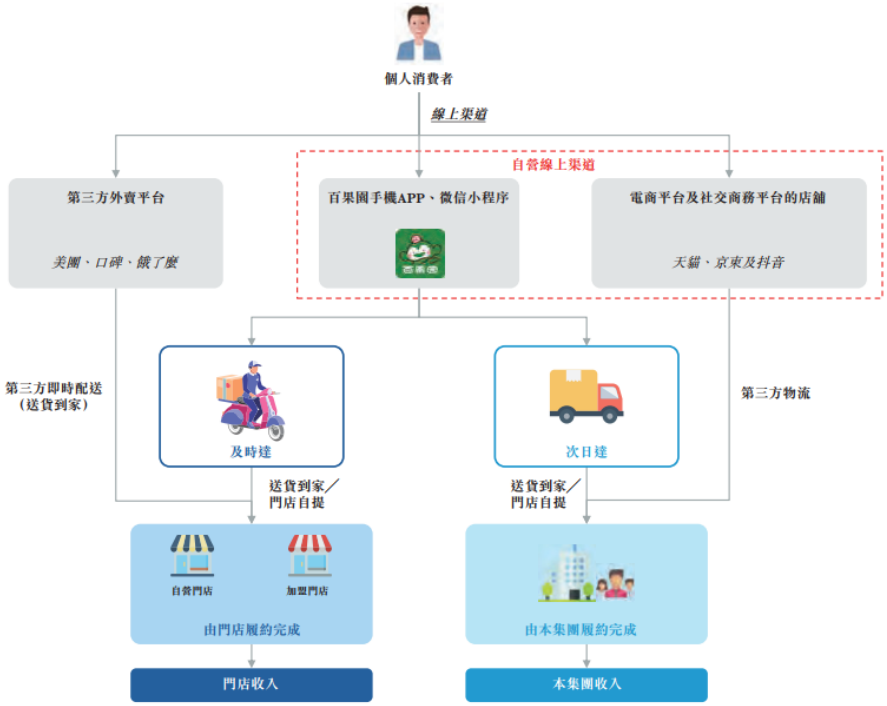
线上渠道方面，自营 APP、小程序+第三方平台合作，大力拓展新零售渠道。新时代消费升级与疫情反复影响导致线上消费增长不断提速，消费者正逐步从农贸市场转向接纳新零售经营商。百果园紧跟“线上业务”发展大势，一边推出百果园 APP、百果园小程序，一边与饿了么、美团在口碑上展开深度合作，提供线上下单、送货到家和到店自提服务，为消费者创造更加灵活便利的购买渠道。2019-2021 年百果园线上渠道收入占比实现较快提升，收入占比分别为 0.4%、3.2%、3.3%。

图 30：百果园主要销售渠道



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

图 31：百果园线上主要销售渠道

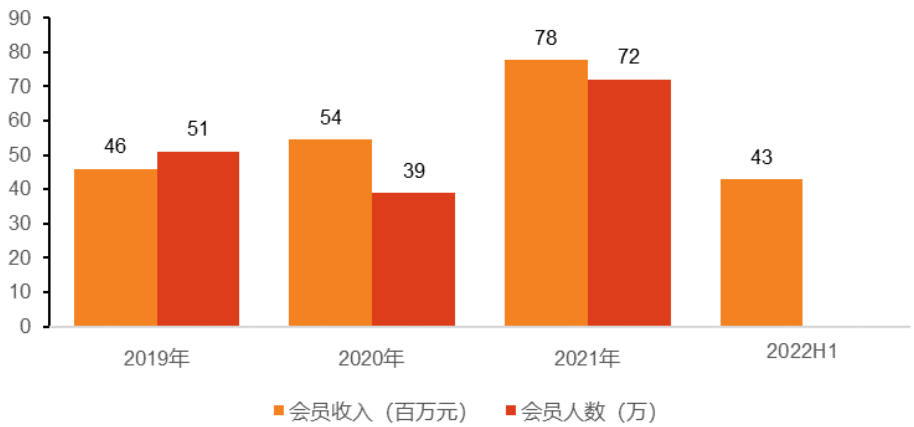


资料来源：百果园招股书，天风证券研究所

3.5. 用户运营：会员全渠道转化+运营精细化，提升用户忠诚度

强大会员运营提升用户粘性及复购率，消费者紧密链接输出良好品牌形象。通过多层级会员计划与消费数据分析，公司能够根据会员生命周期为其提供个性化服务，并通过送货到家服务实现有效的会员线上线下转化与全渠道消费转化，并通过手机 APP、微信小程序、微信朋友圈等多渠道实现对用户的精准触达，进行个性化产品推荐，实现有效会员维护。差异化产品与服务大大提升了会员忠诚度与复购率，根据弗若斯特沙利文，2021 年公司会员的整体复购率达 49%，在水果专营零售经营商中位列第一。此外，公司重视家文化，持续通过社区微信群推送趣味性、互动性强的产品促销及会员活动，与超过 850 万名社区微信粉丝进行实时互动和交流。同时，公司借助抖音、微博等社交媒体通过直播、短视频捕捉线上流量，扩大消费者基础。2019-2022H1，公司会员收入持续增加，2021 年公司平均月活用户超过 700 万名，截至 2022 年 12 月 29 日，公司总会员数超过 720 万名。

图 32：2019-2022H1 百果园会员收入及会员人数



资料来源：百果园招股书，天风证券研究所（*会员收入为消费者为取得十二个月付费会员资格支付费用所得*）

4. 风险提示

极端天气状况、自然灾害等风险。新鲜水果种植易受干旱、暴雨等极端气候及寒潮等极端天气以及地震、洪水等自然灾害的影响，该等因素具有不确定性，部分区域收成规模与质量可能受到负面冲击，使得水果的供应及价格产生较大波动。

食品安全、质量等业务风险。随着加盟门店数量的持续扩张，公司难以保证质控系统长期有效，也许无法在运营过程对加盟商的水果供应、卫生环境与服务质量等进行全面、系统地检测，公司将面临食品安全相关索赔的风险。

品牌声誉受损的风险。随着公司规模的扩大，公司可能在维持产品、服务一致性方面存在困难，消费者也许会在各公开渠道对公司产品或服务产生负面评价，公司存在品牌价值受损的风险。

经营业绩不确定的风险。经营业绩面临各种不可控因素的影响，包括疫情、消费者偏好的变化、上游供应商的水果价格波动及质量变化、市场对新水果产品接受程度的不确定性等，也许将对供应链与门店销售状况等产生冲击。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com