

买入

2024年9月13日

水果零售业务承压，直销业务持续高增

- **1H24 业绩情况:** 1H24 公司录得营收 55.9 亿元，同比-11.1%；归母净利润 0.9 亿元，同比-66.1%。期内公司毛利率/净利率分别为 11.1%/1.6%，同比-0.3pct/-2.6pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/3.0%/1.2%/0.4%，同比+1.5/+0.7/持平/+0.2pct。
- **水果零售业务承压，直销业务持续高增:** 分各个业务来看，上半年公司水果及其他食品销售/特许权使用费及特许经营收入/会员收入/其他收入分别为 54.4/0.7/0.4/0.5 亿元，同比 -11.1%/-31.8%/-19.9%/+72.1%。按各分销渠道来看，加盟门店/自营门店/区域代理/直销/线上渠道分别实现收入 40.1/0.2/6.3/7.1/0.6 亿元，同比 -15.2%/-13.8%/-3.8%/+30.0%/-61.1%。由于国内整体消费环境偏弱，上半年公司零售渠道均有承压。相比之下，期内直销渠道依然延续高速增长态势，其中国内直销业务同比+30.2%，海外直销业务同比+29.4%，主要得益于上半年公司利用强大的水果供应链资源进一步扩大海内外市场覆盖范围，并与多家传统商超及新零售公司达成合作。与此同时，公司通过对‘深圳般果’的进一步股权收购，将业务范围拓展至对中小型水果供应商及小店的水果供应，此举将有助于公司进一步提升供应链效率并扩大 2B 市场份额。
- **门店数保持稳定，C 端出海有望突破开店天花板:** 截至 2024 年 6 月 30 日，公司共有门店 6025 家，较去年同期净增加 67 家。其中公司管理的加盟门店/委托管理的加盟门店/自营门店数量分别为 4707/1304/14 家，较去年同期-88/+154/+1 家。值得注意的是，2024 年 9 月公司正式宣布 C 端出海，其开店天花板有望实现进一步突破。会员运营方面，期内公司会员/付费会员人数分别达到 8474.1/107.1 万人，较去年同期+6.8%/-6.1%。
- **战略升级蓄力长期增长:** 2024 年公司全面实施‘高品质水果专家与领导者’新战略，以‘立足品牌优势，成为品质首选’为目标，聚焦于品牌焕新战、招牌果引领战和礼品战三大战役。目前来看，新战略已初显成效。招牌果方面，截至 2024 年 6 月 30 日，公司已拥有招牌果自有产品品牌累计 42 个，其中上半年新推出 5 个。期内公司自有品牌水果销售占百果园门店零售销售总额约 16%，同比提升约 2pct。礼品方面，上半年公司在各大节日全渠道推广果品礼盒，礼品销售占比为 13.0%，较 2023 年全年提升 2.4pct。
- **目标价 2.03 港元，维持买入评级:** 综上所述，考虑到公司水果连锁零售龙头地位稳固，且产业链一体化优势及品牌优势显著，我们认为随着公司战略调整逐步深化，加上直销业务及海外 C 端业务的稳步推进，公司盈利水平有望持续提升，预计 24-26 年公司将分别实现净利润 1.9/2.8/3.6 亿元，故给予目标价 1.76 港元，相当于 24 财年盈利预测 15 倍 PE，距离当前股价有 34.6%涨幅，买入评级。
- **重要风险:** 1) 消费环境疲弱；2) 门店扩张不及预期；3) 竞争加剧

黎航荣

Wayne.li@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539

主要数据

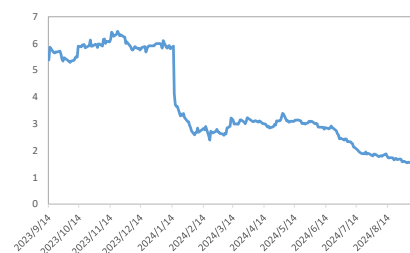
行业	水果零售/消费
股价	1.51 港元
目标价	2.03 港元 (+34.6%)
股票代码	2411
已发行股本	15.89 亿股
市值	23.99 亿港元
52 周高/低	6.63/1.45 港元
每股净资产	2.23 港元
主要股东	余惠勇、徐艳林 (24.17%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入(百万元)	11,312.0	11,390.6	10,095.6	10,535.5	11,220.2
变动(%)	9.9%	0.7%	-11.4%	4.4%	6.5%
归母净利润(百万元)	323.3	361.7	194.1	277.9	355.6
变动(%)	40.4%	11.9%	-46.3%	43.2%	27.9%
基本每股收益(人民币分)	21.55	22.97	12.33	17.65	22.58
市盈率@1.51元(倍)	7.0	6.6	12.2	8.6	6.7
每股股息(人民币分)	7.60	4.30	2.33	3.33	4.26
股息现价比(%)	5.03%	2.85%	1.54%	2.21%	2.82%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: 彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE					CAGR (2024-2026)	PEG 2024E
				2022	2023	2024E	2024E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
零售															
成都红旗连锁股份有限公司	002697 CH Equity	4.17	5,671	0.360	0.410	0.436	0.460	0.491	11.6	10.2	9.6	9.1	8.5	9.4%	1.0
永辉超市股份有限公司	601933 CH Equity	2.26	20,510	-0.305	-0.150	0.017	0.040	0.068	-7.4	-15.1	132.9	56.5	33.2		
天虹数科商业股份有限公司	002419 CH Equity	4.01	4,687	0.103	0.194	0.193	0.210	0.233	39.0	20.7	20.8	19.1	17.2	9.6%	2.2
家家悦集团股份有限公司	603708 CH Equity	7.78	4,966	0.100	0.220	0.344	0.418	0.497	77.8	35.4	22.6	18.6	15.7	50.3%	0.4
简单平均				0.064	0.168	0.248	0.282	0.322	30.3	12.8	46.5	25.8	18.6	23.1%	1.2
连锁															
绝味食品股份有限公司	603517 CH Equity	12.26	7,600	0.380	0.560	1.046	1.200	1.340	32.3	21.9	11.7	10.2	9.1	54.7%	0.2
周黑鸭国际控股有限公司	1458 HK Equity	1.42	3,221	0.010	0.050	0.055	0.097	0.103	121.9	25.7	23.7	13.4	12.6	43.5%	0.5
简单平均				0.195	0.305	0.551	0.649	0.722	77.1	23.8	17.7	11.8	10.9	49.1%	0.4
本公司															
深圳百果园实业 (集团) 股份有限公司	2411 HK Equity	1.51	2,883	0.216	0.230	0.148	0.200	0.270	6.0	5.9	9.4	6.9	5.1	8.4%	1.1

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测
营业收入	11,312.0	11,390.6	10,095.6	10,535.5	11,220.2
营业成本	(9,997.7)	(10,075.7)	(8,938.6)	(9,314.4)	(9,906.0)
毛利	1,314.3	1,314.8	1,157.0	1,221.1	1,314.2
销售费用	(498.8)	(482.0)	(525.0)	(505.7)	(493.7)
管理费用	(321.6)	(313.5)	(302.9)	(295.0)	(308.6)
研发费用	(173.0)	(145.6)	(111.1)	(121.2)	(134.6)
营业利润	385.0	416.6	255.1	338.9	421.1
财务费用	(52.0)	(34.9)	(40.4)	(36.9)	(39.3)
所得税	(40.2)	(41.0)	(30.0)	(37.7)	(43.8)
净利润	306.1	340.0	184.2	263.7	337.3
归母净利润	323.3	361.7	194.1	277.9	355.6
少数股东损益	(17.2)	(21.7)	(9.9)	(14.2)	(18.2)
基本每股收益 (人民币分)	21.6	23.0	12.3	17.7	22.6
增速 (%)					
营业收入	9.9%	0.7%	(11.4%)	4.4%	6.5%
营业利润	30.4%	8.2%	(38.8%)	32.8%	24.3%
归母净利润	40.4%	11.9%	(46.3%)	43.2%	27.9%

资产负债表

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测
货币资金	1,465.9	2,114.8	2,749.7	3,269.7	3,838.2
贸易应收款项	1,118.4	1,063.4	911.6	893.6	890.2
存货	336.8	324.9	293.5	305.8	325.3
物业、厂房及设备	450.2	521.8	686.7	857.0	1,032.6
资产总额	6,809.7	7,591.0	7,294.1	8,024.1	8,867.4
短期借款	1,231.2	1,768.9	1,567.8	1,636.1	1,742.4
应付票据及应付账款	509.9	364.2	363.2	353.0	348.3
长期借款	103.8	126.3	112.0	116.9	124.5
负债合计	3,790.3	4,253.9	3,871.4	4,063.2	4,351.9
归属于母公司股东权益合计	2,954.7	3,225.0	3,310.6	3,848.9	4,403.4
少数股东权益	64.8	112.1	112.1	112.1	112.1
股东权益合计	3,019.5	3,337.1	3,422.8	3,961.0	4,515.5
负债和股东权益合计	6,809.7	7,591.0	7,294.1	8,024.1	8,867.4

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测
盈利能力					
毛利率	12%	12%	11%	12%	12%
营业利润率	3%	4%	3%	3%	4%
归母净利润率	3%	3%	2%	3%	3%
ROE	11%	11%	5%	7%	8%
ROA	5%	5%	2%	3%	4%
运营能力					
SG&A/收入	9%	8%	9%	9%	8%
实际税率	12%	11%	14%	13%	12%
派息率	37%	19%	19%	19%	19%
贸易应收款项周转天数	37	35	33	31	29
存货周转天数	11	12	12	12	12
应付票据及应付账款周转天数	16	16	15	14	13
财务状况					
资产负债率	56%	56%	53%	51%	49%
总资产/股本	2	2	2	2	2

现金流量表

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

	2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测
除税前利润	346.4	381.0	214.2	301.4	381.2
折旧与摊销	128.4	127.3	(49.0)	(55.9)	(62.6)
利息收入	19.1	(18.6)	(50.5)	(52.7)	(56.1)
存货的减少	(90.0)	10.8	31.4	(12.3)	(19.4)
经营性应收项目的减少	35.0	39.0	151.8	18.0	3.4
经营性应付项目的增加	164.7	(145.8)	(0.9)	(10.2)	(4.7)
经营活动产生的现金流量净额	589.2	(48.5)	289.1	172.7	220.0
投资活动产生的现金流量净额	619.8	282.6	(214.4)	(213.1)	(211.8)
融资活动所得现金流量净额	(307.8)	414.9	560.3	560.3	560.3
现金及现金等价物净增加额	901.2	648.9	634.9	519.9	568.6
期初现金及现金等价物余额	564.7	1,465.9	2,114.8	2,749.7	3,269.7
期末现金及现金等价物余额	1,465.9	2,114.8	2,749.7	3,269.7	3,838.2

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。