

持有

2025年4月11日

战略转型阵痛期，水果零售龙头静待复苏

- **业绩情况：**公司 2024 全年营收 102.7 亿元，同比-9.8%；净亏损为 3.9 亿元（2023 年净利润 3.6 亿元）。单看 2024H2，公司实现营收 46.8 亿元，同比-8.2%；净亏损为 4.7 亿元。
- **多业务下滑，消费疲软拖累：**分各个业务来看，2024 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 100.1/0.8/0.8/1.0 亿元，同比-9.6%/-43.2%/-19.7%/+29.4%。按各分销售渠道来看，加盟门店/自营门店/区域代理/直销/线上渠道分别实现收入 74.0/0.4/12.2/12.6/1.1 亿元，同比-13.0%/-15.2%/-1.9%/+21.7%/-58.4%。公司整体营收下滑主要受消费市场疲软及战略闭店调整双重影响。
- **门店优化调整，付费会员数量下降：**截至 2024 年末，公司门店 5116 家，较去年同期净关店 965 家，主要因为公司推动加盟商向租金收入比更优的门店迁移。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 4039/1077/11 家，较去年同期分别净关店 779/186/1 家。会员运营方面，期内公司会员/付费会员人数分别为 9074.3/85.4 万人，较去年同期+8.1%/-27.1%。
- **战略转型阵痛期，盈利能力承压：**FY2024/H2 公司毛利率分别为 7.4%/3.1%，同比-4.1/-8.7ppt，主要因为下半年公司调整产品结构，增加高性价比产品供给，并加强对加盟商的扶持政策。费用端方面，销售/管理/研发费用率分别为 5.9%/3.2%/1.3%，同比分别提升 1.7/0.5/0.1ppt，其中销售费用增长显著，主要是公司实施“高品质与高性价比水果专家与领导者”新战略，相关投入包括门店升级改造、品牌营销推广及聘请美好生活大使等。受此影响，公司全年净利率下滑至-3.8%，同比-6.9ppt。
- **目标价 0.98 港元，持有评级：**展望未来，我们预计短期公司将继续受到消费环境疲软、战略调整及闭店等因素影响，2025 年公司盈利仍将承压。但凭借稳固的行业龙头地位、突出的产业链协同优势及品牌竞争力，随着战略调整成效逐步显现，我们认为公司中长期增长潜力显著，预计 25-27 年公司将分别实现净利润-2.4/0.9/1.5 亿元，故给予目标价 0.98 港元，相当于 26 财年盈利预测 15 倍 PE，距离当前股价有 4.1%涨幅，持有评级。
- **重要风险：**1) 消费环境疲弱；2) 食品安全风险；3) 竞争加剧

黎航荣

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

主要数据

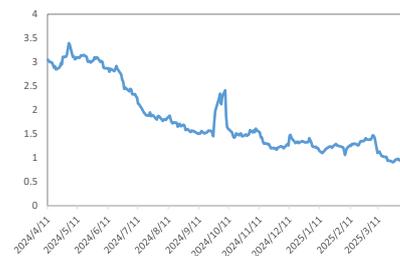
| | |
|---------|---------------------|
| 行业 | 水果零售/消费 |
| 股价 | 0.94 港元 |
| 目标价 | 0.98 港元 (+4.1%) |
| 股票代码 | 2411 |
| 已发行股本 | 15.39 亿股 |
| 市值 | 14.47 亿港元 |
| 52 周高/低 | 3.44/0.83 港元 |
| 每股净资产 | 1.90 港元 |
| 主要股东 | 余惠勇、徐艳林 (46.36%) |

盈利摘要

| 财务年度截至12月31日 | 2023历史 | 2024历史 | 2025预测 | 2026预测 | 2027预测 |
|---------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 11,390.6 | 10,273.3 | 9,500.6 | 10,042.8 | 11,090.8 |
| 变动(%) | 0.7% | -9.8% | -7.5% | 5.7% | 10.4% |
| 归母净利润(百万元) | 361.7 | (386.0) | (240.8) | 93.0 | 151.9 |
| 变动(%) | 11.9% | -206.7% | -37.6% | -138.6% | 63.3% |
| 基本每股收益 (人民币分) | 22.97 | -25.52 | -15.91 | 6.15 | 10.04 |
| 市盈率@0.94元(倍) | 4.1 | -3.7 | -5.9 | 15.3 | 9.4 |
| 每股股息 (人民币分) | 4.30 | 0.65 | 0.41 | 1.16 | 1.90 |
| 股息现价比 (%) | 4.57% | 0.69% | 0.44% | 1.23% | 2.02% |

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 (2025-2027) | PEG |
|------------------|------------------|-------|-------------|------------|--------|--------|-------|--------|-------|------|--------|-------|-------|---------------------|-------|
| | | | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | |
| 零售 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 成都红旗连锁股份有限公司 | 002697 CH Equity | 5.78 | 7.861 | 0.410 | | 0.443 | 0.471 | 8.600 | 14.1 | | 13.0 | 12.3 | 0.7 | 340.6% | 0.0 |
| 永辉超市股份有限公司 | 601933 CH Equity | 6.23 | 56.537 | -0.150 | | 0.016 | 0.080 | 0.010 | -41.5 | | 389.4 | 77.9 | 623.0 | -20.9% | -18.6 |
| 天虹数科商业股份有限公司 | 002419 CH Equity | 5.19 | 6.066 | 0.194 | 0.066 | 0.163 | 0.185 | | 26.8 | 79.1 | 31.8 | 28.1 | | | |
| 家家悦集团股份有限公司 | 603708 CH Equity | 10.88 | 6.945 | 0.220 | | 0.352 | 0.403 | 46.870 | 49.5 | | 30.9 | 27.0 | 0.2 | 1053.9% | 0.0 |
| 简单平均 | | | | 0.168 | 0.066 | 0.244 | 0.285 | 18.493 | 12.2 | 79.1 | 116.3 | 36.3 | 208.0 | 457.9% | -6.2 |
| 连锁 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 绝味食品股份有限公司 | 603517 CH Equity | 16.40 | 9.938 | 0.560 | | 0.933 | 1.014 | 0.980 | 29.3 | | 17.6 | 16.2 | 16.7 | 2.5% | 7.1 |
| 周黑鸭国际控股有限公司 | 1458 HK Equity | 2.21 | 4.773 | 0.050 | 0.040 | 0.069 | 0.087 | 0.098 | 40.0 | 51.0 | 29.9 | 24.0 | 21.3 | 19.2% | 1.6 |
| 简单平均 | | | | 0.305 | 0.040 | 0.501 | 0.551 | 0.539 | 34.6 | 51.0 | 23.7 | 20.1 | 19.0 | 10.8% | 4.3 |
| 本公司 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 深圳百果园实业 (集团) 股份有 | 2411 HK Equity | 0.94 | 1.748 | 0.230 | -0.255 | -0.005 | 0.133 | | 3.7 | -3.4 | -188.0 | 6.6 | | | |

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

| | 2023 实际 | 2024 实际 | 2025 预测 | 2026 预测 | 2027 预测 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 11,390.6 | 10,273.3 | 9,500.6 | 10,042.8 | 11,090.8 |
| 营业成本 | (10,075.7) | (9,508.9) | (8,806.0) | (9,040.1) | (9,930.3) |
| 毛利 | 1,314.8 | 764.4 | 694.6 | 1,002.7 | 1,160.5 |
| 销售费用 | (482.0) | (605.1) | (436.1) | (400.7) | (442.5) |
| 管理费用 | (313.5) | (329.6) | (295.3) | (282.1) | (311.5) |
| 研发费用 | (145.6) | (136.4) | (130.9) | (133.4) | (147.3) |
| 营业利润 | 416.6 | (341.5) | (202.6) | 151.8 | 224.8 |
| 财务费用 | (34.9) | (55.8) | (46.9) | (49.5) | (54.7) |
| 所得税 | (41.0) | (8.3) | (5.2) | (11.6) | (19.0) |
| 净利润 | 340.0 | (399.8) | (249.3) | 96.3 | 157.3 |
| 归母净利润 | 361.7 | (386.0) | (240.8) | 93.0 | 151.9 |
| 少数股东损益 | (21.7) | (13.8) | (8.6) | 3.3 | 5.4 |
| 基本每股收益 (人民币分) | 23.0 | (25.5) | (15.9) | 6.1 | 10.0 |
| 增速 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 0.7% | (9.8%) | (7.5%) | 5.7% | 10.4% |
| 营业利润 | 8.2% | (182.0%) | (40.7%) | (174.9%) | 48.1% |
| 归母净利润 | 11.9% | (206.7%) | (37.6%) | (138.6%) | 63.3% |

资产负债表

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

| | 2023 实际 | 2024 实际 | 2025 预测 | 2026 预测 | 2027 预测 |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 0.0 | 0.0 | 738.4 | 1,826.9 | 2,932.3 |
| 贸易应收款项 | 1,063.4 | 965.3 | 886.0 | 881.6 | 912.8 |
| 存货 | 324.9 | 330.1 | 303.3 | 311.4 | 342.0 |
| 物业、厂房及设备 | 521.8 | 628.2 | 841.9 | 1,055.6 | 1,269.4 |
| 资产总额 | 7,591.0 | 7,819.6 | 7,827.9 | 9,638.4 | 11,827.8 |
| 短期借款 | 1,768.9 | 2,346.7 | 2,170.2 | 2,294.1 | 2,533.5 |
| 应付票据及应付账款 | 364.2 | 527.9 | 388.9 | 374.5 | 384.2 |
| 长期借款 | 126.3 | 161.9 | 149.7 | 158.3 | 174.8 |
| 负债合计 | 4,253.9 | 5,009.3 | 4,584.6 | 4,821.2 | 5,341.4 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 3,225.0 | 2,707.6 | 3,140.6 | 4,714.5 | 6,383.6 |
| 少数股东权益 | 112.1 | 102.7 | 102.7 | 102.7 | 102.7 |
| 股东权益合计 | 3,337.1 | 2,810.3 | 3,243.3 | 4,817.3 | 6,486.4 |
| 负债和股东权益合计 | 7,591.0 | 7,819.6 | 7,827.9 | 9,638.4 | 11,827.8 |

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

| | 2023 实际 | 2024 实际 | 2025 预测 | 2026 预测 | 2027 预测 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 12% | 7% | 7% | 10% | 10% |
| 营业利润率 | 4% | -3% | -2% | 2% | 2% |
| 归母净利润率 | 3% | -4% | -3% | 1% | 1% |
| ROE | 11% | -13% | -8% | 2% | 3% |
| ROA | 5% | -5% | -3% | 1% | 1% |
| 运营能力 | | | | | |
| SG&A/收入 | 8% | 10% | 9% | 8% | 8% |
| 实际税率 | 11% | -2% | -2% | 11% | 11% |
| 派息率 | 19% | -3% | -3% | 19% | 19% |
| 贸易应收款项周转天数 | 35 | 36 | 34 | 32 | 30 |
| 存货周转天数 | 12 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 应付票据及应付账款周转天数 | 16 | 17 | 16 | 15 | 14 |
| 财务状况 | | | | | |
| 资产负债率 | 56% | 64% | 59% | 50% | 45% |
| 总资产/股本 | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |

现金流量表

财务年度截至12月31日 人民币:百万元

| | 2023 实际 | 2024 实际 | 2025 预测 | 2026 预测 | 2027 预测 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 除税前利润 | 381.0 | (391.5) | (244.2) | 107.9 | 176.3 |
| 折旧与摊销 | 127.3 | 124.5 | (5.7) | (16.7) | (27.2) |
| 利息收入 | (18.6) | (20.3) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 存货的减少 | 10.8 | 0.0 | 26.8 | (8.1) | (30.7) |
| 经营性应收项目的减少 | 39.0 | 0.0 | 79.3 | 4.5 | (31.2) |
| 经营性应付项目的增加 | (145.8) | 0.0 | (138.9) | (14.4) | 9.7 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | (48.5) | (164.6) | (260.9) | 89.2 | 106.1 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 282.6 | 760.2 | 760.2 | 760.2 | 760.2 |
| 融资活动所得现金流量净额 | 414.9 | 239.1 | 239.1 | 239.1 | 239.1 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 648.9 | 834.7 | 738.4 | 1,088.5 | 1,105.4 |
| 期初现金及现金等价物余额 | 1,465.9 | 2,114.8 | 2,949.5 | 3,688.0 | 4,776.4 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 2,114.8 | 2,949.5 | 3,688.0 | 4,776.4 | 5,881.8 |

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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。