

## 百果园集团 (02411.HK)

## 发布股权激励，管理层增持股份，彰显发展信心

百果园发布股权激励计划及管理层股份增持计划，有望健全公司长效激励与约束机制，吸引优秀人才并充分调动公司高管团队及核心骨干的积极性；同时也彰显公司对业务长期发展信心。公司当前处在战略调整期，积极推进战略升级蓄力长期成长，有望逐步恢复同店增长并提升开店节奏，看好公司长期成长空间，调整为“增持”评级。

□ **控股股东计划增持公司股份。**公司 2025 年 12 月 12 日公告，控股股东余惠勇先生计划在未来 12 个月内增持不超过 1000 万股 H 股；目前余惠勇先生及其控制实体持有公司 7.36 亿股 H 股，占公司已发行股份约 36.8%；控股股东增持充分彰显其对公司发展的长期信心。

□ **公司推出股权激励计划，进一步绑定核心团队，彰显发展信心。**公司 2025 年 12 月 1 日公告，向 14 名员工授予 1.5 亿份受限制股份单位，对应 1.5 亿股股份，占公司已发行股份总数的约 8.27%；本次授出后，公司剩余可授股份为 3138 千万股。本次股权激励的授予价格为每股 1.8 港元；归属日期为 2029 年 4 月 30 日（若为非营业日则顺延）。据公告，公司本次股权激励计划主要为了进一步建立、健全公司长效激励与约束机制，吸引优秀人才，并充分调动公司高管团队及核心骨干的积极性，使承授人利益与公司利益及股东利益一致。归属条件方面，实际归属情况与公司受限制股份单位计划激励归属考核办法规定及奖励协议约定的绩效考核归属条件挂钩，需满足公司层面和员工个人层面的绩效考核目标，包括公司业务增长、关键绩效指标（与宏观经济、行业状况挂钩）以及员工个人表现评估。此外，若员工因重大违规行为（如被起诉、泄露机密、财务造假等）被终止雇佣，未归属的股份单位将立即失效。公司未提供任何财务援助以协助员工购买股份。

□ **投资建议。**公司当前处在战略调整期，积极推进战略升级蓄力长期成长，有望逐步恢复同店增长并提升开店节奏，看好公司长期成长空间。近期公司发布股权激励计划有望绑定优秀人才强化激励；管理层增持亦彰显信心。由于公司 2025 年开店及同店表现均有所承压，调整公司 25E/26E/27E 经调净利润预测分别为-3.6 亿/0.2 亿/0.7 亿，调整为“增持”投资评级。

□ **风险提示：开店不及预期、同店增速不及预期、竞争加剧。**

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	11392	10273	8553	9124	9950
同比增长	1%	-10%	-17%	7%	9%
营业利润(百万元)	374	-345	-322	-124	-86
同比增长	17%	-192%	-7%	-61%	-31%
经调整净利润(百万元)	342	-328	-363	17	73
同比增长	1%	-196%	11%	-105%	344%
每股收益(经调, 元)	0.28	-0.22	-0.25	0.01	0.05
P/E(经调, 倍)	7.5	-7.8	-7.1	155.7	35.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持(下调)

消费品/商业

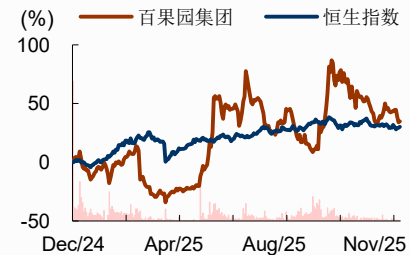
当前股价：1.76 港元

## 基础数据

总股本(百万股)	2001
香港股(百万股)	2001
总市值(十亿港元)	3.5
香港股市值(十亿港元)	3.5
每股净资产(港元)	1.2
ROE(TTM)	-16.3
资产负债率	66.2%
主要股东	余惠勇
主要股东持股比例	42.375%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-8	36
相对表现	-8	-15	8



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《百果园集团(02411)一上半年同店承压，静待调整成效显现》  
2024-08-26
- 《百果园集团(02411)一短期同店承压，持续推进战略调整蓄力成长》  
2024-07-23
- 《百果园集团(02411)一稳步拓店门店调优，战略调整推动成长》  
2024-03-29

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

✉ lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5266	5496	4124	4240	4647
现金及现金	2115	1758	887	836	1004
交易性金融	180	691	691	691	691
其他短期投	3	54	54	54	54
应收账款及	1063	986	821	876	955
其它应收款	1262	1224	1019	1087	1186
存货	325	330	275	293	320
其他流动资	318	453	377	402	438
<b>非流动资产</b>	2325	2323	2328	2332	2335
长期投资	585	816	816	816	816
固定资产	522	628	633	637	640
无形资产	817	717	717	717	717
其他	401	163	163	163	163
<b>资产总计</b>	<b>7591</b>	<b>7820</b>	<b>6452</b>	<b>6571</b>	<b>6982</b>
<b>流动负债</b>	3518	4359	3340	3640	4193
应付账款	364	547	456	486	530
应交税金	12	10	10	10	10
短期借款	1769	2347	1663	1852	2244
其他	1373	1455	1211	1292	1409
<b>长期负债</b>	736	650	650	650	650
长期借款	126	162	162	162	162
其他	610	488	488	488	488
<b>负债合计</b>	<b>4254</b>	<b>5009</b>	<b>3990</b>	<b>4290</b>	<b>4843</b>
股本	1589	1589	1589	1589	1589
储备	1455	1636	1119	785	610
少数股东权	112	103	89	82	76
归属于母公司所	3225	2708	2374	2199	2063
<b>负债及权益合计</b>	<b>7591</b>	<b>7820</b>	<b>6452</b>	<b>6571</b>	<b>6982</b>

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	(49)	165	98	6	38
净利润	362	(386)	(306)	(175)	(136)
折旧与摊销	127	124	136	137	138
营运资本变	(529)	326	166	(55)	(80)
其他非现金	(9)	100	102	98	116
<b>投资活动现金流</b>	283	(760)	(127)	(131)	(130)
资本性支出	(118)	(218)	(150)	(150)	(150)
出售固定资	2	9	9	9	9
投资增减	8020	9072	0	0	0
其它	171	82	14	10	11
<b>筹资活动现金流</b>	415	239	(842)	74	260
债务增减	538	550	(684)	189	392
股本增减	25	(93)	0	0	0
股利支付	121	65	28	0	0
其它筹资	(28)	(153)	(130)	(115)	(133)
其它调整	(242)	(131)	(55)	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>649</b>	<b>(357)</b>	<b>(871)</b>	<b>(51)</b>	<b>167</b>

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	11392	10273	8553	9124	9950
主营收入	11391	10273	8553	9124	9950
营业成本	10076	9509	7917	8445	9209
<b>毛利</b>	1315	764	636	679	740
营业支出	942	1109	958	803	826
<b>营业利润</b>	374	(345)	(322)	(124)	(86)
利息支出	76	100	130	115	133
利息收入	60	44	11	7	7
权益性投资	(1)	6	0	0	0
其他非经营	(16)	3	3	3	3
非经常项目	40	0	40	40	40
<b>除税前利润</b>	381	(392)	(398)	(189)	(167)
所得税	41	8	(77)	(8)	(25)
少数股东损	(22)	(14)	(14)	(7)	(6)
<b>归母净利润</b>	362	(386)	(306)	(175)	(136)
<b>EPS (元)</b>	0.28	(0.22)	(0.25)	0.01	0.05

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	1%	-10%	-17%	7%	9%
营业利润	17%	-192%	-7%	-61%	-31%
净利润	12%	-207%	-21%	-43%	-22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.5%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
净利率	3.2%	-3.8%	-3.6%	-1.9%	-1.4%
ROE	11.2%	-14.3%	-12.9%	-7.9%	-6.6%
ROIC	7.1%	-5.6%	-6.1%	-2.3%	-1.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.0%	64.1%	61.8%	65.3%	69.4%
净负债比率	25.0%	32.1%	28.3%	30.6%	34.5%
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.4	1.4
存货周转率	30.4	29.0	26.2	29.7	30.1
应收帐款周转率	5.3	4.5	4.2	4.8	4.8
应付帐款周转率	22.4	20.9	15.8	17.9	18.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.28	-0.22	-0.25	0.01	0.05
每股经营现金	-0.04	0.12	0.07	0.00	0.03
每股净资产	2.33	1.96	1.72	1.59	1.49
每股股利	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	7.5	-7.8	-7.1	155.7	35.1
PB	0.7	0.8	1.0	1.0	1.1
EV/EBITDA	8.4	-27.5	-26.8	197.6	72.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。