

洪九果品 (6689 HK)

估值重调；改善经营性现金流为年内首要目标

考虑到宏观环境因素，公司将全年营收增长指引下调至 20%；维持毛利率达到 16%、净利率稳定在 9% 以上目标不变。管理层表示，实现经营性现金流回正是全年主要目标之一。上半年营收增长低于预期，经营性现金流流出同比改善 58%，剔除税收则改善幅度约为 90%。公司营收增长及经营性现金流改善略缓，主要是由于与下游小型客户减少合作，部分客户的履约能力在低端消费力较弱的环境下承压。公司毛利率同比下滑 3.5 个百分点，主要因为榴莲进口在疫情后放开，供需再次变动，导致单品价格出现回落。

应对以上两点，管理层表示将在下半年中进一步强化供应链“端到端”优势，具体措施包括 1) 拓展下游达到 C 端，加大发展线上头部主播直播签约及自播间运营，将电商平台营销与已有的运输网络相结合，加大营销规模；2) 对上游的海外直采开展新业务布局，除稳健发展越南、老挝物流线路外，优化非东南亚市场的采购线路，逐步提升采货至产业链更前端。在供应链强化下，下半年的运营性现金流及应收账款有望改善。另外，家乐福坏账已于上半年报表中全面反馈。

■ **已有 2B 物流体系是未来 2C 的高效运营基因，直播电商将助力应收账款改善。**对行业来说，线上销售痛点在于水果品牌的认知度较低。公司通过近几年的线下推广在年轻客群中累计了口碑，且直销团购渠道（学校、医院、企业）在 300+ 个城市中已有深度布局。目前已经与多个头部直播间，如“东方甄选”和“小杨哥”达成了合作，同时也将培养自播团队以支持长期销售和利润的提升。直销团购渠道的运营经验将保障 2C 端电商销售发展，并在下半年中为应收账款和毛利率的带来改善。

■ **海外直采业务拓展逐步拉升整体毛利率。**对于上游业务，公司一直以来以东南亚地区水果供应为主要竞争力，目前已开始对欧美市场的采购进行逐步优化。自 2022 年以来，公司利用越南与泰国的榴莲供应季节互补性，基本消除了对于中国市场供应的季节性影响。展望未来，榴莲作为核心单品，预计未来销售趋势将一致于整体营收。今年以来，公司致力于逐步将东南亚“端到端”的优势复刻到西货上。以南美车厘子为例，采购端业务已由中国供应商转移至当地出口商。配合下半年将推出的“黑金车厘子”新品，预计公司进口果品的销售占比及毛利率水平将被再次拉高。

■ **盈利调整。**在目前的经营环境下，公司高端产品业务扩张及电商平台投入回报仍面临不确定性，我们下调 2023/2024E 年营收、净利预测 25%/36% 和 26%/39%。调整后我们 2023E 年预测略低于管理层指引。

■ **估值。**公司上半年股价受多重因素影响出现明显调整。考虑到增发后对每股盈利的影响、短期盈利波动及现金流转正不确定性，我们认为市盈率不再为公司估值的合理标的。更新后目标价为 6.4 港元，以 1.0 倍 2023 年市净率计算（从 2023E 8.0 倍市盈率）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	10,280	15,081	17,748	20,383	22,900
同比增长(%)	78.1	46.7	17.7	14.8	12.3
净利润(百万人民币)	291.6	1,452.2	1,635.1	1,841.3	2,058.1
同比增长(%)	11,173.1	398.0	12.6	12.6	11.8
每股收益(人民币)	1.52	3.17	1.16	1.31	1.46
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.43	1.84	2.34
市盈率(倍)	na	4.9	3.7	3.3	3.0
市净率(倍)	na	1.1	0.8	0.6	0.5
股息(%)	na	0.0	0.0	0.0	0.0
股本回报率(%)	13.2	26.9	22.7	20.6	18.9
净负债比率(%)	14.4	33.5	24.9	17.3	11.9

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价 **港元 6.4**
(此前目标价 港元 43.5)
潜在升幅 **37.7%**
当前股价 **港元 4.6**

中国必须消费

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	6,576.0
3 月平均流通量(百万港元)	48.6
52 周内股价高/低(百万港元)	41.00/4.67
总股本(百万)	1408.1

资料来源：FactSet

股东结构

邓洪九	6.8%
宁波天时仁和股权投资	5.6%

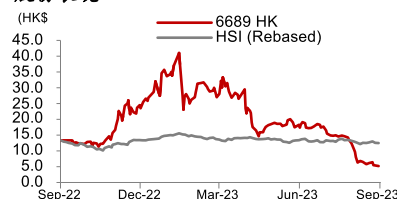
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-55.1%	-53.2%
3 月	-74.5%	-72.5%
6 月	-83.4%	-82.2%

资料来源：FactSet

股价表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万	New			Old			Diff (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	17,748	20,383	22,900	23,815	31,969	NA	-25.5%	-36.2%	NA
毛利润	2,877	3,296	3,685	4,086	5,612	NA	-29.6%	-41.3%	NA
EBIT	2,006	2,239	2,484	2,656	3,627	NA	-24.4%	-38.3%	NA
净利润	1,635	1,841	2,058	2,204	3,020	NA	-25.8%	-39.0%	NA
毛利率	16.2%	16.2%	16.1%	17.2%	17.6%	NA	-0.9ppt	-1.4ppt	NA
EBIT 利润率	11.3%	11.0%	10.8%	11.2%	11.3%	NA	0.2ppt	-0.4ppt	NA
净利率	9.2%	9.0%	9.0%	9.3%	9.4%	NA	0ppt	-0.4ppt	NA

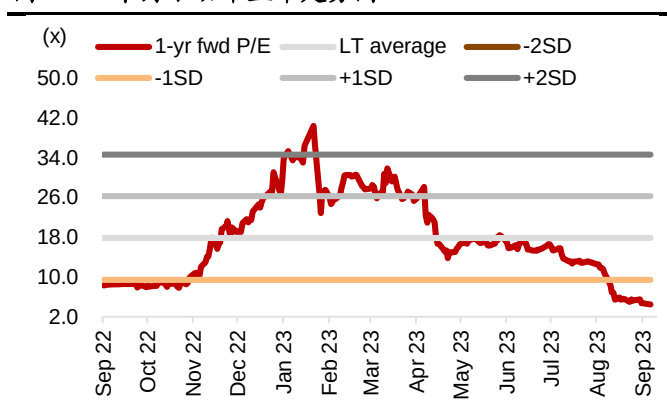
资料来源: 招银国际环球市场

图 2: 招银国际预测对比市场平均预测

人民币 百万	CMBIGM			Consensus			Diff (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	17,748	20,383	22,900	20,299	26,277	32,911	-12.6%	-22.4%	-30.4%
毛利润	2,877	3,296	3,685	3,540	4,612	5,822	-18.7%	-28.5%	-36.7%
EBIT	2,006	2,239	2,484	2,468	3,001	3,526	-18.7%	-25.4%	-29.5%
净利润	1,635	1,841	2,058	2,060	2,963	3,776	-20.6%	-37.9%	-45.5%
毛利率	16.2%	16.2%	16.1%	17.4%	17.6%	17.7%	-1.2ppt	-1.4ppt	-1.6ppt
EBIT 利润率	11.3%	11.0%	10.8%	12.2%	11.4%	10.7%	-0.9ppt	-0.4ppt	0.1ppt
净利率	9.2%	9.0%	9.0%	10.1%	11.3%	11.5%	-0.9ppt	-2.2ppt	-2.5ppt

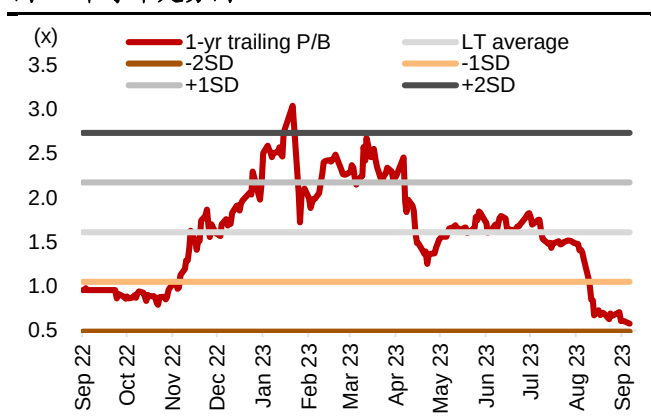
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 3: 12 个月滚动市盈率走势图



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 4: 市净率走势图



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	5,771	10,280	15,081	17,748	20,383	22,900
销售成本	(4,814)	(8,667)	(12,505)	(14,871)	(17,087)	(19,215)
毛利润	957	1,613	2,576	2,877	3,296	3,685
运营费用	(167)	(287)	(788)	(871)	(1,057)	(1,201)
销售费用	(93)	(184)	(199)	(532)	(652)	(733)
行政费用	(126)	(188)	(678)	(444)	(510)	(572)
其他	52	84	89	105	105	104
运营利润	790	1,326	1,788	2,006	2,239	2,484
EBITDA	799	1,339	1,802	2,024	2,257	2,503
折旧	(9)	(13)	(14)	(18)	(18)	(18)
EBIT	790	1,326	1,788	2,006	2,239	2,484
利息收入	0	0	0	0	0	0
利息支出	(6)	(29)	(77)	(81)	(70)	(60)
净利息收入(支出)	(6)	(29)	(77)	(81)	(70)	(60)
外汇收益/损失	(660)	(797)	0	0	0	0
税前利润	125	500	1,710	1,926	2,169	2,424
所得税	(122)	(207)	(256)	(288)	(324)	(363)
非控股权益	(0)	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
净利润	3	292	1,452	1,635	1,841	2,058
总股息	0	0	0	0	0	0

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	3,567	5,608	9,480	11,250	12,896	14,749
现金与现金等价物	376	240	149	388	374	368
应收账款	2,929	5,134	8,996	10,454	12,006	13,803
存货	99	225	334	407	515	579
以公允价值计入损益的资产	163	10	1	0	0	0
非流动资产	104	148	282	313	348	386
物业及厂房及设备 (净额)	77	81	83	85	87	89
资产使用权	20	59	91	91	91	91
递延税项	6	7	107	136	168	204
无形资产	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1	1	1	1	1
总资产	3,671	5,756	9,763	11,563	13,243	15,135
流动负债	3,623	1,311	3,324	3,476	3,301	3,121
短期债务	67	875	2,283	2,383	2,083	1,783
应付账款	152	325	768	815	936	1,051
应付税款	70	92	246	246	246	246
其他流动负债	3,328	0	0	0	0	0
租赁负债	7	19	27	32	36	41
非流动负债	46	35	61	72	82	92
长期债务	40	0	0	0	0	0
融资租赁承担	5	35	60	71	82	92
其他非流动负债	0	0	0	0	0	0
总负债	3,668	1,346	3,385	3,547	3,383	3,213
股本	453	453	467	467	467	467
其他储备	(453)	3,953	5,905	7,540	9,382	11,440
股东权益总额	0	4,407	6,373	8,008	9,849	11,907
少数股东权益	2	3	6	8	11	14
总负债和股东权益	3,671	5,756	9,763	11,563	13,243	15,135

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	125	500	1,710	1,926	2,169	2,424
折旧摊销	9	36	50	18	18	18
税款	(105)	(186)	(201)	(288)	(324)	(363)
营运资金变化	(1,507)	(2,127)	(3,504)	(1,474)	(1,528)	(1,735)
其他	668	767	44	5	5	4
净经营现金流	(804)	(982)	(1,823)	267	410	410
投资现金流						
资本开支	(28)	(25)	(15)	(20)	(20)	(20)
处理短期投资所得现金	0	0	1	0	0	0
其他	102	154	9	(29)	(32)	(36)
净投资现金流	73	129	(5)	(49)	(52)	(56)
融资现金流						
已支付股息	0	(0)	0	0	0	0
净借贷	106	774	1,331	100	(300)	(300)
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	827	(53)	387	(80)	(70)	(60)
净融资现金流	933	721	1,718	20	(370)	(360)
净现金流变动						
年初现金	176	376	240	149	388	374
汇率变动	(2)	(5)	20	0	0	0
年末现金	376	240	149	388	374	368
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	177.8%	78.1%	46.7%	17.7%	14.8%	12.3%
毛利润	143.6%	68.5%	59.7%	11.7%	14.6%	11.8%
经营利润	182.7%	67.8%	34.8%	12.2%	11.6%	10.9%
EBITDA	181.3%	67.5%	34.6%	12.3%	11.5%	10.9%
EBIT	182.7%	67.8%	34.8%	12.2%	11.6%	10.9%
净利润	(98.4%)	11,173.1%	398.0%	12.6%	12.6%	11.8%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	16.6%	15.7%	17.1%	16.2%	16.2%	16.1%
营业利润率	13.7%	12.9%	11.9%	11.3%	11.0%	10.8%
税息折旧及摊销前利润	13.8%	13.0%	11.9%	11.4%	11.1%	10.9%
股本回报率	na	13.2%	26.9%	22.7%	20.6%	18.9%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1
流动比率 (倍)	1.0	4.3	2.9	3.2	3.9	4.7
应收账款周转天数	134.5	141.2	168.7	215.0	215.0	220.0
存货周转天数	6.4	6.7	8.0	10.0	11.0	11.0
应付帐款周转天数	9.0	9.9	15.7	20.0	18.0	18.0
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率	na	na	4.9	3.7	3.3	3.0
市盈率 (摊薄)	na	na	4.9	3.7	3.3	3.0
市帐率	na	na	1.1	0.8	0.6	0.5
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。