

2023年04月23日

全国化扩张趋势维持，盈利能力稳定

东鹏饮料(605499)

评级:	增持	股票代码:	605499
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	210.0/111.35
目标价格:		总市值(亿)	701.42
最新收盘价:	175.35	自由流通市值(亿)	133.28
		自由流通股数(百万)	76.01

事件概述

公司发布2022年年报及2023年一季报，22年公司实现营业总收入85.05亿元，同比+21.9%；归母净利润14.41亿元，同比+20.8%。其中22Q4实现营业总收入18.61亿元，同比+31.3%；归母净利润2.75亿元，同比+39.6%。23Q1公司实现营业总收入24.91亿元，同比+24.1%；归母净利润4.97亿元，同比+44.3%，略超此前公司公告的利润区间。

分析判断:

▶ 能量饮料维持高速增长态势，全国化布局已见一定规模

22FY/22Q4/23Q1东鹏特饮收入分别81.72/17.80/23.83亿元，同比+24.0%/+31.9%/+25.0%，仍然维持高速增长态势；22FY/22Q4/23Q1其他饮料收入分别3.19/0.78/1.06亿元，同比-14.2%/+20.3%/+13.9%，我们认为随着12月以来疫情消退非能量饮料、饮用水等其他饮料逐渐恢复增长。

22FY/22Q4/23Q1广东实现收入33.54/6.82/8.42亿元，分别同比+4.8%/+5.8%/+7.3%，公司大本营市场维持中个位数以上稳定增速增长，23Q1末经销商数量252家环比22年末-13家，基本维持稳定。22FY/22Q4/23Q1全国其他区域实现收入42.60/9.83/14.17亿元，分别同比+41.9%/+63.4%/+36.9%。截止22年年末全国终端网点数量超过300万家，环比22年上半年网点数250万家，同比+25%；同时，23Q1全国其他区域收入占比62.7%，我们认为公司全国化布局已经具备一定规模。分区域来看，22FY华北(含北方大区)/西南/华中/华东/广西分别同比+80.4%/+56.8%/39.9%/32.4%/26.8%；23Q1华北(含北方大区)/西南/华中/华东/广西分别同比+108.1%/+39.4%/+26.4%/+40.9%/+8.0%。23Q1除已经比较成熟的广西区域外，华北(含北方大区)、华东、西南和华中依然维持高增速增长。22FY/22Q4/23Q1线上及直营分别实现收入8.77/1.94/2.30亿元，分别同比+15.0%/+14.8%/+28.5%。

▶ 毛利率下滑主因大宗原材料单价上升，盈利能力基本稳定

22FY公司整体毛利率42.3%，同比-2.0%；22FY东鹏特饮/其他饮料毛利率分别43.3%/17.1%，分别同比-2.9/-4.1pct，东鹏特饮毛利率减少主因大宗原材料聚酯切片和白砂糖采购单价同比提升。23Q1公司整体毛利率43.5%，同比+0.3pct，我们认为规模效应带动毛利率小幅度提升。22Q4/23Q1销售费用率分别19.5%/15.7%，分别同比+7.5/-1.2pct，销售费用提升主因全国化战略下销售人员相比21年末增加440人，职工薪酬支出同比+13.8%，但中长期来看公司销售费用投放效率有所提高，费用率持续优化。22Q4/23Q1管理费用率分别3.0%/3.7%，分别同比-1.0/-0.3pct，基本保持稳定。22FY/23Q1净利率16.9%/20.0%，分别同比-0.2/+2.8pct，22年销售和管理费用的节省对冲部分成本压力，公司整体实现较好的净利率。23Q1我们认为毛利率小幅度提升+费用率持续优化共同推动净利率提高。

▶ 持续推进全国化战略，积极培育和发展第二曲线

根据尼尔森IQ的数据，22年东鹏特饮在市场销售量占比由21年的31.7%上升至22年的36.7%，销售量保持第一；东鹏特饮的市场销售额占比由21年的23.4%上升至22年的26.62%，市场销售额维持第二。我们认为，首先公司终端网点数量仍有提升空间，能量饮料全国化拓展仍有市场可以挖掘；其次根据公告，在稳步发展第一曲线的同时，完善营销数字化平台提高管理和运营效率实现数智化升级，并把握市场契机通过塑造“东鹏大咖”、“东鹏补水啦”等品牌入局电解质饮料、非能量饮料等第二曲线。

投资建议

随着疫情影响消退，经济活动和人员流通的恢复，我们根据公司年报调整盈利预测，预计 23-24 年公司营业收入由 104.5/127.2 亿元提升至 106.5/130.5 亿元，新增 25 年营业收入 156.7 亿元；23-24 年归母净利润由 18.0/22.5 亿元上调至 18.5/23.3 亿元，新增 25 年归母净利 28.8 亿元；23-24 年 EPS 由 4.50/5.62 元上调至 4.62/5.84 元，新增 25 年 EPS 7.19 元，2023 年 4 月 21 日收盘价 175.35 元对应 PE 分别 38/30/24 倍，维持“增持”评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期，原材料价格影响盈利能力，食品安全问题等

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,978	8,505	10,654	13,049	15,674
YoY (%)	40.7%	21.9%	25.3%	22.5%	20.1%
归母净利润(百万元)	1,193	1,441	1,848	2,335	2,877
YoY (%)	46.9%	20.8%	28.3%	26.4%	23.2%
毛利率 (%)	44.4%	42.3%	42.8%	43.2%	43.6%
每股收益 (元)	3.11	3.60	4.62	5.84	7.19
ROE	28.1%	28.4%	30.8%	32.2%	32.7%
市盈率	56.35	48.69	37.96	30.04	24.38

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,505	10,654	13,049	15,674	净利润	1,441	1,848	2,335	2,877
YoY (%)	21.9%	25.3%	22.5%	20.1%	折旧和摊销	239	332	411	466
营业成本	4,905	6,098	7,410	8,847	营运资金变动	521	621	663	676
营业税金及附加	93	117	144	172	经营活动现金流	2,026	2,819	3,412	4,007
销售费用	1,449	1,758	2,140	2,555	资本开支	-791	-1,042	-933	-968
管理费用	256	341	418	502	投资	-2,610	-300	-300	-300
财务费用	41	42	36	25	投资活动现金流	-3,336	-1,278	-1,155	-1,174
研发费用	44	53	65	78	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	-1	-1	-1	债务募资	2,496	0	0	0
投资收益	70	64	78	94	筹资活动现金流	1,764	-984	-1,144	-1,384
营业利润	1,854	2,361	2,979	3,667	现金净流量	439	558	1,113	1,449
营业外收支	-18	-18	-17	-18					
利润总额	1,836	2,343	2,961	3,649	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	395	496	626	772	成长能力				
净利润	1,441	1,848	2,335	2,877	营业收入增长率	21.9%	25.3%	22.5%	20.1%
归属于母公司净利润	1,441	1,848	2,335	2,877	净利润增长率	20.8%	28.3%	26.4%	23.2%
YoY (%)	20.8%	28.3%	26.4%	23.2%	盈利能力				
每股收益	3.60	4.62	5.84	7.19	毛利率	42.3%	42.8%	43.2%	43.6%
					净利率	16.9%	17.3%	17.9%	18.4%
					总资产收益率 ROA	12.1%	13.6%	15.0%	16.1%
					净资产收益率 ROE	28.4%	30.8%	32.2%	32.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	2,158	2,716	3,829	5,277	流动比率	1.08	1.10	1.19	1.29
预付款项	127	174	215	251	速动比率	0.63	0.69	0.80	0.92
存货	394	453	494	538	现金比率	0.32	0.36	0.47	0.59
其他流动资产	4,567	4,894	5,198	5,518	资产负债率	57.3%	55.8%	53.4%	50.8%
流动资产合计	7,246	8,237	9,735	11,584	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.84	0.90	0.94
固定资产	2,232	3,030	3,536	3,964	每股指标 (元)				
无形资产	357	443	511	580	每股收益	3.60	4.62	5.84	7.19
非流动资产合计	4,623	5,314	5,819	6,303	每股净资产	12.66	14.98	18.12	22.01
资产合计	11,870	13,551	15,554	17,887	每股经营现金流	5.07	7.05	8.53	10.02
短期借款	3,182	3,182	3,182	3,182	每股股利	2.00	2.30	2.70	3.30
应付账款及票据	651	770	972	1,117	估值分析				
其他流动负债	2,873	3,508	4,054	4,684	PE	48.69	37.96	30.04	24.38
流动负债合计	6,706	7,460	8,208	8,983	PB	14.05	11.71	9.68	7.97
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	100	100	100	100					
非流动负债合计	100	100	100	100					
负债合计	6,805	7,559	8,307	9,083					
股本	400	400	400	400					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,064	5,992	7,247	8,804					
负债和股东权益合计	11,870	13,551	15,554	17,887					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。