



## 买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：179.49

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

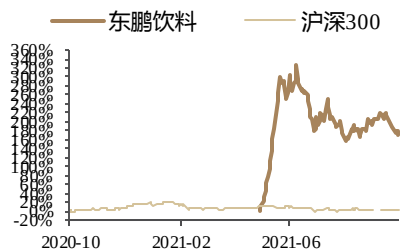
邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -9.07 | -1.24 | -2.37 |
| 相对涨幅(%) | -8.80 | -2.01 | -4.74 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《东鹏饮料（605499.SH）：市场渠道开拓见效，费投与新品为成长蓄力》，2021.7.16
- 《东鹏饮料（605499.SH）深度报告：能量特饮粘性高，鹏程百亿小目标》，2021.6.1

## 东鹏饮料（605499.SH）三季报点评：持续推进全国化，省外多区域增速亮眼

### 投资要点

- 事件：**公司发布2021年三季报，2021年前三季度公司实现营收55.60亿元，同比增长37.51%；归母净利润9.96亿元，同比增长41.47%；扣非归母净利润9.66亿元，同比增长37.95%。21Q3单季度公司实现营收18.78亿元，同比增长19.30%；归母净利润3.20亿元，同比增长21.87%；扣非归母净利润3.06亿元。
- 能量饮料延续高增长，拓展新品培育增量。**受去年同期高基数影响，公司营收增速放缓，分产品来看，公司能量饮料/非能量饮料21Q1-Q3实现销售收入53.38/2.11亿元，同比+41.74%/-19.06%；其中21Q3能量饮料/非能量饮料实现销售收入17.91/0.86亿元，同比+19.89%/+16.26%。公司核心产品东鹏特饮延续高增长，贡献主要增量，非能量饮料增速在21Q3转正。新品“0糖”、“加气”继上半年表现优异后，继续在多省份试销、推广，9月公司推出“东鹏大咖摇摇拿铁”，新增布局即饮咖啡市场，有望为公司业绩贡献新增量。
- 省外增速大幅领先，北方、华东、西南、华中区域增速亮眼。**分区域来看，21Q1-Q3公司广东/全国/直营分别实现销售收入25.55/24.00/5.94亿元，同比+26.85%/+49.81%/+44.73%，公司凭借差异化的产品定位、出色的渠道管控能力及营销体系，稳步推进全国化，省外市场增速显著高于省内，其中低基数的北方区域增速高达+91.86%，公司重点开拓的华东/西南/华中区域增速亮眼，分别达到72.06%/62.14%/43.28%，领先于其他地区。
- 21Q3毛利率略有下降，净利率维持稳定。**21Q3公司毛利率为46.16%，同比下降1.22pct，主要原因为：（1）公司在Q3旺季加大促销、搭赠力度，成本有所上升；（2）公司在Q3加强新品销售，新品毛利率相对较低；（3）白砂糖采购价格在Q3有所上升。公司21Q3销售费用率为21.26%，同比下降1.63pct；净利率为17.05%，同比增长0.36pct，盈利能力稳健。公司21Q1-Q3销售费用同比增长47.42%，销售费用率较去年同期提升1.44pct，主要由于新增上市宣传专案费用、增加冰柜投放及商超渠道促销等推广费用、销售人员薪酬增加。
- 加强经销商团队建设、新增长沙生产基地布局，推动全国化进程。**报告期末公司经销商数量达到2148家，报告期内净增加199家，其中北方/华北/西南区域净增加62/51/42家，加强经销商团队建设支撑公司省外扩张战略。产能方面，由于饮料成本受运输费用影响较大，目前公司已设立华南、广州、东莞、海丰、南宁、重庆、安徽共七个生产基地，后续计划在长沙新建生产基地，当前已完成设立长沙全资子公司并取得合计8.19万平方米的两项项目用地使用权。
- 投资建议：**公司以东鹏特饮为核心产品，在行业格局调整之际通过深耕广东市场及持续推进全国化扩张份额，预计公司2021-2023年实现营收66.40/84.42/101.87亿元，同比增速分别为33.9%/27.1%/20.7%；实现归母净利润11.26/14.95/18.63亿元，同比增速分别为38.7%/32.7%/24.7%，对应EPS分别为2.82/3.74/4.66元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**省外扩张不及预期；产品结构单一抗风险能力较低；新品推进不及预期；行业竞争加剧

| 股票数据          |              | 主要财务数据及预测                     |        |       |       |       |        |
|---------------|--------------|-------------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 总股本(百万股):     | 400.01       |                               | 2019   | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E  |
| 流通 A 股(百万股):  | 40.01        | 营业收入(百万元)                     | 4,209  | 4,959 | 6,640 | 8,442 | 10,187 |
| 52 周内股价区间(元): | 66.13-282.86 | (+/-)YOY(%)                   | 38.6%  | 17.8% | 33.9% | 27.1% | 20.7%  |
| 总市值(百万元):     | 71,797.79    | 净利润(百万元)                      | 571    | 812   | 1,126 | 1,495 | 1,863  |
| 总资产(百万元):     | 6,678.74     | (+/-)YOY(%)                   | 164.4% | 42.3% | 38.7% | 32.7% | 24.7%  |
| 每股净资产(元):     | 10.10        | 全面摊薄 EPS(元)                   | 1.63   | 2.26  | 2.82  | 3.74  | 4.66   |
| 资料来源: 公司公告    |              | 毛利率(%)                        | 46.7%  | 46.6% | 47.6% | 48.2% | 48.6%  |
|               |              | 净资产收益率(%)                     | 34.9%  | 42.4% | 36.6% | 32.7% | 28.9%  |
|               |              | 资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所 |        |       |       |       |        |
|               |              | 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润          |        |       |       |       |        |

表 1：公司分销售模式收入及增速

| 销售模式 | 2020 年 1-9 月 |         | 2021 年 1-9 月 |         | yoy    |
|------|--------------|---------|--------------|---------|--------|
|      | 金额           | 占比      | 金额           | 占比      |        |
| 经销   | 35.99        | 89.38%  | 49.34        | 88.91%  | 37.08% |
| 直营   | 4.11         | 10.20%  | 5.94         | 10.71%  | 44.73% |
| 其他   | 0.17         | 0.43%   | 0.21         | 0.39%   | 24.47% |
| 合计   | 40.27        | 100.00% | 55.49        | 100.00% | 37.81% |

资料来源：wind，德邦研究所

表 2：公司分区域收入及增速

| 销售模式 | 2020 年 1-9 月 |         | 2021 年 1-9 月 |         | yoy    |
|------|--------------|---------|--------------|---------|--------|
|      | 金额           | 占比      | 金额           | 占比      |        |
| 广东区域 | 20.14        | 50.02%  | 25.55        | 46.04%  | 26.85% |
| 华东区域 | 3.56         | 8.85%   | 6.13         | 11.05%  | 72.06% |
| 华中区域 | 4.27         | 10.61%  | 6.12         | 11.04%  | 43.28% |
| 广西区域 | 4.36         | 10.83%  | 5.91         | 10.65%  | 35.42% |
| 西南区域 | 2.06         | 5.11%   | 3.34         | 6.02%   | 62.14% |
| 华北区域 | 1.47         | 3.65%   | 1.94         | 3.49%   | 31.88% |
| 北方区域 | 0.29         | 0.73%   | 0.56         | 1.02%   | 91.86% |
| 直营   | 4.11         | 10.20%  | 5.94         | 10.71%  | 44.73% |
| 合计   | 40.27        | 100.00% | 55.49        | 100.00% | 37.81% |

资料来源：wind，德邦研究所

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |       |       |       |
| 每股收益      | 2.26   | 2.82  | 3.74  | 4.66  |
| 每股净资产     | 4.78   | 7.70  | 11.44 | 16.09 |
| 每股经营现金流   | 3.35   | 3.86  | 5.01  | 6.44  |
| 每股股利      | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |        |       |       |       |
| P/E       | 79.42  | 63.75 | 48.03 | 38.53 |
| P/B       | 37.53  | 23.31 | 15.70 | 11.15 |
| P/S       | 13.03  | 10.81 | 8.50  | 7.05  |
| EV/EBITDA | 475.04 | 41.03 | 30.96 | 24.46 |
| 股息率%      | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |        |       |       |       |
| 毛利率       | 46.6%  | 47.6% | 48.2% | 48.6% |
| 净利润率      | 16.4%  | 17.0% | 17.7% | 18.3% |
| 净资产收益率    | 42.4%  | 36.6% | 32.7% | 28.9% |
| 资产回报率     | 18.6%  | 20.7% | 20.7% | 19.4% |
| 投资回报率     | 0.0%   | 35.8% | 32.2% | 28.7% |
| 盈利增长(%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率   | 17.8%  | 33.9% | 27.1% | 20.7% |
| EBIT 增长率  | —      | —     | 30.9% | 24.0% |
| 净利润增长率    | 42.3%  | 38.7% | 32.7% | 24.7% |
| 偿债能力指标    |        |       |       |       |
| 资产负债率     | 56.1%  | 43.4% | 36.7% | 32.8% |
| 流动比率      | 0.9    | 1.1   | 1.5   | 2.1   |
| 速动比率      | 0.7    | 0.8   | 1.3   | 1.8   |
| 现金比率      | 0.6    | 0.7   | 1.2   | 1.7   |
| 经营效率指标    |        |       |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 0.9    | 2.0   | 2.0   | 2.0   |
| 存货周转天数    | 37.6   | 35.0  | 30.0  | 30.0  |
| 总资产周转率    | 1.1    | 1.2   | 1.2   | 1.1   |
| 固定资产周转率   | 3.5    | 3.5   | 3.9   | 4.6   |

| 现金流量表(百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 812   | 1,126 | 1,495 | 1,863 |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出      | 134   | 262   | 323   | 365   |
| 非经营收益      | -50   | -28   | -28   | -34   |
| 营运资金变动     | 445   | 184   | 216   | 383   |
| 经营活动现金流    | 1,340 | 1,545 | 2,006 | 2,578 |
| 资产         | -645  | -742  | -498  | -297  |
| 投资         | -140  | -50   | -50   | -50   |
| 其他         | 12    | 20    | 25    | 31    |
| 投资活动现金流    | -773  | -772  | -522  | -316  |
| 债权募资       | 227   | -410  | 0     | 0     |
| 股权募资       | 0     | 40    | 0     | 0     |
| 其他         | -561  | 0     | 0     | 0     |
| 融资活动现金流    | -334  | -370  | 0     | 0     |
| 现金净流量      | 234   | 403   | 1,484 | 2,262 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 27 日  
资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入       | 4,959 | 6,640 | 8,442 | 10,187 |
| 营业成本        | 2,648 | 3,477 | 4,376 | 5,238  |
| 毛利率%        | 46.6% | 47.6% | 48.2% | 48.6%  |
| 营业税金及附加     | 50    | 67    | 86    | 103    |
| 营业税金率%      | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%   |
| 营业费用        | 1,040 | 1,394 | 1,756 | 2,098  |
| 营业费用率%      | 21.0% | 21.0% | 20.8% | 20.6%  |
| 管理费用        | 184   | 266   | 338   | 407    |
| 管理费用率%      | 3.7%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%   |
| 研发费用        | 36    | 33    | 42    | 51     |
| 研发费用率%      | 0.7%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%   |
| EBIT        | 0     | 1,449 | 1,897 | 2,353  |
| 财务费用        | -16   | 0     | 0     | 0      |
| 财务费用率%      | -0.3% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   |
| 资产减值损失      | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 投资收益        | 10    | 20    | 25    | 31     |
| 营业利润        | 1,050 | 1,448 | 1,895 | 2,350  |
| 营业外收支       | -21   | 1     | 3     | 3      |
| 利润总额        | 1,030 | 1,449 | 1,897 | 2,353  |
| EBITDA      | 134   | 1,712 | 2,221 | 2,718  |
| 所得税         | 217   | 323   | 402   | 489    |
| 有效所得税率%     | 21.1% | 22.3% | 21.2% | 20.8%  |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 归属母公司所有者净利润 | 812   | 1,126 | 1,495 | 1,863  |

| 资产负债表(百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 1,225 | 1,628 | 3,112 | 5,373 |
| 应收账款及应收票据  | 13    | 36    | 46    | 56    |
| 存货         | 273   | 333   | 360   | 431   |
| 其它流动资产     | 449   | 499   | 541   | 571   |
| 流动资产合计     | 1,959 | 2,497 | 4,058 | 6,430 |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产       | 1,404 | 1,903 | 2,180 | 2,225 |
| 在建工程       | 456   | 446   | 345   | 234   |
| 无形资产       | 237   | 237   | 237   | 237   |
| 非流动资产合计    | 2,402 | 2,940 | 3,166 | 3,151 |
| 资产总计       | 4,361 | 5,437 | 7,224 | 9,582 |
| 短期借款       | 110   | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款  | 298   | 438   | 492   | 588   |
| 预收账款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它流动负债     | 1,722 | 1,901 | 2,141 | 2,537 |
| 流动负债合计     | 2,130 | 2,339 | 2,632 | 3,126 |
| 长期借款       | 302   | 2     | 2     | 2     |
| 其它长期负债     | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 非流动负债合计    | 318   | 18    | 18    | 18    |
| 负债总计       | 2,448 | 2,357 | 2,650 | 3,144 |
| 实收资本       | 360   | 400   | 400   | 400   |
| 普通股股东权益    | 1,913 | 3,079 | 4,574 | 6,438 |
| 少数股东权益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债和所有者权益合计 | 4,361 | 5,437 | 7,224 | 9,582 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获2015年轻工消费新财富最佳分析师第5名；2016年轻工消费新财富第4名，2016年水晶球第2名，金牛奖第4名；2017年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第1名；2018年轻工消费新财富最佳分析师第3名，水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名，IAMAC第2名；2019年获轻工《财经》最佳分析师第2名，Wind金牌分析师第3名，水晶球第4名，新浪金麒麟分析师第4名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别    | 评 级  | 说 明                           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-------------------------------|
|                                                                                                                                                                                | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现20%以上；                |
|                                                                                                                                                                                |        | 增持   | 相对强于市场表现5%~20%；               |
|                                                                                                                                                                                |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；           |
|                                                                                                                                                                                |        | 减持   | 相对弱于市场表现5%以下。                 |
|                                                                                                                                                                                | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；      |
|                                                                                                                                                                                |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间； |
|                                                                                                                                                                                |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。