

# 持续推进全国化销售

## 东鹏饮料(605499)

评级:	增持	股票代码:	605499
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	285.7/55.52
目标价格:		总市值(亿)	708.46
最新收盘价:	177.11	自由流通市值(亿)	70.86
		自由流通股数(百万)	40.01

### 事件概述

公司发布2021年三季报，Q3实现收入18.8亿元，同比+19.3%；归母净利润3.2亿元，同比+21.9%。21Q1-3收入55.6亿元，同比+37.5%；归母净利润9.96亿元，同比+41.5%。21Q1-3经营活动现金流净额14.1亿元，同比+61.7%。

### 分析判断:

1、广东区域受短期因素影响增长降速。Q3广东区域收入9亿元，同比+8.8%；21Q1-3收入25.5亿元，同比+26.9%。我们判断Q3广东收入同比增速放缓主要受广东工厂限电影响发货，需求端没有问题。前三季度广东区域经销商数量净增0，有5%的新增和淘汰，经销商体系基本成熟，我们判断广东区域销售增长主要来自于单点产出增加、售点网络完善和新品销售。10/14公司公告拟在汕尾市新设生产子公司，显示公司对于广东区域未来市场空间的持续看好，将增强供给端保障能力。

2、全国化销售继续顺利推进。Q3广东以外全国区域收入7.5亿元，同比+31.1%；21Q1-3收入24亿元，同比+49.8%，Q3全国区域保持快速成长。21Q1-3全国区域（不含直营）收入占比达到43%、接近广东区域46%的占比，其中华东、华中、西南、北方区域增速超整体，华东、华中占总收入比重均达到11%，超过传统优势市场广西区域，全国化进程顺利推进。从经销商数量变化来看，我们判断广西、华东市场经销商体系已成熟，处于优化阶段；华中、西南、北方区域经销商数量仍是净新增状态；华北区域前三季度收入增速低于整体，经销商数量新增较多，我们判断或在区域市场管理上、空白网点开拓上有积极变化。

3、品牌力提升带动直营渠道销售增长。Q3全国直营渠道收入2.2亿元，同比+35%，21Q1-3直营收入5.9亿元，同比+45%。直营收入占比11%，包括线上渠道等，偏被动销售，我们认为客观反映了东鹏在全国范围内品牌力提升带来的需求增长。

4、Q3盈利水平稳定。Q3公司归母净利率17.1%，同比+0.4pct、环比+0.1pct，同环比看均维持了相对稳定的盈利水平。其中，Q3毛利率46.2%，同比-1.2pct、环比-3.6pcts，毛利率下降主要与旺季加大促销搭赠力度、新品推广、工厂检修等因素有关。PET包材市场价自9月份大幅上涨，但公司进行了全年锁价，我们预计Q4毛利率不受此影响。Q3销售费用率21.3%，同比-1.6pct、环比-2.2pcts，环比下降幅度较大因Q2额外增加了上市宣传广告投放，Q3回归正常费用投放。其他费用整体相对稳定。

5、Q3末公司合同负债+其他流动负债8.88亿元，环比6月末增加0.55亿元，判断销售完成度和经销商拿货积极性均较高。

### 投资建议

我们认为Q3东鹏广东区域收入受供给端短期因素影响降速，对整体收入增速有所影响。同时全国化销售继续顺利推进，品牌力影响力持续提升，盈利水平保持稳定，中长期逻辑没有破坏。因Q3业绩略低于此前预期，我们下调2021-23年收入预测67.8/86.5/106亿元至66.7/84.8/104亿元，下调归母净利润预测12/15.6/19.8亿元至11.3/14.4/17.8亿元，下调EPS预测3.01/3.9/4.96至2.83/3.59/4.44元。2021/10/29收盘价177.11元对应PE分别为63/49/40倍。考虑估值倍数，调整为增持评级。

## 风险提示

①市场拓展不及预期；②市场竞争加剧风险；③食品安全问题。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,665	8,483	10,401
YoY (%)	38.6%	17.8%	34.4%	27.3%	22.6%
归母净利润(百万元)	571	812	1,131	1,438	1,775
YoY (%)	164.4%	42.3%	39.3%	27.1%	23.5%
毛利率 (%)	46.7%	46.6%	48.1%	47.8%	48.3%
每股收益 (元)	1.43	2.03	2.83	3.59	4.44
ROE	34.9%	42.4%	37.2%	32.1%	28.4%
市盈率	124.17	87.24	62.63	49.28	39.91

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

联系人: 刘来珍

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: liulz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

## 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,959	6,665	8,483	10,401	净利润	812	1,131	1,438	1,775
YoY (%)	17.8%	34.4%	27.3%	22.6%	折旧和摊销	134	150	200	230
营业成本	2,648	3,461	4,432	5,378	营运资金变动	445	929	651	645
营业税金及附加	50	72	85	104	经营活动现金流	1,340	2,195	2,322	2,685
销售费用	1,040	1,463	1,781	2,236	资本开支	-645	-6	-38	-40
管理费用	184	266	305	369	投资	-140	0	0	0
财务费用	-16	-20	-25	-31	投资活动现金流	-773	15	-34	-35
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	10	21	4	5	债务募资	524	0	0	0
营业利润	1,050	1,436	1,858	2,287	筹资活动现金流	-334	0	0	0
营业外收支	-21	-6	-38	-40	现金净流量	234	2,210	2,289	2,651
利润总额	1,030	1,430	1,820	2,247	<b>主要财务指标</b>				
所得税	217	299	382	472	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	812	1,131	1,438	1,775	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	812	1,131	1,438	1,775	营业收入增长率	17.8%	34.4%	27.3%	22.6%
YoY (%)	42.3%	39.3%	27.1%	23.5%	净利润增长率	42.3%	39.3%	27.1%	23.5%
每股收益	2.03	2.83	3.59	4.44	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	46.6%	48.1%	47.8%	48.3%
货币资金	1,225	3,435	5,724	8,374	净利率	16.4%	17.0%	16.9%	17.1%
预付款项	179	242	310	376	总资产收益率 ROA	18.6%	17.3%	16.3%	15.6%
存货	273	332	425	516	净资产收益率 ROE	42.4%	37.2%	32.1%	28.4%
其他流动资产	283	277	283	289	<b>偿债能力</b>				
流动资产合计	1,959	4,286	6,742	9,555	流动比率	0.92	1.35	1.69	1.99
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	0.71	1.17	1.50	1.80
固定资产	1,404	1,254	1,054	824	现金比率	0.58	1.08	1.43	1.74
无形资产	237	237	237	237	资产负债率	56.1%	53.4%	49.0%	45.0%
非流动资产合计	2,402	2,252	2,052	1,822	<b>经营效率</b>				
资产合计	4,361	6,538	8,794	11,378	总资产周转率	1.14	1.02	0.96	0.91
短期借款	110	110	110	110	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	298	389	498	604	每股收益	2.03	2.83	3.59	4.44
其他流动负债	1,722	2,677	3,386	4,088	每股净资产	4.78	7.61	11.20	15.64
流动负债合计	2,130	3,176	3,994	4,802	每股经营现金流	3.35	5.49	5.81	6.71
长期借款	302	302	302	302	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	16	16	16	16	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	318	318	318	318	PE	87.24	62.63	49.28	39.91
负债合计	2,448	3,494	4,312	5,121	PB	0.00	23.27	15.81	11.32
股本	360	360	360	360					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,913	3,044	4,482	6,257					
负债和股东权益合计	4,361	6,538	8,794	11,378					

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：**华西证券食品饮料首席分析师，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研究员，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。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，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。

### 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。