

全国化加速中，22 年势能持续

——2021 年报点评报告

东鹏饮料(605499)

推荐(维持)

核心观点:

- **事件:** 2 月 27 日公司发布公告, 2021 年营收/归母净利润为 69.78/11.93 亿元, 分别同比+40.7%/46.9%。
- **区域扩张与渠道下沉, 全年收入高增, 季度波动熨平。** 1) 2021 全年, 实现营收 69.78 亿元, 同比+40.7%, 一方面得益于低基数效应, 另一方面在行业高景气度+费用战降温的背景下, 公司加快区域扩张与渠道下沉贡献收入增量, 表现为 2021 年广东区域/华东区域/西南区域收入分别同比+30%/79%/65%, 经销商/网点数量分别同比+45%/74%。2) 21Q1-Q4 单季度, 分别实现营收 17.11/19.71/18.78/14.18 亿元, 季度波动减小, 主要系公司控制发货节奏予以熨平。
- **全国化阶段收入放量, 毛销差改善, 利润实现高增。** 1) **毛利率:** 2021 年为 44.4%, 同比-2.2pct, 剔除运费调整因素后同比+0.7pct, 主要得益于核心单品“大金瓶”占比提升以及提前锁定 PET 价格导致单位成本降低。2) **费用率:** 2021 年销售费用率 19.61%, 同比-1.4pct, 若剔除运费调整因素后同比+1.4pct, 主要系加大品宣投放, 我们认为目前更应关注市占率提升, 加大费用有利于塑造品牌力。3) **净利率:** 2021 年为 17.1%, 同比+0.7pct, 主要得益于毛销差改善以及银行理财等贡献 1 亿元以上的公允价值变动收益。
- **展望: 从渠道推力向产品创新的跃升。** 1) **渠道推力:** 对标红牛的区域市场结构与网点数量, 公司将加快经销商与终端的渗透, 为未来 5 年实现全国化奠定重要基础。2) **产品创新:** 我们认为 2022 年或为公司的产品大年, 一方面产品内裂变, 0 糖+“她能”定位白领+女性消费群体, 2022 年将推出气泡能量饮料, 海外经验表明, 能量饮料内部产品裂变对收入有明显提振作用; 另一方面品类外扩张, 目前已有油柑柠檬茶+大咖拿铁, 2022 年将推出运动饮料, 产品属性与能量饮料较为接近, 有望复制“东鹏特饮”的大单品经验。
- **投资建议:** 预计 2022-2024 年归母净利润为 14.85/19.19/23.44 亿元, 同比+24.5%/29.2%/22.1%, 对应 EPS 为 3.71/4.80/5.86 元, 目前股价对应 PE 为 47/36/30X。A 股可比公司 22 年 PE 均值为 38X (wind 一致预期), 但考虑到公司拥有较稀缺的高成长性, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧超预期, 行业需求下滑, 食品安全问题等。

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6977.82	8806.01	10840.20	13029.92
增长率	40.72%	26.20%	23.10%	20.20%
归母净利润(百万元)	1192.96	1485.30	1919.39	2344.06
增长率	46.90%	24.51%	29.23%	22.13%
摊薄 EPS(元)	2.98	3.71	4.80	5.86
PE	60.97	46.90	36.29	29.72

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师

周颖

电话: 010-80927635

邮箱: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

研究助理

刘光意

电话: 021-20252650

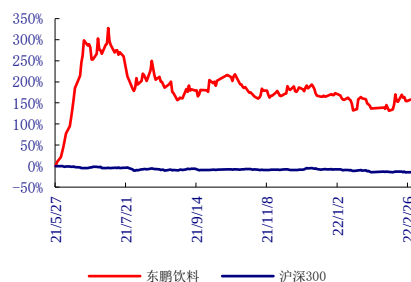
邮箱: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-03-01

A 股收盘价(元)	174.1
股票代码	605499
A 股一年内最高价(元)	285.00
A 股一年内最低价(元)	66.63
上证指数	3,488.83
市盈率	46.90
总股本(万股)	40,001
实际流通 A 股(万股)	4,001
流通 A 股市值(亿元)	70

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【食品饮料】公司点评_食品饮料行业_东鹏饮料(605499.SH) 2021 年半年报点评: 营收大幅增加, 发力全国市场

目 录

一、收入分析：区域扩张与渠道下沉推动收入高增.....	2
（一）全年实现高增，季度波动熨平.....	2
（二）产品红利：“大金瓶”成为 50 亿大单品，新品巩固核心市场优势.....	2
（三）区域扩张：第一驱动因子逐渐由省内向外埠切换.....	3
（四）渠道下沉：网络密度逐渐超越竞争对手.....	4
二、利润端：原料锁价与费用稳定推动盈利能力改善.....	5
（一）2021 全年与 21Q4 利润端表现亮眼.....	5
（二）成本端：产品结构升级叠加 PET 原料锁价，毛利率维持稳定水平.....	5
（三）费用端：全国化扩张阶段加大品宣投放力度.....	6
（四）净利率：毛销差改善叠加投资收益，净利率小幅提升.....	6
三、展望：从渠道推力向产品创新的跃升.....	7
（一）渠道推力：过去 5 年高增的核心，未来势能仍将延续.....	7
（二）产品裂变：从“能量饮料大单品”到“功能+产品矩阵”.....	8
四、投资建议.....	9
五、风险提示.....	9
附录：公司财务预测表（百万元）.....	10

一、收入分析：区域扩张与渠道下沉推动收入高增

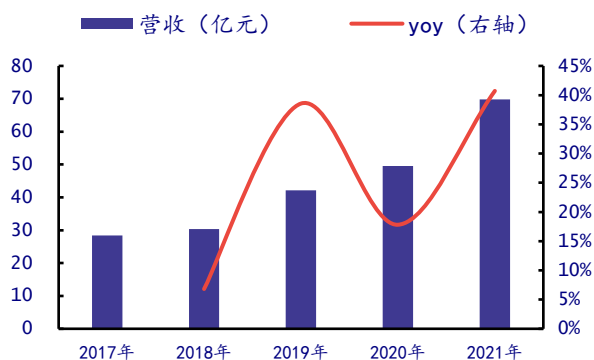
（一）全年实现高增，季度波动熨平

全年收入实现高增态势。2021 全年公司实现营收 69.78 亿元，同比+40.7%，收入端表现符合市场预期（按照 Wind 一致预期计算）。我们认为高增态势一方面得益于低基数效应，若剔除这一因素，公司 2021 年收入较 2019 年增长 66%，2 年平均增速为 29%；另一方面在行业高景气度+整体费用战降温的大背景下，公司加快区域扩张及渠道下沉贡献收入增量。

季度间波动有所熨平。21Q1-Q4 公司分别实现营收 17.11/19.71/18.78/14.18 亿元，分别同比+83.4%/28.3%/19.3%/55.0%，季度间的波动较 2020 年之前明显减小。公司的收入存在季节性，一方面系能量饮料在夏天销售旺盛所致，另一方面也与公司发货节奏、市场政策相关。21Q3-4，虽然公司平滑了发货节奏，但低基数效应+春节备货前置仍导致 21Q4 收入增速偏高。

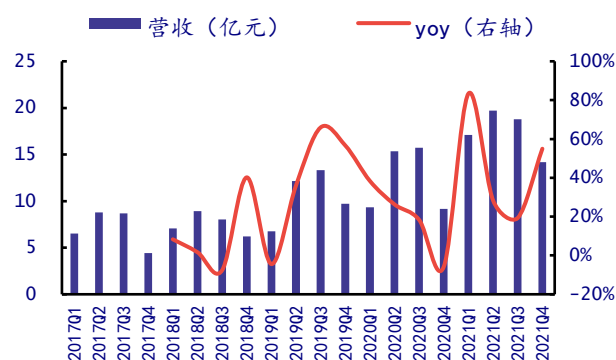
总体来看，我们认为公司目前正处于大单品培育成形+区域扩张阶段，这一阶段产品已经打磨完成，渠道的下沉将推动收入高速增长，具备较好的投资价值。展望未来 3 年，在行业竞争整体降温这一大逻辑不变的前提下，同时考虑到华东+华中+西南的广大空白市场，我们认为公司的渠道推力仍有望不断释放。

图 1：2017 至 2021 年收入增速（全年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：2019 至 2021 年收入增速（单季度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

具体地，我们从产品红利、区域扩张、渠道下沉三大因素剖析公司收入端增长驱动力：

（二）产品红利：“大金瓶”成为 50 亿大单品，新品巩固核心市场优势

核心单品：差异化的“大金瓶”产品红利正持续释放。2021 年东鹏特饮实现收入，同比+56%，其中，500ml “大金瓶”收入突破 50 亿元，同比+63%，我们认为其作为全国性大单品的属性已基本得到验证（价格优势+差异化的产品本质符合能量饮料二元市场结构），将成为公司实现泛全国化乃至真正全国化的重要“利器”。

产品裂变：四大细分领域创新，深挖增长市场。公司已经充分认知到绑定大金瓶的局限性（远期天花板有限），因此一方面在 2020 年推出“加气”与“0 糖”口味，试图切入白领、新蓝领人群，21H1 新品“加气”与“0 糖”收入共计 6188 万元，占比提升至 2%；另一方面，21H2 推出女性能量饮料，旨在创造女性消费需求。

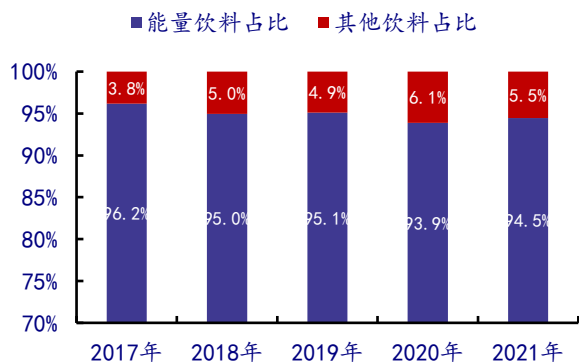
品类扩张：巩固油柑柠檬茶，推出大咖拿铁，不断扩大品类圈。2021 年非东鹏特饮的饮料收入约 3.24 亿元，同比+22%，全年增速不高，一方面系产品处于导入培育期，放量并不明显（主要在广东核心市场试点），另一方面大咖拿铁、女性能量饮料均主要在 21 年 9 月之后上市，实际上 21Q4 其他饮料收入同比高增达到 267%。

图 3：2021 年能量饮料各个产品收入规模



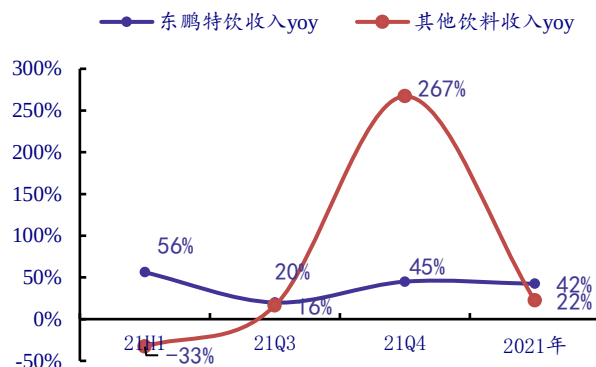
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：2017 至 2021 年其他饮料占比持续提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5：2021 年各季度产品收入表现



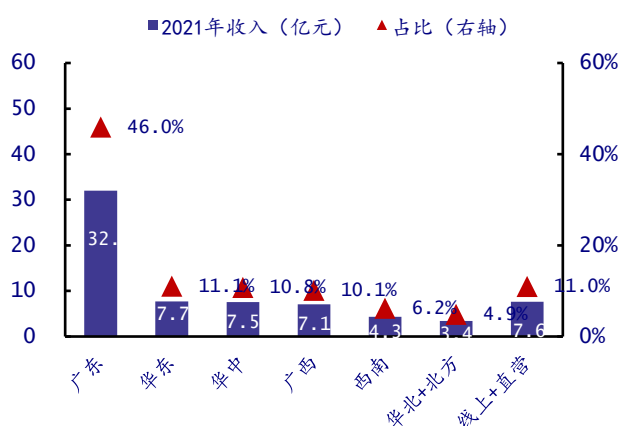
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）区域扩张：第一驱动因子逐渐由省内向外埠切换

广东市场：利用新品与渠道裂变不断巩固大本营。2021 年，广东地区实现收入 32 亿元，对应收入占比 46%，同比+30%；21Q4 单季度，广东地区实现收入 6.4 亿元，对应收入占比 46%，同比+42%。核心市场高增长一方面受益于公司在本地市场的强品牌力，另一方面受益于推出部分新品（0 糖+油柑+大咖）提升了在终端网点的品相优势。我们预计未来随着人均收入提升以及公司开拓新渠道（餐饮、特通等）、加大新品推出力度，广东市场仍然有较大增长空间。

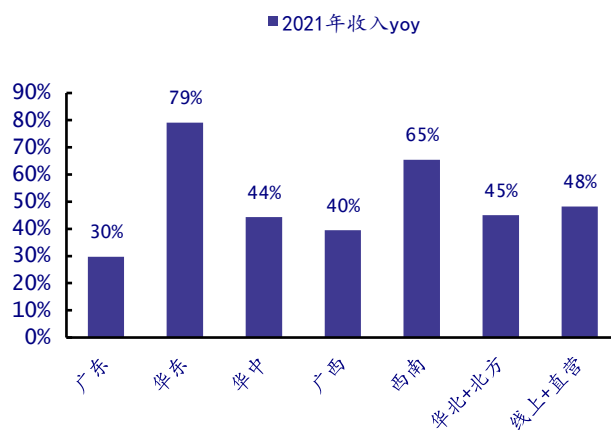
外埠市场：2018年后加快全国化布局，2021年华东、西南在5年积累后进入势能快速释放期。2021全年，华东/西南区域收入分别为7.7/4.3亿元，分别同比+79%/65%；21Q4单季度，收入分别为1.6/0.98亿元，分别同比+113%/77%。我们认为华东市场在经济体量、人口数量、消费水平均具备较大优势，公司通过数年的品牌与渠道积累，目前已经步入市场收获期，随着浙江衢州工厂的建设，未来有望再造一个广东市场。其他地区，华中/广西/华北+北方/线上+直营收入分别为7.5/7.1/3.4/7.6亿元，分别同比+44%/40%/45%/48%。

图 6：2021 年各地区收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 7：2021 全年华东、西南市场增速位居前列



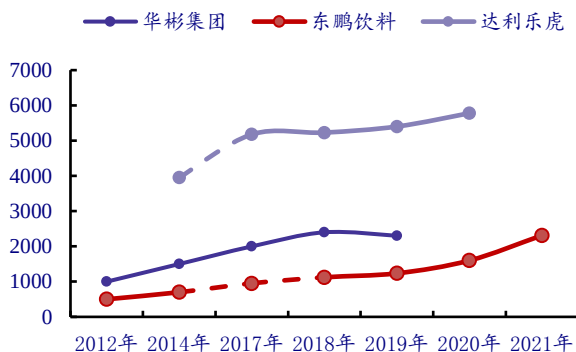
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）渠道下沉：网络密度逐渐超越竞争对手

匹配区域扩张，渠道下沉加速。2021年末经销商数量达2312家，较2020年末增加712家，同比+45%，超过2019年的华彬集团（2300个），实现传统+现代+特通全渠道覆盖。

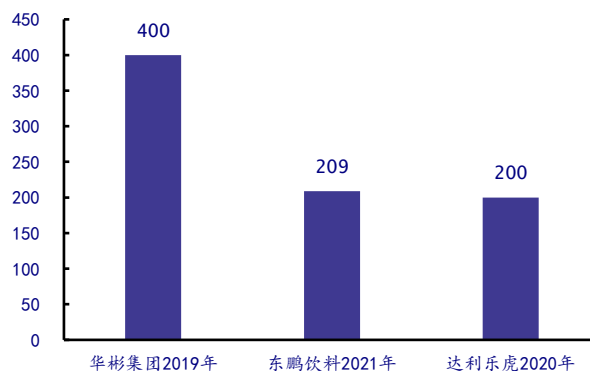
终端网点数量超越乐虎，缩小与红牛差距。公司2021年末终端网点数量为209万家，同比+74%，已经超过2020年的乐虎（200万家），位居行业第二。

图 8：2021 年经销商数量同比显著增加



资料来源：东鹏公司公告，中国知网，中国银河证券研究院

图 9：2021 年终端网点数量同比显著增加，并且超过乐虎



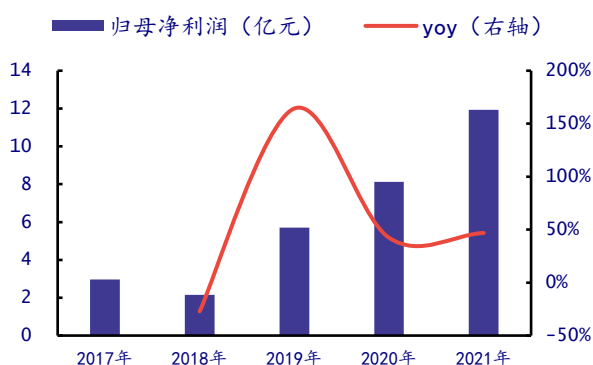
资料来源：东鹏公司公告，中国知网，中国银河证券研究院

二、利润端：原料锁价与费用稳定推动盈利能力改善

（一）2021 全年与 21Q4 利润端表现亮眼

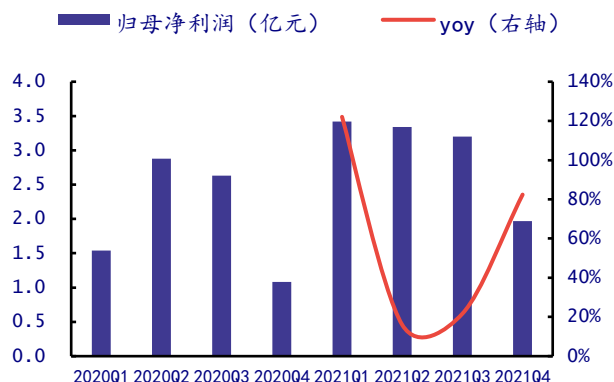
全国化阶段收入放量与毛销差改善推动利润端表现亮眼。2021 全年公司归母净利/扣非归母净利分别为 11.93/10.84 亿元，分别同比+46.9%/34.7%，利润端表现高于我们此前预期。我们认为主要得益于：1) 处于全国扩张与渠道放量阶段；2) 产品结构改善，核心单品“大金瓶”占比提升；3) 对 PET 锁价导致单位成本降低；4) 理财等贡献 1 亿元以上的非经常性损益。

图 30：2017 至 2021 年归母净利润增速（全年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 11：2019 至 2021 年归母净利润增速（单季度）



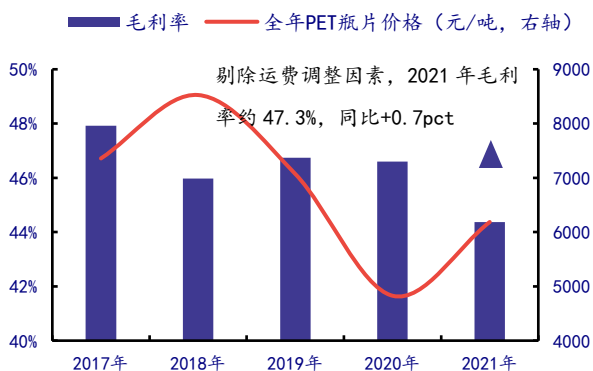
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）成本端：产品结构升级叠加 PET 原料锁价，毛利率维持稳定水平

2021 年公司毛利率为 44.4%，同比-2.2pct，剔除运费调整因素后，2021 年毛利率为 47.3%，同比+0.7pct，主要得益于：1) 产品结构改善，核心单品“大金瓶”占比提升；2) 尽管 2021 年 PET 原材料价格上涨，但公司通过提前锁价导致单位成本降低。

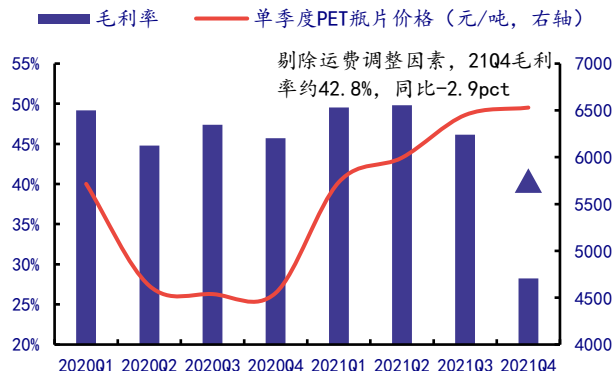
分季度来看，21Q1-4 公司毛利率分别为 49.5%/49.8%/46.2%/28.2%，其中 21Q4 毛利率显著下降系运费调整所致，还原后毛利率为 42.8%，同比-2.9pct，预计主要系成本压力凸显。

图 42：2017 至 2021 年毛利率+PET 瓶片价格（全年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 13：2020 至 2021 年毛利率+PET 瓶片价格（单季度）



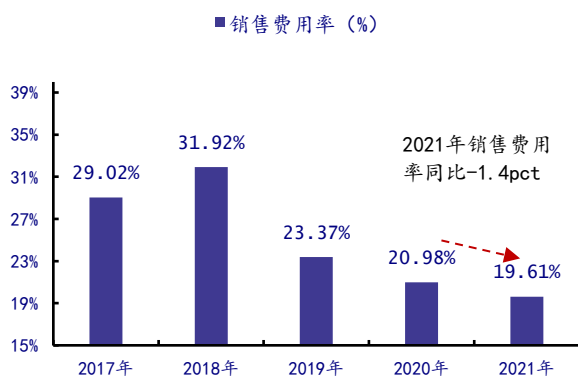
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 费用端：全国化扩张阶段加大品宣投放力度

2021 年公司整体期间费用率为 23.7%，同比-1.4pct (21Q4 为 16.9%，同比-14.3pct)。其中销售费用率 19.6%，同比-1.4pct (21Q4 为 12.0%，同比-12.9pct)；管理费用率 3.6%，同比-0.1pct (21Q4 为 4.0%，同比-1.9pct)；研发费用率 0.6%，同比-0.1pct (21Q4 为 0.9%，同比-0.01pct)；财务费用率-0.16%，同比+0.16pct (Q4 为-0.05%，同比+0.4pct)。

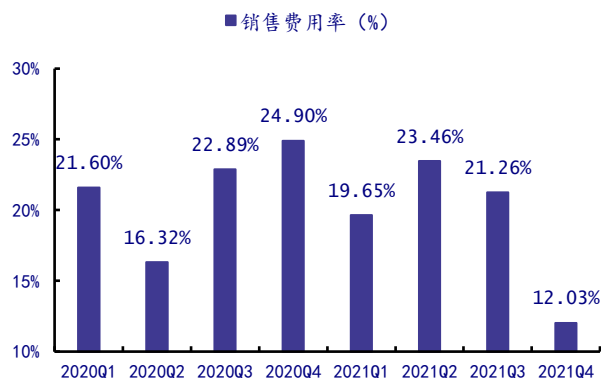
2021 年销售费用率同比下降，若剔除上市专项推广费用、运费调整因素后，实际上销售费用率为 22.9%，同比+1.9pct。我们认为目前公司处于竞争趋缓的战略窗口期，更应关注收入提速带来的市占率提升，同时费用率提升有利于加强品牌力与渠道力，巩固长期竞争优势。

图 54：2017 至 2021 年销售费用率（全年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 15：2020 至 2021 年销售费用率（单季度）



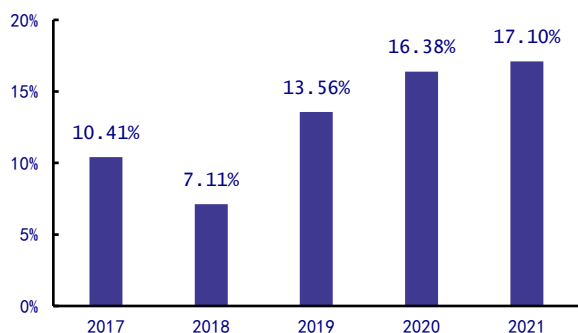
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(四) 净利率：毛销差改善叠加投资收益，净利率小幅提升

2021 年公司归母净利率为 17.1%，同比+0.7pct，主要得益于毛销差改善（单位成本下降对冲费用率提升），以及银行理财等贡献 1 亿元以上的公允价值变动收益。

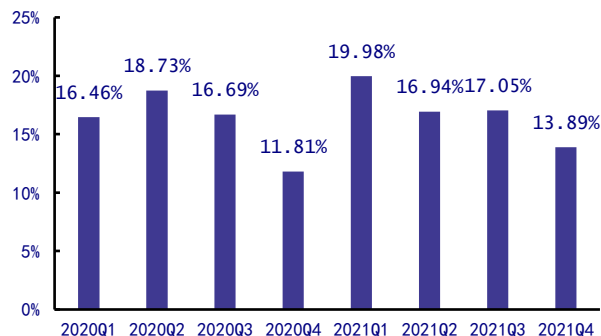
分季度看，21Q1-Q4 净利率分别为 20.0%/16.9%/17.1%/13.9%，分别同比 +3.5/-1.8/+0.4/+2.1pct。

图 66：2017 至 2021 年净利率（全年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 17：2019 至 2021 年净利率（单季度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

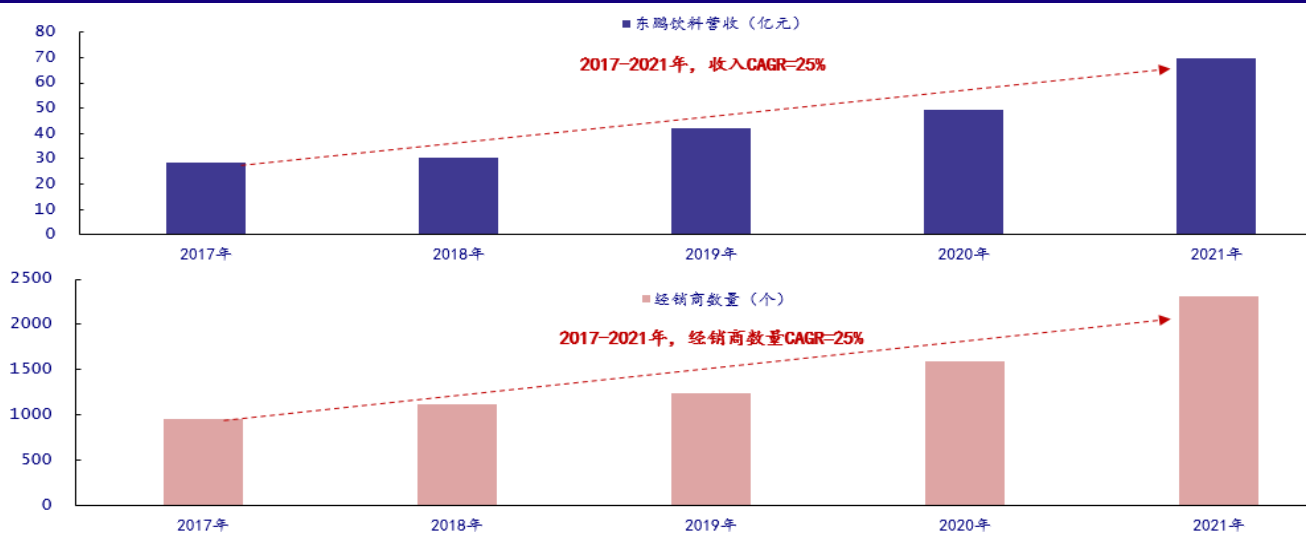
三、展望：从渠道推力向产品创新的跃升

公司过去3年高增长背后的主要驱动力来自渠道势能释放与瓶装的产品差异化。实际上，从2022年规划来看，产品创新带来的驱动力正在不断积聚，我们认为2022年或为公司的产品大年（气泡能量饮料+运动饮料+女性能量饮料等），同时匹配经销商与终端网点的渗透，将为未来5年实现全国化扩张奠定重要基础。

（一）渠道推力：过去5年高增的核心，未来势能仍将延续

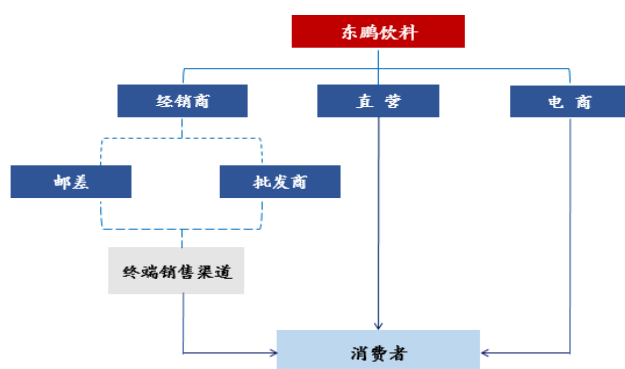
2017至2021年，公司收入CAGR为25%，经销商数量亦为25%，即收入增长的核心因子来源于渠道下沉（经销商扩张&网点渗透）。其背后逻辑在于，公司一方面拥有精密的渠道组织结构，能够快速抢占能量饮料的下沉市场，另一方面渠道利润空间高于竞品，经销商、零售端均有充足动力。考虑到公司强大的销售团队、先进的数字系统、大众品牌定位的高渠道利润空间，我们认为未来3年渠道势能有望持续释放。

图 18：渠道势能是东鹏 2017 至 2021 年高增长的核心驱动力



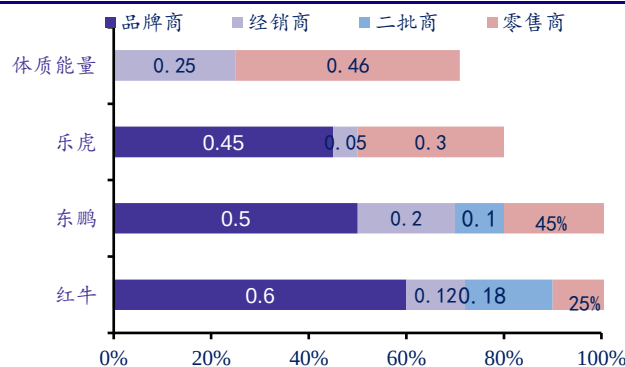
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 19：东鹏具备精密的渠道组织结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 20：东鹏渠道利润具备优势



资料来源：《广州红牛营销渠道冲突管理研究》，中国银河证券研究院

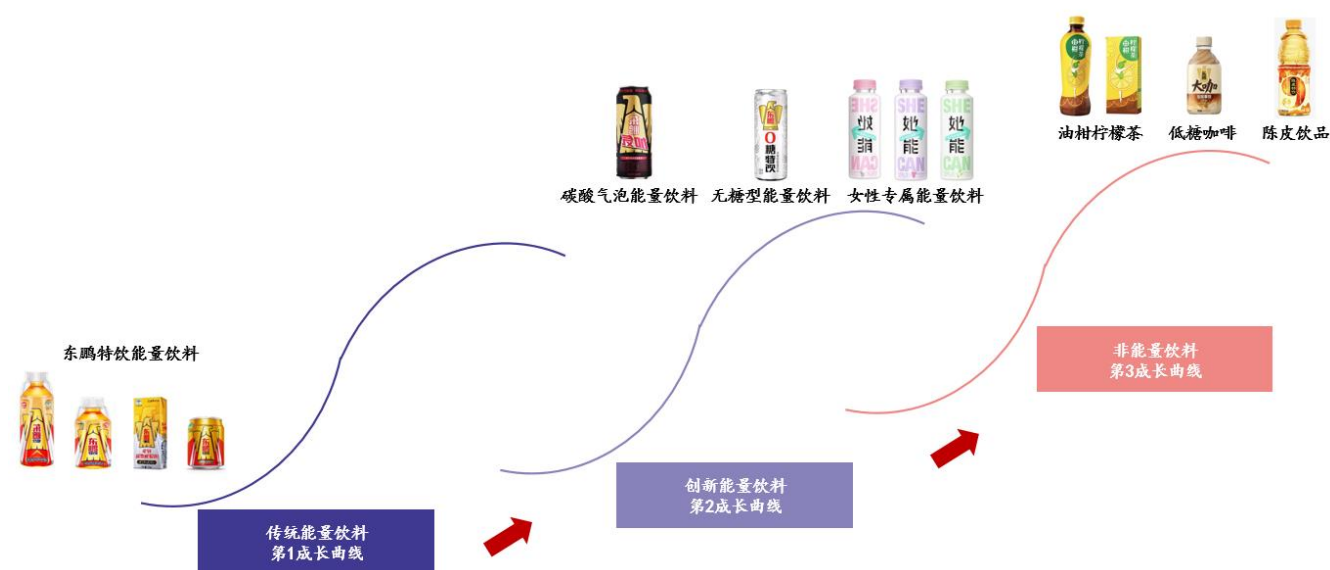
（二）产品裂变：从“能量饮料大单品”到“功能+产品矩阵”

复盘海外能量饮料企业的发展经验，我们总结了2条能量饮料行业的成长曲线，依次为——内部维度（产品裂变）、外部维度（品类扩张）。实际上，公司也正在国内践行这一发展战略，实现从“能量饮料大单品”到“功能+产品矩阵”的进化。

产品裂变：20H2，公司推出加汽、0糖二款新产品，定位偏高端，目标群体为白领、新蓝领，其战略意图在于抓住红牛商标纠纷机会，通过差异化产品不断逼近高端价格带（而非直接进攻）。21H2，公司推出“她能”子品牌，定位女性消费群体，目前国内主要竞品仅有新希望“即刻闪耀”。2022年，公司将推出气泡能量饮料，在原有加汽产品基础上进一步迭代。根据招股书，我们不排除将有更多新口味、新添加物的能量饮料。实际上，通过复盘海外经验（美国monster+泰国红牛），推出新口味、针对新消费群体的能量饮料对公司收入有明显提振作用。

品类扩张：公司在上市前推出油柑柠檬茶、陈皮特饮，21H2推出大咖拿铁，2022年将推出运动功能饮料。我们看好公司向运动饮料、即饮咖啡二大赛道的布局，一方面系行业处于高景气度阶段，并且竞争尚不激烈；另一方面其产品属性、品牌形象与能量饮料较为接近，可以充分利用已有的产品研发、渠道网络等优势，有望复制“东鹏特饮”成熟的大单品经验。

图 21：东鹏 2022 年正在逐渐构建功能+产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

四、投资建议

预计 2022-2024 年公司实现营收 88.06/108.4/130.29 亿元，同比+26.2%/23.1%/20.2%；实现归母净利润 14.85/19.19/23.44 亿元，同比+24.5%/29.2%/+22.1%，对应 EPS 为 3.71/4.80/5.86 元，目前股价对应 PE 为 47/36/30X。

我们选取农夫山泉、百润股份、重庆啤酒等 3 家高成长性饮料企业作为可比公司。以 Wind 一致盈利预期来看，如按算数平均法，百润股份、重庆啤酒目前股价对应 2022 年业绩平均 PE 约为 38X。公司 2022 年 PE 略高于百润股份、重庆啤酒平均水平，但低于农夫山泉估值。考虑到行业处于高景气 and 竞争趋缓的窗口期，公司有望通过产能与渠道扩张实现全国化战略，维持“推荐”评级。

表 1：东鹏饮料可比公司估值水平

证券代码	公司名称	业务	2022 年 PE	2022 年 PEG
002568.SZ	百润股份	预调酒	32	0.9
600132.SH	重庆啤酒	啤酒	44	1.8
-	均值	-	38	1.3
9633.HK	农夫山泉	包装水、茶饮料等	54	3.5

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

行业竞争加剧超预期，行业需求下滑，食品安全问题等。

附录：公司财务预测表(百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2851.53	4130.42	5825.88	8268.39	营业收入	6977.82	8806.01	10840.20	13029.92
现金	1019.10	2008.78	3595.25	5922.04	营业成本	3881.56	4904.95	5907.91	7075.25
应收账款	24.57	31.01	38.18	45.89	营业税金及附加	76.81	93.02	114.64	139.63
其它应收款	18.48	23.33	28.71	34.51	营业费用	1368.38	1659.93	2057.47	2457.44
预付账款	56.80	245.08	253.66	253.61	管理费用	251.64	290.60	368.57	443.02
存货	340.04	429.69	517.55	619.81	财务费用	-11.39	4.19	-10.65	-34.45
其他	1392.53	1392.53	1392.53	1392.53	资产减值损失	0.00	-2.18	-2.90	-1.68
非流动资产	4938.96	5745.24	6706.75	7403.21	公允价值变动收益	116.67	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	22.53	52.84	59.62	58.63
固定资产	1909.13	2545.51	3394.01	4057.22	营业利润	1528.56	1884.41	2435.14	2973.93
无形资产	322.57	430.09	573.45	685.74	营业外收入	2.16	0.00	0.00	0.00
其他	2707.27	2769.64	2739.29	2660.24	营业外支出	17.20	0.00	0.00	0.00
资产总计	7790.49	9875.66	12532.63	15671.60	利润总额	1513.52	1884.41	2435.14	2973.93
流动负债	3415.09	4014.95	4752.53	5547.44	所得税	320.56	399.11	515.75	629.87
短期借款	623.50	623.50	623.50	623.50	净利润	1192.96	1485.30	1919.39	2344.06
应付账款	536.39	621.19	730.21	916.09	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2255.20	2770.26	3398.83	4007.86	归属母公司净利润	1192.96	1485.30	1919.39	2344.06
非流动负债	137.28	137.28	137.28	137.28	EBITDA	1552.89	2032.28	2630.17	3068.06
长期借款	25.83	25.83	25.83	25.83	EPS (元)	2.98	3.71	4.80	5.86
其他	111.45	111.45	111.45	111.45					
负债合计	3552.37	4152.23	4889.81	5684.72					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东	4238.13	5723.43	7642.82	9986.88	营业收入	40.72%	26.20%	23.10%	20.20%
负债和股东权益	7790.49	9875.66	12532.63	15671.60	营业利润	45.54%	23.28%	29.23%	22.13%
					归属母公司净利润	46.90%	24.51%	29.23%	22.13%
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	毛利率	44.37%	44.30%	45.50%	45.70%
经营活动现金流	2076.84	1993.14	2815.09	3218.05	净利率	17.10%	16.87%	17.71%	17.99%
净利润	1192.96	1485.30	1919.39	2344.06	ROE	28.15%	25.95%	25.11%	23.47%
折旧摊销	196.27	228.79	305.05	233.40	ROIC	21.28%	21.84%	21.74%	20.74%
财务费用	15.44	19.48	19.48	19.48	资产负债率	45.60%	42.05%	39.02%	36.27%
投资损失	-22.53	-52.84	-59.62	-58.63	净负债比率	83.82%	72.55%	63.98%	56.92%
营运资金变动	846.89	310.65	628.58	679.19	流动比率	0.83	1.03	1.23	1.49
其它	-152.19	1.75	2.20	0.56	速动比率	0.72	0.86	1.06	1.33
投资活动现金流	-3563.26	-983.98	-1209.14	-871.78	总资产周转率	0.90	0.89	0.86	0.83
资本支出	-606.28	-1036.82	-1268.76	-930.41	应收帐款周转率	283.95	283.95	283.95	283.95
长期投资	-2977.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	13.01	14.18	14.85	14.22
其他	20.02	52.84	59.62	58.63	每股收益	2.98	3.71	4.80	5.86
筹资活动现金流	1306.78	-19.48	-19.48	-19.48	每股经营现金	5.19	4.98	7.04	8.04
短期借款	513.50	0.00	0.00	0.00	每股净资产	10.60	14.31	19.11	24.97
长期借款	-275.90	0.00	0.00	0.00	P/E	60.97	46.32	35.85	29.35
其他	1069.18	-19.48	-19.48	-19.48	P/B	17.16	12.02	9.00	6.89
现金净增加额	-179.64	989.68	1586.47	2326.79	EV/EBITDA	46.69	33.25	25.09	20.75

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 2017 至 2021 年收入增速（全年）	2
图 2: 2019 至 2021 年收入增速（单季度）	2
图 3: 2021 年能量饮料各个产品收入规模	3
图 4: 2017 至 2021 年其他饮料占比持续提升	3
图 5: 2021 年各季度产品收入表现	3
图 6: 2021 年各地区收入占比	4
图 7: 2021 全年华东、西南市场增速位居前列	4
图 8: 2021 年经销商数量同比显著增加	4
图 9: 2021 年终端网点数量同比显著增加，并且超过乐虎	4
图 10: 2017 至 2021 年归母净利润增速（全年）	5
图 11: 2019 至 2021 年归母净利润增速（单季度）	5
图 12: 2017 至 2021 年毛利率+PET 瓶片价格（全年）	5
图 13: 2020 至 2021 年毛利率+PET 瓶片价格（单季度）	5
图 14: 2017 至 2021 年销售费用率（全年）	6
图 15: 2020 至 2021 年销售费用率（单季度）	6
图 16: 2017 至 2021 年净利率（全年）	6
图 17: 2019 至 2021 年净利率（单季度）	6
图 18: 渠道势能是东鹏 2017 至 2021 年高增长的核心驱动力	7
图 19: 东鹏具备精密的渠道组织结构	7
图 20: 东鹏渠道利润具备优势	7
图 21: 东鹏 2022 年正在逐渐构建功能+产品矩阵	8

分析师简介及承诺

周颖：清华大学本硕，2007 年进入证券行业，2011 年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn