

东鹏饮料(605499)疫情不改长期趋势，全国化稳步推进

事件描述

2021 年度公司实现营业收入 69.78 亿元，同增 40.7%，归母净利润 11.93 亿元，同增 46.9%，eps 为 3.11 元。2022Q1 实现营业收入 20.07 亿元，同增 17.3%，归母净利润 3.45 亿元，同增 0.8%，eps 为 0.86 元。

事件点评

2021 年伴随全国化推进业绩如期高增，2022Q1 受疫情扰动增速略有放缓。

2021 年，随着公司大单品战略的顺利推进，公司业绩以四倍于行业的增速快速提升，其中 500ml 大金瓶实现营收 50.2 亿元，同比高增 62.8%，占比提升 14pct 至 76.2%。分区域看，受益于全渠道精耕，广东本埠实现营收 32 亿元，同增 29.7%，省外地区伴随网点的稳步开拓叠加单个网点培育期过后逐步起量，2021 年实现营收 30 亿元，同增 53.6%，其中华东、西南地区表现靓丽，分别同增 79.1%/65.4%。截至 2021 年底公司经销商数量达 2312 个，覆盖终端网点 209 万个，较 2020 分别提升 44.5%/74.2%，全国化收效显著，广东区域占比进一步下降至 45.9%。现金流方面，2021 年公司实现回款 83.6 亿元，同增 33.4%，与收入端增速匹配，主要系终端动销良好，渠道库存处于低位。22Q1 广东/全国营销/全国直营本部分别实现营收 7.85 亿元/10.36 亿元/1.79 亿元，同增 7.1%/25.6%/19.9%，增速略有下降主要系局部地区疫情反复影响物流运输和部分消费场景。

经营效率稳步改善，毛销差逐步扩大。2021 年公司毛利率为 44.4%，同比提升 0.5pct，剔除因会计政策变更将运输费重分类至营业成本的影响，毛利率同比提升 0.7pct 至 47.3%，主要系 500ml 金瓶占比的持续提升叠加公司提前对主要原材料聚酯切片进行锁价。22Q1 由于低价原材料消耗殆尽，采购成本大幅提升，毛利率同降 3.1pct 至 43.2%。2021 年和 22Q1 销售费用率分别为 19.6%/16.8%，同增 1.4pct/0.5pct，主要系伴随上市公司加大了宣传推广力度包括广告、宣传片、冰柜的投放以及提升了销售人员的薪资，管理费用率保持稳定。总体上，营收的快速提升叠加数字化驱动的精益化管理使得公司规模效应逐步凸显，毛销差放大带动 21 年公司净利率提升 0.72pct 至 17.1%。

未来全国化思路愈加清晰，多维度前瞻布局。2021 年公司紧抓上市机遇全方位进行战略布局。展望未来，**产品上**，我们认为伴随全国化的稳步推进，500ml 金瓶仍处于品牌红利的高速释放期，将持续放量高增，后续预计随着能量+产品矩阵的不断完善有望培育出“第二增长曲线”，贡献新的增量；**渠道上**，公司以互联网为依托，在“四码关联”的基础上升级到“五码关联”，实现了渠道一体化和全渠道精准管理，工作效率大幅提升；**产能上**，截至 2021 年底公司已建成七大生产基地，实现设计产能 236.5 万吨，产能大幅提升叠加产线效率、产能利用率的提高将为公司全国化夯实基础。

维持公司“买入”评级。继续看好公司未来的成长性，受到局部地区疫情影响，我们略下调此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年 eps 分别为 3.43 元、4.37 元和 5.35 元（此前 22-23 年分别为 3.95 元和 4.95 元），维持“买入”评级。

风险提示： 1、红牛商标之争落地，中国红牛继续拥有商标使用权，导致市场竞争加剧 2、公司全国化拓展不及预期，终端动销放缓 3、人们生活习惯的改变导致能量饮料的消费场景，消费频次不及预期，行业增速放缓 4、原材料成本波动超预期

食品饮料

评级： 买入

日期： 2022.05.10

分析师 周铃雅

登记编码：S0950521040002

☎：021-61097645

✉：zhoulingya@wkzq.com.cn

联系人 刘艺帆

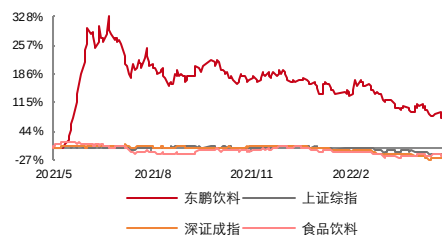
☎：18217026088

✉：liuyifan@wkzq.com.cn

公司基本数据 2022/5/10

总股本（万股）	40,001.00
流通 A 股/B 股(万股)	40,001.00
资产负债率（%）	55.53
每股净资产（元）	9.96
市盈率（当前）	135.14
市净率（当前）	11.69

公司表现 2022/5/10



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《能量潮起，鲲鹏展翅——中国功能饮料第一股》(2022/2/25)

事件：公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报

2021 年度公司实现营业收入 69.78 亿元,同增 40.7%,归母净利润 11.93 亿元,同增 46.9%,eps 为 3.11 元。2021Q4, 公司实现营收 14.18 亿元, 同增 55%, 环减 24.5%, 归母净利润 1.97 亿元, 同增 82.3%, 环减 38.5%, 2022 年春节提前, 经销商超前备货是 Q4 业绩超预期的主要原因。2022Q1, 公司实现营收 20.07 亿元, 同增 17.3%, 环增 41.5%, 归母净利润 3.45 亿元, 同增 0.8%, 环增 75%, 一季度局部地区疫情反复影响物流运输和部分消费场景叠加原材料成本高企是一季度业绩略低于预期的主要原因。

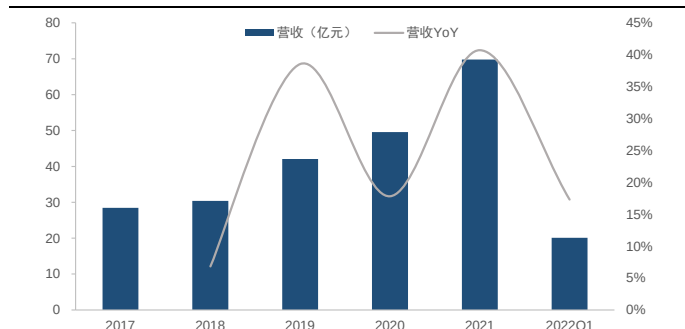
一、营收端：品牌势能加速释放，全国化稳步推进

受益于大单品战略的顺利推进以及渠道的稳步拓展, 2021 年公司全年累计实现营收 69.78 亿元, 同比增长 40.7%, 保持高增势头, 销量的市场份额 (31.7%) 首次超过红牛位居市场首位。分季度看, Q1-Q4 分别实现营收 17.11 亿元/19.71 亿元/18.78 亿元/14.18 亿元, 同比增长 83.4%/28.3%/19.3%/55%, 占比分别为 24.5%/28.3%/26.9%/20.3%, 其中二季度和三季度为传统饮料旺季, 因此占比较高。2022 年 Q1 实现营收 20.1 亿元, 同比增长 17.3%, 增速略有下降主要系局部地区疫情反复影响物流运输和部分消费场景。

1、大单品战略顺利推进，产品裂变持续兑现

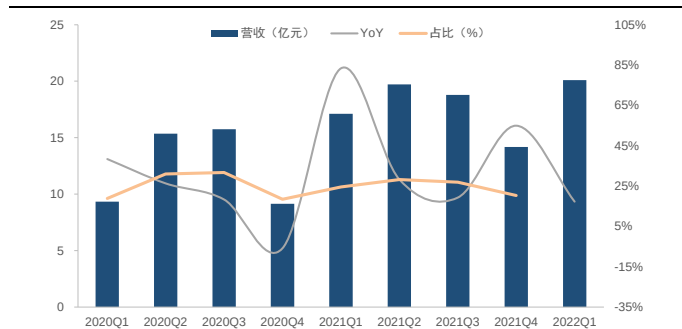
500ml 金瓶占比提升，产品矩阵进一步完善。分产品看, 2021 年东鹏特饮和其他饮料分别实现营收 65.9 亿元/3.7 亿元, 同比增长 42.3%/22.2%, 占比分别为 94.7%/5.3%。其中受益于上市品牌力的提升以及渠道的持续开拓, 公司的大单品 500ml 金瓶实现营收 50.2 亿元, 同比增长 62.8%, 占比提升 14pct 达到 76.2%。此外, 公司在夯实 500ml 金瓶地位的同时分别于 2021 年 4 月、9 月和 12 月推出了**东鹏 0 糖**、即饮咖啡**东鹏大咖**和面向广大女性消费者的果汁能量饮料**她能**, 通过在口感、功效、包装等方面对现有产品进行扩充, 其中 0 糖、大咖主要定位在 CBD、高新科技园区工作的白领和高校学生, 她能则另辟蹊径选择女性群体进行营销。随着民众对健康管理的需求日益高增, 叠加以元气森林为代表的玩家带动了无糖潮流, 我们认为 0 糖有望成为公司的第二增长曲线; 大咖同时卡位即饮咖啡、低糖两个高成长赛道, 未来有望成为大单品; 此外, 高冲动、高消费能力的女性市场一直是饮料巨头的觊觎之地, 我们认为她能将油柑果汁、鱼胶原蛋白肽与能量饮料融合、叠加全新设计的小清新包装迎合女性需求, 采取线上售卖的方式试水, 辅以小红书、微博等推广, 未来亦有望贡献新增量。对标美国能量饮料龙头 Monster, 软饮巨头农夫山泉, 我们认为高质量、高频率的产品裂变、迭代创新是软饮公司的核心竞争优势所在, 而东鹏天生具备创新的基因, 未来仍有望推出更多高质量的新品增厚业绩。

图表 1：公司营收延续高增势头



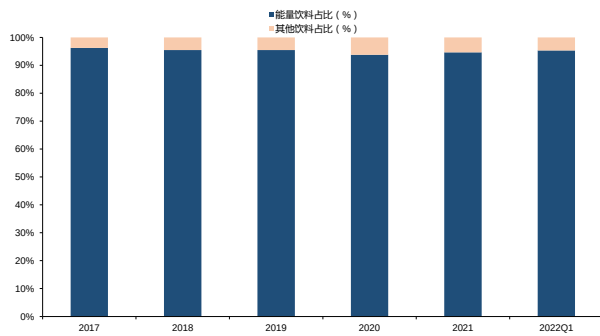
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：公司营收二三季度占比较高



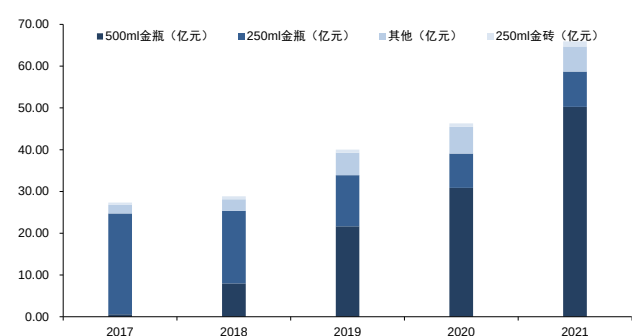
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 3：能量饮料占比略有提升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：能量饮料大单品 500ml 金瓶保持高增



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 5：公司产品矩阵不断完善



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

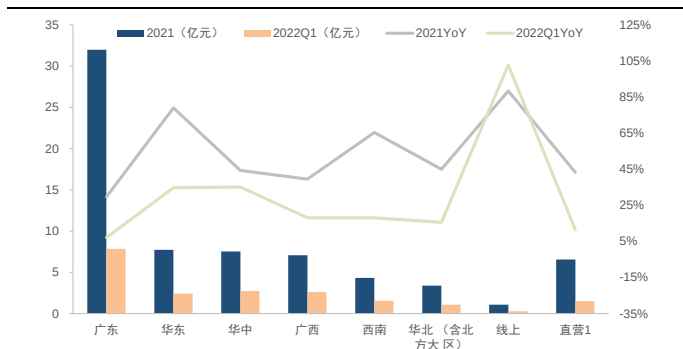
2、渠道持续优化，省外占比进一步提升

省内持续精耕，省外多渠道拓张提速。分地区看，2021 年广东/全国营销/全国直营本部分别实现营收 31.99 亿元/30.02 亿元/7.63 亿元，同比提升 29.7%/53.6%/48.3%。其中广东地区受益于全渠道精耕，公司加大了在薄弱地区的投放力度，有效减少了区域间的不平衡。此外，公司通过新品零糖和大咖开始进驻 CBD、科技园区等中高端网点，我们认为此举不仅开拓了原有饮用人群，且新增的网点亦能助推东鹏特饮销量的提升，进而增加单点产出，未来随着更多新品的推出以及重点地区包括粤西、粤北、餐饮渠道的开拓，省内空间仍足。全国区域看，华东/华中/广西/西南/华北地区分别实现营收 7.7 亿元/7.5 亿元/7.1 亿元/4.3 亿元/3.4 亿元，分别同比 79.1%/44.3%/39.5%/65.4%/45%，其中华东、西南地区表现靓丽，我们认为公司进入华东市场较早，具备一定的先发优势，且经过 2015 年来数余年的培育，经销商体系搭建已初具规模，消费者认可度较高，进入收获期，具备再造一个广东市场的潜质。而西南地区得益于较高的人口基数叠加发达的饮食、娱乐业，目前渠道已经下沉至县级且在 300 多个县级城市设立了县级经销商，零售终端网点较年初亦有了 50% 以上的增长，未来西南市场作为另一个公司重点培育的地区潜力依然较大。此外，直营&线上方面，公司自 2018 年成立直营本部以来，近三年不断加大在交通、KA、CVS 等渠道的开拓力度，进入了全家、便利蜂、罗森等品牌连锁超市并在京东、天猫、拼多多等电商渠道开设线上旗舰店，我们认为公司未雨绸缪，多维度提前布局渠道，进一步夯实了公司的核心竞争力。

经销商扩张量质兼具，渠道下沉带动终端网点进一步提升。截至 2021 年底公司经销商数量达 2312 个，同比提升 44.5%，其中省内和省外（不含直营和线上）分别净增 59 个和 511 个，我们认为公司注重与优质经销商共享发展红利，对经销商的准入、考核、库存管理、维护支持等均形成了一套完整的量化管理体系，在扩建队伍的同时将不达标的经销商及时清退有助于整个团队良性发展。此外，受益于渠道下沉，2021 年公司终端网点较年初增加 30 万达到 209 万个，作为直面消费者的重要窗口，公司加大了对终端网点的支持力度，一方面增加了销售人员的数量和激励措施，另一方面加大了冰柜的陈列增加产品曝光度，有效提升了单点产出。整体上看，虽然当前网点突破 200 万个，但与行业龙头红牛 300-400 万个网点相比仍有较大的提升空间，我们认为随着未来经销商高质量发展叠加终端网点的开拓有望持续增厚公司业绩。

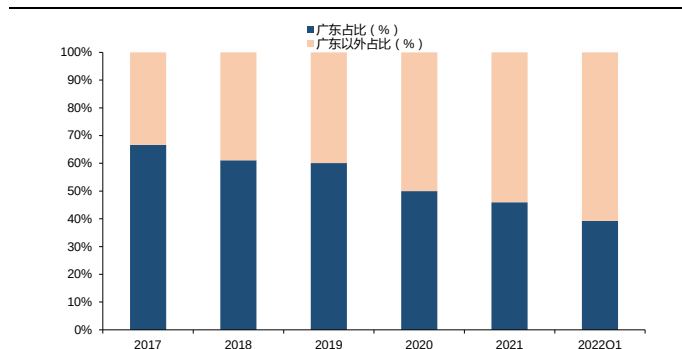
2022 年 Q1：2022 年 Q1 广东/全国营销/全国直营本部分别实现营收 7.85 亿元/10.36 亿元/1.79 亿元，同比提升 7.1%/25.6%/19.9%，增速略有下降主要系局部地区疫情反复导致物流受阻，部分消费场景缺失，截至 2022 年 Q1，公司经销商和终端网点分别增加 126 个/7 万家达到 2438 个/216 万家，终端网点开拓略低于预期主要系疫情影响常态化出行。

图表 6：华东，西南，线上增速较高



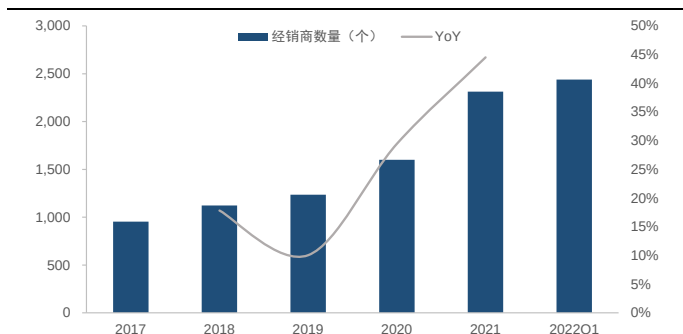
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 7：广东省内占比持续下降



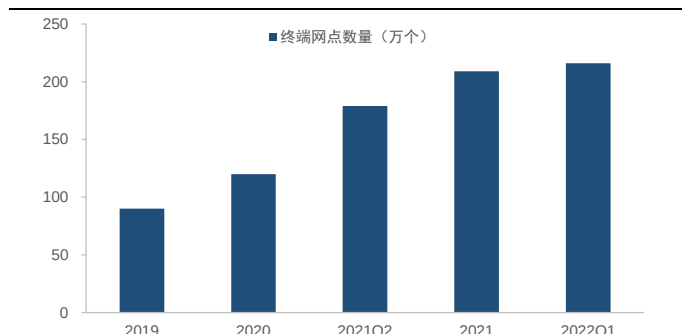
资料来源：Wind，五矿证券研究所（2019 年公司优化了营销组织架构）

图表 8：经销商队伍逐步壮大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 9：终端网点数量稳步提升



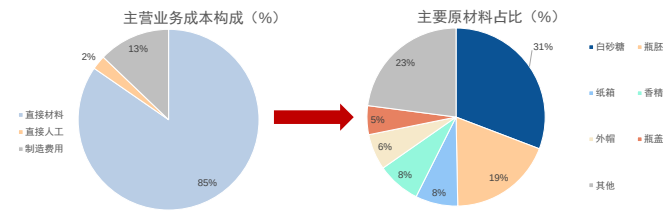
资料来源：Wind，五矿证券研究所（其中 2019，2020 年为近似数）

二、成本端：上游原材料涨幅较大，提前锁价应对及时

2021 年公司营业成本为 38.82 亿元，同比提升 39.4%，销售毛利率为 44.4%，同比提升 0.5pct，若剔除因会计政策变更将运输费重分类至营业成本的影响，公司毛利率同比提升 0.7pct 至 47.3%，主要系高毛利的 500ml 金瓶占比的持续提升叠加公司提前对主要原材料聚酯切片进行锁价，使得采购成本同比下降 12%。2022 年 Q1 由于低价原材料消耗殆尽，采购成本大幅提升，毛利率同降 3.1pct 至 43.2%，根据公司招股书，白砂糖、PET 瓶为公司主要原材

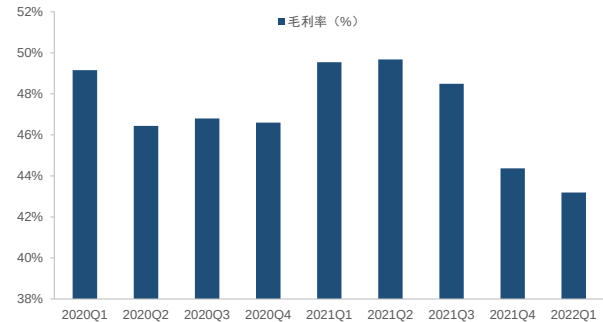
料，二者占比超过 50%，因此二者价格的走势变化与公司整体毛利率息息相关，而 2021 年由于在疫情期间各国大规模的刺激政策，通胀压力导致大宗品普遍价格高企，其中白砂糖，PET 价格分别同增 10%、30%以上，截至 2022Q1，二者价格依旧维持在高位。

图表 10：原材料中白砂糖、PET 占比较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所（图为 2020 年公司主营业务成本结构）

图表 11：2022 年 Q1 毛利率略有承压



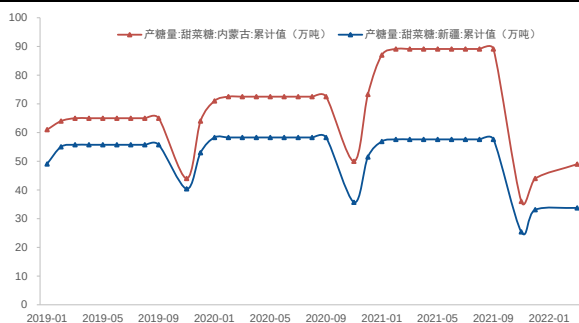
资料来源：Wind，五矿证券研究所

1、白糖：供需缺口尚存，糖价依旧坚挺

国内方面：小幅减产不改供需格局，内外糖联动愈加明显。由于国内白糖需求相对稳定，而供给年度变化较大，因此影响白糖价格的因素多集中在种植面积、天气、国家政策等供给端。产量上，受到拉尼娜影响，中国第二大甜菜产区新疆维吾尔自治区经历了近 45 年来同期最强寒潮大幅减产，同时，生产成本（地租、人工成本）的增加使得甜菜的种植收益低于玉米等其他经济作物，导致甜菜第一大产区内蒙古自治区甜菜种植面积大幅下降 43% 达到 130 万吨，降低到 16/17 榨季水平，而甘蔗（中国主要糖料作物）种植面积保持平稳，因此 21/22 榨季中国白糖总产量小幅减产 40 万吨至 1030 万吨。此外，近年来随着中国白糖进口政策逐步放开，进口量明显提升，内糖定价权式微，因此我们认为国内白糖小幅减产不影响总体供需格局，缺口将由进口弥补，国内糖价走势与国际原糖逐步趋同。

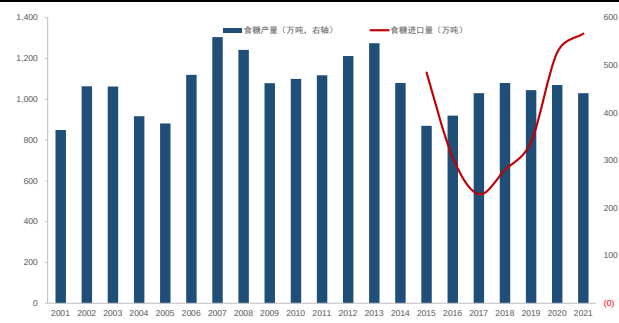
国际方面：巴西大幅减产，供需格局依旧偏紧。2021/22 榨季，受到干旱、霜冻等极端天气影响，食糖主产国巴西大幅减产，截至 2022 年 1 月底，巴西中南部 21/22 榨季累计压榨甘蔗 5.2 亿吨，同比减少 12.7%，累计产糖 3202.9 万吨，同比减少 16.2%，而主产国俄罗斯、印度分别实现产量 540 万吨/2209.1 万吨，同比提升 8.7%/5.6%，总体上看，虽然印度、俄罗斯产糖量有所提升，但巴西产量大幅下降，全球食糖供不应求格局短期内难以改变，根据国际糖业组织 (ISO) 披露的最新全球食糖平衡表，预计 21/22 榨季全球食糖产量、消耗量分别为 17051 万吨和 17244 万吨，缺口为 193 万吨。

图表 12：2021/22 榨季甜菜糖大幅减产



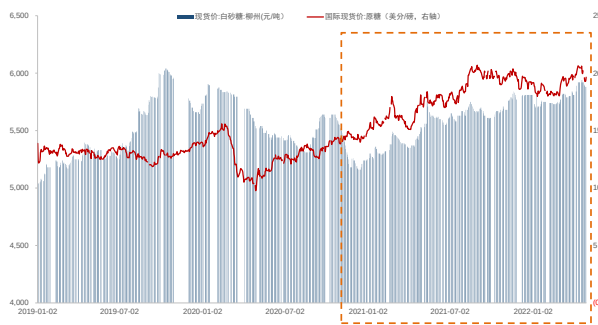
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 13：白糖进口大幅增加



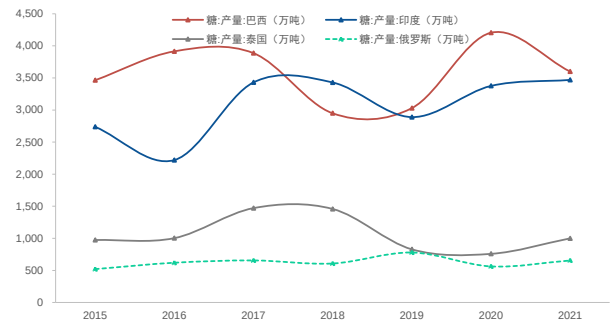
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 14：内外糖价格走势逐步趋同



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 15：食糖主产国巴西减产严重



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 16：中国食糖供需平衡表

	2019/20	2020/21	2021/22
糖料播种面积（千公顷）	1380	1453	1365
甘蔗	1165	1191	1205
甜菜	215	262	160
糖料收获面积（千公顷）	1380	1453	1365
甘蔗	1165	1191	1205
甜菜	215	262	160
糖料单产（吨/公顷）	59.4	58.43	59.85
甘蔗	62.7	64.35	65.55
甜菜	56.1	52.5	54.15
食糖产量（万吨）	1041	1067	1007
甘蔗	902	913	917
甜菜	139	154	90
食糖进口量（万吨）	376	634	450
食糖消费量（万吨）	1500	1550	1550
食糖出口量（万吨）	18	13	18
结余变化（万吨）	-100	138	-111

资料来源：中国农业农村部，五矿证券研究所

2、PET 瓶胚：上游原油价格坚挺，价格预计高位宽幅震荡

下游需求稳步提升，上游受原油价格影响较大。从 PET 的产业链看，由于 PET 材料具有容量大、轻便、坚固，可冷藏、可回收等一系列优势，其下游被广泛应用于软饮料包装的主要材料。受益于近年来中国食品饮料等行业的健康发展以及包装行业对包装材料在保鲜、美观、运输、环保等方面的需求升级，中国瓶级 PET 产品市场需求呈现出稳步增长趋势，2014-2020 年中国瓶级 PET 总需求量从 583 万吨增长至 2020 年的 951 万吨，年复合增长率达 8.50%，总体高于同期全球瓶级 PET 市场需求增长率。其上游为石油化工行业，直接原材料为乙二醇（MEG）和精对苯二甲酸（PTA），最上游原料均为石油，因此其价格走势与原油价格有高度的联动性，但受产业链传导时效和供求关系等因素的影响，PET 的价格走势与原油的价格走势并不严格同步。

原油供给端：地缘政治动荡叠加 OPEC+ 扩产意愿较低，供应偏紧状态有望持续。(1) 自 2022

年 2 月 24 日俄罗斯与乌克兰爆发军事冲突以来，俄乌双方经过多轮磋商，目前仍未达成和解协议。而俄罗斯作为全球主要的原油生产国，其占全球石油产量/出口量的比例分别为 11%/35%，且 2021 年俄罗斯的原油供应占据了欧洲原油进口总量的 29%，因此如果欧洲诸国跟随美国脚步制裁俄油，原油供需关系将会更加紧张，支撑油价高位运行。(2) 美国 CPI 同比自 2021 年 4 月以来持续高位，并在 2022 年 3 月达到史无前例的 8.5%，为了抑制国内高通胀，美国总统拜登于 2022 年 3 月 31 日宣布了美国史上最大规模的战略石油储备释放计划，将在未来六个月内每日释放 100 万桶石油，有望一定程度对冲俄罗斯的原油缺口。(3) 2022 年 3 月，OPEC+ 宣布同意逐月增产 43.2 万桶/日，但从此前沙特对于加快增产的抵制态度来看，OPEC+ 短期改变产量政策可能性不大，产量增加空间有限，且考虑到俄乌战争以前市场本就处于去库存状态，我们认为市场的供应仍然偏紧。

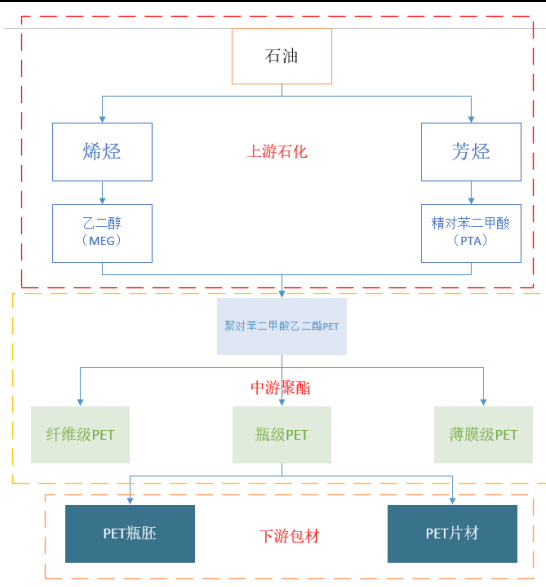
原油需求端：后疫情阶段叠加各国去库存使得需求端较为坚挺。(1) **海外：**新冠疫情已经见顶，海外封锁措施基本解除，各行业复工复产带动原油需求量加快复苏。此外，美国原油库存持续下降，截至 2022 年 4 月，美国战略原油储备为 5.5 亿桶，跌至 2001 年以来最低水平。

(2) **国内：**国内疫情反复导致旅游出行、工业均受到影响，需求略有下降，但我们认为疫情只是短期因素，待控制之后，需求有望企稳回升。

展望后市：需要重点关注俄乌局势，若俄油出口不变，油价或将回归基本面，偏高位运行。

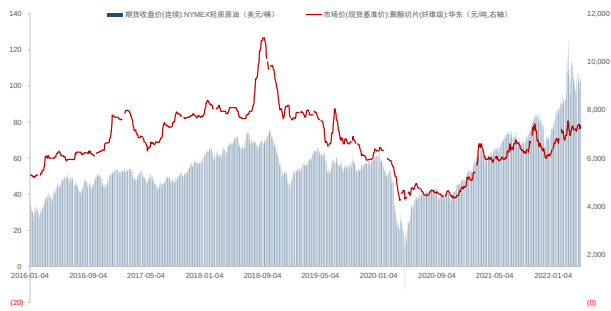
总体来看，需求端在后疫情时期表现较旺，而供给端才是当前影响油价的关键因素。我们认为当前 OPEC+ 扩产意愿较低，潜在增量空间不大，俄乌局势是决定供给格局的最大因素，一旦俄油大幅减少，短期之内将无法弥补缺口，但如果欧洲豁免制裁俄油，则供需紧张的局面有望得到缓解。我们预计油价不会维持在极端高位，而需求恢复明显好于预期、供给增量不大、库存处于低位等众多因素或将使得油价高位宽幅震荡。

图表 17：瓶级 PET 最上游原料是大宗品之王石油



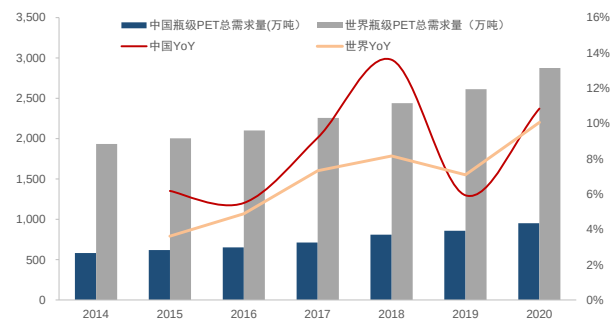
资料来源：万凯新材招股书，五矿证券研究所

图表 18: PET 与原油价格相关度较高



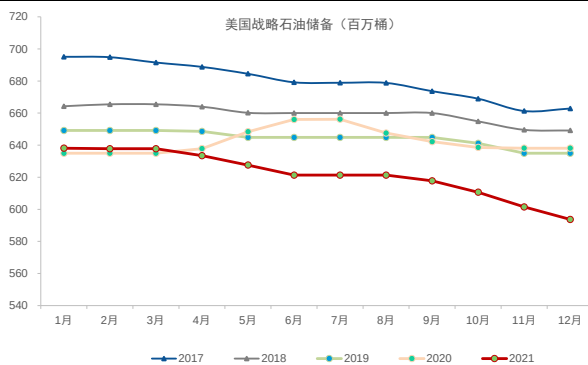
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 19: 瓶级 PET 下游需求稳定



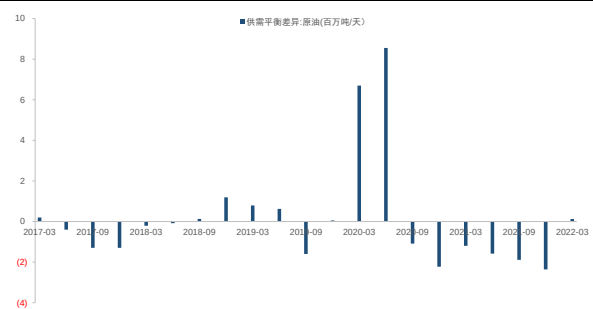
资料来源: CCF, 五矿证券研究所

图表 20: 美国战略石油储备库存处于五年内低位



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 21: 全球石油处于供需紧平衡



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

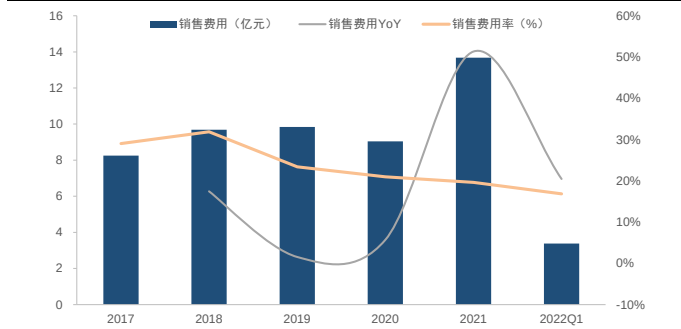
三、费用&利润端：费用投放平稳，毛销差放大带动净利率提升

上市加大投放力度，费用率保持稳定。2021 年公司销售费用为 13.68 亿元，同比高增 51.3%，主要系伴随上市公司加大了宣传推广力度包括广告、宣传片、冰柜的投放以及提升了销售人员的薪资，若剔除一次性上市专案推广费用的影响，增长比例为 40.3%，销售费用率为 18.2%，同比下降 5pct，分季度看，Q1-Q4 销售费用分别为 3.4 亿元/4.6 亿元/4 亿元/1.7 亿元，销售费用率分别为 19.7%/21.7%/21.5%/19.6%，二三季度旺季投放费用较高。管理费用为 2.5 亿元，同比增长 36.8%，主要系管理人员薪资的提升以及上市相关的一次性费用支出，管理费用率为 3.6%，保持稳定。

毛销差放大带动净利率稳步提升。2021 年公司归母净利润为 11.93 亿元，同比增长 46.9%，分季度看，Q1-Q4 归母净利润分别为 3.4 亿元/3.3 亿元/3.2 亿元/2 亿元，同比增长 122.5%/16.1%/21.9%/82.3%，占比分别为 28.7%/28%/26.8%/16.5%，净利率为 17.1%，同比提升 0.72pct，主要系规模效应导致毛销差进一步扩大。我们认为随着上市后公司在宣传方式上将逐步由高举高打投放广告过渡至更加针对客户的精细化营销，叠加数字化驱动的精益化管理，公司毛销差有望进一步扩大带动净利率稳步提升。

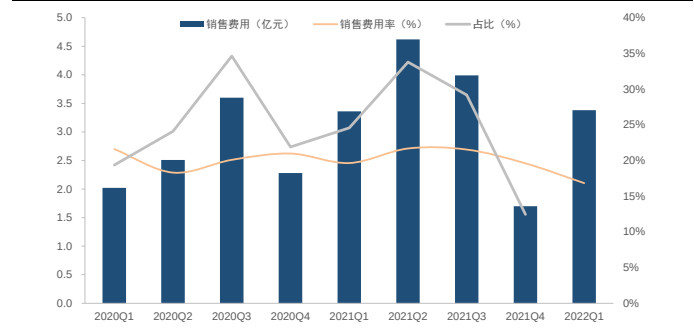
2022 年 Q1: 2022 年 Q1 公司销售费用率为 16.8%，同比提升 0.5pct，主要系公司旺季前增加冰柜投放，管理费用率为 3.5%，同比提升 0.3pct，预计主要系 Q1 公司提升了管理人员薪酬水平，归母净利润为 3.4 亿元，同比提升 0.8%，净利率为 17.2%，同比下降 2.8pct，主要系低价原材料消耗殆尽，采购成本大幅提升。

图表 22：2021 年公司上市销售费用投入较高



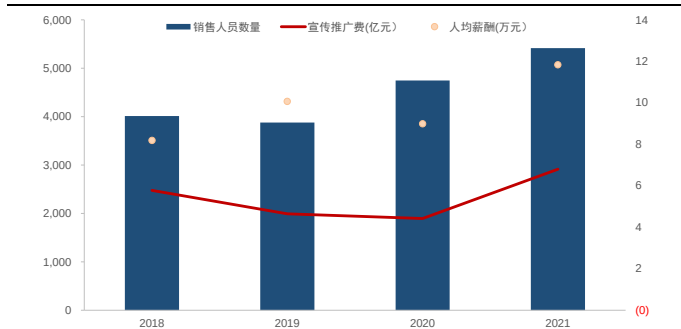
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 23：二三季度旺季销售费用投放较多



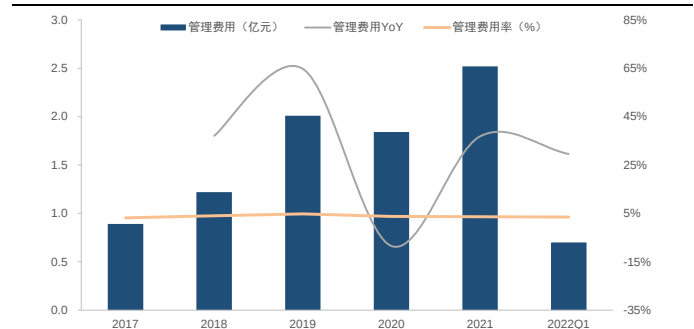
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 24：销售人员薪资、宣传推广费提升明显



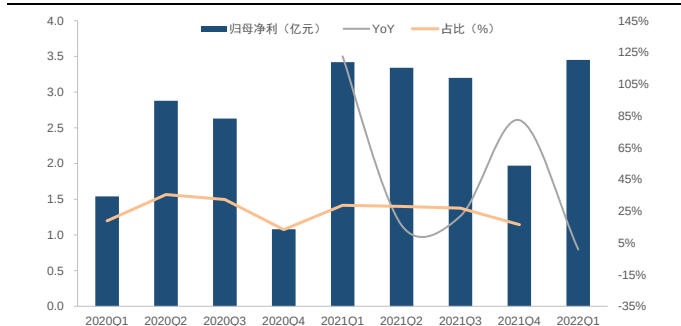
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 25：管理费用率保持稳定



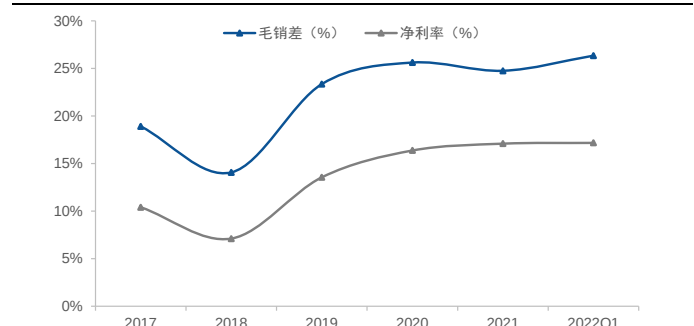
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 26：原材料成本增加导致 22Q1 净利润增速略有下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 27：毛销差放大带动净利率稳步提升

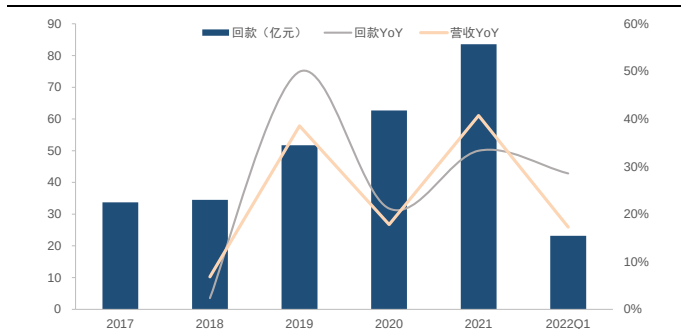


资料来源：Wind，五矿证券研究所

四、现金流：回款与收入端匹配，预收款稳步提升

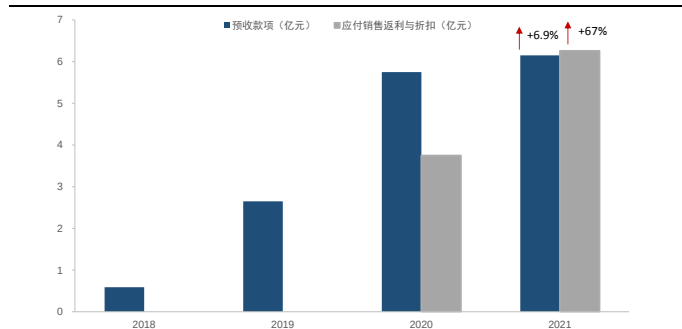
终端动销顺畅，渠道库存处于低位。截至 2021 年底，公司实现回款 83.6 亿元，同比提升 33.3%，经营现金流净额 20.8 亿元，同比提升 55%，与收入端增速相匹配，主要系终端动销良好，渠道库存处于低位。合同负债 12.4 亿元，其中预收账款和应付销售返利与折扣分别为 6.2 亿元/6.3 亿元，分别同比提升 6.9%/67%，主要系公司加大市场端投放力度，经销商备货积极。2022 年 Q1，公司回款 23.1 亿元，同比提升 28.6%，快于营收端增速，经营现金流净额 2.9 亿元，同比下降 36%，预计主要系公司支付原材料成本上升。

图表 28：回款和收入端相匹配



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 29：公司市场投入力度加大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

五、疫情不改长期逻辑，食品饮料板块高成长标的，维持“买入”评级

整体上，我们认为公司未来核心逻辑有如下三方面：（1）**产品上**，我们认为伴随全国化的稳步推进，500ml 金瓶仍处于品牌红利的高速释放期，将持续放量高增，后续预计随着能量+产品矩阵的不断完善有望培育出“第二增长曲线”，贡献新的增量。（2）**渠道上**，公司以互联网为依托，在“四码关联”的基础上升级到“五码关联（内外箱码、内外瓶码与批次码），实现了渠道一体化和全渠道精准管理，大幅提升了工作效率，从渠道拓展情况上看，当前公司终端网点的数量（216 万个）较红牛（400 万个）仍有近一倍的提升空间，全国化推进不疾不徐。（3）**产能上**，截至 2021 年底公司已建成七大生产基地，实现设计产能 236.5 万吨，产线效率和产能利用率亦有了明显提升，后续随着长沙、衢州生产基地的完善将为公司全国化夯实基础。虽然 2022Q1 受到局部地区疫情反复的影响，打乱了公司正常的发货节奏并造成了一些消费场景缺少，但我们认为当下疫情形势逐步向好，在即将到来的二、三季度饮料消费旺季有望实现部分补偿性消费，带动公司的业绩快速回升。基于以上分析，我们预计 2022-2024 年公司实现营收 84.36/103.64/126.28 亿元，同增 20.9%/22.8%/21.8%，归母净利润为 13.71/17.46/21.39 亿元，同增 14.9%/27.4%/22.5%，维持“买入”评级。

六、风险提示

- 1、红牛商标之争落地，中国红牛继续拥有商标使用权，导致市场竞争加剧
- 2、人们生活习惯的改变导致能量饮料的消费场景，消费频次不及预期，行业增速放缓
- 3、公司全国化拓展不及预期，终端动销放缓
- 4、原材料成本波动超预期

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,978	8,436	10,364	12,628
增长率(%)	40.7%	20.9%	22.8%	21.8%
归属母公司所有者净利润（百万元）	1,193	1,371	1,746	2,139
增长率(%)	46.9%	14.9%	27.4%	22.5%
每股收益(元)	2.982	3.427	4.365	5.348
净资产收益率（%）	28.1%	24.4%	23.7%	22.5%

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,978	8,436	10,364	12,628	货币资金	1,019	1,541	3,659	6,239
营业成本	3,882	4,768	5,771	7,017	交易性金融资产	301	301	301	301
毛利	3,096	3,668	4,593	5,611	应收账款	25	34	35	46
%营业收入	44.4%	43.5%	44.3%	44.4%	存货	340	496	617	769
营业税金及附加	77	84	104	126	预付账款	57	238	248	252
%营业收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	1,110	1,114	1,120	1,126
销售费用	1,368	1,561	1,928	2,349	流动资产合计	2,852	3,725	5,979	8,733
%营业收入	19.6%	18.5%	18.6%	18.6%	可供出售金融资产				
管理费用	252	305	374	455	持有至到期投资				
%营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-11	-17	-22	-24	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	1,909	2,491	2,950	3,427
资产减值损失	0	-2	-3	-2	无形资产	323	430	573	686
公允价值变动收益	117	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	23	27	33	41	递延所得税资产	180	180	180	180
营业利润	1,529	1,735	2,210	2,708	其他非流动资产	2,528	2,488	2,398	2,295
%营业收入	21.9%	20.6%	21.3%	21.4%	资产总计	7,790	9,314	12,080	15,321
营业外收支	-15	0	0	0	短期贷款	624	-180	80	0
利润总额	1,514	1,735	2,210	2,708	应付款项	536	640	806	1,000
%营业收入	21.7%	20.6%	21.3%	21.4%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	321	364	464	569	应付职工薪酬	169	237	251	320
净利润	1,193	1,371	1,746	2,139	应交税费	153	211	280	379
归属于母公司所有者的净利润	1,193	1,371	1,746	2,139	其他流动负债	1,933	2,660	3,171	3,991
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	3,415	3,568	4,588	5,690
EPS（元/股）	2.982	3.427	4.365	5.348	长期借款	26	26	26	26
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2021A	2022E	2023E	2024E	递延所得税负债	4	4	4	4
经营活动现金流净额	2,077	2,185	2,643	3,343	其他非流动负债	107	107	107	107
取得投资收益	19	27	33	41	负债合计	3,552	3,705	4,725	5,827
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	4,238	5,609	7,355	9,494
无形资产投资	-86	-120	-160	-125	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-505	-800	-750	-700	股东权益	4,238	5,609	7,355	9,494
其他	-2,992	40	91	104	负债及股东权益	7,790	9,314	12,080	15,321
投资活动现金流净额	-3,563	-853	-786	-680	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.982	3.427	4.365	5.348
股权融资	1,851	0	0	0	BVPS	10.60	14.02	18.39	23.73
银行贷款增加（减少）	638	-804	260	-80	PE	60.97	36.07	28.32	23.11
筹资成本	-627	-6	0	-2	PEG	1.30	2.42	1.03	1.03
其他	-555	0	0	0	PB	17.16	8.81	6.72	5.21
筹资活动现金流净额	1,307	-810	260	-82	EV/EBITDA	46.69	25.26	18.94	15.28
现金净流量	-180	522	2,118	2,581	ROE	28.1%	24.4%	23.7%	22.5%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译若与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
股票评级 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A 股市场以沪深 300 指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	行业评级	看好	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%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海

地址:上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室
邮编:200120

深圳

地址:深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层
邮编:518035

北京

地址:北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室
邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037