

## 东鹏饮料 (605499.SH)

强烈推荐 (维持)

### 省外扩张亮眼，利润弹性超预期

公司 22Q2 实现收入/净利润同比+15.9%/+22.8%，利润超出此前预期。Q2 公司在疫情扰动下省外市场逆势高增。展望全年，疫情扰动边际减弱，成本上涨趋势暂缓，旺季热销情况下环比可能提速。中长期看，能量饮料行业品类属性更优，品牌粘性较强，东鹏通过持续营销加码已经逐步抢占消费者心智，全国化之路走得愈发坚实。当前公司股价对应 22/23 年分别 47/34xPE，价值买点建议适当加配。

□ **收入稳步增长，利润超出预期。**公司发布 2022 年中期报告，公司 22H1 实现收入 42.91 亿，同比增长 16.54%，归母净利润 7.55 亿，同比增长 11.66%，扣非归母净利润 7.15 亿，同比增长 8.27%。单 Q2 来看，公司分别实现收入/利润 22.85/4.10 亿，同比+15.9%/+22.8%。公司 H1 现金回款 49.59 亿，同比增长 21.50%，其中 Q2 现金回款 26.44 亿，同比增长 15.92%，与收入增速持平。公司 H1 末合同负债 12.69 亿，环比 Q1 末增加 0.67 亿，同比去年同期增加 4.58 亿 (+56.5%)，主要系公司计提的应付销售折扣返利随收入增加所致。

□ **网点加速扩张，成长区域放量增长推动占比显著提升。**单 Q2 来看，公司核心市场广东区域实现收入 8.6 亿，同比-6.35%，广西区域实现收入 2.2 亿，同比+8.86%。成长区域快速放量，其中华东市场在疫情扰动下逆势高增，Q2 收入同比+56.3%至 3.2 亿。西南、华中、华北分别同比+82.15%/+20.15%/+113.05%至 1.7、2.8、1.9 亿。截至 22H1，公司经销商数量达到 2590 家，其中 Q2 增加 262 个经销商，减少 110 个经销商，广东/华东/华中/广西/西南/华北/直营及线上经销商数量净增加 0/+34/+53/+7/+20/+16/+22 家。终端网点数量达到 250 万家，环比 Q1 末继续增长 34 万家 (Q1 增长 7 万家)。招商铺货叠加单点收入提升继续推动省外扩张维持高增，公司全国区域 (含除广东区域、全国直营客户之外的销售区域) 22Q2 实现收入 11.83 亿 (+43.67%)，占比相较去年同期提升 9.88pcts 至 51.76%，全国化发展成效显著。

□ **成本扰动仍在，高基数下销售费用下降，推动净利率提升。**公司 Q2 成本扰动仍在，大宗原材料聚酯切片采购均价同比 21 年上涨 38.97%，白砂糖同比 +7% 推动公司毛利率同降 4.21pcts 至 42.68%。剔除运费重分类影响，公司 22Q2 销售费用同比-12.2%至 3.65 亿，可比口径下销售费用率同比-5.11pcts 至 16.0%，推测与去年 H1 上市专案推广费用 (6667.62 万) 节省有关。管理费用率同比-1.29pcts 至 2.7%。公司 22Q2 财务费用约 1361 万 (去年同期为 -199 万)，主要与公司通过信用证及票据贴现的方式获取低成本资金用于购买银行理财产品及大额存单等较高收益的金额产品增多有关。受毛利率下滑，销售、管理费用率下降等综合影响，公司 22Q2 净利率同比+1pcts 至 17.9%。

□ **全年展望:旺季热销推动收入加速，密切关注成本变化。**三季度以来，疫情影响逐步减弱，叠加旺季天气炎热，公司一元乐享活动有效拉动动销，渠道反馈近期销售环比呈现提速趋势。展望下半年，旺季热销有望推动公司收入提速，全年任务达成压力不大。利润端来看，考虑去年 H2 白砂糖采购成本环比上涨，且今年 PET 等包材上行压力有所缓解，成本带来毛利率的压力在 H2 环比有望缓解，但同比仍然存在一定压力，建议密切关注成本变化。

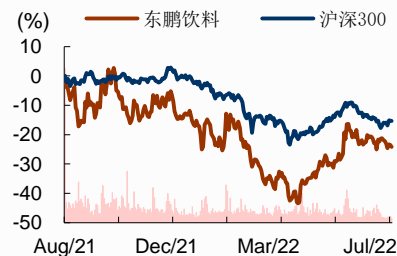
消费品/食品饮料  
目标估值: 185 元  
当前股价: 154.73 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	40001
已上市流通股 (万股)	7601
总市值 (亿元)	619
流通市值 (亿元)	118
每股净资产 (MRQ)	11.0
ROE (TTM)	29.0
资产负债率	54.5%
主要股东	林木勤
主要股东持股比例	49.74%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-2	-28
相对表现	0	7	-13



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《东鹏饮料 (605499) —盈利短期承压，择机布局未来》2022-05-03
- 2、《东鹏饮料 (605499) —高增趋势延续，回调中加大布局》2022-02-28
- 3、《东鹏饮料 (605499) —成长消化估值，布局良机再现》2022-01-18

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiqi@cmschina.com.cn

陈书慧 研究助理

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

- **投资建议：短期干扰边际减弱，关注 H2 收入提速。**展望下半年，疫情和成本上行压力环比均有所改善，旺季热销有望推动公司增长提速，全年 15% 的收入增长目标有望超额完成。中长期看，能量饮料行业品类属性更优，品牌粘性较强，东鹏通过持续营销加码已经逐步抢占消费者心智，全国化之路走得愈发坚实。略调整 22-24 年 EPS 为 3.29、4.59、5.96，当前公司股价对应 22/23 年分别 47/34xPE，上调目标价至 185 元，价值买点建议适当加配，重申“强烈推荐”投资评级
- **风险提示：省外拓展不及预期、成本上涨、食品安全事件、行业增速放缓等**

**财务数据与估值**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4959	6978	8464	10445	12736
同比增长	18%	41%	21%	23%	22%
营业利润(百万元)	1050	1530	1682	2347	3104
同比增长	39%	46%	10%	40%	32%
归母净利润(百万元)	812	1195	1315	1835	2383
同比增长	39%	47%	10%	40%	30%
每股收益(元)	2.26	2.99	3.29	4.59	5.96
PE	68.6	51.8	47.1	33.7	26.0
PB	29.1	14.6	12.5	10.1	8.2

资料来源：公司数据、招商证券

东鹏饮料单季度利润表

单位: 百万元	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	21H1	22H1
一、营业总收入	1574	915	1711	1971	1878	1418	2007	2285	3682	4291
二、营业总成本	1253	792	1280	1562	1494	1274	1585	1798	2841	3381
其中: 营业成本	828	497	863	989	1011	1018	1140	1320	1853	2460
营业税金及附加	16	11	18	23	19	17	21	27	42	48
营业费用	360	228	336	462	399	170	338	365	799	703
管理费用	42	54	54	78	62	57	70	61	132	131
研发费用	12	9	10	11	9	13	9	11	20	20
财务费用	-5	-4	-2	-2	-6	-1	7	13.61	-4	21
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	12	11	7	20	22	112	18	39	27	57
公允价值变动收益	9	7	3	7	3	8	4	5	10	9
投资收益	0	0	0	6	12	98	9	24	6	33
其他收益	2	3	4	6	7	6	5	10	10	15
四、营业利润	333	133	439	428	406	255	440	526	869	967
加: 营业外收入	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1
减: 营业外支出	1	2	1	7	3	6	1	5	8	5
五、利润总额	333	132	438.3	421.6	403.4	250.2	439.4	521.7	861	963
减: 所得税	70	24	96.4	87.6	83.2	53.3	94.7	111.7	184	206
六、净利润	263	108	341.9	333.9	320.2	196.9	344.6	410.0	677	756
减: 少数股东损益	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
七、归属母公司净利润	263	108	341.9	333.9	320.2	196.9	344.6	410.0	677	756
EPS	<b>0.73</b>	<b>0.30</b>	<b>0.95</b>	<b>0.83</b>	<b>0.80</b>	<b>0.53</b>	<b>0.86</b>	<b>1.02</b>	<b>1.69</b>	<b>1.89</b>
<b>主要比率</b>										
毛利率	47.4%	45.7%	49.5%	49.8%	46.2%	28.2%	43.2%	42.2%	49.7%	42.7%
主营税金率	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%
营业费率	22.9%	24.9%	19.65%	23.46%	21.3%	12.0%	16.8%	16.0%	21.7%	16.4%
管理费	2.7%	5.9%	3.2%	4.0%	3.3%	4.0%	3.5%	2.7%	3.6%	3.0%
营业利润率	21.2%	14.6%	25.7%	21.7%	21.6%	18.0%	21.9%	23.0%	23.6%	22.5%
实际税率	21.0%	18.1%	22.0%	20.8%	20.6%	21.3%	21.6%	21.4%	21.4%	21.4%
净利率	16.7%	11.8%	20.0%	16.9%	17.1%	13.9%	17.2%	17.9%	18.4%	17.6%
<b>YoY</b>										
收入增长率			83.4%	28.3%	19.3%	54.9%	17.3%	15.9%	49.1%	16.5%
营业利润增长率			108.0%	14.7%	21.9%	91.9%	0.2%	22.8%	48.2%	11.3%
净利润增长率			122.5%	16.1%	21.9%	82.3%	0.8%	22.8%	52.8%	11.7%

资料来源: 公司报表

图 1: 东鹏饮料历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 东鹏饮料历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《东鹏饮料（605499）—盈利短期承压，择机布局未来》2022-05-03
- 2、《东鹏饮料（605499）—高增趋势延续，回调中加大布局》2022-02-28
- 3、《东鹏饮料（605499）—成长消化估值，布局良机再现》2022-01-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1959	2852	3204	4562	6317
现金	1225	1019	997	1941	3214
交易性投资	50	301	301	301	301
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	13	25	43	53	64
其它应收款	15	18	22	28	34
存货	273	340	443	519	611
其他	384	1148	1398	1720	2094
<b>非流动资产</b>	2402	4939	5203	5439	5651
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1404	1909	2210	2479	2720
无形资产商誉	237	323	290	261	235
其他	761	2707	2703	2699	2696
<b>资产总计</b>	<b>4361</b>	<b>7790</b>	<b>8406</b>	<b>10001</b>	<b>11968</b>
<b>流动负债</b>	2130	3415	3316	3736	4242
短期借款	110	624	0	0	0
应付账款	298	554	722	846	996
预收账款	950	1241	1616	1895	2230
其他	772	996	977	995	1016
<b>长期负债</b>	318	137	137	137	137
长期借款	302	26	26	26	26
其他	16	111	111	111	111
<b>负债合计</b>	<b>2448</b>	<b>3552</b>	<b>3453</b>	<b>3873</b>	<b>4379</b>
股本	360	400	400	400	400
资本公积金	388	2080	2080	2080	2080
留存收益	1165	1758	2473	3647	5109
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1913	4238	4953	6128	7589
<b>负债及权益合计</b>	<b>4361</b>	<b>7790</b>	<b>8406</b>	<b>10001</b>	<b>11968</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1340	2077	1608	2000	2591
净利润	812	1195	1315	1835	2383
折旧摊销	134	185	236	264	288
财务费用	(16)	(11)	(6)	(5)	(4)
投资收益	(10)	(23)	(130)	(100)	(100)
营运资金变动	483	785	198	9	26
其它	(63)	(54)	(6)	(3)	(4)
<b>投资活动现金流</b>	(773)	(3563)	(370)	(400)	(400)
资本支出	(645)	(609)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(127)	(2954)	130	100	100
<b>筹资活动现金流</b>	(334)	1307	(1260)	(656)	(918)
借款变动	(356)	(529)	(666)	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	6	1692	0	0	0
股利分配	0	0	(600)	(661)	(922)
其他	16	104	6	5	4
<b>现金净增加额</b>	234	(180)	(22)	944	1273

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	4959	6978	8464	10445	12736
营业成本	2648	3882	5054	5924	6972
营业税金及附加	50	77	127	157	191
营业费用	1040	1368	1425	1733	2089
管理费用	184	252	259	324	405
研发费用	36	43	52	64	78
财务费用	(16)	(11)	(6)	(5)	(4)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	117	70	50	50
其他收益	23	21	30	30	30
投资收益	10	24	30	20	20
<b>营业利润</b>	1050	1530	1682	2347	3104
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	23	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	1030	1515	1667	2332	3089
所得税	217	321	352	497	706
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	812	1195	1315	1835	2383

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	18%	41%	21%	23%	22%
营业利润	39%	46%	10%	40%	32%
归母净利润	39%	47%	10%	40%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.6%	44.4%	40.3%	43.3%	45.3%
净利率	16.4%	17.1%	15.5%	17.6%	18.7%
ROE	42.4%	28.2%	26.6%	29.9%	31.4%
ROIC	34.1%	24.2%	26.4%	29.9%	31.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.1%	45.6%	41.1%	38.7%	36.6%
净负债比率	10.9%	8.9%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.5
速动比率	0.8	0.7	0.8	1.1	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
存货周转率	10.9	12.7	12.9	12.3	12.3
应收账款周转率	258.0	373.0	252.0	220.0	218.0
应付账款周转率	8.6	9.1	7.9	7.6	7.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.26	2.99	3.29	4.59	5.96
每股经营净现金	3.72	5.19	4.02	5.00	6.48
每股净资产	5.31	10.60	12.38	15.32	18.97
每股股利	0.00	1.50	1.65	2.30	2.99
<b>估值比率</b>					
PE	68.6	51.8	47.1	33.7	26.0
PB	29.1	14.6	12.5	10.1	8.2
EV/EBITDA	49.5	33.9	30.0	22.0	16.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**于佳琦：**食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

**田地：**复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

**欧阳廷昊：**中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

**陈书慧：**美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

**任龙：**美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

**刘成：**上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。