

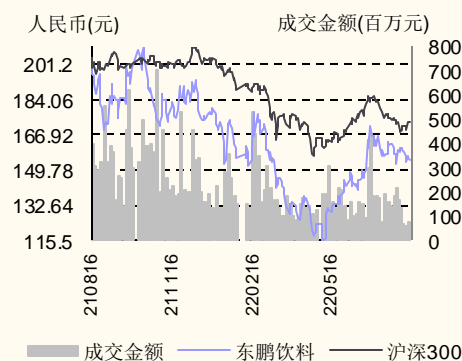
东鹏饮料 (605499.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 154.73元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通A股(亿股)	0.76
总市值(亿元)	618.94
年内股价最高最低(元)	209.67/115.50
沪深300指数	4186
上证指数	3276



相关报告

- 1.《Q1 业绩低于预期, 疫情+成本扰动拖累盈利-东鹏饮料一季报点评》, 2022.5.2
- 2.《Q4 步伐加快, 22 年推进全国化+新品培育-东鹏饮料 21 年年报...》, 2022.2.28
- 3.《Q3 夯实渠道基础, 全国化布局稳步推进-东鹏三季报点评》, 2021.10.28

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

Q2 省外大步向前, 控费逆势增强盈利

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,959	6,978	8,513	10,641	12,982
营业收入增长率	17.81%	40.72%	22%	25%	22%
归母净利润(百万元)	812	1,193	1,376	1,790	2,229
归母净利润增长率	42.32%	46.90%	15%	30%	25%
摊薄每股盈利(元)	2.26	2.98	3.44	4.47	5.57
每股经营性现金流净额	3.71	5.16	4.51	5.66	6.56
净资产收益率	42.44%	28.15%	27.88%	30.22%	30.65%
市盈率(倍)	NA	60.97	44.99	34.58	27.77
市净率(倍)	NA	17.16	12.54	10.45	8.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 8 月 15 日发布半年报, 22H1 实现营收 42.91 亿元, 同比+16.54%; 归母净利 7.55 亿元, 同比+11.66%; 扣非净利 7.14 亿元, 同比+8.27%。其中 22Q2 实现收入 22.85 亿元, 同比 15.92%; 归母净利 4.10 亿元, 同比+22.77%; 扣非净利 3.83 亿元, 同比+18.55%, 利润超预期。

经营分析

- Q2 收入基本符合预期, 省外扩张顺利, 省内受疫情+天气拖累。H1 末公司已有经销商 2590 家, 环比+12.02% (华东、华中增幅领先); 终端网点约 250 万家, 环比+19.62%。1) 分区域看, 广东/华东/华中/广西/西南/华北 (含北方大区) 区域收入 22H1 分别同比 -0.4%/+46%/+27%/+14%/+45%/+63%, 单 Q2 分别同比 -6%/+56%/+20%/+9%/+82%/+113%, 广东 H1 收入占比-7pct 至 38%。Q2 广东饮品需求受疫情、雨水天气扰动而疲软 (4-6 月省内啤酒产量同比-15.5%/-4.4%/-10.3%); 省外收入同比+44%, 华东、西南、华北开拓势头强劲, 华东展现优异的复苏潜力。2) 分产品看, 东鹏特饮/其他饮料收入 22H1 同比+18%/-11%, Q2 同比+20%/-42%, 能量饮料仍为支撑增长的核心。H1 东鹏特饮量增 18.6%、价降 0.4%; 大咖月均销售额较 21 年 9 月上市后增长 39.06%, 5 月新推东鹏气泡特饮。3) 22H1 销售收现同比+21.5%, 期末预收货款同比+43%, 回款质量良好。
- Q2 成本承压, 但控费逆势提升净利率。H1 净利率同比-0.8pct 至 17.6%, 其中: 1) 毛利率同比-4.2pct, 主要系 21 年 PET 提前锁价, 22 年大宗价格飙升, PET 均价同比 21 年+38.97%, 白砂糖均价同比+7%; 2) 销售费率同比-2.5pct (其中宣传推广费用同比-2.1pct, 预计系疫情制约投放进度); 3) 管理费率同比-0.5pct。Q2 毛利率同比-5.2pct, 材料成本压力延续; 销售/管理费率同比-5.1/-1.3pct (去年上市伴随的路演、酒会费用缩减), 逆势带动净利率同比+1.0pct。
- 疫情、成本等负面因素正在退散, 看好中长期逻辑兑现。我们认为, 公司省内基本盘稳固, 省外加速进军, 华东疫后已展现出较强复苏韧性, 23 年期待大宗降价后进一步显现利润弹性。中长期看, 能量饮料赛道景气度高, 红牛纷争背景下, 看好东鹏市占率提升的趋势。

盈利预测

- 预计 22-24 年收入增速 22%/25%/22%, 归母净利增速为 15%/30%/25%, EPS 为 3.44/4.47/5.57 元, 对应 PE 为 45/35/28X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争恶化, 省外拓展不及预期, 疫情反复风险, 原材料涨价过快。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,209	4,959	6,978	8,513	10,641	12,982
增长率		17.8%	40.7%	22.0%	25.0%	22.0%
主营业务成本	-2,243	-2,648	-3,881	-4,963	-6,065	-7,335
%销售收入	53.3%	53.4%	55.6%	58.3%	57.0%	56.5%
毛利	1,966	2,310	3,097	3,550	4,576	5,647
%销售收入	46.7%	46.6%	44.4%	41.7%	43.0%	43.5%
营业税金及附加	-44	-50	-77	-85	-106	-130
%销售收入	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-984	-1,040	-1,368	-1,524	-1,926	-2,363
%销售收入	23.4%	21.0%	19.6%	17.9%	18.1%	18.2%
管理费用	-201	-184	-252	-272	-341	-402
%销售收入	4.8%	3.7%	3.6%	3.2%	3.2%	3.1%
研发费用	-28	-36	-43	-34	-43	-52
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	709	1,000	1,357	1,634	2,160	2,700
%销售收入	16.8%	20.2%	19.5%	19.2%	20.3%	20.8%
财务费用	14	16	11	-31	-44	-35
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	7	0	0	1	4	3
公允价值变动收益	0	0	117	120	130	140
投资收益	7	10	23	31	31	31
%税前利润	1.0%	1.0%	1.5%	1.8%	1.4%	1.1%
营业利润	741	1,050	1,529	1,756	2,282	2,839
营业利润率	17.6%	21.2%	21.9%	20.6%	21.4%	21.9%
营业外收支	-4	-21	-15	-10	-10	-10
税前利润	737	1,030	1,514	1,746	2,272	2,829
利润率	17.5%	20.8%	21.7%	20.5%	21.3%	21.8%
所得税	-166	-217	-321	-370	-482	-600
所得税率	22.5%	21.1%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%
净利润	571	812	1,193	1,376	1,790	2,229
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	571	812	1,193	1,376	1,790	2,229
净利率	13.6%	16.4%	17.1%	16.2%	16.8%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	571	812	1,193	1,376	1,790	2,229
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	102	134	185	229	273	330
非经营收益	-39	-48	-160	-104	-91	-104
营运资金变动	502	437	847	302	291	171
经营活动现金净流	1,136	1,335	2,065	1,802	2,262	2,626
资本开支	-508	-645	-606	-1,198	-666	-769
投资	-30	-140	-2,977	-365	-548	-485
其他	6	12	20	31	31	31
投资活动现金净流	-532	-773	-3,563	-1,532	-1,183	-1,223
股权募资	57	0	1,851	0	0	0
债权募资	42	227	206	568	57	-158
其他	-157	-561	-750	-733	-870	-947
筹资活动现金净流	-57	-334	1,307	-165	-812	-1,105
现金净流量	547	229	-192	105	267	298

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	945	1,225	1,019	1,124	1,391	1,689
应收账款	43	28	43	47	58	71
存货	214	273	340	389	472	563
其他流动资产	249	434	1,449	2,921	3,693	4,411
流动资产	1,452	1,959	2,852	4,480	5,614	6,734
%总资产	43.5%	44.9%	36.6%	45.5%	48.9%	51.1%
长期投资	130	100	2,076	2,241	2,356	2,471
固定资产	1,390	1,861	2,096	2,329	2,668	3,051
%总资产	41.6%	42.7%	26.9%	23.6%	23.2%	23.2%
无形资产	187	261	346	364	413	464
非流动资产	1,889	2,402	4,939	5,370	5,878	6,432
%总资产	56.5%	55.1%	63.4%	54.5%	51.1%	48.9%
资产总计	3,341	4,361	7,790	9,850	11,492	13,166
短期借款	10	172	666	1,235	1,284	1,126
应付款项	887	709	1,107	1,270	1,526	1,707
其他流动负债	555	1,249	1,642	2,271	2,610	2,912
流动负债	1,452	2,130	3,415	4,776	5,420	5,745
长期贷款	237	302	26	26	26	26
其他长期负债	17	16	111	114	123	123
负债	1,706	2,448	3,552	4,916	5,568	5,893
普通股股东权益	1,635	1,913	4,238	4,934	5,924	7,273
其中：股本	360	360	400	400	400	400
未分配利润	804	1,052	1,558	2,253	3,243	4,592
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,341	4,361	7,790	9,850	11,492	13,166

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.58	2.26	2.98	3.44	4.47	5.57
每股净资产	4.54	5.31	10.60	12.33	14.81	18.18
每股经营现金净流	3.16	3.71	5.16	4.51	5.66	6.56
每股股利	0.00	0.00	1.50	1.70	2.00	2.20
回报率						
净资产收益率	34.89%	42.44%	28.15%	27.88%	30.22%	30.65%
总资产收益率	17.08%	18.62%	15.31%	13.97%	15.58%	16.93%
投入资本收益率	29.17%	33.03%	21.69%	20.77%	23.51%	25.23%
增长率						
主营业务收入增长率	38.56%	17.81%	40.72%	22.00%	25.00%	22.00%
EBIT 增长率	191.00%	41.03%	35.76%	20.41%	32.16%	25.00%
净利润增长率	164.36%	42.32%	46.90%	15.31%	30.12%	24.52%
总资产增长率	58.51%	30.55%	78.63%	26.43%	16.68%	14.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.8	1.4	1.0	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	27.2	33.6	28.8	28.6	28.4	28.0
应付账款周转天数	40.6	41.3	39.1	42.0	40.0	38.0
固定资产周转天数	91.0	103.4	99.9	89.7	80.0	73.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.70%	-41.87%	-14.84%	-9.82%	-21.36%	-30.68%
EBIT 利息保障倍数	-50.8	-62.8	-119.1	52.8	49.5	76.6
资产负债率	51.05%	56.13%	45.60%	49.91%	48.45%	44.76%

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402