

东鹏饮料(605499.SH)

全国化进程加速，费用管控对冲成本压力

推荐（维持）

股价：154.73元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.szeastroc.com
大股东/持股	林木勤/49.74%
实际控制人	林木勤
总股本(百万股)	400
流通A股(百万股)	76
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	619
流通A股市值(亿元)	118
每股净资产(元)	10.98
资产负债率(%)	54.5

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
NGMENG917@pingan.com.cn

研究助理

潘俊汝 一般证券从业资格编号
S1060121120048
PANJUNRU787@pingan.com.cn



事项：

公司披露 2022 年半年报，22H1 实现营业收入 42.91 亿元 (+16.54%)，归母净利润 7.55 亿元 (+11.66%)，扣非净利润 7.15 亿元 (+8.27%)。其中 22Q2 实现营业收入 22.85 亿元 (+15.92%)，归母净利润 4.10 亿元 (+22.77%)，扣非净利润 3.83 亿元 (+18.55%)。

平安观点：

- **成本压力影响毛利率，费用端有所改善。**公司 22H1 实现毛利率 42.68%，同比下降 4.21pct。毛利率下滑主要受大宗原材料的影响，其中聚酯切片均价同比去年上涨 38.97%，白砂糖均价同比去年上涨 7%。剔除会计准则变动影响后，销售/管理费用率分别为 16.38%/3.05%，较同期下降 2.53/下降 0.54pct。实现净利率 17.59%，同比下降 0.77pct。公司 22Q2 实现毛利率 42.24%，同比下降 5.18pct。剔除会计准则变动影响后，销售/管理费用率分别为 15.96%/2.67%，较同期下降 5.11/下降 1.29 pct。销售费用率显著改善主要是疫情防控下营销投入收窄以及上年同期上市广告费用的影响。22Q2 实现净利率 17.94%，同比提升 1pct。
- **大单品持续拉动收入增长，产品矩阵不断丰富。**分产品看，上半年核心产品东鹏特饮实现营收 41.18 亿元，同比增长 18.16%，收入增长主要来自 500ml 金瓶特饮的拉动。其他饮料实现营收 1.66 亿元，同比下降 11.3%，主要是受投入力度减少的影响。但大咖和天然水销售收入增速较快，东鹏大咖 22H1 月均销售额较去年上市后月均销售额增长约 39.06%，东鹏天然水 22H1 销售收入同比增长 47.50%。未来公司将积极布局东鹏能量+产品矩阵并扩充其他品类的饮料产品，满足消费者的多元化需求，培育更多超级单品。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4959	6978	8573	10580	13001
YOY(%)	17.8	40.7	22.9	23.4	22.9
净利润(百万元)	812	1193	1406	1833	2260
YOY(%)	42.3	46.9	17.8	30.4	23.3
毛利率(%)	46.6	44.4	43.9	45.0	45.7
净利率(%)	16.4	17.1	16.4	17.3	17.4
ROE(%)	42.4	28.1	24.9	24.5	23.2
EPS(摊薄/元)	2.03	2.98	3.51	4.58	5.65
P/E(倍)	76.2	51.9	44.0	33.8	27.4
P/B(倍)	32.3	14.6	11.0	8.3	6.4

- **全国化战略推进，终端网点覆盖率提升。**从渠道来看，22H1 广东区域收入 16.48 亿元，同比下滑 0.4%，小幅下滑或因疫情影响下外来务工人员减少所致。广东区域仍为核心优势市场，市占率已超 50%。全国区域收入 22.18 亿元，同比增长 34.6%，随着全国化战略的推进，增速表现亮眼。渠道建设方面，公司在空白市场采取大流通模式，在成熟市场采取全渠道精耕模式，将开拓终端网点作为考核指标。22H1 末经销商数量 2590 家，增长比例达 12.02%，地级城市覆盖率达到 98.79%；终端网点数量 250 万家，增长比例达 19.62%。以“冰冻化是最好的陈列”为思路，通过加强渠道端的冰柜投放增强产品曝光率和终端动销，截至 22H1 末已投放冰柜 7.4 万台。
- **盈利预测与估值：**公司所处的功能饮料赛道景气度高，行业头部格局正在重塑，期待公司凭借优势大单品和全渠道精耕推动市占率不断提升。根据公司 2022 年中报，我们调整业绩预测，预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 14.06 亿元（前值为 14.35 亿元）、18.33 亿元（前值为 19.24 亿元）、22.60 亿元（新增），EPS 分别为 3.51 元、4.58 元和 5.65 元，对应 8 月 15 日收盘价的 PE 分别为 44.0、33.8、27.4 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 行业需求不及预期。能量饮料行业尚处成长期，在软饮料各品类中需求景气占优，若未来能量饮料行业需求景气不及预期，则东鹏饮料成长将受挤压；2) 红牛内耗引发价格战。若泰国天丝和华彬红牛之间为争抢份额引发价格战，行业竞争加剧，则将对第二梯队品牌盈利造成负面影响；3) 红牛商标权之争落地。若后续红牛商标权之争结束，预计红牛将加大广宣投入，将挤压第二梯队品牌份额；4) 公司全国化扩张不及预期。公司核心市场如广东已趋于饱和，若全国化扩张不及预期，则成长空间受限。

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2852	4418	7213	10597
现金	1019	2734	5218	8222
应收票据及应收账款	25	35	43	53
其他应收款	18	28	35	43
预付账款	57	234	289	355
存货	340	459	555	674
其他流动资产	1393	927	1074	1251
非流动资产	4939	4673	4399	4136
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2012	1905	1790	1581
无形资产	323	269	215	161
其他非流动资产	2604	2499	2394	2394
资产总计	7790	9091	11612	14733
流动负债	3415	3361	4096	4997
短期借款	624	0	0	0
应付票据及应付账款	554	638	772	936
其他流动负债	2237	2723	3324	4060
非流动负债	137	86	39	-1
长期借款	120	69	22	-18
其他非流动负债	17	17	17	17
负债合计	3552	3447	4135	4996
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	400	400	400
资本公积	2080	2080	2080	2080
留存收益	1758	3163	4997	7257
归属母公司股东权益	4238	5644	7477	9737
负债和股东权益	7790	9091	11612	14733

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2066	2392	2510	3012
净利润	1193	1406	1833	2260
折旧摊销	185	266	274	263
财务费用	-11	12	-12	-23
投资损失	-23	-13	-13	-13
营运资金变动	847	719	423	521
其他经营现金流	-125	4	4	4
投资活动现金流	-3563	9	9	9
资本支出	609	-0	0	0
长期投资	-2977	0	0	0
其他投资现金流	-1195	9	9	9
筹资活动现金流	1307	-686	-35	-16
短期借款	514	-624	0	0
长期借款	-182	-51	-47	-40
其他筹资现金流	975	-12	12	23
现金净增加额	-191	1715	2484	3004

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6978	8573	10580	13001
营业成本	3882	4813	5819	7062
税金及附加	77	91	112	137
营业费用	1368	1586	1953	2444
管理费用	252	257	339	455
研发费用	43	52	65	79
财务费用	-11	12	-12	-23
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-1	1	1	1
其他收益	21	20	20	20
公允价值变动收益	117	0	0	0
投资净收益	23	13	13	13
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	1529	1796	2339	2881
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	17	15	15	15
利润总额	1514	1783	2326	2868
所得税	321	378	493	607
净利润	1193	1406	1833	2260
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1193	1406	1833	2260
EBITDA	1687	2060	2589	3107
EPS (元)	2.98	3.51	4.58	5.65

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	40.7	22.9	23.4	22.9
营业利润(%)	45.5	17.5	30.2	23.2
归属于母公司净利润(%)	46.9	17.8	30.4	23.3
获利能力				
毛利率(%)	44.4	43.9	45.0	45.7
净利率(%)	17.1	16.4	17.3	17.4
ROE(%)	28.1	24.9	24.5	23.2
ROIC(%)	76.3	62.5	126.0	234.4
偿债能力				
资产负债率(%)	45.6	37.9	35.6	33.9
净负债比率(%)	-6.5	-47.2	-69.5	-84.6
流动比率	0.8	1.3	1.8	2.1
速动比率	0.4	0.9	1.4	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	284.0	246.1	246.1	246.1
应付账款周转率	7.2	7.8	7.8	7.8
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.98	3.51	4.58	5.65
每股经营现金流(最新摊薄)	5.16	5.98	6.27	7.53
每股净资产(最新摊薄)	10.60	14.11	18.69	24.34
估值比率				
P/E	51.9	44.0	33.8	27.4
P/B	14.6	11.0	8.3	6.4
EV/EBITDA	42.0	28.0	21.4	16.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033