

2022年08月16日

全国化扩张助力逆势增长

东鹏饮料(605499)

评级:	增持	股票代码:	605499
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	220.66/111.35
目标价格:		总市值(亿)	618.94
最新收盘价:	154.73	自由流通市值(亿)	117.61
		自由流通股数(百万)	76.01

事件概述

公司上半年实现收入 42.9 亿元，同比+16.5%；归母净利 7.55 亿元，同比+11.7%。其中 Q2 收入 22.9 亿元，同比+15.9%；归母净利 4.1 亿元，同比+22.8%。

分析判断:

- 上半年饮料行业景气度较弱，但公司仍实现稳健增长。**根据国家统计局数字，2022 上半年饮料行业零售额同比+8.2%，增速较此前有所回落，其中 4-7 月月度零售额同比增速降至 10%以下。根据尼尔森数据观察 2-6 月功能饮品品类景气度也有所走弱。我们认为饮料行业景气度走弱与天气、疫情、宏观经济因素相关。尽管如此，东鹏饮料公司仍然在 2022 上半年仍然实现了稳健的增长，收入同比增速高于年度经营目标增速，其中 Q2 收入同比增速仅比 Q1 增速低 1.3pcts。
- 持续的全国化扩张助力逆势增长。**分区域，上半年广东区域收入 16.5 亿元，同比-0.4%；全国其他区域收入 22.2 亿元，同比+35%；直营本部收入 4.2 亿元，同比+13%。广东区域 Q1、Q2 收入分别同比+7.1%、-6.4%，我们认为 Q2 收入同比下降与 Q2 广东雨水较多减少了消费场景有关；广东区域上半年经销商数量净减少 6 家。全国其他区域保持快速增长，全国化扩张势头不减，其中广西、华东、华中、西南、华北区域收入分别同比+13.7%、+46.4%、+27.1%、+45.1%、+63.2%，除相对成熟的广西区域外，其余均保持高速增长态势，各区域经销商数量净增加。上半年直营本部收入增速低于整体，其中线上收入同比+56%、直营渠道同比+6.9%。上半年公司网点数达到 250 万家，对比 2021 年中约 179 万家，增+40%。整体而言，公司存量生意增速有所放缓，但由于公司仍处在销售区域扩张态势中，仍可实现逆势增长。公司在广东区域市占率已做到 50%+，根据尼尔森数据来看上半年全国份额仅 16%，全国化份额提升空间仍大。
- 成本压力之下实现稳健获利。**上半年公司面临成本压力，毛利率 42.68%，同比-4.2pcts，其中主要原材料聚酯切片均价同比 2021 年+38.97%、白砂糖均价同比 2021 年+7%。大宗原材料价格自 6 月高点有所回落，成本压力有望缓解。上半年销售费用率 16.4%，同比-2.5pcts，主要来自于其中宣传推广费用占收入比重同比-2.1pcts，去年 5 月上市前后有上市专案推广费用 9942 万元，今年无此投入。上半年管理、研发、财务、其他费用率分别同比-0.5/-0.1/+0.6/-0.7pct。上半年归母净利率 17.6%，同比-0.8pct，其中 Q1、Q2 净利率分别同比-2.8/+1pct。整体而言，由于销售费用的节省对冲部分成本压力，公司上半年实现较好的净利率水平。

投资建议

尽管行业景气度走弱，公司仍然通过全国化扩张实现稳健的收入逆势增长以及稳健的盈利水平。下半年考虑天气、原材料价格趋降，预计公司业绩将环比加速。考虑疫情影响，调降 2022-24 年收入预测 87.7/107.8/130.5 亿元至 84.1/104.5/127.2 亿元，调降 EPS 预测 3.78/4.68/5.68 元至 3.44/4.5/5.62 元。2022/8/15 收盘价对应 P/E 分别为 45/34/28 倍，维持增持评级。

风险提示

原材料价格维持高位，食品安全问题

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,959	6,978	8,412	10,453	12,723
YoY (%)	17.8%	40.7%	20.6%	24.3%	21.7%
归母净利润(百万元)	812	1,193	1,377	1,802	2,246
YoY (%)	42.3%	46.9%	15.4%	30.9%	24.7%
毛利率 (%)	43.9%	44.4%	41.4%	43.2%	44.3%
每股收益 (元)	2.26	3.11	3.44	4.50	5.62
ROE	42.4%	28.1%	28.3%	31.5%	32.8%
市盈率	68.60	49.72	44.96	34.35	27.56

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

联系人: 刘来珍

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: liulz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,978	8,412	10,453	12,723	净利润	1,193	1,377	1,802	2,246
YoY (%)	40.7%	20.6%	24.3%	21.7%	折旧和摊销	196	287	346	409
营业成本	3,882	4,928	5,939	7,092	营运资金变动	847	433	787	783
营业税金及附加	77	84	105	127	经营活动现金流	2,077	2,104	2,933	3,424
销售费用	1,368	1,514	1,913	2,354	资本开支	-606	-768	-767	-817
管理费用	252	252	314	382	投资	-2,977	-600	-600	-800
财务费用	-11	42	31	38	投资活动现金流	-3,563	-1,341	-1,334	-1,576
研发费用	43	42	63	76	股权募资	1,851	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	206	184	-344	-208
投资收益	23	27	33	41	筹资活动现金流	1,307	-582	-1,299	-1,348
营业利润	1,529	1,767	2,306	2,871	现金净流量	-180	181	300	500
营业外收支	-15	-18	-17	-17					
利润总额	1,514	1,749	2,289	2,854	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	321	373	488	608	成长能力				
净利润	1,193	1,377	1,802	2,246	营业收入增长率	40.7%	20.6%	24.3%	21.7%
归属于母公司净利润	1,193	1,377	1,802	2,246	净利润增长率	46.9%	15.4%	30.9%	24.7%
YoY (%)	46.9%	15.4%	30.9%	24.7%	盈利能力				
每股收益	3.11	3.44	4.50	5.62	毛利率	44.4%	41.4%	43.2%	44.3%
					净利率	17.1%	16.4%	17.2%	17.7%
					总资产收益率 ROA	15.3%	14.8%	16.9%	18.0%
					净资产收益率 ROE	28.1%	28.3%	31.5%	32.8%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	1,019	1,200	1,500	2,000	流动比率	0.83	0.93	1.02	1.17
预付款项	57	246	178	213	速动比率	0.43	0.54	0.67	0.84
存货	340	419	488	583	现金比率	0.30	0.28	0.32	0.37
其他流动资产	1,436	2,050	2,658	3,473	资产负债率	45.6%	47.8%	46.1%	45.1%
流动资产合计	2,852	3,915	4,825	6,268	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.90	0.90	0.98	1.02
固定资产	1,909	2,388	2,792	3,171	每股指标 (元)				
无形资产	323	363	403	443	每股收益	3.11	3.44	4.50	5.62
非流动资产合计	4,939	5,402	5,806	6,197	每股净资产	10.60	12.16	14.32	17.11
资产合计	7,790	9,317	10,631	12,466	每股经营现金流	5.19	5.26	7.33	8.56
短期借款	624	708	443	115	每股股利	0.00	1.87	2.35	2.82
应付账款及票据	554	702	846	1,010	估值分析				
其他流动负债	2,237	2,805	3,458	4,220	PE	49.72	44.96	34.35	27.56
流动负债合计	3,415	4,215	4,747	5,346	PB	17.16	12.72	10.81	9.05
长期借款	26	126	46	166					
其他长期负债	111	111	111	111					
非流动负债合计	137	237	157	277					
负债合计	3,552	4,452	4,904	5,623					
股本	400	400	400	400					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,238	4,865	5,727	6,843					
负债和股东权益合计	7,790	9,317	10,631	12,466					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。