

东鹏饮料 (605499.SH)

全国化扩张趋势延续, 22Q2 利润超预期

核心观点:

- **宏观经济环境低迷影响营收增速, 公司主动控费保障利润弹性。** 公司发布 2022 年半年报, 22H1 公司收入 42.91 亿元, 同比增长 16.54%; 归母净利润 7.55 亿元, 同比增长 11.66%; 其中单二季度收入 22.85 亿元, 同比增长 15.92%; 归母净利润 4.10 亿元, 同比增长 22.77%, 收入略低于预期, 利润超预期。22H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 49.59 亿元, 同比增长 21.50%, 高于收入增速; 合同负债 12.69 亿元, 同比增长 56.47%。22Q2 收入略低于预期, 主要因为宏观经济低迷叠加新品推广放缓导致成熟市场广东和广西短期增长乏力。22Q2 业绩超预期主要因为成本压力下公司主动控费。22Q2 公司毛利率 42.24%, 同比减少 5.18pcts, 主要因为原材料成本上涨; 销售费用率 15.96%, 同比减少 5.11pcts; 管理费用率 2.67%, 同比减少 1.29pcts。
- **全国化仍在稳步推进中, 公司有望成长为软饮平台型企业。** 受宏观经济环境低迷叠加成本高企的影响, 公司营收和业绩承压。长期来看, 公司的核心竞争力依然稳固。公司目前处于全国化扩张初始阶段, 预计该阶段将维持 5 年左右的时间, 受益于全国化扩张公司收入业绩有望维持较高速增长。此外, 公司也在筹划向其他软饮品类进行扩展, 凭借强大的渠道能力, 长期来看我们认为东鹏有望发展成软饮平台型公司。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 22-24 年公司收入分别为 84.37/103.09/121.94 亿元, 同比增长 20.91%/22.19%/18.28%; 归母净利润 13.61/17.19/21.86 亿元, 同比增长 14.08%/26.28%/27.21%, EPS 分别为 3.40/4.30/5.47 元/股; 按最新收盘价对应 PE 为 47/37/29 倍。对比可比公司, 考虑到公司较高的成长弹性, 我们给予 23 年 40 倍 PE 估值, 对应合理价值 171.86 元, 维持买入评级。
- **风险提示。** 宏观经济增长不及预期; 估值调整风险; 食品安全风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,959	6,978	8,437	10,309	12,194
增长率 (%)	17.81	40.72	20.91	22.19	18.28
EBITDA (百万元)	1,135	1,553	2,016	2,537	3,105
归母净利润 (百万元)	812	1,193	1,361	1,719	2,186
增长率 (%)	42.32	46.90	14.08	26.28	27.21
EPS (元/股)	2.26	2.98	3.40	4.30	5.47
市盈率 (P/E)	-	60.97	47.03	37.24	29.28
ROE (%)	45.8	38.8	27.7	26.6	26.0
EV/EBITDA	-	46.69	30.79	23.95	19.07

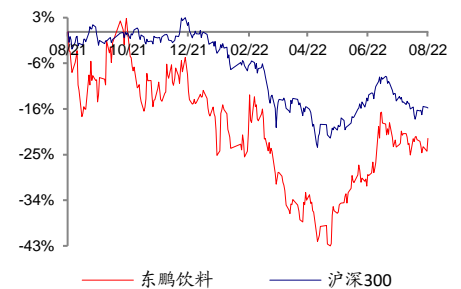
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	160.00 元
合理价值	171.86 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-16

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

邓周贵



SAC 执证号: S0260522040002



021-38003565



dengzhougui@gf.com.cn

请注意, 邓周贵并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

东鹏饮料 (605499.SH): 拟境 2022-06-30
外发行存托凭证上市, 多维度
提升品牌竞争力

东鹏饮料 (605499.SH): 疫情 2022-05-01
影响叠加成本高企, 公司业绩
短期承压

东鹏饮料 (605499.SH): 渠道 2022-03-22
为核心竞争优势, 公司有望向
平台化发展

联系人: 张子健

zhangzijian@gf.com.cn

公司发布2022年半年报，公司22H1收入42.91亿元，同比增长16.54%；归母净利润7.55亿元，同比增长11.66%；扣非归母净利润7.15亿元，同比增长8.27%。单二季度公司收入22.85亿元，同比增长15.92%；归母净利润4.10亿元，同比增长22.77%；扣非归母净利润3.83亿元，同比增长18.55%，Q2收入略低于预期，业绩超预期。点评如下：

一、宏观经济环境低迷影响营收增速，公司主动控费保障利润弹性

据公司半年报披露，公司22H1收入42.91亿元，同比增长16.54%；单二季度收入22.85亿元，同比增长15.92%。分地区来看，22H1广东/华东/华中/广西/西南/华北/线上/直营分别实现营收16.48/5.65/5.50/4.80/3.29/2.95/0.71/3.47亿元，同比增长-0.41%/46.38%/27.15%/13.71%/45.06%/63.20%/55.83%/6.88%；其中单二季度营收8.63/3.25/2.77/2.19/1.74/1.88/0.43/1.96亿元，同比增长-6.35%/56.30%/20.15%/8.86%/82.15%/113.05%/35.61%/3.61%。单二季度广东、广西地区收入增速显著放缓，导致整体营收增速不达预期，我们认为主要因为：（1）二季度在宏观经济环境相对低迷的情况下能量饮料消费乏力，而广东、广西地区已经是成熟市场，公司的市场份额提升空间有限，因此增速受影响较大；（2）广东、广西地区的产品品相较为单一，公司新品的推出节奏受疫情影响有所延缓。截至上半年，公司经销商数量达2590家，较年初净增加278家，其中广东/华东/华中/广西/西南/华北/直营及线上分别净增加-6/37/70/35/44/87/11家；公司的终端网点数量从年初的209万家增加至250万家，增长比例达到19.62%，公司的全国化扩张仍在稳步推进中。

公司22H1销售商品、提供劳务收到的现金49.59亿元，同比增长21.50%；其中单二季度为26.44亿元，同比增长15.96%。22H1合同负债12.69亿元，同比增长56.47%。公司22H1经营活动现金流净额为7.13亿元，同比增长-39.52%，主要因为成本上涨和宣传推广费用增加。

公司22H1归母净利润7.55亿元，同比增长11.66%，扣非归母净利润7.15亿元，同比增长8.27%；单二季度归母净利润4.10亿元，同比增长22.77%；扣非归母净利润3.83亿元，同比增长18.55%，Q2业绩超预期。22Q2业绩超预期主要因为在成本压力下公司主动控费，销售和管理费用率下滑显著。22Q2公司毛利率42.24%，同比减少5.18pcts，主要因为大宗原材料聚酯切片采购价格上涨，均价同比2021年上涨38.97%，白砂糖均价同比2021年上涨7.00%。22Q2公司销售费用率15.96%，同比减少5.11pcts；管理费用率2.67%，同比减少1.29pcts。

二、全国化仍在稳步推进中，公司有望成长为软饮平台型企业

受到宏观经济环境低迷叠加成本高企的影响，公司营收和业绩承压。长期来看，公司的核心竞争力依然稳固，经验丰富的管理层以及完善的激励机制有效保障了公司强势的渠道地位。目前公司的销售主要集中在广东区域，全国其他市场仍有较大开发空间。公司目前仍处于全国化扩张的初始阶段，预计该阶段将维持4年左右的时间，受益于全国化的扩张公司收入业绩有望维持较高速增长。此外，公司也在筹划向其他软饮品类进行扩展，凭借强大的渠道铺货能力，长期来看我们认为东鹏有望发展成为软饮平台型企业。

三、盈利预测

我们预计22-24年公司收入分别为84.37/103.09/121.94亿元，同比增长20.91%/22.19%/18.28%；归母净利润分别为13.61/17.19/21.86亿元，同比增长14.08%/26.28%/27.21%，EPS分别为3.40/4.30/5.47元/股；按最新收盘价对应PE为47/37/29倍。对比可比公司，考虑到公司较高的成长弹性，我们给予23年40倍PE估值，对应合理价值171.86元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值对比（截止2022年08月16日）（单位：人民币元）（港币兑人民币汇率为0.8434）

证券简称	证券代码	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
农夫山泉	09633.HK	40.01	0.68	0.83	0.97	59	48	41

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：农夫山泉盈利预测源于wind一致预期

四、风险提示

宏观经济增长不及预期。若宏观经济增长不及预期，则消费者购买能力将受到影响，可能会导致企业收入业绩不及预期。

估值调整风险。公司PE估值仍具有随市场整体调整的风险。

食品安全风险。若行业或者公司产品安全出现问题，将对公司产品需求造成较大影响，可能导致公司收入业绩不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,959	2,852	4,389	6,084	8,298
货币资金	1,225	1,019	2,426	3,528	5,036
应收及预付	192	81	102	119	140
存货	273	340	445	517	598
其他流动资产	270	1,411	1,415	1,920	2,525
非流动资产	2,402	4,939	5,244	5,662	6,238
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,404	1,909	2,209	2,609	3,009
在建工程	456	187	207	217	227
无形资产	237	323	307	294	280
其他长期资产	305	2,520	2,520	2,543	2,723
资产总计	4,361	7,790	9,632	11,747	14,537
流动负债	2,130	3,415	3,896	4,292	4,896
短期借款	110	624	324	124	74
应付及预收	298	554	712	807	934
其他流动负债	1,722	2,237	2,861	3,361	3,888
非流动负债	318	137	137	137	137
长期借款	302	26	26	26	26
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	111	111	111	111
负债合计	2,448	3,552	4,033	4,429	5,033
股本	360	400	400	400	400
资本公积	388	2,080	2,080	2,080	2,080
留存收益	1,165	1,758	3,119	4,837	7,023
归属母公司股东权益	1,913	4,238	5,599	7,318	9,504
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	4,361	7,790	9,632	11,747	14,537

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,340	2,077	2,430	2,529	2,973
净利润	812	1,193	1,361	1,719	2,186
折旧摊销	134	196	336	433	434
营运资金变动	443	847	651	402	448
其它	-49	-159	83	-25	-95
投资活动现金流	-773	-3,563	-708	-1,219	-1,411
资本支出	-645	-606	-535	-710	-710
投资变动	-140	-2,977	-100	-500	-600
其他	12	20	-73	-9	-101
筹资活动现金流	-334	1,307	-316	-208	-54
银行借款	524	638	-300	-200	-50
股权融资	0	1,851	0	0	0
其他	-858	-1,182	-16	-8	-4
现金净增加额	234	-180	1,407	1,102	1,508
期初现金余额	945	1,179	1,019	2,426	3,528
期末现金余额	1,179	999	2,426	3,528	5,036

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	17.8%	40.7%	20.9%	22.2%	18.3%
营业利润增长	41.8%	45.5%	14.4%	25.2%	27.2%
归母净利润增长	42.3%	46.9%	14.1%	26.3%	27.2%
获利能力					
毛利率	43.9%	44.4%	42.0%	44.2%	45.7%
净利率	16.4%	17.1%	16.1%	16.7%	17.9%
ROE	45.8%	38.8%	27.7%	26.6%	26.0%
ROIC	33.1%	21.3%	21.7%	21.7%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	56.1%	45.6%	41.9%	37.7%	34.6%
净负债比率	128.0%	83.8%	72.0%	60.5%	53.0%
流动比率	0.92	0.83	1.13	1.42	1.70
速动比率	0.71	0.72	0.99	1.28	1.55
营运能力					
总资产周转率	1.14	0.90	0.88	0.88	0.84
应收账款周转率	385.82	283.95	274.92	292.00	284.76
存货周转率	18.18	20.52	18.95	19.94	20.40
每股指标 (元)					
每股收益	2.26	2.98	3.40	4.30	5.47
每股经营现金流	3.72	5.19	6.08	6.32	7.43
每股净资产	5.31	10.60	14.00	18.29	23.76
估值比率					
P/E	-	60.97	47.03	37.24	29.28
P/B	-	17.16	11.43	8.75	6.73
EV/EBITDA	-	46.69	30.79	23.95	19.07

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,959	6,978	8,437	10,309	12,194
营业成本	2,784	3,882	4,891	5,750	6,619
营业税金及附加	50	77	93	113	134
销售费用	904	1,368	1,451	1,907	2,256
管理费用	184	252	270	371	439
研发费用	36	43	52	63	75
财务费用	-16	-11	-16	-21	-38
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	117	0	0	0
投资净收益	10	23	27	33	39
营业利润	1,050	1,529	1,749	2,189	2,785
营业外收支	-21	-15	-15	0	0
利润总额	1,030	1,514	1,734	2,189	2,785
所得税	217	321	373	471	599
净利润	812	1,193	1,361	1,719	2,186
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	812	1,193	1,361	1,719	2,186
EBITDA	1,135	1,553	2,016	2,537	3,105
EPS (元)	2.26	2.98	3.40	4.30	5.47

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 田荣振：高级分析师，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。