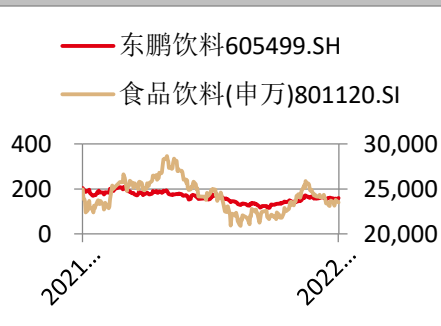


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	210.65
52周内低	116.21
总市值(亿元)	558
流通市值(亿元)	106
总股本(亿股)	4.00
A股(亿股)	4.00
—已流通(亿股)	0.76
—限售股(亿股)	3.24

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email：caixueyu@cnpsec.com

东鹏饮料（605499.SH）：
省外扩张亮眼，品类扩容打开中长期空间

● 事件

公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营收 42.91 亿元，同比+16.54%；归母净利润 7.55 亿元，同比+11.66%；扣非归母净利润 7.15 亿元，同比+8.27%。22Q2 实现营收 22.85 亿元，同比+15.99%；归母净利润 4.10 亿元，同比+22.75%；扣非净利润 3.83 亿元，同比+18.58%。利润略超预期。

● 核心观点

疫情气候影响动销，控费对冲成本压力。上半年因华东疫情反复、华南雨季提前等因素影响，部分消费场景缺失，公司 H1 营收增速略低于预期。产品端，东鹏特饮/其他饮料分别实现营收 41.18/1.66 亿元，同比+18.16%/-11.34%，占比分别为 96.13%/3.87%，公司 Q2 聚焦大金瓶下沉、启动金罐全国化推广，Q2 单季度东鹏特饮同比+20.19%。成本端，公司 H1 毛利率为 42.68%，同比-4.21 个百分点（同口径下），核心原料 PET、白糖等价格仍处高位，抑制公司毛利率水平。费用端，公司 H1 净利率为 17.59%，同比-0.76 个百分点，销售/管理/财务/研发费用率分别为 16.38%/3.05%/0.48%/0.48%，同比-2.52/-0.54/+0.60%/-0.08%pcts。Q2 疫情延后促销投放进度，同时公司加强费用管控，销售/管理费用率回落，带动 Q2 净利率逆势增长 1 个百分点。

全国化稳步推进，省外扩张与线上渠道表现亮眼。公司持续推进销售网络下沉，22H1 末合作经销商 2590 家，上半年净增 278 家，环比+12%，当前已覆盖 250 万家终端网点，地级市覆盖率达 98.79%。分渠道看，公司上半年经销/直营/线上同比分别+17.12%/+6.88%/+55.83%，疫情影响下部分需求从线下转至线上。分区域看，广东/华东/华中/广西/西南/北方 H1 营收同比分别-0.41%/+46.38%/+27.15%/+13.71%/+45.06%/+63.20%。公司核心基本盘广东区域受 5 月雨季提前影响动销不佳，华东、西南、北方表现亮眼，公司全国化布局实力持续验证。

暑期高温催化短期需求，品类扩容打开中长期空间。短期看，疫

情、成本等负面影响逐渐消退，22 年夏季持续性高温有望刺激旺季需求。同时，公司在 22H1 继续推进冷柜投放，截止 6 月底累计投放 7.4 万台，公司饮料冰冻化陈列思路契合高温下消费者冷饮需求。中期看，公司 500ml 大金瓶持续下沉叠加 250ml 金罐全国化推广，助力公司突破百亿营收。长期看，公司扩容“能量+”产品矩阵，当前已储备包括果汁、茶饮、运动饮料在内多款新品，未来推出后有望打开长期增量空间。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 85.45/107.85/127.26 亿元，同比增长 22.45%/26.22%/17.99%；实现归母净利 12.97/18.05/22.16 亿元，同比增长 8.75%/39.12%/22.77%，对应 EPS 为 3.24/4.51/5.54 元。公司短期受益气候因素催化，Q3 营收有望提速；中期看大金瓶和金罐持续放量、成本下行；长期看行业竞争格局重塑下的公司份额提升。结合公司历史估值与可比公司估值，我们给予公司 2022 年 53 倍 PE 估值，目标价 171.9 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

新品扩张不及预期，疫情反复气候变化抑制消费恢复，食品安全等风险

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：百万元	6978	8545	10785	12726
同比增速%	40.72%	22.47%	26.21%	18.00%
归属于母公司净利润：百万元	1193	1297	1805	2216
同比增速%	46.90%	8.75%	39.13%	22.76%
EPS 元/股	2.98	3.24	4.51	5.54
PE	47.69	43.85	31.52	25.68

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 6 日收盘价

公司财务预测

资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1225	1019	2233	4127	6243
应收账款+票	13	25	35	44	52
预付账款	179	57	234	295	348
存货	273	340	468	573	667
其他	270	1411	953	1124	1272
流动资产合计	1959	2852	3923	6163	8582
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1404	2012	1871	1724	1570
在建工程	456	187	125	62	0
无形资产	237	323	269	215	161
其他非流动资产	305	2417	2406	2394	2394
非流动资产合计	2402	4939	4670	4395	4125
资产总计	4361	7790	8594	1055	12707
短期借款	110	624	0	0	0
应付账款+票	298	554	654	800	931
其他	1722	2237	2754	3419	4004
流动负债合计	2130	3415	3407	4219	4935
长期带息负债	302	120	69	22	(19)
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	16	17	17	17	17
非流动负债合计	318	137	86	39	(2)
负债合计	2448	3552	3493	4258	4934
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	400	400	400	400
资本公积	388	2080	2080	2080	2080
留存收益	1165	1758	2620	3820	5293
股东权益合计	1913	4238	5100	6300	7773
负债和股东权	4361	7790	8594	1055	12707

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	812	1193	1297	1805	2216
折旧摊销	134	185	273	280	275
财务费用	-16	-11	12	-9	-18
存货减少(增)	-58	-67	-128	-105	-94
营运资金变动	437	847	758	466	413
其它	31	-81	119	96	85
经营活动现金	1340	2066	2333	2533	2877
资本支出	-646	-609	-5	-5	-5
长期投资	-140	-297	0	0	0
其他	13	22	9	9	9
投资活动现金	-773	-356	4	4	4
债权融资	165	332	-675	-47	-41
股权融资	0	40	0	0	0
其他	-499	935	-447	-596	-725
筹资活动现金	-334	1307	-1123	-643	-766
现金净增加额	234	-191	1214	1894	2116

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4959	6978	8545	10785	12726
营业成本	2784	3882	4998	6119	7119
营业税金及附加	50	77	90	114	134
营业费用	904	1368	1472	1866	2212
管理费用	219	294	333	408	466
财务费用	-16	-11	12	-9	-18
资产减值损失	0	0	-5	-6	-7
公允价值变动	0	117	0	0	0
投资净收益	10	23	13	13	13
其他	24	21	21	21	21
营业利润	1050	1529	1668	2316	2840
营业外净收益	-21	-15	-13	-13	-13
利润总额	1030	1514	1655	2303	2827
所得税	217	321	358	498	611
净利润	812	1193	1297	1805	2216
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司	812	1193	1297	1805	2216

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.81	40.72	22.47	26.21	18.00
EBIT	40.29	48.19	11.01	37.56	22.45
EBITDA	37.94	46.96	15.04	32.61	19.81
归属于母公司	42.32	46.90	8.75	39.13	22.76
获利能力					
毛利率	43.86	44.37	41.51	43.27	44.06
净利率	16.38	17.10	15.18	16.74	17.41
ROE	42.44	28.15	25.44	28.65	28.51
ROIC	66.80	76.29	57.82	128.1	247.1
偿债能力					
资产负债率	56.13	45.60	40.65	40.33	38.83
流动比率	0.9	0.8	1.2	1.5	1.7
速动比率	0.6	0.4	0.8	1.1	1.3
营运能力					
应收账款周转	385.8	284.0	246.1	246.1	246.1
存货周转率	10.2	11.4	10.7	10.7	10.7
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益	2.0	3.0	3.2	4.5	5.5
每股经营现金	3.4	5.2	5.8	6.3	7.2
每股净资产	4.8	10.6	12.8	15.8	19.4
估值比率					
市盈率	70.1	47.7	43.9	31.5	25.7
市净率	29.7	13.4	11.2	9.0	7.3
EV/EBITDA	49.2	42.0	27.4	20.0	16.1
EV/EBIT	55.7	47.1	31.9	22.4	17.6

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年9月6日收盘价

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。