

## 公司研究

## 省外市场快速推进，基地市场恢复增长

## ——东鹏饮料（605499.SZ）2022年三季报点评

## 增持（维持）

当前价：153.65元

## 作者

## 分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

## 分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

## 分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

## 联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

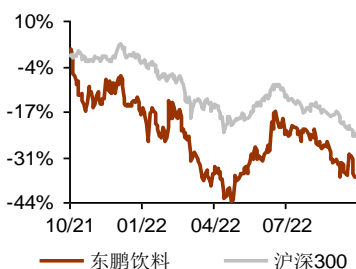
## 联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元):	614.62
一年最低/最高(元):	111.35/203.38
近3月换手率:	10.00%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.99	13.53	12.80
绝对	6.48	-2.67	-13.44

资料来源：Wind

## 相关研报

省外市场开拓顺利，费用管控释放利润——东鹏饮料（605499.SH）2022年半年报点评（2022-08-16）

## 要点

**事件：**东鹏饮料发布2022年三季报，2022年前三季度实现营业收入66.44亿元、yoy+19.50%，归母净利润11.66亿元，yoy+17.01%。其中2022Q3实现营业收入23.53亿元、yoy+25.30%，归母净利润4.11亿元、yoy+28.32%。

**核心产品持续增长，省外市场不断放量。分产品看，**核心产品能量饮料保持高增长的态势，22Q3实现收入22.74亿，yoy+29.4%；非能量饮料Q3实现收入0.75亿元，yoy-37.4%。**分地区看，**广东区域依然是公司的核心市场，22Q3实现收入10.24亿元，yoy+13.8%，恢复正增长。省外市场延续快速增长，华东、华中、广西区域占比较高，22Q3实现收入2.67/2.62/2.19亿元，yoy+17.5%/+45.8%/+29.8%；较为薄弱的市场如西南、华北区域（含北方大区）第三季度加速开拓，22Q3分别实现收入1.70/1.41亿元，yoy+58.3%/+103.9%。**分模式看，**经销/直营/线上22Q3分别实现20.73/2.24/0.41亿元，yoy+26.0%/+15.8%/+35.4%，线上销售模式保持快速增长状态。

**成本压力仍较大，费用管控表现优秀。**1) 22年前三季度/22Q3公司毛利率分别为41.75%/40.05%，剔除会计政策变更影响后同比-4.0/-3.5pcts，主要由于原材料白砂糖、PET的价格有所上升，带动成本上行。2) 22年前三季度/22Q3公司销售费用率分别为16.34%/16.27%，剔除会计政策变更影响后同比-2.5/-2.3pcts，Q3销售费用率同比下滑主要系去年上市后公司加强旺季宣传导致基数较高，今年公司费用投放基本稳定，Q1-Q3销售费用率维持在16%-17%。3) 22年前三季度/22Q3管理费用率分别为2.99%/2.89%，同比-0.5/-0.4pcts。4) 综合来看，22年前三季度/22Q3公司销售净利率达到17.54%/17.46%，同比-0.4/+0.4pcts。

**加速拓展销售网点，积极推进全国化战略。**今年以来，加快渠道布局和省外开拓，一方面公司在渠道端的冰柜投放和产品冰冻化建设的投入不断加大，随着曝光率提升，消费者购买频次也有望同步增加；另一方面公司深耕、精耕渠道建设，不断加强渠道的运营能力，截止到22Q3公司共有2600家经销商，较22Q2末净增加10家。公司全国化战略明确，从产品、渠道着手，强化产品曝光率和终端动销，不断提升终端覆盖率，未来有望进入新的增长空间。

展望22Q4，收入端，此前公司公告10月公司产品动销同比大幅增长，动销超前三季度增速，提高Q4业绩增长确定性；此外，由于2023年春节时间较早，收入确认时间或提前。利润端，10月大宗原材料聚酯切片、白砂糖及主要添加剂的采购成本环比呈下降趋势，公司毛利率有所提升，若原材料成本进一步下降，成本压力疏解有望提振利润，需密切跟踪原材料价格变化。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持东鹏饮料2022-2024年EPS分别为3.43/4.42/5.47元，对应PE分别为45x/35x/28x。能量饮料是软饮料赛道中的景气赛道，东鹏作为排名第二的优质企业，具备长期增长潜力。维持“增持”评级。

**风险提示：**市场拓展不及预期的风险；行业竞争加剧；成本费用波动风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,959	6,978	8,485	10,514	12,662
营业收入增长率	17.81%	40.72%	21.59%	23.92%	20.43%
净利润 (百万元)	812	1,193	1,373	1,767	2,187
净利润增长率	42.32%	46.90%	15.06%	28.72%	23.76%
EPS (元)	2.26	2.98	3.43	4.42	5.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	42.44%	28.15%	27.39%	26.07%	24.39%
P/E	68	52	45	35	28
P/B	28.9	14.5	12.3	9.1	6.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-10-28 (注: 2020/2021 年总股本数分别为 3.6/4.0 亿股)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,959	6,978	8,485	10,514	12,662
营业成本	2,648	3,882	4,888	5,913	7,057
折旧和摊销	132	182	194	215	241
税金及附加	50	77	93	116	139
销售费用	1,040	1,368	1,494	1,873	2,268
管理费用	184	252	297	358	419
研发费用	36	43	52	62	73
财务费用	-16	-11	17	-2	-3
投资收益	10	23	49	0	0
营业利润	1,050	1,529	1,749	2,257	2,784
利润总额	1,030	1,514	1,741	2,242	2,774
所得税	217	321	369	475	588
净利润	812	1,193	1,373	1,767	2,187
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	812	1,193	1,373	1,767	2,187
EPS(元)	2.26	2.98	3.43	4.42	5.47

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,340	2,077	2,237	1,878	2,327
净利润	812	1,193	1,373	1,767	2,187
折旧摊销	132	182	194	215	241
净营运资金增加	-1	964	-20	1,015	1,065
其他	398	-263	689	-1,119	-1,166
投资活动产生现金流	-773	-3,563	1,941	-470	-520
净资本支出	-645	-606	-470	-470	-520
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-128	-2,957	2,411	0	0
融资活动现金流	-334	1,307	-1,240	2	3
股本变化	0	40	0	0	0
债务净变化	227	218	-624	0	0
无息负债变化	516	886	253	192	222
净现金流	234	-180	2,938	1,411	1,809

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	46.6%	44.4%	42.4%	43.8%	44.3%
EBITDA 率	23.4%	22.4%	22.5%	23.5%	23.9%
EBIT 率	20.6%	19.7%	20.2%	21.5%	22.0%
税前净利润率	20.8%	21.7%	20.5%	21.3%	21.9%
归母净利润率	16.4%	17.1%	16.2%	16.8%	17.3%
ROA	18.6%	15.3%	16.8%	17.4%	17.4%
ROE (摊薄)	42.4%	28.1%	27.4%	26.1%	24.4%
经营性 ROIC	24.9%	23.2%	27.4%	28.6%	29.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	56%	46%	39%	33%	29%
流动比率	0.92	0.83	1.66	2.08	2.57
速动比率	0.79	0.74	1.40	1.79	2.24
归母权益/有息债务	4.04	6.13	73.61	99.57	131.69
有形资产/有息债务	8.37	10.50	112.49	141.07	176.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,361	7,790	8,193	10,152	12,560
货币资金	1,225	1,019	3,957	5,368	7,177
交易性金融资产	50	301	0	0	0
应收账款	13	25	30	37	45
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	18	22	28	34
存货	273	340	782	946	1,129
其他流动资产	140	105	180	282	389
流动资产合计	1,959	2,852	5,043	6,747	8,877
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,404	1,909	1,959	2,098	2,256
在建工程	456	187	309	367	425
无形资产	237	323	336	349	362
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	47	241	256	256	256
非流动资产合计	2,402	4,939	3,150	3,405	3,683
总负债	2,448	3,552	3,182	3,374	3,595
短期借款	110	624	0	0	0
应付账款	295	536	675	817	975
应付票据	3	18	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	486	79	79	79	79
流动负债合计	2,130	3,415	3,045	3,236	3,458
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	15	107	107	107	107
非流动负债合计	318	137	137	137	137
股东权益	1,913	4,238	5,011	6,778	8,965
股本	360	400	400	400	400
公积金	501	2,280	2,280	2,280	2,280
未分配利润	1,052	1,558	2,331	4,098	6,284
归属母公司权益	1,913	4,238	5,011	6,778	8,965
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	20.98%	19.61%	17.61%	17.81%	17.91%
管理费用率	3.71%	3.61%	3.51%	3.41%	3.31%
财务费用率	-0.32%	-0.16%	0.20%	-0.02%	-0.02%
研发费用率	0.72%	0.61%	0.61%	0.59%	0.57%
所得税率	21%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	1.50	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	3.72	5.19	5.59	4.70	5.82
每股净资产	5.31	10.60	12.53	16.94	22.41
每股销售收入	13.77	17.44	21.21	26.29	31.65

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	68	52	45	35	28
PB	28.9	14.5	12.3	9.1	6.9
EV/EBITDA	49.1	41.0	32.1	24.6	19.9
股息率	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE