

东鹏饮料

605499.SH

审慎增持（维持）

大本营市场回暖，区域扩张加速

2022年10月28日

市场数据

市场数据日期	2022-10-27
收盘价(元)	157.72
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	76.01
总市值(百万元)	63,089.58
流通市值(百万元)	11,988.30
净资产(百万元)	4,803.63
总资产(百万元)	10,482.93
每股净资产(元)	12.01

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6978	8283	10193	12290
同比增长	40.72%	18.70%	23.07%	20.57%
归母净利润(百万元)	1193	1378	1795	2210
同比增长	46.90%	15.52%	30.22%	23.13%
毛利率	44.37%	42.09%	44.79%	45.64%
净利率	17.10%	16.64%	17.61%	17.98%
净资产收益率	28.15%	27.47%	26.90%	25.50%
每股收益(元)	2.98	3.45	4.49	5.52
每股经营现金流(元)	5.19	5.32	5.40	6.29

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《东鹏饮料: Q2 大单品提速, 区域扩张成效显著》2022-08-16
《东鹏饮料: 短期成本承压, 全国化进程持续推进》2022-04-30
《东鹏饮料: 乘势而上, 全国化加速取佳绩》2022-02-28

分析师:

苏敏

sucheng21@xyzq.com.cn
S0190521120003

金含

jinhan@xyzq.com.cn
S0190521080003

- **事件:** 公司公告 2022 年三季报, 前三季度实现营收/归母净利/扣非归母净利 66.44/11.66/10.64 亿元, 同比+19.50%/+17.01%/+10.21%; 其中, Q3 实现营收/归母净利/扣非归母净利 23.53/4.11/3.50 亿元, 同比+25.30%/+28.32%/+14.40%。
- **Q3 旺季动销良好, 大单品显著提速。**前三季度东鹏特饮收入 63.92 亿元, 同比+21.9%, 其中 Q3 东鹏特饮收入 22.74 亿元, 同比+29.4%, 逐季显著提速, 主要系天热雨水少、全国化布局顺利推进、冰冻化陈列有所成效。前三季度其他饮料收入 2.41 亿元, 同比-21.5%, 其中 Q3 其他饮料收入 0.75 亿元, 同比-37.4%, 主要系投入力度有所减少。公司未来将继续重视新金罐、咖啡等新品推广, 并将根据不同消费人群、不同消费场景, 创新开发不同品类、风味及饮用场景的“能量+”产品, 持续完善产品矩阵。
- **Q3 大本营市场回暖, 全国区域增速 40%+。**前三季度广东区域收入 26.72 亿元, 同比+4.6%, 其中 Q3 广东区域收入 10.24 亿元, 同比+13.8%, 重回双位数增长, 主要系大本营 7 月前雨水扰动较多, 三季度有所改善。前三季度全国区域(不含广东区域及线上直营渠道)收入 32.77 亿元, 同比+36.6%, 占比 49.4%, 同比+6.2pct, 其中华东、华中增速 30%+, 西南区域增速近 50%, 华北区域增速 70%+, 区域拓展持续推进; 其中 Q3 全国区域增速 40%+, 华中、广西区域明显提速。9 月末全国经销商 2600 家, 较 2021 年年末增 12%, 新增经销商主要在省外市场。
- **盈利预测与投资建议:** 根据中报相应调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年营收分别为 82.83/101.93/122.90 亿元, 同比+18.70%/+23.07%/+20.57%, 归母净利分别为 13.78/17.95/22.10 亿元, 同比+15.52%/+30.22%/+23.13%, EPS 分别为 3.45/4.49/5.52 元, 对应 2022 年 10 月 27 日收盘价, PE 为 45.78/35.16/28.55X, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 红牛品牌纠纷结束后或加剧竞争; 产品结构相对单一、新品推广效果不及预期、原材料价格波动、产品质量风险。

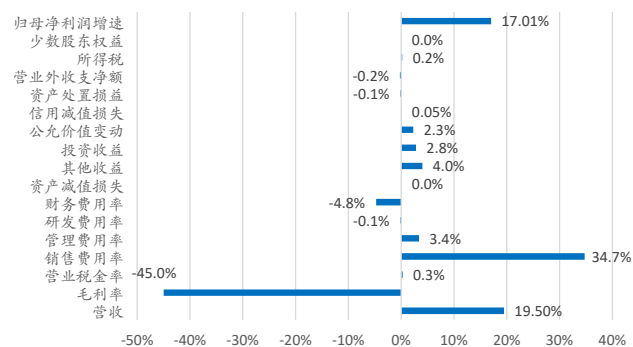
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

- **Q3 旺季动销良好，大单品显著提速。**前三季度东鹏特饮收入 63.92 亿元，同比+21.9%，其中 Q3 东鹏特饮收入 22.74 亿元，同比+29.4%，逐季显著提速，主要系天热雨水少、全国化布局顺利推进、冰冻化陈列有所成效。前三季度其他饮料收入 2.41 亿元，同比-21.5%，其中 Q3 其他饮料收入 0.75 亿元，同比-37.4%，主要系投入力度有所减少。公司未来将继续重视新金罐、咖啡等新品推广，并将根据不同消费人群、不同消费场景，创新开发不同品类、风味及饮用场景的“能量+”产品，持续完善产品矩阵。
- **Q3 大本营市场回暖，全国区域增速 40%+。**前三季度广东区域收入 26.72 亿元，同比+4.6%，其中 Q3 广东区域收入 10.24 亿元，同比+13.8%，重回双位数增长，主要系大本营 7 月前雨水扰动较多，三季度有所改善。前三季度全国区域(不含广东区域及线上直营渠道)收入 32.77 亿元，同比+36.6%，占比 49.4%，同比+6.2pct，其中华东、华中增速 30%+，西南区域增速近 50%，华北区域增速 70%+，区域拓展持续推进；其中 Q3 全国区域增速 40%+，华中、广西区域明显提速。9 月末全国经销商 2600 家，较 2021 年年末增 12%，新增经销商主要在省外市场。
- **成本压力下毛利率下滑，费用端管控有效，Q3 净利率有所提振。**(数据口径均为剔除会计准则影响)
 - ✓ 前三季度毛利率 41.75%，同比-4.00pct，其中 22Q3 毛利率 40.05%，同比-3.45pct/环比-2.18pct。毛利率下滑主要系 Q3 大宗原材料聚酯切片和白砂糖采购单价较今年上半年分别上涨 8.56%和 2.52%。
 - ✓ 前三季度销售费用率为 16.34%，同比-2.46pct，其中 Q3 销售费用率为 16.27%，同比-2.33pct。销售费用率大幅改善主要系去年三季度有上市宣传片专案推广费用近 3300 万元，剔除该影响，Q3 销售费用率同比仍改善 0.59pct，主要系费用投放有所收窄。
 - ✓ 综合上述因素，前三季度净利率 17.54%，同比-0.37pct；其中 Q3 净利率 17.46%，同比+0.41pct。
- **短期关注成本拐点，长期看好市占率持续提升。**短期来看，随着疫情扰动逐渐褪去，广东大本营市场有所恢复，华东等重点开拓省份动销端有所提速，预计明年收入有望提速；成本端，10 月 PET 价格同比/环比-6%/ -3%，后续静待成本拐点到来后的利润率修复空间。长期来看，公司产品、渠道、品牌齐发力，把握行业成长红利，市占率持续提升，且规模效应下盈利能力有望进一步增强。此前 9 月华彬与天丝的诉讼纠纷新进展预计对东鹏影响不大，近两年华彬的份额更多被同款天丝品项取代，东鹏更多靠自身渠道布局完善、省外加速拓展赢得更多行业增量。
- **盈利预测与投资建议：**由于功能饮料赛道成长属性强，公司凭借产品差异化定位、渠道持续扩张，区域开拓潜力大。根据三季报相应调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收分别为 82.83/101.93/122.90 亿元，同比+18.70%/+23.07%/+20.57%，归母净利分别为 13.78/17.95/22.10 亿元，同比+15.52%/

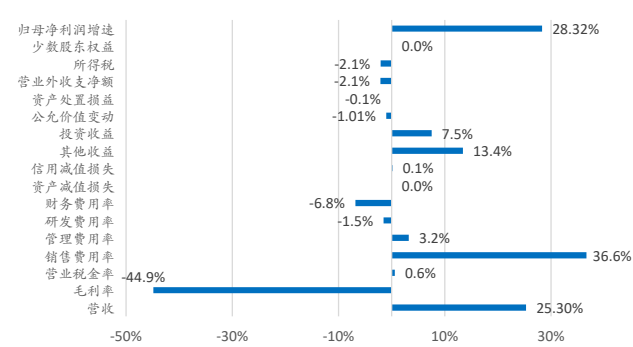
+30.22%/+23.13%，EPS 分别为 3.45/4.49/5.52 元，对应 2022 年 10 月 27 日收盘价，PE 为 45.78/35.16/28.55X，维持“审慎增持”评级。

图 1、2022 年前三季度归母净利润同比增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022Q3 归母净利润同比增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：红牛品牌纠纷结束后或加剧竞争；产品结构相对单一、新品推广效果不及预期、原材料价格波动、产品质量风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2852	3674	5837	8217	营业收入	6978	8283	10193	12290
货币资金	1019	1873	3699	5768	营业成本	3882	4797	5627	6681
交易性金融资产	301	331	365	401	税金及附加	77	91	112	135
应收票据及应收账款	25	20	37	38	销售费用	1368	1466	1937	2372
预付款项	57	48	65	74	管理费用	252	290	347	406
存货	340	192	338	477	研发费用	43	46	56	68
其他	1110	1209	1333	1460	财务费用	-11	-15	-22	-32
非流动资产	4939	4616	4609	4586	其他收益	21	20	22	21
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	23	13	15	17
固定资产	1909	2209	2460	2668	公允价值变动收益	117	120	120	120
在建工程	187	194	197	198	信用减值损失	-1	0	0	0
无形资产	323	323	323	323	资产减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	24	24	24	24	营业利润	1529	1762	2293	2818
其他	2497	1867	1605	1374	营业外收入	2	2	2	2
资产总计	7790	8290	10445	12803	营业外支出	17	15	18	17
流动负债	3415	3208	3701	4059	利润总额	1514	1748	2277	2803
短期借款	624	0	0	0	所得税	321	370	482	594
应付票据及应付账款	554	624	735	853	净利润	1193	1378	1795	2210
其他	2237	2584	2966	3206	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	137	65	72	79	归属母公司净利润	1193	1378	1795	2210
长期借款	26	26	26	26	EPS(元)	2.98	3.45	4.49	5.52
其他	111	40	46	53					
负债合计	3552	3274	3773	4138	主要财务比率				
股本	400	400	400	400	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	2080	2080	2080	2080	成长性				
未分配利润	1558	2211	3705	5532	营业收入增长率	40.72%	18.70%	23.07%	20.57%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润增长率	45.54%	15.25%	30.17%	22.90%
股东权益合计	4238	5016	6672	8665	归母净利润增长率	46.90%	15.52%	30.22%	23.13%
负债及权益合计	7790	8290	10445	12803	盈利能力				
					毛利率	44.37%	42.09%	44.79%	45.64%
					净利率	17.10%	16.64%	17.61%	17.98%
					ROE	28.15%	27.47%	26.90%	25.50%
					偿债能力				
					资产负债率	45.60%	39.49%	36.12%	32.32%
					流动比率	0.83	1.15	1.58	2.02
					速动比率	0.74	1.09	1.49	1.91
					营运能力				
					资产周转率	1.15	1.03	1.09	1.06
					应收帐款周转率	360.44	355.68	347.82	321.87
					存货周转率	12.67	18.04	21.25	16.40
					每股资料(元)				
					每股收益	2.98	3.45	4.49	5.52
					每股经营现金	5.19	5.32	5.40	6.29
					每股净资产	10.60	12.54	16.68	21.66
					估值比率(倍)				
					PE	52.88	45.78	35.16	28.55
					PB	14.89	12.58	9.46	7.28

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1193	1378	1795	2210
折旧和摊销	185	199	245	290
资产减值准备	0	-6	1	1
资产处置损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-117	-120	-120	-120
财务费用	15	-15	-22	-32
投资损失	-23	-13	-15	-17
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	847	469	156	43
经营活动产生现金流量	2077	2126	2160	2515
投资活动产生现金流量	-3563	-49	-222	-270
融资活动产生现金流量	1307	-1223	-111	-177
现金净变动	-180	854	1826	2068
现金的期初余额	1179	1019	1873	3699
现金的期末余额	1019	1873	3699	5768

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn