

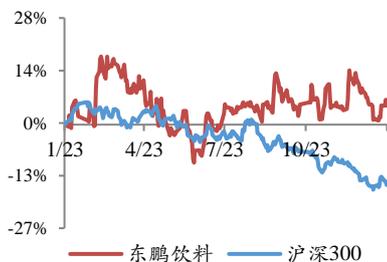
## 百亿落地再起步，新品助力新东鹏

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-05

收盘价(元)	182.46
近12个月最高/最低(元)	204.56/156.63
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	159
流通股比例(%)	39.82
总市值(亿元)	730
流通市值(亿元)	291

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 差异化竞争突出重围，全国各地落点开花

东鹏饮料诞生于20世纪深圳，早期主要生产广东省内特色茶饮，09年推出核心大单品东鹏特饮，夯实国产能量饮料赛道龙头地位。2017年公司通过推出500ml金瓶，以性价比角度切入竞品空白市场，迅速获得广泛认可；彼时红牛尚处内耗斗争中，间接给予了东鹏特饮依靠“对比+差异化”进行需求用户精准定位的时机。公司随后通过营销战略、渠道扩张、产品搭建上的协同发力，发展为具备全国化成长空间的龙头饮料企业。业绩层面，公司2023年前三季度实现营业收入86.41亿元，同比增长30.05%，归母净利润16.56亿元，同比增长42.05%。

#### ● 百亿特饮再次起步，第二曲线长线蓄力

特饮尚未触及天花板，转变模式带来增长新空间。公司主力单品东鹏特饮23年或将突破百亿大关，后续成长斜率及成长空间受市场关注。我们认为，长期来看百亿并非终点：一方面，从区域上来看，虽然广西、广东地区已经出现了增长放缓，人均饮用量偏饱和的状态，但其他地区尚处高速增长过程中，从占有率角度仍具较大空间，日前公司签署协议共建华北地区总部暨天津生产基地，我们认为此举有望打开北方区域的增长天花板，下一步公司将着力提升单点产出，增长模式上从量增转向质提；另一方面，对标竞品红牛200亿规模来看，市场仍然具备较大的容量，公司接下来需要通过产品、渠道、品牌的精耕细作抢占更多份额。**第二增长曲线长线蓄力，重视主业协同赋能。**公司在积极深耕主力单品全国化布局之外，也在多个饮品细分赛道开发大单品，积极探索第二成长曲线，包括电解质水（补水啦）、无糖茶饮（乌龙上茶）、即饮咖啡（东鹏大咖）等等领域，均有东鹏的顺势储备布局。从收入规模上看，补水啦已开始贡献增速，预计23年规模5亿左右，后期有望冲刺20亿俱乐部；乌龙上茶推出较新尚未出量，考虑到无糖茶饮赛道更为成长，后期可以期待茉莉/普洱等其他口味上新后的合力势能；东鹏大咖所属赛道粘性强、空间大，但同时竞品和替代品亦较多，公司从性价比角度切入后积极开展差异化竞争，当前仍处于培育阶段。相比规模更为重要的是，需要重视东鹏主业与其他单品的协同赋能作用，在渠道、品牌、管理等资源共享的背景下，第二成长曲线或将加速诞生。

#### ● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计2023-2025年收入分别为108.46、134.88、163.59亿元，对应增速分别为27.5%、24.4%、21.3%，归母净利润分别为20.39、26.36、32.95亿元，对应增速分别为41.6%、29.2%、25.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

**● 风险提示**

北方地区推广不及预期，消费复苏斜率放缓。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8505	10846	13488	16359
收入同比 (%)	21.9%	27.5%	24.4%	21.3%
归属母公司净利润	1441	2039	2636	3295
净利润同比 (%)	20.8%	41.6%	29.2%	25.0%
毛利率 (%)	42.3%	42.5%	43.3%	44.4%
ROE (%)	28.4%	31.3%	32.0%	32.3%
每股收益 (元)	3.60	5.10	6.59	8.24
P/E	49.40	35.79	27.69	22.15
P/B	14.05	11.21	8.87	7.15
EV/EBITDA	35.20	26.80	20.95	16.69

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 1 月 4 日

## 正文目录

1 差异化竞争突出重围，全国各地落点开花 .....	5
2 百亿特饮再次起步，第二曲线长线蓄力 .....	5
3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 .....	6
风险提示： .....	6
财务报表与盈利预测 .....	7

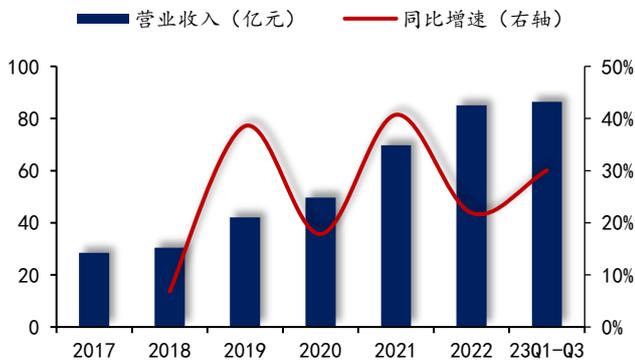
## 图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

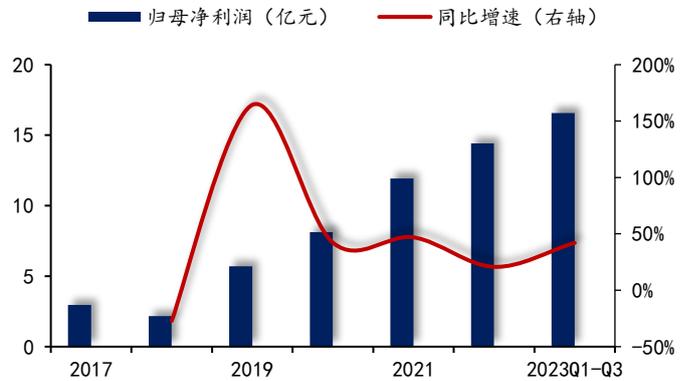
## 1 差异化竞争突出重围，全国各地落点开花

东鹏饮料诞生于 20 世纪深圳，早期主要生产广东省内特色茶饮，09 年推出核心大单品东鹏特饮，定价仅为红牛一半，差异化竞争突出重围，夯实国产能量饮料赛道龙头地位。2017 年公司通过推出 500ml 金瓶，以性价比角度切入竞品空白市场，迅速获得广泛认可；彼时红牛尚处内耗斗争中，间接给予了东鹏特饮依靠“对比+差异化”进行需求用户精准定位的时机。公司随后通过营销战略、渠道拓张、产品搭建上的协同发力，发展为具备全国化成长空间的龙头饮料企业。业绩层面，公司 2023 年前三季度实现营业收入 86.41 亿元，同比增长 30.05%，归母净利润 16.56 亿元，同比增长 42.05%。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2 百亿特饮再次起步，第二曲线长线蓄力

特饮尚未触及天花板，转变模式带来增长新空间。公司主力单品东鹏特饮 23 年或将突破百亿大关，后续成长斜率及成长空间受市场关注。我们认为，长期来看百亿并非终点：一方面，从区域上来看，虽然广西、广东地区已经出现了增长放缓，人均饮用量偏饱和的状态，但其他地区尚处高速增长过程中，从占有率角度仍具较大空间，日前公司签署协议共建华北地区总部暨天津生产基地，我们认为此举有望打开北方区域的增长天花板，下一步公司将着力提升单点产出，增长模式上从量增转向质提；另一方面，对标竞品红牛 200 亿规模来看，市场仍然具备较大的容量，公司接下来需要通过产品、渠道、品牌的精耕细作抢占更多份额。

第二增长曲线长线蓄力，重视主业协同赋能。公司在积极深耕主力单品全国化布局之外，也在多个饮品细分赛道开发大单品，积极探索第二成长曲线，包括电解质水（补水啦）、无糖茶饮（乌龙上茶）、即饮咖啡（东鹏大咖）等等领域，均有东鹏的顺势储备布局。从收入规模上看，补水啦已开始贡献增速，预计 23 年规模 5 亿左右，后期有望冲刺 20 亿俱乐部；乌龙上茶推出较新尚未出量，考虑到无糖茶饮赛道更具成长性，后期可以期待茉莉/普洱等其他口味上新后的合力势能；东鹏大咖所

属赛道粘性强、空间大，但同时竞品和替代品亦较多，公司从性价比角度切入后积极开展差异化竞争，当前仍处于培育阶段。相比规模更为重要的是，需要重视东鹏主业与其他单品的协同赋能作用，在渠道、品牌、管理等资源共享的背景下，第二成长曲线或将加速诞生。

### 3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 108.46、134.88、163.59 亿元，对应增速分别为 27.5%、24.4%、21.3%，归母净利润分别为 20.39、26.36、32.95 亿元，对应增速分别为 41.6%、29.2%、25.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示：

北方地区推广不及预期，消费复苏斜率放缓。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7246	9574	12254	15270	<b>营业收入</b>	8505	10846	13488	16359
现金	2158	3466	4322	5402	营业成本	4905	6232	7642	9088
应收账款	25	32	39	48	营业税金及附加	93	117	145	176
其他应收款	16	20	25	31	销售费用	1449	1784	2218	2690
预付账款	127	218	192	260	管理费用	256	324	403	489
存货	394	552	654	771	财务费用	41	-53	-88	-110
其他流动资产	4527	5286	7022	8758	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4623	4558	4622	4684	公允价值变动收益	13	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	70	152	189	164
固定资产	2232	2158	2060	1941	<b>营业利润</b>	1854	2573	3328	4157
无形资产	357	476	556	634	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	2034	1923	2006	2109	营业外支出	21	10	16	15
<b>资产总计</b>	11870	14132	16876	19954	<b>利润总额</b>	1836	2565	3315	4144
<b>流动负债</b>	6706	7509	8541	9641	所得税	395	525	679	849
短期借款	3182	3182	3182	3182	<b>净利润</b>	1441	2039	2636	3295
应付账款	626	772	993	1156	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2898	3555	4366	5304	<b>归属母公司净利润</b>	1441	2039	2636	3295
<b>非流动负债</b>	100	110	110	110	EBITDA	2054	2716	3434	4245
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.60	5.10	6.59	8.24
其他非流动负债	100	110	110	110					
<b>负债合计</b>	6805	7620	8651	9752					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	400	400	400	400					
资本公积	2080	2080	2080	2080					
留存收益	2584	4032	5745	7722					
归属母公司股东权益	5064	6512	8225	10202					
<b>负债和股东权益</b>	11870	14132	16876	19954					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2026	2538	3615	4262	<b>成长能力</b>				
净利润	1441	2039	2636	3295	营业收入	21.9%	27.5%	24.4%	21.3%
折旧摊销	239	205	207	212	营业利润	21.3%	38.7%	29.4%	24.9%
财务费用	50	4	4	4	归属于母公司净利	20.8%	41.6%	29.2%	25.0%
投资损失	-70	-152	-189	-164	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	521	570	943	901	毛利率 (%)	42.3%	42.5%	43.3%	44.4%
其他经营现金流	765	1342	1706	2407	净利率 (%)	16.9%	18.8%	19.5%	20.1%
<b>投资活动现金流</b>	-3336	-614	-1832	-1860	ROE (%)	28.4%	31.3%	32.0%	32.3%
资本支出	-791	-183	-158	-136	ROIC (%)	17.0%	20.4%	22.3%	23.8%
长期投资	-2610	-1820	-1858	-1882	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	65	1389	185	159	资产负债率 (%)	57.3%	53.9%	51.3%	48.9%
<b>筹资活动现金流</b>	1764	-683	-927	-1322	净负债比率 (%)	134.4%	117.0%	105.2%	95.6%
短期借款	2558	0	0	0	流动比率	1.08	1.27	1.43	1.58
长期借款	-26	0	0	0	速动比率	0.63	0.97	1.16	1.32
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.83	0.87	0.89
其他筹资现金流	-768	-683	-927	-1322	应收账款周转率	344.86	385.17	380.90	376.67
<b>现金净增加额</b>	439	1308	856	1080	应付账款周转率	8.44	8.91	8.66	8.46
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.60	5.10	6.59	8.24
					每股经营现金流 (摊)	5.07	6.35	9.04	10.65
					每股净资产	12.66	16.28	20.56	25.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	49.40	35.79	27.69	22.15
					P/B	14.05	11.21	8.87	7.15
					EV/EBITDA	35.20	26.80	20.95	16.69

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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%；
- 卖出一未来 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。