

## 預告上限，新品放量元年可期

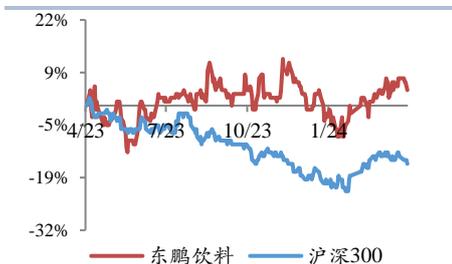
——东鹏饮料 23 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-14

收盘价(元)	184.78
近12个月最高/最低(元)	201.00/150.57
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)	739
流通市值(亿元)	294

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

### 相关报告

【华安食品饮料】拥抱极致性价比与下沉时代系列专题：东鹏饮料投资探讨 20240203

【华安食品饮料】东鹏饮料：百亿落地再起步，新品助力新东鹏 20240105

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2023 年年报：

- Q4：营收 26.2 亿 (+41%)，归母 3.8 亿 (+40%)，扣非 3.7 亿 (+28%)。
- Q1-4：营收 112.6 亿 (+32%)，归母 20.4 亿 (+42%)，扣非 18.7 亿 (+38%)。
- 同时公司拟每 10 股派息 25.0 元，对应分红率 49% (上年 56%)。
- **Q4 收入利润接近预告上限，略超预期。**

#### ● 产品端：东鹏特饮破百亿，新品放量元年

- 东鹏特饮：23A 收入 103 亿，占比 92%，同比+26% (量+28%/价-1%)；其中 23Q4 同比+32%，500ml 金瓶贡献高。  
市场份额持续攀升：23A 销量/销额市占率分别达 43%/31%，较上年分别提升 6.3/4.3pct (尼尔森数据)，量/额分别排行业第 1 (红牛约 30%) / 第 2 (红牛约 50%)。
- 新品补水啦放量超 4 亿：23A 其他饮料收入 9 亿，同比+187%，占 8%，其中补水啦与大咖合计占比 5% 达 5.75 亿。23Q4 其他品类收入同比+253% 好于全年，占比 10.5%。

#### ● 全国化：渠道产能开拓助力全国化加速

- 分区域看：23A 广东/全国/直营/线上收入同比各+12%/+41%/+71%/+44%，占比各 33%/54%/11%/2%，其中华北/西南/华东收入+65%/+65%/+48% 快于整体。  
Q4 广东/全国/直营/线上同比+21%/32%/170%/76%，Q4 广东本埠占比降至 31%、全国化加速。
- 渠道扩张：23A 活跃终端 340 万家，同比+13.4%；经销商 2981 家，同比+7%，均收同比+24%，其中增速最快的华北经销商开拓最多，同比+21%。
- 产能缓解：23A 产能 335 万吨，同比+20%，产能利用率 87% (上年 74%)。23.11 浙江基地、24.3 长沙基地、26E 天津基地投产，24 年产能缓解助力全国化及新品开拓。

#### ● 盈利端：成本管控、盈利提升

- 23A/Q4 毛利率同比+0.7/0.5pct，虽糖价上涨但 PET 纸箱降价；23A 销售/管理/研发/财务费率同比各+0.3/+0.3/-0.0/-0.5pct，利息收入及投资收益增长带动全年净利率同比+1.2pct 至 18.1%。

#### ● 投资建议：全国化加速新品放量，维持“买入”

##### ➢ 我们的观点：

我们认为公司全国化正处加速期，长期主业天花板望远超红牛当前 200 亿；新品 1+6 战略，第二曲线补水啦收入预计 24 年翻倍，长期无糖茶/大咖/VIVI/椰汁/多喝多润等为额外增量。

短期我们预计 24Q1 收入/利润有望同比+30% (公司公布 24 年目标收入/利润皆同比+20% 以上，相对完成难度不大)，Q2 旺季东鹏特饮及补水啦放量有望形成股价催化。

**盈利预测:** 我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 144.5/ 180.7/ 222.6 亿元, 同比+28.3%/ +25.0%/ +23.2%; 实现归母净利润 26.5/ 34.0/ 42.5 亿元, 同比+30.1%/+28.2%/+24.8%; 当前股价对应 PE 分别为 28/22/17 倍, 当前股价未反映第二曲线拓展及公司数字化等核心能力, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**

需求不及预期, 新品拓展不及预期, 市场竞争加剧, 原材料成本超预期上涨。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11263	14451	18071	22257
收入同比 (%)	32.4%	28.3%	25.0%	23.2%
归属母公司净利润	2040	2654	3403	4246
净利润同比 (%)	41.6%	30.1%	28.2%	24.8%
毛利率 (%)	43.1%	43.6%	44.2%	44.3%
ROE (%)	32.3%	34.7%	36.4%	35.7%
每股收益 (元)	5.10	6.63	8.51	10.61
P/E	35.79	27.85	21.72	17.41
P/B	11.54	9.66	7.90	6.21
EV/EBITDA	26.13	18.83	14.46	11.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 4 月 12 日

**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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8769	9786	12382	16111	<b>营业收入</b>	11263	14451	18071	22257
现金	6058	6877	9231	12672	营业成本	6412	8154	10080	12391
应收账款	66	85	106	131	营业税金及附加	121	152	181	218
其他应收款	22	29	36	44	销售费用	1956	2515	3162	3895
预付账款	158	177	219	269	管理费用	369	462	560	668
存货	569	723	894	1099	财务费用	2	-40	-62	-124
其他流动资产	1895	1895	1895	1895	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5941	7210	7737	8225	公允价值变动收益	29	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	142	142	142	142
固定资产	2916	3598	3821	3891	<b>营业利润</b>	2588	3364	4312	5378
无形资产	485	575	665	755	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	2540	3038	3252	3580	营业外支出	11	11	11	11
<b>资产总计</b>	14710	16997	20119	24336	<b>利润总额</b>	2579	3355	4303	5369
<b>流动负债</b>	8047	9007	10428	12098	所得税	539	702	900	1123
短期借款	2996	2996	2996	2996	<b>净利润</b>	2040	2654	3403	4246
应付账款	884	1125	1390	1709	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	4167	4887	6042	7393	<b>归属母公司净利润</b>	2040	2654	3403	4246
<b>非流动负债</b>	339	339	339	339	EBITDA	2690	3739	4706	5749
长期借款	220	220	220	220	EPS (元)	5.10	6.63	8.51	10.61
其他非流动负债	119	119	119	119					
<b>负债合计</b>	8386	9346	10767	12436					
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	3843	5170	6871	9419					
归属母公司股东权益	6324	7651	9352	11899					
<b>负债和股东权益</b>	14710	16997	20119	24336					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	3281	3826	5036	6120	<b>成长能力</b>				
净利润	2040	2654	3403	4246	营业收入	32.4%	28.3%	25.0%	23.2%
折旧摊销	270	423	465	504	营业利润	39.6%	30.0%	28.2%	24.7%
财务费用	58	121	121	121	归属于母公司净利	41.6%	30.1%	28.2%	24.8%
投资损失	-142	-142	-142	-142	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	1118	761	1180	1381	毛利率 (%)	43.1%	43.6%	44.2%	44.3%
其他经营现金流	860	1901	2232	2874	净利率 (%)	18.1%	18.4%	18.8%	19.1%
<b>投资活动现金流</b>	-758	-1560	-860	-860	ROE (%)	32.3%	34.7%	36.4%	35.7%
资本支出	-916	-1323	-623	-623	ROIC (%)	19.8%	23.8%	26.4%	27.2%
长期投资	-52	-373	-373	-373	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	209	137	137	137	资产负债率 (%)	57.0%	55.0%	53.5%	51.1%
<b>筹资活动现金流</b>	-1058	-1447	-1822	-1819	净负债比率 (%)	132.6%	122.2%	115.1%	104.5%
短期借款	-186	0	0	0	流动比率	1.09	1.09	1.19	1.33
长期借款	220	0	0	0	速动比率	0.92	0.91	1.02	1.16
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	0.85	0.91	0.97	1.00
其他筹资现金流	-1092	-1447	-1822	-1819	应收账款周转率	247.24	190.78	188.62	187.35
<b>现金净增加额</b>	1437	819	2354	3441	应付账款周转率	8.49	8.12	8.02	8.00

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：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

## 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—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。