

东鹏饮料 (605499.SH)

公司快报

食品饮料 | 非乳饮料III

投资评级

买入-B(首次)

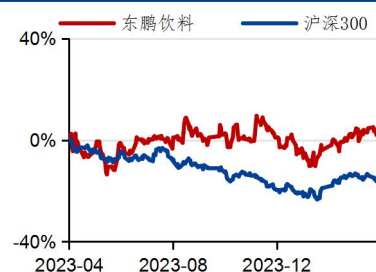
股价(2024-04-16)

192.52 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 77,009.93 |
| 流通市值(百万元) | 30,662.83 |
| 总股本(百万股) | 400.01 |
| 流通股本(百万股) | 159.27 |
| 12个月价格区间 | 194.30/160.88 |

一年股价表现



资料来源: 聚源

| | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|-------|
| 升幅% | | | |
| 相对收益 | 6.36 | 4.53 | 22.55 |
| 绝对收益 | 4.71 | 10.9 | 8.35 |

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.com

相关报告

第二曲线提速增长, 渠道精耕势能延续

投资要点

◆ **事件: 公司发布 2023 年年报。**根据公告, 2023 年公司实现营业收入 112.63 亿元, 同比增长 32.42%, 实现归母净利润 20.40 亿元, 同比增长 41.60%, 实现扣非后归母净利润 18.70 亿元, 同比增长 38.29%; 单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 26.22 亿元, 同比增长 40.88%, 实现归母净利润 3.84 亿元, 同比增长 39.69%, 实现扣非后归母净利润 3.68 亿元, 同比增长 27.72%。2024 年公司计划营收、净利润增速均不低于 20%。

◆ **收入分析: 东鹏特饮份额提升, 第二曲线发展提速。**2023 年公司实现营收 112.63 亿元, 同比增长 32.42% (Q1: +24.14%; Q2: +29.96%; Q3: +35.17%; Q4: +40.88%)。分产品来看, 2023 年东鹏特饮实现收入 103.36 亿元, 同比+26.48%, 延续较快增长, 根据尼尔森 IQ, 2023 年东鹏特饮在中国能量饮料市场的销量市占率为 43.02%, 同比+6.32pct, 排名第一, 销额市占率为 30.94%, 同比+4.32pct, 稳居第二; 第二曲线电解质饮料、茶饮料等其他饮料实现收入 9.14 亿元, 同比+186.65%。公司产品实现较好增长主要得益于公司在广东区域继续实行全渠道精耕策略, 同时积极开拓全国销售渠道, 带动 500ml 金瓶和东鹏补水啦等新品销量增长。渠道方面, 公司持续推进全国覆盖, 强化终端网点开拓、优化冰柜及终端高势能陈列, 截止 2023 年末公司经销商数量为 2981 家, 同比增长 7.3%, 覆盖 100% 地级市, 全国活跃终端网点数量为 340 万家, 同比增长约 13.4%。分区域来看, 2023 年优势区域广东实现收入 37.61 亿元, 同比+12.14%, 收入占比 33.44%, 主要得益于公司持续进行全渠道精耕, 并针对薄弱区域重点投放、减少发展不平衡; 全国区域实现收入 60.24 亿元, 同比+41.40%, 其中华北/华东/西南区域分别同比+64.83%/+48.41%/+64.71%, 增速超越全国区域, 主要系华北、华东和西南事业部通过不断夯实业务基础、完善营销体系、持续开拓终端网点、加强终端陈列及把握新消费机会等方式促进销量快速增长。

◆ **利润分析: 费用投放助推增长, 成本改善盈利提升。**2023 年公司毛利率为 43.07%, 同比+0.75pct, 主要得益于聚酯切片、纸箱等原材料价格下降。费用方面, 2023 年公司销售费用率为 17.36%, 同比+0.32pct, 主要源于: 1) 销售人员数量增加, 职工薪酬支出增长; 2) 冰柜投入加大, 宣传推广费支出增长; 管理费用率为 3.27%, 同比+0.27pct, 主要源于公司管理人员薪酬、会议及办公费、差旅费等支出增加; 财务费用率为 0.02%, 同比-0.46pct, 主要得益于定期存款收入利息大幅增加。此外, 公司投资净收益/营业收入为 1.26%, 同比+0.44pct。综合来看, 2023 年公司净利率为 18.11%, 同比+1.17pct。伴随着后续新品持续放量, 规模效应逐步放大, 叠加物流费用管控、数智化运营等降本增效, 公司盈利能力有望进一步提升。

◆ **未来展望: 2024 年深化多品类、全渠道布局, 营收、净利润增速目标均不低于 20%。**具体来看, **产品端**, 聚焦瓶装特饮巩固领先地位, 同时强化多元产品矩阵、布局新增长点, 如东鹏补水啦打造多口味、多规格的产品矩阵, 东鹏大咖以生椰拿铁、经典拿铁为主, 同时储备新口味, VIVI 鸡尾酒、鹏友上茶系列产品在现有的基础上推出新口味及新规格, 抢占市场份额; **渠道端**, 深化全渠道布局, 优化区域结构,



持续推进全国化发展战略；**品牌端**，东鹏特饮围绕“累了困了喝东鹏特饮”为核心，整合所有媒介形式聚焦宣导，同时借势重大综合性运动赛事提升民族品牌形象，东鹏补水啦拟邀请明星代言，并通过电视广告、综艺植入等扩大宣传促进销售；**成本端**，持续完善总成本控制策略，通过采用多样化的原材料采购策略、强化生产设备管理和物流费用管控等保持成本领先优势；**运营端**，加速数字化到数智化的升级改造，不断提高市场反应效率和公司运营效率。

◆ **投资建议：**公司能量饮料基本盘稳固，第二曲线持续发力，叠加品牌、渠道、规模等优势，有望顺利实现单一品类向多品类切换，逐步成为国内领先的综合型饮料企业。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 143.33/175.91/211.71 亿元，同比增长 27.3%/22.7%/20.4%，归母净利润 26.21/32.63/39.93 亿元，同比增长 28.5%/24.5%/22.4%，对应 EPS 分别为 6.55/8.16/9.98 元，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧，渠道拓展不及预期，新品表现不及预期等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,505 | 11,263 | 14,333 | 17,591 | 21,171 |
| YoY(%) | 21.9 | 32.4 | 27.3 | 22.7 | 20.4 |
| 归母净利润(百万元) | 1,441 | 2,040 | 2,621 | 3,263 | 3,993 |
| YoY(%) | 20.8 | 41.6 | 28.5 | 24.5 | 22.4 |
| 毛利率(%) | 42.3 | 43.1 | 43.2 | 43.4 | 43.7 |
| EPS(摊薄/元) | 3.60 | 5.10 | 6.55 | 8.16 | 9.98 |
| ROE(%) | 28.4 | 32.3 | 29.3 | 27.5 | 25.9 |
| P/E(倍) | 53.5 | 37.8 | 29.4 | 23.6 | 19.3 |
| P/B(倍) | 15.2 | 12.2 | 8.6 | 6.5 | 5.0 |
| 净利率(%) | 16.9 | 18.1 | 18.3 | 18.6 | 18.9 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

2024-2026 年公司收入预计同比增长 27.26%/22.73%/20.35%，毛利率预计为 43.19%/43.41%/43.75%：

- (1) 东鹏特饮：东鹏特饮系列为公司核心产品，未来将持续聚焦瓶装特饮，巩固行业领先地位，伴随着全渠道战略布局的逐步深化，该系列产品有望实现较快增长。预计 2024-2026 年公司东鹏特饮系列产品增速为 22.0%/20.0%/18.0%，毛利率为 46.3%/46.7%/47.2%。
- (2) 其他饮料：包含电解质饮料、茶饮料、预调制酒、即饮咖啡等，公司顺应市场无糖、低糖、复合茶类、丰富果味创新等消费趋势，积极打造多品类产品矩阵，新品东鹏补水啦等增势强劲，第二曲线前景可期。预计 2024-2026 年其他饮料业务收入增速为 87.0%/43.0%/35.0%，毛利率为 20.2%/23.0%/25.0%。
- (3) 其他业务：预计保持稳健增长，2024-2026 年其他业务收入同比 5%/5%/5%，毛利率为 50%/55%/60%。

表 1：业务拆分

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 东鹏特饮 | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 8172.31 | 10336.01 | 12609.93 | 15131.92 | 17855.66 |
| yoy% | 23.98% | 26.48% | 22.00% | 20.00% | 18.00% |
| 毛利率 | 43.26% | 45.35% | 46.30% | 46.70% | 47.20% |
| 其他饮料 | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 319.03 | 914.48 | 1710.07 | 2445.40 | 3301.29 |
| yoy% | -14.23% | 186.65% | 87.00% | 43.00% | 35.00% |
| 毛利率 | 17.07% | 17.25% | 20.20% | 23.00% | 25.00% |
| 其他业务 | | | | | |
| 营业收入（百万元） | 14.06 | 12.31 | 12.93 | 13.57 | 14.25 |
| yoy% | 0.59% | -12.43% | 5% | 5% | 5% |
| 营业成本（百万元） | 3.90 | 6.71 | 6.46 | 6.11 | 5.70 |
| yoy% | -56.04% | 71.86% | -3.68% | -5.50% | -6.67% |
| 毛利率 | 72.23% | 45.49% | 50.00% | 55.00% | 60.00% |
| 公司整体 | | | | | |
| 总收入（百万元） | 8505.39 | 11262.79 | 14332.92 | 17590.89 | 21171.20 |
| yoy% | 21.89% | 32.42% | 27.26% | 22.73% | 20.35% |
| 综合毛利率 | 42.33% | 43.07% | 43.19% | 43.41% | 43.75% |

资料来源：wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司主要从事饮料的研发、生产及销售，产品包括东鹏特饮系列、东鹏补水啦系列、鹏友上茶系列、东鹏大咖系列、包装饮用水等，为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司养

元饮品（主要从事于以核桃仁为原料的植物蛋白饮料的研发、生产和销售）、承德露露（主要从事植物蛋白饮料的生产和销售）、李子园（主营业务为甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研究、生产与销售）、香飘飘（主营业务为奶茶饮料产品的研发、生产和销售，分为冲泡与即饮两大产品板块）、农夫山泉（产品主要为包装饮用水、茶饮料、功能饮料等）作为可比公司，进行估值对比。公司持续深化多品类、全渠道战略布局，不断夯实能量饮料基本盘，同时紧跟无糖、低糖、复合茶类、丰富果味创新等市场消费趋势，积极培育发展第二增长曲线，长期有望凭借规模、品牌、渠道等优势实现较好增长。

表 2: 可比公司估值

| 公司代码 | 公司简称 | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | PE | |
|---------|------|----------|------------|--------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 603156 | 养元饮品 | 331.31 | 20.01 | 23.44 | 16.56 | 14.13 |
| 000848 | 承德露露 | 89.89 | 6.93 | 7.66 | 12.98 | 11.74 |
| 605337 | 李子园 | 45.91 | 2.86 | 3.35 | 16.03 | 13.71 |
| 603711 | 香飘飘 | 64.86 | 3.54 | 4.46 | 18.32 | 14.55 |
| 9633.HK | 农夫山泉 | 4360.97 | 136.30 | 158.30 | 32.00 | 27.55 |
| 平均 | | - | 33.93 | 39.44 | 19.18 | 16.34 |
| 605499 | 东鹏饮料 | 770.10 | 26.21 | 32.63 | 29.38 | 23.60 |

资料来源: wind, 华金证券研究所 (注: 可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 4 月 16 日, 当日 1 港元= 0.90705 人民币)

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 7246 | 8769 | 11127 | 14706 | 18184 | 营业收入 | 8505 | 11263 | 14333 | 17591 | 21171 |
| 现金 | 2158 | 6058 | 8296 | 11603 | 14929 | 营业成本 | 4905 | 6412 | 8143 | 9954 | 11909 |
| 应收票据及应收账款 | 25 | 66 | 50 | 93 | 79 | 营业税金及附加 | 93 | 121 | 153 | 191 | 229 |
| 预付账款 | 127 | 158 | 205 | 241 | 296 | 营业费用 | 1449 | 1956 | 2480 | 3078 | 3726 |
| 存货 | 394 | 569 | 654 | 841 | 948 | 管理费用 | 256 | 369 | 430 | 528 | 635 |
| 其他流动资产 | 4543 | 1918 | 1922 | 1929 | 1934 | 研发费用 | 44 | 54 | 57 | 88 | 106 |
| 非流动资产 | 4623 | 5941 | 6741 | 7540 | 8308 | 财务费用 | 41 | 2 | -82 | -191 | -316 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -0 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| 固定资产 | 2232 | 2916 | 3576 | 4234 | 4893 | 公允价值变动收益 | 13 | 29 | 21 | 25 | 23 |
| 无形资产 | 357 | 485 | 552 | 641 | 715 | 投资净收益 | 70 | 142 | 106 | 124 | 115 |
| 其他非流动资产 | 2034 | 2540 | 2612 | 2666 | 2700 | 营业利润 | 1854 | 2588 | 3341 | 4156 | 5082 |
| 资产总计 | 11870 | 14710 | 17868 | 22246 | 26492 | 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 流动负债 | 6706 | 8047 | 8619 | 10118 | 10843 | 营业外支出 | 21 | 11 | 18 | 17 | 17 |
| 短期借款 | 3182 | 2996 | 2996 | 2996 | 2996 | 利润总额 | 1836 | 2579 | 3325 | 4142 | 5068 |
| 应付票据及应付账款 | 651 | 915 | 1074 | 1358 | 1552 | 所得税 | 395 | 539 | 705 | 878 | 1075 |
| 其他流动负债 | 2873 | 4136 | 4549 | 5765 | 6296 | 税后利润 | 1441 | 2040 | 2621 | 3263 | 3993 |
| 非流动负债 | 100 | 339 | 305 | 270 | 235 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 220 | 186 | 151 | 116 | 归属母公司净利润 | 1441 | 2040 | 2621 | 3263 | 3993 |
| 其他非流动负债 | 100 | 119 | 119 | 119 | 119 | EBITDA | 2188 | 2848 | 3586 | 4398 | 5310 |
| 负债合计 | 6805 | 8386 | 8923 | 10388 | 11079 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 股本 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 2080 | 2080 | 2080 | 2080 | 2080 | 营业收入(%) | 21.9 | 32.4 | 27.3 | 22.7 | 20.4 |
| 留存收益 | 2598 | 3838 | 5766 | 7950 | 10794 | 营业利润(%) | 21.3 | 39.6 | 29.1 | 24.4 | 22.3 |
| 归属母公司股东权益 | 5064 | 6324 | 8945 | 11858 | 15413 | 归属于母公司净利润(%) | 20.8 | 41.6 | 28.5 | 24.5 | 22.4 |
| 负债和股东权益 | 11870 | 14710 | 17868 | 22246 | 26492 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 42.3 | 43.1 | 43.2 | 43.4 | 43.7 |
| | | | | | | 净利率(%) | 16.9 | 18.1 | 18.3 | 18.6 | 18.9 |
| | | | | | | ROE(%) | 28.4 | 32.3 | 29.3 | 27.5 | 25.9 |
| | | | | | | ROIC(%) | 18.4 | 21.2 | 21.2 | 20.9 | 20.5 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 57.3 | 57.0 | 49.9 | 46.7 | 41.8 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.7 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.6 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.5 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 344.9 | 247.2 | 247.2 | 247.2 | 247.2 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 8.1 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.2 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 53.5 | 37.8 | 29.4 | 23.6 | 19.3 |
| | | | | | | P/B | 15.2 | 12.2 | 8.6 | 6.5 | 5.0 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 34.8 | 25.7 | 19.7 | 15.3 | 12.1 |

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn