

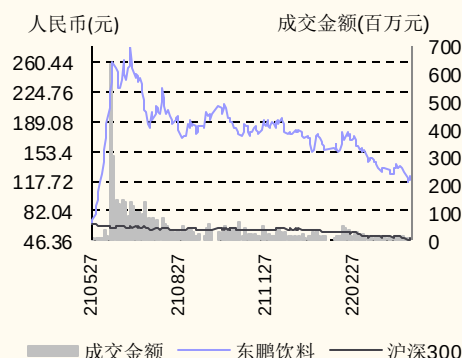
东鹏饮料 (605499.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 123.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.40
总市值(亿元)	494.41
年内股价最高最低(元)	279.75/65.40
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047

**相关报告**

- 1.《Q4 步伐加快, 22 年推进全国化+新品培育-东鹏饮料 21 年年报...》, 2022.2.28
- 2.《Q3 夯实渠道基础, 全国化布局稳步推进-东鹏三季报点评》, 2021.10.28
- 3.《业绩符合预期, 全国化布局稳步推进-东鹏饮料 21 年中报点评》, 2021.7.30
- 4.《乘势而上, 能量饮料龙头大有可为-东鹏饮料深度报告》, 2021.6.20

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

Q1 业绩低于预期, 疫情+成本扰动拖累盈利**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,959	6,978	8,513	10,811	13,298
营业收入增长率	17.81%	40.72%	22%	27%	23%
归母净利润 (百万元)	812	1,193	1,320	1,714	2,142
归母净利润增长率	42.32%	46.90%	11%	30%	25%
摊薄每股盈利 (元)	2.26	2.98	3.30	4.28	5.36
每股经营性现金流净额	3.71	5.16	5.33	6.04	6.88
净资产收益率	42.44%	28.15%	27.05%	29.59%	30.37%
市盈率 (倍)	NA	60.97	37	29	23
市净率 (倍)	NA	17.16	10.14	8.54	7.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 4月29日公司发布一季报, 22Q1 营收 20.07 亿, 同比+17.26%; 归母净利润 3.45 亿, 同比+0.81%; 扣非净利 3.31 亿元, 同比-1.60%; 业绩低于预期。

经营分析

- **Q1 收入受春节提前备货+疫情影响, 现金回款亮眼。**Q1 收入增速环比放缓, 系 21Q4 春节提前备货 (Q1+Q4 同比+30.39%), 且上海、深圳疫情反复使全国物流受损, 制约核心消费群需求。Q1 销售收现同比+28.56% (Q1+Q4 同比+32.09%), 期末合同负债同比+51.34%, 为旺季蓄势。**1) 分区域看,**22Q1 广东/华东/华中/广西/西南/华北 (含北方大区) 区域收入分别为 7.85/2.40/2.73/2.61/1.55/1.07 亿元, 同比+7.1%/+34.8%/+35.2%/+18.1%/+18.1%/+15.6%, 广东系疫情拖累, 收入占比下降 3.7pct 至 39.3%; 华东虽有疫情扰动, 但仍保持强需求韧性; 华中增速领先, 全国化进程推进。Q1 末公司已有经销商 2438 家, 净增 126 家, 华北、西南、广西、华中增幅领先; 终端门店约 216 万家, 新增 7 万家。**2) 分产品看,**Q1 东鹏特饮/其他饮料收入分别为 19.07/0.93 亿元, 同比+15.9%/+50.5%, 500ml 金瓶销量提升带动收入稳定增长, 0 糖、大咖等能量+新品开始全国化铺货。
- **成本上涨致使毛利承压, 区域扩张下费率稳中有进。**22Q1 净利率同比-2.80pct 至 17.18%, 其中: 1) 毛利率同比-3.10pct, 预计系 PET、白砂糖等大宗原材料采购价格上涨所致, 且疫情+油价提升加重物流成本。公司 21 年 PET 锁价, 22 年 PET 未锁价、白糖部分锁价, 预计成本压力延续。2) 销售费率同比+0.45pct, 公司增加广告及冰柜投放费用。3) 管理费率同比+0.33pct, 预计系管理人员薪酬增加, 且信息化建设投入加大。
- **短期仍有疫情反复, 中长期静待全国化+新品培育。**4 月华东疫情边际向好, 我们建议关注旺季防控进度。中长期看, 能量饮料赛道粘性强, 东鹏作为龙二, 有望加速收割份额。**1) 区域上:**22 年东鹏为杭州亚运会官方指定饮料, 华东会借此机会重点做地广、加大 1 元乐享力度, 尽快打造第二个广东。华北能量饮料习惯偏弱, 组织架构 21 年 11 月调整完成, 目前处于初级搭建阶段; 西南成熟度低, 但功能饮料认知好、娱乐餐饮发达, 未来有望提升渗透率。**2) 产品上:**大咖、0 糖 22 年开始全国化, 聚焦一二线城市, 并对经销商有一定考核。加氛今年计划推 PET 瓶的杂果味, 运动饮料新品原计划 H1 推出后试销, 但疫情或延缓进度。

盈利预测

- 考虑实际成本压力、疫情情况比上次预测更悲观, 我们下调 22-24 年的盈利预测 13%/11%/10%, 预计 22-24 年利润增速为 11%/30%/25%, EPS 为 3.30/4.28/5.36 元, 对应 PE 为 37/29/23X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 成本超预期上涨风险, 区域市场竞争加剧, 食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,209	4,959	6,978	8,513	10,811	13,298
增长率		17.8%	40.7%	22.0%	27.0%	23.0%
主营业务成本	-2,242	-2,648	-3,882	-4,903	-6,163	-7,513
%销售收入	53.3%	53.4%	55.6%	57.6%	57.0%	56.5%
毛利	1,967	2,311	3,096	3,609	4,649	5,785
%销售收入	46.7%	46.6%	44.4%	42.4%	43.0%	43.5%
营业税金及附加	-44	-50	-77	-85	-108	-133
%销售收入	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-984	-1,040	-1,368	-1,643	-2,076	-2,553
%销售收入	23.4%	21.0%	19.6%	19.3%	19.2%	19.2%
管理费用	-201	-184	-252	-298	-373	-452
%销售收入	4.8%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%
研发费用	-28	-36	-43	-34	-59	-73
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	710	1,001	1,357	1,549	2,033	2,573
%销售收入	16.9%	20.2%	19.4%	18.2%	18.8%	19.4%
财务费用	14	16	11	-17	-12	4
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	1	4	3
公允价值变动收益	0	0	117	120	130	140
投资收益	7	10	23	31	30	30
%税前利润	1.0%	1.0%	1.5%	1.9%	1.4%	1.1%
营业利润	741	1,050	1,529	1,684	2,184	2,749
营业利润率	17.6%	21.2%	21.9%	19.8%	20.2%	20.7%
营业外收支	-4	-21	-15	-10	-10	-10
税前利润	737	1,030	1,514	1,674	2,174	2,739
利润率	17.5%	20.8%	21.7%	19.7%	20.1%	20.6%
所得税	-166	-217	-321	-355	-461	-597
所得税率	22.5%	21.1%	21.2%	21.2%	21.2%	21.8%
净利润	571	812	1,193	1,320	1,714	2,142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	571	812	1,193	1,320	1,714	2,142
净利率	13.6%	16.4%	17.1%	15.5%	15.9%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	571	812	1,193	1,320	1,714	2,142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	110	134	185	229	273	330
非经营收益	-39	-48	-160	-117	-121	-141
营运资金变动	502	437	847	700	551	419
经营活动现金净流	1,144	1,335	2,065	2,131	2,417	2,750
资本开支	-508	-645	-606	-989	-666	-769
投资	-30	-140	-2,977	-365	-548	-485
其他	6	12	20	31	30	30
投资活动现金净流	-532	-773	-3,563	-1,323	-1,184	-1,224
股权募资	57	0	1,851	0	0	0
债权募资	42	227	206	29	-94	-294
其他	-157	-561	-750	-720	-839	-909
筹资活动现金净流	-57	-334	1,307	-691	-933	-1,203
现金净流量	554	229	-192	116	300	324

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	945	1,225	1,019	1,135	1,435	1,760
应收账款	43	28	43	47	59	73
存货	214	273	340	384	479	576
其他流动资产	249	434	1,449	2,311	2,886	3,405
流动资产	1,452	1,959	2,852	3,877	4,860	5,814
%总资产	43.5%	44.9%	36.6%	41.9%	45.3%	47.5%
长期投资	130	100	2,076	2,241	2,356	2,471
固定资产	1,390	1,861	2,096	2,329	2,668	3,051
%总资产	41.6%	42.7%	26.9%	25.2%	24.8%	24.9%
无形资产	187	261	346	364	413	464
非流动资产	1,889	2,402	4,939	5,370	5,878	6,432
%总资产	56.5%	55.1%	63.4%	58.1%	54.7%	52.5%
资产总计	3,341	4,361	7,790	9,246	10,738	12,246
短期借款	10	172	666	696	593	300
应付款项	887	709	1,107	1,272	1,567	1,766
其他流动负债	555	1,249	1,642	2,261	2,638	2,978
流动负债	1,452	2,130	3,415	4,228	4,798	5,044
长期贷款	237	302	26	26	26	26
其他长期负债	17	16	111	114	123	123
负债	1,706	2,448	3,552	4,369	4,947	5,192
普通股股东权益	1,635	1,913	4,238	4,878	5,791	7,054
其中：股本	360	360	400	400	400	400
未分配利润	804	1,052	1,558	2,197	3,111	4,373
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,341	4,361	7,790	9,246	10,738	12,246

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.58	2.26	2.98	3.30	4.28	5.36
每股净资产	4.54	5.31	10.60	12.19	14.48	17.63
每股经营现金净流	3.18	3.71	5.16	5.33	6.04	6.88
每股股利	0.00	0.00	1.50	1.70	2.00	2.20
回报率						
净资产收益率	34.89%	42.44%	28.15%	27.05%	29.59%	30.37%
总资产收益率	17.08%	18.62%	15.31%	14.27%	15.96%	17.49%
投入资本收益率	29.20%	33.05%	21.67%	21.78%	24.96%	27.24%
增长率						
主营业务收入增长率	38.56%	17.81%	40.72%	22.00%	27.00%	23.00%
EBIT增长率	191.35%	40.95%	35.59%	14.21%	31.19%	26.60%
净利润增长率	164.36%	42.32%	46.90%	10.61%	29.87%	25.01%
总资产增长率	58.51%	30.55%	78.63%	18.69%	16.13%	14.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.8	1.4	1.0	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	27.2	33.6	28.8	28.6	28.4	28.0
应付账款周转天数	40.6	41.3	39.1	42.0	40.0	38.0
固定资产周转天数	91.0	103.4	99.9	89.7	78.7	71.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.70%	-41.87%	-14.84%	-21.22%	-34.54%	-44.34%
EBIT利息保障倍数	-50.8	-62.8	-119.1	89.1	165.0	-673.2
资产负债率	51.05%	56.13%	45.60%	47.25%	46.07%	42.40%

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402