

东鹏饮料 (605499)

公司研究/点评报告

业绩实现较快增长，区域扩张持续推进

——东鹏饮料 (605499) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 27 日公司发布公告，2021 年前三季度营收/归母净利润为 55.60/9.96 亿元，同比 +37.5%/41.5%；21Q3 营收/归母净利润为 18.78/3.2 亿元，同比 +19.3%/21.9%。

二、分析与判断

➤ 区域扩张持续推进，渠道蓄势长期增长

2021 年前三季度实现营收 55.60 亿元，同比 +37.5%；21Q3 实现营收 18.78 亿元，同比 +19.3%。三季度收入实现较高增长但环比放缓，主要受发货节奏影响。(1) **区域扩张**：公司持续推进全国化布局，21Q3 广东/全国(非广东)/直营收入分别同比 +8.8%/31.1%/35.0%，广东外地区收入占比同增 3.5pct；(2) **渠道蓄势**：21 年 9 月末经销商数量达 2148 家，较 6 月年末增长 10.2%，其中西南/华北/北方/直营分别 +14.3%/18.6%/54.4%/22.5%，高于整体增速，广东/广西/华东/华中分别 +0%/-4.3%/-16%/+3.3%，核心市场渠道下沉速度放缓，预计主要系通过渠道调整以便巩固市场优势。此外，7 月至今公司公告成立长沙、深圳、汕尾子公司，从产能与管理二方面共同支撑公司全国化扩张。

➤ 毛利率阶段性承压，净利率小幅改善

(1) **毛利率短期承压**：21Q3 毛利率为 46.2%，同比 -1.2pct，主要归因于旺季加大促销力度，产品结构调整以及白糖成本上涨。21Q3 销售费用率 21.3%，同比 -1.6pct，主要系公司减小费用投放力度。(2) **净利率小幅改善**：21Q3 归母净利率为 17.1%，同比 +0.4pct，预计主要得益于费用端投放力度减小。

➤ 中期竞争趋缓态势延续，品类扩张培育第二增长曲线

中短期看，行业高景气：随着消费场景拓宽叠加渗透率提升，预计行业未来 1~3 年维持较高双位数增长；**竞争趋缓**：我们认为由于消费群体的差异性，红牛价格竞争对东鹏的影响较小，同时战马、乐虎等竞争对手目前受制于内部渠道调整，公司正处于竞争趋缓的战略窗口期。**长期看，产品裂变**：公司近年来培育加汽、零糖二款偏高端产品，7 月公告推出“牛磺酸 B 族维生素饮料”，产品线日益完善；**品类扩张**：公司 9 月推出“摇摇拿铁”，布局即饮咖啡市场，此外根据招股书的研发项目，我们认为公司未来或切入功能饮料“赛道”（产品属性、消费群体与能量饮料相似），有望复制“东鹏特饮”成熟的大单品运作经验。

三、投资建议

我们小幅调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润 11.17/14.79/18.21 亿元，同比 +37.6%/32.4%/23.1%，EPS 为 2.79/3.70/4.55 元，对应 PE 为 66/50/41X。选取农夫山泉、百润股份、李子园为可比公司，22 年平均 PE 为 37X (wind 一致预期)。考虑到公司未来 3 年业绩复合增速有望达到 30%，在饮料板块拥有较稀缺的高成长性，维持“推荐”评级。

四、风险提示

行业竞争加剧导致费用投放超预期，行业需求下滑，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,959	6,704	8,505	10,500
增长率 (%)	17.8%	35.2%	26.9%	23.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	812	1,117	1,479	1,821
增长率 (%)	42.3%	37.6%	32.4%	23.1%
每股收益 (元)	2.26	2.79	3.70	4.55
PE (现价)	81.6	66.0	49.8	40.5
PB	34.7	15.1	11.6	9.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

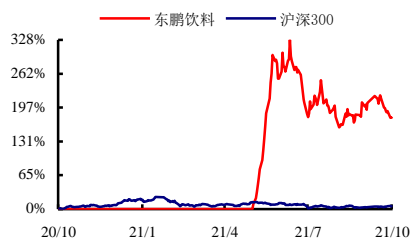
维持评级

当前价格：184.31 元

交易数据 2021-10-27

近 12 个月最高/最低(元)	285.0/66.63
总股本 (百万股)	400
流通股本 (百万股)	40
流通股比例 (%)	10.00
总市值 (亿元)	737
流通市值 (亿元)	74

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 东鹏饮料 (605499) 2021 年中报点评：区域扩张及渠道下沉提速效果显著
2. 东鹏饮料 (605499) 2021 年半年度业绩预告点评：21Q2 收入维持高增，加大费用投放快速突围

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4959	6704	8505	10500
营业成本	2648	3540	4397	5355
营业税金及附加	50	68	86	107
销售费用	1040	1400	1801	2274
管理费用	184	255	315	410
研发费用	36	47	59	74
EBIT	1001	1395	1846	2281
财务费用	(16)	(18)	(23)	(29)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	10	9	9	9
营业利润	1050	1441	1900	2339
营业外收支	(21)	(12)	(17)	(15)
利润总额	1030	1429	1884	2325
所得税	217	312	405	503
净利润	812	1117	1479	1821
归属于母公司净利润	812	1117	1479	1821
EBITDA	1135	1558	2037	2502
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1225	4607	5766	7845
应收账款及票据	13	29	29	41
预付款项	179	245	301	369
存货	273	316	454	461
其他流动资产	205	205	205	205
流动资产合计	1959	5496	6826	9036
长期股权投资	0	9	18	27
固定资产	1404	1641	1937	2204
无形资产	237	255	282	318
非流动资产合计	2402	2649	2927	3160
资产合计	4361	8145	9754	12196
短期借款	110	110	110	110
应付账款及票据	298	451	528	663
其他流动负债	75	75	75	75
流动负债合计	2130	2946	3075	3696
长期借款	302	302	302	302
其他长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	318	318	318	318
负债合计	2448	3264	3393	4014
股本	360	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1913	4882	6361	8182
负债和股东权益合计	4361	8145	9754	12196

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	17.8%	35.2%	26.9%	23.5%
EBIT 增长率	40.9%	39.4%	32.4%	23.5%
净利润增长率	42.3%	37.6%	32.4%	23.1%
盈利能力				
毛利率	46.6%	47.2%	48.3%	49.0%
净利润率	16.4%	16.7%	17.4%	17.3%
总资产收益率 ROA	18.6%	13.7%	15.2%	14.9%
净资产收益率 ROE	42.4%	22.9%	23.3%	22.3%
偿债能力				
流动比率	0.9	1.9	2.2	2.4
速动比率	0.8	1.8	2.1	2.3
现金比率	0.6	1.6	1.9	2.1
资产负债率	0.6	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	1.4	2.1	1.7	1.9
存货周转天数	33.1	30.0	31.5	30.7
总资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	2.3	2.8	3.7	4.6
每股净资产	5.3	12.2	15.9	20.5
每股经营现金流	3.7	4.9	4.1	6.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	81.6	66.0	49.8	40.5
PB	34.7	15.1	11.6	9.0
EV/EBITDA	62.3	43.4	32.6	25.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	812	1,117	1,479	1,821
折旧和摊销	135	164	191	221
营运资金变动	445	660	(41)	490
经营活动现金流	1,342	1,945	1,636	2,538
资本开支	645	414	477	459
投资	(140)	0	0	0
投资活动现金流	(773)	(414)	(477)	(459)
股权募资	0	1,851	0	0
债务募资	227	0	0	0
筹资活动现金流	(334)	1,851	0	0
现金净流量	235	3,382	1,160	2,079

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、功能饮料、乳制品板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。