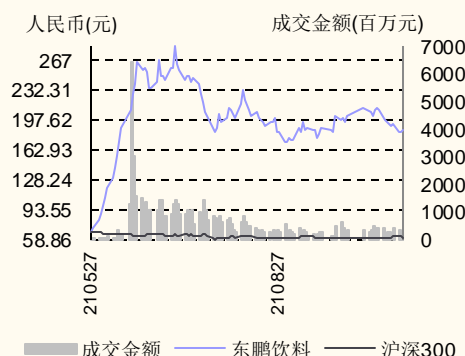


市场价格 (人民币): 184.31 元

## 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)	737.26
年内股价最高最低(元)	282.86/66.13
沪深 300 指数	4898
上证指数	3562



## 相关报告

1.《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

2.《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  
liuchenqian@gjzq.com.cn

本士通

## Q3 夯实渠道基础, 全国化布局稳步推进

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,644	8,505	10,631
营业收入增长率	38.56%	17.81%	34.00%	28.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	571	812	1,123	1,483	1,888
归母净利润增长率	164.36%	42.32%	38.33%	32.02%	27.35%
摊薄每股收益(元)	1.58	2.26	2.81	3.71	4.72
每股经营性现金流净额	3.16	3.71	4.66	4.69	5.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.89%	42.44%	24.36%	25.33%	25.44%
P/E	NA	NA	65.63	49.72	39.04
P/B	NA	NA	15.99	12.59	9.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司 10 月 27 日发布三季报, Q1-3 实现营收 55.6 亿元, 同比+37.51%; 归母净利润 9.96 亿元, 同比+41.47%。其中, Q3 实现营收 18.78 亿元, 同比+19.3%; 归母净利润 3.2 亿元, 同比+21.87%。

## 经营分析

- **Q3 主动调控收入节奏, 夯实渠道基础。** Q3 收入低于市场预期, 主因放缓发货进度去库存。1) 分区域看, 21Q3 广东/全国/直营本部收入 9.00/7.52/2.24 亿元, 同比+8.8%/+31.1%/+35.0%, 预计广东 7 月受疫情反复影响偏重。Q1-3 华东/华中/广西/西南/华北/北方区域收入同比+72%/43%/35%/62%/32%/92%, Q3 末公司已有经销商 2148 家, 年内净增 199 家 (北方、华北、西南增幅明显), 单 Q3 净增 146 家, 公司加紧开拓第二梯队 (广西/江西/湖南/浙江/四川)、第三梯队 (福建/安徽/河南)、第四梯队 (大西北) 市场。2) 分产品看, Q3 能量/非能量饮料收入分别为 17.91/0.86 亿元, 同比+19.9%/16.3%, 核心产品能量饮料占比上行延续。
- **毛利率承压叠加控费, 盈利能力稳中有进。** 21Q3 净利率同比+0.36pct 至 17.05%, 其中: 1) 毛利率同比-1.22pct, 主要系: ① Q3 为传统旺季, 促销、搭赠力度加大; ② Q3 加强了低毛利率新品的销售; ③ 大宗原材料白砂糖采购价格攀升。2) 销售费率同比-1.63pct (Q1-3 同比+1.45pct), 单季度上市宣传专案费新增 0.33 亿元, 渠道推广费同降 0.12 亿元。3) 管理费率同比+0.67pct, 预计激励加强而计提奖金, 且上市新增路演、酒会等费用。
- **新设长沙子公司, 加速进军全国市场。** 1) 省内: 空间在于乡镇市场渗透+消费群开拓+新品扩展, 新品 0 糖 4 月推出, 7 月在广东、广西试点, 利用梯媒触达白领等消费群体; 加气积极借助新媒体、校园活动吸引年轻人。2) 省外: 公司公告拟投资设立长沙子公司, 长沙新基地的 6 条产线有望于 24 年 3 月投产, 为优化运费、全国化布局打下基础。中长期, 我们认为, 能量饮料本身具备高粘性、易培育大单品的特征, 东鹏作为龙二有望受益于红牛商标纷争, 加速实现市场份额的提升。

## 盈利预测与投资建议

- 结合三季报, 考虑前期对费用的假设偏悲观, 我们对 21-23 年的归母净利润分别上调 7%/10%/11%, 预计 21-23 年收入增速为 34%/28%/25%, 利润增速为 38%/32%/27%, 对应 EPS 为 2.81/3.71/4.72 元; 当前股价对应 PE 为 66/50/39X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 全国化不及预期, 疫情反复风险, 新品培育进程受阻, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,038	4,209	4,959	6,644	8,505	10,631	货币资金	339	945	1,225	1,493	1,984	2,602
增长率		38.6%	17.8%	34.0%	28.0%	25.0%	应收款项	69	43	28	51	63	76
主营业务成本	-1,641	-2,242	-2,648	-3,362	-4,286	-5,337	存货	120	214	273	295	364	439
%销售收入	54.0%	53.3%	53.4%	50.6%	50.4%	50.2%	其他流动资产	155	249	434	1,702	2,340	3,029
毛利	1,396	1,967	2,311	3,282	4,218	5,294	流动资产	682	1,452	1,959	3,541	4,751	6,145
%销售收入	46.0%	46.7%	46.6%	49.4%	49.6%	49.8%	%总资产	32.4%	43.5%	44.9%	47.2%	50.8%	53.7%
营业税金及附加	-40	-44	-50	-76	-105	-131	长期投资	0	130	100	1,355	1,560	1,765
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,108	1,390	1,861	2,145	2,536	2,970
销售费用	-969	-984	-1,040	-1,489	-1,897	-2,365	%总资产	52.6%	41.6%	42.7%	28.6%	27.1%	26.0%
%销售收入	31.9%	23.4%	21.0%	22.4%	22.3%	22.3%	无形资产	175	187	261	280	330	383
管理费用	-122	-201	-184	-252	-298	-361	非流动资产	1,425	1,889	2,402	3,961	4,607	5,298
%销售收入	4.0%	4.8%	3.7%	3.8%	3.5%	3.4%	%总资产	67.6%	56.5%	55.1%	52.8%	49.2%	46.3%
研发费用	-22	-28	-36	-47	-60	-73	<b>资产总计</b>	<b>2,108</b>	<b>3,341</b>	<b>4,361</b>	<b>7,502</b>	<b>9,358</b>	<b>11,443</b>
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	160	10	172	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	244	710	1,001	1,417	1,859	2,363	应付款项	631	887	709	1,116	1,339	1,537
%销售收入	8.0%	16.9%	20.2%	21.3%	21.9%	22.2%	其他流动负债	166	555	1,249	1,733	2,114	2,433
财务费用	-5	14	16	11	31	41	流动负债	957	1,452	2,130	2,849	3,454	3,971
%销售收入	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	50	237	302	22	22	22
资产减值损失	2	7	-1	1	4	3	其他长期负债	14	17	16	20	28	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,021</b>	<b>1,706</b>	<b>2,448</b>	<b>2,891</b>	<b>3,504</b>	<b>4,021</b>
投资收益	13	7	10	17	14	17	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,087</b>	<b>1,635</b>	<b>1,913</b>	<b>4,611</b>	<b>5,854</b>	<b>7,422</b>
%税前利润	4.8%	1.0%	1.0%	1.2%	0.8%	0.7%	其中：股本	350	360	360	400	400	400
营业利润	275	741	1,050	1,446	1,908	2,423	未分配利润	426	804	1,052	2,016	3,259	4,827
营业利润率	9.1%	17.6%	21.2%	21.8%	22.4%	22.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-4	-21	-17	-21	-20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,108</b>	<b>3,341</b>	<b>4,361</b>	<b>7,502</b>	<b>9,358</b>	<b>11,443</b>
税前利润	273	737	1,030	1,429	1,887	2,403	<b>比率分析</b>						
利润率	9.0%	17.5%	20.8%	21.5%	22.2%	22.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-57	-166	-217	-306	-404	-515	<b>每股指标</b>						
所得税率	21.0%	22.5%	21.1%	21.4%	21.4%	21.4%	每股收益	0.62	1.58	2.26	2.81	3.71	4.72
净利润	216	571	812	1,123	1,483	1,888	每股净资产	3.11	4.54	5.31	11.53	14.63	18.56
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	0.54	3.16	3.71	4.66	4.69	5.57
归属于母公司的净利润	216	571	812	1,123	1,483	1,888	每股经营现金净流	0.00	0.00	0.00	0.40	0.60	0.80
净利率	7.1%	13.6%	16.4%	16.9%	17.4%	17.8%	每股股利						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>回报率</b>						
净利润	216	571	812	1,123	1,483	1,888	净资产收益率	19.86%	34.89%	42.44%	24.36%	25.33%	25.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	10.24%	17.08%	18.62%	14.97%	15.85%	16.50%
非现金支出	83	102	134	171	215	272	投入资本收益率	14.82%	29.20%	33.05%	24.00%	24.83%	24.92%
非经营收益	19	-39	-48	21	8	5	<b>增长率</b>						
营运资金变动	-127	502	437	547	168	60	主营业务收入增长率	6.81%	38.56%	17.81%	34.00%	28.00%	25.00%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>190</b>	<b>1,136</b>	<b>1,335</b>	<b>1,863</b>	<b>1,875</b>	<b>2,226</b>	EBIT增长率	-36.02%	191.35%	40.95%	41.65%	31.18%	27.12%
资本开支	-392	-508	-645	-1,261	-527	-729	净利润增长率	-27.13%	164.36%	42.32%	38.33%	32.02%	27.35%
投资	392	-30	-140	-1,455	-638	-575	总资产增长率	2.76%	58.51%	30.55%	72.00%	24.74%	22.29%
其他	10	6	12	17	14	17	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资活动现金净流</b>	<b>11</b>	<b>-532</b>	<b>-773</b>	<b>-2,699</b>	<b>-1,150</b>	<b>-1,287</b>	应收账款周转天数	3.2	2.8	1.4	1.7	1.7	1.6
股权募资	0	57	0	1,734	0	0	存货周转天数	28.3	27.2	33.6	32.0	31.0	30.0
债权募资	33	42	227	-455	8	0	应付账款周转天数	39.0	40.6	41.3	50.0	45.0	38.0
其他	-85	-157	-561	-175	-242	-322	固定资产周转天数	111.9	91.0	103.4	90.0	82.8	77.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-52</b>	<b>-57</b>	<b>-334</b>	<b>1,104</b>	<b>-233</b>	<b>-322</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>149</b>	<b>547</b>	<b>229</b>	<b>268</b>	<b>491</b>	<b>618</b>	净负债/股东权益	-11.87%	-42.70%	-41.87%	-37.33%	-45.19%	-48.94%
							EBIT利息保障倍数	47.9	-50.8	-62.8	-133.2	-60.6	-57.7
							资产负债率	48.43%	51.05%	56.13%	38.53%	37.44%	35.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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