

东鹏饮料 (605499.SH)

全年符合预期，成长仍在途中

公司发布 2021 年年度业绩预告。公司预计 2021 年实现归母净利润 11.5-12.5 亿元，同比+41.6%-53.9%；其中扣非归母净利润 10.5-11.5 亿元，同比+30.45%-42.87%。Q4 单季度公司实现归母净利润 1.5-2.5 亿元，同比+42.6%-135.1%，扣非归母净利润 0.8-1.8 亿元，同比-19.6%+75.7%。

全年符合预期，Q4 预计维持较快增长。全年归母净利润中值为 12 亿元，同比+47.8%，扣非归母净利润中值为 11 亿元，同比+36.7%，整体符合预期。Q4 是公司经营淡季，多采取停货手段消化库存蓄力来年，Q4 单季度公司扣非归母净利润中值为 1.3 亿元，同比+28%，考虑到成本上涨影响，预计收入端增速快于业绩端，Q4 公司维持良好发展态势。公司全年确认非经常损益共 1 亿元，预计除政府补助外，主要系公司前期出资 3 亿以 LP 身份认购的私募份额所致。

增长确定性高，仍处发展快车道。产品方面，东鹏特饮以“性价比+差异化”构建产品竞争力，同时公司积极构建“能量+”产品矩阵，设计出不同产品形态及针对不同细分人群的产品，布局长远；**市场营销方面**，公司“空地”结合，电梯广告、短视频推广与影视冠名等多举旗下，上市后品牌知名度大幅提高，同时一线买赠活动亦吸引消费者提高复购频率。**展望 2022 年**，面对行业性的成本上行压力，通过回顾过去几年公司毛利率的稳健表现，可见其优秀的成本管控能力，预计规模效应+供应链优化将助力公司应对成本压力，东鹏渠道拓展仍在途中，产能布局积极，预计将保持较快增速。

盈利预测及估值分析：小幅调整此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 68.4/86.9/104.6 亿元（此前为 65.3/82.7/99.5 亿元），同比+38.0%/27.0%/20.3%；归母净利润分别为 12.2/15.4/19.4 亿元（此前为 11.2/15.2/18.9 亿元），同比+50.3%/25.7%/26.5%，对应 PE 为 51/41/32 倍，看好公司持续推进全国化带来的高增长，具备配置价值，上调至“买入”评级。

风险提示：全国化拓展不及预期，成本上涨幅度超预期，新品推广不及预期等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,844	8,688	10,455
增长率 yoy (%)	38.6	17.8	38.0	27.0	20.3
归母净利润(百万元)	571	812	1,220	1,535	1,941
增长率 yoy (%)	164.4	42.3	50.3	25.7	26.5
EPS 最新摊薄(元/股)	1.43	2.03	3.05	3.84	4.85
净资产收益率(%)	34.9	42.4	38.9	34.3	30.8
P/E(倍)	109.7	77.1	51.3	40.8	32.3
P/B(倍)	38.3	32.7	20.0	14.0	9.9

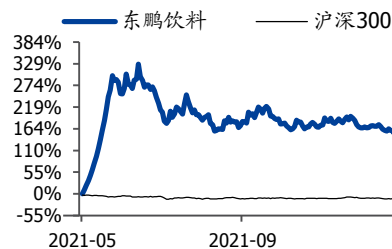
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 17 日收盘价

买入 (调高)

股票信息

行业	饮料乳品
前次评级	增持
1月17日收盘价(元)	156.50
总市值(百万元)	62,601.57
总股本(百万股)	400.01
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	0.98

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 郝宇新

执业证书编号: S0680121030010

邮箱: haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 《东鹏饮料 (605499.SH): 全国化进展顺利, 看好长期发展》2021-10-28
- 《东鹏饮料 (605499.SH): 全国化顺利推进, 新品增长瞩目》2021-07-29
- 《东鹏饮料 (605499.SH): 立足长远, 加码品宣》2021-07-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1452	1959	3720	4077	6496
现金	945	1225	2714	3006	5180
应收票据及应收账款	26	13	40	27	54
其他应收款	17	15	30	27	41
预付账款	159	179	288	305	408
存货	214	273	394	458	557
其他流动资产	90	255	255	255	255
非流动资产	1889	2402	2968	3500	3933
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1049	1404	1892	2342	2716
无形资产	164	237	269	317	354
其他非流动资产	677	761	807	842	862
资产总计	3341	4361	6688	7578	10429
流动负债	1452	2130	3257	2844	3896
短期借款	10	110	110	110	110
应付票据及应付账款	319	298	547	533	754
其他流动负债	1123	1722	2600	2201	3031
非流动负债	254	318	258	226	184
长期借款	237	302	241	210	168
其他非流动负债	17	16	16	16	16
负债合计	1706	2448	3514	3070	4080
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	400	400	400
资本公积	382	388	388	388	388
留存收益	893	1165	2000	3293	4774
归属母公司股东权益	1635	1913	3174	4508	6349
负债和股东权益	3341	4361	6688	7578	10429

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1211	1340	2179	1184	2912
净利润	571	812	1220	1535	1941
折旧摊销	110	134	151	205	258
财务费用	-14	-16	-40	-61	-79
投资损失	-7	-10	-9	-9	-9
营运资金变动	502	437	856	-485	802
其他经营现金流	50	-17	0	0	0
投资活动现金流	-532	-773	-708	-729	-682
资本支出	508	645	566	533	432
长期投资	-30	-140	0	0	0
其他投资现金流	-54	-267	-143	-196	-249
筹资活动现金流	-57	-334	18	-163	-56
短期借款	-145	100	0	0	0
长期借款	187	65	-60	-32	-42
普通股增加	10	0	40	0	0
资本公积增加	108	6	0	0	0
其他筹资现金流	-217	-505	38	-132	-14
现金净增加额	621	234	1489	292	2174

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4209	4959	6844	8688	10455
营业成本	2242	2648	3623	4630	5521
营业税金及附加	44	50	71	89	108
营业费用	984	1040	1349	1727	2030
管理费用	201	184	229	280	320
研发费用	28	36	47	61	73
财务费用	-14	-16	-40	-61	-79
资产减值损失	-7	0	0	0	0
其他收益	16	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	10	9	9	9
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	741	1050	1574	1971	2492
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	6	23	14	19	16
利润总额	737	1030	1561	1954	2477
所得税	166	217	341	420	536
净利润	571	812	1220	1535	1941
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	571	812	1220	1535	1941
EBITDA	858	1184	1718	2159	2728
EPS (元)	1.43	2.03	3.05	3.84	4.85

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	38.6	17.8	38.0	27.0	20.3
营业利润(%)	169.4	41.8	49.8	25.2	26.4
归属于母公司净利润(%)	164.4	42.3	50.3	25.7	26.5
获利能力					
毛利率(%)	46.7	46.6	47.1	46.7	47.2
净利率(%)	13.6	16.4	17.8	17.7	18.6
ROE(%)	34.9	42.4	38.9	34.3	30.8
ROIC(%)	30.5	34.5	34.4	31.5	29.0
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	56.1	52.5	40.5	39.1
净负债比率(%)	-41.8	-38.5	-73.0	-58.3	-76.3
流动比率	1.0	0.9	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.7	0.6	0.9	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	129.3	258.1	258.1	258.1	258.1
应付账款周转率	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.43	2.03	3.05	3.84	4.85
每股经营现金流(最新摊薄)	3.03	3.35	5.45	2.96	7.28
每股净资产(最新摊薄)	4.09	4.78	7.83	11.17	15.77
估值比率					
P/E	109.7	77.1	51.3	40.8	32.3
P/B	38.3	32.7	20.0	14.0	9.9
EV/EBITDA	72.2	52.2	35.1	27.8	21.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 17 日收盘价

内容目录

1、全年业绩符合预期，全国化发展正在途中	4
2、增长确定性高，发展仍处快车道	5
2.1 产品端：关注东鹏特饮的独特产品力与产品矩阵搭建	5
2.2 营销端：关注年轻化，上市拔高品牌知名度	6
2.3 成本端：规模效应+供应链优化应对成本压力	6
3、盈利预测及估值分析	7
风险提示	7

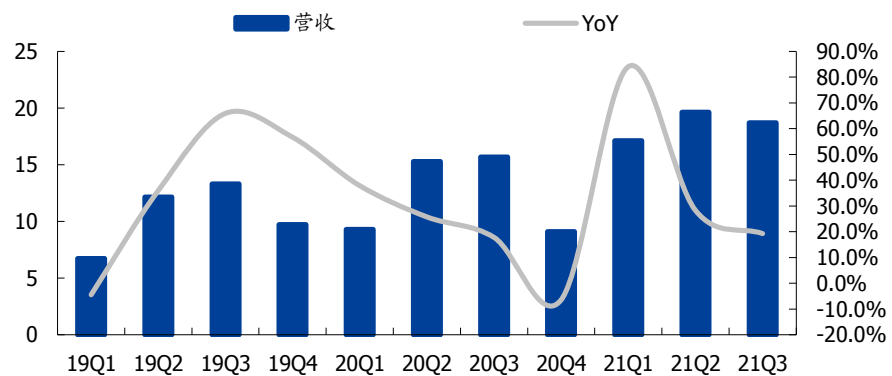
图表目录

图表 1: 东鹏饮料单季度营收及增速情况 (亿元)	4
图表 2: 公司近年营收及增速情况 (亿元)	4
图表 3: 公司近年归母净利润及增速情况 (亿元)	4
图表 4: 中国能量饮料市场规模	5
图表 5: 2018 年中国大陆人均咖啡消费量较低	5
图表 6: 东鹏特饮和红牛在价格与包装上形成差异化竞争	6
图表 7: 东鹏饮料近年毛利率保持相对稳定	7
图表 8: 东鹏饮料主要能量饮料单品销售量 (万吨)	7

1、全年业绩符合预期，全国化发展正在途中

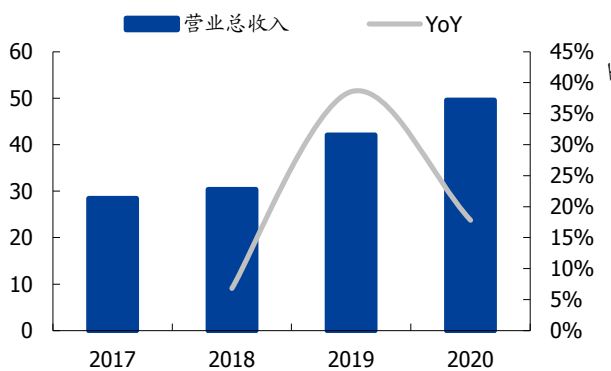
全年符合预期，Q4 预计维持较快增长。公司发布 2021 年年度业绩预告，全年归母净利润中值为 12 亿元，同比+47.8%，扣非归母净利润中值为 11 亿元，同比+36.7%，整体符合预期。从 Q4 单季度来看，Q4 为公司经营淡季，多采取停货手段消化库存蓄力来年，春节礼赠需求对公司产品有一定正向贡献，根据业绩预告，Q4 单季度公司扣非归母净利润中值为 1.3 亿元，同比+28%，考虑到成本上涨以及年末锁价原材料多已用完的影响，预计收入端增速快于业绩端，Q4 公司维持良好发展态势，这也与公司 2020Q4 收入同比略有下滑带动的基数效应有关。公司全年确认非经常损益共 1 亿元，预计除政府补助外，主要系公司前期出资 3 亿以 LP 身份认购的私募份额所致。

图表 1: 东鹏饮料单季度营收及增速情况 (亿元)



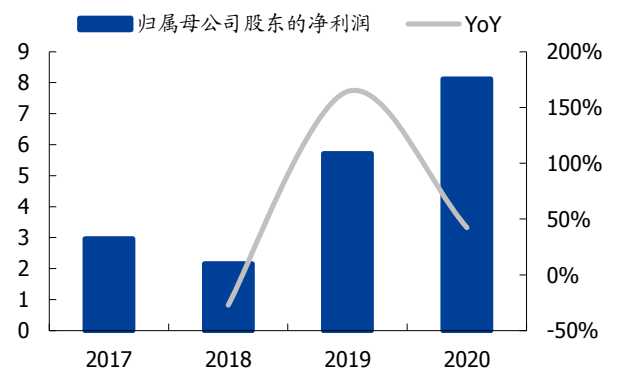
资料来源: 招股说明书, Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司近年营收及增速情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司近年归母净利润及增速情况 (亿元)



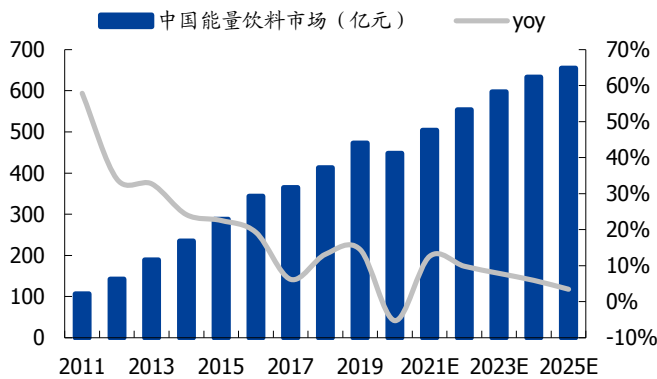
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、增长确定性高，发展仍处快车道

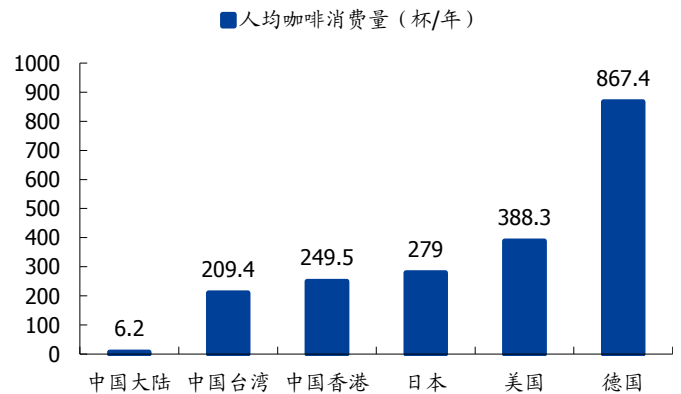
2.1 产品端：关注东鹏特饮的独特产品力与产品矩阵搭建

中国能量饮料行业方兴未艾，消费习惯或助力行业。中国当前能量饮料市场仍处于较快发展阶段，2019年中国人均能量饮料消费量为1.7升，为日本的46.7%、美国的19.0%，从量的角度来看中国仍有较大发展空间，从价格角度来看，能量饮料相较于普通软饮料定价较高，长期来看吨价处于平稳状态，但人均收入的提高有望贡献消费者的消费意愿，当前中国相较于日美等发达国家人均收入仍有差距，预计未来随着经济发展有望进一步释放消费潜力。同时从消费习惯的角度来看，中国消费者相较于西方国家消费者咖啡因等提神物质摄入不足，传统茶饮的咖啡因摄取效率一般低于咖啡，但中国尚未形成大规模的咖啡饮用习惯，预计这部分提神需求有望转移至能量饮料消费，预计能量饮料产品未来能与咖啡饮品共享咖啡因等提神物质摄入需求增长红利。

图表4：中国能量饮料市场规模



图表5：2018年中国大陆人均咖啡消费量较低



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

资料来源：瑞幸咖啡招股说明书，国盛证券研究所

东鹏特饮以“性价比+差异化”构建产品竞争力。回顾中国能量饮料产品发展历程，由于红牛在中国市场的先发优势已占据消费者心智，各品牌能量饮料在口味与包装设计上均采取跟随路线，而东鹏特饮率先实现了以差异化构建核心品牌竞争力，具体体现为：

1) 性价比的差异化。公司在产品定价上实现较红牛的差异化，红牛 250ml 产品终端定价 6 元，而东鹏特饮 500ml 产品定价 5 元、250ml 产品定价 3 元，每百毫升价格东鹏特饮仅为 1 元、而红牛则高达 2.4 元，性价比产品使得东鹏能够向下深挖消费群体，满足更多中低收入消费者日常持续饮用的需求，进而拓展了能量饮料行业的消费群体，实现差异化增长；2) 包装的差异化。东鹏于 2009 年在业内首推 PET 瓶装能量饮料，解决了能量饮料消费者面对罐装产品无法二次封存时的消费痛点，以货车司机、工地工人等高强度工作人群的消费场景来看，易拉罐不可二次封装的特性或带来产品倾洒和被污染等问题，而东鹏特饮以 PET 瓶装解决了上述问题，深受消费者喜爱。

图表 6: 东鹏特饮和红牛在价格与包装上形成差异化竞争



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

积极构建“能量+”产品矩阵，关注细分需求，稳居行业龙头。在东鹏特饮的成功之外，公司积极关注不同产品形式及细分人群需求，从产品形式的角度来看，中国市场上能量饮料多为不添加二氧化碳产品，相较于 Monster 等产品具有明显差异，这是因为西方国家多根据奥地利红牛进行产品设计以满足市场需求，而中国红牛以泰国红牛为产品模板，东鹏饮料于 2020 年 6 月推出东鹏加氮，深受年轻消费者喜爱，同时公司也积极开了零糖产品，解决了白领等消费群体对于能量饮料产品糖分过高的担心。从细分人群的角度看，尽管东鹏特饮已能够覆盖大部分能量饮料消费群体，但公司零糖与加氮产品进一步深挖细分人群，同时公司于 2021 年 12 月上市“她能”聚焦女性消费群体，通过搭建“能量+”产品矩阵稳居行业龙头。

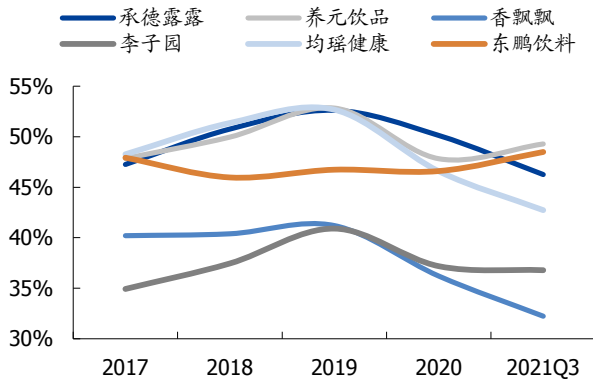
2.2 营销端：关注年轻化，上市拔高品牌知名度

公司坚持“空地”结合。空中投放方面，电梯广告、短视频推广与影视冠名等多举旗下，东鹏近年来重视广告宣传投入，冠名赞助了一系列综艺及热播剧场，强化品牌宣传与品牌力，如 2019 年赞助《欢乐喜剧人》、2020 年强势植入《盗墓笔记》等，2021 年春节档《唐探 3》中亦有东鹏身影并登上微博热搜，宣传上力图寻求“出圈”，即在传统消费者之外寻求增量消费群体，强化对非传统消费群体的宣传，利用好自身产品性价比更高的特点，挖掘年轻消费者的消费需求。地面推广方面，公司积极借上市契机提高品牌知名度，同时终端店公司坚持以买赠活动吸引消费者提高复购频率，同时针对店家的红包奖励也使得终端推广力度得以提高，形成良好动销氛围。

2.3 成本端：规模效应+供应链优化应对成本压力

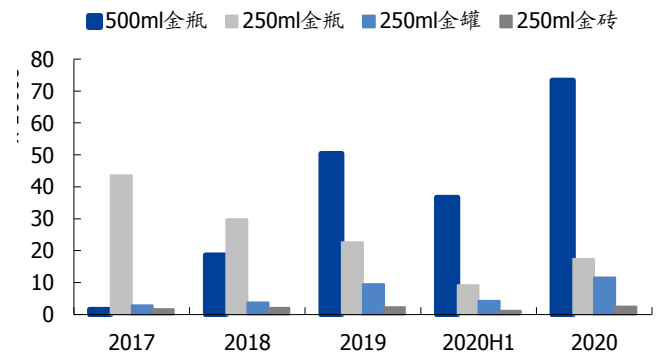
展望 2022 年，面对行业性的成本上行压力，预计公司将通过规模效应与供应链优化应对成本上涨压力。首先回顾过去几年公司毛利率的表现，相较于其他饮料公司，东鹏饮料的销售毛利率近年来整体保持平稳，可见公司多年经营而积累的优秀成本管控能力，预计本轮成本上涨过程中公司亦能积极应对。同时公司近年来聚焦 500ml 金瓶大单品，预计规模效应能够对成本进行一定摊薄，而且公司上市募投产能投产后将缩短运输距离，在优势地区集中生产，安徽和重庆新产能将分别辐射华东与西南地区，提供供应链优化亦对成本管控有积极影响。若 2022 年成本端原材料价格出现回落，公司有望抓住机会，进一步加速业绩增长。

图表7: 东鹏饮料近年毛利率保持相对稳定



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 东鹏饮料主要能量饮料单品销售量(万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、盈利预测及估值分析

小幅调整此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 68.4/86.9/104.6 亿元 (此前为 65.3/82.7/99.5 亿元), 同比+38.0%/27.0%/20.3%; 归母净利润分别为 12.2/15.4/19.4 亿元 (此前为 11.2/15.2/18.9 亿元), 同比+50.3%/25.7%/26.5%, 对应 PE 为 51/41/32 倍, 看好公司持续推进全国化带来的高增长, 具备配置价值, 上调至“买入”评级。

风险提示

全国化拓展不及预期, 公司近年实施全国化战略, 在广东核心市场外积极拓展渠道, 存在拓展不及预期风险。

成本上涨幅度超预期, 2021 年以来成本端原材料价格持续上涨, 未来若涨幅超预期, 或影响公司盈利能力。

新品推广不及预期, 公司近年来积极推出新品搭建产品矩阵, 新品推广或存不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com