

投资评级 优于大市 维持

22年完美收官，23年一季度业绩表现靓丽

股票数据

04月21日收盘价(元)	175.35
52周股价波动(元)	111.35-210.00
总股本/流通A股(百万股)	400/76
总市值/流通市值(百万元)	70142/13328

相关研究

 《单三季度成长提速，全国化拓展正当时》
 2022.10.27

《单三季度预告营收增长提速，归母净利润表现较好》2022.10.13

《上半年营收稳健快速成长，单二季度利润表现亮眼》2022.08.18

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.9	-13.7	-2.5
相对涨幅(%)	-10.2	-11.0	1.1

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

分析师: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@haitong.com

证书: S0850520050001

投资要点:

- 事件:** 公司4月21日披露2022年年报，22年公司实现营业收入85.05亿元 (YOY=21.89%)，实现归母净利润14.41亿元 (YOY=20.75%)。此外公司23Q1公司实现营业收入24.91亿元 (YOY=24.14%)，归母净利润达到4.97亿元 (YOY=44.28%)。
- 22年完美收官，收入利润稳健成长。** 22年公司通过围绕渠道建设、产品创新、品牌营销、内部管理、人才梯队建设等方面进行优化创新升级，在能量饮料市场存量博弈的背景下，22年公司营业收入实现85.05亿元 (YOY=21.89%)，受大宗原材料聚酯切片采购价格上涨影响，毛利率同比降低2.05pct至42.33%，毛利额同比增加16.27%至36.00亿元。此外公司期间费用率同比下降2.63pct至21.04% (其中公司销售费用率同比下降2.57pct，管理费用率同比降低0.60pct)，因此最终归母净利润同比增长20.75%至14.41亿元，对应归母净利润率同比降低0.16pct至16.94%。
- 22Q4单独来看，**公司实现主营业务收入18.61亿元 (YOY=31.28%)，实现毛利率44.38%，同比增长16.16pct。此外期间费用率同比增长6.37pct至23.31% (其中销售费用率同比增长7.52pct，管理费用率同比下降0.98pct，最终2022Q4公司归母净利润率同比上升0.89pct，对应最终归母净利润为2.75亿元 (YOY=39.65%)。
- 23年一季度收入表现优异。** 2023Q1单独来看，公司实现主营业务收入24.91亿元 (YOY=24.14%)，实现毛利率43.53%，同比增长0.34pct。此外期间费用率同比下降2.02pct (其中销售费用率同比下降1.16pct，管理费用率同比下降0.23pct，最终2023Q1公司归母净利润率同比上升2.79pct至19.96%，对应最终归母净利润为4.97亿元 (YOY=44.28%)。
- 23年一季度收入表现优异。** 2022年公司坚持饮料的研发、生产与销售，锁定功能饮料赛道，深刻洞察饮料行业的消费趋势，不断推进产品升级与产品创新，以牛磺酸、烟酸、B族维生素等营养成分为基础，细分不同客户对口味、功能的需求，致力于构建“东鹏能量+”为主品类，同时发展其他多品类饮料，打造综合功能性的产品矩阵，为消费者提供健康功效饮品。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6978	8505	10416	12540	14834
(+/-)YoY(%)	40.7%	21.9%	22.5%	20.4%	18.3%
净利润(百万元)	1193	1441	1974	2480	3012
(+/-)YoY(%)	46.9%	20.8%	37.1%	25.6%	21.4%
全面摊薄EPS(元)	2.98	3.60	4.94	6.20	7.53
毛利率(%)	44.4%	42.3%	44.8%	45.2%	45.6%
净资产收益率(%)	28.1%	28.4%	28.0%	26.1%	24.0%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

东鹏特饮大单品高速增长，不断培养第二曲线。(1) 东鹏特饮产品方面，“东鹏特饮”系列产品为公司主品类，富含牛磺酸、赖氨酸、多种 B 族维生素和其他营养成分，并添加药品级咖啡因，既保证了东鹏特饮的风味口感，又形成了一套完整科学的抗疲劳体系。目前该产品系列有 6 种包装规格，分为：500ml 金瓶特饮、250ml 金瓶特饮、250ml 金罐特饮、335ml 金罐特饮、250ml 金砖特饮和 250ml 金钻特饮。2022 年公司东鹏特饮产品实现营收 81.72 亿元，YOY=23.98% 收入占比达到 96.24%。

(2) 其他饮料产品方面，公司为消费者提供丰富的非能量饮料产品，主要包括东鹏大咖、东鹏补水啦、生榨油柑汁、由柑柠檬茶、陈皮特饮、冬瓜汁、菊花茶及清凉茶等，其中 2022 年公司对“东鹏大咖”经典拿铁的口味进行了优化升级。公司在丰富“东鹏能量+”产品矩阵的同时，不断培育第二产品曲线。持续丰富产品品类，覆盖了更多、更广的消费群体，品牌形象也更加年轻化。公司大力支持新品类的发展，持续提升产品力，为企业可持续发展培育新的增长点。随着公司产品结构逐步优化，消费者对品牌的接受度逐步提升，截至 2022 年末，公司各类产品累计触达不重复扫码用户超过 1.63 亿人，其中东鹏大咖扫码 320 万人。22 年公司其他饮料实现营收 3.19 亿元，YOY=-14.23%。

全国化持续推进顺利，非广东市场高速增长。1) 公司在广东区域继续实行市场细分、全渠道精耕、产品全系列覆盖，不断突破重点人群的策略，实现销售收入 33.54 亿元，同比增长 4.84%，收入占比由 45.94% 下降至 39.50%。2) 在广东之外区域，公司加速拓展终端网点，持续完善渠道体系建设，提升产品的整体铺市率与覆盖广度，并通过夯实基础、精进管理等方式促进单点卖力提升，区域营收结构持续优化，全国化发展加速推进。因此公司在非广东区域实现销售收入 42.60 亿元，同比增长 41.93%；收入占比由 43.10% 上升至 50.17%。此外进一步分区域来看，2022 年公司华东/华中/广西/西南/华北区域分别实现营收 10.22/10.54/8.95/6.77/6.13 亿元，YOY 分别为 32.40%/39.94%/26.83%/56.83%/80.44%。

经销商/终端网点数持续快速增长。公司合作的经销商数量从 2312 家增加至 2779 家，增长比例达到 20.20%。合作的经销商覆盖全国 33 个省级行政区、333 个地级行政区，地级城市覆盖率达到 100%，截止 2023 年 4 月，公司在全国活跃的终端网点已超过 300 万家。

盈利预测与投资建议。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 104.16/125.40/148.34 亿元，归母净利润为 19.74/24.80/30.12 亿元，eps 为 4.94/6.20/7.53 元。结合可比公司估值情况，考虑到公司的业绩成长性，继续给予公司 2023 年 40-50 倍的 PE 估值，对应合理价值区间为 197.60-247.00 元/股，继续给予“优于大市”评级。

风险提示。(1) 市场需求下滑，(2) 渠道拓展不及预期，(3) 食品安全问题。

表 1 可比上市公司估值表 (2023 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2023E)
农夫山泉	9633.HK	42.30	42.98
百润股份	002568	39.15	57.27
妙可蓝多	600882	26.78	41.62
海天味业	603288	71.19	41.38
平均 PE (倍, 2023E)			45.81

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2023 年 04 月 21 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8505	10416	12540	14834
每股收益	3.60	4.94	6.20	7.53	营业成本	4905	5747	6871	8069
每股净资产	12.66	17.60	23.80	31.33	毛利率%	42.3%	44.8%	45.2%	45.6%
每股经营现金流	5.07	6.82	8.33	9.78	营业税金及附加	93	104	125	148
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	1449	1771	2132	2522
P/E	48.69	35.53	28.28	23.29	营业费用率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
P/B	13.85	9.97	7.37	5.60	管理费用	256	312	376	445
P/S	8.25	6.73	5.59	4.73	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	36.19	25.35	20.05	15.95	EBIT	1759	2430	2973	3576
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	41	39	-38	-86
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.4%	-0.3%	-0.6%
毛利率	42.3%	44.8%	45.2%	45.6%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	16.9%	19.0%	19.8%	20.3%	投资收益	70	104	125	148
净资产收益率	28.4%	28.0%	26.1%	24.0%	营业利润	1854	2531	3180	3862
资产回报率	12.1%	17.4%	17.0%	16.3%	营业外收支	-18	0	0	0
投资回报率	16.5%	26.5%	24.0%	22.0%	利润总额	1836	2531	3180	3862
盈利增长 (%)					EBITDA	1998	2728	3307	3935
营业收入增长率	21.9%	22.5%	20.4%	18.3%	所得税	395	557	700	850
EBIT 增长率	29.6%	38.2%	22.3%	20.3%	有效所得税率%	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	20.8%	37.1%	25.6%	21.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1441	1974	2480	3012
资产负债率	57.3%	37.9%	34.9%	32.2%					
流动比率	1.08	1.51	1.88	2.23	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.00	1.36	1.72	2.07	货币资金	2158	1095	3963	7491
现金比率	0.32	0.26	0.79	1.28	应收账款及应收票据	25	29	34	41
经营效率指标					存货	394	551	659	774
应收帐款周转天数	1.06	1.00	1.00	1.00	其它流动资产	4670	4690	4738	4789
存货周转天数	29.33	35.00	35.00	35.00	流动资产合计	7246	6365	9394	13094
总资产周转率	0.72	0.92	0.86	0.80	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.81	4.16	4.66	5.29	固定资产	2232	2503	2690	2804
					在建工程	529	579	619	649
					无形资产	357	388	416	443
					非流动资产合计	4623	4975	5231	5401
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	11870	11339	14625	18495
净利润	1441	1974	2480	3012	短期借款	3182	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	651	740	885	1039
非现金支出	240	299	334	359	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-175	-41	-125	-148	其它流动负债	2873	3461	4121	4826
营运资金变动	521	496	643	687	流动负债合计	6706	4201	5006	5865
经营活动现金流	2026	2729	3332	3910	长期借款	0	0	0	0
资产	-791	-650	-590	-530	其它长期负债	100	100	100	100
投资	-2610	0	0	0	非流动负债合计	100	100	100	100
其他	65	104	125	148	负债总计	6805	4301	5106	5964
投资活动现金流	-3336	-546	-465	-382	实收资本	400	400	400	400
债权募资	3450	-3182	0	0	归属于母公司所有者权益	5064	7039	9519	12531
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-1685	-64	0	0	负债和所有者权益合计	11870	11339	14625	18495
融资活动现金流	1764	-3245	0	0					
现金净流量	439	-1063	2868	3529					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
 张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。