

增长动能强劲，盈利能力改善

核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 78.7 亿元 (yoy+44.2%)；实现归母净利润 17.3 亿元 (yoy+56.2%)。单二季度来看，公司实现营业收入 43.9 亿元 (yoy+47.9%)，实现归母净利润 10.7 亿元 (yoy+24.3%)，业绩增长强劲。
- 东鹏特饮大单品强势增长，补水啦打开第二增长曲线。分产品来看，24H1 东鹏特饮实现收入 68.6 亿元 (yoy+33.5%)，补水啦实现收入 4.76 亿元 (yoy+281%)。分地区来看，24H1 广东/华东/华中/广西/西南/华北/线上分别实现收入 21.1 /11.6 /10.7 /5.6 / 9.2 /9.9 /1.9 亿元，分别同比增长 12.5% /53.6% /51.7% /9.5% /75.5% /99.0% / 93.8%，华北、西南地区以及线上高增，预计受益于网点开拓、线上布局、新品带动、高温天气动销加速等。截至 24H1 末，公司在广东/华东/华中/广西/西南/华北/直营及线上分别拥有经销商 256 /287/ 387/ 119/ 444/ 873/ 616 家，分别环比 24Q1 未变动-15/-8/-3/+1/-1/-18/+114 家。
- 毛利率上涨、费用率摊薄，盈利水平增势向好。24H1，公司毛利率为 44.6% (yoy+1.5pct)，销售/管理费用率分别同比-0.3pct、-0.5pct。24Q2，公司毛利率为 46.1% (yoy+3.3pct)，销售/管理费用率分别同比-1.6pct、-0.7pct。综合，24H1 归母净利率为 24.3% (yoy+3.7pct)。
- 多渠道推广表现亮眼，品类扩张持续发力。公司已初步构建起以能量饮料为主线，以电解质饮料、茶饮料、咖啡饮料、预调制酒等新品类领域为战略协同的多品类综合性饮料集团。24H1 公司持续推进全国化发展，全面实施多品类战略，完善构建“东鹏”的品牌资产实力，优化内部管理，通过完善销售网络建设，积极拓展销售网点，同时加强渠道精细化管理能力。公司持续加强销售终端的冰冻化陈列，不断提升单点产出为目标。下半年公司将持续完善产品生产和销售网络的全国布局，加强渠道下沉，提高单点产出，持续提升公司能量饮料市场份额，并积极研发、储备其他健康功效饮品，满足消费者的消费需求。

盈利预测与投资建议

- 根据半年报，上调营收、毛利率，预测 24-26 年每股收益分别为 7.47、9.69 和 12.14 元 (原预测 24-25 年为 6.02、7.28 元)。改为采用 FCFF 估值法，测算公司股权价值 1186 亿元，对应目标价 296.49 元，维持买入评级。

风险提示：市场竞争加剧、行业增速放缓风险、原材料成本大幅上升风险。

公司主要财务信息

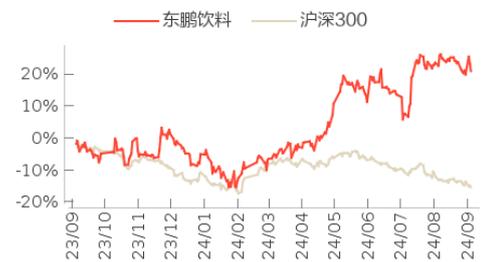
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,505	11,263	15,390	19,506	23,632
同比增长(%)	21.9%	32.4%	36.6%	26.7%	21.2%
营业利润(百万元)	1,854	2,588	3,814	4,944	6,195
同比增长(%)	21.3%	39.6%	47.3%	29.6%	25.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,441	2,040	2,987	3,874	4,856
同比增长(%)	20.8%	41.6%	46.4%	29.7%	25.3%
每股收益(元)	3.60	5.10	7.47	9.69	12.14
毛利率(%)	42.3%	43.1%	43.6%	43.7%	44.1%
净利率(%)	16.9%	18.1%	19.4%	19.9%	20.6%
净资产收益率(%)	31.0%	35.8%	40.8%	40.8%	40.0%
市盈率	63.8	45.1	30.8	23.7	18.9
市净率	18.2	14.5	11.1	8.6	6.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024年09月04日)	229.9 元
目标价格	296.49 元
52 周最高价/最低价	243.13/152.45 元
总股本/流通 A 股 (万股)	40,001/40,001
A 股市值 (百万元)	91,962
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 09 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.49	-2.15	1.62	20.85
相对表现%	1.53	1.76	11.67	36.36
沪深 300%	-1.04	-3.91	-10.05	-15.51



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524080004

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

电解质水超预期，多地业绩高增	2023-09-08
三季度业绩稳定成长，成本拐点有望到来	2022-11-01

根据半年报，上调营收、毛利率，预测 24-26 年每股收益分别为 7.47、9.69 和 12.14 元（原预测 24-25 年为 6.02、7.28 元）。改为采用 FCFF 估值法，测算公司股权价值 1186 亿元，对应目标价 296.49 元，维持买入评级。

由于当前公司成长性与其它饮料公司存在较大差异，估值可比性降低，改为采用 FCFF 估值方法，核心参数假设如下：

表 1：FCFF 核心参数

估值假设主要参数	
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.15%
无杠杆影响的 β 系数	0.72
考虑杠杆因素的 β 系数	0.74
市场收益率 Rm	9.18%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	7.37%
债务比率 D/(D+E)	3.87%
债务利率 rd	3.85%
WACC	7.20%

数据来源：WIND、东方证券研究所

我们测算公司股权价值 1186 亿元，对应目标价 296.49 元，维持买入评级。

表 2：FCFF 敏感性分析

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
	5.20%	334.65	406.38	543.30	908.24	4905.71
	5.70%	301.00	354.43	447.41	649.73	1429.34
	6.20%	273.82	314.82	381.43	508.58	847.49
	6.70%	251.39	283.61	333.24	419.62	607.58
WACC(%)	7.20%	232.58	258.39	296.49	358.40	476.56
	7.70%	216.56	237.58	267.53	313.67	393.97
	8.20%	202.77	220.11	244.11	279.54	337.11
	8.70%	190.76	205.23	224.78	252.64	295.56
	9.20%	180.21	192.41	208.54	230.88	263.85

数据来源：WIND、东方证券研究所

风险提示

- **市场竞争加剧风险。**红牛多年来在国内稳定采取高定价策略，国内能量饮料行业价格竞争较平缓，若国内以红牛为代表的主要参与者价格竞争策略改变，则可能导致价格竞争加剧风险。
- **行业增速放缓风险。**能量饮料行业整体在软饮料行业具备领先的高增速，东鹏享有行业红利，且核心东鹏特饮大单品在公司营收中占比较高，若能量饮料行业增速放缓则公司营收增长可能放缓。
- **原材料成本大幅上升风险。**公司营业成本中直接材料占比较高，原材料成本变动对公司毛利影响较大，若原材料成本大幅上升可能对公司盈利造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,158	6,058	8,288	11,431	15,460	营业收入	8,505	11,263	15,390	19,506	23,632
应收票据、账款及款项融资	25	66	91	115	139	营业成本	4,905	6,412	8,684	10,974	13,208
预付账款	127	158	216	274	332	销售费用	1,449	1,956	2,502	3,093	3,653
存货	394	569	770	973	1,171	管理费用	256	369	453	574	696
其他	4,543	1,918	1,926	2,133	2,008	研发费用	44	54	70	86	105
流动资产合计	7,246	8,769	11,291	14,926	19,112	财务费用	41	2	(136)	(210)	(310)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	0	2	2	2	2
固定资产	2,232	2,916	3,351	3,610	3,771	公允价值变动收益	13	29	20	20	20
在建工程	529	385	683	476	361	投资净收益	70	142	70	70	70
无形资产	357	485	540	576	600	其他	(39)	(51)	(92)	(132)	(173)
其他	1,505	2,155	2,182	2,210	2,239	营业利润	1,854	2,588	3,814	4,944	6,195
非流动资产合计	4,624	5,941	6,757	6,872	6,970	营业外收入	2	2	3	3	3
资产总计	11,870	14,710	18,048	21,797	26,082	营业外支出	21	11	11	11	11
短期借款	3,182	2,996	2,996	2,996	2,996	利润总额	1,836	2,579	3,805	4,935	6,187
应付票据及应付账款	651	915	1,240	1,567	1,886	所得税	395	539	818	1,061	1,330
其他	2,873	4,136	5,173	6,212	7,259	净利润	1,441	2,040	2,987	3,874	4,856
流动负债合计	6,706	8,047	9,408	10,774	12,141	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	220	220	220	220	归属于母公司净利润	1,441	2,040	2,987	3,874	4,856
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.60	5.10	7.47	9.69	12.14
其他	100	119	114	117	116						
非流动负债合计	100	339	334	337	336	主要财务比率					
负债合计	6,805	8,386	9,743	11,111	12,476		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	400	400	400	400	400	营业收入	21.9%	32.4%	36.6%	26.7%	21.2%
资本公积	2,080	2,080	2,080	2,080	2,080	营业利润	21.3%	39.6%	47.3%	29.6%	25.3%
留存收益	2,599	3,838	5,825	8,206	11,125	归属于母公司净利润	20.8%	41.6%	46.4%	29.7%	25.3%
其他	(14)	5	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,065	6,324	8,306	10,686	13,606	毛利率	42.3%	43.1%	43.6%	43.7%	44.1%
负债和股东权益总计	11,870	14,710	18,048	21,797	26,082	净利率	16.9%	18.1%	19.4%	19.9%	20.6%
						ROE	31.0%	35.8%	40.8%	40.8%	40.0%
						ROIC	22.5%	22.9%	27.3%	29.2%	30.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	57.3%	57.0%	54.0%	51.0%	47.8%
净利润	1,441	2,040	2,987	3,874	4,856	净负债率	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	207	247	144	164	180	流动比率	1.08	1.09	1.20	1.39	1.57
财务费用	41	2	(136)	(210)	(310)	速动比率	1.02	1.02	1.12	1.30	1.48
投资损失	(70)	(142)	(70)	(70)	(70)	营运能力					
营运资金变动	(116)	1,877	1,069	874	1,211	应收账款周转率	344.9	247.2	196.0	189.7	186.0
其它	524	(743)	(59)	(42)	(47)	存货周转率	13.4	13.3	13.0	12.6	12.3
经营活动现金流	2,026	3,281	3,935	4,590	5,821	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
资本支出	(900)	(906)	(930)	(255)	(253)	每股指标(元)					
长期投资	(233)	(837)	0	0	0	每股收益	3.60	5.10	7.47	9.69	12.14
其他	(2,203)	985	90	90	90	每股经营现金流	5.07	8.20	9.84	11.48	14.55
投资活动现金流	(3,336)	(758)	(840)	(165)	(163)	每股净资产	12.66	15.81	20.76	26.72	34.01
债权融资	(29)	214	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	63.8	45.1	30.8	23.7	18.9
其他	1,793	(1,272)	(864)	(1,283)	(1,627)	市净率	18.2	14.5	11.1	8.6	6.8
筹资活动现金流	1,764	(1,058)	(864)	(1,283)	(1,627)	EV/EBITDA	41.3	30.6	22.7	17.7	14.3
汇率变动影响	(15)	(29)	-0	-0	-0	EV/EBIT	45.8	33.5	23.6	18.4	14.8
现金净增加额	439	1,437	2,230	3,142	4,030						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。