

费投短期干扰盈利能力，收入端保持良好增长势能

——东鹏饮料 25H1 点评

核心观点

- **营收盈利落于此前业绩预告中枢位置，二季度营收强劲增长但盈利能力下滑。**25H1 公司传统大单品东鹏特饮和新品补水啦维持成长势能，带动公司实现营收 107.37 亿元，同比增长 36.37%。单二季度来看，虽然收入保持高增，但利润增速略慢于收入增速，净利率有所下滑。25Q2 实现营业收入 58.89 亿元，同比增长 34.10%，实现归母净利润 13.95 亿元，同比增长 30.75%。由此引发市场对公司盈利能力是否出现向下拐点的担忧。我们认为公司当前仍然处于收入端跑马圈地、加强渠道能力、构建平台型企业的关键期，适当前置性投放费用有望驱动收入端长期更好地增长。
- **多元产品精准适配各类人群及渠道，收入端增长动能仍充足。**25H1 能量饮料大单品表现稳健，营收 83.61 亿元，占比达 77.87%，公司新推出无糖版特饮，有利于进一步推动消费人群向“累困”都市白领等扩展。电解质饮料“补水啦”25H1 营收 14.93 亿元，营收占比达 13.90%，25H1 公司推出 380ml “小补水”系列新品拓宽学校、会议使用场景、并针对零食量贩等特渠开发 900ml 款，丰富规格以精准满足不同渠道需求。25H1 公司其他饮料营收 8.77 亿元，营收占比达 8.17%，其中大包装果之茶、东鹏大咖带动增长。公司大包装产品定价亲民并延续促销活动，在县域超市、社区团购渠道发力，匹配家庭囤货、户外野餐场景；即饮咖啡大瓶装聚焦写字楼、加油站、高速服务区等出行场景，以高质价比争夺现制咖啡的替代需求。我们认为公司在“人群精准定位+场景深度适配+渠道高效触达”方面具有行业领先的理解和能力，收入端未来动力仍然充足。
- **单 Q2 销售费用前置投放，短期干扰盈利能力。**25H1 公司销售费用增加主要系①为推进全国化战略实施，公司增加销售人员，导致销售人力成本上涨。②加大冰柜投入，导致渠道推广费增加。③请代言人等导致广告宣传费上涨。我们认为其中大部分为季度性前置性投入，当前公司仍处盘马圈地、构建平台型企业、建立渠道优势的关键阶段，短期销售投入的增加有望驱动长期收入更好的增长。

盈利预测与投资建议

- 看好公司构建平台型综合饮料企业，维持预测 25-27 年 EPS 分别为 9.13、11.85 和 13.79 元。维持 FCFF 估值法，测算公司股权价值 1856 亿元，对应目标价 357.00 元，维持买入评级。

风险提示：

市场竞争加剧、行业增速放缓、原材料成本大幅上升、新品不及预期风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,263	15,839	21,267	26,980	30,570
同比增长(%)	32.4%	40.6%	34.3%	26.9%	13.3%
营业利润(百万元)	2,588	4,145	5,900	7,709	8,975
同比增长(%)	39.6%	60.1%	42.4%	30.7%	16.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,040	3,327	4,748	6,161	7,173
同比增长(%)	41.6%	63.1%	42.7%	29.8%	16.4%
每股收益(元)	3.92	6.40	9.13	11.85	13.79
毛利率(%)	43.1%	44.8%	46.7%	47.8%	48.7%
净利率(%)	18.1%	21.0%	22.3%	22.8%	23.5%
净资产收益率(%)	35.8%	47.5%	50.6%	46.5%	40.3%
市盈率	76.5	46.9	32.9	25.3	21.7
市净率	24.7	20.3	14.1	10.1	7.7

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（2025年07月25日）	299.93 元
目标价格	357.00 元
52 周最高价/最低价	338.92/167.64 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,001/52,001
A 股市值（百万元）	155,967
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.3	-7.66	7.95	71.53
相对表现%	-1.39	-11.88	-1.03	50.12
沪深 300%	1.69	4.22	8.98	21.41



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
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

相关报告

新品渠道复用效果凸显，传统基地市场延续高增	2025-04-20
减持影响逐步消化，核心大单品仍稳健增长	2025-03-05
补水啦增长强劲，盈利能力持续改善	2024-10-30

看好公司构建平台型综合饮料企业，维持预测 25-27 年 EPS 分别为 9.13、11.85 和 13.79 元。维持 FCFF 估值法，测算公司股权价值 1856 亿元，对应目标价 357.00 元，维持买入评级。

核心参数假设及敏感性分析如下：

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	1.71%
无杠杆影响的 β 系数	0.61
考虑杠杆因素的 β 系数	0.62
市场收益率 Rm	8.74%
公司特有风险	0.76%
股权投资成本 (Ke)	6.86%
债务比率 D/(D+E)	3.75%
债务利率 rd	3.50%
WACC	6.70%

数据来源：WIND、东方证券研究所

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%
	4.70%	405.42	513.96	750.31	1663.36	-3480.80
	5.20%	358.98	436.66	585.00	980.88	5365.00
	5.70%	322.42	380.23	480.89	700.08	1546.83
	6.20%	292.88	337.22	409.28	546.90	914.17
WACC(%)	6.70%	268.52	303.35	357.00	450.42	653.83
	7.20%	248.09	275.97	317.13	384.03	511.79
	7.70%	230.70	253.38	285.72	335.55	422.30
	8.20%	215.72	234.43	260.33	298.57	360.72
	8.70%	202.68	218.29	239.37	269.42	315.73

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。
- **新品不及预期风险。**补水啦及其他新品对公司的收入增长起到重要的补充作用，若新品发展不及预期，将使公司收入增长低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,058	5,653	11,471	17,309	23,042
应收票据、账款及款项融资	66	81	109	139	157
预付账款	158	227	305	387	438
存货	569	1,068	1,385	1,720	1,916
其他	1,918	5,677	3,848	3,841	3,906
流动资产合计	8,769	12,706	17,119	23,396	29,459
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,916	3,670	4,125	4,449	4,651
在建工程	385	554	730	584	438
无形资产	485	746	802	842	869
其他	2,155	5,001	5,016	5,060	5,106
非流动资产合计	5,941	9,971	10,673	10,935	11,064
资产总计	14,710	22,676	27,792	34,331	40,523
短期借款	2,996	6,551	6,551	6,551	6,551
应付票据及应付账款	915	1,265	1,641	2,038	2,269
其他	4,136	7,028	8,379	10,208	11,407
流动负债合计	8,047	14,845	16,571	18,798	20,228
长期借款	220	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	119	140	124	132	128
非流动负债合计	339	140	124	132	128
负债合计	8,386	14,985	16,695	18,930	20,356
少数股东权益	0	4	3	3	2
实收资本（或股本）	400	520	520	520	520
资本公积	2,080	1,960	1,960	1,960	1,960
留存收益	3,838	5,165	8,613	12,919	17,684
其他	5	42	0	0	0
股东权益合计	6,324	7,692	11,097	15,402	20,167
负债和股东权益总计	14,710	22,676	27,792	34,331	40,523

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,040	3,326	4,747	6,161	7,173
折旧摊销	247	333	164	185	201
财务费用	2	(191)	(171)	(179)	(188)
投资损失	(142)	(95)	(80)	(80)	(80)
营运资金变动	1,879	2,343	1,432	1,787	1,101
其它	(745)	73	(134)	(64)	(77)
经营活动现金流	3,281	5,789	5,960	7,810	8,129
资本支出	(906)	(1,522)	(847)	(404)	(286)
长期投资	(837)	(2,452)	27	0	0
其他	985	(2,902)	1,808	109	109
投资活动现金流	(758)	(6,875)	988	(295)	(177)
债权融资	214	(241)	1	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(1,272)	1,748	(1,129)	(1,676)	(2,220)
筹资活动现金流	(1,058)	1,507	(1,129)	(1,676)	(2,220)
汇率变动影响	(29)	32	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	1,437	453	5,819	5,838	5,733

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,263	15,839	21,267	26,980	30,570
营业成本	6,412	8,742	11,336	14,079	15,679
销售费用	1,956	2,681	3,536	4,486	5,083
管理费用	369	426	544	690	782
研发费用	54	63	78	96	109
财务费用	2	(191)	(171)	(179)	(188)
资产、信用减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	29	33	29	29	29
投资净收益	142	95	80	80	80
其他	(51)	(101)	(153)	(207)	(240)
营业利润	2,588	4,145	5,900	7,709	8,975
营业外收入	2	2	3	3	3
营业外支出	11	40	20	11	11
利润总额	2,579	4,107	5,883	7,701	8,966
所得税	539	781	1,135	1,540	1,793
净利润	2,040	3,326	4,747	6,161	7,173
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	2,040	3,327	4,748	6,161	7,173
每股收益（元）	3.92	6.40	9.13	11.85	13.79

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	32.4%	40.6%	34.3%	26.9%	13.3%
营业利润	39.6%	60.1%	42.4%	30.7%	16.4%
归属于母公司净利润	41.6%	63.1%	42.7%	29.8%	16.4%
获利能力					
毛利率	43.1%	44.8%	46.7%	47.8%	48.7%
净利率	18.1%	21.0%	22.3%	22.8%	23.5%
ROE	35.8%	47.5%	50.6%	46.5%	40.3%
ROIC	22.9%	26.9%	29.0%	30.4%	28.9%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	66.1%	60.1%	55.1%	50.2%
净负债率	0.0%	11.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.09	0.86	1.03	1.24	1.46
速动比率	1.02	0.78	0.95	1.15	1.36
营运能力					
应收账款周转率	243.8	214.5	223.3	217.9	207.0
存货周转率	13.3	10.7	9.2	9.1	8.6
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
每股指标（元）					
每股收益	3.92	6.40	9.13	11.85	13.79
每股经营现金流	8.20	11.13	11.46	15.02	15.63
每股净资产	12.16	14.78	21.33	29.61	38.78
估值比率					
市盈率	76.5	46.9	32.9	25.3	21.7
市净率	24.7	20.3	14.1	10.1	7.7
EV/EBITDA	53.5	35.4	25.8	19.7	16.9
EV/EBIT	58.6	38.4	26.5	20.2	17.3

资料来源：东方证券研究所

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。