

## 东鹏饮料（605499.SH）

优于大市

2024 年收入同比增长 41%，盈利能力提升

## 核心观点

公司 2024 年收入同比增长 41%。东鹏饮料发布 2024 年年度报告，2024 年实现收入 158.39 亿元，同比增长 40.63%，归母净利润 33.27 亿元，同比增长 63.09%。其中四季度营收 32.81 亿元，同比增长 25.12%；归母净利润 6.19 亿元，同比增长 61.21%。回款方面，2024 年公司销售商品收到的现金约 204.30 亿元，同比+46.98%；其中四季度回款 64.39 亿，同比增长 74.4%。2024 年，公司已有 3193 家经销商，销售终端网点数量近 400 万家，实现地级市覆盖率达到 100%，东鹏饮料全国化进程稳步推进，在能量饮料行业的份额逐年提升。

特饮仍在加速全国化，第二曲线收入占比已达 16%。分品类看，2024 年特饮/补水啦/其他饮料收入分别为 133.04/14.95/10.23 亿元，同比增长 28.49%/280.37%/103.2%，其中，补水啦通过延展口味、提高铺市率维持高速增长；其他饮料中咖啡、无糖茶等亦有不错表现。分地区看，2024 年广东/华东/华中/广西/西南/华北/线上收入分别同比增长 15.93%/45.13%/48.17%/17.41%/54.65%/83.85%/116.95%，其中成熟市场广东广西依然维持双位数增长，发展中和潜力市场则各有亮点。

成本红利叠加规模效应，2024 年公司盈利提升亮眼。2024 年公司毛利率/净利率分别为 44.81%/21.00%，分别同比增长 1.74/2.89pcts；其中 2024 年公司销售/管理/财务费用率分别为 16.93%/2.69%/-1.20%，同比下降 0.44/0.59/1.22pcts，预计主要受益于大单品高增带来的规模效应。其中四季度公司实现毛利率/净利率分别为 43.89%/18.87%，同比下降 1.01/增长 4.24pcts，毛利率下降主要系基于谨慎性原则预提的销售返利与折扣力度加大所致，同时补水啦占比提升亦有影响，销售/管理/财务费用率分别为 18.87%/3.64%/-1.70%，同比下降 1.52/0.57/2.70pcts。

风险提示：原辅材料价格波动风险，行业竞争加剧，地缘政治风险。

投资建议：2024 年公司成本费用优化卓有成效，考虑公司后续规模效益仍有望持续释放，成本费用仍有进一步优化空间，同时兼顾目前消费环境，我们小幅下修未来 3 年收入预测但上修净利润预测。预计 2025-2027 年公司实现营业收入 201.70/248.81/295.30 亿元（前预测值为 209.46/254.98/298.99 亿元），同比增长 27.34%/23.36%/18.68%；2025-2027 年公司实现归母净利润 44.06/57.25/71.18 亿元（前预测值为 41.94/53.09/62.62 亿元），同比增长 32.43%/29.93%/24.33%；预计 2025-2027 年实现 EPS8.47/11.01/13.69 元；当前股价对应 PE 分别为 27/21/17 倍。公司是食品饮料稀缺的景气增长标的，扩品类、全国化仍在推进，维持“优于大市”评级。

## 公司研究·财报点评

## 食品饮料·饮料乳品

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn

chaisusu@guosen.com.cn

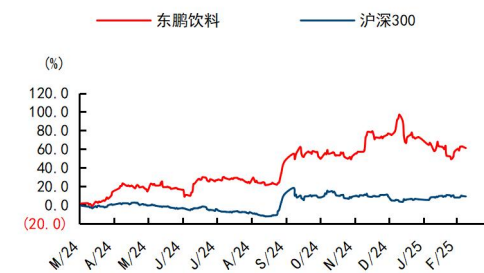
S0980523090001

S0980524080003

## 基础数据

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)          |
| 合理估值        | 260.00 - 270.00 元 |
| 收盘价         | 226.67 元          |
| 总市值/流通市值    | 117871/117871 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 298.06/176.00 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 663.81 百万元        |

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《东鹏饮料（605499.SH）-能量饮料龙头，全国化加速推进》——2024-10-30

## 盈利预测和财务指标

|             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 11,263 | 15,839 | 20,170 | 24,881 | 29,530 |
| (+/-%)      | 32.4%  | 40.6%  | 27.3%  | 23.4%  | 18.7%  |
| 归母净利润(百万元)  | 2040   | 3327   | 4406   | 5725   | 7118   |
| (+/-%)      | 41.6%  | 63.1%  | 32.4%  | 29.9%  | 24.3%  |
| 每股收益(元)     | 5.10   | 6.40   | 8.47   | 11.01  | 13.69  |
| EBIT Margin | 20.9%  | 23.8%  | 25.4%  | 26.7%  | 27.9%  |
| 净资产收益率(ROE) | 32.3%  | 43.3%  | 35.8%  | 35.9%  | 35.3%  |
| 市盈率(PE)     | 44.5   | 35.4   | 27.02  | 20.80  | 16.7   |
| EV/EBITDA   | 38.1   | 32.4   | 23.6   | 18.8   | 15.5   |
| 市净率(PB)     | 14.34  | 15.33  | 9.69   | 7.46   | 5.91   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

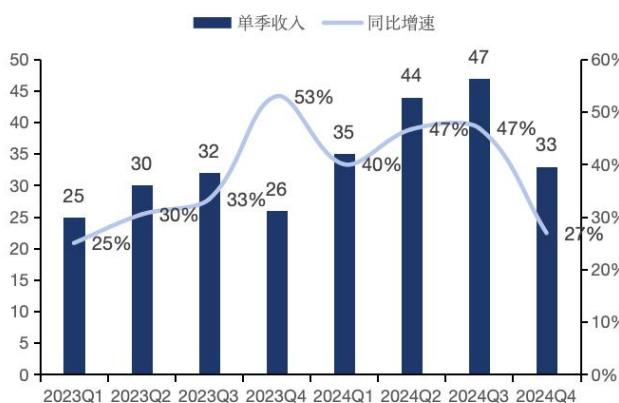
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

**公司 2024 年收入同比增长 40.63%。**东鹏饮料发布 2024 年年度报告，2024 年实现收入 158.39 亿元，同比增长 40.63%，归母净利润 33.27 亿元，同比增长 63.09%。其中四季度营收 32.81 亿元，同比增长 25.12%；归母净利润 6.19 亿元，同比增长 61.21%。回款方面，2024 年公司销售商品收到的现金约 204.30 亿元，同比+46.98%；其中四季度回款 64.39 亿，同比增长 74.4%。2024 年，公司已有 3193 家经销商，销售终端网点数量近 400 万家，实现地级市覆盖率达到 100%，东鹏饮料全国化进程稳步推进，在能量饮料行业的份额逐年提升。

**特饮仍在加速全国化，第二曲线收入占比已达 16%。**分品类看，2024 年特饮/补水啦/其他饮料收入分别为 133.04/14.95/10.23 亿元，同比增长 28.49%/280.37%/103.2%，其中，补水啦通过延展口味、提高铺市率维持高速增长；其他饮料中咖啡、无糖茶等亦有不错表现。分地区看，2024 年广东/华东/华中/广西/西南/华北/线上收入分别同比增长 15.93%/45.13%/48.17%/17.41%/54.65%/83.85%/116.95%，其中成熟市场广东广西依然维持双位数增长，发展和潜力市场则各有亮点。

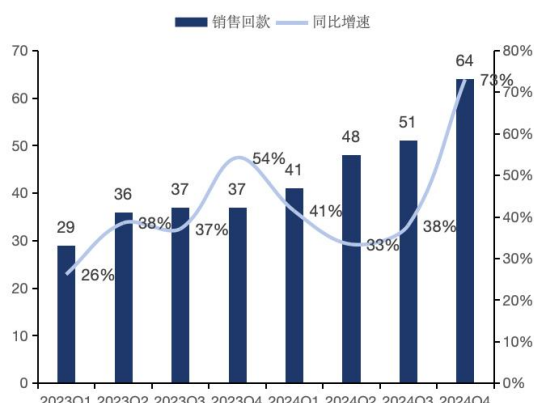
**成本红利叠加规模效应，2024 年公司盈利提升亮眼。**2024 年公司毛利率/净利率分别为 44.81%/21.00%，分别同比增长 1.74/2.89pcts；其中 2024 年公司销售/管理/财务费用率分别为 16.93%/2.69%/-1.20%，同比下降 0.44/0.59/1.22pcts，预计主要受益于大单品高增带来的规模效应。其中四季度公司实现毛利率/净利率分别为 43.89%/18.87%，同比下降 1.01/增长 4.24pcts，毛利率下降主要系基于谨慎性原则预提的销售返利与折扣力度加大所致，同时补水啦占比提升亦有影响，销售/管理/财务费用率分别为 18.87%/3.64%/-1.70%，同比下降 1.52/0.57/2.70pcts。

图1：东鹏饮料单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东鹏饮料单季销售回款及增速（单位：亿元、%）



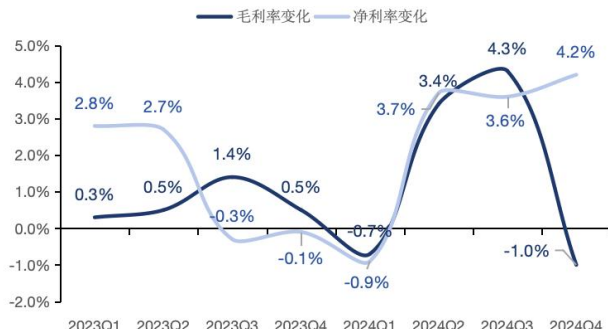
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东鹏饮料单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：东鹏饮料单季度毛利率及净利率变化（单位：%）



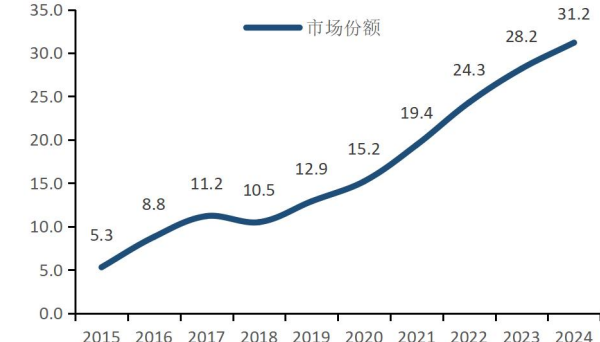
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：东鹏饮料销售/管理/财务费用率变化（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：能量饮料竞争格局变化，东鹏加速抢份额（单位：%）



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

2024 年公司成本费用优化卓有成效，考虑公司后续规模效益仍有望持续释放，成本费用仍有进一步优化空间，同时兼顾目前消费环境，我们小幅下修未来 3 年收入预测但上修净利润预测。2025-2027 年公司实现营业总收入 201.70/248.81/295.30 亿元（前预测值为 209.46/254.98/298.99 亿元），同比增长 27.34%/23.36%/18.68%；2025-2027 年公司实现归母净利润 44.06/57.25/71.18 亿元（前预测值为 41.94/53.09/62.62 亿元），同比增长 32.43%/29.93%/24.33%；预计 2025-2027 年实现 EPS 为 8.47/11.01/13.69 元；当前股价对应 PE 分别为 27/21/17 倍。公司是食品饮料稀缺的景气增长标的，扩品类、全国化仍在推进，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测调整表

| 项目         | 原预测（调整前） |        |        | 现在预测   |        |        | 调整幅度   |        |        |
|------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2025E    | 2026E  | 2027E  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业收入（百万元）  | 20,946   | 25,498 | 29,899 | 20,170 | 24,881 | 29,530 | -776   | -617   | -369   |
| 收入同比增速%    | 28.70%   | 21.70% | 17.30% | 27.30% | 23.40% | 18.70% | -1.40% | 1.70%  | 1.40%  |
| 毛利率%       | 44.64%   | 45.45% | 46.89% | 46.03% | 46.79% | 47.58% | 1.39%  | 1.34%  | 0.69%  |
| 销售费用率%     | 16.70%   | 16.51% | 16.46% | 16.64% | 16.31% | 15.98% | -0.06% | -0.20% | -0.48% |
| 净利率%       | 20.70%   | 21.77% | 21.90% | 21.84% | 23.01% | 24.10% | 1.14%  | 1.24%  | 2.20%  |
| 归母净利润（百万元） | 4194     | 5309   | 6262   | 4406   | 5725   | 7118   | 212    | 416    | 856    |

|            |        |        |        |        |        |        |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 归母净利润同比增速% | 30.40% | 26.60% | 18.00% | 32.40% | 29.90% | 24.30% | 2.00% | 3.30% | 6.30% |
| EPS（元）     | 8.07   | 10.21  | 12.04  | 8.47   | 11.01  | 13.69  | 0.4   | 0.8   | 1.65  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025 年 3 月 10 日）

| 代码        | 公司简称   | PE-TTM | 股价（CNY） | EPS   |       | PE    |       | 总市值<br>亿元 | 投资评级 |
|-----------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|
|           |        |        |         | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |           |      |
| 605499.SH | 东鹏饮料   | 35.4   | 226.67  | 8.47  | 11.01 | 27.02 | 20.80 | 1179      | 优于大市 |
| 009633.HK | 农夫山泉   | 29.8   | 33.645  | 1.29  | 1.47  | 26.10 | 22.83 | 3784      | -    |
| 000322.HK | 康师傅控股  | 19.1   | 11.557  | 0.74  | 0.84  | 15.72 | 13.67 | 651       | -    |
| 000220.HK | 统一企业中国 | 19.1   | 8.16    | 0.48  | 0.53  | 15.25 | 14.39 | 352       | -    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，农夫山泉、康师傅控股、统一企业中国为 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |              |              |              |              |              | 利润表（百万元）          |               |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                   | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 现金及现金等价物         | 6058         | 5653         | 7000         | 11244        | 16077        | 营业收入              | 11263         | 15839         | 20170         | 24881         | 29530         |
| 应收款项             | 89           | 110          | 199          | 239          | 275          | 营业成本              | 6412          | 8742          | 10885         | 13239         | 15480         |
| 存货净额             | 569          | 1068         | 895          | 1088         | 1272         | 营业税金及附加           | 121           | 160           | 203           | 251           | 301           |
| 其他流动资产           | 395          | 794          | 202          | 249          | 295          | 销售费用              | 1956          | 2681          | 3356          | 4059          | 4718          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8769</b>  | <b>12706</b> | <b>13295</b> | <b>18320</b> | <b>23120</b> | 管理费用              | 369           | 426           | 526           | 598           | 666           |
| 固定资产             | 3301         | 4224         | 5021         | 5452         | 5624         | 研发费用              | 54            | 63            | 85            | 98            | 124           |
| 无形资产及其他          | 485          | 746          | 721          | 697          | 674          | 财务费用              | 2             | (191)         | (113)         | (207)         | (319)         |
| 投资性房地产           | 2155         | 5001         | 6368         | 7831         | 9265         | 投资收益              | 142           | 95            | 95            | 100           | 100           |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动       | (2)           | (1)           | (1)           | (1)           | (1)           |
| <b>资产总计</b>      | <b>14710</b> | <b>22676</b> | <b>25406</b> | <b>32300</b> | <b>38683</b> | 其他收入              | 45            | 29            | 43            | 29            | 2             |
| 短期借款及交易性金融负债     | 3029         | 6564         | 4564         | 6064         | 6564         | 营业利润              | 2588          | 4145          | 5449          | 7068          | 8785          |
| 应付款项             | 915          | 1265         | 1491         | 1814         | 2121         | 营业外净收支            | (9)           | (37)          | (9)           | (9)           | (9)           |
| 其他流动负债           | 4103         | 7015         | 6634         | 8042         | 9378         | <b>利润总额</b>       | <b>2579</b>   | <b>4107</b>   | <b>5440</b>   | <b>7059</b>   | <b>8776</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>8047</b>  | <b>14845</b> | <b>12690</b> | <b>15920</b> | <b>18063</b> | 所得税费用             | 540           | 781           | 1034          | 1342          | 1669          |
| 长期借款及应付债券        | 220          | 0            | 200          | 150          | 170          | 少数股东损益            | 0             | (0)           | (0)           | (0)           | (1)           |
| 其他长期负债           | 119          | 140          | 221          | 268          | 313          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>2040</b>   | <b>3327</b>   | <b>4406</b>   | <b>5718</b>   | <b>7108</b>   |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>339</b>   | <b>140</b>   | <b>421</b>   | <b>418</b>   | <b>483</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>8386</b>  | <b>14985</b> | <b>13111</b> | <b>16338</b> | <b>18546</b> | 净利润               | 2040          | 3327          | 4406          | 5718          | 7108          |
| 少数股东权益           | 0            | 4            | 3            | 3            | 2            | 资产减值准备            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股东权益             | 6324         | 7688         | 12291        | 15958        | 20135        | 折旧摊销              | 250           | 337           | 427           | 492           | 550           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>14710</b> | <b>22676</b> | <b>25406</b> | <b>32300</b> | <b>38683</b> | 公允价值变动损失          | 2             | 1             | 1             | 1             | 1             |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用              | 2             | (191)         | (113)         | (207)         | (319)         |
| 每股收益             | 5.10         | 6.40         | 8.47         | 11.00        | 13.67        | 营运资本变动            | 1245          | (482)         | 603           | 1497          | 1420          |
| 每股红利             | 2.03         | 3.94         | 5.51         | 7.15         | 8.89         | 其它                | (255)         | 2607          | 609           | 609           | 609           |
| 每股净资产            | 15.81        | 14.78        | 23.64        | 30.69        | 38.72        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>3281</b>   | <b>5789</b>   | <b>6046</b>   | <b>8317</b>   | <b>9689</b>   |
| ROIC             | 29.81%       | 37.62%       | 40%          | 46%          | 59%          | 资本开支              | (918)         | (1687)        | (1200)        | (900)         | (700)         |
| ROE              | 32.26%       | 43.27%       | 36%          | 36%          | 35%          | 其它投资现金流           | 159           | (5188)        | (1179)        | (1759)        | (959)         |
| 毛利率              | 43%          | 45%          | 46.0%        | 47%          | 48%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(758)</b>  | <b>(6875)</b> | <b>(2379)</b> | <b>(2659)</b> | <b>(1659)</b> |
| EBIT Margin      | 21%          | 24%          | 25%          | 27%          | 28%          | 权益性融资             | (29)          | 4             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 23%          | 26%          | 27%          | 29%          | 30%          | 长期贷款增加            | 220           | (220)         | 200           | (50)          | 20            |
| 收入增长             | 32%          | 41%          | 27%          | 23%          | 19%          | 支付股利、利息           | (811)         | (2051)        | (577)         | (2863)        | (3716)        |
| 净利润增长率           | 42%          | 63%          | 32%          | 30%          | 24%          | 其它融资现金流           | (438)         | 3775          | (2000)        | 1500          | 500           |
| 资产负债率            | 57%          | 66%          | 52%          | 51%          | 48%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1058)</b> | <b>1507</b>   | <b>(2377)</b> | <b>(1413)</b> | <b>(3196)</b> |
| 股息率              | 0.7%         | 1.7%         | 2.4%         | 3.2%         | 3.9%         | <b>现金净变动</b>      | <b>3900</b>   | <b>(405)</b>  | <b>1291</b>   | <b>4244</b>   | <b>4833</b>   |
| P/E              | 44.5         | 35.4         | 26.8         | 20.6         | 16.6         | 货币资金的期初余额         | 2158          | 6058          | 5653          | 7000          | 11244         |
| P/B              | 14.3         | 15.3         | 9.6          | 7.4          | 5.9          | 货币资金的期末余额         | 6058          | 5653          | 6943          | 11244         | 16077         |
| EV/EBITDA        | 38.1         | 32.4         | 23.6         | 18.8         | 15.5         | 企业自由现金流           | 2437          | 1219          | 3971          | 6464          | 7945          |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 2810          | 7173          | 2263          | 8081          | 8723          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            |      |                               |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032