

东鹏饮料 (605499.SH)

持续高增消化估值，出海探索再进一步

公司 24 年收入/归母净利润同比+40.6%/+63.1%，落在此前业绩预告偏上区间，现金流在报表高增下更显亮眼。展望后续，东鹏特饮基本盘稳固，渠道精耕持续，公司积极品类探索和出海尝试，看好渠道精细化背景下，400 万终端的潜在成长空间。

事件：公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现收入/净利润/扣非净利润为 158.4/33.3/32.6 亿元，同比分别+40.6%/+63.1%/+74.5%，业绩符合预期，利润落在此前业绩预告偏上区间（此前预告收入+40%~43%，归母净利润+54%~69%）。其中，24Q4 实现收入/净利润/扣非净利润为 32.8/6.2/6.0 亿元，同比分别+25.1%/+61.2%/+63.0%。

- 高增之下合同负债依旧亮眼，分红提升与股东共享成果。24 年公司销售收现同比+47.0%至 204.3 亿，合同负债环比 23 年末增加 21.5 亿，单 Q4 增加 23.8 亿，23 年同期增加 6.9 亿，高增之下合同负债表现依旧亮眼，为势能延续奠定坚实基础。24 年公司经营性现金流同比+76.4%至 57.9 亿。同时，24 年公司现金分红比例由 49%提升至 78%，成长期分红提升彰显与股东共享成果的诚意。25 年目标实现营收/净利润不低于+20%/+20%，与 24 年保持一致。
- 第二曲线打造成功，单商质量持续提升。24 年公司经销商数量继续+7.1%至 3193 家，活跃终端网点由 340 万家增长至近 400 万家，增幅约 17.6%，环比 23 年提升，单商质量持续提升。分区域看，公司 24 年广东收入+15.9%至 43.6 亿，基地市场继续精耕。华东、华中收入突破 20 亿体量，同比分别+45.1%、+48.2%。西南、华北分别+54.7%、+83.9%至 17.2、18.6 亿，重客及其他收入+59.2%至 20.1 亿。分产品看，能量饮料/电解质饮料/其他饮料分别+28.5%/+280.4%/+103.2%至 133.0/14.9/10.2 亿，本品在冰冻化投入加大下延续高增，第二曲线电解质饮料打造成功，收入占比由 3.5%提升至 9.5%。
- 规模效应和成本红利带来盈利改善，净利率创历史新高。受益于包材、白砂糖价格下降及规模效应下其他饮料盈利增强，公司 24 年毛利率同比+1.74pcts 至 44.8%，其中能量饮料/电解质水/其他饮料毛利率分别+2.89/+3.25/+13.3pcts 至 48.3%/29.7%/22.3%。24 年公司销售费用同比+37.1%至 26.8 亿，1) 销售人员增长 17.1%且人均薪酬继续提升；2) 冰柜投放带动渠道推广费+54.0%至 7.8 亿，24 年销售费率-0.44pct 至 16.9%。管理费用率-0.59pct 至 2.7%。财务费用由 229 万减少至-1.9 亿，其中利息收入由 1.2 亿增长至 2.6 亿。综上，公司年度净利率首次突破 20%，24 年达到 21.0% (+2.89pcts)。
- 敏锐捕捉需求，渠道精耕持续，出海探索再进一步。公司持续深耕质价比产品，在消费分层趋势更加凸显的 23-24 年逆势实现高增。公司渠道上通过冰柜投放及数字化运营手段持续提升销售效能，同时开发海岛椰等适配

强烈推荐 (维持)

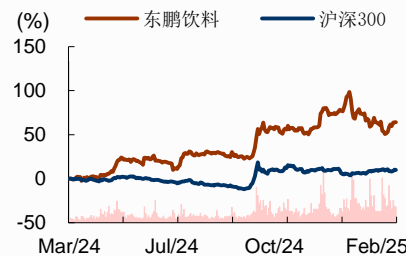
消费品/食品饮料
目标股价：256 元
当前股价：228.95 元

基础数据

总股本 (百万股)	520
已上市流通股 (百万股)	520
总市值 (十亿元)	119.1
流通市值 (十亿元)	119.1
每股净资产 (MRQ)	14.8
ROE (TTM)	43.3
资产负债率	66.1%
主要股东	林木勤
主要股东持股比例	49.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	29	66
相对表现	-4	7	55



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《东鹏饮料 (605499) — 24 年高质量收官，势能延续可期》2025-01-21
- 《东鹏饮料 (605499) — 高增趋势延续，报表质量较高》2024-10-30
- 《东鹏饮料 (605499) — 强劲增长，再显稀缺》2024-09-01

于佳琦 S1090518090005

yujiq@cmschina.com.cn

陈书慧 S1090523010003

chenshuhui@cmschina.com.cn

餐饮渠道的新品尝试渠道扩容；深刻洞察功能性、健康化的行业趋势，敏锐捕捉消费需求，积极进行品类探索，在现有产品基础上继续布局养生类饮品；区域上，已设立印尼和越南子公司，未来通过海南和昆明生产基地辐射东南亚市场，计划发行H股，深入推进全球化战略。

- **投资建议：持续高增消化估值，势能有望延续。**公司 24 年在消费环境整体疲软背景下实现高质量收官，合同负债表现亮眼。展望后续，公司特饮基本盘稳固，渠道精耕持续，积极品类探索和出海尝试，看好公司渠道精细化背景下，400 万终端网点背后的潜在成长空间，给予 25-27 年 EPS 预测 8.52、10.65、12.88 元，给予目标价 256 元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：成本上涨、新品推广不达预期、限售股解禁等**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11263	15839	20689	25740	31038
同比增长	32%	41%	31%	24%	21%
营业利润(百万元)	2588	4145	5513	6892	8330
同比增长	40%	60%	33%	25%	21%
归母净利润(百万元)	2040	3327	4428	5539	6698
同比增长	42%	63%	33%	25%	21%
每股收益(元)	3.92	6.40	8.52	10.65	12.88
PE	58.4	35.8	26.9	21.5	17.8
PB	18.8	15.5	12.5	10.3	8.5

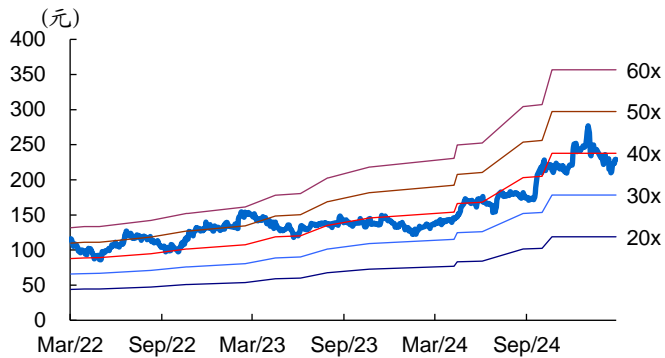
资料来源：公司数据、招商证券

东鹏饮料单季度利润表

单位: 百万元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2023	2024
一、营业总收入	2491	2969	3181	2622	3482	4391	4685	3281	11263	15839
二、营业总成本	1909	2305	2546	2155	2695	3096	3520	2570	8915	11881
其中: 营业成本	1407	1700	1860	1445	1993	2369	2539	1841	6412	8742
营业税金及附加	25	34	33	28	37	47	39	36	121	160
营业费用	391	473	558	535	596	629	837	619	1956	2681
管理费用	81	83	95	110	103	91	113	119	369	426
研发费用	10	15	18	11	11	19	20	13	54	63
财务费用	-6	1	-19	26	-45	-59.38	-30.47	-56	2	-191
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-2	2	1
三、其他经营收益	59	96	54	31	47	20	53	67	241	187
公允价值变动收益	9	2	15	44	12	6	7	35	70	59
投资收益	32	41	-9	-33	27	-13	15	3	29	33
其他收益	19	54	48	20	9	27	31	29	142	95
四、营业利润	641	760	689	498	835	1315	1218	777	2588	4145
加: 营业外收入	0	1	1	0	0	0	1	1	2	2
减: 营业外支出	0	0	9	2	5	3	7	24	11	40
五、利润总额	641.3	760.9	680.0	497.1	829.7	1312.2	1212.0	753	2579	4107
减: 所得税	144.0	150.0	132.5	113.0	165.8	245.5	235.2	134	539	781
六、净利润	497.3	610.9	547.5	384.2	663.9	1066.7	976.8	619	2040	3326
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
七、归属母公司净利润	497.3	610.9	547.5	384.2	663.9	1066.7	976.8	619	2040	3327
EPS	1.24	1.53	1.37	1.37	1.66	2.67	2.44	1.19	3.92	6.40
主要比率										
毛利率	43.5%	42.7%	41.5%	44.9%	42.8%	46.1%	45.8%	43.9%	43.1%	44.8%
主营税金率	1.0%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.8%	1.1%	1.1%	1.0%
营业费率	15.7%	15.9%	17.5%	20.4%	17.1%	14.3%	17.9%	18.9%	17.4%	16.9%
管理费费率	3.2%	2.8%	3.0%	4.2%	2.9%	2.1%	2.4%	3.6%	3.3%	2.7%
营业利润率	25.7%	25.6%	21.7%	19.0%	24.0%	29.9%	26.0%	23.7%	23.0%	26.2%
实际税率	22.5%	19.7%	19.5%	22.7%	20.0%	18.7%	19.4%	17.8%	20.9%	19.0%
净利率	20.0%	20.6%	17.2%	14.7%	19.1%	24.3%	20.8%	18.9%	18.1%	21.0%
YoY										
收入增长率	24.1%	30.0%	35.2%	40.9%	39.8%	47.9%	47.3%	25.1%	32.4%	40.6%
营业利润增长率	45.8%	44.7%	29.5%	39.5%	30.2%	72.9%	76.9%	55.9%	39.6%	60.1%
净利润增长率	44.3%	49.0%	33.2%	39.7%	33.5%	74.6%	78.4%	61.2%	41.6%	63.1%

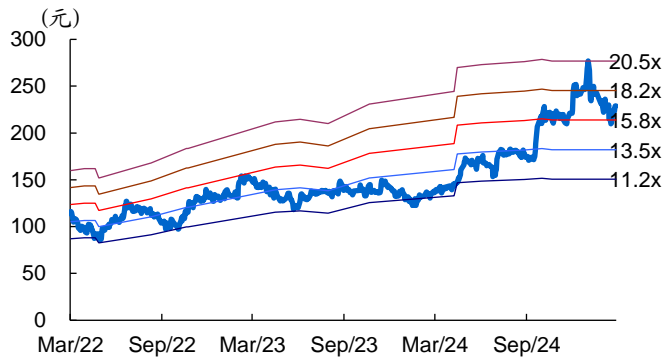
资料来源: 公司报表

图 1: 东鹏饮料历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 东鹏饮料历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《东鹏饮料 (605499) —24 年高质量收官, 势能延续可期》2025-01-21
- 2、《东鹏饮料 (605499) —高增趋势延续, 报表质量较高》2024-10-30
- 3、《东鹏饮料 (605499) —强劲增长, 再显稀缺》2024-09-01
- 4、《东鹏饮料 (605499) —业绩持续超预期消化估值, 上调全年盈利预测》2024-07-11
- 5、《东鹏饮料 (605499) —新品表现亮眼, 高投入下利润延续高增》2024-04-23
- 6、《东鹏饮料 (605499) —业绩持续超预期, 现金流彰显潜力》2024-04-15
- 7、《东鹏饮料 (605499) —全年超预期收官, 基本面高景气延续》2024-01-29
- 8、《东鹏饮料 (605499) —百亿之后, 再看东鹏》2023-11-27
- 3、《东鹏饮料 (605499) —东鹏特饮势能不减, 新品贡献增量》2023-10-29
- 4、《东鹏饮料 (605499) —业绩再超预期, 产品势能强劲》2023-08-06
- 5、《东鹏饮料 (605499) —Q4+Q1 连续高增, 看好公司继续超预期可能》2023-04-23
- 6、《东鹏饮料 (605499) —业绩连续高增, 看好全年弹性》2023-04-12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8769	12706	9266	12839	16717
现金	6058	5653	1569	4461	7652
交易性投资	1239	4897	4897	4897	4897
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	66	81	106	132	159
其它应收款	22	28	37	46	56
存货	569	1068	1382	1718	2046
其他	815	978	1275	1586	1907
非流动资产	5941	9971	10552	11068	11528
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2916	3670	4336	4929	5456
无形资产商誉	485	746	672	604	544
其他	2540	5555	5544	5535	5528
资产总计	14710	22676	19817	23908	28245
流动负债	8047	14845	10158	12171	14140
短期借款	2996	6551	0	0	0
应付账款	915	1265	1637	2035	2424
预收账款	2607	4761	6158	7655	9121
其他	1529	2268	2364	2481	2595
长期负债	339	140	140	140	140
长期借款	220	0	0	0	0
其他	119	140	140	140	140
负债合计	8386	14985	10298	12310	14280
股本	400	520	520	520	520
资本公积金	2080	1960	1960	1960	1960
留存收益	3843	5207	7036	9114	11482
少数股东权益	0	4	3	3	2
归属于母公司所有者权益	6324	7688	9516	11594	13963
负债及权益合计	14710	22676	19817	23908	28245

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3281	5789	5773	7025	8173
净利润	2040	3326	4428	5539	6697
折旧摊销	254	343	495	560	618
财务费用	58	(120)	(200)	(220)	(240)
投资收益	(142)	(95)	(187)	(187)	(187)
营运资金变动	1106	2436	1225	1322	1274
其它	(35)	(101)	11	12	12
投资活动现金流	(758)	(6875)	(892)	(892)	(892)
资本支出	(918)	(1687)	(1079)	(1079)	(1079)
其他投资	159	(5188)	187	187	187
筹资活动现金流	(1058)	1507	(8964)	(3241)	(4089)
借款变动	(272)	3596	(6564)	0	0
普通股增加	0	120	0	0	0
资本公积增加	0	(120)	0	0	0
股利分配	(800)	(2300)	(2600)	(3461)	(4329)
其他	14	212	200	220	240
现金净增加额	1465	421	(4084)	2892	3191

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11263	15839	20689	25740	31038
营业成本	6412	8742	11307	14057	16748
营业税金及附加	121	160	209	260	313
营业费用	1956	2681	3461	4245	5225
管理费用	369	426	505	592	726
研发费用	54	63	82	102	123
财务费用	2	(191)	(200)	(220)	(240)
资产减值损失	(2)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	29	33	33	33	33
其他收益	70	59	59	59	59
投资收益	142	95	95	95	95
营业利润	2588	4145	5513	6892	8330
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	11	40	40	40	40
利润总额	2579	4107	5475	6854	8293
所得税	539	781	1047	1316	1595
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(1)
归属于母公司净利润	2040	3327	4428	5539	6698

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	32%	41%	31%	24%	21%
营业利润	40%	60%	33%	25%	21%
归母净利润	42%	63%	33%	25%	21%
获利能力					
毛利率	43.1%	44.8%	45.3%	45.4%	46.0%
净利率	18.1%	21.0%	21.4%	21.5%	21.6%
ROE	35.8%	47.5%	51.5%	52.5%	52.4%
ROIC	22.6%	26.7%	36.0%	50.9%	51.0%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	66.1%	52.0%	51.5%	50.6%
净负债比率	22.1%	28.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2
存货周转率	13.3	10.7	9.2	9.1	8.9
应收账款周转率	247.0	215.0	221.0	216.0	213.0
应付账款周转率	8.2	8.0	7.8	7.7	7.5
每股资料(元)					
EPS	3.92	6.40	8.52	10.65	12.88
每股经营净现金	6.31	11.13	11.10	13.51	15.72
每股净资产	12.16	14.78	18.30	22.30	26.85
每股股利	1.92	5.00	6.66	8.33	10.07
估值比率					
PE	58.4	35.8	26.9	21.5	17.8
PB	18.8	15.5	12.5	10.3	8.5
EV/EBITDA	45.3	30.0	22.1	17.8	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。