

全年高增收官，扬帆起航正当时

投资要点

- 事件：**公司发布2024年年报，24年全年实现总营收158.4亿元，同比+40.6%；归母净利润33.3亿元，同比+63.1%；扣非归母净利润32.6亿元，同比+74.5%。单Q4营收32.8亿元，同比+25.1%；归母净利润6.2亿元，同比+61.2%；扣非归母净利6.0亿元，同比+63.0%。2024年公司业绩符合预期，公司拟港股上市，出海业务有望助力中长期超额收益的实现。
- 大单品高增奠基，电解质水构筑第二曲线。**分品类看，24年能量饮料、电解质饮料、其他饮料营收133.0亿元（+28.5%）、15.0亿元（+280.4%）、10.2亿元（+103.2%）。主业提速增长主要源于500ml大东鹏贡献增量，渠道和营销同步发力实现能量饮料市场份额的进一步提升。电解质饮料成功将消费场景从传统“困累”场景延伸至运动补水的“汗点”场景，凭借高性价比快速增长。其他饮料收入占比同比提升2.0pp至6.5%，其中多喝多润、鸡尾酒等产品终端动销有所提速，目前公司已初步构建起“双引擎+多品类”的多元化产品矩阵。
- 全国化布局顺利推进，单店卖力持续提升。**分区域看，24年广东、全国其他区域、线上、重客及其他分别实现营收43.6亿元（+15.9%）、90.1亿元（+49.6%）、4.5亿元（+117.0%）、17.4亿元（+57.6%）。其中，华东/华中/广西/西南/华北同增45.1%/48.2%/17.4%/54.7%/83.8%。一方面，在传统强势的广东继续实行全渠道精耕、拓宽消费群体，在薄弱地区重点投放资源，减少地区之间的不平衡，保持稳健增长。另一方面，加强开拓外埠市场终端网点，提升产品的整体铺市率与覆盖广度。24年全国终端网点数增长50万至近400万家，实现进一步下沉，公司始终坚持将冰柜及终端高势能陈列做到极致。同时24年经销商结构大幅优化，平均单体规模同比提升31%。
- 成本、费用下降共振，净利率创历史新高。**1、受益于包材、白砂糖原材料成本回落及全品类放量带来的盈利改善，24年毛利率同比+1.74pp至44.8%，其中能量饮料/电解质水/其他饮料毛利率分别+2.9/+3.3/+13.3pp至48.3%/29.7%/22.3%。2、规模效应下费用摊薄，销售费用率-0.4pp至16.9%，管理费用率-0.6pp至2.7%，财务费用率-1.2pp至-1.2%，综合导致公司净利率提升2.9pp至21.0%。3、24年公司销售商品提供劳务收到的现金为204.3亿元，同比+47.0%。其中24Q4为64.4亿，同比+74.4%，现金流表现好于收入。24年末公司合同负债47.6亿元，环比增加23.8亿元。
- 盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年归母净利润分别为44.2亿元、55.8亿元、69.4亿元，EPS分别为8.50元、10.74元、13.35元，对应动态PE分别为27倍、21倍、17倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**全国化推广不及预期、原材料价格大幅波动、食品安全等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	158.39	205.68	254.27	307.78
增长率	40.63%	29.86%	23.62%	21.05%
归属母公司净利润(亿元)	33.27	44.23	55.83	69.44
增长率	63.09%	32.94%	26.23%	24.38%
每股收益EPS(元)	6.40	8.50	10.74	13.35
净资产收益率ROE	43.25%	42.47%	40.50%	38.71%
PE	35	27	21	17
PB	15.32	11.32	8.55	6.57

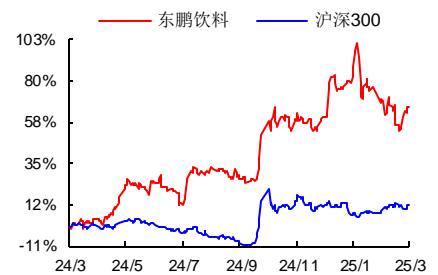
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.20
流通A股(亿股)	5.20
52周内股价区间(元)	180.41-286.0
总市值(亿元)	1,178.71
总资产(亿元)	226.76
每股净资产(元)	14.78

相关研究

- 东鹏饮料（605499）：收入、利润增长强劲，长期动能充足(2024-11-04)
- 东鹏饮料（605499）：产品多元化发展，盈利能力再创新高(2024-09-02)
- 东鹏饮料（605499）：新品表现强劲，延续高增长(2024-04-24)
- 东鹏饮料（605499）：延续高增长，百亿再启航(2024-04-16)

关键假设：

1) 能量饮料：考虑到东鹏特饮大单品基本盘稳健，随着全国化不断推进，公司有望凭借强渠道运营能力实现终端网点数量和单点产出的稳步提升，中长期海外市场空间值得期待。预计 25-27 年销量增速分别为 26%、22%、20%，吨价分别下降 0.8%、1.6%、1.7%，吨成本分别下降 4.1%、3.6%、3.7%，毛利率分别为 50%、51%、52%。

2) 电解质饮料：考虑到新品补水啦凭借汗点场景拓展迈入高速放量快车道，动销表现强劲，在特饮网点的覆盖率将从现有的 6 成继续上升，随着定位进一步升级至清淡型功能饮料，中期有望成为第二增长引擎。预计 25-27 年销量增速分别为 82%、52%、42%，吨价分别下降 1.1%、1.3%、1.4%，吨成本分别下降 4.3%、2.8%、2.9%，毛利率分别为 32%、33%、34%。

3) 其他饮料：考虑到公司在 24 年初加快推新速度，补齐产品矩阵（椰汁、无糖茶、鸡尾酒等品类），大咖、无糖茶、椰汁等体量有望超 5 亿元。预计 25-27 年收入增速分别为 20%、15%、10%，毛利率分别为 30%、30%、30%。

表 1：分业务收入及毛利率（单位：人民币）

分业务情况（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	158.4	205.7	254.3	307.8
yoy	40.6%	29.9%	23.6%	21.0%
成本	87.4	110.1	134.8	161.3
毛利率	44.8%	46.5%	47.0%	47.6%
能量饮料				
收入	133.0	166.3	199.6	235.5
yoy	28.7%	25.0%	20.0%	18.0%
成本	68.8	83.2	97.8	113.0
毛利率	48.3%	50.0%	51.0%	52.0%
销量（吨）	3,083,420	3,885,109	4,739,833	5,687,800
yoy	29.3%	26.0%	22.0%	20.0%
吨单价（元）	4315	4280	4210	4140
yoy	-0.5%	-0.8%	-1.6%	-1.7%
吨成本（元）	2233	2140	2063	1987
yoy	-5.7%	-4.1%	-3.6%	-3.7%
电解质饮料				
收入	15.0	26.9	40.4	56.5
yoy		80.0%	50.0%	40.0%
成本	10.5	18.3	27.0	37.3
毛利率	29.7%	32.0%	33.0%	34.0%
销量（吨）	660,864	1,202,772	1,828,214	2,596,064
yoy		82.0%	52.0%	42.0%
吨单价（元）	2262	2237	2208	2177
yoy		-1.1%	-1.3%	-1.4%

分业务情况（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
吨成本（元）	1590	1521	1479	1437
yoy		-4.3%	-2.8%	-2.9%
其他饮料				
收入	10.2	12.3	14.1	15.5
yoy	22.3%	20.0%	15.0%	10.0%
成本	8.0	8.6	9.9	10.9
毛利率	22.3%	30.0%	30.0%	30.0%
其他				
收入	0.2	0.2	0.2	0.3
yoy	36.9%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	44.8%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	158.39	205.68	254.27	307.78	净利润	33.26	44.23	55.83	69.44
营业成本	87.42	110.14	134.82	161.33	折旧与摊销	3.43	4.00	4.00	4.00
营业税金及附加	1.60	2.06	2.54	3.08	财务费用	-1.91	0.33	0.19	-0.23
销售费用	26.81	34.97	43.23	52.32	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.26	5.14	6.10	7.08	经营营运资本变动	23.20	-44.10	5.20	4.17
财务费用	-1.91	0.33	0.19	-0.23	其他	-0.09	-1.79	-1.79	-1.79
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	57.89	2.67	63.43	75.60
投资收益	0.95	1.50	1.50	1.50	资本支出	-10.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.33	0.30	0.30	0.30	其他	-58.16	3.51	1.65	1.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-68.75	3.51	1.65	1.65
营业利润	41.45	54.85	69.19	86.00	短期借款	35.56	16.45	-28.22	-33.53
其他非经营损益	-0.37	-0.25	-0.26	-0.28	长期借款	-2.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.07	54.60	68.92	85.72	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	7.81	10.37	13.10	16.29	支付股利	-20.00	-16.63	-22.11	-27.91
净利润	33.26	44.23	55.83	69.44	其他	1.72	-0.81	-0.17	0.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	15.07	-1.00	-50.50	-61.19
归属母公司股东净利润	33.27	44.23	55.83	69.44	现金流量净额	4.53	5.18	14.58	16.05
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	56.53	61.70	76.28	92.33	成长能力				
应收和预付款项	3.37	4.23	5.26	6.29	销售收入增长率	40.63%	29.86%	23.62%	21.05%
存货	10.68	11.46	14.50	17.55	营业利润增长率	60.13%	32.33%	26.14%	24.30%
其他流动资产	56.48	57.46	58.15	60.60	净利润增长率	63.08%	32.95%	26.23%	24.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	51.06%	37.72%	23.99%	22.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	42.24	38.54	34.84	31.14	毛利率	44.81%	46.45%	46.98%	47.58%
无形资产和开发支出	7.46	7.21	6.96	6.72	三费率	18.41%	19.66%	19.47%	19.23%
其他非流动资产	50.01	50.08	50.18	50.27	净利率	21.00%	21.50%	21.96%	22.56%
资产总计	226.76	230.69	246.16	264.90	ROE	43.25%	42.47%	40.50%	38.71%
短期借款	65.51	81.96	53.73	20.20	ROA	14.67%	19.17%	22.68%	26.21%
应付和预收款项	20.59	25.71	31.52	37.90	ROIC	99.42%	73.95%	62.24%	71.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.13%	28.77%	28.86%	29.17%
其他负债	63.74	18.89	23.07	27.43	营运能力				
负债合计	149.85	126.55	108.32	85.52	总资产周转率	0.85	0.90	1.07	1.20
股本	5.20	5.20	5.20	5.20	固定资产周转率	4.81	5.90	8.16	11.21
资本公积	19.60	19.60	19.60	19.60	应收账款周转率	203.81	211.86	205.23	201.61
留存收益	51.65	79.24	112.96	154.48	存货周转率	10.68	9.95	10.39	10.07
归属母公司股东权益	76.88	104.10	137.81	179.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	128.99%	—	—	—
少数股东权益	0.04	0.04	0.04	0.04	资本结构				
股东权益合计	76.92	104.13	137.85	179.37	资产负债率	66.08%	54.86%	44.00%	32.29%
负债和股东权益合计	226.76	230.69	246.16	264.90	带息债务/总负债	43.72%	64.76%	49.61%	23.62%
					流动比率	0.86	1.08	1.44	2.10
					速动比率	0.78	0.99	1.31	1.89
					股利支付率	60.12%	37.61%	39.61%	40.20%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	42.97	59.18	73.38	89.78	每股收益	6.40	8.50	10.74	13.35
PE	35.43	26.65	21.11	16.98	每股净资产	14.79	20.03	26.51	34.49
PB	15.32	11.32	8.55	6.57	每股经营现金	11.13	0.51	12.20	14.54
PS	7.44	5.73	4.64	3.83	每股股利	3.85	3.20	4.25	5.37
EV/EBITDA	25.35	18.59	14.41	11.22					
股息率	1.70%	1.41%	1.88%	2.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
