

24 年业绩高增，25Q1 继续发力再超预期

东鹏饮料(605499)

评级：	买入	股票代码：	605499
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价(港元)：	286.0/184.78
目标价格(港元)：		总市值(亿港元)	1,328.11
最新收盘价(港元)：	286.00	自由流通市值(亿港元)	1,328.11
		自由流通股数(百万)	520.01

事件概述

公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24FY 公司实现收入 158.39 亿元，同比+40.6%；实现归母净利润 33.27 亿元，同比+63.1%；实现扣非归母净利润 32.62 亿元，同比+74.5%。24Q4 公司实现收入 32.81 亿元，同比+25.1%；实现归母净利润 6.19 亿元，同比+61.2%，实现扣非归母净利润 5.99 亿元，同比+63.0%。24 年公司拟向全体股东每 10 股派 25 元（含税），共计分派现金红利 13 亿元，分红率为 39.1%。

25Q1 公司实现收入 48.48 亿元，同比+39.2%；归母净利润 9.80 亿元，同比+47.6%，扣非净利润 9.59 亿元，同比+53.6%。

分析判断：

▶ 特饮系列保持高速增长，东鹏补水啦系列持续放量突破新高

分产品来看，24FY/24Q4/25Q1 东鹏特饮系列收入分别为 133.04/27.97/39.01 亿元，同比+28.5%/+19.4%/+25.7%，据尼尔森数据，24 年东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比 47.9%（同比+4.9pct），全国市场销售额份额占比 34.9%（同比+4.0pct），保持高速增长态势；24FY/25Q1 以东鹏补水啦为主的电解质饮料收入分别为 14.95/5.70 亿元，同比+280.37%/+261.46%，据尼尔森数据显示，24 年报告期内，东鹏补水啦销售量占比达到 6.7%（同比+5.0pct），销售额占比 5.5%（同比+4.1pct），持续放量下突破新高；24FY/25Q1 其他饮料收入分别为 10.23/3.75 亿元，同比+103.2%/+72.6%，24 年报告期内，其他饮料的产销率为 98.5%，为公司产品销售周转最快产品。

分地区来看，24FY/24Q4/25Q1 广东实现收入分别为 43.60/9.34/11.25 亿元，同比+15.9%/+4.05%/+21.6%；24FY/24Q4/25Q1 全国其他区域实现收入分别为 90.10/16.81/30.87 亿元，同比+49.6%/+29.4%/+44.0%。大本营区域收入占比仍是最高。随着全国化战略推进，广东以外区域占比逐渐上升。细分全国其他区域，24FY 华北/西南/华中/华东/广西分别同比+83.9%/+54.7%/48.2%/45.1%/17.4%；25Q1 华北/西南/华中/华东/广西分别同比+71.7%/+61.8%/+28.6%/+30.8%/+31.9%，各区域均高速增长，华北和西南地区最为突出。

分销售模式来看，24FY 经销/重客/线上/其他实现收入分别为 136.07/17.44/4.45/0.26 亿元，同比+37.3%/+57.6%/+117.0%/-2.5%，公司仍以经销渠道为主，重客和线上加速推进，增速超过公司整体收入的增长率。25Q1 线上/重客及其他实现收入分别为 1.04/5.29 亿元，同比+54.2%/+53.3%。

▶ 毛利率受益于成本下行+产能优化，盈利能力稳步跃升

成本端来看，24FY/25Q1 公司整体毛利率分别为 44.8%/44.5%，同比+1.8/+1.7pct，主因原材料价格下降使得产品成本降低，创出新高。24FY 能量饮料/电解质饮料/其他饮料毛利率分别为 48.3%/29.7%/22.3%，同比+2.9/+3.3/+13.3pct，由于原材料（如白砂糖/PET 等）处于近几年价格低位，带动整体毛利率；同时，公司通过优化产能布局（如华东、华中、华北基地建设），缩短运输半径，提升供给效率，已形成超 480 万吨/年产能，物流成本持续降低，实现高效产销协同。

费用端来看，24FY 公司期间费用率为 18.8%，同比-2.3pct，主因营收规模正效应。其中，24FY/24Q4/25Q1 销售费用率分别为 16.9%/18.9%/16.7%，同比-0.4/-1.5/-0.4pct，24 年销售费用同比+37.1%，主因职工薪酬、广告宣传费和渠道推广费支出大幅增长及销售人员增加，但公司销售费用效率有所提高，费用率持续优化。24FY/24Q4/25Q1 管理费用率分别为 2.7%/3.6%/2.5%，同比-0.6/-0.6/-0.4pct。

利润端来看，24FY/24Q4/25Q1 公司净利率分别为 21.0%/18.9%/20.2%，同比+2.9/+4.2/+1.1pct，主

因报告期内公司的销售规模和效益保持高速发展，营收增长。公司整体盈利能力稳步跃升。

► 多品类战略+渠道为王+品牌优化继续加速全国化，布局海外

公司凭借产品多元化，渠道和终端出色的动销能力以及品牌优化，持续加速全国化进程。据 Foodaily 每日食品显示，从 24 年的销售业绩来看，公司通过“1+6”产品矩阵，逐渐完成从“单一品类”到“大单品+多增长点”的产品模式转型，以全天候、全场景、全方位满足消费者饮品需求，实现从“产品功能”到“场景解决方案”的升维。据年报显示，“补水啦”24 年销售额近 15 亿，同比激增 280.4%，已成为公司第二增长引擎；包括“东鹏大咖”、“上茶”在内的其他饮料也取得了 103.2% 的高增速，增长势头强劲。截至 24 年底，公司已与超 3000 家经销商达成合作，终端网点数量已突破 400 万家，销售网络覆盖全国的便利店、加油站、校园等多类场景；同时，公司加速布局零食折扣店等新兴渠道并在淘宝、京东、拼多多等主流线上电商平台均有布局，在多多买菜、美团优选等新零售平台渗透率也日益提升。另外，据 Foodaily 每日食品显示，从“打工人特饮”到“全民饮料”，公司从多维度重新建构东鹏的品牌形象：1) **全面提升品牌认知度**。通过线上线下“地毯式”宣传策略，强化品牌认知；2) **深化品类渗透**。以场景化营销深化品类渗透，最大化关注并满足消费者的真实需求，增强用户黏性。3) **承担企业 CSR**。公司以“青出于蓝”体育公益、“百人医疗援助”等行动践行社会责任，彰显民族企业担当。

业绩大涨下，东鹏饮料选择二次上市。发布业绩公告当天，公司表示计划发行 H 股并在中国香港联合交易所有限公司主板上市，若成功上市，公司将成为第二家实现两地上市的饮料企业。我们认为这一动作既有助于公司提升品牌知名度，吸引更多国际资本，又标志着其全球化战略取得关键突破。

投资建议

根据公司年报，我们预测 25-26 年收入由 211.0/264.2 亿元下调至 206.1/257.8 亿元，新增 27 年收入 309.6 亿元；25-26 年归母净利润 47.5/63.4 亿元下调至 44.7/57.4 亿元，新增 27 年归母净利润为 70.5 亿元；25-26 年 EPS 为 9.13/12.20 元下调至 8.60/11.04 元，新增 27 年 EPS 为 13.56 元。2025 年 04 月 30 日收盘价 286.00 元对应 P/E 分别为 33/26/21 倍。由于国家提振消费，公司盈利能力稳步提升，我们上调评级，由“增持”上调为“买入”评级。

风险提示

新品推广效果不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,263	15,839	20,614	25,779	30,955
YoY (%)	32.4%	40.6%	30.1%	25.1%	20.1%
归母净利润(百万元)	2,040	3,327	4,472	5,740	7,049
YoY (%)	41.6%	63.1%	34.4%	28.4%	22.8%
毛利率 (%)	43.1%	44.8%	46.2%	46.8%	47.4%
每股收益 (元)	3.92	6.40	8.60	11.04	13.56
ROE (%)	32.3%	43.3%	49.3%	54.0%	57.5%
市盈率	72.91	44.71	33.25	25.91	21.10

资料来源：wind，华西研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,839	20,614	25,779	30,955	净利润	3,326	4,472	5,740	7,049
YoY (%)	40.6%	30.1%	25.1%	20.1%	折旧和摊销	359	628	856	1,059
营业成本	8,742	11,097	13,705	16,287	营运资金变动	2,451	1,151	729	754
营业税金及附加	160	206	245	279	经营活动现金流	5,789	6,138	7,212	8,760
销售费用	2,681	3,443	4,279	5,108	资本开支	-1,684	-1,890	-2,410	-2,150
管理费用	426	515	619	712	投资	-5,383	2,300	1,300	1,300
财务费用	-191	-100	-100	-100	投资活动现金流	-6,875	513	-1,007	-757
研发费用	63	62	64	62	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	3,269	0	0	0
投资收益	95	103	103	93	筹资活动现金流	1,507	-3,120	-4,186	-5,408
营业利润	4,145	5,546	7,121	8,747	现金净流量	453	3,563	2,019	2,595
营业外收支	-37	10	10	10	主要财务指标				
利润总额	4,107	5,556	7,131	8,757	成长能力				
所得税	781	1,083	1,391	1,708	营业收入增长率	40.6%	30.1%	25.1%	20.1%
净利润	3,326	4,472	5,740	7,049	净利润增长率	63.1%	34.4%	28.4%	22.8%
归属于母公司净利润	3,327	4,472	5,740	7,049	盈利能力				
YoY (%)	63.1%	34.4%	28.4%	22.8%	毛利率	44.8%	46.2%	46.8%	47.4%
每股收益 (元)	6.40	8.60	11.04	13.56	净利率	21.0%	21.7%	22.3%	22.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	17.8%	18.6%	21.6%	24.4%
货币资金	5,653	9,216	11,235	13,829	净资产收益率 ROE	43.3%	49.3%	54.0%	57.5%
预付款项	227	277	343	407	偿债能力				
存货	1,068	1,295	1,447	1,583	流动比率	0.86	0.92	0.97	1.05
其他流动资产	5,758	4,113	3,477	2,836	速动比率	0.72	0.79	0.84	0.92
流动资产合计	12,706	14,900	16,501	18,656	现金比率	0.38	0.57	0.66	0.78
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	66.1%	64.2%	61.6%	59.3%
固定资产	3,670	4,963	6,468	7,524	经营效率				
无形资产	746	920	1,064	1,181	总资产周转率	0.85	0.86	0.97	1.07
非流动资产合计	9,971	10,443	11,207	11,508	每股指标 (元)				
资产合计	22,676	25,343	27,708	30,163	每股收益	6.40	8.60	11.04	13.56
短期借款	6,551	6,551	6,551	6,551	每股净资产	14.78	17.45	20.43	23.59
应付账款及票据	1,265	1,510	1,637	1,764	每股经营现金流	11.13	11.80	13.87	16.85
其他流动负债	7,028	8,066	8,750	9,437	每股股利	5.00	6.00	8.05	10.40
流动负债合计	14,845	16,128	16,939	17,753	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	44.71	33.25	25.91	21.10
其他长期负债	140	140	140	140	PB	16.81	16.39	14.00	12.12
非流动负债合计	140	140	140	140					
负债合计	14,985	16,268	17,078	17,892					
股本	520	520	520	520					
少数股东权益	4	4	4	4					
股东权益合计	7,692	9,076	10,630	12,271					
负债和股东权益合计	22,676	25,343	27,708	30,163					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。