

东鹏饮料（605499.SH）

能量龙头的成功之路

东鹏饮料：能量饮料龙头，成长曲线充足。1) 公司简介：公司是一家专注于为消费者提供高品质健康饮料的多品类饮料公司，于区域化初创阶段（1994-2012 年）推出大单品东鹏特饮，并创新推出了塑料瓶包装；全国化起步阶段（2013-2016 年）开启品牌战略和全国化拓展战略，超级符号“鹏”诞生；全国化加速阶段（2017-2022 年）全面推进 500ml 装东鹏特饮，并于 A 股上市。多元化发展阶段（2023-至今）致力于第二曲线的发展，推出东鹏补水啦、果之茶等大爆品实现爆发式增长，2025 年公司启动 H 股上市，谋求海外市场发展。2) 管理情况：公司股权结构集中，董事长林木勤直接及间接持股比例合计 50.16%，核心管理层经验丰富，长期任职于东鹏饮料。3) 财务情况：2024 年公司收入利润创历史新高，实现营收 158.39 亿元、同比+40.63%，归母净利润 33.27 亿元、同比+63.09%，2017-2024 年公司营收/归母 CAGR 分别为 27.80%/41.28%，业绩整体增速快于营收，主要受益于产品结构升级、客户结构优化、全国化传统渠道开拓等持续落地。

饮料赛道高景气度，功能品类增速领先。功能饮料市场空间广阔，根据弗若斯特沙利文，2024 年中国功能饮料市场规模达 1665 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 8.3%；行业集中度较高，2024 年 CR5 高达 61.6%，主要细分赛道为 1) 能量饮料行业：功能饮料最大细分品类，2024 年中国能量饮料市场规模达 1114 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 7.7%；行业集中度较高，2024 年 CR4 高达 80.8%。2) 运动饮料行业：功能饮料增长最快的细分品类，2024 年中国运动饮料市场规模达 547 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 9.7%，随着人群和场景扩容，市场竞争日趋激烈。

核心优势：重视消费者需求，数字化体系赋能。1) 产品：公司坚持推陈出新，大单品东鹏特饮多规格、多包装、多口味覆盖，第二曲线东鹏补水啦陆续推出中大规格和小规格以满足不同消费群体的需求，同时通过果之茶、鹏友上茶、东鹏大咖等产品全面布局多品类赛道，产品整体性价比突出。2) 渠道：数字化系统高效赋能精准营销，传统渠道方面，重点在网点持续拓展的基础上，加快冰冻化布局以提高单点卖力；新兴渠道方面，积极开拓线上电商、特殊通路等渠道，触达更广阔的消费群体。3) 品牌：积极赞助体育、电竞等国民赛事，构建鲜明的品牌形象；采用数字化营销方式，运用“五码关联”等技术，有效提升复购率。4) 产能：公司在主要地区战略性布局运营九个生产基地，保障全国市场渠道的及时交货与高效配送。此外，港股上市资金将用于产能扩张，已启动扩建或新建七个生产基地并筹建一个新生产基地。

投资建议：性价比产品匹配需求，人群场景持续拓圈。功能饮料作为饮料板块增长最快的子赛道，随着消费人群、场景持续拓圈，行业空间广阔，东鹏有望凭借产品性价比、数字化方面优势持续强化龙头地位。在传统大单品东鹏特饮的基础上，积极布局东鹏补水啦、果之茶等第二产品曲线，势头强劲。此外，港股上市有助于公司积极拓展海外市场，有望带来新的市场增量空间。我们预期公司 2025-2027 年归母净利润为 44.5/57.7/71.4 亿元，同比+33.6%/+29.7%/+23.8%，作为 A 股饮料龙头，行业空间广阔，增长势能强劲，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：消费者需求不及预期，产品推新进度不及预期，食品安全风险，数据滞后风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,263	15,839	21,246	27,406	33,890
增长率 yoy（%）	32.4	40.6	34.1	29.0	23.7
归母净利润（百万元）	2,040	3,327	4,446	5,766	7,140
增长率 yoy（%）	41.6	63.1	33.6	29.7	23.8
EPS 最新摊薄（元/股）	3.92	6.40	8.55	11.09	13.73
净资产收益率（%）	32.3	43.3	41.1	38.7	35.8
P/E（倍）	76.7	47.1	35.2	27.1	21.9
P/B（倍）	24.8	20.4	14.5	10.5	7.8

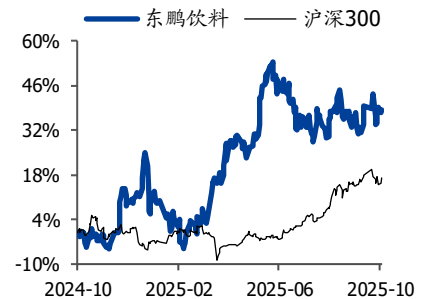
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 21 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	饮料乳品
10 月 21 日收盘价（元）	301.00
总市值（百万元）	156,523.91
总股本（百万股）	520.01
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	2.00

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 黄越

执业证书编号：S0680525050002

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8769	12706	18558	26016	34783
现金	6058	5653	9724	16386	24323
应收票据及应收账款	66	81	109	140	174
其他应收款	22	28	38	49	61
预付账款	158	227	299	383	474
存货	569	1068	1401	1794	2220
其他流动资产	1895	5648	6988	7263	7533
非流动资产	5941	9971	13641	17065	20328
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2916	3670	4542	5274	5870
无形资产	485	746	978	1182	1359
其他非流动资产	2540	5555	8121	10609	13100
资产总计	14710	22676	32200	43081	55111
流动负债	8047	14845	21241	28037	35011
短期借款	2996	6551	10107	13663	17218
应付票据及应付账款	915	1265	1664	2135	2638
其他流动负债	4136	7028	9470	12240	15154
非流动负债	339	140	143	143	143
长期借款	220	0	0	0	0
其他非流动负债	119	140	143	143	143
负债合计	8386	14985	21384	28181	35154
少数股东权益	0	4	3	3	2
股本	400	520	520	520	520
资本公积	2080	1960	1960	1960	1960
留存收益	3838	5165	8316	12401	17459
归属母公司股东权益	6324	7688	10812	14897	19955
负债和股东权益	14710	22676	32200	43081	55111

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3281	5789	7367	9543	11394
净利润	2040	3326	4445	5766	7139
折旧摊销	270	359	606	768	928
财务费用	58	-120	500	713	926
投资损失	-142	-95	-128	-165	-204
营运资金变动	1118	2451	2343	2666	2807
其他经营现金流	-62	-132	-400	-204	-203
投资活动现金流	-758	-6875	-5037	-4043	-4004
资本支出	-916	-1684	-1693	-1693	-1693
长期投资	-52	-5383	-2486	-2486	-2486
其他投资现金流	209	192	-858	136	175
筹资活动现金流	-1058	1507	1737	1156	541
短期借款	-186	3556	3556	3556	3556
长期借款	220	-220	0	0	0
普通股增加	0	120	0	0	0
资本公积增加	0	-120	0	0	0
其他筹资现金流	-1092	-1828	-1819	-2399	-3014
现金净增加额	1437	453	4072	6662	7937

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11263	15839	21246	27406	33890
营业成本	6412	8742	11496	14748	18228
营业税金及附加	121	160	214	276	342
营业费用	1956	2681	3563	4603	5756
管理费用	369	426	519	667	822
研发费用	54	63	80	105	134
财务费用	2	-191	330	421	435
资产减值损失	0	0	-4	-4	0
其他收益	70	59	79	102	126
公允价值变动收益	29	33	231	225	220
投资净收益	142	95	128	165	204
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2588	4145	5478	7074	8723
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	11	40	19	19	19
利润总额	2579	4107	5461	7057	8706
所得税	539	781	1016	1291	1567
净利润	2040	3326	4445	5766	7139
少数股东损益	0	0	0	0	-1
归属母公司净利润	2040	3327	4446	5766	7140
EBITDA	2690	4185	6398	8246	10069
EPS (元/股)	3.92	6.40	8.55	11.09	13.73

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	32.4	40.6	34.1	29.0	23.7
营业利润(%)	39.6	60.1	32.2	29.1	23.3
归属母公司净利润(%)	41.6	63.1	33.6	29.7	23.8
获利能力					
毛利率(%)	43.1	44.8	45.9	46.2	46.2
净利率(%)	18.1	21.0	20.9	21.0	21.1
ROE(%)	32.3	43.3	41.1	38.7	35.8
ROIC(%)	19.8	21.6	22.4	21.3	20.1
偿债能力					
资产负债率(%)	57.0	66.1	66.4	65.4	63.8
净负债比率(%)	-42.9	13.0	4.5	-17.6	-35.1
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	247.2	214.5	223.4	220.0	216.0
应付账款周转率	8.5	8.2	7.9	7.8	7.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.92	6.40	8.55	11.09	13.73
每股经营现金流(最新摊薄)	6.31	11.13	14.17	18.35	21.91
每股净资产(最新摊薄)	12.16	14.78	20.79	28.65	38.37
估值比率					
P/E	76.7	47.1	35.2	27.1	21.9
P/B	24.8	20.4	14.5	10.5	7.8
EV/EBITDA	26.1	31.1	24.5	18.7	14.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 21 日收盘价

内容目录

一、公司简介：能量饮料龙头，第二曲线势能强劲	5
1.1 发展历程：从华南到全国，从特饮到多品类	5
1.2 公司架构：持股比例集中，管理结构合理	8
1.3 财务情况：成长期势能强劲，收入利润延续增高	9
二、饮料行业：市场空间广阔，功能饮品增速领先	11
2.1 功能饮料：特定功能补给，增速领先行业	11
2.2 能量饮料：场景多元化拓展，增长潜力大	12
2.3 运动饮料：人群场景持续渗透，成长赛道吸引角逐	13
三、核心优势：大单品培育高胜率，数字化营销强赋能	15
3.1 产品端：多品类增长根基稳固，差异化包装口味规格丰富	15
3.2 渠道端：立体化销售渠道，全国化区域拓展	16
3.3 品牌端：数字化精准营销赋能，品牌力稳步提升	17
3.4 产能端：生产基地覆盖范围广，港股融资完善产能布局	18
四、盈利预测与估值	20
4.1 收入拆分与盈利预测	20
4.2 可比公司估值	21
五、风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 能量饮料包装对比	6
图表 3: 2013 年东鹏特饮签约谢霆锋为代言人	6
图表 4: 2014 年东鹏超级符号“鹏”诞生	6
图表 5: 2017 年公司分地区营业收入结构	7
图表 6: 2022 年公司分地区营业收入结构	7
图表 7: 东鹏多品类产品矩阵	7
图表 8: 股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）	8
图表 9: 公司核心管理层情况	8
图表 10: 2017-2024 年公司营业收入 CAGR 达 27.80%	9
图表 11: 2017-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 41.28%	9
图表 12: 公司及友商 2017-2024 年毛利率对比	9
图表 13: 公司及友商 2017-2024 年归母净利率对比	9
图表 14: 2017-2024 年公司及各友商销售费用率	10
图表 15: 2017-2024 年公司及各友商管理费用率	10
图表 16: 2019-2029E 中国功能饮料市场规模（分产品，亿元）	11
图表 17: 2019-2029E 中国功能饮料市场规模（分渠道，亿元）	11
图表 18: 2024 年各国功能饮料人均消费量（升）	12
图表 19: 2024 年中国功能饮料市场竞争格局（以销量计算）	12
图表 20: 2019-2029E 中国能量饮料市场规模（亿元）	13
图表 21: 2024 年各国能量饮料人均消费量（升）	13
图表 22: 2024 年全球能量饮料市场竞争格局（以销量计算）	13
图表 23: 2024 年中国能量饮料市场竞争格局（以销量计算）	13
图表 24: 2019-2029E 中国运动饮料市场规模（亿元）	14
图表 25: 2024 年各国运动饮料人均消费量（升）	14
图表 26: 中国运动饮料市场成熟企业代表产品	14
图表 27: 公司核心产品矩阵	15
图表 28: 2022-2024 年公司各渠道收入（亿元）	16
图表 29: 2024 年公司各渠道收入占比	16
图表 30: 2022-2024 年公司线下经销收入（亿元）	16

图表 31:	2022-2025H1 公司期末经销商数量 (家)	16
图表 32:	公司线下冰柜陈列情况	17
图表 33:	2022-2024 年公司各区域收入 (亿元)	17
图表 34:	2022-2024 年公司线上销售收入 (亿元)	17
图表 35:	公司官方旗舰店	17
图表 36:	东鹏连续 3 年登榜中国品牌百强榜单	18
图表 37:	东鹏赞助王者荣耀职业联赛	18
图表 38:	东鹏赢红包活动	18
图表 39:	东鹏一元乐享活动	18
图表 40:	2022-2024 年公司产能利用率情况	19
图表 41:	公司未来产能扩张计划	19
图表 42:	东鹏饮料盈利预测拆分 (百万元)	20
图表 43:	东鹏饮料费用率预测 (%)	21
图表 44:	东鹏饮料可比公司估值表	21

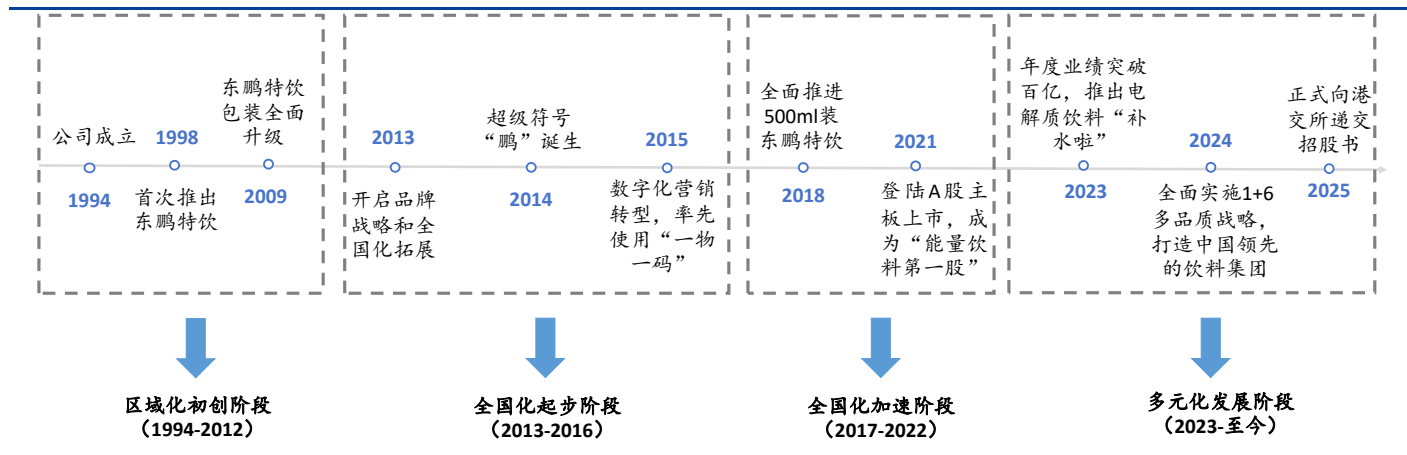
一、公司简介：能量饮料龙头，第二曲线势能强劲

深耕饮料三十余年，中国能量饮料领先品牌。东鹏饮料是一家专注于为消费者提供高品质健康饮料的多品类饮料公司，成立于 1994 年 6 月，2021 年 5 月于上交所成功上市，2025 年 4 月东鹏饮料正式向港交所递交招股书。公司的主营业务为饮料的研发、生产和销售，其中能量饮料东鹏特饮为公司核心大单品，根据尼尔森 IQ 数据，其销量 2021-2024 年连续 4 年位居能量饮料市场第一，近年来公司致力于第二增长曲线的开拓与发展，现已成功开拓东鹏补水啦、果之茶、大咖、乌龙上茶、即饮咖啡等产品，2024 年公司实现营业收入 158.39 亿元，同比+40.63%，2017-2024 年 CAGR 高达 27.80%；2024 年实现归母净利润为 33.27 亿元，同比+63.09%，2017-2024 年 CAGR 高达 41.28%，公司是同时具备规模性与全面可持续发展能力的饮料头部企业。

1.1 发展历程：从华南到全国，从特饮到多品类

梳理公司的发展历程，我们将公司分为区域化初创阶段、全国化起步阶段、全国化加速阶段、多元化发展阶段四个阶段：

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，新浪财经，公司 H 股招股书，公司 A 股招股书，腾讯网，国盛证券研究所

1) 区域化初创阶段（1994-2012）

凉茶起家，开始进军能量饮料。1994 年，公司前身东鹏实业成立，开始生产并售卖清凉茶、菊花茶、冬瓜茶等纸盒饮料产品。1998 年，公司创始人林木勤首次正式推出能量饮料，并命名为“东鹏特饮”。2003 年，公司完成国有企业向民营制企业的改制。2009 年，东鹏特饮全面升级包装，推出塑料瓶装，相比易拉罐更易保存，针对性地满足了蓝领人群的需求。

图表2: 能量饮料包装对比

	罐装		瓶装	
				
名称	红牛	东鹏特饮	东鹏特饮	东鹏特饮
推出年份	1996	2017	2009	2017
规格	250ml	250ml	250ml	500ml
特点	开封后不易保存；不易随身携带		便于随时取用；瓶盖功能多样化	

资料来源：淘宝，中国日报，凤凰网，国盛证券研究所

2) 全国化起步阶段（2013-2016）

加强品牌+数字化营销，开始拓展全国市场。2013 年，公司通过营销手段打造品牌，谢霆锋成为公司第一位品牌代言人，“累了困了，喝东鹏特饮”的广告语也提高了认知度；同年，公司开始从广东省向其他省份扩张，全国化正式起步。2014 年公司创造超级符号“鹏”，公司的品牌概念进一步标志化。2015 年，公司开发 WMS 仓储管理系统，有效打击窜货现象的发生，初步开启营销渠道的数字化转型。

图表3: 2013 年东鹏特饮签约谢霆锋为代言人



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表4: 2014 年东鹏超级符号“鹏”诞生

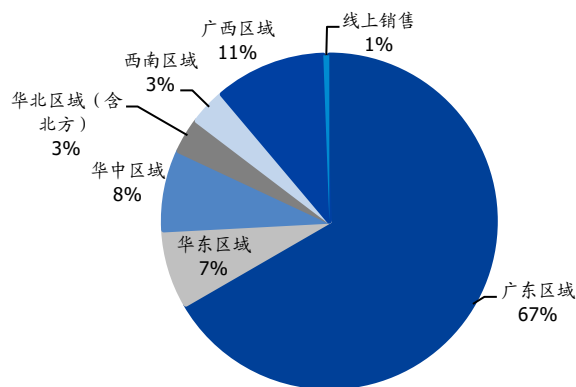


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3) 全国化加速阶段（2017-2022）

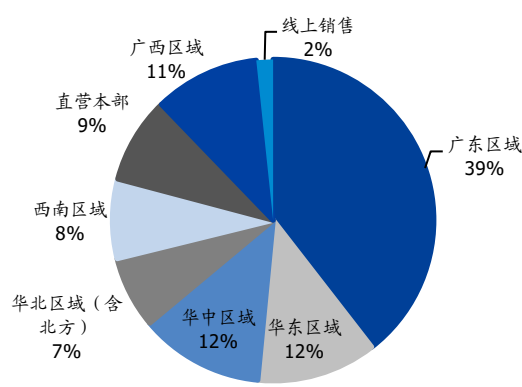
资本助力，全国化进程加速。2017 年，公司正式推出 500ml 金瓶特饮产品，终端零售价指导价 5 元/瓶。2018 年，500ml 金瓶特饮在全国广泛上市；同年，公司改制为股份有限公司。2019 年，500ml 金瓶特饮成为公司第一大单品。2018-2020 年 500ml 金瓶特饮销售额 CAGR 高达 96.5%。2021 年，公司成功登陆 A 股，成为能量饮料行业的第一家上市公司。在这一阶段，公司全国化进程加速，广东区域销售收入占比自 2017 年的 67% 下降至 2022 年的 39%。

图表5: 2017 年公司分地区营业收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2022 年公司分地区营业收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4) 多元化发展阶段 (2023-至今)

布局第二产品曲线，打造领先饮料集团。2023 年初，公司针对人们更关注健康的趋势，公司推出电解质饮料“东鹏补水啦”，正式开启第二曲线的布局；同年，公司营收首次突破百亿。2024 年，公司全面实施“1+6 多品类战略”，即在东鹏特饮的基础上，推出电解质饮料东鹏 补水啦”、无糖茶“上茶”、即饮咖啡“东鹏大咖”、低度酒“VIVI 鸡尾酒”、椰汁“海岛椰”以及大包装茶饮“多喝多润”等六种具备发展潜力的品类。同年，公司实现营收 158.39 亿元，同比+40.6%，其中东鹏补水啦年销售收入接近人民币 15 亿元，同比+280.4%。2024 年，东鹏推出有糖茶“果之茶”；2025 年，公司正式向港交所提交招股书。

图表7: 东鹏多品类产品矩阵

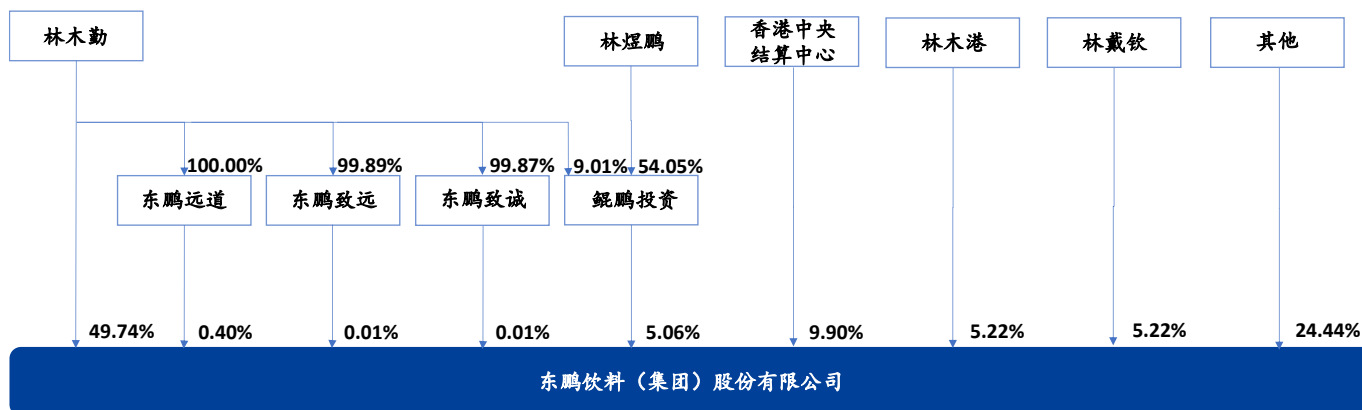
產品品類	代表品牌	代表產品	2024年 收入 (百萬元人民幣)	2023年至2024年 收入增速
能量飲料	東鵬特飲		13,304	28.5%
運動飲料	東鵬補水啦		1,495	280.4%
其他飲料 產品*	鵬友上茶 果之茶 多喝多潤 東鵬大咖 海島椰 油柑汁		1,023	103.2%

资料来源: 公司 H 股招股书, 国盛证券研究所

1.2 公司架构：持股比例集中，管理结构合理

家族成员持股，股权结构集中。截至 2025 年 6 月 30 日，公司实际控制人为林木勤，作为第一大股东，直接持股比例为 49.74%，并通过东鹏远道/东鹏致远/东鹏致诚分别持股 0.40%/0.01%/0.01%，合计持股 50.16%。林木勤先生之弟林木港、之侄林戴钦各自持有 5.22% 的公司股份；同时，其子林煜鹏通过鲲鹏投资间接持有东鹏饮料股份 5.06%。

图表8: 股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，公司 H 股招股书，公司中报，国盛证券研究所

管理团队经验丰富，对公司认可度高。林木勤先生自 1997 年起，已在公司工作超过 20 年，历任公司副总经理、董事长、总经理、集团总裁，现任公司董事长、总裁等职务，于 1988 年起在饮料行业工作，业务经验丰富；林木港先生在 2001 年进入公司工作，是公司的元老级成员。管理层团队其他成员的专业结合理工科、管理、新闻传播等领域，有利于公司进行多元化决策。此外，蒋薇薇女士与卢义富先生分别具备丰富的品牌发展与营销经验，有利于公司各项产品的推广。

图表9: 公司核心管理层情况

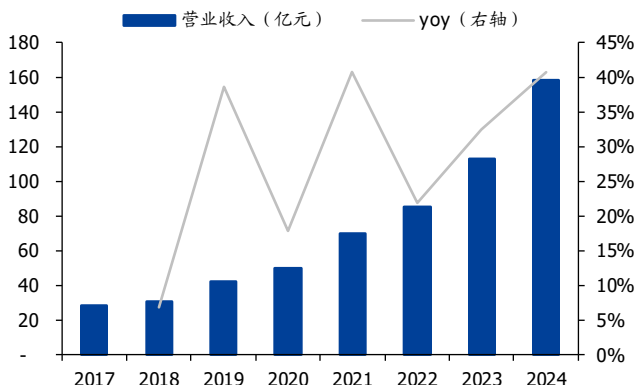
姓名	职务	年龄	简介
林木勤	执行董事、总裁	61	毕业于中山大学工商管理专业，2024 年获得美国明尼苏达大学工商管理博士学位。1988 年 4 月至 1997 年 3 月，任深圳奥林天然饮料有限公司部门经理；1997 年 3 月至 2003 年 10 月，任深圳市东鹏饮料实业公司副总经理；2003 年 10 月至今任东鹏饮料董事长、总裁。
林木港	执行董事、执行总裁	55	毕业于北京大学工商管理专业，硕士研究生学历。2001 年 3 月加入本集团，在饮料行业具有超过 24 年的从业经验。2003 年 10 月获任本公司董事，并于 2025 年 4 月调任执行董事。
蒋薇薇	执行董事、副总裁	45	毕业于安徽大学新闻专业，2012 年至 2015 年担任昌荣传媒股份有限公司广州公司副总经理，2017 年至 2019 年 4 月任深圳市东鹏饮料实业公司品牌中心负责人，2019 年 4 月至今任东鹏饮料副总裁兼品牌发展中心总经理。
卢义富	执行董事、副总裁	53	毕业于湘潭大学化学工程专业。2006 年 7 月至 2017 年 8 月，任加多宝（中国）饮料有限公司分公司总经理；2017 年 8 月至 2018 年 7 月任香飘飘食品股份有限公司营销中心总经理，2018 年 9 月至今任东鹏饮料副总裁兼全国营销本部总经理。2024 年 2 月起任东鹏饮料（集团）股份有限公司董事。
张磊	执行董事、副总裁、董事会秘书	48	武汉大学传播学博士研究生，拥有工学学士学位及管理硕士学位。2004 年至 2014 年历任创维集团、深圳市捷顺科技股份有限公司 SAP 副经理、首席信息官、董事会秘书等岗位；2014 年 10 月至 2021 年 12 月历任深圳前海大营资本、深圳前海汇金所创始合伙人兼总经理；2022 年 1 月至 2023 年 7 月任深圳市怡亚通供应链股份有限公司董事会秘书；2023 年 12 月任东鹏饮料董事长特别助理。
林戴吉	职工董事	39	财务管理专业本科学历，2019 年至今历任东鹏饮料内审部副经理，资金管理部副经理，资金管理经理。
彭得新	财务总监	49	i，2003 年 2 月-2021 年 10 月，先后担任东鹏饮料财务部长、集团财务副总监，2021 年今任集团财务总监。

资料来源：Wind，公司官网，网易，中商情报网，国盛证券研究所，数据截至 2025-9-30

1.3 财务情况：成长期势能强劲，收入利润延续增高

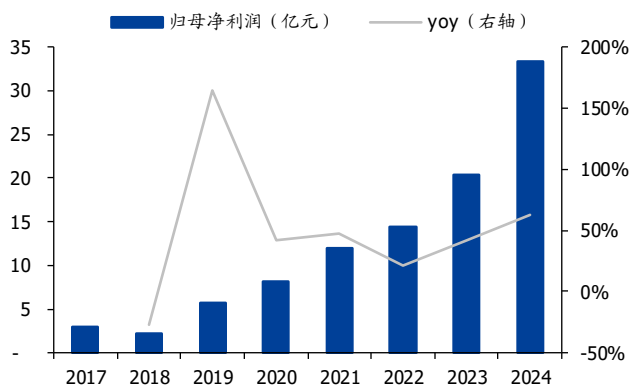
营业收入持续高增，归母净利润增长快于收入。营业收入方面，公司自 2017 年起高速增长，从 2017 年的 28.44 亿元增长到 2024 年的 158.39 亿元，CAGR 高达 27.80%，2024 年同比+40.63%，主要原因是公司不断优化产品结构和客户结构，积极开拓全国市场传统渠道。归母净利润方面，公司同样自 2017 年起高速增长，从 2017 年的 2.96 亿元增长到 2024 年的 33.27 亿元，CAGR 高达 41.28%，2024 年同比+63.09%，主要原因是公司销售规模的持续增长和经营效率的提升。

图表10: 2017-2024 年公司营业收入 CAGR 达 27.80%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

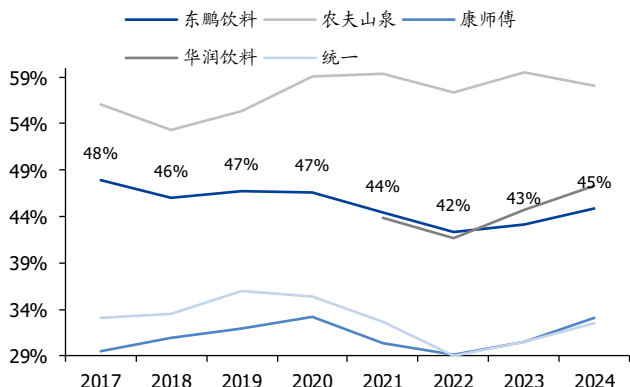
图表11: 2017-2024 年公司归母净利润 CAGR 达 41.28%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

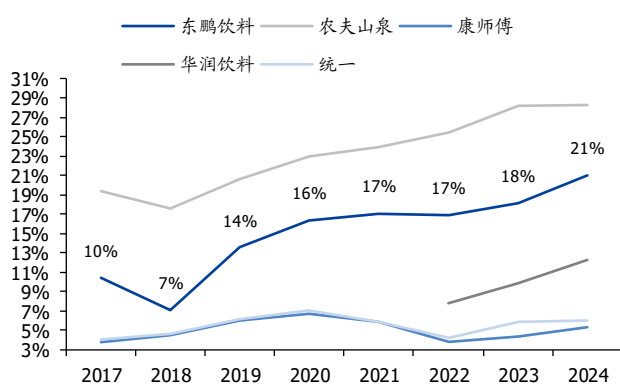
盈利能力行业领先，净利率提升迅速。2017-2024 年，公司毛利率稳定在 40% 以上，处于行业内较高水平，其中 2024 年行业平均毛利率为 43.2%，公司取得毛利率 44.8%、同比+1.7pct，主要系原材料价格下降、生产效率提升以及规模经济所致。归母净利率方面，从 2017 年的 10.4% 上涨至 2024 年的 21.0%，处于行业领先水平（2024 年行业平均归母净利率仅 14.6%），主要原因是公司拥有行业领先的生产能力、产业协同、渠道精耕及数字化赋能，有效提升盈利能力。

图表12: 公司及友商 2017-2024 年毛利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司及友商 2017-2024 年归母净利率对比

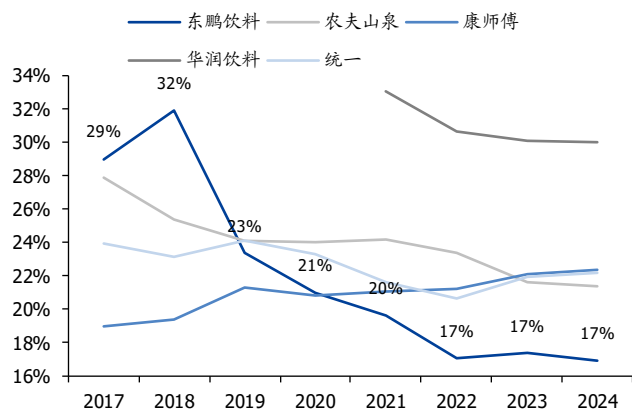


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率低于同行平均水平，规模效应持续凸显。从销售费用率来看，公司显著低于行业平均水平，2024 年友商平均销售费用率为 22.6%，公司销售费用率 16.9%、同比-0.5pct，

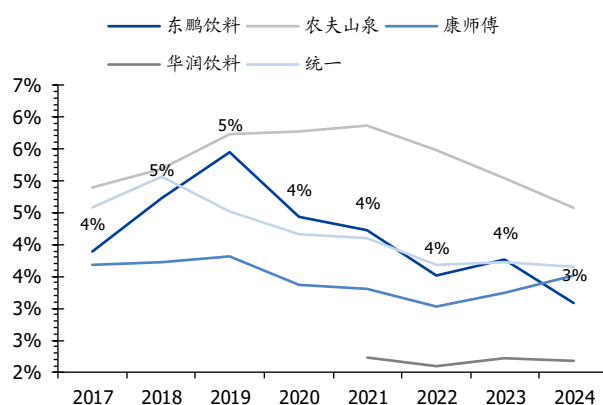
费用率下降主要系费用投放绝对数增加（用于职工薪酬、广告宣传和渠道推广等），但有效带动的营收增速更快，规模效应明显。从管理费用率来看，公司管理费用率低于行业平均水平，2024 年友商平均管理费用率为 3.4%，公司管理费用率为 3.1%、同比-0.7pct，管理费用率下降主要系公司通过数字化方式提升管理效率。

图表14: 2017-2024 年公司 & 友商销售费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 2017-2024 年公司 & 友商管理费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、饮料行业：市场空间广阔，功能饮品增速领先

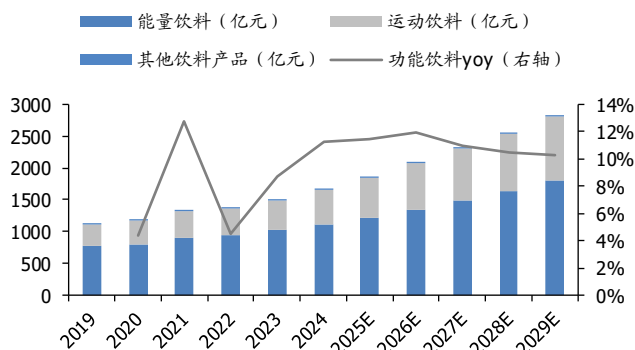
中国软饮市场广阔，功能饮料表现强劲。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年中国是第二大软饮料消费市场，零售额约为 12502 亿元，同比+7.6%，2019-2024 年 CAGR 为 4.7%。软饮料行业主要包括功能饮料/茶饮料/果汁类饮料/包装饮用水/咖啡饮料/碳酸饮料/蛋白饮料/其他饮料等细分赛道，2024 年行业零售额分别约 1665/1941/1726/2688/170/1120/1655/1538 亿元，占比分别为 13.3%/15.5%/13.8%/21.5%/1.4%/9.0%/13.2%/12.3%，2019-2024 年 CAGR 分别达 8.3%/5.6%/3.8%/5.9%/5.2%/4.8%/2.3%/2.3%。东鹏饮料所处的功能饮料赛道增速最快，2024 年行业零售额约为 1665 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 8.3%，由于中国人均饮用量远低于发达国家，国内功能饮料市场空间广阔。

2.1 功能饮料：特定功能补给，增速领先行业

认知度提升+消费群体扩展，行业规模不断提升。功能饮料是指具有能量补给、营养元素补充等特定功能的饮料产品，主要包括能量饮料、运动饮料和其他功能饮料。随着生活节奏加快、消费者健康意识的增强、消费者认知度的提高及消费场景的多元化，人们对功能饮料的需求持续增长。根据弗若斯特沙利文报告，按零售额计，中国功能饮料市场规模从 2019 年的 1119 亿元增长至 2024 年的 1665 亿元，CAGR 为 8.3%，预计 2029 年将进一步增长至 2810 亿元，CAGR 为 11.0%；按销量计，中国功能饮料销量从 2019 年的 89 亿升提升至 2024 年的 139 亿升，CAGR 为 9.2%，预计 2029 年达 227 亿升，CAGR 为 10.4%。

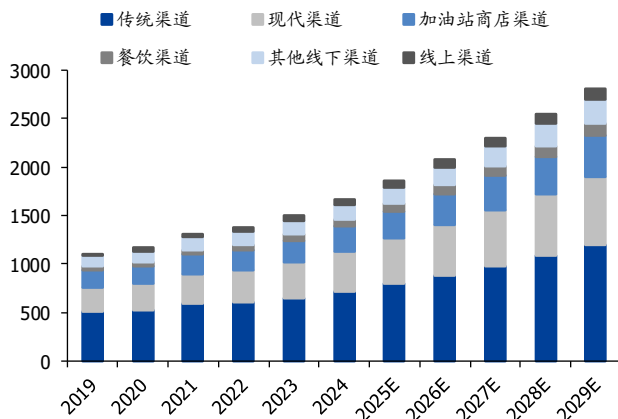
线下渠道为主，消费场景多元化。功能饮料的销售渠道主要包括传统/现代/加油站商店/餐饮/其他线下/线上渠道等，2024 年规模分别为 717/417/253/69/151/58 亿元，占比分别为 43.1%/25.0%/15.2%/4.1%/9.1%/3.5%，其中加油站商店因人流大、长途驾驶补能需求高，成为重要场景。近年来线上渠道快速发展，2019-2024 年零售额 CAGR 为 13.2%，未来五年预计持续高速增长，助力行业渠道多元化。

图表16: 2019-2029E 中国功能饮料市场规模（分产品，亿元）



资料来源：公司 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表17: 2019-2029E 中国功能饮料市场规模（分渠道，亿元）

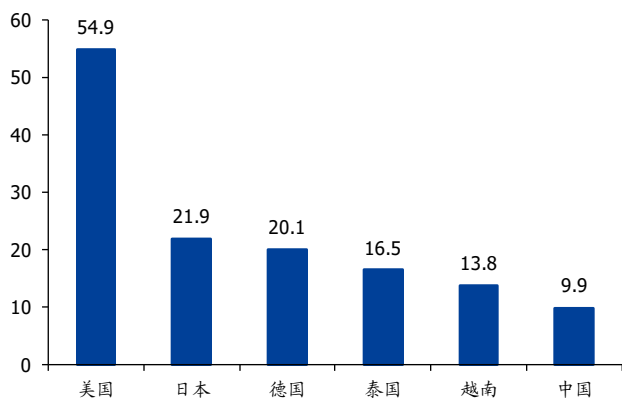


资料来源：公司 H 股招股书，弗若斯特沙利文，中国连锁经营协会，国盛证券研究所

中国功能饮料消费量相对低，增长潜力大。和美国、德国、日本等发达国家相比，中国人均功能饮料年消费量较低，2024 年中国人均年消费功能饮料 9.9 升，远低于美国（54.9 升）、德国（20.1 升）、日本（21.9 升）等发达国家。随着消费者对功能饮料的认知加深、消费场景拓宽及需求增加，预计到 2029 年中国人均功能饮料年消费量将以 10.4% 的 CAGR 增至 16.2 升。

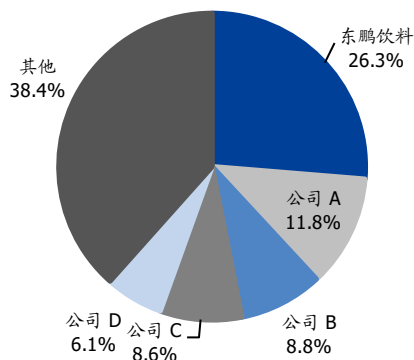
功能饮料市场集中度高，CR5 高达 61.6%。中国功能饮料行业市场集中度较高，按销量计算，中国功能饮料行业 2024 年 CR5 为 61.6%。东鹏饮料 2021-2024 年连续四年在国内功能饮料行业销量排名第一，其中 2024 年的市场份额是 26.3%，远超第二名市场份额，第二至四名市场份额分别为 11.8%/8.8%/8.6%/6.1%；按零售额计算，东鹏饮料 2024 年排名行业第二，份额 23.0%。

图表18: 2024 年各国功能饮料人均消费量（升）



资料来源：公司 H 股招股书，国盛证券研究所

图表19: 2024 年中国功能饮料市场竞争格局（以销量计算）



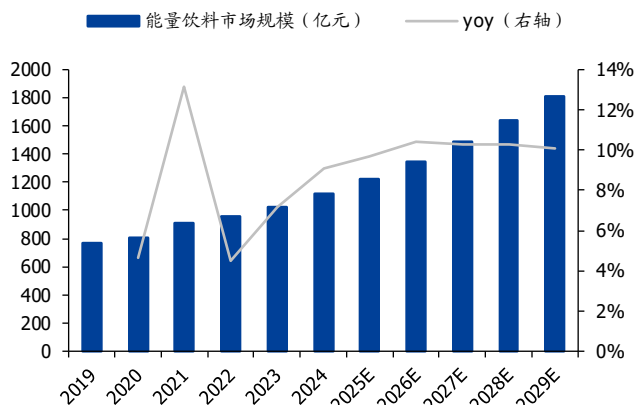
资料来源：公司 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

2.2 能量饮料：场景多元化拓展，增长潜力大

补充人体能量，功能饮料最大细分品类。能量饮料指含有能量及营养成分或特定成分的，能够补充人体能量或加速能量释放和吸收的饮料制品。随着生活节奏加快、运动健身愈发普及、消费场景多元化等趋势以及年轻人的偏好，规模不断扩展，零售额从 2019 年的 770 亿元增长到 2024 年的 1114 亿元，CAGR 为 7.7%，预计 2029 年增长至 1807 亿元，2024-2029 年的 CAGR 为 10.2%。能量饮料现已成为功能饮料行业规模最大的品类，2024 年零售额占功能饮料整体市场 66.9%。

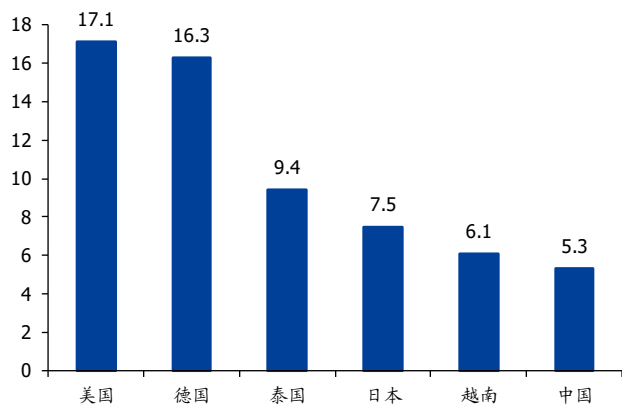
中国能量饮料人均消费量较低，增长潜力大。2024 年中国居民人均能量饮料消费量为 5.3 升，远低于美国（16.3 升）、德国（16.3 升）、日本（7.5 升）等发达国家。随着经济不断发展、生活节奏加快，中国消费者对能量补充和抗疲劳饮料的需求逐渐上升。同时，在广告宣传的带动下，人们对能量饮料的接受度和认知度进一步提升，能量饮料在中国市场有望得到进一步渗透，预计到 2029 年，中国居民人均能量饮料年消费量将以 9.5% 的 CAGR 增长至 8.4 升。

图表20: 2019-2029E 中国能量饮料市场规模 (亿元)



资料来源: 公司 H 股招股书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

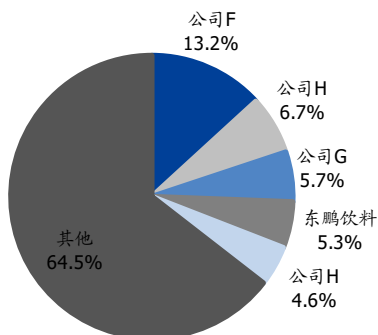
图表21: 2024 年各国能量饮料人均消费量 (升)



资料来源: 公司 H 股招股书, 国盛证券研究所

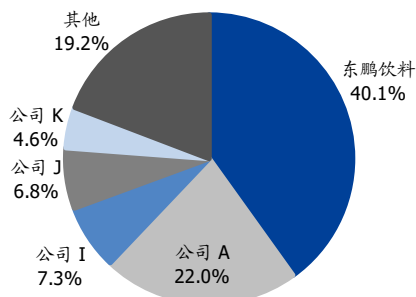
市场集中度高, 东鹏特饮竞争力强。目前我国能量饮料行业的主要企业有红牛、东鹏、中沃、乐虎等。以销量计算, 中国能量饮料市场 2024 年的 CR5 约为 80.8%, 2024 年前五名市场份额分别为 40.1%/22.0%/7.3%/6.8%/4.6%, 东鹏饮料从 2021-2024 年连续四年在国内能量饮料行业居首。以零售额计算, 2024 年东鹏饮料排名行业第二, 份额 31.4%, 展现强劲市场竞争力。

图表22: 2024 年全球能量饮料市场竞争格局 (以销量计算)



资料来源: 公司 H 股招股书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表23: 2024 年中国能量饮料市场竞争格局 (以销量计算)

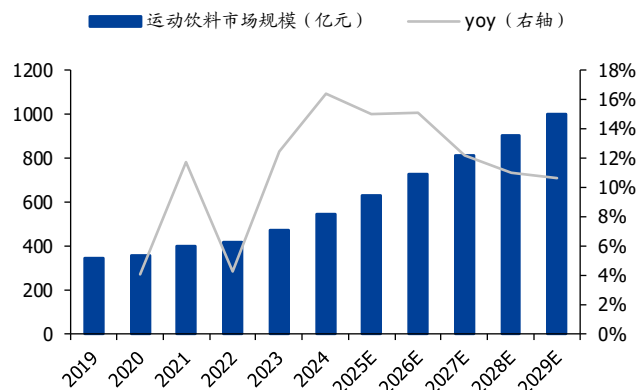


资料来源: 公司 H 股招股书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

2.3 运动饮料: 人群场景持续渗透, 成长赛道吸引角逐

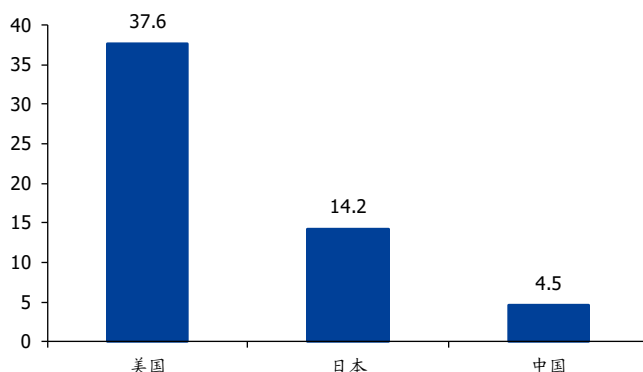
补充运动流失水分及营养, 渗透率有望快速提升。运动饮料指含有矿物质或其他营养成分, 能为机体补充运动或新陈代谢过程中流失的水分、电解质或其他营养物质的饮料制品。随着消费者健康意识的提升及运动饮料消费场景的拓展, 运动饮料行业展示出较大潜力。按零售额统计, 中国运动饮料行业规模从 2019 年的 345 亿元增长到 2024 年的 547 亿元, CAGR 高达 9.7%; 预计 2029 年将增至 997 亿元, 2024-2029 年的 CAGR 为 12.8%。2024 年, 中国人均年运动饮料消费量为 4.5 升, 远低于美国 (37.6 升) 和日本 (14.2 升), 我们认为随着市场接受度的提升, 行业增长空间广阔。

图表24: 2019-2029E 中国运动饮料市场规模 (亿元)



资料来源: 公司 H 股招股书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表25: 2024 年各国运动饮料人均消费量 (升)



资料来源: 公司 H 股招股书, 国盛证券研究所

玩家入局竞争加剧, sku 激增。据线下零售监测机构马上赢提供给整点消费的数据显示, 电解质饮料的 SKU 数量从 2024 年 2 月的 147 个激增至 2025 年 5 月的 536 个; 仅 2025 年前五个月, 电解质饮品的 SKU 数量就净增了 223 个。随着电解质水市场潜力受关注, 传统品牌、外资巨头、新锐势力形成三足鼎立格局。

- **传统品牌凭渠道优势布局:** 东鹏饮料凭借“东鹏补水啦”实现爆发式增长, 2024 年 3 月超越大冢宝矿力水特晋升行业第二。根据尼尔森数据, 2024 年东鹏补水啦销售量市占率达 6.7%。根据马上赢的数据, 截至 2025 年 5 月“东鹏补水啦”市场份额已达大冢的两倍以上。2024-2025 年, 达能 (脉动电解质+)、统一 (海之言)、康师傅 (无限电) 频繁占据电解质水市场份额 4-6 位, 反映出传统饮料巨头加速布局。
- **外资品牌靠专业运动定位占高端:** 大冢“宝矿力水特”、百事 佳得乐”扎根多年, 大冢暂时因产品迭代滞后导致份额下滑, 从 2023 年的领先地位退居第三; 佳得乐日常补水创新产品获认可, 以专业形象筑高端壁垒。
- **新锐品牌凭创新营销和定位崛起:** 元气森林 外星人电解质水”一直以压倒性优势领跑电解质水, 截至 2024 年 5 月, 元气森林占据电解质水接近 50% 的市场份额; 米小野聚焦 补水”, 以大容量规格和 壹元乐享” 营销打开市场。

图表26: 中国运动饮料市场成熟企业代表产品

企业名称	相关品牌	品牌上线时间	单价 (500ml/元)
大冢制药株式会社	宝矿力水特	2003年	6.6
统一企业中国	海之言	2014年	2.9
华润怡宝饮料有限公司	魔力	2017年	4.2
百事可乐公司	佳得乐 (清爽版)	2017年	3.9
元气森林 (北京) 食品科技集团有限公司	外星人电解质水	2020年	4.9
农夫山泉股份有限公司	尖叫 (等渗版)	2021年	3.9
今麦郎饮品股份有限公司	天豹 (今麦郎)	2022年	3.6
山西优珍食品饮料有限公司	依能 (电解质饮料)	2022年	2.8
东鹏饮料 (集团) 股份有限公司	东鹏补水啦	2023年	3.6
康师傅控股有限公司	无限·电	2024年	6.6

资料来源: 搜狐网, 食品版, 食业家, 淘宝, FoodTalks, 国盛证券研究所

三、核心优势：大单品培育高胜率，数字化营销强赋能

相较于同行竞争对手，公司在产品、渠道、品牌、产能等方面均具备较强的优势，我们长期看好公司的核心竞争力。

3.1 产品端：多品类增长根基稳固，差异化包装口味规格丰富

东鹏饮料洞察消费趋势，持续拓展口味包装，价格亲民性价比高：

- **能量饮料方面：**以东鹏特饮为核心，凭借“累了困了，喝东鹏特饮”的国民级心智，牢牢占据“能量补充”场景第一联想；推出无糖东鹏特饮契合健康趋势，拓宽减糖消费群体，持续巩固能量饮料龙头地位。
- **电解质饮料方面：**东鹏补水啦拓宽消费场景。380ml 小瓶装瞄准校园、会议等便携场景，900ml 量贩装适配零食渠道，精准填补细分需求。
- **茶饮方面：**东鹏果之茶主打“真果汁 + 现泡茶底”，依托公司强大的渠道网络渗透，通过 1L 大瓶装 5 元的亲民价格搭配“1 元乐享数字化营销”迅速崭露头角；推出无糖茶鹏友上茶，萃取上好茶叶。
- **咖啡方面：**东鹏大咖生椰拿铁融合咖啡与椰乳，满足消费者对新奇口味的需求。
- **其他产品方面：**其他产品占比同步提升，围绕消费者多元需求持续推新，海岛椰精耕餐饮渠道；油柑汁与农民合作，口味清爽。

图表27：公司核心产品矩阵

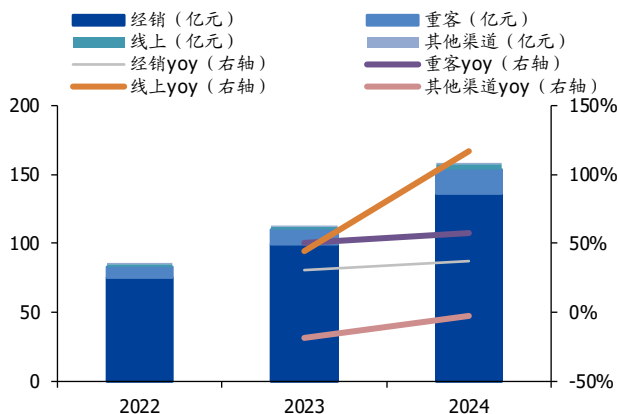
产品	产品名称	产品品类	sku	首推时间	特点	建议零售价
	东鹏特饮	能量饮料	9 250ml/500ml 金瓶/金罐/金砖/气泡/无糖	1998	性价比高，独特的PET瓶防尘盖设计	2.0-6.0元
	东鹏补水啦	运动饮料	9 380ml/555ml/1L 西柚/白桃/荔枝/柠檬	2023	性价比高，口味丰富	3.0-7.0元
	果之茶	含糖茶	3 1L 西柚茉莉茶/蜜桃乌龙茶/柠檬红茶	2024	果汁与茶结合，大包装性价比高	5.0-6.0元
	鹏友上茶	无糖茶	3 555ml 乌龙茶/普洱茶/茉莉花茶	2023	采用上好茶叶，高温短时萃取	4.0-6.0元
	多喝多润	植物茶	3 1.25L 九制陈皮/菊花蜜/蜂蜜绿茶	2023	茶底与蜂蜜相结合，大包装性价比高	5.0-6.0元
	东鹏大咖	即饮咖啡	4 330ml/500ml 经典拿铁/生椰拿铁	2021	便利可及	5.0-9.0元
	海岛椰	植物蛋白饮料	3 250ml/330ml/1.25L 瓶装/盒装	2023	健康天然鲜榨	2.5元-15.0元
	油柑汁	果蔬饮料	4 300ml/350ml/1L 生榨/常温	2019	清淡爽口	5.0元-28.0元

资料来源：公司 H 股招股书，观察者网，国盛证券研究所

3.2 渠道端：立体化销售渠道，全国化区域拓展

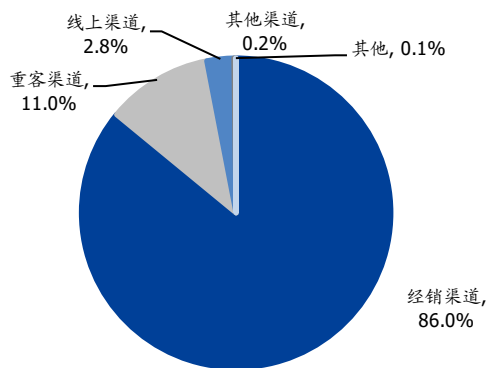
线下经销为主，全方位立体销售网络。2024 年经销/重客/线上/其他渠道分别实现营收 136.1/17.4/4.5/0.3 亿，分别占比 86.0%/11.0%/2.8%/0.2%。公司的销售模式以线下经销商模式为主，公司与符合运营标准的经销商及重点客户深度合作，持续拓宽销售网络的覆盖广度，提升销售网络的渗透深度；线上方面，公司借助主要电商平台的自营旗舰店及线上第三方渠道销售产品，并开拓新兴电商平台。

图表28: 2022-2024 年公司各渠道收入（亿元）



资料来源：公司 H 股招股书，国盛证券研究所

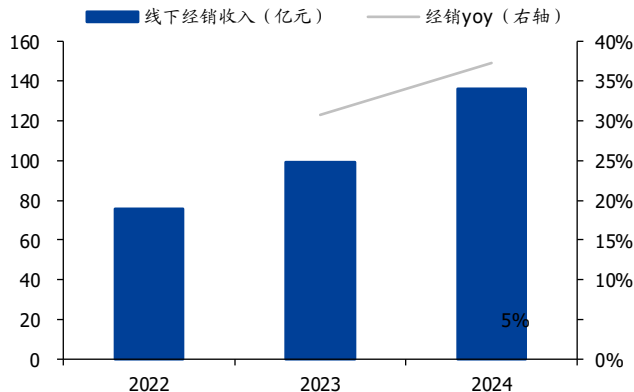
图表29: 2024 年公司各渠道收入占比



资料来源：公司 H 股招股书，国盛证券研究所

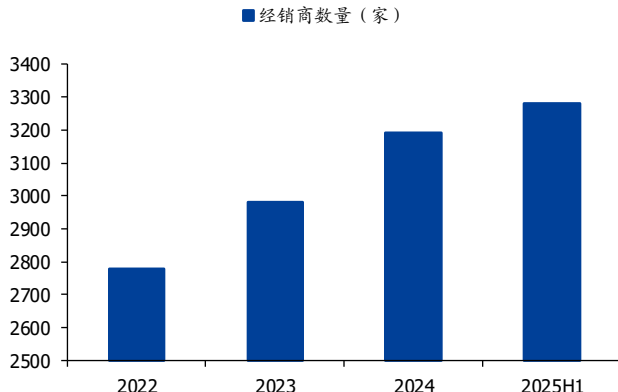
线下渠道：精耕+大流通模式结合，冰冻化战略加码。线下方面，公司采用渠道精耕与大流通两种模式，成熟市场以渠道精耕为主，通过销售团队与渠道伙伴协作提升终端覆盖与单点销量；新开拓市场初期用大流通模式，借力经销商资源快速推进全国化与渠道覆盖。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有超 3200 家经销商、约 420 万家终端网点，累计触达不重复消费者 2.5 亿实现近 100%地级市覆盖，线下网络渗透力强。公司与经销商保持长期稳定合作，2024 年合作超 5 年的经销商收入占比超六成。此外，公司实施“冰冻化战略”增强产品可见度与单点销量，截至 2024 年 12 月 31 日累计投放约 30 万台冰柜；公司以广东为区域扩张大本营，2017 年起全国化加速，2017-2025H1 广东以外区域收入占比从 50.1%升至 59.1%。

图表30: 2022-2024 年公司线下经销收入（亿元）



资料来源：公司 H 股招股书，国盛证券研究所

图表31: 2022-2025H1 公司期末经销商数量（家）



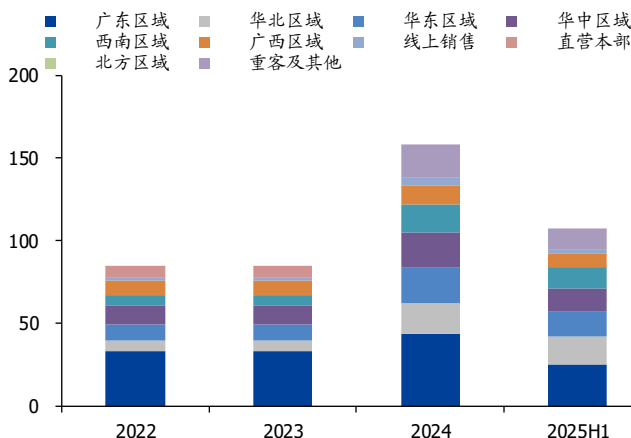
资料来源：公司 H 股招股书，Wind，国盛证券研究所

图表32: 公司线下冰柜陈列情况



资料来源: 凤凰网河北, 国盛证券研究所

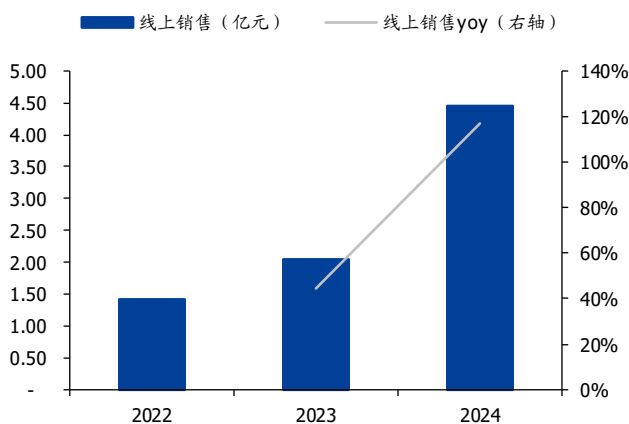
图表33: 2022-2024 年公司各区域收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

线上渠道: 收入快速增长, 数字化系统高效管理。公司借助主要电商平台的自营旗舰店及线上第三方渠道销售产品, 扩大产品在线上渠道的覆盖范围, 并开拓新兴电商平台, 探索电商直播等新型销售模式。2022-2024 年, 线上销售收入 CAGR 高达 77.0%。2022/2023/2024 年线上销售收入分别为 1.4/2.1/4.5 亿元, 分别占总收入的 1.7%/1.8%/2.8%。其中, 通过线上第三方(经销伙伴)获得的销售收入分别为 1.0/1.6/3.6 亿元。公司依托数字化系统实现跨平台资源整合, 提升消费者触达与互动效率。

图表34: 2022-2024 年公司线上销售收入 (亿元)



资料来源: 公司 H 股招股书, 国盛证券研究所

图表35: 公司官方旗舰店



资料来源: 京东, 天猫, 国盛证券研究所

3.3 品牌端: 数字化精准营销赋能, 品牌力稳步提升

赞助赛事构筑品牌形象, 国民品牌影响力深厚。公司 2023-2024 年连续入选 BrandFinance 全球软饮品牌 25 强、凯度 BrandZTM 最具价值中国品牌 100 强。2024 年, 公司成功评选福布斯中国“年度好品牌 Top50”、体育大生意“年度体育公益”、公益时报“年度公益企业”、以及虎啸奖多个奖项; 公司通过赞助亚运会、巴黎奥运会等体育赛事, 传递积极拼搏的精神, 构筑鲜明品牌形象, 通过绑定王者荣耀电竞赛事触达年轻圈层。

图表36: 东鹏连续 3 年登榜中国品牌百强榜单



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表37: 东鹏赞助王者荣耀职业联赛



资料来源: 搜狐网, 国盛证券研究所

“五码关联”连接产销，数字化营销促进复购。公司依托数字化系统及“五码关联”技术开展创新营销、连接产销两端，通过奖励机制加速产品流通，线上验证消除线下认证低效问题。公司在全国线下终端推进数字化促销活动，聚焦高流量场所，结合渠道、店铺、产品及区域特点精准分配资源，动态调整奖励类型与金额**推出第二瓶**”

扫码赢红包”等活动，实现经销与销售无缝衔接，奖励兑换全数字化。2024 年超 410 万消费者参与活动，复购率达 47.5%，19.6%的消费者参与扫码五次及以上。

图表38: 东鹏赢红包活动



资料来源: 立信创源, 国盛证券研究所

图表39: 东鹏一元乐享活动



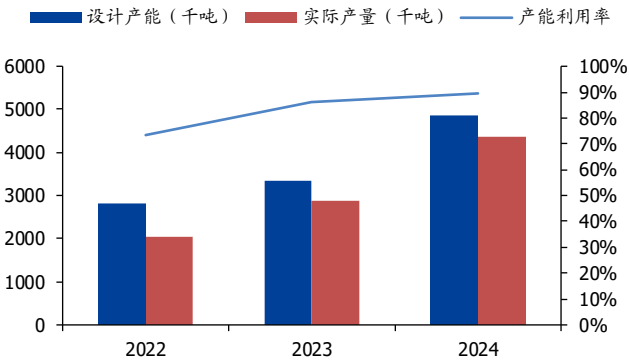
资料来源: 网易, 国盛证券研究所

3.4 产能端：生产基地覆盖范围广，港股融资完善产能布局

产能全国化布局，及时满足市场需求。公司 2024 年设计/实际产能分别为 487.40/436.33 万吨，产能利用率从 2022 年的 73.4%提升至 2024 年的 89.5%。截至 2024 年 12 月 31 日，公司在主要地区战略性布局运营九个生产基地，包括增城基地、东莞基地、华南基地、安徽基地、南宁基地、重庆基地、海丰基地、浙江基地及长沙基地，有效拓展地理市场覆盖范围，降低物流运输成本，保障全国市场渠道的及时交货与高效配送。

战略性扩张产能，优化产销布局。为确保生产网络与地区市场需求相匹配、支撑持续增长，公司正战略性扩大现有生产基地，同时规划新设施以提升产能、优化全国生产与销售布局。2025 年 4 月 3 日，公司向港交所递交上市申请，明确提出港股融资资金将用于进一步完善产能布局。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已启动扩建安徽、南宁、重庆、长沙四个现有生产基地，建设天津、昆明、中山三个新生产基地，并筹建海南新生产基地。

图表40: 2022-2024 年公司产能利用率情况



资料来源: 公司 H 股招股书, 国盛证券研究所

图表41: 公司未来产能扩张计划

生产基地	设计年产能 (千吨)	预计最早投产年份
安徽 (扩建)	1367.3	2025
南宁 (扩建)	861.8	2025
重庆 (扩建)	596.5	2025
长沙 (扩建)	585.0	2025
天津	1155.8	2026
昆明	1155.8	2026
中山	1493.2	2026
海南	1155.8	2027

资料来源: 公司 H 股招股书, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 收入拆分与盈利预测

我们按业务分类对公司营业收入做拆分与预测，核心假设如下：

1) 东鹏特饮

东鹏特饮方面，依托独特配方、出众品质及出众的品牌号召力，持续通过赞助赛事、联动手游、开展品牌推广活动等方式拓展品牌认知度，通过“高速风暴”、广告植入等方式，不断拓展客群，精准触达消费群体，稳固在能量饮料行业的强势竞争力。与此同时，品牌在原有口味基础上持续创新，2025 年顺应健康消费趋势推出“有能量无负担”的无糖款特饮。基于上述主要大单品的发展思路，我们预计东鹏特饮 2025-2027 年收入同比分别+22.8%/+20.9%/+20.0%。

2) 第二曲线

电解质补水啦方面，公司持续推出多口味、多规格以适应不同消费需求及场景，并通过外包装升级提高品牌辨识度，亦推出了“无糖”系列，预计 2025-2027 年东鹏补水啦收入同比分别+101.0%/+60.0%/+35.0%。

其他饮料方面，有糖茶果之茶推出多样化口味与规格以赢得消费者认可；多喝多润大包装产品通过高性价比和优越口感吸引顾客；推出无糖茶上茶满足日益增长的无糖茶需求；咖啡饮料东鹏大咖凭借两个主打口味通过媒体宣传提升品牌知名度；植物蛋白饮料海岛椰布局餐饮渠道；果蔬汁饮料油柑汁随着技术进步有望拓展全国消费市场。2025-2027 年预计其他饮料收入分别+85.0%/+50.0%/+30.0%。

基于上述预测，我们预计第二曲线整体收入 2025-2027 年分别+94.5%/+56.1%/+33.1%。

综上所述，我们预测 2025-2027 年营业总收入分别 **212.5/274.1/338.9** 亿元，同比分别+34.1%/+29.0%/+23.7%。

图表42：东鹏饮料盈利预测拆分（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8,505	11,263	15,839	21,246	27,406	33,890
yoy	21.9%	32.4%	40.6%	34.1%	29.0%	23.7%
东鹏特饮收入（百万元）	8,172	10,336	13,304	16,331	19,740	23,688
yoy	24.0%	26.5%	28.7%	22.8%	20.9%	20.0%
占比	96.1%	91.8%	84.0%	76.9%	72.0%	69.9%
第二曲线收入（百万元）	319	914	2,518	4,898	7,647	10,182
yoy	-14.2%	186.6%	175.4%	94.5%	56.1%	33.1%
占比	3.8%	8.1%	15.9%	23.1%	27.9%	30.0%
电解质补水啦收入（百万元）		393	1,495	3,005	4,808	6,491
yoy			280.4%	101.0%	60.0%	35.0%
占比		3.5%	9.4%	14.1%	17.5%	19.2%
其他饮料收入（百万元）			1,023	1,893	2,839	3,691
yoy				85.0%	50.0%	30.0%
占比			6.5%	8.9%	10.4%	10.9%
其他收入（百万元）	14	12	17	18	19	20
yoy	0.6%	-12.4%	38.8%	5.0%	5.0%	5.0%
综合毛利率	42.3%	43.1%	44.8%	45.9%	46.2%	46.2%
yoy (pct)		0.7%	1.7%	1.1%	0.3%	0.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

毛利率：受原材料价格下降、产能利用率提升等因素影响，公司毛利率持续提升，自 2022 年的 42.3% 提升至 2024 年 44.8%。长期来看，受益于规模经济的影响，毛利率仍有较大提升空间，我们预计 2025-2027 年公司毛利率为 45.9%/46.2%/46.2%。

费用率：考虑到公司既有品知名度较高，并采用数字化的管理方式，公司销售费用率预计稳定，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率为 16.8%/16.8%/17.0%，同比分别-0.16pct/+0.03pct/+0.19pct；公司坚持降本增效，2025-2027 年管理费用率预计达 2.4%/2.4%/2.4%，同比分别-0.24pct/-0.01pct/-0.01pct。

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司实现营收 **212.5/274.1/338.9** 亿元，同比 **+34.1%/+29.0%/+23.7%**；实现归母净利润 **44.5/57.7/71.4** 亿元，同比分别 **+33.6%/+29.7%/+23.8%**。

图表43：东鹏饮料费用率预测（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
综合毛利率	42.33%	43.07%	44.81%	45.89%	46.19%	46.21%
yoy (pct)	-2.05%	0.75%	1.74%	1.08%	0.30%	0.03%
销售费用率	17.04%	17.36%	16.93%	16.77%	16.79%	16.98%
yoy (pct)	2.57%	0.32%	-0.44%	-0.16%	0.03%	0.19%
管理费用率	3.04%	3.27%	2.69%	2.44%	2.43%	2.43%
yoy (pct)	0.57%	0.23%	-0.59%	-0.24%	-0.01%	-0.01%
研发费用率	0.51%	0.48%	0.40%	0.37%	0.38%	0.39%
yoy (pct)	0.10%	-0.03%	-0.09%	-0.02%	0.01%	0.01%
归母净利率	16.94%	18.11%	21.00%	20.92%	21.04%	21.07%
yoy (pct)	-0.16%	1.17%	2.89%	-0.08%	0.11%	0.03%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

4.2 可比公司估值

人群场景持续拓圈，成长动能势不可挡。功能饮料行业空间广阔，消费人群、场景持续拓圈，公司在产品性价比、数字化方面优势突出。在传统大单品东鹏特饮的基础上，积极布局东鹏补水啦、果之茶等第二产品曲线，势头强劲。此外，港股上市有助于公司积极拓展海外市场，有望带来新的市场增量空间。我们选取农夫山泉、康师傅控股和海天味业三家上市公司作为可比公司，农夫山泉作为饮料板块港股龙头，康师傅控股为面和饮料龙头，海天味业为调味品行业龙头，同样谋求海外发展，三家公司与公司主营业务相仿且市场空间相近，且在行业内均具备较强的竞争优势，具有可比性。我们预期公司 2025-2027 年归母净利润为 44.5/57.7/71.4 亿元，同比+33.6%/+29.7%/+23.8%，考虑公司收入利润持续高增，且为能量饮料板块 A 股龙头，首次覆盖给予“买入”评级。

图表44：东鹏饮料可比公司估值表

股票代码	公司	收盘价 (港币/人民币元)	EPS (元/股)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
9633. HK	农夫山泉	55.05	1.08	1.30	1.50	1.69	46.5	38.7	33.5	29.7
0322. HK	康师傅控股	10.79	0.66	0.76	0.83	0.89	14.9	13.0	11.9	11.1
603288. SH	海天味业	38.95	1.14	1.21	1.34	1.47	34.2	32.2	29.1	26.5
可比公司平均值							31.9	27.9	24.8	22.4
605499. SH	东鹏饮料	301.00	6.40	8.55	11.09	13.73	47.1	35.2	27.1	21.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：可比公司 EPS 为 Wind 一致预测，港币对人民币汇率和收盘价使用 2025 年 10 月 21 日

五、风险提示

消费者品味变化。消费者口味随着生活习惯、健康意识等因素的变化而改变，公司为迎合消费者需求投入大量资源开发新产品，但无法保证满足消费者期望。

产品推新进度不及预期。公司致力于开发多品类饮料，当前市场竞争日益激烈。如果公司不能持续创新产品或有效应对市场变化，可能会导致产品销售效果不佳，进而影响公司业绩表现。

食品安全风险。食品安全是消费者关注的重点。若公司在生产过程中出现质量控制失误，可能会影响消费者信任和品牌形象，进而导致产品销售不及预期。

数据滞后风险。软饮料市场规模、功能饮料市场规模及市场格局、能量饮料市场规模及市场格局、运动饮料市场规模截至 2024 年。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com