



迈向平台型公司，再迎布局时点

—— 东鹏饮料动态更新报告

2026年02月24日

核心观点

- **研究缘起：迈向平台型公司，当前再迎布局时点。**东鹏饮料正逐渐从大单品型公司成长为平台型饮料巨头，能量饮料持续性与新品扩张节奏成为影响业绩与股价的核心因素。2025H2，能量饮料增速波动叠加净利率改善幅度放缓导致公司迎来阶段性调整。当前时点来看，我们认为公司基本面已有较多积极因素累积，股价具备较强安全边际，重申对公司的推荐逻辑。
- **能量饮料：短期增速企稳改善，长期仍有增量空间。**1) **短期来看**，根据终端动销监测数据，25Q4公司能量饮料业务增速已有企稳改善迹象，我们判断2026年企稳趋势有望延续，主要得益于基数逐渐走低，公司加大冰柜投放力度有望提振单点卖力，以及开启新一轮组织架构变革提振终端动销。2) **长期来看**，我们认为公司能量饮料主业仍有较大增长空间，一方面省外市场核心人群平均消费量对标广东仍有较大增长潜力，模型测算公司能量饮料远期收入空间约250亿元以上；另一方面核心消费人群仍在扩容，根据QuestMobile监测数据，“新蓝领”人数25H1已增至约7000万人，并且25H2仍保持快速增长趋势。
- **潜力新品：看好奶茶与焙好茶，关注3-5月动销催化。**1) **奶茶新品**，性价比优势明显（3.5~4元/500ml），主打港式与低糖特色，与阿萨姆等主流大单品形成差异化；考虑到公司产品力与渠道力具备优势，叠加奶茶行业竞争格局或形成利好催化，我们判断公司奶茶新品有望实现快速增长；从节奏来看，奶茶2025年11月在部分区域网点上市，目前初步动销反馈较好，3~5月铺货速度加快后有望推动收入加速增长。2) **焙好茶新品**，同样性价比优势明显（3元/500ml），口味具备差异化（焙茶工艺+特色茶种），相较于三得利乌龙茶等具备竞争优势；我们认为当前无糖茶行业仍属于增量市场，公司有望凭借产品与渠道优势享受品类增量红利，在高线市场实现份额提升，在下沉市场抢占增量；从节奏来看，焙好茶新品2026年1月已开始铺货，可关注3月之后动销表现。
- **毛利率：内部与外部等多个因素共振下仍有提升空间。**1) **成本红利**：白糖和瓶胚为二大核心原材料（成本占比约50%），预计二者价格2026年延续下行趋势，有望推动公司毛利率提升0.5~1pct；2) **新品毛利率爬坡**：预计未来补水啦与果之茶收入快速放量，规模效应下单品毛利率持续爬坡，根据我们的敏感性模型分析，有望推动公司毛利率提升0.1~0.4pct。3) **运输半径优化**：2026年公司天津基地投产，按照规划将满足北方市场产能需求，可通过缩短运输半径降低运输成本，我们保守测算将推动公司毛利率提升0.4pct。综上所述，内外部多因素共振下有望推动公司毛利率提升1~2pct。
- **投资建议**：预计2025~2027年收入分别同比+33%/28%/22%，归母净利润分别同比+37%/30%/23%，当前股价对应PE分别为33/25/20X。我们认为公司能量饮料主业增速短期企稳改善，奶茶与无糖茶新品亦有望在旺季形成催化，当前估值具备一定安全边际、低于可比公司平均水平，**维持“推荐”评级**。
- **风险提示**：行业竞争进一步加剧的风险；新品旺季表现不及预期的风险；食品安全风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,839	21,108	27,085	32,964
收入增长率%	40.63	33.27	28.31	21.71
归母净利润(百万元)	3,327	4,547	5,914	7,271
利润增长率%	63.09	36.69	30.06	22.93
PE	44.65	32.66	25.11	20.43

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

东鹏饮料 (股票代码: 605499)

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

研究助理: 彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2026年02月13日

股票代码	605499
A股收盘价(元)	264.80
上证指数	4,082.07
总股本(万股)	56,090
实际流通A股(万股)	52,001
流通A股市值(亿元)	1,377

相对沪深300表现图

2026年02月13日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河食饮】公司点评_东鹏饮料_收入突破200亿元，维持长线价值区间判断
- 2.【银河食饮】公司点评_东鹏饮料_H股发行获证监会备案，步入长线价值区间
- 3.【银河食饮】公司点评_东鹏饮料_平台化公司逻辑延续，净利率创历史新高

目录

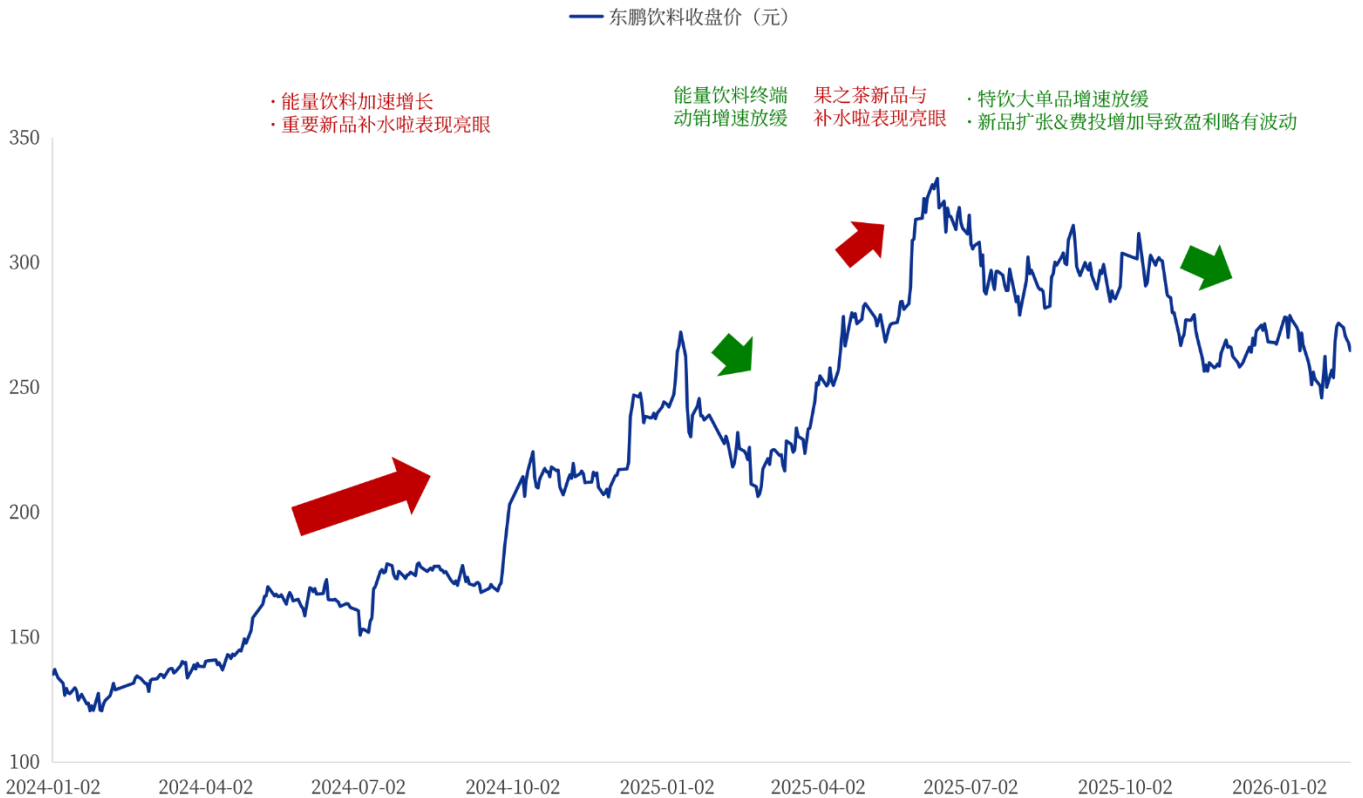
Catalog

一、 研究缘起：迈向平台型公司，当前再迎布局时点	3
二、 能量饮料：短期增速企稳改善，长期仍有增量空间	4
(一) 短期维度：多个积极因素共振，2026 年有望企稳改善	4
(二) 长期维度：从区域扩张与消费群体角度来看仍有增量空间	4
三、 潜力新品：看好奶茶与焙好茶，关注 3-5 月动销催化	5
(一) 港式奶茶：主打性价比+港式&低糖，行业竞争格局或形成利好	5
(二) “焙好茶”：主打性价比+差异化口味，有望享受无糖茶品类增量红利	6
四、 毛利率：内部与外部等多个因素共振下仍有提升空间	7
(一) 2026 年核心原材料价格仍有望回落	7
(二) 新品放量带来的规模效应将支撑毛利率持续爬坡	7
(三) 天津基地投产有望降低北方运输成本	8
五、 海外市场：重点布局东南亚，26Q1 印尼布局加速	9
(一) 重点布局东南亚地区，预计 2030 年收入约 30 亿元	9
(二) 26Q1 印尼布局加速，关注收入放量节奏	9
六、 盈利预测与估值	11
(一) 盈利预测	11
(二) 估值：当前调整充分，具备安全边际	12
(三) 投资建议	13
七、 风险提示	14

一、研究缘起：迈向平台型公司，当前再迎布局时点

东鹏饮料正逐渐从大单品型公司成长为平台型饮料巨头，能量饮料持续性与新品扩张节奏成为影响业绩与股价的核心因素。2025H2，能量饮料增速波动叠加净利率改善幅度放缓导致公司迎来阶段性调整。当前时点来看，我们认为公司基本面已有较多积极因素累积，股价具备较强安全边际，重申对公司的推荐逻辑。

图1：东鹏饮料（A股）股价变化趋势



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、能量饮料：短期增速企稳改善，长期仍有增量空间

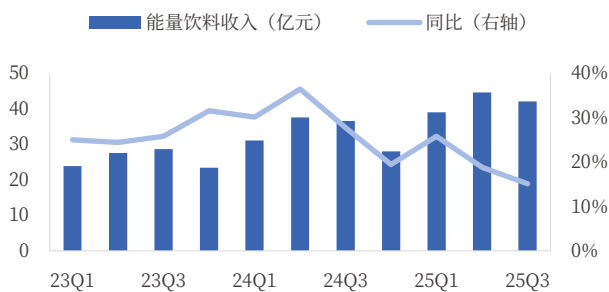
（一）短期维度：多个积极因素共振，2026 年有望企稳改善

25Q1-3 能量饮料增速逐季放缓。2025 年前三季度公司能量饮料收入同比+19%，其中 Q1-3 分别同比+26%/19%/15%，呈现逐季放缓趋势，我们判断主要归因于网点开发节奏放缓，以及广东台风天气异常与竞品阶段性冲击对单店卖力亦有小幅影响。

2026 年多因素共振下有望改善。1) 2026 年基数逐渐走低；2) 加大冰柜投放力度，公司 2026 财年规划新增投放冰柜 30 万台（存量约 40 万台），并将冰柜投放节奏前置至 2025Q4；3) 开启组织架构变革，根据公司公告，公司在全国设立“五大战区”，一方面精简组织层级有利于推动精细化与扁平化管理，另一方面加强动销与网点等指标考核有利于提振终端动销。

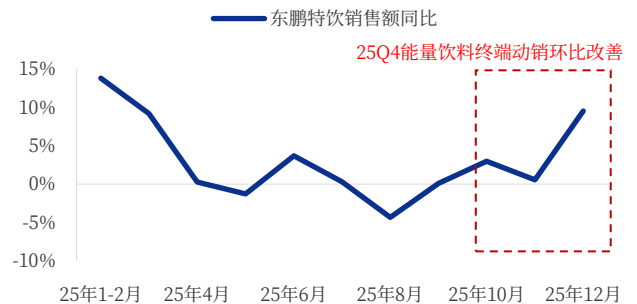
2025Q4 增速已有企稳改善信号。根据我们监测的高频终端数据，25Q4 公司能量饮料动销已实现环比改善，判断主要得益于基数逐渐走低+冬季天气偏暖（12 月气温为历史上第二高峰值）。

图2：东鹏饮料能量饮料单季度收入与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：2025Q4 公司能量饮料终端动销实现环比改善



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

（二）长期维度：从区域扩张与消费群体角度来看仍有增量空间

广东省外市场仍有较大增长空间。2024 年特饮在广东区域（含广东、海南）收入预计 34 亿元，二三产业就业人员约 0.7 亿人，则对应年人均特饮消费 50 元。考虑到广东全年四季气温均偏暖，而全国其他区域秋冬气温较低导致饮料销量较低，假设省外人均特饮消费为广东的 80~90%，对应省外特饮收入合计 217 亿元。

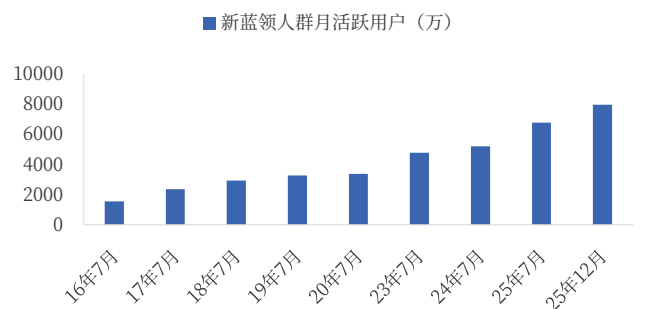
“新蓝领”核心消费人群扩容。2016 年以来国内外卖骑手、滴滴司机、快递员等新蓝领人数持续增长，2025 年 12 月已达到 7955 万人；伴随产业与就业结构变迁，未来有抗疲劳需求的特饮核心消费人群有望进一步扩容。

图4：广东省外主要消费人群的人均消费水平仍有较大提升空间

区域	能量饮料消费系数 (相对广东)	预计人均特饮消费额 (元)	第二产业就业人员 (万人)	特饮预计收入 (亿元)
广西	100%	50	1695	8
西南	90%	45	7395	33
华中	90%	45	8561	39
华东	90%	45	11691	53
华北	80%	40	21010	84
省外合计	-	-	50352	217

资料来源：公司公告，国家统计局，中国银河证券研究院

图5：国内新蓝领人数持续增加（外卖骑手、滴滴司机与快递员等）



资料来源：QuestMobile，中国银河证券研究院

三、潜力新品：看好奶茶与焙好茶，关注 3-5 月动销催化

(一) 港式奶茶：主打性价比+港式&低糖，行业竞争格局或形成利好

产品性价比优势明显，锚定大众口味，主打港式与低糖差异化。1) 性价比优势明显，东鹏奶茶原价约 4 元/瓶*500ml、考虑“免费乐享”后价格约 3.6 元，对标龙头品牌统一阿萨姆 4~5 元/瓶；2) 锚定大众口味，布局原味与茉莉奶绿二大口味；3) 主打“港式”与“低糖”，产品具备差异化。

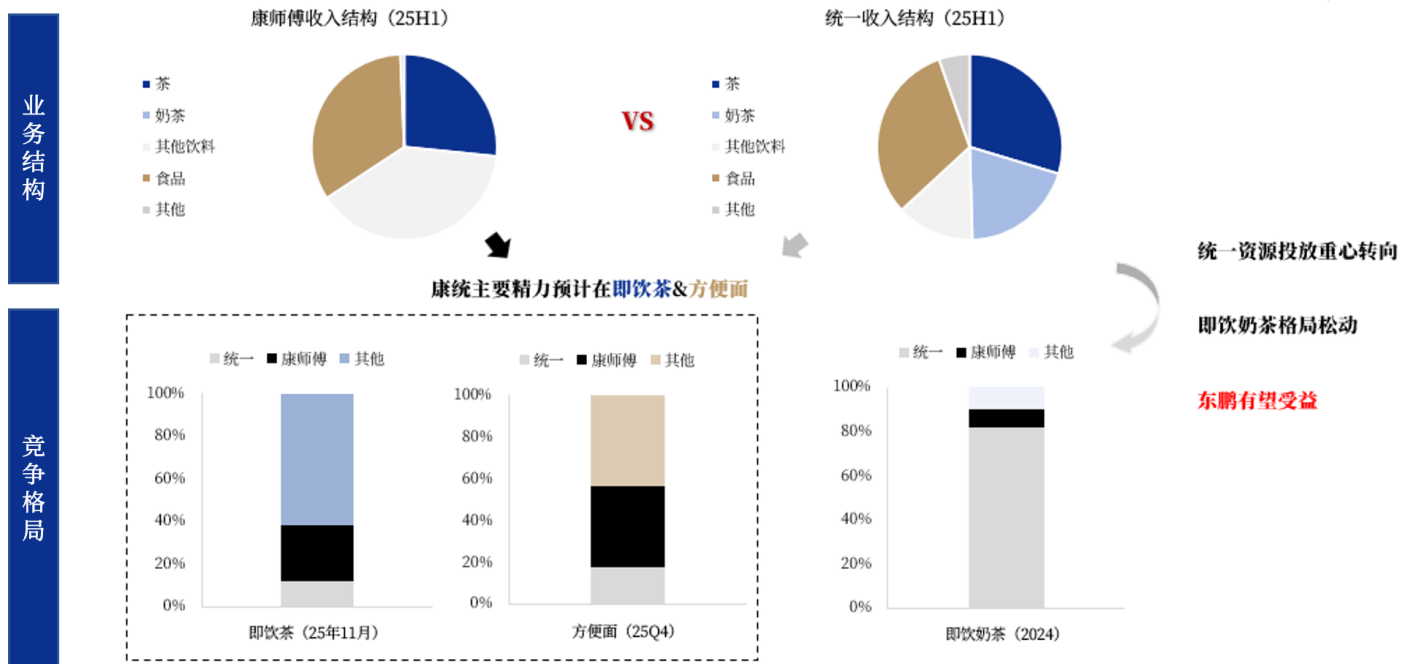
统一 2026 年或重点聚焦面与含糖茶，奶茶竞争格局有望利好东鹏。康师傅 2026 年更换总经理，我们判断其主要精力将放在方便面与即饮茶二大核心业务；与之对应，统一战略重点或将倾向于守住基本盘（方便面&即饮茶），在即饮奶茶市场投入的资源或有限；若这一逻辑兑现，考虑到统一在即饮奶茶品类市占率超 80%，东鹏饮料有望受益。

图6：东鹏港式奶茶 VS 统一阿萨姆



资料来源：东鹏饮料集团视频号，统一阿萨姆天猫旗舰店，中国银河证券研究院
备注：东鹏免费乐享后价格按照 20%综合中奖率计算

图7：统一或聚焦面与含糖茶，奶茶竞争格局有望利好东鹏



资料来源：统一企业中国、康师傅控股公司公告，马上赢情报站，中国银河证券研究院

（二）“焙好茶”：主打性价比+差异化口味，有望享受无糖茶品类增量红利

东鹏“焙好茶”主打性价比+差异化口味。1) 性价比优势明显，焙好茶 3元/500ml，定价明显低于三得利等主流竞品 5元，并且有扫码抽奖活动，第二瓶优惠 0.3~2元。2) 口味具备差异化，一方面焙茶工艺可褪去涩味激发茶香，与市场主流竞品明显不同；另一方面焙好茶口味具备明显特色，“茉莉乌龙”是茉莉花茶+乌龙茶复合口味，迎合当前消费者口味多样化的趋势，“凤凰单枞”则属于乌龙茶中的特色品种，与市面主流普通乌龙茶有所区别。

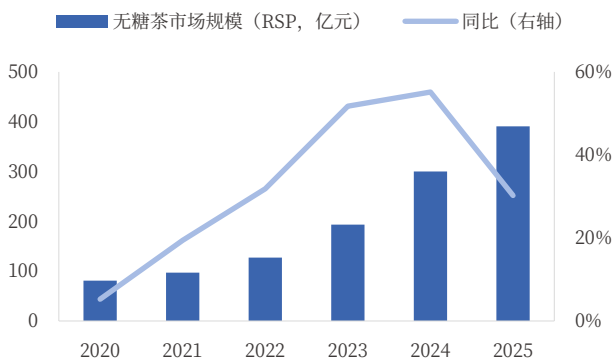
无糖茶仍属于增量市场，东鹏“焙好茶”有望受益。根据欧睿口径，2025年无糖茶行业销售额同比+30%，仍然保持较快增长，但发展趋势已发生新变化：1) 口味多样化，从茉莉花茶、乌龙茶与绿茶等单一口味逐渐升级为金桂乌龙、茉莉乌龙等；2) 下沉市场快速增长，目前下沉市场无糖茶品类渗透率较低（约 20%），未来仍有较大提升空间。我们认为东鹏饮料有望凭借产品优势+渠道优势享受无糖茶品类增量红利，在高线市场实现份额提升，在下沉市场则抢占增量。

图8：东鹏“焙好茶”VS三得利乌龙茶



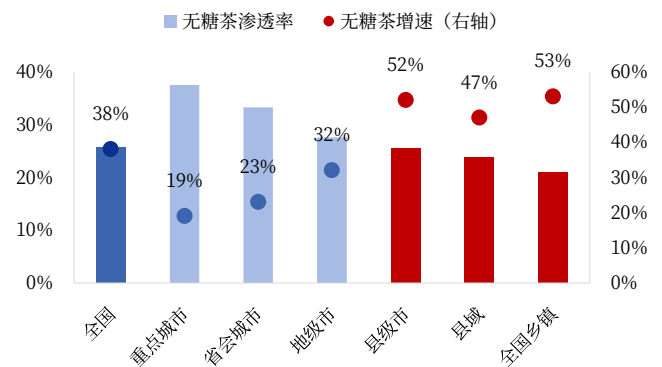
资料来源：东鹏官方公众号，三得利食品天猫旗舰店，中国银河证券研究院

图9：无糖茶行业仍保持较快增长



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图10：2025H1 下沉市场成为无糖茶行业增长的主要来源



资料来源：尼尔森，中国银河证券研究院

四、毛利率：内部与外部等多个因素共振下仍有提升空间

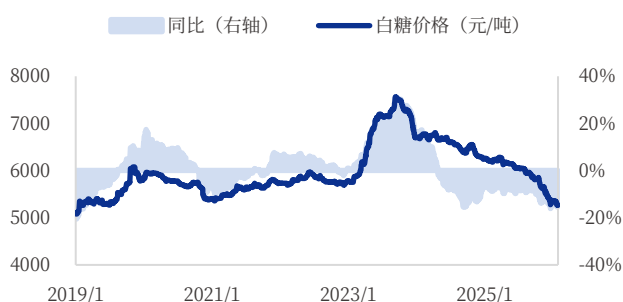
(一) 2026 年核心原材料价格仍有望回落

白糖和瓶胚为东鹏最核心的原材料（2020 年采购金额占成本 50%），二者价格 2026 年有望延续下行趋势，**成本红利有望推动毛利率提升 0.5~1pct。**

白砂糖：2026 年 1 月白糖均价同比回落超 10%，参考农业农村部预测，预计 2026 年在海外食糖产量维持高位、国内持续增产的催化下，白糖成本有望个位数下降。

PET 瓶：2026 年 1 月 PET 瓶片均价同比回落 2%，据中国化学纤维工业协会，2026 年国内聚酯瓶片行业仍供过于求，我们判断 2026 年 PET 成本有望延续低位震荡。

图11：2026 年白糖价格有望持续回落



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图12：2026 年 PET 瓶片价格有望低位震荡



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 新品放量带来的规模效应将支撑毛利率持续爬坡

补水啦与果之茶快速放量，规模效应下单品毛利率持续爬坡，**有望推动整体毛利率提升 0.1~0.4pct。**

补水啦：1) 2023 至 2024 年，补水啦收入由 4 亿元增至 15 亿元（毛利率+3.3pct）；24Q1-3 至 25Q1-3，补水啦收入由 12 亿增长至 28 亿元（毛利率+3.5pcts）。2) 假设 2026 年补水啦收入实现约 50% 的增长、毛利率进一步提升至 39.2%，其他产品的增长参见我们的盈利预测，则公司毛利率有望提升 0.1~0.4pct。

果之茶：参考补水啦的经验，我们认为 2026 年果之茶随着收入规模增长，其毛利率亦有望同步提升；并且敏感性分析结果显示，虽然果之茶毛利率低于公司整体，但是其快速增长并不会导致公司毛利率承压。

图13：补水啦收入增速与毛利率变动对公司毛利率影响敏感性分析

2026年 补水啦 收入增速	2026年补水啦毛利率									
	35.2%	36.2%	37.2%	38.2%	39.2%	40.2%	41.2%	42.2%	43.2%	
30%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	
35%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	
40%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	
45%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	0.9%	
50%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	
55%	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	
60%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	
65%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	
70%	-0.9%	-0.7%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

备注：表格中数值代表 2026 年公司毛利率预计提升幅度

图14：果之茶收入增速与毛利率变动对公司毛利率影响敏感性分析

2026年 果之茶 收入增速	2026年果之茶毛利率									
	25.0%	26.0%	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%	31.0%	32.0%	33.0%	
0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
25%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
50%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
75%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
100%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
125%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
150%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
175%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
200%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

备注：数值代表 2026 年公司毛利率预计提升幅度，此处提升预计由补水啦带动

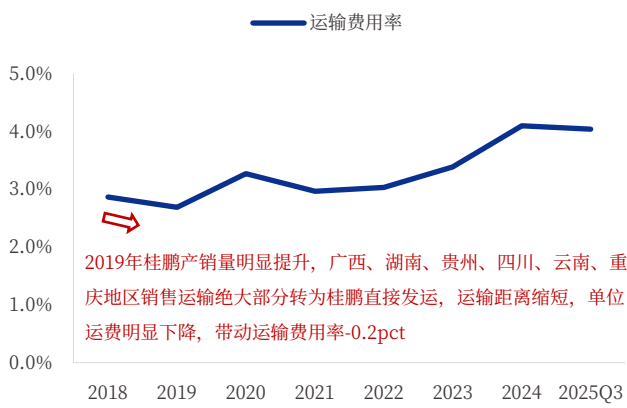
(三) 天津基地投产有望降低北方运输成本

2026 年公司天津基地投产，有望满足北方市场需求，通过缩短运输半径降低运输成本，**推动毛利率提升 0.4pct。**

天津生产基地为东鹏全国第 10 个、北方首个生产基地：1) 区位方面，相较原先最近的安徽基地，将有效缩短向对北方市场的运输半径；2) 产能方面，完工后设计年产能约 116 万吨，预计年产能达到 10 亿瓶东鹏特饮，对应收入超 30 亿元，可基本覆盖当前华北市场需求。

新基地预计 26Q1 完工，有望降低运输成本，推动公司毛利率提升约 0.4pct。具体测算如下：
1) 25Q1-3 华北市场收入占广东省外收入 20%，保守假设华北市场的运费占公司整体运费比重也为 20%；2) 假设天津基地通过缩短运输半径可减少 50% 的运输费用。

图15: 东鹏饮料运输费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

备注：2021 年会计准则调整，将运输费重分类至营业成本

图16: 东鹏生产基地布局情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

备注：设计产能与实际产量为截至 2025 年 9 月 30 日数据

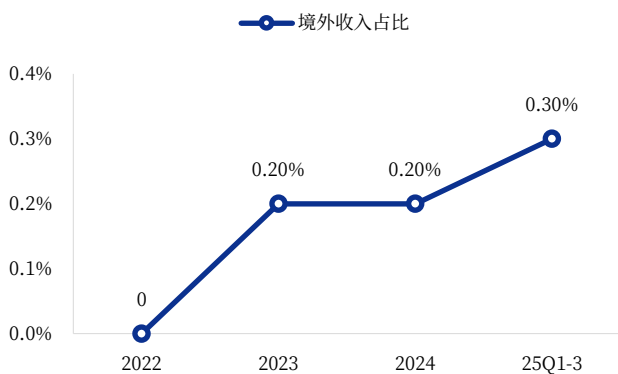
五、海外市场：重点布局东南亚，26Q1 印尼布局加速

（一）重点布局东南亚地区，预计 2030 年收入约 30 亿元

覆盖 20 余个国家与地区，东南亚地区为重点市场。东鹏 2022 年开始布局海外市场，截至 2025 年前三季度境外收入占比约 0.3%（约 5000 万元），覆盖 20 余个国家与地区，包括东南亚、中东、蒙古、韩国与美国等，其中东南亚为公司重点布局区域，目前已经在越南与马来西亚设立分公司，在印尼建设生产基地。

预计东南亚市场远期收入空间约 30 亿元人民币。2024 年东南亚 9 国能量饮料市场近 300 亿元人民币（下同），预计 2030 年将增至 420 亿元，我们测算东鹏综合市占率有望达到 10%，对应终端销售额约 42 亿元；若假设公司产品加价率约 60%，则对应公司在东南亚收入有望达到 25 亿元。

图17：东鹏饮料境外收入占比持续提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：公司东南亚终端销售额测算

国家	2024RSP (亿元)	2024-2030CAGR 预测	2030RSP (亿元)	东鹏市占率假设	东鹏RSP假设 (亿元)
越南	106	7%	159	10%	16
马来西亚	5	3%	6	15%	1
印度尼西亚	18	9%	30	30%	9
柬埔寨	59	8%	94	10%	9
菲律宾	26	2%	29	0%	0
缅甸	26	6%	37	15%	6
老挝	4	1%	4	15%	1
泰国	54	1%	57	0%	0
新加坡	3	1%	3	5%	0
合计	301	6%	420	10%	42

资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

（二）26Q1 印尼布局加速，关注收入放量节奏

印度尼西亚：公司 2026 年 1 月与三林集团签署战略合作协议，在印尼共同成立合资公司，总投资金额约 3 亿美元，未来 5 年合作具备排他性；三林集团是印尼本土知名快消品企业，旗下公司包括印尼最大的综合食品企业 Indofood（2024 年收入约 480 亿元，其中饮料收入约 7 亿元）、印尼最大的连锁便利店 Indomaret（2024 年门店数量超 2.2 万家）。我们认为东鹏有望借助三林的资源在印尼加速完成产能建设与产品资质认证，并通过三林分销渠道资源实现快速铺货。

马来西亚：公司 25Q2 正式进驻马来西亚，对营销活动、产品包装、口味等进行本地化设计；与大昌华嘉（DKSH）建立合作伙伴关系，当前已入驻连锁迷你超市、综合商超多个渠道，包括 99 Speedmart、KK Mart、Mr. DIY、AEON、Village Grocer 等。

越南：公司积极参与行业展会，开展社区活动、本土赞助等持续提高品牌影响力；2025 年 9 月越南 DC 仓（位于越南南部枢纽地区）正式启用，以越南为支点辐射周边，本土化供应链的建设进一步优化有望带动东南亚业务提速增长。

图19: 三林集团在印尼拥有丰富渠道资源, 东鹏印尼收入有望放量



资料来源: 三林集团、Indofood 官网, 欧睿, 新营销, 中国银河证券研究院

图20: 东鹏产品进入马来西亚多个重要渠道



资料来源: 东鹏官方视频号, 东鹏 Instagram, 中国银河证券研究院

六、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

1. 收入预测

预计 2025~2027 年收入分别为 211/271/330 亿元，分别同比+33%/28%/22%，具体拆分来看：1) 能量饮料，考虑到东鹏特饮铺市率与单店卖力仍有提升空间，预计 2025~2027 年收入同比+19%/14%/10%；2) 电解质饮料，考虑到功能饮料行业有望持续扩容，以及补水啦铺市率仍有提升空间，预计 2025~2027 年收入同比+130%/50%/30%；3) 其他饮料，考虑到公司平台化能力持续验证，果之茶与奶茶、无糖茶新品有望放量，预计 2025~2027 年收入同比+73%/109%/64%；4) 海外市场，东鹏 2025~2027 年加速布局东南亚，有望实现 0.5/1.5/3 亿元收入。

表1: 东鹏饮料收入拆分与预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11263	15839	21108	27085	32964
YoY	32%	41%	33%	28%	22%
能量饮料 (百万元)	10336	13304	15831	18048	19852
YoY	26%	29%	19%	14%	10%
电解质饮料 (百万元)	393	1495	3439	5158	6705
YoY	-	280%	130%	50%	30%
其他饮料 (百万元)	504	1023	1771	3709	6083
YoY	58%	103%	73%	109%	64%
其他业务收入 (百万元)	11	17	17	17	17
YoY	-24%	60%	0%	0%	0%
海外收入 (百万元)	-	-	51	153	306
YoY	-	-	-	200%	100%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 成本与费用预测

毛利率: 白糖等部分原料成本回落有望带来成本红利；新品放量后规模效应将支撑盈利能力提升；天津基地投产有望降低北方运输成本；综上所述，预计毛利率有望提升，2025~2027 年分别为 46.2%/46.5%/46.5%。

费用率: 公司未来 3~5 年将积极投放冰柜推动铺货&单店质量提升，预计费投力度有所加大，但费用投放亦将带来销售规模同步提升，因此整体费用率预计相对稳定，预计 2025~2027 年销售费用率分别为 17.7%/17.7%/17.6%；管理费用率分别为 2.7%/2.6%/2.5%。

综上所述，预计 2025~2027 年收入分别为 211/271/330 亿元，分别同比+33%/28%/22%；归母净利润分别为 45/59/73 亿元，分别同比+37%/30%/23%。

表2: 东鹏饮料毛利率、净利率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	43.1%	44.8%	46.2%	46.5%	46.5%
销售费用率	17.4%	16.9%	17.7%	17.7%	17.6%
管理费用率	3.3%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
归母净利润率	18.1%	21.0%	21.5%	21.8%	22.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 估值: 当前调整充分, 具备安全边际

横向来看, 东鹏饮料 A 股 PE 约 25X, 低于可比公司均值 32X。根据品类与商业模式的相似度, 我们选取农夫山泉、Monster (美国能量饮料头部企业)、CELSIUS (美国能量饮料头部企业) 作为可比公司, 上述三家公司 2026 年 PE 的平均值为 32X, 明显高于东鹏饮料 A 股。

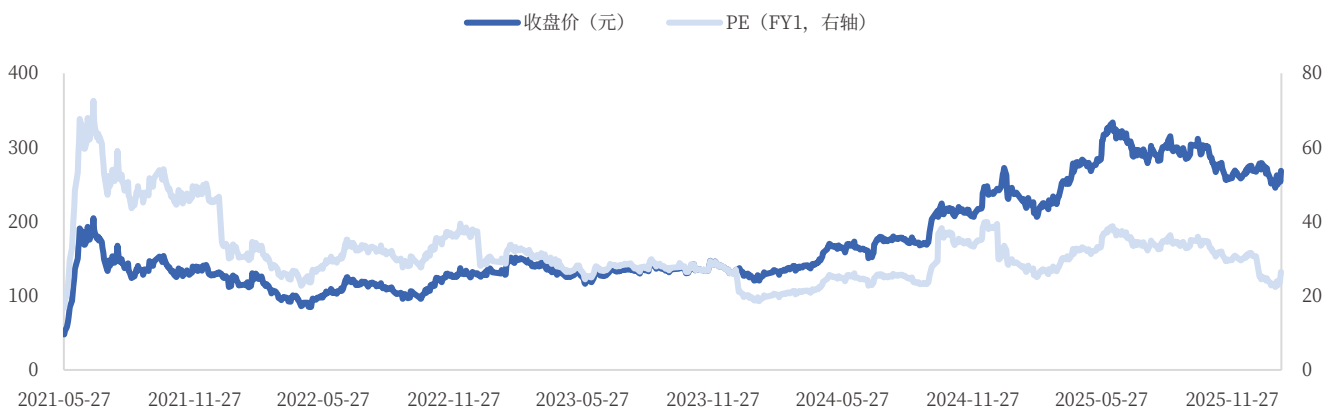
纵向来看, 东鹏饮料 A 股 PE 亦处于上市以来的较低分位数水平。当前东鹏饮料 A 股 PE (FY1) 约 25X、PEG 约 1X, 处于上市以来 22%/58%分位点, 安全边际较高, 我们判断未来基本面改善将带动 A 股估值修复。

表3: 东鹏饮料 A 股与可比公司估值 (2026 年 2 月 21 日)

PE	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
农夫山泉	38.1	29.2	31.8	27.6	24.4
Monster	36.8	33.9	42.5	37.2	33.0
Celsius	69.4	57.6	60.5	31.3	24.2
均值	48.1	40.2	44.9	32.0	27.2
东鹏饮料 (A 股)	72.8	44.6	32.6	25.1	20.4

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

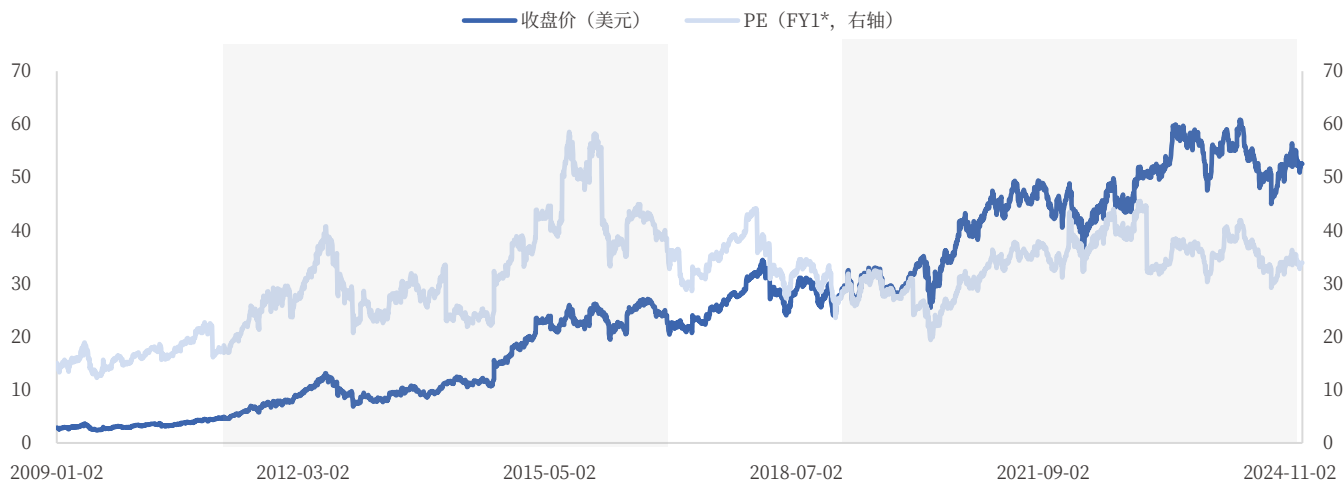
图21: 东鹏饮料 A 股收盘价与 PE (FY1)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

对标 Monster，品类扩张+出海阶段 PE 均值约 34X。1) 2011Q2-2016Q4：公司品类扩张加速，推出多个能量饮料+新品，推动收入提速+盈利能力改善，期间收入与净利润 CAGR 约 15%/22%，PE (FY1) 范围 21~59X，均值约 34X；2) 2019Q1-2024Q4：公司再次进行品类扩张，布局运动饮料等新品，但部分新品毛利率较低叠加主业竞争趋紧，导致公司盈利能力有所承压，期间收入与净利润 CAGR 分别约 12%/7%，但估值仍然保持韧性，若剔除疫情扰动等因素，PE(FY1)范围 22~46X，均值约 34X。

图22: Monster 股价与 PE (FY1) 变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

备注: 公司 PE (FY1*) 由当日市值/当年净利润计算得到

(三) 投资建议

预计 2025~2027 年收入分别同比+33%/28%/22%，归母净利润分别同比+37%/30%/23%，当前股价对应 PE 分别为 33/25/20X。我们认为公司能量饮料主业增速短期企稳改善，奶茶与无糖茶新品亦有望在旺季形成催化，当前估值具备一定安全边际、低于可比公司平均水平，**维持“推荐”评级。**

七、风险提示

行业竞争进一步加剧的风险；新品旺季表现不及预期的风险；食品安全风险。

图表目录

图 1: 东鹏饮料 (A 股) 股价变化趋势	3
图 2: 东鹏饮料能量饮料单季度收入与增速	4
图 3: 2025Q4 公司能量饮料终端动销实现环比改善	4
图 4: 广东省外主要消费人群的人均消费水平仍有较大提升空间	4
图 5: 国内新蓝领人数持续增加 (外卖骑手、滴滴司机与快递员等)	4
图 6: 东鹏港式奶茶 VS 统一阿萨姆	5
图 7: 统一或聚焦面与含糖茶, 奶茶竞争格局有望利好东鹏	5
图 8: 东鹏 “焙好茶” VS 三得利乌龙茶	6
图 9: 无糖茶行业仍保持较快增长	6
图 10: 2025H1 下沉市场成为无糖茶行业增长的主要来源	6
图 11: 2026 年白糖价格有望持续回落	7
图 12: 2026 年 PET 瓶片价格有望低位震荡	7
图 13: 补水啦收入增速与毛利率变动对公司毛利率影响敏感性分析	7
图 14: 果之茶收入增速与毛利率变动对公司毛利率影响敏感性分析	7
图 15: 东鹏饮料运输费用率	8
图 16: 东鹏生产基地布局情况	8
图 17: 东鹏饮料境外收入占比持续提升	9
图 18: 公司东南亚终端销售额测算	9
图 19: 三林集团在印尼拥有丰富渠道资源, 东鹏印尼收入有望放量	10
图 20: 东鹏产品进入马来西亚多个重要渠道	10
图 21: 东鹏饮料 A 股收盘价与 PE (FY1)	12
图 22: Monster 股价与 PE (FY1) 变化趋势	13
表 1: 东鹏饮料收入拆分与预测	11
表 2: 东鹏饮料毛利率、净利率预测	12
表 3: 东鹏饮料 A 股与可比公司估值 (2026 年 2 月 21 日)	12

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,706	16,249	25,384	35,806
现金	5,653	6,517	13,751	22,247
应收账款	81	62	80	97
其它应收款	28	40	52	63
预付账款	227	396	364	505
存货	1,068	925	1,180	1,436
其他	5,648	8,308	9,958	11,458
非流动资产	9,971	10,601	10,770	10,892
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,670	3,817	3,895	3,910
无形资产	746	865	945	1,023
其他	5,555	5,919	5,930	5,959
资产总计	22,676	26,850	36,155	46,699
流动负债	14,845	17,090	20,480	23,754
短期借款	6,551	8,551	9,551	10,551
应付账款	1,255	1,427	1,908	2,273
其他	7,038	7,112	9,021	10,929
非流动负债	140	143	143	143
长期借款	0	0	0	0
其他	140	143	143	143
负债总计	14,985	17,233	20,623	23,897
少数股东权益	4	4	4	4
归属母公司股东权益	7,688	9,613	15,528	22,798
负债和股东权益	22,676	26,850	36,155	46,699

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,789	4,487	7,946	9,225
净利润	3,326	4,547	5,914	7,271
折旧摊销	359	480	523	569
财务费用	-120	153	183	203
投资损失	-95	-127	-163	-165
营运资金变动	2,451	-276	1,639	1,347
其他	-132	-291	-150	0
投资活动现金流	-6,875	-2,855	-1,530	-1,526
资本支出	-1,684	-635	-592	-591
长期投资	-5,383	-1,100	-1,100	-1,100
其他	192	-1,120	163	165
筹资活动现金流	1,507	-772	817	797
短期借款	3,556	2,000	1,000	1,000
长期借款	-220	0	0	0
其他	-1,828	-2,772	-183	-203
现金净增加额	453	865	7,233	8,496

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,839	21,108	27,085	32,964
营业成本	8,742	11,353	14,481	17,630
税金及附加	160	213	274	333
销售费用	2,681	3,736	4,794	5,802
管理费用	426	559	704	824
研发费用	63	84	108	165
财务费用	-191	-130	-143	-485
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	33	100	150	0
投资收益及其他	153	222	284	280
营业利润	4,145	5,614	7,301	8,976
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	40	0	0	0
利润总额	4,107	5,614	7,301	8,976
所得税	781	1,067	1,387	1,705
净利润	3,326	4,547	5,914	7,271
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,327	4,547	5,914	7,271
EBITDA	4,185	5,964	7,681	9,060
EPS (元)	5.93	8.11	10.54	12.96

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	40.6%	33.3%	28.3%	21.7%
营业利润增长率	60.1%	35.4%	30.1%	22.9%
归母净利润增长率	63.1%	36.7%	30.1%	22.9%
毛利率	44.8%	46.2%	46.5%	46.5%
净利率	21.0%	21.5%	21.8%	22.1%
ROE	43.3%	47.3%	38.1%	31.9%
ROIC	21.6%	24.3%	23.0%	20.6%
资产负债率	66.1%	64.2%	57.0%	51.2%
净资产负债率	13.0%	22.2%	-26.4%	-50.9%
流动比率	0.86	0.95	1.24	1.51
速动比率	0.72	0.74	1.03	1.29
总资产周转率	0.85	0.85	0.86	0.80
应收账款周转率	214.52	294.00	380.92	372.08
应付账款周转率	8.17	8.47	8.69	8.43
每股收益	5.93	8.11	10.54	12.96
每股经营现金流	10.32	8.00	14.17	16.45
每股净资产	13.71	17.14	27.68	40.65
P/E	44.65	32.66	25.11	20.43
P/B	19.32	15.45	9.57	6.51
EV/EBITDA	31.12	29.41	22.03	17.85
PS	9.38	7.04	5.48	4.51

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn