

延续高质量增长，期待旺季表现

东鹏饮料(605499)

评级:	买入	股票代码:	605499
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	336.11/188.01
目标价格:		总市值(亿)	1,128.23
最新收盘价:	200.65	自由流通市值(亿)	1,014.73
		自由流通股数(百万)	520.01

事件概述

25FY 实现营收 208.8 亿元，同比+31.8%；归母净利润 44.2 亿元，同比+32.7%。26Q1 公司实现营收 58.9 亿元，同比+21.5%；归母净利润 12.6 亿元，同比+28.3%。25 年符合市场预期，26Q1 符合下修后市场预期。

分析判断:

▶ 能量饮料环比加速，电解质饮料受产能限制降速，新品海岛椰放量

25FY 能量饮料/电解质饮料/其他饮料分别实现收入 156.0/32.7/19.9 亿元，分别同比+17.3%/+119.0%/+94.1%，能量饮料量价分别同比+19.2%/-1.6%，电解质饮料量价分别同比+121.9%/-1.3%，呈现量增价降的量贩趋势。25FY 经销商/重客/线上分别实现收入 178.7/23.6/6.2 亿元，同比+31.3%/+35.5%/+40.2%，全渠道均衡高增。

26Q1 能量饮料/电解质饮料/其他饮料分别实现收入 44.1/6.5/8.3 亿元，分别同比+13.1%/+13.2%/+120.4%。我们判断能量饮料环比加速主因春节旺季高势能网点渠道动作有效推动动销，数字化+单点卖力持续提升竞争优势；电解质饮料环比降速主因：1) 期间口味上新导致产能紧张；2) 2 月发货时间较短+公司主动降低渠道库存；其他饮料同比翻倍以上增长，我们判断新品海岛椰受益于春节礼盒热销是主要贡献来源。分区域看，26Q1 华南/华中/华东/华西/华北分别实现收入 14.1/13.7/10.5/9.7/9.2 亿元，同比+3.0%/+17.8%/+42.1%/+19.2%/+43.6%；华南大本营基数已高仍保持正增长，华东华北表现突出，全国化扩张成效显著，新兴市场增速亮眼。

▶ 套保锁定成本+结构优化，毛利率逆势提升，费用前置投入为旺季蓄力

25FY 毛利率 44.9%，同比+0.1pct，其中能量饮料/电解质饮料/其他饮料毛利率分别 50.8%/34.8%/15.5%，分别同比+2.5/+5.1/-6.7pct，能量饮料毛利率提升我们判断主因成本端优化；电解质饮料规模效应下毛利率大幅提升；其他饮料毛利率下行主因新品推广初期定价策略及产能爬坡阶段成本较高。

26Q1 毛利率 46.9%，同比+2.4pct，在原材料价格受油价上涨传导的背景下逆势提升，远超市场预期。我们判断主因：1) 25 年末开展的套保业务有效规避了因油价上涨导致副产品原材料价格暴涨的风险；2) 其他饮料收入同比高增(+120.4%)带来的规模效应摊薄固定成本；3) 高毛利能量饮料占比维持高位。

25FY 销售/管理/研发/财务费用率分别 16.3%/2.8%/0.3%/-0.5%，同比-0.6/+0.1/-0.1/+0.7pct；净利率 21.2%，同比+0.1pct，盈利能力保持稳定。26Q1 税金/销售/管理/研发/财务费用率分别 0.9%/17.4%/2.8%/0.3%/0.2%，分别同比-0.0/+0.7/+0.3/+0.0/+0.6pct。期间费用率同比+1.6pct。我们判断销售费用率上行主因春节旺季费用投入增加+冰柜投放前置；管理费用率小幅上升属正常经营波动；财务费用率上行主因汇率波动导致汇兑损失增加。26Q1 净利率 21.4%，同比+1.1pct，毛利率大幅提升是核心驱动，费用端前置投入部分抵消了毛利率改善效果。展望未来，我们判断随着套保机制持续运作+电解质/其他饮料规模效应进一步释放，全年毛利率有望维持较高水平；费用端前置投入为旺季蓄力，全年费用率可控。

▶ 数字化+单点卖力构筑核心壁垒，出海+平台化打开长期空间

公司持续推进核心数字化+单点卖力提升战略，区别于传统大流通模式，核心市场全部采用自有业务人员，考核机制精细、资源快速落地，渠道利润和人员激励合理，两广大本营在高基数下仍保持增长。2026 年延续全年收入目标不低于 20%增长指引，我们判断能量饮料基本盘受数字化驱动稳健增长，电解质饮料产能瓶颈缓解后有望恢复高增，新品海岛椰持续放量带来增量贡献。关注出海战略+平台化补充产品结构，提升组合效率，长期看好公司作为功能饮料龙头的成长空间。

投资建议

根据年报一季报调整盈利预测，26-27 年营业收入由 261/316 亿元下调至 253/294 亿元，新增 28 年收入 329 亿元；26-27 年归母净利由 58.1/71.3 亿元下调至 53.4/62.9 亿元，新增 28 年归母净利润 71 亿元；26-27 年 EPS 由 11.2/13.7 元下调至 9.46/11.13 元，新增 28 年 EPS 12.51 元，2026 年 5 月 6 日收盘价 200.65 元对应 PE 21/18/16 倍。维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；原材料价格大幅上涨；竞争加剧影响收入业绩；新品销售不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,839	20,875	25,286	29,374	32,853
YoY (%)	40.6%	31.8%	21.1%	16.2%	11.8%
归母净利润(百万元)	3,327	4,415	5,341	6,288	7,066
YoY (%)	63.1%	32.7%	21.0%	17.7%	12.4%
毛利率 (%)	44.8%	44.9%	45.3%	45.5%	45.7%
每股收益 (元)	6.40	8.49	9.46	11.13	12.51
ROE	43.3%	46.9%	25.3%	27.3%	28.6%
市盈率	31	24	21	18	16

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,875	25,286	29,374	32,853	净利润	4,414	5,341	6,288	7,066
YoY (%)	31.8%	21.1%	16.2%	11.8%	折旧和摊销	496	773	868	936
营业成本	11,501	13,842	15,996	17,833	营运资金变动	1,922	508	521	652
营业税金及附加	219	228	264	296	经营活动现金流	6,174	6,610	7,667	8,643
销售费用	3,405	4,096	4,994	5,585	资本开支	-2,262	-2,385	-2,125	-1,625
管理费用	577	632	749	821	投资	-2,095	-230	-230	-230
财务费用	-100	-96	-407	-435	投资活动现金流	-4,102	-2,515	-2,255	-1,755
研发费用	66	63	73	76	股权募资	0	9,767	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	72	0	0	0
投资收益	124	100	100	100	筹资活动现金流	-2,648	6,298	-4,480	-5,440
营业利润	5,602	6,691	7,875	8,848	现金净流量	-587	10,382	933	1,449
营业外收支	-18	-15	-15	-15	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	5,584	6,676	7,860	8,833	成长能力				
所得税	1,170	1,335	1,572	1,767	营业收入增长率	31.8%	21.1%	16.2%	11.8%
净利润	4,414	5,341	6,288	7,066	净利润增长率	32.7%	21.0%	17.7%	12.4%
归属于母公司净利润	4,415	5,341	6,288	7,066	盈利能力				
YoY (%)	32.7%	21.0%	17.7%	12.4%	毛利率	44.9%	45.3%	45.5%	45.7%
每股收益	8.49	9.46	11.13	12.51	净利率	21.2%	21.1%	21.4%	21.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	17.9%	16.2%	15.5%	16.4%
货币资金	5,680	16,062	16,995	18,443	净资产收益率 ROE	46.9%	25.3%	27.3%	28.6%
预付款项	335	374	416	446	偿债能力				
存货	657	846	933	991	流动比率	0.92	1.52	1.55	1.61
其他流动资产	8,716	9,682	10,328	10,516	速动比率	0.72	1.32	1.34	1.41
流动资产合计	15,387	26,964	28,671	30,396	现金比率	0.34	0.91	0.92	0.97
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	64.7%	46.3%	45.2%	44.0%
固定资产	4,947	6,605	7,912	8,714	经营效率				
无形资产	1,058	1,195	1,303	1,251	总资产周转率	0.85	0.77	0.72	0.76
非流动资产合计	11,333	12,360	13,332	13,736	每股指标 (元)				
资产合计	26,721	39,324	42,004	44,132	每股收益	8.49	9.46	11.13	12.51
短期借款	6,630	6,630	6,630	6,630	每股净资产	18.12	37.40	40.73	43.75
应付账款及票据	1,289	1,230	1,244	1,238	每股经营现金流	11.87	11.70	13.58	15.30
其他流动负债	8,891	9,851	10,634	11,067	每股股利	5.00	6.00	7.80	9.50
流动负债合计	16,810	17,712	18,508	18,936	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	23.63	21.22	18.02	16.04
其他长期负债	487	487	487	487	PB	14.76	5.36	4.93	4.59
非流动负债合计	487	487	487	487					
负债合计	17,297	18,199	18,995	19,423					
股本	520	558	558	558					
少数股东权益	3	3	3	3					
股东权益合计	9,424	21,126	23,009	24,709					
负债和股东权益合计	26,721	39,324	42,004	44,132					

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。