

H 股发行更近一步，重申三大逻辑

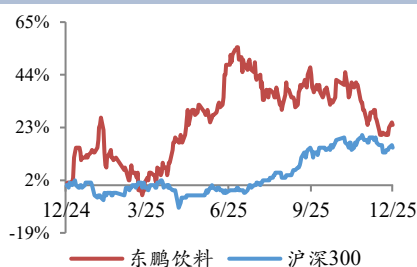
——东鹏饮料事件点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-12-02

收盘价（元）	266.09
近 12 个月最高/最低（元）	338.92/208.80
总股本（百万股）	520
流通股本（百万股）	520
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,384
流通市值（亿元）	1,384

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：韦香怡

执业证书号：S0010525060001

邮箱：weixiangyi@hazq.com

相关报告

- 1.【华安食饮&消费】东鹏饮料 25Q3：特饮增长+第二第三曲线惊艳爆发 2025-10-27
- 2.东鹏饮料 25Q2：蓄力充足+补水啦超预期+平台初现 2025-07-29
- 3.【华安食饮&消费】东鹏饮料 25Q2 预告：动销快于收入+新品强势+平台初现 2025-07-14

主要观点：

● 公司 11.30 日最新公告收到港股发行备案通知书：

- 公司于近日收到中国证监会出具的《关于东鹏饮料（集团）股份有限公司境外发行上市备案通知书》；
- 备案通知书主要内容包括公司拟发行不超过 6644.6 万股境外上市普通股并在香港联合交易所上市等。

● 港股发行更近一步，意义重大

- 摊薄比例有限解除市场过分担忧。本次 H 股拟发行不超过 6644.6 万股，以上限计约占发行后 A+H 总股本的 11.3%（实际摊薄比例预计更低），大幅解除市场此前对 H 股摊薄比例的担忧压制。
- 国际化战略启航有望实质性加速。本次 H 股所募资金拟用于海外产能布局推进、供应链&渠道建设与优化、品牌营销打造等实质性落地工作，有望看到公司出海战略加速落地。

● 25Q3 增长强势，第二第三曲线惊艳接力

- 结合最新业绩表现：25Q3 补水啦大超预期+其它新品明显爆发。① 补水啦 25Q1-3 收入 28.5 亿，稳健预计全年触达 30-35 亿，对标脉动 60 亿体量，我们认为 26 年补水啦有望跻身运动饮料一线阵营。
- ② 其它新品亦有翻倍爆发：果汁茶首年表现强势、港式奶茶双 11 期间重磅上市并有全国化准备，补水啦及待爆新品阵营丰富，大咖、海岛椰、上茶等稳步推进，不断印证公司平台化能力。
- 近期股价回调一定意义上源于对主业能饮短期增速的担忧：25Q3 主业能饮+15%(Q2+18.8%)，拆分得出单季增速略有下降核心来自广东广西市场相对放缓（+2.1/7.6%），外埠市场增速表现极其亮眼，基本为+30%以上增速。我们提示低估时期关注公司未来积极变化：① 产品端公司仍有多规格、多口味 sku 预计发力下一增长极；② 渠道端当前库存低位、网点开拓及冰冻建设有序推进；③ 组织端公司新将本部架构设五大战区，每一战区各自冲击百亿目标，剑指蓄力未来 500 亿成长空间。

● **投资建议：当前估值触达近年低点，重申“买入”**

➤ **我们观点：**公司具全国化+平台化+国际化三大长期成长逻辑，当前 H 股发行稳步推进，预示特饮将有创新和海外双重突破+特饮之外品类拓展不断，三大逻辑下的高成长性具充分看点。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营业收入 215.2/270.1/331.3 亿元，同比增长 35.9%/25.5%/22.7%；归母净利润 46.2/58.3/73.3 亿元，同比增长 38.9%/26.3%/25.7%。当前股价对应 PE 分别为 30/24/19 倍（考虑到近期 A 股企业登陆 H 股实际发行时基本存在一定折价，假设以 9 折测算，公司对应 26 年 H 股估值仅 22x，为近年相对低位），展望 26 年，重申“买入”评级。

● **风险提示：**

需求不及预期，新品拓展不及预期，出海不及预期，原材料成本超预期上涨。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15839	21521	27005	33131
收入同比（%）	40.6%	35.9%	25.5%	22.7%
归属母公司净利润	3327	4620	5834	7333
净利润同比（%）	63.1%	38.9%	26.3%	25.7%
毛利率（%）	44.8%	45.5%	45.6%	46.0%
ROE（%）	43.3%	42.2%	38.5%	35.9%
每股收益（元）	6.40	8.88	11.22	14.10
P/E	38.85	29.95	23.72	18.87
P/B	16.81	12.64	9.14	6.78
EV/EBITDA	31.12	22.63	17.16	13.19

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12706	16033	21925	29267	营业收入	15839	21521	27005	33131
现金	5653	7744	13267	20207	营业成本	8742	11736	14695	17898
应收账款	81	127	159	195	营业税金及附加	160	215	270	331
其他应收款	28	43	53	66	销售费用	2681	3604	4483	5467
预付账款	227	255	320	389	管理费用	426	538	635	745
存货	1068	1041	1303	1587	财务费用	-191	-91	-43	-50
其他流动资产	5648	6823	6823	6823	资产减值损失	0	-10	-10	0
非流动资产	9971	10545	11011	11325	公允价值变动收益	33	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	95	192	241	296
固定资产	3670	3915	3987	4003	营业利润	4145	5712	7211	9053
无形资产	746	831	911	901	营业外收入	2	2	2	0
其他非流动资产	5555	5800	6113	6422	营业外支出	40	11	11	0
资产总计	22676	26578	32936	40593	利润总额	4107	5703	7202	9053
流动负债	14845	15475	17640	20027	所得税	781	1084	1368	1720
短期借款	6551	6551	6551	6551	净利润	3326	4620	5834	7333
应付账款	1255	1619	2027	2469	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	7038	7305	9062	11007	归属母公司净利润	3327	4620	5834	7333
非流动负债	140	155	155	155	EBITDA	4185	6067	7676	9461
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	6.40	8.88	11.22	14.10
其他非流动负债	140	155	155	155					
负债合计	14985	15630	17795	20183					
少数股东权益	4	4	4	4					
股本	520	520	520	520					
资本公积	1960	1960	1960	1960					
留存收益	5207	8464	12656	17926					
归属母公司股东权益	7688	10944	15137	20406					
负债和股东权益	22676	26578	32936	40593					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	5789	5350	8059	9616	成长能力				
净利润	3326	4620	5834	7333	营业收入	40.6%	35.9%	25.5%	22.7%
折旧摊销	359	454	517	459	营业利润	60.1%	37.8%	26.2%	25.5%
财务费用	-120	135	135	135	归属于母公司净利润	63.1%	38.9%	26.3%	25.7%
投资损失	-95	-192	-241	-296	获利能力				
营运资金变动	2451	568	1795	1985	毛利率（%）	44.8%	45.5%	45.6%	46.0%
其他经营现金流	743	3818	4058	5348	净利率（%）	21.0%	21.5%	21.6%	22.1%
投资活动现金流	-6875	-1779	-760	-477	ROE（%）	43.3%	42.2%	38.5%	35.9%
资本支出	-1684	-623	-623	-400	ROIC（%）	21.6%	25.8%	26.6%	26.9%
长期投资	-5383	-373	-373	-373	偿债能力				
其他投资现金流	192	-783	237	296	资产负债率（%）	66.1%	58.8%	54.0%	49.7%
筹资活动现金流	1507	-1466	-1777	-2199	净负债比率（%）	194.8%	142.8%	117.5%	98.9%
短期借款	3556	0	0	0	流动比率	0.86	1.04	1.24	1.46
长期借款	-220	0	0	0	速动比率	0.72	0.83	1.04	1.27
普通股增加	120	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-120	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.87	0.91	0.90
其他筹资现金流	-1828	-1466	-1777	-2199	应收账款周转率	214.52	206.83	188.91	187.07
现金净增加额	453	2092	5522	6940	应付账款周转率	8.17	8.17	8.06	7.96

每股指标（元）					估值比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
每股收益	6.40	8.88	11.22	14.10	P/E	38.85	29.95	23.72	18.87
每股经营现金流(摊薄)	11.13	10.29	15.50	18.49	P/B	16.81	12.64	9.14	6.78
每股净资产	14.78	21.05	29.11	39.24	EV/EBITDA	31.12	22.63	17.16	13.19

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：韦香怡，食品饮料行业分析师，5年食品饮料行业研究经验，主要覆盖啤酒、饮料、茶饮等行业。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。