

东鹏饮料 (605499)

证券研究报告

2022年06月20日

东风乘势上，鹏程三万里

东鹏饮料是我国能量饮料行业的龙头企业，近年来通过差异化的产品策略以及全国化的拓张布局实现弯道超车，21年成为我国能量饮料销量第一的企业。我们通过海外对标以及对公司核心竞争力的剖析和未来增长点的判断，认为公司目前正处于良好的市场环境和窗口机遇期，通过公司自身的产品和渠道策略，匹配优秀的团队机制，公司大单品全国化加速推进，量增空间仍大。此外，未来有望通过结构升级和横向扩品等打开公司天花板。我们看好公司未来发展，**公司处于“好行业”，同时具备“好公司”特质，通过自身的战略和团队，能够抓住行业机遇期，最后通过量和价的逻辑，打造“好未来”。**

好行业：我国能量饮料赛道景气度高，龙头诉讼限制或带来行业格局变动窗口期。通过分析美国和泰国能量饮料市场的发展路径，我们认为能量饮料具备几个特征：1) 软饮料细分需求分散崛起，能量饮料具备高景气属性；2) 产品功能性+高消费粘性下，能量饮料格局易守难攻，龙头份额集中；3) 品类多元化是行业二次增长动力来源，龙头品牌寻求对消费群体及消费场景的扩充。受益于消费升级、年轻群体成为消费主力及快节奏高压生活状态，我国能量饮料具备较好的增长基础。同时行业龙头因诉讼限制，使得整体的市场投入放缓，给到公司快速成长抢占份额的关键窗口期。

好公司：大单品全国化放量构建基本盘，战略指向性强，有的放矢。面对行业发展机遇，公司通过差异化的产品策略进行突围，同时通过优秀的团队和良好的激励赋能，叠加信息化系统的加持，使得公司能够快速抓住行业机遇，实现500ML金瓶的全国化快速扩张。战略方面，公司通过差异化大单品战略，抓住核心蓝领消费人群，实现弯道超车。战术方面，以500ML金瓶为抓手，通过给予渠道较高的利润空间，以及广告、冰柜和“壹元乐享”等活动的拉动，实现渠道高ROE。同时在全国化布局中，加大渠道的精耕和多元渠道的布局。团队方面，引入优秀团队，同时辅以较好的激励，使得团队执行力强，全国化布局持续加速。

好未来：核心群体量增空间或达约125亿元，年轻化、多元化将为东鹏打开二次成长空间。我们认为公司未来的空间，一方面来自基本盘的持续挖潜，另一方面来自二次曲线的打造。基本盘方面，经过测算，我们认为公司所针对的蓝领消费群体所带来的业务体量远期或达约125亿元，空间仍然广阔。第二增长曲线方面，参考Monster发展经验，我们认为公司如何打造第二成长曲线，将依赖于量价两方面的助推：1) 量：能量饮料基本盘可通过多元群体、场景及渠道进一步放量，新品向功能性延伸打造新增量；2) 价：产品升级，中国金罐定位高端，品牌升级，进一步实现对于消费力水平更高的年轻群体、白领群体的拓展。

盈利预测与投资建议：展望2022年，一方面，公司白砂糖、PET等原材料价格成本有所上涨，另一方面，公司在全国化建设初期，品牌推广、陈列及冰柜投放、渠道运作等方面投入较大，整体来看全年利润有所承压。我们认为公司正处快速扩张阶段，费用的投放支撑公司品牌力和渠道力的提升，需辩证看待费用投放，同时伴随销售规模放量，规模效应有望显现。预计2022-2024年公司实现营业收入90.93/115.76/145.57亿元，同比增长30.31%/27.31%/25.76%；归母净利润13.88/17.79/22.37亿元，同比增长16.34%/28.18%/25.77%；EPS为3.47/4.45/5.59元/股。采用可比公司估值法，给予公司23年40x PE，对应目标价178元，空间20%+，给予公司“买入”评级。

风险提示：市场竞争；产品结构相对单一；原材料价格波动；疫情对公司经营造成不利影响；空间测算假设条件未成立、市场发展不及预期风险

投资评级

行业	食品饮料/饮料乳品
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	145.73元
目标价格	178元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	76.01
A股总市值(百万元)	58,293.46
流通A股市值(百万元)	11,076.94
每股净资产(元)	9.96
资产负债率(%)	55.53
一年内最高/最低(元)	285.70/111.35

作者

吴文德 分析师
SAC执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

赵婕 联系人
zhaojie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《东鹏饮料-季报点评:全国化建设加速推进，辩证看待费用投放》2022-05-06
- 2 《东鹏饮料-年报点评报告:大单品引领全国化拓张加速，产品矩阵蓄力长期发展》2022-03-01
- 3 《东鹏饮料-季报点评:三季度实现稳健增长，全国化进程加速推进》2021-10-31

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,958.50	6,977.82	9,092.53	11,575.67	14,557.07
增长率(%)	17.81	40.72	30.31	27.31	25.76
EBITDA(百万元)	1,177.49	1,720.66	1,941.37	2,420.50	2,995.37
净利润(百万元)	812.06	1,192.96	1,387.85	1,778.93	2,237.45
增长率(%)	42.32	46.90	16.34	28.18	25.77
EPS(元/股)	2.03	2.98	3.47	4.45	5.59
市盈率(P/E)	71.23	48.49	41.68	32.51	25.85
市净率(P/B)	30.23	13.65	12.03	10.45	8.96
市销率(P/S)	11.67	8.29	6.36	5.00	3.97
EV/EBITDA	0.00	39.87	27.31	21.62	16.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 好行业：海外对标看我国能量饮料赛道高景气和发展机遇	7
1.1. 美国：红牛先发制胜，Monster 后来居上，能量饮料赛道高景气	7
1.1.1. 行业维持高景气态势，消费多元和高压环境推动行业发展	7
1.1.2. 场景营销+差异化竞争+品类多元化是美国行业发展特性	8
1.2. 泰国：高性价比及量增推动行业发展，价增逻辑打开增长空间	9
1.2.1. 本土品牌争相发展，市场频繁易主，渠道和营销或为竞争关键	9
1.2.2. 蓝领群体构成核心受众，品牌积极转型实现二次发展	10
1.3. 中国：海外对标凸显行业高景气属性，量价空间仍具深挖潜力	11
1.3.1. 参考海外成熟市场，能量饮料赛道易守难攻，二次成长依托多元升级	11
1.3.2. 对标海外，我国能量饮料行业具备快速增长基础，量价空间仍具长期潜力	13
1.3.3. 多品牌崛起抢占市场份额，中国红牛诉讼给到众品牌发展窗口期	15
2. 好公司：大单品全国化放量构建基本盘，战略指向性强，有的放矢	17
2.1. 大单品全国化放量打造核心逻辑，优质团队赋能构建长期壁垒	17
2.1.1. 大单品表现亮眼，全国化进程加速推进，公司销量实现弯道超车	18
2.1.2. 价格、目标人群和包装差异化是公司弯道超车的核心	19
2.1.3. 股权激励及优质团队加持，公司打法清晰势如破竹	21
2.2. 高周转+高盈利构建渠道强推力，数字化系统为软实力加成	23
2.2.1. 品牌建设形成良好认知基础，“一元乐享”等增强用户粘性	23
2.2.2. 渠道利润具备行业比较优势，经销商动力十足	25
2.2.3. 数字化支撑软实力，实现对渠道及终端强掌控	25
2.3. 全国化放量空间仍具潜力，远期公司基本盘或达 200 亿	25
2.3.1. 对标泰国红牛，量增为东鹏当前阶段核心驱动因子	25
2.3.2. 蓝领群体空间广阔，全国化放量仍有较大空间	26
3. 好未来：年轻化、多元化将为东鹏打开二次成长空间	27
3.1. Monster 发展路径清晰，年轻化及营销思路提供参考经验	27
3.2. 推新是软饮料行业的主要抓手，也是公司二次成长曲线的主要来源	28
3.2.1. 量：把握多元化群体及场景趋势，全面产品矩阵导入抢抓市场增量	29
3.2.2. 价：对标红牛仍有升级空间，品牌形象升级奠定高端化基础	30
4. 盈利预测与投资建议	31
4.1. 成本分析	31
4.2. 投资建议	32
4.2.1. 主营业务拆分	32
4.2.2. 盈利预测	33
5. 风险提示	33

图表目录

图 1：美国能量饮料市场销量及增速	7
-------------------	---

图 2: 美国能量饮料行业各品牌市占率 (%)	7
图 3: 美国人均可支配收入	7
图 4: 2007-2021 美国软饮料消费量 (百万升)	7
图 5: 美国人口年龄结构 (百分比)	8
图 6: 美国能量饮料发展特点	8
图 7: 美国能量饮料发展趋势	9
图 8: 泰国能量饮料发展历程	10
图 9: 泰国能量饮料市场销量和增速	10
图 10: 泰国各能量饮料品牌市占率 (%)	10
图 11: 蓝领人数增长及泰国能量饮料规模增长对比	11
图 12: 泰国能量饮料市场销量和增速	11
图 13: 泰国劳动力工作时间	11
图 14: 泰国劳动力每周工作时间比例 (%)	11
图 15: 美国及泰国能量饮料行业发展对比总结	11
图 16: 美国软饮料行业与能量及运动饮料行业增速	12
图 17: 泰国软饮料行业与能量及运动饮料行业增速	12
图 18: 美国能量饮料行业 CR2 (%)	12
图 19: 泰国能量饮料市场 CR3 (%)	12
图 20: Osotspa 多元化产品矩阵	13
图 21: 我国软饮料行业规模结构 (千亿元)	13
图 22: 2007-2019 年我国软饮料行业销售额 CAGR	13
图 23: 2016 年中国饮料行业综合满意度指数	14
图 24: 我国软饮料行业品类多元细分	14
图 25: 中国与发达地区国家人均能量饮料消费量对比 (升)	14
图 26: 中国与发达地区国家能量饮料销售单价对比 (美元/升)	14
图 27: 2010-2020 年我国载货汽车数量变化情况	14
图 28: 2010-2021 年我国规模以上快递业务量	14
图 29: 猎聘加班情况调查	15
图 30: 2015-2022 年我国考研报名人数变化情况	15
图 31: 中国能量饮料行业发展历程	15
图 32: 2007-2021 年我国能量饮料销售额及同比增速	16
图 33: 2007-2021 年我国能量饮料销量及同比增速	16
图 34: 2012-2021 年我国能量饮料竞争格局情况 (销售额口径)	16
图 35: 中国红牛诉讼历程复盘	17
图 36: 东鹏饮料公司核心竞争力逻辑图	17
图 37: 2017-2021 年东鹏饮料营业收入及同比增速	17
图 38: 2017-2021 年东鹏饮料归母净利润及同比增速	17
图 39: 东鹏饮料战略及团队逻辑图	18
图 40: 500ml 金瓶收入及其增速 (亿元)	18
图 41: 500ml 金瓶销售占比	18
图 42: 地区营业收入 (万元)	19

图 43: 地区经销商数量 (家)	19
图 44: 各品牌产品每 100ml 价格 (元)	19
图 45: 250ml 罐装红牛与 500ml 瓶装东鹏特饮对比	20
图 46: 东鹏饮料针对目标群体营销方式	20
图 47: 主要能量饮料品牌对比, 东鹏在价格、人群定位、渠道、营销等方面均有较强的差异化	21
图 48: 各产品的单位成本 (吨/元)	21
图 49: 公司股权结构 (截至 2022 年一季报)	22
图 50: 东鹏饮料分销模式	22
图 51: 东鹏饮料精耕细作+大流通并行的渠道模式	22
图 52: 各渠道销售收入及占比 (万元)	23
图 53: 东鹏饮料运输费用占比 (万元)	23
图 54: 东鹏饮料全国产能布局图	23
图 55: 公司品牌建设及营销方式	24
图 56: 地区冰柜投放数量 (台)	24
图 57: 渠道推广费 (万元) 及增速	24
图 58: 东鹏饮料经销商数量 (家)	25
图 59: 鹏讯云商平台——东鹏特饮案例	25
图 60: 2012-2021 泰国红牛(Krating Daeng)销售单价	26
图 61: 2012-2021 泰国红牛(Krating Daeng)销售量	26
图 62: 2012-2021 年东鹏特饮销售单价及同比变化	26
图 63: 2012-2021 年东鹏特饮销量及同比变化	26
图 64: 主要软饮料公司经销商及终端网点数量	26
图 65: 蓝领群体增长空间测度	27
图 66: 全国能量饮料市场规模及东鹏放量空间测度	27
图 67: Monster 成功原因复盘	28
图 68: Monster 弯道超车成功启示	28
图 69: 东鹏可拓展的消费场景及消费群体	29
图 70: 东鹏饮料中国金罐及东鹏其他产品、红牛金罐对比	30
图 71: 东鹏饮料不同阶段广告词变化	31
图 72: 东鹏饮料营销策略	31
图 73: 2020 年营业成本结构	31
图 74: 2020 年原材料成本结构	31
图 75: PET 切片现货价波动趋势 (单位: 元)	32
图 76: 毛利率预测表	32
图 77: 公司投资逻辑图	32
图 78: 收入预测表 (单位: 亿元)	33
图 79: 业绩预测表 (单位: 亿元)	33
图 80: 可比公司估值表	33
表 1: 能量饮料行业各品牌产品规格和成分 (每 100ml 含量)	19

表 2：东鹏饮料产品矩阵.....29

1. 好行业：海外对标看我国能量饮料赛道高景气和发展机遇

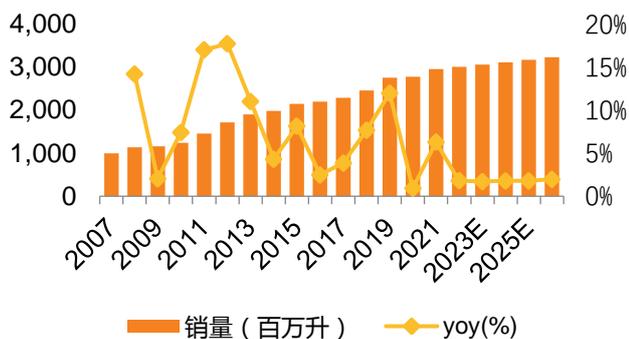
1.1. 美国：红牛先发制胜，Monster 后来居上，能量饮料赛道高景气

1.1.1. 行业维持高景气态势，消费多元和高压环境推动行业发展

美国能量饮料行业持续发展，2007 年美国功能饮料销量 994.1 百万升，到 2021 年增长至 2956.6 百万升，CAGR 为 8.10%，维持平稳向上态势。复盘美国能量饮料行业发展历程，美国能量饮料行业发展基本可分为以下两个阶段：

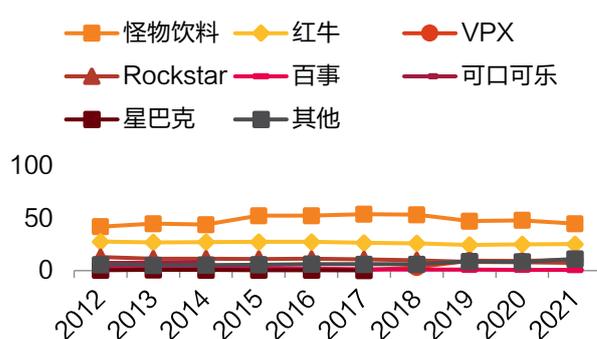
- **红牛进入美国市场，驱动市场扩容，行业迅速崛起。**1997 年奥地利红牛进入美国市场后，通过赞助音乐体育活动等营销手段，迅速打开了市场，销售额成倍增长。能量饮料热潮下，2000 年前后各类品牌纷纷入场。传统饮料巨头通过收购或推出自有品牌等方式布局，如百事公司收购 SoBe 品牌，可口可乐收购酷乐仕维他命饮料；同时新兴品牌大量涌现，如 Monster、Rockstar 等，进一步带动了能量饮料的蓬勃发展。
- **Monster 后起之秀迎头赶上，差异化竞争造就百亿龙头。**Monster 的前身汉森天然饮料公司以天然果汁、苏打水为主要业务，一度面临增长压力。2002 年，汉森饮料赶上能量饮料热潮，正式推出 Monster 品牌。2015 年，Monster 在美国能量饮料市场的零售额市占率达 52.7%，超过红牛的 27.5%，成为该品类美国市场第一名。

图 1：美国能量饮料市场销量及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 2：美国能量饮料行业各品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

美国能量饮料市场快速扩张，主要得益于消费水平升级和人口结构变化下的多元化需求趋势，同时在年轻人持续高压下，对能量型饮料的需求提升。

- **居民收入提高助力消费升级，碳酸饮料增长见顶，软饮料细分行业崛起，功能饮料乘势而上。**1985-2021 年，美国人均可支配收入持续增长，终端消费群体的消费意识改变，消费者对于产品的需求趋于多元化，对于健康营养的需求进一步提升。以可乐为代表的传统碳酸饮料陷入增长瓶颈，1998 年销量见顶，此后需求持续疲软，甚至在 2005 年后连续 15 年下滑。瓶装水、RTD 咖啡、功能饮料、茶饮等新品类迅速占领市场，功能饮料乘势而上。

图 3：美国人均可支配收入

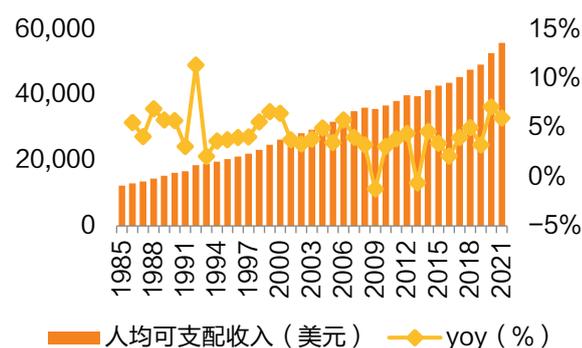
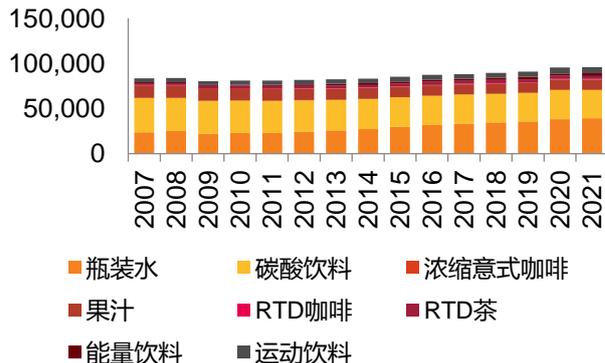


图 4：2007-2021 美国软饮料消费量 (百万升)

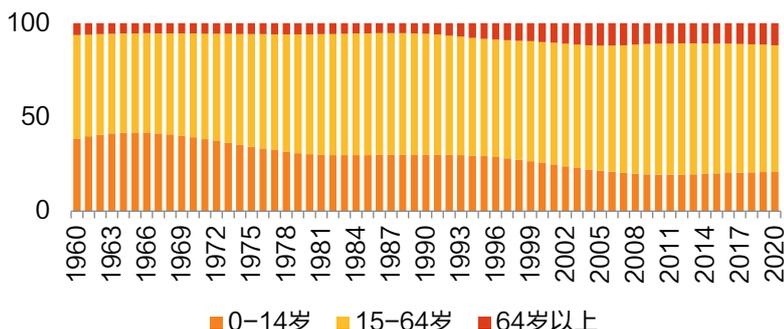


资料来源：美国经济分析局，天风证券研究所

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- **人口结构改变推动消费多元，年轻群体成为能量饮料消费主力军。**19 世纪 70 年代以来，美国人口年龄结构改变，2020 年美国 15-64 岁人口占比 67.36%，随着人口结构的变化，居民的消费观念也发生改变。多元化、细分化消费需求崛起，其中，能量饮料以其饮料鲜爽的口感和强悍的品牌文化，广受年轻群体的追捧。
- **学业高压下，能量饮料迎合年轻人需求。**美国心理学学会调查发现，美国青少年 2019 年的均值压力水准为 5.4 分，远超身心健康水准的 3.8 分，也高过平均水平的 4.9 分。美国年轻人生活压力大，脑力消耗较多，能量饮料中高含量的咖啡因能够刺激大脑，补充人体需要的糖分，从而使身体保持活力。

图 5：美国人口年龄结构（百分比）



资料来源：世界银行，天风证券研究所

1.1.2. 场景营销+差异化竞争+品类多元化是美国行业发展特性

美国能量饮料行业发展较早，在居民消费水平提升及双品牌龙头共同推动下，高景气已进入相对成熟的发展阶段。目前美国能量饮料行业市场销量规模约为 2956.6 百万升，同比增速 6.3%。**复盘美国能量饮料行业发展，我们认为其呈现出三个特点：一是场景营销，二是差异化突围，三是品类多元化发展。**

图 6：美国能量饮料发展特点



资料来源：奥地利红牛、Monster、Go Girls、Berri Lyte 官网，天风证券研究所

- **特点一：场景营销是关键，围绕核心消费群体，不断深化丰富品牌内涵。**取决于美国能量饮料市场主流受众特点，美国能量饮料品牌围绕音乐节、电竞、嘻哈潮流等场景，一方面进行不同场景消费习惯培育及营销；另一方面，打造品牌年轻化、个性化形象，拓展品牌内涵边界。近年来为迎合年轻人喜好，Monster 赞助了 UECL 电竞联赛等。红牛则将营销场景拓展到校园，与九号公司在高校共同举办“奥地利红牛 2021 国际三人街头篮球赛”等。
- **特点二：Monster 后来居上，验证差异化为破局核心。**Monster 的弯道超车验证了差异化的产品战略及品牌打法，是破局逆袭的关键所在。在产品方面，Monster 进行产品包装、规格、口味等多方面的调整，与红牛形成区隔，例如推出果汁口味、瓶身黑绿色炫酷配色等。在营销方面，相较红牛勇敢、坚毅的品牌形象，Monster 赞助

小众极限运动，如滑板、摩托车等，主张追求自我、个性野性。

- **特点三：品类发展趋于多元，由能量性向功能性延伸。**功能饮料与能量饮料相比，涵盖范畴更为广泛。能量饮料主要指以红牛为代表，可以提神解困、含有咖啡因等的饮料产品。功能饮料则是指含有某种特殊营养素成分，可以在一定程度调节人体功能的饮料，包括能量饮料、电解质水、口服美容饮料等等。随着美国能量饮料市场升温，品牌不断扩品，边界由能量性向功能性延伸，如女性草本功能性饮料 Go Girl、儿童电解质饮料 Berri Lyte 等新型功能性饮料层出不穷。

图 7：美国能量饮料发展趋势



资料来源：中研网，Go Girls、Berri Lyte、LifeAid 官网，天风证券研究所

1.2. 泰国：高性价比及量增推动行业发展，价增逻辑打开增长空间

1.2.1. 本土品牌争相发展，市场频繁易主，渠道和营销或为竞争关键

伴随泰国主要能量饮料品牌的陆续崛起，我们认为泰国能量饮料行业的发展可以分为以下四个阶段：

- **第一阶段（1965 年-1975 年）：力保健开创健康功能饮品先河，迅速占领市场。**1965 年日本力保健打入泰国市场，以“力保健，相信你能做到”的口号和耳熟能详的“两个手指”的商标图案，成为泰国能量饮料第一品牌，每年销量高达 3 亿瓶。
- **第二阶段（1975 年-1985 年）：本土品牌红牛诞生，引领全球消费潮流。**1975 年红牛诞生于泰国，红牛品牌一经问世就风靡全球，成为家喻户晓的畅销饮料，也是迄今为止泰国最受欢迎的能量饮料之一。泰国红牛（Krating Daeng）国内海外双维度发力，凭借高端的蓝瓶（主攻海外市场）和平价的黄瓶实现了对价格带的全覆盖。
- **第三阶段（1985 年-2002 年）：红牛受到挑战，M-150 占据鳌头。**1985 年泰国饮料生产商 Osotspa 公司（此前为力保健泰国代理商）推出 M-150，2012 年来一直把持着最大的市场份额，与力保健、鲨鱼、红牛并称为四大国际品牌。经过数年发展，M-150 在全球年销量超过 21 亿支，截至 2021 年，Osotspa 在泰国本土的市占率为 48.3%。
- **第四阶段（2002 年-至今）：后红牛时代，卡拉宝突出重围。**卡拉宝（Carabao）2002 年诞生，仅两年之后，卡拉宝在泰国本土市场击败泰国红牛，市场占有率超过 25%，成为泰国饮料市场领导品牌，并于 2014 年在泰国正式上市，也是泰国唯一的上市的功能饮料品牌企业。卡拉宝着重凸显战斗精神，通过体育营销等方式进军欧美市场，取得了巨大的成功。

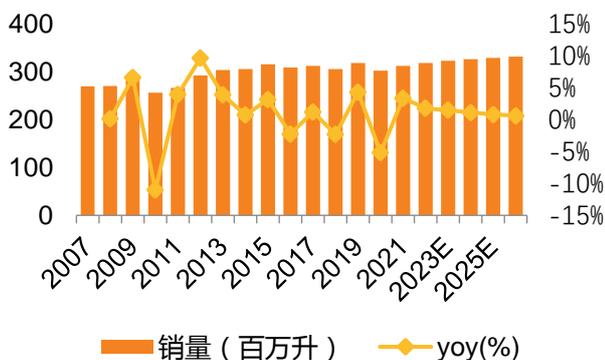
图 8：泰国能量饮料发展历程



资料来源：各公司官网，顺企网，天风证券研究所

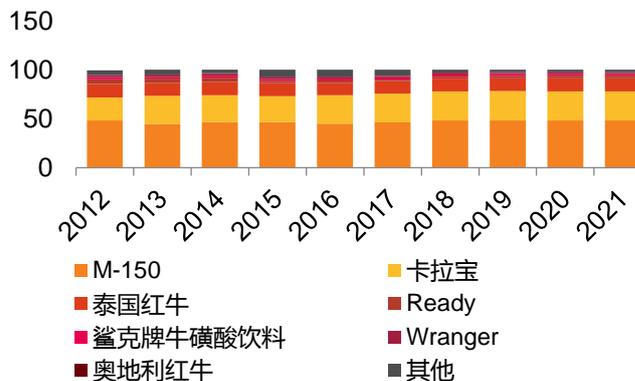
泰国能量饮料行业发展早、成熟度高，龙头企业三强鼎立。目前，泰国已经成为全球最具开拓性和最成熟的能量饮料市场之一，行业销售额由 2007 年的 136 亿泰铢增长到 2021 年的 177 亿泰铢，2007-2021 年复合增速 1.93%，行业发展较为成熟。泰国能量饮料市场基本呈现“三强鼎立”的格局，分别是 Osotspa (M-150)、卡拉宝及红牛，2021 年市占率分别为 48.3%/29.9%/13.5%，其中 Osotspa 自 2002 年以来就一直把持着最大的市场份额。

图 9：泰国能量饮料市场销量和增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 10：泰国各能量饮料品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

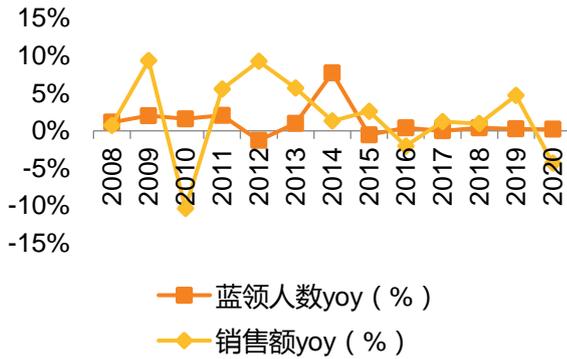
泰国能量饮料市场频繁易主，或与行业低性价比为主有关，使得渠道及营销成为竞争关键。泰国三大品牌轮番崛起，我们认为其原因在于，泰国能量饮料市场定位为大众性价比产品，各品牌在产品品质及包装层面同质化程度高，在此背景下，渠道实力及营销策略成为竞争的核心。泰国红牛在发展初期，不同于当时泰国市面上流行的力保健产品，红牛定价低，同时配合各类低价促销，将消费群体锁定在劳动群体之中，并通过赞助泰拳竞技这一众多农村青少年养家糊口出人头的出路选择，成功实现了群体差异化定位和品牌力量形象的塑造。但伴随经济水平提升消费升级，泰国红牛与底层劳动者深度绑定，该品牌形象已无法满足行业发展趋势。M-150 将品牌与步枪武器联系起来，卡拉宝则以摇滚乐队命名，赞助各类体育赛事，均将品牌形象内涵升级丰富。此外，借助强大的经销商网络建设，也使得新品牌快速崛起。

1.2.2. 蓝领群体构成核心受众，品牌积极转型实现二次发展

泰国能量饮料市场作为全球最成熟的市场之一，相较于美国呈现出不同的发展历程及行业特点。复盘泰国能量饮料行业发展，我们认为其呈现出以下两个特点：

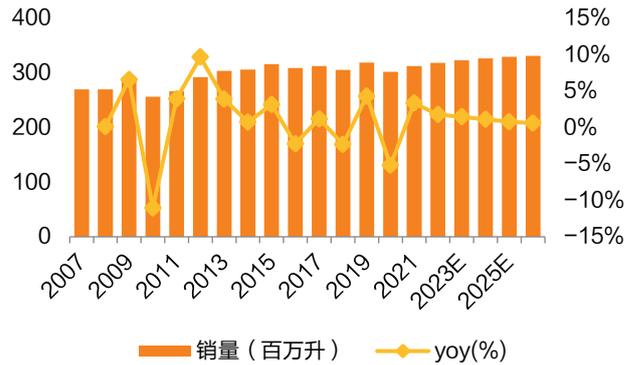
- 特点一：取决于受众人群特征，前期发展量增驱动，后期向价增转型。**我们认为泰国能量饮料增长前期由量增推动，发展成熟后逐渐向价增转型。2007-2012 年，泰国销售额复合增速为 2.54%，均价复合增速为 0.90%，销量复合增速为 1.62%，行业发展主要依靠销量驱动；2013-2021 年，销售额复合增速为 0.76%，均价复合增速为 0.40%，销量复合增速为 0.36%，价格有望成为行业新的驱动因子。随着泰国经济发展居民消费升级加速，行业高端化进程将持续推进。

图 11: 蓝领人数增长及泰国能量饮料规模增长对比



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 12: 泰国能量饮料市场销量和增速



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

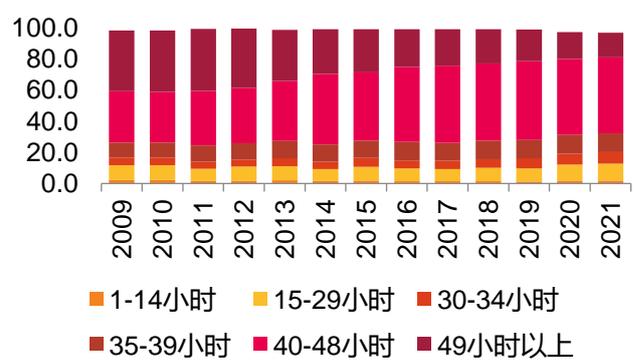
- **特点二: 蓝领群体构成核心市场, 大众定位赢得良好口碑。**泰国能量饮料凭借其普惠的价格和良好的提神作用受到蓝领群体的喜爱。泰国经济的快速增长导致劳动力需求增加, 泰国劳动者工作时长在全球范围领先, 大部分劳动者每周工作时间在 40-48 小时, 2021 年每周工作时间在 40 小时以上的人员占比高达 64.6%。泰国人民倾向于饮用可以持续提供能量、提神醒脑的功能饮料来延长工作时间。

图 13: 泰国劳动力工作时间



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 14: 泰国劳动力每周工作时间比例 (%)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

1.3. 中国: 海外对标凸显行业高景气属性, 量价空间仍具深挖潜力

1.3.1. 参考海外成熟市场, 能量饮料赛道易守难攻, 二次成长依托多元升级

我们认为, 通过对美国及泰国能量饮料市场参考对比, 可以总结出能量饮料赛道的几大发展特点: 1) 软饮料细分需求分散崛起, 能量饮料具备高景气属性; 2) 由于产品功能性+消费粘性, 能量饮料格局易守难攻, 龙头份额集中; 3) 伴随行业成熟度提升, 品类多元化是行业二次增长的动力来源, 龙头品牌寻求对消费群体及消费场景的扩充。

图 15: 美国及泰国能量饮料行业发展对比总结



资料来源: 天风证券研究所

- **特点一: 能量饮料赛道高景气, 消费升级及快节奏高压生活下多元需求增长, 细分**

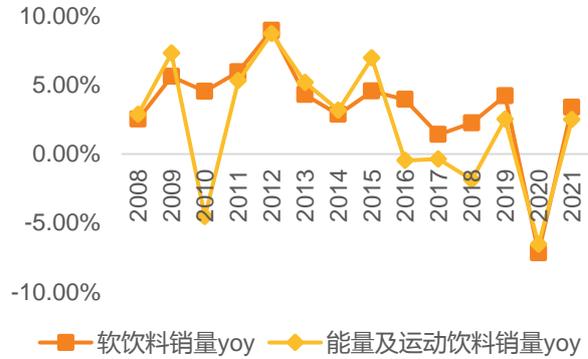
赛道崛起。以美国为例，2007-2021 年软饮料行业 CAGR 为 0.65%，能量及运动饮料 CAGR 则高达 4.20%。一方面，伴随居民人均可支配收入及城镇人口占比提升，消费升级趋势下需求多元化成为趋势，软饮料各细分赛道崛起；另一方面，经济水平快速发展下，快节奏高压生活也使得消费者增加能量、抗疲劳需求提升，能量饮料凭借其独特口感及功能属性，快速增长呈现高景气度。

图 16：美国软饮料行业与能量及运动饮料行业增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

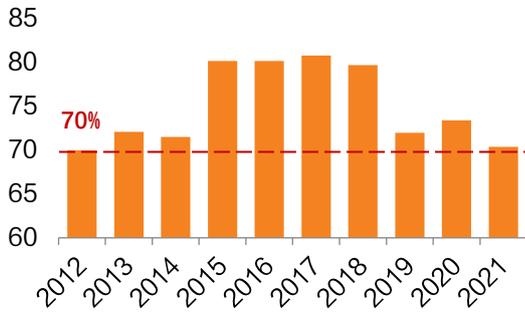
图 17：泰国软饮料行业与能量及运动饮料行业增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

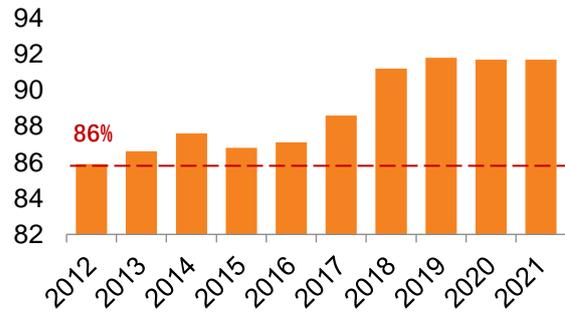
- 特点二：市场集中度高，消费者粘性强，巨头把持竞争格局稳固。**一方面，能量饮料配方中有牛磺酸以及咖啡因，具有一定的功能性，消费者具有较高消费粘性。另一方面，由于政策监管等原因，能量饮料行业具有一定的进入壁垒。因此，能量饮料赛道呈现出壁垒深厚的易守难攻格局，龙头格局稳固、集中度高，且此优势会在先发品牌认知、资源投入叠加的过程中形成正循环。以美国为例，从 2012 年至今，红牛、Monster 的 CR2 均在 70% 以上，市场集中度高。而泰国则有卡拉宝、红牛以及 Osotspa 三大巨头，2018 年起行业 CR3 均超过 90%，虽龙头频繁易主，但行业集中度高。

图 18：美国能量饮料行业 CR2 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 19：泰国能量饮料市场 CR3 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- 特点三：同质化竞争向差异化转型，龙头品牌构建多维度产品矩阵实现二次发展。**伴随能量饮料行业发展逐渐成熟，能量饮料产品需求也体现出向差异化、多元化转型的特点。以泰国为例，一方面 2007 年起泰国蓝领人数增长速度放缓，另一方面各品牌产品定价、包装及内容物趋于相似，导致能量饮料行业竞争日益激烈。因此各品牌纷纷通过提高价格、研发新口味等方式，谋求市场增量。美国 Monster 品牌也在积极拓展产品系列，Monster Energy 旗下拥有 13 条产品线，涵盖碳酸能量饮料、咖啡混合能量饮料、草本能量饮料、蛋白质能量饮料、无糖能量饮料等等产品。

图 20: Osotspa 多元化产品矩阵

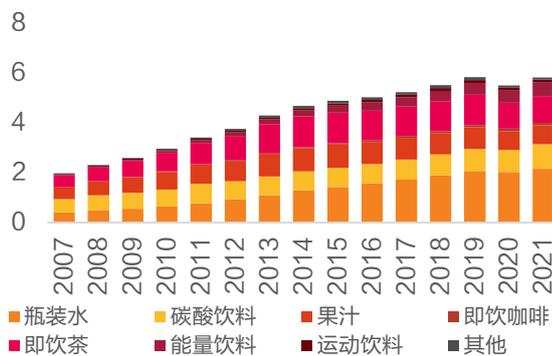


资料来源: Osotspa 官网, 天风证券研究所

1.3.2. 对标海外, 我国能量饮料行业具备快速增长基础, 量价空间仍具长期潜力

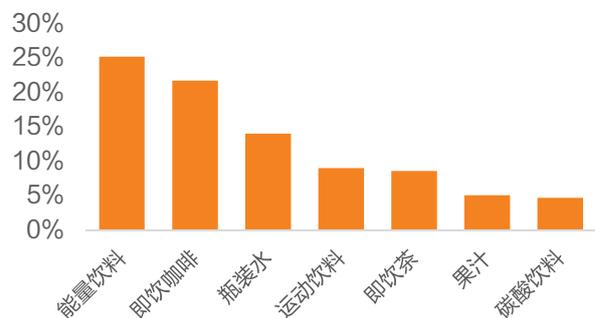
软饮料中的高成长性赛道, 能量饮料呈现强劲增长态势。根据欧睿国际数据, 2021 年我国能量饮料销量/销售额为 26.44 亿升/537.34 亿元, 同比增长 10.71%/9.97%。我国能量饮料行业发展较晚, 2021 年美国能量饮料销量同比增速为 6.3%, 泰国为 3.40%, 而我国则高达 10.72%, 相较于美泰成熟市场, 我国正处在行业规模做大做强的快速成长阶段。能量饮料销售收入在软饮料行业的占比由 2007 年的 1.61% 增长到 2021 年的 9.22%。剔除疫情影响, 2007-2019 年能量饮料销量/销售额 CAGR 为 25.48%/25.23%, 复合增速表现亮眼。

图 21: 我国软饮料行业规模结构 (千亿元)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 22: 2007-2019 年我国软饮料行业销售额 CAGR

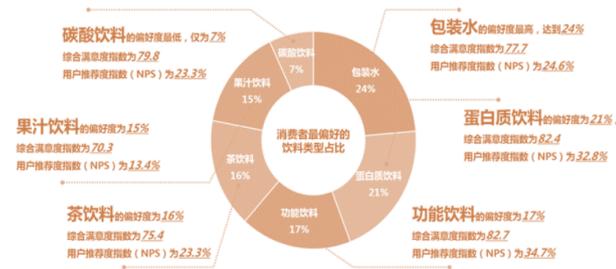


资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

类比美国能量饮料行业高速发展初期, 我国亦体现出同样的增长驱动因素:

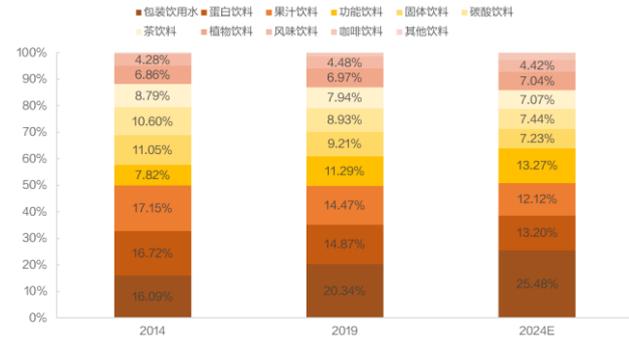
- 居民消费水平整体提升, Z 世代出现, 软饮料行业内部结构调整显著。伴随我国人均可支配收入和居民消费水平不断提升, 人们需求日渐丰富, 软饮料进入存量竞争的背景下, 以能量饮料为代表的各类细分品类正不断崛起。同时, 随着 Z 世代出现, 年轻群体越来越成为消费人群主力, 消费需求更加年轻化、多元化。顺应此趋势, 我国软饮料产品类别、口味日益丰富, 新兴的、适合年轻人的能量饮料、咖啡饮料、风味饮料等呈现快速发展态势, 传统的碳酸饮料等消费偏好则有所下降。
- 快节奏的生活方式推动能量饮料需求提升。在当前内卷时代下, 无论是蓝领群体等体力劳动者, 还是学生、白领等脑力劳动者, 生活工作压力普遍加大, 长期疲劳场景下对能量饮料需求加大。

图 23：2016 年中国饮料行业综合满意度指数



资料来源：中国质量协会官网，天风证券研究所

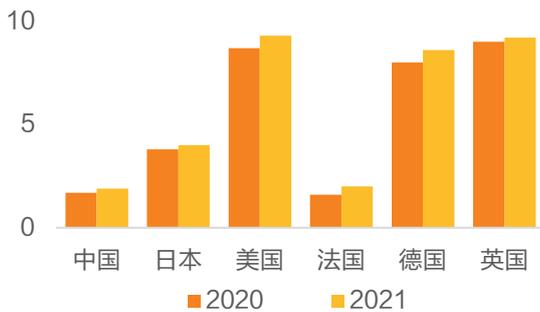
图 24：我国软饮料行业品类多元细分



资料来源：农夫山泉招股书，天风证券研究所

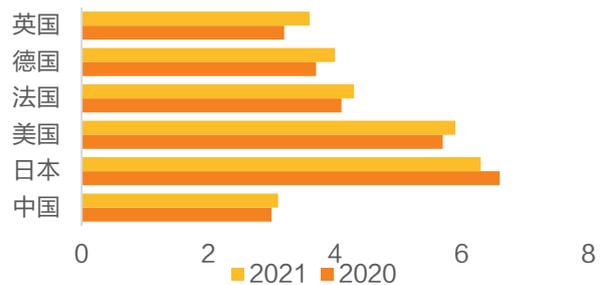
对标海外，我国能量饮料量价齐升仍有较大空间。一方面，在能量饮料人均消费量上，2021 年我国人均能量饮料销量仅有 1.9 升，不及日本的 50%，约为美国、德国、英国的 20%；另一方面，在能量饮料销售单价上，2021 年，我国能量饮料销售均价约为 3.1 美元/升，仅为日本和美国的 50%，人均消费均价为 5.8 美元，仅为美国的 10.6%。伴随我国的经济高速发展，消费者对能量饮料认知培育，我们预计未来量价均有较大增长空间。**我们认为行业未来增长潜力十足，从消费群体及消费场景来看，一方面现有蓝领群体消费潜力可持续挖掘，另一方面新群体及新场景尚待拓展延伸。**

图 25：中国与发达地区国家人均能量饮料消费量对比（升）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

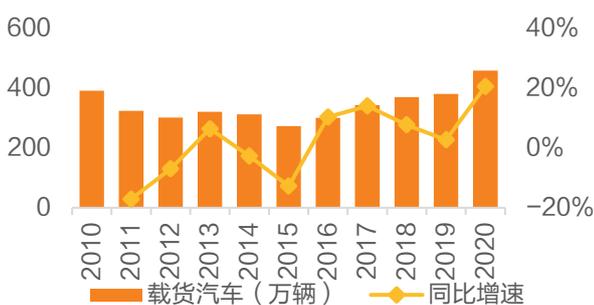
图 26：中国与发达地区国家能量饮料销售单价对比（美元/升）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- 蓝领消费群体占据核心，消费潜力仍待深挖。**目前我国与泰国相对照，劳动密集型产业仍占据重要地位。**一方面，蓝领群体数量持续扩容。**2021 年我国蓝领人口达 4 亿以上，快递员、外卖骑手、网约车司机等新蓝领群体也在持续扩容。我国载货汽车产量 20 年同比增速 20.64%，侧面反映出长途司机数量不断增加。同时，快递业务量也呈爆发式增长，由 10 年的 23 亿件增长到 21 年的 1083 亿件，翻了近 47 倍。**另一方面，蓝领群体消费力也在逐渐改善。**2019 年蓝领群体中占比最大的新生代农民工群体近 6 成月收入在 5000 元及以上，比老一代高 16.1%。同时，蓝领群体薪酬结构也在发生调整，新蓝领按固定基础工资计薪比例低 14%，而按照劳动强度计薪的比例则高出 19%，也就是多劳多得，少劳少得，所以能量饮料需求空间亦在持续增长。

图 27：2010-2020 年我国载货汽车数量变化情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 28：2010-2021 年我国规模以上快递业务量

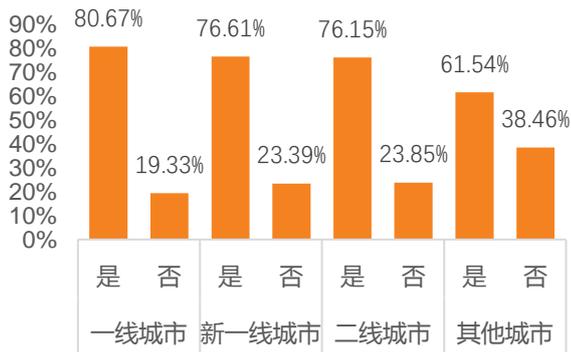


资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

- 消费群体及消费场景由单一向多元延伸，加速释放增长潜力。**参考美国市场现状及

泰国发展趋势，我们认为多元化是行业发展趋势，无论是口味、包装的多元化，还是功能属性的多元化，再到饮用场景的多元化，皆是行业突破方向。1) **消费群体上，随着工作社会节奏的日益加快，能量饮料的主力消费群体开始由长途司机、快递员、蓝领工人等逐渐扩大至白领、学生等更多消费群体。**以考研人群为例，2022 年我国考研报名人数达到了 457 万人，同比增长 21.22%，我们判断高强度学习下学生或选择饮用提神醒脑抗疲劳的能量饮料。2) **消费场景上，能量饮料饮用场景开始从熬夜、加班等“疲劳”场景，扩大至聚会、旅行、日常保健等更为休闲的消费场景，**部分能量饮料品牌开始赞助电竞、音乐节等活动，更加符合年轻化的趋势。但是，相对于海外美国功能饮料在年轻群体和休闲场景的发展程度，我们国家未来在这部分群体上还有空间。随着消费场景的不断丰富，我国能量饮料市场的增长潜力有望进一步被释放。

图 29：猎聘加班情况调查



资料来源：猎聘《当代年轻职场人现状洞察报告》，天风证券研究所

图 30：2015-2022 年我国考研报名人数变化情况



资料来源：教育部，天风证券研究所

1.3.3. 多品牌崛起抢占市场份额，中国红牛诉讼给到众品牌发展窗口期

伴随居民健康意识以及消费能力的提升，能量饮料需求持续景气，我国能量饮料行业具体可分为两个阶段，一是初创导入期（1995-2003），二是快速成长期（2003-至今）。

图 31：中国能量饮料行业发展历程



资料来源：和讯网，央视国际，新浪财经，欧睿国际，天风证券研究所

初创导入期（1995-2003）：红牛正式进入中国，成功开拓国内能量饮料市场。上世纪 90 年代，中国饮料市场同质化严重，1995 年华彬集团董事长与泰国天丝合资成立了中国红牛饮料公司，将红牛引入中国。公司提出“市场无盲点，逢店必进”的口号，通过“渴了喝红牛，困了、累了更要喝红牛”等营销被大众熟知，国内能量饮料市场也由此打开。

快速成长期（2003-至今）：能量饮料功效的认知度广为普及，行业迎来迅猛发展。2003 年，非典疫情影响矿物质、维生素等保健食品崛起，娃哈哈激活、达能脉动、农夫山泉尖叫等功能性饮料纷纷出现。经过 10 多年的发展，我国能量饮料的销售收入由 2007 年的 31.78 亿元增长到 2021 年的 537.34 亿元，共翻了近 17 倍，销量由 1.53 亿升增长到 26.44 亿升，CAGR 达到 22.57%，增长态势明显，行业进入快速成长期。

图 32：2007-2021 年我国能量饮料销售额及同比增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

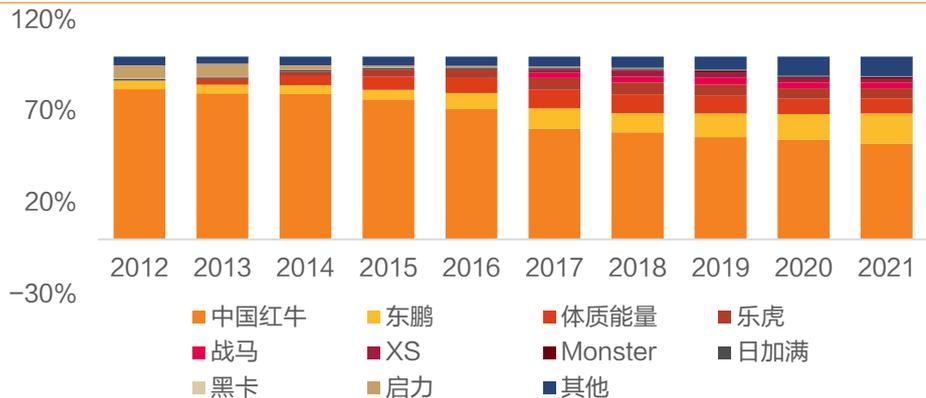
图 33：2007-2021 年我国能量饮料销量及同比增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- 2003-2016 年：中国红牛一枝独秀，稳固龙头地位。**中国红牛品牌凭借“功能性饮料市场先入者”的地位和先发优势，经过 10 多年的发展占据行业龙头。2012-2016 年，中国红牛销售收入由 104.39 亿元增长到 225.69 亿元，CAGR 达到 21.26%，市占率始终维持在 70%以上，市场上没有与其直接竞争的对手，成为国内能量饮料行业的领军品牌。
- 2016 年至今：后起之秀加速崛起，迅速抢占市场份额。**2016 年，泰国天丝对华彬集团提起诉讼，对中国红牛形成巨大冲击。2016-2021 年中国红牛市占率由 71.3%下滑至 52.2%。而东鹏、乐虎等抓住空窗期强势入局，2016-2021 年，东鹏市占率由 8.8%上升至 16.7%，乐虎由 4.9%上升至 5.6%。

图 34：2012-2021 年我国能量饮料竞争格局情况（销售额口径）

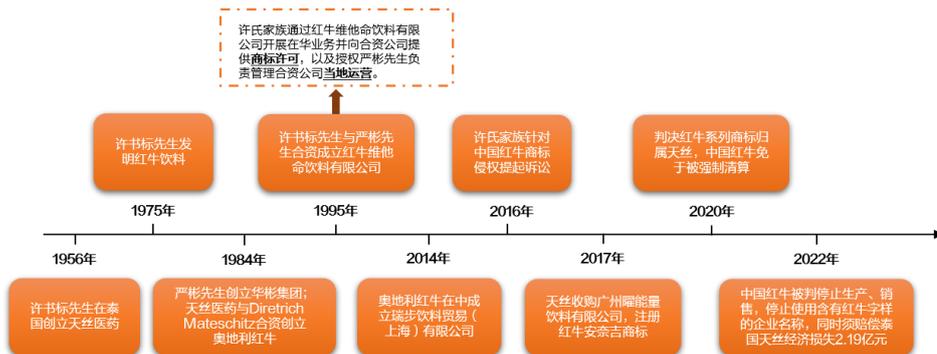


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

中国红牛陷入诉讼纠纷，或给到众品牌发展窗口期。2016 年，泰国天丝以商标许可协议到期为由，对华彬集团发起侵权诉讼。

- 复盘该诉讼始末，诉讼焦点主要集中于中国红牛的商标使用期限时长问题。**1984 年，中国商人严彬在泰国创办华彬集团，并于 1995 年与泰国华人许书标的泰国天丝合资，在中国成立中国红牛，拥有了红牛商标在中经营权。此阶段合作顺利，中国红牛向好发展。但许书标去世后，许书标子女对于商标经销权协议提出异议。中国红牛方称“双方曾签订协议书，约定合作期 50 年，有效期限至 2045 年”；许书标子女的泰国天丝方称“中外合资企业营业期限在办理工商登记时最长为 20 年”。双方各执一词下，诉讼长达 6 年，中国红牛产品销售、品牌形象及渠道拓展等大大受阻。目前诉讼最近进展为中国红牛被判停止生产销售，停止使用含有“红牛”字样的企业名称，同时须赔偿泰国天丝经济损失 2.19 亿元。中国红牛将向上级法院继续提起上诉。
- 在中国红牛深陷官司纠纷左右掣肘下，面对能量饮料行业这块大蛋糕，国内其他的功能饮料开始崛起。**东鹏、乐虎、体质能量等凭借较低的价格以及类似口感，抓住空窗期强势入局，快速占领国内能量饮料市场份额。目前相较 2021 年美国能量饮料市场 CR2 为 70.4%及泰国 CR3 为 91.7%，我国目前 CR2 为 68.9%，已相对集中。但从格局结构来看，中国红牛仍把持过半份额，众品牌却正在崛起势头迅猛，市场结构内部仍在调整变化，各品牌无论在产品推出，还是在渠道拓展上均机遇众多。

图 35：中国红牛诉讼历程复盘

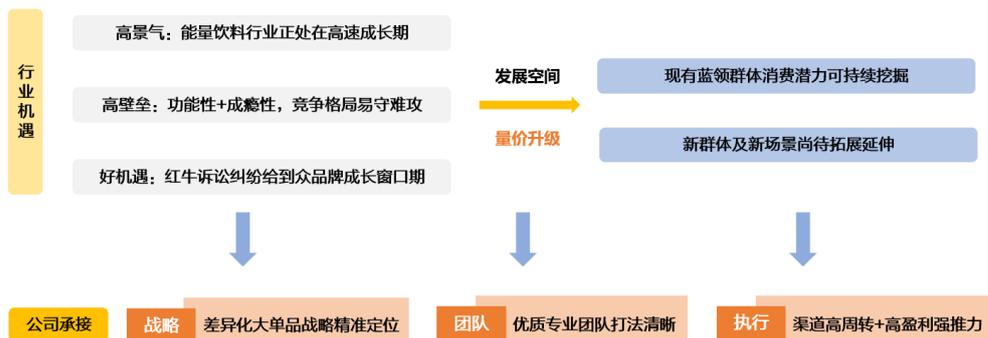


资料来源：和讯网，红星新闻网，每日经济网，新浪财经等，天风证券研究所

2. 好公司：大单品全国化放量构建基本盘，战略指向性强，有的放矢

目前能量饮料行业正处在高速发展阶段，行业规模加速扩张。同时，行业竞争格局调整波动，龙头红牛受诉讼纠纷所限制，其余品牌变局中求机遇，正处在抢夺份额的良好窗口期。**面对行业发展机遇，公司无论从战略还是战术，顶层设计还是执行运作层面，均展现出稳健的经营实力和强劲的增长势头；以差异化大单品战略为核心，优质专业团队赋能打法清晰，在成熟完善的渠道架构建设上精细运作终端实现渠道高 ROE，推动大单品全国化高增放量。**

图 36：东鹏饮料公司核心竞争力逻辑图



资料来源：天风证券研究所

2.1. 大单品全国化放量打造核心逻辑，优质团队赋能构建长期壁垒

近年来营收净利持续高增，业绩表现亮眼，公司正处于发展快车道。营收方面，2017-2021 年，东鹏营业收入由 28.44 亿元增长至 69.78 亿元，CAGR 为 25.16%，2021 年营收同比增长 40.72%；归母净利润方面，公司由 2017 年的 2.96 亿元增长至 2021 年的 11.93 亿元，CAGR 高达 41.69%，盈利能力持续提升。公司近年来发展态势向好，无论是销售规模还是盈利能力均呈现强劲增长势头，公司正处在全国化快速扩张、规模效应显现、经营能力快速提升的发展快车道之上。

图 37：2017-2021 年东鹏饮料营业收入及同比增速



图 38：2017-2021 年东鹏饮料归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

公司快速扩张的核心在于公司从顶层设计的角度，差异化大单品战略精准定位，优质专业团队打法清晰，推动了大单品全国化的加速落地。公司从战略制定的层面上，大单品踩准行业差异化需求痛点，抓住高成长周期；同时优质团队加持赋能，在良好激励下在全国布局、营销投入、渠道管理方面形成了成熟打法，大单品全国化放量成效得到了快速显现。

图 39：东鹏饮料战略及团队逻辑图

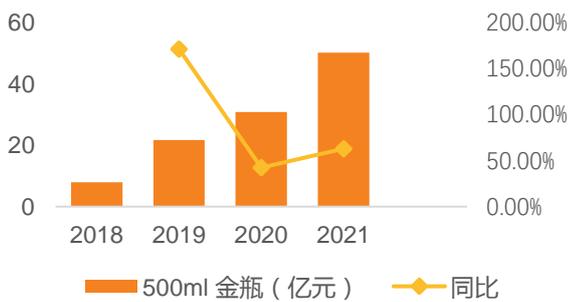


资料来源：2021 年年报，招股说明书，天风证券研究所

2.1.1. 大单品表现亮眼，全国化进程加速推进，公司销量实现弯道超车

500ml 金瓶带动下，东鹏销量全国第一，实现弯道超车。500ml 金瓶推出后实现快速增长，2018-2021 年 500ml 金瓶销售收入分别为 7.99/21.67/30.85/50.24 亿元，2019-2021 同比增加 171.24%/42.4%/62.83%。18 至 21 年间，公司营业收入 CAGR 为 31.94%，500ml 金瓶营业收入 CAGR 高达 84.59%，是营业收入 CAGR 的 2.6 倍，成为公司增长主要动力。在大单品推动下，2021 年，东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由 27.00%上升至 31.70%，超越红牛成为我国销售量最高的能量饮料；全国市场销售额份额占比由 20.20%上升至 23.40%，市场排名第二。

图 40：500ml 金瓶收入及其增速（亿元）



资料来源：2021 年年报，招股说明书，天风证券研究所

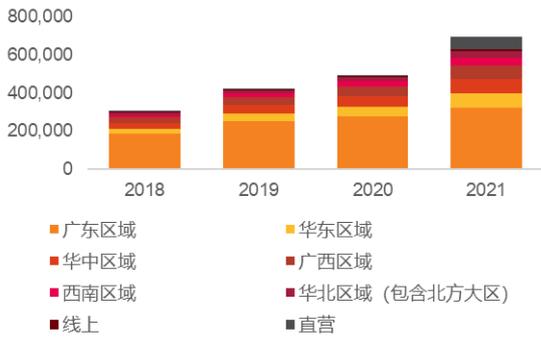
图 41：500ml 金瓶销售占比



资料来源：2021 年年报，招股说明书，天风证券研究所

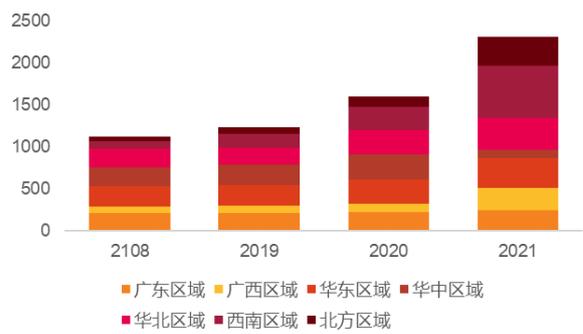
大单品持续发力势能可观，公司全国化市场顺利开拓。2021 年来看，伴随 500ml 大单品在全国区域持续放量，公司华东区域实现销售收入 7.72 亿元，同比增加 79.07%；西南区域实现销售收入 4.32 亿元，同比增加 65.37%；华北（含北方大区）实现销售收入 3.39 亿元，同步增加 45.00%；华中区域实现销售收入 7.53 亿元，同比增加 44.32%；全国化发展成效显著，广东区域占比由 49.99%下降至 45.94%，区域营收结构持续优化，全国化进程显著加快。

图 42：地区营业收入（万元）



资料来源：2021 年年报，招股说明书，天风证券研究所

图 43：地区经销商数量（家）



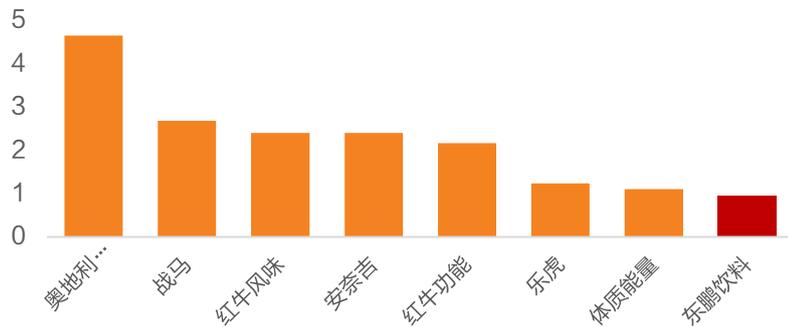
资料来源：2021 年年报，招股说明书，天风证券研究所

2.1.2. 价格、目标人群和包装差异化是公司弯道超车的核心

在红牛几乎垄断中国能量饮料市场的背景下，东鹏通过大单品的快速放量实现了弯道超车，我们认为，其 500ml 金瓶产品能够迅速获得消费者认可的原因主要在于，公司将差异化的打法思路运用在了产品设计、价格体系、渠道和营销策略等多个方面，实现了在稳固市场格局下的弯道超车，迅速打开了消费者认知。

- **价格差异化，500ml 金瓶定位高性价比+大容量。**相较红牛零售价 6 元/250ml，东鹏特饮售价只有 5 元/500ml 的，两倍容量，价格却只是红牛的 80%左右，性价比极高。其他品牌中战马对标红牛抢占中高端市场，乐虎、体质能量和东鹏饮料抢占中低端市场，但东鹏单价最低，性价比最高。此外，事实证明 500ml 金瓶满足了蓝领务工消费群体对于大容量产品的差异化需求，市场渗透率提升极快，成为东鹏饮料最大爆款。

图 44：各品牌产品每 100ml 价格（元）



资料来源：天猫超市，京东品牌旗舰店，天猫国际海外专营店，天风证券研究所

表 1：能量饮料行业各品牌产品规格和成分（每 100ml 含量）

品牌	规格	咖啡因 (mg)	牛磺酸 (mg)	肌醇 (mg)	烟酰胺/烟酸 (mg)	泛酸 (mg)	维生素 B6 (mg)	维生素 B12 (µg)
红牛	维生素风味	6 元/250ml	/	55	9.2	1.7	/	0.15
	维生素功能	6 元/250ml	20	50	20	4	/	0.4
	安奈吉	6 元/250ml	20	190	9	4	1.7	0.4
	奥地利红牛	11.6/250ml	20	400	20	4	2.4	0.4
东鹏饮料	4.8 元/500ml	20	50	20	/	/	0.4	1.2
战马	8.3 元/310ml	/	40	/	1.5	/	0.1	0.06
乐虎	4.7 元/380ml	12	180	9	6.5	/	0.6	1.5
体质能量	6.6 元/600ml	/	10	/	/	/	0.02	16.7

资料来源：天猫超市，京东品牌旗舰店，天猫国际海外专营店，天风证券研究所

- **包装差异化，500ml 金瓶使用瓶装+防尘盖设计，既环保又便携。**东鹏饮料于 2009 年首创 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计，瓶装设计很好地满足了其主流消费群体对重复饮用和环保便捷的需求，打破了能量饮料产品罐装包装的市场局限，迅速打开了市场。目前，红牛拥有 250ml 红罐和蓝罐，战马主打罐装产品，大众定位品牌乐虎、体质能量和东鹏饮料均主推瓶装大容量产品，这也验证了不同群体对于不同包装形式的偏好，东鹏实现了对于主流群体需求的精准挖掘与定位。

图 45：250ml 罐装红牛与 500ml 瓶装东鹏特饮对比



资料来源：淘宝，天风证券研究所

- 营销策略和目标人群差异化，公司将“新蓝领群体”定为核心消费群体。**相较于红牛积极开展极限运动和各类体育赛事的赞助，东鹏饮料专注于“新蓝领群体”，包括司机、快递员和外卖员等。这类群体对于能量饮料需求量大、消费习惯持续、认知培养难度低。东鹏针对此类消费群体，精准开展各项活动，如在滴滴司机端、高德地图等开车场景 APP 语音植入插播广告，联合丰巢快递柜触达快递小哥，在重度消费者的行动轨迹及饮用场景送上能量支持。

图 46：东鹏饮料针对目标群体营销方式

全球拉货节开展能量加油站活动

赞助美团骑手首届篮球联赛



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 渠道差异化，公司坚持全渠道布局，资源持续投入渠道基础扎实。**在渠道模式选择上，乐虎采用区域大商模式，凭借达利的优势迅速打开销路，但目前来看乐虎并不是达利的核心业务，品牌投入相对较少；体质能量专注于低线市场的传统渠道。东鹏饮料目前在渠道打法上思路清晰，已形成成熟的“精耕细作+大流通”模式，多元渠道布局，在巩固小卖店、报刊亭等传统渠道优势的同时，加速开发高速路服务区、加油站、大型卖场、连锁商超、连锁便利店等特通/现代渠道，提升产品的整体铺市率与覆盖广度。

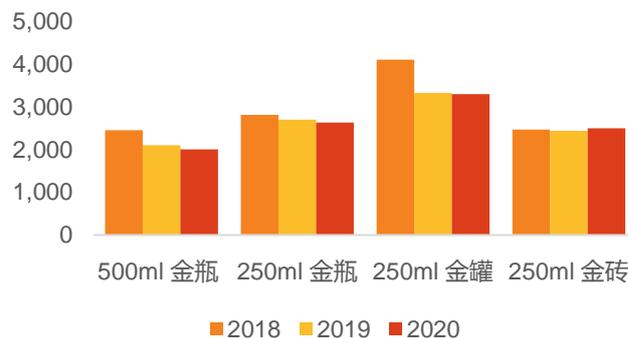
图 47：主要能量饮料品牌对比，东鹏在价格、人群定位、渠道、营销等方面均有较强的差异化

品牌	规格	目标人群	渠道	营销策略	产品图
东鹏饮料	4.8元/500ml	蓝领人群 白领人群 年轻人群 运动人群	核心市场精耕 其他市场大流通	赞助运动赛事 赞助电竞赛事 赞助影视和综艺节目 电梯媒体宣传 新媒体平台宣传	
红牛功能	5.4元/250ml	蓝领人群 白领人群 年轻人群 运动人群	深度分销	赞助各类极限运动 赞助各类体育赛事	
红牛风味	6元/250ml	蓝领人群 白领人群 年轻人群 运动人群	通过普盛 开展深度分销	赞助各类体育赛事	
红牛安奈吉	6元/250ml	蓝领人群 白领人群 年轻人群 运动人群	通过唯能量、养元饮品开展深度分销	赞助各类极限运动 赞助各类体育赛事 赞助综艺节目	
奥地利红牛	11.6/250ml	运动群体 年轻群体	通过百威 开展深度分销	赞助各类极限运动赛事	
战马	8.3元/310ml	电竞群体 运动群体 年轻群体	深度分销	赞助篮球赛事 赞助电竞赛事	
乐虎	4.7元/380ml	年轻群体 运动群体	区域大商	赞助电竞赛事 赞助传统和小众体育赛事	
体质能量	6.6元/600ml	年轻群体 运动群体	大区经理+区域经理制	赞助篮球体育赛事 央视、地方卫视宣传 新媒体宣传 车体广告宣传 高铁LED显示屏宣传	

资料来源：公司官网，公司年报，公司官方微信公众号，公司京东自营店，天风证券研究所

公司单位成本整体逐年下降，伴随大单品放量，规模效应将持续显现。2018-2020 年，公司单位成本分别为 2482.44/2256.57/2165.37 元/吨，呈现逐年下降的趋势。这主要得益于，一方面大单品持续全国化放量，规模效应持续显现；另一方面，500ml 金瓶单位成本较 250ml 金瓶单位成本更低（主要是单位容量的包装物成本更低），随着 500ml 金瓶占比的快速提升，带动公司整体单位成本下降。我们认为，公司大单品全国化刚刚起步，放量势头强劲，未来伴随整体规模扩张，成本端优势将更为凸显，规模优势下公司壁垒将愈发巩固。

图 48：各产品的单位成本（吨/元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.1.3. 股权激励及优质团队加持，公司打法清晰势如破竹

大单品战略指向精准明确，优质团队打法清晰形成合力。在差异化大单品策略指引下，公司构建高执行力的专业团队，以 500ml 金瓶作为拳头产品，重点发力该产品的推广布局，以实现多元渠道及全国区域的精准突破。公司战略目标清晰，策略定位精准，形成了团队发力的强指向性。

- 股权结构相对集中，股权激励绑定核心经营团队。东鹏饮料具有明显的家族企业特征，最大股东林木勤直接持有 49.74% 的股份，并通过鲲鹏投资等公司间接持有 0.98%

的股份，合计 50.72%，为公司实际控制人。2019 年 4 月公司通过股权激励方案，对部分核心骨干人员进行股权激励，中高层以上技术骨干、经营骨干等通过员工持股平台参与股权激励。公司通过股权激励来增强经营层动力，共同助推公司发展。

- 加多宝团队赋能，全国化市场顺利开拓。**公司从外部引入优秀团队，制定良好的激励机制。2018 年公司聘用卢义富先生作为全国营销本部负责人，其曾任加多宝北方市场负责人；2019 年公司聘用吴兴海先生任全国推广总监，其曾为加多宝推广总监。加多宝团队加入后，优质团队在经营层面为公司带来两方面赋能：一则，公司借助其经验与资源，发力罐装产品，谋求产品、渠道和品牌升级；二则，公司借助其在北方区域的销售经历，开拓全国市场。

图 49：公司股权结构（截至 2022 年一季度）

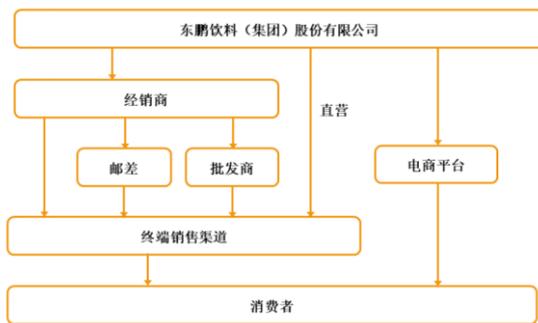


资料来源：公司年报，天风证券研究所

在经验丰富的高执行力团队带领之下，公司全国化战略打法有的放矢，渠道布局思路清晰，在渠道战略上选择采取精耕细作+大流通并行的渠道模式。

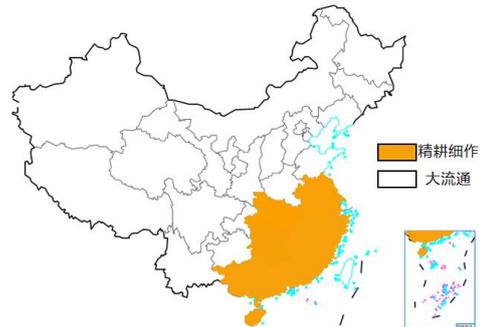
- 在广东、广西、华东、华中等核心市场，主要采取公司精耕的运营模式：**公司配备经验丰富的销售团队，全方位服务下游渠道和零售终端，与经销商、邮差/批发商及终端门店共同进行市场维护及开发，提升产品铺市率，加强产品陈列辨识度和精准度，提高品牌影响力，提高渠道渗透能力，增强公司对销售网络的控制力进而提升产品市场占有率。
- 在其他区域，主要采取大流通的运营模式，区域自治释放活力：**公司精选经验丰富、实力雄厚的经销商进行合作，由经销商主要负责终端的维护及执行，公司为经销商提供广告宣传、营销培训与指导等支持。

图 50：东鹏饮料分销模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 51：东鹏饮料精耕细作+大流通并行的渠道模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

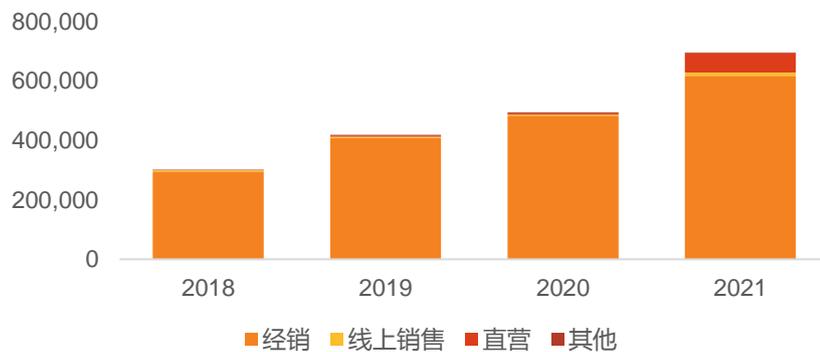
在成熟的渠道经销网络布局之上，公司大力推进渠道多元化，发力餐饮及直营渠道模式。随着人们消费水平的提高和消费场景的多元化，连锁超市、KA 等渠道日渐重要，同时，在优势市场，公司也在积极尝试拓展产品与餐饮渠道的适配性，发力多元渠道建设。2021 年公司直营渠道（包括全国直营客户及广东省南区特通渠道及餐饮渠道）实现营收 6.56 亿元，同比增长 43.29%，在整体营收中占比 9.42%，正呈快速增长趋势。

- 餐饮：布局餐饮场景，发掘产品更多属性及适配场景。**公司 2022 年在广东设置了餐

饮大区，打通餐饮渠道，用 250ml 金罐带动餐饮去油解腻场景，同时推进由柑柠柠檬茶、陈皮特饮、水等非能量饮料的销售，巩固对陈皮功效及口感有消费偏好的局部市场，结合去油解腻的独特价值加大餐饮场景布局。

- **直营：**直接触达客户，满足不同场景不同客户需求。公司在巩固传统优势渠道的基础上，针对重点发展客户，加速开发高速路服务区、加油站、大型卖场、连锁商超、连锁便利店等特通/现代渠道，采取直营销售，将产品直接销售给终端销售渠道，提产品的整体铺市率与覆盖广度。

图 52：各渠道销售收入及占比（万元）



资料来源：2021 年报，招股说明书，天风证券研究所

生产基地全国布局，满足不断增长的市场需求。公司作为我国能量饮料的领导企业，具有较强的综合实力。伴随不断增长的市场需求，公司 2018-2021 年运输费用在营业成本中占比呈上升趋势，产能进行全国化布局的必要性凸显。目前公司已发展为拥有增鹏、莞鹏、徽鹏、桂鹏、华鹏、渝鹏、海鹏等多处生产基地，2021 年合计实际产能为 168.88 万吨。由于饮料行业具有经济运输半径，伴随公司生产基地在全国范围内布局落地，可以进一步降低物流成本，提高产品供应的及时性和稳定性，更好的满足全国市场需求。

图 53：东鹏饮料运输费用占比（万元）



资料来源：2021 年年报，招股说明书，天风证券研究所

图 54：东鹏饮料全国产能布局图



资料来源：2021 年年报，天风证券研究所

2.2. 高周转+高盈利构建渠道强推力，数字化系统为软实力加成

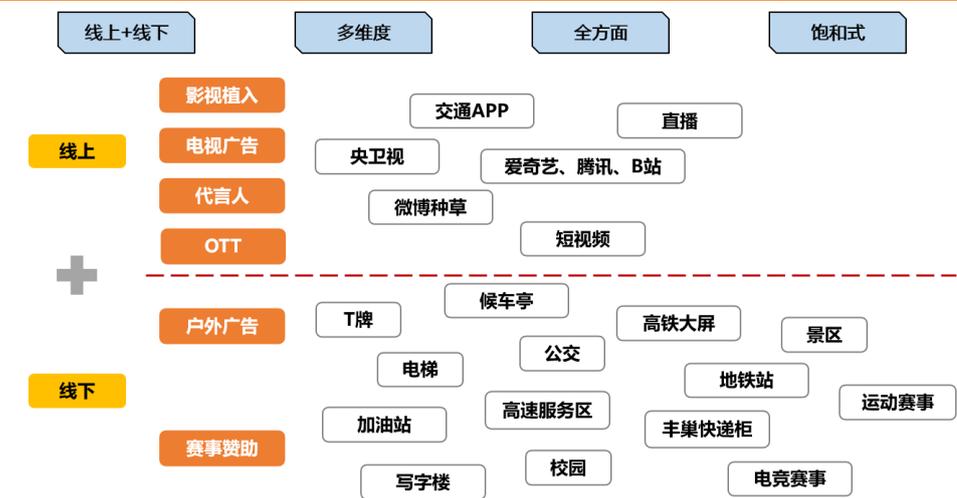
公司大单品之所以成功实现全国化的快速铺设，在精准战略制定及专业经营团队执行基础上，得益于以数字化系统为支撑的强大的渠道运作能力：一方面，公司拥有良好的渠道周转效率，其关键在于品牌认知成功培育下提升了终端自然动销，且公司“一元乐享”等终端运作成效显著；另一方面，公司相较竞品渠道利润丰厚，经销商积极性较高。

2.2.1. 品牌建设形成良好认知基础，“一元乐享”等增强用户粘性

我们认为，公司的良好动销及周转运营能力主要得益于，**一方面，公司在品牌认知基础上的良好培育，叠加广东人口返乡带来的外溢效应，提升了终端消费者的自然动销；另一方面，公司加大渠道终端建设投入，提高铺货率，通过终端运作促进动销提升。**

品牌建设方面，多维度营销宣传，品牌印象深刻，务工群体外溢推动省外扩张。东鹏饮料早期模仿红牛，提出“累了困了，喝东鹏特饮”的广告语，成功提升了产品的知名度杀出红海。同时公司通过线上线下多维度、全方面、饱和式的营销宣传，在品牌塑造和产品培育的关键时期，实现了高密度的产品曝光。此外，广东省是我国的工业大省，蓝领群体数量较多，叠加天气炎热的气候因素，对能量饮料较为依赖。东鹏抓住地理位置优势持续深耕，同时伴随高流动的务工人员群体将能量饮料的消费习惯带回家乡，为东鹏特饮的省外扩张形成了良好的基础。

图 55：公司品牌建设及营销方式

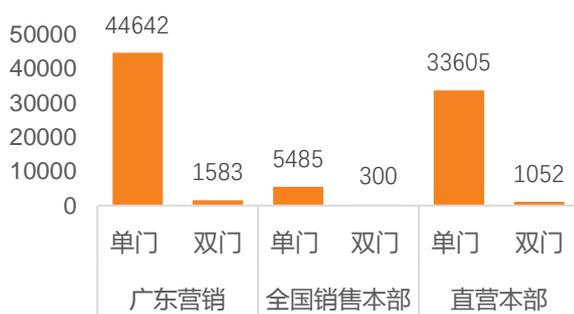


资料来源：公司公告，天风证券研究所

终端运作方面，数字化系统支撑终端运作，陈列+冰柜投放拉动产品动销。

- 推出“壹元乐享”和“扫码领红包”活动，针对核心消费群体精准推广，促进终端动销。公司推出“壹元乐享”及“扫码领红包”活动：“壹元乐享”活动指的是终端消费者在购买指定活动产品时通过识别特定瓶/罐内部的促销活动字样，可享受一定的兑换实物折扣；“扫码领红包”活动即终端门店获取消费者的“壹元乐享”活动兑换瓶盖后，可通过识别其内部的商户专用二维码，享受一定金额的现金折扣。“壹元乐享”的成功关键在于公司精准定位主要受众消费心理，由于公司主流群体为蓝领人群，对于价格敏感程度高，现金红包有效提升了消费者购买的积极性，增强粘性；而“扫码领红包”则提升了终端网点开箱销售的积极性，有效拉动终端动销。
- 秉持“陈列就是最好的广告”的营销策略，叠加冰冻化率提升，完善终端建设。公司全力打造“销量高、会造势、能做终端形象”的“高势能”网点，继续加强广东营销本部、全国营销本部、直营本部的陈列展示及智能冰柜投放力度。根据招股说明书，未来几年，公司计划全国范围共投入 86,667 台智能冰柜，投资 32,565.74 万元。2021 年公司渠道推广费主要包括冰柜投放及商超促销费等，同比增加 124.75%。此外，公司通过数字化手段更加高效、精准地监管产品在各渠道的投放情况，进一步强化产品陈列，提高铺货率。

图 56：地区冰柜投放数量（台）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 57：渠道推广费（万元）及增速



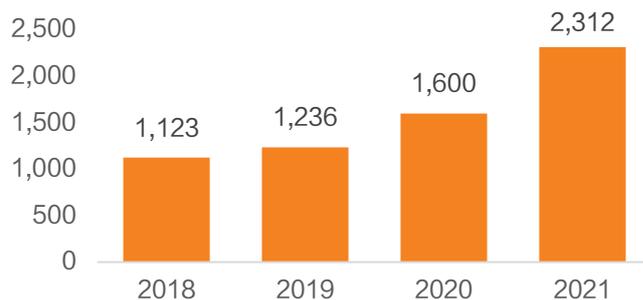
资料来源：2021 年报，招股说明书，天风证券研究所

2.2.2. 渠道利润具备行业比较优势，经销商动力十足

相较于竞品渠道利润较高，经销商动力强劲。目前东鹏仍处于全国化进程加速推动的阶段，经销商和终端的高利润成为渠道顺利拓展的关键动力。东鹏充分搭建好从经销商到批发商再到零售商系统化的营销网络，不断提高渠道利润，根据董事长林木勤透露，现阶段东鹏的渠道利润高于行业平均渠道利润的 20%，明显超出同行业竞品。伴随东鹏的品牌认知逐步提升，再叠加利润补贴，经销商代理东鹏产品的积极性正不断提升。

渠道模式跑通逐渐成熟，终端网点及经销商持续开拓。经过多年的市场拓展与精耕，公司已建立起由经销商、邮差和批发商、零售终端商组成的网点众多、覆盖面广、渗透力强、层次扁平的经销网络，公司终端网点数量及经销商数量不断增长。截至 2021 年，公司拥有经销商 2,312 家，全国活跃终端网点 209 万家。

图 58：东鹏饮料经销商数量（家）

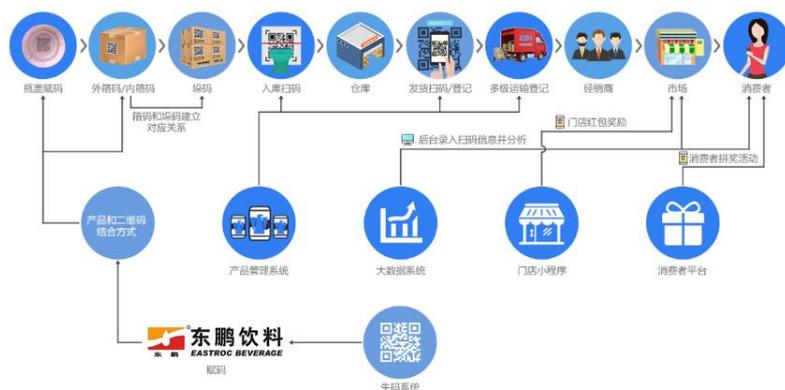


资料来源：2021 年报，招股说明书，天风证券研究所

2.2.3. 数字化支撑软实力，实现对渠道及终端强掌控

以二维码技术及数字化系统为支撑，推进精准营销及渠道管控。公司终端运作打法之所以成功，是基于公司成熟先进的二维码技术及数字化系统，是竞品很难快速模仿的壁垒之一，形成了极强的先发优势。该二维码技术推行“一物一码”的产品标识，实现精准营销和精细化管理。一方面，终端门店、消费者通过扫描二维码可以参与公司组织的各项活动，帮助公司动态化构建用户画像，实现精准营销。另一方面，在产品生产、入库、仓储、出库以及运输过程中，“一物一码”的技术可以通过扫码准确记录商品流转信息，可有效防止窜货乱市现象。对于经销商而言，公司的数据湖和数据决策平台，能够解决销售区域压货的行为，并减少经销商窜货等问题；对于终端零售店，如果想要领取红包，必须要拆箱扫码才能领取红包，“一物一码”的技术也提高了门店铺货的积极性。

图 59：腾讯云商平台——东鹏特饮案例



资料来源：腾讯云商官网，天风证券研究所

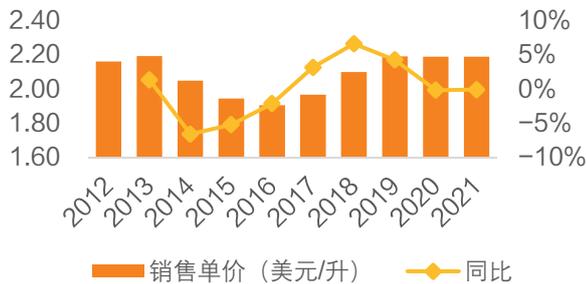
2.3. 全国化放量空间仍具潜力，远期公司基本盘或达 200 亿

2.3.1. 对标泰国红牛，量增为东鹏当前阶段核心驱动因子

对标海外 Krating Daeng，发展前期销量快速增长，量增构建营收增长核心驱动力。泰国的蓝领群体数量较多，对于功能饮料的需求显著高于别国。2013-2015 年，泰国红牛（Krating Daeng）的销售单价由 2.2 美元/升下滑到 1.95 美元/升，销售量由 3.91 万升

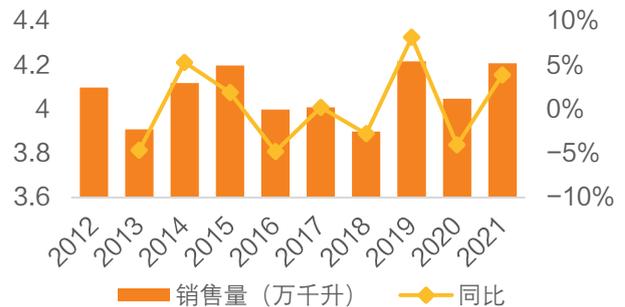
上升至 4.2 万千升。2016 年以后，Krating Daeng 开始提价，由 2016 年的 1.9 美元/升上调至 2021 年的 2.19 美元/升。由此可见，在发展前期，Krating Daeng 主要依靠量增的驱动，通过降低价格的方式，不断扩充目标消费群体实现销售额的增长。

图 60：2012-2021 泰国红牛(Krating Daeng)销售单价



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

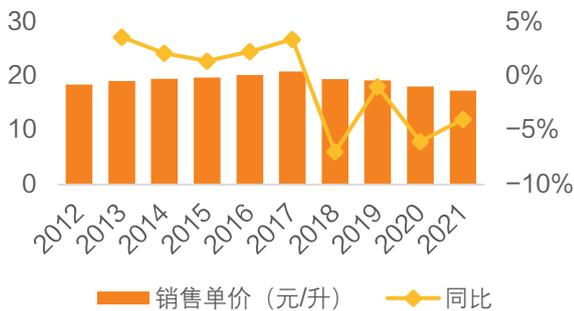
图 61：2012-2021 泰国红牛(Krating Daeng)销售量



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

东鹏由量增逻辑推动，正处于加速放量阶段。由于公司受众消费者相对集中于蓝领群体及务工人员，且公司选择高性价比的定价策略，公司的发展逻辑可类比泰国红牛的前期阶段。在公司定价战略选择影响下，公司近年来单价持稳略降，而销量则快速增长，成为推动销售额增长的主要动力。2017 年开始，东鹏特饮的销售单价逐渐下降，由 20.86 元/升下降到 21 年 17.33 元/升，近 4 年 CAGR 为 -4.53%；而销量 2012-2021 年从 3.26 万千升增长至 49.44 万千升，21 年同比增速为 36.69%。目前，东鹏类似 Krating Daeng 前期，采取低价策略，凭借较大的市场规模基数推动量增，进而实现整体的增长。

图 62：2012-2021 年东鹏特饮销售单价及同比变化



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 63：2012-2021 年东鹏特饮销量及同比变化



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.3.2. 蓝领群体空间广阔，全国化放量仍有较大空间

全国化尚在起步加速阶段，经销商队伍规模及终端网点建设仍有提升空间。参考主要全国化程度较高的软饮料品牌经销商数量及终端网点数量，东鹏的全国化放量仍有较大开拓空间。目前，2021 年公司经销商数量已达 2312 家，但从终端网点覆盖程度来看，红牛 2021 年全国终端网点数量达 400 万家以上，公司则仅为 209 万家。目前红牛诉讼纠纷给到公司渠道拓展及终端抢占的发展窗口期。对标红牛金罐的中国金罐产品推出后，有望实现渠道网络覆盖的进一步提升。

图 64：主要软饮料公司经销商及终端网点数量

	经销商数量 (家)	终端网点数量 (万家)	时间口径
东鹏饮料	2312	209	2021
农夫山泉	4454	243	2020.5
		计划400+	2021
康师傅	80726		2021
娃哈哈	7000+	300+	2021
达利食品	6039		2021

资料来源：各公司年报，各公司官网，新京报等，天风证券研究所

蓝领群体数量较多，核心人群空间广阔。国家统计局数据显示，我国 2021 年有 14.13 亿

人，其中 9 亿劳动人口中蓝领群体已达 4 亿多。根据不同类型蓝领群体的消费能力、体力消耗程度、能量饮料普及程度，我们对不同蓝领群体渗透率、每月消费瓶身进行假设。如大卡车司机、外卖快递员，其工作强度大，工资相对较高，对能量饮料的需求大；制造业和传统蓝领群体消费能力相对偏低。我们估算得出能量饮料蓝领群体的市场空间为 286.15 万千升，而目前东鹏在广州仅有 73.2 万千升，核心群体的消费空间广阔。

全国能量饮料行业前景广阔，东鹏在量上仍有较大空间。 目前我国的能量饮料行业快速发展，为测算行业及公司放量空间，我们将能量饮料的消费量拆分为人口数量与人均消费量的乘积进行测算。人口数量测算参考联合国预测下 2025 年我国人口数量；人口消费量对标海外，目前泰国人均能量饮料消费量约为 4.67 升/人，考虑到目前我国的能量饮料市场相对于泰国市场仍有差距，给予人均消费量 2.80 升/人的估计值。通过最终计算，得出我国 2025 年能量饮料的消费量约为 409 万千升。目前东鹏饮料在我国市占率为第二，参考美国和泰国行业第二品牌所占市场份额，预估东鹏饮料市占率为 25%，得出东鹏销售量为 102 万千升，在量上仍有较大的增长空间。21 年东鹏饮料销售单价为 17.33 元/升，同比增速为 1.29%，考虑到目前公司采取的低定价战略，故保守估计 21-25 年销售单价复合增速为 1%，预估 25 年东鹏销售单价为 18.03 元，对应销售额规模约为 184.23 亿元。

图 65：蓝领群体增长空间测度

	人数 (万人)	渗透率	单瓶容量 (ml)	每月消费 瓶数	每年消费量 (万千升)
中国蓝领总人数 (万人)	40000				
制造业蓝领	10000	30%	500.00	5	90
建筑业蓝领	8000	30%	500.00	5	72
大卡车司机	3000	50%	500.00	10	90
外卖快递员	1000	50%	500.00	8	24
网约车司机	405	40%	500.00	6	5.83
出租车司机	300	40%	500.00	6	4.32
蓝领群体消费量 (万千升)					286.15
吨价					4370.52
蓝领群体空间 (亿元)					125.06

资料来源：wind，交通运输部，中国社会科学网等，天风证券研究所

图 66：全国能量饮料市场规模及东鹏放量空间测度

全国能量饮料市场规模及东鹏放量空间测度			
2025年预测中国人口数量 (单位: 亿人)		14.58	
海外能量饮料人均消费量 (升/人)	美国	9.26	泰国 x0.6 2.80
预估中国能量饮料消费量 (万千升)		1349.63	681.05 408.63
海外各国第二大品牌市场份额	美国	25.40%	泰国 29.90%
预估东鹏市占率			25%
预估东鹏销售量 (万千升)		337.41	170.26 102.16
预估东鹏销售价格 (元/升)			18.03
预估东鹏销售额 (亿元)		608.47	307.05 184.23

资料来源：欧睿国际，联合国贸易和发展会议等，天风证券研究所

3. 好未来：年轻化、多元化将为东鹏打开二次成长空间

3.1. Monster 发展路径清晰，年轻化及营销思路提供参考经验

Monster 快速发展赶超红牛，发展路径为国内能量饮料公司给予参考经验。 经过多年的发展，Monster 积极推进以魔爪能量为主、战略品牌为辅，多品牌共同发展的策略，2021 年实现销量 1330.0 百万升，实现营收 55.41 亿元，净利润 13.77 亿元。Monster 和东鹏饮料在发展背景上有一定的相似性，二者都是在红牛全面进入国内市场的环境下发展起来，Monster 首先明确年轻消费群体，后续通过深化渠道布局、差异化营销和丰富产品矩阵的方式，不断提高市占率和消费者品牌认知度，因此我们认为 **Monster 的成长发展路径给东鹏饮料提供了很好的经验参考。**

- **产品差异化上，Monster 聚焦年轻人，野性文化强势输出，紧抓行业个性化发展方向。** 在品牌设计上，其经典款能量饮料外包装上的三道锯齿状绿色标志爪印和黑色瓶身形成强烈视觉冲击，具有极高辨识度，相较于红牛的红色公牛 logo 体现出的勇敢、坚韧、自我激励形象，Monster 则呈现出前卫、冒险、叛逆不羁等特点，配合“释放野性”的宣传口号，紧抓年轻消费群体眼球。在产品上，行业龙头红牛的产品过于单一，缺乏多样性，Monster 聚焦核心人群，紧抓行业个性化发展方向，在产品包装、规格、口味等多方面及时进行调整，例如推出果汁口味、咖啡因含量加倍，以适应年轻人的口味。Monster 在存量中抢夺增量，实现逆势增长。
- **渠道建设上，可口可乐入股 Monster，为后者带来完善的全球分销网络，推动其海外扩张。** 2012 年后，美国能量饮料市场增速下滑，呈现疲软态势。公司一方面稳定国内销量，另一方面积极谋求向外发展。2014 年 8 月，可口可乐公司以 21.5 亿美元收购了 Monster 16.7% 的股份，Monster 与可口可乐签订分销协议，借助可口可乐分销网络实现新一轮增长。Monster 一方面借助可口可乐实现了全球渠道网络的渗透，

2015 年已在全球约 156 个国家和地区销售；另一方面也丰富了铺设渠道的种类，例如自动贩卖机等场景，实现了网点铺设的精细及加密。2016 年 Monster 进入中国市场后，可口可乐的合作伙伴、中粮旗下中国食品承担了其分销，太古和中粮两大装瓶商为其提供本地化生产，Monster 在渠道和生产能力上都获得了可口可乐的支持。

- **Monster 锁定个性、小众、野性场景营销，消费者认同度高。**特定品类总是与特定的消费使用场景、特定的生活方式高度关联，因此，鲜明精准的品牌概念，可以帮助品牌迅速在用户的心智中建立起某种认知关联。Monster 通过狂野、极限场景的绑定，实现了品牌错位的差异营销。同样是对体育赛事及极限运动的赞助，红牛赞助或者亲自策划许多街舞比赛、帆船比赛、空中特技表演等，Monster 则重点开展更加小众、更加极限的滑板、摩托、越野、综合格斗和摇滚音乐节的赞助冠名，充满了速度、力量和本能。这些活动的主要参与者更加年轻化、可以实现精准触达，强势输出品牌的野性文化，进一步提高目标年轻群体渗透率。

图 67: Monster 成功原因复盘



资料来源: Monster 官网, 天风证券研究所

3.2. 推新是软饮料行业的主要抓手，也是公司二次成长曲线的主要来源

软饮料行业不确定性较强，尝鲜要求比较高，行业内公司的发展需要依靠公司的推新能力。推新能力不仅指新品的研发、储备等能力，还指代公司营销和渠道能力，即既可以有好的产品，还有能力将其销售出去。

- **产品力：顺应趋势，创新突围。**企业要在激烈的竞争中突围，就需要有吸引消费者的产品支持，这就要求企业开发出符合消费趋势的产品。通过归纳近几年快速爆发的产品，如茶π、元气森林等，我们可以得出高端化、健康化和年轻化是企业产品突围的方向。
- **营销力：营销是拉力，渠道是推力。**1) **营销端**，广告要求公司能够清晰的表述产品定位，包装能够快速吸引消费者。企业需要通过广告、植入、赞助等方式进行营销，但需要依据其定位进行精细化营销，既可以是人群定位，也可以是功能性定位。2) **渠道端**，渠道推力一方面来自较高的利润空间，另一方面来自渠道政策的支持。此外，也应将渠道拓展多元化，积极拓展电商、便利店、自动售卖机等新零售渠道。

通过复盘 Monster 发展历程，我们认为东鹏已具备较强的渠道建设基础及稳固的蓝领消费群体，在此基础上，公司如何打造第二成长曲线，将依赖于量价两方面的助推：1) **在销量方面**，公司可以通过消费场景的扩充，将产品矩阵的边界拓宽，由能量型向功能型延伸，同时利用多元渠道建设提高产品的可触达度；2) **在价格方面**，伴随公司品牌形象的建设升级，可以进一步实现对于消费力水平更高的年轻群体、白领群体的拓展，也可以进行能量饮料产品的品质及价格带升级。

图 68: Monster 弯道超车成功启示



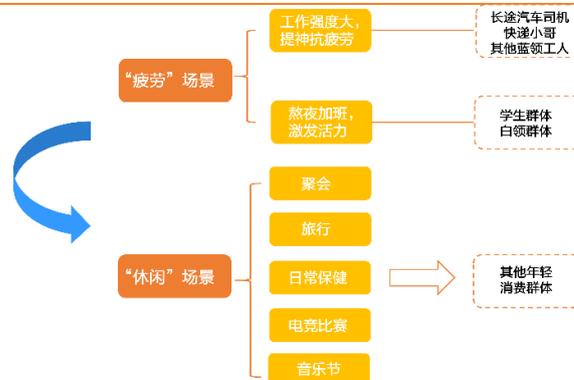
资料来源：天风证券研究所

3.2.1. 量：把握多元化群体及场景趋势，全面产品矩阵导入抢抓市场增量

产品定位上，公司应迎合消费趋势加大创新，拓展消费场景边界。东鹏饮料在巩固维护好现有司机、蓝领工人等重点消费群体的基础上，更需要将消费人群扩充至运动、学生、加班等“需要好状态”人群等等。消费场景也应更加多元化，从加班、熬夜、运动后等各类疲劳场景逐渐扩展到聚会、旅行、电竞、音乐节、日常保健等更为休闲的消费场景。

- **极限运动和全民健身热潮下，满足运动人群需求。**2022年北京冬奥会点燃全民滑雪热情，极限运动也得到了极大关注。2022年4月，刘畊宏直播健身走红，掀起全国健身热潮。参照美国经验，东鹏饮料可以加速开拓此类运动人群。
- **内卷时代下，满足需要补充能量人群需求。**工作压力越来越大，上班族的上班时时间不断增加；疫情下求职环境恶化，学生升学意愿加强，2022年达到考研人数突破历史新高，长时间和高强度的工作和学习使得这部分人群增加对能量饮料的需求。

图 69：东鹏可拓展的消费场景及消费群体



资料来源：天风证券研究所

产品布局上，在战略大单品基础之上，公司蓄力“能量+”产品矩阵，迎合行业向功能性转型长期趋势。在成熟的能量饮料产品矩阵之外，公司为培育新的盈利增长点，近年来不断进行新产品的研发及推广，针对无糖化趋势，推出东鹏 0 糖；针对年轻化群体的口感偏好，面向学校、网吧等渠道主推碳酸口感的东鹏加气；顺应能量饮料功能性，推出同样提神醒脑、面向白领年轻群体的东鹏大咖；为拓展女性消费群体，推出她能；迎合餐饮渠道去油解腻需求，推出由柑柠檬茶、陈皮特饮等。公司以“能量、功能”为出发点，抓住市场细分需求进行产品布局占位，我们认为，未来公司还可以进一步向运动锻炼所需的电解质饮料、蛋白质饮料，餐饮场景适配的酵素饮料、草本型功能饮料等方向拓展，进一步提升公司成长的可持续性。

表 2：东鹏饮料产品矩阵

系列	产品定位	定位消费人群	产品图
能量系列	金瓶特饮 金罐特饮 金砖特饮	提神醒脑 蓝领人群	

	中国金罐	补充能量, 弘扬精神	运动群体	
	东鹏大咖	提神醒脑	控糖群体	
能量+系列	东鹏 0 糖特饮	无糖、低糖	控糖减重人群	
	东鹏加气	含气能量饮料 刺激味蕾 激爽口感	年轻群体	
	她能	专为女性定制 温和补充能量因子	女性群体	
其他系列	由柑柠檬茶	健康时尚茶饮	老少皆宜 核心消费人群偏年轻 16-30岁	
	陈皮特饮	去油解腻 助消化的健康饮品	老少皆宜 核心消费人群偏年轻 16-30岁	
	清凉系列饮品	口味清甜、清凉解渴、 预防上火、具备中国 风味的健康饮品	老少皆宜	
	早餐奶饮	早餐奶饮	老少皆宜	

资料来源：天猫旗舰店，公司 2021 年年报，公司招股说明书，公司官网，天风证券研究所

渠道建设上，公司也可以尝试进入更加多元、新兴的消费渠道。对于饮料行业，由于消费者尝鲜需求强，需要增强产品的可得性，这就要求公司渠道建设更加多元化，例如新型的便利店渠道、自动售卖机等。同时，随着电商和新媒体的兴起，线上渠道成为产品走量的又一重要抓手。公司可以积极尝试各类社交媒体宣传带货、直播等模式，进一步提升产品的认知度及可触达程度。

3.2.2. 价：对标红牛仍有升级空间，品牌形象升级奠定高端化基础

中国金罐加码高端，打开能量饮料产品升级空间。2022 年 2 月 28 日，公司推出罐装东鹏特饮“中国金罐”，设计上新增了“A 股主板上市 605499”和“东鹏能量，中国有金罐”的主题文字，材质上从铝制两片罐升级为马口铁三片罐，硬度和重量增加更有质感。该产品 250ml/罐的零售价在不同渠道为 4-6 元/罐不等，从 3 月份开始将陆续在全国独立便利店等传统渠道以及连锁商超、加油站等现代渠道上架销售。我们认为，目前中国红牛身陷诉讼困扰，判决结果不利，而中国金罐无论在口味还是品质上均定位升级，与红牛金罐产品进行对标，高端升级雄心勃勃，正处在可把握机遇实现替代的窗口期。伴随公司品牌形象建设的不断深化，公司以成熟的渠道体系及终端网点布局为基础，中国金罐有望快速放量增长，成为公司突破价格带限制、实现结构升级的支点所在。

图 70：东鹏饮料中国金罐及东鹏其他产品、红牛金罐对比



资料来源：东鹏饮料官网，淘宝，天风证券研究所

公司过去在品牌发展不同阶段，利用明确、精准、强势的营销，强调凸显品牌的不同特点。伴随公司年轻化品牌战略践行，以及场景营销由开车等体力劳动向学习、电竞、娱乐场景的转变，公司的品牌形象会进一步升级也为产品结构提价升级等奠定了长期基础。

- **“品牌年轻化”战略践行成功，进一步拉升品牌形象。**曾经的东鹏特饮凭借朗朗上口场景明确的宣传标语“累了困了喝东鹏特饮”，助力品牌成为“累困”时刻的第一联想。2016 年公司提出品牌年轻化战略，强调“年轻就要醒着拼”的品牌主张，该标语将东鹏的消费特性从体力劳动需求，向学习工作等年轻群体脑力劳动场景过渡。
- **结合新消费场景推进精准化宣传，品牌形象认知进一步丰富。**公司的场景营销，从传统的美团骑手赛事赞助、滴滴出行广告等，正在向新群体的饮用场景延伸，如在考研、考公现场进行地推活动，赞助电竞赛事、体育赛事等年轻群体活动、与网上明星讲师进行联名合作等方式增强品牌认知度。公司还在 2016 年独家首创“创可贴”广告形式，在电视剧播放中精彩热点或与产品适配度较高的场景，加入产品宣传及弹幕式互动。不同场景的赞助和营销，是对公司品牌形象及内涵的进一步丰富。

图 71：东鹏饮料不同阶段广告词变化



资料来源：东鹏饮料官网，天风证券研究所

图 72：东鹏饮料营销策略



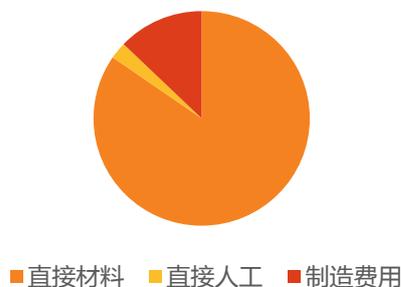
资料来源：东鹏饮料官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 成本分析

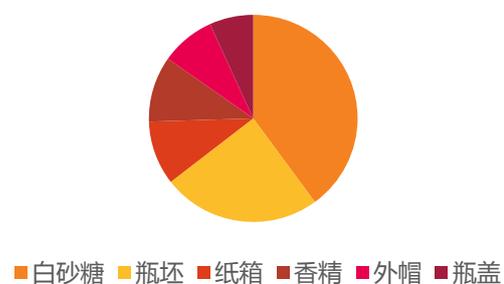
白砂糖及 PET 为公司主要原材料，占比近五成。从公司成本结构来看，2020 年直接材料在营业成本中占据较大比重，占比达到 84.63%。其中，公司的主要原材料为白砂糖、瓶坯、纸箱、香精等，白砂糖在原材料中占比为 30.81%，瓶坯，即 PET 聚酯切片，占比为 18.94%，该两项合计占比近 50%，对公司生产成本影响较大。

图 73：2020 年营业成本结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

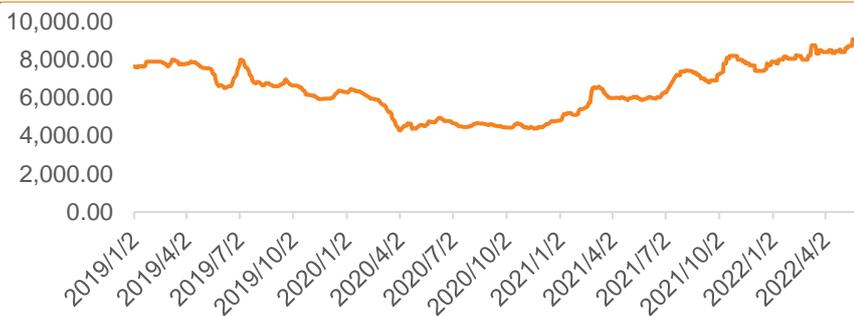
图 74：2020 年原材料成本结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

俄乌战争能源成本上涨，供需不平衡 PET 持续涨价。一方面在俄乌战争下，天然气、原油等能源成本不断走高，另一方面伴随环保政策趋严，供给生产受限，但下游开工率提升需求旺盛，截止 2022 年 5 月 29 日，PET 聚酯切片现货价已达到 9000 元以上，相较于 2021 年底涨价 15.70%，已达到近三年来最高位，目前来看仍处在持续走高状态下。

图 75: PET 切片现货价波动趋势 (单位: 元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

成本预测: 目前在原材料方面, 公司 PET 聚酯切片目前随行就市; 白砂糖 22 年已进行部分锁定, 整体价格波动较小; 柠檬酸钠虽有大幅涨价, 但在成本中占比较小; 瓦楞纸本年度采购价格有所下降。我们认为, 公司在大宗原材料涨价影响下, 成本端或有所承压, 但伴随公司收入规模快速扩张, 毛利率影响将相对缓和。我们预计公司 2022-2024 年实现毛利率 43.30%/43.10%/43.25%。

图 76: 毛利率预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	46.60%	44.39%	43.30%	43.10%	43.25%
东鹏特饮	48.67%	46.16%	44.78%	44.32%	44.24%
其他饮料	15.18%	13.00%	12.15%	13.01%	14.46%

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 投资建议

我们认为, 公司的投资逻辑核心在于“好行业-好公司-好未来”: 首先, 公司所处能量饮料赛道正处在高景气发展阶段, 叠加龙头红牛诉讼限制, 给到东鹏快速成长抢占份额的关键窗口期; 其次, 公司自身具备领先行业的核心竞争力, 无论是在差异化大单品战略选择, 还是在团队组建及激励上, 或是在渠道运作战术方面, 通过其全国化快速放量均得到了验证; 最后, 公司在当前位置上仍具备良好的成长空间, 一方面可以通过多元群体、丰富产品及新兴渠道持续放量, 另一方面在品牌及产品升级上仍具潜力。

图 77: 公司投资逻辑图



资料来源: 天风证券研究所

4.2.1. 主营业务拆分

公司 500ml 金瓶作为战略性大单品, 正处在全国化高增放量阶段, 伴随公司渠道建设的成熟及终端网点的开拓, 我们预期近几年将持续保持快速增长态势, 预计公司 2022-2024 年 500ml 金瓶销售收入将实现 39.70%/33.40%/30.65%增长, 同时公司其他能量饮料及能量+产品矩阵将共同发力, 培育增长可持续动力。预计公司 2022-2024 年实现主营业务收入 90.78/115.61/145.42 亿元, 同比增长 30.36%/27.35%/25.78%。

图 78：收入预测表（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（亿元）	49.36	69.64	90.78	115.61	145.42
yoy	17.75%	41.09%	30.36%	27.35%	25.78%
东鹏特饮	46.55	65.92	86.68	111.09	140.58
yoy	16.29%	41.60%	31.50%	28.16%	26.54%
-500ml金瓶	30.85	50.24	70.18	93.62	122.32
yoy	42.40%	62.83%	39.70%	33.40%	30.65%
-250ml金瓶	8.21	8.48	8.77	9.02	9.10
yoy	-32.99%	3.28%	3.42%	2.82%	0.94%
-250ml金罐	6.41	6.20	6.47	6.97	7.45
yoy	19.18%	-3.26%	4.33%	7.80%	6.92%
-250ml金砖	0.84	1.00	1.26	1.48	1.71
yoy	14.40%	19.00%	26.34%	17.30%	15.26%
其他饮料	3.04	3.72	4.10	4.51	4.83
yoy	61.25%	22.19%	10.16%	10.16%	7.10%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2.2. 盈利预测

2022 年一方面公司白砂糖、PET 等原材料价格成本有所上涨，另一方面，公司在全国化建设初期，品牌推广、陈列及冰柜投放、渠道运作等方面投入较大，整体来看全年利润有所承压。我们认为公司正处快速扩张阶段，费用的投放支撑公司品牌力和渠道力的提升，需辩证看待费用投放，同时伴随销售规模放量，规模效应有望显现。预计 2022-2024 年公司实现营业收入 90.93/115.76/145.57 亿元，同比增长 30.31%/27.31%/25.76%；归母净利润 13.88/17.79/22.37 亿元，同比增长 16.34%/28.18%/25.77%；EPS 为 3.47/4.45/5.59 元/股。采用可比公司估值法，我们选取软饮料主要龙头公司 23 年估值平均水平，由于公司目前正处于快速放量阶段，给予公司 23 年 40x PE，对应目标价 178 元，空间 20%+，给予公司“买入”评级。

图 79：业绩预测表（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	49.59	69.78	90.93	115.76	145.57
增长率	17.81%	40.72%	30.31%	27.31%	25.76%
EBITDA（亿元）	11.77	17.21	19.41	24.21	29.95
净利润（亿元）	8.12	11.93	13.88	17.79	22.37
增长率	42.32%	46.90%	16.34%	28.18%	25.77%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 80：可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价	EPS					PE			
				2022-06-19	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002568.SZ	百润股份	30,477	29.02	0.89	0.77	0.98	1.21	33	38	30	24	
9633.HK	农夫山泉	396,950	41.40	0.64	0.68	0.83	0.97	65	61	50	42	
平均值				0.77	0.72	0.90	1.09	49	49	40	33	

注：预测来自wind一致预期

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

市场竞争风险：伴随行业的快速发展，能量饮料有力竞争者不断涌现。公司未来能否保持市场竞争优势、持续及时应对市场变化，仍然存在一定的不确定性。

产品结构相对单一：能量饮料占比高，若其市场环境、消费者偏好及行业监管政策等发生不利变化，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

原材料价格波动风险：公司产品原材料占生产成本比重高，主要原材料供求关系或价格出现异常波动将对公司生产经营及利润水平产生一定影响。

疫情对公司经营造成不利影响：随着国外疫情蔓延以及我国境外输入性病例增加，疫情的持续时间及影响范围尚不明朗，疫情反复或加剧将对公司盈利水平造成不利影响。

空间测算假设条件未成立、市场发展不及预期风险：本文对能量饮料消费空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,224.85	1,019.10	3,457.70	3,895.17	5,891.16	营业收入	4,958.50	6,977.82	9,092.53	11,575.67	14,557.07
应收票据及应收账款	12.85	24.57	62.06	25.30	83.58	营业成本	2,647.85	3,881.56	5,146.97	6,578.34	8,252.80
预付账款	178.75	56.80	446.79	180.76	517.76	营业税金及附加	50.36	76.81	90.93	115.76	145.57
存货	272.70	340.04	501.81	606.24	741.33	销售费用	1,040.35	1,368.38	1,792.14	2,287.35	2,912.29
其他	269.82	1,411.02	820.57	924.04	1,023.89	管理费用	183.90	251.64	305.96	359.08	449.96
流动资产合计	1,958.98	2,851.53	5,288.93	5,631.51	8,257.72	研发费用	35.54	42.80	54.56	73.97	85.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(15.93)	(11.39)	(46.14)	(86.80)	(116.77)
固定资产	1,404.38	1,909.13	1,934.58	2,131.84	2,251.24	资产/信用减值损失	0.62	(0.79)	3.23	5.02	2.82
在建工程	456.27	187.13	326.75	250.02	185.26	公允价值变动收益	0.00	116.67	(1.26)	0.00	0.00
无形资产	236.58	322.57	351.02	414.21	458.11	投资净收益	9.84	22.53	20.00	15.18	16.96
其他	305.08	2,520.14	1,052.00	1,287.41	1,613.48	其他	(44.31)	(298.95)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,402.31	4,938.96	3,664.35	4,083.48	4,508.10	营业利润	1,050.30	1,528.56	1,770.08	2,268.18	2,847.12
资产总计	4,361.29	7,790.49	8,953.28	9,714.99	12,765.81	营业外收入	1.97	2.16	1.98	2.04	2.06
短期借款	110.00	623.50	224.57	242.02	300.02	营业外支出	22.73	17.20	15.28	18.40	16.96
应付票据及应付账款	297.98	554.39	627.64	868.74	992.87	利润总额	1,029.55	1,513.52	1,756.77	2,251.82	2,832.21
其他	771.68	995.83	3,165.79	2,847.99	4,804.15	所得税	217.49	320.56	368.92	472.88	594.76
流动负债合计	1,179.66	2,173.72	4,018.01	3,958.75	6,097.05	净利润	812.06	1,192.96	1,387.85	1,778.93	2,237.45
长期借款	301.73	25.83	80.00	161.11	142.16	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	812.06	1,192.96	1,387.85	1,778.93	2,237.45
其他	16.30	111.45	48.13	58.63	72.74	每股收益(元)	2.03	2.98	3.47	4.45	5.59
非流动负债合计	318.03	137.28	128.13	219.74	214.90						
负债合计	2,448.03	3,552.37	4,146.14	4,178.49	6,311.95						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01	成长能力					
资本公积	388.48	2,080.40	2,080.40	2,080.40	2,080.40	营业收入	17.81%	40.72%	30.31%	27.31%	25.76%
留存收益	1,164.77	1,757.72	2,326.74	3,056.10	3,973.45	营业利润	41.81%	45.54%	15.80%	28.14%	25.52%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	42.32%	46.90%	16.34%	28.18%	25.77%
股东权益合计	1,913.25	4,238.13	4,807.14	5,536.51	6,453.86	获利能力					
负债和股东权益总计	4,361.29	7,790.49	8,953.28	9,714.99	12,765.81	毛利率	46.60%	44.37%	43.39%	43.17%	43.31%
						净利率	16.38%	17.10%	15.26%	15.37%	15.37%
						ROE	42.44%	28.15%	28.87%	32.13%	34.67%
						ROIC	135.77%	164.48%	1322.96%	-9236.59%	7316.46%
						偿债能力					
						资产负债率	56.13%	45.60%	46.31%	43.01%	49.44%
						净负债率	-39.26%	-7.73%	-64.87%	-62.24%	-83.79%
						流动比率	0.92	0.83	1.32	1.42	1.35
						速动比率	0.79	0.74	1.19	1.27	1.23
						营运能力					
						应收账款周转率	258.10	372.89	209.91	265.01	267.40
						存货周转率	20.37	22.78	21.60	20.89	21.60
						总资产周转率	1.29	1.15	1.09	1.24	1.30
						每股指标(元)					
						每股收益	2.03	2.98	3.47	4.45	5.59
						每股经营现金流	3.35	5.19	8.32	4.57	9.12
						每股净资产	4.78	10.60	12.02	13.84	16.13
						估值比率					
						市盈率	71.23	48.49	41.68	32.51	25.85
						市净率	30.23	13.65	12.03	10.45	8.96
						EV/EBITDA	0.00	39.87	27.31	21.62	16.66
						EV/EBIT	0.00	44.59	30.86	24.10	18.32

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com