

东鹏饮料 (605499.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

如何看待主业空间及第二曲线机会?

投资逻辑

能量饮料赛道高速增长, 13-22年销量 CAGR 为 16.7%, 15年红牛陷入版权纷争后, 行业出现重整机会。公司借助产品性价比、渠道精细化、品牌全国化快速崛起, 据尼尔森数据, 21年“东鹏特饮”全国销量第一, 22年市占率达 40.9%。23年新品“东鹏补水啦”快速放量 (23H1 其他饮料收入 3.5 亿元, 同比 +93%) 引发市场关注, 本文针对主业空间、第二曲线、扩品方向展开深入讨论。

1、主业成长空间多大? 1) 人均饮用量/单价: 以公司 22 年底各区域的人均饮用量、消费单价为参考范围进行敏感性分析, 取中枢得最终全国销售额处于 248~317 亿元。2) 货运量: 能量饮料与货运场景相关度高, 取两广地区单位货运量对应的销售额约 0.56 元/吨, 推广全国销售额约 283 亿元。3) 劳动人口: 能量饮料适用范围广, 体力、脑力劳动者均为核心消费人群, 22 年两广地区 16-59 岁人均销售额 35 元/人, 最终推广全国销售额约 308 亿元。

2、为什么电解质水能够快速跑通? 1) 行业空间广阔, 海外成熟市场运动饮料人均饮用量约为能量饮料 2~3 倍。电解质水作为运动饮料细分支, 通过疫情加速消费者教育, 22 年在我国增速约 50%。2) 竞争格局尚未成型, 新品牌具备翻盘机会。运动饮料国内 CR3 仅 46%, 远低于成熟国家 80%+。以元气森林外星人为例, 上市两年销售额破 10 亿, 超越宝矿力水特等老牌对手成为第一。3) 公司渠道建设完备, 品牌协同度高。“补水啦”上市时经销网络建设日益完备 (23H1 网点数 330 万, 21H1 仅 179 万), 可复用能量饮料终端渠道、品宣方案、销售策略, 实现新品快速铺市。

3、如何借鉴农夫山泉的扩品思路? 农夫山泉通过多元扩品打开新的增长点, 核心在于走差异化路线, 把握细分赛道机会。借鉴其无糖茶、NFC 果汁快速增长的经验, 我们认为扩品有三个方向: 1) 垂直: 坚持“能量饮料+”矩阵, 设计满足不同人群需求的产品。2) 横向: 在其他大品类中寻找机会, 对碳酸、茶、咖啡饮料等进行健康化改造, 把老品当新品做, 延长产品生命周期。3) 交叉: 将气泡、果汁、茶饮料与能量饮料相结合, 满足消费者尝鲜需求。

盈利预测、估值和评级

我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 19.6/24.6/30.3 亿元, 同比+36%/25%/23%。公司作为能量饮料龙头, 竞争格局占优, 电解质水具备高增潜力, 有望补充第二曲线, 我们给予公司一定的估值溢价 (23 年 PEG=1.4), 目标价 209.73 元, 维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、原材料价格上涨、新品推广不及预期、测算误差、限售股解禁等风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人: 陈宇君

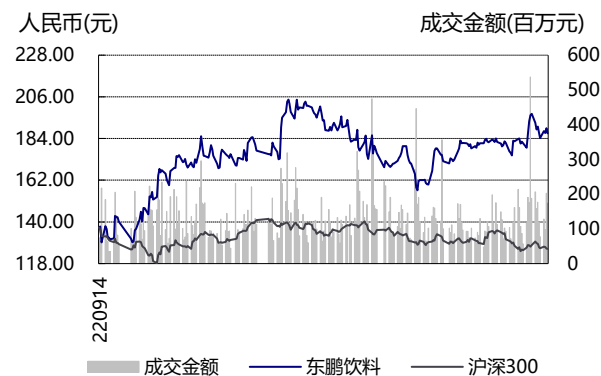
chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 186.76 元

目标价 (人民币): 209.73 元

相关报告:

- 《东鹏饮料公司点评: 业绩超预期, 看好第二曲线成长潜力》, 2023.8.6
- 《东鹏饮料公司点评: 需求+成本改善, 看好 23 年景气延续》, 2023.4.22
- 《东鹏饮料公司点评: 业绩超预期, 看好 23 年加快修复》, 2023.2.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,978	8,505	10,744	13,148	15,909
营业收入增长率	40.72%	21.89%	26.32%	22.38%	20.99%
归母净利润(百万元)	1,193	1,441	1,959	2,457	3,033
归母净利润增长率	46.90%	20.75%	35.97%	25.43%	23.47%
摊薄每股收益(元)	2.982	3.601	4.897	6.142	7.584
每股经营性现金流净额	5.19	5.07	6.27	8.36	9.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.15%	28.44%	30.50%	29.67%	28.32%
P/E	60.97	49.40	38.14	30.41	24.63
P/B	17.16	14.05	11.63	9.02	6.97

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、主业基本盘稳健，成长空间可期.....	5
1.1 行业处于成长期，龙头失利创造机遇	5
1.2 上下游议价能力强，规模效应带动盈利增长	7
1.3 如何看待主业成长空间？	8
二、第二曲线萌芽，电解质水快速成长.....	10
2.1 外部分析：为什么电解质水是好赛道？	10
2.2 内部对比：电解质水何以快速跑通？	12
三、他山之石，未来扩品思路.....	15
3.1 复盘龙头，借鉴经验	15
3.2 农夫新品类何以快速增长？	16
3.3 扩品具备哪些启示？	19
四、盈利预测与投资建议.....	20
4.1 收入和毛利率预测	20
4.2 三项费率预测	20
4.3 估值与投资建议	21
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 2013-2022 年能量饮料销量复合增速最快.....	5
图表 2： 我国能量饮料销量增速高于世界均值	5
图表 3： 2016 年后红牛营收停止增长（单位：亿元）	5
图表 4： 市面上多款红牛产品混淆消费者视听	5
图表 5： 产品、品牌、渠道多方限制中国红牛发展	6
图表 6： 公司市占率逐年提升	6
图表 7： 公司具备高性价比，营销策略多元化	6
图表 8： 2017 年起广东地区销售占比不断下降.....	7
图表 9： 广东以外市场销售额增速强劲	7
图表 10： 白砂糖、PET、瓦楞纸为占比前三的原材料	7
图表 11： 2021 年起原材料价格持续走高，2023 年回落	7
图表 12： 公司毛利率在同行业中表现较为稳健	8
图表 13： 2019-2022 公司净利率稳步提升.....	8
图表 14： 合同负债/营业收入高于同行业其他公司	8
图表 15： 应付账款/营业成本处于行业平均水平	8



图表 16:	与成熟市场相比, 广东区域人均饮用量较高	9
图表 17:	2022 年公司各地区单价及人均销量	9
图表 18:	量价敏感性测算下最终全国销售额处于 248.0-317.2 亿元之间	9
图表 19:	两广货运量受疫情影响波动下降	9
图表 20:	2018-2022 年两广销售额/货运量均值 0.56	9
图表 21:	预计全国销售额空间 307.56 亿元	10
图表 22:	2022 年我国运动饮料规模约 120 亿元	10
图表 23:	我国运动人群比例逐渐增加	10
图表 24:	我国运动饮料龙头市占率逐步下降	11
图表 25:	我国运动饮料龙头市占率偏低	11
图表 26:	早期运动饮料主流品牌对比	11
图表 27:	健力宝新品强化“补充电解质”标签	12
图表 28:	尖叫新品强化“等渗电解质”标签	12
图表 29:	2022 年我国电解质饮料行业规模达 27 亿元	12
图表 30:	2022 年外星人销售额约 12 亿元, 爆发力强	12
图表 31:	公司核心产品推出时间线	13
图表 32:	其他品类收入 2023H1 翻倍增长	13
图表 33:	美国、日本运动饮料人均饮用量高于能量饮料	13
图表 34:	美国、日本运动饮料销量占比远高于能量饮料	13
图表 35:	即饮咖啡在我国软饮料中占比仍较低	14
图表 36:	消费者更倾向于购买咖啡店在售产品	14
图表 37:	我国包装即饮茶行业市场规模逐渐收缩	14
图表 38:	我国包装即饮茶行业竞争格局激烈	14
图表 39:	两广以外地区经销商数量快速提升	15
图表 40:	2020-2022 年单个经销商覆盖网点数快速提升	15
图表 41:	农夫山泉品类扩充历程	15
图表 42:	2018-2022 年农夫山泉各品类销售规模稳健增长, 其中饮料类占比逐年提升	16
图表 43:	农夫山泉中即饮茶类增速最高, 果汁/水类产品增速第二	16
图表 44:	农夫山泉、康师傅、统一、东鹏饮料产品、品牌、渠道对比	16
图表 45:	美国、日本、中国果汁行业规模收缩	17
图表 46:	即饮茶疫后恢复增长, 果汁饮料呈下降趋势	17
图表 47:	我国果汁人均饮用量远低于成熟市场	17
图表 48:	果汁饮料各品类中 NFC 果汁销售量增速最快	17
图表 49:	低糖/无糖茶饮规模增大, 销售占比不断上升	18
图表 50:	低糖/无糖茶饮增速远高于有糖茶饮	18



图表 51: 东方树叶及 NFC 果汁定位、包装、广告语等	18
图表 52: 农夫山泉针对不同场景、不同人群设计多种饮用水品类	19
图表 53: 2015-2022 无糖饮料销售额规模约翻 9 倍	19
图表 54: 无糖饮料销售额增速远高于软饮料增速	19
图表 55: 农夫山泉交叉产品矩阵	20
图表 56: 23-25 年分产品收入和毛利率预测	21
图表 57: 23-25E 三项费率预测	21
图表 58: 23-25 年可比公司 PEG 估值表	22



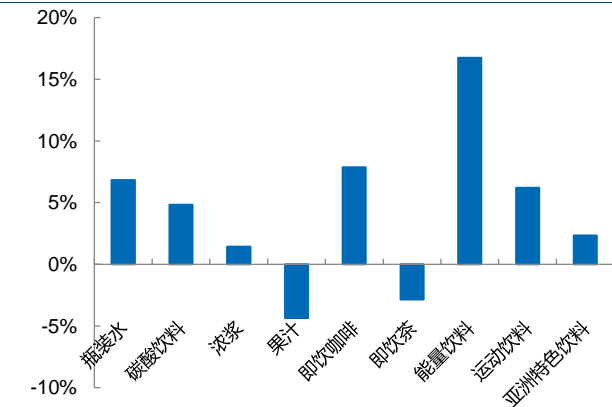
一、主业基本盘稳健，成长空间可期

1.1 行业处于成长期，龙头失利创造机遇

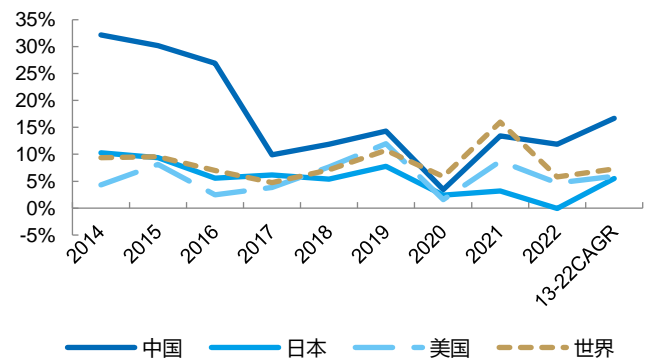
能量饮料是指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的产品，具备“抗疲劳”“提神”等功效，能与多种消费场景深度绑定。由于能量饮料具备成瘾性、功能性等特点，其复购率和大单品效果明显。

横向对比下，能量饮料增速位于软饮料细分类目首位，2013-2022年我国能量饮料销量复合增速为16.7%，远超具有强成瘾性的即饮咖啡类目以及渗透率不断提升的瓶装水类目。纵向对比下，我国能量饮料市场增速远高于世界平均水平，年均增长率为世界的2倍。在人均饮用量上，2022年我国能量饮料人均饮用量仅为2.1升/人，美国、日本的人均饮用量分别约9.6、3.7升/人，亦有较大提升空间。

图表1：2013-2022年能量饮料销量复合增速最快



图表2：我国能量饮料销量增速高于世界均值



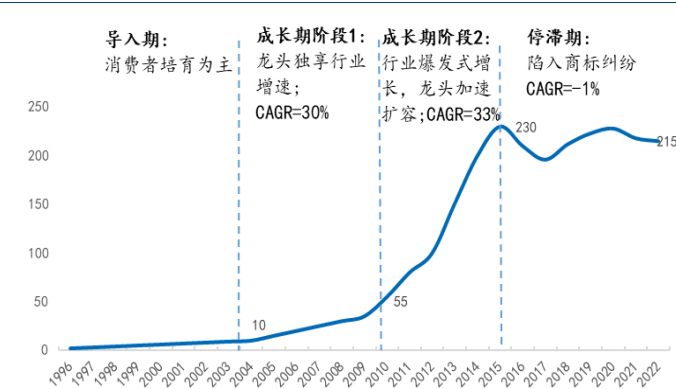
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

回顾龙头发展历程，前期主要以品牌投入为主，中期彰显较强的爆发力，后期陷入版权纷争后增长停滞，其失利为竞争对手创造机遇。1995年，华彬集团创始人严彬与泰国天丝（红牛品牌创始者）签署了四方协议，中国红牛在深圳正式注册登记，将能量饮料带入中国并开启了漫长消费者教育之路。红牛在发展前期采用了高举高打策略，如1995年投入2亿元将上央视春晚；1996年红牛举办中泰足球对抗赛；2003年红牛成为NBA在中国首个合作伙伴；2008年红牛赞助北京奥运会。后续赶上2010-2015年中国经济快速发展期，消费者培育逐步兑现，红牛作为龙头带领行业进入爆发式增长期。

2016年至今，中国红牛陷入与泰国红牛的商标权“20年/50年”案件纷争，收入停滞增长，基本保持在200亿元左右。目前华彬集团仍就“50年”协议申请国际仲裁，案件影响并未完全结束，短期内华彬集团只能就“战马”品牌投放广告资源，部分地区产品推广上架受限，消费者只能转向泰国红牛安吉奈、泰国红牛维生素风味饮料等产品。

图表3：2016年后红牛营收停止增长（单位：亿元）



来源：中国红牛官微，国金证券研究所

图表4：市面上多款红牛产品混淆消费者视听

名称	华彬红牛		泰国(天丝)红牛	
	维生素功能饮料	红牛安吉奈	红牛维生素风味	红牛维生素风味
2021年销售额	约218亿	17亿元	约20亿元	约20亿元
品牌	泰国天丝授权	天丝与曜能量合作	泰国进口-普盛运作	泰国进口-普盛运作
上市时间	1996年	2019年	2020年	2020年
蓝帽子	有	有	无	无
终端	400万	30万	30万	30万
瓶颈	陷入商标争执	含西洋参，口感差	产能在泰国，无批文	产能在泰国，无批文
图片展示				

来源：中国红牛公众号，天丝集团官网，国金证券研究所



图表5：产品、品牌、渠道多方限制中国红牛发展

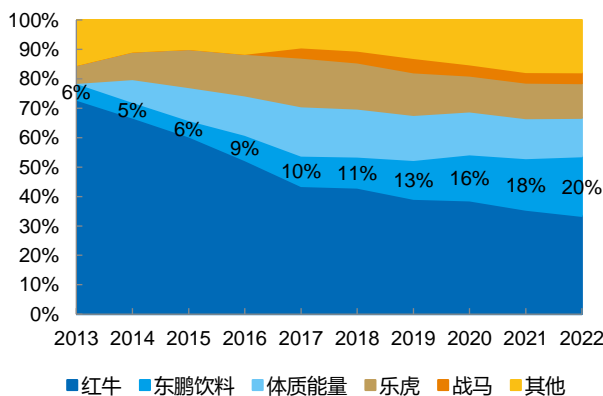


来源：中国红牛公众号，中国法院网，国金证券研究所

龙头市占率的下滑给公司带来新机遇。2016年红牛陷入版权纷争后，营销投放受阻，渠道商持观望态度，红牛市占率不断下滑，其他品牌大多凭借性价比快速崛起。公司自上市后快速凭借产品、渠道、品牌三效合一实现弯道超车。2020年市占率超越体质能量后，其与三、四名市场份额差距不断拉大，同期体质能量、乐虎市占率均呈下降趋势。

通过与其他二线品牌对比，我们认为公司具备渠道精细化管理、品牌定位受众广、全国化扩张等优势。1) 从单价上看，公司产品具备极高的性价比，每100ml 售价为0.9元，仅高于体质能量，但每毫升含牛磺酸、咖啡因等有效物质更多。2) 从营销策略上看，公司通过线上线下并举的模式，触达体育运动、电竞、工作学习等消费场景，营销模式相较于其他公司更为丰富全面。

图表6：公司市占率逐年提升



来源：欧睿，国金证券研究所（注：以零售端销量计市占率）

图表7：公司具备高性价比，营销策略多元化

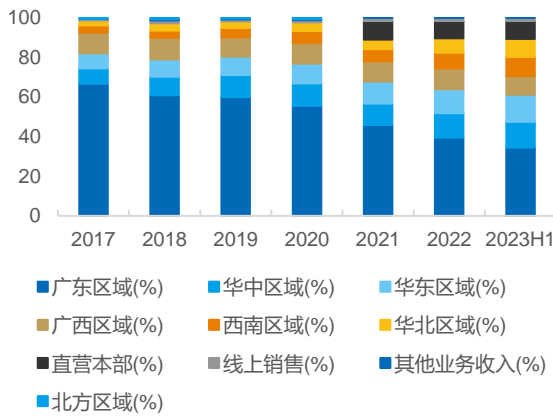
	东鹏	体质能量	乐虎	战马
定位	蓝领为主，逐步拓宽至白领、年轻人	低价策略主攻乡镇市场	场景营销+年轻定位	新潮+年轻定位
营销策略	线上、线下并举。线下包括电竞赛事赞助、抽奖等；线上有世界杯广告、签约代言人、电视剧植入等。	线下为主。主要采用抽奖、买赠、车体广告等。	线上为主。集中投放于体育赛事等。	线上为主。大部分投向线上综艺、电竞赛事。
渠道结构	核心市场采取精耕模式，其他区域主要采取大流通模式	全面实行大区经理+区域经理制	在各城市根据市场规模设立一、二级经销商	联销体配合区域销售团队终端推广
渠道力	渠道利润较高，注重精耕细作。	渠道利润最厚，渠道管理较好。	渠道费用少，经销商管理能力弱。	渠道利润较低，靠品牌、规模优势，渠道管控好。
单价	0.9元/100ml	0.8元/100ml	1.0元/100ml	1.8元/100ml
有效成分	牛磺酸、咖啡因、肌醇、维生素	牛磺酸、咖啡因	牛磺酸、咖啡因、肌醇、维生素	牛磺酸

来源：天猫，国金证券研究所

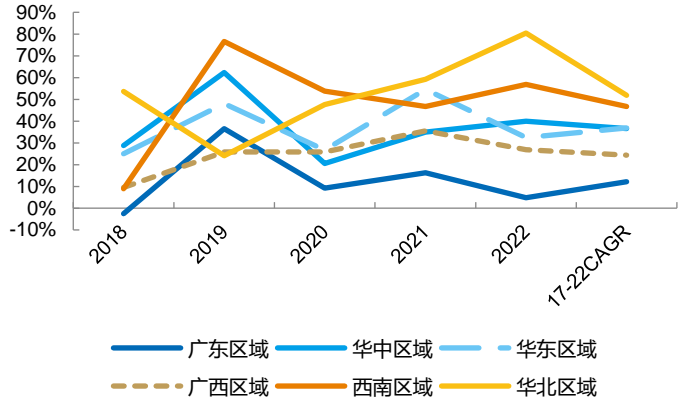
3) 从区域扩展来看，公司不断加强广东以外市场经销商建设，顺利实现全国化扩张，其他地区销售额年均增速高于20%。2019年至今，公司在全国各地的终端网点数量从90万个增长到330万个，平均年增长率约为45%，目前产品遍布各大传统城乡便利店、连锁超市、加油站、自动贩卖机、网吧等渠道。而体质能量、乐虎销售地域性比较明显，主要集中在华北、华东区域，终端网点建设速度较慢。



图表8：2017年起广东地区销售占比不断下降



图表9：广东以外市场销售额增速强劲



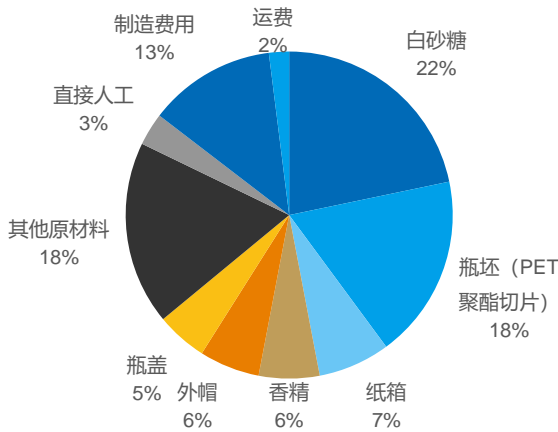
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

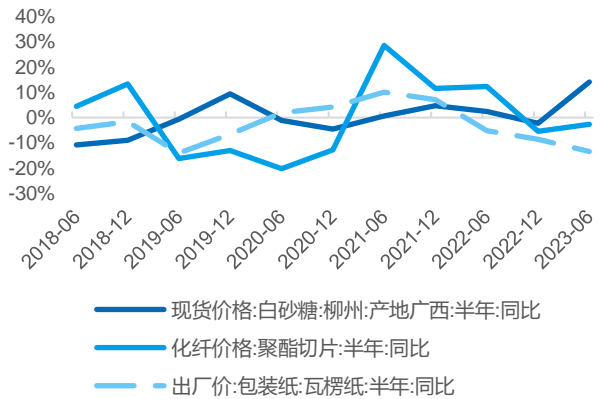
1.2 上下游议价能力强，规模效应带动盈利增长

从对上游议价能力看，公司原材料多为大宗商品，价格波动相对可控，对冲风险手段较多。白砂糖、PET 聚酯切片、纸箱为前三大原材料，取 18-20 年占比均值计算分别为 22%、18%、7%。2021 年起 PET、白砂糖、瓦楞纸价格呈持续走高趋势，至 2022 年下半年才高位回落，在此期间行业内各公司受成本压力较大，毛利率均有下滑趋势。

图表10：白砂糖、PET、瓦楞纸为占比前三的原材料



图表11：2021年起原材料价格持续走高，2023年回落



来源：公司公告，国金证券研究所

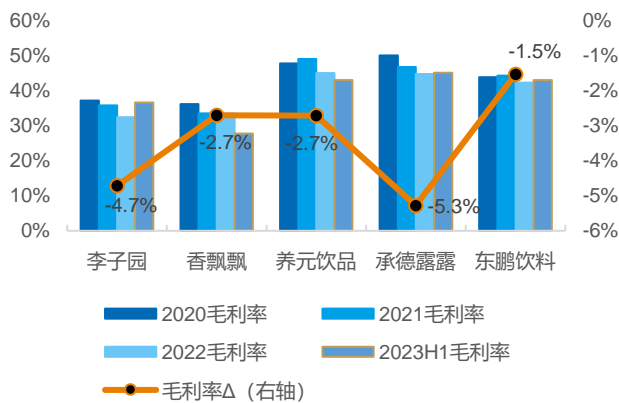
来源：iFinD，国金证券研究所

横向对比较饮料行业其他公司，公司对原材料把控程度高，毛利率受影响相对小。2020-2022 年公司毛利率仅下降 1.5pct，行业可比公司 3 年间毛利率平均下滑 3.9pct。主要系公司具备一定的采购优势，同时在 2021 年初锁价 PET，有效缓解原材料价格上涨压力。虽然毛利率具备增长压力，但 2019-2022 年公司净利率稳步提升，系规模效应带来期间费用摊薄，且理财产品投资收益增厚，盈利能力不断提升。

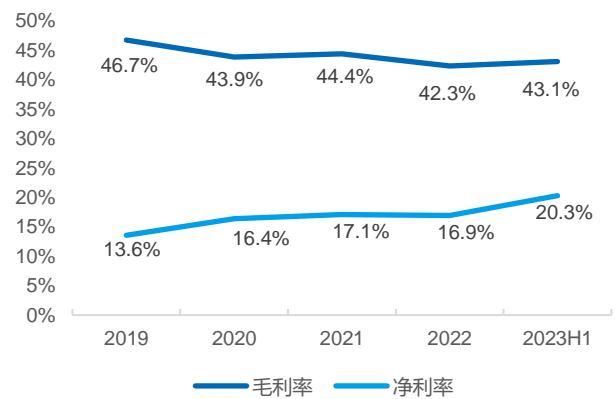
公司合同负债/营业收入 2020-2022 年均值 18.7%，高于同行业大多公司，仅低于以送礼属性为主的承德露露和养元饮品，一定程度上反映了公司对下游客户有较强议价能力，先款后货政策执行力强。公司应付账款/营业成本处于行业中等水平，一定程度上反映了公司与上游原材料供应商建立了较为稳定的关系，兑付能力健康，通常也会择时进行锁价。



图表12: 公司毛利率在同行业中表现较为稳健



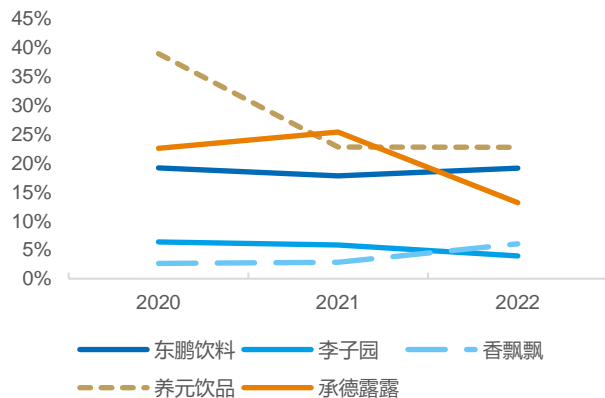
图表13: 2019-2022 公司净利率稳步提升



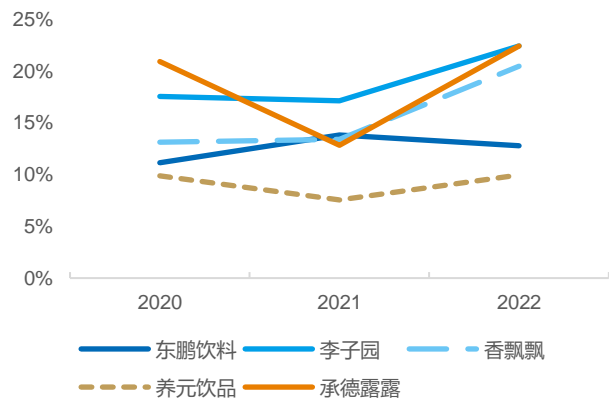
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 合同负债/营业收入高于同行业其他公司



图表15: 应付账款/营业成本处于行业平均水平



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

1.3 如何看待主业成长空间?

针对市场较为关心的主业天花板问题, 我们选取强势区域广东、广西为饱和市场, 采用3种方式推广至全国进行测算, 最终基本能够互为验证。我们选取广东、广西作为饱和市场的原因有:

1) 近些年广东、广西销售增速放缓, 趋向饱和态势。2018-2022 年均增长率分别为 16.1%/28.4%, 而其他地区年均增长率基本在 40%以上。相较于广东、广西, 其他地区仍存在较大增长空间。

2) 广东、广西地区接近成熟国家人均消费量, 2022 年广东、广西人均饮用量约为 7.0 升/人、4.4 升/人, 与美国等成熟市场接近, 提升空间较小。与国内对比, 广东、广西地区人均饮用量远高于国内平均值, 其他地区待开发市场广阔。

■ 方法 1: 量价敏感性测算

拆解 2022 年全国各地区的人均销量/单价, 我们发现

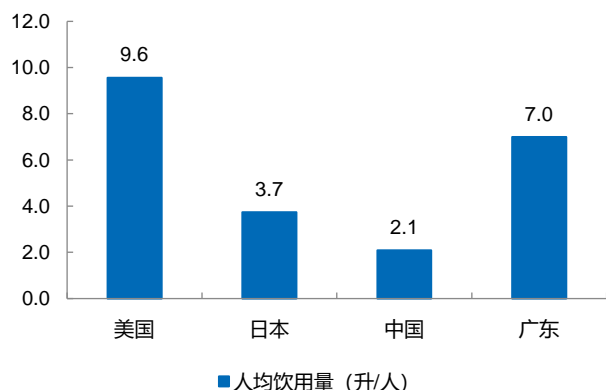
1) 人均饮用量处于 0.2-7.0 升/人区间, 其中华东、华中地区具备增长潜力, 西南、华北地区受饮食习惯、宗教信仰等影响, 消费量较低。

2) 消费单价处于 3.9-4.6 元/升区间, 广东地区单价较低主要系大本营直营合作模式较多, 且当地竞争较为激烈。

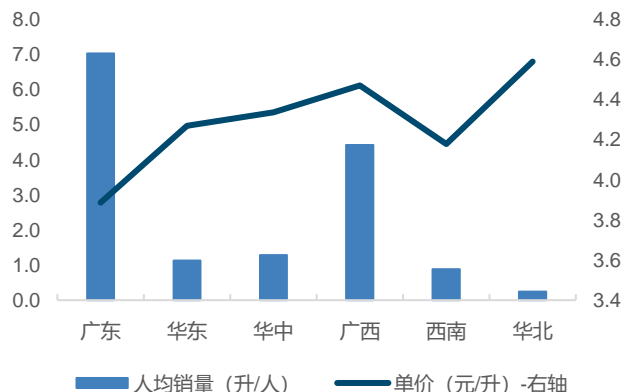
综上, 我们假定全国人均饮用量处于 2.0-7.0 升/人, 单价处于 4.1-4.6 元/升。经敏感性测算取中枢得到最终销售额处于 248.0-317.2 亿元之间。



图表16: 与成熟市场相比, 广东区域人均饮用量较高



图表17: 2022 年公司各地区单价及人均销量



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所(注: 广东区域包含广东省+海南省, 下同)

图表18: 量价敏感性测算下最终全国销售额处于 248.0-317.2 亿元之间

销售额 (亿元)		假定全国单价 (元/升)					
		4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
人均饮用量 (升/人)	2	118.2	121.1	124.0	126.9	129.8	132.7
	3	177.4	181.7	186.0	190.3	194.7	199.0
	4	236.5	242.5	248.0	253.8	259.5	265.3
	5	295.6	302.8	310.0	317.2	324.4	331.6
	6	354.7	363.4	372.0	380.7	389.3	398.0
	7	413.8	423.9	434.0	444.1	454.2	464.3

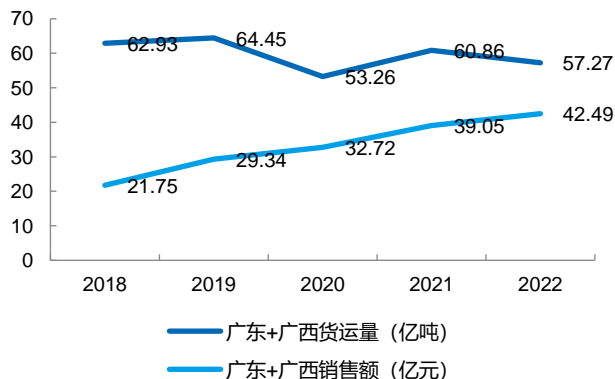
来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 方法 2: 以货运量为依据

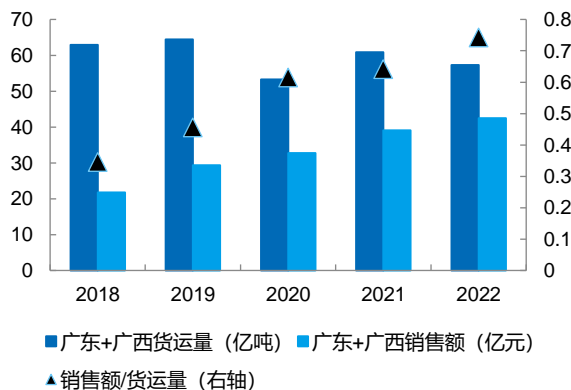
公司消费受众集中在货运司机、电竞选手、运动人群, 近些年公司加大高速路服务区、加油站等特通渠道开发力度, 提升产品触及率。我们认为货运量是货车司机工作量的体现, 与能量饮料饮用量存在一定程度相关性。因此我们取广西、广东地区的单位货运量销售额作为全国稳态进行测算。

2020-2022 年受疫情影响, 两广区域货运量呈现 M 型波动, 2020 年下降至 53 亿吨, 2021 年略有恢复, 22 年继续下滑。我们取 2018-2022 年总销售额/总货运量的均值, 得到每吨货运量对应 0.56 元能量饮料销售额。静态假设下, 根据国家交通运输部公布的 22 年全国货运量 506.63 亿元, 我们预计全国销售额可达 283 亿元。

图表19: 两广货运量受疫情影响波动下降



图表20: 2018-2022 年两广销售额/货运量均值 0.56



来源: 广东省、海南省、广西省交通运输厅, 国金证券研究所

来源: 广东省、海南省交通运输厅, 公司公告, 国金证券研究所



■ 方法 3：以核心消费人群依据

能量饮料核心功效在于抗疲劳、提神，适用于工作、学习等体力及脑力劳动场景，因此可将适龄人口作为公司的核心消费人群，将两广地区适龄人群的人均销售额推广至全国进行预测。我国法定劳动年龄区间为 16-59 岁，2022 年广东省、海南省、广西省的 16-59 岁人口数分别为 8475 万、655 万、2970 万。2022 年公司在广东+广西区域的销售总额为 42.5 亿元，可测算出两地区人均销售额为 35.11 元/人。2022 年全国 16-59 岁人口总数为 8.76 亿，若以广东+广西地区人均销售额水平为目标，预计全国销售额空间为 307.56 亿元。

图表21：预计全国销售额空间 307.56 亿元

项目名称	广东省	海南省	广西省
销售额（亿元）	33.54		8.95
16-59 岁人口数（亿人）	0.85	0.07	0.30
人均销售额（元）		35.11	
空间测算（亿元）		307.56	

来源：广东省、海南省、广西省统计局，国金证券研究所

■ 小结

通过以上 3 种测算方式，我们得到最终全国销售规模天花板约为 248.0~317.2 亿元，相较 2022 年底仍有 2-3 倍提升空间。但在测算中我们并未考虑全国货运量增长、未来驾驶智能化替代、劳动人口增长、劳动时间延长等因素的动态变化。此外我们在选取天花板时，仅以广东、广西区域东鹏特饮的销量情况作为饱和状态，实际上当地的下沉市场仍有空白网点填补机会，及对于某些区域性竞争对手的替代机会。

二、第二曲线萌芽，电解质水快速成长

2.1 外部分析：为什么电解水是好赛道？

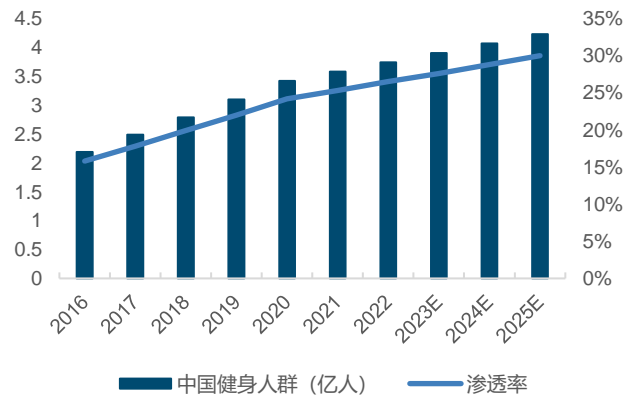
近年来健康概念盛行，在全民健身热潮的推动下，运动饮料重回大众视线。疫情期间官方公布的指南中对“水、电解质平衡”的强调促成了新一轮消费者教育，行业增速得以恢复。大量软饮料公司加强运动饮料赛道的布局，公司也在 2023 年推出新品“东鹏补水啦”电解质水，意在打造第二增长曲线。

运动饮料专门针对运动时生理消耗设计，可针对性补充运动时丢失的营养，主要包括糖、维生素和电解质，同时提高运动能力、缓解运动后疲劳。根据欧睿，2022 年我国运动饮料总规模达 128 亿元，5 年复合增速为 3.9%，疫情期间受场景限制，行业规模有所下滑，近年来随着户外场景打开、健康意识逐步崛起，行业增速恢复高个位数。2022 年我国每周参与 2 次以上健身活动的人约 3.74 亿人，5 年复合增速约 8.5%，预计未来随着健身人群渗透率逐步提升，运动饮料行业处于稳步扩张期。

图表22：2022 年我国运动饮料规模约 120 亿元



图表23：我国运动人群比例逐渐增加



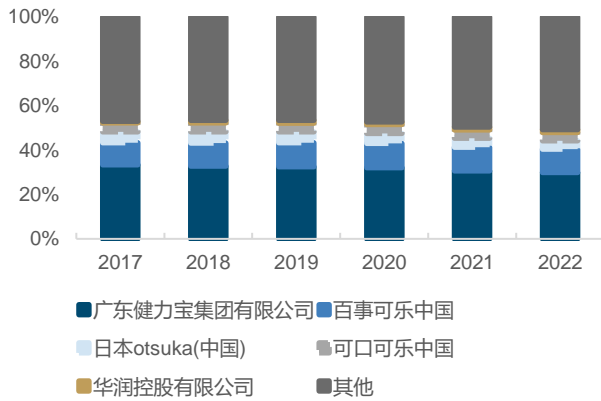
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：KEEP 招股说明书，国金证券研究所（注：渗透率为右轴）

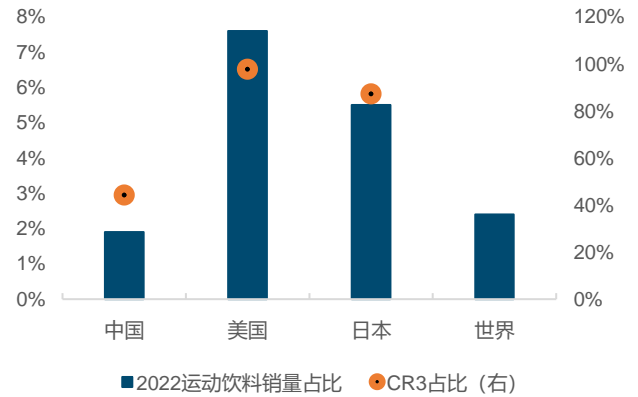


从我国运动饮料竞争格局来看，行业龙头为健力宝，市占率稳定在 30% 以上，2022 年零售额约 38.3 亿元，远超百事佳得乐/宝矿力水特（市占率分别为 10%/5%）。近年来，随着功能化细分品类兴起，我国运动饮料 CR3 逐步下降，行业竞争格局尚未成型。横向对比世界其他国家来看，中国运动饮料渗透率偏低，2022 年仅占 1.9%，世界平均占比约 2.4%。从集中度看，成熟国家运动饮料 CR3 占比约 80% 以上，而我国仅 46%，行业具备整合机会。

图表24：我国运动饮料龙头市占率逐步下降



图表25：我国运动饮料龙头市占率偏低



来源：欧睿，国金证券研究所（注：市占率以零售量计）

来源：欧睿，国金证券研究所

早期运动饮料主流品牌多为特定人群设计，传播范围受限。随着各大体育赛事兴起，运动饮料冠名广告播出，拓宽了消费受众面并提升了品牌影响力。如健力宝 1984 年作为首选运动饮料伴随中国体育代表团参加美国洛杉矶第 23 届奥运会，被外国媒体誉为“中国魔水”。佳得乐在 70 年代成为 NFL（美国国家橄榄球联盟）特供，1992 年签约乔丹并多次冠名 NBA 赛事。宝矿力水矿是日本大冢制药株式会社研发的饮料品牌，2003 年进入中国市场后即与国家体育总局训练局签约，成为训练局国家队运动员备战保障产品。

图表26：早期运动饮料主流品牌对比

品牌	中国上市时间	主打概念	巅峰时期销售额
健力宝	1984 年	民族品牌，中国第一个碱性电解质饮料	60 亿元（1996 年）
百事-佳得乐	2006 年	佛罗里达大学橄榄球队运动员专用饮料，快速补充体力	14 亿元（2022 年）
宝矿力水特	2003 年	被称为“可以喝的点滴”，与人体体液渗透压近似，快速补水解渴	7 亿元（2018 年）
农夫山泉-尖叫	2003 年	添加多肽、膳食纤维、牛磺酸等，针对性消除运动损伤、促进肠胃蠕动	24 亿元（2014 年）

来源：各公司官网，欧睿，国金证券研究所

市面上主流运动饮料成分为水、白砂糖、碱性电解质（钾、钠、钙、镁）、食品添加剂等，实际上核心有效成分为糖和电解质。电解质可帮助机体补充钾、钠等元素，从而缓解身体乏力，提升运动表现。早期各大品牌均未重视电解质概念，而以其他添加物如蜂蜜、多肽等为卖点。近年来运动饮料更强调功能性，叠加疫情期间《膳食营养临时指南》中提到“注意水、电解质平衡”或“适量补充含一定量电解质的饮用水”，电解质概念快速完成消费者普及教育，多数品牌也会在包装上强化“电解质”字眼，2022 年我国电解质行业规模同比增长 50%，达到 27 亿元。



图表27: 健力宝新品强化“补充电解质”标签



来源: 健力宝官网, 国金证券研究所

图表28: 尖叫新品强化“等渗电解质”标签

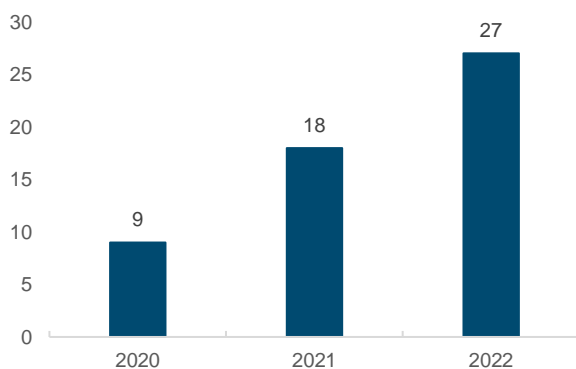


来源: 农夫山泉官网, 国金证券研究所

从行业竞争格局来看, 元气森林-外星人电解质水于 2020 年上新, 凭借前期气泡水打下的渠道基础, 借助各项营销资源倾斜, 该品类迅速跑通, 2022 年销售额约 12 亿元, 同比翻倍增长。其次是分别于 2003/2021 年进入市场的宝矿力水特/尖叫 (等渗版), 2022 年销售额分别为 6/4 亿元, 同比增长 3.4%/31.9%。

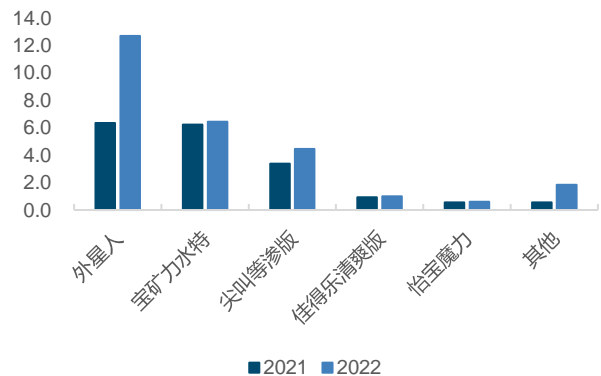
我们发现对于成长早期的电解质饮料赛道而言, 消费者品牌认知尚未成型, 新品爆发速度更快。尤其 2021 年来, 赛道涌入了较多竞争者, 目前市场老牌食品饮料巨头均有涉猎, 如哇哈哈、今麦郎、旺旺等陆续推出电解质饮品, 东鹏亦在 2023 年 1 月上新“补水啦”。

图表29: 2022 年我国电解质饮料行业规模达 27 亿元



来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 仅涵盖以电解质水命名的品类)

图表30: 2022 年外星人销售额约 12 亿元, 爆发力强



来源: 欧睿, 国金证券研究所

2.2 内部对比: 电解质水何以快速跑通?

公司产品以能量饮料为主, 同时陆续布局了矿泉水、茶、咖啡等赛道。能量饮料方面, 除包装规格创新外, 公司针对细分人群推出新品, 先后推出适用于健康减糖人群的“0 糖特饮”、针对女性富含鱼胶原蛋白肽的“她能”、适配年轻人喜好的碳酸饮料“东鹏气泡特饮”。

其他产品方面, 公司在原有由柑柠檬茶、陈皮特饮等基础上, 2021 年推出低糖拿铁咖啡“东鹏大咖”, 但近年来销售额仅维持在几千万水平。2023 年初上新电解质水“东鹏补水啦”, 从其他饮料销售额拆解来看, 23Q2 环比提升 1.08 亿元, 同比增长 201%, 增量大多来自新品电解质水, 年内有望成长为 3 亿元以上单品, 是最具潜力的第二增长曲线。

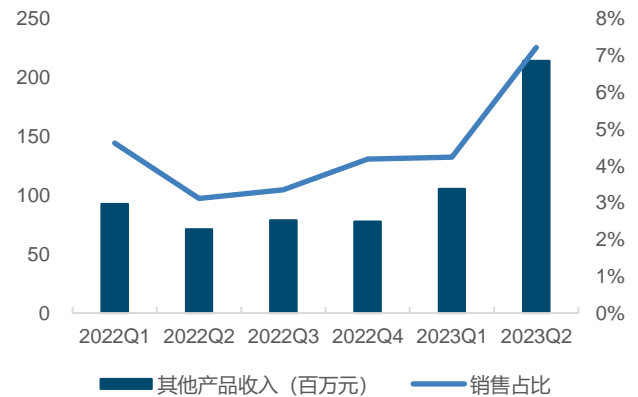
相比于公司前期大力培育的其他品类, 电解质水起量速度更快, 仅用 1 个季度的时间成长为“亿元单品”, 而此前进军的咖啡、油柑茶品类经过几年培育, 年销售额均为千万量级。对此我们进行复盘和分析, 我们对比了咖啡、果茶和电解质水的行业差异, 及公司内部推出的时点渠道建设差异, 认为公司电解质水起量更快的原因在于: 1) 消费受众广, 赛道空间广阔; 2) 竞争格局友好, 具备翻盘机会; 3) 渠道建设完备, 品牌高效协同。



图表31：公司核心产品推出时间线



图表32：其他品类收入 2023H1 翻倍增长



来源：公司官网，国金证券研究所

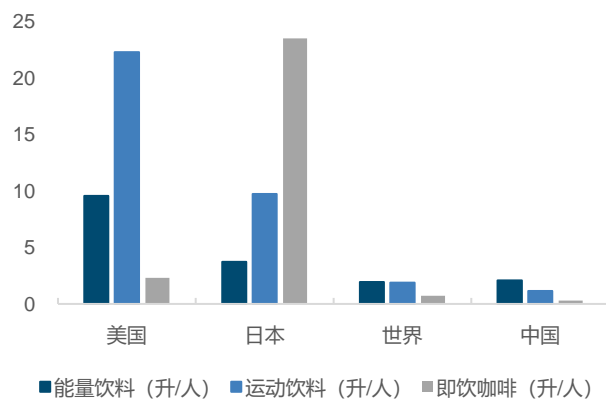
来源：公司公告，国金证券研究所（注：销售占比为右轴）

■ 消费受众广，赛道空间广阔

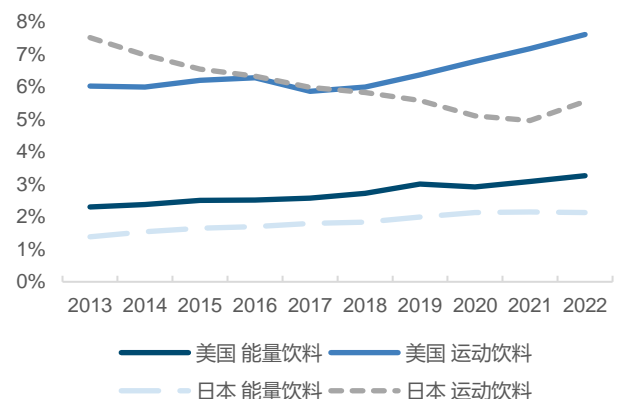
电解质概念借助疫情被大众熟知，进而独立成为细分品类。实际上运动饮料本质为“电解质+”，在我国已有一定的群众消费基础。区别于能量饮料、即饮咖啡、茶，均具备较强的功能性，有效物质为咖啡因、牛磺酸、茶多酚等，主要适配易疲劳、高强度工作者。

电解质饮料适用人群更加广泛，能满足所有的流汗场景，除了运动外，针对感冒发烧、腹泻均有效。从发达国家的情况来看，运动饮料人均饮用量远超能量饮料，如美国/日本 2022 年人均运动饮料饮用量分别为 22 升/人、10 升/人，分别为能量饮料饮用量的 2.3/2.6 倍。

图表33：美国、日本运动饮料人均饮用量高于能量饮料



图表34：美国、日本运动饮料销量占比远高于能量饮料



来源：欧睿，国金证券研究所（注：数据为 2022 年）

来源：欧睿，国金证券研究所

■ 竞争格局友好，具备翻盘机会

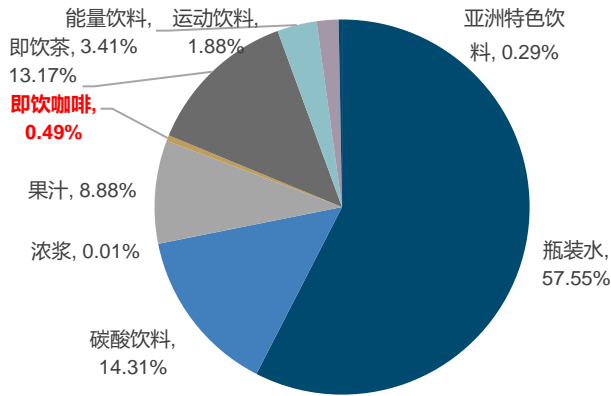
电解质饮料目前仍为新兴赛道，行业竞争格局尚未成型，由此前元气森林销售额上市 2 年破 10 亿元可见，接近百事佳得乐（进入中国市场近 20 年），有别于咖啡、茶饮行业市场占率较高且均为巨头布局的特征，电解质赛道品牌认知尚未成型，新兴品牌具备翻盘机会。

咖啡为近年来增速较快的新兴赛道，据国际咖啡组织，2021 年我国咖啡行业市场规模达 3817 亿元，同比+27.2%，预计 25 年突破万亿元。公司此前对即饮咖啡赛道寄予厚望，但 2022 年并未得到全面推广，销售额贡献较弱。我们认为主要原因是：

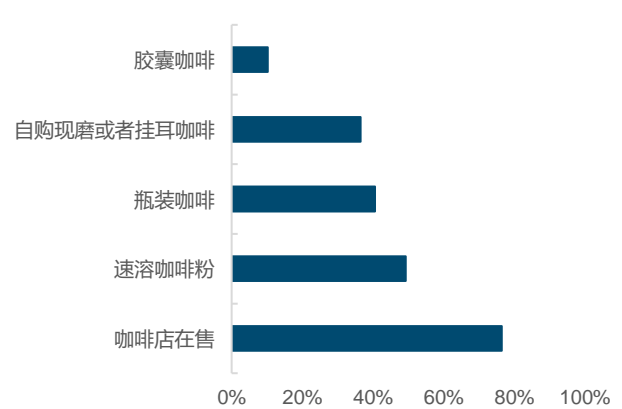
- 1) 中国包装即饮咖啡赛道规模较小（22 年占比软饮料市场 0.5%），市场总容量有限，且基本被雀巢、星巴克垄断，新品牌生存空间有限。
- 2) 消费者更倾向于现制咖啡，因此以堂食居多。艾媒数据中心显示，76.4%的消费者选择在售咖啡，仅 40.6%的消费者选择瓶装咖啡。并且近年来以瑞幸为代表的现制咖啡玩家实行低价策略，吸引了较多消费者流向门店购买。



图表35：即饮咖啡在我国软饮料中占比仍较低



图表36：消费者更倾向于购买咖啡店在售产品



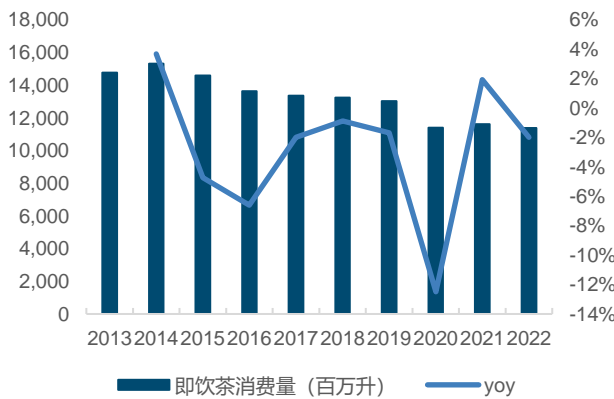
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：艾媒咨询，国金证券研究所

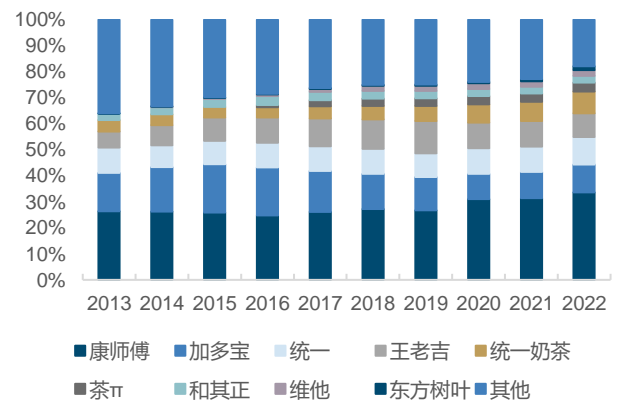
即饮茶在我国软饮料消费市场受欢迎程度高，消费者培育较为成熟。22年占比软饮料消费量约12%，显著超过能量饮料/运动饮料3.4%/1.8%。公司在茶饮赛道进行差异化布局，主推由柑柠檬茶，定位清爽解腻、维生素丰富、回味无穷。但从历史销售数据来看，并未有效推广至全国。我们认为系：

- 1) 品类选取小众。油柑产地集中于潮汕，具备鲜明的地域特色，而两广地区凉茶消费习惯居多，王老吉、加多宝老牌龙头地位稳固。近年来兴起无糖纯茶之风，如茶π、东方树叶市占率快速提升，公司难以突出重围。
- 2) 即饮茶赛道较为拥挤，食品饮料综合巨头均有涉猎，如康师傅、统一、农夫山泉等，且龙头市占率呈现提升趋势，22年CR3累计占比超50%。
- 3) 随着消费升级导向现制茶饮，包装茶饮市场规模逐渐收缩，2022年我国即饮茶规模1139亿元，5年复合增速为-0.1%，具体表现为量减价增。而现制茶饮市场规模2022年突破1423亿元，5年复合增速为15.2%。

图表37：我国包装即饮茶行业市场规模逐渐收缩



图表38：我国包装即饮茶行业竞争格局激烈



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所（注：以销量计市占率）

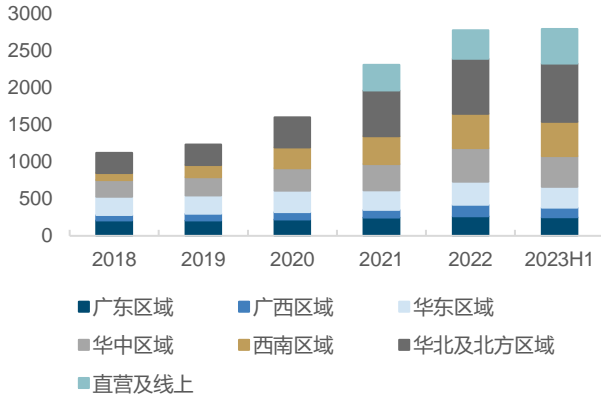
■ 渠道建设完备，品牌高效协同

从品牌建设角度看，有别于咖啡、茶饮品类，电解质水可以复用能量饮料的广告、渠道、推广策略，实现较快的铺货上量（能量饮料着重深耕电竞人群、开车人群、运动人群，与电解质水受众重叠度高）。2022年公司借势四年一度的FIFA世界杯，在央视转播期间高频次覆盖黄金赛事广告点位，累计触达24.17亿人次，覆盖全国2.64亿人口。并通过赞助BSK篮球联赛、NYBO青少年篮球公开赛、HHI世界街舞锦标赛等赛事，达到与运动人群的深度互动，为电解质水提前做好消费者沟通、铺垫品牌基础。

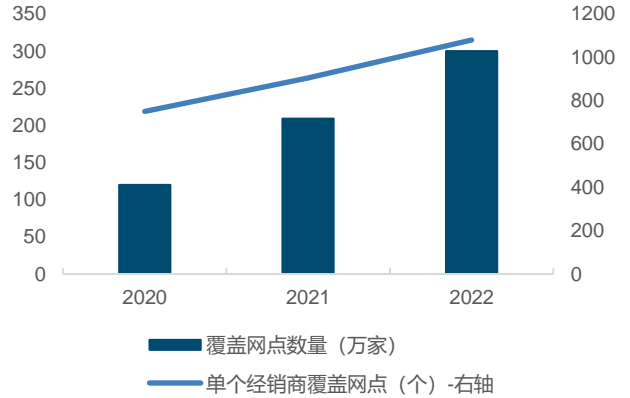


从渠道建设角度来看，电解质水推新节点较好。2021 年公司处于上市后外埠市场加速开拓期，新拓展的经销商根基尚未扎稳，尤其华北区域经销商实力较为孱弱，因此咖啡等新品全国化较为困难。2022 年公司继续开拓两广以外市场经销商，净增加 398 名，覆盖网点数量提升至 300 万家。2020 年-2022 年，公司经销商质量亦有明显改善，单个经销商覆盖网点数量从 750 万家增长至 1080 万家，单点产出也迅速增加。

图表39：两广以外地区经销商数量快速提升



图表40：2020-2022 年单个经销商覆盖网点数快速提升



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

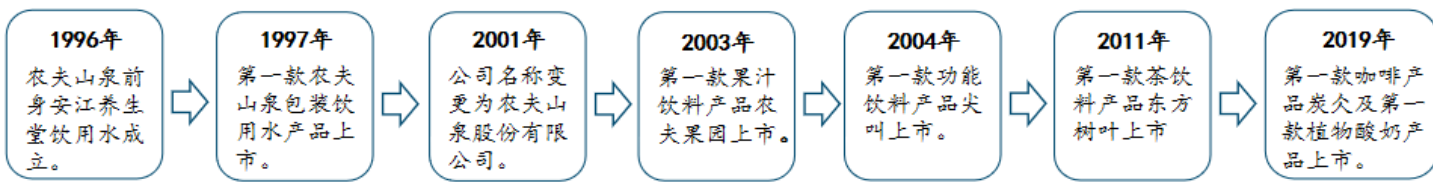
三、他山之石，未来扩品思路

3.1 复盘龙头，借鉴经验

农夫山泉作为中国软饮料行业巨头，自成立以来不断扩充品类，以包装饮用水、饮料作为双引擎，实行多品牌战略，持续开启新增长点。2003 年，农夫山泉的第一款果汁饮料农夫果园上市，开启了农夫山泉在果汁饮料赛道的布局之路，后于 2016 年推出 NFC 果汁 17.5° 系列，继续抢占果汁饮料市场份额。

2011 年，农夫山泉推出第一款茶饮料产品东方树叶，宣布入局无糖茶饮市场，并于 2016 年推出茶π在有糖茶饮赛道进行品类扩充。此外，农夫山泉的尖叫、炭仞也在运动饮料及即饮咖啡市场中表现良好。因此，农夫山泉的“双引擎+多品牌战略”可作为公司扩充“东鹏能量+”多元产品矩阵的优秀范本，提供扩品类思路。

图表41：农夫山泉品类扩充历程



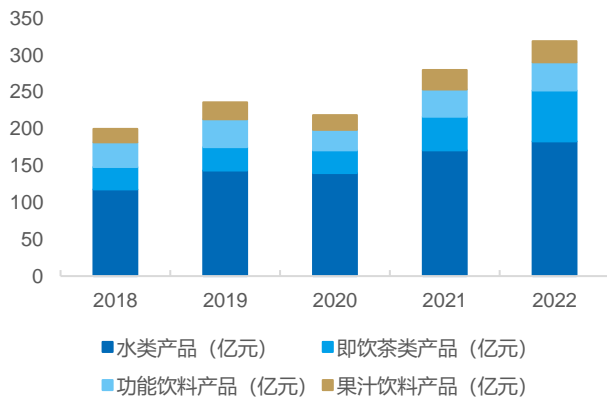
来源：农夫山泉公司公告，国金证券研究所

2018-2022 年间农夫山泉全品类销售额均维持稳健增长，总营收从 205 亿元增至 332 亿元，其中 2022 饮料品类总规模为 150 亿元，占销售比重为 41%，基本接近水类产品。从饮料细分品类看，近五年即饮茶类占比维持最高水平，产品受众面广；22 年功能饮料占比增至 21% (18 年占比 15%)，主要受益于功能饮料行业整体高增。

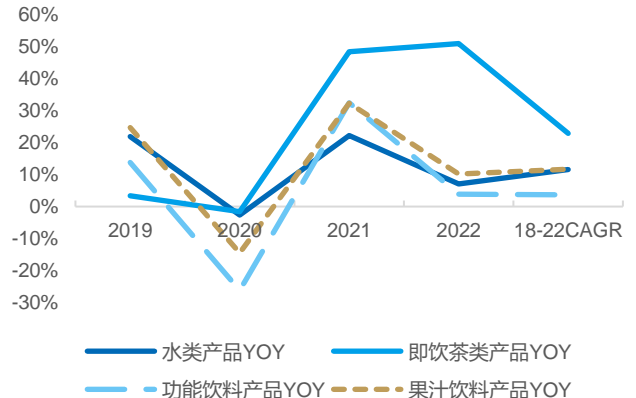
在饮料业务上，除 2020 年疫情影响下各品类销售额略有下滑，其他年份均维持双位数增长，2018-2022 年水类产品/即饮茶类/功能饮料/果汁饮料的年均增长率分别为 11.6%/22.8%/3.7%/11.6%，其中即饮茶类年复合增长率最高，果汁饮料与水类产品增速并列第二，功能饮料增长稳健。



图表42: 2018-2022年农夫山泉各品类销售规模稳健增长, 其中饮料类占比逐年提升



图表43: 农夫山泉中即饮茶类增速最高, 果汁/水类产品增速第二



来源: 农夫山泉公司公告, 国金证券研究所

来源: 农夫山泉公司公告, 国金证券研究所

农夫山泉着力打造“包装饮用水+软饮料”双引擎发展格局, 在2022年C-BPI品牌榜中, 农夫已在软饮料三个细分品类中居前三, 均以优势产品站稳脚跟。渠道方面, 农夫执行专属大商制, 由经销商承担开拓市场、维护价盘、提升品牌形象等职能, 经销商实力雄厚, 2020年单点产出约514万元/年, 远超软饮料行业其他竞争对手。但终端网点数量仅300万个, 目前主要覆盖县级以上市场, 乡镇级别相较可口可乐、统一、康师傅仍有较大发展空间。对比而言, 公司目前深耕于能量饮料赛道, 第二曲线尚未培育成型, 经销商单点产出也有较大提升空间。

图表44: 农夫山泉、康师傅、统一、东鹏饮料产品、品牌、渠道对比

	农夫山泉	康师傅	统一	东鹏饮料
产品策略	“双引擎”发展格局	以消费者需求为导向丰富产品矩阵	聚焦经营品牌建设, 多元化、精致化发展	打造“东鹏能量+”产品矩阵
2022年C-BPI品牌榜	瓶装水品牌-第一 果汁品牌-第三 茶饮料品牌-第三	茶饮料品牌-第一 碳酸饮料-第二	茶饮料品牌-第二	功能饮料品牌-第三
经销商数量	4454 (2020.5)	76528 (2022.12)	-	2796 (2023.6)
终端网点数量	300万 (2021.12)	400+万 (2020.12)	-	330万 (2023.6)

来源: 各公司公告, Chnbrand, 国金证券研究所

3.2 农夫新品类何以快速增长?

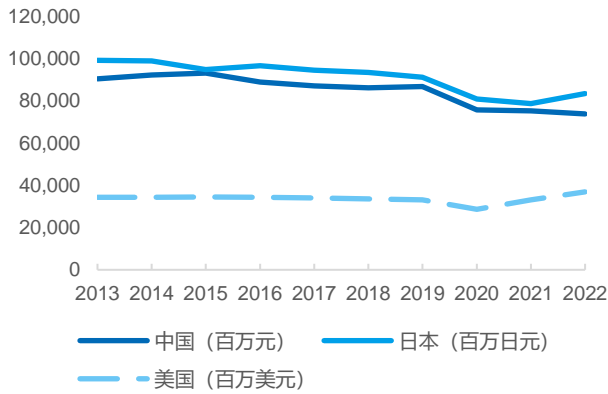
■ 茶、果汁是传统软饮料消费大类, 具备广阔的市场空间

2022年我国即饮茶、果汁在软饮料市场的销售占比分别位居第三、第四, 仅次于瓶装水及碳酸饮料。从市场规模看, 2022年即饮茶/果汁销售规模分别为1139/738亿元, 5年复合增速为-0.9%/3.3%。即饮茶行业增速受疫情冲击略有下降, 但整体呈现较强的疫后复苏趋势, 尤其近年来无糖茶流行带动行业扩容。我国果汁行业规模呈逐年下行趋势, 与美国、日本类似, 主因果汁饮料含有较高的糖分, 近年来消费者更注重减糖概念。

农夫践行“老品当新品做”理念, 在技术上作出突破, 切入小众细分赛道, 顺利解决产品老化问题。如2011年推出了东方树叶无糖茶饮, 以其无菌冷灌、控氧技术开创了“0糖、0脂、0卡、0香精、0防腐剂”的茶饮新标准, 并根据节令推出新口味。2016年还利用其无菌生产技术研发出市面上第一款无需冷链保存的NFC果汁, 显著降低运输成本同时保证口感。

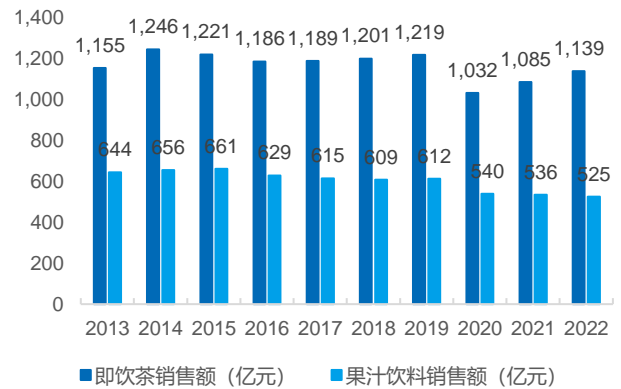


图表45: 美国、日本、中国果汁行业规模收缩



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表46: 即饮茶疫后恢复增长, 果汁饮料呈下降趋势



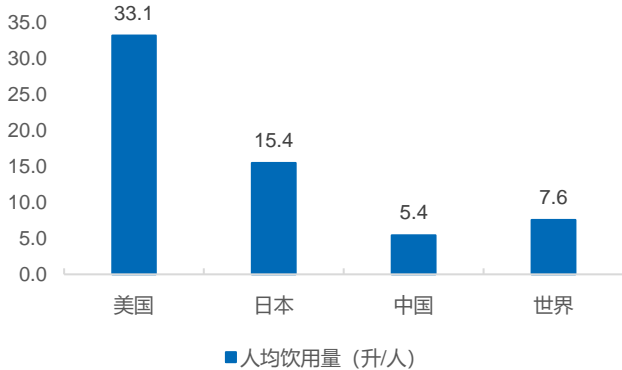
来源: 欧睿, 国金证券研究所

■ 抓住差异化细分赛道机会, 符合主流健康无糖、零添加趋势

即便果汁市场规模逐年收缩, 但农夫瞄准细分 NFC 果汁细分赛道发力, 定位为天然无添加、营养丰富、口感佳的高品质纯果汁, 快速抢占中高端果汁市场。随着健康零添加、消费升级趋势崛起, 农夫山泉的 NFC 果汁受到新一代年轻人、高收入人群的喜爱。

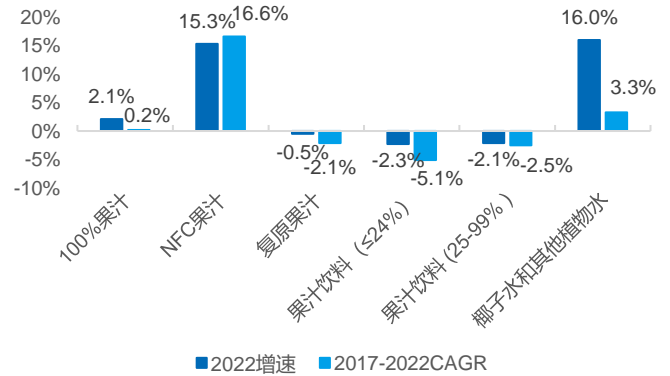
从果汁饮料整体市场看, 我国人均饮用量仅 5.4 升/人, 而以美国、日本为例的成熟市场人均饮用量约为我国的 6 倍/3 倍。从果汁饮料细分赛道看, 2017-2022 年 NFC 果汁销售量年均增长率为 16.6%, 远高于果汁饮料中的其它细分品类, 对比来看整体果汁市场年复合下滑 2.5%, NFC 赛道具备较大发展潜力。

图表47: 我国果汁人均饮用量远低于成熟市场



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表48: 果汁饮料各品类中 NFC 果汁销售量增速最快



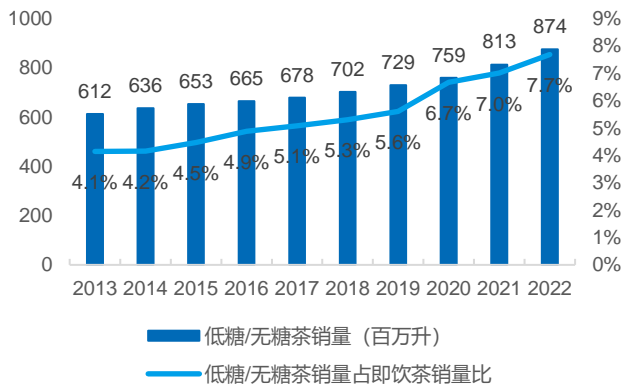
来源: 欧睿, 国金证券研究所

农夫选择的另一个差异化细分赛道为无糖茶饮。中国茶饮料经过了三十年发展后, 消费市场由追求口味、低价的萌芽期, 到追求多元口味和购买便利性的启动期, 现在步入追求健康、品质、悦己的快速成长期。

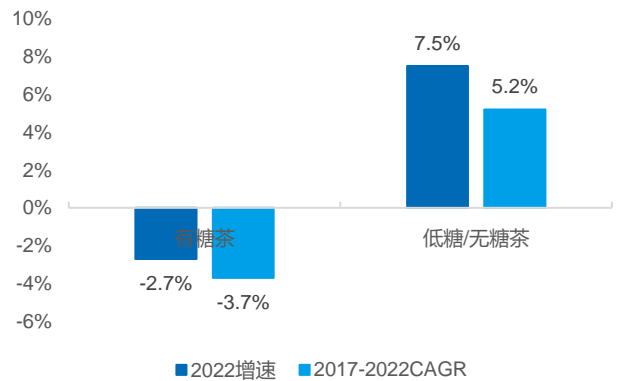
健康消费开始普及后, 低糖/无糖茶饮市场快速起量, 2013-2022 年低糖/无糖茶饮销量由 6.12 亿升不断增至 8.74 亿升。低糖/无糖茶在 2017-2022 年均复合增长率为 5.2%, 而含糖茶饮销售额逐渐下滑, 2017-2022 年均复合增长率为-3.7%。农夫山泉在 2011 年提前布局的东方树叶无糖茶饮近年来快速崛起, 2022 年销售额约 21 亿元, 2017-2022 年复合增速约 30%, 成为重要增长点。



图表49: 低糖/无糖茶饮规模增大, 销售占比不断上升



图表50: 低糖/无糖茶饮增速远高于有糖茶饮



来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 销量占比为右轴)

来源: 欧睿, 国金证券研究所

■ 通过新颖的包装设计和广告宣发, 区别于市场主流产品, 赋予品牌溢价

农夫早期以竞争最为激烈的包装水起家, 其凭借优秀的营销策略, 突出“天然矿泉水”、“弱碱性水”的差异化特征, 同时在上游不断挖掘新的水源地, 并组织媒体和消费者前往参观, 下游配合终端网点推行冰冻化陈列, 加大铺货及营销力度, 最终从各大竞品中突出重围, 最终稳住包装水龙头位置。旗下产品东方树叶、NFC 果汁亦有相同打造思路。

由于软饮料行业生产壁垒有限, 同质化较为严重, 热门赛道竞争较为激烈。各大饮料品牌相继推出了符合主流健康观念的产品。比如无糖茶饮赛道有三得利、康师傅、奈雪等国内外龙头先后进入, NFC 果汁赛道亦有汇源、零度果坊、福兰农庄等竞品。而农夫得以突出重围的原因在于其优秀的品牌宣传基因, 通过广告文案、包装设计等方式赋予产品独特的市场定位和品牌溢价。

东方树叶定位中高端茶叶, 强调“0 糖、0 脂、0 卡、0 防腐剂”, 满足了 Z 世代年轻人对健康、减脂方面的需求。在瓶身设计上, 采用上圆下方的饱满设计, 透明瓶身使内部茶汤可视化。包装设计上, 邀请英国 Pearlfisher 设计公司操刀设计, 化用剪纸元素并分别截取四则故事的四个形象做图, 配上中国传统剪纸、皮影纹样做暗花。广告文案设计上, 赋予产品可琢磨的故事性与场景感。

NFC 果汁定位高性价比的 NFC 果汁, 利用无菌灌装技术做到了常温保存+长保质期, 符合包括聚会、下午茶、工作间隙、野营郊游等多种消费场景需求。包装设计上印有一瓶果汁≈几颗水果, 将健康、营养的信息直观传递给消费者。广告语上, 强调“100%鲜果榨取, 不加水, 不加糖, 不加任何添加剂”, 健康形象更深入人心。

图表51: 东方树叶及 NFC 果汁定位、包装、广告语等

产品	东方树叶	NFC 果汁
定位	中高端茶饮, 主打健康、零添加	高性价比, 常温储存+长保质期
包装设计	① 上圆下方+东方美学插图 ② 可视化包装, 透明瓶身可见茶饮澄澈	① 健康自然, 色彩明亮, 有食欲感 ② 半透明瓶身可见果汁颜色 ③ 包装标有: 一瓶果汁≈几颗水果
广告语	①茉莉花茶: 上品饮茶, 极品饮花, 可以闻得到春天的茶。②乌龙茶: 17 世纪, 中国乌龙远渡英伦, 演化为上层社会优雅奢华下午茶。	100%鲜果榨取, 不加水, 不加糖, 不加任何添加剂。

来源: 农夫山泉官网, 国金证券研究所



3.3 扩品具备哪些启示?

■ 垂直：坚持“东鹏能量+”产品矩阵，设计满足不同人群需求的产品

农夫山泉利用其品牌优势，对包装饮用水进行垂直创新，对不同产品的定位、价格带作出区分，符合多种消费人群、多种消费场景需求。除了常规的红包装饮用水外，农夫山泉在包装饮用水赛道已经发展出了针对母婴群体的“婴儿水”、针对中老年群体的“锂水”、针对运动群体的运动盖装饮用水、针对泡茶群体的泡茶水、定位中高端水的长白雪以及极具收藏价值的玻璃瓶装饮用水。我们认为公司可以针对运动、工作、学习等场景差异化添加营养元素，并设计不同的规格包装，扩充“能量+”产品矩阵，满足更多场景的消费需求。

图表52：农夫山泉针对不同场景、不同人群设计多种饮用水品类

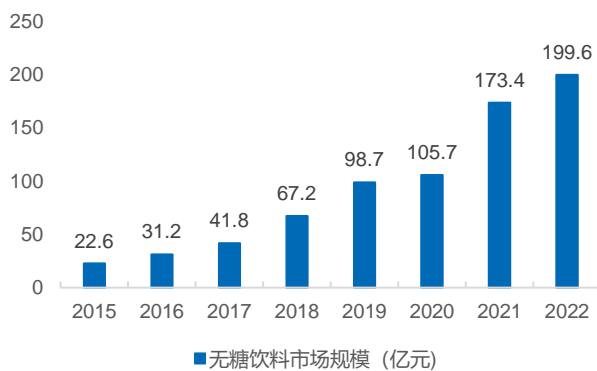


来源：农夫山泉官网，招股说明书，国金证券研究所

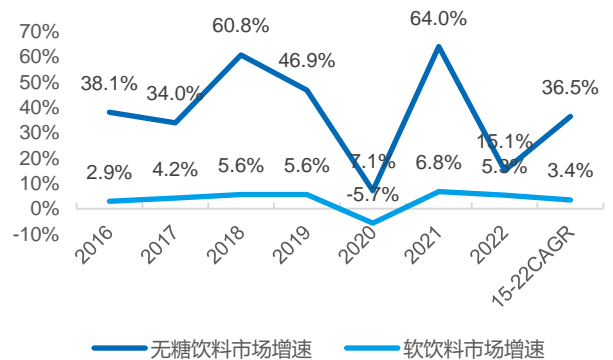
■ 横向：对碳酸饮料、茶饮料、咖啡大类进行健康化改造

通过复盘农夫的扩品逻辑，公司致力于在大赛道中寻找差异化机会。在大健康趋势下，消费者对饮料的健康属性要求日趋增加，对零糖、零脂、零添加等产品的偏好更加明显，软饮料行业主打健康的产品也越来越受消费者欢迎，比如无0蔗糖气泡水、无糖茶、NFC果汁等。2015-2022年，我国无糖饮料销售额规模约翻9倍，无糖饮料销售额的年均增长率为36.5%，远高于软饮料销售增速。我们认为公司可以对碳酸饮料、茶饮料、咖啡大类进行健康化改造，研发出低糖无糖、零添加、真萃取等概念产品。

图表53：2015-2022 无糖饮料销售额规模约翻9倍



图表54：无糖饮料销售增速远高于软饮料增速



来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

■ 交叉：气泡、果汁、茶饮料与能量饮料相结合

交叉产品的研发、创新也是开启新增长点的手段之一。农夫山泉推出的汽茶(茶+气泡水)、大柠檬系列中的鲜榨柠檬汁汽水(果汁+气泡水)均为创新性交叉产品，对追求潮流、个性和乐于尝试的年轻人具有较强吸引力。公司可将其核心产品能量饮料做为载体，与气泡、果汁、茶饮料等热门饮料品类进行交叉结合，赋予能量饮料更多口感组合，提升产品创新能力同时满足消费者多元尝鲜需求。



图表55: 农夫山泉交叉产品矩阵

产品	汽茶	大柠檬 (鲜榨柠檬汁汽水)
产品简介	汽茶延续了农夫山泉在茶领域的深耕, 精选真茶叶萃取茶汤, 充入绵密气泡, 用低糖配方做低负担的好口味碳酸茶。	大柠檬系列的鲜榨柠檬汁汽水是含有真正鲜榨柠檬汁的汽水, 果汁含量不低于 15%, 保留鲜榨柠檬皮油, 香气十足, 清爽刺激。
产品口味	黄皮茉莉、青柑普洱、百香乌龙	鲜榨柠檬汁汽水
属性	茶+气泡水	果汁+气泡水
产品包装		

来源: 农夫山泉官网, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 收入和毛利率预测

我们采用分产品方式预测 23-25 年收入及毛利率, 预计 23-25 年公司销售收入分别为 107/131/159 亿元, 分别同比增长 26%/22%/21%, 23-25 年毛利率分别为 42.1%/41.9%/42.0%。

1) 东鹏特饮: 能量饮料赛道仍处于快速成长期, 且伴随着龙头失利、竞争对手实力相对孱弱, 公司有望持续提升市占率。目前公司处于全国化快速扩张阶段, 华中、华东区域经销网络不断完善, 2 年复合增速分别在 37%/43%。华北、西北等市场通过经销商扩张实现快速覆盖, 且线上、直营等渠道陆续跑通, 预计东鹏特饮收入增速保持在 20%以上, 对应 23-25 年收入增速分别为 25%/22%/20%。年初以来, 包材、运费成本回落, 23H1 毛利率为 43.1%, 同比+0.4pct。中性情况下, 假定成本企稳, 但规模效应持续释放, 预计 23-25 年毛利率分别为 43.5%/43.7%/43.9%。

2) 其他饮料: 早期公司主要培育了东鹏大咖、油柑柠檬茶两大品类, 18-22 年其他品类收入从 1.3 亿元提升至 3.2 亿元, 年复合增速为 27.8%。23H1 公司推出电解质水, 其他饮料销售额迅速提升至 3.2 亿元, 同比+95%, 占总营收比达到 5.9%。根据渠道反馈, 6 月以来步入软饮料消费旺季, 电解质终端需求旺盛, 产能较为紧张。因此我们预计下半年销售额环比继续提升, 未来 2-3 年电解质水有望借助能量饮料的渠道、品牌优势, 快速提升终端渗透率, 最终成长为 10 亿元大单品。

伴随着能量饮料气泡水、无糖茶饮推出, 预计其他品类 23-25 年收入增速分别为 109%/47%/34%。毛利率方面, 产品结构改变带来量价齐升。23H1 公司其他饮料整体吨价恢复至 1848 元/吨, 较 22 年提升 14%。但考虑到电解质水处于导入期, 新进入者不断增加, 预计未来 2-3 年促销力度加强导致单价略有下降, 23-25 年毛利率分别为 26.1%/25.4%/25.0%。

4.2 三项费率预测

公司目前处于大单品稳定扩张、第二曲线快速起量阶段, 但公司通过数字化加强终端管控, 优化费用投放结构, 因此我们预计 23-25 年销售费用率稳定在 15.5%。管理费用方面, 历史绝对值趋于稳定, 费率随着收入增长被摊薄, 因此我们预计 23-25 年分别为 2.8%/2.6%/2.6%。研发费用方面, 考虑到公司仍在持续开发新品补齐产品矩阵, 预计费用支出绝对值小幅增长, 23-25 年费率分别为 0.5%/0.4%/0.4%。


图表56: 23-25年分产品收入和毛利率预测

分产品拆分	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3037.54	4208.73	4958.50	6977.82	8505.39	10743.92	13148.21	15908.64
营业收入 yoy		38.6%	17.8%	40.7%	21.9%	26.3%	22.4%	21.0%
毛利率	45.97%	46.74%	43.86%	44.37%	42.33%	42.07%	41.91%	42.00%
Δ毛利率		0.8%	-2.9%	0.5%	-2.0%	-0.3%	-0.2%	0.1%
东鹏特饮	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入占比	95.0%	95.1%	93.4%	94.5%	96.1%	93.7%	92.4%	91.7%
收入(百万元)	2885.50	4003.03	4631.25	6591.90	8172.31	10062.15	12153.07	14583.68
收入 YOY		38.7%	15.7%	42.3%	24.0%	23.1%	20.8%	20.0%
销量(万吨)	54.21	84.86	105.29	150.83	185.94	232.43	283.56	340.28
销量 YOY		56.5%	24.1%	43.3%	23.3%	25.0%	22.0%	20.0%
出厂单价(百元/吨)	53.23	47.17	43.99	43.71	43.95	43.29	42.86	42.86
单价 YOY		-11.4%	-6.8%	-0.6%	0.6%	-1.5%	-1.0%	0.0%
毛利率	48.1%	49.0%	45.9%	46.2%	43.3%	43.1%	43.3%	43.5%
其他饮料	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入占比	4.5%	4.5%	6.1%	5.3%	3.8%	6.2%	7.5%	8.2%
收入(百万元)	135.68	188.78	304.41	371.95	319.03	666.76	980.14	1309.96
收入 YOY		39.1%	61.3%	22.2%	22.2%	109.0%	47.0%	33.7%
销量(万吨)	11.78	14.22	17.06	18.47	19.61	37.26	55.90	75.46
销量 YOY		20.7%	19.9%	8.2%	6.2%	90.0%	50.0%	35.0%
出厂单价(百元/吨)	11.51	13.27	17.84	20.14	16.27	17.89	17.53	17.36
单价 YOY		15.3%	34.4%	12.9%	-19.2%	10.0%	-2.0%	-1.0%
毛利率	-3.3%	-3.2%	10.4%	13.0%	17.1%	26.1%	25.4%	25.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表57: 23-25E 三项费率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	1040	1368	1449	1665	2038	2466
销售费用率	21.0%	19.6%	17.0%	15.5%	15.5%	15.5%
管理费用	184	252	256	301	342	414
管理费用率	3.7%	3.6%	3.0%	2.8%	2.6%	2.6%
研发费用	36	43	44	48	53	64
研发费用率	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.3 估值与投资建议

我们预计 23-25 年净利润为 19.6/24.6/30.3 亿元, 对应 EPS 分别为 4.9/6.1/7.6 元/股。我们选取啤酒、软饮料细分龙头作为可比公司, 以下可比公司取均值得到 23 年平均 PEG 为 1.3。我们认为公司作为能量饮料龙头, 能量饮料竞争格局占优, 电解质水具备高增潜力有望补充第二曲线, 给予公司一定的估值溢价(23 年 PEG=1.4), 目标价 209.73 元, 维持“买入”评级。


图表58：23-25年可比公司 PEG 估值表

股票代码	公司	EPS(元)					PE(倍)					G(%)	PEG
		21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E	22-24E	23E
600600.SH	青岛啤酒	2.4	2.9	3.3	3.9	4.5	38	31	28	23	20	20	1.4
600132.SH	重庆啤酒	2.7	3.4	3.2	3.7	4.3	32	26	28	24	20	20	1.4
603711.SH	香飘飘	1.0	0.6	0.7	0.9	1.1	16	28	24	19	15	32	0.8
300997.SZ	欢乐家	/	/	0.5	0.6	0.7	/	/	26	23	20	15	1.8
000848.SZ	承德露露	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8	15	12	13	12	10	13	1.0
均值							25	24	24	20	17	20	1.3
605499.SH	东鹏饮料	3.5	4.2	4.9	6.2	7.7	53	44	38	30	24	31	1.2

来源：Wind, 国金证券研究所(注：股价截至2023年9月14日，EPS选自wind一致预期)

五、风险提示

- 1、市场竞争加剧：近年来我国功能饮料市场发展增速较快，竞争对手若采取激进方式加速扩张可能对公司扩大或稳定市场销售份额造成不利影响，进而影响收入增长。
- 2、原材料价格上涨：公司产品原材料主要包括瓶坯、瓶盖、白砂糖等，该等原材料占公司主要产品生产成本比重较高，未来可能面临主要原材料价格上涨压力，从而对盈利能力造成不利影响。
- 3、新品推广不及预期：近年来公司不断进行新产品研发及推广，推广“东鹏大咖”、“东鹏补水啦”等新品，未来可能面临新品销售不及预期、营业收入增长不及预期的风险。
- 4、测算误差：本文对公司进行全国化测算过程中假定两广地区为饱和市场推广全国，由于数据可得性和测算方法局限性，本文测算空间或与实际情况存在差异。
- 5、限售股解禁风险：2023年5月29日限售股上市流通数量为83,260,857股，占公司总股本20.8%，本次股份解禁可能对股价造成影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,959	6,978	8,505	10,744	13,148	15,909
增长率		40.7%	21.9%	26.3%	22.4%	21.0%
主营业务成本	-2,648	-3,882	-4,905	-6,224	-7,638	-9,227
%销售收入	53.4%	55.6%	57.7%	57.9%	58.1%	58.0%
毛利	2,311	3,096	3,600	4,520	5,510	6,682
%销售收入	46.6%	44.4%	42.3%	42.1%	41.9%	42.0%
营业税金及附加	-50	-77	-93	-118	-145	-175
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-1,040	-1,368	-1,449	-1,665	-2,038	-2,466
%销售收入	21.0%	19.6%	17.0%	15.5%	15.5%	15.5%
管理费用	-184	-252	-256	-301	-342	-414
%销售收入	3.7%	3.6%	3.0%	2.8%	2.6%	2.6%
研发费用	-36	-43	-44	-48	-53	-64
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	1,001	1,357	1,759	2,387	2,933	3,564
%销售收入	20.2%	19.4%	20.7%	22.2%	22.3%	22.4%
财务费用	16	11	-41	-97	-34	50
%销售收入	-0.3%	-0.2%	0.5%	0.9%	0.3%	-0.3%
资产减值损失	1	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	117	13	0	0	0
投资收益	10	23	70	150	180	200
%税前利润	1.0%	1.5%	3.8%	6.0%	5.8%	5.2%
营业利润	1,050	1,529	1,854	2,490	3,130	3,864
营业利润率	21.2%	21.9%	21.8%	23.2%	24.3%	24.3%
营业外收支	-21	-15	-18	5	0	0
税前利润	1,030	1,514	1,836	2,495	3,130	3,864
利润率	20.8%	21.7%	21.6%	23.2%	23.8%	24.3%
所得税	-217	-321	-395	-536	-673	-831
所得税率	21.1%	21.2%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
净利润	812	1,193	1,441	1,959	2,457	3,033
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	812	1,193	1,441	1,959	2,457	3,033
净利率	16.4%	17.1%	16.9%	18.2%	18.7%	19.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	812	1,193	1,441	1,959	2,457	3,033
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	134	197	240	262	306	348
非经营收益	-48	-160	-175	62	-115	-187
营运资金变动	437	847	521	226	697	730
经营活动现金净流	1,335	2,077	2,026	2,509	3,345	3,924
资本开支	-645	-606	-791	-749	-716	-549
投资	-140	-2,977	-2,610	178	-205	-205
其他	12	20	65	150	180	200
投资活动现金净流	-773	-3,563	-3,336	-421	-741	-554
股权募资	0	1,851	0	0	0	0
债权募资	227	206	2,496	-712	-1,268	-1,198
其他	-561	-750	-732	-746	-695	-633
筹资活动现金净流	-334	1,307	1,764	-1,458	-1,963	-1,831
现金净流量	228	-180	439	629	641	1,539

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,225	1,019	2,158	2,763	3,387	4,914
应收款项	28	43	41	56	68	83
存货	273	340	394	426	523	632
其他流动资产	434	1,449	4,654	4,986	5,343	5,806
流动资产	1,959	2,852	7,246	8,232	9,322	11,435
%总资产	44.9%	36.6%	61.0%	64.0%	65.2%	69.2%
长期投资	100	2,076	1,000	522	427	332
固定资产	1,861	2,096	2,762	3,211	3,617	3,782
%总资产	42.7%	26.9%	23.3%	25.0%	25.3%	22.9%
无形资产	261	346	385	402	451	501
非流动资产	2,402	4,939	4,623	4,621	4,966	5,093
%总资产	55.1%	63.4%	39.0%	36.0%	34.8%	30.8%
资产总计	4,361	7,790	11,870	12,853	14,288	16,528
短期借款	172	666	3,221	2,511	1,243	45
应付款项	709	1,107	1,307	1,517	1,879	2,295
其他流动负债	1,249	1,642	2,177	2,329	2,830	3,430
流动负债	2,130	3,415	6,706	6,356	5,951	5,770
长期贷款	302	26	0	0	0	0
其他长期负债	16	111	100	74	57	45
负债	2,448	3,552	6,805	6,430	6,008	5,815
普通股股东权益	1,913	4,238	5,064	6,423	8,280	10,713
其中：股本	360	400	400	400	400	400
未分配利润	1,052	1,558	2,398	3,757	5,614	8,047
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,361	7,790	11,870	12,853	14,288	16,528

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.256	2.982	3.601	4.897	6.142	7.584
每股净资产	5.315	10.595	12.660	16.057	20.699	26.782
每股经营现金净流	3.707	5.192	5.065	6.271	8.362	9.809
每股股利	0.000	0.000	1.500	1.500	1.500	1.500
回报率						
净资产收益率	42.44%	28.15%	28.44%	30.50%	29.67%	28.32%
总资产收益率	18.62%	15.31%	12.14%	15.24%	17.19%	18.35%
投入资本收益率	33.05%	21.67%	16.65%	20.98%	24.18%	26.00%
增长率						
主营业务收入增长率	17.81%	40.72%	21.89%	26.32%	22.38%	20.99%
EBIT 增长率	40.95%	35.59%	29.64%	35.74%	22.88%	21.49%
净利润增长率	42.32%	46.90%	20.75%	35.97%	25.43%	23.47%
总资产增长率	30.55%	78.63%	52.36%	8.29%	11.16%	15.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.4	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	33.6	28.8	27.3	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	41.3	39.1	43.3	44.0	45.0	46.0
固定资产周转天数	103.4	99.9	95.8	80.9	71.8	58.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.87%	-14.84%	-19.23%	-40.32%	-57.75%	-72.87%
EBIT 利息保障倍数	-62.8	-119.1	42.9	24.6	86.8	-70.8
资产负债率	56.13%	45.60%	57.33%	50.03%	42.05%	35.18%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-28	买入	169.20	N/A
2	2022-05-02	买入	123.60	N/A
3	2022-08-15	买入	156.10	N/A
4	2022-10-13	买入	131.24	N/A
5	2022-10-28	买入	157.72	N/A
6	2023-02-22	买入	203.11	N/A
7	2023-04-22	买入	175.35	N/A
8	2023-08-06	买入	182.16	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

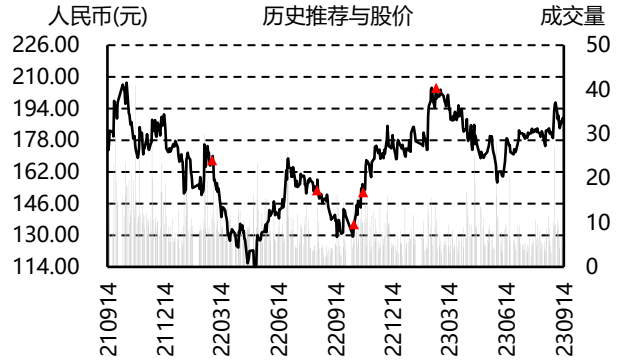
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究