

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	171.00
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 1.59
总市值/流通市值(亿元)	684 / 272
52周内最高/最低价	207.12 / 158.59
资产负债率(%)	57.3%
市盈率	47.48
第一大股东	林木勤

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:华夏霖
SAC 登记编号:S1340522090003
Email:huaxialin@cnpsec.com

东鹏饮料(605499)

开启第二成长曲线，从单品黑马向行业巨头进化

● 投资要点

东鹏饮料作为国产功能饮料龙头，成立于1994年，2009年推出大单品“东鹏特饮”，2013年起开始布局全国市场，2021年在上交所A股上市。公司产品矩阵丰富，除核心大单品“东鹏特饮”外还有东鹏0糖、东鹏大咖、东鹏加气、油柑柠檬茶、陈皮特饮、各类草本凉茶、包装饮用水等产品。目前，东鹏饮料已在广东、安徽、湖南、广西、重庆等地建立9大生产基地辐射全国市场，销售网络覆盖全国近330万家终端门店，销量口径下公司市占率已连续两年保持中国能量饮料行业第一位。

看2023年，公司全国化战略持续推进，不断开拓终端网点，渠道运营能力加强，冰柜投放和产品冰冻化陈列等长期基础工作效果持续兑现，特饮大单品放量继续带动毛利率增长。2023年前三季度，公司毛利率/归母净利率为42.52%/19.16%，同比+0.77/+1.62pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为16.44%/2.99%/0.5%/-0.28%，同比+0.11/0/-0.05/-0.8pct。23Q3，公司毛利率/归母净利率为41.51%/17.21%，同比+1.46/-0.25pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为17.53%/2.97%/0.56%/0.59%，同比+1.26/+0.09/-0.14/-1.18pct，单三季度获得政府补助0.15亿元/去年同期为0.47亿元，扣非净利率为16.09%，同增1.23个百分点。成本端，公司PET价格低位对冲糖价增长带来较上半年更高弹性。费用端，本期销售人员奖金计提以及增加冰柜投放、推新广告投放等因素下，销售费用率小幅增长。剔除非经常后，经营所带来的扣非净利率持续提升。

分短中长三个维度看公司未来发展趋势：

短期看，功能饮料仍是软饮料中高增速的优质赛道，公司核心大单品东鹏特饮在全国化带动下预计将延续稳定增速。软饮料行业已进入成熟期，增速放缓规模趋于稳定。根据欧睿国际数据，2023年我国软饮料行业零售额达到6372亿元，同比增长4.19%，行业规模较2013年的4304亿元增长近50%。而从增速看，行业近5年零售额CAGR为2.85%，近10年CAGR为4%，在2019年行业规模短期见顶，市场规模趋于稳定。2020年受新冠疫情影响，行业规模下滑5.58%，2021-2023年伴随疫情好转消费场景复苏，零售规模持续回升，但欧睿对未来5年展望行业复合增速在4.5%，整体趋于稳定。而从细分品类看，近10年功能饮料品类复合增速高达14.09%，是软饮料行业中的优质赛道，未来成长空间仍然广阔。

中期看，公司以“能量+”为主线，推出针对白领群体的东鹏大咖，以及受益疫情催化的电解质产品补水啦，当前两者已初步展现大单品成长态势，中期有望接棒东鹏特饮成为公司新的成长动能。根据欧睿国际数据，当前公司作为第二成长曲线布局的RTD咖啡和属于运动饮

料范围的电解质饮料均为软饮料行业高增速赛道。

长期看，公司把握需求端消费趋势，正加速扩容产品矩阵。近期切入处于风口的高增速无糖茶品类，以及通过椰子汁产品进一步布局传统礼赠、餐饮等消费场景，未来有望进一步扩大消费群体。同时，后续公司仍有新品储备，布局未来有望打造新增长极，从依靠大单品走零售渠道模式的黑马向全品类全渠道发力的平台化公司持续成长。

● 盈利预测与投资建议

公司新品放量进度超预期，特饮大单品 Q4 控量后渠道趋于良性，预计公司 2024 年仍有望维持较高增速，我们小幅上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 110.01/137.04/166.87 亿元（前值为 110.01/134.84/161.59 亿元），同比增长 29.34%/24.58%/21.77%（前值 29.34%/22.58%/19.83%）；实现归母净利润 20.34/25.77/31.19 亿元（前值 20.25/25.57/30.80 亿元），同比增长 41.21%/26.67%/21.05%（前值 40.56%/26.26%/20.47%），对应 EPS 为 5.09/6.44/7.80 元（前值 5.06/6.39/7.70 元），对应当前股价 PE 为 35/28/23 倍。根据公司历史估值看，当前处于历史绝对低位，维持“买入”评级。

● 风险提示：

原料成本扰动，行业竞争加剧，天气扰动室外消费场景需求，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8505	11001	13704	16687
增长率(%)	21.89	29.34	24.58	21.77
EBITDA（百万元）	2100.99	2788.03	3390.25	4008.91
归属母公司净利润（百万元）	1440.52	2034.15	2576.75	3119.27
增长率(%)	20.75	41.21	26.67	21.05
EPS（元/股）	3.60	5.09	6.44	7.80
市盈率（P/E）	49.30	34.91	27.56	22.77
市净率（P/B）	14.02	11.76	9.76	8.10
EV/EBITDA	33.36	24.26	19.47	15.99

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2024 年 01 月 08 日收盘价

目录

1 东鹏饮料：从黑马走向巨头	6
1.1 历史沿革：起于青萍，成于微澜	6
1.2 股权架构：持股集中度高，管理层消费品行业经验丰富	7
1.3 主营产品：特饮为核心，“能量+”产品矩阵提供新增量	8
1.4 财务分析：特饮全国化势能足，营收利润持续高增	10
2 短期视角：特饮全国化仍有空间，行业龙头在望	11
2.1 功能饮料行业规模&增速：增速强劲，量增仍是主要驱动力	12
2.2 功能饮料行业空间：需求端入场双重驱动，市场扩容空间十足	13
2.3 功能饮料行业竞争格局：龙头深陷诉讼纷争，多强崛起新局面	14
2.4 消费分级大背景下，性价比产品更符合消费趋势	15
3 中期维度：发力电解质、咖啡赛道，能量+开启第二成长曲线	15
3.1 电解质饮料：疫情催化下，消费者教育快速推进	16
3.2 RTD 咖啡：咖啡消费群体持续扩容，需求端空间十足	17
4 长期展望：对标巨头，走向平台型饮料公司	19
4.1 无糖茶行业：控糖控脂健康消费风潮持续，利好无糖茶渗透	19
4.2 植物基饮料行业：传统植物基饮料见顶，公司性价比打法切入成熟品类	21
4.3 浅析三得利、农夫山泉，公司具备平台化企业共通特质	23
5 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测	26
5.2 投资建议	27
6 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 东鹏饮料公司股权架构.....	7
图表 3: 公司管理层行业履历丰富.....	7
图表 4: 东鹏产品矩阵持续扩张.....	8
图表 5: 东鹏特饮各品类营收占比.....	9
图表 6: 2023 年其他饮料占比提升.....	9
图表 7: 500ml 金瓶毛利率高于其他产品.....	9
图表 8: 大金瓶、金罐渠道利润较高.....	9
图表 9: 东鹏饮料营业收入 2023 年预计破百亿.....	10
图表 10: 东鹏饮料归母净利润持续高增长.....	10
图表 11: 东鹏饮料销售毛利率&销售净利率趋势.....	10
图表 12: PET、白糖价格走势与公司毛利率对比.....	10
图表 13: 公司销售费用率持续回落.....	11
图表 14: 公司广宣与渠道投放逐渐平衡.....	11
图表 15: 我国软饮料行业已进入低增速时代.....	12
图表 16: 2012-2022 年软饮细分品类复合增速.....	12
图表 17: 2008-2022 年功能饮料持续高增长.....	12
图表 18: 功能饮料行业增长仍由量增驱动.....	12
图表 19: 2028 年行业销售规模预计近 800 亿元.....	13
图表 20: 各国功能饮料人均消费量.....	13
图表 21: 我国蓝领劳动力占比超半数.....	14
图表 22: 货运量、网约车、快递近年持续增长.....	14
图表 23: 功能饮料行业品牌份额（零售额口径,%）.....	14
图表 24: 功能饮料公司 CR3 和 CR5（销量口径）.....	14
图表 25: 主流功能饮料价格对比.....	15
图表 26: 我国运动饮料市场规模及增速.....	16
图表 27: 我国电解质饮料应用场景.....	16
图表 28: 我国电解质饮料市场规模及增速.....	16
图表 29: 我国电解质饮料人均年消费量（L/人）.....	16
图表 30: 2022 年电解质水竞争格局.....	17
图表 31: 外星人 2022 年取得高增.....	17
图表 32: 我国主要电解质饮料品牌定价一览.....	17
图表 33: 咖啡门店数快速上涨.....	18
图表 34: 即饮咖啡市场规模及增速.....	18
图表 35: 雀巢为即饮咖啡龙头.....	18

图表 36: 不同品牌即饮咖啡单价.....	18
图表 37: 美国人均咖啡消费量.....	19
图表 38: 美国咖啡子品类规模变动趋势.....	19
图表 39: 2022 年无糖茶在即饮茶市场占比仍较低.....	20
图表 40: 我国无糖茶饮料市场规模及增速.....	20
图表 41: 我国无糖茶饮料市场主要参与者.....	20
图表 42: 不同品牌无糖茶单价对比.....	21
图表 43: 不同品牌无糖茶配方差异.....	21
图表 44: 我国植物基饮料市场规模.....	21
图表 45: 植物基行业主要品类份额.....	21
图表 46: 我国植物基行业主要品牌市占率变动对比.....	22
图表 47: 多茶饮咖啡品牌启用椰奶为基底.....	22
图表 48: 东鹏新上市椰奶突出性价比.....	22
图表 49: 植物基饮料中下线市场消费群体庞大.....	23
图表 50: 植物基饮料仍以商超为主要销售渠道.....	23
图表 51: 东鹏饮料、红牛、力保健配料表对比.....	24
图表 52: 东鹏特饮各规格精准定位竞品.....	24
图表 53: 2021 年起经销商数量加速上行.....	25
图表 54: 扩展渠道带动新兴市场营收高增长.....	25
图表 55: 东鹏对标头部品牌补充终端渠道冰冻化布局.....	26
图表 56: 2021 年渠道费用加大投入提升终端布局.....	26
图表 57: 公司主营业务营收拆分预测.....	27
图表 58: 可比公司估值.....	27
图表 59: 公司 PE-Band.....	28

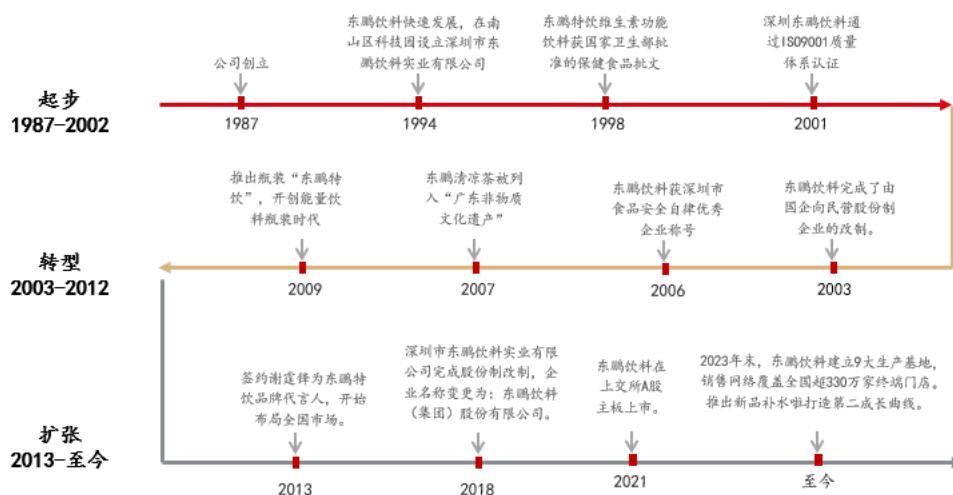
1 东鹏饮料：从黑马走向巨头

东鹏饮料作为国产功能饮料龙头，成立于1994年，2009年推出大单品“东鹏特饮”，2013年起开始布局全国市场，2021年在上交所A股上市。公司产品矩阵丰富，除核心大单品“东鹏特饮”外还有东鹏0糖、东鹏大咖、东鹏加氧、油柑柠檬茶、陈皮特饮、各类草本凉茶、包装饮用水等产品。目前，东鹏饮料已在广东、安徽、湖南、广西、重庆等地建立9大生产基地辐射全国市场，销售网络覆盖全国近330万家终端门店，根据尼尔森IQ数据，东鹏特饮自2021年起连续两年在中国能量饮料行业中位居销售量第一，销售额第二，是全球范围内收入增速最快的功能饮料企业。

1.1 历史沿革：起于青萍，成于微澜

公司发展历程主要可分为三个阶段：

图表1：公司发展历程



资料来源：公司招股书、公司公告、公司官网，中邮证券研究所整理

第一阶段，起步（1987-2002年）：公司作为国有老字号饮料品牌，创立于1987年，前身为深圳国营饮料厂。1997年，公司推出东鹏特饮维生素功能饮料，并于1998年获得保健品批文。在此期间，公司作为国企业制起步稳健，产品主要聚焦广东市场。

第二阶段，转型（2003-2012年）：2003年，东鹏饮料通过“员工集资持股”实现国企向民企转型改革。2009年，公司推出金瓶东鹏特饮，以差异化包装设计突围传统能量饮料市场，同时以高性价比策略精准定位蓝领消费群体，在功能饮料行业份额迅速提升。

第三阶段，扩张（2013-至今）：公司于2013年正式开启全国扩张布局，并加大品牌营销，签约谢霆锋为品牌代言人。2016年，功能饮料行业龙头红牛陷入商标纠纷，公司紧抓发展良机，做大全国市场，成功打造大单品“东鹏特饮”，并于2021年成功登陆A股，成为我国功能饮料行业第一股。当前，公司已在广东、安徽、湖南、广西、重庆等地建立9大生产基地辐射全国市场，销售网络覆盖全国近330万家终端门店。根据尼尔森IQ数据，东鹏特饮自2021年起连续两年在中国能量饮料行业中位居销售量第一，销售额第二，是全球范围内收入增速最

快的功能饮料企业。2023 年上半年，特饮在国内能量饮料市场中销售量占比由 2022 年末的 36.70% 升至 40.86%，保持第一；销售额占比由 2022 年末的 26.62% 提升至 29.06%，排名维持第二。同时，2023 年初公司推出电解质饮料新品“补水啦”，增长势头强劲，第二成长曲线初显，公司向多元化发展更进一步。

1.2 股权架构：持股集中度高，管理层消费品行业经验丰富

公司董事长林木勤先生家族持股集中度较高。董事长林木勤先生为公司实控人，当前直接持股 49.74%，叠加间接持股、兄弟、子女配偶等关联人持股，家族合计持有公司近 70% 股权。

图表2：东鹏饮料公司股权架构



资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

董事长深耕功能饮料行业，高管团队出身于消费品行业、经验丰富。林木勤先生在执掌东鹏前，曾任奥林天然饮料公司部门经理，至今已深耕功能饮料行业超 30 年，对原料、技术、产品、渠道等产销环节经验丰富。公司副总裁卢义富先生先后在加多宝和香飘飘任职，食品领域运作与销售经验丰富；而负责公司品牌运营的蒋薇薇女士也出自本土消费品行业著名广告策划营销公司金鹏。公司核心管理团队均为公司创始元老，管理团队稳定；同时外聘专业高管团队，相关从业履历丰富，多行业背景资源有效赋能公司发展。

图表3：公司管理层行业履历丰富

管理层领导	职务	年龄	履历
林木勤	董事长 董事 总裁	59	1984.7-1988.4,任深圳市建材工业集团技术员;1988.4-1997.3,任深圳奥林天然饮料有限公司部门经理;1997.3-2003.9,任东鹏实业副总经理;2003.10-2019.4,任东鹏饮料及其前身董事长,总经理;2019.4 至今任东鹏饮料董事长,总裁。
林木港	董事 执行总裁	53	2001.3-2019.4,历任东鹏饮料及其前身经理,副总裁,营销计划中心总经理并任董事;2019.4 至今任东鹏饮料董事,执行总裁。

卢义富	副总裁	51	1995.7-2000.4,任湖南化学试剂总厂副科长;2000.5-2003.7,任顶新国际集团广州顶园食品有限公司湖南营业所所长;2003.8-2006.6,任长沙吉人乳业食品有限公司销售部经理;2006.7-2017.7,任加多宝饮料有限公司分公司总经理;2017.8-2018.8 任香飘飘食品股份有限公司营销中心总经理,2018.9-2019.4 任东鹏饮料全国营销本部负责人,2019.4 至今任东鹏饮料副总裁。
刘美丽	副总裁	53	1991.7-2000.8,任太原化学工业集团公司有机化工厂工程师,工艺员;2000.8-2003.9 就职于东鹏实业;2003.10-2019.4 任东鹏饮料及其前身董事并历任综合办主任,副总经理;2019.4 至今任东鹏饮料董事,副总裁。
蒋薇薇	副总裁	43	2002-2003,任金鹏传媒科技股份有限公司创意文案职员;2003-2005,任广东平成广告有限公司创意文案职员;2005-2007,任盛世长城国际广告有限公司文案指导;2007-2010,任上海平成竞介广告有限公司总经理;2012-2015 年担任昌荣传媒股份有限公司广州公司副总经理,2017-2019.4 任东鹏饮料及其前身品牌中心负责人,2019.4 至今任东鹏饮料副总裁。

资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

1.3 主营产品：特饮为核心，“能量+”产品矩阵提供新增量

公司以特饮大单品为核心，布局“能量+”产品矩阵，持续扩品类。公司核心为东鹏特饮系列大单品，主要规格为 500ml 大金瓶、250ml 金瓶、250ml 金罐、250ml 金砖等 6 款产品。此外，公司在基础特饮上衍生出年轻化、健康化的新型功能性产品，包括东鹏 0 糖、东鹏加气、气泡特饮等。而在特饮系列外，公司以“能量+”为主线，推出东鹏大咖、东鹏补水啦、乌龙上茶、包装水、女性功能饮料等产品。此外，公司特色植物饮料系列包含各类独具广东地方特色的油柑、陈皮、冬瓜等植物草本饮料。

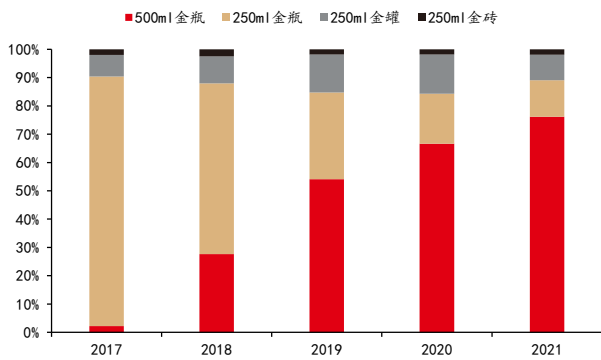
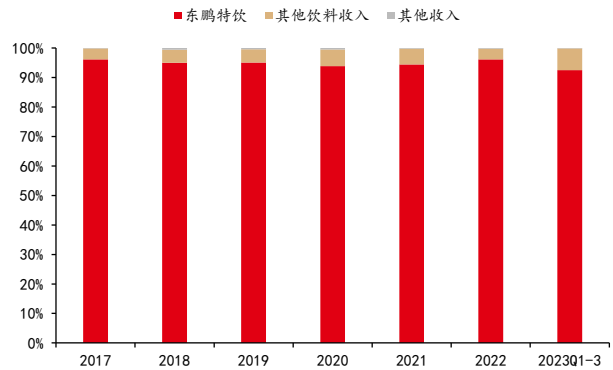
图表4：东鹏产品矩阵持续扩张



资料来源：公司公告、公司官网，中邮证券研究所整理

营收结构上，东鹏特饮贡献公司超九成营收。2022年，东鹏特饮大单品贡献公司总营业收入的96.2%。特饮系列主要为4款产品，500ml金瓶/250ml金瓶/250ml金罐/250ml金砖，2021年4款产品的营收占比分别为72%/12.2%/8.6%/1.8%。其中，500ml大金瓶伴随公司产品竞争策略调整，逐渐代替250ml金瓶成为东鹏特饮核心产品。500ml大金瓶自2017年推出后增速强劲，2021年贡献营收50.24亿元，占比72%，2017-2021年营收复合增速超200%。而250ml金瓶东鹏特饮在2017年是绝对核心，贡献营收24.13亿元，占比为84.95%，但随着500ml大金瓶的推出迭代，250ml产品定位逐渐变为产品矩阵中的辅助角色，营收让位500ml大金瓶，2021年为8.48亿元，占比为12.18%。

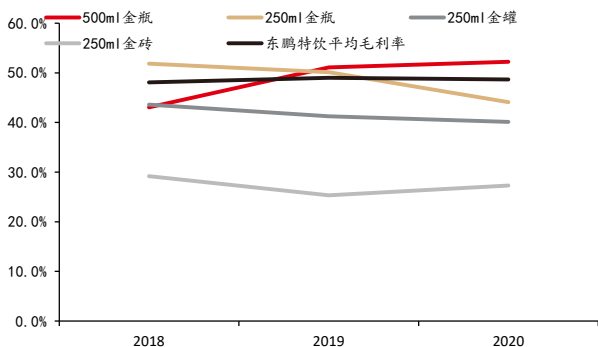
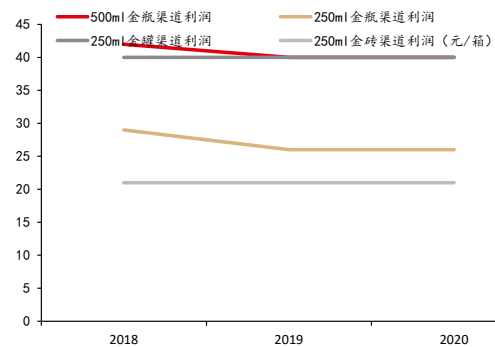
2023年，公司在年初推出电解质饮料补水啦，受2022年末电解质饮料消费者培育带动，产品快速放量。2023年公司前三季度东鹏饮料/其他饮料分别实现收入79.94/6.40亿元，同比增长25.06%/165.35%；单Q3，东鹏饮料/其他饮料分别实现收入28.59/3.20亿元，同比+25.75%/+325.34%。补水啦在渠道推新打法有章法，通过瓶盖扫码赢红包、实物奖品等手段快速打开市场提升动销，公司其他饮料品类环比持续提速，品类占比持续提升。

图表5：东鹏特饮各品类营收占比

图表6：2023年其他饮料占比提升


资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

500ml大金瓶毛利率与渠道利润领跑特饮系列，奠定核心大单品地位。核心单品500ml大金瓶产品毛利率近年不断提升，2020年位列东鹏特饮系列产品之首，达到52.2%。2020年，公司500ml金瓶/250ml金瓶/250ml金罐/250ml金砖终端售价分别为5元/3元/4元/2元每件，对应渠道利润分别为40元/26元/40元/21元每箱。从渠道利润看，500ml大金瓶和250ml金罐渠道利润远高于其他产品，经销商端推广动力较强，是公司主要发力点。

图表7：500ml金瓶毛利率高于其他产品

图表8：大金瓶、金罐渠道利润较高


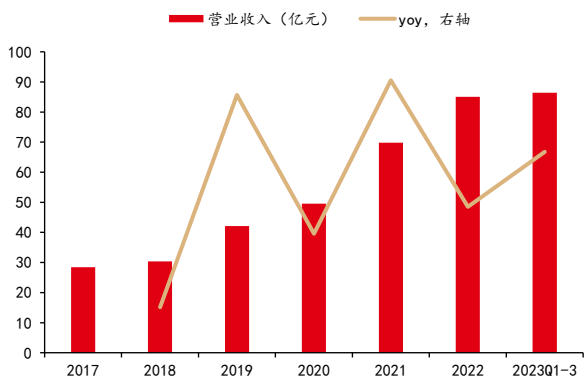
资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

1.4 财务分析：特饮全国化势能足，营收利润持续高增

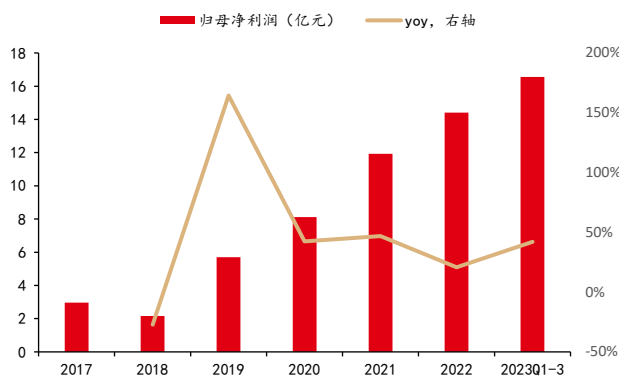
东鹏特饮全国化布局带动公司营收、利润持续高增长。2022 年公司实现营收 85.01 亿元，同比增长 22%，2019-2022 年营收 CAGR 为 26.41%，2023 年营收规模有望破百亿。公司 2022 年实现归母净利润 14.41 亿元，同比增长 20.75%，近 3 年利润复合增速为 36.17%。得益于 2017 年 500ml 大金瓶的推出，东鹏特饮高性价比的定位和较强的渠道利润水平使其迅速在全国扩张，2019 年起营收、利润持续高增，其中利润增速更优于营收。

图表9：东鹏饮料营业收入 2023 年预计破百亿



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：东鹏饮料归母净利润持续高增长

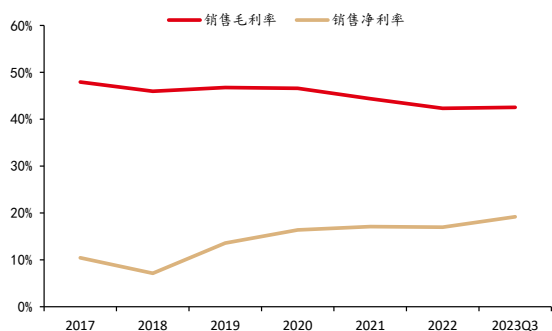


资料来源：iFind，中邮证券研究所

PET、白糖价格与毛利率呈现显著负相关性。成本端看，公司核心原料为 PET 和白糖，合计占成本比重超 60%。2021 年公司主要营业成本中原材料占比为 80%，而原材料中 PET 与白砂糖为核心原料，2021 年两者合计占公司总采购费用的 62%。公司毛利率与 PET、白糖价格走势高度相关。其中，PET 价格受原油价格影响波动率较大，对公司毛利率影响较大，白砂糖走势相对稳定，仅少数年份上游原料端产量波动造成扰动。

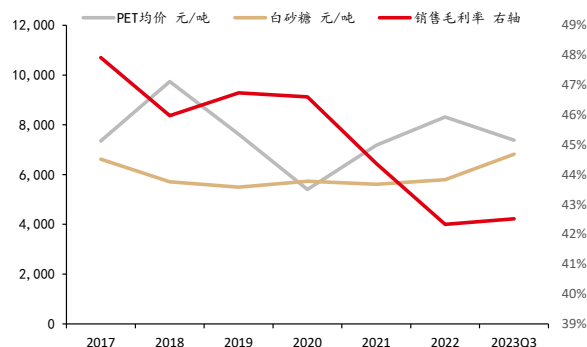
规模化效应叠加广告费用投放回落，近年来公司净利率不断提高。2022 年公司毛利率为 42.33%，较 2017 年高点下滑 5.59 个百分点，主要由于产品端公司不断推新，新品初期尚未形成生产规模效应加之上游原料成本上行导致。而同期，公司净利率为 16.94%，较 2017 年的 10.41% 提升 6.53 个百分点。在此期间，2018 年净利率下滑主要为当年世界杯期间公司投入大量广告宣传费用，拉低净利率，而后公司广告投放更为理性，净利率逐年回升。此外，大金瓶全国化推广后，规模扩张下实现规模效应，净利率持续提升。

图表11：东鹏饮料销售毛利率&销售净利率趋势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：PET、白糖价格走势与公司毛利率对比

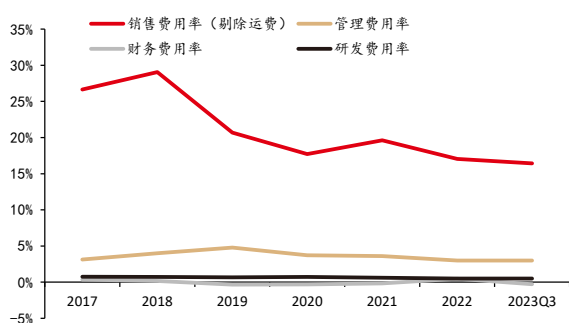


资料来源：iFind，中邮证券研究所

费用端，公司期间费用控制得当，近5年销售费用率有大幅改善。2022年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为17.04%/3.00%/0.48%/0.51%，较2017年分别-9.62/-0.14/+0.12/-0.25个百分点。其中，销售费用率大幅降低主要由于公司在上市前处于全国化初期，投入较多的品牌宣传广告费用，而近年伴随公司知名度提升，广告费用投放逐年回落带动销售费用率改善。

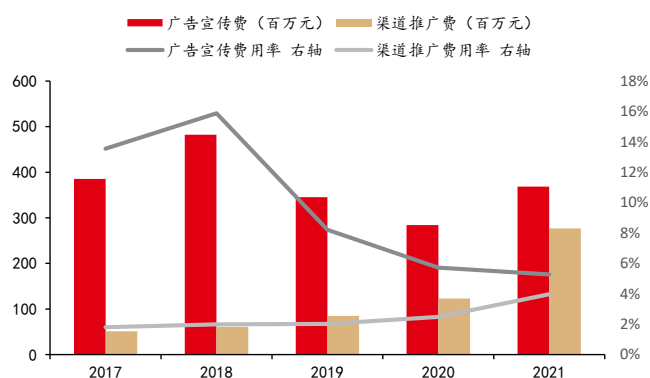
公司宣传推广投入逐年降低趋于理性，广告投入与渠道推广费用更为平衡。公司宣传推广费用分为广告宣传与渠道推广两类，在上市前公司为打造品牌知名度，在广告宣传端投放较大，2018年投入4.82亿元，广告费用率为15.88%，主要由于世界杯期间投入较高，当期广宣费达到历史高点。2018年后，广告宣传费用率逐年下滑，而渠道推广费用伴随公司精细化运营成熟市场同时加大渠道端冰柜投放，费用占比逐年提升，2021年广告/渠道费用率分别为5.28%/3.97%，两者投入逐渐平衡。

图表13：公司销售费用率持续回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表14：公司广宣与渠道投放逐渐平衡



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

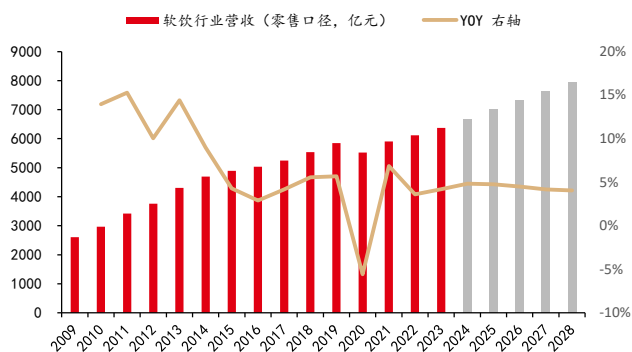
看2023年，公司全国化战略持续推进，不断开拓终端网点，渠道运营能力加强，冰柜投放和产品冰冻化陈列等长期基础工作效果持续兑现，特饮大单品放量继续带动毛利率增长。2023年前三季度，公司毛利率/归母净利率为42.52%/19.16%，同比+0.77/+1.62pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为16.44%/2.99%/0.5%/-0.28%，同比+0.11/0/-0.05/-0.8pct。23Q3，公司毛利率/归母净利率为41.51%/17.21%，同比+1.46/-0.25pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为17.53%/2.97%/0.56%/0.59%，同比+1.26/+0.09/-0.14/-1.18pct，单三季度获得政府补助0.15亿元/去年同期为0.47亿元，扣非净利率为16.09%，同增1.23个百分点。成本端，公司PET价格低位对冲糖价增长带来较上半年更高弹性。费用端，本期销售人员奖金计提以及增加冰柜投放、推新广告投放等因素下，销售费用率小幅增长。剔除非经常后，经营所带来的扣非净利率持续提升。

2 短期视角：特饮全国化仍有空间，行业龙头在望

短期看，功能饮料仍是软饮料中高增速的优质赛道，公司核心大单品东鹏特饮在全国化带动下预计将延续稳定增速。软饮料行业已进入成熟期，增速放缓规模趋于稳定。根据欧睿国际数据，2023年我国软饮料行业零售额达到6372亿元，同比增长4.19%，行业规模较2013年的4304亿元增长近50%。而从增速看，行业近5年零售额CAGR为2.85%，近10年CAGR为4%，在2019年行业规模短期见顶，市场规模趋于稳定。2020年受新冠疫情影响，行业规模下

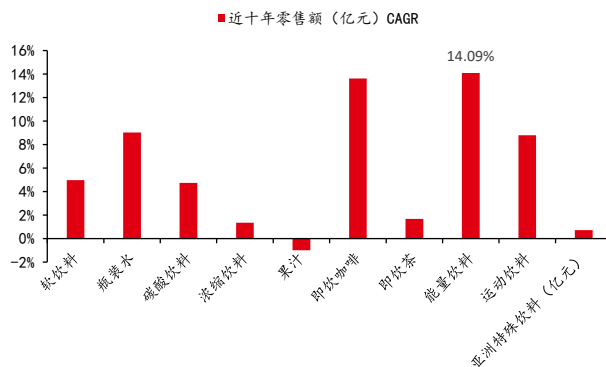
滑 5.58%，2021-2023 年伴随疫情好转消费场景复苏，零售规模持续回升，但欧睿对未来 5 年展望行业复合增速在 4.5%，整体趋于稳定。而从细分品类看，近 10 年功能饮料品类复合增速高达 14.09%，是软饮料行业中的优质赛道，未来成长空间仍然广阔。

图表15：我国软饮料行业已进入低增速时代



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表16：2012-2022 年软饮细分品类复合增速

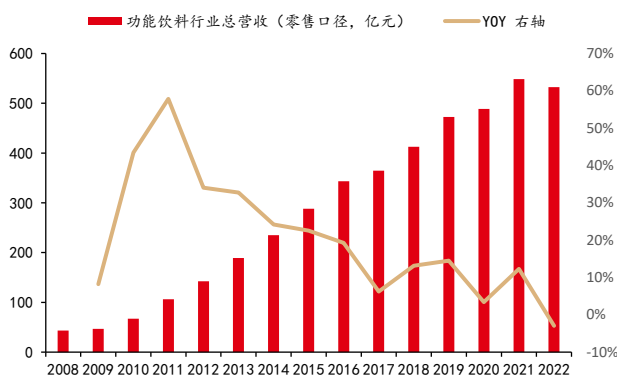


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

2.1 功能饮料行业规模&增速：增速强劲，量增仍是主要驱动力

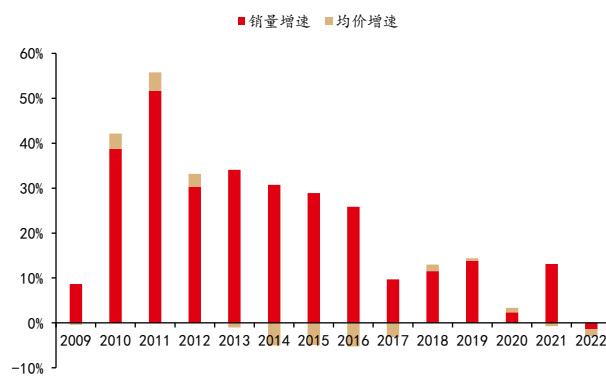
我国功能饮料行业作为软饮行业后起之秀，是高增速优质赛道。能量饮料作为功能性饮料在国内起步相对较晚，产品核心为提高能量水平，成分中含有轻度碳酸、高水平的咖啡因以及水溶性维生素。根据欧睿国际数据，2022 年我国功能饮料行业规模为 532.55 亿元，受疫情影响略有下滑，同比下降 2.93%，在软饮零售市场中占比 8.71%，位居子行业第五。行业近 10 年营收 CAGR 高达 14.09%，位列软饮子行业第一，较软饮行业整体 4.98% 的增速高出近两倍。

图表17：2008-2022 年功能饮料持续高增长



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表18：功能饮料行业增长仍由量增驱动



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

拆分量价角度看，量增是功能饮料行业核心驱动力。从销量角度看，2022 年我国功能饮料行业销量为 26.64 亿升，同比下滑 1.4%，近 10 年销量 CAGR 为 16.29%。均价角度，2022 年行业均价为 19.99 元/升，同比下降 1.57%，近 10 年行业均价 CAGR 为 -1.9%。综合量价角度，行业主要增长仍由量增驱动，均价提升相对缓慢。2013 年起，国产品牌通过售价优势，迅速抢占下沉市场，开启全国化扩张进程，市占率提升的同时行业均价同比连续 4 年下降。

能量饮料需求驱动行业扩容，价增短期难以抬头。短期来看，功能饮料行业当前仍处于高速扩张阶段，消费习惯的培养叠加消费人群的增加将进一步驱动行业规模扩容，同时核心消费群体为蓝领、白领群体，普遍价格敏感度较高，注重产品性价比，行业均价预计短期难以提升。

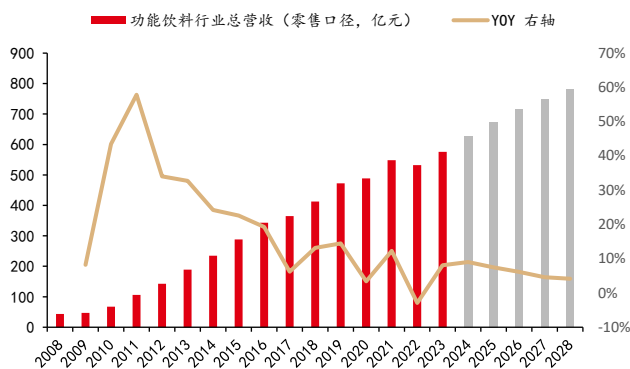
2.2 功能饮料行业空间：需求端人场双重驱动，市场扩容空间十足

功能性饮料增量空间十足，行业规模有望持续增加。根据欧睿国际预测，2028 年我国能量饮料行业销售规模预计达到 779.97 亿元，未来 5 年零售额 CAGR 预计为 6.26%，较 2022 年 533 亿市场规模有近 45% 的增量空间。在消费场景多元化与消费群体年轻化双重驱动下，功能饮料市场规模空间十足。

从消费者画像看，功能饮料的主要消费群体从原先快递员、司机、医护人员、蓝领工人等重体力消耗群体，逐步扩大至年龄更低的白领、学生、电竞玩家等熬夜提神需求群体。从消费场景看，从最初的加班、熬夜、疲惫时的提神补能，逐渐延伸至聚会、休闲社交、户外运动等更广泛的场景。此外，部分品牌针对性地开发新品，目标为电子电竞、音乐节、酒吧等消费场景，推动功能饮料消费群体年轻化。

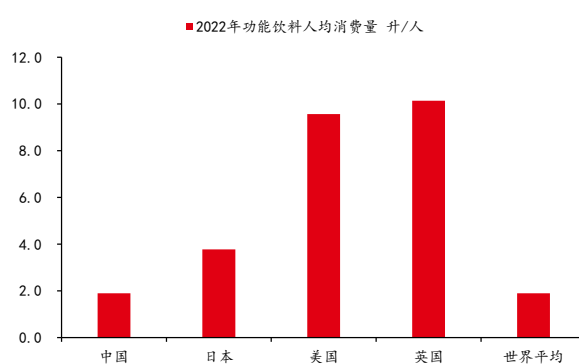
对比海外各地区，我国人均功能饮料消费量仍有巨大增量空间，当前仅接近全球平均水平。我国功能饮料行业与英美市场发展程度有较大差距，2022 年我国人均功能饮料消费量仅为 1.89 升，全球平均值为 1.9 升。2022 年，美国/英国等成熟市场人均消费量分别为 9.6/10.1 升，分别是我国人均消费量的 5.1/5.4 倍；而同为东亚地区，在加班时长、潮流文化类似的日本，人均消费量也达到 3.8 升，较我国有近一倍差距。对标海外成熟市场，我国人均消费量仍有巨大增长潜力。

图表19：2028 年行业销售规模预计近 800 亿元



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表20：各国功能饮料人均消费量

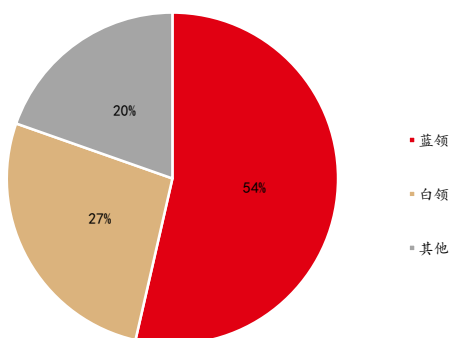


资料来源：欧睿国际，iFinD，中邮证券研究所

得益于我国大基数的蓝领、新蓝领、白领、学生群体，我国功能饮料行业需求端潜力较大。我国需要较大体力劳动消耗的蓝领人员在我国劳动力市场中占比超半数。而互联网产业的高速发展也催生了大量新蓝领职业，如快递员、外卖骑手、网约车司机等。此类群体大多需要集中注意力长时间驾驶交通工具，对补充体力、保持清醒有较大需求。而网约车、快递业务近年来增长迅速，因此此类新蓝领人员成为能量饮料需求的新增长极。此外，白领群体人均工作时长增长，加班熬夜直接提升提神需求，间接催化外卖骑手规模。针对学生群体，我国能量饮

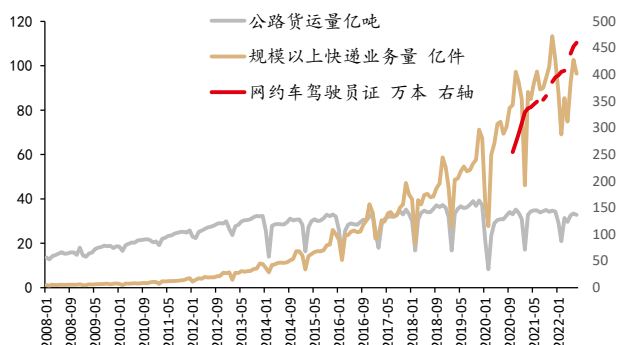
料品牌也通过冠名参与电音节、电竞、极限运动等年轻化场景，逐渐提高品牌在年轻群体中的渗透度。

图表21：我国蓝领劳动力占比超半数



资料来源：企鹅智库，中智咨询，中邮证券研究所

图表22：货运量、网约车、快递近年持续增长



资料来源：iFind，中邮证券研究所

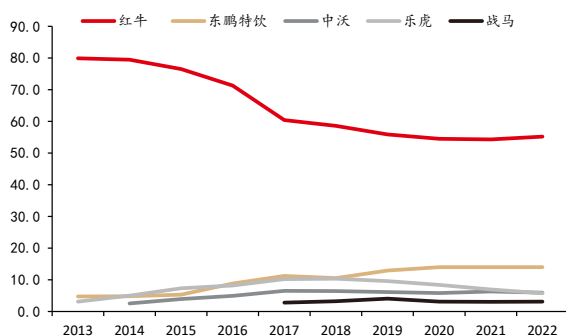
2.3 功能饮料行业竞争格局：龙头深陷诉讼纷争，多强崛起新局面

2016年起红牛陷入商标之争，功能饮料一家独大的竞争格局打破。1995年，红牛率先进入中国市场，随后长期占据功能饮料绝对龙头地位，2012年红牛市占率超80%，2014年销售额破200亿。

2016年10月，泰国天丝向华彬红牛发起商标侵权诉讼，认为双方商标许可协议期为20年而非50年，且协议到期后未续期，华彬红牛应停止使用红牛品牌。随后双方打响商标使用期限纠纷之争，而泰国天丝也在国内与其他品牌合作推出外包装相似度较高的红牛品牌产品。在双方互相质疑对方产品、品牌、销售、广告等方面合法合规性的同时，也给各类假冒产品带来获利机会，红牛品牌在渠道端、消费者端形象持续受损。

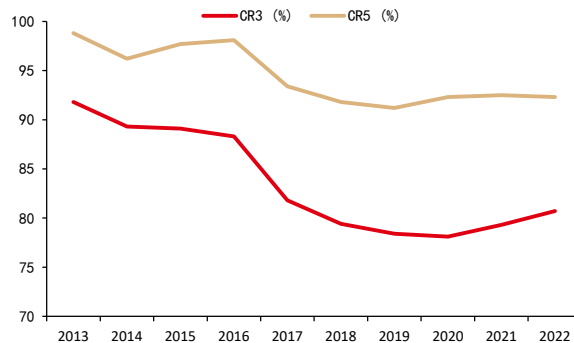
此外，华彬红牛在被提起诉讼后，广告宣传方面受损，市场份额不断下降，由2012年82.1%下降至2022年的55.2%。截至2023年末，北京市高级人民法院撤销此前北京中级人民法院做出的一审裁定，但从结果看并未对双方就合作协议的争议作出裁决，两者品牌纠纷仍然延续，行业龙头式微趋势难以扭转。

图表23：功能饮料行业品牌份额（零售额口径，%）



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表24：功能饮料公司CR3和CR5（销量口径）



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

龙头地位松动市场动荡，第二梯队公司迎来崛起良机，东鹏顺势崛起。2013 年功能饮料行业 CR5/CR3 分别为 98.8%/91.8%，行业集中度高，龙头优势尽显。而在 2015 年后，东鹏、乐虎、中沃、战马等国产能量饮料品牌加大市场投入。同时，外资品牌也开始布局中国市场，并以差异化口味和包装定位高端市场，如魔爪、卡拉宝等。截至 2022 年，功能饮料行业 CR5/CR3 分别降至 92.3%/80.7%，自红牛卷入经营纠纷，行业集中度持续回落。

在行业格局重塑期间，东鹏饮料紧抓机遇，通过性价比打法，全国化扩张，产品口味以及包装对标龙头的模式，快速抢占市场，市占率持续上升，由 2012 年的 4.7% 上涨至 2022 年的 14%（欧睿销售额口径），竞争格局从海外龙头品牌垄断转为国产龙头崛起。

2.4 消费分级大背景下，性价比产品更符合消费趋势

东鹏特饮定位性价比产品、更符合当下偏理性的消费趋势。对比东鹏特饮各规格产品单价，主流的 500ml 金瓶折算单价分别为 10 元每升，而行业中合资或外资品牌主要产品如红牛/魔爪/日加满/力保健单价分别高达 24/21.2/125/90 元每升，公司各规格产品定价均与竞品有较明显差异化竞争定位。而同为国产品牌的乐虎、体质能量则与公司产品定价接近。由于东鹏主要消费群体为蓝领、白领等人群，消费者对价格敏感，同时在当下经济弱复苏、消费分级背景下，极致性价比成为东鹏特饮的核心竞争优势。

图表25：主流功能饮料价格对比

品牌	产品	规格	零售价	单价	内/外资
东鹏	东鹏特饮金瓶	500ml	5 元	10 元/升	国产
中沃	体质能量	600ml	5 元	8.3 元/升	国产
达利园	乐虎	500ml	5 元	10 元/升	国产
红牛	维生素功能饮料	250ml	6 元	24 元/升	合资
日加满	氨基酸功能饮料	120ml	15 元	125 元/升	合资
魔爪	维生素能量饮料	330ml	7 元	21.2 元/升	外资
力保健	力保健抗疲劳饮料	100ml	9 元	90 元/升	外资

资料来源：京东，天猫，中邮证券研究所整理

3 中期维度：发力电解质、咖啡赛道，能量+开启第二成长曲线

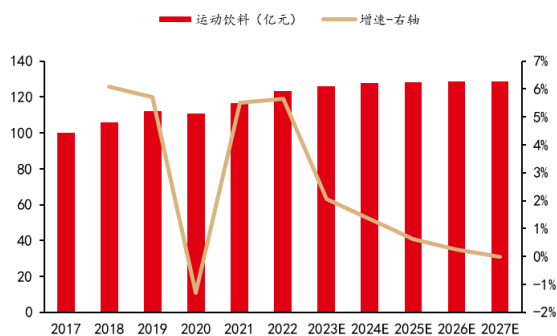
中期看，公司以“能量+”为主线，推出针对白领群体的东鹏大咖，以及受益疫情催化的电解质产品补水啦，当前两者已初步展现大单品成长态势，中期有望接棒东鹏特饮成为公司新

的成长动能。根据欧睿国际数据，当前公司作为第二成长曲线布局的 RTD 咖啡和属于运动饮料范围的电解质饮料均为软饮料行业高增速赛道。

3.1 电解质饮料：疫情催化下，消费者教育快速推进

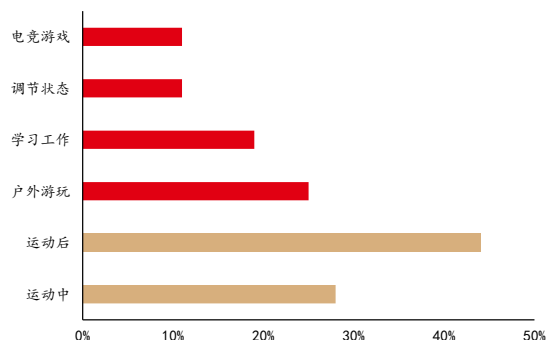
消费场景扩容，催化电解质饮料市场规模快速增加。电解质水属于传统运动饮料的分支，但此前受到供方少、需求弱等因素影响，电解质饮料在百亿运动饮料市场中未有较高渗透率。2020 年以来，疫情的爆发和各类呼吸道流感频发，电解质水可以及时为流感患者补充亟需的矿物质和电解质成分、有效帮助人体免疫系统抗击病毒，在冬季流感高发季走入消费者视野，快速培养一批忠实电解质水受众，部分消费者甚至开始用电解质水替代普通矿泉水，其应用场景从单一的运动场景延伸到日常饮用中。根据前瞻经济学院数据，我国 72%的消费者在运动中和运动后饮用电解质饮料，而 66%的消费者选择在非运动场景中饮用电解质饮料，非运动消费场景显著增加。受益于消费场景的增加，我国电解质饮料市场规模在 2 年内保持高增：据前瞻研究院，2020 年我国电解质饮料市场规模仅为 9 亿元，2022 年即达到 26 亿元。但对比日本年均超 8L 的人均电解质消费量，我国电解质饮料人均年消费量仅为 1L 左右，尚有广阔增长空间。

图表26：我国运动饮料市场规模及增速



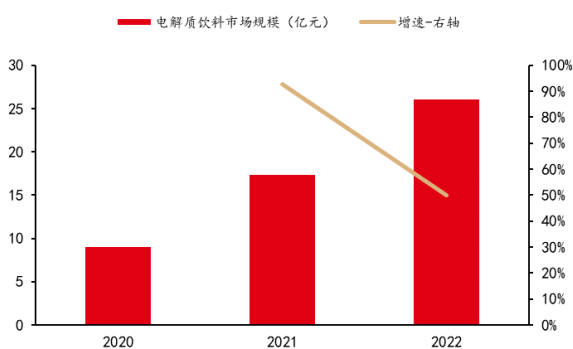
资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表27：我国电解质饮料应用场景



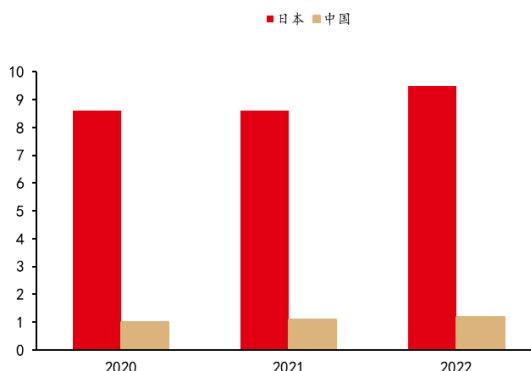
资料来源：TMIC，中邮证券研究所

图表28：我国电解质饮料市场规模及增速



资料来源：前瞻经济学院，中邮证券研究所

图表29：我国电解质饮料人均年消费量 (L/人)

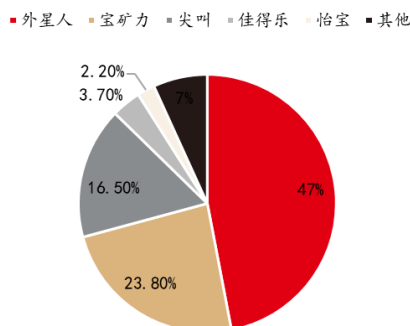


资料来源：前瞻经济学院，中邮证券研究所

内资品牌外星人发力，超越日本品牌宝矿力成为龙头。2020 年前，我国电解质水市场被日本品牌宝矿力和百事旗下佳得乐长期占据，鲜有本土品牌布局该赛道。2020 年内资品牌元气森林旗下的外星人成立，针对我国消费者食盐摄入量普遍高于世界卫生组织最高限两倍的饮

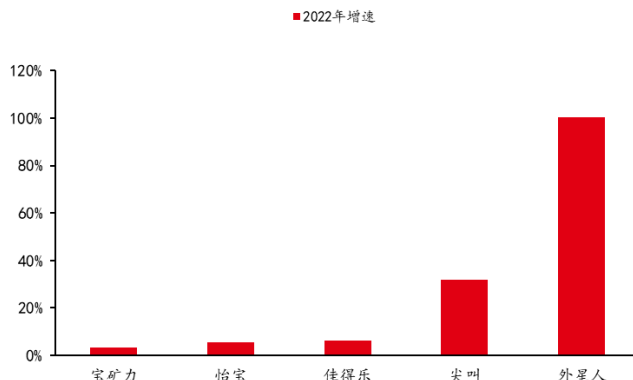
食习惯，创新性地研发了电解质水科学低钠配方。外星人高于行业平均的“功能性”快速获得消费者青睐，2022 年以 100.3% 的营收增速一举超过宝矿力，抢占 47% 的市场份额占据电解质市场龙头。

图表30：2022 年电解质水竞争格局



资料来源：前瞻经济学院，中邮证券研究所

图表31：外星人 2022 年取得高增



资料来源：前瞻经济学院，中邮证券研究所

与外星人、宝矿力等竞品相比，东鹏“补水啦”突出极致性价比路线。宝矿力长期深耕电解质品牌市场，享有一定品牌溢价；外星人在包装、配方上进行改进，产品力超过行业平均，拥有产品溢价，两个品牌产品单价为 10 元/L，单价较高。尖叫、佳得乐、怡宝定价略低于外星人和宝矿力，但均在 8 元/L 以上。东鹏 2023 年初入电解质水市场，利用自身强大功能性饮料研发实力和渠道实力走极致性价比路线，定价为 7.21 元/L，显著低于上述品牌，同时切入健身房、体育馆等渠道与运动补水消费场景强捆绑，整体增长势头强劲。

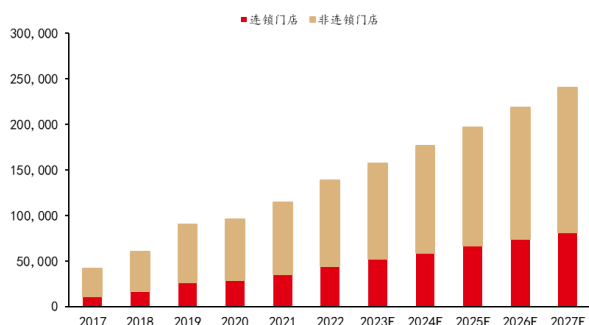
图表32：我国主要电解质饮料品牌定价一览

公司	单瓶价格	单价	国产/外资
外星人	5 元 (500ml)	10 元/L	国产
宝矿力	5 元 (500ml)	10 元/L	外资
尖叫	4.5 元 (500ml)	9 元/L	国产
佳得乐	5 元 (600ml)	8.3 元/L	外资
怡宝	4 元 (500ml)	8 元/L	国产
东鹏补水啦	4 元 (555ml)	7.21 元/L	国产

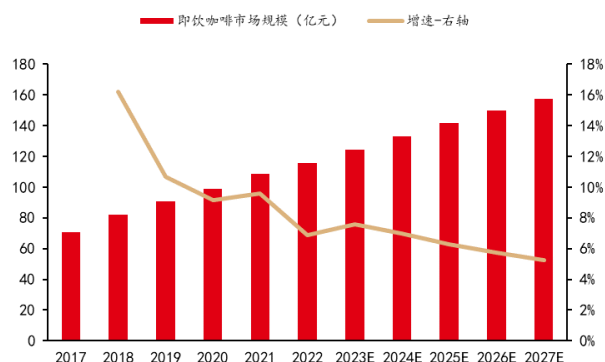
资料来源：京东，中邮证券研究所整理

3.2 RTD 咖啡：咖啡消费群体持续扩容，需求端空间十足

咖啡消费人群不断培育，RTD 咖啡需求群体深厚。即饮咖啡自 1998 年雀巢推出相关产品后首次进入中国，之后经历了一段时间的发展停滞期。近年，伴随瑞幸、星巴克、库迪等现制咖啡不断发力，我国消费者对咖啡接受度不断提高，各现磨咖啡品牌瞄准商机布局 RTD 咖啡饮料品类，带动 RTD 咖啡市场规模短期高增长。据欧睿国际数据，2017 年我国即饮咖啡市场规模仅有 70.44 亿，2021 年突破百亿，2022 年市场规模达到 115.85 亿，2017-2022 年复合增长率达到 10.46%，预计 2027 年即饮咖啡市场将突破 150 亿。

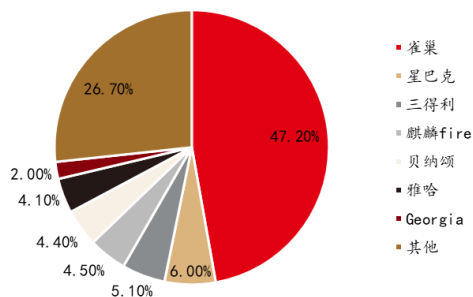
图表33：咖啡门店数快速上涨


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

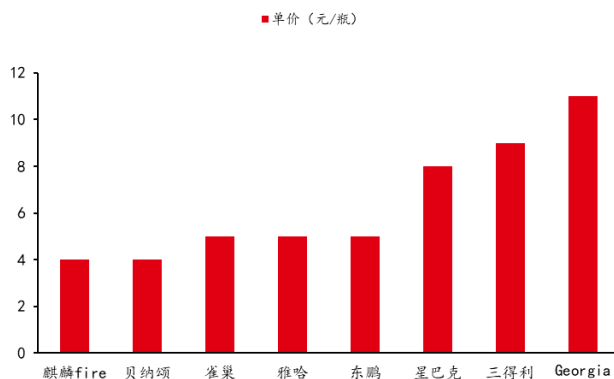
图表34：即饮咖啡市场规模及增速


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

市场较为集中，雀巢作为龙头走性价比路线。雀巢为最早进入中国即饮咖啡市场的玩家之一，发展历史悠久、品牌实力强劲。欧睿国际数据显示，2022 年中国即饮咖啡市场中雀巢为唯一龙头，市占率达到 47.2%；星巴克、三得利、麒麟、贝纳颂、Georgia 等咖啡品牌为第二梯队，均占有个位数的市场份额；其他咖啡品牌市场占有率较低，共享 26.7% 的即饮咖啡市场。依照市占率追踪各品牌即饮咖啡单价，可发现市场主流价格带分为 4-5 元和 5 元以上，其中雀巢作为龙头定价 5 元/瓶，走性价比路线；贝纳颂、麒麟、东鹏大咖在适当缩减单瓶规格同时追随龙头步伐，同样以低价作为卖点。而星巴克、Georgia 作为进口品牌享有高品牌溢价，单瓶价格可到中高单位数甚至十元以上。

图表35：雀巢为即饮咖啡龙头


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表36：不同品牌即饮咖啡单价


资料来源：淘宝，中邮证券研究所整理

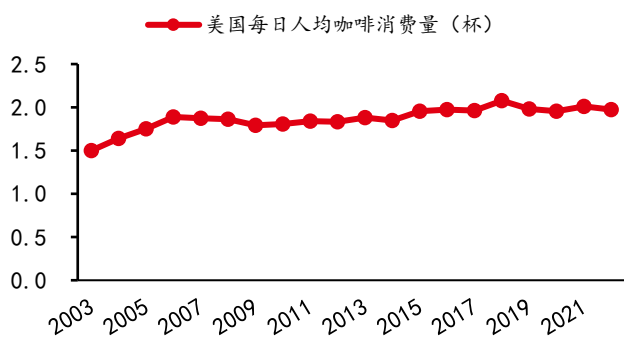
注：不同品牌规格有差异，均选择最小规格进行比较

复盘美国咖啡发展趋势，精品咖啡的出现使美国咖啡市场触底反弹，竞争格局已定，总增速稳定，而后部分消费需求溢出带动 RTD 咖啡增长。根据美国国家咖啡协会，自 1950 至 20 世纪 80 年代中期，有咖啡饮用习惯的人数比例一直在下降，直到精品现磨咖啡的出现，给美国咖啡市场一剂强力助推剂。如今在全球咖啡市场中，美国市场占比遥遥领先，其中现磨咖啡消费占比始终高于 85%，后随着 RTD 咖啡市场的迅速增长，现磨咖啡与速溶咖啡的占比均有下降。

咖啡消费群体持续培育，RTD 咖啡未来将重回增长。国内 RTD 进入较早，但受消费人群基数较小影响，长期发展迟滞。从美国咖啡人均消费趋势看，自 2015 年人均咖啡消费量小幅上

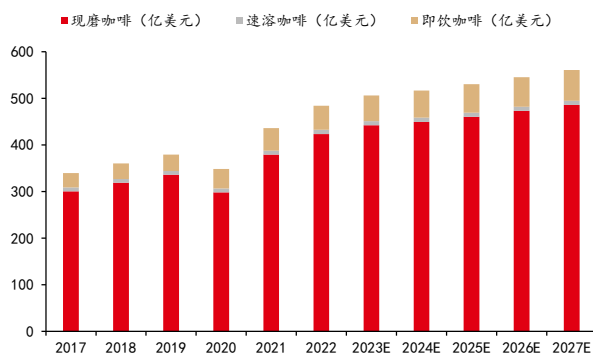
升达到 1.95 杯后，长期保持在每日人均消费 2 杯左右，趋于稳定。对比看，美国 RTD 咖啡也是在 2017 年起人均消费量稳定后，迎来增长，RTD 咖啡规模从 2017 年的 30.83 亿美元增长至 2022 年的 51.62 亿美元。当下，国内现磨咖啡快速扩张，在此期间大量咖啡消费群体将被持续培育，预计伴随咖啡消费渗透度继续提升，现磨咖啡消费群体溢出后，RTD 咖啡消费需求将呈现和美国类似的再起趋势。公司当下持续对东鹏大咖不断迭代推新，未来有望在消费者需求切换时及时把握风口，承接转换的消费群体。

图表37：美国人均咖啡消费量



资料来源：美国咖啡协会，USDA，中邮证券研究所

图表38：美国咖啡子品类规模变动趋势



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

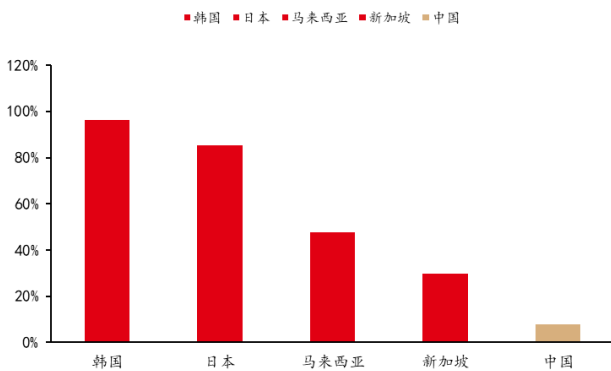
4 长期展望：对标巨头，走向平台型饮料公司

长期看，公司把握需求端消费趋势，正加速扩容产品矩阵，近期切入处于风口的高增速无糖茶品类，以及通过椰子汁产品进一步布局传统礼赠、餐饮等消费场景，未来有望进一步扩大消费群体。同时，后续公司仍有新品储备，布局未来有望打造新增长极，从依靠大单品走零售渠道模式的黑马向全品类全渠道发力的平台化公司持续成长。

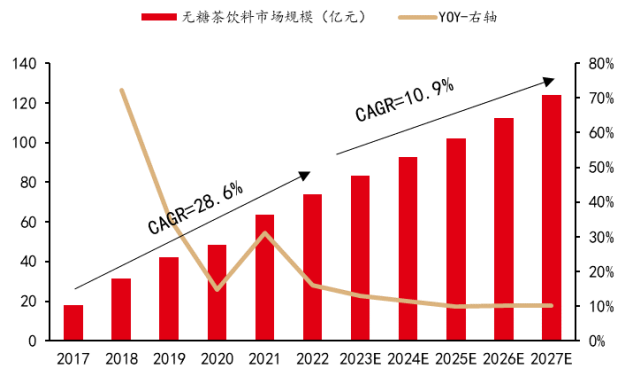
4.1 无糖茶行业：控糖控脂健康消费风潮持续，利好无糖茶渗透

即饮茶无糖化符合近年我国健康消费趋势，未来有望继续快速渗透。我国为饮茶大国，现制、即饮均有庞大消费群体，但此前我国现制纯茶（指不添加果汁、牛奶等）和即饮茶饮料市场消费偏好略有差异：现制纯茶市场冲泡茶叶时一般不添加糖或果汁，更追求品尝茶叶本身的独特口感；即饮茶多会适当添加糖分中和茶叶的清苦口感，将茶饮料化。相比无糖茶在韩国（96.1%）、日本（85.2%）的高渗透率，我国无糖茶渗透率仅为 7.7%，存在广阔渗透空间。从我国千年饮茶历史可判断，我国消费者过去长期在现制场景饮用无糖茶，对无糖茶接受度较高，即饮无糖茶此前未兴起原因更多集中在供给端的萃取、风味、保存等技术限制。而伴随我国饮料巨头纷纷布局即饮茶饮料市场，加之我国消费群体目前越发重视控糖减脂，即饮茶市场中无糖茶品类有望在近年实现快速渗透。

RTD 茶饮在无糖茶带动下仍有高增长，短期市场规模有望突破百亿。在“饮茶群体增加+无糖茶渗透率抬升”双重逻辑下，我国即饮茶市场规模增长快速，根据魔镜市场情报，2022 年我国无糖茶市场规模达 73.8 亿，2017-2022 年 CAGR 达 28.6%，且未来仍存在高速增长潜力，预测 2025 年市场规模将突破百亿，2023-2027 年 CAGR 仍将达双位数。

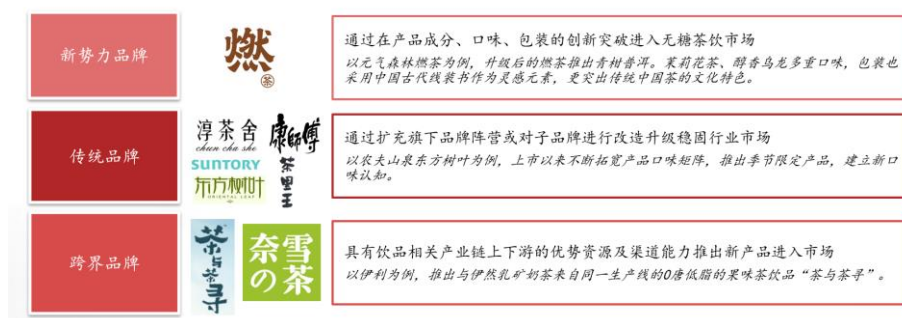
图表39：2022年无糖茶在即饮茶市场占比仍较低


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表40：我国无糖茶饮料市场规模及增速


资料来源：魔镜市场情报，中邮证券研究所

无糖茶饮市场竞争激烈，多类优质企业入场。根据淘宝数据，目前我国无糖茶销量 TOP3 分别为日本品牌三得利、农夫山泉旗下品牌东方树叶、中国品牌麟珑茶室，国产品牌仍拥有较强实力。切分主要参与者，主要参与者可分为三类：1) 以元气森林为代表的新势力品牌。该类品牌此前拥有做 0 糖饮料经验，在 0 糖领域有一定品牌影响力，通过更改配方、利用自身品牌力切入赛道；2) 以康师傅、三得利、东方树叶为代表的传统品牌。该类品牌此前即涉猎即饮茶，通过扩充旗下无糖茶品牌阵营或进行品牌改造自然切换至无糖即饮茶市场；3) 以奈雪的茶为代表的跨界品牌。该类品牌此前没有切入即饮茶饮料，但或拥有其他饮料经营经验、或拥有现制茶饮广泛受众，从而利用自身品牌力和渠道力打入无糖即饮茶市场。综合来看，无糖即饮茶近年高增长吸引众多实力强劲的企业入局，目前品类仍处于早期竞争阶段，尚未出现绝对龙头。

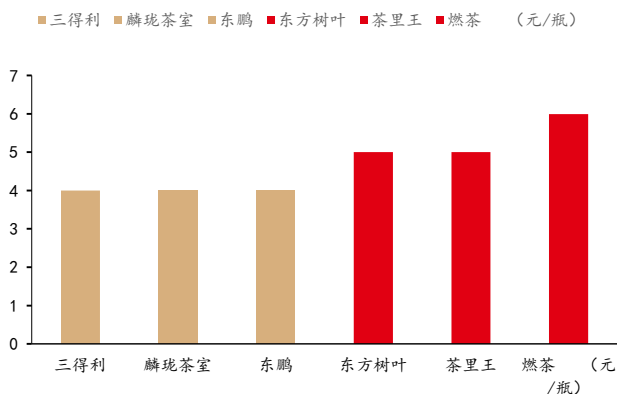
图表41：我国无糖茶饮料市场主要参与者


资料来源：亿欧智库，中邮证券研究所整理

品牌配方各异，产品整体较为同质化。无糖茶想要获取茶多酚和茶口感，主要有三种来源：茶叶萃取、添加茶粉、添加茶浓缩液。其中，直接通过茶叶萃取能最大限度还原茶叶的独特芬芳，但成本相对较高。细拆各品牌配料表，可发现走“性价比”路线的品牌，如三得利、东鹏，多选择添加茶粉或茶浓缩液；而单价相对较高的东方树叶和燃茶则选择直接进行茶叶萃取，并以此作为卖点提高自身产品和品牌溢价。但从消费者反馈看，各类无糖茶在同口味中产品差异化较小，同时消费者对于配料表中茶叶、茶粉、茶浓缩液配方关注度远低于对于产品本身 0 糖 0 脂 0 添加的关注度。

主流产品价格带相对较窄。根据各品牌京东旗舰店零售价格，当前我国无糖茶价格多集中在4-7元区间。对比淘宝平台各品牌销量，各品牌无糖茶价格难以通过产品力或品牌力进行高端化。其中东方树叶、茶里王、燃茶通过包装、口味等具有一定品牌溢价，单价虽较前者高但仍控制在7元以内。而当前消费环境下，消费者更愿意为三得利、麒麟茶室、东鹏为代表的具备高性价比的无糖茶品牌买单。

图表42：不同品牌无糖茶单价对比



资料来源：京东，中邮证券研究所

图表43：不同品牌无糖茶配方差异

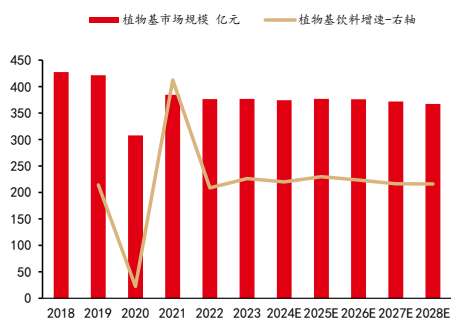


资料来源：京东，中邮证券研究所整理

4.2 植物基饮料行业：传统植物基饮料见顶，公司性价比打法切入成熟品类

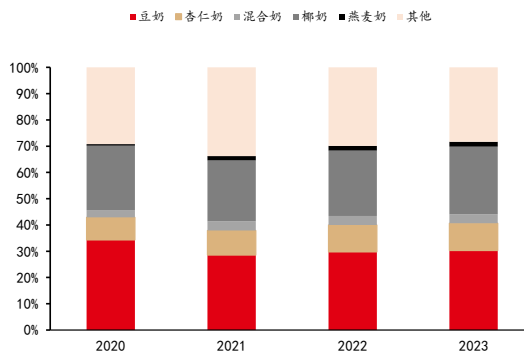
植物基行业发展成熟，存量市场有所收缩。植物基行业兴起于上世纪，经过数十年发展，植物基饮料被应用于早餐、火锅、下午茶等多场景，消费场景与受众已被充分挖掘。根据欧睿国际，我国植物基市场规模2020年前保持在400亿左右，2020年受消费场景受损、居民消费力下降、原材料进口受限等诸多因素骤降至300亿，2021年恢复至380亿左右，至2023年我国植物基市场为376.96亿元，以中低位数速度缓慢收缩。据欧睿国际预测，2028年我国植物基市场预计为367亿元，2024-2028CAGR为-0.48%，行业规模已见顶。

图表44：我国植物基饮料市场规模



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

图表45：植物基行业主要品类份额



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

品类多元，豆奶、椰奶、杏仁奶等传统赛道带动整体行业发展，燕麦奶为增量市场。2020年-2023年，豆奶、椰奶、杏仁奶三类传统饮料占据我国植物基饮料半壁江山：根据欧睿国际，2023年豆奶/椰奶/杏仁奶分别占据市场29.67%/25.21%/10.18%，但由于市场竞争激烈、行业

发展成熟，豆奶与椰奶增量预计见顶，伴随燕麦奶、坚果奶等全新品类导入市场，豆奶与椰奶存量市场面临替代风险。燕麦奶 2020 年前没有大单品出现，2021 年 Oatly 登陆纳斯达克横空出世，快速跑马圈地占据一定市场份额，成为植物基饮料市场增量赛道。

市场竞争格局稳定，传统品类公司稳占市占率前五。2022 年我国植物基市场 CR5 为 59%，市场相对集中。细分市占率前五公司，多元化品牌较少、多依赖某一大单品和传统大品类：除养元饮品同时涉猎核桃奶和豆奶外，椰树集团专注椰奶、承德露露专注杏仁奶、达利食品和维他奶则聚焦豆奶市场，市占率前五公司暂无燕麦奶公司上榜。头部品牌专注一个子赛道造成细分赛道内“品牌即品类”的高度集中，究其原因：一是由于不同地域出产不同植物基原料，贸然多元化不利于成本控制，如椰子主要产于我国南方，位于北方的养元和承德露露难以和海南的椰树集团进行成本竞争。二是植物基龙头切入市场多选用大单品打入，建立了强消费者心智后往往实现品类绑定，其余赛道龙头即使想尝试多元化也难以跨过品牌壁垒。综合以上原因，我国植物基市场成熟，龙头公司主要聚焦豆奶、椰奶、杏仁奶三大传统赛道之一，植物基各赛道均已建立了强大品牌心智的龙头公司。

图表46：我国植物基行业主要品牌市占率变动对比

公司	所属子赛道	2019 年市占率	2020 年市占率	2021 年市占率	2022 年市占率
养元饮品	核桃奶、豆奶	26.8%	21.2%	26.1%	23%
椰树集团	椰奶	12.2%	15.1%	14.1%	15.3%
承德露露	杏仁奶	6.8%	7.6%	7.5%	8.2%
达利食品	豆奶	5.4%	7.4%	6.5%	6.7%
维他奶	豆奶	6.5%	8.7%	5.6%	5.9%

资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

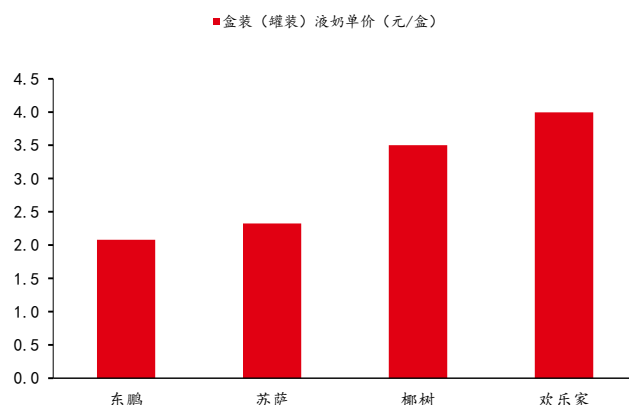
展望椰奶赛道，现制茶饮及咖啡品牌启用椰奶为原料，带动椰奶传统品类回升。自瑞幸推出“生椰拿铁”大爆品后，现制茶饮及咖啡品牌纷纷效仿，从原来的仅加椰果转为添加椰奶。椰奶口感浓郁、搭配茶底或咖啡中和甜腻，极适合作为夏天消暑饮品。现制茶饮及咖啡添加生椰创造新消费场景，拉动传统椰奶赛道增长。伴随下游茶饮及咖啡品牌持续加密门店，茶用、咖啡用椰奶有望进一步放量。

图表47：多茶饮咖啡品牌启用椰奶为基底

品牌	含椰奶饮品
茶百道	生椰西瓜、椰子雪糕红茶
蜜雪冰城	咖啡椰椰、荔枝椰椰
喜茶	生打椰
奈雪的茶	梳子绿生椰奶茶
瑞幸	生椰拿铁
库迪	生椰拿铁
星巴克	椰香丝绒拿铁

资料来源：各公司 APP、公众号等，中邮证券研究所

图表48：东鹏新上市椰奶突出性价比

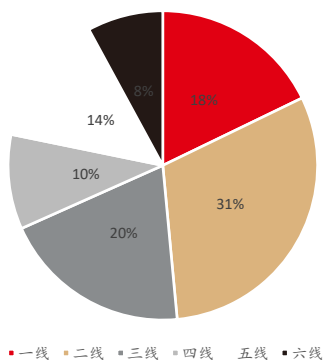


资料来源：京东，中邮证券研究所

市场高度竞争+消费理性背景下，椰奶行业由高端化向性价比转型。椰奶赛道头部龙头公司为椰树集团，以 2022 年椰树集团 47.19 亿营收测算，椰树集团市占率达 50.42%，为椰奶市

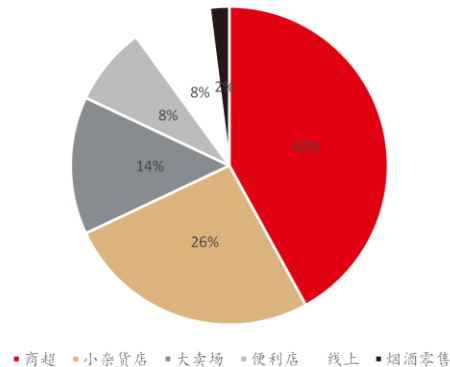
场绝对龙头，强品牌力加之海南优质原料赋能产品力，其余品牌难以通过高端化路线分割椰树集团份额。由行业外推至消费环境，2023 年以来“消费升级”趋势退潮，消费环境逻辑由“高端化”转向为“性价比”。在行业 and 消费环境双重逻辑定位下，未来椰奶市场有望向性价比转型，而以东鹏为代表的公司定位高端性价比切入椰奶赛道，成为赛道新玩家：245ml 装椰奶中，东鹏单价为 2.08 元/盒，较椰树 3.5 元/盒低 47.9%，有望在行业大背景下抢占一定市场份额。

图表49：植物基饮料中下线市场消费群体庞大



资料来源：智研咨询，中邮证券研究所

图表50：植物基饮料仍以商超为主要销售渠道



资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

推出椰汁产品，切入下线市场，有效补充公司在礼赠、餐饮、学校消费场景产品缺失。渠道端，传统植物基品类普遍基于商超礼赠、餐饮伴饮消费场景，公司布局椰汁产品有效弥补此前产品中上述两大消费场景的缺失。根据欧睿国际数据，渠道拆分中商超和小型杂货店的占比接近 70%，大卖场、便利店、烟酒店经销占比分别为 14%、8%、2%，线上零售仅占 8%。从消费者地域分布占比情况来看，我国植物蛋白饮料市场近半消费者分布三线市场以下，公司此次推出定价远低于主流品牌的新品，可有效切入布局下线市场消费群体。

4.3 浅析三得利、农夫山泉，公司具备平台化企业共通特质

东鹏在多年经营中已初步具备向三得利、农夫山泉等平台化饮料企业进化的底蕴，我们对复盘三得利、农夫山泉，认为公司已具备多项成为平台化企业的共通特质。

➤ 对标三得利：推出产品定位精准，善以性价比打法开拓市场

三得利深谙产品“本土化”之道，日本威士忌是成功佐证。1899 年鸟井信治郎创办了鸟井商店，最早从事进口欧洲红酒销售，但由于口味不合导致销路低迷。后鸟井信治郎联合日本酿酒世家后人竹鹤政孝研发日本威士忌，成立了日本第一家威士忌蒸馏厂——山崎蒸馏所，1929 年第一支产品白扎面世，因保留有苏格兰威士忌的烟熏味而不被消费者接受，销售状况惨淡。后两人分道扬镳，鸟井信治郎坚守打造具有日本风格的本土化威士忌，于 1937 年推出了三得利角瓶威士忌，符合当地清甜口味、迅速打开了日本市场，同时垄断了制作威士忌的水榿木桶来源，三得利威士忌最终站稳了脚跟，在苏格兰威士忌和日本风味之间找到了平衡点，形成了三得利优秀的“本土化”改良基因。

顺应消费趋势，推出性价比产品开拓市场。两次世界大战期间日本经济逐渐萧条，尽管国内威士忌全面解禁，但当时消费能力较低、导致假酒、劣酒盛行，1946 年三得利推出低价威士忌 Torys，并开设有同名酒吧，推广加冰或兑苏打水饮用的方法，酒精度低、口感清冽，使得 Torys 迅速在工薪阶层和学生族之间流行起来。

东鹏作为功能饮料后起之秀，在大单品东鹏特饮打造上同样展现出本土化改良以及对于竞品较为精准的针对性。产品配料上，东鹏相较于红牛、卡拉宝等源自国外的产品做出更为适应国人口味的调整，糖分添加上更少，整体风味相较海外的红牛、力保健等更为清淡。

图表51：东鹏饮料、红牛、力保健配料表对比

营养成分（每 100ml）	红牛	卡拉宝	东鹏特饮
能量	233 千焦	248 千焦	150 千焦
碳水化合物	13.3g	14.6g	8.7g
钠	37.3mg	87mg	38mg

资料来源：京东，中邮证券研究所

公司推出的大金瓶、金罐、加气等不同规格产品矩阵对标竞品目标明确，同时产品同样以性价比开拓更广阔市场。产品规格上，东鹏特饮推出 250ml 金瓶、500ml 大金瓶、330ml 金罐特饮、0 糖、气泡特饮等多规格产品。其中 500ml 大金瓶定位下沉消费群体，对标竞品主要以第二梯队的国产品牌的大规格产品如乐虎、体质能量等为主，虽然定价接近但公司通过附加的可作为烟灰缸的防尘盖包装与其他常规瓶装产品差异化竞争，精准满足主要消费群体如卡车司机的需求。而针对传统的红牛灌装产品，公司推出类似包装的 250ml 金罐直接以低价竞争走性价比策略。此外，公司还推出 330ml 大金罐产品在规格、包装上主要对标国产新兴品牌战马以及外资的奥地利红牛、美国魔爪等，当前占比较小主要用于品类占位。同时，针对 0 糖、加气等软饮细分热门赛道，公司也推出衍生产品，以争夺年轻市场。整体看，公司通过差异化包装、差异化价格竞争、精准定位不同消费群体、阶梯化渗透细分市场，实现全规格布局产品线。在满足各类消费群体在不同场景下需求的同时，精准对标市场上其他竞品。

图表52：东鹏特饮各规格精准定位竞品



资料来源：各公司官网，京东，中邮证券研究所整理

➤ 对标农夫山泉：构建强大销售体系，打造坚实渠道根基

在渠道端实现全国化布局且具有高渗透度的经销渠道是一家软饮料龙头公司能否成功的基础能力。而农夫山泉较早就完成全国范围内区县一级经销商覆盖，并在 2018 年向养生堂收购了安吉智能生活公司，发展自动贩卖机业务，打开自动零售新销售渠道。

农夫山泉历经三次渠道改革，当前的大客户制模式走向成熟。2008 年之前，农夫山泉早期为快速追赶娃哈哈、统一、康师傅等行业龙头，在渠道端选择采用类似娃哈哈的联销体模式，

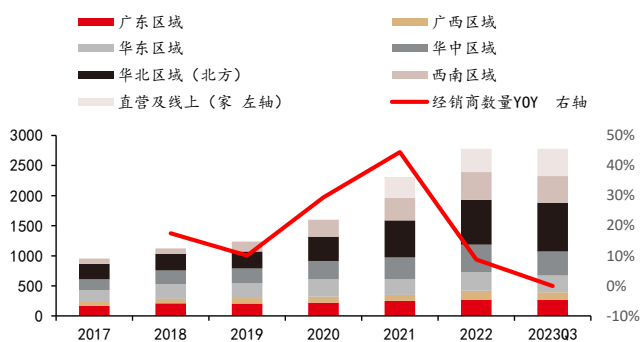
采用代理制规避自身渠道能力较弱的缺点，借助代理商能力快速打开全国市场。随后公司在2008-2013年间进行数字化改革，引入SAP等数字化管理系统，提升渠道管理能力。同时转而学习可口可乐深度分销模式，加强终端掌握能力。而在2013年后，公司逐渐转向大客户制度，减少实力较差的经销商数量，优胜劣汰，将市场主导权让渡于更有实力的大经销商，显著提升经销商活力。

近年伴随着高线城市地价逐渐上升，便利店等传统销售渠道的地租提升导致运营成本增加，公司开始在1、2线城市加大自动贩卖机和冰柜投放。参考日本零售端情况，数据显示日本自动售货机销售的饮料占到日本饮料市场的25%以上，美国占到15%左右，而中国则处在无人零售成长阶段，暂时占比仅在1%左右。截至2019年，农夫山泉在全国近300个城市投放约6万台自动贩卖机，主要针对两种消费场景，零售贩卖机和批发贩卖机。其中批发贩卖机主要投放在住宅区地下车库或小区附近出入人流量充足和便利的位置，售卖产品规格多为传统批发量的一半，售价较批发价略高但低于零售价，用以满足有家庭大体量消费需求但对前往大型商超意愿较低的客户。而零售贩卖机则主要部署在地铁站等人流较大的区域，用于对高线城市受高租金影响的便利店等零售渠道的补充。

对比看，东鹏同样也已建立起网点众多、覆盖面广、渗透力强的线上、线下全渠道销售网络。传统渠道方面，公司持续运营并拓展经销商、邮差商、批发商以及终端；线上渠道方面，公司在传统电商以及短视频直播和社交电商平台等均有所布局。从营收来看，公司销售模式以经销模式为主，直营、线上等模式为辅。2021年，经销收入占比达到88.63%；直营和线上的收入增长较快，增长率分别达到43.29%和88.42%，增长速度超过公司整体收入的增长率。

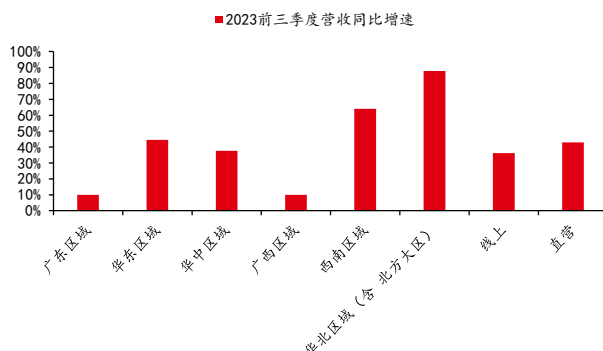
经销方面，公司已建立全国范围内较为完善的网络。截至2023Q3公司在全国范围合作经销商2513家。分区域看，广东/广西/华东/华中/华北/西南/直营线上经销商数量分别为267/127/280/398/809/446/453家，2017年后华北、西南、直营渠道增长迅速，经销商增长均超300家。当前，公司经销渠道已覆盖终端门店近330万家，快速铺开的经销渠道为公司市占率高速增长提供夯实根基。

图表53：2021年起经销商数量加速上行



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表54：扩展渠道带动新兴市场营收高增长



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

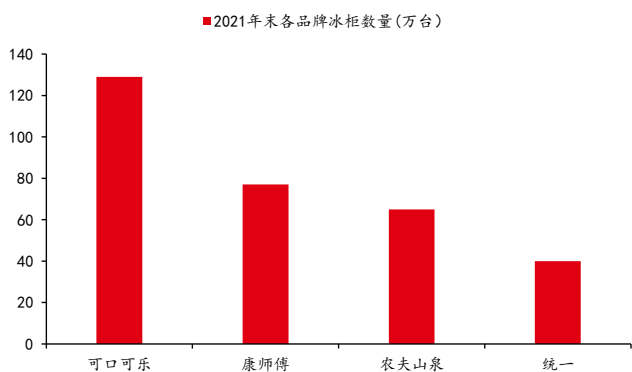
公司针对不同成熟度的市场分别采取不同的经销策略：成熟市场强化深度精耕细作，新兴市场大商制强利益绑定，实现快速铺开。针对成熟核心市场，如广东、广西、华东、华中、西南等地区，主要采取公司精耕的运营模式，通过配备经验丰富的销售团队，全方位服务下游渠道和零售终端，提高品牌影响力，加强渠道渗透、进而提升产品市场占有率。针对新兴市场区域，主要采取大流通运营模式，公司与具备较强销售团队、销售渠道且经验丰富的经销商建

立合作关系，通过经销商自身的服务能力及市场资源，由经销商主要负责在指定区域市场进行公司产品经销及渠道的维护与执行，公司为经销商提供广告宣传、营销培训和指导等支持。

坚持冷冻化为最优终端陈列战略，2021 年上市后加速终端冰柜投放，深度掌控终端。软饮料行业在终端网点铺设冰柜是各大行业龙头发展壮大的必经之路，当前行业头部公司如可口可乐、康师傅、农夫山泉、统一冰柜数量分别为 100 万级—50 万级的规模。2021 年，公司上市时规划投放冰柜数量 8.6 万台，而彼时公司销售网络已覆盖全国约 209 万家终端门店，规划冰柜终端覆盖率低于 5%，有较大提升空间。为了进一步扩大销售渠道的影响力和提升产品的市场占有率，公司持续投入渠道推广费用，2021 年公司渠道推广费用为 2.77 亿元，增长量超一倍，渠道费用中有部分用于冰柜投放。

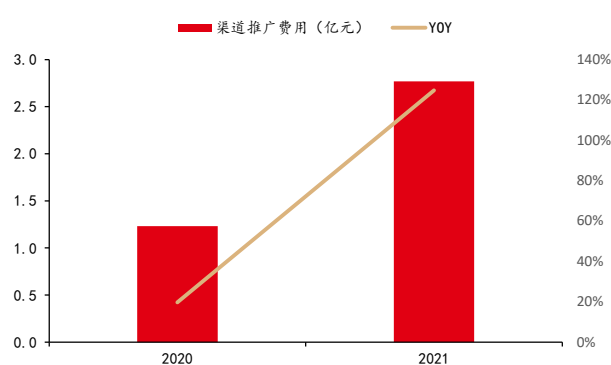
公司坚持开拓终端网点，以“冰冻化是最好的陈列”的思路，加强在渠道端的冰柜投放和产品陈列。同时对现有市场进行渠道细分，继续加强广东营销本部、全国营销本部、直营本部的智能冰柜投放力度，通过数字化手段更加高效、精准地监管产品在各渠道的投放情况，进一步强化产品陈列，提升产品铺市率、铺货率，提高单点产出，促进销售。

图表55：东鹏对标头部品牌补充终端渠道冰冻化布局



资料来源：各公司 APP、公众号等，中邮证券研究所

图表56：2021 年渠道费用加大投入提升终端布局



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

分业务看，公司核心大单品东鹏特饮全国化扩张延续，未来配合北方产能投产辐射此前弱势市场，高增速有望延续，预计 2023-2025 年未来三年特饮业务营收同比增速分别为 24.62%/18.59%/16.58%。其他饮料业务受 2023 年推出的补水啦带动呈现高增态势，并初步展现大单品特质，未来预计延续强劲增长势头。此外，公司在 2023 年末推出椰汁新品，预计未来在礼赠、餐饮、校园等消费场景发力。预计其他饮料 2023-2025 年营收同比增速为 151%/101%/61%。

成本端，预计 2023 年持续上行的白糖价格在生产端甜菜、甘蔗增产预期下有望回落，同时公司 PET 价格有望保持平稳，2024 年公司综合成本有望获得低个位数下降，特饮毛利率小幅改善。后续展望公司高毛利的特饮产品继续保持增长，但同时其他新品处于发力初期规模较小，同时性价比取向毛利率相对较低，短期起量后抑制公司整体毛利率水平，预计公司 2023-2025 年三年毛利率分别为：42.56%/42.33%/41.98%。

图表57：公司主营业务营收拆分预测

合计	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计（百万元）	6977.82	8505.39	11000.64	13704.21	16687.01
yoy	41.89%	21.89%	29.34%	24.58%	21.77%
毛利率	44.37%	42.33%	42.56%	42.33%	41.98%
东鹏特饮					
收入（百万元）	6591.90	8172.31	10184.33	12077.60	14080.06
yoy	41.60%	23.98%	24.62%	18.59%	16.58%
毛利率	46.16%	43.26%	44.40%	45.29%	45.86%
其他饮料					
收入（百万元）	371.95	319.03	801.55	1611.12	2590.68
yoy	55.03%	-14.23%	151.25%	101.00%	60.80%
毛利率	13.00%	17.07%	18.56%	19.86%	20.69%
其他收入					
收入（百万元）	13.98	14.06	14.76	15.50	16.27
yoy	-38.81%	0.59%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	36.45%	72.23%	72.29%	72.23%	72.29%

资料来源：iFind，中邮证券研究所测算

5.2 投资建议

我们选取同为软饮料行业的头部平台公司农夫山泉，以及单一品类的植物饮料、乳饮料细分品类龙头公司养元饮品、承德露露、李子园、香飘飘作为可比公司。东鹏饮料当前估值低于软饮巨头农夫山泉但高于业绩增速相对偏低的传统软饮料公司。从业绩增速看，东鹏处于高增长的功能饮料赛道，未来增量空间仍在，业绩增速均高于可比公司，未来三年东鹏饮料归母净利润 CAGR 为 27.79%，在类似业绩增速的食饮板块公司中估值水平较低，具备较好的投资价值。

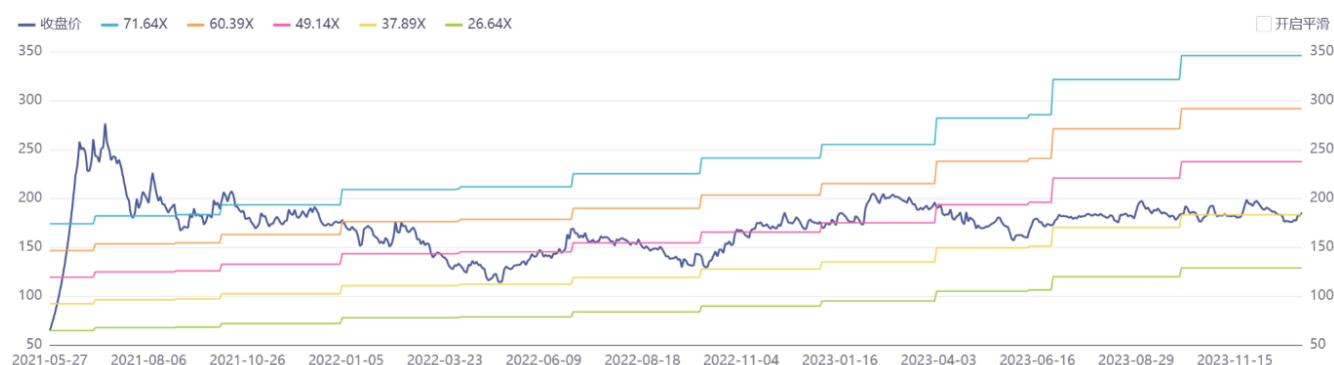
图表58：可比公司估值

代码	名称	EPS				归母净利润增速(%)			PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
9633.HK	农夫山泉	0.76	0.92	1.09	1.28	21.96%	18.31%	17.11%	52	42	36	31
603156.SH	养元饮品	1.17	1.43	1.59	1.95	22.71%	11.50%	22.41%	19	15	13	11
000848.SZ	承德露露	0.56	0.62	0.71	0.79	8.66%	13.80%	11.42%	15	13	11	10
605337.SH	李子园	0.73	0.68	0.82	0.97	21.79%	19.69%	18.33%	32	20	17	14
603711.SH	香飘飘	0.52	0.66	0.88	1.11	26.06%	33.57%	26.40%	29	25	19	15
平均值									29	23	19	16
605499.SH	东鹏饮料	3.60	5.09	6.44	7.80	41.21%	26.67%	21.05%	50	35	28	23

资料来源：iFind，中邮证券研究所预测，注：收盘价为 2024 年 01 月 05 日收盘价；可比公司数据来源为 ifind 盈利预测一致预期；食品饮料可比公司行业平均为表内所选 5 家公司平均 PE

公司新品放量进度超预期，特饮大单品 Q4 控量后渠道趋于良性叠加，预计公司 2024 年仍有望维持较高增速，我们小幅上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 110.01/137.04/166.87 亿元（前值为 110.01/134.84/161.59 亿元），同比增长 29.34%/24.58%/21.77%（前值 29.34%/22.58%/19.83%）；实现归母净利润 20.34/25.77/31.19 亿元（前值 20.25/25.57/30.80 亿元），同比增长 41.21%/26.67%/21.05%（前值 40.56%/26.26%/20.47%），对应 EPS 为 5.09/6.44/7.80 元（前值 5.06/6.39/7.70 元），对应当前股价 PE 为 35/28/23 倍。根据公司历史估值看，当前处于历史绝对低位，维持“买入”评级。

图表59：公司 PE-Band



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

6 风险提示

原料成本上行：PET、白糖等主要原料价格波动将影响公司业绩。

行业竞争加剧：行业竞争加剧将导致行业和公司利润率下滑。

天气扰动室外消费场景需求：公司产品在室外消费场景占一定比重，恶劣天气将减少需求并影响公司业绩。

食品安全等风险：食品安全事件将影响消费者信心，进而对相关行业和公司造成影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	8505	11001	13704	16687	营业收入	21.9%	29.3%	24.6%	21.8%
营业成本	4905	6319	7903	9682	营业利润	21.3%	40.3%	26.5%	20.9%
税金及附加	93	118	146	178	归属于母公司净利润	20.8%	41.2%	26.7%	21.1%
销售费用	1449	1727	2138	2595	获利能力				
管理费用	256	319	391	467	毛利率	42.3%	42.6%	42.3%	42.0%
研发费用	44	55	62	67	净利率	16.9%	18.5%	18.8%	18.7%
财务费用	41	22	-65	-122	ROE	28.4%	33.7%	35.4%	35.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	64.8%	50.7%	94.1%	131.7%
营业利润	1854	2602	3291	3981	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	57.3%	43.1%	43.8%	44.0%
营业外支出	21	20	20	20	流动比率	1.08	1.37	1.54	1.68
利润总额	1836	2584	3273	3963	营运能力				
所得税	395	550	697	843	应收账款周转率	343.61	332.45	332.45	332.45
净利润	1441	2034	2577	3119	存货周转率	12.44	11.28	11.28	11.28
归母净利润	1441	2034	2577	3119	总资产周转率	0.72	1.04	1.06	1.06
每股收益(元)	3.60	5.09	6.44	7.80	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.60	5.09	6.44	7.80
货币资金	2158	1507	3368	5535	每股净资产	12.66	15.10	18.19	21.93
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	25	33	41	50	PE	49.30	34.91	27.56	22.77
预付款项	127	217	270	329	PB	14.02	11.76	9.76	8.10
存货	394	560	701	858	现金流量表				
流动资产合计	7246	6180	8691	11579	净利润	1441	1921	2464	3006
固定资产	2323	2744	2636	2527	折旧和摊销	224	182	182	168
在建工程	529	0	0	0	营运资本变动	521	1403	469	527
无形资产	357	298	238	179	其他	-175	38	-50	-106
非流动资产合计	4623	4441	4259	4092	经营活动现金流净额	2011	3544	3066	3595
资产总计	11870	10622	12951	15671	资本开支	-795	0	0	0
短期借款	3182	0	0	0	其他	-2540	97	97	97
应付票据及应付账款	651	806	1008	1235	投资活动现金流净额	-3336	97	97	97
其他流动负债	2873	3705	4623	5644	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	6706	4511	5631	6879	债务融资	2523	-3211	-27	-23
其他	100	71	44	21	其他	-759	-1081	-1276	-1502
非流动负债合计	100	71	44	21	筹资活动现金流净额	1764	-4291	-1302	-1525
负债合计	6805	4582	5675	6900	现金及现金等价物净增加额	424	-650	1860	2168
股本	400	400	400	400					
资本公积金	2080	2080	2080	2080					
未分配利润	2584	3559	4795	6291					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	5064	6040	7276	8771					
负债和所有者权益总计	11870	10622	12951	15671					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于2024年01月08日收盘价

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048