



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 旭日东升，鹏转九州

——东鹏饮料首次覆盖

### 买入（首次）

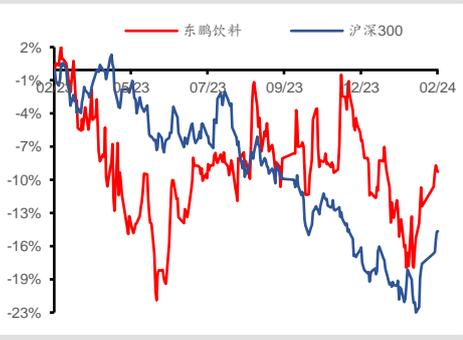
行业：食品饮料  
日期：2024年02月23日

分析师：梁瑞  
Tel: 021-53686409  
E-mail: liangrui@shzq.com  
SAC 编号: S0870523110001  
联系人：袁家岗  
Tel: 02153686249  
E-mail: yuanjiagang@shzq.com  
SAC 编号: S0870122070024

#### 基本数据

最新收盘价（元）	180.39
12mth A 股价格区间（元）	158.59-206.00
总股本（百万股）	400.01
无限售 A 股/总股本	39.82%
流通市值（亿元）	287.31

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

#### ■ 投资摘要

**方兴未艾，多强并立。**2022年中国能量饮料终端市场规模达到602亿元，2017-2022年CAGR约11%，是国内软饮料行业里增速最快的品类。能量饮料主打提神抗疲劳，复购率和大单品效果明显，国内较高的劳动强度驱动其需求快速增长，但目前我国人均消费量仅为发达国家的20%，仍有较大提升空间，随着体力劳动场景刚性扩容以及消费意识的逐渐提升，据欧睿预测，2027年国内能量饮料市场规模有望达到752亿元。竞争格局看，红牛市场份额从2013年的73%降至2022年的36%，东鹏特饮趁势扩张，市场份额从6%提升至20%，格局逐渐由红牛一家独大变为多强并立。

**特饮为基，精准定位。**公司长期专注饮料赛道，创立初期的产品有清凉饮品、陈皮特饮等，2009年推出东鹏特饮，正式切入能量饮料领域，并成功将东鹏特饮打造成了营收80亿元的大单品，据尼尔森数据，2021-2022年东鹏特饮连续两年在国内能量饮料中销量第一。公司2017-2022年整体收入复合增速达24%，增速领先行业，其中东鹏特饮占比90%以上，贡献主要收入，其他产品如东鹏大咖、补水啦，虽占比较小但近年来也呈现了较高增长，2023年1-9月同比增长165%。东鹏特饮的成功一方面源自精准的产品定位，通过细分“8群20类”消费者画像，以性价比、独特包装、多种规格匹配客户群体需求；一方面源自持续的品牌打造，通过多元化广宣投放巩固“累困”时刻第一联想品牌，并在产品陈列、数字化营销等方面积极投入，成功建立品牌护城河。

**精耕渠道，进军全国。**公司以广东为基地市场，过去几年通过实行全渠道精耕策略，营收实现稳定增长，而随着全国化战略的推进，广东以外区域的占比逐渐从2017年的33%提升至2022年的60%，区域结构持续优化。公司搭建了经销商/批发商/邮差的销售体系，截至2023H1已拥有2796家经销商与330万家销售终端网点，实现了全国地级市100%覆盖。此外，“F2B2b2C”数字化管理闭环的搭建，助力公司提升渠道运营效能及管理水平，推动各区域单点产出稳中有升，华东/华北/华中/广西/西南区域近3年单点产出CAGR分别为27%/11%/7%/9%/8%，但目前各区域单点产出仍不及广东一半，发展潜力较大。

**蓄力新品，迈向综合。**公司2021年上市后逐步建构“东鹏能量+”产品矩阵，2023年启动了“全国全面发展，培育第二曲线”的发展计划，大力支持东鹏大咖/补水啦/无糖茶等新品类的发展，并持续对已上市产品迭代升级，截至23Q3其他饮料营收占比已提升至7.41%。公司强大的基础实力，能够在新品研发、生产、销售等各个环节发挥积极的协同作用，未来也将继续加大第二曲线产品的品牌宣传，持续培育新的增长点。公司目前已完成全国10大生产基地的布局，第8个生产基地——衢州基地也于2023年11月正式投产，项目顺利投产将进一步支撑公司全国化拓展及多品类战略的顺利实施，公司也将继续朝着成为中国领先的综合性饮料集团目标坚定迈进。

## ■ 投资建议

国内能量饮料尚处于发展初期，市场潜力巨大，而公司作为近两年全球收入增速最快的能量饮料龙头，精耕广东基地市场的同时努力开拓全国市场，积极探索东鹏大咖/补水啦/无糖茶等多品类发展，朝着成为中国领先的综合性饮料集团目标坚定迈进。此前，公司发布2023年年度业绩预告，预计实现归母净利润19.89-20.61亿元，同比增长38%-43%；预计实现营业收入110.57-113.12亿元，同比增长30%-33%。我们预计公司23-25年营收110.78/141.74/175.15亿元，同比增速分别为30.25%/27.95%/23.57%；归母净利润分别为20.04/26.60/34.65亿元，同比增速分别为39.10%/32.73%/30.28%。对应PE 36/27/21倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## ■ 风险提示

市场竞争风险、新产品表现不及预期风险

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8505	11078	14174	17515
年增长率	21.9%	30.2%	27.9%	23.6%
归母净利润	1441	2004	2660	3465
年增长率	20.8%	39.1%	32.7%	30.3%
每股收益（元）	3.60	5.01	6.65	8.66
市盈率（X）	50.09	36.01	27.13	20.82
市净率（X）	14.25	10.35	8.36	6.75

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年02月23日收盘价）

## 目 录

<b>1 能量饮料：坡长雪厚，乘势而上</b> .....	<b>5</b>
1.1 行业：方兴未艾，多强并立.....	5
1.2 驱动：场景多元，受众扩容.....	7
<b>2 东鹏饮料：能量风起，迈向综合</b> .....	<b>9</b>
2.1 概况：源起广东，布局全国.....	9
2.2 产品：特饮为基，品类全面.....	12
2.3 渠道：精细夯实，进军全国.....	13
2.4 展望：蓄力新品，迈向综合.....	16
<b>3 投资建议</b> .....	<b>20</b>
3.1 盈利预测.....	20
3.2 投资建议.....	21
<b>4 风险提示：</b> .....	<b>21</b>

## 图

<b>图 1：Lucozade</b> .....	<b>5</b>
<b>图 2：红牛</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3：能量饮料市场格局变为多强并立</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4：能量饮料市场占比稳步增长（单位：亿元，%）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 5：国内市场规模稳步增长（单位：亿元，%）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 6：能量饮料消费场景</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7：载货汽车拥有量（单位：万辆）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 8：网约车驾驶员证件数（单位：万本）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9：2021 年人均能量饮料消费水平对比（单位：升、美元）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 10：2003 年改制后高速发展</b> .....	<b>9</b>
<b>图 11：股权结构图（截至 2023H1）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 12：公司持续巩固“累困”时刻</b> .....	<b>10</b>
<b>图 13：东鹏特饮入榜凯度最具价值中国品牌 100 强</b> .....	<b>10</b>
<b>图 14：营业收入（单位：亿元，%）</b> .....	<b>10</b>
<b>图 15：净利润（单位：亿元，%）</b> .....	<b>10</b>
<b>图 16：营收结构</b> .....	<b>11</b>
<b>图 17：营收区域拆分</b> .....	<b>11</b>
<b>图 18：盈利能力（单位：%）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 19：费用率（单位：%）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 20：公司产品矩阵</b> .....	<b>12</b>
<b>图 21：主流能量饮料每 100ml 价格（单位：元）</b> .....	<b>12</b>
<b>图 22：东鹏特饮独特的瓶盖设计</b> .....	<b>13</b>
<b>图 23：公司销售模式</b> .....	<b>13</b>
<b>图 24：公司分渠道销售情况</b> .....	<b>13</b>
<b>图 25：区域营收（亿元）与经销商数量（家）变化（注：经销商数量-折线图-左轴；营收-柱形图-右轴）</b> .....	<b>14</b>

图 26: 全国各区域单点产出总体呈上升趋势, 但距广东区域仍有较大差距 (单位: 万元) .....	14
图 27: 2018-2021 年公司宣传推广费构成 (单位: 亿元) .....	15
图 28: 一物一码 .....	15
图 29: 五码合一 .....	15
图 30: 公司营销数字化整体逻辑 .....	16
图 31: 公司新品类 .....	17
图 32: 公司其他饮料收入占比 (单位: %) .....	17
图 33: 2022 年中国饮料行业重点品类市场规模同比增速 (单位: %) .....	17
图 34: 补水啦 .....	18
图 35: 常见电解质饮料价格对比 (单位: 元) .....	18
图 36: 东鹏大咖 .....	18
图 37: 常见瓶装咖啡价格对比 (单位: 元) .....	18
图 38: 乌龙上茶 .....	19
图 39: 常见瓶装无糖茶价格对比 (单位: 元) .....	19
图 40: 浙江生产基地投产仪式 .....	19
图 41: 天津生产基地签约仪式 .....	19

## 表

表 1: 功能饮料分类 .....	7
表 2: 国内劳动强度较高 (单位: 分钟) .....	8
表 3: 主流能量饮料单瓶价格对比 (单位: 元) .....	12
附表 1 公司分业务营收增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币) .....	20

# 1 能量饮料：坡长雪厚，乘势而上

## 1.1 行业：方兴未艾，多强并立

能量饮料启蒙于日本，红牛打开中国市场。能量饮料的发展可追溯到 20 世纪 20 年代，1927 年葡萄糖适 (Lucozade) 作为第一代能量饮料于英国出现。1966 年红牛诞生于泰国，前后分别于 1995 年进入中国市场，1997 年进入美国市场，自此各种能量饮料陆续问世。

图 1: Lucozade



资料来源: Pinterest, 上海证券研究所

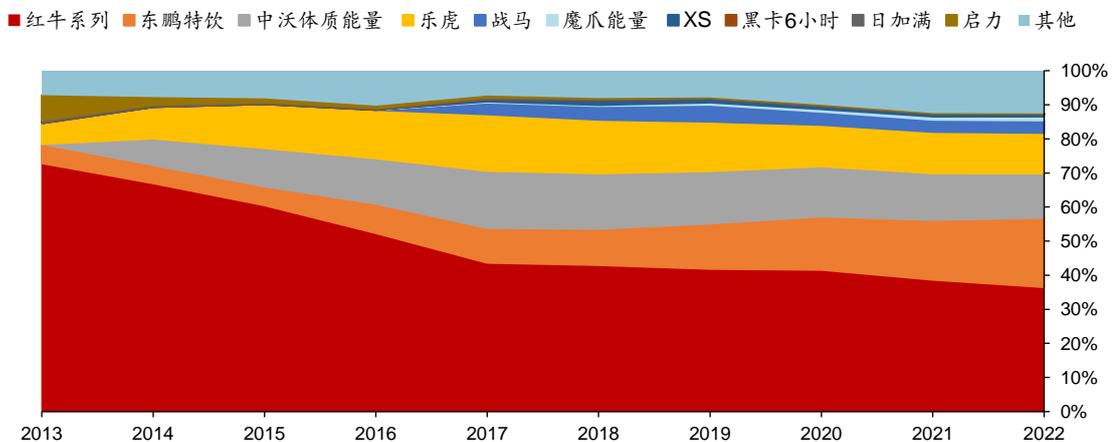
图 2: 红牛



资料来源: 泰国天丝官网, 上海证券研究所

竞争格局由红牛独大到多强并立。1995 年红牛进入中国市场，与现华彬集团成立合资公司，红牛产品的配方和相关商标均来自天丝集团的授权，2016 年 8 月，泰国天丝宣称 20 年授权期满，而双方对此均有分歧，并开始了长达数年的商标之争，这也使得市场上出现了多种红牛产品共存，导致红牛品牌受影响，其市场占有率也从 2013 年的 72.9% 降低到 2022 年的 36.4%，其他能量品牌趁此机会获得发展，整体市场格局由一家独大到多强并立。

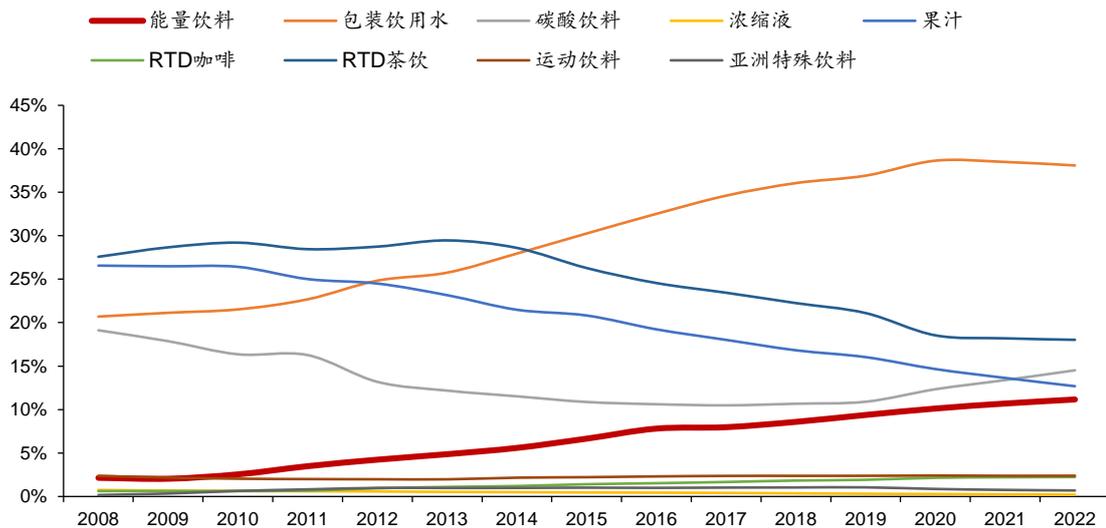
图 3: 能量饮料市场格局变为多强并立



资料来源: 欧睿, 上海证券研究所

**能量饮料增速领衔软饮料赛道。**在软饮料增速普遍放缓的大趋势下，近年来能量饮料仍以较高增速持续增长，但目前仍处在成长阶段中期，品类尚未完全分化。2022 年中国能量饮料终端市场规模达到 602 亿元，2017-2022 年复合增长率约 11%，增速稳居软饮料赛道第一，占比从 2010 年的 2.15% 增长到 2022 年的 11.16%。

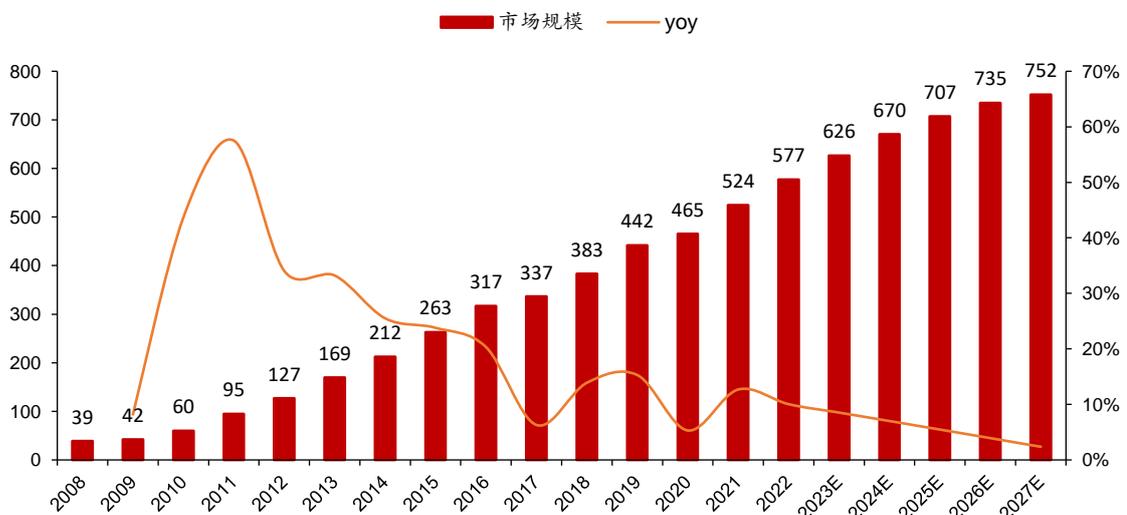
图 4：能量饮料市场占比稳步增长（单位：亿元，%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

**国内尚处发展初期，市场规模稳步增长。**相较其他发达国家，目前中国经济发展水平与人均功能饮料支出仍处于发展阶段，随着中国居民可支配收入与消费水平的提升，未来功能饮料市场将会释放庞大的市场潜力，据欧睿预测，2027 年中国能量饮料市场规模能够达到 752 亿元。

图 5：国内市场规模稳步增长（单位：亿元，%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

## 1.2 驱动：场景多元，受众扩容

能量饮料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，一般具有“抗疲劳”、“提神”等功效。从原料上看，国内的能量饮料一般含有牛磺酸（有助于机体对糖、氨基酸的利用）、咖啡因（促进新陈代谢）、赖氨酸（促进脑组织能量代谢）、B 族维生素（促进机体能量物质代谢）等。

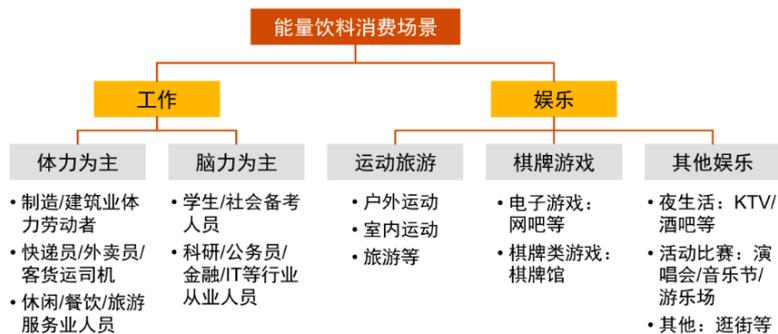
表 1：功能饮料分类

分类	定义	成分	代表产品
能量饮料	含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，为机体补充能量，或加速能量释放和吸收	牛磺酸，咖啡因，赖氨酸，烟酰胺，B 族维生素	红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量
运动饮料	营养素的成分和含量能适应运动员或参加体育锻炼人群的运动生理特点、特殊营养需要的软饮料	电解质,维生素, 氨基酸	宝矿力水特、佳得乐
营养素饮料	指在饮料中加入人体日常所需要的一些维生素及矿物质，具有和保健品类似的功效，大多以抗疲劳、提精神为主	硒、锗、铬等微量元素	脉动

资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

消费场景多元，刚性需求消费群体持续扩大。能量饮料主打提神抗疲劳功能，消费群体既有司机、医务工作者等高压工作者，也有运动员、健身运动爱好者；并逐渐延伸至白领、学生等更多群体。随着外卖快递和网约车行业的发展、运动群体扩容、以及随着国内生活节奏加快，劳累、困乏的生活状态愈发普遍，为国内功能饮料消费群体提供了庞大且稳定的用户基础。

图 6：能量饮料消费场景



资料来源：普华永道，上海证券研究所

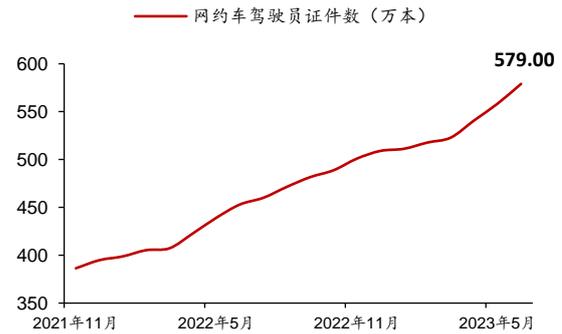
长途驾驶等体力劳动场景刚性扩容。以长途司机为代表的消费群体为能量饮料需求的高粘性基本盘。快递、外卖及网约车行业方兴未艾，2016 年起以外卖骑手、快递员和网约车司机为代表的新蓝领人群逐步壮大，未来随着市场消费下沉，三线及以下城市新蓝领职业增长潜力巨大，为能量饮料需求增长的重要驱动力。

图 7：载货汽车拥有量（单位：万辆）



资料来源：ifind，上海证券研究所

图 8：网约车驾驶员证件数（单位：万本）



资料来源：ifind，上海证券研究所

国内劳动强度较高支撑能量饮料需求。依照欧睿统计的 2019 年各国人均每日时间分配统计表格，中国的劳动强度在国际位列第四，国内人均劳动时间约为 8.4 小时，而国际上有 60% 以上的国家工作均低于 8 小时，相较于 2008 年 7.9 小时的劳动时长有所增加，而这也导致对能量饮料需求的增长。

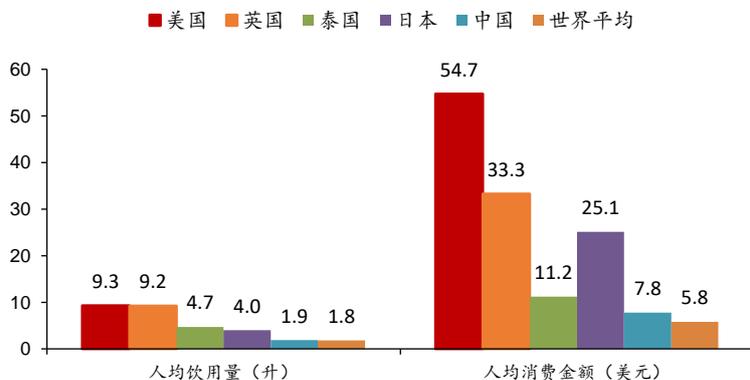
表 2：国内劳动强度较高（单位：分钟）

国家	2019 年各国人均每日时间分配统计	
	有酬劳动	无酬劳动
日本	364	132
墨西哥	349	264
韩国	344	132
<b>中国</b>	<b>340</b>	<b>164</b>
瑞典	293	196
美国	283	194
新西兰	270	204

资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

我国能量饮料人均饮用量及消费金额对标国际水平仍有极大提升空间。与欧美国家相比，我国能量饮料行业起步较晚。目前国内人均能量饮料消费量仍然较低，仅为发达国家的 20% 左右，而市场需求仍有较大提升空间。

图 9：2021 年人均能量饮料消费水平对比（单位：升、美元）



资料来源：普华永道，上海证券研究所

随着消费者对功能饮料的认知和接受度的提高，未来功能饮料行业将具备更多的可能性：国内消费者更加青睐本土品牌，消费者对身体健康的关注也将推动功能饮料产品研发向精细化、多元化发展；数字化运营的应用与企业全球化市场布局的倾向也在影响着中国功能饮料行业的发展趋向；随着消费场景与产品功能的不断丰富，中国功能饮料市场的增长潜力将进一步得到释放。

## 2 东鹏饮料：能量风起，迈向综合

### 2.1 概况：源起广东，布局全国

源起广东，布局全国。东鹏饮料 1994 年始创于广东深圳，2003 年完成了由国企向民营股份制企业的改制，改制后飞速发展，2013 年签约谢霆锋为东鹏特饮品牌代言人，开始布局全国市场，并于 2021 年上市。目前，东鹏饮料拥有广东、广西、华中、华东等事业部，并形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，销售网络覆盖全国超 300 万家终端门店。

图 10：2003 年改制后高速发展



资料来源：东鹏饮料公司官网，上海证券研究所

股权结构清晰稳定。截至 2023 年 6 月 30 日，公司创始人兼董事长林木勤直接持股 49.74%，并通过鲲鹏投资与东鹏远道投资间接持有 0.98% 的股份，持股比例共计 50.72%。

图 11：股权结构图（截至 2023H1）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司持续宣传“累了困了喝东鹏特饮”的品牌符号，持续巩固“累困”时刻的第一联想品牌。根据尼尔森 IQ 的报告显示，东鹏特饮 2021 年、2022 年连续两年在中国能量饮料中销售量排名第一，销售额排名位于第二，成为全球范围内收入增速最快的功能饮料企业，2023 年上半年，东鹏特饮在中国能量饮料市场中销售量占比由 2022 年末的 36.70% 提升至 40.86%，排名保持第一；销售额占比由 2022 年末的 26.62% 提升至 29.06%，排名维持第二。2023 年，东鹏特饮更是以 23.59 亿美元的品牌价值连续第二年入榜凯度 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强，品牌价值增长排名前十，同时也是唯一上榜的功能饮料品牌。

图 12：公司持续巩固“累困”时刻



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 13：东鹏特饮入榜凯度最具价值中国品牌 100 强



资料来源：艾瑞网，上海证券研究所

全国化推动营收净利稳定增长。公司积极开拓全国销售渠道，同时在广东区域继续实行全渠道精耕策略，带动 500ml 东鹏特饮销售量持续提升，2023 年上半年，公司实现主营业务收入 54.60 亿元，同比增长 27.24%，净利润 11.08 亿元，同比增长 46.84%，营业收入与净利润连续多年均保持稳定增长态势。

图 14：营业收入（单位：亿元，%）



资料来源：wind，上海证券研究所

图 15：净利润（单位：亿元，%）



资料来源：wind，上海证券研究所

特饮贡献主要收入，广东以外区域的占比逐渐上升。公司东鹏特饮收入占比 9 成以上，主要的销售区域为广东、华东、华中、广西和西南等市场，广东区域为收入占比最高的区域，通过实行

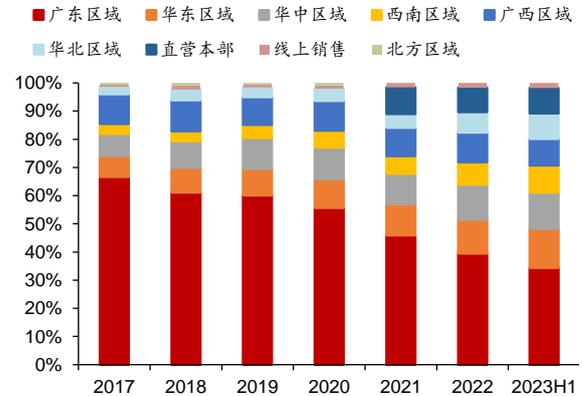
全渠道精耕策略，在薄弱地区重点投放资源，减少地区之间的不平衡，随着全国化战略的推进，广东以外区域的占比将会逐渐上升。

图 16: 营收结构



资料来源: wind, 上海证券研究所

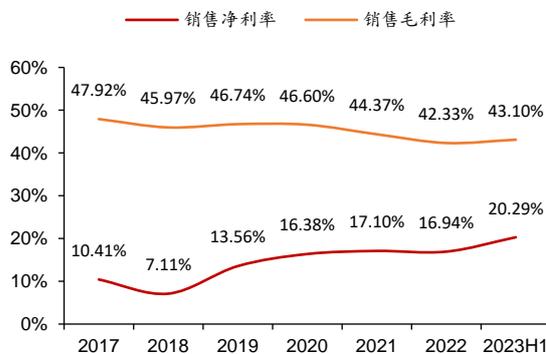
图 17: 营收区域拆分



资料来源: wind, 上海证券研究所

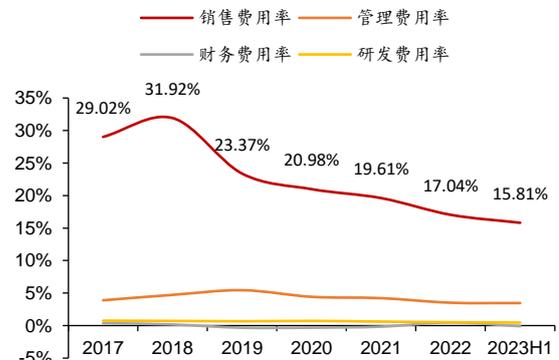
盈利能力稳中有升。公司销售毛利率是受到原材料采购价格上涨等因素影响呈现一定波动，而公司管理、研发等费用总体保持稳定，销售费用虽然随着推进全国化战略实施有所增长，但涨幅低于收入增长，因此公司净利率呈现稳中有升态势。

图 18: 盈利能力 (单位: %)



资料来源: wind, 上海证券研究所

图 19: 费用率 (单位: %)



资料来源: wind, 上海证券研究所

中国功能饮料的消费场景不断拓展，消费需求不断增长，产品竞争也由同质化逐渐转向差异化发展，产品品类不断丰富，优秀品牌不断迭代，形成了较为稳定、健康的行业竞争格局。公司制定了 2023-2025 年总发展目标，制定了以产品战略、客户战略、品牌战略、营销数字化战略为主的四大营销战略和六大职能战略，形成系统性统一推进的战略组合，启动了“全国全面发展，培育第二曲线”的发展计划，朝着成为中国能量饮料第一品牌的目标坚定迈进。

## 2.2 产品：特饮为基，品类全面

构建“东鹏能量+”产品矩阵。公司以牛磺酸、烟酸、B族维生素等营养成分为基础，细分不同客户对口味、功能的需求，致力于构建“东鹏能量+”为主品类，同时发展其他多品类饮料，打造综合功能性的产品矩阵，主要产品包括东鹏特饮、东鹏大咖、东鹏补水啦、包装饮用水等，其中东鹏特饮是公司的核心产品。

图 20：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，上海证券研究所

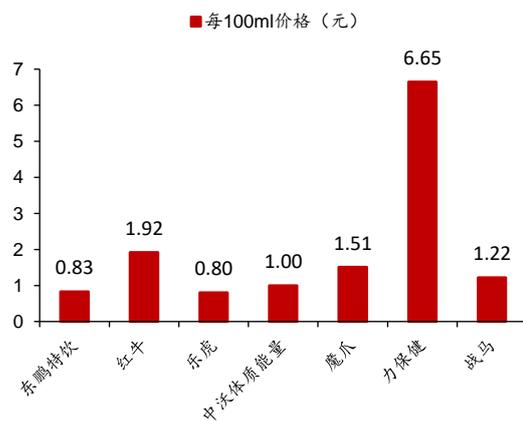
特饮高性价比精准贴合消费人群。东鹏特饮含有多种功效成分和人体必需的维生素、牛磺酸、烟酸、B6、B12、咖啡因、赖氨酸，形成一个完整的抗疲劳体系。单瓶定价上，主流能量饮料定价区间较为接近，其中东鹏特饮小幅低于红牛，而若计算单位容积的价格，更是大幅低于红牛，我们认为，东鹏特饮相对较高的性价比，有利于精准锁定消费人群。

表 3：主流能量饮料单瓶价格对比（单位：元）

品牌	产品	每罐价格（元）
东鹏特饮	东鹏特饮维生素功能饮料 500ml	4.17
红牛	红牛维生素牛磺酸饮料 250ml	4.79
乐虎	乐虎维生素功能饮料 500ml	3.99
中沃体质能量	中沃体质能量功能饮料 600ml	6.00
魔爪	魔爪无糖能量风味饮料 330ml	4.99
力保健	力保健功能饮料口服液加量款 150ml	9.98
战马	战马能量型维生素饮料 400ml	4.86

资料来源：京东，上海证券研究所

图 21：主流能量饮料每 100ml 价格（单位：元）



资料来源：京东，上海证券研究所

贴合目标用户需求的包装设计，实现了精准定位。2009年，东鹏特饮首创 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计，以差异化的产品包装在市场中独树一帜，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。根据市场需求，公司不断对东鹏

特饮进行更新迭代，在独创的 250ml 金瓶之后，相继推出了 250ml 金罐、500ml 金瓶等具有市场竞争力的包装。

图 22：东鹏特饮独特的瓶盖设计

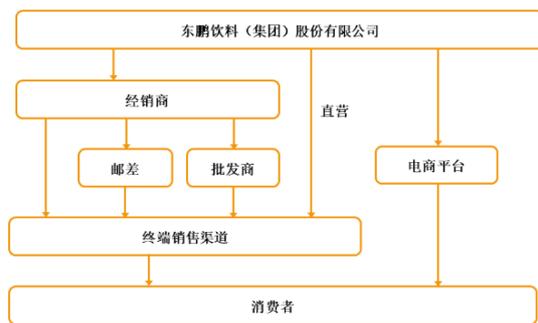


资料来源：魔镜洞察，上海证券研究所

### 2.3 渠道：精细夯实，进军全国

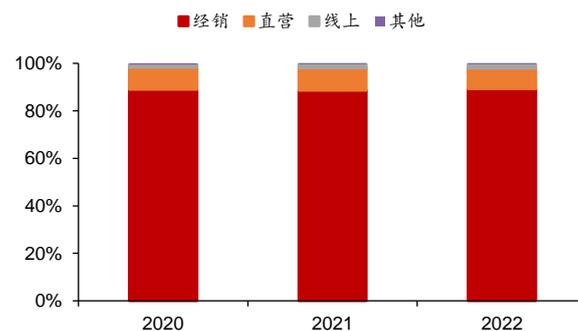
**经销模式为主，直营/线上为辅。**公司对经销网络主要采取公司精耕和大流通两种运营模式，在广东、广西、华东、华中等核心市场，主要采取公司精耕的运营模式，通过配备经验丰富的销售业务人员与经销商、邮差/批发商及终端门店共同进行市场和消费者的维护及开发，提升产品铺市率，加强产品陈列辨识度和精准度；在其他区域主要采取大流通运营模式，公司与具备较强自有销售团队及销售渠道的经销商建立合作关系，充分利用经销商自身的服务能力及市场资源，由经销商主要负责在指定区域市场进行公司产品经销及渠道的维护与执行工作。

图 23：公司销售模式



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 24：公司分渠道销售情况

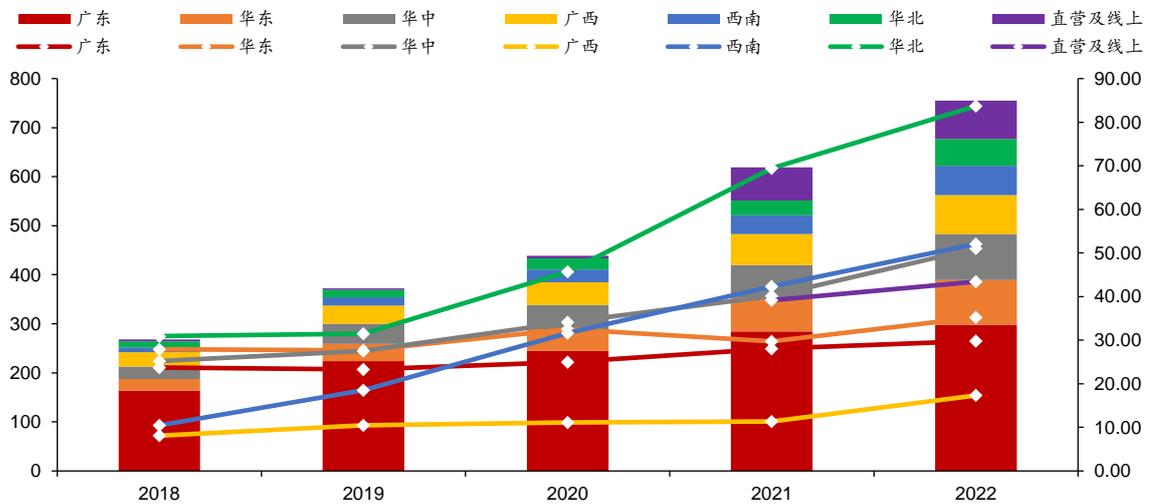


资料来源：wind，上海证券研究所

**全国化战略持续推进，区域营收结构逐渐优化。**公司重视渠道体系的建设，差异化地开展消费者活动，强化产品在终端的陈列。截至 2023H1，公司已有 2,796 家经销商，实现地级市 100% 覆盖，销售终端网点数量由 2022 年 6 月 30 日的 250 万家增长至 330 万家，增长比例达 32%。随着公司渠道覆盖面及品牌影响力的提升，公司推出的新品可触达更多消费者，从而增加单点产出，

也为公司现有渠道带来新的增长空间，区域营收结构也持续优化，全国化进程显著加快。

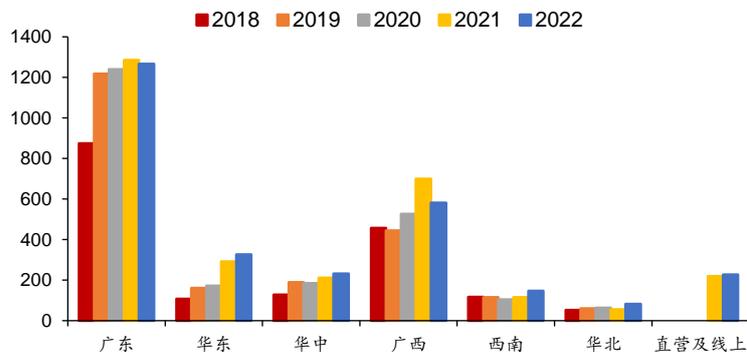
图 25：区域营收（亿元）与经销商数量（家）变化（注：经销商数量-折线图-左轴；营收-柱形图-右轴）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

经济发达、人口较多省份产销规模更大，其他地区具备较大潜力。基于经济发展水平、人口总量和消费观念的差异，我国饮料在不同区域之间的生产、消费水平存在较大差异。总体上，经济发达、人口较多地区饮料的生产、消费水平高于其他地区。以广东省为例，根据国家统计局数据，2022 年广东省饮料生产量占中国饮料生产总量的 21.24%，由于饮料行业有经济运输半径，生产基地通常靠近消费集中区域，而广东常住人口占全国总人口 8.97%，可以合理推断广东省饮料消费水平高于全国平均水平，公司广东区域单点产出水平也领先全国。近年全国各区域单点产出总体呈上升趋势，但距广东区域仍有较大差距，伴随居民整体收入水平不断提升、消费渠道延伸和观念的革新，其他地区对饮料的整体需求将逐步释放出来，具备更大的发展潜力。

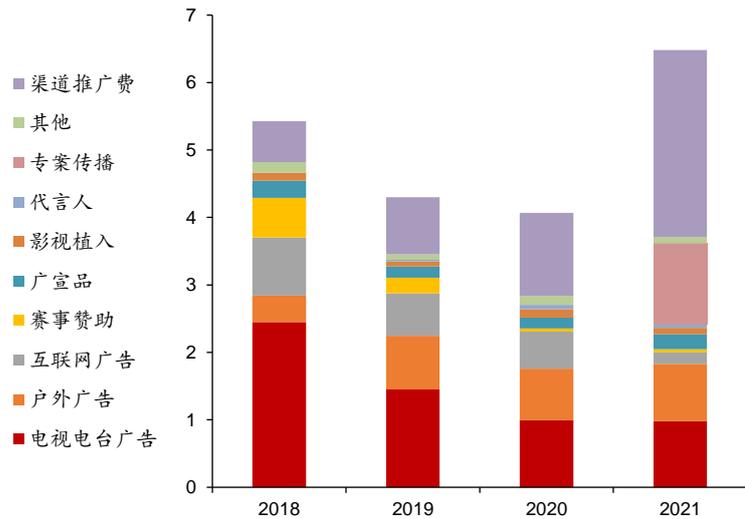
图 26：全国各区域单点产出总体呈上升趋势，但距广东区域仍有较大差距（单位：万元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

**重视冰冻化陈列，加强终端形象打造。**在终端渠道铺设上，公司尤其重视冰柜的投放，以“冰冻化是最好的陈列”的思路，持续加强终端形象打造，提高单点产出。根据公司内部数据统计，投放冰箱可以提升单点产出，其次带有品牌 Logo 冰柜也相当于品牌展示，能有效提高公司终端陈列的形象，进而增加产品曝光率，同时冰冻化陈列一定程度上会提升产品口感及风味。

图 27：2018-2021 年公司宣传推广费构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

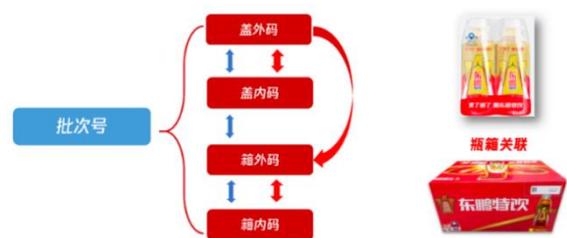
**数字化转型助力公司精准把控动销。**2015 年，东鹏开始数字化转型，基于“一物一码”技术，将微信红包嫁接在二维码中，让二维码成为流量入口，实现了与终端商户/消费者的直接握手。2019 年开始通过“五码合一”串联了超过 330 万个活跃终端，并快速掌握出库量、动销量、拆箱数、渠道库存、库存天数等多维度的细节数据。对于终端来说，以“一元乐享”活动为例，如果消费者来核销，老板可以拿到消费者给的 1 元钱、东鹏饮料的额外补贴以及礼品兑换积分等等，从而提升了公司的动销。

图 28：一物一码



资料来源：东鹏饮料，上海证券研究所

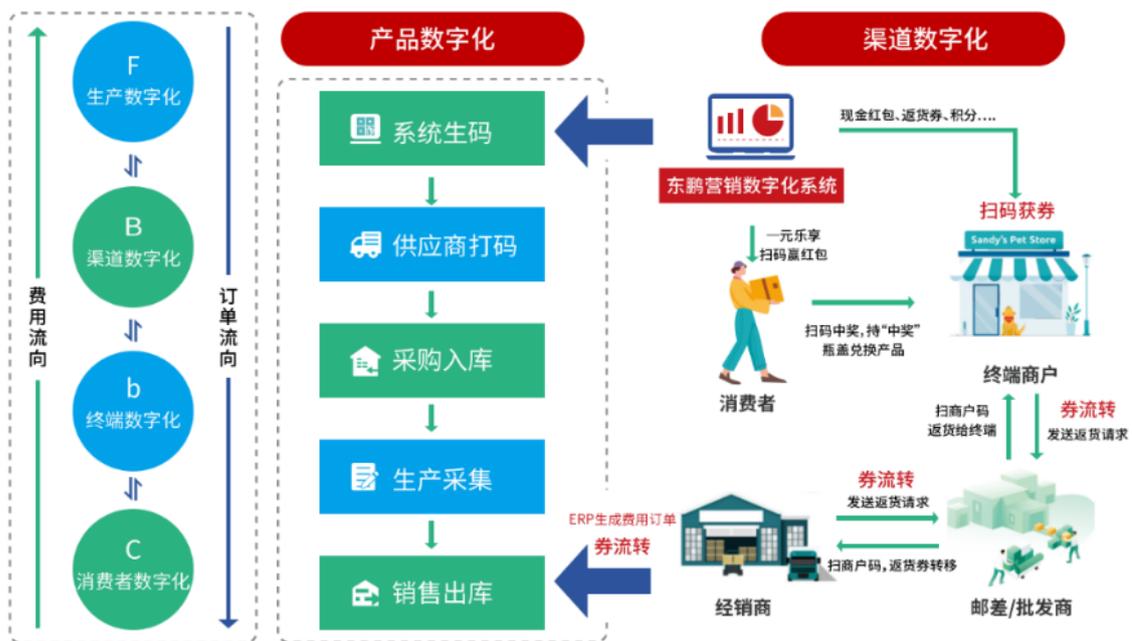
图 29：五码合一



资料来源：食品板，上海证券研究所

数字化管理闭环搭建完成。从消费者数字化，到后续的终端、渠道数字化，乃至到生产的数字化改造，公司搭建起了一个“F2B2b2C”的数字化管理闭环，持续升级线上数字化运营能力，积极探索和实践“+互联网”模式，围绕人、货、场，建设货控、费控、行控和数控能力，科学化管理业务队伍和精细化运营终端，助力产品动销按照预期实现良性增长。公司持续数字化科技创新及商业模式创新等探索与实践，建立完整的营销管理系统，通过动销数据反馈，形成从供应端到消费端的全链路在线化、透明化的智慧产业链，及时调整管理重点和策略，提升运营效能及管理水平，赋能企业乃至行业的变革和发展。

图 30：公司营销数字化整体逻辑



资料来源：FBIF 食品饮料创新，上海证券研究所

## 2.4 展望：蓄力新品，迈向综合

积极培育第二曲线，坚定迈向综合性饮料集团。2023 年，东鹏饮料提出了“全国全面发展，培育第二曲线”的发展战略：大力支持东鹏大咖、东鹏补水啦、油柑汁等新品类的发展，通过产品、平面、TVC 等多维度沉淀品牌资产，加大第二曲线产品的品牌宣传，为企业未来健康、持续的发展培育新的增长点。公司积极布局咖啡饮料、电解质饮料、无糖茶饮料等领域，从技术创新、工艺创新、包装创新等多维度不断提升产品品质，持续对已上市产品迭代升级，为消费者提供健康功效饮品。

图 31: 公司新品类



资料来源: 东鹏饮料天猫旗舰店, 上海证券研究所

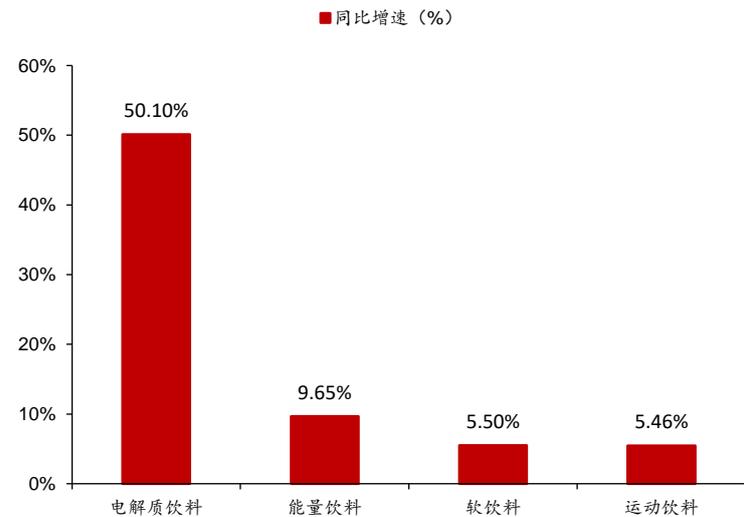
图 32: 公司其他饮料收入占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

**电解质饮料东风初起。**电解质有助于维持人体体液平衡、帮助快速补充水分、维持运动机能、促进新陈代谢，及时补充电解质有助于维持人体机能。据前瞻产业研究院数据，2020-2022年中国电解质饮料市场规模呈现快速增长态势，2022年增长至27亿元左右，增速高达50%。

图 33: 2022 年中国饮料行业重点品类市场规模同比增速 (单位: %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 上海证券研究所

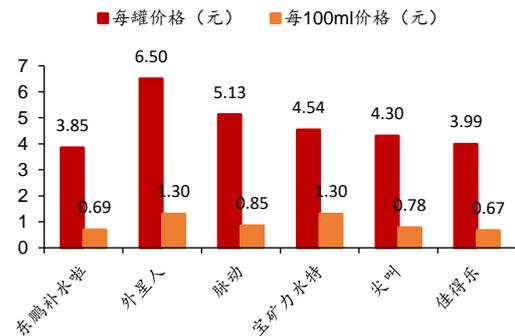
**补水啦快速发展，目标头部品牌。**2023年初，公司正式推出电解质水品牌“东鹏补水啦”，有555ml和1L装两种规格。乘着电解质水发展东风，东鹏补水啦也得到了快速发展。其锁定核心运动人群，拓展学生、白领、蓝领人群，在汗点渠道积极开拓冰冻化陈列和割箱陈列，加强人员的推广，快速铺货，抢占终端。补水啦高峰期达到日销5万件，并在4月底开拓网点数量近30万个。此外，补水啦制定了未来三年的战略目标，到2026年目标剑指30亿元，将自身打造为电解质饮料头部品牌。

图 34: 补水啦



资料来源: 食品板, 上海证券研究所

图 35: 常见电解质饮料价格对比 (单位: 元)



资料来源: 京东, 上海证券研究所

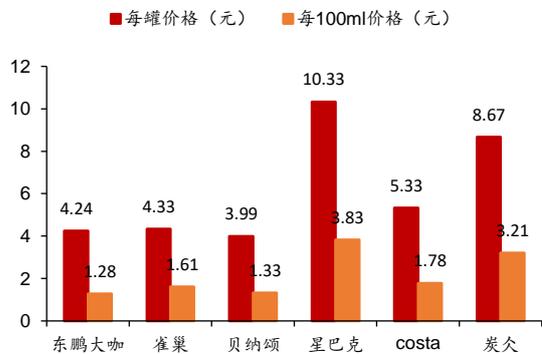
大咖引领瓶装咖啡包装创新。2021 年 9 月, 公司推出“东鹏大咖”, 在国产瓶装咖啡产品中率先使用非全包标签, “雪顶瓶”环保美观, 创新咖啡品类独特包装形式。2022 年, 公司对“东鹏大咖”经典拿铁的口味进行了优化升级。2023 年是东鹏大咖的品牌化元年, 在广东、广西试销的一年时间里, 资源投入较少的情况下, 带来了新增用户群, 且有较好的自然动销。2023 年 10 月上新“东鹏大咖生椰拿铁”, 公司对于咖啡的品类上拓展上会考虑储备不同风味产品, 在未来根据销售情况和消费者及市场反馈, 再制定对应的产品销售策略。

图 36: 东鹏大咖



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 37: 常见瓶装咖啡价格对比 (单位: 元)



资料来源: 京东, 上海证券研究所

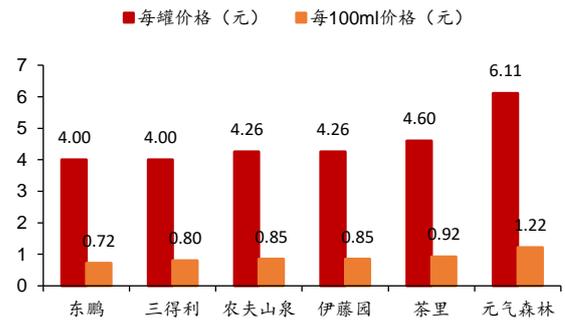
无糖茶市场有望高速增长, 公司开辟全新系列品牌。2023 年 9 月 1 日, 公司官宣全新无糖茶系列品牌「鹏友饮茶」, 并推出新品“乌龙上茶”, 产品规格为 555ml/瓶、定价为 4 元/瓶。Euromonitor 数据显示, 中国无糖茶饮增速远超其他茶饮赛道, 2017 年-2022 年含糖茶饮已经进入低速增长, 而无糖茶饮在 2022 年保持 7.9%的增速、远高于含糖茶饮, 欧睿预计未来五年将进入高速增长期。乌龙上茶背靠公司强大的基础实力, 能够在产品研发、生产、销售等各个环节发挥积极作用, 而多元化的产品布局也彰显了公司向综合性饮料企业迈进的决心。

图 38: 乌龙上茶



资料来源: 新浪财经, 上海证券研究所

图 39: 常见瓶装无糖茶价格对比 (单位: 元)



资料来源: 京东, 上海证券研究所

全国化布局新起点, 生产基地陆续投产。11月21日, 公司第8个生产基地——衢州基地正式投产, 浙江生产基地的落成与投产对加强华东区域乃至全国范围内的产能供应、渠道建设、提升产品铺货率和覆盖度大有帮助。截至2023年12月, 公司已完成全国10大生产基地的布局, 长沙基地将于明年年初正式投产, 华北区域总部暨天津生产基地已于10月30日完成落户签约, 天津基地是东鹏饮料第10个生产基地, 也是公司在北方区域的第一个生产基地, 将进一步支撑东鹏饮料全国化拓展及多品类战略的顺利实施, 助力公司成为中国领先的饮料集团。

图 40: 浙江生产基地投产仪式



资料来源: 公司公众号, 上海证券研究所

图 41: 天津生产基地签约仪式



资料来源: 公司公众号, 上海证券研究所

### 3 投资建议

#### 3.1 盈利预测

**东鹏特饮：**2023 年 1-9 月，公司继续精耕广东市场的同时积极开拓全国市场，全国区域收入同比增长 44.18%，占比由 49.41% 上升至 54.73%，500ml 金瓶销量持续提升带动公司的销售收入和净利润快速增长。东鹏特饮系列产品作为公司的核心产品，销售收入为 79.94 亿元，同比增长 25.06%，预计全年有望维持 25%-26% 的增速。

**其他饮料：**公司积极探索多品类发展，其他饮料销售收入为 6.40 亿元，同比增长 165.35%，占比由 3.64% 提升至 7.41%，产品结构不断优化。公司 2023 年第三季度推出东鹏大咖“生椰拿铁”、东鹏补水啦“青柠口味”、无糖茶“乌龙上茶”等产品，并在市场上取得了良好的反响，进一步拓宽了消费群体。未来公司将进一步完善销售网络的全国布局，加强渠道建设，增加单点产出，加大新品类产能，并积极研发健康功效饮品，满足消费者多元化的消费需求，预计公司 2023 年全年及未来两年其他饮料销售收入都将保持较高增速。

附表 1 公司分业务营收增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务营收测算	2022A	2023E	2024E	2025E
东鹏特饮	8,172.31	10,215.38	12,462.77	14,955.32
其他饮料	319.03	848.61	1,697.22	2,545.83
其他业务	14.06	14.06	14.06	14.06
合计	8,505.39	11,078.05	14,174.04	17,515.20
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
东鹏特饮	4,636.98	5,657.12	6,731.97	7,943.72
其他饮料	264.58	687.90	1,375.80	1,926.12
其他业务	3.90	3.90	3.90	3.90
合计	4,905.46	6,348.92	8,111.67	9,873.74
分业务营收增速	2022A	2023E	2024E	2025E
东鹏特饮	23.98%	25.00%	22.00%	20.00%
其他饮料	-14.23%	166.00%	100.00%	50.00%
其他业务	0.59%	0.00%	0.00%	0.00%
分业务毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
东鹏特饮	43.26%	44.62%	45.98%	46.88%
其他饮料	17.07%	18.94%	18.94%	24.34%
其他业务	72.23%	72.23%	72.23%	72.23%

资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3.2 投资建议

国内能量饮料尚处于发展初期，市场潜力巨大，而公司作为近两年全球收入增速最快的能量饮料龙头，精耕广东基地市场的同时努力开拓全国市场，积极探索东鹏大咖/补水啦/无糖茶等多品类发展，朝着成为中国领先的综合性饮料集团目标坚定迈进。此前，公司发布 2023 年年度业绩预告，预计实现归母净利润 19.89-20.61 亿元，同比增长 38%-43%；预计实现营业收入 110.57-113.12 亿元，同比增长 30%-33%。我们预计公司 23-25 年营收分别为 110.78/141.74/175.15 亿元，同比增速分别为 30.25%/27.95%/23.57%；归母净利润分别为 20.04/26.60/34.65 亿元，同比增速分别为 39.10%/32.73%/30.28%。对应 PE 36/27/21 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 4 风险提示：

- 1) 市场竞争风险。
- 2) 新产品不及预期的风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2158	5158	7622	10498
应收票据及应收账款	25	34	44	53
存货	394	494	651	785
其他流动资产	4670	4250	4275	4336
流动资产合计	7246	9935	12593	15672
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2232	2843	3371	3840
在建工程	529	630	750	900
无形资产	357	384	412	440
其他非流动资产	1505	1409	1475	1596
非流动资产合计	4623	5266	6007	6776
<b>资产总计</b>	<b>11870</b>	<b>15201</b>	<b>18600</b>	<b>22448</b>
短期借款	3182	3682	4182	4682
应付票据及应付账款	651	837	1087	1314
合同负债	1627	2070	2649	3286
其他流动负债	1246	1531	1942	2361
流动负债合计	6706	8120	9858	11642
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	100	110	110	110
非流动负债合计	100	110	110	110
<b>负债合计</b>	<b>6805</b>	<b>8230</b>	<b>9969</b>	<b>11752</b>
股本	400	400	400	400
资本公积	2080	2080	2080	2080
留存收益	2598	4450	6109	8174
归属母公司股东权益	5064	6971	8631	10696
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>5064</b>	<b>6971</b>	<b>8631</b>	<b>10696</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11870</b>	<b>15201</b>	<b>18600</b>	<b>22448</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>2026</b>	<b>2813</b>	<b>3924</b>	<b>4745</b>
净利润	1441	2004	2660	3465
折旧摊销	239	313	397	455
营运资金变动	521	775	1046	1080
其他	-175	-278	-178	-255
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-3336</b>	<b>-196</b>	<b>-959</b>	<b>-969</b>
资本支出	-791	-1081	-1101	-1126
投资变动	-2610	-500	0	0
其他	65	1385	142	158
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>1764</b>	<b>535</b>	<b>-300</b>	<b>-600</b>
债权融资	2496	474	500	500
股权融资	0	0	0	0
其他	-732	61	-800	-1100
<b>现金净流量</b>	<b>439</b>	<b>3219</b>	<b>2665</b>	<b>3176</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>8505</b>	<b>11078</b>	<b>14174</b>	<b>17515</b>
营业成本	4905	6349	8112	9874
营业税金及附加	93	120	154	190
销售费用	1449	1828	2197	2627
管理费用	256	368	463	567
研发费用	44	64	80	98
财务费用	41	0	0	0
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	70	144	142	158
公允价值变动损益	13	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1854</b>	<b>2548</b>	<b>3383</b>	<b>4408</b>
营业外收支净额	-18	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1836</b>	<b>2548</b>	<b>3383</b>	<b>4408</b>
所得税	395	544	724	943
净利润	1441	2004	2660	3465
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1441</b>	<b>2004</b>	<b>2660</b>	<b>3465</b>

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	42.3%	42.7%	42.8%	43.6%
净利率	16.9%	18.1%	18.8%	19.8%
净资产收益率	28.4%	28.7%	30.8%	32.4%
资产回报率	12.1%	13.2%	14.3%	15.4%
投资回报率	17.0%	18.6%	20.6%	22.4%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	21.9%	30.2%	27.9%	23.6%
EBIT 增长率	31.8%	40.4%	32.8%	30.3%
归母净利润增长率	20.8%	39.1%	32.7%	30.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.60	5.01	6.65	8.66
每股净资产	12.66	17.43	21.58	26.74
每股经营现金流	5.07	7.03	9.81	11.86
每股股利	2	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.87	0.82	0.84	0.85
应收账款周转率	344.86	377.68	364.96	360.50
存货周转率	13.36	14.30	14.17	13.75
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	57.3%	54.1%	53.6%	52.4%
流动比率	1.08	1.22	1.28	1.35
速动比率	0.63	0.95	1.04	1.13
<b>估值指标</b>				
P/E	50.09	36.01	27.13	20.82
P/B	14.25	10.35	8.36	6.75
EV/EBITDA	35.20	24.75	18.21	13.66

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。