

从新品周期视角寻找饮料板块投资机会

饮料行业深度报告（系列二）

食品饮料行业 **推荐**（维持评级）

分析师：刘光意

分析师登记编码：S0130522070002

2024年5月6日

CHINA GALAXY
SECURITIES

核心观点

研究缘起：饮料板块新品繁荣持续贡献 α 。随着食品饮料行业步入高质量增长阶段，市场将更加关注从自下而上视角寻找 α ，而新品的放量往往能贡献超额收益。我们关注到2023-2024年饮料行业迎来新品大年，东鹏饮料、香飘飘、欢乐家、李子园与承德露露等均有大力推广新品。得益于新品催化以及其他逻辑的驱动，软饮料指数2023年至今相较于食品饮料指数的超额收益明显。站在目前时点，新品行情已启动了一段时间，市场将更加关注行情的持续性，我们试图从二个维度加以回答。

横向维度：饮料大单品的必需要素。1) **品类属性**，碳酸饮料、瓶装水、即饮茶与果汁是基础性的大品类，天然具备培育大单品的土壤，而无糖饮料、功能饮料与即饮咖啡是在消费水平达到一定高度后仍然具备景气度的潜力品类。2) **产品策略**，分为品类开拓型与品类革新型，而无论哪种大单品均是将产品的核心价值与消费群体、消费场景做了强链接，并用一个合适的价格与卖点将其“打爆”。3) **渠道策略**，即企业是否形成可持续容纳新品全国化扩张的能力，关键点在于周转效率、利润体系、渠道壁垒以及销售团队的执行力。4) **品牌内涵**，突出其独特性以及与其他品牌的区隔，并将其与产品核心价值、消费群体、消费场景强绑定，进而占领消费者心智，达到品牌=品类的目的。

纵向维度：寻找新品的黄金投资期。通过复盘多个海内外饮料大单品，我们认为饮料新品周期可划分为4个阶段（验证期、培育期、成长期与成熟期），主要取决于二个量化指标（农夫指数：单点卖力+铺市率）与五个定性因子。不同类型公司的新品起量过程略有差异：1) **已有渠道型公司**：重点省份重点渠道→全国重点渠道→全国全渠道，铺货逻辑较为顺畅、业绩增长确定性较强，如农夫山泉-东方树叶、东鹏饮料-补水啦；2) **新建渠道型公司**：基地省份重点渠道→基地省份全渠道+二级市场重点渠道→二级市场全渠道，通过做大原点市场打造现金奶牛，品牌力向周边辐射，同时利润规模能够支撑拓展外部市场所需的费用，难点在于外围市场扩张时的磨合期，如香飘飘-冻柠茶、李子园-甜奶。

新品研判：主要饮料新品价值分析。1) **农夫山泉-东方树叶**，2024年处于成长期靠后阶段，预计势能仍延续；2) **东鹏饮料-补水啦**，2023年成功经历2次产品验证，2024年步入成长期（全国化铺货节奏顺畅），而无糖茶与大咖仍在验证期（重点省份与渠道第1次验证）；3) **香飘飘-果茶**，处于培育期（重新在重点省份与渠道验证），冻柠茶仍在验证期（基地市场第1次验证）；4) **欢乐家-椰子水**，仍处于验证期（重点省份与渠道第1次验证）。

投资建议：长期看，从新品周期视角，建议关注农夫山泉（未覆盖）、东鹏饮料、香飘飘（未覆盖）、欢乐家；此外，对于低估值+高分红+竞争优势稳固的企业亦可重点关注。**短期看**，5月之后逐渐步入旺季，建议把握旺季行情：1) RTD饮料高性价比优势将延续；2) 国家气候中心预计5月全国大部分地区气温较常年同期偏高，有望刺激终端动销；3) 无糖茶、椰基饮品、运动饮料等细分品类景气向上，终端数据显示下沉市场渗透率提升。个股方面，建议关注**东鹏饮料**（成长性+确定性）、**欢乐家**（高性价比+新品铺货）、**李子园**（新代言人）。

风险提示：动销不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；新品表现不及预期的风险；食品安全风险。

目录

CONTENTS

- 一、缘起：饮料板块新品繁荣持续贡献 α
- 二、横向：饮料大单品的必需要素
- 三、纵向：寻找新品的黄金投资期——四个阶段与二个指标
- 四、研判：主要饮料新品价值分析
- 五、投资建议
- 六、风险提示

01

缘起：饮料板块新品繁荣持续贡献 α

研究缘起：饮料板块新品繁荣持续贡献 α

随着食品饮料行业步入高质量增长阶段，行业整体的 β 将愈加淡化，市场将更加关注自下而上的逻辑所贡献的 α ，而新品的起量往往能带来超额收益。我们关注到2023-2024年饮料行业迎来新品大年，东鹏饮料、香飘飘、李子园、欢乐家与承德露露等均有大力推广新品。

图：2023-2024年饮料新品梳理

	电解质饮料/营养饮料	即饮茶	咖啡	果汁/果汁茶	奶/奶茶	气泡水
东鹏饮料	 东鹏-补水啦	 鹏友饮茶-乌龙上茶	 东鹏大咖-生椰拿铁	 东鹏-由柑汁		
香飘飘		 兰芳园-冻柠茶	 鲜咖主义-燕麦拿铁	 Meco果汁茶新口味 竹香青梅 东魁杨梅	 如鲜-燕麦奶茶 大红袍-牛乳茶	 兰芳园-咸柠七
农夫山泉	 西梅桃子 柚子复合 维他命水-新口味	 东方树叶-黑乌龙		 农夫山泉-17.5°橙		 大柠檬-新榨果汁汽水
欢乐家				 椰鲨 低糖椰子汁		
承德露露		 轻林漫步-杏仁茶饮	 杏运大咖		 露露杏仁奶 巴旦木奶	
李子园				 FOVS-每天五颗西梅	 李子园-零蔗糖甜牛奶	

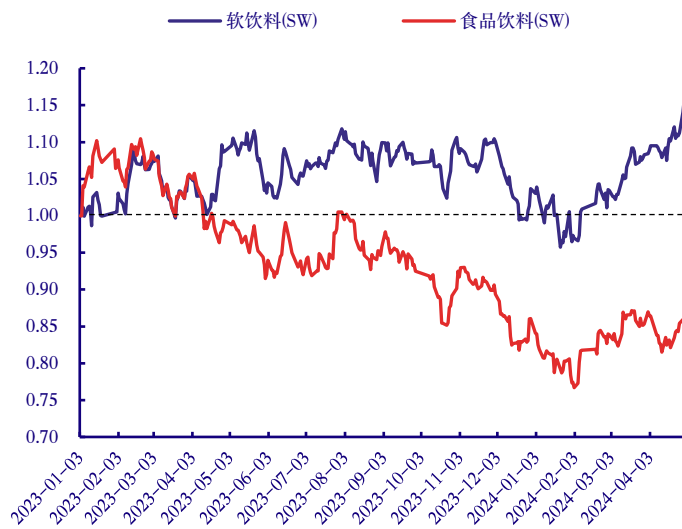
资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

研究缘起：饮料板块新品繁荣持续贡献 α

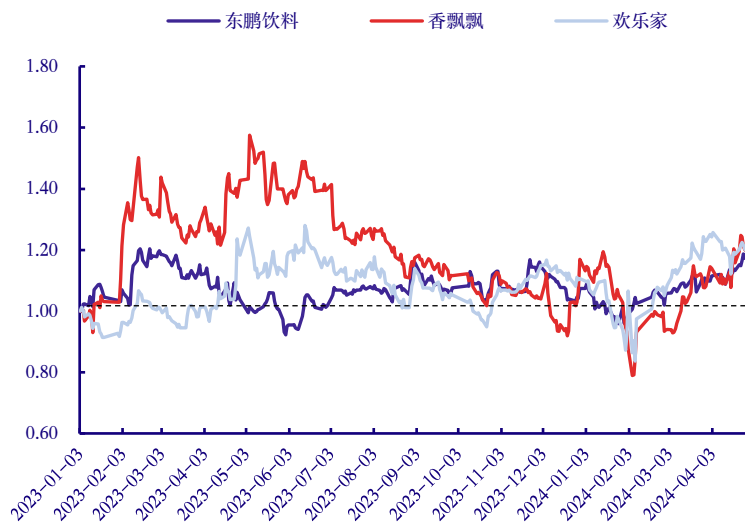
得益于多新品催化以及其他逻辑的推动，软饮料指数2023年至今相较于食品饮料指数的超额收益明显，其中东鹏饮料、香飘飘、欢乐家、承德露露表现较为突出。在目前时点，考虑到新品行情已启动了一段时间，市场将更加关注行情的持续性，我们试图从二个维度加以回答3个问题。

- 1) 不同新品的远期空间如何?
- 2) 各自所处的阶段以及未来节奏如何?
- 3) 从投资角度上如何把握?

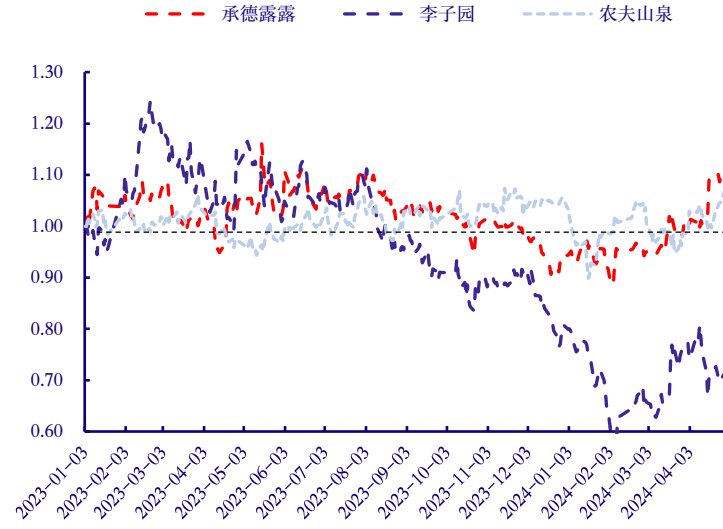
图：2023年至今饮料板块具备超额收益



图：东鹏饮料、香飘飘、欢乐家股价走势



图：农夫山泉、承德露露、李子园股价走势



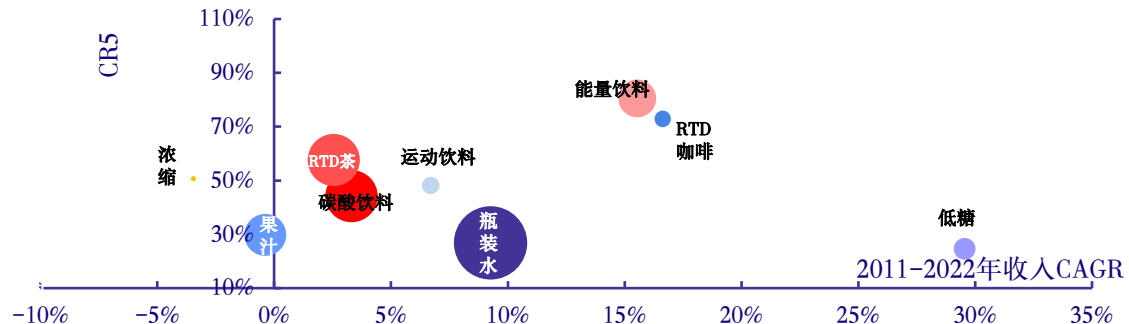
02

横向：饮料大单品的必需要素

(一) 品类属性：大单品与小而美

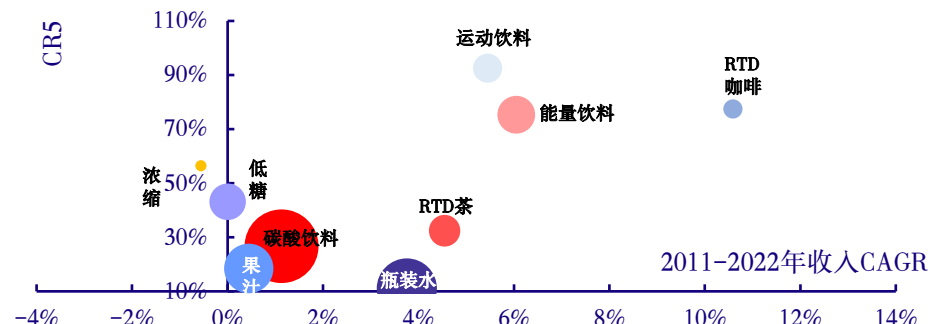
从多个市场的经验来看，碳酸饮料、瓶装水、即饮茶与果汁是基础性的大品类，天然具备培育大单品的土壤。

图：中国大陆地区饮料品类（2023年）



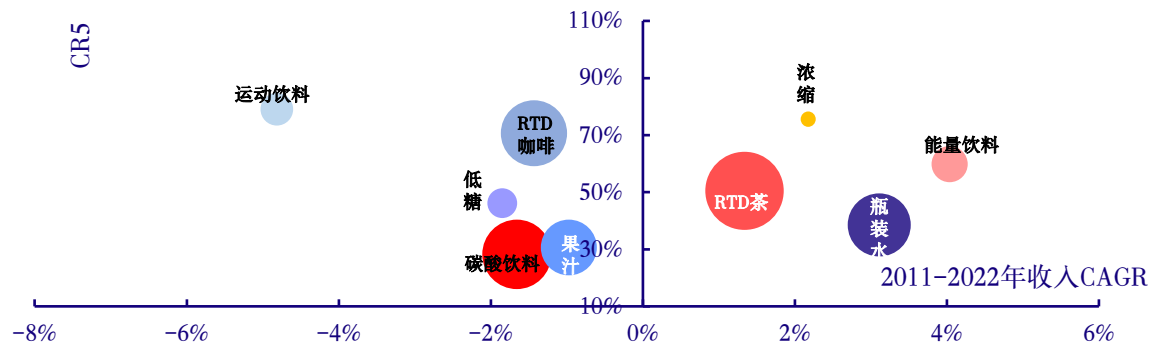
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院
备注：气泡大小正比于品类销售额，后同

图：美国饮料品类（2023年）



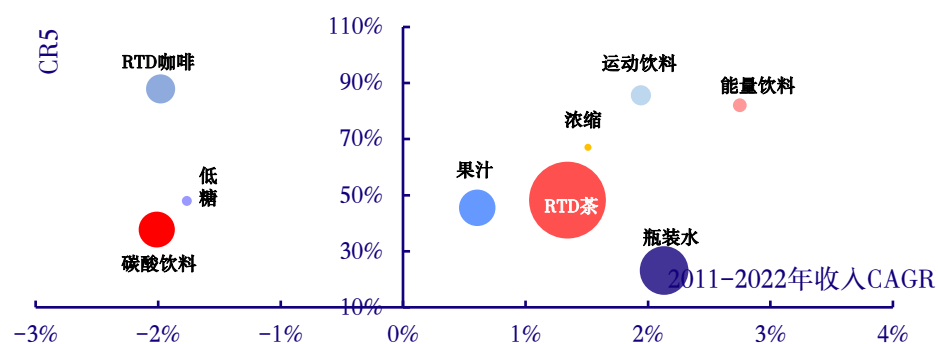
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图：日本饮料品类（2023年）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图：中国台湾地区饮料品类（2023年）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

(一) 品类属性：大单品与小而美

高消费频次、多价格带的品类更容易诞生大单品；并且在许多品类内部，低价格带产品销量大概率大于高价格带产品。

图：主要饮料大单品梳理

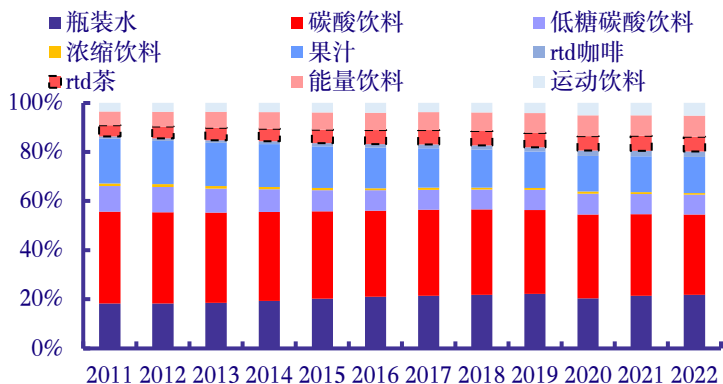


资料来源：京东，华糖云商，中国银河证券研究院
备注：图中销量规模为产品历史峰值数据

(一) 品类属性：景气变迁与生命周期

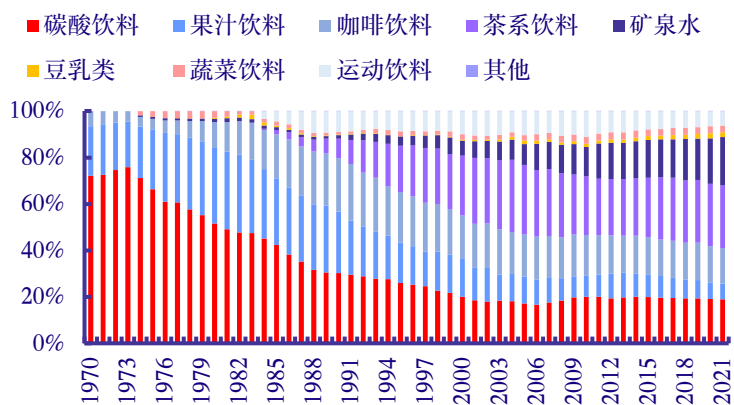
虽然碳酸饮料与包装水为基础性大品类，但参考日本与美国等海外市场经验，在人均收入水平提升、人口老龄化、膳食摄入结构、人均运动量提升的背景下，低糖/无糖饮料（无糖茶）、功能性饮料、咖啡是未来发展趋势。

图：美国饮料行业品类结构变化趋势



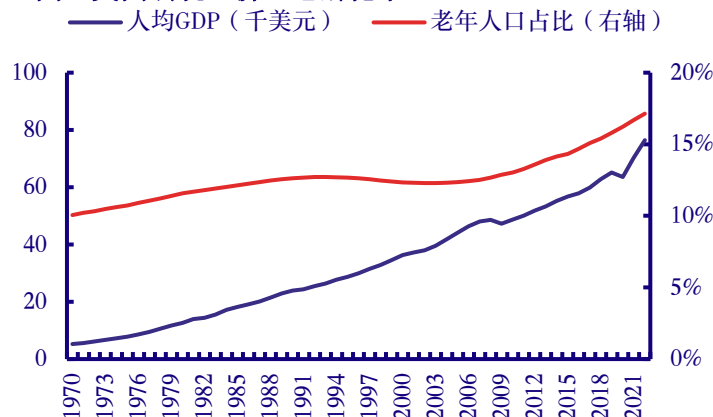
资料来源：欧睿数据，中国银河证券研究院

图：日本饮料行业品类结构变化趋势



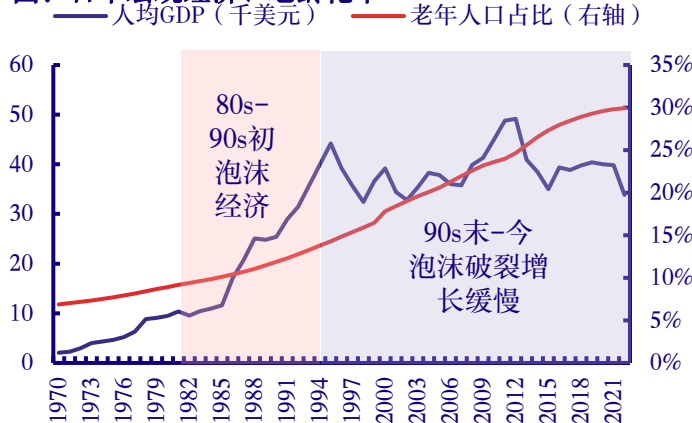
资料来源：日本清凉饮料协会，中国银河证券研究院

图：美国宏观经济、老龄化率



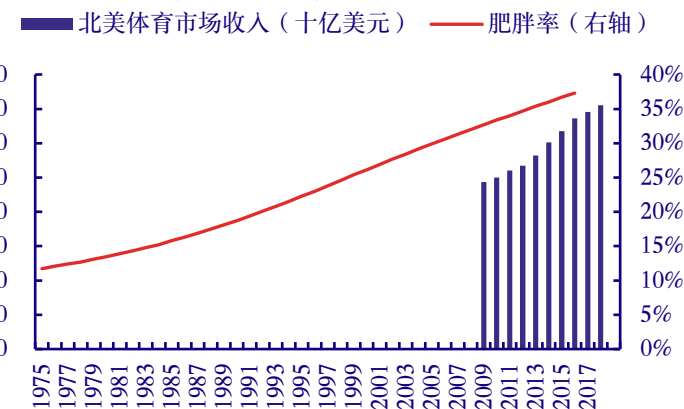
资料来源：同花顺iFinD，中国银河证券研究院

图：日本宏观经济、老龄化率



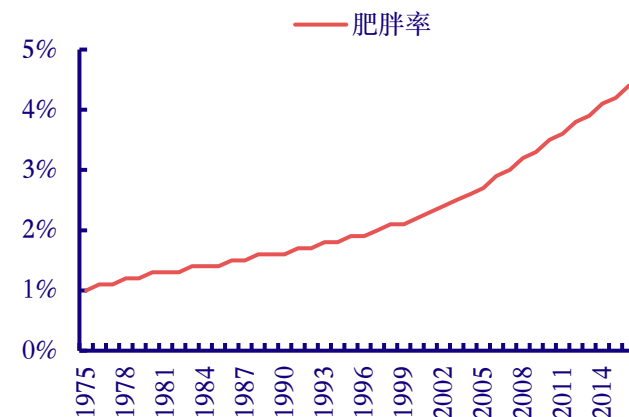
资料来源：同花顺iFinD，中国银河证券研究院

图：美国体育市场增速，肥胖率



资料来源：Statista，世界卫生组织，中国银河证券研究院

图：日本肥胖率

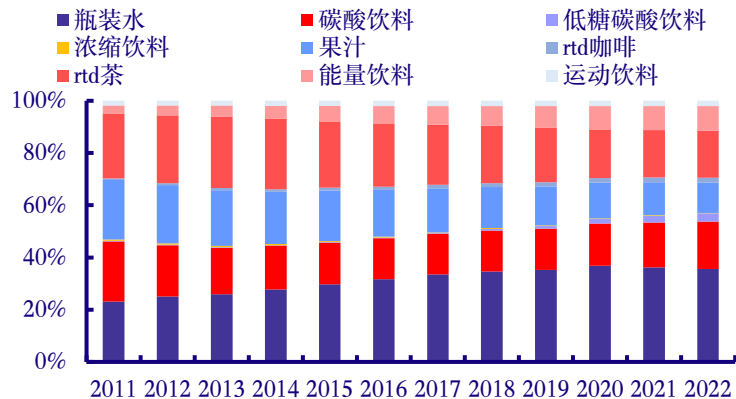


资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究院

(一) 品类属性：景气变迁与生命周期

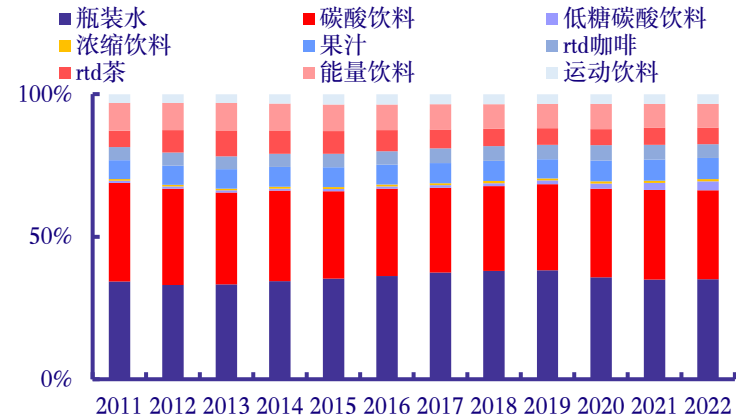
虽然碳酸饮料与包装水作为基础性大品类，但参考日本与美国等海外经验，在人均收入水平提升、人口老龄化、膳食摄入结构、人均运动量提升的背景下，低糖/无糖饮料（无糖茶）、功能性饮料、咖啡是未来发展趋势。

图：中国饮料行业品类结构变化趋势



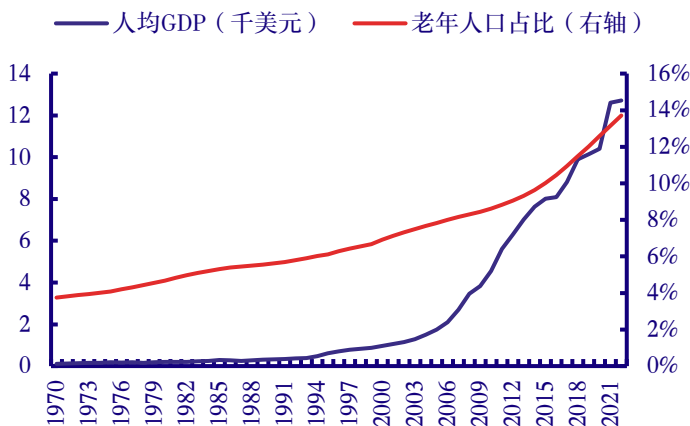
资料来源：欧睿数据，中国银河证券研究院

图：泰国饮料行业品类结构变化趋势



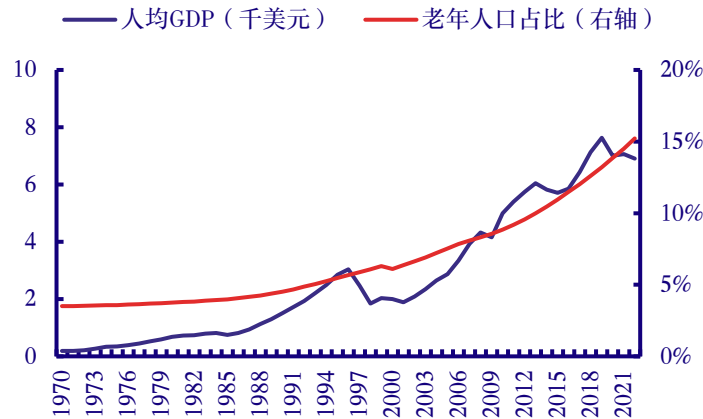
资料来源：欧睿数据，中国银河证券研究院

图：中国宏观经济、老龄化率



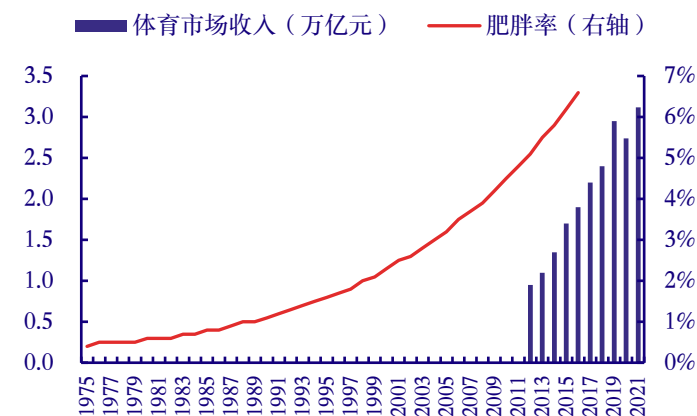
资料来源：同花顺iFinD，中国银河证券研究院

图：泰国宏观经济、老龄化率



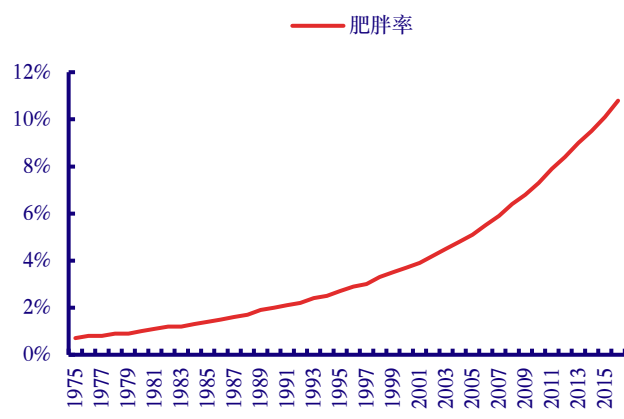
资料来源：同花顺iFinD，中国银河证券研究院

图：中国体育市场收入与肥胖率



资料来源：Statista，世界卫生组织，中国银河证券研究院

图：泰国肥胖率



资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究院

(二) 产品策略：品类开拓VS品类革新

类型一：开拓新品类

- 1) 判断核心价值：解渴性、口味性、功能性、成瘾性。
- 2) 判断消费场景：是否足够高频、容易形成场景绑定。
- 3) 判断消费群体：是否有消费基础，若产品是传统的本土饮料（凉茶、果汁等）、海外成熟品类（能量饮料、运动饮料），则较好开拓。
- 4) 价格策略：高端对应高盈利，大众对应高周转，价格带从低到高更容易升级。

类型二：革新老品类

- 1) 判断核心价值的差异。
- 2) 判断消费场景的差异。
- 3) 判断消费群体的差异：已有大单品已将消费者教育成熟，因此关键是找到尚未开发的空白消费群体，并且拥有较大的潜力。
- 4) 判断价格的差异：产品升级or性价比。

图：经典饮料产品的基因

品类	包装水			碳酸饮料			即饮茶		能量饮料		植物蛋白饮料								
	品类开拓	品类革新		品类开拓	品类革新		品类开拓	品类革新	品类开拓	品类革新	品类开拓	品类革新							
品牌	纯净水 -康师傅	天然水 -农夫山泉	矿泉水 -百岁山	可口可乐	元气森林	大窑汽水	冰红茶	东方树叶	红牛	东鹏特饮	椰树	欢乐家							
包装																			
价格 (元/瓶)	1.5元/550ml	2元/550ml	2.5元/570ml	3.5元/330ml	5元 /480ml	6.5元/520ml	3.5元/500ml	5.5元/500ml	7.5元/250ml	6.5元/500ml	5.5元/245ml	6元/500ml							
单价 (元/100ml)	0.3	0.4	0.4	1.1	1.0	1.3	0.7	1.1	3.0	1.3	2.2	1.2							
消费场景	 全场景			 聚餐、外卖		 工作、健身		 聚餐		 工作、休闲		 工作、休闲、熬夜		 开车、加班、熬夜、剧烈运动（前程）		 聚餐、休闲			
消费群体	大众			大众		年轻人、健身爱好者		大众餐饮		大众、蓝领、男性		大众、年轻人、中年男性		男性、司机、白领、高线		男性、司机、蓝领、下线		大众	
功能价值	解渴			口味、解渴		口味、解渴		解渴、健康		提神、抗疲劳、解渴		提神、抗疲劳、解渴		解渴、健康、营养		解渴、健康、营养			

资料来源：美团，中国银河证券研究院

备注：以上价格为上海便利店的样本数据，可能高于其他地区与渠道

（三）渠道能力：架构、利润、团队

渠道力即企业是否已经形成可复制、可持续容纳新品推广或全国化扩张的能力，我们认为总体来看关键点在于**周转效率**、**渠道利润**、**渠道壁垒**。

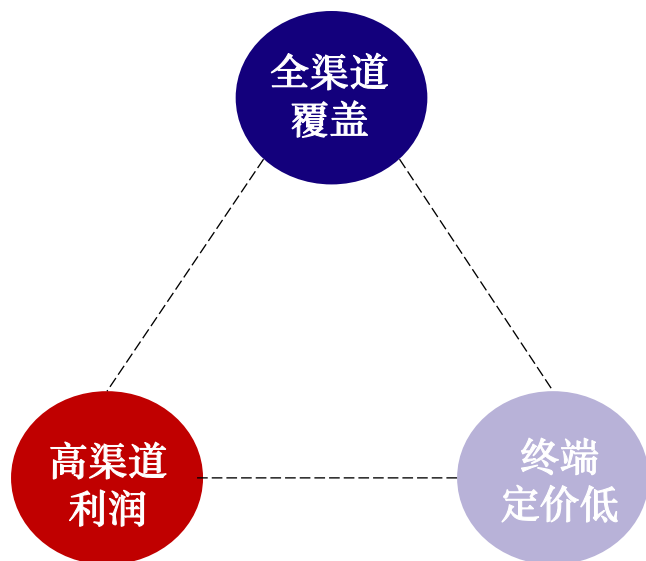
渠道类型：从规模来看，C端传统渠道~餐饮渠道 > 特通渠道；从壁垒来看，餐饮渠道 > 特通渠道 > C端传统渠道；从起量速度来看，电商渠道 > 现代渠道 > 传统渠道 > 餐饮渠道。

渠道架构：不同的渠道模式本身并无优劣之分，但企业在不同的发展阶段和不同的市场环境下，需要动态调整渠道模式寻找最优解。

利润体系：价格体系的稳定最为重要，其次渠道利润也是驱动渠道扩张的重要因素，并且高渠道利润率对于后发品牌更为重要。

销售团队：渠道精耕愈加重要，因此销售人员数量、积极性、素质在新品推广中愈加重要。

图：饮料行业渠道的不可能三角



表：饮料行业不同渠道类型对应的渠道打法与能力要求

要素	中小餐饮渠道	高端餐饮&特通渠道	C端流通渠道				
			KA	大超市	便利店	小超市	食杂店
核心需求	高周转	高利润	高周转	高周转	高周转	高周转	高周转
利润体系	高毛利	高毛利	中毛利	中毛利	中毛利	中毛利	中毛利
销售团队	多	少	中	中	中	中	中
渠道粘性	高	高	中	中	中	低	低
竞争	竞争相对不激烈，但很辛苦	竞争相对不激烈，注重关系	竞争激烈入场费	竞争激烈入场费	竞争激烈深度分销	竞争激烈深度分销	竞争激烈深度分销

资料来源：中国银河证券研究院

资料来源：中国银河证券研究院

（四）品牌内涵：心智占领与品牌区隔

图：经典饮料大单品的品牌内涵

logo	slogan	品牌内涵
		激爽畅饮
		天然
		0糖健康
		力量感
		补充体力

我们复盘了经典的饮料大单品在品牌上的打法，发现其无不深挖品牌内涵，突出其独特性以及与其他品牌的区隔，并将其与产品的核心价值、消费群体、消费场景强绑定，进而占领消费者心智，逐步实现规模壮大，达到品牌=品类的目的。

例如农夫山泉，品牌slogan强调“自然搬运工”，以独特的水源地作为品牌区隔，品牌内涵主打“天然”。

例如红牛，品牌slogan强调“你的能量超乎你想象”，与核心价值“提神、抗疲劳”相呼应，消费场景与宣传绑定体育赛事、极限运动，品牌内涵主打“力量感”。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

03

纵向：寻找新品的黄金投资期 ——四个阶段与二个指标

(一) 核心观点：饮料新品周期的4个阶段

我们复盘了海内外多家饮料公司经验，总结出新品周期规律，可大致划分为四个阶段：验证期、培育期、成长期、成熟期。

1、验证期：聚焦原点市场，验证产品需求

低基数背景下报表端收入有可能短期增长，但波动性较大，因此股价平稳、尚未充分反映预期。

2、培育期：突破原点市场，二级市场再次验证

业绩增速中枢逐渐抬升，但仍有不确定性，市场信心稍有不足，对应股价小幅脉冲式上涨。

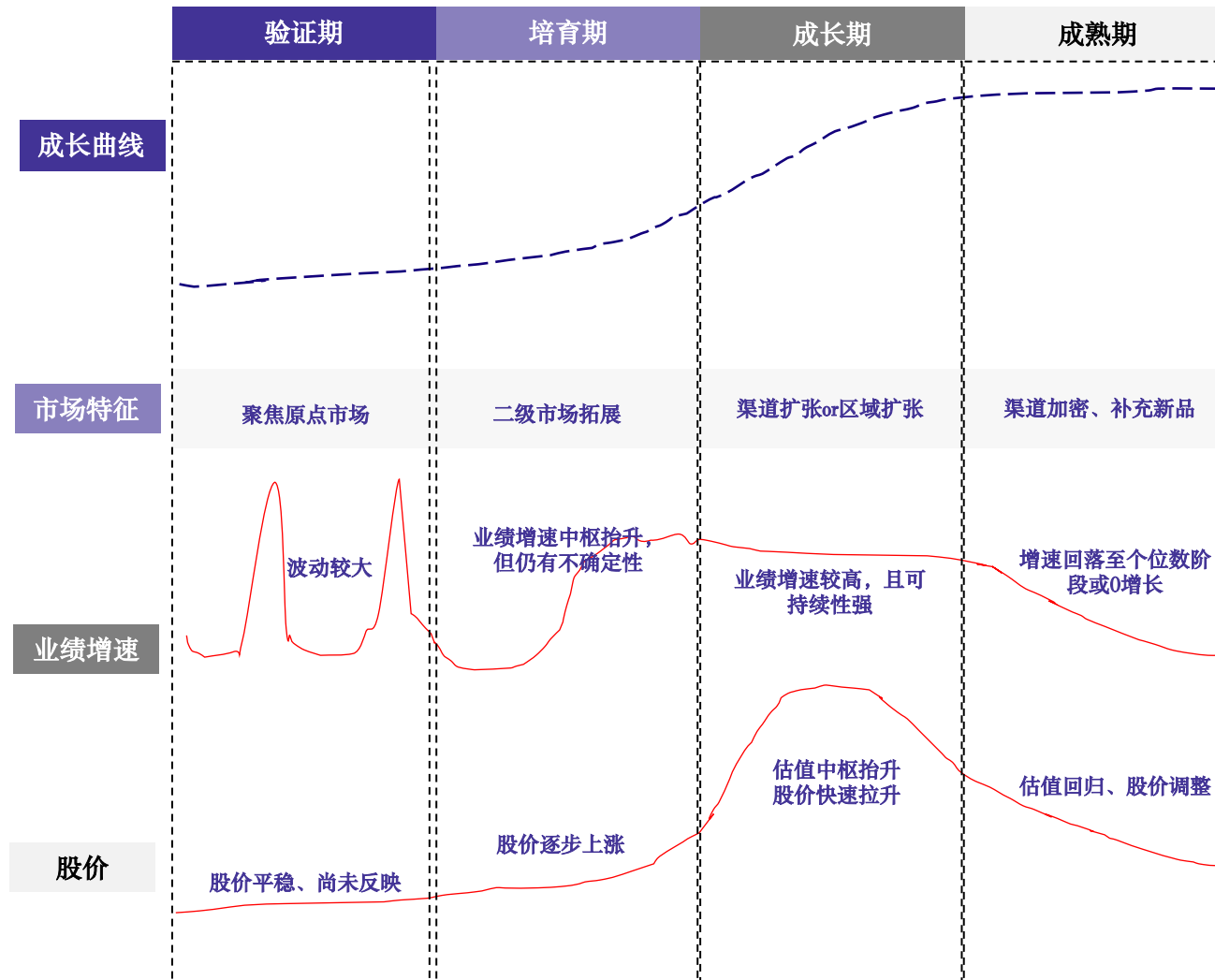
3、成长期：渠道扩张or区域扩张，复合增速放缓但持续性更强

这一阶段新品成长趋势最强劲，业绩增速较高，且可持续性强，估值中枢亦不断抬升，处于最好的投资阶段。

4、成熟期：存量市场为主，渠道加密与补充新品

业绩增速步入个位数阶段或0增长，估值与股价回归相较于行业的合理水平。

图：经典的饮料新品周期四段论



资料来源：中国银河证券研究院

（二）如何甄别：基于2个指标与5个因子

反映在2个量化指标（农夫指数）

- 单点卖力（瓶/月）：30、60、120、240。取数的背后逻辑，参考农夫山泉包装水的销量，但数值大小会受到品类天花板的影响，碳酸饮料、即饮茶、能量饮料等品类的销量天花板会更高。
- 铺市率：10%、30%、50%、80%。

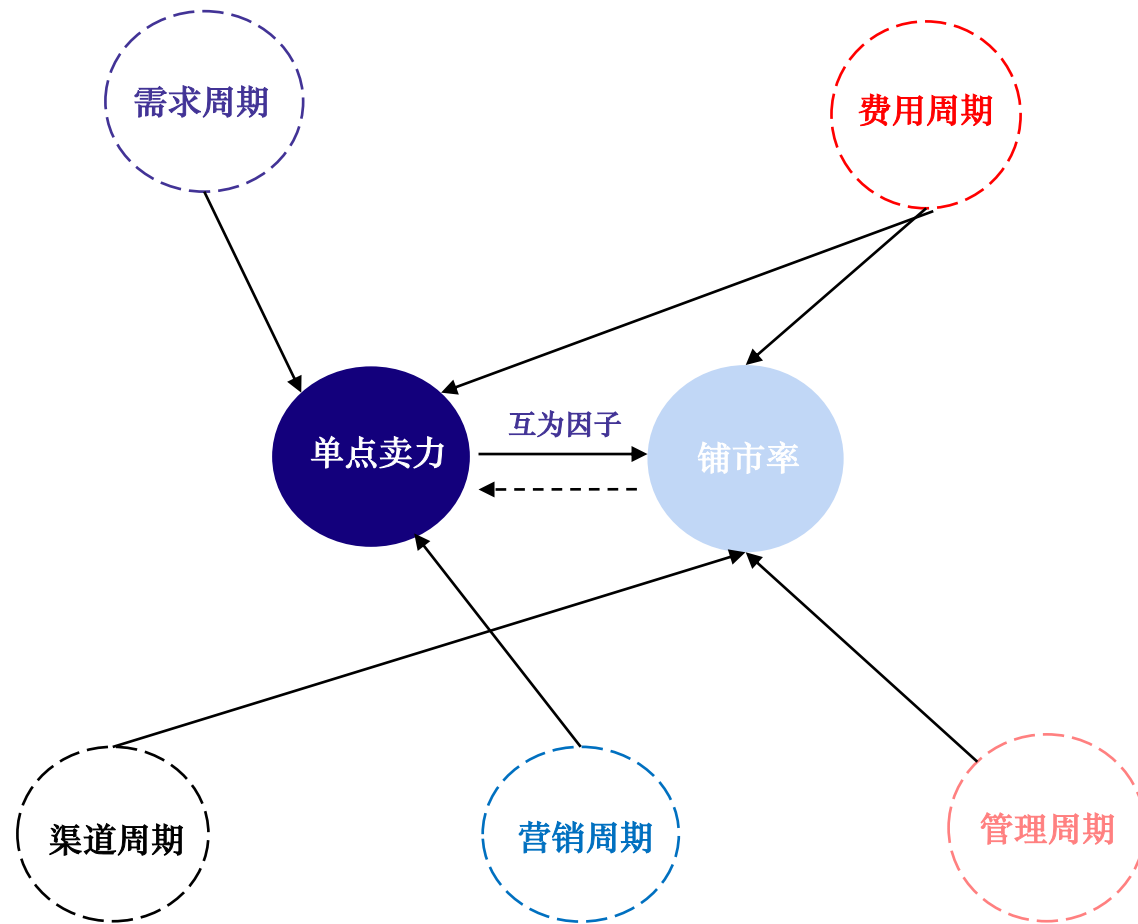
以上2个指标可对产品所处的周期位置进行大概判断，此外还可以结合复购率、费效比等指标综合判断。

上述量化指标取决于5个定性因子

- 需求周期：消费场景与消费群体的景气度、成熟度
- 费用周期：陈列、冷柜
- 渠道周期：库存、利润、物流
- 营销周期：品牌内涵、广告营销
- 管理周期：执行能力、积极性、赋能经销商而非绑定经销商

上述因子并不孤立，而是互相影响

图：基于5个维度与2个指标判断饮料产品所处的周期阶段



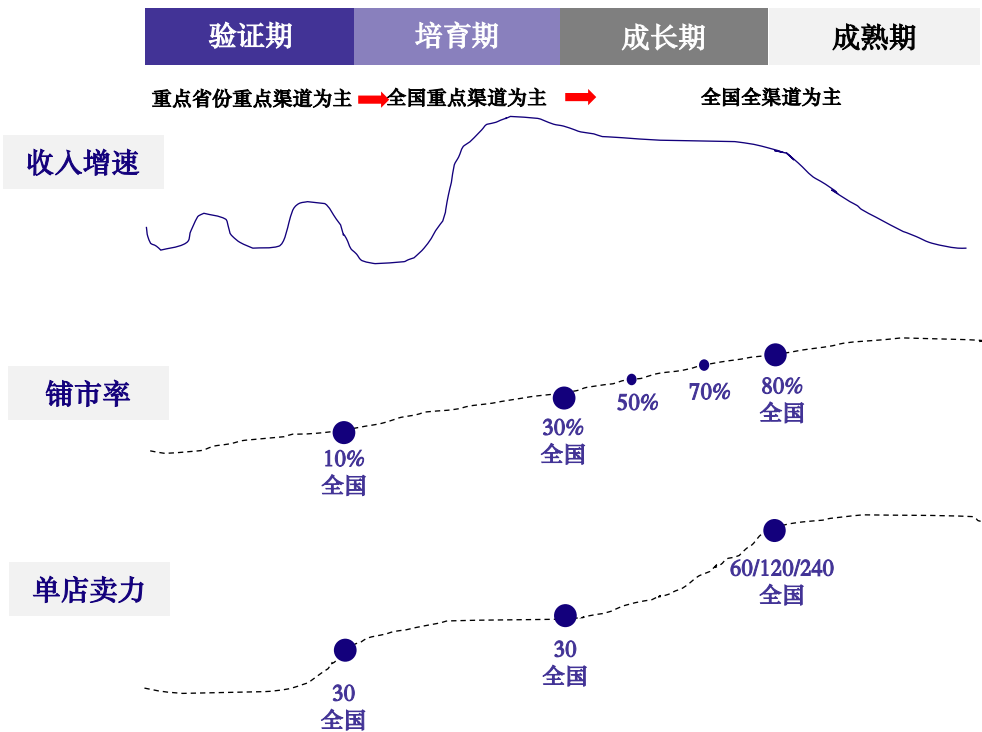
资料来源：中国银河证券研究院

(二) 如何甄别：基于2个指标与5个因子

不同类型的公司新品起量过程略有差异，单点卖力与铺市率的关键值略有不同，具体可分为二类：

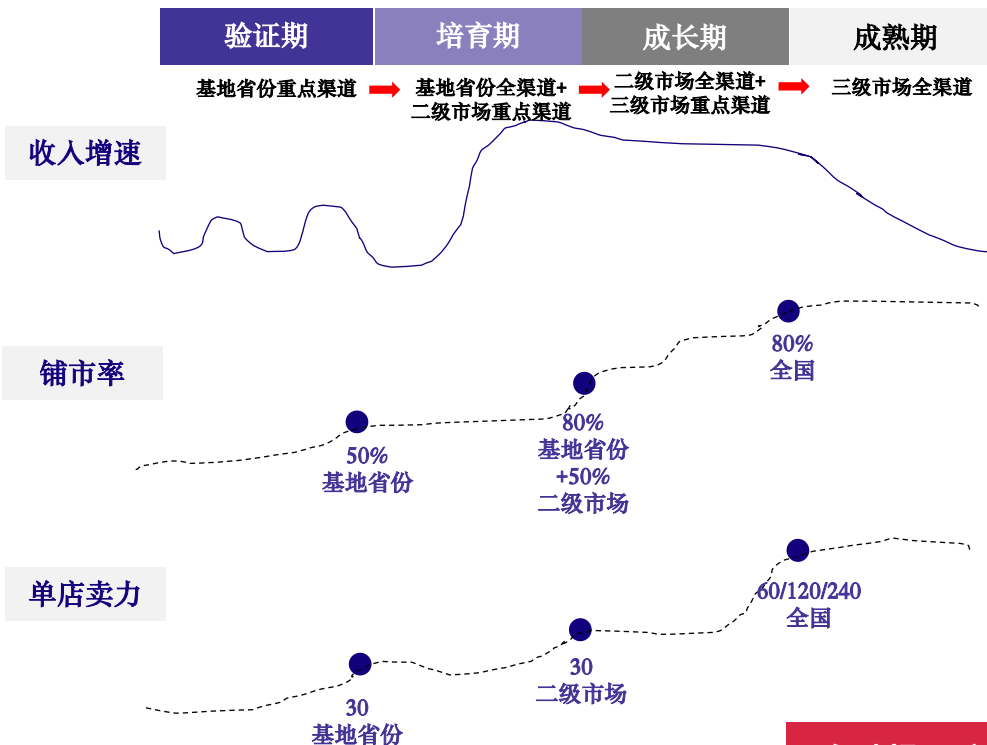
- **已有渠道型公司**：重点省份重点渠道→全国重点渠道→全国全渠道；其背后逻辑为公司拥有较好的经销商与网点资源，团队打造产品的经验丰富，一旦需求在起点市场验证成功后，即可在全国适合的渠道进行铺货，因此业绩增长的确定性较强。
- **新建渠道型公司**：基地省份重点渠道→基地省份全渠道+二级市场重点渠道→二级市场全渠道+三级市场重点渠道→三级市场全渠道；其背后逻辑为通过做大原点市场打造现金奶牛，品牌力向周边辐射，同时利润规模能够支撑拓展外部市场所需的费用；业务扩张难点与投资验证点在于外围市场扩张时的磨合期，需要攻克的困难包括销售团队、经销商资源、渠道适配性等。

图：已有渠道网络型的新品周期（打法较为成熟、节奏平滑+稳健）



资料来源：中国银河证券研究院

图：新建渠道网络型的新品周期（需要逐步摸索、脉冲式）



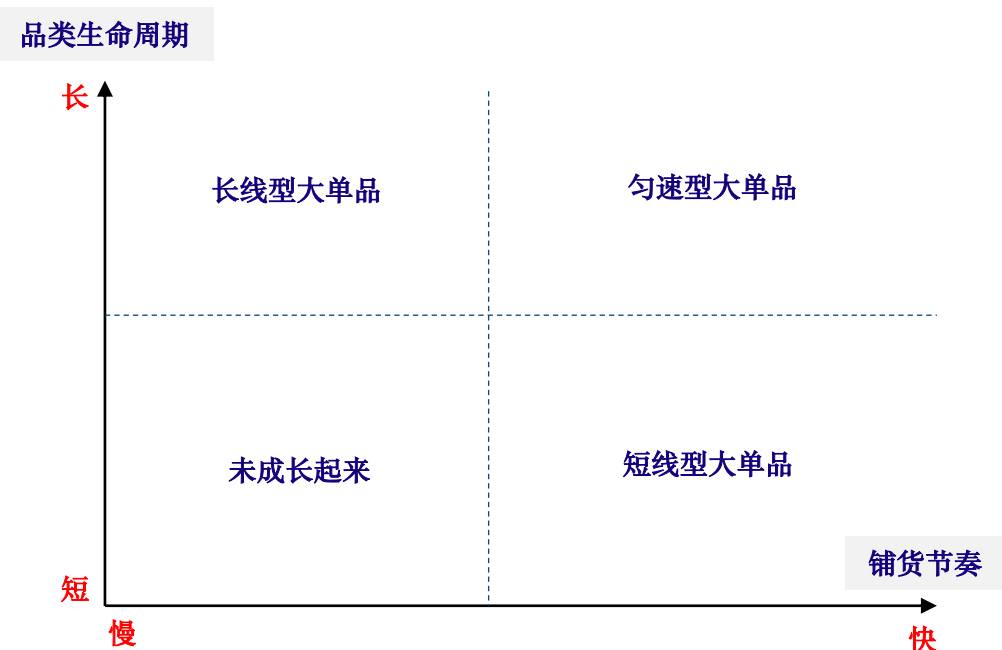
资料来源：中国银河证券研究院

(三) 3种成长类型的产品：长线 VS 短线 VS 匀速

品类生命周期与铺货节奏等因素会导致不同新品周期差异较大，我们一共总结了三种典型的模式：

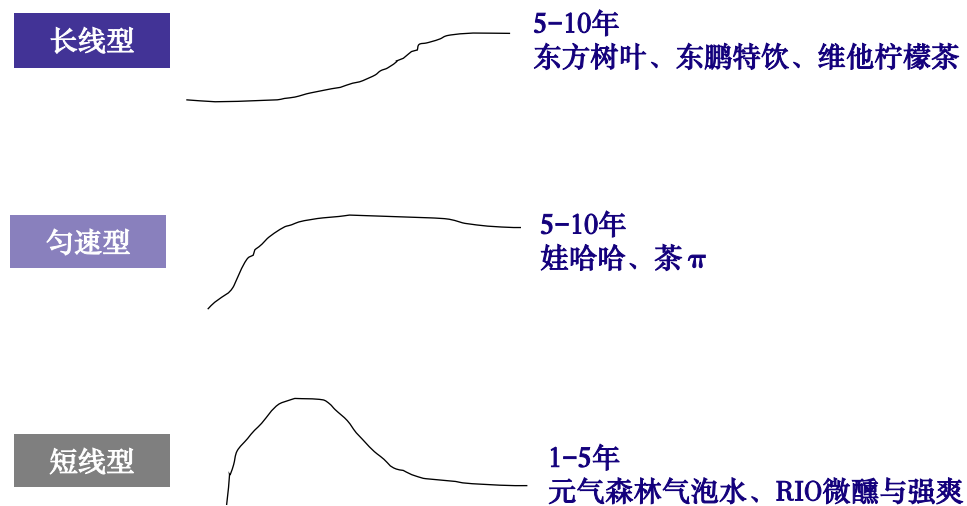
- **长线**：时间5-10年，验证期较长，到某个节点受因素催化突然进入成长期，曲线开始陡峭；随后单店卖力和铺市率达到天花板后逐渐放缓。
- **短线**：时间1-5年，验证期时间较短，培育期与成长期的收入增速快速拉升，但成熟期增速则快速回落以至于负增长。
- **匀速**：时间5-10年，验证期较短，培育期与成长期的收入增速快速拉升，成熟期的收入增速能够稳住、至少不会下降太快。

图：从品类生命周期与铺货节奏可分为3种类型的单品



资料来源：中国银河证券研究院

图：3种类型的单品：长线 VS 短线 VS 匀速



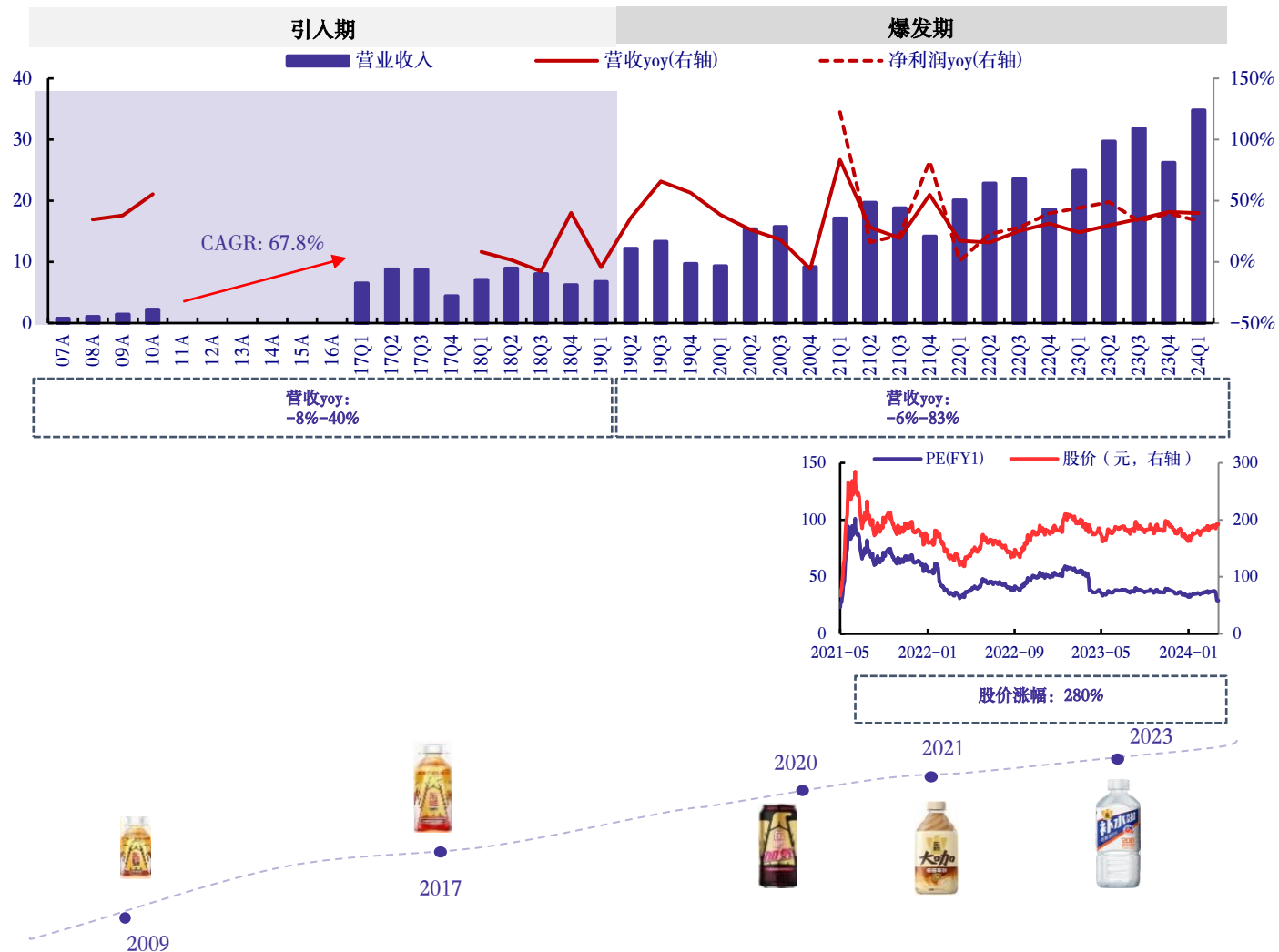
资料来源：中国银河证券研究院

(三) 3种成长类型的产品

东鹏特饮

- 07Q1-18Q4，收入yoy为-8%~+40%，这一阶段公司尚未上市。
- 19Q1-24Q1，收入yoy提升至-6%~+83%，净利润yoy提升至1%~123%；公司于21年5月底上市，截至24年4月，股价涨幅约280%（上市初期最高涨幅4倍），PE涨幅50%。

图：东鹏饮料成长阶段（营业收入：亿元）



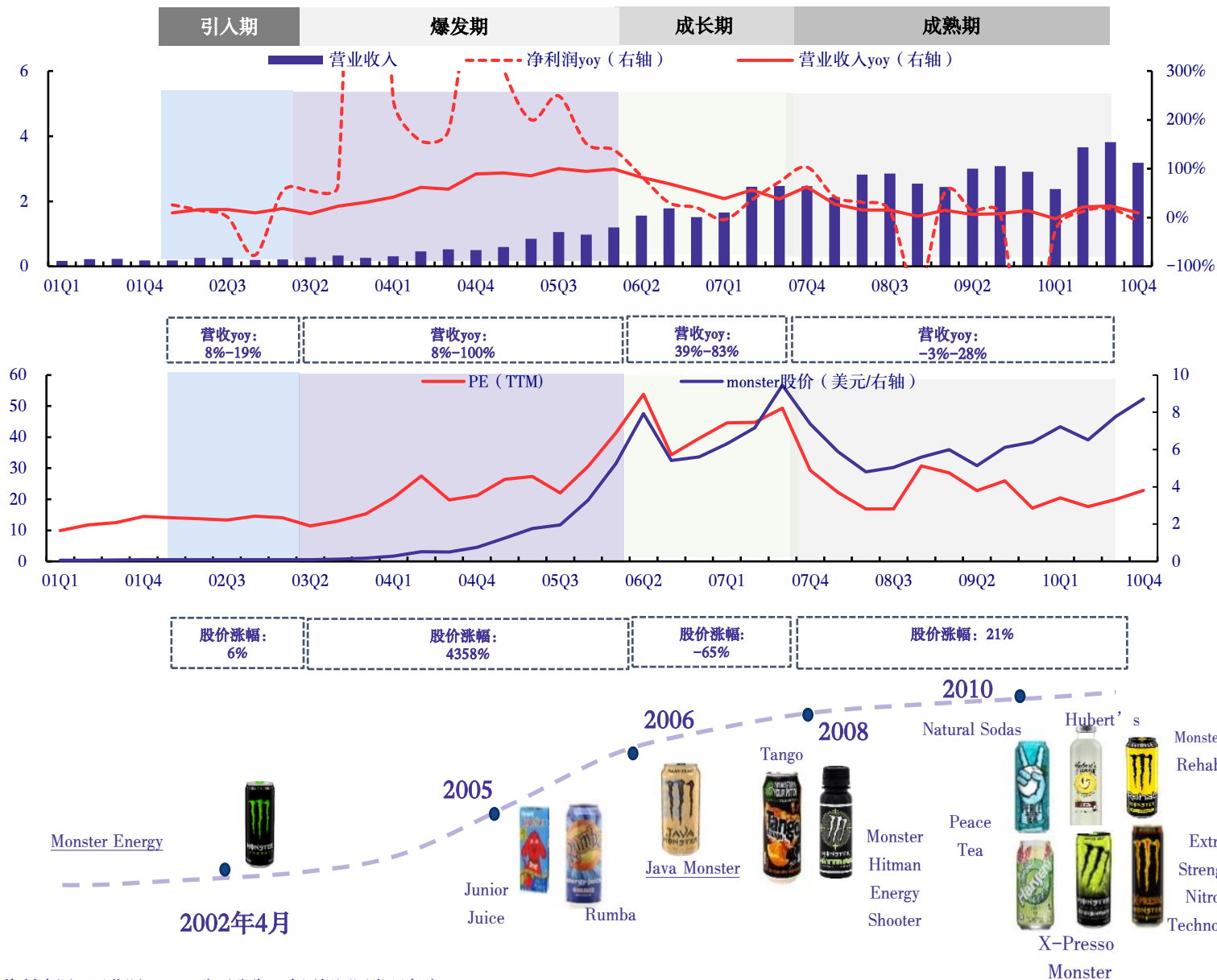
资料来源：Wind，公司官网，中国银河证券研究院

(三) 3种成长类型的产品

Monster

- 02Q1-03Q2, 收入yoy为8-19%; PE涨幅0%, 股价涨幅6%。
- 03Q2-06Q2, 收入yoy提升为8-100%; PE涨幅提升至370%, 股价涨幅提升至4358%。
- 06Q2-07Q4, 收入yoy放缓至39-83%; PE涨幅-46%, 股价涨幅回落至-65%。
- 08Q1-10Q4, 收入yoy放缓至-3-28%; PE涨幅3%, 股价涨幅21%; 产品增长驱动力切换为SKU裂变 (X-Presso Monster、Monster Energy等)、海外扩张 (加拿大、欧洲等)。

图: Moster成长阶段 (营业收入: 亿美元)



资料来源: 同花顺iFinD, 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 3种成长类型的产品

香飘飘：Meco果汁茶、兰芳园冻柠茶

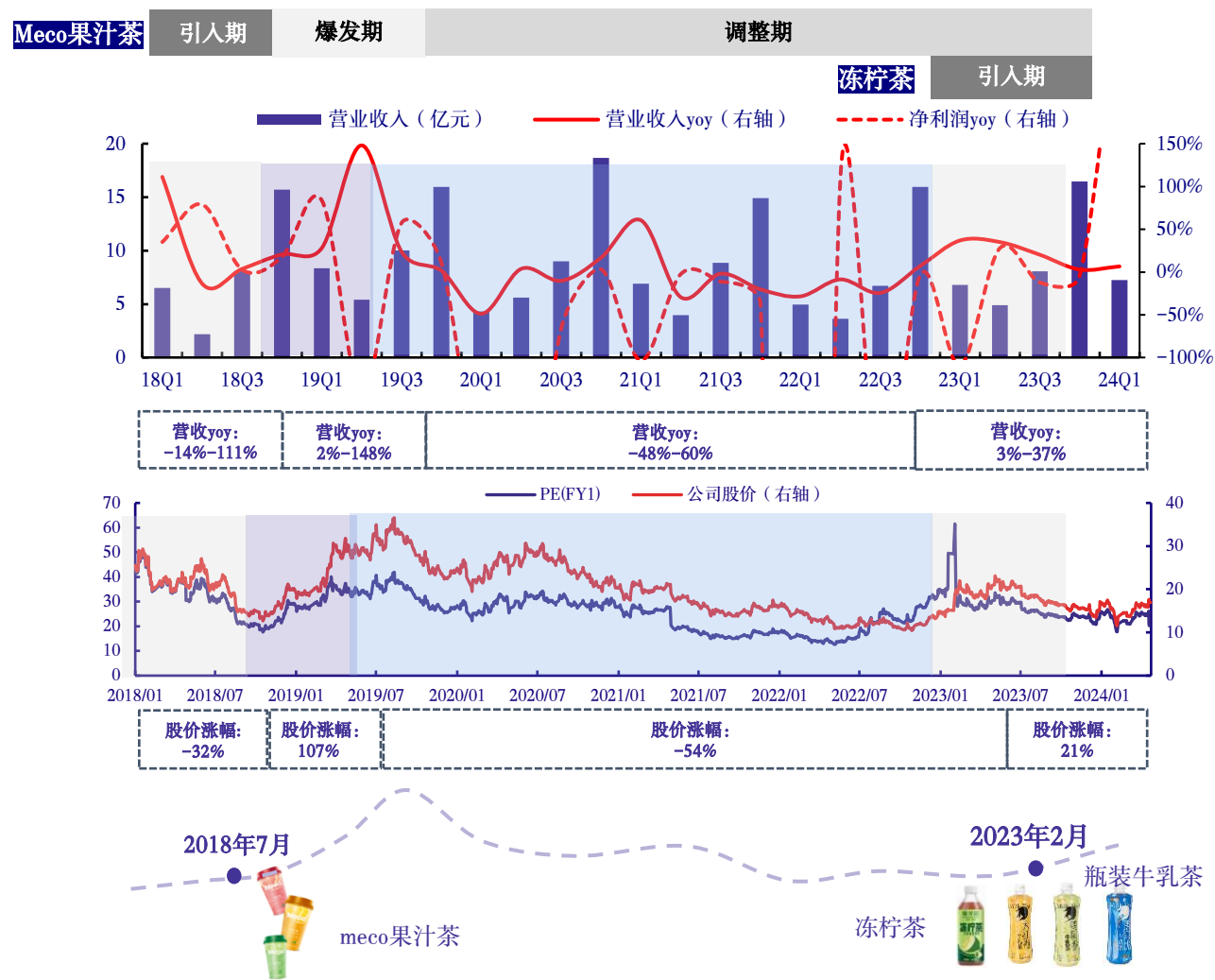
Meco果汁茶

- 18Q2-18Q3，收入yoy为-13~111%；18年7月-18年10月，股价涨幅-32%，PE(FY1，下同)涨幅-38%。
- 18Q4-19Q2，收入yoy提升至+21~148%；18年11月-19年7月，股价涨幅提升至153%，PE涨幅提升至100%。
- 19Q3-22Q4，收入yoy放缓至-48%~+60%；19年8月-22年12月，股价涨幅回落至-13%，PE涨幅-61%。

冻柠茶+Meco果汁茶

- 23Q1-24Q1，收入yoy回升至3%~37%；23年1月-24年4月，股价涨幅回升至22%，PE涨幅-29%。

图：香飘飘成长阶段（营业收入：亿元）



资料来源：Wind，公司官网，中国银河证券研究院

(三) 3种成长类型的产品

百润股份：RIO微醺、强爽

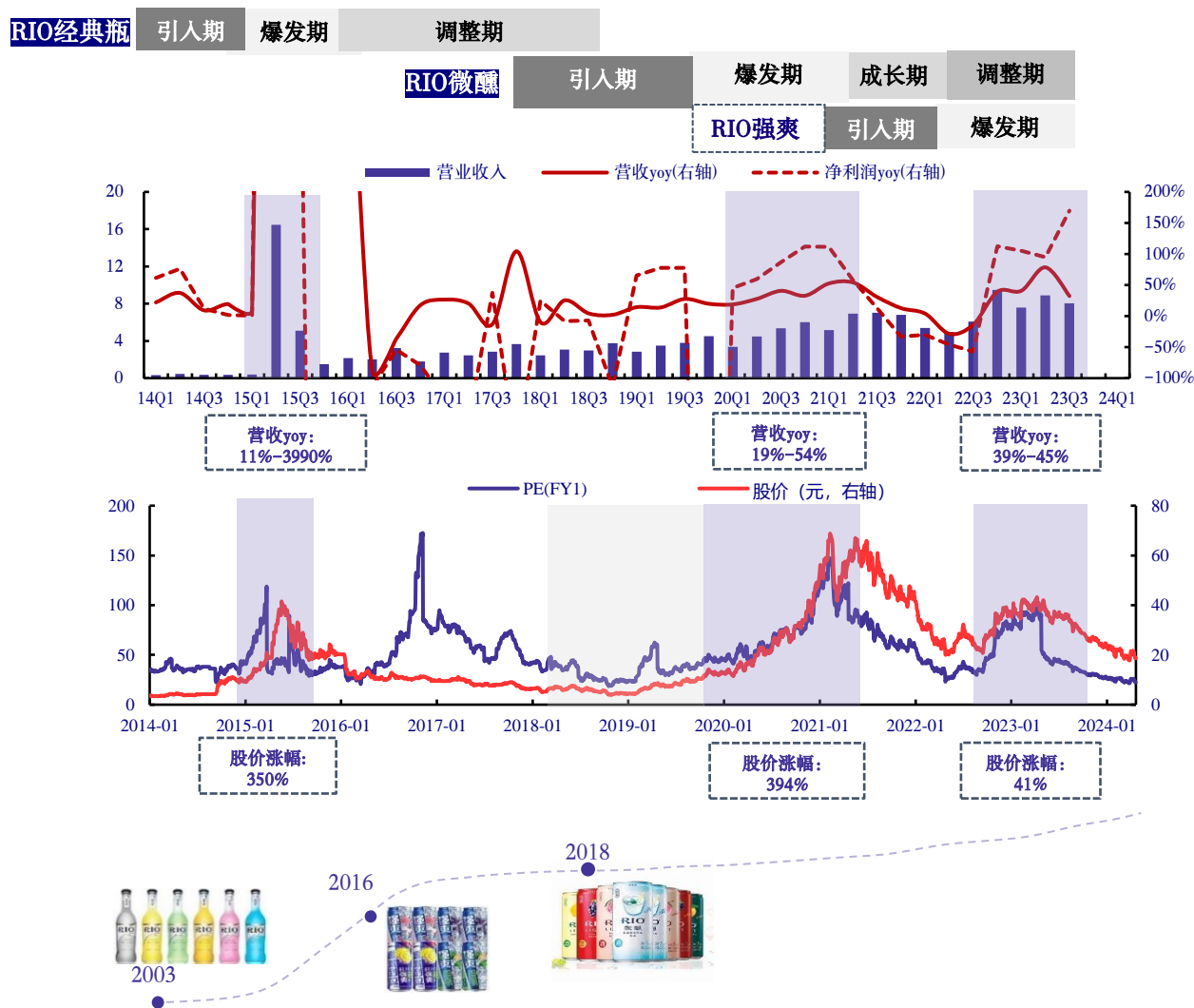
微醺

- 18Q1-19Q4，收入yoy为10-28%；18年8月-19年12月，股价涨幅142%，PE(FY1，下同)涨幅81%。
- 20Q1-21Q2，收入yoy为19-54%；20年1月-21年5月，股价涨幅394%，PE涨幅1%。
- 21Q3-21Q4，收入yoy为13-31%；21年6月-22年8月，股价涨幅-73%，PE涨幅-13%。

强爽

- 22Q4-23Q2，收入yoy为39-45%；22年9月-23年7月，股价涨幅41%，PE涨幅-4%。

图：RIO成长阶段（营业收入：亿元）



资料来源：Wind，公司官网，中国银河证券研究院

（四）年内节奏：季节性周期波动

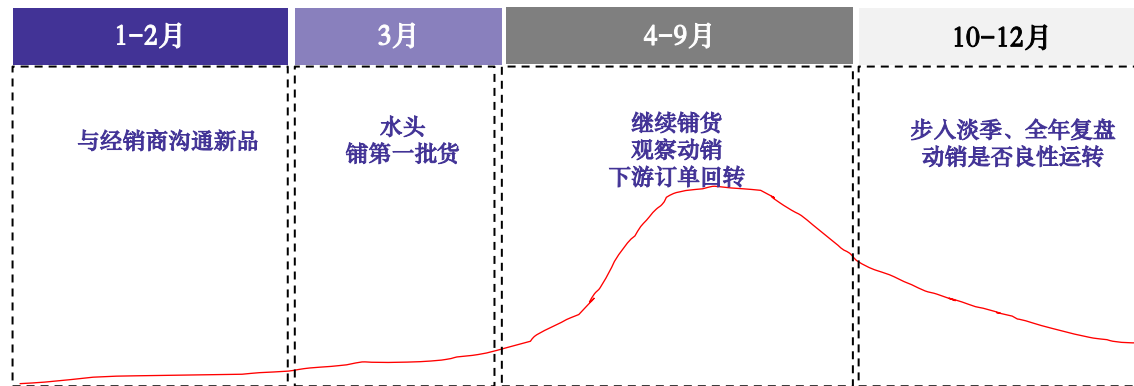
1、**新品信息沟通（1-2月）**：新品上市前将信息传递到经销商，让其着准备着手；厂家给到信息以后，经销商开展工作，但会根据产品的不同做一定调整，比如陈列位置等，因为新品上市放在不同地区有所差异。

2、**首轮铺货/水头（3月）**：货从厂家到经销商，经销商因为前期已经有时间进行准备（跟终端沟通是否订购新品、进货时间点），从厂家拿到货后进行网点铺货，当然铺货的网点可能会有先后顺序、有轻有重，会根据不同网点以及厂家的资源来判断。

3、**持续铺货+动销回转（4-9月）**：第一轮铺货后1-2个季度，经销商铺市率达到50%，观察产品动销如何，促销力度或者品牌方的广告营销宣传力度是否足够。

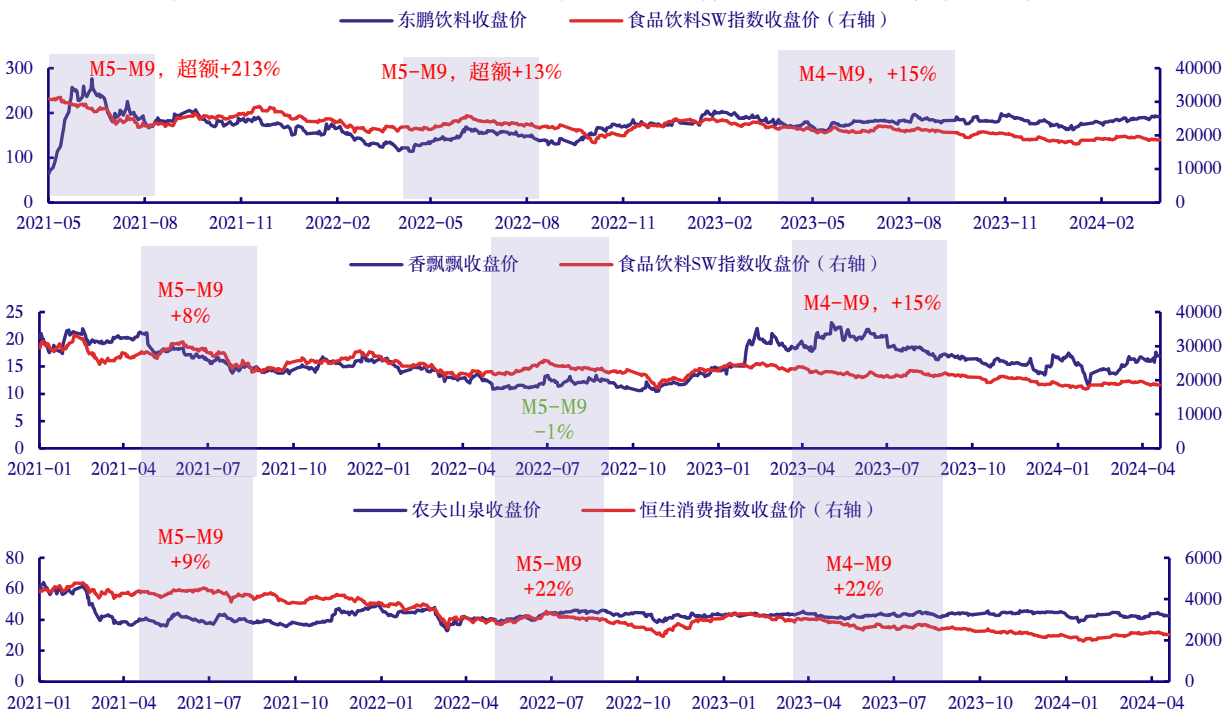
4、**全年验证动销（10-12月）**：步入淡季，全年复盘动销是否良性运转。

图：饮料产品在年内的节奏



资料来源：中国银河证券研究院

图：饮料股价在5-9月间常现超额收益（收盘价，东鹏饮料/香飘飘：人民币元；农夫山泉：港元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

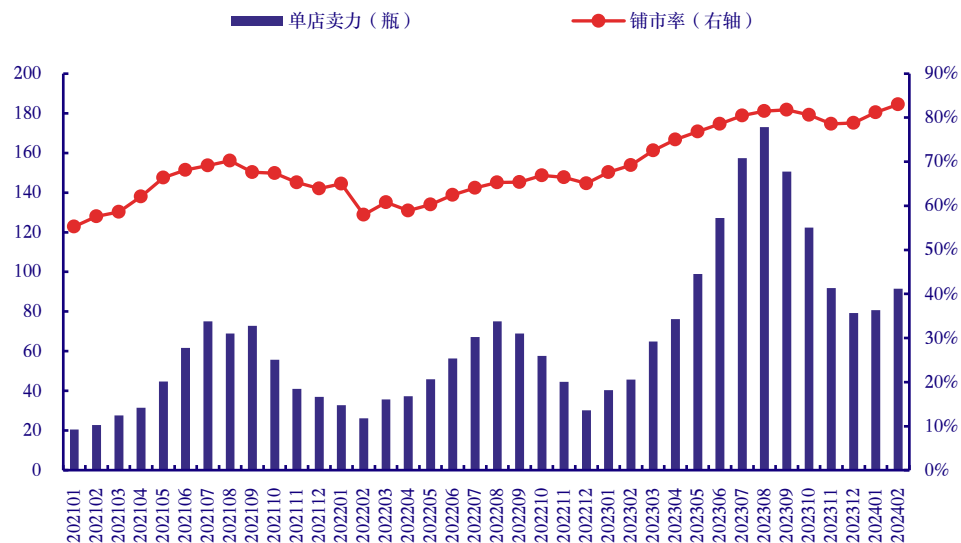
04

研判：主要饮料新品价值分析

(一) 农夫山泉：东方树叶2024年将处于成长期靠后阶段

- **周期阶段：**“东方树叶”2023年高速增长，根据马上赢监测数据，铺市率达到80%以上，旺季单店卖力突破120瓶；参考康师傅冰红茶等即饮茶大单品的二项指标，预计2024年将处于成长期靠后阶段。
- **五个因子：**无糖茶仍处于需求释放周期，但竞争大概率边际趋紧；公司渠道能力领先，品牌费用持续投入，管理团队执行力仍强。从五个因子总结来看，预计东方树叶2024年仍将处于成长期，但增速大概率放缓，而单店卖力提升将是驱动单品继续增长的主要动力，主要取决于口味裂变与包装裂变拉高消费量与消费频次。

图：从单店卖力与铺市率来看东方树叶仍处于成长期靠后阶段



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院
备注：样本数据仅供参考，不代表公司整体情况

图：东方树叶口味裂变与包装裂变可推动单店卖力继续增长



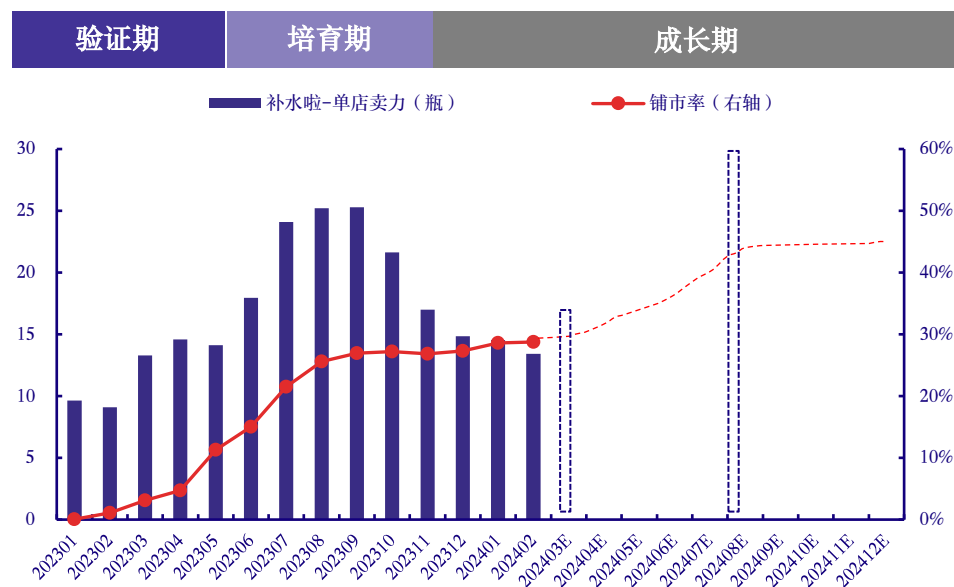
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（二）东鹏饮料：如何判断“补水啦”与“鹏友饮茶”2024年的走势？

1、补水啦：处于成长期靠前阶段，全国铺货逻辑顺畅

- **周期阶段：**“补水啦”2023年2月上市步入验证期，5月步入培育期，8月全国范围内单店卖力突破30瓶，并且在9月站稳该关键值；预计2024年将步入成长期，单店卖力有望提升至45瓶，铺市率提升至50%，至于这一目标能否实现，我们认为3-5月是比较重要的观察窗口期，届时可结合单店卖力、复购率、费效比等指标综合考虑。
- **五个因子：**运动饮料黏性较强，品牌存在较强区隔；此前因收入水平与消费认知不足，尚未诞生严格意义的运动饮料大单品，随着国内运动人群的扩张与运动频次提升，市场潜力较大。补水啦与东鹏特饮存在渠道协同、客户重叠，公司管理层与渠道较强，产品成功的可能性大。

图：从单店卖力与铺市率来看补水啦目前正处于成长期



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院
备注：样本数据仅供参考，不代表公司整体情况

图：从品类属性与五个因子判断“补水啦”的成功可能性

定性维度	具体情况分析
品类属性	品牌存在较强区隔，伴随运动人群扩张与运动频次提升，市场潜力较大
需求周期	疫情期间消费者关于电解质的认知度得到大幅提升，2023年以来户外场景持续复苏，叠加消费者运动频次与专业度均有提高，品类迎来上行周期
渠道属性	渠道精耕细作，部分可复用；渠道利润空间处于行业中上游水平
品牌宣传	需进一步观察旺季动作
费用投入	在行业内处于中上游水平，对新品有专案费用与补贴
管理团队	高管战略眼光独到，基层激励较足+经验丰富+执行到位

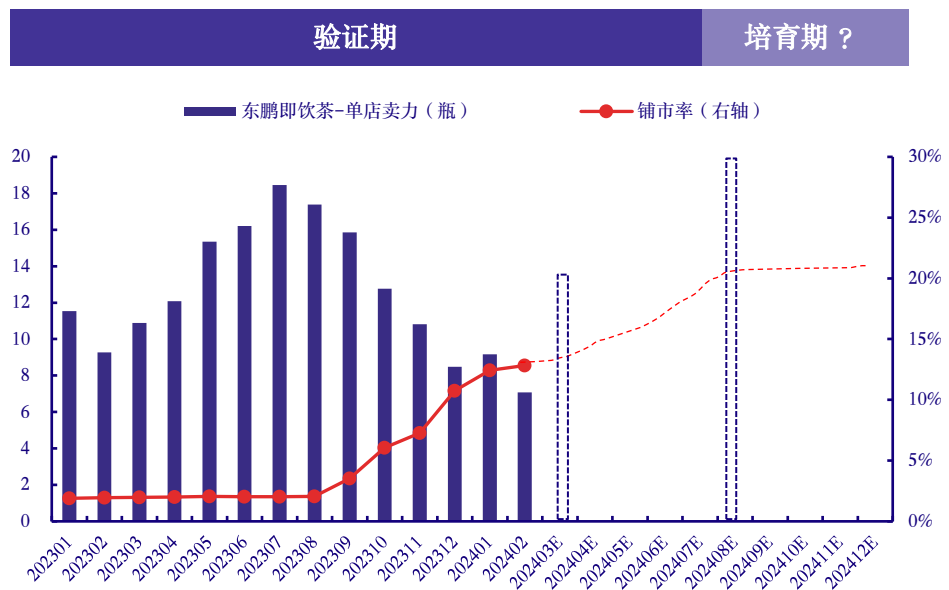
资料来源：中国银河证券研究院

（二）东鹏饮料：如何判断“补水啦”与“鹏友饮茶”2024年的走势？

2、鹏友饮茶：仍处于验证期，差异化为破局点

- **周期阶段：**“鹏友饮茶”2023年9月上市，目前在原点市场铺货（铺市率5-10%、以一二线为主），单店卖力在10-20瓶区间爬坡；预计2024年将处于验证期向培育期过渡的关键节点，至于能否切换成功，我们认为3-5月是比较重要的观察窗口期，届时可结合单店卖力、复购率、费效比等指标综合考虑。
- **五个因子：**无糖茶属于长青品种，消费人群与场景广阔，消费者黏性强，品牌存在较强区隔；2023年品类迎来高速增长，低线市场消费者受到高线市场的引导后对产品接受度增加，3-4元/500ml的高性价比产品愈来愈多，预计下沉市场或在2024年迎来快速增长。鹏友饮茶与东鹏特饮存在部分渠道与客户重叠，公司管理层与渠道较强，未来可基于品牌故事、功能等角度对产品进行开发。

图：从单店卖力与铺市率来看鹏友饮茶目前正处于验证期



资料来源：马上赢，中国银河证券研究院
备注：图中铺市率的口径是东鹏即饮茶，因此数值会大于鹏友饮茶铺市率

图：从品类属性与五个因子判断“鹏友饮茶”的成功可能性

定性维度	具体情况分析
品类属性	无糖茶属于长青品种，消费人群与场景广阔，消费者黏性强，品牌存在较强区隔
需求周期	2023年品类迎来高速增长，低线市场消费者受到高线市场的引导后对产品接受度增加，“春糖”部分厂商推出3-4元/500ml的高性价比产品，下沉市场或者2024年快速增长
渠道属性	渠道精耕细作，部分可复用；渠道利润空间处于行业中上游水平
品牌宣传	需进一步观察旺季动作
费用投入	在行业内处于中上游水平，对新品有专案费用与补贴
管理团队	高管战略眼光独到，基层激励较足+经验丰富+执行到位

资料来源：中国银河证券研究院

(三) 香飘飘：如何预测“果茶”与“冻柠茶”2024年的走势？

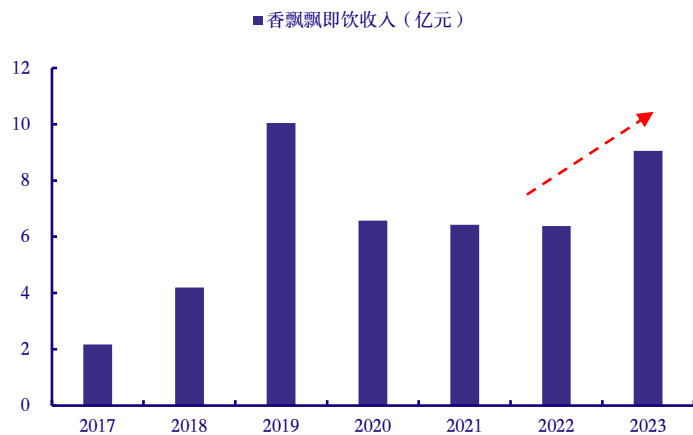
1、果茶：新任总裁开启产品升级，2024年调整后二次验证

● “Meco果汁茶”于2018H2推出，上市初期便取得较好市场反馈，2019全年实现10亿元收入，网点数量约20万家；2020-2022年产品收入虽然下滑至6亿元，但仍有一批忠诚的消费群体，铺市率也有进一步提升，反映产品第一次验证的成功性。2024年，新任总裁就位后开启果茶的产品升级，对产品定位+品牌名均有调整，并且聚焦大单品战略（泰式青柠+桃桃红柚），打造学校店等核心势能网点。我们将2024年定义为产品的第二次验证，建议重点观察5-9月旺季学校店、零食店与餐饮渠道的动销，对未来的渠道复制与区域复制有较强前瞻意义。

2、冻柠茶：2024年将在重点省份与渠道持续进行第一轮验证

● “兰芳园冻柠茶”2022年7月在广东711便利店试销，2023年扩大试点范围，在基地省份的重点渠道铺货（广东+华东+北京的校园店+现代渠道+大超市），其中广东单店卖力突破30瓶，但铺货网点较少，难以验证基地市场整体情况；2024年将继续扩大重点省份的铺市率，至于能否突破验证期，我们认为5月是比较重要的观察窗口期，届时可结合单店卖力、复购率、费效比等指标综合考虑。

图：香飘飘即饮业务收入（主要为果汁茶）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：香飘飘果茶聚焦大单品策略



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图：兰芳园冻柠茶2024年在重点省份持续试点



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

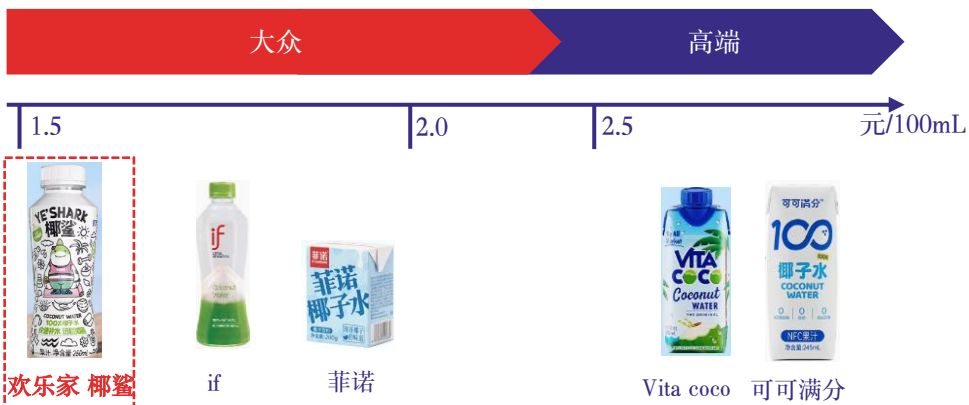
（四）欢乐家：“椰鲨”优势渠道铺货，2024年第一轮验证

●“椰鲨”主打健康零添加，聚焦运动、调制咖啡等场景。100%NFC椰子水，主打零添加+低热量+天然电解质+快速补水，聚焦运动、健身、餐饮宴席、现调咖啡等消费场景，其本质是在健康消费趋势下对纯水和动物蛋白的升级替代，未来成长空间较大。产品形成差异化竞争，原料主打“三地三椰”黄金配比调和，终端售价4元/250ml、6元/330ml，低于vita coco与可可满分所处的8-10元价格带。聘请篮球明星奥尼尔为代言人，做高椰鲨品牌形象并形成差异化。

●2024年优势渠道铺货，处于第一轮验证期。23Q4公司在线上渠道试点，2024年在线下渠道的优势网点进行铺货，同时也将开发新的现代渠道，考虑到椰子水品类高景气度叠加24年天气炎热利于终端动销，建议关注旺季铺货与动销带来的催化。

●长期做高品牌调性，打开价格天花板，静待品类红利释放。我们认为椰子水产品属性符合未来健康消费趋势，长期来看品类红利有望释放，而公司前瞻性地布局椰子水产品，凭借供应链优势+营销推广+先发优势，有望在品类培育期抢占消费者心智，一方面有利于做高品牌调性，另一方面打开价格天花板，贡献第二增长曲线。

图：欢乐家椰鲨价格具备优势



资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，中国银河证券研究院

图：欢乐家通过场景化思维开发产品矩阵



资料来源：欢乐家天猫官方旗舰店，中国银河证券研究院

图：从品类属性与五个因子判断欢乐家椰鲨的成功可能性

定性维度	具体情况分析
品类属性	植物基营养价值、功能价值较强，口味独特
需求周期	消费者对健康的诉求愈加增强
渠道属性	渠道精耕，部分重叠
品牌宣传	线下体育赛事预热
费用投入	比较平稳
管理团队	高管与基层对饮料打法的认知度正在逐渐提升

资料来源：中国银河证券研究院

（五）李子园：新品更多是补充，重点关注渠道修复

- 1、无蔗糖甜奶：**2023年2月上市，新品顺应“健康”消费趋势，有利于拓展新的消费群体，且新品可适用于已有部分渠道（校园店、便利店等），短期可贡献部分增量。
- 2、燕麦奶、舒焕奶：**2023年7月，公司召开品牌升级与新品发布会，对老品包装外观进行升级，在保留产品经典设计的同时加入时尚元素，更加贴近年轻消费群体；此外，公司推出燕麦奶、舒焕奶等新品，扩充产品矩阵，以便增强与经销商的合作关系。
- 3、气泡奶：**2024年3月上市，主要面向小餐饮渠道与部分流通渠道，有利于通过产品矩阵扩充的方式提高终端消费者粘性。
- 4、官宣品牌代言人：**2024年4月公司宣布成毅作为品牌代言人，其主要粉丝与公司消费群体重叠度较高，短期可贡献部分业绩增量，长期则有利于做高品牌形象。

图：李子园无蔗糖新品VS传统甜牛奶

	价格	规格	内容物	热量
	5.5元	320ml	水、全脂牛乳粉、赤藓糖醇、单，双甘油脂肪酸酯、卡拉胶	68千卡
	4.6元	450ml	水、生牛乳、全脂奶粉、白砂糖、单，双硬脂酸甘油酯、卡拉胶	154千卡

资料来源：天猫，中国银河证券研究院

图：李子园新品（燕麦奶、舒焕奶、纯牛奶、果蔬酸奶、发酵酸奶等）



资料来源：李子园2023新品发布会，中国银河证券研究院

（六）承德露露：立足杏仁露大单品，打造植物基饮品矩阵

1、杏仁+饮品：1) 杏仁奶：23H1推出，突破乳饮料的品类范畴，杏仁含量是杏仁露3倍，23全年收入345万元。2) 轻林漫步杏仁茶饮：2023年12月上市，以杏仁做基底，拓宽产品线。3) 杏运大咖：2024年1月上市，切入咖啡赛道。

2、植物奶：巴旦木植物奶，23年12月上市，跳出杏仁之外的植物基品类，原味无糖延续在22年健康方向的减糖实践，巧克力则是口味化拓展，推动植物奶口味创新。

图：承德露露近期推出的新品

	2022年		2023年1月	2023年12月		2024年
品类	杏仁+系列饮品				植物奶	咖啡
品牌	低糖核桃露	经典低糖杏仁露	露露杏仁奶	轻林漫步杏仁茶饮	露露原味无糖巴旦木奶 露露巧克力味巴旦木奶	杏运大咖
产品图片						
价格	240ml*6罐 29元	180ml*12罐 36元	240ml*6罐 50元	240ml*15瓶 72元	220ml*15瓶 79元 220ml*4瓶 25元	280ml*15瓶 89元
单瓶价格	5元	3元	8.3元	4.8元	5.3元-6.3元	6元
卖点 核心词：健康	半糖主义	五分甜 五清零 五重养	0胆固醇、0反式脂肪酸 轻负担、轻养生	甄选好料 中式浪漫 低糖低负担	植物基底、0胆固醇、0反式脂肪酸	法式风味 植物基底

资料来源：天猫超市，中国银河证券研究院

05

投资建议

投资建议：把握饮料板块旺季三重催化

- 长期来看：**从新品周期视角，建议关注农夫山泉（未覆盖）、东鹏饮料、香飘飘（未覆盖）、欢乐家。此外，对于低估值+高分红+竞争优势稳固的企业亦可重点关注。
- 短期来看：**5-6月逐渐步入旺季，建议把握旺季三重催化：1）RTD饮料高性价比优势将延续；2）国家气候中心预计5月全国大部分地区气温较常年同期偏高，有望刺激终端动销；3）无糖茶、椰基饮品、运动饮料等细分品类景气向上，终端数据显示下沉市场渗透率提升。个股方面，建议关注东鹏饮料（成长性+确定性）、欢乐家（高性价比+新品铺货）、李子园（新代言人）。

表：饮料公司盈利预测与估值摘要

公司	股价（元）	PE			归母净利润yoy			评级
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
农夫山泉	46	38	35	30	12.9%	16.1%	16.5%	未覆盖
东鹏饮料	220	36	32	25	41.6%	33.9%	26.7%	推荐
香飘飘	19	25	23	18	31.0%	23.4%	25.0%	未覆盖
欢乐家	16	24	21	18	36.9%	17.1%	16.2%	谨慎推荐
李子园	13	23	18	16	7.2%	18.3%	18.8%	推荐
养元饮品	27	18	19	17	-0.5%	22.8%	13.1%	未覆盖
承德露露	9	13	15	13	6.0%	6.9%	10.6%	未覆盖
康师傅控股	9	16	13	12	18.4%	13.0%	8.0%	未覆盖
统一企业中国	6	13	15	13	36.4%	-1.7%	10.4%	未覆盖

资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

备注：未覆盖公司盈利预测取Wind一致预期，股价为2024年5月6日收盘价



风险提示

- 动销不及预期的风险
- 行业竞争加剧的风险
- 新品表现不及预期的风险
- 食品安全风险

分析师承诺与简介



分析师：刘光意

分析师登记编码：S0130522070002

经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、饮料、乳品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。