

# 东鹏饮料（605499）

证券研究报告  
2024年08月26日

## 鹏转九天，乘势而为

### 能量饮料行业领先企业，多年深耕构筑驰名品牌

东鹏饮料成立于1994年，起源于深圳东鹏饮料厂，以生产销售东鹏特饮能量饮料为主导。随着能量饮料快速发展以及红牛纠纷等一系列因素，东鹏饮料实现快速发展，市占率不断提升。2023年总营收/归母净利润为112.63/20.40亿元，同增32.42%/41.60%。

### 差异化+精准定位打造大单品，特饮增长稳定奠定基础

能量饮料市场规模较大，2023年达552.8亿元，14年CAGR为20.23%。行业集中度高，但尚未形成寡头垄断，2023年红牛/东鹏销量市占率为31.0%/24.7%，东鹏通过差异化包装和容量+差异化定价+高性价比路线+渠道高利润，市占率实现快速提升。根据我们测算，预计东鹏特饮规模上限约为200亿元，2023年仅为103亿元，仍有约2倍的提升空间。

### 持续推新打造第二曲线，平台化企业雏形初现

稳固能量饮料基本盘的同时，公司积极布局第二曲线，相继推出电解质水、无糖茶饮、椰汁、鸡尾酒等占位不同场景和渠道。**电解质水**：我国电解质饮料劲势增长，至2022年市场已达27亿元（+50.1%）。其中元气森林/宝矿力/尖叫分别占比47%/24%/17%。公司推出“东鹏补水啦”以性价比优势掘金大蓝海，2026年目标剑指30亿元。**无糖茶饮**：近几年无糖茶饮每年以10%以上增速快速增长，2022年市场规模已达73.8亿元，市场空间发展潜力较大。2023年TOP20SKU中农夫山泉/三得利/元气森林分别占比64%/16%/3%。公司适时推出乌龙上茶，以性价比进军快速增长的市场。随着无糖茶/电解质水放量以及其他新品推出，公司平台化企业雏形初现。

### 全国化进程加快，网点数提升+渠道深耕单点提质

公司深耕广东，随着省外区域加速发展，2023年广东占比逐步下降至33%，全国化程度有望进一步提升。为了适应快速发展，经销商和终端网点数量快速增长，由于公司在广东长期深耕经营，因此单个经销商质量较高，随着其他渠道完善，单个经销商质量有望持续提升。产能方面，加上正在建设的天津基地，共十大生产基地覆盖全国，2023年合计产能335万吨，全国产能的分布式布局进程能有效应对东鹏饮料各类产品在全国日益增长的需求，为多品类战略全面实施的提供有力支撑。

**盈利预测**：我们认为，基本盘：能量饮料景气仍足，东鹏特饮有望保持稳健增长，夯实发展基础盘。第二曲线：随着公司渠道网点完善，新品有望复制成功模式（补水啦）实现快速起量，平台化企业雏形初现。目前公司全国化进程加快，网点数量提升+渠道深耕单点提质，业绩有望稳健向上。我们认为公司增长势能仍存，预计24-26年营收为152/194/245亿元，同增35%/27%/26%；归母净利润为29/37/48亿元，同增40%/30%/28%，对应24-26年PE分别为32X/25X/19X，维持“买入”投资评级。

**风险提示**：食品安全风险；原材料价格波动风险；市场竞争风险；新品推广不及预期；市场扩张不及预期；测算具备一定主观性的风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,505.39	11,262.79	15,228.64	19,362.64	24,485.37
增长率(%)	21.89	32.42	35.21	27.15	26.46
EBITDA(百万元)	2,105.79	2,826.49	3,946.30	5,029.88	6,373.47
归属母公司净利润(百万元)	1,440.52	2,039.77	2,856.19	3,711.34	4,767.31
增长率(%)	20.75	41.60	40.03	29.94	28.45
EPS(元/股)	3.60	5.10	7.14	9.28	11.92
市盈率(P/E)	64.08	45.25	32.32	24.87	19.36
市净率(P/B)	18.23	14.60	11.92	9.62	7.70
市销率(P/S)	10.85	8.20	6.06	4.77	3.77
EV/EBITDA	31.83	23.49	21.41	16.05	12.21

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料乳品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	230.75元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	400.01
A股总市值(百万元)	92,302.31
流通A股市值(百万元)	92,302.31
每股净资产(元)	17.47
资产负债率(%)	55.82
一年内最高/最低(元)	243.13/154.16

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**张潇倩** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524060003  
zhangxiaojian@tfzq.com

**何宇航** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523090002  
heyuhang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《东鹏饮料-公司点评:业绩快速增长,新品势能不减》2024-07-16
- 《东鹏饮料-年报点评报告:全年顺利收官,新品放量增长》2024-04-16
- 《东鹏饮料-公司点评:业绩略超预期,第二曲线加速成型》2024-01-31

## 内容目录

<b>1. 能量饮料行业领先企业，多年深耕构筑驰名品牌</b>	<b>5</b>
1.1. 砥砺前行，国内能量饮料先锋	5
1.2. 红牛纠纷，东鹏趁势崛起	5
1.3. 股权集中，员工持股提升凝聚力	7
1.4. 核心产品表现强劲，业绩高速增长	8
<b>2. 差异化+精准定位打造大单品，特饮增长稳定奠定基础盘</b>	<b>9</b>
2.1. 能量饮料景气仍足，东鹏特饮仍大有可为	9
2.2. 差异化打造大单品，特饮发展空间仍强	11
2.3. 成长空间测算，预计东鹏特饮规模上限约为 200 亿元	13
<b>3. 持续推新打造第二曲线，平台化企业雏形初现</b>	<b>16</b>
3.1. 电解质水东风起，东鹏有望突出重围	16
3.2. 无糖茶饮料，性价比单品优势凸显	18
3.3. 系列新品推出，布局餐饮渠道和酒水市场	20
3.4. 浅析农夫山泉，东鹏迈向平台化企业	21
<b>4. 全国化进程加快，网点数提升+渠道深耕单点提质</b>	<b>26</b>
4.1. 渠道全国化布局，非强势区域增速加快	26
4.2. 产能建设提速，保障增长需求	28
<b>5. 盈利预测</b>	<b>29</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 东鹏饮料发展历程	5
图 2: 华彬红牛和泰国天丝集团纠纷诉讼情况一览	6
图 3: 诉讼纠纷致红牛销售停滞不前，市占率下滑	7
图 4: 东鹏特饮市占率持续快速提升	7
图 5: 东鹏饮料股权结构较为集中	7
图 6: 东鹏饮料 2017-2023 年营业总收入（亿元）及同比增速	8
图 7: 东鹏饮料 2017-2023 年归母净利润（亿元）及同比增速	8
图 8: 东鹏饮料 2017-2023 年毛利率及净利率	9
图 9: 东鹏饮料 2017-2023 年费用率情况	9
图 10: 东鹏饮料 2018-2023 年的杜邦分析	9
图 11: 中国市场 2022 年软饮料各子板块占比	10
图 12: 17-22 年，中国市场能量饮料复合增速位于子板块前列	10
图 13: 中国能量饮料市场规模及增速（亿元）	10
图 14: 2022-2023 中国能量饮料品牌销量市场份额（%）	10
图 15: 红牛系列市场份额持续下降，东鹏特饮稳步提升（%）	10

图 16: 东鹏率先推出 PET 塑料瓶包装 .....	11
图 17: 500ml 金瓶实现放量增长, 营收占比持续提升 .....	12
图 18: 东鹏特饮性价比较高 (元/100ml) .....	12
图 19: 东鹏饮料营销数字化逻辑 .....	13
图 20: 2022 年各国能量饮料人均年消费量 (升/人) .....	13
图 21: 2022 年各国能量饮料零售单价 (美元/升) .....	13
图 22: 公司全国化战略稳步推进 (其他区域收入占比提升) .....	14
图 23: 2023 年各区域营收占比 .....	14
图 24: 2023 年各区域经销商数量及单个经销商营收情况 (万元) .....	15
图 25: 两广地区外经销商数量迅速增加 (家) .....	15
图 26: 中国运动饮料市场规模及增速 .....	16
图 27: 运动饮料人均消费量及 CR3 占比 (升) .....	17
图 28: 中国健身人数及渗透率 (亿) .....	17
图 29: 2021-2022 年中国电解质饮料市场规模及增速 (亿元) .....	17
图 30: 2022 年中国电解质饮料主要品牌市场份额 .....	17
图 31: 2015-2022 年中国茶饮市场规模及增速 (亿元) .....	18
图 32: 中国茶饮分类增速情况 .....	18
图 33: 2017-2027E 年中国无糖茶饮市场规模及增速 (亿元) .....	19
图 34: 2022 年各国无糖茶饮在即饮茶饮中的占比 .....	19
图 35: 2023 年中国无糖茶饮主要品牌市场份额 .....	19
图 36: 2021 年中国无糖饮料市场价格 (元/100mL) .....	19
图 37: 公司推出海岛椰子汁 .....	20
图 38: 椰子汁市场规模达 180 亿 .....	20
图 39: 公司推出“VIVI 鸡尾酒” .....	20
图 40: 2022 年中国低度酒市场规模达 338 亿元 .....	20
图 41: 农夫山泉发展历程 .....	21
图 42: 农夫山泉各品类营收状况 (亿元) .....	23
图 43: 2022 年农夫山泉营收结构 .....	23
图 44: 中国无糖饮料市场规模及增长 .....	24
图 45: 农夫山泉 IP 营销紧跟潮流 .....	25
图 46: 农夫山泉产品包装设计极具艺术 .....	25
图 47: 2017 年-2019 年农夫山泉经销商数量变化 (家) .....	25
图 48: 农夫山泉芝麻店、送水到府小程序等新零售渠道布局 .....	25
图 49: 广东区域收入占比持续下降 .....	26
图 50: 西南/华北区域增长最快 .....	26
图 51: 东鹏经销商数量持续增加 (家) .....	27
图 52: 公司终端网点数量已超 340 万家 (万家) .....	27
图 53: 其他区域平均经销商营收较广东区域仍有较大提升空间 (万元) .....	27
图 54: 2023 年公司产能情况 (万吨) .....	28
图 55: 2023 年主要工厂产能利用率情况 (万吨) .....	28

表 1: 东鹏饮料现任高管直接持股情况 .....	7
表 2: 主要功能饮料成分含量一览 .....	12
表 3: 以海外成熟市场为对标测算东鹏特饮主业上限 (亿元) .....	14
表 4: 各区域销售收入增速拆分 .....	15
表 5: 以单商营收测算东鹏特饮主业上限 (万元) .....	16
表 6: 市面主要电解质水售价情况一览 .....	18
表 7: 市面主要无糖茶售价情况一览 .....	20
表 8: 东鹏产品以性价比为主 .....	21
表 9: 农夫山泉包装水产品矩阵 .....	22
表 10: 农夫山泉饮料产品矩阵 .....	23
表 11: 线上线下全渠道覆盖 .....	26
表 12: 主要采取公司精耕和大流通两种运营模式 .....	27
表 13: 公司在建产能情况 (万元) .....	28
表 14: 盈利预测 .....	29

## 1. 能量饮料行业领先企业，多年深耕构筑驰名品牌

### 1.1. 砥砺前行，国内能量饮料先锋

东鹏饮料成立于 1994 年，起源于深圳市东方有限公司东鹏饮料厂，主营业务为饮料的研发、生产和销售，以东鹏特饮能量饮料为主导，兼售东鹏大咖、东鹏补水啦、包装饮用水等产品。作为全球范围内收入增速最快的能量饮料企业，截至 2023 年，已实现经销商地级市 100%覆盖，终端网点 340 万家。

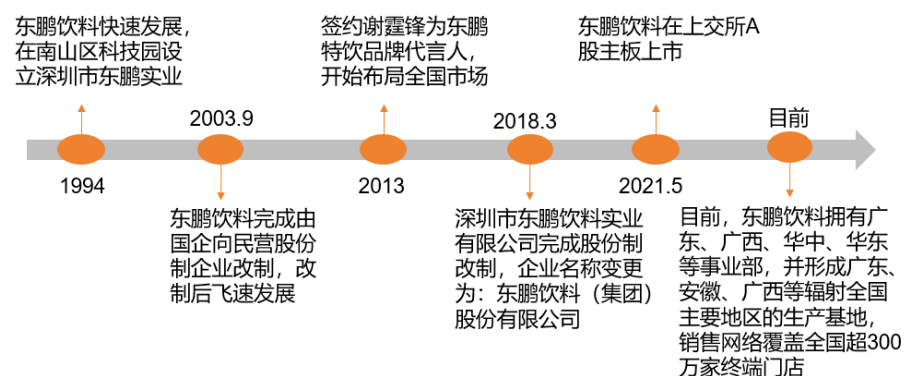
**发展早期（1987-2003 年）：**1987 年，东鹏饮料前身深圳市东方企业有限公司成立，是一家国有老字号饮料生产企业，1994 年，深圳东方公司东鹏饮料厂变更为“东鹏实业”。随 1995 年红牛进入中国正式开启我国能量饮料产业，公司产品东鹏特饮于 1998 年获国家正式保健认证，竞逐能量饮料市场。经 2003 年民营股份制改制后，成立深圳市东鹏饮料实业有限公司。

**起步阶段（2003-2013 年）：**2003 年起，公司依靠菊花茶、冬瓜茶、清凉茶精益求精，扭亏为盈，并瞄准能量饮料市场，打造东鹏特饮，于 2009 年开创了低价实用的能量饮料瓶装时代。公司以广东省起步，以东莞为据点，逐步辐射南方各地。2013 年，东鹏特饮饮用人次突破 9 亿。

**高速发展阶段（2013-2021 年）：**2013 年，公司开始实行全国化战略，签约谢霆锋作为品牌代言人。2015 年，东鹏特饮实施了“品牌年轻化战略”，2016 年就提出了“年轻就要醒着拼”的品牌主张，开启了品牌年轻化战略布局。于 2017 年推出 500ml 大容量版。2018 年，进行股份制改革，更名为东鹏饮料(集团)股份有限公司，并于 2021 年在上交所上市，股票代码 605499.SH，简称“东鹏饮料”。

**多元化发展阶段（2021-至今）：**公司通过广东、广西、华中、华东、华北、西南等事业部，进行全渠道精耕，2021-2023 年，东鹏特饮连续在中国能量饮料市场中销量排名第一、销售额排名第二。

图 1：东鹏饮料发展历程



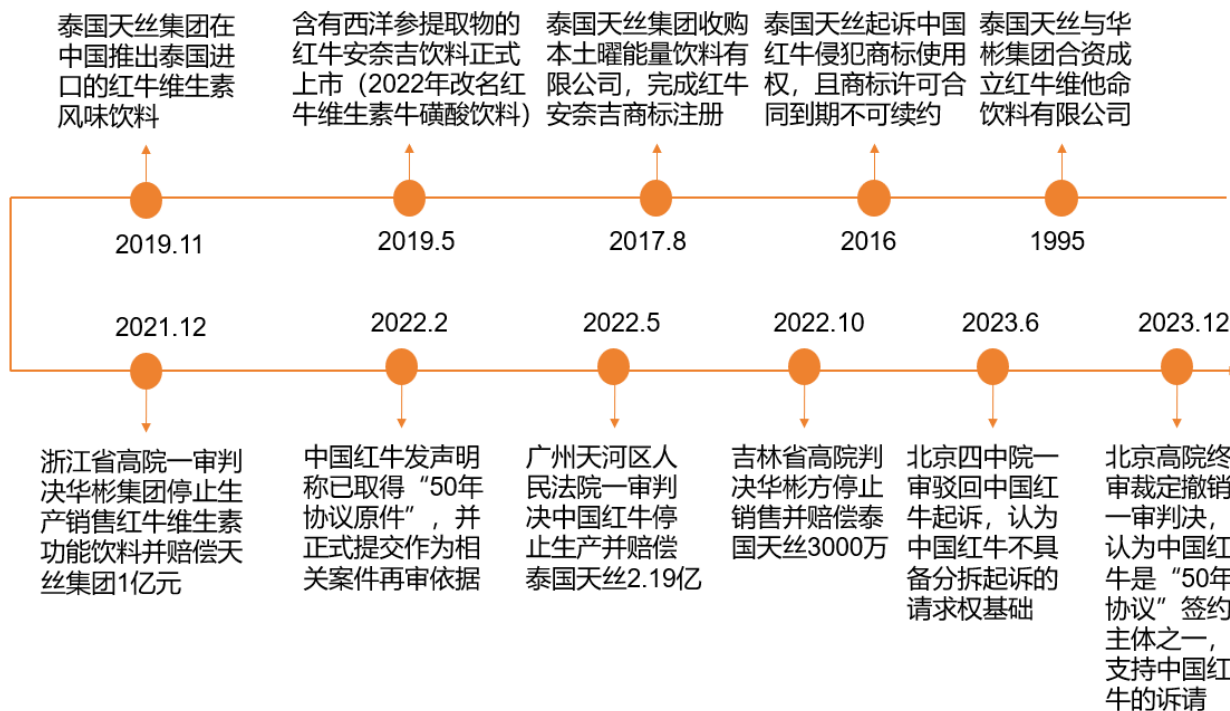
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.2. 红牛纠纷，东鹏趁势崛起

**起源泰国，陷入纠纷。**红牛起源于泰国，1975 年泰籍华人许书标创立天丝制药厂研发出了一种将水、糖、咖啡因、维生素 B 等各种原材料调制而成的“滋补型饮料”，并取名为：红牛。1995 年华彬集团和泰国天丝在中国成立合资公司“红牛维他命饮料有限公司（即：中国红牛）”，解决生产许可、商标注册等问题，将红牛引入中国。通过对配方、品牌形象以及外观设计等本地化改造以及在春晚投入上亿元广告等强势营销方式，打响了红牛品牌

知名度。但在泰国天丝集团创始人许书标去世后，华彬集团与泰国天丝合作开始出现裂痕。2016 年泰国天丝对华彬集团提起商标侵权诉讼，称授权经营期限为 20 年已到期，要求停止使用红牛品牌。华彬集团反驳称，许书标在当年授权给华彬的红牛品牌享有 50 年的独家经营权，注册公司时因规定限制才将经营期限定为 20 年。案件经过多年的诉讼，2023 年北京高院二审法院认为中国红牛是“50 年协议”签约主体之一，并支持中国红牛的诉请。但是我们认为该纠纷不太可能短期解决，可能进入长期拉锯战。

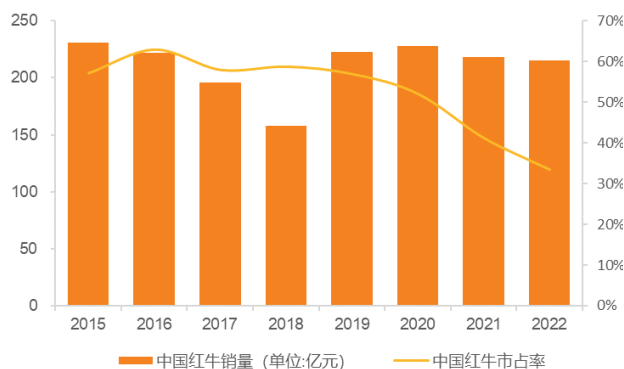
图 2：华彬红牛和泰国天丝集团纠纷诉讼情况一览



资料来源：中国新闻周刊公众号，极光新闻东北网公众号，中国经济周刊公众号，品牌头条公众号，食品饮料创新研究，四川省法治与社会治理研究会公众号，深圳商报公众号，云南法制报公众号，知因探法公众号，知产财经公众号，国是直通车公众号，食品伙伴网，启阳路4号，天风证券研究所

纠纷致红牛在中国销售停滞不前，东鹏等其他能量饮料快速崛起。红牛的纠纷案导致红牛自身品牌力受损，并影响其在中国的销售。2015 年中国红牛销售额便达到 230.7 亿元，诉讼开始后销售额经历了滑坡，并至今未回到 15 年高点；红牛市占率也从 2015 年的 57.20% 降至 2022 年的 33.40%。与此同时，红牛的纠纷给了以东鹏饮料为首的其他能量饮料品牌追赶的机会，在国内功能饮料快速发展时期，东鹏饮料抓住行业红利实现了快速增长，市占率从 2011 年的 3.9% 增至 2021 年的 16.7%。

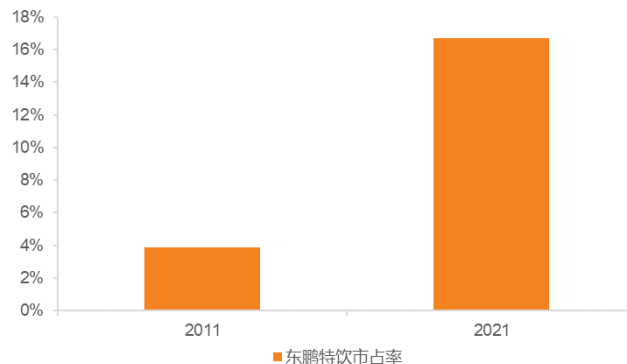
图 3：诉讼纠纷致红牛销售停滞不前，市占率下滑



资料来源：21 世纪经济报道，成长企业常识公众号，前瞻经济学人，红牛公众号，雷达财经，东四十条资本公众号，观察者网公众号，中国经营网等，天风证券研究所

注：由于数据来源于不同渠道，数据口径或存差异，仅以表示趋势

图 4：东鹏特饮市占率持续快速提升



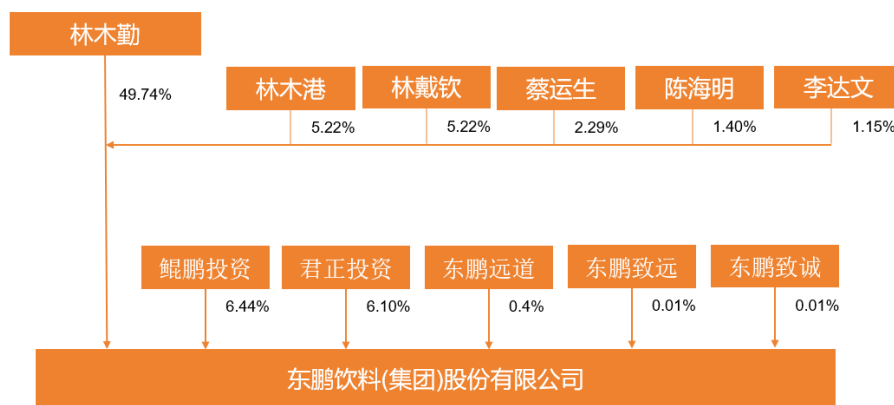
资料来源：首席品牌观察公众号，天风证券研究所

注：由于数据来源于不同渠道，数据口径或存差异，仅以表示趋势

### 1.3. 股权集中，员工持股提升凝聚力

公司股权较为集中，激励良好。东鹏饮料实际控制人林木勤直接持有公司 49.74%的股份，并通过鲲鹏投资及三大员工持股平台间接持股，合计持有 50.46%的股份。公司通过员工持股的方式实施股权激励，建立员工、股东与公司共同发展的长效机制。东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚为三大员工持股平台，截至 2024 年 3 月 31 日，员工持股平台共计持股 0.42%。

图 5：东鹏饮料股权结构较为集中



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：截至 2024 年 3 月 31 日

公司薪酬较高，管理层积极性高。公司建立了相应董事及高管考核和薪酬管理制度，综合考虑岗位绩效评价和公司业绩进行薪酬分配，主要高管薪酬较高，且持有公司股份。其中董事长林木勤，副总裁卢义富 2023 年年薪高达 500 万以上。

表 1：东鹏饮料现任高管直接持股情况

姓名	职位	性别	年龄	股权/%	2023 年度从公司获得的税前报酬总额 (万元)
林木勤	董事长、总裁	男	60	49.7%	566.77

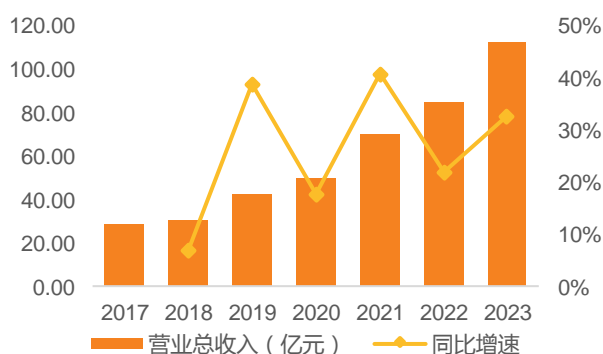
林木港	董事、执行总裁	男	54	5.22%	507.88
蒋薇薇	副总裁	女	44	0.09%	573.36
卢义富	副总裁	男	52	0.10%	663.24
张磊	董事,副总裁,董事会秘书	男	47	0.00%	23.86
彭得新	财务总监	男	48	0.56%	143.38
合计		/	/	55.7%	2,478.49

资料来源: Wind, 天风证券研究所, 注: 数据截至 2023 年报

#### 1.4. 核心产品表现强劲，业绩高速增长

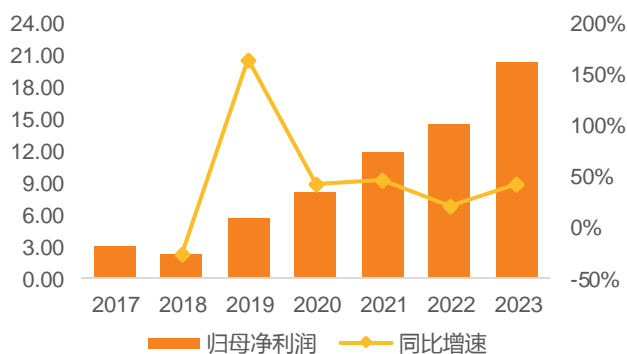
**核心业务表现强劲，业绩高速增长。**东鹏饮料营业总收入从 2017 年 28.44 亿元增至 2023 年 112.63 亿元，6 年 CAGR 达 25.78%。归母净利润从 2017 年 2.96 亿元增至 2023 年 20.40 亿元，6 年 CAGR 达 37.95%。东鹏特饮系列能量饮料始终为公司核心产品，营收占比约 92%。2019 年，因 500ml 大容量金瓶特饮销量突出，带动收入快速增长。2023 年，500ml 金瓶特饮已跃居国内饮料单品销售额排行榜第三位，竞争优势强大。24Q1 实现营收和归母净利润分别为 34.82/6.64 亿元（同比+39.80%/+33.51%）。

图 6：东鹏饮料 2017-2023 年营业总收入（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7：东鹏饮料 2017-2023 年归母净利润（亿元）及同比增速

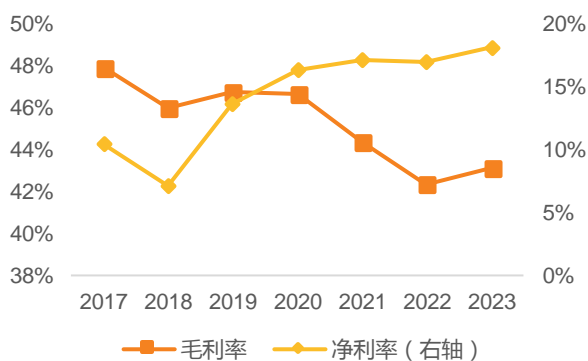


资料来源: Wind, 天风证券研究所

**公司利率、费用管理水平稳定，逐步优化。**毛利率整体下降、净利率整体上升。毛利率方面，能量饮料毛利率较高，在 40% 以上，非能量饮料和包装饮用水毛利率较低，呈上升趋势。2017-2023 年毛利率从 47.92% 略降至 43.07%，主要系大宗原材料聚酯切片和白砂糖采购单价上升所致。净利率从 2017 年的 10.41% 增长至 2023 年的 18.11%，主要系销售费用率有所下降所致。从费用情况来看，公司管理费用率与财务费用率较为稳定，销售费用率从 2017 年的 29.02% 下降至了 2023 年的 17.36%。2018 年，广告宣传费用较高，为 4.82 亿元，主要系相继赞助了中超联赛、俄罗斯世界杯等多个足球赛事。此后随东鹏品牌知名度的提高与疫情影响，宣传费用有所下降，带动销售费用率下降。2022 年，由于赞助了卡塔尔世界杯和王者荣耀赛事，广告宣传费用同比增长 3.43%，但同年总营收同比增速 21.89%，销售费用率整体仍为下降。2023 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 17.36%/3.76%/0.02%。

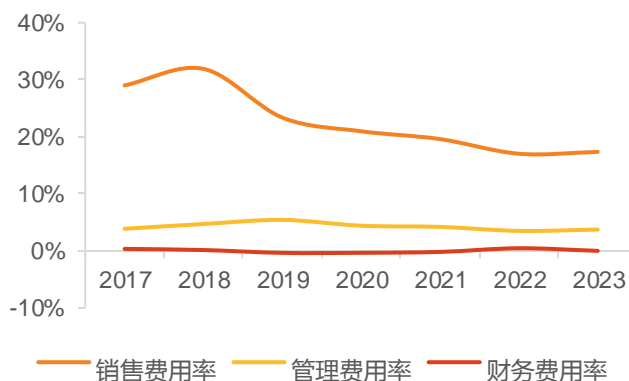


图 8：东鹏饮料 2017-2023 年毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

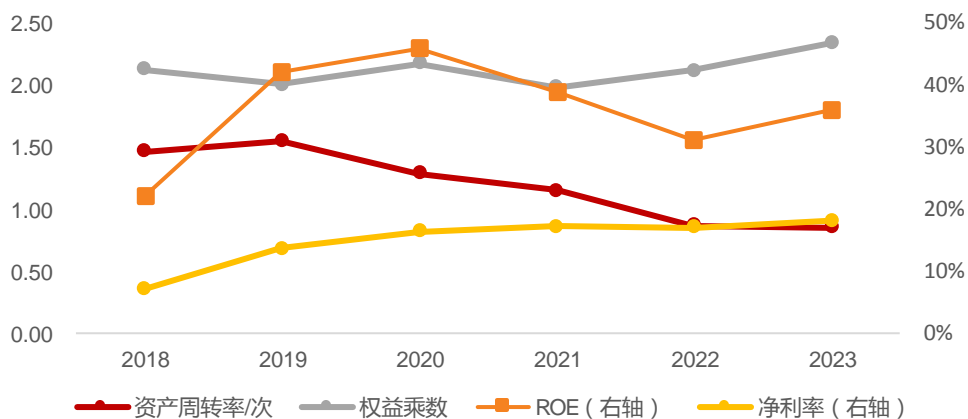
图 9：东鹏饮料 2017-2023 年费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 ROE 整体较为波动，2023 年为 35.82%。ROE 受净利率影响较大，与净利率走势基本一致。继 2019、2020 年 500ml 金瓶特饮销量走高并产生规模效应降本增效后，21、22 年 ROE 水平有所回降。通过杜邦分析拆分，权益乘数 2017-2023 年保持在 1.98-2.33 区间，总资产周转率从 2019 年的 1.54 连降至 2023 年的 0.85。

图 10：东鹏饮料 2018-2023 年的杜邦分析



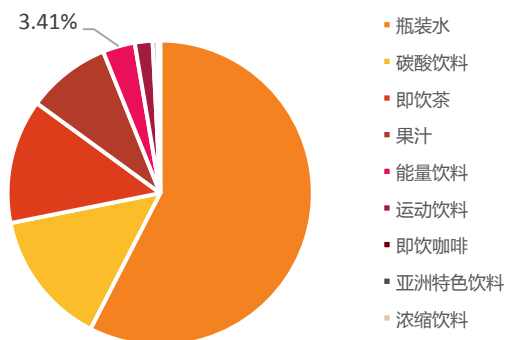
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 差异化+精准定位打造大单品，特饮增长稳定奠定基础

### 2.1. 能量饮料景气仍足，东鹏特饮仍大有可为

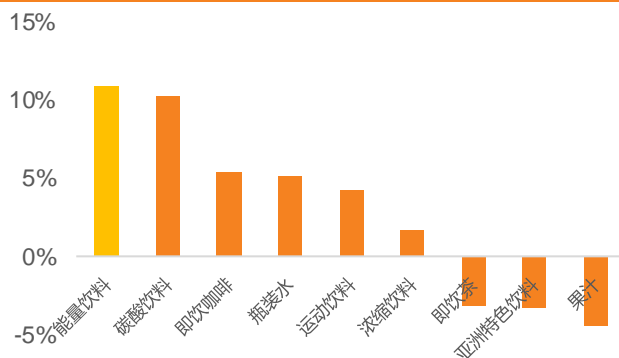
**能量饮料市场规模较大，增长稳健。**近几年我国软饮料行业增速放缓，趋于稳定，能量饮料行业起步虽较晚，但增长迅速，我们认为未来成长空间或广阔。2009 年，我国能量饮料市场规模为 41.9 亿元，经过十余年的发展，截至 2023 年已达 552.8 亿元，翻了近 13 倍，CAGR 为 20.23%。2022 年能量饮料规模在软饮料行业中占比 3.41%，位居第五。2017-2022 年能量饮料 CAGR 达 10.9%，居软饮料子版块之首，远高于其他版块。我们认为未来能量饮料有望继续保持高增速，作为软饮料中的潜力赛道，或将持续抢占其他子版块份额。

图 11：中国市场 2022 年软饮料各子板块占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 12：17-22 年，中国市场能量饮料复合增速位于子板块前列



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

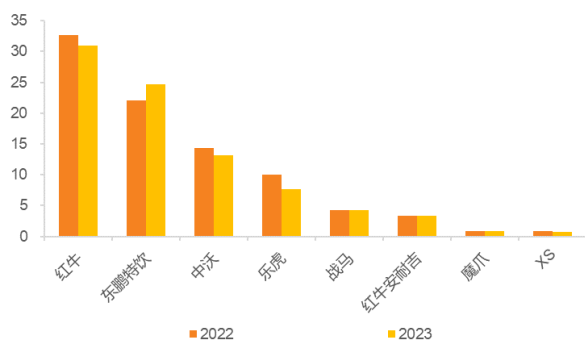
图 13：中国能量饮料市场规模及增速（亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

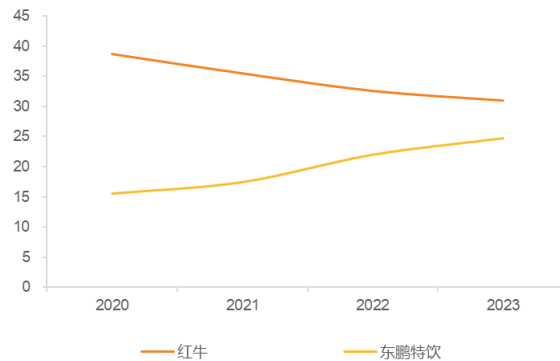
我国能量饮料市场集中度高，但尚未形成寡头垄断。我国能量饮料行业整体集中度高，按销量计算 2022/2023 年的 CR5 为 83.1/80.9%。截至 2023 年，销量市占率最高的为红牛，为 31.0%。但由于红牛商标权之争尚未结束，增长受限，给与了其他企业更大发展空间。其中以东鹏特饮的增长最为明显，从 2020 年的 15.6% 增长至 2023 年 24.7%，与红牛、中沃、乐虎等竞品相比增速显著，有望打破现有市场格局。

图 14：2022-2023 中国能量饮料品牌销量市场份额 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 15：红牛系列市场份额持续下降，东鹏特饮稳步提升 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

## 2.2. 差异化打造大单品，特饮发展空间仍强

**差异化包装和容量，满足不同消费需求。**2009 年公司首创 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，250ml 金瓶特饮也成为了公司高辨识度的经典产品。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。2017 年下半年，公司推出 500ml 金瓶，在华东、华北、西南等区域先行推广；2018 年，500ml 金瓶逐步在全国范围内上市，并于下半年登陆广东区域市场，迅速获得了消费者青睐。500ml 金瓶的推出，成功填补了市场主要品牌在大容量能量饮料品类的缺口，满足了消费者对于大容量产品的差异化需求。

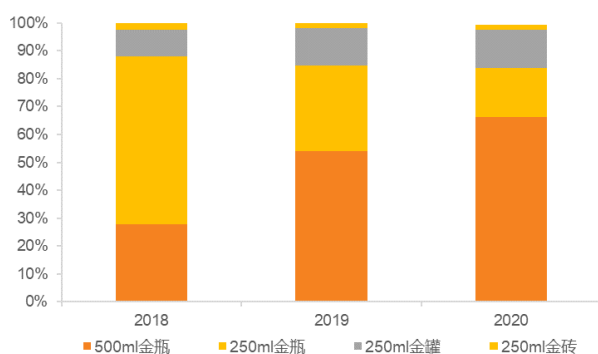
图 16：东鹏率先推出 PET 塑料瓶包装

						
红牛250ml	红牛250ml	东鹏250ml	东鹏特饮 250ml	乐虎380ml	东鹏特饮 500ml	战马400ml

资料来源：淘宝网，天风证券研究所

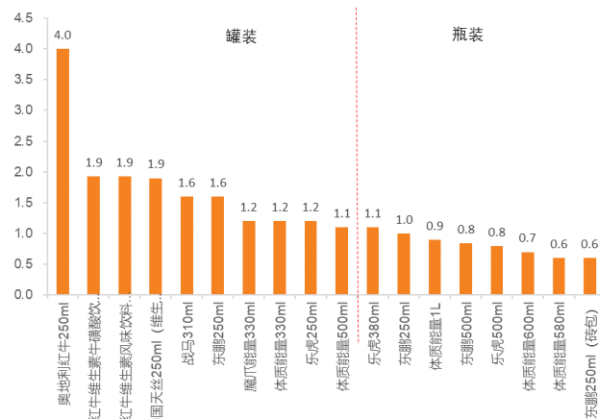
**差异化定价，价格带向下兼容。**公司推出 5 元/瓶的 500ml 大容量金瓶后，由于终端零售指导价格相较其他品类单位容量的价格更低，性价比更高，销量迅速增长，500ml 金瓶也迅速成为公司营收占比最高的单品。公司形成了 250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐、500ml 金瓶，终端零售指导价格 2 元/盒、3 元/瓶、4 元/罐和 5 元/瓶的产品梯队，满足市场的多样化需求。

图 17：500ml 金瓶实现放量增长，营收占比持续提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：东鹏特饮性价比比较高 (元/100ml)



资料来源：淘宝，天猫，京东，天风证券研究所

注：价格数据或因时间变化或折扣等有少许波动，此表仅表示趋势性

**高性价比路线，产品具备较强吸引力。**公司形成 250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐、500ml 金瓶，终端零售指导价格 2 元/盒、3 元/瓶、4 元/罐和 5 元/瓶的产品梯队，500ml 金瓶终端零售价仅 5 元，与之对应的 250ml 罐装红牛终端零售价 6 元，根据淘宝和京东商城数据，东鹏特饮金瓶每 100ml 仅 0.84 元，最便宜的红牛牛磺酸饮料则需 1.93 元/100ml。从配料表成分看，东鹏特饮与红牛成分和含量比较接近，特别是针对提神方面的咖啡因和牛磺酸，东鹏和主要市面上的红牛比较接近，高性价比路线使得公司产品具有较强吸引力。

表 2：主要功能饮料成分含量一览

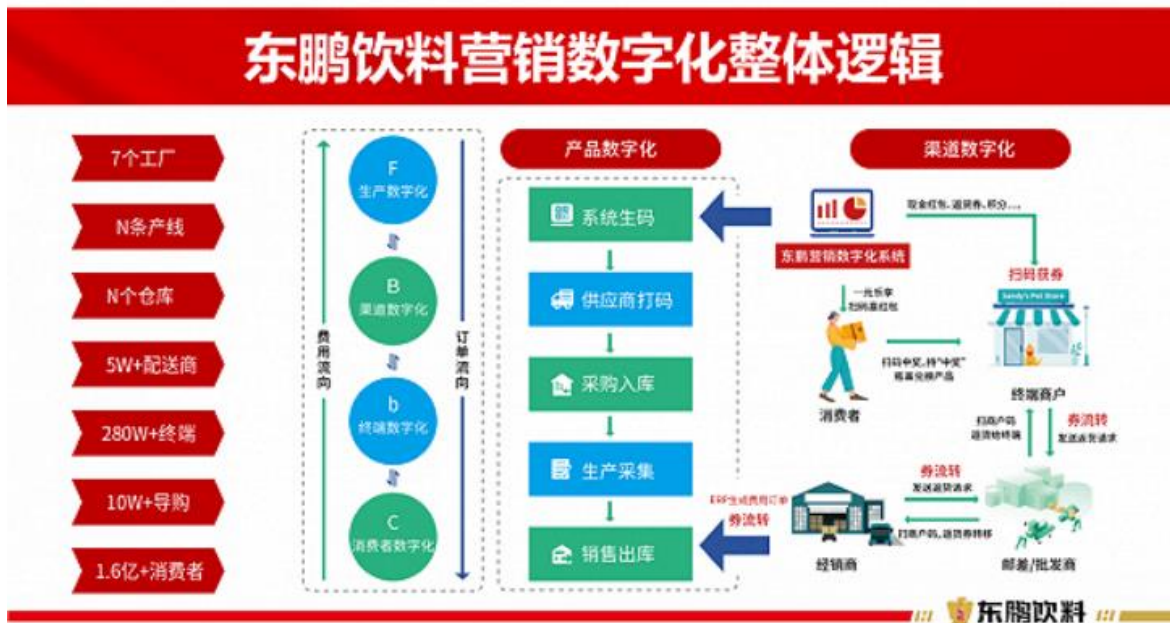
产品 (每 100ml)	牛磺酸 (mg)	咖啡因 (mg)	赖氨酸 (mg)	肌醇 (mg)	烟酰胺/维生素 PP (mg)	维生素 B6 (mg)	维生素 B12 (μg)	价格/100ml (元)
东鹏特饮 500ml	50	20	20	20	4.00	0.40	1.20	0.84
红牛维生素风味饮料	55			9	1.70	0.15	0.17	1.93
红牛牛磺酸饮料	150	15		8	3.00	0.35		1.93
奥地利红牛	320	16		16	3.20	0.32	3.20	4.00
乐虎 380ml	180	12	43	9	6.50	0.60	1.50	1.05
体质能量 580ml	60					0.10	100	0.61
XS	152	32			4.40	0.44	0.32	5.00
战马 400ml 瓶装	40				1.50	0.10	0.06	1.15
魔爪	50				1.55	0.13	0.13	1.24

资料来源：淘宝，京东，天风证券研究所

注：价格数据或因时间变化或折扣等有少许波动，此表仅表示趋势性；红牛因为有几种不同类型包装和规格，价格亦有差异

**数字化营销，渠道利润足、推力强。**2015 年，东鹏推出一物一码，对旗下的所有产品进行精细化管理。每一个瓶盖有专用二维码，每一箱产品都有对应的外箱码和内箱码，搬运中箱子堆成的垛也有垛码（关联箱码）。公司建立了产品管理系统，产品出库、入库、发货、多级运输到达经销商的全过程都扫码登记，打通渠道链路。2016 年公司推出二维码微信现金红包，2018 年推出一元乐享的换购。消费者凭有奖盖到门店可 1 元加购一瓶东鹏特饮，门店可以获得用户的 1 元换购金和品牌奖励的 1.58 元现金红包+返货券。30%的中奖概率，让门店总体的终端毛利达到 46%，大大提升了产品流通速度、上架率。基于一物一码，东鹏以连接 C 开始，影响小 b，解决动销，连接小 b，推动大 B（渠道商），进而构建起营销数字化体系。

图 19：东鹏饮料营销数字化逻辑



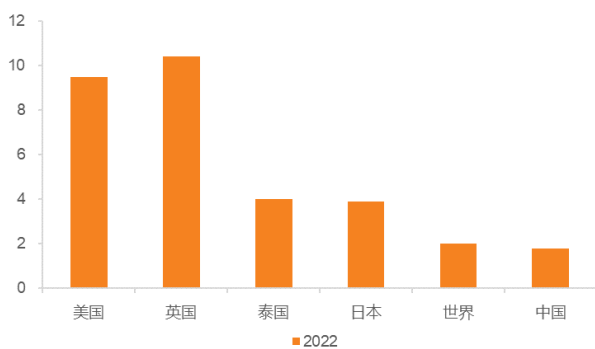
资料来源：亿掌云公众号，天风证券研究所

### 2.3. 成长空间测算，预计东鹏特饮规模上限约为 200 亿元

针对公司主业上限问题，我们选择海外成熟市场、国内强势区域作为参照，推广至国内尚不饱和的市场进行推算，最终互为验证。

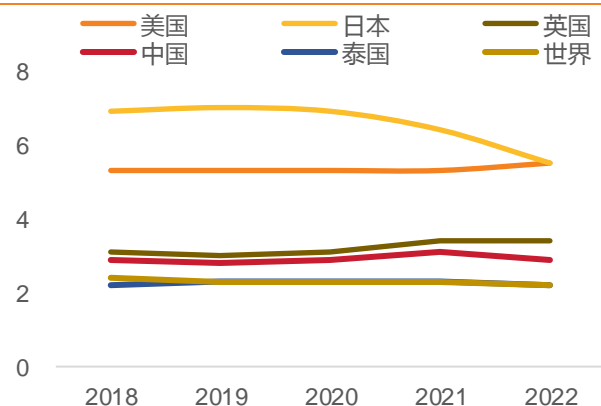
**方法一：参考海外成熟市场，进行量价测算。**以海外成熟市场为参照，国内能量饮料仍有很大增长空间。2022 年，我国人均能量饮料饮用量 1.8 升，与世界平均水平相当，但远低于美国，同年美国人均饮用量 9.5 升，日本 3.9 升，还有很大增长空间。从零售单价来看，2022 年中国零售单价为 2.9 美元/升，相比美国 5.5 美元/升、日本 5.5 美元/升。考虑到我国功能性饮料尚处于高速发展阶段，同时核心消费群体为蓝领、司机等价格敏感人群，我们预计单价短期内难有较大抬升，因此我们认为我国能量饮料规模增长以量增为主。

图 20：2022 年各国能量饮料人均年消费量（升/人）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 21：2022 年各国能量饮料零售单价（美元/升）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

对标泰国市场，人均消费量有翻倍空间，进一步渗透蓝领基本盘。日本、泰国与我国同为

亚洲国家，泰国的国情与我国更为相近，均为发展中国家且人口众多蓝领阶层基数大，故选择泰国作为海外对标市场。在此基础上，将东鹏营收增长拆分为行业整体增长和公司份额增长两部分。

**行业整体增长：**若我国人均消费增至 22 年泰国水平 4 升，增幅约 122%，单价不变前提下，国内能量饮料行业增幅约为 120%。考虑到未来泰国能量饮料行业的潜在增长，预计测算行业最大增幅或将超过 120%。

**公司份额增长：**2023 年东鹏占能量饮料市场销售份额的 30.94%，22 年至 23 年扩张约 4pcts，我们预计在未来数年内该趋势有望持续。若公司维持现有市场份额不变，则行业增幅达 100% 时，主营业收入超 200 亿。

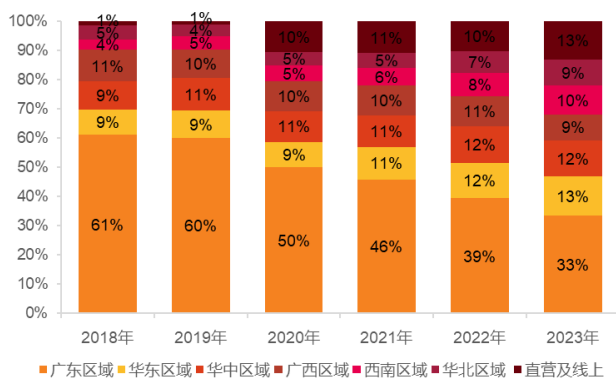
表 3：以海外成熟市场为对标测算东鹏特饮主业上限（亿元）

主营业收入（亿元）		国内能量饮料量增幅				
		20%	40%	60%	80%	100%
东鹏份额	31%	124.03	144.70	165.38	186.05	206.72
	33%	132.03	154.04	176.05	198.05	220.06
	38%	152.04	177.38	202.72	228.06	253.40
	42%	168.04	196.05	224.06	252.07	280.07
	48%	192.05	224.06	256.07	288.07	320.08

资料来源：公司公告，尼尔森数据，天风证券研究所

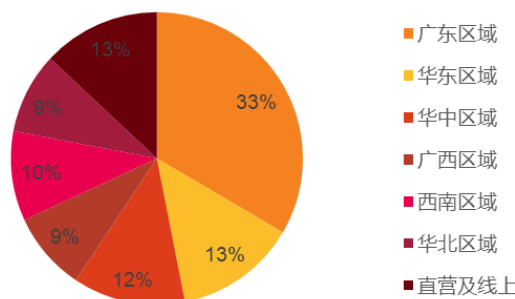
**方法二：以广东区域单商营收为基准，测算主业上限。**东鹏特饮从广东起家，两广地区一直是公司的强势市场，随着全国化战略稳步推进，我们预计未来区域格局或将进一步优化。广东区域占比从 2018 年的 61% 跌至 2023 年的 33%，且近 2 年广东区域增速放缓，市场趋于饱和。与此同时，华东、华中、西南等其他区域占比持续提升，近 2 年华东、华中区域均实现超 30% 的增长；西南、华北市场由于起步晚、基数低，已连续实现高双位数增长。未来随着浙鹏、湘鹏相继投产，华东、华中市场的发展态势有望持续。天津生产基地的规划与推进，也进一步印证了公司开拓北方市场的决心。广东省外其他区域已经成为公司新的增长点，未来弱势市场有望释放更多势能。

图 22：公司全国化战略稳步推进（其他区域收入占比提升）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：2023 年各区域营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：各区域销售收入增速拆分

区域	营业收入（万元）			YoY%		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
广东区域	319,907	335,380	376,095	30%	5%	12%
华东区域	77,166	102,167	151,632	79%	32%	48%
华中区域	75,313	105,395	140,010	44%	40%	33%
广西区域	70,565	89,495	98,283	40%	27%	10%
西南区域	43,174	67,708	111,522	65%	57%	65%
华北区域	33,946	61,254	100,965	45%	80%	65%
直营及线上	76,313	87,734	146,541	48%	15%	67%
合计	696,385	849,133	1,125,048	41%	22%	32%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从各区域经销商数量及单个经销商营收情况拆分，若未来经销商数量达 4000 家，华东/华中/直营及线上单商销售收入提升至广东区域的 40%，广西单商销售收入提升至广东区域的 59%，西南/华北单商销售收入提升至广东区域的 30%，东鹏能量饮料规模有望突破 200 亿元。

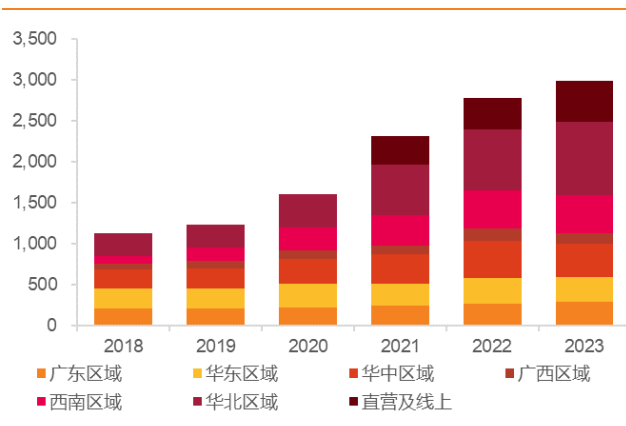
**经销商数量：**现阶段，公司广东省外的经销商仍处于高速成长阶段。2023 年公司经销商净增加 202 家，其中广东地区仅占 23 家，截至 2023 年底有经销商总量 2981 家。参考同行业渠道建设成熟的企业，农夫山泉经销商约 4500 家，娃哈哈经销商超 8000 家。当前两广地区渠道建设基本成熟，华东、华中处于第二梯队，西南、华北仍有很大拓展潜力，保守/中立/乐观假设未来经销商数量增至 3500/4000/4500 名。

图 24：2023 年各区域经销商数量及单个经销商营收情况（万元）

区域名称	经销商数	营收	单商营收	占广东单商营收比
广东区域	288	376,095	1,306	100%
华东区域	299	151,632	507	39%
华中区域	409	140,010	342	26%
广西区域	132	98,283	745	57%
西南区域	458	111,522	243	19%
华北区域	899	100,965	112	9%
直营线上	496	146,541	295	23%
合计	2,981	1,125,048	377	29%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：两广地区外经销商数量迅速增加（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**单商营收：**广东地区 2021-2023 年单商营收 1285/1266/1306 万元，增势显著放缓，综合考虑 22 年受疫情影响，假定未来广东单商营收维持在 1300 万元保持不变。2023 年除广东区域外单商平均营收 278 万元，仅占广东单商营收的 21.3%，仍有很大提升空间。由于广东区域经销商数量增速放缓（2018-2023 年 CAGR 为 6.42%），我们假设当东鹏经销商增至 3500/4000/4500 时，广东区域经销商数量分别较 23 年增 5%/10%/15%，除去广东经销商，其余区域经销商增速分别为 19%/37%/55%，以此为依据计算出其他区域经销商数量（对应经销商总数 3500/4000/4500）。综合考虑人口密度、经济发展状况等因素，我们预计华东、华中区域上限高于西南、华北区域。保守/中立/乐观假设华东及华中区域单商营收增长至广东区域的 35%/40%/45%；西南及华北区域单商营收增长至广东区域的 25%/30%/35%；广西区域单商营收分别增长至广东区域的 58%/59%/60%，则对应的主业上限为 174/214/263 亿

元。若按照中立估计东鹏经销商增至 4000 家，则对应主业上限为 214 亿元（超过 200 亿元）。

表 5：以单商营收测算东鹏特饮主业上限（万元）

区域	保守				中立				乐观			
	数量	单产	占比	营收	数量	单产	占比	营收	数量	单产	占比	营收
广东区域	302	1,300	100%	393,120	317	1275	100%	403,920	331	1275	100%	422,280
广西区域	355	754	58%	267,689	409	752	59%	307,626	463	765	60%	354,085
华东区域	486	455	35%	220,964	559	510	40%	285,287	633	574	45%	363,263
华中区域	157	455	35%	71,314	181	510	40%	92,073	204	574	45%	117,239
西南区域	544	325	25%	176,741	626	383	30%	239,599	709	446	35%	316,387
华北区域	1,067	325	25%	346,921	1230	383	30%	470,306	1392	446	35%	621,030
直营线上	589	455	35%	267,967	678	510	40%	345,972	768	574	45%	440,534
合计	3500			1,744,716	4000			2,144,783	4500			2,634,817

资料来源：公司公告，天风证券研究所

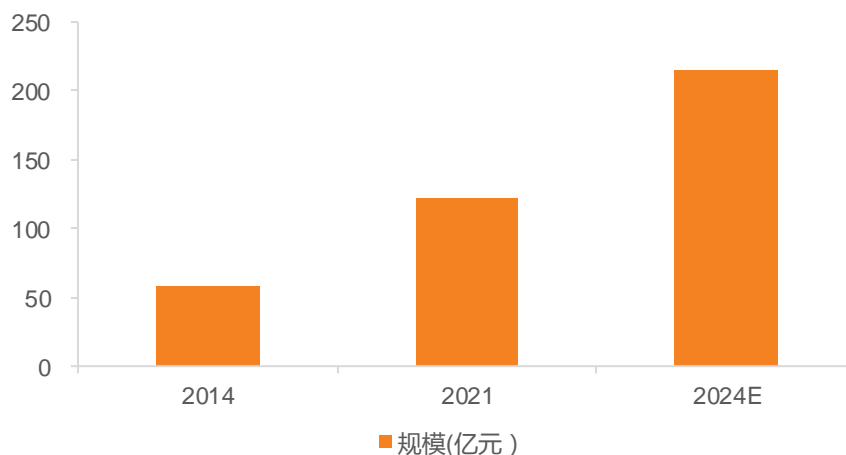
通过以上两种测算方法，我们认为东鹏销售规模上限约为 200 亿元，较 2023 年底或有 2 倍左右提升空间，且伴随消费群体、场景的持续扩展，以及海外市场的探索，未来或有更多增长空间。

### 3. 持续推新打造第二曲线，平台化企业雏形初现

#### 3.1. 电解质水东风起，东鹏有望突出重围

我国运动饮料发展较快，市场规模较大。我国运动饮料市场规模从 2014 年 58.9 亿元增至 2021 年 121.8 亿元，7 年 CAGR 为 10.94%，预计 2024 年将达到 215.82 元。其中 2020 年受新冠疫情影响，居民外出运动量大幅减少，运动饮料市场需求也随之下降。我们认为随着疫情影响减弱，市场规模有望进一步扩大。

图 26：中国运动饮料市场规模及增速

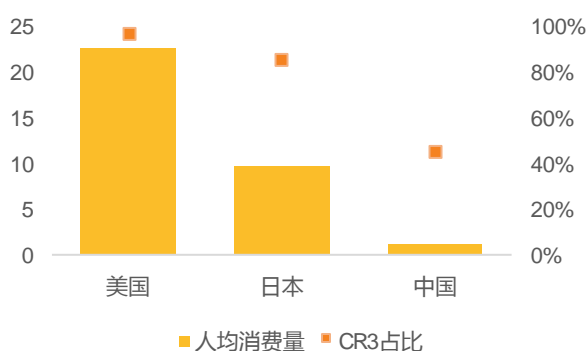


资料来源：艾媒咨询，前瞻经济学人，天风证券研究所



**我国运动饮料市场对标美日差距大，全民健身助力市场发展。**美国运动饮料市场较为成熟，2022年CR3高达97.2%，已形成了巨头企业，国民教育良好，人均消费量达22.7升；日本次之，CR3达85.9%，人均消费量为9.7升。我国运动饮料市场在人均消费量及规模企业的发展上均有广阔发展机会，2021年CR3为45.7%，市场集中度相对较低，非头部企业机会较大，21年人均消费量仅1.2升，对比美国22年人均消费量仅为5.3%；对比美/日，我国运动饮料不论是人均消费还是集中度仍有较大提升空间。运动饮料是健身人群补充营养的重要渠道，2022年，我国健身人数3.74亿人，健身渗透率26.5%，即使远低于美国的47.8%，也以绝对人数成为全球健身人群最多的国家。随着健身人数增加、渗透率上升，国民消费习惯有望被进一步培养，促进运动饮料市场进一步扩大。

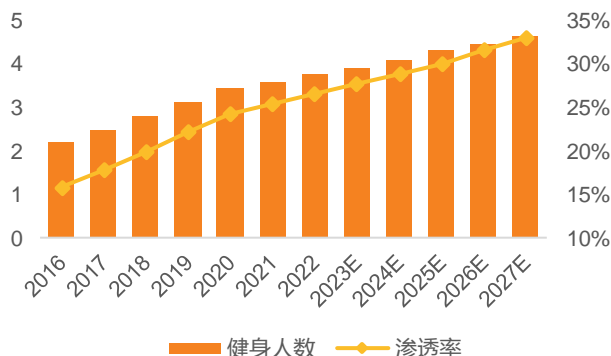
图 27：运动饮料人均消费量及 CR3 占比（升）



资料来源：欧睿国际，弘则研究，前瞻产业研究院，食品配方创新公众号，天风证券研究所

注：美/日为 2022 年数据，中国为 2021 年数据

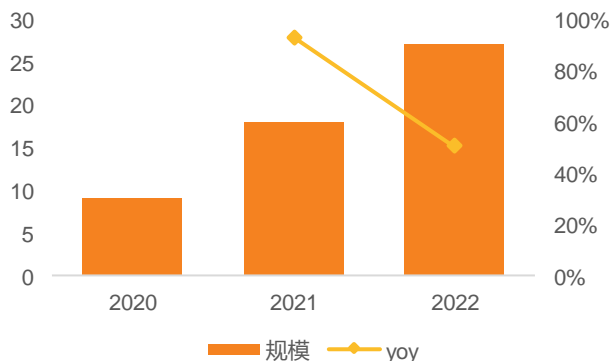
图 28：中国健身人数及渗透率（亿）



资料来源：KEEP 招股说明书，天风证券研究所

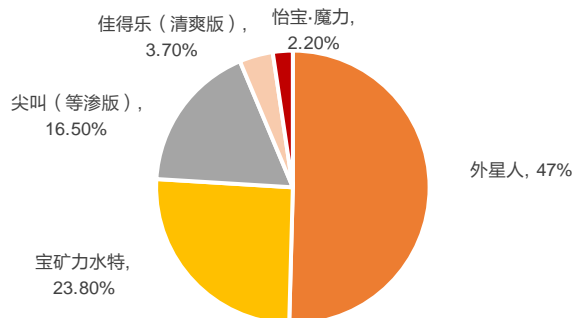
**电解质饮料市场增速明显，下沉市场亟待开发。**运动饮料旨在帮助人们在体育运动或剧烈身体活动期间补充水分、电解质和能量。而电解质水则是含有电解质的饮料，不包含其他成分。疫情期间，公众健康意识大幅提升，电解质饮料广受欢迎。2020-2022年，我国电解质饮料劲势增长，至2022年，市场已达27亿元，同比增速50.1%。其中元气森林2021年初推出的外星人以100.3%的增速迅速抢占市场份额，2022年市占率达47.0%。尖叫（等渗版）以16.5%的市场份额及31.9%的同比增速紧随其后。外星人定价在6~7元/500mL，价位较高，主攻一、二线城市，因此我们认为下沉市场还有较为广阔的发展空间。

图 29：2021-2022 年中国电解质饮料市场规模及增速（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 30：2022 年中国电解质饮料主要品牌市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**适时推出“补水啦”，掘金大蓝海。**2023年初东鹏饮料正式推出电解质水品牌“东鹏补水啦”，有555ml和1L装两种规格，每升含有电解质 $\geq 400\text{mg}$ 。补水啦容量规格多于常规品牌的500ml，终端零售价为4.5元并且享有“一元乐享”活动，而运动盖宝矿力水特和外星人电解质水均为6元，普通宝矿力零售价5元，较高的性价比使得补水啦产品从一众品牌中脱颖而出。趁着电解质水发展东风，东鹏补水啦快速发展，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，销量已破亿。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。

表 6：市面主要电解质水售价情况一览

品牌	产品	规格	终端零售价	网上均价(元/100ml)
东鹏饮料	补水啦	555ml	4.5	0.64
宝矿力	宝矿力水特	500ml	5-6	1.32
元气森林	外星人	500ml	6	0.97
统一	海之言	500ml	4	0.80

资料来源：淘宝，食品板公众号，每天八点半公众号，天风证券研究所

注：价格数据或因时间变化或折扣等有少许波动

### 3.2. 无糖茶饮料，性价比单品优势凸显

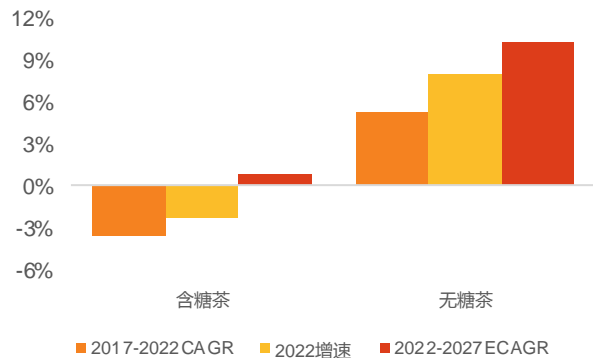
**我国茶饮市场体量庞大，内部结构性转向无糖茶。**作为我国仅次于碳酸饮料和纯净水的第三大饮料类，根据红餐大数据，2015年茶饮市场规模已达422亿元，经2019年破千亿后，增势不减，2022年，茶饮市场规模1423亿元，2019-2022年CAGR为10.21%。整体增长的同时，无糖替代有糖渐兴。2017-2022年，含糖茶持续负增；无糖茶则保持正向发展，CAGR为5.30%。根据亿欧智库预计2022-2027年无糖茶CAGR有望达10.20%。

图 31：2015-2022 年中国茶饮市场规模及增速（亿元）



资料来源：HUI 成长社公众号，红餐大数据，天风证券研究所

图 32：中国茶饮分类增速情况

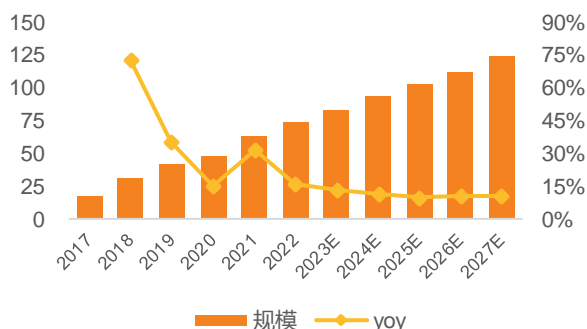


资料来源：新浪科技，亿欧智库，欧睿国际，天风证券研究所

注：因数据来源和口径不同，图中信息仅作为趋势性数据参考

**无糖茶饮市场规模高速增长，对标亚太发展潜力突出。**2017-2022年，无糖茶饮以每年高于10%的增速快速增长，至2022年，市场规模已达73.8亿元。预计2022-2027年，该趋势仍将持续，至2025年，可达百亿以上。亚太地区茶饮文化浓厚，为无糖茶饮销售主区，2022年该地区无糖茶饮销售占比全球71.8%。以其中的韩/日为例，无糖茶饮已占即饮茶市场的96.1%/85.2%，远高于中国的7.7%，因此我们认为中国无糖茶饮市场仍有较大发展空间。

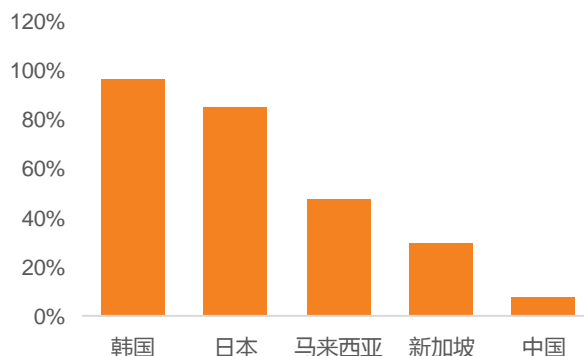
图 33：2017-2027E 年中国无糖茶饮市场规模及增速（亿元）



资料来源：新浪科技，亿欧智库，魔镜市场情报，天风证券研究所

注：因数据来源和口径不同，图中信息仅作为趋势性数据参考

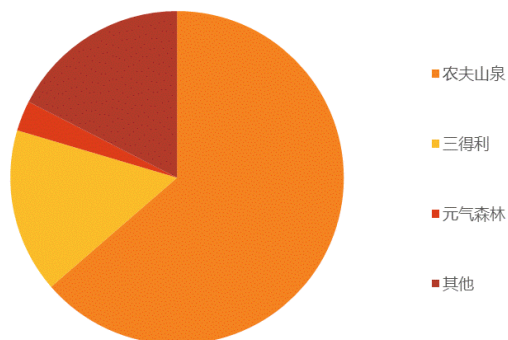
图 34：2022 年各国无糖茶饮在即饮茶饮中的占比



资料来源：新浪科技，亿欧智库，欧睿国际，天风证券研究所

**无糖茶饮寡头突出，或有望发展多强。**2023 年，我国无糖茶饮市场以农夫山泉为主导，在 TOP20SKU 中，农夫山泉占比 63.6%，三得利次之，占比 16.0%。从产品产销特点来看，无糖茶饮呈现出售价低的特征。2021 年，无糖茶饮每 100mL 平均售价仅 1.23 元，为无糖饮料系列最低。从农夫山泉来看，其主导产品东方树叶研发早，随 2016 年，零糖零卡观念普及，迅速抢占市场。国内大型饮料企业如统一、康师傅、东鹏等有望复刻农夫山泉路径，打破初始资金、技术门槛，在已然充分教育的市场下分得一席。

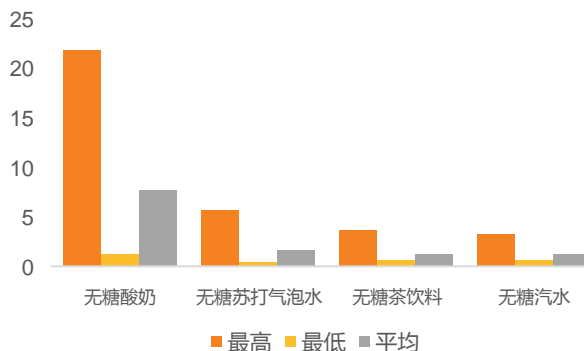
图 35：2023 年中国无糖茶饮主要品牌市场份额



资料来源：马上赢微信公众号，天风证券研究所

注：数据仅为 2023 年无糖即饮茶 TOP20SKU 中加总得来，或与实际有误差

图 36：2021 年中国无糖饮料市场价格（元/100mL）



资料来源：199it，盯芒研究院，天风证券研究所

**推出乌龙上茶，以性价比切分蛋糕。**2023 年 9 月 1 日，东鹏饮料官宣正式推出新产品“鹏友饮茶”乌龙上茶，新品规格 555ml/瓶，零售价 4 元。从容量和价格带来看，东鹏的乌龙上茶延续主打超高性价比路线，4-7 元是无糖茶饮的主流价格带，而东鹏饮料的乌龙上茶定价为 4 元、产品规格为 555ml，不仅位于主流价格带而且具备性价比优势，或可通过更低的价格和更高的品质切入市场，享受行业发展红利。

表 7：市面主要无糖茶售价情况一览

品牌	产品	规格	终端零售价	网上均价 (元/100ml)
东鹏饮料	乌龙上茶	555ml	4	0.56
农夫山泉	东方树叶	500ml	4.5-5	1.00
三得利	乌龙茶	500ml	4.5-6	0.84

资料来源：淘宝，天风证券研究所

注：价格数据或因时间变化或折扣等有少许波动

### 3.3. 系列新品推出，布局餐饮渠道和酒水市场

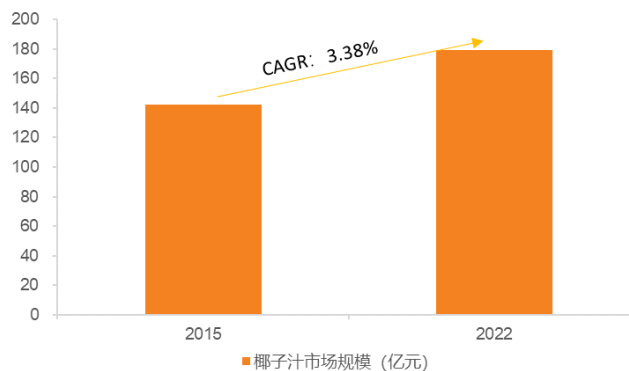
**椰汁产品推出，加速布局餐饮渠道。**23 年 12 月公司推出海岛椰椰汁，在东鹏饮料天猫/京东旗舰店开售，并在多个省份优先上市试销，有 330 毫升的 PET 瓶装及 250 毫升的盒装，主要定位餐饮渠道。东鹏在餐饮渠道已有由柑柠檬茶和陈皮特饮，此次布局海岛椰椰汁可同时切入百亿椰子汁市场和餐饮渠道，弥补在餐饮渠道的不足。

图 37：公司推出海岛椰子汁



资料来源：酒食新消费公众号，天风证券研究所

图 38：椰子汁市场规模达 180 亿



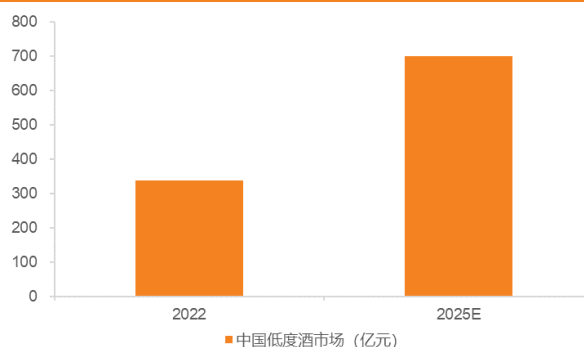
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

**推出鸡尾酒，进军低度酒市场。**24 年 1 月公司宣布推出新品“VIVI 鸡尾酒”，进军酒水市场。该系列产品为气泡酒，酒精度 8 度，有柑橘、青提、白桃三种口味，建议零售价每罐 9 元。早在 2021 年底东鹏饮料就设立涉酒子公司，此番推出鸡尾酒预计主要想试水低度酒市场。根据摩登消费公众号文章，在《2022 年底度潮饮趋势报告》里面，中国低度酒市场 2022 年市场规模达到 338 亿元，到 2025 年市场规模预计将超 700 亿元。“VIVI 鸡尾酒”的推出有望加快第二增长曲线的形成。

图 39：公司推出“VIVI 鸡尾酒”



图 40：2022 年中国低度酒市场规模达 338 亿元



资料来源：摩登消费公众号，天风证券研究所

资料来源：《2022 年低度潮饮趋势报告》，摩登消费公众号，天风证券研究所

以性价比为主打，奠定价格优势。东鹏此次推出的椰子汁和鸡尾酒产品同样以性价比为主要优势，椰子汁对标椰树椰汁和欢乐家生榨椰子汁，价格远低于竞争对手。鸡尾酒以 RIO 为对标，价格约为 RIO 强爽的一半，并且开启“2 元乐享”及“扫码赢红包”促销活动，综合价格更低。由于东鹏此前在餐饮渠道和低度酒市场均没有较强优势，首款产品以性价比为先符合产品战略，也有利于公司竞争。

表 8：东鹏产品以性价比为主

品牌	品名	规格	价格 (元/100ml)
<b>椰子汁</b>			
东鹏饮料	海岛椰椰汁	250ml	0.75
椰树牌	椰树牌椰汁	245ml	1.61
欢乐家	生榨椰子汁	500ml	0.80
<b>鸡尾酒</b>			
东鹏饮料	VIVI 鸡尾酒 (8%vol, 果汁含量≥3%)	500ml	1.47
RIO	强爽 (8%vol, 果汁含量≥2.4%)	500ml	2.53

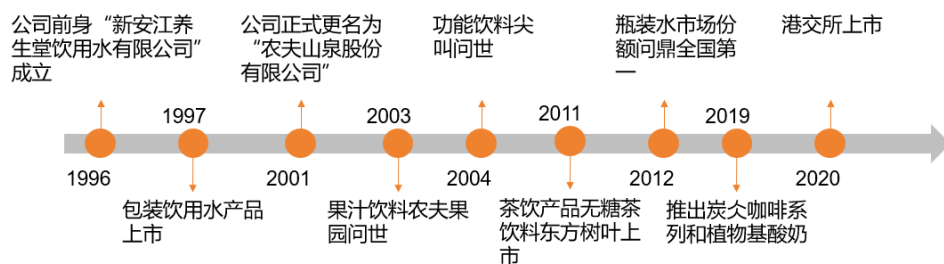
资料来源：淘宝，京东，天风证券研究所

注：价格数据或因时间变化或折扣等有少许波动

### 3.4. 浅析农夫山泉，东鹏迈向平台化企业

农夫山泉成立于 1996 年，从包装水起家，随后陆续涉足果汁、功能饮料、即饮茶等其他软饮料品类，形成“包装水+ 饮料”双核发展路径。经过二十余年发展，农夫山泉已成长为中国软饮龙头企业，并在 2020 年于港交所上市。

图 41：农夫山泉发展历程



资料来源：公司官网，大皖新闻，wind，天风证券研究所

产品端：包装水为基，茶饮开辟第二曲线，夯实行业龙头地位。

纵向深耕包装水，优先布局优质水源，差异化策略提升利润空间。在饮用水行业，得水源者得天下，水源地的稀缺性筑就高壁垒，为此农夫山泉率先布局水源，以浙江千岛湖为起点先后布局了十二大水源辐射全国，相比其他同行较为集中的布局，可以有效缩短运输成本，保证长期产能供给。与此同时，公司也继续深挖细分需求，增加包装水产品类。针对不同消费群体，推出面向婴幼儿的“饮用天然水”、面向中老年群体的“含锂型天然矿泉水”；针对不同消费场景，推出用于泡茶的“泡茶用山泉水”、适用运动场景可单手开盖的“运动盖装水”；针对不同规格，公司也推出了覆盖 380ml-19L 各个规格的饮用水，以满

足随行小规格、家庭、办公室等多种需求。

表 9：农夫山泉包装水产品矩阵

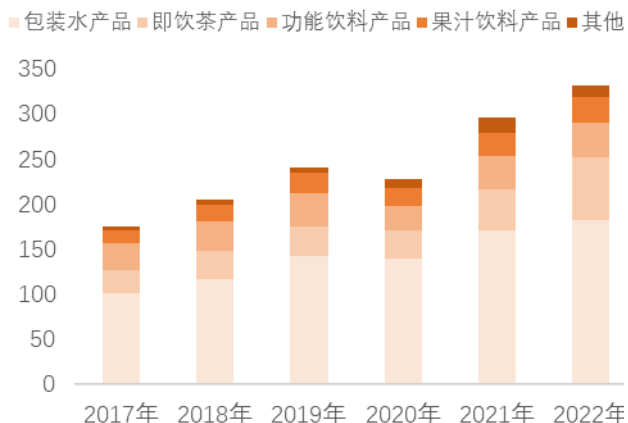
产品	图片展示	消费者	卖点
天然饮用水		全年龄段	选取天然的优质水源，水中含有钾、钠、钙、镁、偏硅酸等人体所需矿物元素，呈天然弱碱性，适于人体长期饮用。
饮用天然水(适合婴幼儿)		婴幼儿	取自长白山天然低钠淡矿泉，符合对婴幼儿饮用水的特别要求，用无菌生产线，人性化的瓶身设计方便爸爸妈妈使用。
天然矿泉水(运动盖装)		运动爱好者	选自长白山莫涯泉优质水源，采用单手即能打开的运动瓶盖，为饮用者提供便利。包装设计由英国著名插画师 Brett Ryder 创作。
天然矿泉水(玻璃瓶装)		/	源自长白山原始森林的低钠淡矿泉，带有松软冰雪的味道，瓶身设计模仿下落中的水滴，在国际上屡屡斩获大奖。每年会推出限量生肖瓶，具备收藏价值。
天然矿泉水(含锂型)		中老年人	锂含量超 0.2mg/L，有助于调节神经系统，含有锶、镁、钙、偏硅酸等多种天然矿物元素和微量元素。
饮用天然矿泉水(泡茶用)		茶饮爱好者	选取了武夷山天然优质山泉水，电导率在 10-100 μ S/cm，符合中国茶叶学会推荐泡茶水标准，适合多类茶叶的冲泡。
长白山·天然雪山矿泉水		全年龄段	源自长白山的自涌冷泉，经由约 30-60 年火山玄武岩深层溶滤、自然净化，是一款低钠偏硅酸型天然雪山矿泉水，且拥有高颜值包装设计。

资料来源：公司官网，食品板公众号，天风证券研究所

目前，东鹏已经推出了与王者荣耀官方赛事合作的含气型能量饮料，以及“0糖特饮”，未来可以继续针对运动、工作、驾驶、学习等不同消费人群和消费场景，增添不同营养元素并更改包装设计，丰富现有“能量+”产品矩阵区。

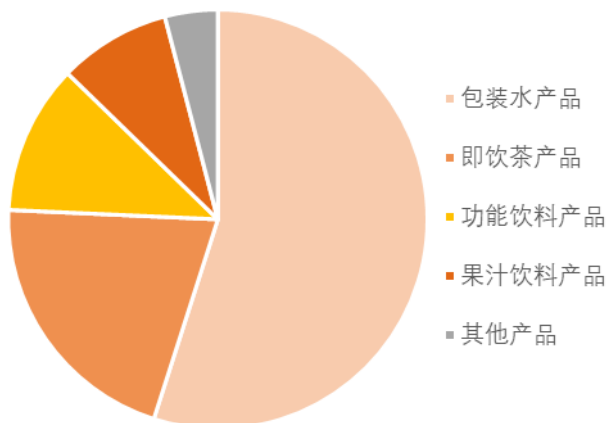
**横向拓展软饮料品类，形成多元化产品矩阵，以创新引领健康赛道。**从 2003 年开始，农夫山泉先后步入果汁饮料、功能饮料、即饮茶赛道，2019 年又入局咖啡和酸奶市场，形成“一超多强”的多元化产品矩阵。目前，公司主要收入来自包装水，其次为即饮茶、功能饮料、果汁饮料等。即饮茶方面，公司有茶π、东方树叶两大品牌，从 2020 年起成为第二大营收支柱，2022 年营收占比达 20.78%。

图 42：农夫山泉各品类营收状况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：2022 年农夫山泉营收结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

农夫山泉多款饮料产品都主打 0 糖、0 添加、纯天然。相比同行业快节奏、高迭代的市场导向策略，公司坚持高研发投入+长生命周期的产品路线，率先布局健康赛道，并持续进行消费者及市场的培育工作。以即饮茶为例，东方树叶上市之初，很长一段时间在市场上都表现平平，直至近几年消费者健康意识提升，经过多年积淀东方树叶才占得先机，当前市占率已超 50%。

表 10：农夫山泉饮料产品矩阵

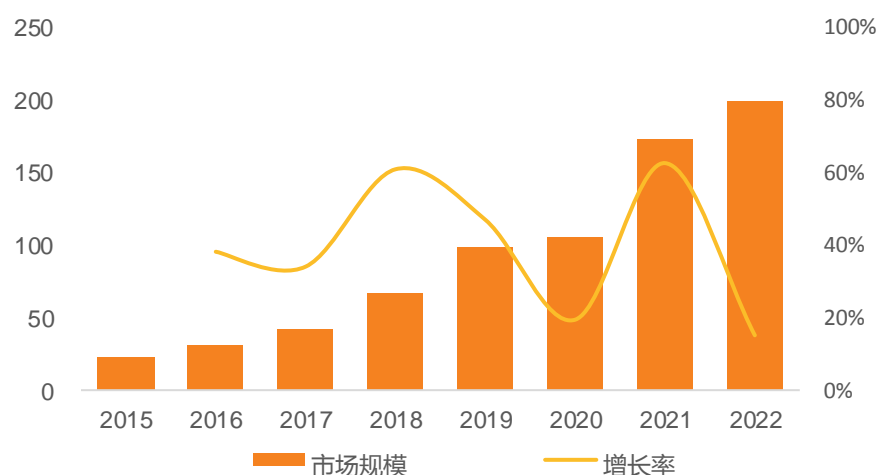
品类	产品	图片展示	卖点
即饮茶	东方树叶		全部使用茶叶，不使用茶粉，不添加香精，无糖 0 卡，独特的半透明瓶身与抗氧化工艺，使茶汤独具通透感和色泽度。
	茶 π		茶香混合果香，口味清新自然。2019 年推出新包装，设计独特，充满幻想。2022 年茶 π 推出柑普柠檬茶和青提乌龙两个全新口味。
果汁饮料	农夫果园		30%混合果汁饮料，精选优质原料，可以满足不同口味人群的需要，凭着喝前摇一摇的广告语风靡一时。
	水溶 C100		果汁含量 12%，口感酸甜清爽，瓶身独特，全方位打造新生代饮品潮流，成为面向追求时尚、注重生活品质的都市白领和年轻群体的潮流饮品。
	100%NFC 果汁		NFC 即非浓缩还原果汁，由新鲜水果榨取，不加水，不加糖，不加任何添加剂，解决了 NFC 风味和常温无法存储的难题。
	17.5° 冷压榨果汁		产品主打“原产地鲜果采摘”、“及时冷压榨”，全程冷链管理，无任何添加剂，是非浓缩还原的 100%果汁，保留水果中的丰富营养。
功能饮料	尖叫		初上市的三种口味风味各异，独特的防泄漏运动盖方便时尚，2019 年新增青芒和白桃两种口味，主打运动人群，2021 年推出全新等渗系列。

	力量帝维他命水		维他命水是一款营养补充型功能饮料，于 2010 年上市，并在 2017 年更新了包装。
其他产品	炭火咖啡		不采用速溶粉，0 香精、0 防腐剂，是从生豆开始自烘自萃的 RTD 品牌。
	打奶茶		0 添加茶粉、乳粉、植脂末，0 添加食用香精、0 添加防腐剂，低糖配方。
	汽茶		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，以低糖配方做低负担的好口味碳酸茶。
	苏打气泡水		0 糖、0 卡、0 脂、0 山梨酸钾，取水自农夫山泉优质水源地，拥有多款口味。
	大柠檬		大柠檬系列产品包含鲜榨柠檬汁汽水、低温复合果汁饮料两款产品，两款产品均采用整果鲜榨工艺，提升原始柠檬汁含量，且保留柠檬皮油。

资料来源：农夫山泉公司官网，食业家公众号，食品板公众号，天风证券研究所

2015 年-2022 年，中国无糖饮料行业市场规模逐年增长，从 22.6 亿元增至 199.6 亿元。未来，随着消费观念、消费水平的进一步升级，原料品质、营养元素、配料表都或将影响消费者的选择，产品“健康化”已成趋势。东鹏特饮可对现有品类进行健康化改造，以技术解决无糖茶、无糖饮料的口味问题，在产品日益趋同的饮料行业找到自己的差异化因素。

图 44：中国无糖饮料市场规模及增长



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

**品牌端：差异化定位清晰，营销宣传精准，品牌特性贯穿每一款产品。**农夫山泉主打天然与自然，早期广告标语“农夫山泉有点甜”、“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”简单有力深入人心；塑造了寻找水源、坚守品质的品牌文化，以人文情怀和自然景象传达



公司理念。瓶装水方面农夫山泉摒弃同质化的明星代言，转而打造高质感的纪录片，做内容营销。针对目标消费者为年轻群体的茶π和维他命水，紧跟潮流趋势，通过冠名植入、IP合作等方式注入年轻化元素。除此之外，充满创意的包装设计也是农夫山泉在广告营销上的重要一环。其高端玻璃瓶历经 50 余稿、3 年时间才得以呈现，是极具东方审美的艺术品。

图 45：农夫山泉 IP 营销紧跟潮流



资料来源：校果研究院公众号，天风证券研究所

图 46：农夫山泉产品包装设计极具艺术

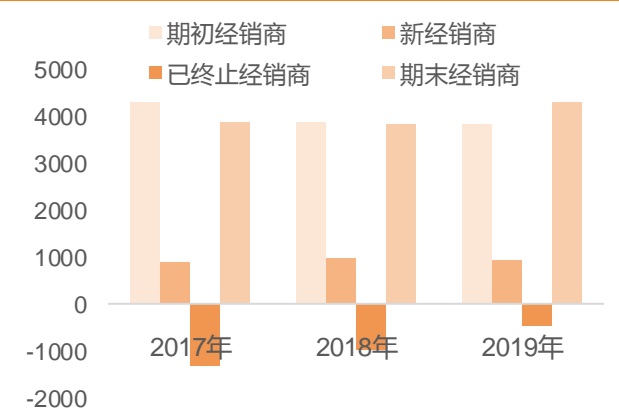


资料来源：营销兵法公众号，天风证券研究所

东鹏特饮通过与体育赛事合作，国民度、品牌形象有了很大提升，在传播策略上，公司兼顾广度与深度，联合央视视、梯媒等持续联合打造品牌的大众知名度，同时，追求更具创新、更精准、更年轻的传播方式，进一步提升关注度及参与度，线上线下营销一体化助力品牌增长。

**渠道端：大商制激发渠道活力，持续推动经销网络下沉，开拓新零售。**农夫山泉的渠道模式在多年的摸索中不断升级，形成了现在的专属大商制，经销商为市场经营主体，每年对经销商进行考核，优胜劣汰激发渠道活力。2017 年-2019 年终止合作的经销商分别达 1325/995/489 个，截至 19 年末，农夫山泉经销商共计 4280 个。与此同时，农夫山泉大量开发乡镇次级经销商，推动渠道下沉，并增加自动贩卖机投放，打造“农夫山泉芝麻店”以及“农夫山泉送水到府”服务平台，以新零售渠道拓展终端网点。

图 47：2017 年-2019 年农夫山泉经销商数量变化（家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 48：农夫山泉芝麻店、送水到府小程序等新零售渠道布局



资料来源：掌链公众号，农夫山泉送水到府小程序，天风证券研究所

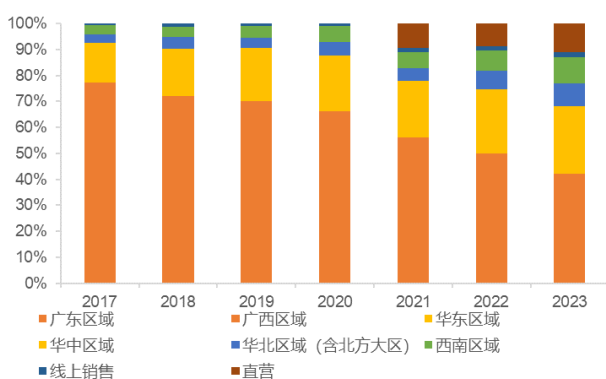
目前，东鹏也已经建立起了覆盖全国的线上、线下的全渠道销售网络，区域发展方面，可参考农夫山泉，在强势市场精耕细作，推进渠道下沉；通过渠道、地推、陈列抢占市场份额。与此同时，智能冰柜现已成为各饮料行业的新战场，东鹏可考虑增加终端冰柜投放，积极拓展新零售渠道。

## 4. 全国化进程加快，网点数提升+渠道深耕单点提质

### 4.1. 渠道全国化布局，非强势区域增速加快

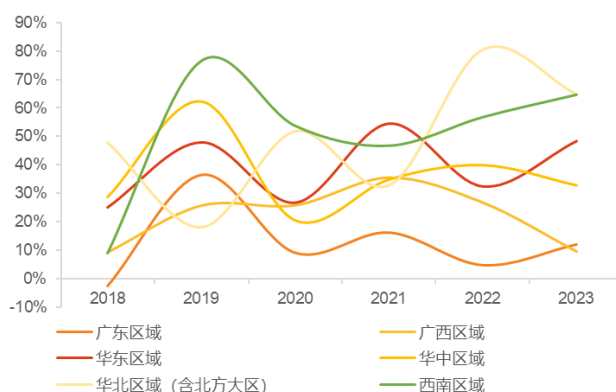
深耕广东，全国化进展顺利。广东作为公司核心区域，销售收入占比最高，随着全国化推进，2023 年比重降至 33.43%。省外区域看，西南/华北(含北方大区)增速最快，2017-2023 年 CAGR 为 49.60%/48.01%。2023 年华中/华东/广西区域收入占比分别达到 12.44%/13.48%/8.74%。我们认为随着省外区域加速发展，全国化程度有望进一步提升。

图 49：广东区域收入占比持续下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：西南/华北区域增长最快



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**线上线下全覆盖，线下主要采取公司精耕和大流通两种运营模式。**公司在销售商实现了全渠道覆盖，线上主要包括如淘宝/京东等传统的电商以及抖音/快手等新兴渠道，线下主要为传统渠道和特通/现代渠道。在线下公司因地制宜，主要采取公司精耕和大流通两种运营模式。

**公司精耕：**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销售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，提高品牌影响力，以此增强公司渠道渗透能力及对销售网络的控制力，实现与终端消费者的近距离接触和及时反应。

**大流通：**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。

表 11：线上线下全渠道覆盖

渠道	分类	具体类型
线下	传统渠道	小卖店、独立便利店、报刊亭等
	特通/现代渠道	连锁超市、大型卖场、连锁便利店、社区商超、加油站、高速公路服务区、餐饮、自动贩卖机等

线上	传统电商	淘宝、京东、拼多多等
	新零售渠道	抖音、快手、多多买菜、美团优选等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

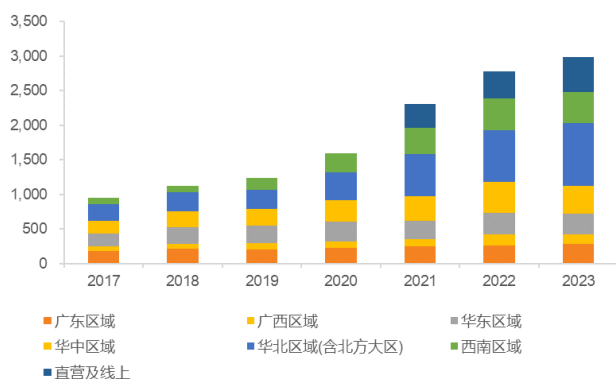
表 12：主要采取公司精耕和大流通两种运营模式

运营模式	区域	公司配置	维护方式
公司精耕	广东、广西、华东、 华中等核心市场	配备经验丰富的销售团队，全方位 服务下游渠道和零售终端	与经销商、邮差/批发商及终端门店共同进行市场 维护及开发
大流通	其他区域	精选经验丰富、实力雄厚的经销商 进行合作	由经销商主要负责终端的维护及执行，公司为经 销商提供广告宣传、营销培训与指导等支持

资料来源：公司公告，天风证券研究所

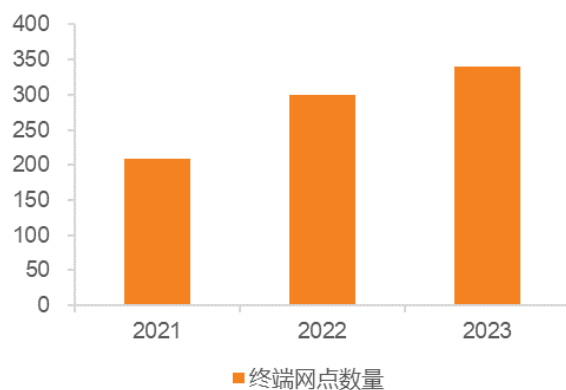
经销商和终端网点数量快速增长，其他区域单个经销商质量仍有较大提升空间。为了适应快速发展，公司招商进度快速提升，经销商数量从2017年953家增至2023年的2981家。随着经销商数量提升，2023年终端网点数量也超过340万家。从经销商质量来看，全国各区域平均经销商质量均有提升，其中广东区域最高，2023年平均每家经销商实现营收1306万元，且经销商数量仅高于广西。我们认为由于公司在广东长期深耕经营，因此单个经销商质量较高，随着其他渠道完善，单个经销商质量有望持续提升。

图 51：东鹏经销商数量持续增加（家）



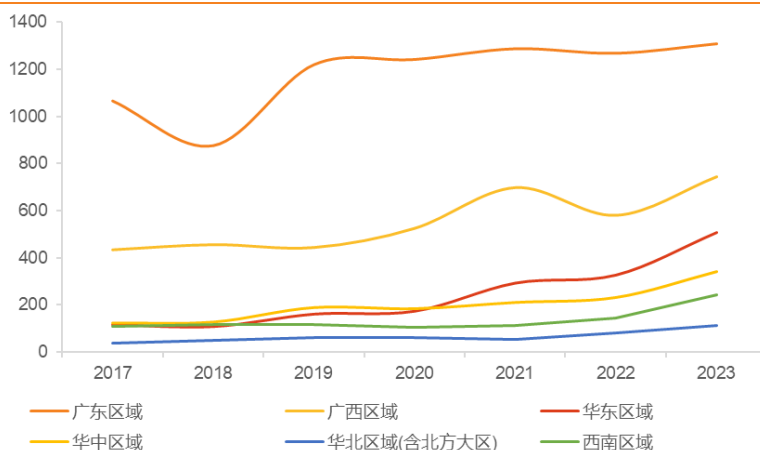
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：公司终端网点数量已超 340 万家（万家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 53：其他区域平均经销商营收较广东区域仍有较大提升空间（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4.2. 产能建设提速，保障增长需求

**产能前瞻性布局，十大生产基地覆盖全国。**公司已建成投产增城基地、华南基地、东莞基地、安徽基地、南宁基地、重庆基地、海丰基地、华东浙江基地、华中长沙基地共九大生产基地，2023 年设计产能由 280 万吨增加至 335 万吨。天津基地于 2024 年开工建设，预计将于 2026 年底投入使用，以满足北方市场快速增长的需要。未来，加上天津基地，全国有 10 大生产基地，全国产能的分布式布局进程不仅能有效应对东鹏饮料各类产品在全国日益增长的需求，缓解产能压力，还可以在运输成本、配货时效带来有效的提升，为多品类战略全面实施的提供有力支撑。

表 13：公司在建产能情况（万元）

在建产能名称	计划投资金额	2023 年投资金额	累积投资金额
华南基地建设工程	92,941.91	1,939.35	79,013.97
长沙基地建设工程	60,000.00	26,817.86	45,377.81
重庆基地建设工程	50,853.34	2,539.80	43,554.47
增城基地产能提升工程	14,992.15	5,748.97	11,934.18
海丰基地产能提升工程	3,285.00	2,388.68	2,508.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所，数据截至 2023 年报

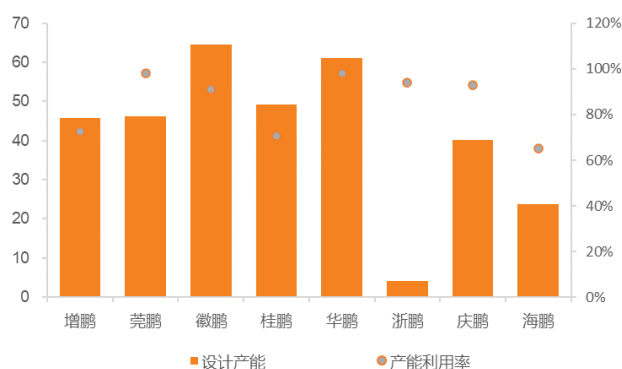
**产能稳步提升，保障增长需求。**2023 年公司设计产能 335.19 万吨（同比+19.53%），产能利用率 86.29%（同比+12.88pct），莞鹏、徽鹏、华鹏、浙鹏、庆鹏产能利用率超 90%。目前，华东地区发展迅猛，已经成为第二大销售市场，衢州基地可保障商品供应，巩固华东市场的增长势头。天津基地是北方地区的第一个生产基地，也是公司北上开拓市场，推进产能全国化的重要一环。公司计划在精武镇建设不低于 6 条生产线，预计产值超 8 亿元，投产后辐射弱势市场，有助于延续盈利增长。

图 54：2023 年公司产能情况（万吨）

主要工厂	设计产能	实际产能
增鹏	45.75	33.2
莞鹏	46.14	45.28
徽鹏	64.65	58.94
桂鹏	49.25	34.87
华鹏	61.04	59.99
浙鹏	4.24	3.99
庆鹏	40.24	37.36
海鹏	23.88	15.6
合计	335.19	289.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 55：2023 年主要工厂产能利用率情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 盈利预测

我们认为：

基本盘：能量饮料景气仍足，东鹏特饮有望保持稳健增长，夯实发展基础盘。第二曲线：随着公司渠道网点完善，新品有望复制成功模式（补水啦）实现快速起量，平台化企业雏形初现。目前公司全国化进程加快，网点数量提升+渠道深耕单点提质，业绩有望稳健向上。我们认为公司增长势能仍存，预计24-26年营收为152/194/245亿元，同增35%/27%/26%；归母净利润为29/37/48亿元，同增40%/30%/28%，对应24-26年PE分别为32X/25X/19X，维持“买入”投资评级。

表 14：盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,505.39	11,262.79	15,228.64	19,362.64	24,485.37
增长率(%)	21.89	32.42	35.21	27.15	26.46
EBITDA (百万元)	2,105.79	2,826.49	3,946.30	5,029.88	6,373.47
归母净利润 (百万元)	1,440.52	2,039.77	2,856.19	3,711.34	4,767.31
增长率(%)	20.75	41.60	40.03	29.94	28.45
EPS (元/股)	3.60	5.10	7.14	9.28	11.92
市盈率 (P/E)	64.08	45.25	32.32	24.87	19.36
市净率 (P/B)	18.23	14.60	11.92	9.62	7.70
市销率 (P/S)	10.85	8.20	6.06	4.77	3.77
EV/EBITDA	31.83	23.49	21.41	16.05	12.21

资料来源：Wind，天风证券研究所，数据更新于2024年8月26日

## 6. 风险提示

### 1、食品安全风险

随着国家对食品安全的日趋重视和消费者食品安全意识以及权益保护意识的增强，食品质量安全控制已经成为食品加工企业的重中之重，公司严格在各个生产经营环节执行质量控制措施，尽管如此，食品质量安全仍然是食品企业最重要的工作。

### 2、原材料价格波动风险

公司产品原材料主要包括 PET 制品（瓶胚、瓶盖等）、白砂糖、香精等，原材料的采购价及供应将在一定程度上波动，并受商品价格及市场供求变动的的影响，尽管公司已建立相对完整及运作良好的原材料采购管理系统，且与业内众多领先供应商建立稳定及可靠的关系，但宏观经济环境的任何变动或不可预见事件的发生仍可能对原材料供应及价格造成不利影响。

### 3、市场竞争风险

中国能量饮料行业市场化程度较高，行业竞争激烈。竞争产品数量不断增加及零售店货架供应有限可能对公司扩大或维持市场份额的能力造成不利影响。

### 4、新品推广不及预期

为培育新的盈利增长点，近年来公司不断进行新产品的研发及推广，上市了“东鹏大咖”、“东鹏气泡特饮”等新产品，进一步拓宽了消费群体，丰富了公司现有的产品线。尽管公司每次正式推出新产品前，均经过全面的市场研究、内部分析及区域实验，但无法保证即将推出的新产品能获得市场和消费者充分认可。此外，新产品线的开发及培育需要投入大量研发费用、时间投入以及营销推广开支，公司推出的新产品的收益存在一定的不确定性。

### 5、市场扩张不及预期

前文部分假设基于公司广东以外区域市场发展良好为前提，尽管近几年公司广东以外区域经销商增长和收入增长均良性，但无法保证市场扩张能够每年均保持顺利态势，因此公司扩张市场具备一定的不确定性。

### 6、测算具备一定主观性的风险

由于该报告部分数据为分析师主观测算，存在测算结果或与实际结果有出入，因此具备一定风险，比如相关测算假设不及预期、经销商单商销售收入提升不及预期、我国人均消费提升不及预期、公司份额增长不及预期等风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,157.56	6,057.69	7,441.00	11,117.09	13,522.49	营业收入	8,505.39	11,262.79	15,228.64	19,362.64	24,485.37
应收票据及应收账款	24.75	66.36	31.37	99.69	73.96	营业成本	4,905.46	6,411.65	8,598.00	10,854.68	13,664.51
预付账款	127.12	158.35	250.62	218.23	397.96	营业税金及附加	92.64	121.01	163.62	208.04	263.08
存货	394.22	568.60	743.19	893.76	1,172.05	销售费用	1,449.28	1,955.67	2,588.87	3,252.92	4,113.54
其他	4,542.54	1,917.56	2,075.58	2,170.86	2,618.93	管理费用	255.52	368.59	502.55	600.24	759.05
<b>流动资产合计</b>	<b>7,246.19</b>	<b>8,768.56</b>	<b>10,541.76</b>	<b>14,499.63</b>	<b>17,785.39</b>	研发费用	43.75	54.39	73.94	92.12	120.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	41.04	2.29	10.64	17.99	10.31
固定资产	2,232.16	2,916.22	3,062.80	3,214.56	3,356.41	资产/信用减值损失	(0.36)	(1.69)	(0.95)	(1.00)	(1.21)
在建工程	529.41	385.05	442.52	471.26	485.63	公允价值变动收益	12.79	29.37	261.45	250.00	350.00
无形资产	357.35	484.84	475.64	466.44	457.23	投资净收益	70.02	141.56	78.04	96.54	105.38
其他	1,504.53	2,155.38	2,059.83	1,900.29	2,029.16	其他	(219.02)	(408.42)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,623.46</b>	<b>5,941.49</b>	<b>6,040.79</b>	<b>6,052.55</b>	<b>6,328.44</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,854.27</b>	<b>2,588.37</b>	<b>3,629.57</b>	<b>4,682.18</b>	<b>6,008.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,869.65</b>	<b>14,710.05</b>	<b>16,582.55</b>	<b>20,552.18</b>	<b>24,113.82</b>	营业外收入	2.33	2.17	2.22	2.24	2.21
短期借款	3,181.60	2,995.71	3,000.00	3,000.00	3,000.00	营业外支出	20.59	11.27	16.35	16.07	14.56
应付票据及应付账款	651.20	915.36	1,118.60	1,510.60	1,783.05	<b>利润总额</b>	<b>1,836.01</b>	<b>2,579.27</b>	<b>3,615.44</b>	<b>4,668.35</b>	<b>5,996.62</b>
其他	1,245.74	1,529.05	4,410.23	6,133.70	7,032.54	所得税	395.49	539.50	759.24	957.01	1,229.31
<b>流动负债合计</b>	<b>5,078.53</b>	<b>5,440.12</b>	<b>8,528.84</b>	<b>10,644.30</b>	<b>11,815.58</b>	<b>净利润</b>	<b>1,440.52</b>	<b>2,039.77</b>	<b>2,856.19</b>	<b>3,711.34</b>	<b>4,767.31</b>
长期借款	0.00	220.00	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,440.52</b>	<b>2,039.77</b>	<b>2,856.19</b>	<b>3,711.34</b>	<b>4,767.31</b>
其他	99.66	118.95	110.02	109.54	112.84	每股收益(元)	3.60	5.10	7.14	9.28	11.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>99.66</b>	<b>338.95</b>	<b>310.02</b>	<b>309.54</b>	<b>312.84</b>						
<b>负债合计</b>	<b>6,805.36</b>	<b>8,386.29</b>	<b>8,838.86</b>	<b>10,953.84</b>	<b>12,128.42</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	400.01	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,080.40	2,080.40	2,080.40	2,080.40	2,080.40	营业收入	21.89%	32.42%	35.21%	27.15%	26.46%
留存收益	2,598.22	3,838.29	5,266.38	7,122.05	9,505.71	营业利润	21.31%	39.59%	40.23%	29.00%	28.34%
其他	(14.34)	5.07	(3.09)	(4.12)	(0.72)	归属于母公司净利润	20.75%	41.60%	40.03%	29.94%	28.45%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,064.29</b>	<b>6,323.76</b>	<b>7,743.70</b>	<b>9,598.34</b>	<b>11,985.40</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,869.65</b>	<b>14,710.05</b>	<b>16,582.55</b>	<b>20,552.18</b>	<b>24,113.82</b>	毛利率	42.33%	43.07%	43.54%	43.94%	44.19%
						净利率	16.94%	18.11%	18.76%	19.17%	19.47%
						ROE	28.44%	32.26%	36.88%	38.67%	39.78%
						ROIC	1444.52%	220.09%	-964.55%	-6541.04%	-243.03%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	57.33%	57.01%	53.30%	53.30%	50.30%
						净负债率	21.00%	-44.41%	-54.77%	-82.48%	-86.13%
						流动比率	1.08	1.09	1.24	1.36	1.51
						速动比率	1.02	1.02	1.15	1.28	1.41
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	344.86	247.24	311.65	295.47	282.01
						存货周转率	23.17	23.40	23.22	23.66	23.71
						总资产周转率	0.87	0.85	0.97	1.04	1.10
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	3.60	5.10	7.14	9.28	11.92
						每股经营现金流	5.07	8.20	8.51	16.14	14.73
						每股净资产	12.66	15.81	19.36	24.00	29.96
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	64.08	45.25	32.32	24.87	19.36
						市净率	18.23	14.60	11.92	9.62	7.70
						EV/EBITDA	31.83	23.49	21.41	16.05	12.21
						EV/EBIT	35.55	25.76	23.21	17.17	12.93

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,440.52	2,039.77	2,856.19	3,711.34	4,767.31
折旧摊销	223.94	254.04	305.14	328.70	352.99
财务费用	49.56	57.72	10.64	17.99	10.31
投资损失	(70.02)	(141.56)	(78.04)	(96.54)	(105.38)
营运资金变动	949.33	1,212.78	49.39	2,242.74	515.36
其它	(567.22)	(141.48)	261.45	250.00	350.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,026.11</b>	<b>3,281.27</b>	<b>3,404.78</b>	<b>6,454.24</b>	<b>5,890.58</b>
资本支出	932.39	897.58	508.93	500.48	496.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,268.15)	(1,655.89)	(1,034.05)	(1,403.94)	(1,591.33)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,335.77)</b>	<b>(758.31)</b>	<b>(525.11)</b>	<b>(903.46)</b>	<b>(1,094.62)</b>
债权融资	2,488.32	26.25	(60.11)	(17.99)	(10.31)
股权融资	(814.36)	(980.62)	(1,436.25)	(1,856.70)	(2,380.25)
其他	90.27	(103.53)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,764.22</b>	<b>(1,057.90)</b>	<b>(1,496.36)</b>	<b>(1,874.69)</b>	<b>(2,390.56)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>454.56</b>	<b>1,465.06</b>	<b>1,383.31</b>	<b>3,676.09</b>	<b>2,405.40</b>

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

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

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

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

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

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com