

东鹏饮料 (605499)

赛道坡长雪厚，固本兴新帆正劲

买入 (首次)

2024年09月04日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8505	11263	15511	19436	23526
同比 (%)	21.89	32.42	37.72	25.30	21.05
归母净利润 (百万元)	1441	2040	2999	4049	5072
同比 (%)	20.75	41.60	47.05	34.99	25.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.60	5.10	7.50	10.12	12.68
P/E (现价&最新摊薄)	65.06	45.95	31.25	23.15	18.48

股价走势



投资要点

- 规模领先且增长强劲的能量饮料龙头。**公司从一个经营困难继而全面改制的国有饮料厂成长为当前能量饮料龙头，既有经营上的持续摸索，对消费者的深刻洞察，也有竞争机遇加持。公司现实控人接盘后从“跟随者”出发，切入能量饮料赛道，凭借差异化包装和精准营销打开局面，2009年步入正轨，2016年红牛商标危机和2017年500mlPET装上市加速规模成长，2023年东鹏特饮单品类过百亿（103.36亿），已经成为规模和成长兼具的能量饮料龙头，创业初期的性价比优势战略，受益绵延。
- 能量饮料行业高景气，市场前景广阔。**能量饮料坡长雪厚，是最具成长性饮料赛道。随着中国经济社会持续发展，中国居民对饮料的方便、健康、功能属性等需求日益提升，2014-2019年中国能量饮料销售规模复合平均增速达到15.02%，居各细分饮料之首，处于生命周期成长阶段。能量饮料具有功能性突出，轻成瘾性，品类生命周期长，行业集中度高的特征，竞争格局容易固化，头部企业竞争优势较难颠覆，红牛和东鹏市场份额大幅领先跟随者。另外，随着能量饮料消费者人群的扩张，包装形态的延展，能量饮料的Mass market（大众市场）属性逐步突出，行业空间更高。
- 品类强依托，平台已具雏形，补水啦大放异彩。**东鹏饮料属于新锐饮料龙头，已经进入饮料第一阵营：1）占据景气赛道主流品类，大单品成长好；2）创新力度大，产品矩阵逐步丰富过程中且新品表现佳；3）市场投入和渠道下沉等多维度彰显进取。我们认为相对台资老品牌、国内老品牌和“两乐”而言，新龙头群体首先具有更突出的品类优势，新龙头的主导成长品类基本落在“能量饮料，瓶装水，运动饮料，即饮咖啡，无糖茶”范围内，其次是更突出的本土化优势，再次是决策效率优势。公司通过实施“1+6多品类”战略，平台和第二曲线均具雏形，电解质水和无糖茶居风口，公司电解质饮料“补水啦”2023年初推出，当年快速放量，2024年上半年“补水啦”大幅增长280%+，放量势头正劲；东鹏大咖亦正破圈营销加速突围。
- 登高天地阔，纵横自从容。**终端覆盖登顶一线，规模天花板打开。研究表明饮料企业销售可达规模和终端覆盖具有较强关联，公司终端覆盖已经超过300万目标400万，达到老牌一线饮料龙头终端量级，通过丰富产品矩阵和冰冻化陈列，提升规模效应和放大终端销售力，获得了加速增长。随着规模成长，基于公司优秀经营能力和财务状况，公司在产能布局、消费者培育，品牌和终端投入方面优势持续强化。
- 盈利预测与投资评级：**我们预期2024-2026年收入端实现155.1/194.4/235.3亿元，同比+38%/25%/21%；归母净利润30.0/40.5/50.7亿元，同比+47%/35%/25%，当前市值对应PE为31.25/23.15/18.48倍，基于品类成长势能和精细化管理水平，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**终端网点扩张放缓或不及预期，新品推广不及预期影响第二曲线打造和整体成长；原材料大幅波动等。

市场数据

收盘价(元)	234.29
一年最低/最高价	154.16/243.13
市净率(倍)	13.27
流通A股市值(百万元)	93,718.34
总市值(百万元)	93,718.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.66
资产负债率(% ,LF)	62.11
总股本(百万股)	400.01
流通A股(百万股)	400.01

相关研究

《东鹏饮料(605499): 2021年三季度报点评: 销售稳中有升, 新产品带来新增长点》

2021-11-02

《东鹏饮料(605499): 2021年半年报点评: 收入延续高增, 加速推进全国化》

2021-07-29

内容目录

1. 前言	4
2. 乘风而上，一鸣惊人	5
2.1. 勇气接盘，锚定能量饮料赛道	5
2.2. 差异化突围，性价比受益延绵	6
2.3. 红牛危机，乘势而起	8
3. 行业景气，功能饮料持续爆发	10
3.1. 能量饮料是最具成长性饮料赛道	10
3.2. 产品功能性突出，行业集中度更高	11
3.3. 能量饮料具备 Mass market（大众市场）属性	12
4. 品类强依托，平台已具雏形	14
4.1. 跻身一线转向平台，多品类战略“1+6”	14
4.2. 电解质水和无糖茶居风口，东鹏大咖破圈营销加速突围	16
4.3. 占流量，增销量，卓越有效的品牌落地“方法论+执行”	20
4.4. 加速“冰冻化”投入，终端优势开始放大	21
5. 登高天地阔，纵横自从容	24
5.1. 终端覆盖登顶一线，规模天花板打开	24
5.2. 扩充品类和提升单点销售齐发力	25
5.3. 数字化优势突出，持续投入能力强大	26
6. 盈利预测与估值	28
7. 风险提示	30

图表目录

图 1:	2003 年公司实现改制并国有 100% 产权转让	5
图 2:	红牛中国高举高打, 冠名 1996 年春季糖酒会	6
图 3:	中国红牛花费 5 年时间才达到 5 亿元销售额	6
图 4:	瓶装产品收入占比占据主导位置 (单位: 百万元)	8
图 5:	主要能量饮料市场份额变化图 (% , 以零售量计)	9
图 6:	主要能量饮料市场份额变化图 (% , 以零售额计)	9
图 7:	中国红牛销售规模波动再未创新高 (亿, %)	9
图 8:	2014-2019 年中国各饮料销售额复合平均增速	10
图 9:	中国各类饮料销售额占比	10
图 10:	能量饮料的非现饮零售额持续走高 (off-trade value sap 单位: 亿元人民币)	11
图 11:	能量饮料行业集中度 (以零售销量口径)	11
图 12:	饮料产品要素	12
图 13:	饮料新龙头的营业收入同比增速比较 (%)	15
图 14:	东鹏饮料 “1+6 多品类” 战略示意	15
图 15:	“补水啦” 带动公司其他饮料收入占比快速上升	15
图 16:	2022 年被认为是电解质水元年	16
图 17:	2022 年末是电解质水群众搜索量高峰	16
图 18:	各国无糖茶 (收入) 在即饮茶饮料占比	18
图 19:	无糖茶市场规模快速成长	18
图 20:	各国无糖茶在即饮茶饮料占比	20
图 21:	推出大咖语录瓶	20
图 22:	东鹏饮料 “1+6 多品类” 战略示意	21
图 23:	“补水啦” 带动公司其他饮料占比快速上升	21
图 24:	补水啦的陈列专案	22
图 25:	东鹏饮料的冰冻化陈列	22
图 26:	公司近年销售费用增长加快 (2022 年疫情影响较大)	22
图 27:	部分饮料公司终端售点规模和饮料业务销售收入规模情况	24
图 28:	公司研发投入持续走高	26
图 29:	2017-2024H1 货币资金及经营性净现金流	27
图 30:	公司 (陆地范围) 产能持续投入布局更加科学	27
表 1:	瓶装比罐装成本更低, 毛利率更高 (定价为: 元/标准箱)	7
表 2:	终端价格比较, 东鹏性价比突出	7
表 3:	2013 年之前公司股权转让及增资情况	8
表 4:	不同包装形态保质期差异	13
表 5:	主流饮料企业的大致分类	14
表 6:	1+6 多品类战略下 “东鹏” 品牌资产的使用	16
表 7:	入局电解质水企业情况	17
表 8:	主要热销 pet 即饮咖啡和东鹏大咖定价比较	19
表 9:	公司广东广西以外区域销售高增长 (百万元)	25
表 10:	公司收入预测 (百万元)	28
表 11:	可比公司估值表	29

1. 前言

东鹏饮料是 A 股稀缺的成长性饮料企业，基石品类能量饮料优势突出，品类竞争地位显著提升后形成强大的正反馈，创新依托更强，渠道和终端协同效应突出，随着营收跨越百亿，综合竞争实力更上层楼，我们认为公司综合竞争力已经跨入中国饮料行业第一梯队，也从单一品类企业转变成为综合性饮料集团。

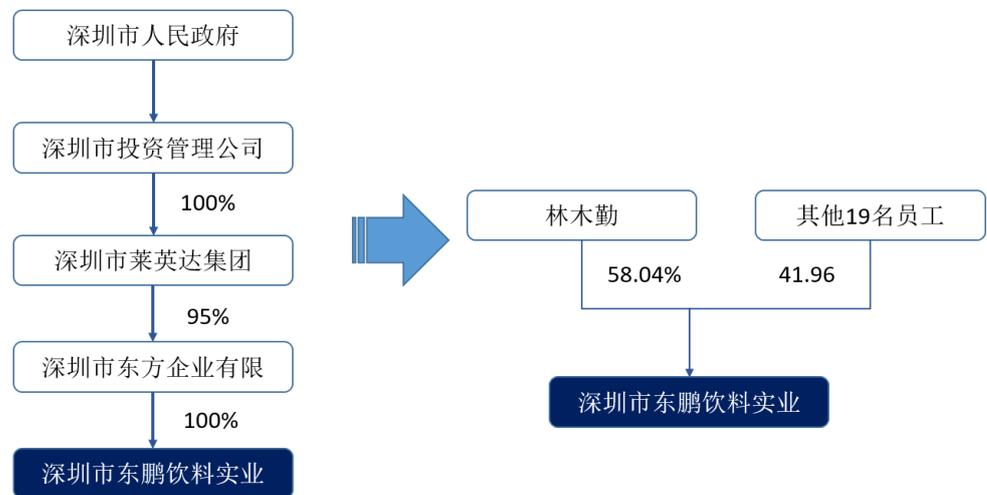
能量饮料坡长雪厚，跨越百亿前景仍旧广阔。公司核心竞争力“产品力、品牌力、渠道力”三角的稳定性和平衡性不断增强，且其优秀的供应链和数字化亦构成核心竞争力的重要部分，短期性价比逻辑、终端扩张势能、冷冻化加强三者对营收高速增长贡献突出，后续增速或有正常回落，但预计仍保持较快增速，我们对公司中期成长保有积极信心

2. 乘风而上，一鸣惊人

2.1. 勇气接盘，锚定能量饮料赛道

东鹏饮料前身是深圳市国有饮料企业“深圳市东鹏饮料实业公司”(简称东鹏实业),而东鹏实业前身是“深圳市东方有限公司东鹏饮料厂”(下简称东鹏饮料厂),成立于1986年末,其于1994年变更为具有独立法人资格的东鹏实业。东鹏实业主营豆奶、菊花茶、冬瓜茶等饮料,经营举步维艰。2003年9月东鹏实业全部股权经评估并挂牌,最终转让给管理层林木勤及员工等20人,其中林木勤产权比例达58.04%,至此东鹏实业转变成民营企业。

图1: 2003年公司实现改制并国有100%产权转让



数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

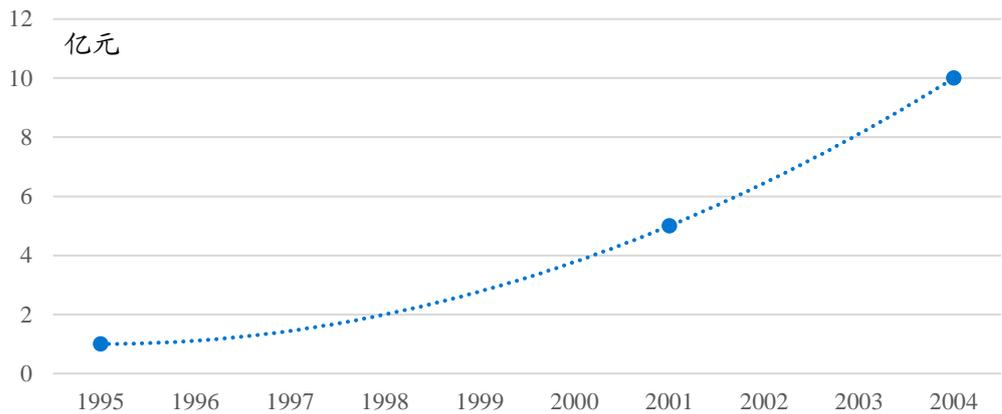
在东鹏实业改制同期,中国红牛已经掀起了“金罐旋风”。上世纪90年代中期红牛进入中国,以合资公司和授权经营模式开拓中国市场,成为中国功能饮料先行者,红牛商标和配方持有者同具有卓越商业头脑的严彬(有着“中国红牛之父”之称)结合,开启了一段商业传奇。1995年中国红牛初始将总部设在特区深圳,并开始在品牌传播上进行大手笔投入,仅在1996年红牛就花费上亿元在央视春晚投放广告、冠名春季全国糖酒交易会、赞助央视亚特兰大奥运会赛事转播,广告语“困了累了,喝红牛”开始深入人心,中国消费者开始接受一款全新的功能饮料。通过精准的人群定位和功能传播,持续的品牌和市场投入,红牛销售逐步打开局面,从1996年的不足2亿元至2004年中国红牛销售额已经突破10亿元,2010年突破50亿。

图2: 红牛中国高举高打, 冠名 1996 年春季糖酒会



数据来源: 央广网、东吴证券研究所

图3: 中国红牛花费 5 年时间才达到 5 亿元销售额



数据来源: 红牛公众号、东吴证券研究所

东鹏实业从“跟随者”出发, 切入功能饮料赛道。公司实控人林木勤履历显示, 其于 1988 年 4 月至 1997 年 3 月任深圳奥林天然饮料有限公司部门经理、厂长, 深圳奥林曾为中国红牛代工。1997 年林木勤等进入东鹏实业任副总经理。1998 年-2003 年东鹏实业除维系原有菊花茶等业务, 也尝试推出利乐装、罐装东鹏特饮 (招股书: 1998 年公司能量饮料产品东鹏特饮获得卫生部颁发的保健食品批准证书), 在口感, 配色等方面同红牛相似, 彼时功能饮料在 1990s 后期刚刚起步, 红牛是绝对的先发领导者, 品牌强势, “模仿者”东鹏营销特色不突出, 且受限于国企体制, 市场一直不温不火。

2.2. 差异化突围, 性价比受益延绵

2009 年公司推出升级瓶装产品 (延续至今), 从包装到定价, 再到目标切入人群,

东鹏特饮同红牛差异化更加凸显出来，瓶装产品的推出，真正将公司发展推向更高台阶。

一开始“跟随者”角色并没有让东鹏特饮成功，而包装和定价的革新让东鹏打开局面。一方面东鹏在林木勤带领下持续研究消费者，洞察消费者需求，东鹏将目标人群锁定货运司机、快递小哥、建筑工人等蓝领人群，另一方面控制产品成本，区别于红牛金属罐，东鹏选择了 PET 塑料瓶，成本上有显著节约（以招股书 2020 年数据为例，250ml 金瓶在销售到岸价比 250ml 金罐低 17.86%情况下，250ml 金瓶毛利率仍高于 250ml 金罐 4pct.），为东鹏定价优势打下基础。

表1: 瓶装比罐装成本更低，毛利率更高（定价为：元/标准箱）

	2020 年		2019 年		2018 年	
	定价	毛利率	定价	毛利率	定价	毛利率
250ml 金瓶	46	44.1%	46	50.1%	55	51.9%
250ml 金罐	56	40.1%	56	41.2%	56	43.6%

数据来源：公司招股书、东吴证券研究

在包装设计方面，东鹏特饮采用塑料瓶，这样不仅能降低成本，还能解决易拉罐打开“要么一次喝完，要么扔掉”的痛点，便利性升级，这已经同罐装红牛有显著差异。另外东鹏在细节方面很贴心，在瓶身上加了一个防尘盖，这个小物件出其不意的被不少卡车司机当成烟灰缸而物尽其用。瓶装饮料在上世纪 90 年代已经萌芽，如统一和康师傅先后推出 pet 瓶冰红茶，以其突出的便利性实现了饮料的划时代发展，银鹭花生牛奶以更加便利的 PET 包装也获得了相对于传统罐装（马口铁）植物蛋白饮料更广阔的市场成长，营养快线更是率先成为含乳（牛乳）饮料当中首个 200 亿级超级单品。

成本控制下，差异化定价，以高性价比赢得消费者。虽然红牛早期也针对出租车司机等人群进行推广，但红牛最显著的标签是“运动”和“极限运动”，6 元/罐定价显著高于众多饮料品类定价水平。而货车司机、滴滴司机、快递员等蓝领人群在经济下行周期价格敏感性更高，在 2023 年疫后时代，东鹏特饮性价比优势受益延绵。

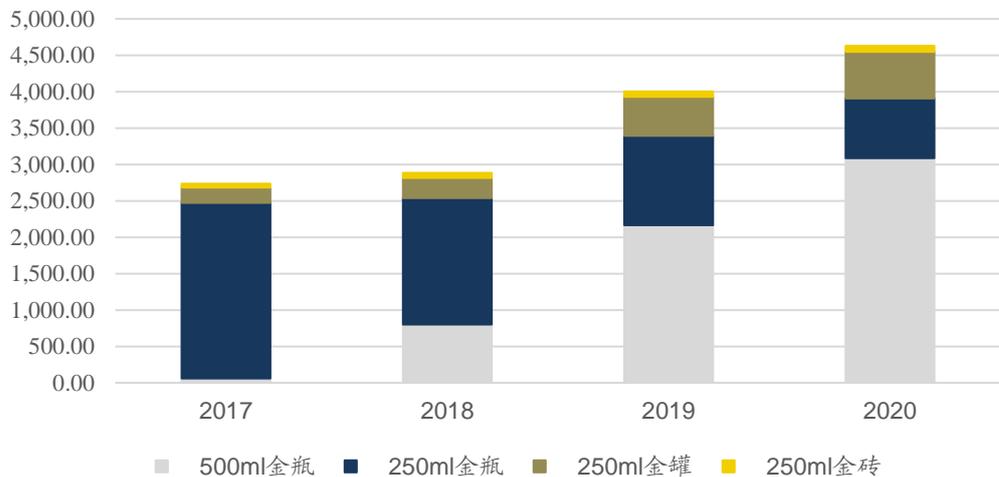
表2: 终端价格比较，东鹏性价比突出

	250 利乐砖	250ml 金瓶 PET	250ml 金罐	500ml 金瓶	250ml 罐装红牛
产品					
终端指导价	2 元	3 元	4 元	5 元	6 元
京东价	1.3-1.5 元	2.1-2.5 元	3.5-4 元	3.8-4 元	中国红牛未入京东

数据来源：公司招股书，公司官网，京东购物网站、东吴证券研究所

2017 年公司推出 500ml 瓶装东鹏特饮，性价比更加强化，收入体量在 2019 年即迅速超过 250ml 小金瓶，成为公司能量饮料中最大单品，整体成长性再度巩固。

图4：瓶装产品收入占比占据主导地位（单位：百万元）



数据来源：公司招股书整理、东吴证券研究所

2.3. 红牛危机，乘势而起

公司 1998 年拿到保健食品批文，2009 年推出瓶装产品，到 2013 年才渐入轨道，迎来第一次增资。我们认为主要原因有二，其一是红牛品牌过于强势，红牛进入中国后，品牌投入巨大，文化狼性，销售强势，至 2014 年我们看到红牛以 66.8% 的零售销量份额获得 79.5% 零售额份额，不但遥遥领先一家独大，而且销售价格远高于行业，品牌溢价能力出众。

2009 年公司推出瓶装产品后经营确有起色，但从公司招股书披露的 2004-2013 年间的股权转让信息看，公司至 2011 年才转为盈利，且盈利能力较弱，净资产低于 1 元，期间转让价格均无溢价。至 2013 年公司经营才显著转好，已经“进入快速发展期”，为此公司股东和管理层开始对公司连续增资，扩大生产，拓展市场，其中 2013 年一年内增资 2 次。2017 年公司引入外部资本，每股转让价格达 23.21 元。

表3：2013 年之前公司股权转让及增资情况

时间	股权变动情形	定价	股权变动背景	
第一次转让	2004 年 8 月	姜军等 6 人将出资额转让给林木勤	1 元/出资额	效益未达预期，尚未盈利
第二次转让	2006 年 5 月	刘广吉等 7 人将持有/代持股权转让给林木勤	1 元/出资额	东鹏有限尚未盈利，净资产低于 1 元
第三次转让	2011 年 10 月	周丽莎将持有股权转让给李达文	1 元/出资额	盈利能力较弱，净资产低于 1 元
第一次增资	2013 年 6 月	公司注册资本由 460 万增至 7590 万元	1 元/出资额	进入快速发展期，股东和管理层进行增资

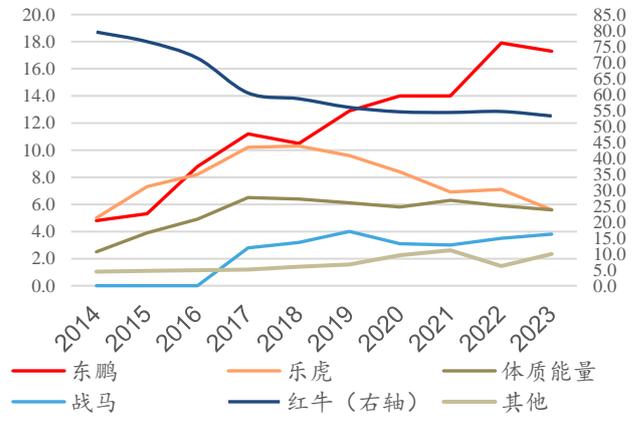
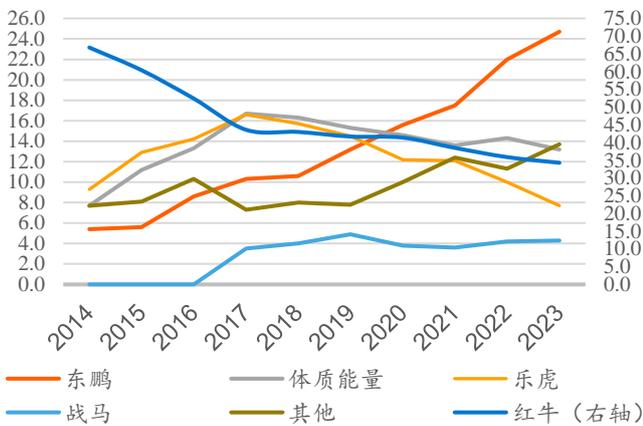
第二次增资	2013年7月	公司注册资本从7590万增至13800万元	1元/出资额	进入快速发展期，股东和管理层进行增资
第三次增资	2017年4月	引入君正投资29750万元	23.21元/注册资本	进入高速发展期，看好未来前景

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2011年东鹏转向盈利，2013年进入快速发展期，2014年东鹏市占率4.8%（以零售额计算）已经居行业第3位（以零售销量份额居第4位）。2014, 2015年东鹏零售额份额分别为4.8%, 5.3%，至2016年才开始加速跳跃式上升，2016年为8.8%（+3.5pct），2017为11.2%（+2.4pct），主因中国红牛遭遇商标授权到期危机，渠道观望，经销商流失，市场份额缩水严重。2017年红牛份额从2014年的79.5%降至60.4%（-19.1pct），众多竞品均有受益，但东鹏受益最大，份额提升6.4pct。而2017年东鹏推出500ml瓶装产品，继续巩固了包装和性价比优势，更好承接了红牛份额的让出。

图5：主要能量饮料市场份额变化图（%，以零售量计）

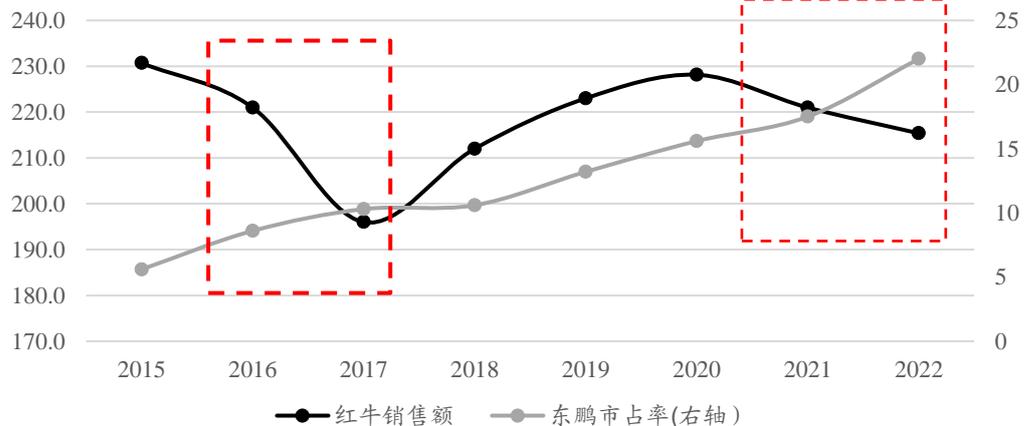
图6：主要能量饮料市场份额变化图（%，以零售额计）



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

数据来源：欧睿、东吴证券研究所

图7：中国红牛销售规模波动再未创新高（亿，%）



数据来源：欧睿，中国红牛官方公众号，东吴证券研究所制图

3. 行业景气，功能饮料持续爆发

3.1. 能量饮料是最具成长性饮料赛道

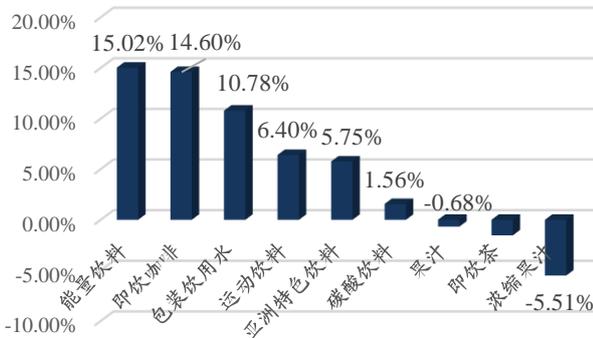
能量饮料行业景气，坡长雪厚，是最具成长性饮料赛道。

随着中国经济社会持续发展，中国居民对饮料的方便、健康、功能属性等需求日益提升，例如瓶装水市场规模持续攀升，居民消费力和消费水平也稳步提高，细分饮料中，即饮茶（含糖）、果汁增速已经放缓，碳酸饮料由于发展时间长，健康性相对较弱，已经处于低速增长情形，能量饮料、即饮咖啡、瓶装水、运动饮料表现出超越软饮行业的增长，景气度更高。

2014-2019年中国能量饮料复合平均增速达到15.02%，即饮咖啡达到14.60%，包装饮用水为10.78%，其他如碳酸饮料，果汁，即饮茶和浓缩果汁均在2%以下，增速差异十分显著。

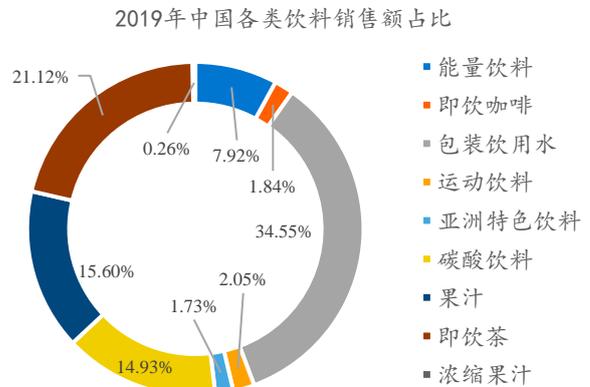
从行业规模看，2019年能量饮料占中国饮料零售额比重7.92%，处于品类生命周期成长阶段。包装饮用水虽然占比34.55%为最大品类，但成长性也靠前。

图8：2014-2019年中国各饮料销售额复合平均增速



数据来源：《Energy drinks in China》，公司招股书、东吴证券研究所

图9：中国各类饮料销售额占比



数据来源：《Energy drinks in China》，公司招股书、东吴证券研究所

专业调查数据显示，至2023年中国能量饮料零售规模达到552.8亿元（见下图），较2019年疫情前增长了25%（+110.9亿元）。从行业体量看，能量饮料已经初具规模，叠加行业高集中度，行业已经出现2家百亿级企业，2012年左右中国红牛销售额超过100亿元，并于2014年突破200亿，2023年东鹏饮料突破100亿销售额。我们认为能量饮料企业规模快速成长，已经成为一流饮料企业，具备了多品类竞争力，有进一步成为一流综合性饮料企业的潜力。

图10: 能量饮料的非现饮零售额持续走高 (off-trade value sap 单位: 亿元人民币)



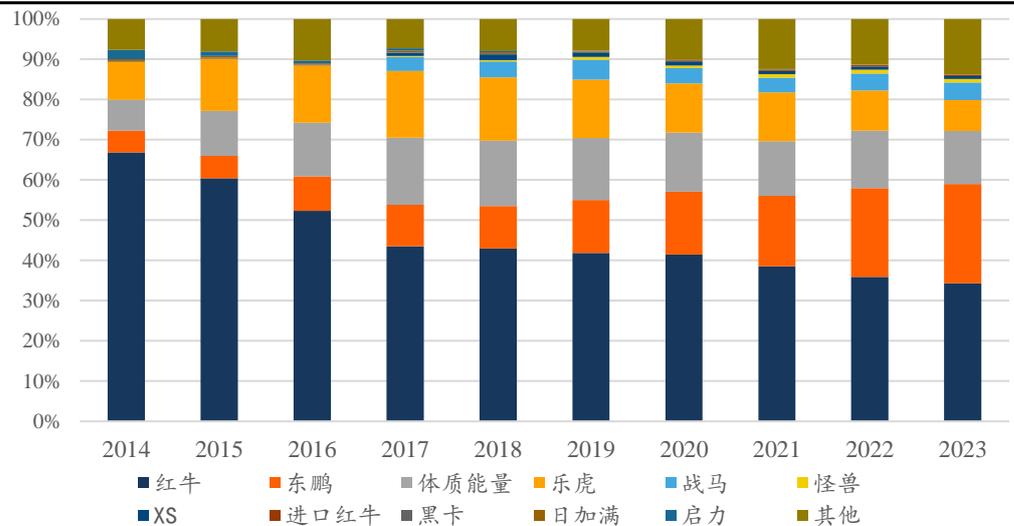
数据来源: 欧睿数据、东吴证券研究所

3.2. 产品功能性突出, 行业集中度更高

红牛, 东鹏特饮等饮料功能性突出, 叠加轻成瘾性, 品类生命周期长, 行业集中度高。功能性突出, 消费者购买目的性极强, 最看重其“迅速缓解疲劳, 提神醒脑”功效, 口感、价格和包装等为次要因素, 在功能性得到认可前提下复购率高。另外能量饮料通常含有咖啡因, 因此其与可乐, 咖啡等饮品一样具备一定的成瘾性, 品牌忠诚度也相对较高。

2023年我国能量饮料以零售销量计算, CR5 高达 84.2%, 且前 4 名玩家从 2014 年以来没有变化。以零售额计算, 2023 年 CR5 高达 85.5%, 也即前五名零售均价更高。

图11: 能量饮料行业集中度 (以零售销量口径)



数据来源: 欧睿数据、东吴证券研究所

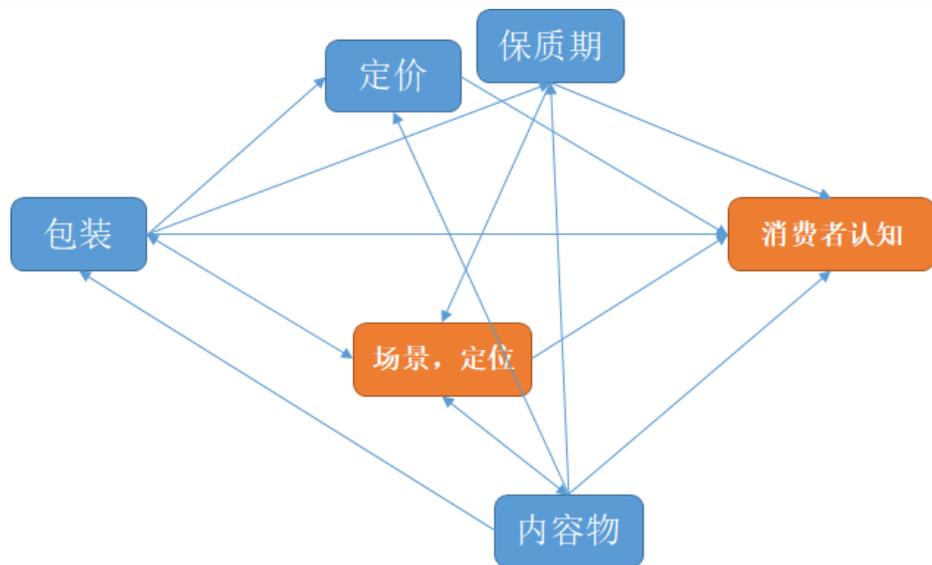
3.3. 能量饮料具备 Mass market（大众市场）属性

能量饮料具备 Mass market（大众市场）属性，而不是纯粹的 niche market（小众市场，细分市场）属性。具有 mass market 特征的饮料品类的销售规模普遍更大，品类规模天花板更高。

从产品角度而言，能量饮料相对瓶装水而言，两者行业天花板不同，瓶装水的基础功能（解渴）面向人群更加广泛全面，几乎不受年龄和场景限制，饮用频次更高（人体对水的需求高，人体水分含量占体重 50%以上），但能量饮料一些基础元素仍然使得其相较其他 niche market 品类更加大众性。

饮料产品要素提炼为内容物，包装，定价，保质期等，内容物决定了产品的基本用途属性，符合通常认知，包装顺应内容物保存展示要求，内容物和包装也决定了保质期，内容物，包装，和安全性保障（保质期）等也共同决定了成本/定价，内容物（起始消费习惯）、包装也同消费场景相关，尤其如餐饮款普遍有独立包装形态，而便于携带和少量多次消费对包装要求更加突出；包装形态和保质期决定了运营难度——例如，低温牛奶的运营难度就很大，货架时间短，要求更高的周转率，且运输半径更为有限，这都导致单一低温乳企营收规模有限。UHT 杀菌和利乐包是牛奶工艺和包装革命，使得牛奶行业极大发展，解决半径问题，货架问题，使得人均乳品消费持续增长。

图12: 饮料产品要素

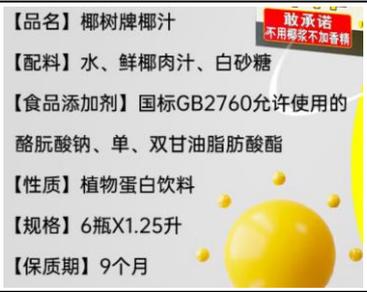


数据来源：东吴证券研究所制图

能量饮料的 PET 包装极大地降低售价，也提升了携带便利性和多次饮用实用性，扩充了消费场景和消费人群。饮料的 PET 塑料包装引入是革命性的，银鹭花生牛奶和营养快线先后在蛋白饮料和含乳饮料两个赛道通过包装革新实现销售额激增成为市场份额

的领头羊。在包装上，能量饮料适应多形态（罐，盒，瓶）包装，消费场景和消费习惯适应性强，具备 mass market 属性。利乐包被认为说多数饮料最适宜的包装形态，阻光阻热强于 PET，其对内容物的保质期略低于罐装（负压罐头工艺，或单纯金属罐），长于 PET。且其携带便利性也强于罐装，饮用和多次饮用角度便利性略逊于 PET 瓶装。

表4：不同包装形态保质期差异

产品	罐装	利乐/纸盒装	瓶装																				
椰汁	<p>椰树牌椰汁245ML*24罐 整箱</p> <p>直接饮用，可能有少量蛋白质沉淀和脂肪上浮属于正常现象，饮用前请摇匀</p> <table border="1"> <tr><td>品名</td><td>椰树牌椰子汁</td></tr> <tr><td>净含量</td><td>5880ML (245ML*24)</td></tr> <tr><td>配料</td><td>水、鲜椰肉汁、白砂糖</td></tr> <tr><td>保质期</td><td>12个月</td></tr> <tr><td>食品添加剂</td><td>国标GB2760允许使用的酪氨酸钠、单、双甘油脂肪酸酯</td></tr> </table>	品名	椰树牌椰子汁	净含量	5880ML (245ML*24)	配料	水、鲜椰肉汁、白砂糖	保质期	12个月	食品添加剂	国标GB2760允许使用的酪氨酸钠、单、双甘油脂肪酸酯	<p>椰树牌椰汁245ML*24盒 整箱</p> <p>直接饮用，可能有少量蛋白质沉淀和脂肪上浮属于正常现象，饮用前请摇匀</p> <table border="1"> <tr><td>品名</td><td>椰树牌椰子汁</td></tr> <tr><td>净含量</td><td>5880ML (245ML*24)</td></tr> <tr><td>配料</td><td>水、鲜椰肉汁、白砂糖</td></tr> <tr><td>保质期</td><td>12个月</td></tr> <tr><td>食品添加剂</td><td>国标GB2760允许使用的酪氨酸钠、单、双甘油脂肪酸酯</td></tr> </table>	品名	椰树牌椰子汁	净含量	5880ML (245ML*24)	配料	水、鲜椰肉汁、白砂糖	保质期	12个月	食品添加剂	国标GB2760允许使用的酪氨酸钠、单、双甘油脂肪酸酯	 <p>【品名】椰树牌椰汁</p> <p>【配料】水、鲜椰肉汁、白砂糖</p> <p>【食品添加剂】 国标GB2760允许使用的酪氨酸钠、单、双甘油脂肪酸酯</p> <p>【性质】植物蛋白饮料</p> <p>【规格】6瓶X1.25升</p> <p>【保质期】9个月</p>
	品名	椰树牌椰子汁																					
净含量	5880ML (245ML*24)																						
配料	水、鲜椰肉汁、白砂糖																						
保质期	12个月																						
食品添加剂	国标GB2760允许使用的酪氨酸钠、单、双甘油脂肪酸酯																						
品名	椰树牌椰子汁																						
净含量	5880ML (245ML*24)																						
配料	水、鲜椰肉汁、白砂糖																						
保质期	12个月																						
食品添加剂	国标GB2760允许使用的酪氨酸钠、单、双甘油脂肪酸酯																						
东鹏能量饮料	<p>规格：24罐 x 250ml 保质期：18个月</p> <p>主要原料：水、白砂糖、柠檬酸、柠檬酸钠、香精、牛磺酸、赖氨酸、肌醇、咖啡因、苯甲酸钠、烟酸、柠檬黄、维生素B6、胭脂红、维生素B12</p>	<p>规格：24盒x250ml 保质期：1年</p> <p>原料：牛磺酸、L-盐酸赖氨酸、肌醇、咖啡因、烟酰胺、维生素 B6(盐酸吡哆醇)、维生素 B12(氰钴胺)</p> <p>辅料：饮用水、果葡糖浆、白砂糖、柠檬酸、柠檬酸钠、食品用香精、苯甲酸钠、三氯蔗糖、柠檬黄、诱惑红</p>	<p>规格：24瓶x500ml 保质期：1年</p> <p>主要原料：水、白砂糖、柠檬酸、柠檬酸钠、香精、牛磺酸、赖氨酸、肌醇、咖啡因、苯甲酸钠、烟酸、柠檬黄、维生素B6、胭脂红、维生素B12</p>																				

数据来源：公司官网、京东、东吴证券研究所

从受众角度，能量饮料虽然一开始是通过精准营销卡车出租车司机，快递员等劳动强度高易疲劳人群打开市场，但产品对“易疲劳”人群普遍适用，仅少年儿童和孕妇不适用，在经济社会持续发展，生活和工作压力大节奏快，运动健身参与度高，车辆普及率高出行旅游活跃等背景下，能量饮料的普适人群更加宽泛，主力消费人群已经从工作时间较长的司机，蓝领工人，快递员，医护工作者扩大到白领，学生等更多消费群体，消费场景相应的也从加班，熬夜和运动场景扩展到聚会，履新，电竞，音乐节和日常保健等更为休闲的消费场景。

4. 品类强依托，平台已具雏形

4.1. 跻身一线转向平台，多品类战略“1+6”

我们将饮料企业大致分为四类，东鹏饮料成立时间晚（明确能量饮料赛道时间），属于新锐饮料企业，这也包含几层含义：1）占据景气赛道主流品类，大单品成长好；2）创新力度大，产品矩阵逐步丰富过程中且新品表现佳；3）市场投入和渠道下沉等多维度彰显进取。

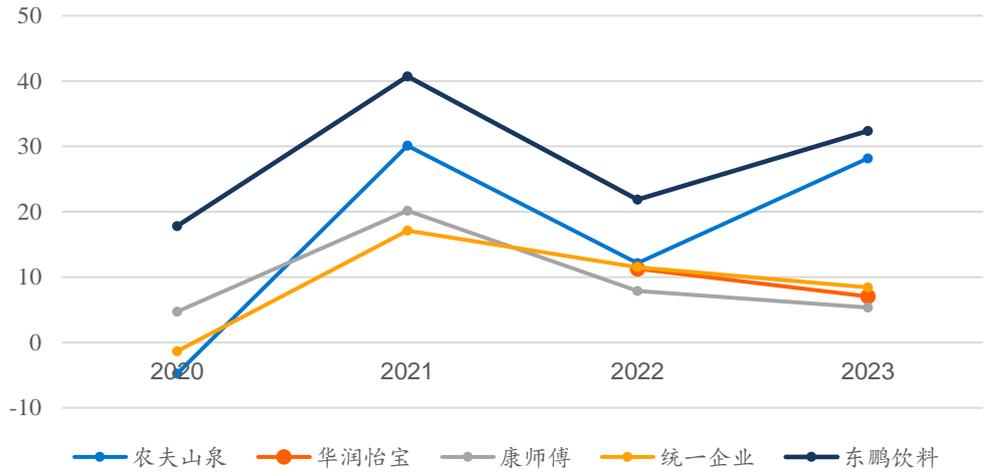
表5：主流饮料企业的大致分类

		品类	规模（亿元）	特点
台资老牌	康师傅	茶，果汁，水，碳酸饮料，咖啡等	509	渠道下沉充分，中低价
	统一	茶，果汁，奶茶，咖啡，水	178	渠道下沉充分，错位竞争，奶茶领先
国内老品牌	娃哈哈	乳饮，水，茶，八宝粥等	512	渠道下沉充分，低线市场份额高
	中国红牛	能量饮料	215	大单品，市场占有率高
	承德露露	杏仁露	29	细分市场龙头，北方市场稳固
	养元饮品	核桃露	62	细分龙头，市场下沉，分布较广
	椰树集团	椰汁，水	50	细分龙头，品牌高度成熟
跨国巨头	百事可乐	碳酸，果汁，水，薯片等	340（亚洲中东北非）	和康师傅深度合作
	可口可乐	碳酸，果汁	386（亚太）	亚太地区成长性弱，新品推广成功率一般
新龙头	农夫山泉	水，茶，功能饮料，果汁等	427	产品组合优势突出，核心品类领导力强
	东鹏饮料	能量饮料，电解质水，茶，咖啡	113	产品延伸有力，第二曲线正在打造
	华润怡宝	水	135	和麒麟合作，有茶，咖啡补充产品
	元气森林	气泡水，电解质水，茶等	60-70	电解质水增长迅速，终端进取

数据来源：公司官网、东吴证券研究所；注：未标年份的皆为2023年；皆为饮料业务

东鹏饮料不仅是新锐饮料企业，也跻身我们定义的饮料新龙头阵营，2023年公司饮料业务销售收入（不含税）达到112.6亿元。我们认为相对台资老品牌、国内老品牌和“两乐”而言，新龙头群体首先具有更突出的品类优势，**新龙头的主导成长品类基本落在“能量饮料，瓶装水，运动饮料，即饮咖啡，无糖茶”范围内**，其次是更突出的本土化优势，再次是决策效率优势。公司不仅营收过百亿，且保持强劲增长势头，2024年上半年东鹏饮料营收达到78.73亿元，同比增长44.19%，这一增长水平领衔新龙头。其中补水啦电解质饮料（运动饮料）增幅281.12%。

图13: 饮料新龙头的营业收入同比增速比较 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所制图 (注: 康师傅、统一为饮料业务收入增速)

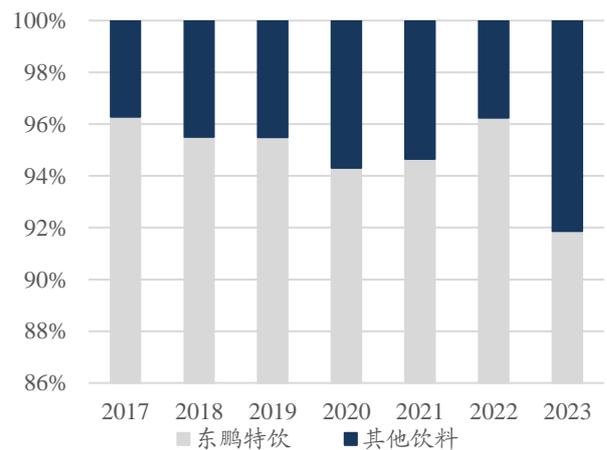
平台化基础夯实,“1+6”多品类战略践行。2022 年公司明确发展第二曲线,2023 年初,“补水啦”正式推出。至 2023 年 9 月,“补水啦”热销的成绩强化了公司第二曲线信心。2023 年,公司明确了“1+6 多品类战略”。在能量饮料的基础上,系统性推出电解质饮料(补水啦)、即饮咖啡(东鹏大咖)、无糖茶(东鹏上茶)、鸡尾酒(VIVI)、椰汁(海岛椰)、大包装饮料(植物/茶饮料系列品牌,有菊花蜜、蜂蜜绿茶、九制陈皮等口味)产品组合,这是公司筛选出的 6 个最有机会的品类,符合市场调研和数据反馈。

图14: 东鹏饮料“1+6 多品类”战略示意



数据来源: 东吴证券研究所制图

图15: “补水啦”带动公司其他饮料收入占比快速上升



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

表6: 1+6 多品类战略下“东鹏”品牌资产的使用

	品类	消费场景	特点
东鹏大咖	贴近功能性产品	在一些加油站、服务区，它和能量饮料的销量并驾齐驱，价值属性相似	沿用东鹏品牌资产
补水啦	轻功效产品	品类特性比较突出，属于清淡型功能饮料，一般性运动饮品	划分到了“东鹏”阵营，包装上就会用相对小的“东鹏”、显眼的“补水啦”
鸡尾酒	非功能性产品	和功能性饮料区隔较大	用“东鹏”作为品牌名，而是以“东鹏饮料荣誉出品”的形式
无糖茶		和功能性饮料区隔较大	
椰汁		和功能性饮料区隔较大	

数据来源：《从流量到销量，东鹏饮料的品牌方法论》，东吴证券研究所

4.2. 电解质水和无糖茶居风口，东鹏大咖破圈营销加速突围

电解质水是典型的运动饮料，能够快速补充水分、维持体液平衡、维持运动机能和促进新陈代谢，在运动饮料市场需求扩张驱动下规模持续成长。

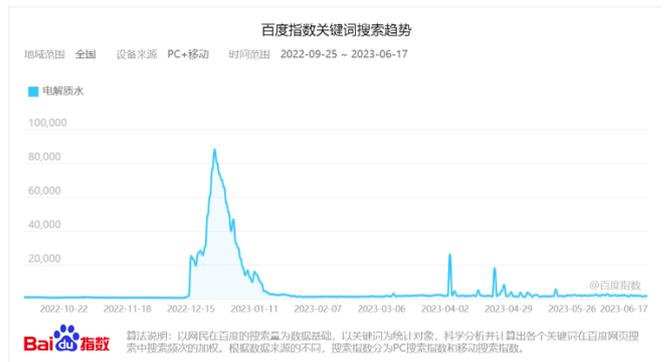
前瞻产业研究院将 2022 年定义为电解质水元年，我们认为 2020 年可算元年，主因消费者认知大幅提升，关注度提高，内资加速入局，电解质水国产品牌声量开始大增，至 2022 年行业规模开始加速扩张。新冠疫情对电解质水的爆发具有催化作用，从百度搜索指数看，2022 年 12 月疫情过峰放开之时是电解质水搜索高峰。

图 16: 2022 年被认为是电解质水元年



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 17: 2022 年末是电解质水群众搜索量高峰



数据来源：百度指数、东吴证券研究所

早期中国市场电解质水主要是外资品牌布局，消费者教育不激进，市场没有大爆发。农夫山泉和华润怡宝相对布局较早，但产品也在升级当中，随着电解质水市场的规模成长，尤其是元气森林“外星人”品牌电解质水的爆发，引爆了内资热情，2022 年是内资

入局电解质水的高峰。

表7: 入局电解质水企业情况

品牌	上线时间	所属企业	企业成立时间	企业性质
宝矿力水特	2003	大冢制药株式会社	1964	日资
佳得乐(清爽)	2017	百事可乐	1965	美资
魔力	2017	华润怡宝饮料	1989	中资
尖叫(等渗版)	2021	农夫山泉	1996	中资
李子园	2021.4	浙江李子园食品	1994	中资
外星人	2020	元气森林食品科技	2016	中资
天豹	2022.4	今麦郎饮品	2006	中资
依能	2022	山西优珍食品	2012	中资
娃哈哈	2022	娃哈哈集团	1993	中资
冲电	2022	河南妙畅饮品	2017	中资
小小罐军	2022.12	上海旺旺食品	2001	中资
豹发力	2022.12	福建盼盼	1996	中资
补水啦	2023.1	东鹏饮料	1994	中资

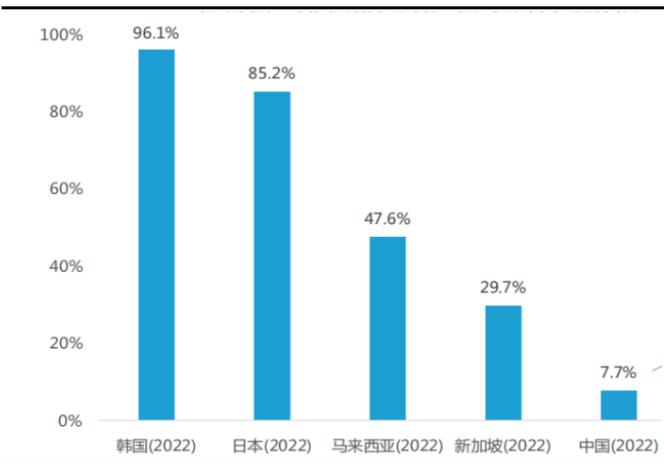
数据来源:《2023年中国电解质饮料行业市场洞察报告》、东吴证券研究所;

同能量饮料类似,电解质水的饮用人群和场景在持续扩张,已经从“运动”转向多元。《前瞻产业研究院:2023年中国电解质饮料行业市场洞察报告》数据显示,运动场景是最主要消费场景,健身人群是电解质水关键用户,28%的消费者运动中饮用电解质饮料,44%消费者运动后饮用电解质饮料,非运动场景的消费占比在提升,其中户外游玩占比最高,达到25%,其次是学习工作占19%,调节状态占11%,电竞游戏占11%。

无糖饮料蓬勃发展,无糖茶是无糖饮料的重要分支,龙头企业农夫山泉布局较早,目前收益最大。东亚地区饮茶文化底蕴深厚、居民健康意识提升,是无糖茶崛起的底层逻辑。中国茶饮料市场规模达千亿(2014年统计局数据显示“茶饮料及其他软饮料”制造业营业收入即过千亿),无糖茶在即饮茶当中占比不足10%,亿欧智库数据认为2022年无糖茶占比仅为7.7%,远低于日韩和其他亚洲国家。

农夫山泉2023年茶饮料产品实现营收126.59亿元,同比增长83.3%,判断其中无糖茶大单品东方树叶的销售收入增长更快。尼尔森IQ在2024年中国饮料行业趋势展望报告中指出,2023年无糖茶(零售渠道销售额)体量实现翻倍增长,增速高于饮料行业整体增速以及其所处的即饮茶品类增速。其中,饮料整体销售额增速为6%,即饮茶为19%,而即饮茶中的无糖茶达到了110%。2022年全国无糖茶新上市的单品数为93个,2023年为157个。综合来看2023年无糖茶继续实现爆发,我们估算无糖茶市场规模在2022年70余亿基础上,2023年达到110-120亿,行业高景气。

图18: 各国无糖茶(收入)在即饮茶饮料占比



数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所整理

图19: 无糖茶市场规模快速增长



数据来源: 亿欧智库, 东吴证券研究所

咖啡饮品大致三种形态, 一种是现磨现制咖啡, 同消费场所强相关, 一种固饮速溶咖啡, 第三种是 RTD 即饮瓶装咖啡。现制咖啡市占率最高, 而且在中国现制咖啡品牌正迅速扩店和价格下行, 消费购买的便利性大幅增加, 性价比突出。而现制咖啡大品牌如星巴克, 也在进入商超等 KA 和流通渠道推广瓶装咖啡, 在一二线城市凭借消费者强认知获得一定市场接受度。当下 RTD 咖啡雀巢进入最早, 市占率最高, 行业集中度亦高, 2022 年雀巢同星巴克合计占比超过 60%。

我们认为咖啡饮用人群扩大是 RTD 咖啡未来市场的基础, 目前仍然是补充, 还未进入爆发期。东鹏大咖秉承企业基因, 在口感创新、性价比方面保有差异化, 在精准的人群定位和通过异业联盟, 在重点城市试销打造样板, 未来仍有作为空间。

产品创新方面, 东鹏在 PET 即饮咖啡同行当中率先推出生椰拿铁, 且保持高性价比。2023 年 10 月东鹏大咖推出生椰拿铁新口味, 选用东南亚进口椰子, 采用生榨锁鲜工艺, 保留了自然椰乳的香味。咖啡豆严选阿拉比卡和罗布斯塔咖啡豆的双豆配比, 确保了咖啡的浓郁香气。产品中椰浆含量 $\geq 8\%$, 为消费者提供丰富营养而不过多热量, 低糖且不含反式脂肪酸, 咖啡因含量 $\geq 200\text{mg/kg}$, 既保证了咖啡的提神效果, 又照顾到了消费者对健康饮食的关注, 符合现代人寻求健康、低卡饮食的趋势。

表8: 主要热销 pet 即饮咖啡和东鹏大咖定价比较

品牌	代表畅销品	产品形象	规格	定价
星巴克	即饮拿铁		270ml*6	56.9 元 (3.51 元 /100ml)
雀巢	丝滑拿铁		300ml*15	70.2 元 (1.56 元 /100ml)
Costa	纯萃美式		300ml*15	68.8 元 (1.52 元 /100ml)
贝纳颂	摩卡/拿铁		300ml*15	66.90 元 (1.48 元 /100ml)
东鹏大咖	生椰拿铁		330ml*6	26.90 元 (1.35 元 /100ml)
	经典拿铁		500ml*15	91.60 元 (1.22 元 /100ml)

数据来源：京东、东吴证券研究所；

东鹏持续践行“核心客群”的精准定位和专案营销。东鹏大咖瞄准上班族白领群体和学生人群，这两大群体是即饮咖啡的消费主力军。上班族经常应对高强度工作,需要咖啡因提神醒脑，学生在应试和学习阶段也对提神醒脑的咖啡情有独钟。东鹏大咖在广告宣传时，巧妙植入“熬夜加班”、“学习应考”等与目标群体高度贴合的场景元素，切中消费者痛点和需求点。

营销上另辟蹊径，在 2024 年 4 月求职旺季东鹏大咖联手中国领先的人力资源平台智联招聘，开展了“大咖 1 日体验官招募”的跨界营销，邀请了 8 位来自不同领域的行业大咖共同助阵职场，为求职者揭秘职场发展的关键法则，东鹏大咖以敏锐的洞察力，精准捕捉白领人群作为职场重要主力军，渴望在职业道路上不断突破、实现自我价值的内心需求，并通过跨界合作的方式，将品牌与职场文化紧密结合，为求职者提供了一个与

行业大咖近距离交流的机会，共同探讨职场成功的秘诀，同时提供升职加薪周边礼包和“转+评”抽奖福利，增强品牌与粉丝之间的互动和粘性。这种互动式营销不仅提升了东鹏大咖的品牌形象，还扩大了其在白领人群中的影响力

我们预计 2024 年半年度东鹏大咖市场动销已经有了上升表现。

图20: 各国无糖茶在即饮茶饮料占比



数据来源：智联招聘，东吴证券研究所整理

图21: 推出大咖语录瓶



数据来源：京东、东吴证券研究所

4.3. 占流量，增销量，卓越有效的品牌落地“方法论+执行”

东鹏将传统的“知名度，美誉度，忠诚度”模型替换为“能见度，知名度，忠诚度”模型，认为产品陈列解决能见度，大众传播解决知名度，场景人群解决忠诚度，在这三个维度，东鹏饮料深入践行“将流量转化为真正的销量”。

进取的陈列，终端数量走向行业第一阵营。“陈列是最大的广告”，“产品是最好的媒介”，饮料消费的决策模式与其他产品不同，消费者的购买具有较强及时性和冲动性，“能见度”就是解决产品“随处可见，随手可得”的问题。陈列的基础是渠道网点，公司从2020年开始借助数字化继续加速发展商户会员，目前活跃的商户网点近超过340万个（2023年报数据），零售终端的开拓是一个长期工程，东鹏已经完成“原始积累”。在渠道基础之上，公司用数字化筛选出最有价值、最有潜力的网点，也就是“高势能网点”，通过冰柜、堆头、冰爽站形成强势陈列，让“高势能网点”实现高转化。“产品是最好的媒介”，好名字、好包装，能让产品摆在货架上就自带流量。公司对产品命名有自己的实用哲学，2023年初开始，电解质饮料十分火爆，东鹏的“补水啦”能脱颖而出，名字是很重要的原因。好的品名教育成本是最低的，既能代表品类，又具有品牌独特性。

组合式品牌传播提高知名度。公司连续三年赞助KPL王者荣耀职业联赛，做《玫瑰的故事》《墨雨云间》这类品质影视剧植入+大剧贴片，原因在于它们是年轻人心中的强内容，它们背后是大众快消品需要的大流量。梯媒、公交车、地铁广告等户外媒体的特点是不依附于内容，随处可见，也能带来稳定的流量，因此东鹏每年在户外广告也

有着稳定的投入。在流行的强算法媒介，公司认为其可以带来精准流量，比如“补水啦”新品，起步阶段公司要找到原点人群，所以会选择在抖音、小红书做种草传播。公司会依据大流量、稳流量、精流量的各自优势，根据需求做组合。

图22: 东鹏饮料“1+6多品类”战略示意



数据来源：公司资料，东吴证券研究所

图23: “补水啦”带动公司其他饮料占比快速上升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

依托场景专案打造，深度培育人群忠诚度。品牌和产品触达人群的时候，公司会先考虑目标人群处于哪一个场景之中，进而在特定的场景培育人群忠诚度。公司的优势客群司机人群，并对其进一步细分为自驾车主和职业司机，首创了高德地图语音导航广告，同时在春节、暑期这些高流量节点，多年做高速大牌风暴；触达职业司机时，投放的媒体就会转变为满帮、货拉拉、滴滴的司机端等，在线下同时覆盖加油站、服务区、物流园、专业市场、驾校，整体是线上线下合力、销售推广联动的模式，渗透重点人群。公司储备了众多的人群场景专案，通过“工具媒介化”，复制到如悦动圈、悦跑圈这样的运动 APP 上，也取得了不错的效果。2022 年财报中，东鹏将客群进一步细分成“开车人群”“蓝领人群”“新蓝领人群”“娱乐人群”“白领人群”“学生人群”“运动人群”“公务人群”，并提出将围绕 8 大客群进行产品的专案打造。

总结东鹏的品牌传播推广增长方法：网点覆盖、产品陈列，筛选高势能网点完成高转化解决能见度；用大流量、稳流量、精流量的组合建立并持续提升知名度；打造人群专案，持续渗透重点人群，拉动复购，建立忠诚度。

4.4. 加速“冰冻化”投入，终端优势开始放大

饮料圈“冰冻化是最好的陈列”有共识，冰冻化一方面能够达成陈列展示，另一方面能够强化动销，冷冻化对销量提升明显。为此，每年旺季之前和旺季都会上演“抢柜大战”，强势的终端冰冻化陈列，是阻击竞品、提升本品销量最有效的策略手段之一。增强冰冻化最常规思路就是由厂家/品牌方对终端投放冷柜专柜，但是投专柜适合产品矩

阵丰富或动销量大产品，如可口可乐、农夫山泉、康师傅、元气森林等，随着东鹏产品矩阵趋向丰富，公司投放专柜的经济性大幅提升。为此公司 2021、2023、2024 年冷柜投放加码，是销售费用增长的主要贡献。

图24: 补水啦的陈列专案



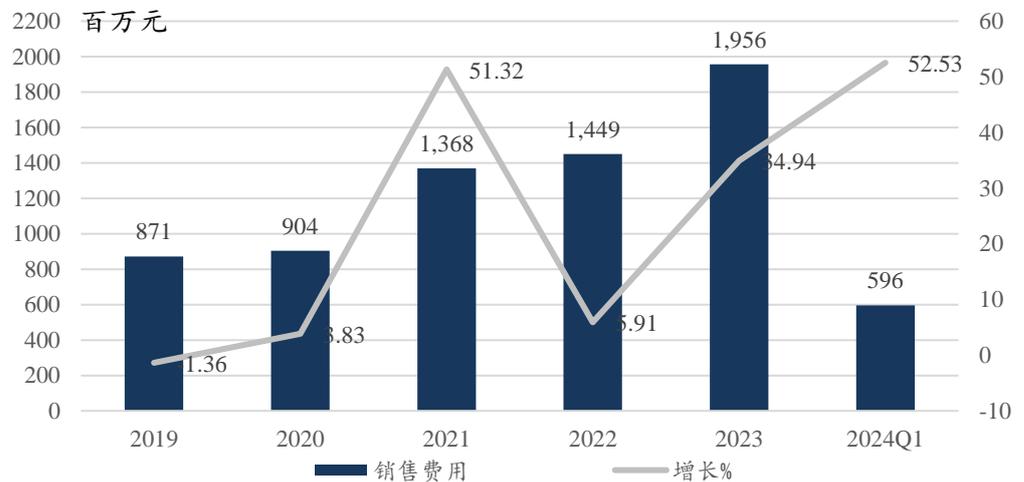
数据来源：华财网，东吴证券研究所制图

图25: 东鹏饮料的冰冻化陈列



数据来源：华财网、东吴证券研究所

图26: 公司近年销售费用增长加快（2022 年疫情影响较大）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所制图

2021 年销售费用增长 3.28 亿元（同比+51.32%），主要是：1）公司上市成功后加大对品牌建设推广活动的投入，新增上市专案推广费用 9,942.49 万元；2）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，较上年同期增加了冰柜投放等渠道推广费用约 13,428.12 万元；3）公司推进全国化战略，销售人员人数增加，同时公司提升销售人员工资待遇，销售人员工资薪酬增加，导致销售费用较去年同期有较大的增长。

2023年销售费用增长5.06亿(+34.94%),变动原因:1)职工薪酬支出涨幅为26.21%,公司为推进全国化战略实施,进一步扩大销售规模,销售人员人数增加所致;2)宣传推广费支出涨幅为35.69%,加大冰柜投入所致。

2024年一季报公司销售费用增加2.05亿(+52.53%),“主要系本期公司加大冰柜投放所致”。而“热季”到来之前的前置化投入,带来了Q2的营收和净利高增,2024年Q2公司营收增长加速至47.88%,归母净利润加速增长74.62%。

2024年1-6月公司持续推进全国化战略,持续推进全国化战略,通过精细化渠道管理,不断加强渠道运营能力,继续加强冰冻化建设,提高全品项产品的曝光率、拉动终端动销;同时,公司在夯实东鹏特饮基本盘,持续保持增长的基础上,积极探索多品类发展,培育新的增长点,为公司的持续增长注入了新的活力,从而进一步带动收入的增长。

冰冻化对销售拉升贡献突出,2024年上半年营收增长45%(预告中枢位置)左右,其中终端增长贡献20%左右,非能量饮料增量贡献估算在8-10个点增速附近,意味着单点贡献10-15个点,我们认为主要是以冰冻化为核心的动销拉动,终端优势开始放大。

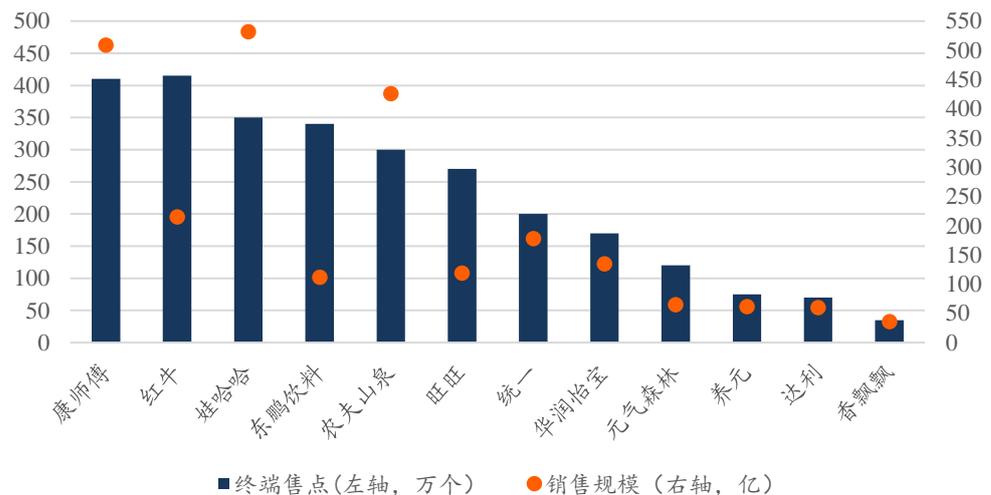
5. 登高天地阔，纵横自从容

5.1. 终端覆盖登顶一线，规模天花板打开

对饮料类而言，终端为王仍然适用，除品类/产品属性外（包含了消费者的寡众，以及消费频次的高低），终端覆盖和下沉程度很大程度决定了销售规模天花板，一线饮料企业的终端覆盖数也一样处于一线位置。

我们发现，剔除掉“终端售点已覆盖，但销售停滞”标的，比如红牛因为商标纠纷以及部分渠道客户根据法院判决下架红牛产品，比如元气森林的气泡水爆发式增长后一定程度回落，“销售规模/售点规模”平均比值在 1.002，也即验证了我们“一线终端覆盖规模支撑一线销售规模”这一结论。东鹏饮料的这一比值为 0.33，继续上升空间大，这一上升主要来自于产品接受度进一步提高，扩品类品项，扩充渠道（比如团购，电商等），和提升单点销量，通过更好的推广以及冰冻化陈列等举措。

图27：部分饮料公司终端售点规模和饮料业务销售收入规模情况



数据来源：相关公司公告，公司官号，东吴证券研究所；注：取 2023 年值

终端售点持续开拓，广东以外市场增长势头更劲，区域趋向均衡。随着全国化战略的推进，广东以外区域的占比将会持续上升。全国区域在 2023 年实现营业收入 60.24 亿元，同比增长 41.40%，营收占比为 53.54%，其中华北区域、华东区域、西南区域的收入增长较为迅猛，增长率分别达到 64.83%、48.42%和 64.71%，高于全国区域的增长率，主要系华北事业部、华东事业部和西南事业部通过不断夯实业务基础、完善经销体系、持续开拓终端网点、加强终端陈列及把握新消费机会等方式促进销量快速增长。2024 年半年度，广东区域销售收入占比已经从 2020 年的 55.48%降至 26.85%。

表9：公司广东广西以外区域销售高增长（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024H1
广东区域：收入	2,751.19	3,199.07	3,353.80	3,760.95	2,114.34
增长（%）		16.28	4.84	12.14	12.50
业务收入比例（%）	55.48	45.85	39.43	33.39	26.85
广西区域：收入	520.74	705.65	894.95	982.83	562.09
增长（%）		35.51	26.83	9.82	9.50
业务收入比例（%）	10.50	10.11	10.52	8.73	7.14
华东区域：收入	499.23	771.66	1,021.67	1,516.32	1,158.28
增长（%）		54.57	32.40	48.42	53.60
业务收入比例（%）	10.07	11.06	12.01	13.46	14.71
华中区域：收入	558.30	753.13	1,053.95	1,400.10	1,068.87
增长（%）		34.90	39.94	32.84	51.86
业务收入比例（%）	11.26	10.79	12.39	12.43	13.58
华北区域：收入	213.14	339.46	612.54	1,009.65	986.88
增长（%）		59.27	80.45	64.83	99.14
业务收入比例（%）	4.30	4.86	7.20	8.96	12.53
西南区域：收入	294.20	431.74	677.08	1,115.22	921.57
增长（%）		46.75	56.83	64.71	75.57
业务收入比例（%）	5.93	6.19	7.96	9.90	11.71
直营本部：收入		656.29	735.24	1,260.10	860.95
增长（%）			12.03	71.39	76.44
业务收入比例（%）		9.41	8.64	11.19	10.94
线上销售：收入	56.70	106.84	142.10	205.31	188.66
增长（%）			33.00	44.48	96.56
业务收入比例（%）	1.14	1.53	1.67	1.82	2.40

数据来源：wind、东吴证券研究所

5.2. 扩充品类和提升单点销售齐发力

公司于2023年1月开始先后推出555mL和1L规格的“东鹏补水啦”电解质饮料（西柚味），有效补充因流汗而流失的电解质和水分。为了满足不同消费者的口味需求，于2023年7月推出了柠檬味及荔枝、白桃口味、0糖等多元化新品。

茶饮方面，2023年，东鹏就推出了“鹏友上茶”系列之“乌龙上茶”，随后在2024年初又陆续推出“普洱上茶”、“茉莉上茶”等新口味，迅速完成对无糖茶赛道的战略布局。

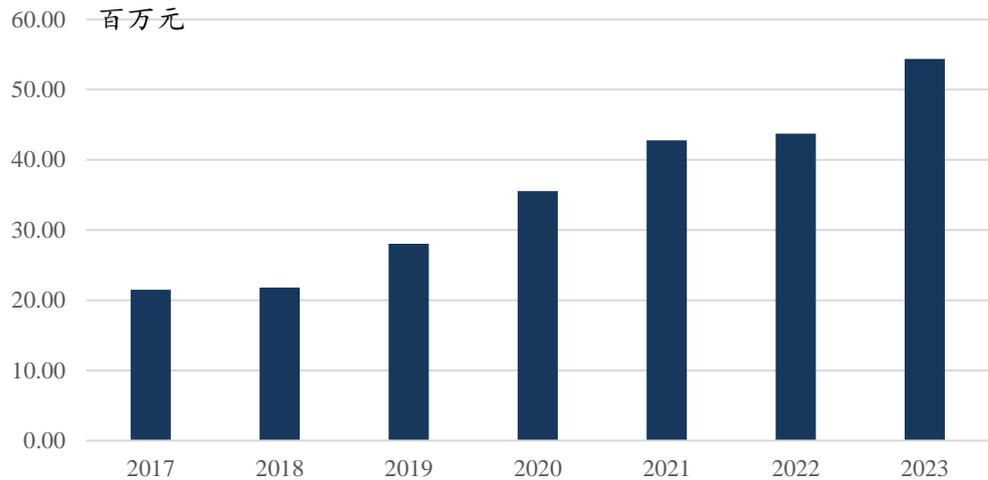
2023年“东鹏大咖”咖啡饮料家族再添新成员——“东鹏大咖生椰拿铁”。该品精选东南亚进口椰子，采用生榨锁鲜工艺，保留自然椰乳香味，咖啡豆精选阿拉比卡和罗布斯塔咖啡豆双豆拼配，咖啡风味浓郁。

果蔬汁饮料方面，2023年公司在原有“生榨油柑汁”产品的基础上，成功研发并推出了新品“油柑汁”饮料。被誉为“果汁之王”的油柑，以其独特的风味和丰富的营养成分，一直受到华南地区消费者的喜爱。公司的新品“由柑汁”饮料，采用了高温杀菌技术，既

保留了油柑汁的新鲜和口感，又可在常温下保存，大大提高了产品的便利性和适用场景。

公司依托完善的销售渠道体系，以公司持续多年的市场预研、研发储备及新品试销能力，积极布局成长空间巨大的饮料品类，构建多品类发展矩阵。2023 年公司已初步构建起以能量饮料为第一发展曲线，以电解质饮料、茶饮料、预调制酒、即饮咖啡等新领域为第二发展曲线的战略框架，专心致力于打造多品类矩阵，逐步从单一品类向多品类的综合性饮料集团稳步发展。

图28：公司研发投入持续走高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着品类增多，终端协同性更加凸显，而投放冷柜的经济性也大幅增强。有数据显示，冰冻化陈列对销售提升可达到三成。公司持续加码冰冻化，冰冻化已经是销售费用的主要增长项，目前公司累计投放冷柜估测在 20-30 万台，占终端总量比重不到 10%，仍有较大空间，仍有较大增长驱动力。

5.3. 数字化优势突出，持续投入能力强大

公司数字化投入更为前瞻，在应用端取得巨大成效，已经成为公司核心竞争优势。公司持续在经营及管理业务数字化方面大手笔投入，围绕供应链、生产基地、下游经销商、销售终端和消费者，搭建起从生产到消费者的全链路信息系统，打通了从终端消费者、研发人员及公司管理者的数字化链路。

公司的营销数字化系统从不同的层次覆盖经销商的库存与铺货指引，遍及全国的服务支持团队的日常管理和销售活动执行，兼顾业务代表、区域负责人的绩效管理与考核。公司通过强大的数据处理与分析算法逻辑，以及实时高效的数据反馈，向管理者提供了深度驾驶舱，使其能够实时了解渠道及终端的库存库龄情况，了解总端的动销情况与消费者的反馈，为适时调整市场策略提供精准的决策支持。

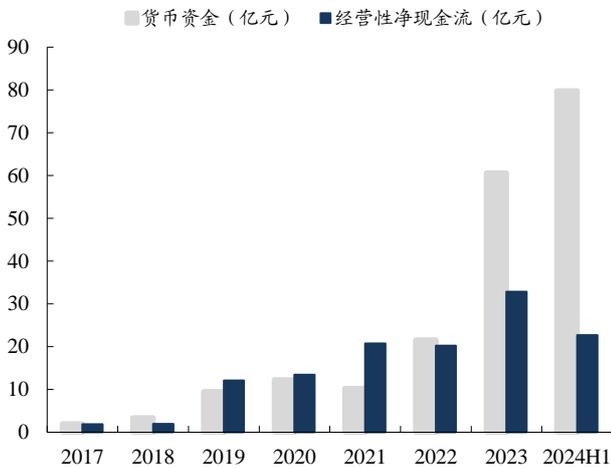
公司全链路数字化系统有效提升了供应链管理效率、降低了管理风险，实现供需全链路数智化管理，助力精益生产；利用公司产品在渠道中流通的信息，解决了销售区域压货的行为，减少窜货等问题；通过对渠道库存、销售网点、渠道动销等多维度数据进行综合分析，合理分配各项资源，制定针对性的精准营销策略，提升决策质量、营销费用的投放效益，提高单点产出。

通过数智化平台投放的消费者活动，累计不重复扫码公司产品的消费者 ID 已超 1.9 亿用户数，为公司庞大的营销数字化大数据中的多维度分析提供有力支撑，不断提高公司进行消费需求分析的能力。公司利用深度渗透到各级营销链条的数字化系统及手机小程序，形成了与渠道及终端甚至消费者的实时数据与行为互动连接，赋能对渠道与终端的资源调配效率，进而不断完善公司在传统渠道优势基础上，向渠道与消费者提供更好服务和新品铺货推荐的能力。

公司除了在数字化方面投入，在品牌端，消费者教育端，终端（例如陈列，冰冻化陈列，冷柜投放）等均有强大资金保障。

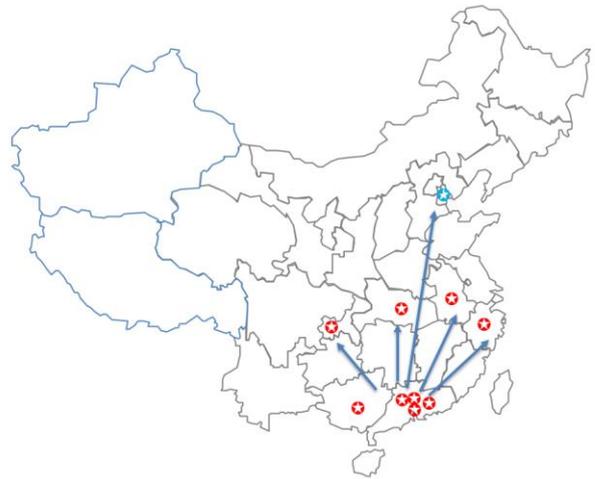
产能端公司持续完善布局，目前已经有 11 个基地。考虑到运输经济性，饮料公司是多基地生产，公司销售走向全国必然匹配产能的全国化布局。基础投资需要资金保障，公司优秀的现金流和盈利率提供充足保障。

图29: 2017-2024H1 货币资金及经营性净现金流



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图30: 公司（陆地范围）产能持续投入布局更加科学



数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们认为公司能量饮料继续处于上升期，渠道下沉和冰冻化，能量饮料渗透和单点提升两个维度均有持续看点。2024 上半年东鹏特饮增幅 33.49%，预计全年增幅在 30% 左右。

从 2024 半年报公司补水啦增幅 281.12%达到 4.76 亿元，预计全年 10 亿级收入。

其他饮料上半年增幅 172.16%至 5.31 亿元，预计全年在 10 亿元左右，无糖茶饮料竞争激烈，东鹏大咖得益于上半年专案营销等催化，预计表现较好。

预测主要假设依据：

- 1) 补水啦保持高景气，全年预计达到 10 亿量级收入，2025-2026 在基数不高情况下增长保持势能。
- 2) 能量饮料 2024 半年度增速高，奠定全年基调，预计全年增长在 30%左右，渗透率下仍有空间，基数抬升后 2025-2026 年有所降速。
- 3) 终端数量扩张和冰冻化两个维度对公司景气品类都有直接贡献。

我们预计 2024-2026 年总营收分别为 155.1/194.4/235.3 亿元，同比+38%/25%/21%；归母净利润 30.0/40.5/50.7 亿元，同比+47%/35%/25%，当前市值对应 PE 为 31.25/23.15/18.48 倍。

表10：公司收入预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,505.4	11,262.8	15,511.0	19,435.5	23,525.9
Yoy	21.9%	32.4%	37.7%	25.3%	21.0%
东鹏特饮收入	8,172.31	10,336.01	13,472.5	16,354.2	19,422.6
Yoy	24.0%	26.5%	30.3%	21.4%	18.8%
销量(吨)	1,859,431.00	2,384,550.00	3,123,761	3,810,988	4,535,075
Yoy	23.3%	28.2%	31.00%	22.00%	19.00%
其他饮料收入	319.03	914.48	2,025.1	3,068.0	4,090.3
Yoy	-14.2%	186.6%	121.5%	51.5%	33.3%
销量(吨)	196,131.00	472,601.00	1,016,092.2	1,524,138.2	2,011,862.5
Yoy	6.2%	141.0%	115%	50%	32%
其他收入	14.1	12.3	13.4	13.3	13.0

数据来源：wind、东吴证券研究所

我们采用 PE 估值对公司进行估值,选取同为饮料乳品行业的农夫山泉、百润股份、养元饮品作为可比公司，基于品类景气的领先，和产品生命长周期，还有相对普通快消更稳固的竞争格局，在营收和盈利增长高于食饮整体和细分行业情基础上，我们认为公

司享有一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值表

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	PE				归母净利润(亿元)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002568.SZ	百润股份	174	21	20	18	15	8	8	10	11
603156.SH	养元饮品	232	16	15	14	12	15	16	17	19
9633.HK	农夫山泉	2775	23	22	19	16	121	128	148	170
	平均值		19	18	16	14				
605499.SH	东鹏饮料	937	46	31	23	18	20	30	40	51

数据来源: wind、东吴证券研究所(注: 除东鹏饮料外, 其余公司均采用 wind 一致预期, 截至 2024/9/3 收盘价)

7. 风险提示

终端扩张和管理不及预期。公司终端覆盖在 2023 年末达到 340 万左右，目标 400 万+，终端扩张下沉是公司核心单品销量增长的重要支撑。

新品推广和成长不及预期。公司“1+6 多品类战略”顺利实施是公司持续成长的保障，如果新品推广和持续成长不及预期则影响公司整体业绩兑现和中长期成长预期。

原材料涨价风险。公司原料包括 PET 瓶，包装纸，罐和糖等，如果核心原料价格波动尤其上涨较大，则会带来业绩波动风险。

东鹏饮料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,769	12,002	15,396	20,098	营业总收入	11,263	15,511	19,436	23,526
货币资金及交易性金融资产	7,296	10,509	13,734	18,217	营业成本(含金融类)	6,412	8,705	10,772	12,921
经营性应收款项	225	274	319	359	税金及附加	121	168	210	254
存货	569	745	861	1,031	销售费用	1,956	2,572	3,170	3,710
合同资产	0	0	0	0	管理费用	369	442	520	604
其他流动资产	679	475	482	490	研发费用	54	63	73	81
非流动资产	5,941	6,756	7,178	7,472	财务费用	2	(45)	(121)	(201)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	70	90	105	118
固定资产及使用权资产	3,014	3,754	4,168	4,459	投资净收益	142	115	220	157
在建工程	385	410	427	439	公允价值变动	29	0	0	0
无形资产	485	475	465	455	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	33	36	37	38	营业利润	2,588	3,810	5,137	6,433
其他非流动资产	2,025	2,081	2,081	2,081	营业外净收支	(9)	(14)	(11)	(13)
资产总计	14,710	18,758	22,573	27,570	利润总额	2,579	3,797	5,125	6,420
流动负债	8,047	10,124	11,569	13,488	减:所得税	539	797	1,076	1,348
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,029	3,429	3,379	3,529	净利润	2,040	2,999	4,049	5,072
经营性应付款项	915	1,198	1,416	1,737	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,607	3,627	4,635	5,723	归属母公司净利润	2,040	2,999	4,049	5,072
其他流动负债	1,495	1,870	2,139	2,500	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.10	7.50	10.12	12.68
非流动负债	339	304	290	265	EBIT	2,420	3,752	5,004	6,219
长期借款	220	170	160	130	EBITDA	2,690	4,003	5,287	6,530
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.07	43.88	44.58	45.08
租赁负债	95	100	96	101	归母净利率(%)	18.11	19.34	20.83	21.56
其他非流动负债	24	34	34	34	收入增长率(%)	32.42	37.72	25.30	21.05
负债合计	8,386	10,428	11,859	13,754	归母净利润增长率(%)	41.60	47.05	34.99	25.26
归属母公司股东权益	6,324	8,330	10,714	13,816					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,324	8,330	10,714	13,816					
负债和股东权益	14,710	18,758	22,573	27,570					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,281	4,666	5,561	6,900	每股净资产(元)	15.81	20.82	26.78	34.54
投资活动现金流	(758)	(712)	(497)	(461)	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	(1,058)	(748)	(1,840)	(1,956)	ROIC(%)	21.22	27.32	29.98	30.78
现金净增加额	1,437	3,212	3,225	4,483	ROE-摊薄(%)	32.26	36.01	37.79	36.71
折旧和摊销	270	251	283	311	资产负债率(%)	57.01	55.59	52.54	49.89
资本开支	(916)	(1,014)	(711)	(613)	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.95	31.25	23.15	18.48
营运资本变动	1,118	1,444	1,327	1,550	P/B(现价)	14.82	11.25	8.75	6.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>