

# 东鹏饮料（605499.SH）

## 如何理解高成长性和高估值？

### 核心观点：

- **高速增长的内因：战略鉴定，战术高效。**从产品端来看，东鹏特饮以高性价比和更懂消费者的包装把握市场需求，品牌与产品相辅相成，第二曲线产品接棒贡献营收高增；从管理层来看，创始人高瞻远瞩，经营效率持续提升；从渠道端来看，近年渠道持续快速扩张兑现增长潜力，同时公司招商与单商营收提升交替推进，未来应重点关注区域单商营收提升对整体收入增长的拉动作用，数字化亦赋能公司管理。
- **高速增长的外因：从行业发展角度来看**，消费习惯与消费人群扩容贡献能量饮料增长，能量饮料有望承担更多中国人的提神需求。从品类定位角度来看，中国能量饮料产品是“特定场景下的必选消费品”，而非海外市场的“饮料&可选消费品”；从竞争格局角度来看，红牛争议悬而未决，东鹏相对优势显著。
- **展望未来，如何看待东鹏饮料增长的未来空间？**以广东区域为模板从人口和总量等 6 种视角测算东鹏特饮产品全国化天花板预计在 310-390 亿元，参考 Monster 与燃力士，东鹏应稳固品牌心智，同时从低糖、口味创新和添加物寻求产品创新。
- **如何理解东鹏饮料的高估值？**业绩持续超预期是估值溢价的重要来源，尤其是过去市场大多低估公司次年业绩弹性、即公司业绩高增的持续性，随着市场认知度逐渐提升，公司有望维持估值溢价。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年实现归母净利润 29.5/38.6/48.8 亿元，同比+44.8%/30.8%/26.2%，对应 PE 为 31/24/19 倍，综合考虑可比公司及东鹏饮料自身成长性，给予 24 年 35 倍 PE，对应合理价值 258.48 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**经济增长不及预期，新品推广不及预期，相关测算存在局限性，食品安全风险。

### 盈利预测：

|             | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）   | 8505  | 11263 | 15375 | 19330 | 23554 |
| 增长率（%）      | 21.9% | 32.4% | 36.5% | 25.7% | 21.9% |
| EBITDA（百万元） | 2054  | 2690  | 4106  | 5298  | 6611  |
| 归母净利润（百万元）  | 1441  | 2040  | 2954  | 3865  | 4878  |
| 增长率（%）      | 20.8% | 41.6% | 44.8% | 30.8% | 26.2% |
| EPS（元/股）    | 3.60  | 5.10  | 7.39  | 9.66  | 12.19 |
| 市盈率（P/E）    | 49.40 | 35.79 | 30.93 | 23.64 | 18.73 |
| ROE（%）      | 28.4% | 32.3% | 37.8% | 39.7% | 40.1% |
| EV/EBITDA   | 35.20 | 26.13 | 21.44 | 16.38 | 12.83 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

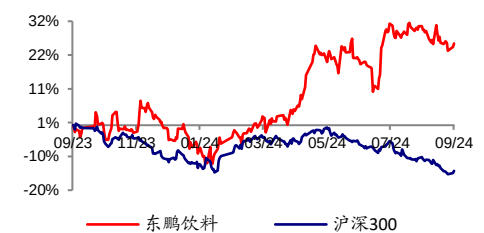
### 买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 228.40 元   |
| 合理价值 | 258.48 元   |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2024-09-20 |

### 基本数据

|                   |                   |
|-------------------|-------------------|
| 总股本/流通股本（百万股）     | 400.01/400.01     |
| 总市值/流通市值（百万元）     | 91362.28/91362.28 |
| 一年内最高/最低（元）       | 239.88/162.67     |
| 30 日日均成交量/成交额（百万） | 0.88/203.49       |
| 近 3 个月/6 个月涨跌幅（%） | 4.02/21.97        |

### 相对市场表现



### 分析师：

符蓉



SAC 执证号：S0260523120002



021-38003552



furong@gf.com.cn

### 分析师：

郝宇新



SAC 执证号：S0260523120010



021-38003553



haoyuxin@gf.com.cn

### 分析师：

高鸿



SAC 执证号：S0260522010001



SFC CE No. BUQ312



021-38003690



gfgaohong@gf.com.cn

请注意，符蓉、郝宇新并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 目录索引

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 一、前言：复盘东鹏饮料的高速增长 .....                 | 5  |
| 二、高速增长的内因：战略坚定，战术高效.....               | 7  |
| （一）从产品端入手理解东鹏饮料出众的产品力 .....            | 7  |
| （二）创始人高瞻远瞩，经营效率持续提升 .....              | 10 |
| （三）渠道兑现增长潜力，提高多品类战略胜率 .....            | 12 |
| 三、高速增长的外因：行业持续扩容，相对优势凸显 .....          | 17 |
| （一）消费习惯与消费人群扩容贡献能量饮料增长 .....           | 17 |
| （二）品类定位不同，长期主义显著受益 .....               | 19 |
| （三）龙头陷争端，东鹏勇向前 .....                   | 21 |
| 四、展望未来，如何看待东鹏饮料增长的未来空间？ .....          | 23 |
| （一）以广东区域为模板，全国化仍有较大空间 .....            | 23 |
| （二）MONSTER 与燃力士（CELSIUS）对东鹏饮料的启示 ..... | 25 |
| 五、如何理解东鹏饮料的高估值？ .....                  | 29 |
| 六、盈利预测和投资建议 .....                      | 32 |
| 七、风险提示 .....                           | 34 |

## 图表索引

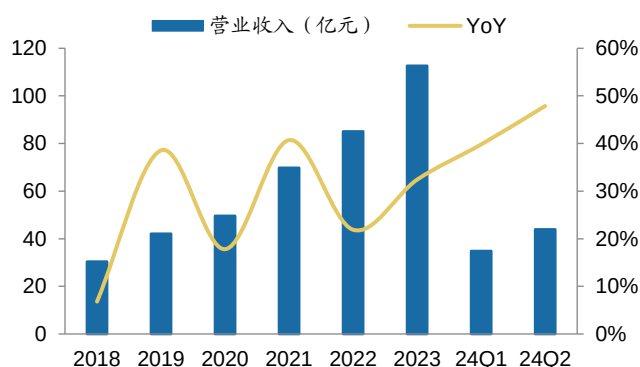
|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1: 东鹏饮料近年营收持续增长 .....                            | 5  |
| 图 2: 东鹏饮料一致预期营收与实际达成情况 (亿元) .....                  | 5  |
| 图 3: 主要上市饮料企业 2019-2023 年营收增速情况 .....              | 5  |
| 图 4: 超 30 家机构评级的食品饮料企业 2024 年 Wind 一致预期业绩变化情况 .... | 6  |
| 图 5: 东鹏饮料近年归母净利润持续增长 .....                         | 6  |
| 图 6: 东鹏饮料近年归母净利率情况 .....                           | 6  |
| 图 7: 主要饮料企业 2019-2023 年业绩增速情况 .....                | 7  |
| 图 8: 主要饮料企业 2023 和 2019 年盈利能力对比 .....              | 7  |
| 图 9: 主要能量饮料产品单瓶到手价 .....                           | 7  |
| 图 10: 主要能量饮料产品每 100ml 到手价 .....                    | 7  |
| 图 11: 中国主要能量饮料及运动饮料推出时间 .....                      | 8  |
| 图 12: 东鹏饮料销售额市占率 .....                             | 9  |
| 图 13: 东鹏饮料销售量市占率 .....                             | 9  |
| 图 14: 2019 和 2024 年 Brand Finance 中国最具强度品牌 .....   | 9  |
| 图 15: 东鹏饮料其他饮料占营收比 .....                           | 10 |
| 图 16: 拆解东鹏单季度营收增速贡献 .....                          | 10 |
| 图 17: 24H1 东鹏饮料股权结构 .....                          | 10 |
| 图 18: 主要饮料企业毛利率情况 .....                            | 11 |
| 图 19: 主要饮料企业其他费用率变化情况 .....                        | 11 |
| 图 20: 东鹏饮料 2023 年各区域营收占比 (亿元) .....                | 12 |
| 图 21: 东鹏饮料 2020 与 2023 年营收对比 (亿元) .....            | 12 |
| 图 22: 东鹏饮料近年经销商团队数量 .....                          | 13 |
| 图 23: 东鹏饮料近年终端数量 .....                             | 13 |
| 图 24: 公司强势及非强势市场经销商数量情况 (家) .....                  | 14 |
| 图 25: 公司强势及非强势市场单经销商营收 (万元) .....                  | 14 |
| 图 26: 2019-24H1 各区域经销商数量增速 .....                   | 14 |
| 图 27: 2019-24H1 各区域单商营收增速 .....                    | 14 |
| 图 28: 各区域单商营收增长对区域营收增长贡献度 .....                    | 15 |
| 图 29: 东鹏饮料各区域单经销商营收及增速 (万元) .....                  | 15 |
| 图 30: 东鹏饮料年内经销商增加与减少情况 (家) .....                   | 15 |
| 图 31: 东鹏饮料年内经销商增加与减少占比 .....                       | 15 |
| 图 32: 东鹏饮料近年销售人员变化情况 (人) .....                     | 16 |
| 图 33: A 股主要饮品公司销售人员人均创收 .....                      | 16 |
| 图 34: 2019 年世界各国人均咖啡消费量情况 (千克) .....               | 17 |
| 图 35: 中国企业就业人员周平均工作时间持续增长 .....                    | 18 |
| 图 36: 中国人均咖啡消费量持续提升 .....                          | 18 |
| 图 37: 中国及亚洲主要国家工作时长高于其他地区 .....                    | 18 |
| 图 38: 中国茶叶产量规模持续增长 .....                           | 18 |
| 图 39: 中国能量饮料市场规模持续增长 .....                         | 18 |

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 40: 中国人均咖啡消费量持续提升 .....                       | 19 |
| 图 41: 各等级城市品牌门店排名 TOP5 .....                    | 19 |
| 图 42: 中美日韩主要能量饮料产品及其运营分销商 .....                 | 20 |
| 图 43: 中国市场上主流能量饮料产品及品牌方 .....                   | 20 |
| 图 44: 主要饮品公司销售费用情况 .....                        | 21 |
| 图 45: 主要饮品公司销售费用率情况 .....                       | 21 |
| 图 46: 华彬集团方面展示的 50 年代理协议 .....                  | 22 |
| 图 47: 合营公司合营期限规定 .....                          | 22 |
| 图 48: 东鹏饮料广东区域营收情况 .....                        | 23 |
| 图 49: 东鹏饮料广东区域营收增长贡献度拆解 .....                   | 23 |
| 图 50: Monster 近年营收及增速情况 .....                   | 25 |
| 图 51: Monster 营收区域分布 (百万美元) .....               | 25 |
| 图 52: Monster 近年净利润及增速情况 .....                  | 25 |
| 图 53: Monster 近年盈利能力表现 .....                    | 25 |
| 图 54: 燃力士近年营收及增速情况 .....                        | 26 |
| 图 55: 燃力士 2023 年营收区域分布 (百万美元) .....             | 26 |
| 图 56: 燃力士近年净利润表现 .....                          | 26 |
| 图 57: 燃力士近年盈利能力表现 .....                         | 26 |
| 图 58: Monster 近期联动宣传游戏 COD .....                | 27 |
| 图 59: 燃力士近年销售费用及销售费用率情况 .....                   | 27 |
| 图 60: 东鹏饮料近年设计产能及产能利用率 .....                    | 28 |
| 图 61: 东鹏饮料近年现金流表现流量情况 (倍) .....                 | 28 |
| 图 62: 三家能量饮料企业毛利率对比 .....                       | 28 |
| 图 63: 三家能量饮料企业其他费用率对比 .....                     | 28 |
| 图 64: 主要食品饮料子行业龙头 PE(FY1)与茅台 PE(FY1)之比 .....    | 29 |
| 图 65: 东鹏饮料 2022 年以来单季度涨跌幅情况 .....               | 30 |
| 图 66: 东鹏饮料季度涨跌幅归因分析 .....                       | 30 |
| 图 67: 东鹏饮料业绩期后 Wind 一致预期归母净利润较前期变化情况 .....      | 31 |
| 图 68: 东鹏饮料与贵州茅台情绪低点时的估值比 .....                  | 31 |
| 图 69: 东鹏饮料 H2 存在明显估值切换 .....                    | 31 |
| 图 70: Monster 与可口可乐营收增速对比 .....                 | 32 |
| 图 71: Monster 与可口可乐 PE(TTM)对比 .....             | 32 |
| 表 1: 主要国家能量饮料产品较可乐价格 .....                      | 8  |
| 表 2: 东鹏饮料核心高管 2023 年收入情况 .....                  | 11 |
| 表 3: 国内外知名饮料企业 ROE 杜邦拆解 (%) .....               | 12 |
| 表 4: 主要乳品饮料企业渠道及终端数量情况 .....                    | 13 |
| 表 5: 测算东鹏饮料增量营收/行业增加值 .....                     | 23 |
| 表 6: 不同视角测算东鹏特饮全国销售额“天花板”(百万人, 亿元) .....        | 24 |
| 表 7: 食品饮料机构评级 Top15 标的盈利预测及估值情况 .....           | 29 |
| 表 8: 东鹏饮料业绩期后 Wind 一致预期归母净利润及较前期变化情况 (亿元) ..... | 30 |
| 表 9: 东鹏饮料盈利预测拆分 .....                           | 33 |
| 表 10: 可比公司估值表 (使用 9 月 19 日收盘价计算) .....          | 34 |

## 一、前言：复盘东鹏饮料的高速增长

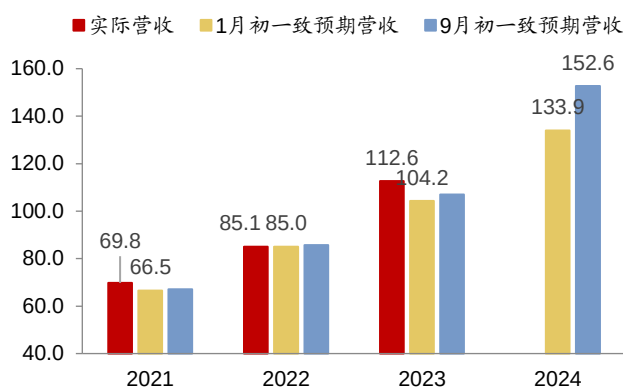
东鹏饮料自上市以来展现出了亮眼的成长性。据Wind数据，2023年东鹏实现营收112.6亿元，是2017年28.4亿元的营收体量的近4倍，2017-2023年营收CAGR为25.8%，东鹏饮料上市以来展现出了亮眼的成长性，同时自2023年以来东鹏饮料营收表现持续超市场预期。据东鹏饮料董事长林木勤2011年中山大学MBA论文《东鹏饮料公司的发展战略研究》，林总规划2019/2020/2021年东鹏营收将达到56/79/110亿元，考虑到2020年以来外部环境扰动，东鹏基本完成了13年前林总的增长规划。

图1：东鹏饮料近年营收持续增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

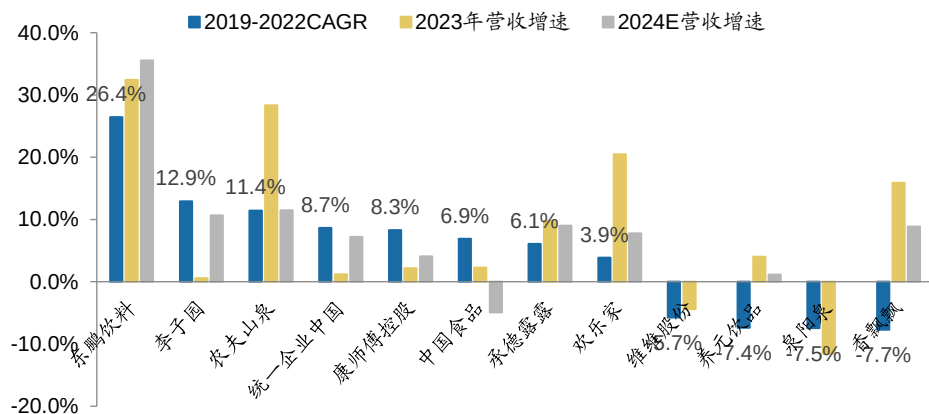
图2：东鹏饮料一致预期营收与实际达成情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，2021年1月初数据使用上市首日5月28日数据

逆势高速增长，2023年再次加速。据Wind数据，相较于其他饮料企业，东鹏在2019-2022年期间营收保持较快增长态势，是A、H上市饮料企业中增长最快的企业，同时2023年外部消费限制取消后东鹏饮料依然延续了较强的成长性，2023年以来公司实现营收加速增长，24Q1/24Q2在高基数之上营收分别同比+39.8%/47.9%，带动公司成为行业内鲜有的上修2024年盈利预测的公司。

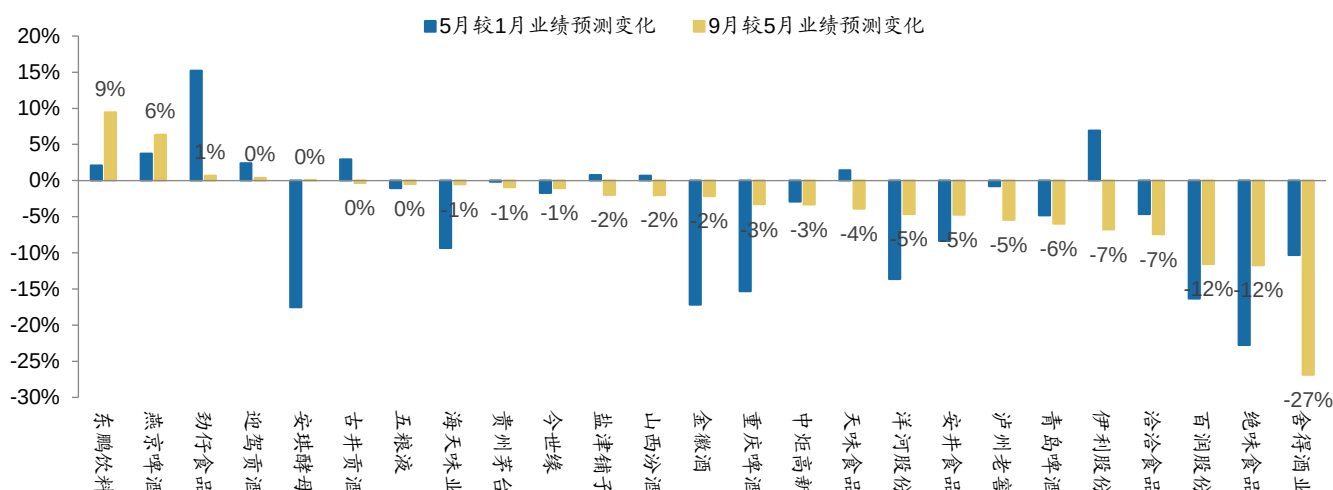
图3：主要上市饮料企业2019-2023年营收增速情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，使用9月13日Wind一致预期营收增速



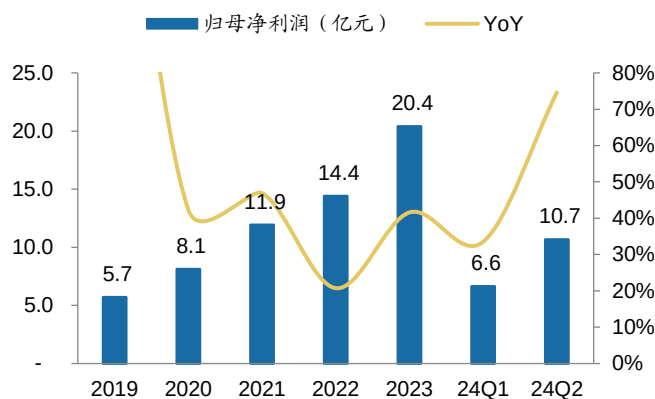
图4：超30家机构评级的食品饮料企业2024年Wind一致预期业绩变化情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，选择8月30日收盘市值超50亿公司排名，采用1、5、9月10日的预测数据计算

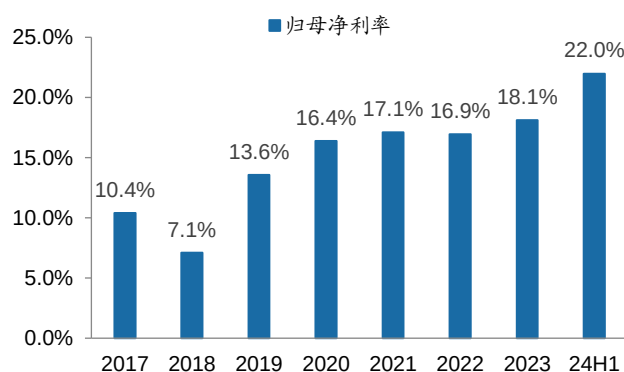
**盈利能力显著提升，业绩增速领跑行业。**据Wind数据，东鹏饮料2023年实现归母净利润20.4亿元，是2017年3.0亿元的营收体量的近7倍，2017-2023年营收CAGR为37.9%，近年来公司在营收高速增长带动下，规模效应带动公司整体盈利能力提升，以2023年为例，公司毛利率/归母净利率分别同比+0.7/1.2pct，可见营收快速增长对职工薪酬及广宣费用投放有较强的摊薄作用。**从上市饮料企业表现来看，东鹏饮料2019-2023年归母净利润增速以及当前归母净利率均位居前列。**

图5：东鹏饮料近年归母净利润持续增长



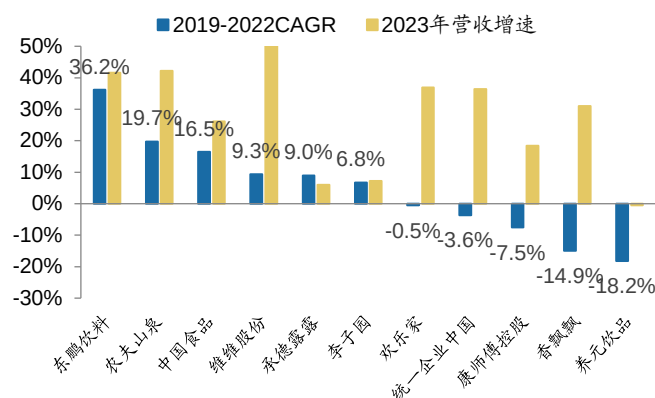
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：东鹏饮料近年归母净利率情况



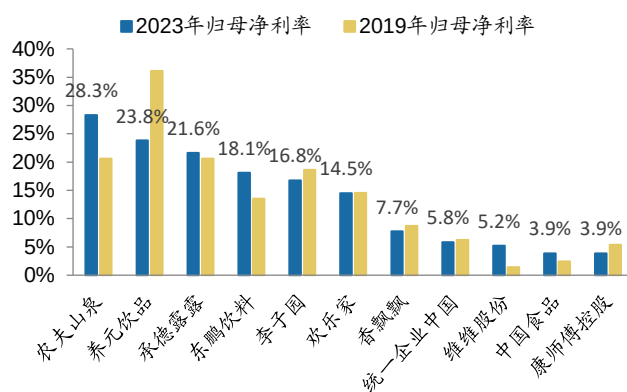
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：主要饮料企业2019-2023年业绩增速情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：主要饮料企业2023和2019年盈利能力对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

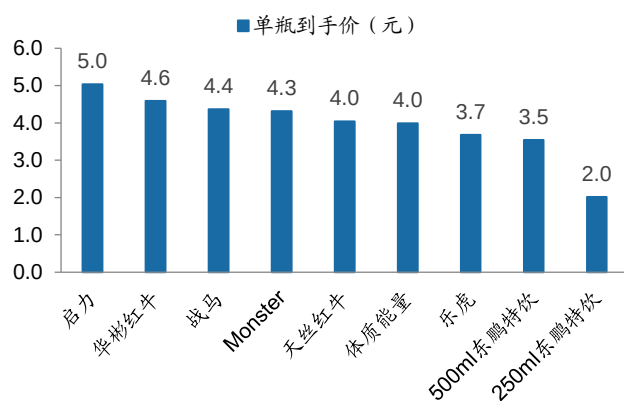
## 二、高速增长的内因：战略坚定，战术高效

### （一）从产品端入手理解东鹏饮料出众的产品力

东鹏特饮，高性价比且更懂消费者的能量饮料产品。

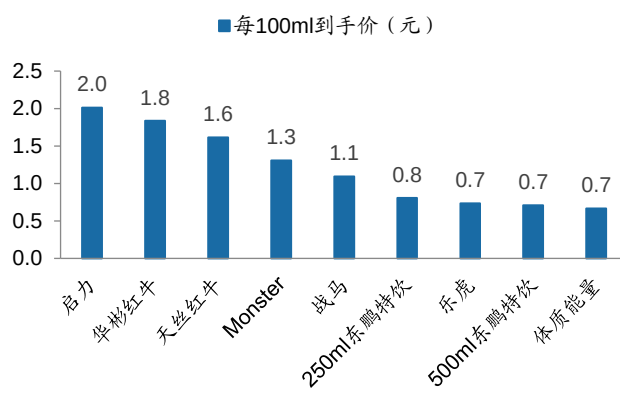
从产品定价角度来看，考虑到窜货及尾货影响价格对比，我们从天猫超市及天猫商家搜索主流能量饮料产品的整箱价格并计算折扣后到手价，可见无论从单瓶价格还是每百毫升到手价的角度来看东鹏特饮性价比凸显，契合能量饮料消费者对产品“高效+性价比”的双重需求，这不仅是公司自身定位准确，据上海证券报报道，董事长林总过去深耕一线、亲力亲为抓生产，也使得公司在成本与制造端形成竞争优势。

图9：主要能量饮料产品单瓶到手价



数据来源：天猫超市，广发证券发展研究中心

图10：主要能量饮料产品每100ml到手价



数据来源：天猫超市，广发证券发展研究中心

表1: 主要国家能量饮料产品较可乐价格

| 美国市场     | 到手价<br>USD/100ml | 较可乐价格 | 日本市场       | 到手价<br>JPY/100ml | 较可乐价格 | 中国市场 | 到手价<br>RMB/100ml | 较可乐价格 |
|----------|------------------|-------|------------|------------------|-------|------|------------------|-------|
| Redbull  | 0.55             | 213%  | Monster    | 55.73            | 170%  | 红牛   | 1.82             | 288%  |
| Monster  | 0.31             | 119%  | Oronamin C | 79.08            | 241%  | 东鹏   | 0.85             | 135%  |
| Bang     | 0.47             | 184%  | Real gold  | 40.77            | 124%  | 乐虎   | 0.93             | 147%  |
| Rockstar | 0.34             | 130%  | Dodekamin  | 34.72            | 106%  | 体质能量 | 0.63             | 100%  |
| NOS      | 0.42             | 164%  | Redbull    | 67.33            | 205%  | 战马   | 1.04             | 165%  |

数据来源: 天猫超市, 亚马逊, 广发证券发展研究中心

从产品设计角度来看, 据FoodTalks产品数据, 东鹏特饮是业内最早拿到保健品批文的一批产品, 这使其能够直接添加合成咖啡因而非植物成分咖啡因, 提神效果更为直接, 同时据公司招股说明书披露, **东鹏特饮2009年推出PET瓶装包装、是行业内首次创新**, 解决了易拉罐产品不易二次封装的产品痛点, 进而可以做大包装容量以供消费者多次饮用, 同时防尘盖的设计使得瓶盖封紧后可保证产品不被污染、进而提升食品安全, 解决了饮用能量饮料时环境大多为室外、饮料易被污染的痛点。

图11: 中国主要能量饮料及运动饮料推出时间

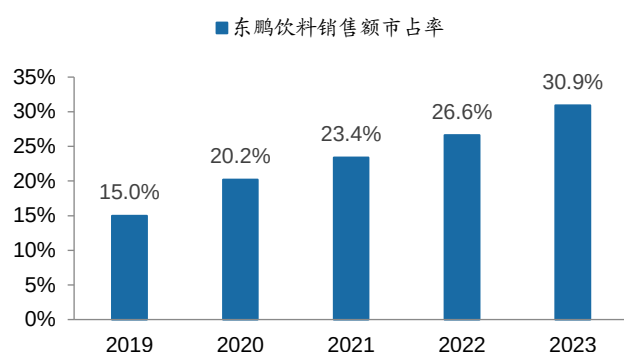


数据来源: 东鹏饮料财报, 北京商报网, 消费频道, FoodTalks, 东鹏饮料官网, 中国日报网, 每日食品, 广发证券发展研究中心整理

持续提升的市占率是东鹏特饮超强产品力的体现。据公司历年年报披露, 东鹏特饮强大的产品力拉动市场份额持续提升, 从销售额的角度来看, 2023年东鹏特饮市占率较2020年增长10.7pct至20.2%, 当前位居行业第二, 从销量的角度来看, 2023年东鹏特饮市占率较2020年增长16.0pct至43.0%, 自2021年以来稳居行业第一。同时2023年公司500ml东鹏特饮产品按销售金额排名成为中国市场饮料前三大SKU, 可见东鹏特饮正在引领中国能量饮料行业增长。

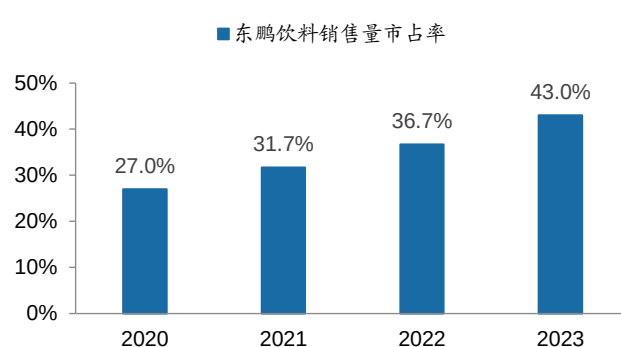


图12: 东鹏饮料销售额市占率



数据来源: 公司 2019-2023 年报, 广发证券发展研究中心

图13: 东鹏饮料销售量市占率



数据来源: 公司 2019-2023 年报, 广发证券发展研究中心

**东鹏饮料品牌与产品相辅相成, 品牌价值持续提升。**公司持续打磨产品并不断加码品宣, “累了、困了、喝东鹏特饮”的宣传语广为人知, 上市带动公司品牌形象更上层楼, 不断巩固其在消费者心中“累困”时刻的第一联想。据Brand Finance中国最具强度品牌榜, 2024年东鹏饮料荣登第六名, 品牌力持续上行进一步赋能产品动销。

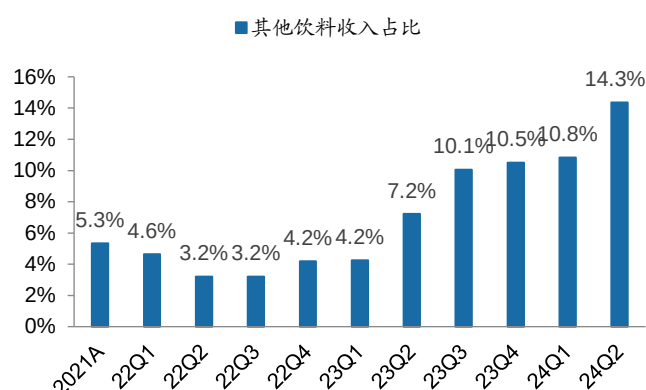
图14: 2019和2024年Brand Finance中国最具强度品牌



数据来源: Brand Finance, 广发证券发展研究中心

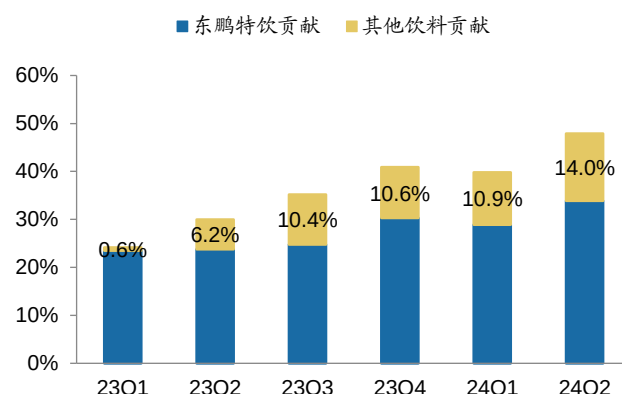
**解构东鹏主业之外的平台化公司发展之路。**据FBIF论坛, 东鹏饮料公司当前已经搭建了清晰的“1+6”产品矩阵, 即东鹏特饮为主业, 电解质水“东鹏补水啦”、无糖茶“鹏友上茶”、鸡尾酒“VIVI”、即饮咖啡“东鹏大咖”、大包装饮料“多喝多润”和椰汁“海岛椰”为六大侧翼产品, 据Wind数据24Q1/Q2其他饮料同比+257%/194%至3.8/6.3亿元, 自23Q3以来其他饮料单季度营收占比稳定在10%以上。24Q1/Q2营收同比+39.8%/47.9%, 拆分营收增速贡献来看, 24Q1/Q2东鹏特饮贡献了增量营收的72.6%/70.8%, 而其他饮料贡献了27.4%/29.2%, 拆解增速来看Q1/Q2营收增速中10.9%/14.0%来自于其他饮料放量, 第二曲线产品持续发力贡献营收增长。

图15: 东鹏饮料其他饮料占营收比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 拆解东鹏单季度营收增速贡献

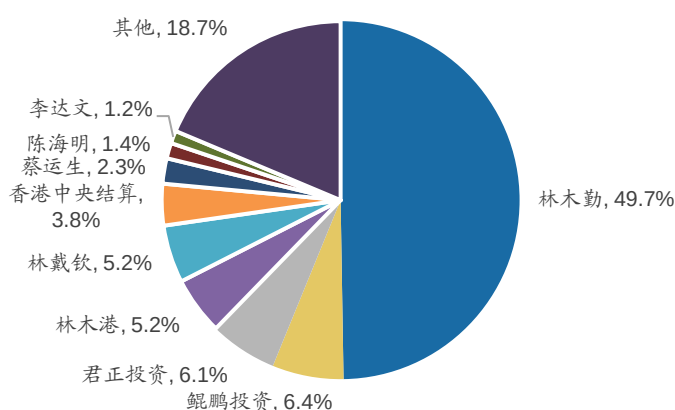


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 创始人高瞻远瞩, 经营效率持续提升

**林总引领公司发展, 与多方共享发展红利。**据公司招股说明书, 公司董事长林木勤及一众高管在2003年出资254万元接手了营收彼时不过2000万元、濒临破产的东鹏饮料, 经过多年发展公司逐渐从广式凉茶企业转型成为中国能量饮料龙头企业, 其中董事长林木勤在各方面亲力亲为, 从成本控制、产品设计与研发、市场营销到全国化规划, 林总作为公司灵魂人物引领发展。在股权设计方面, 公司2011年引入核心经销商持股, 2016年成立鲲鹏投资实现高管与经销商团队持股, 2019年推出股权激励, 引入东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚三家员工持股平台与员工分享发展红利。

图17: 24H1东鹏饮料股权结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**高管团队稳定且股权绑定, 长期任职于公司。**通过公司核心高管2023年情况可见, 公司核心人员均在早年“创业阶段”便加入公司, 伴随公司成长、合作默契且深刻理解公司核心价值观, 同时核心高管薪酬水平较高, 上市前的股权安排带动期末持股市值亦远高于一般公司, 多方面安排能够保障管理层稳定。

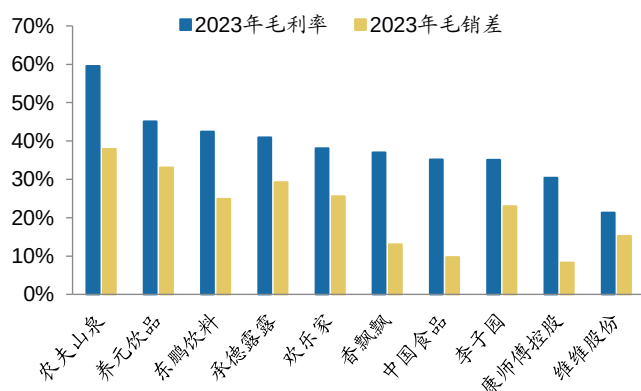
表2：东鹏饮料核心高管2023年收入情况

| 姓名  | 当前职务            | 入职时间（含东鹏实业） | 2023 年薪酬（万元） |
|-----|-----------------|-------------|--------------|
| 林木勤 | 董事长，总裁          | 1997 年 3 月  | 566.8        |
| 林木港 | 董事,执行总裁         | 2001 年 3 月  | 507.9        |
| 卢义富 | 董事,副总裁          | 2018 年 9 月  | 663.2        |
| 蒋薇薇 | 董事,副总裁          | 2017 年      | 573.4        |
| 张磊  | 董事,副总裁,董事会秘书    | 2024 年 2 月  | 23.86        |
| 彭得新 | 财务总监            | 2021 年 10 月 | 143.4        |
| 刘美丽 | 原董事,原副总裁        | 2000 年 8 月  | 253.4        |
| 刘丽华 | 原董事,原副总裁,原董事会秘书 | 2018 年 10 月 | 899.5        |
| 林戴钦 | 原董事             | 2008 年 1 月  | 74.7         |
| 蔡运生 | 原监事会主席          | 1998 年      | 400.0        |
| 李达文 | 原董事             | 1992 年      | 9.4          |
| 黎增永 | 原监事             | 1987 年      | 12.9         |
| 陈义敏 | 原职工监事           | 1987 年 7 月  | 5.4          |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

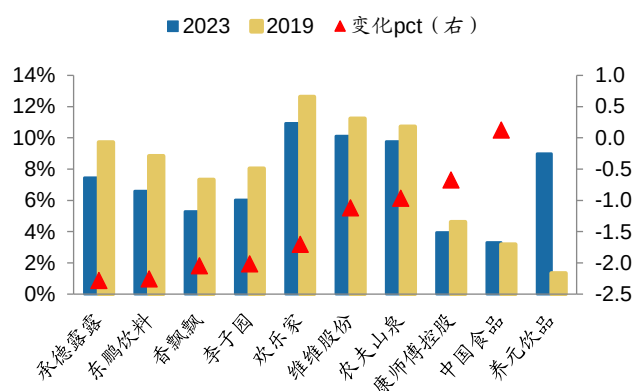
**性价比与高毛利率共存，经营效率持续提升。**公司管理团队的高瞻远瞩与精益求精反映在公司报表上，考虑到东鹏特饮作为中国颇具性价比的能量饮料产品，据Wind数据，公司2023年销售毛利率依然位居主要饮料企业中的第三位、实属不易，公司董事长林木勤曾分别任职于生产和销售端，对于成本把控有着严格的要求和标准。从企业经营及其他费用的角度来看，2023年公司其他费用率(=销售净利率-毛销差)为6.6%、低于主要上市饮料企业平均的7.2%，而且较2019年公司其他费用率下降明显，经营效率持续提升。

图18：主要饮料企业毛利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：主要饮料企业其他费用率变化情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，其他费用率为销售净利率与毛销差的差值

**东鹏ROE表现媲美可乐与农夫山泉，经营效率高。**相较于两大可乐巨头与农夫山泉，东鹏饮料展现出了亮眼的成长性，据Wind数据东鹏饮料ROE水平显著高于国内其他

饮料企业，而经由杜邦拆解可见，相较于其他饮料企业东鹏饮料的高ROE来自于多项指标的相互平衡，其净利率、总资产周转率与权益乘数均没有位列前三、但均处于行业前列，可见其公司盈利能力、资产利用率和财务杠杆均“恰到好处”，展现出优秀的管理水平和高效的经营效率。

表3: 国内外知名饮料企业ROE杜邦拆解(%)

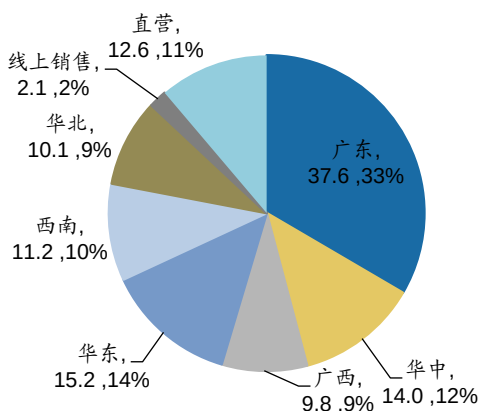
|        | 百事   | 农夫山泉  | 可口可乐  | 东鹏饮料  | vitacoco | 康师傅  | 承德露露  | Monster | 李子园   | 养元饮品  | 香飘飘   |
|--------|------|-------|-------|-------|----------|------|-------|---------|-------|-------|-------|
| ROE    | 50.9 | 45.9  | 42.8  | 35.8  | 27.1     | 22.9 | 21.8  | 21.4    | 13.8  | 13.0  | 8.7   |
| 销售净利率  | 10.0 | 28.3  | 23.4  | 18.1  | 9.4      | 4.4  | 21.6  | 22.8    | 16.8  | 23.8  | 7.7   |
| 归母占比   | 99.1 | 100.0 | 100.1 | 100.0 | 100.0    | 88.7 | 100.0 | 100.0   | 100.0 | 100.0 | 100.2 |
| 总资产周转率 | 0.9  | 1.0   | 0.5   | 0.8   | 2.0      | 1.4  | 0.7   | 0.8     | 0.5   | 0.4   | 0.7   |
| 权益乘数   | 5.4  | 1.7   | 3.8   | 2.3   | 1.4      | 3.8  | 1.3   | 1.2     | 1.8   | 1.5   | 1.6   |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 渠道兑现增长潜力，提高多品类战略胜率

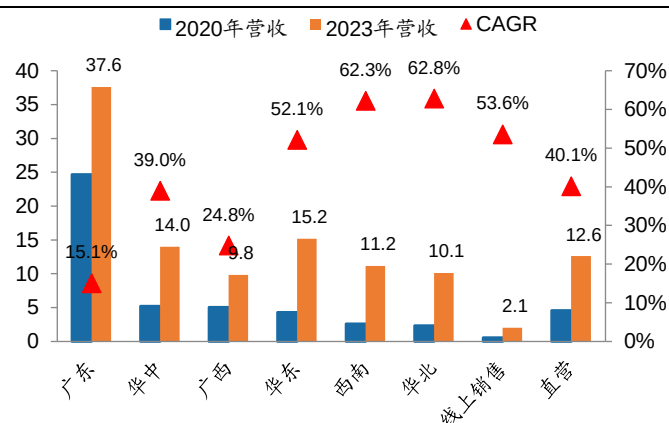
上市以来公司全国化进程显著加速。据Wind数据，2020-2023年公司营收从49.4亿元增长至112.5亿元，CAGR为31.6%，拆分区域来看广东/广西/华中/华东/西南/华北营收CAGR分别为15.1%/24.8%/39.0%/52.1%/62.3%/62.8%，其中全国非强势市场（非广东、广西和线上直营）营收从2020年的14.5亿元增长至2023年的50.4亿元、CAGR为51.6%，占营收比从提升至39.8%提升18.1pct至57.8%。公司核心市场广东和广西区域依然通过渠道精耕细作挖掘增量市场，全国范围渠道迅速扩张挖掘增量营收。

图20: 东鹏饮料2023年各区域营收占比(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 东鹏饮料2020与2023年营收对比(亿元)



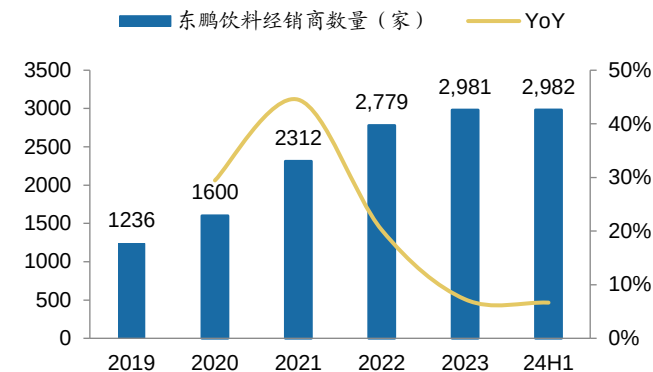
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

渠道加速扩张兑现品牌与产品潜力。近年来东鹏饮料渠道持续扩张，2024年中报披露数据，相较2020年公司终端网点/经销商数量分别增长300%+/141%至360万家/2982家，其中单经销商服务终端数量从2019年的728家增长66%至24H1的1207家，2023年单经销商营收/单终端营收分别为377.4万元/3309元，分别较2020年+22.3%/-19.5%，考虑到2023年营收较2020年增长128%，可见经销商和终端数量

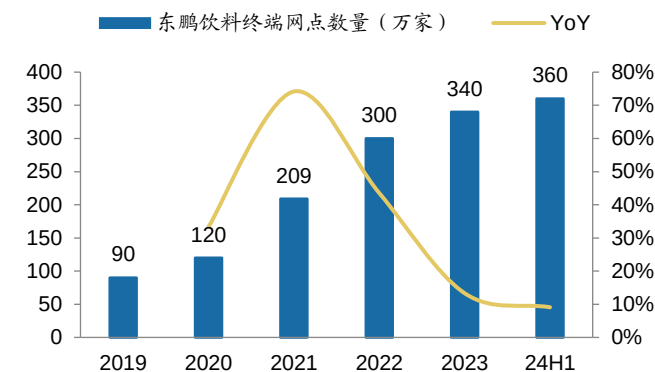
的拓展是公司近年高增的核心驱动力。东鹏饮料得益于能量饮料行业高景气度，上市带来品牌知名度迅速提升且产品受消费者喜爱，当前公司掌控的终端数量已与全国饮料龙头企业相当，渠道扩张与精耕细作能力持续上行，渠道能力兑现增长潜力。

图22：东鹏饮料近年经销商团队数量

图23：东鹏饮料近年终端数量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表4：主要乳品饮料企业渠道及终端数量情况

|            | 伊利股份    | 蒙牛乳业  | 可口可乐 | 康师傅   | 农夫山泉  | 统一    | 华润饮料    | 东鹏饮料  | 养元饮品  | 承德露露  |
|------------|---------|-------|------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 经销商数量（家）   | 19497   |       |      | 76875 | 4454  |       | 1068    | 2982  | 2105  | 866   |
| 终端数量（万家）   | 190     |       | 467  | 400+  | 243   | 200+  | 200     | 360   |       |       |
| 营业收入（亿元）   | 1,250.3 | 986.2 |      | 804.2 | 426.7 | 285.9 | 135.1   | 111.4 | 61.0  | 29.3  |
| 单经销商营收（万元） | 641.3   |       |      | 104.6 | 958.0 |       | 1,265.4 | 373.6 | 289.6 | 338.3 |

数据来源：Wind，36 氪，农夫山泉招股说明书，华润饮料招股说明书，企业管理杂志，广发证券发展研究中心，注：康师傅、农夫山泉和统一终端数量数据为截止 2020 年末数据，伊利股份终端数量为 2021 年数据，可口可乐终端数量数据为 2022 年数据，其他数据均为 2023 年数据

拆分强势与非强势市场表现来看，过去数年强势区域挖潜、省外迅速扩张：

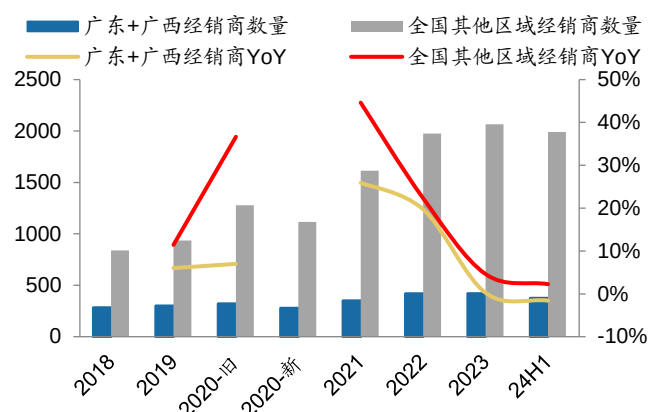
注：2021年公司年报中营收区域划分将直营渠道单独拆分列示、将华北和北方大区整合，在经销商数量的划分中将直营及线上经销商从各区域中拆分，造成口径变化。下图中强势市场指广东和广西区域，全国其他区域/非传统强势市场指华中、华东、西南和华北，不包括线上与直营情况，以下为Wind数据。

- （1）强势市场方面**，2023年广东和广西区域经销商较2020年增加了51.1%，而区域内单经销商年营收增加了5.6%至1129万元，可见近年公司在强势市场的增长来源为进一步渠道下沉挖潜所带来的，过去数年时间内强势市场仍然具备渠道开拓潜力，同时考虑到强势市场新开发经销商在初期年营收水平会低于平均值，近年单经销商年营收水平稳中有升，可见公司合作多年的经销商单商营收仍在快速提升，冲抵了新开发经销商体量相对较小的影响，也反映出公司品牌力持续上行抢占竞品市场份额、挖掘市场新增量需求。
- （2）全国其他区域方面**，2023年全国其他区域经销商数量/单经销商年营收较2020年增长85.0%/88.2%，可见随着公司全国化快速推进，产品迅速招商铺



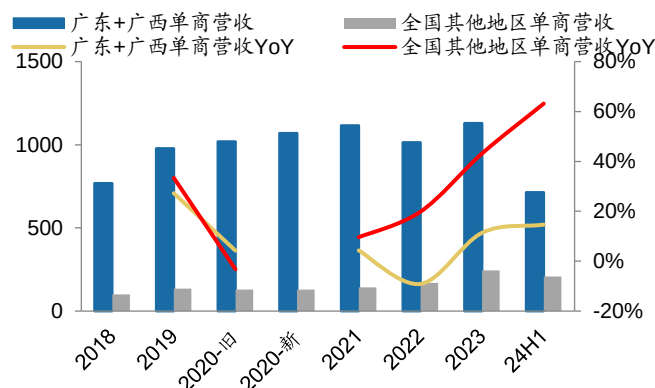
市，同时单经销商营收持续提升，2023年以来经销商扩张速度有所放缓，但单经销商营收在快速提升，反映出品牌力上行对市场动销的拉动，以及公司与经销商凭借强大产品力的东鹏特饮迅速抢占终端铺货。

图24：公司强势及非强势市场经销商数量情况（家）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

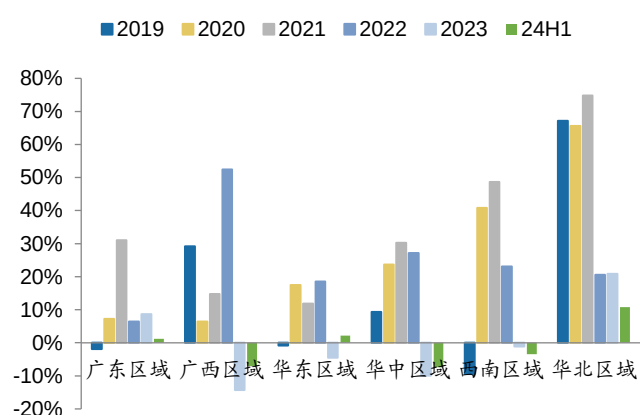
图25：公司强势及非强势市场单经销商营收（万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

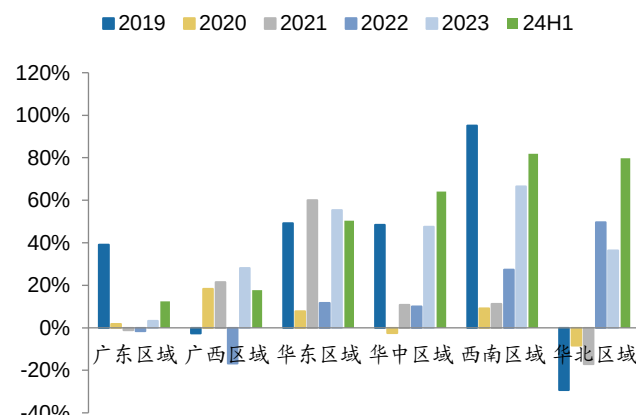
具体区域来看：渠道扩张与单商营收提升交替进行，单商营收增长正当时。据Wind数据，通过复盘2019-24H1公司在各区域经销商招商速度与单商营收变化趋势可见二者很难兼顾，我们认为主要系各个区域大批量招商后短期单商营收体量或低于平均值，进而对单商营收产生负面影响，近年来随着经销商团队内部优胜劣汰，如华中、广西和西南区域已经出现连续的经销商出清，而三个区域单商营收加速增长，华北区域由于单商营收仅为112万元，仅为广西区域/全国平均的8.6%/29.8%，近年呈现量价齐升态势，广东和华东区域经销商数量基本稳定、单商营收持续快速增长。综合来看，各区域单商营收增长对区域营收增长的贡献度持续提升，未来应重点关注区域单商营收提升对整体收入增长的拉动作用。

图26：2019-24H1各区域经销商数量增速



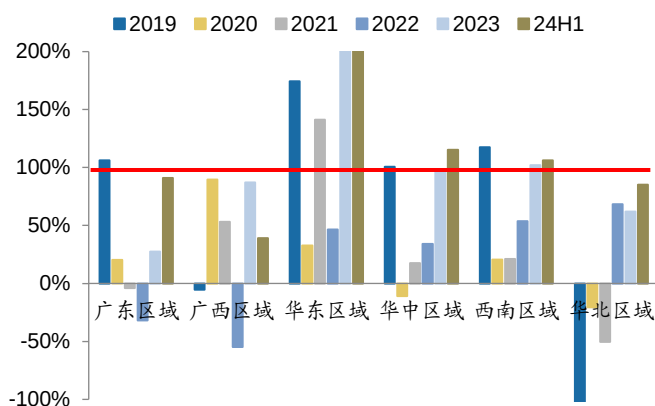
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，华北区域含北方大区，2021年后区域划分发生变化但均为同比口径

图27：2019-24H1各区域单商营收增速



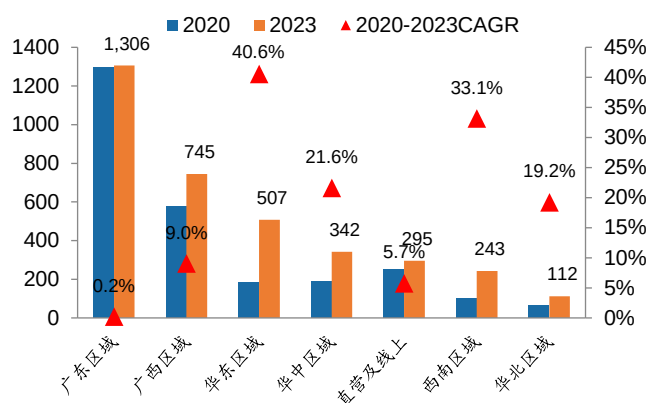
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，华北区域含北方大区，2021年后区域划分发生变化但均为同比口径

图28: 各区域单商营收增长对区域营收增长贡献度



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 贡献度= $\ln(1+\text{单商营收增速})/\ln(1+\text{营收增速})$ , 其中华东区域 2023/24H1 贡献度为 470%/450%, 华北区域 2019 年为 -205%

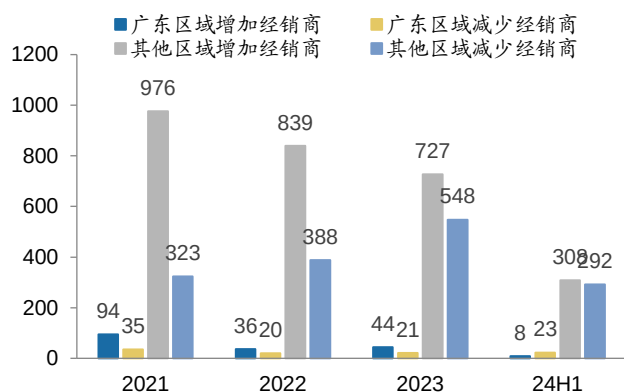
图29: 东鹏饮料各区域单经销商营收及增速 (万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

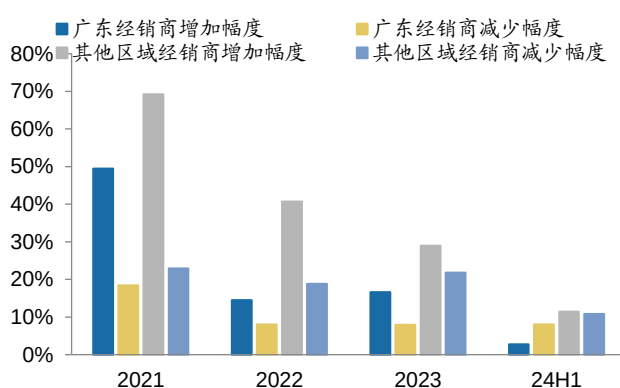
未来“重质不重量”，重点关注单经销商营收提升而非经销商数量扩张速度。据Wind数据，2022/2023/24H1公司强势市场经销商数量同比+19.7%/+0.2%/-1.6%，同期全国其他区域经销商数量同比+22.3%/4.6%/2.3%，可见不同市场招商速度均有放缓，而从经销商团队每期增加和减少数量可见，近年来招商速度放缓主要系公司持续推动经销商优胜劣汰、表现每期减少的经销商数量持续增加，据公司年报2022年公司经销商团队已覆盖全国100%地级城市，预计未来经销商进一步扩张的空间有限，未来应更加关注经销商团队质量，以及单经销商营收的持续提升。

图30: 东鹏饮料年内经销商增加与减少情况 (家)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

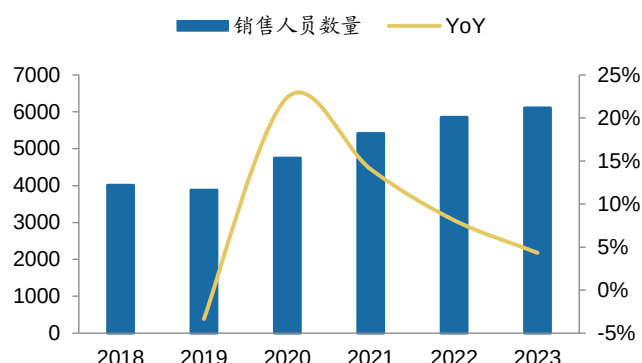
图31: 东鹏饮料年内经销商增加与减少占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

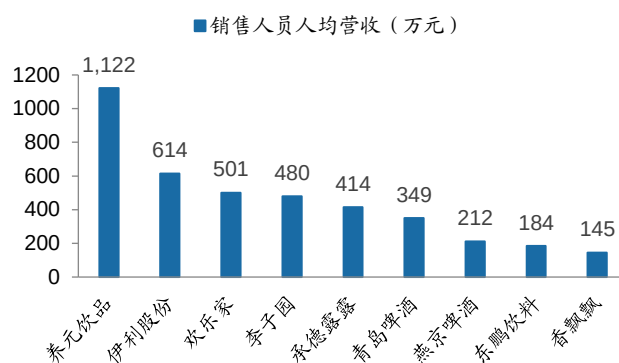
销售人员角度来看，精耕细作、未来可期。东鹏饮料近年销售人员持续增长，由于全国化方兴未艾以及公司精耕细作的渠道模式，据Wind数据，公司销售人员2023年人均创收仅为184万元、低于较多饮品公司，未来随着省外市场的进一步成熟，我们认为当前销售人员数量与经销商数量变化趋势相同、或无大幅提升空间，未来公司人效有望持续提升，人员投入产出比有望持续提升。

图32：东鹏饮料近年销售人员变化情况（人）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图33：A股主要饮品公司销售人员人均创收



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**数字化系统全面赋能。**公司坚持数字化能力建设与数字化转型作为核心竞争力，数字化并非纯粹工具而是一整套思维逻辑，此前公司2017年成立鹏讯云商公司专门用于数字化工具开发和维护，IPO募资中7521万元用于信息化升级、占募集资金总额的4.3%，足以见得公司对数字化建设的重视程度。**从渠道和公司管理角度来看**，领先的数字化基数可以提高生产计划、库存管理效率，利用一手市场数据指导生产计划，进而避免传统渠道模式中层级汇报和管理者经验判断的弊端，同时数据指导销售人员拜访路线规划及日常工作、提升工作效率，如公司2024年中报披露公司通过数字化对消费者的触达优势，开展“鹏击行动”提升门店陈列、提升终端客情、拉动产品销售等工作；**从消费者对话角度来看**，“一元乐享”活动是公司数字化的对客展示，公司大数据分析、AI等辅助手段可以进一步洞察消费者需求、明确消费者画像，作为营销工具投入产品创新与营销革新，2024年中报披露公司累计不重复扫码消费者ID已超过2.1亿，大数据为公司后续决策提供支持、提高渠道打法与新品推广胜率。

**综合来看，渠道扩张是东鹏特饮全国化的必然结果，对产品矩阵打造亦有“反身性”。****从产品的角度来看**，公司积极储备新产品应对市场需求变化，2023年初借卫健委倡导通过饮用电解质水提高不睡效率，公司把握机会推出电解质水产品“补水啦”，反映出公司在产品端主动积极研发、多品类储备，静待时机加以推广。**从渠道的角度来看**，东鹏特饮作为能量饮料赛道的玩家之一，公司通过首创PET包装、迅速捕捉市场需求推出500ml产品等方式持续提升自身市占率，随着经销商与终端网点数量迅速拓展，东鹏特饮持续高周转+高盈利的带动下，公司具备试错基础，新品若短期数据不及预期并不会影响渠道整体盈利能力及合作意愿，同时对公司自身发展冲击有限，进一步从经销商视角来看，在代理东鹏特饮之外其天然具备扩大代理产品与做大规模的需求，从终端视角来看随着公司冰柜投放数量增加，终端也需要具备普适性的新产品进行陈列，这也对公司提供多品类产品、打造产品矩阵提出要求，提升公司新品打造胜率。**总而言之，渠道挖潜与扩张助力东鹏饮料公司持续兑现潜力。**

### 三、高速增长的外因：行业持续扩容，相对优势凸显

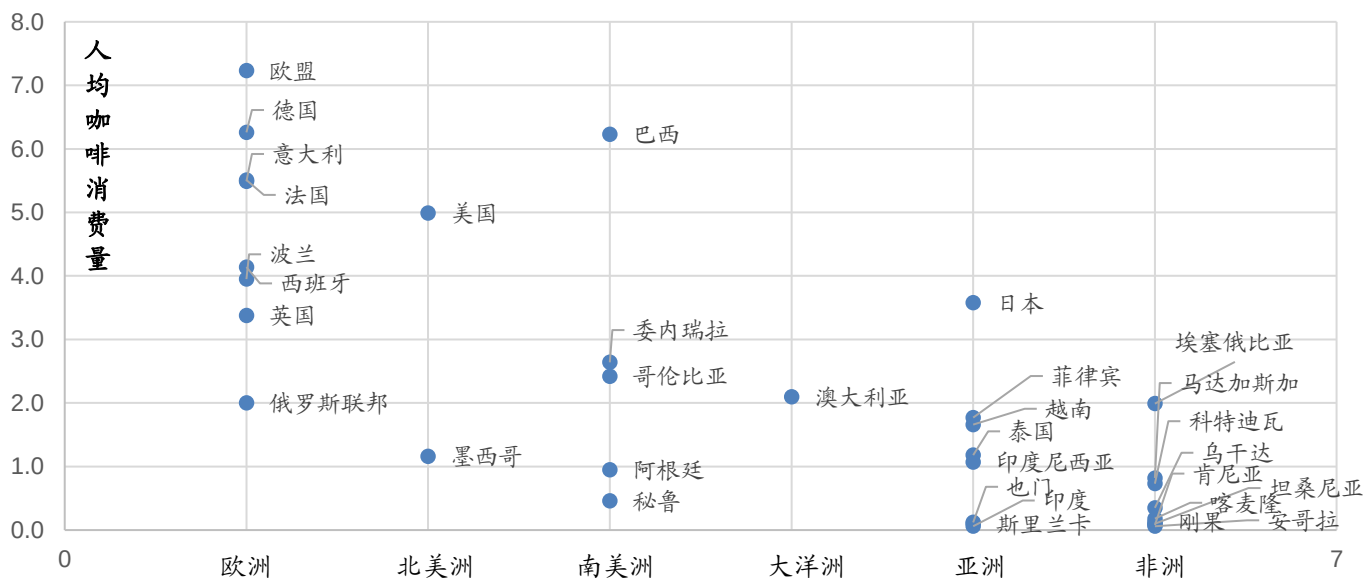
#### （一）消费习惯与消费人群扩容贡献能量饮料增长

以咖啡为例分析“提神类”饮料消费。咖啡、茶和瓜拉纳均凭借天然咖啡因实现提神效果，以咖啡为例，据Big cup of coffee统计的2019年世界各国人均咖啡消费量情况可见：

- （1）通过洲际之间对比可见，消费场景（是否需要喝）与消费力（买不买得起）决定咖啡消费量。咖啡的起源地通常被认为是非洲大陆，后传入阿拉伯世界并传向全球，而2019年非洲各国人均咖啡消费量普遍低于欧洲、北美洲和南美洲，我们认为首先是经济发展程度不同导致社会工作时长不同，进而在非洲大陆部分欠发达地区劳动者对咖啡消费的需求较弱，同时由于经济发展水平相对较低使得个人可支配收入较低，进而影响作为可选消费品的咖啡消费。
- （2）通过临近国家对比，消费习惯影响咖啡消费量。亚洲国家中日本由于明治维新使得国家迅速开始西式现代化，同时得益于经济发展水平较高其咖啡消费量显著高于其他亚洲国家，其咖啡消费量甚至与英国相当，由此可见一斑。

由此可见，消费力、消费习惯和消费场景是影响“提神类”饮料消费的核心因素。

图34：2019年世界各国人均咖啡消费量情况（千克）

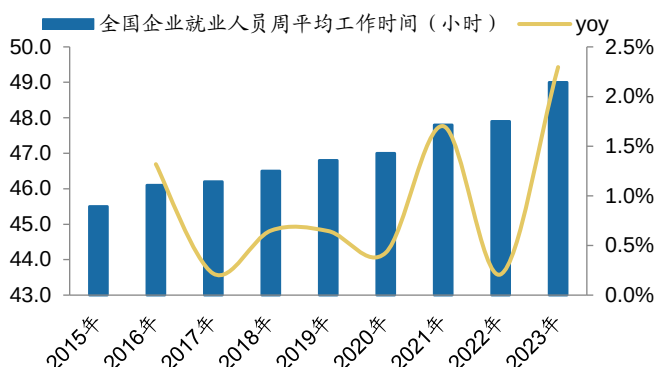


数据来源：Big cup of coffee，广发证券发展研究中心

经济发展与工作时长拉长，“提神类”饮料消费需求被唤醒。中国随着经济的持续发展，人均可支配收入持续提升释放可选消费需求，这为“提神类”饮料消费提供基础。从就业视角的角度来看，国家统计局统计的全国企业就业人员周平均工作时间持续提升，同时据Our World in Data数据，从全球平均工作时长角度来看，中国及亚洲国家工作时长处于世界较高水平，香港和新加坡尽管人均GDP已达发达国家

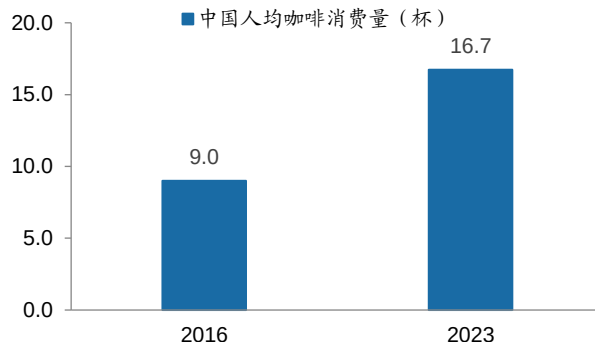
家水平，但人均工作时长依然与亚洲其他国家相当，或许是文化因素影响，这为“提神类”饮料提供消费场景。与之对应中国咖啡、茶和能量饮料市场规模持续提升。

图35：中国企业就业人员周平均工作时间持续增长



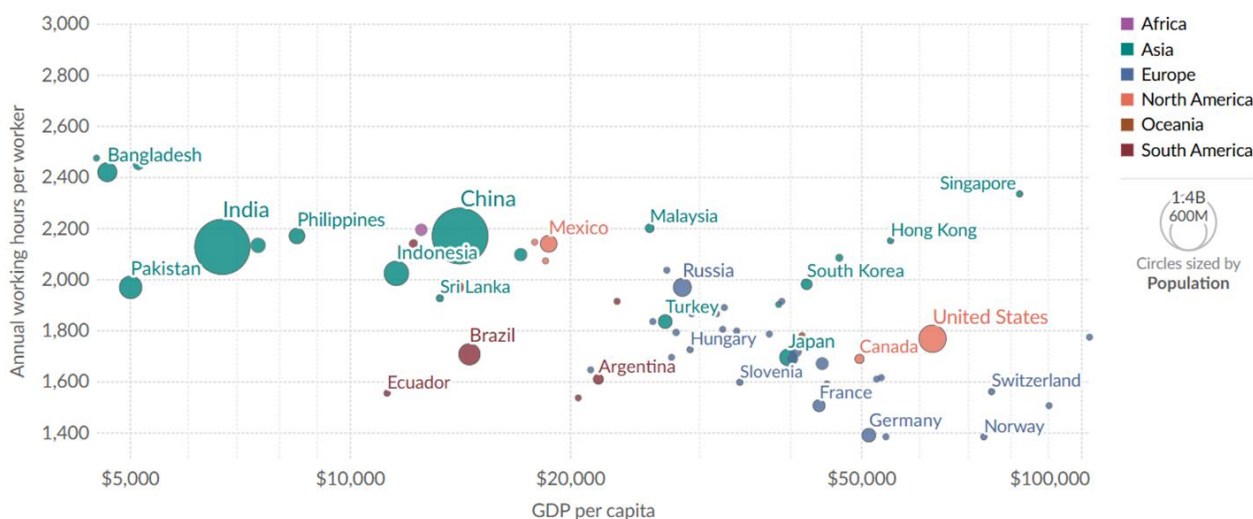
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图36：中国人均咖啡消费量持续提升



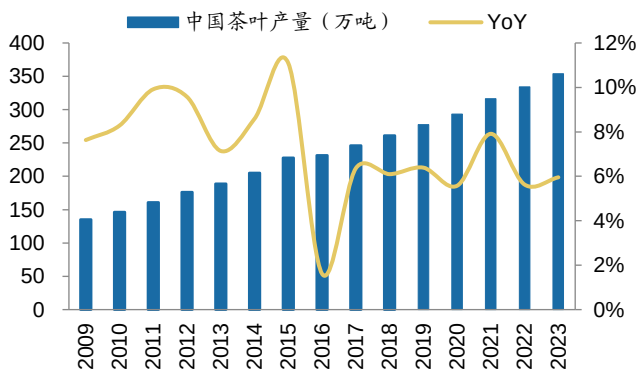
数据来源：《中国城市咖啡发展报告》，广发证券发展研究中心

图37：中国及亚洲主要国家工作时长高于其他地区



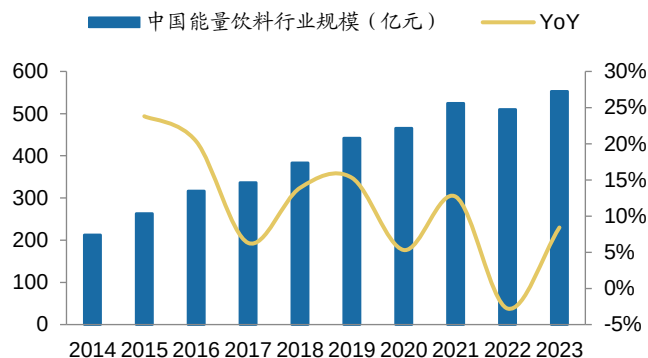
数据来源：Our World in Data，广发证券发展研究中心

图38：中国茶叶产量规模持续增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图39：中国能量饮料市场规模持续增长

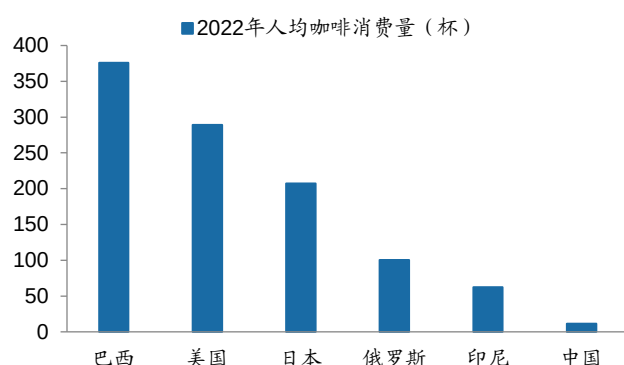


数据来源：彭博，广发证券发展研究中心



中国地大物博、消费习惯存在显著差异。回顾图34可见，不同国家由于现代化路径以及受西方文化影响程度不同，导致对以咖啡为代表的可选消费品接受程度不同，据中商产业研究院数据显示，2022年中国人均咖啡消费量显著低于其他西方国家，可见消费习惯存在显著差异，同时从国内各咖啡品牌门店在不同等级城市的分布可见，高线城市是现制咖啡的消费高地，反映出高线城市咖啡消费接受度显著好于低线城市，我们认为这与中国现代化历程和方式有较大关系，咖啡在中国市场的接受度远低于西方国家。

图40：中国人均咖啡消费量持续提升



数据来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图41：各等级城市品牌门店排名TOP5

| 各等级城市品牌门店排名TOP5 |             |            |              |           |            |
|-----------------|-------------|------------|--------------|-----------|------------|
| 城市等级            | 门店数TOP5咖啡品牌 |            |              |           |            |
| 一线              | 瑞幸: 3411家   | 星巴克: 2326家 | Manner: 837家 | 库迪: 564家  | 北美传奇: 381家 |
| 新一线             | 瑞幸: 5240家   | 星巴克: 2351家 | 库迪: 1915家    | 幸运咖: 507家 | 北美传奇: 315家 |
| 二线              | 瑞幸: 3844家   | 库迪: 1540家  | 星巴克: 1377家   | 幸运咖: 519家 | 沪咖: 285家   |
| 三线              | 瑞幸: 2977家   | 库迪: 1190家  | 幸运咖: 781家    | 星巴克: 631家 | 沪咖: 214家   |
| 四线              | 瑞幸: 1996家   | 库迪: 802家   | 幸运咖: 597家    | 星巴克: 302家 | 沪咖: 228家   |
| 五线              | 瑞幸: 899家    | 库迪: 479家   | 幸运咖: 262家    | 沪咖: 191家  | 星巴克: 113家  |

数据来源：《中国城市咖啡发展报告》，广发证券发展研究中心

消费习惯有差异但提神需求放之四海而皆准，中国市场上能量饮料有望受益。消费需求的释放以经济发展和个人收入增长为前提，在困乏的消费场景下可支配收入水平决定了对“提神类”饮料消费的态度，随着收入提升，摄入“提神类”饮料是改善工作与生存条件的进阶之选。消费习惯的差异来自于历史发展，中国对咖啡缺少普遍的消费习惯和消费者教育，同时茶作为中国传统饮品具备悠久的饮用传统但热水冲泡对消费场景有较高要求，室外和天气炎热等因素成为制约项，相较而言能量饮料产品以更为直接的提神效果（咖啡因含量更高，使用合成咖啡因）和容易接受的口感（甜而非苦）被中国消费者所接受，在性价比、产品便利性和功能性等方面能量饮料均优于咖啡和传统茶饮。

## （二）品类定位不同，长期主义显著受益

我们认为海内外主流能量饮料产品出品方与分销商的不同，是揭秘能量饮料产品成功秘诀的关键。

放眼海外：中外能量饮料大单品的“操盘手”显著不同。海外主流能量饮料大多由当地知名快消品巨头进行分销，凭借强大的渠道力迅速展开销售，如日本朝日啤酒和可口可乐各自代理知名产品，美国市场上两大可乐巨头与百威均参与能量饮料产品分销，韩国乐天集团推出自有产品与可口可乐的Monster相互竞争。中国市场上能量饮料的产品操盘方呈现显著不同，中国红牛和东鹏特饮均由经营单一饮料产品为主的企业（华彬集团和东鹏饮料）生产销售，中国快消品巨头旗下并无明星产品。

图42: 中美日韩主要能量饮料产品及其运营分销商



数据来源：广发证券发展研究中心，标红为各国知名快消品巨头

**聚焦国内市场：快消品巨头“失势”，红牛、东鹏胜出。**回顾中国能量饮料行业发展历程，几乎所有饮料快消品巨头都推出过自身的能量饮料产品却鲜有成效，如伊利、娃哈哈、达利集团和可口可乐均在各自渠道布局了能量饮料产品，甚至中石油于2021年凭借自身加油站渠道优势亦推出代工产品，但中国能量饮料市场上华彬集团的红牛与东鹏饮料的东鹏特饮名列市场前二，华彬集团1996年开始着手红牛在中国的生产销售工作，东鹏特饮的保健品批文也是在1997年获批、2009年通过推出差异化的PET瓶装产品发力推广，两家公司核心收入来源均为能量饮料产品而非多品类经营的快消品巨头。

图43: 中国市场上主流能量饮料产品及品牌方



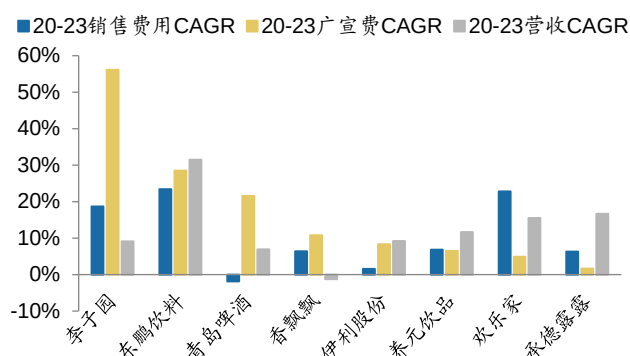
数据来源：FBIF 食品饮料创新，广发证券发展研究中心整理

**如何理解海外与国内能量饮料产品背后分销商的差异？我们认为主要原因是：**

- (1) **产品定位不同：**中国能量饮料产品是“特定场景下的必选消费品”，而非海外市场的“饮料&可选消费品”，这是分化的核心原因；
- (2) **发展阶段不同：**以美国为例，可口可乐和百事可乐两大巨头早年分别各自培育能量饮料产品但反馈平平，后续两大可乐巨头均以投资收购股权的方式各自投资了Monster、Bang和燃力士（Celsius）等品牌，或许行业发展阶段不同也影响了当前主流大单品背后的分销商。

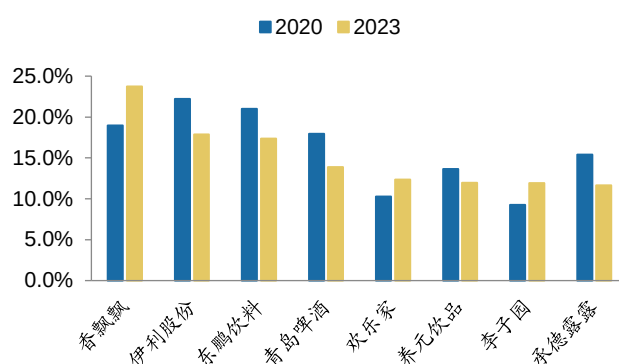
对当前的中国能量饮料产品来说，产品心智第一、渠道铺货第二。复盘过去行业发展可见中国快消品巨头多有产品布局，但未能成功，中国市场上能量饮料“渠道可见≠产品被接受”，而海外市场优秀的产品被快消品巨头选中后快速铺货，提升可见度即能推动销售。中国消费者由于历史及文化原因导致咖啡因摄入量低于全球，海外能量饮料更多被视为可乐的平行替代产品，而中国能量饮料“牛磺酸+咖啡因+高糖”的内容物使得中国消费者将能量饮料更加“功能化”，消费者往往会将能量饮料消费与特定场景相关联，如长途驾驶、熬夜加班等，所以这要求产品运营企业长时间维度推动消费者教育，将自家产品与消费场景相关联，而快消品巨头多“折戟于此”，这是由于坚持投入时间和内部产品重要程度排序不同导致的，很多企业饮料业务存在多产品并行和转换发展重点的现象，东鹏饮料2020-2023年广宣费/销售费用CAGR分别为28.5%/23.4%，长期坚持单一自家产品的宣传和推广，使其更能占领消费者心智、把控更多市场份额，能量饮料市场奖励长期主义者。

图44：主要饮品公司销售费用情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图45：主要饮品公司销售费用率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）龙头陷争端，东鹏勇向前

“中泰”红牛争议悬而未决，使用权仍是焦点。

**双方争议时间线梳理：**据中国网-食品中国报道，自1995年华彬集团与泰国天丝合作并在1998年成立合资公司中国红牛，进而在国内生产并销售红牛，2016年泰国天丝方针对中国红牛的运营合法性提起诉讼、不再续约红牛商标许可合同，同时要求华彬集团停止使用中国红牛的商标，2018年强调中国红牛工商登记营业期限到期，随后泰国天丝集团在多地针对华彬集团及中国红牛经销商提起诉讼，要求停止销售红牛饮料。

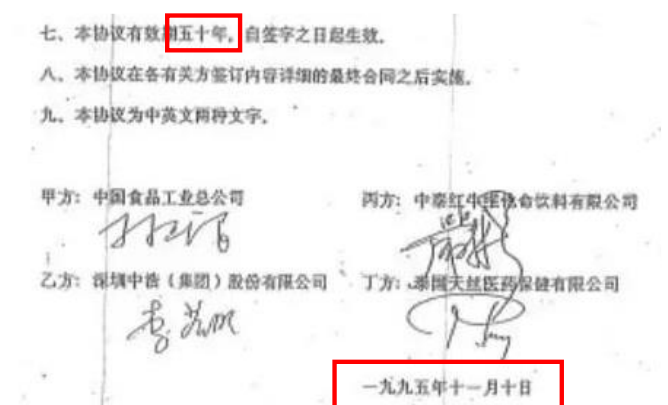
**争议焦点：**双方争议焦点为华彬集团及相关方是否依然具有红牛的代理权，商标归属于泰国天丝方是双方不争的事实。

**争议原因及重要时间点：**1995年双方签署合作协议时率先签署了一份50年代理合同，随后在落地执行过程中计划成立合资公司，双方分别于1995和1998年签订合资合同，由于彼时根据《中外合资经营企业合营期限暂行规定》，合营企业合营期限一般原

则上为10-30年，双方在当时签订的合营期限为30年、后续改为20年，这也是双方于2016和2018年爆发争端的原因，本质是争论哪份协议是华彬集团在中国代理生产和销售红牛的最高效力文件。

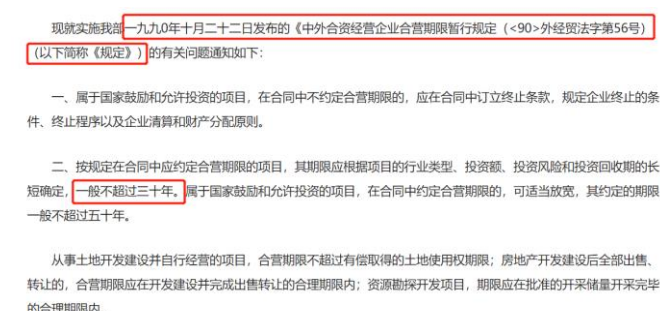
**未来关注点和对红牛的影响：**所有权无争议、使用权是关键，尽管各地多有报道称天丝集团要求某省（如浙江、广州等地法院出具判决，但华彬方面选择继续上诉）或某地停止销售华彬集团生产的红牛产品，但据新京报和第一财经报道，华彬集团2019年全品类销售额为241亿元、2022年为215亿元，下降幅度并不明显，可见目前华彬集团依然在全国范围内持续销售红牛饮料，主要系其背后涉及早年协议效力判断以及利税就业等问题，判决难度大，当前双方并行的现状或将维持。

图46：华彬集团方面展示的50年代代理协议



数据来源：中国网-食品中国，广发证券发展研究中心

图47：合营公司合营期限规定



数据来源：商务部官网，广发证券发展研究中心

我们认为在中泰红牛争端悬而未决之时，东鹏特饮在消费者心智和渠道选择方面取得“相对优势”：

- (1) **持续抢夺消费者心智。产品端来看**，目前中国市场上有三款红牛产品在销售，分别是华彬方面的红牛维生素功能饮料、泰国天丝方面的红牛维生素风味饮料和红牛安耐吉饮料，这对消费者的产品认知产生较大困扰；产品形态方面东鹏的500mlPET瓶装产品更适应消费趋势，近期红牛亦推出PET版本，验证需求趋势；**宣传端来看**，量饮料产品消费场景更多来自于消费者出于提神需求而进行主动选择，华彬方面受制于产品纠纷在宣传端弱化广告宣传，而泰国天丝方在中国市场刚刚起步，这为东鹏逆势超越提供机会，东鹏饮料近年来持续加码“累了、困了、喝东鹏特饮”的宣传，持续强化消费者对东鹏的产品定位，即针对困乏消费场景的特定消费品，**消费者心智端东鹏特饮相对优势显著**。
- (2) **渠道与终端的反向选择提升东鹏特饮影响力**。华彬红牛作为中国能量饮料市场销售额最大的龙头企业，其深陷官司争议使得经销商和部分连锁渠道担心后续判决产生的相关风险，同时受制于天丝红牛在多地主动起诉华彬红牛经销商、扩大诉讼争议影响范围，部分渠道和终端主动寻找东鹏特饮充实货架，加速东鹏特饮全国化进程。



东鹏特饮正在主导中国能量饮料行业增长。据此前公司年报披露的尼尔森市占率，假设东鹏饮料营收均由500ml大金瓶构成、大金瓶从出厂至终端加价率为50%，测算东鹏饮料贡献了21-23年行业增量营收的38.3%/71.7%/62.0%，可见东鹏特饮是行业增长的重要驱动力、正引领中国能量饮料市场增长。风险提示：倒算行业规模及增速的过程具备局限性，测算数据和公司年报披露的尼尔森数据有出入但趋势相近。

表5：测算东鹏饮料增量营收/行业增加值

| 测算                     | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 东鹏饮料营收（亿元）             | 49.6  | 69.8  | 85.1  | 112.6 |
| 500ml 产品渠道及终端加价率（表观计算） |       | 50.0% |       |       |
| 尼尔森公布东鹏销售额市占率          | 20.2% | 23.4% | 26.6% | 30.9% |
| 倒算行业规模（亿元）             | 490.9 | 596.4 | 639.0 | 728.0 |
| 倒算行业 yoy               |       | 21.5% | 7.1%  | 13.9% |
| 公司年报披露尼尔森统计的行业 yoy     |       | 10.8% | -4.8% | -     |
| 行业增加值（亿元）              |       | 105.5 | 42.6  | 89.0  |
| 东鹏饮料增量营收/行业增加值         |       | 38.3% | 71.7% | 62.0% |

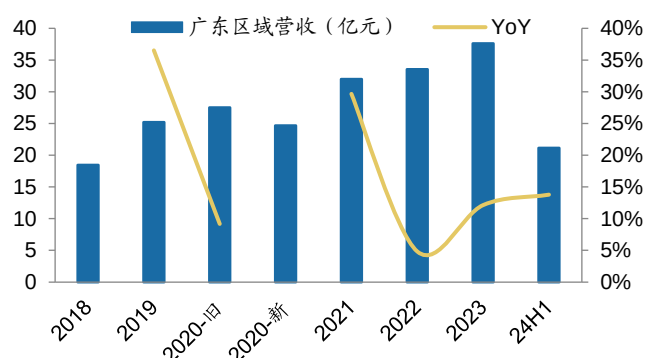
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心测算

## 四、展望未来，如何看待东鹏饮料增长的未来空间？

### （一）以广东区域为模板，全国化仍有较大空间

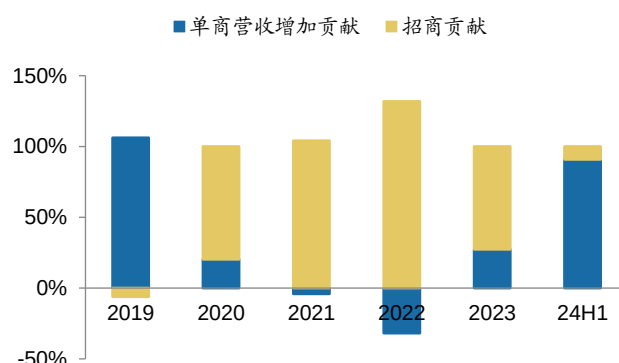
广东市场依然具备较大潜力。公司起家于广东市场，品牌认知度高、品牌力强，但广东区域营收天花板仍未达到，据Wind数据拆解近年公司营收增长的贡献度可见，2020-2023年公司广东区域营收增速中经销商团队数量增加贡献度分别为80%/104%/132%/73%，考虑到新招商年营收一般低于平均值，未来单商营收提高是广东区域营收进一步增长的核心驱动力。据食品内参报道天河区人民法院就中泰红牛双方诉讼争议做出的判决中，采信华彬红牛2017-2018年均销售额为32.7亿元，2022年东鹏饮料广东区域营收已经超过该值，证明东鹏特饮品牌力在持续上行。

图48：东鹏饮料广东区域营收情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图49：东鹏饮料广东区域营收增长贡献度拆解



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，贡献度= $\ln(1+\text{单商营收增速})/\ln(1+\text{营收增速})$



### 以广东区域情况测算东鹏特饮全国销售额天花板：

- (1) **人口视角测算：**假设品牌力及人均可支配收入水平是影响东鹏特饮消费的核心因素，忽略工作时长及天气等变量影响，广东区域人均消费额对全国具备代表性，测算广东区域常住人口/15-59岁人口/二三产业就业人员的人均东鹏特饮消费额为 27.5/40.3/57.5 元/年，进一步测算全国天花板为 388.0/359.9/320.2 亿元，较 2023 年营收水平存在 245%/220%/185% 的增长空间，若 5-10 年达成对应营收 CAGR 为 13.2-28.1%/12.3-26.2%/11.0-22.5%。
- (2) **GDP 视角测算：**假设全国范围内单位 GDP 所对应的工作时长及劳动所需的东鹏特饮是相同的，测算广东区域每产生 1203 元 GDP 会产生 1 元东鹏特饮消费，测算全国天花板为 310.6 亿元，较 2023 年营收水平存在 176% 的增长空间，若 5-10 年达成则对应营收 CAGR 为 10.7%-22.5%。
- (3) **社零总额视角测算：**假设广东区域东鹏饮料营收占饮料零售额之比具备代表性、可推演东鹏特饮全国化后的收入“天花板”，计算可见 2023 年东鹏饮料营收占广东区域饮料零售额的 12.0%，以全国饮料零售额 2991.3 亿元计算全国天花板为 358.4 亿元，较 2023 年营收水平存在 219% 的增长空间，若 5-10 年达成则对应营收 CAGR 为 12.3%-26.1%。
- (4) **可支配收入视角测算：**假设广东区域人均东鹏饮料消费额占可支配收入比在全国具备代表性，测算广东区域东鹏饮料消费占居民可支配收入的 0.06%，计算全国天花板为 314.4 亿元，较 2023 年营收水平存在 179% 的增长空间，若 5-10 年达成则对应营收 CAGR 为 10.8%-22.8%。

注：以上测算未考虑广东区域持续增长和第二曲线所带来的局限性。

表6：不同视角测算东鹏特饮全国销售额“天花板”（百万人，亿元）

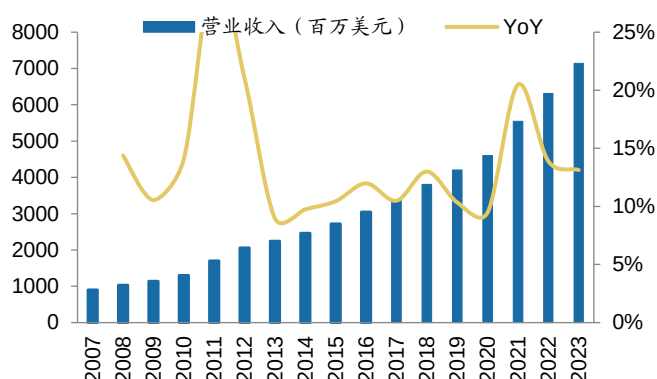
| 从常住人口角度测算          |          | 从 15-59 岁人口角度测算     |        | 从产业就业人员数量角度      |       |
|--------------------|----------|---------------------|--------|------------------|-------|
| 广东常住人口             | 126.6    | 广东 15-59 岁人口        | 86.7   | 广东二、三产业就业人员      | 61.8  |
| 海南常住人口             | 10.3     | 海南 15-59 岁人口        | 6.6    | 海南二、三产业就业人员      | 3.6   |
| 合计-广东区域常住人口        | 136.8    | 合计-广东区域 15-59 岁人口   | 93.3   | 合计-广东区域二、三产业就业人员 | 65.4  |
| 2023 年东鹏广东区域销售收入   | 37.6     | 2023 年东鹏广东区域销售收入    | 37.6   | 2023 年东鹏广东区域销售收入 | 37.6  |
| 广东区域人均东鹏消费额        | 27.5     | 广东区域 15-59 岁人均东鹏消费额 | 40.3   | 广东区域二、三产业人均东鹏消费额 | 57.5  |
| 全国总人口              | 1411.8   | 全国 15-59 岁人口        | 892.6  | 全国第二、三产业就业人员     | 556.9 |
| 全国测算东鹏消费额          | 388.0    | 全国测算东鹏消费额           | 359.9  | 全国测算东鹏消费额        | 320.2 |
| 从 GDP 角度测算         |          | 从社零角度测算             |        | 从可支配收入角度测算       |       |
| 广东第二、三产业 GDP       | 43745.0  | 广东限额以上饮料零售额         | 287.9  | 广东人均可支配收入（万元）    | 4.9   |
| 海南第二、三产业 GDP       | 1498.7   | 海南限额以上饮料零售额         | 26.0   | 海南人均可支配收入（万元）    | 3.3   |
| 合计-第二、三产业 GDP      | 45243.7  | 合计-限额以上饮料零售额        | 313.9  | 合计-人口加权可支配收入（万元） | 4.8   |
| 2023 年东鹏广东区域销售收入   | 37.6     | 2023 年东鹏广东区域销售收入    | 37.6   | 2023 年东鹏广东区域销售收入 | 37.6  |
| 广东区域二、三产业 GDP/东鹏营收 | 1203.0   | 东鹏营收占饮料零售额比         | 12.0%  | 广东区域东鹏消费占可支配收入比  | 0.06% |
| 全国第二、三产业 GDP       | 373688.4 | 全国限额以上饮料零售额         | 2991.3 | 全国人均可支配收入（万元）    | 3.9   |
| 全国测算东鹏消费额          | 310.6    | 全国测算东鹏消费额           | 358.4  | 全国测算东鹏消费额        | 314.4 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注产业就业人员数据均使用 2022 年数据，根据公司区域划分广东区域包括广东和海南省。

## (二) Monster 与燃力士 (Celsius) 对东鹏饮料的启示

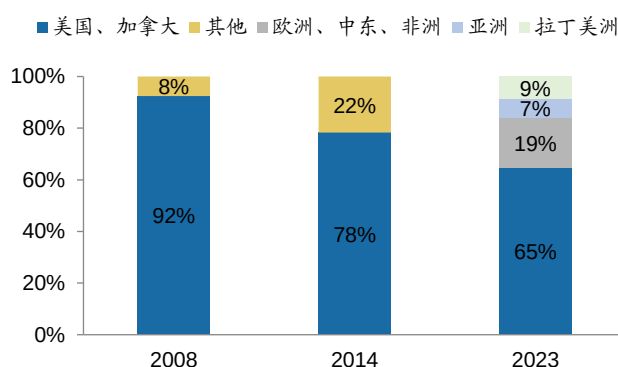
**Monster基本情况速递：**据Wind数据，2023年公司营业收入同比+13.1%至71.4亿美元，净利润同比+36.9%至16.3亿美元，毛利率/净利率分别为53.1%/22.8%，公司营收以美国和加拿大为主，但过去发展过程中已实现初步全球布局，2023年公司美国及加拿大/全球其他地区营收分别为46.1/25.3亿美元、2015-2023年CAGR为10.1%/20.2%。公司早年以生产果汁起家，2002年推出Monster能量饮料开启新增长，2008和2009年分别与A-B公司（Anheuser-Busch，2008年被收购整合为百威英博）和可口可乐达成分销协议，以快消品巨头渠道网络助推自身增长，2012年公司名从汉森更改为Monster，2015年Monster进一步深化与可口可乐的全方位合作并于年初停止了与A-B公司合作，借可口可乐在产品、渠道和生产分销的全面合作迅速增长并扩大全球影响力。

图50: Monster近年营收及增速情况



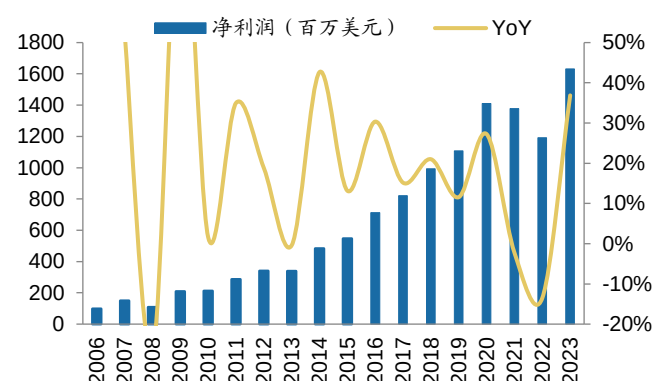
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图51: Monster营收区域分布 (百万美元)



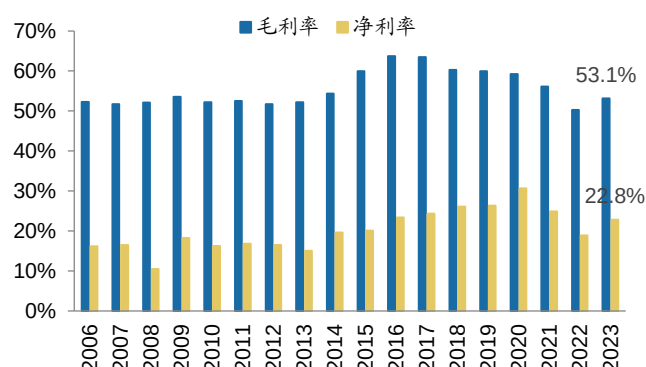
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图52: Monster近年净利润及增速情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图53: Monster近年盈利能力表现

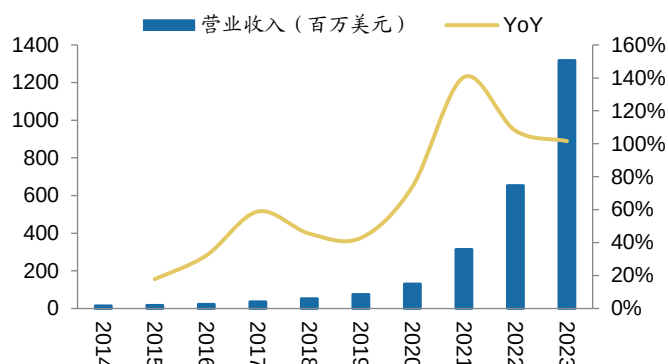


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**燃力士 (Celsius) 基本情况速递：**据Wind数据，2023年公司营业收入同比+101.7%至13.2亿美元，自2020年以来公司持续高速增长，2020-2023年营收增速分别为74%/140%/108%/102%，净利润从2022年的-1.9亿美元大幅扭亏至2023年的2.3亿美元，但公司过去持续处于微利状态，毛利率/净利率分别为48.0%/17.2%。燃力士

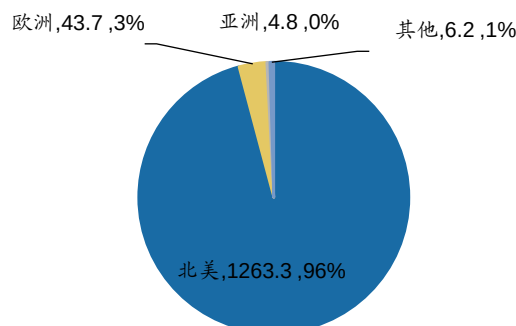
成立之初以临床试验结果强调公司燃脂效果，但实际经营过程中对营收拉动作用有限，后续经历管理层革新并重新定位于健康生活以及积极的生活态度，独特定位+直销的特点助力增长，2020年开始得益于消费者不断提高对健康生活的重视程度，燃力士异军突起，2022年随着美国市场竞品、市占率第三的Bang（2020开始与百事可乐合作分销，2022年申请破产后于2023年被Monster收购）深陷侵权诉讼泥潭，百事可乐转向与燃力士的全面合作并以现金5.5亿美元入股公司，后续百事可乐是公司最大分销商、2023年贡献了燃力士59.4%的营收。

图54：燃力士近年营收及增速情况



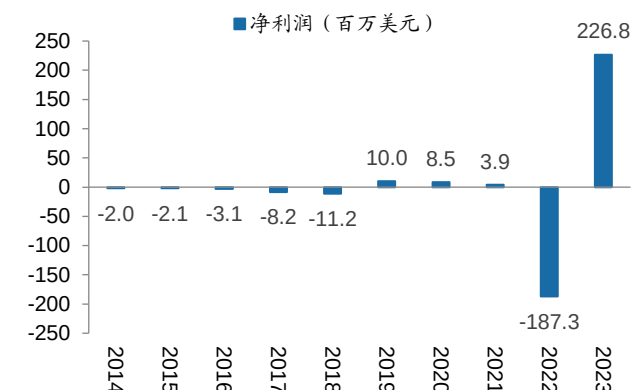
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图55：燃力士2023年营收区域分布（百万美元）



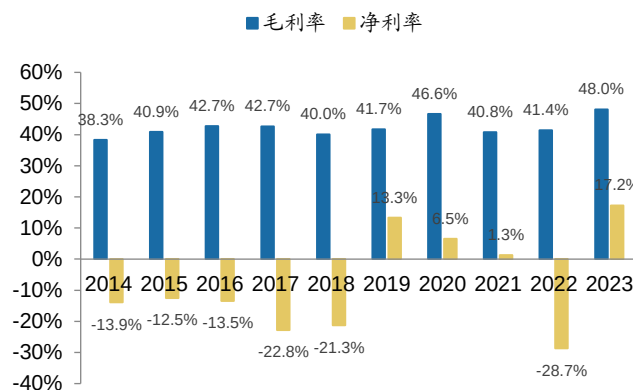
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图56：燃力士近年净利润表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图57：燃力士近年盈利能力表现

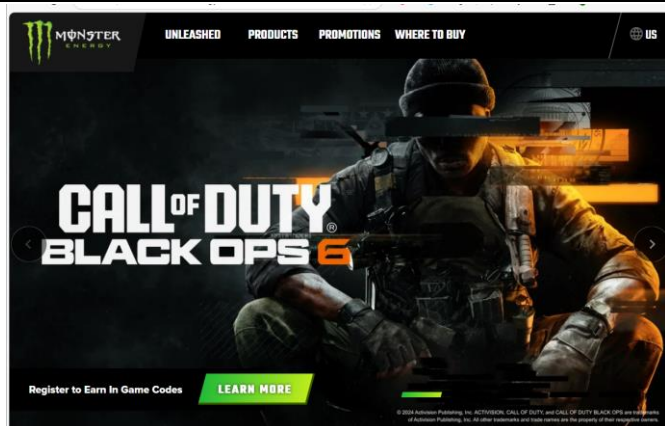


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**品牌端：稳固品牌定位与消费者心智。**无论是Monster还是燃力士，公司过去数年间的宣传活动都在不断强化品牌形象与消费者认识，Monster早年发展过程中强调与红牛的区隔度，广宣着重针对美国年轻人的需求，通过年轻、个性化的品牌定位吸引消费者。燃力士早年发展过程中强调燃脂概念，后扩展为与健康积极的生活态度相绑定，在销售费用投入方面公司持续高举高打，2022年公司在接受百事可乐公司5.5亿美元现金入股后，2022年公司销售费用增长了2.8亿美元至3.5亿美元，公司持续投入抢占消费者心智。**对东鹏而言**，我们认为消费者心智的占领与品牌定位相辅相成，东鹏特饮当前并未针对任何细分画像的消费者，而是针对市场对能量饮料最朴

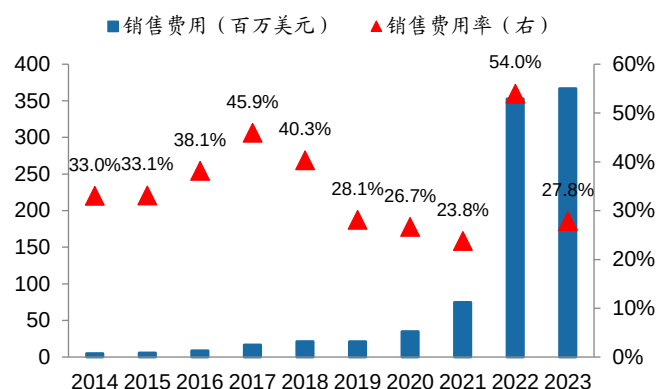
素的需求，未来如果东鹏特饮与困乏状态的消费者心智抢夺能够成功，将大幅提高公司增长确定性与稳定性。

图58: Monster近期联动宣传游戏COD



数据来源: Monster 官网, 广发证券发展研究中心

图59: 燃力士近年销售费用及销售费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 由于口径调整 2023 年使用销售、行政及一般费用计算

### 产品端:

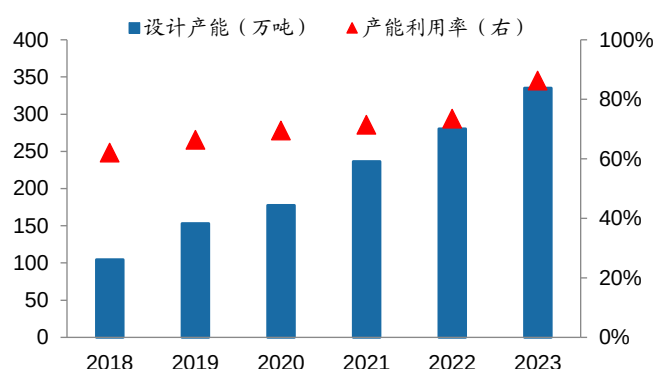
- (1) 与龙头维持合理价差, 减促提价具备可能性。Monster与燃力士在产品方面均采用了大容量设计, 相较于红牛的8.4盎司罐装设计, Monster和燃力士均采用12或16盎司容量设计凸显性价比, 而Monster在单价方面进一步保持优势(燃力士产品每百毫升价格更贵, 我们认为系品牌健康化定位带来的溢价所致), 可见与行业龙头保持绝对价差和性价比是共同之选(参考表1), 同时美国及其他国家市场上能量饮料产品在成本上行期往往主动提价, 同时减少促销投放提升净收入。**对东鹏而言**, 当前东鹏特饮价格相较龙头红牛优势显著, 公司在定价方面与海外趋势相一致, 相对传统红牛金罐产品的“大容量+低价格+PET瓶装”优势明显且定位清晰, 后续关注减促动作和下一轮通胀周期中的直接提价机会。
- (2) 以能量饮料为基础, 低糖、口味创新和添加物均为创新方向。复盘Monster与燃力士产品矩阵搭建可见, Monster在传统产品之外推出主打零糖的Ultra系列产品、主打口味化的Coffee+Energy和Energy+Juice系列产品、主打添加物的Rehab系列产品, 燃力士的核心单品定位于推动新陈代谢和燃脂, 同时Essentials系列产品强调氨基酸添加与对身体机能的提升、On-The-Go产品则以粉剂形态强调便携性。**对东鹏而言**, 当前东鹏特饮产品口味仍较为单一, 过去公司对零糖产品的尝试没有持续深入, 我们认为这与行业发展阶段有关, 未来在东鹏特饮单一口味产品之外, 公司在2024年中报称后续将根据市场需求“适时推出更多丰富口味和包装风格的东鹏特饮系列新品”, 可见公司眼光前瞻, **推新与试错是成熟市场上品牌长青的关键**。

**渠道&生产端: 轻重资产模式之辩。**Monster借助可口可乐渠道全球分销, 燃力士则是与百事可乐深度绑定, 同时在生产端二者均不直接拥有工厂生产而是选择代工模



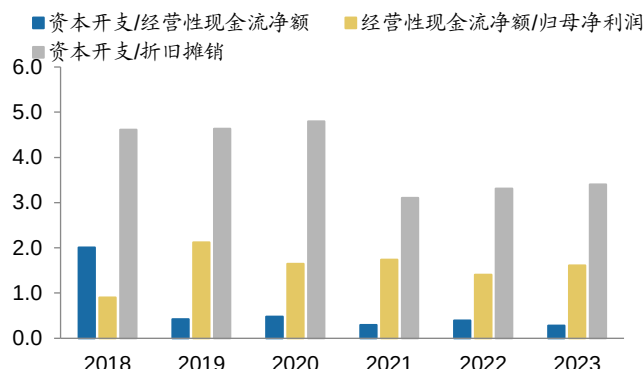
式推动全球化和国内全国化，二者通过长期协议及与两大可乐龙头的股权交易保障代工与渠道分销的稳定，仅Monster向上游收购了上游香精供应商，两家公司更多承担市场战略研究与产品创新工作，而非渠道开发及产能建设。对东鹏而言，Monster与燃力士的轻资产模式导致其工作重心与东鹏显著不同，近年公司加紧投放产能，2023年营收/设计年产能较2018年分别增长271%/221%至112.6亿元/335.2万吨，2023年产能利用率已达到86.3%，考虑到饮料消费及生产存在淡旺季，公司当前产能处于紧缺状态。未来公司长沙和天津基地陆续投产将缓解当前产能压力，同时多地产线技改同步提升产能，同时公司当前每年现金能够保证产能适时新建投放、满足公司成长需求。

图60：东鹏饮料近年设计产能及产能利用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

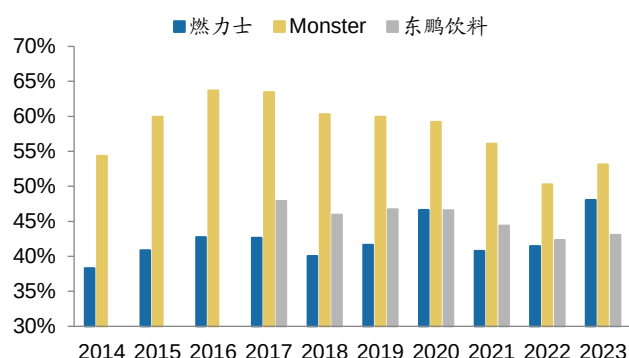
图61：东鹏饮料近年现金流表现流量情况（倍）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

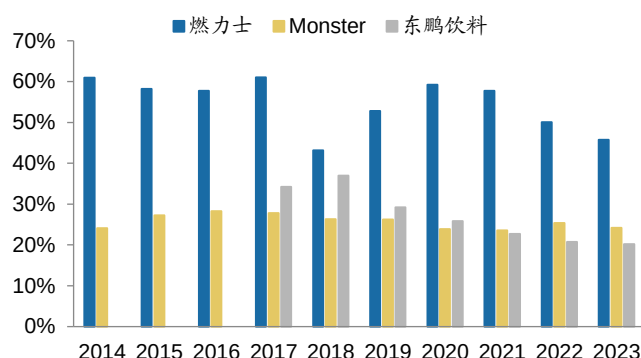
**经营效率端：**据Wind数据，Monster近年毛利率稳定在50-55%，而燃力士毛利率则在40-45%左右，我们认为主要系燃力士当前营收体量仍效仍小且由于产品添加物更为丰富导致成本略高，二者均为轻资产代工生产模式，东鹏饮料近年毛利率稳定在40-45%左右（2023年报表口径调整导致毛利率回落），未来随着规模扩张东鹏毛利率仍有提升空间，经营效率方面东鹏饮料则遥遥领先Monster与燃力士，三家企业资产周转率基本相同，可见东鹏在重资产模式下依然保持较高的经营效率。

图62：三家能量饮料企业毛利率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图63：三家能量饮料企业其他费用率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，其他费用率为扣税前利润率与毛利率差值



## 五、如何理解东鹏饮料的高估值？

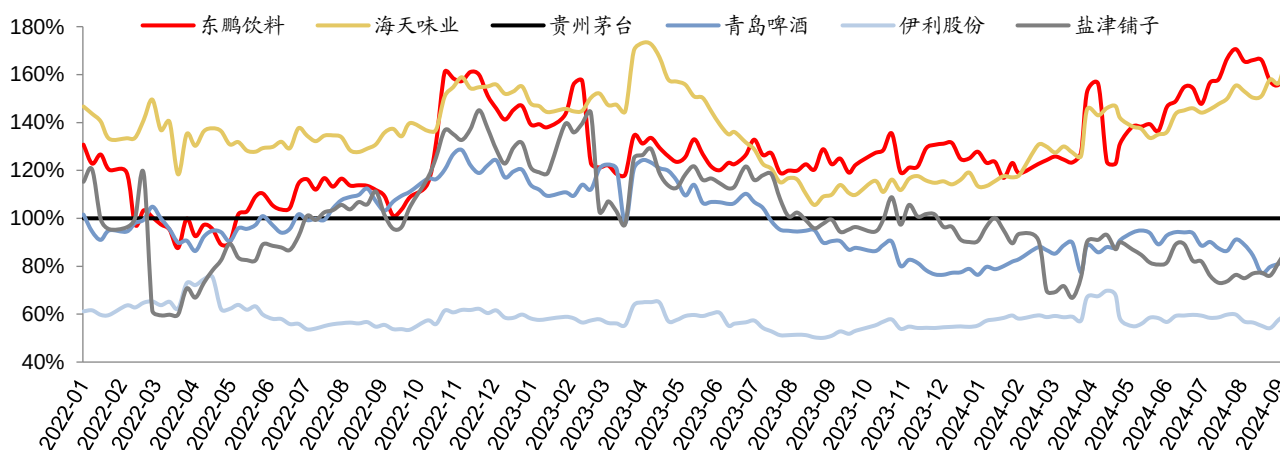
东鹏饮料估值持续处于高位。据Wind数据，A股食品饮料板块跟踪机构数Top15中东鹏饮料估值仅次于海天味业，东鹏饮料和燕京啤酒2024年预计将保持2023年高速增长势头，二者2024年预期PEG分别为0.7和0.5、处于板块内较低水平，我们认为其业绩持续高增长是支撑其估值的重要因素。东鹏饮料上市以来估值一直处于高位，以茅台PE（FY1）作为估值锚计算食品饮料各子版块龙头估值的相对表现可见，东鹏饮料具备稳定的相对茅台的估值溢价且持续走高，我们认为主要系其确定性与成长性被市场所广泛认可所致。

表7：食品饮料机构评级Top15标的盈利预测及估值情况

| 公司代码      | 公司简称 | 评级机构数 | 业绩增速   |        | Wind 一致预期 PE |      | PEG  | 盈利预测标准差/盈利预测 |       |
|-----------|------|-------|--------|--------|--------------|------|------|--------------|-------|
|           |      |       | 2023A  | 2024E  | 2024         | 2025 | 2024 | 2024         | 2025  |
| 603288.SH | 海天味业 | 41    | -9.2%  | 11.0%  | 31.9         | 28.8 | 2.9  | 0.9%         | 1.8%  |
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 45    | 41.6%  | 42.5%  | 30.8         | 23.9 | 0.7  | 4.9%         | 6.9%  |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 38    | 83.0%  | 52.6%  | 26.1         | 20.2 | 0.5  | 7.2%         | 8.4%  |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 56    | 19.2%  | 16.4%  | 18.8         | 16.5 | 1.2  | 0.8%         | 2.0%  |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 45    | 5.8%   | 5.7%   | 17.9         | 16.7 | 3.2  | 1.8%         | 2.7%  |
| 600872.SH | 中炬高新 | 38    | 386.5% | -55.6% | 16.9         | 13.5 | -0.3 | 10.0%        | 13.2% |
| 002847.SZ | 盐津铺子 | 39    | 67.8%  | 31.5%  | 16.5         | 12.9 | 0.5  | 2.4%         | 3.8%  |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 51    | 15.0%  | 11.1%  | 15.5         | 14.0 | 1.4  | 4.2%         | 6.1%  |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 48    | 28.9%  | 23.4%  | 14.2         | 11.9 | 0.6  | 1.3%         | 2.7%  |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 41    | 46.0%  | 27.7%  | 12.8         | 10.4 | 0.5  | 1.3%         | 2.6%  |
| 000858.SZ | 五粮液  | 53    | 13.2%  | 11.8%  | 12.5         | 11.2 | 1.1  | 0.7%         | 1.2%  |
| 603369.SH | 今世缘  | 46    | 25.3%  | 21.1%  | 11.8         | 9.7  | 0.6  | 1.3%         | 2.4%  |
| 600887.SH | 伊利股份 | 39    | 10.6%  | 16.2%  | 11.3         | 11.7 | 0.7  | 5.5%         | 6.4%  |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 39    | 6.8%   | 2.6%   | 10.7         | 10.1 | 4.0  | 2.6%         | 4.9%  |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 44    | 27.8%  | 15.1%  | 9.7          | 8.5  | 0.6  | 2.3%         | 4.3%  |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，使用9月13日数据计算Wind一致预期

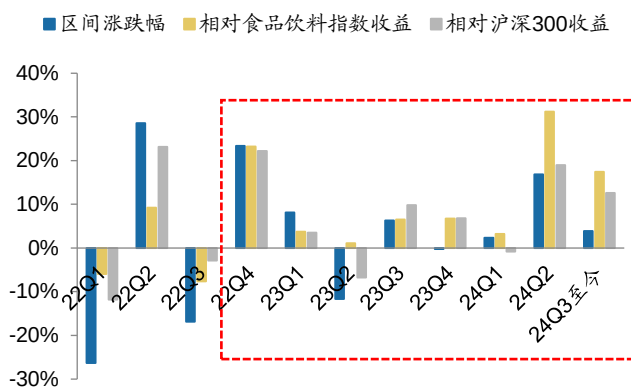
图64：主要食品饮料子行业龙头PE(FY1)与茅台PE(FY1)之比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

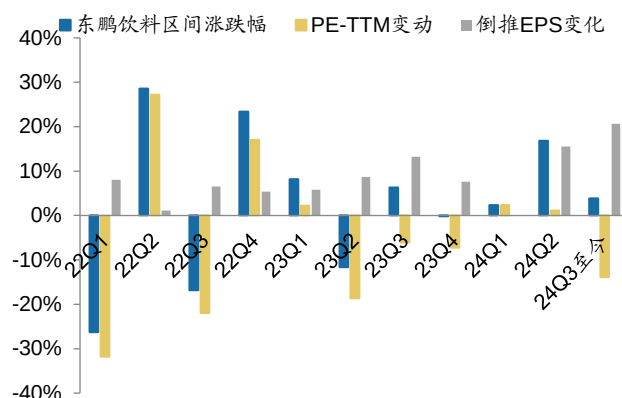
**东鹏饮料兼具高估值与高收益。**据Wind数据，22Q4以来持续跑赢食品饮料指数，仅23Q2和24Q1较沪深300跑输6.8%和0.8%，同时2022年以来仅22Q1、22Q3和23Q2单季度区间涨跌幅为负，可见东鹏尽管估值一直存在溢价，但股价胜率较高，相对与绝对收益均较为明显，拆分其动态估值对区间涨跌幅的贡献度可见，22Q4以来估值并非股价的核心驱动力，业绩持续增长是东鹏饮料股价表现强势的核心原因。

图65：东鹏饮料2022年以来单季度涨跌幅情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，24Q3 截止 2024 年 9 月 13 日收盘

图66：东鹏饮料季度涨跌幅归因分析



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，倒推 EPS 变化为东鹏饮料区间涨跌幅和 PE(TTM)变动幅度计算而得

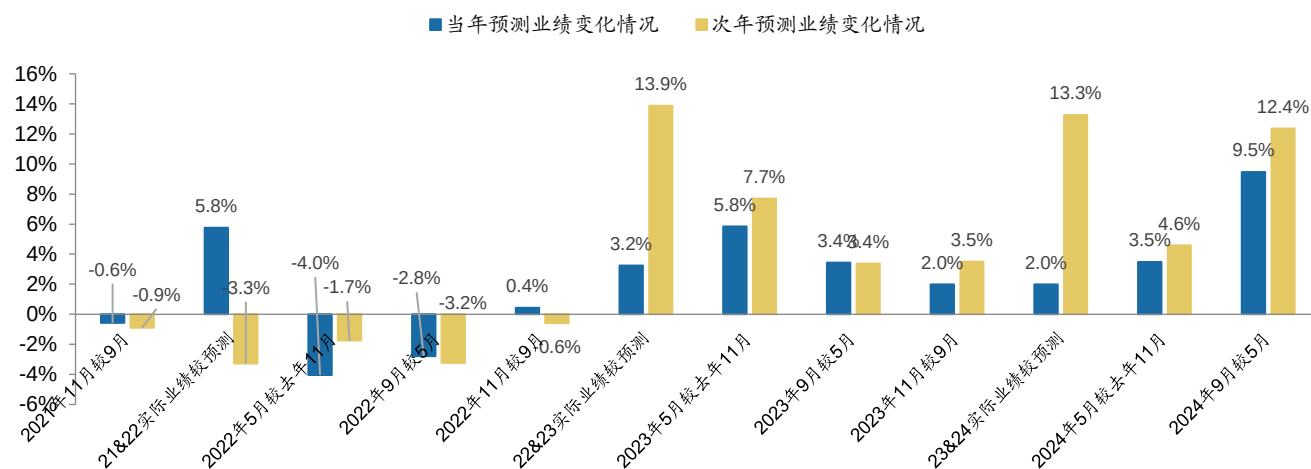
**复盘公司业绩预期变化：2023年以来持续业绩超预期。**据Wind数据，22Q3财报发布后市场预期并未显著上修，但2022年报业绩略好于此前预期，同时可以看到在22Q3财报发布后市场对于东鹏饮料2023年的业绩预期仅为17.9亿元，而2023年最终达成20.4亿元归母净利润、较22Q3财报发布后预期高13.9%，2023全年季报持续超预期带动市场盈利预测不断上修，在23Q3财报发布后市场对2024年盈利预测仅为25.7亿元，然而2024年9月初市场对2024年业绩预期已调升至29.1亿元，较23Q3财报发布后的预期高13.3%，而2024年9月初市场对2025年的业绩预期显著调整、这是市场过去对东鹏饮料盈利预测调整从未出现的，可见：（1）2021-2023年市场对东鹏当年业绩预期准确性较高、仅2024年显著上修当年业绩预期；（2）市场对东鹏饮料次年业绩过于谨慎，主要系市场难以判断公司业绩增长的持续性，这是引领估值持续处于高位的重要原因。

表8：东鹏饮料业绩期后Wind一致预期归母净利润及较前期变化情况（亿元）

| 时间    | 业绩预测 | 5月初预期 | 较去年11月变化 | 9月初预期 | 较5月变化 | 11月初预期 | 较9月变化 | 全年实际  | 较11月变化 |
|-------|------|-------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 2021年 | 当年业绩 | -     | -        | 11.3  | -     | 11.3   | -0.6% | 11.9  | 5.8%   |
|       | 次年业绩 | -     | -        | 15.0  | -     | 14.9   | -0.9% | 14.4  | -3.3%  |
| 2022年 | 当年业绩 | 14.3  | -4.0%    | 13.9  | -2.8% | 14.0   | 0.4%  | 14.4  | 3.2%   |
|       | 次年业绩 | 18.6  | -1.7%    | 18.0  | -3.2% | 17.9   | -0.6% | 20.4  | 13.9%  |
| 2023年 | 当年业绩 | 19.0  | 5.8%     | 19.6  | 3.4%  | 20.0   | 2.0%  | 20.4  | 2.0%   |
|       | 次年业绩 | 24.0  | 7.7%     | 24.8  | 3.4%  | 25.7   | 3.5%  | 29.1* | 13.3%  |
| 2024年 | 当年业绩 | 26.6  | 3.5%     | 29.1  | 9.5%  | -      | -     | -     | -      |
|       | 次年业绩 | 33.3  | 4.6%     | 37.4  | 12.4% | -      | -     | -     | -      |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，2024 年全年实际达成业绩使用当前 Wind 一致预期，月初使用当月 15 号数据

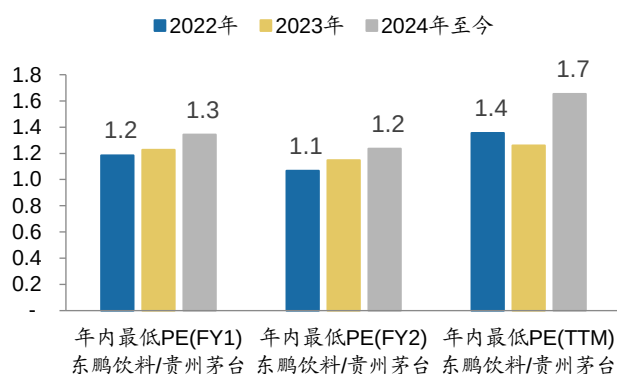
图67: 东鹏饮料业绩期后Wind一致预期归母净利润较前期变化情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 2024 年全年实际达成绩绩使用当前 Wind 一致预期, 使用月初 15 号数据计算

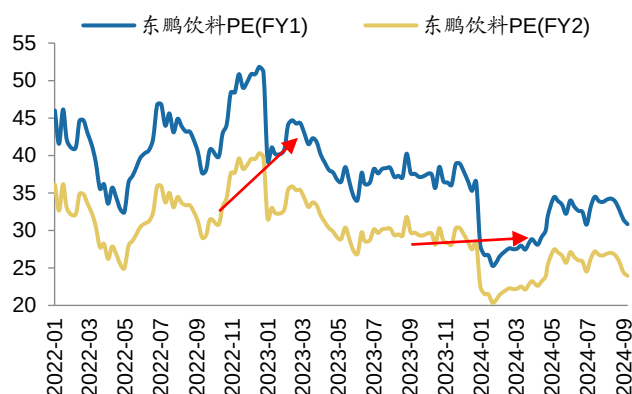
东鹏饮料估值溢价提升, 市场强化对成长持续性的置信度。据Wind数据, 复盘东鹏饮料2022年以来历年估值低点, 2022/2023/2024至今公司Wind一致预期业绩对应当年PE年内最低值分别为32.5/34.1/25.3倍, 次年PE最低值分别为25.0/26.9/20.4倍, PE (TTM) 最低值分别为38.9/36.5/33.7倍, 可见在年内情绪最低点估值依然处于相对高位, 用同时期、同估值计算方法下贵州茅台的估值低点计算相对估值, 可见**2022年至今历年东鹏饮料估值最低值均较茅台存在溢价、且溢价逐渐提升**。复盘2022年以来东鹏饮料Wind一致预期PE可见, 得益于公司业绩高增的确定性, **H2存在较为明显的估值切换机会**。

图68: 东鹏饮料与贵州茅台情绪低点时的估值比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

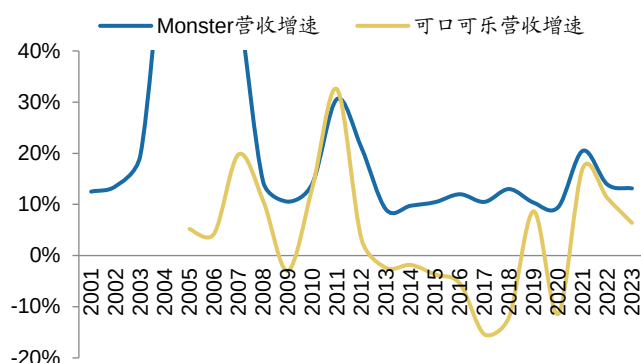
图69: 东鹏饮料H2存在明显估值切换



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 使用当天收盘市值除以当日 Wind 一致预期业绩计算 PE

从海外标的Monster与可口可乐的对比来看, 估值溢价亦是常态。Monster得益于能量饮料赛道仍具成长性, 同时全球市场布局持续推进, 带动Monster动态估值较可口可乐长期保持溢价, 我们认为高成长性与稀缺赛道构成了Monster的估值溢价, 对于东鹏饮料而言, 公司作为目前A股能量饮料行业中唯一的上市公司, 行业红利Beta与公司Alpha共振, 带动估值较食品饮料板块具有相对稳定的估值溢价。

图70: Monster与可口可乐营收增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图71: Monster与可口可乐PE(TTM)对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 六、盈利预测和投资建议

**收入端: 东鹏特饮与第二增长曲线共同带动营收高增。**

**东鹏特饮营收:** 我们预计2024-2026年公司主业东鹏特饮将保持增长, 主要系消费人群持续扩张叠加公司市占率有望持续上行, 其中我们预计未来3年时间内公司东鹏特饮销售增长依然依靠销量增长驱动, 预计销量同比+33.0%/24.0%/20.0%, 吨价同比小幅走弱, 预计同比-0.5%/-0.3%/+0.0%, 实现营收136.8/169.1/202.9亿元, 同比+32.3%/23.6%/20.0%;

**其他饮料营收:** 预计2024-2026年同比+84.0%/43.0%/35.0%至16.8/24.1/32.5亿元, 第二曲线中以补水啦电解质水为代表持续放量贡献公司营收增长, 其中量价齐升, 主要系随着销量增长公司货折等投放有望收窄, 预计销量同比+60.0%/30.0%/25.0%, 吨价同比+15.0%/10.0%/8.0%。

**毛利率端:** 我们预计2024-2026年由于PET及白砂糖价格同比回落叠加公司收入端的规模效应, 带动公司毛利率持续向好, 其中主业东鹏特饮吨成本预计同比-3.5%/-0.9%/+0.0%, 带动东鹏特饮毛利率有望实现47.0%/47.3%/47.4%, 同时其他饮料毛利率得益于收入端的高速增长、规模效应显著, 带动2024-2026年实现毛利率24.8%/29.2%/32.8%, 整体毛利率实现44.6%/45.1%/45.3%。

**销售费用率:** 我们认为随着公司当前高速增长, 同时竞争格局利好公司品牌力持续上行, 公司未来预计将保持一定的费用投放力度, 预计2024-2026年销售费用率分别为17.4%/17.3%/16.9%; **管理费用率:** 预计未来收入端高增长带来的费用摊薄是核心影响因素, 预计2024-2026年管理费用率为2.8%/2.5%/2.3%。

综合来看, 预计公司2024-2026年实现归母净利率为19.2%/20.0%/20.7%, 实现归母净利润29.5/38.6/48.8亿元, 同比+44.8%/30.8%/26.2%, 对应PE为31/24/19倍。

表9：东鹏饮料盈利预测拆分

|               | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）      | 85.1   | 112.6  | 153.7  | 193.3  | 235.5  |
| YoY           | 21.9%  | 32.4%  | 36.5%  | 25.7%  | 21.9%  |
| 其中：东鹏饮料营收（亿元） | 81.7   | 103.4  | 136.8  | 169.1  | 202.9  |
| YoY           | 24.0%  | 26.5%  | 32.3%  | 23.6%  | 20.0%  |
| 东鹏饮料销量（万吨）    | 185.9  | 238.5  | 317.1  | 393.3  | 471.9  |
| YoY           | 23.3%  | 28.2%  | 33.0%  | 24.0%  | 20.0%  |
| 东鹏饮料吨价（元/吨）   | 4395.1 | 4334.6 | 4312.9 | 4300.0 | 4300.0 |
| YoY           | 0.6%   | -1.4%  | -0.5%  | -0.3%  | 0.0%   |
| 东鹏饮料吨成本（元/吨）  | 2493.8 | 2368.7 | 2285.0 | 2264.0 | 2263.4 |
| YoY           | 6.0%   | -5.0%  | -3.5%  | -0.9%  | 0.0%   |
| 东鹏饮料毛利率       | 43.3%  | 45.4%  | 47.0%  | 47.3%  | 47.4%  |
| 变化 pct        | -2.9   | 2.1    | 1.7    | 0.3    | 0.0    |
| 其中：其他饮料营收（亿元） | 3.2    | 9.1    | 16.8   | 24.1   | 32.5   |
| YoY           | -14.2% | 186.6% | 84.0%  | 43.0%  | 35.0%  |
| 其他饮料销量（万吨）    | 19.6   | 47.3   | 75.6   | 98.3   | 122.9  |
| YoY           | 6.2%   | 141.0% | 60.0%  | 30.0%  | 25.0%  |
| 其他饮料吨价（元/吨）   | 1626.6 | 1935.0 | 2225.2 | 2447.8 | 2643.6 |
| YoY           | -19.2% | 19.0%  | 15.0%  | 10.0%  | 8.0%   |
| 其他饮料吨成本（元/吨）  | 1349.0 | 1601.2 | 1672.3 | 1732.0 | 1776.8 |
| YoY           | -23.0% | 18.7%  | 4.4%   | 3.6%   | 2.6%   |
| 其他饮料毛利率       | 17.1%  | 17.3%  | 24.8%  | 29.2%  | 32.8%  |
| 变化 pct        | 4.1    | 0.2    | 7.6    | 4.4    | 3.5    |
| 综合毛利率         | 42.3%  | 43.1%  | 44.6%  | 45.1%  | 45.3%  |
| 变化 pct        | -2.0   | 0.7    | 1.5    | 0.5    | 0.3    |
| 销售费用率         | 17.1%  | 17.4%  | 17.4%  | 17.3%  | 16.9%  |
| 管理费用率         | 3.0%   | 3.3%   | 2.8%   | 2.5%   | 2.3%   |
| 归母净利率         | 16.9%  | 18.1%  | 19.2%  | 20.0%  | 20.7%  |
| 归母净利润（亿元）     | 14.4   | 20.4   | 29.5   | 38.6   | 48.8   |
| YoY           | 20.8%  | 41.6%  | 44.8%  | 30.8%  | 26.2%  |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

对标可比公司估值及盈利能力，计算合理价值为**258.48元/股**。参考A股成长型饮料公司香飘飘和欢乐家，以及港股营收规模较大的康师傅控股和农夫山泉，A股PEG接近1而H股标的PEG较高，考虑到东鹏饮料较香飘飘等A股饮料公司不仅营收体量大、营收和归母净利润的增长速度也更快，展现出公司优秀的成长性，综合考虑可比公司及东鹏饮料自身成长性，给予2024年35倍PE，对应合理价值258.48元/股，维持“买入”评级。



表10: 可比公司估值表 (使用9月19日收盘价计算)

| 证券代码      | 公司名称  | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       | 归母净利润 YoY |       | PE    |       | PEG   |       |
|-----------|-------|-------------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |       |             | 2023A      | 2024E | 2025E | 2024E     | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 00322.HK  | 康师傅控股 | 600.6       | 31.2       | 35.6  | 39.2  | 14.3%     | 9.9%  | 17.2  | 15.6  | 1.2   | 1.6   |
| 09633.HK  | 农夫山泉  | 2,879.1     | 120.8      | 128.2 | 148.2 | 6.1%      | 15.6% | 21.4  | 18.5  | 3.5   | 1.2   |
| 605337.SH | 李子园   | 33.3        | 2.4        | 2.6   | 2.9   | 8.7%      | 14.4% | 12.4  | 10.8  | 1.4   | 0.8   |
| 603711.SH | 香飘飘   | 43.8        | 2.8        | 3.2   | 3.8   | 14.8%     | 19.5% | 13.2  | 11.0  | 0.9   | 0.6   |
| 平均值       |       |             |            |       |       |           |       |       |       | 1.8   | 1.0   |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 七、风险提示

### (一) 经济增长不及预期

如果未来持续出现消费力下行的现象,这可能会影响到消费者对东鹏特饮产品的消费意愿,同时如果经济增长不及预期,社会商业活动持续走弱,这或许会导致社会工作时长的负增长,进而导致东鹏特饮消费场景有减少的可能性。

### (二) 新品推广不及预期

如果公司新品的市场推广进度不及预期,将影响公司打造全品类饮料集团的战略落地进度,同时对于二级市场的参与者来说将会影响对后续成长性的判断,进而产生担心;

### (三) 相关测算存在局限性

报告中我们使用了较多定量手段对公司未来发展空间进行测算,相关测算或许在可比性及可实现性存在局限,进而影响结论的准确性;

### (四) 食品安全风险

食品饮料企业若发生食品安全问题,将严重影响公司品牌形象及产品动销,进而对未来销售与发展产生一系列影响。

**资产负债表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>7,246</b>  | <b>8,769</b>  | <b>10,382</b> | <b>13,070</b> | <b>16,220</b> |
| 货币资金           | 2,158         | 6,058         | 6,155         | 6,913         | 8,056         |
| 应收及预付          | 152           | 225           | 265           | 330           | 400           |
| 存货             | 394           | 569           | 615           | 737           | 822           |
| 其他流动资产         | 4,543         | 1,918         | 3,346         | 5,090         | 6,941         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>4,624</b>  | <b>5,941</b>  | <b>6,522</b>  | <b>6,987</b>  | <b>7,392</b>  |
| 长期股权投资         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 固定资产           | 2,232         | 2,916         | 3,262         | 3,643         | 3,917         |
| 在建工程           | 529           | 385           | 484           | 461           | 499           |
| 无形资产           | 357           | 485           | 566           | 670           | 763           |
| 其他长期资产         | 1,505         | 2,155         | 2,210         | 2,212         | 2,212         |
| <b>资产总计</b>    | <b>11,870</b> | <b>14,710</b> | <b>16,904</b> | <b>20,057</b> | <b>23,612</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>6,706</b>  | <b>8,047</b>  | <b>8,967</b>  | <b>10,188</b> | <b>11,304</b> |
| 短期借款           | 3,182         | 2,996         | 2,696         | 2,196         | 1,396         |
| 应付及预收          | 651           | 915           | 1,107         | 1,377         | 1,668         |
| 其他流动负债         | 2,873         | 4,136         | 5,164         | 6,615         | 8,240         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>100</b>    | <b>339</b>    | <b>129</b>    | <b>129</b>    | <b>129</b>    |
| 长期借款           | 0             | 220           | 0             | 0             | 0             |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他非流动负债        | 100           | 119           | 129           | 129           | 129           |
| <b>负债合计</b>    | <b>6,805</b>  | <b>8,386</b>  | <b>9,096</b>  | <b>10,317</b> | <b>11,433</b> |
| 股本             | 400           | 400           | 400           | 400           | 400           |
| 资本公积           | 2,080         | 2,080         | 2,080         | 2,080         | 2,080         |
| 留存收益           | 2,599         | 3,838         | 5,322         | 7,254         | 9,693         |
| 归属母公司股东权益      | 5,065         | 6,324         | 7,808         | 9,740         | 12,179        |
| 少数股东权益         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>11,870</b> | <b>14,710</b> | <b>16,904</b> | <b>20,057</b> | <b>23,612</b> |

**利润表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2022A       | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>8505</b> | <b>11263</b> | <b>15375</b> | <b>19330</b> | <b>23554</b> |
| 营业成本            | 4905        | 6412         | 8519         | 10614        | 12872        |
| 营业税金及附加         | 93          | 121          | 166          | 208          | 254          |
| 销售费用            | 1449        | 1956         | 2679         | 3338         | 3972         |
| 管理费用            | 256         | 369          | 430          | 483          | 542          |
| 研发费用            | 44          | 54           | 69           | 77           | 82           |
| 财务费用            | 41          | 2            | -39          | -55          | -91          |
| 资产减值损失          | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益        | 13          | 29           | 28           | 35           | 42           |
| 投资净收益           | 70          | 142          | 115          | 120          | 125          |
| <b>营业利润</b>     | <b>1854</b> | <b>2588</b>  | <b>3770</b>  | <b>4917</b>  | <b>6206</b>  |
| 营业外收支           | -18         | -9           | -20          | -20          | -20          |
| <b>利润总额</b>     | <b>1836</b> | <b>2579</b>  | <b>3750</b>  | <b>4897</b>  | <b>6186</b>  |
| 所得税             | 395         | 539          | 796          | 1032         | 1308         |
| <b>净利润</b>      | <b>1441</b> | <b>2040</b>  | <b>2954</b>  | <b>3865</b>  | <b>4878</b>  |
| 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1441</b> | <b>2040</b>  | <b>2954</b>  | <b>3865</b>  | <b>4878</b>  |
| EBITDA          | 2054        | 2690         | 4106         | 5298         | 6611         |
| EPS (元)         | 3.60        | 5.10         | 7.39         | 9.66         | 12.19        |

**现金流量表**

单位：百万元

| 至 12 月 31 日    | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,026</b>  | <b>3,281</b>  | <b>4,390</b>  | <b>5,776</b>  | <b>7,044</b>  |
| 净利润            | 1,441         | 2,040         | 2,954         | 3,865         | 4,878         |
| 折旧摊销           | 239           | 270           | 395           | 456           | 515           |
| 营运资金变动         | 521           | 1,118         | 1,121         | 1,526         | 1,751         |
| 其它             | -175          | -146          | -80           | -71           | -100          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-3,336</b> | <b>-758</b>   | <b>-2,228</b> | <b>-2,522</b> | <b>-2,615</b> |
| 资本支出           | -791          | -916          | -938          | -942          | -940          |
| 投资变动           | -2,610        | -52           | -1,600        | -1,700        | -1,800        |
| 其他             | 65            | 209           | 310           | 120           | 125           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,764</b>  | <b>-1,058</b> | <b>-2,071</b> | <b>-2,496</b> | <b>-3,286</b> |
| 银行借款           | 2,532         | 34            | -520          | -500          | -800          |
| 股权融资           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他             | -768          | -1,092        | -1,551        | -1,996        | -2,486        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>439</b>    | <b>1,437</b>  | <b>98</b>     | <b>757</b>    | <b>1,143</b>  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>999</b>    | <b>1,439</b>  | <b>2,875</b>  | <b>2,973</b>  | <b>3,730</b>  |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>1,439</b>  | <b>2,875</b>  | <b>2,973</b>  | <b>3,730</b>  | <b>4,873</b>  |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日     | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 21.9%  | 32.4%  | 36.5%  | 25.7%  | 21.9%  |
| 营业利润            | 21.3%  | 39.6%  | 45.7%  | 30.4%  | 26.2%  |
| 归母净利润           | 20.8%  | 41.6%  | 44.8%  | 30.8%  | 26.2%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 42.3%  | 43.1%  | 44.6%  | 45.1%  | 45.3%  |
| 净利率             | 16.9%  | 18.1%  | 19.2%  | 20.0%  | 20.7%  |
| ROE             | 28.4%  | 32.3%  | 37.8%  | 39.7%  | 40.1%  |
| ROIC            | 17.0%  | 19.8%  | 27.5%  | 31.7%  | 35.1%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 57.3%  | 57.0%  | 53.8%  | 51.4%  | 48.4%  |
| 净负债比率           | 134.4% | 132.6% | 116.5% | 105.9% | 93.9%  |
| 流动比率            | 1.08   | 1.09   | 1.16   | 1.28   | 1.43   |
| 速动比率            | 0.63   | 0.92   | 1.01   | 1.14   | 1.29   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.87   | 0.85   | 0.97   | 1.05   | 1.08   |
| 应收账款周转率         | 344.86 | 247.24 | 278.67 | 393.61 | 393.69 |
| 存货周转率           | 13.36  | 13.32  | 14.39  | 15.70  | 16.51  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 3.60   | 5.10   | 7.39   | 9.66   | 12.19  |
| 每股经营现金流         | 5.07   | 8.20   | 10.97  | 14.44  | 17.61  |
| 每股净资产           | 12.66  | 15.81  | 19.52  | 24.35  | 30.45  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 49.40  | 35.79  | 30.93  | 23.64  | 18.73  |
| P/B             | 14.05  | 11.54  | 11.70  | 9.38   | 7.50   |
| EV/EBITDA       | 35.20  | 26.13  | 21.44  | 16.38  | 12.83  |

## 广发食品饮料研究小组

符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。

郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

高鸿：资深分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

廖承帅：高级分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

张晋源：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                   | 深圳市                     | 北京市                 | 上海市                      | 香港                |
|------|-----------------------|-------------------------|---------------------|--------------------------|-------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼 | 香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼 |
| 邮政编码 | 510627                | 518026                  | 100045              | 200120                   | -                 |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn      |                         |                     |                          |                   |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。