

东鹏饮料 (605499.SH)

深度分析

食品饮料 | 非乳饮料III

投资评级

买入-B(维持)

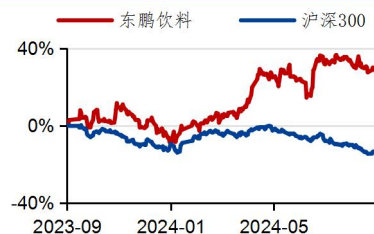
股价(2024-09-25)

229.16 元

交易数据

总市值 (百万元)	91,666.29
流通市值 (百万元)	91,666.29
总股本 (百万股)	400.01
流通股本 (百万股)	400.01
12个月价格区间	237.01/164.42

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.84	6.68	36.22
绝对收益	-2.6	5.05	27.79

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com.cn

分析师

王颖

 SAC 执业证书编号: S0910524080001
 wangying5@huajinsec.com.cn

相关报告

东鹏饮料: 业绩延续高增, 多品类协同发力-华金证券-食品饮料-公司点评-东鹏饮料 2024.9.2

东鹏饮料: Q2 业绩超预期, 高增势头不减-华金证券-食品饮料-公司点评-东鹏饮料 2024.7.12

东鹏饮料: Q1 延续高增势能, 看好全年业绩表现-华金证券-食品饮料-公司快报-东鹏饮料 2024.5.7

东鹏饮料: 第二曲线提速增长, 渠道深耕势能延续-华金证券-食品饮料-公司快报-东鹏饮料 2024.4.17

东鹏展翅, 征程未有穷期

◆ **公司概况: 广东起家, 逐步辐射全国的能量饮料龙头。**公司前身系深圳东方公司东鹏饮料厂, 成立于 1987 年, 后经私有化改革改制为民营企业, 2009 年推出防尘盖瓶装东鹏特饮, 以差异化的包装和定价占据竞争优势。随着东莞样本市场打造成功, 公司 2013 年开启全国化征程, 并于 2021 年成功上市, 2023 年销售体量突破百亿。同时, 公司积极构建多品类发展战略, 陆续推出东鹏补水啦、鹏友上茶、东鹏大咖、VIVI 鸡尾酒、海岛椰、多喝多润等多元化子品牌, 有望复用渠道、品牌势能, 成为国内领先的综合饮料集团。

◆ **行业分析: 市场扩容前景广阔, 格局稳固东鹏占优。**(1) **行业规模: 软饮料中增速最优, 体量近 600 亿。**能量饮料具备抗疲劳的功能属性和轻度成瘾性, 过去十年复合增速 11.8%、超越软饮料整体表现。2023 年市场规模达到 576 亿元, 同比增长 8.1%, 未来有望随人群拓展、场景延伸、口味扩充等实现持续增长, 中期对标日本, 体量或近千亿元。(2) **行业发展: 缘起红牛, 逐步壮大。**1995 年红牛进入中国, 率先培育能量饮料市场, 随后行业受益于工业化高速发展迎来快速成长期, 红牛始终处于龙头地位、占据八成以上份额, 但自 2106 年起陷入商标权纷争, 份额有所松动, 东鹏、乐虎等国产品牌趁势崛起, 行业格局由一家独大转变为一超多强。(3) **品牌竞争: 东鹏更胜一筹。**剖析各品牌发展特点, 国产品牌高质价比定位避开了与红牛的正面对抗, 相较于中高端产品更容易打开市场, 而东鹏的更胜一筹, 主要源于更为聚焦, 即二十多年来的深耕一隅, 带来产品、渠道和品牌的累积优势。

◆ **能量饮料: 差异化构筑优势, 全国化贡献增量。**

(1) **竞争优势: 品价比高、渠道势能强、品牌心智强。**红牛商标权之争为东鹏提供了发展机遇, 在此过程中, 东鹏也逐步构建形成了自身的竞争优势。主要体现在三个方面: **a. 产品层面,** 锚定庞大的蓝领群体, 以高质价比和特色专利包装迅速打开市场, 逐步占领价格敏感型人群的消费心智形成需求粘性; **b. 渠道层面,** 由广东向全国快速铺设, 领先上马数字化运营系统并不断完善, 可实现产品流转全程跟踪, 极大地提高了渠道运营效率和管理决策效率; **c. 品牌层面,** 通过多形式、高频次、全覆盖的营销强度, 占领消费者累困时刻的第一联想, 并将品牌高度逐步上升至民族层面, 提高知名度和美誉度。

(2) **未来空间: 全国化征途未竟, 海外市场初步发力, 销售体量尚未封顶。**对于国内而言, 公司自广东起家, 逐步向全国辐射, 现仍处于加强全国化建设的成长阶段, 区域间发展不平衡, 省外网点数量和单点卖力均有提升空间。通过两种方法测算, 我们预计中期维度下东鹏能量饮料国内收入将突破 200 亿元, 较 2023 年至少一倍增长空间; 海外方面, 公司也在积极探索发展契机, 先后开发了出口美国、韩国、马来西亚等地的能量饮料产品, 并已通过贸易商将产品出口到海外 18 个国家和地区, 随着出海布局的逐步深化, 公司能量饮料有望迎来更广阔的发展空间;

◆ **第二曲线: 补水啦初显成效, 多点布局培育新动能。**公司开启多品类发展战略, 迈向综合型饮料集团。在新品打造过程中, 补水啦率先脱颖而出, 呈现强劲的增长动能, 其他新品也表现出良好增势, 初步验证新品逻辑。归纳分析来看, 公司在第二



曲线打造中拥有一套高胜率、高赔率打法，具体表现为，（1）行业维度：一择优潜力赛道，二以跟随者入局。公司所选赛道契合消费长期发展趋势如健康减糖（电解质饮料、无糖茶、植物饮料）、迎合年轻群体消费需求（如即饮咖啡、鸡尾酒），具备长远发展的战略优势，且以跟随者身份入局，降低市场教育成本，更易共享行业发展机遇；2）公司维度：延续高质价比战略，复用渠道、品牌优势。沿用能量饮料的高质价比战略，疲软环境下有望实现竞争转化，叠加前期构筑的渠道、品牌优势，新品更易取得突破性成长。

◆ **投资建议：**公司能量饮料基本盘稳固，新品补水啦势头迅猛、第二曲线持续发力，叠加品牌、渠道、规模等优势，有望顺利实现单一品类向多品类切换，逐步成为国内领先的综合型饮料企业。我们维持前期盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入 152.55/196.66/247.64 亿元，同比增长 35.4%/28.9%/25.9%，归母净利润为 29.13/38.24/48.27 亿元，同比增长 42.8%/31.3%/26.2%，维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求不及预期，新品表现不及预期，原材料价格大幅上涨，数据测算或有误差等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,505	11,263	15,255	19,666	24,764
YoY(%)	21.9	32.4	35.4	28.9	25.9
归母净利润(百万元)	1,441	2,040	2,913	3,824	4,827
YoY(%)	20.8	41.6	42.8	31.3	26.2
毛利率(%)	42.3	43.1	43.8	43.6	43.4
EPS(摊薄/元)	3.60	5.10	7.28	9.56	12.07
ROE(%)	28.4	32.3	35.4	33.4	31.1
P/E(倍)	63.6	44.9	31.5	24.0	19.0
P/B(倍)	18.1	14.5	11.1	8.0	5.9
净利率(%)	16.9	18.1	19.1	19.4	19.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、公司概况：国产能量饮料龙头，多元布局加速成长	5
(一) 发展历程：深耕能量饮料行业，全国销量持续第一	5
(二) 经营概况：收入体量超百亿，全国化、多品类发展	6
(三) 股权架构：股权结构集中，管理层持股稳定	9
二、行业分析：市场扩容前景广阔，格局稳固东鹏占优	10
(一) 能量饮料：人场双驱，空间仍存	10
(二) 行业发展：缘起红牛，逐步壮大	12
(三) 行业特征：赛道好、格局优，增长稳健空间大	13
(四) 品牌竞争：红牛诉讼缠身，东鹏缘何成为最大受益者？	14
三、能量饮料：差异化构筑优势，全国化贡献增量	16
(一) 竞争优势：品价比高、渠道势能强、品牌心智强	16
1、产品：高品价比错位竞争，特色设计独树一帜	17
2、渠道：数字化深度赋能，渠道把控力卓越	18
3、品牌：全方位饱和式营销，塑造民族品牌形象	21
(二) 未来空间：全国化征程未滿，海外市场初步发力	22
四、第二曲线：补水啦初显成效，多点布局培育新动能	25
(一) 补水啦：贝塔&阿尔法共振，一路高歌猛进	25
(二) 其他饮料：优择潜力赛道，延续高质价比战略	28
五、盈利预测及可比估值	30
(一) 盈利预测	30
(二) 可比估值	31
六、风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司营收表现情况	6
图 3：公司归母净利润表现情况	6
图 4：公司主要产品	6
图 5：公司各产品收入及增速	7
图 6：公司各产品收入占比	7
图 7：公司各区域营收占比	7
图 8：公司各区域营业收入同比增速	7
图 9：公司各渠道收入占比	8
图 10：可比公司毛利率表现	8
图 11：公司主要原材料市场价格变化（单位：元/吨）	8
图 12：公司各项费用率变动情况	9
图 13：可比公司净利率表现	9
图 14：公司持股平台概况（截止 2023 年底）	9
图 15：公司股权结构（截止 2024H1）	9
图 16：能量饮料消费群体和消费场景不断扩充	10
图 17：2009-2023 年软饮料市场规模及同比增速	11
图 18：2009-2023 年能量饮料市场规模及同比增速	11

图 19: 2009-2023 年软饮料中各品类占比 (%)	11
图 20: 2010-2023 年软饮料中占比 top5 的增长率 (%)	11
图 21: 软饮料各细分品类表现	12
图 22: 2009-2015 年能量饮料行业销量快增、价格先升后降	12
图 23: 红牛商标权纠纷历程, 纠纷至今尚未解决	13
图 24: 能量饮料主要品牌销额市占率变化趋势	13
图 25: 2023 年能量饮料市场竞争格局 (销额口径)	14
图 26: 能量饮料市场集中度变化	14
图 27: 能量饮料行业主要品牌产品对比	16
图 28: 市场主流能量饮料的单位售价及主要成分	18
图 29: 公司经销渠道结构	19
图 30: 东鹏渠道数字化发展历程	19
图 31: 东鹏饮料渠道数字化管控体系	20
图 32: 公司经销商数量快速提升	21
图 33: 公司终端活跃网点数量快速提升	21
图 34: 东鹏影视剧植入	21
图 35: 东鹏围绕年轻群体开展多样化营销	21
图 36: 东鹏打造超燃沉浸式地铁主题站	22
图 37: 东鹏联手知名运动员进行品牌宣传	22
图 38: 各地人均食品烟酒消费情况	24
图 39: 我国电解质饮料市场规模及增速	26
图 40: 亚太地区主要国家运动饮料人均消费量 (升/年)	26
图 41: 2022 年中国电解质饮料主要品牌市场份额 (%)	26
图 42: 运动饮料主要品牌市场份额变动	26
图 43: 半数以上电解质品牌于 2022 年集中入局	27
图 44: 东鹏补水啦加大冰柜投放	28
图 45: 东鹏补水啦壹元乐享活动	28
图 46: 东鹏补水啦赞助多项运动赛事	28
图 47: 东鹏补水啦代言人于适	28
图 48: 新品类所处行业情况	29
图 49: 东鹏新品情况	30
表 1: 天津君正创业投资合伙企业 (有限合伙) 减持情况	10
表 2: 能量饮料标志性成分及用途	17
表 3: 东鹏能量饮料中长期收入体量敏感性测算	23
表 4: 东鹏能量饮料中长期规模测算 (营收单位: 亿元)	24
表 5: 东鹏能量饮料销售规模敏感性测算 (测算所得规模单位: 亿元)	24
表 6: 公司业务拆分及预测	30
表 7: 可比公司估值	31

一、公司概况：国产能量饮料龙头，多元布局加速成长

（一）发展历程：深耕能量饮料行业，全国销量持续第一

国产能量饮料龙头，多品类布局加速成长。公司前身系深圳东方公司东鹏饮料厂，成立于1987年，后经私有化改革改制为民营企业，以售卖能量饮料为主，2009年推出防尘盖瓶装东鹏特饮，以差异化的包装和定价占据竞争优势。随着东莞样本市场打造成功，公司2013年开启全国化征程，并于2021年成功上市，2023年东鹏特饮销售突破百亿，全国能量饮料销量排名第一。此外，公司积极构建多品类发展战略，陆续推出东鹏补水啦、鹏友上茶、东鹏大咖、VIVI鸡尾酒、海岛椰、多喝多润等多元化子品牌，有望复用渠道、品牌势能，成为国内领先的综合饮料集团。

回顾公司的发展历程，大致可分为五个阶段：

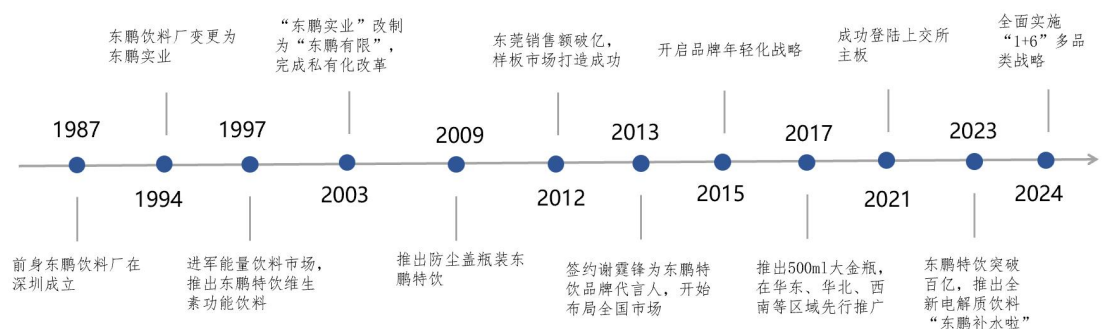
初始发展期（1987-2008年）：1987年公司前身东鹏饮料厂成立，主要生产利乐包豆奶和清凉系列饮料，后变更为东鹏实业，1997年推出东鹏特饮，并于次年获得保健品批文，但仍以售卖凉茶为主。2003年核心员工林木勤以“员工集资持股”方式完成私有化改革，并继续探寻特饮突破口，逐步将目光瞄向工人云集的东莞市场。

产品打磨期（2009-2012年）：2009年推出防尘盖瓶装东鹏特饮，以高质价比和差异化包装主攻下沉市场，开启成倍数增长，2012年东莞销售额破亿，样板市场取得成功。

品牌扩张期（2013-2016年）：2013年开始复制东莞模式进行全国化拓展，签约顶流谢霆锋为品牌代言人，投放大量央视广告。2015年品牌年轻化升级，提出“年轻就要醒着拼”，同年开启营销数字化转型，推出一元乐享、扫码领红包等促销活动。

高速成长期（2017年-至今）：2016年起红牛陷入商标权纠纷，公司迎来加速发展，2017年进一步推出500ml大金瓶，填补了市场主流品牌大容量产品的空缺，实现快速渗透。2023年东鹏特饮突破百亿。近年来公司亦推出由柑柠檬茶、陈皮特饮、东鹏大咖等非能量饮料产品，但前期受限于品牌力不足发展缓慢，直至疫情带来电解质饮料全民科普，补水啦乘势爆发，带动第二曲线高速增长，综合饮料集团战略初见成效。

图 1：公司发展历程

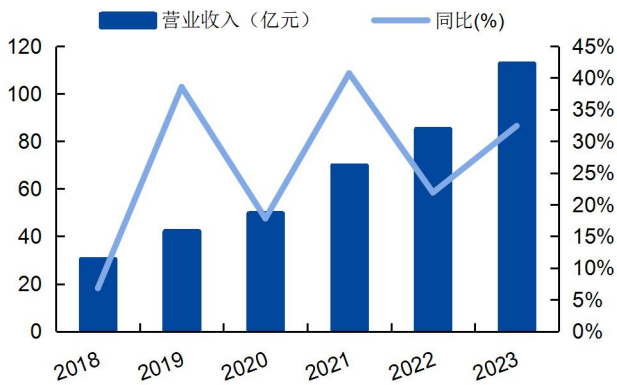


资料来源：公司公告，公司官网，快消事件，FBIF 食品饮料创新，华金证券研究所

（二）经营概况：收入体量超百亿，全国化、多品类发展

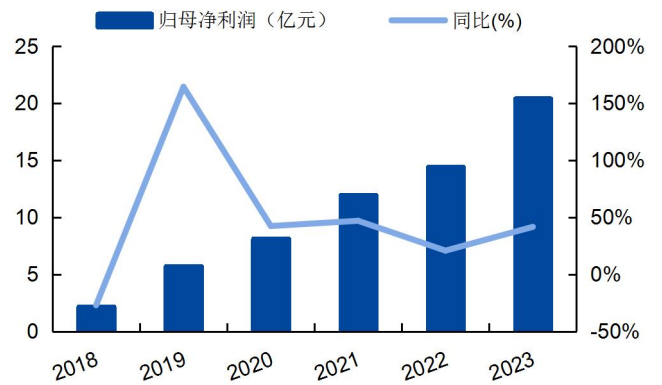
经营势头良好，收入持续快增。公司主要向C端消费者提供饮料产品（以能量饮料为主），营收受产品定位、渠道建设、市场竞争等因素影响。得益于全国拓展、品类延伸和高效运营，公司近年来快速发展，2018-2023年营收CAGR为30%，归母净利润CAGR为57%，现已达到百亿级销售体量，随着全国化和多品类战略持续推进，公司规模有望再上台阶。

图 2：公司营收表现情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：公司归母净利润表现情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

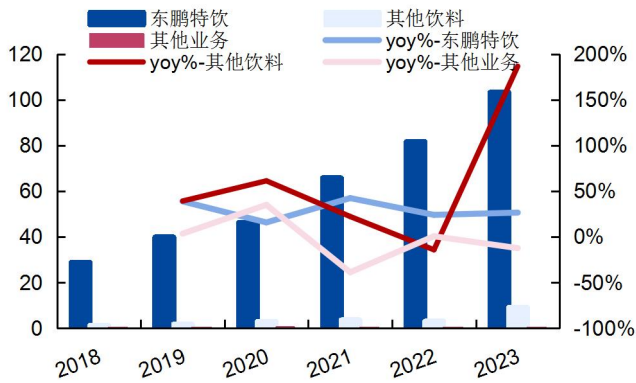
1) 产品：以能量饮料为核心，打造多品类发展战略。公司以能量饮料为核心，逐渐延伸至电解质饮料、茶饮料、咖啡饮料、果蔬汁饮料等领域，初步形成1+6品类矩阵。其中，东鹏特饮占比约90%，为百亿级大单品，2018-2023年CAGR为29%，新品补水啦初露锋芒，呈现爆发式增长，上半年体量近5亿、同增281%，其他品类亦实现翻倍式增长，第二曲线已然成型。

图 4：公司主要产品



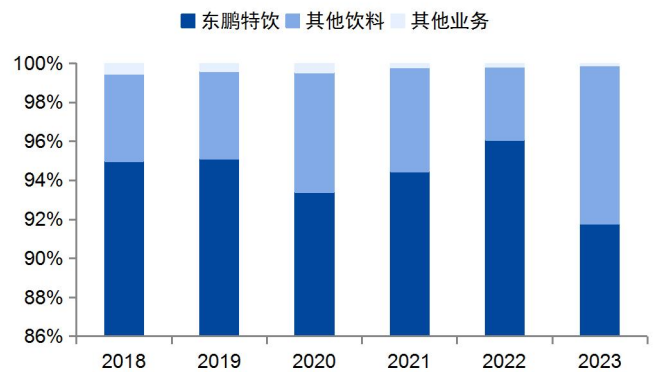
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 5：公司各产品收入及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

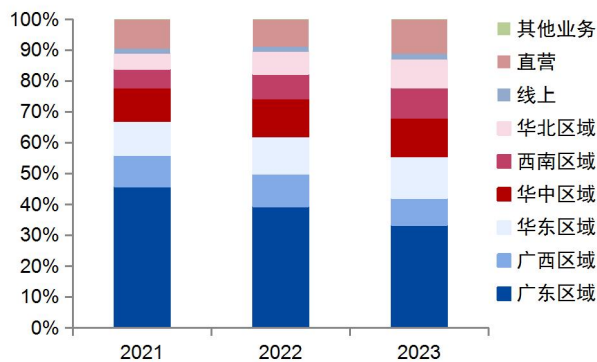
图 6：公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

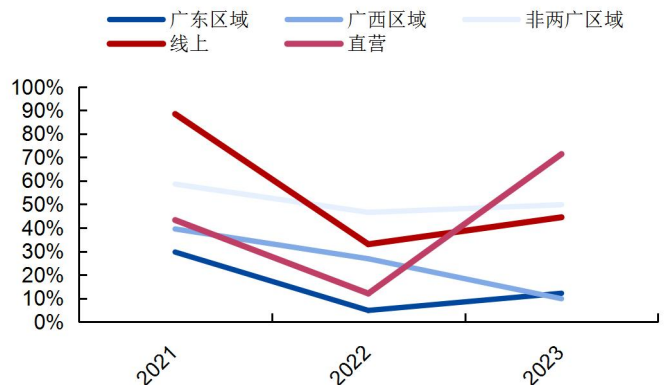
2) 市场：根植广东，开拓全国。公司自广东起家，逐步向全国拓展，近年来省外收入快速增长，占比超越 50%，较两年前提升 10.5pct。省外各区域体量基本处于 10-15 亿之间，除广西省外，其他区域均呈现高增势头，西南、华北增速更优。与此同时，公司持续优化产能布局以加强国内覆盖，现已建成投产增城基地、华南基地、安徽基地、重庆基地等九大生产基地，助推销售进一步增长。

图 7：公司各区域营收占比



资料来源：公司年报，华金证券研究所（注：华北区域含北方大区）

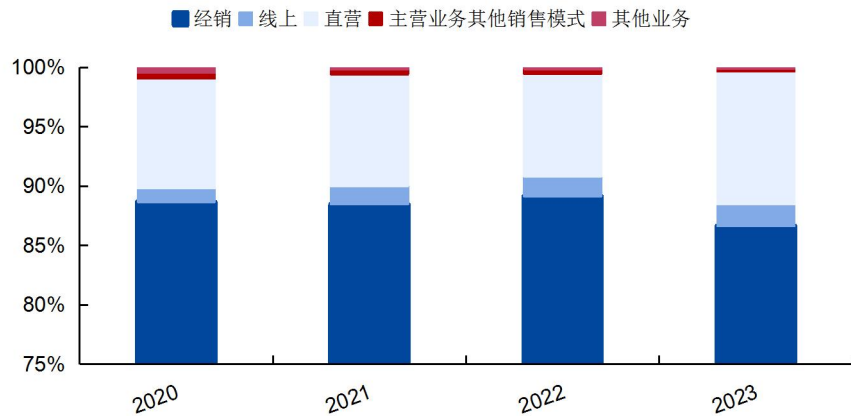
图 8：公司各区域营收同比增速



资料来源：公司年报，华金证券研究所

3) 渠道：经销为主，直营与线上为辅。公司以经销商渠道为主、占比约 85%，同时搭配直营、线上等多种销售渠道，形成全方位、立体化、覆盖广的销售体系。其中，直营渠道包括全国直营客户、广东省南区特通渠道及餐饮渠道，经销商渠道则根据市场成熟度分为全渠道精耕和大流通两种模式，既能深度管控成熟市场，又能快速拓展初级区域。通过渠道的持续拓展，公司已形成强大的销售网络，截止 2024H1，经销商合作伙伴达 2982 家，销售网络覆盖全国逾 360 万家有效活跃终端门店，累计不重复触达终端消费者超 2.1 亿。

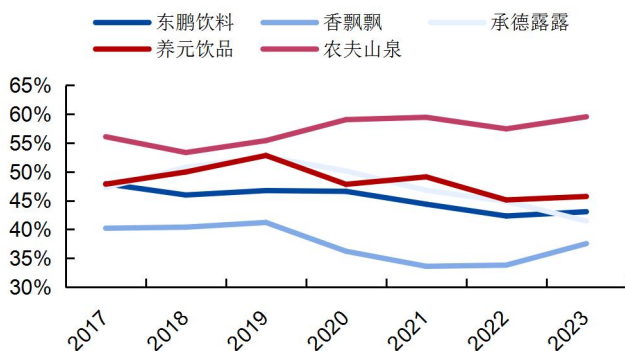
图 9：公司各渠道收入占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

成本波动、产品结构等影响公司毛利率，但整体保持相对稳定。聚酯切片（PET）、白砂糖、瓦楞纸等为公司主要原材料，其价格波动会对成本端造成影响，除此之外，不同产品毛利率存在差异，东鹏特饮毛利率 40+%，其他饮料合计不足 20%，随着第二曲线占比提升，公司毛利率或将受到产品结构变动的的影响。但总体来看，公司毛利率基本维持在 40% 以上，处于行业中等水平。考虑到规模效应以及原料锁价、供应链优化等降本举措，预计公司未来毛利率将维持稳定。

图 10：可比公司毛利率表现



资料来源：wind，华金证券研究所

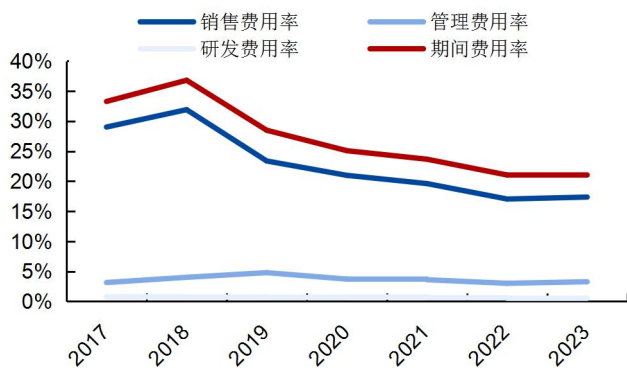
图 11：公司主要原材料市场价格变化（单位：元/吨）



资料来源：wind，华金证券研究所

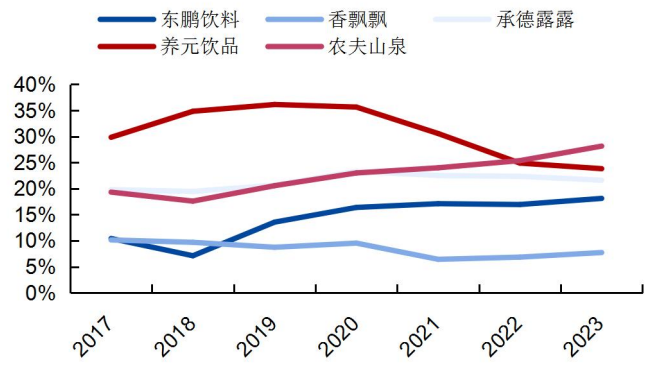
费率管控优异，盈利能力增强。公司费用多投放于销售层面，用以支撑全国化、多品类发展战略和渠道终端建设如冰柜投放。得益于销售收入的更快速增长和数字化营销体系的搭建等，近年来销售费用率稳中有降，期间费用率则显著下滑至 20% 左右。受益于毛利率的相对稳健和费用率的持续优化，公司净利率水平不断提升，2023 年达到 18.1%，较 2018 年提升 11pct。

图 12: 公司各项费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 13: 可比公司净利率表现

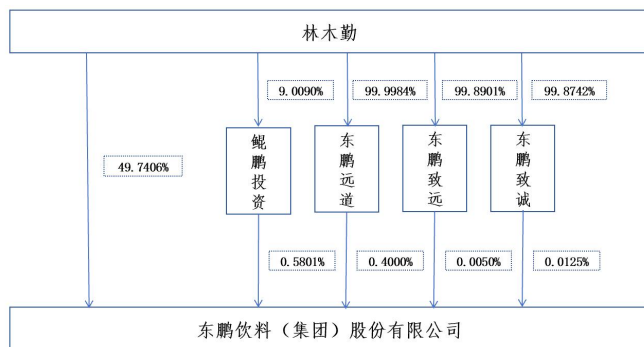


资料来源: wind, 华金证券研究所

(三) 股权架构: 股权结构集中, 管理层持股稳定

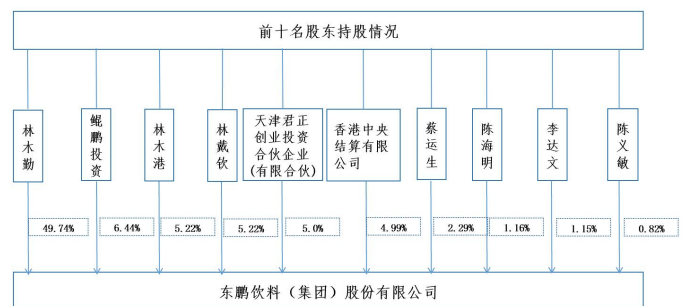
股权结构集中稳定, 团队凝聚力强。截止 2024H1, 公司实际控制人兼董事长林木勤先生共持股 49.74%, 第二大股东鲲鹏投资持股 6.44%, 第三、四大股东林木港、林戴钦各持股 5.22%, 与林木勤系兄弟、叔侄关系。鲲鹏投资为持股平台, 其合伙人主要为公司员工和经销商, 除此之外公司还拥有东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚三个员工持股平台。公司核心股东为林氏家族成员, 并且兼有经销商、员工等利益相关方参股, 使得股东利益和公司利益高度一致, 团队稳定且凝聚力强。

图 14: 公司持股平台概况 (截止 2023 年底)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 15: 公司股权结构 (截止 2024H1)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

财务投资方逐步退出, 管理层经验丰富、持股信念坚定。公司财务投资方君正投资自 IPO 解禁后, 陆续开始减持, 截止目前共推进 5 次减持计划, 持股比例由 9% 降低至 5% 以下, 减持期间公司基本面健康, 季度业绩增速基本保持在 30% 以上。而实控人林木勤和核心股东林木港、林戴钦, 在 5 月底解禁之后并未发生减持, 持股较为稳定。林木勤具备丰富的行业经验, 在进入东鹏之前, 曾在华彬红牛代工厂深圳奥林天然饮料公司工作了 9 年, 对能量饮料和红牛有着深刻的理解, 其家族的坚定持股, 也预示着对公司未来发展充满信心。

表 1：天津君正创业投资合伙企业（有限合伙）减持情况

减持时间	减持前持股	减持前持股	减持后持股	减持后占比	减持价格	减持比例
2022/6/20~2022/9/18	3600 万股	9.00%	3600 万股	9.00%	未减持	0.0000%
2022/10/19~2023/1/17	3600 万股	9.00%	34,588,630	8.65%	167-189.77	-0.3529%
2023/2/17~2023/8/16	34,588,630	8.65%	30,834,646	7.71%	172.475-208.880	-0.9384%
2024/2/26~2024/5/24	30,834,646	7.71%	20,000,500	5.00%	162.5-213.76	-2.7085%
2024/7/25~2024/10/24	20,000,500	5.00%	计划减持比例不超过 3%，7 月 25 日减持 100 股，现持股已降低至 5% 以下			

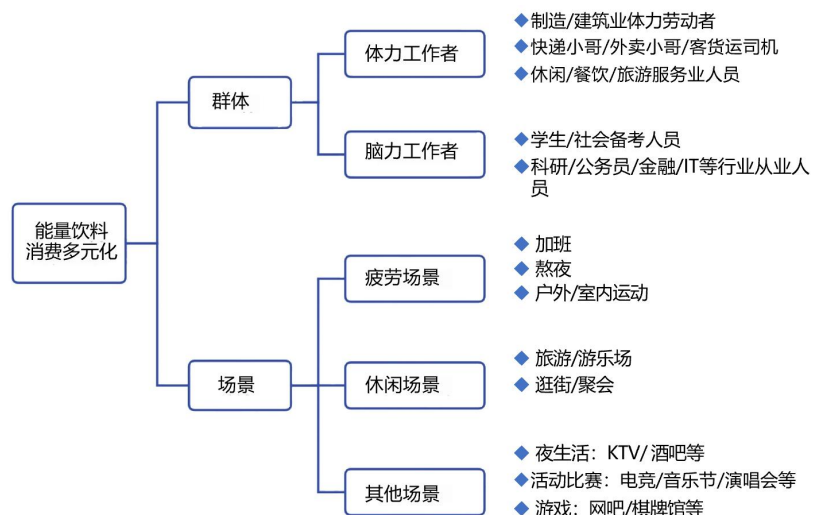
资料来源：公司公告，华金证券研究所

引进优秀人才，重视骨干激励。2019 年公司增资实施股权激励，激励对象为刘丽华、卢义富、蒋薇薇等核心骨干，其中刘丽华主管财务，蒋薇薇负责品牌营销，卢义富曾在加多宝、香飘飘工作多年，具备丰富的饮料销售经验，为公司拓展全国市场引进的外部优秀人才。此次激励中三人分别认购 80/40/40 万股，占发行后总股本的 0.2%/0.1%/0.1%。2023 年 12 月刘丽华因个人发展原因卸任副总裁、董秘等职位，2024 年 2 月原董事长特别助理张磊先生继任董秘，卢义富、蒋薇薇继续担任副总裁，团队整体较为稳定。

二、行业分析：市场扩容前景广阔，格局稳固东鹏占优

能量饮料：提神醒脑，消费人群和场景持续丰富。能量饮料是指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的饮料制品，一般具有“抗疲劳”、“提神”等功效。起初，能量饮料的消费主力是体力消耗较大的蓝领群体，如长途司机、工人、快递员、外卖员等；但随着生活压力增加、品类认知强化，消费群体逐步扩展至白领、学生等脑力工作者，消费场景也从熬夜、加班、疲劳作业扩展至聚会、旅游、音乐节、电竞等休闲场景，消费趋势呈现年轻化。

图 16：能量饮料消费群体和消费场景不断扩充



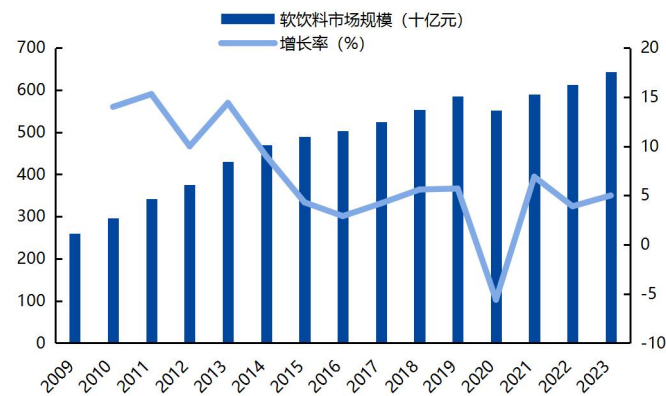
资料来源：公司公告，普华永道，华金证券研究所

（一）能量饮料：人场双驱，空间仍存

能量饮料，是软饮料细分品类之一。软饮料，即非酒精饮料（乙醇含量 $\leq 0.5\%$ ），是日常生活中的主流消费品。根据欧睿，2023年软饮料市场规模达到6436亿元，处于稳健增长的成熟阶段，其中瓶装水、碳酸饮料、果汁、即饮茶合计占比较以往有所下滑，但仍高于85%，能量饮料近年来呈现出较好的发展势头，占比一路提升至8.9%，成为软饮料的重要分支。

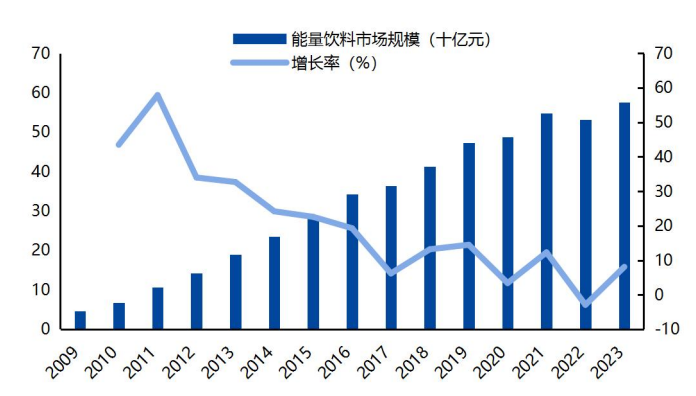
过去10年增速最优，销售体量近600亿。能量饮料具备抗疲劳的功能属性和轻度成瘾性，进而带来较高的复购率和消费粘性，支撑销售规模快速增长，据欧睿，2023年能量饮料市场规模为576亿元，近十年复合增速11.8%，高于软饮料整体增速4.1%，是软饮料当中增速最优的细分品类之一。

图 17：2009-2023 年软饮料市场规模及同比增速



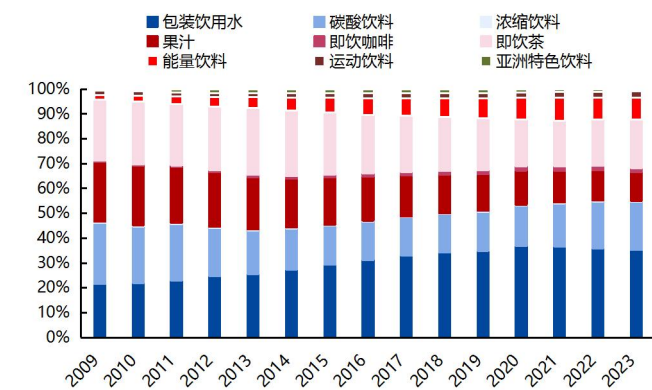
资料来源：欧睿，华金证券研究所

图 18：2009-2023 年能量饮料市场规模及同比增速



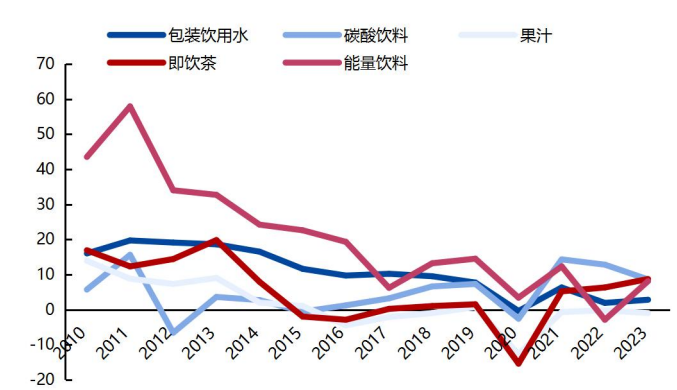
资料来源：欧睿，华金证券研究所

图 19：2009-2023 年软饮料中各品类占比（%）



资料来源：欧睿，华金证券研究所

图 20：2010-2023 年软饮料中占比 top5 的增长率（%）



资料来源：欧睿，华金证券研究所

群体扩容、场景&口味裂变，有望共同驱动行业稳健增长。根据欧睿，2023年我国能量饮料人均消费量是2.08L，距离日本3.83L/人、美国10.34L/人仍有较大发展空间。随着生活节奏加快、压力增加以及赛道参与者增多加强市场培育，消费者对能量饮料的认知度和接受度不断提升，消费群体逐步由以体力劳动为主的蓝领群体扩展至白领、学生等脑力工作者，消费场景亦由加班熬夜等疲劳场景延伸至聚会、旅游等休闲场景，预计未来群体扩容、场景扩充将持续成为行业增长的重要驱动因素。除此之外，市场上能量饮料多以红牛为基延伸而来，口味相对单一，相较于美国多种口味（如燃力士口味至少39种）仍有较大开拓空间，未来预计口味、健康化、包装等方面的创新，也将成为行业增长的动能之一。

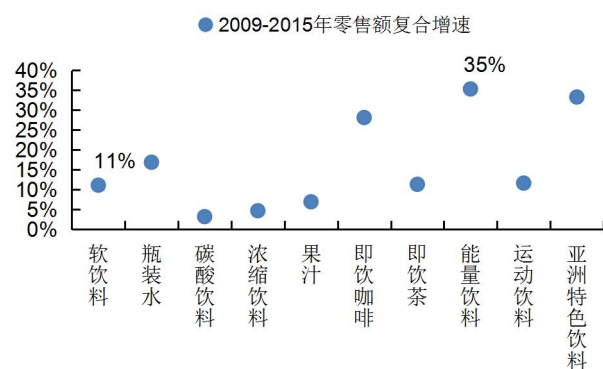
（二）行业发展：缘起红牛，逐步壮大

行业：缘起红牛，发展壮大。国内能量饮料随着华彬集团引入泰国红牛揭开序幕，经过红牛多年的先行培育，消费者初步完成了对能量饮料的认知、认可。伴随着国内经济建设的快速发展，建筑、货运、快递、外卖等行业先后崛起，蓝领人数快速攀升，带动能量饮料加速渗透，也吸引了众多参与者加入。早期，红牛一家独大，但随着深陷商标权纷争之后，份额出现明显下滑，东鹏、乐虎等国产品牌趁势崛起，行业呈现一超多强的局面。近年来，能量饮料行业增速虽然略有放缓，但消费人群和消费场景仍在不断扩充，有望推动行业持续稳健增长。

（1）萌芽期（1927-2002年）：1927年第一代能量饮料葡萄适（Lucozade）在英国出现，1966年泰国诞生了红牛，随后各种能量饮料相继问世，1995年随着华彬集团将泰国红牛引入中国，我国能量饮料行业正式起步，市场进入初创培育期。

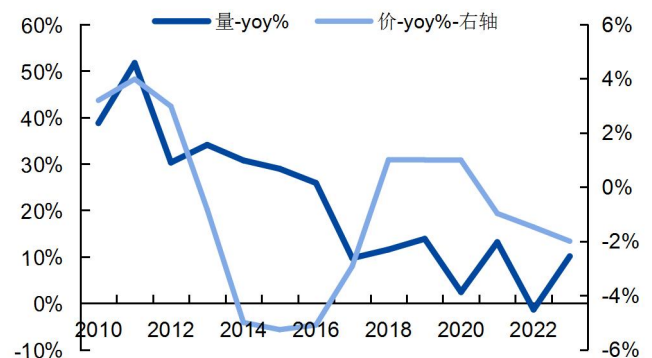
（2）成长初期（2003-2015年）：根据欧睿数据，2009-2015年国内能量饮料零售额 CAGR 为 35%，是软饮料行业中增速最快的细分品类。2003年非典疫情激发全民健康意识觉醒，消费者热衷于富含维生素、矿物质等营养成分的健康食品，同时国家经济建设快速发展，建筑、货运等强体力劳动者数量快速增加，带动能量饮料实现高速增长。期间，红牛凭借先发优势，牢牢占据消费者心智，市场份额一度接近 90%，随着行业参与者逐步增多，如 2012 年娃哈哈推出启力、2013 年达利集团推出乐虎、2014 年河南中沃推出体质能量等，红牛市场份额有所动摇，根据欧睿，2015 年红牛市场份额已降至 76%，但仍处于绝对领先地位。

图 21：软饮料各细分品类表现



资料来源：欧睿，华金证券研究所

图 22：2009-2015 年能量饮料行业销量快增、价格先升后降



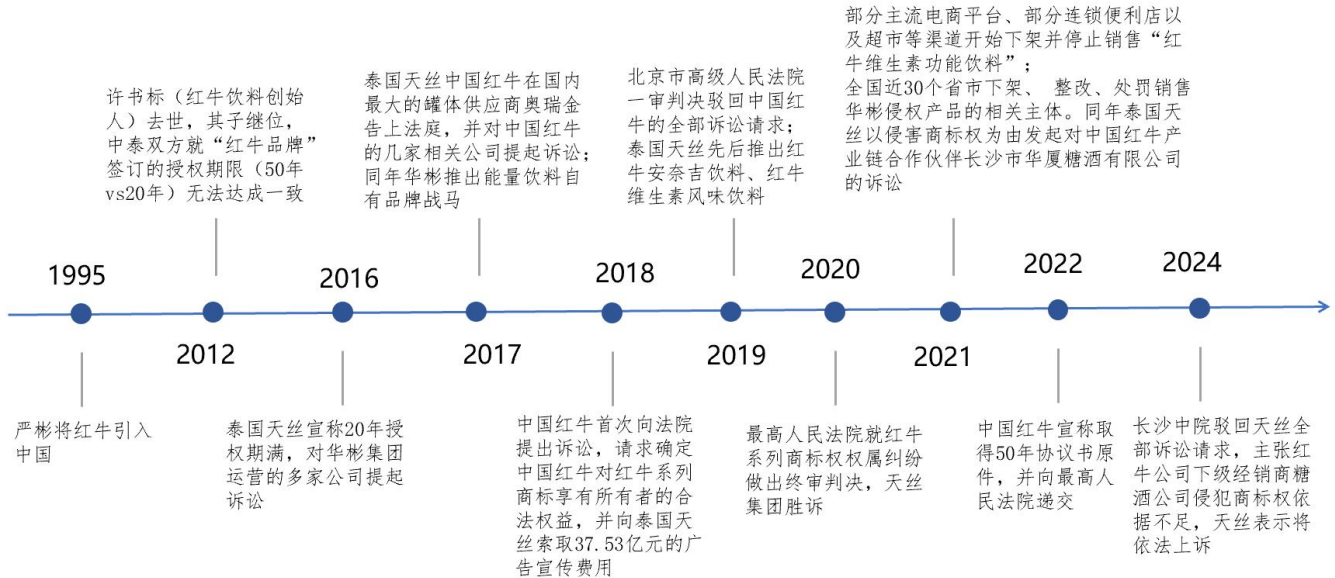
资料来源：欧睿，华金证券研究所

（3）格局重塑期（2016 年-至今）：根据欧睿数据，2016-2023 年国内能量饮料零售额 CAGR 增速放缓至 7.7%。2015 年以后快递、外卖业发展繁荣，推动能量饮料持续增长，同时伴随着工作学习压力增强、城市活动场景丰富，能量饮料消费人群和消费场景也在不断扩充，消费人群从货运司机、建筑工人、快递员、外卖员等逐步扩展至白领、学生等群体，消费场景也由熬夜、加班、运动等疲劳场景扩展至聚会、旅游、电竞、音乐节等休闲场景，成为驱动行业增长的重要因素。

同时，红牛开始深陷纠纷泥潭，国产品牌迎来逆袭窗口期，市场格局逐步变化。2016 年华彬红牛与泰国天丝就红牛品牌授权期限问题（50 年 vs 20 年）展开长期诉讼，期间部分渠道被迫下架并停止销售华彬红牛，天丝也推出红牛安奈吉、红牛风味抢夺份额，双方陷入纠纷导致红

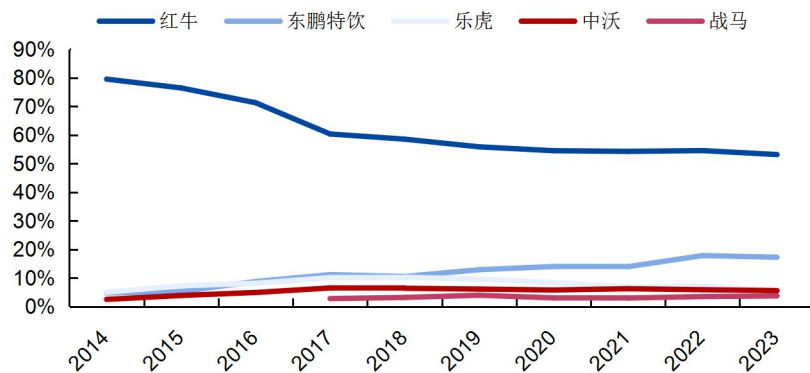
牛品牌广宣乏力、扩张放缓，国产品牌瞄准时机，通过高质价比战略和强势营销快速崛起，2023年红牛市场份额已下降至53%，东鹏（17%）、乐虎（6%）、中沃（6%）、战马（4%）位于第二梯队，行业呈现一超多强格局。

图 23：红牛商标权纠纷历程，纠纷至今尚未解决



资料来源：红牛官网，中国红牛，天丝集团，天天财经 116，非油精英训练营，麻辣未闻，仕诚知识产权，华金证券研究所

图 24：能量饮料主要品牌销额市占率变化趋势



资料来源：欧睿，华金证券研究所

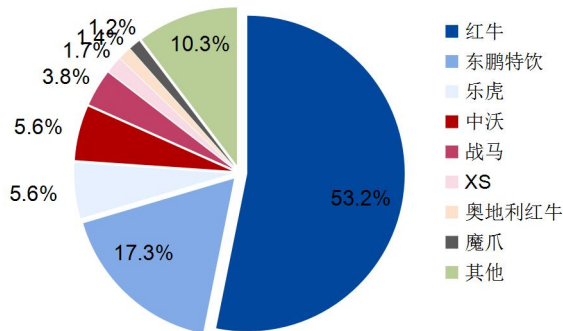
（三）行业特征：赛道好、格局优，增长稳健空间大

能量饮料具备赛道好、格局优、增长稳健空间大的特点。能量饮料提神醒脑、补充能量，且多含有咖啡因等上瘾性成分，因此消费者需求多、粘性强、复购率高，这也决定了行业本身的天花板较高。格局方面，红牛早期占据绝大多数市场份额，但后因官司缠身，扩张节奏放缓，其他品牌趁势崛起、抢夺份额，逐渐形成一超多强的竞争局面。

(1) 赛道好：偏刚需、轻度成瘾，复购率高、生命周期长。能量饮料内往往含有咖啡因、氨基酸、维生素 B 族等成分，具备缓解疲劳、补充能量、提神醒脑的功效，对于大多数长时间/强体力劳动者而言是一种偏刚需性的存在，消费群体广泛且随着生活压力增加而不断扩展，同时又含有咖啡因等成瘾性成分，消费者复购率高、粘性强，因此产品生命周期较普通饮料更长，红牛 1995 年上市，2016 年商标权纠纷冲击后规模短暂下滑，但近年来零售额仍有所增长。

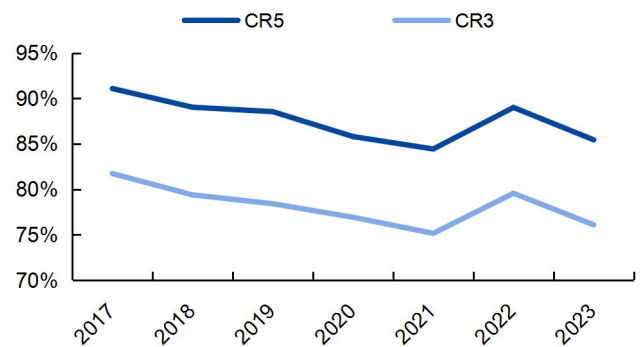
(2) 格局优：市场集中度高，行业格局稳固。早期红牛牢牢占据消费者心智，商标权纠纷后其他品牌趁势崛起，期间因产品定位、资源投放等问题，亦有不少品牌沦为边缘，最终呈现一超多强、高集中度的竞争格局。根据欧睿，红牛虽然连续第一，但份额较以往明显缩减，零售额市占率基本稳定在 50-55%，东鹏势头强劲，份额持续攀升，2023 年市占率达 17%，位居行业第二，乐虎、体质能量、战马则仅占据个位数的市场份额。2017-2023 年能量饮料 CR5 基本处于 85-90% 区间，CR3 处于 75-80% 区间，行业集中度高、竞争格局相对稳定。

图 25：2023 年能量饮料市场竞争格局（销额口径）



资料来源：欧睿，华金证券研究所

图 26：能量饮料市场集中度变化



资料来源：欧睿，华金证券研究所

(3) 增长稳健空间大：需求稳健增长，行业空间大。能量饮料的特性决定其拥有较高的天花板，一方面产品具备功效性和轻度成瘾性，消费者依赖性强、复购率高，另一方面适用人群相对广泛，除少年儿童、孕妇等特殊人群外，成人均可饮用。随着工作学习压力增加、城市活动场景丰富，能量饮料使用群体和场景不断扩充，有望持续推动行业稳健增长。

根据欧睿，2023 年我国能量饮料行业规模为 575.7 亿元，人均消费量为 2.08L，距离更成熟市场日本、美国、英国的 3.83L、10.34L、11.41L，还有较大的发展空间，若中期、长期分别对标日本、美国人均消费量，按照零售均价 18 元/L、15 元/L，以 14 亿、13 亿人口粗略计算，则我国能量饮料中期（5-10 年）或达 965 亿元、长期（10 年及以上）或达 2016 亿元。

（四）品牌竞争：红牛诉讼缠身，东鹏缘何成为最大受益者？

回顾行业发展，红牛的流入标志着国内能量饮料的正式起步，随着市场认知逐步提升，行业迎来快速发展，日本力保健、英国葡萄适等进口品牌陆续加入，国产品牌亦开始萌芽。经过多年发展，市场格局逐步由“红牛一家独大”转变为“一超多强”，东鹏、乐虎、体质能量等国产品牌快速崛起，其中东鹏表现更为抢眼，2023 年销售额市占率仅次于红牛达到 31%（尼尔森口径）。

剖析各品牌发展特点，东鹏、乐虎、体质能量等国产品牌高质价比定位避开了与红牛的正面对抗，相较中高端产品更容易打开市场，而东鹏的更胜一筹，主要源于更为聚焦，即二十多年来的深耕一隅，带来产品、渠道和品牌的累积优势。具体来看：

1) 红牛：能量饮料先行者，市场认知度高、品牌粘性强。但自 2016 年起深陷商标权纠纷，渠道资源受损、营销推广乏力，品牌形象和市占率受到影响。

2) 东鹏：资源聚焦、持续深耕，渠道、品牌形成累积优势。1997 年推出东鹏特饮，2009 年以高质价比和特色包装打开市场，随后向全国拓展，不断强化渠道建设和品牌营销，现已有活跃终端 360 万家，叠加数字化营销管理，产品流转高效、透明，品牌知名度亦持续提升，2021-2023 年东鹏特饮国内销量持续第一。

3) 乐虎：较高质价比，享有达利渠道优势，但资源不够聚焦。达利集团于 2013 年推出经国家食药监总局批准的乐虎保健功能饮料，并作为重点项目配置最优质的营销团队，全国同步铺货，充分发挥集团的营销和渠道优势，实现快速起量，2014-2019 年零售额复合增速高达 31.7%，但由于达利集团旗下产品众多，涵盖糕点、饼干、薯片、凉茶、豆奶等，多产业多品牌发展战略导致集团在单一品类方面难于保持持续性的聚焦投入，2020-2023 年乐虎复合增速明显下滑至 -7%。

4) 体质能量：高质价比，享有政府支持，但缺乏蓝帽子标识，产品众多资源分散。河南中沃是河南省较大的食品企业，其发展得到了当地政府的多方支持。2014 年中沃推出体质能量品牌，主销 600ml 大规格，凭借量大低价快速打开北方市场，区域优势显著，但由于缺乏蓝帽子标识，市场宣传方面略有受限。此外中沃旗下除能量系列外，还包括饮水系列、茶饮果汁、咖啡奶茶等，产品线相对丰富、资源或有分散。

5) 战马：华彬集团旗下品牌，依托红牛渠道助力战马推广。战马为华彬应对商标权纷争推出的品牌，定位更年轻的消费群体，价格、口感对标红牛，并依托红牛渠道快速铺货，但品牌推出时间较晚、定位差异化不足，发展相对缓慢。

6) 进口品牌：定价高/口味有偏差/本土化不足/渠道执行欠佳。日本力保健饮料定价偏高，且产品名称、包装、口感更像药品，一定程度上影响发展；英国葡萄适口味争议较大，2013 年被卖给日本三得利，随后逐步退出国内市场；安利 XS 定位高端、价格昂贵；魔爪虽享有可口可乐供应链和渠道优势，但早期与渠道、终端缺乏沟通，策略落地效果差，同时产品含气接受度不高、营销推广力度偏弱。

7) 其他品牌：定价高/定价模糊/品牌心智不足。统一唤醒&够燃、东锦食品日加满主打植物成分，价格较贵；娃哈哈启力价格对标红牛，并引入减肥概念，但整体定位模糊、营销粗犷，品牌心智难以提升，体量目前仍相对较小；伊利唤醒源价格对标红牛，但受限于品牌心智不足，逐步淡出市场。

图 27：能量饮料行业主要品牌产品对比

品牌	代表产品	百毫升价格	竞争优势	竞争劣势	所属公司	有无蓝帽	品牌/产品推出时间
天丝红牛	红牛维生素牛磺酸饮料 250ml/罐 (¥6)	2.4	品牌心智强	陷入商标权纷争，渠道资源受损，广宣乏力	泰国天丝	有	1995
	红牛维生素风味饮料 250ml/罐 (¥6)					无	
华彬红牛	红牛维生素功能饮料 250ml/罐 (¥6)				华彬集团	有	
战马	战马能量型维生素饮料 310ml (¥6)	1.94	复用华彬原有渠道，以红牛扶战马	价格和红牛相近，偏同质化竞争，品牌心智不足	华彬集团	无，但战马牌牛磺酸系列饮料19年获得蓝帽子	2017
东鹏特饮	东鹏特饮维生素功能饮料 500ml/瓶 (¥5)	1.00	高价性价比、特色便捷包装、渠道管理卓越，营销强度大，华南为优势区域	短期区域发展不均衡，北方市场仍在加强渗透	东鹏饮料	有	1997
乐虎	乐虎氨基酸维生素功能饮料 250ml/罐 (¥5)	2.00	价格略低于红牛，复用达利渠道	达利产品组合丰富，资源分散、费用投放不持续	达利食品	有	2013
	乐虎氨基酸维生素功能饮料牛磺酸型380ml/瓶 (¥5)	1.32	较高性价比，复用达利渠道				
体质能量	中沃体质能量牛磺酸强化营养素饮料600ml/瓶 (¥5)	0.83	高价性价比、政府支持、北方为优势区域	定位偏低端、品牌调性难提升，缺乏蓝帽子标识宣传受限，产品线众多资源或有分散	河南中沃	无	1999
力保健	力保健保健饮料 100ml/瓶 (¥7.5)	7.50	功能性、安全性强，产品可信度高	定价较高，名称、包装、口感更像药品	力保健	有	2000
日加满	日加满经典饮品 120ml (¥8.9)	7.42	引入瓜拉纳提取物，定位绿色健康；	定价较高，品牌心智不足	东锦食品	有	2003
启力	启力牛磺酸维生素饮料 250ml/罐 (6罐¥36)	2.40	特别添加左旋肉碱，引入减肥概念；复用娃哈哈渠道	定位繁杂不清晰（提神、添动力、提高免疫力等），营销粗放效果差、品牌心智不足	娃哈哈	有	2012
REVIVE 唤醒	高端植物能量饮料286ml/瓶	6.96	植物成分主打健康化，复用统一渠道	定位高端，价格昂贵	统一	无	2016
够燃	植物能量饮料300ml/瓶	2.00		品牌心智不足	统一	无	2017
焕神	焕神维生素能量饮料 460ml/瓶	1.09	0蔗糖0卡不加防腐剂，价格相对较低，复用统一渠道	品牌心智不足	统一	无	2020
魔爪	魔爪能量型维生素运动饮料原味330ml/罐 (¥6)	1.82	复用可口可乐渠道	初期缺乏和渠道、终端的沟通，策略落地效果差；产品含气接受度不高、营销推广力度偏弱	Monster	无	2016
XS	XS®运动养分饮料 250ml/罐 (6罐¥75)	5.00	0食糖低热量	定价较高，渠道单一（以直销为主）	安利	无	2017
唤醒源	唤醒源能量饮料 250ml/罐 (¥6)	2.40	迅速提神醒脑	价格对标红牛，品牌心智不足	伊利	无	2018

资料来源：FoodTalks 食品资讯，大健康食品饮料研究，食品观察家，快消八谈BBT，天猫京东，国家市场监督管理总局，FFI，零售眼界，食品饮料创新研究，食品内参，FoodPlusHub，华金证券研究所

三、能量饮料：差异化构筑优势，全国化贡献增量

公司以高质价比定位和差异化包装快速打开能量饮料市场，并向全国范围扩张，除持续加强渠道广度和密度之外，另积极打造数字化运营体系，提高渠道运作效率和管理决策效率。同时，开展多形式、高频次、全覆盖的营销活动，抢占累困时刻第一联想、塑造民族品牌形象。经过二十多年深耕，公司已在产品、渠道和品牌端形成较强优势，东鹏特饮亦成为百亿级大单品。对于公司而言，现在仍处于加强全国化建设的成长阶段，区域间发展不平衡，省外网点数量和单点卖力均有提升空间，中期看东鹏特饮国内规模有望超 200 亿，海外亦有望贡献增量空间。

（一）竞争优势：品价比高、渠道势能强、品牌心智强

红牛商标权之争为东鹏提供了发展机遇，在此过程中，东鹏也逐步构建形成了自身的竞争优势。首先产品层面，锚定庞大的蓝领群体，以高质价比和特色专利包装迅速打开市场，逐步占领价格敏感型人群的消费心智形成需求粘性；其次渠道层面，由广东向全国快速铺设，领先行业上马数字化运营系统并不断完善，现已集成了动销分析、货龄分析、消费者链接、业务员管理、促销员管理、终端服务、防窜溯源等强大功能，极大地提高了渠道运营效率和管理决策效率；第三

品牌层面，多形式、高频次、全覆盖营销推广，占领消费者累困时刻第一联想，并逐步将品牌高度上升至民族层面，提高品牌知名度和美誉度。

1、产品：高品价比错位竞争，特色设计独树一帜

东鹏特饮主要包括 250ml 金砖特饮（终端售价 2 元）、250ml 小金瓶（3 元）、250ml 金罐特饮（4 元）和 500ml 大金瓶（5 元），其中 500ml 大金瓶贡献绝大部分收入。

功效、口感对标红牛，容量翻倍价格更低。红牛主打 250ml 罐装，终端售价 6 元，主要聚焦于高线城市，面向白领、极限运动爱好者等消费实力较强的人群，东鹏则瞄准红牛价格带以下市场，500ml 瓶装售价仅 5 元，容量翻倍价格更低，主要面向货车司机/外卖员/快递员/建筑工人等具有充能解乏需求但价格敏感型人群。从成分上来看，每 100ml 东鹏/红牛均含有 50mg 牛磺酸、20mg 咖啡因、20mg 肌醇，两者在成分、功效相近的同时口感也颇为相似，但价格层面东鹏每 100ml 售价只有红牛的 42%，叠加“壹元乐享”、“扫码领红包”等优惠活动，产品更具性价比。

差异化包装独树一帜。早期能量饮料多为金色易拉罐装包装，公司于 2009 年首创 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计，推出 250ml 瓶装特饮，打破了能量饮料罐装包装的市场局限，迅速打开市场。瓶装不仅适合驾车或外出等多个场景，而且解决了一次饮用不完难以储存的痛点问题，同时在材料成本方面较传统易拉罐更具优势，此外专利特色防尘盖设计除了防止灰尘掉落，也可以作为烟灰缸、分享杯等使用，拥有更多附加价值，深得消费者喜爱。

东鹏特饮能量饮料，更多是面向价格更为敏感的蓝领群体，在功效、口感相近的前提下，其差异化的定价和包装更加契合目标群体的需求，叠加能量饮料缓解疲劳、补充能量的功能属性和轻度上瘾性，消费者更易形成购买粘性，进而形成较高的品牌忠诚度。

表 2：能量饮料标志性成分及用途

标志性成分	功效
牛磺酸	有助于机体对糖、氨基酸的利用以及脂肪的消化吸收
咖啡因	促进新陈代谢，促进脂解作用、呼吸作用，还可促进胃酸和蛋白酶的分泌，以利营养物质消化吸收
赖氨酸	有极强的通过血脑屏障的功能，促进脑组织中能量代谢
肌醇	参与合成肌酸磷脂、膜磷脂、鞘脂等前体物质，参与脂肪代谢
白砂糖	为机体补充能量
维生素 B6、B12	促进机体能量物质代谢

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 28：市场主流能量饮料的单位售价及主要成分

产品	价格 (元/100ml)	牛磺酸	咖啡因	维生素	其他成分
红牛维生素功能饮料250ml/罐	2.4	50mg	20mg	0.4 mg维生素B6, 1.2 μg维生素B12	20 mg赖氨酸, 20 mg肌醇, 4mg烟酰胺
红牛维生素风味饮料250ml/罐	2.4	55mg	-	0.15mg维生素B6, 0.17 μg维生素B12	46mg钠, 9.2mg肌醇, 1.7mg烟酰胺
东鹏特饮维生素功能饮料500ml/瓶	1 (红牛价格的42%)	50mg	20mg	4mg维生素PP, 0.4mg维生素B6, 1.2 μg维生素B12	20mg赖氨酸, 20mg肌醇
乐虎氨基酸维生素功能饮料牛磺酸型 380ml/瓶	1.32 (红牛价格的55%)	180mg	12mg	0.6mg维生素B6, 1.5 μg维生素B12	43mg L-赖氨酸盐酸盐, 9mg肌醇, 6.5mg烟酰胺
中沃体质能量牛磺酸强化营养素饮料 600ml/瓶	0.83 (红牛价格的35%)	100mg	15mg	0.06mg维生素B1, 0.06mg维生素B2, 0.06mg维生素 B6, 0.12 μg维生素B12	烟酸0.6mg, 泛酸0.16mg, 人参1-1.25mg, 钠65.8mg
魔爪能量型维生素运动饮料原味330ml/罐	1.82 (红牛价格的76%)	50mg	-	0.13mg维生素B6, 0.13 μg维生素B12	68mg钠, 22mg L-肉碱, 1.55mg烟酰胺
战马能量型维生素饮料310ml/罐	1.94 (红牛价格的81%)	40mg	-	0.1mg维生素B6, 0.06 μg维生素B12	43mg钠, 1.5mg烟酰胺
XS®运动养分饮料250ml/罐	5 (红牛价格的 208%)	152mg	32mg	0.8mg维生素B1, 0.196mg维生素B2, 0.44mg维生素 B6, 0.32 μg维生素B12	4.4mg烟酸, 0.4mg泛酸

资料来源：天猫淘宝，华金证券研究所

2、渠道：数字化深度赋能，渠道把控力卓越

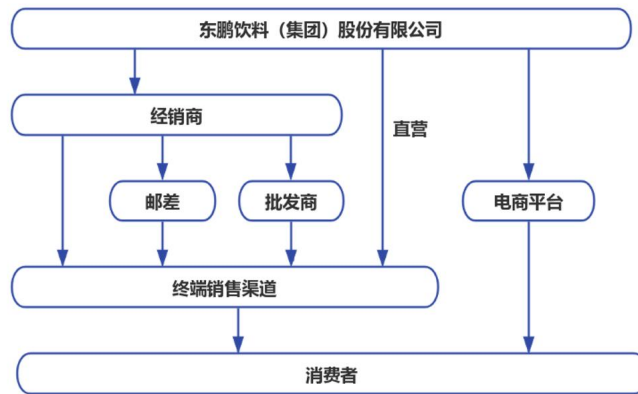
经过多年的探索和搭建，公司已形成一套非常有竞争力的渠道体系，在加速市场渗透、强化渠道管控、提高运行效率等方面具备显著优势。主要体现在三个方面，一是公司采取因地制宜的渠道模式，核心市场引入邮差商体系加速下沉，薄弱区域依托大流通模式快速突破，加速全国渗透率提升；二是搭建数字化管控体系联通全渠道，实时跟踪库存、动销情况，深度把控渠道运营，提高运作效率；三是留有充足的渠道利润和激励措施，充分调动渠道积极性，强化渠道推力。

渠道模式：区域精耕，因地制宜，加速市场渗透。公司经销商模式占比超 85%，直营约 10%，线上则更低。全国化初期，广州省外多是大商制，渠道管理相对粗放，2018 年聘任香飘飘前营销中心总经理卢义富担任营销本部总经理，逐步开始加强精细化管理，根据市场成熟度、各地终端布局情况等制定不同的经销策略，加速市场渗透。主要表现为两种模式：

1) 核心市场——全渠道精耕。广东、广西、华东、华中等核心市场主要采取全渠道精耕的运营模式，配备经验丰富的销售团队，在经销商基础上引入批发商/邮差商，形成“经销商-邮差/批发商-终端门店”的渠道模式，加速旺季周转，缩短到农村或偏远地区的配送半径，推动渠道持续下沉。其中，公司与邮差商签订三方合同并提供专属价格、配送补贴等支持，邮差商分担经销商的资金、仓储、配送压力，并利用自身的客情资源辅助东鹏开拓网点、增加销量。

2) 其他区域——大流通模式。其他区域精选资金实力强、渠道广、市场开拓能力较好的经销商进行合作，由经销商主要负责终端的维护和执行，公司为经销商提供广告宣传、营销培训与指导支持等。

图 29：公司经销渠道结构

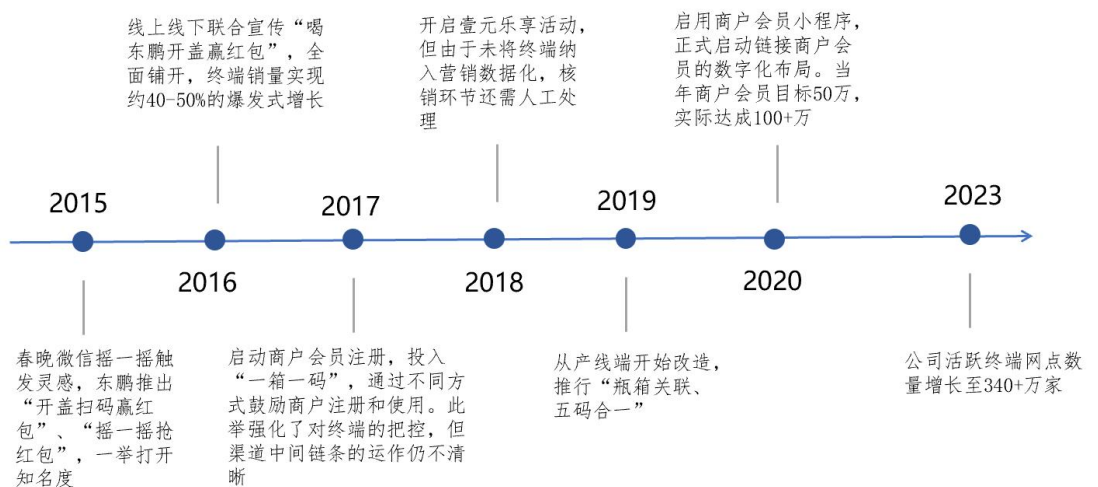


资料来源：公司公告，华金证券研究所

数字化赋能：全链路打通，渠道运营提效。公司 2015 年开启渠道数字化变革，创新式引入大数据、二维码技术，先后推出瓶盖码、箱码、壹元乐享活动等，不仅推动终端促销，还通过“瓶箱关联”实现 bC 端联动，有效激励终端多进货、多卖货。在经过产线全面改造后，公司进一步上马“瓶箱关联，五码合一”，五码即盖内码、盖外码、箱内码、箱外码和垛码，通过将垛箱码关联实现一码多用、一码多扫、一码多联。依托于五码合一，公司实现了“F（品牌商）2B（经销商）2b（终端门店）2C（消费者）”的数字化管理闭环，可以对产品生产、出库、入库、售卖、核销等进行全流程动态跟踪、防止窜货乱市，实时掌握市场动销、渠道库存等情况。

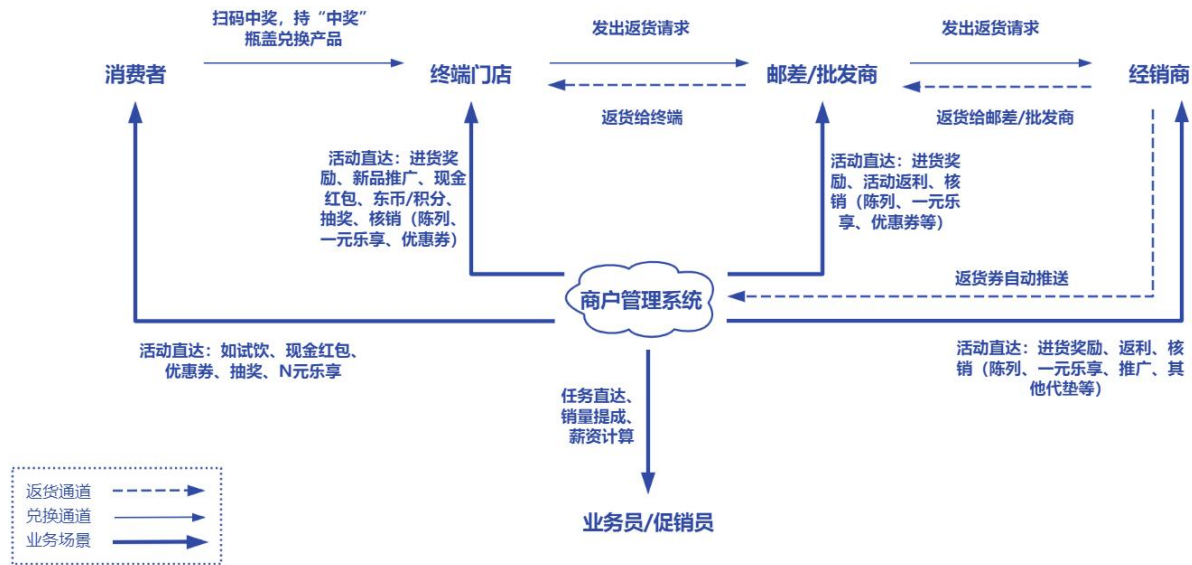
副总裁蒋薇薇曾分享道，每天早上八点，东鹏数据小助手会推送动销和库存日报，其中包括出库量、动销量、拆箱数、渠道库存、库存天数等多维度细节数据。通过大数据，公司将合理规划分配采购、人员、生产、供应链等各项资源，制定针对性的营销策略，提升决策质量，提高资源使用效率。

图 30：东鹏渠道数字化发展历程



资料来源：数字化星球，FBIF 食品饮料创新，华金证券研究所

图 31：东鹏饮料渠道数字化管控体系

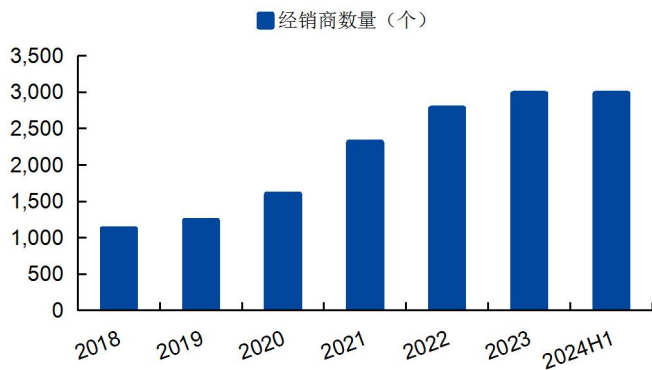


资料来源：数字化星球，华金证券研究所

激励充足：渠道利润高于同业，团队激励多样、充足。董事长林木勤表示，为充分调动渠道积极性，公司给到渠道的利润高于同行业平均渠道利润的 20%。我们分析主要得益于：1) 成本管控能力强。首先，PET 瓶装包装较传统两片罐、三片罐成本更低，直观来看，东鹏 250ml 金瓶毛利率优于同规格金罐、金砖（2020 年金瓶毛利率 44%vs 金罐 40%vs 金砖 27%）；其次，董事长林木勤深耕行业几十年，对原材料价格感知灵敏，能够结合市场情况灵活锁价，同时随着销售体量的不断提升，规模效应亦逐步显现；第三，早期仅靠菊花茶等勉强运转，公司严格把控成本费用、优化生产环节，积累了丰富经验。2) 数字化营销体系强化渠道把控力，严防窜货压货，全链路清晰透明，减少多余损耗、提高资源投放效率。

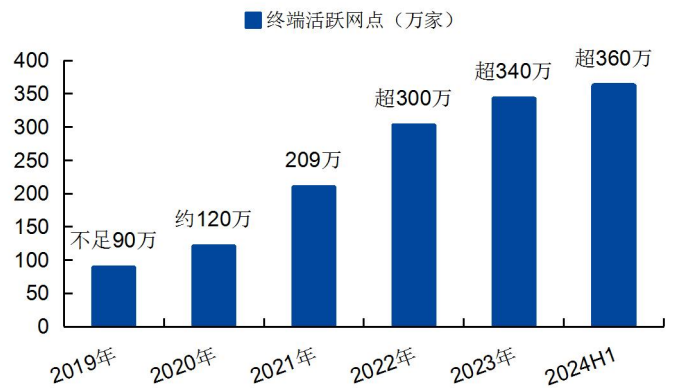
除去渠道的高利润率，公司对业务员、经销商、邮差商等也采取了丰富的激励手段，例如，
 1) 业务员：通过自主开发的“鹏讯通”系统明确路线任务、积攒工作积分等，并将积分与薪酬直接挂钩以激励引导业务员正确、高效工作；
 2) 经销商：2016 年引入鲲鹏投资实现经销商持股，深度捆绑公司和经销商利益，2017 年将传统的经销商供销关系转变为市场合伙人模式，给予合伙人高于一般经销商的权益，同时提供营销宣传支持、返利补贴支持等，推进厂商共赢；
 3) 邮差商：提供网点开发奖励、费用补贴等。

图 32：公司经销商数量快速提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 33：公司终端活跃网点数量快速提升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

3、品牌：全方位饱和式营销，塑造民族品牌形象

极富感染力的广告标语，堪称洗脑神句。2013 年红牛舍弃宣传标语“困了累了喝红牛”，更换为“你的能量超乎你想象”，东鹏顺势挪为己用，推出“累了困了喝东鹏特饮”、“年轻就要醒着拼”双 slogan，分别对应消费需求和精神追求，极易引发共鸣，前者短短一句话锚定产品品牌，精准描绘了场景、需求和解决办法，读起来朗朗上口、富有感染力，堪称洗脑神句。

全方位饱和式营销，空中+地面占领消费者心智。样板市场东莞打造成功后，2013 年公司走向全国，品牌推广力度随之增强，通过多形式、高频次、全覆盖的营销活动持续强化“累了困了喝东鹏特饮”的心智占领。公司坚持“8 群 20 类”重点人群的客户战略，结合高德、滴滴、货拉拉等工具平台对核心消费者进行深入化场景沟通，并通过梯媒投放、入驻核心地铁包站、高铁大屏联投、高速公路广告牌等方式进行线下品牌传播，线上则通过明星代言、硬广投放、电视剧 & 综艺植入（东鹏首创跳出式“创可贴”广告）、世界杯等热门赛事直播赞助等方式提高品牌声量。针对年轻人群，公司深度合作王者荣耀 KPL 职业联赛、“HHI 世界街舞锦标赛”中国赛事、NYBO 青少年篮球赛等赛事，并通过在抖音、小红书等新兴互联网平台发起共创，产出多样化、原生态的优质内容等新型营销方式与年轻人产生深度互动。

图 34：东鹏影视剧植入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 35：东鹏围绕年轻群体开展多样化营销



资料来源：公司公告，华金证券研究所

打造民族品牌形象，品牌内涵再进阶。2023 年公司借势杭州亚运会等国际赛事，通过中央电视台国家级媒体平台首次提出“为国争光、东鹏能量”的民族品牌定位主张，2024 年巴黎奥

运会上携手铅球世界冠军巩立姣、亚洲 200 米记录保持者谢震业、体操世界冠军刘洋再次展现并传递品牌精神，同时抢占央视、咪咕、腾讯三大赛事转播资源，高效传递民族能量之音。通过将东鹏品牌与国家民族形象挂钩，充分诠释了拼搏向前的精神理念和品牌担当，进一步提升了品牌调性，也展现了公司从产品形象、价值、美誉度做中长期投资建设的远见。随着未来更多宣传活动落地，东鹏民族品牌的形象有望深入人心。

图 36：东鹏打造超燃沉浸式地铁主题站



资料来源：东鹏饮料集团公众号，华金证券研究所

图 37：东鹏联手知名运动员进行品牌宣传



资料来源：东鹏饮料集团公众号，华金证券研究所

（二）未来空间：全国化征程未了，海外市场初步发力

全国化征途未了，海外市场初步发力，销售体量尚未封顶。国内方面，公司自广东起家，逐步向全国辐射，现仍处于加强全国化建设的成长阶段，区域间发展不平衡，省外网点数量和单点卖力均有提升空间。我们通过两种方法测算，预计中期维度下东鹏特饮国内收入将突破 200 亿元，较 2023 年至少一倍的增长空间；海外方面，公司也在积极探索发展契机，先后开发了出口美国、韩国、马来西亚等地的能量饮料产品，并通过贸易商将产品出口至海外 18 个国家和地区，随着出海布局的逐步深化，公司能量饮料有望迎来更广阔的发展空间。

中期，国内仍将是东鹏特饮的主战场，通过行业和公司两种角度的测算，我们得出较为一致的结论，预计中期维度下东鹏特饮将达到 200+亿元的销售体量（出厂口径），具体来看：

1) 从行业角度进行测算，中期对标日本人均能量饮料消费量，并假设东鹏销量市占率持续提升，中性预期下东鹏特饮收入体量或将达到 236 亿元，较 2023 年增长 129%。

欧睿数据显示，2023 年中国、日本、美国人均能量饮料消费量为 2.08L、3.83L、10.34L，其中美国凭借多元化的口味和包装实现了更多人群、场景覆盖，带动人均消费量大幅领先，而我国目前尚处于能量饮料场景、人群开拓的初步阶段，产品口味相对单一，且人均工作时长较美国更久（约为 1.4 倍）、劳动强度更大，这意味着我国能量饮料仍有较大开拓空间。

此外，据尼尔森数据，2023 年东鹏特饮销量市占率达 43.02%，同比提升约 6.3pct，随着全国化战略持续推进，公司市场份额有望不断提升。

中期（5-10 年）对标日本，假设人均消费量较 2023 年增长 80%，国内人口下降 0.6%，东鹏销量市占率提升至 55%，那么特饮收入有望较 2023 年增长 129%，约 236 亿元。

长期（10年及以上）对标美国，假设人均消费量较2023年增长400%，国内人口下降8%，东鹏销量市占率提升至60%，那么特饮收入体量有望较2023年增长542%，约663亿元。

表3：东鹏能量饮料中长期收入体量敏感性测算

人均消费量增长 东鹏销量市占率	30%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	120%	140%	400%
40%	20%	39%	48%	57%	66%	76%	85%	103%	122%	328%
45%	35%	56%	66%	77%	87%	98%	108%	129%	150%	381%
50%	50%	73%	85%	96%	108%	120%	131%	154%	177%	435%
55%	65%	91%	103%	116%	129%	141%	154%	180%	205%	488%
60%	80%	108%	122%	136%	150%	163%	177%	205%	233%	542%
65%	95%	125%	140%	155%	170%	185%	200%	230%	260%	595%
70%	110%	143%	159%	175%	191%	207%	223%	256%	288%	648%

资料来源：华金证券研究所 注：1）人均消费量增长400%一列是对标美国进行测算，时间维度为长期，对应假设国内人口下降8%至13亿人左右，其余皆假设国内人口下降0.6%至14亿人左右；2）假设东鹏出厂价维持不变

2) 从公司角度进行测算，悲观/中性/乐观假设下东鹏能量饮料销售体量（出厂口径）将达到233/286/319亿元，较2023年还有125%/177%/208%的增长空间。

根据招股说明书，2020年公司全国终端门店由不足90万家增长至120万家，其中广东省以外的终端门店由60余家提升至90万余家，网点增量几乎全部由省外贡献，省内几近饱和、增长缓慢，预计广东省在30万家基础上每年小幅增长。

考虑到2023年第二曲线省外区域贡献增加，单纯用广东省营收-其他饮料营收计算广东省特饮收入或有较大误差，因此我们采用2022年数据作为测算基础。

2022年公司全国活跃终端网点300余万家，其中，假设广东网点数量已增长至35万家，其余区域网点数量按照经销商比例分配测算，那么华东/华中/广西/西南/华北网点数量预计为39/57/19/58/93万家；单点收入方面，2022年广东省约8671元，华东/华中/广西/西南/华北单点收入约占广东省的30%/21%/54%/14%/8%。

参考饮料龙头红牛、康师傅的网点数量，悲观/中性/乐观假设下，公司中长期网点铺设数量或将达到400/420/430万家，其中广东、广西市场基本成熟，网点数量预计将保持稳定，其他区域网点数量则挂钩当地常住人口数量进行测算；单点收入方面，各地饮料消费情况往往受当地经济发展水平、消费习惯等因素影响，我们用各地人均食品饮料消费支出数据来判断当地能量饮料潜在消费水平。中性预期下，假设广东单点收入为9000元/年，华东/华中/广西/西南/华北区域达到广东省的85%/70%/55%/65%/55%，线上和直营营收增速与整体增速保持一致，则东鹏特饮将达到286亿元的销售体量，同理，悲观/乐观预期下将达到233/319亿元。

图 38：各地人均食品烟酒消费情况



资料来源：wind，公司公告，华金证券研究所

表 4：东鹏能量饮料中长期规模测算（营收单位：亿元）

地区	22 年 营收 (亿元)	网点数量 (万个)				22 年 单点收 入(元)	单点收入占广东省单点收入比例%				未来营收 (亿元)		
		22 年 (推测)	悲 观	中 性	乐 观		22 年	悲观	中性	乐观	悲观	中 性	乐 观
广东	30	35	35	35	35	8671	100%	100% (8800 元)	100% (9000 元)	100% (9200 元)	31	32	32
华东	10	39	67	71	73	2621	30%	75%	85%	90%	44	55	61
华中	11	57	60	63	65	1864	21%	60%	70%	75%	32	40	45
广西	9	19	19	19	19	4667	54%	54%	55%	56%	9	9	10
西南	7	58	58	61	63	1174	14%	55%	65%	70%	28	36	41
华北	6	93	161	170	175	661	8%	45%	55%	60%	64	84	96
线上&直营	9										25	31	34
合计(亿元)	82										233	286	319

资料来源：wind，华金证券研究所

表 5：东鹏能量饮料销售规模敏感性测算（测算所得规模单位：亿元）

		广东				省外					
22 年网点数量 (万个)		35				265					
22 年单点收入 (元)		8671				1608					
22 年单点收入占广东省的比例		100%				19%					
保守假设广东网点数量不变，单点稳态收入为 8800 元/年，线上&直营增速与整体一致											
网点数量(万个)											
省外单点收入占广东比例		380	390	400	410	420	430	440	450	460	470
20%		103	104	106	108	110	112	114	116	118	120
30%		137	139	142	145	148	151	154	157	160	163
40%		171	174	178	182	186	190	194	198	202	206
50%		205	209	214	219	224	229	234	239	244	249
60%		239	244	250	256	262	268	274	280	286	292
70%		273	279	286	293	300	307	314	321	328	335
80%		307	314	322	330	338	346	354	362	370	378

90%	341	349	358	367	376	385	394	403	412	420
100%	375	384	394	404	414	424	434	444	453	463

资料来源：公司公告，华金证券研究所注：2022年广东、省外网点数量系结合公告推测而来，或与实际存在一定误差，仅供参考

四、第二曲线：补水啦初显成效，多点布局培育新动能

过去，公司曾尝试围绕特饮系列进行单品深挖，但由于现阶段国内能量饮料消费受众相对稳定，对主流产品及口味忠诚度较高，所以在加气、减糖和口味变化等方面的创新并未实现较好突破。考虑到饮料赛道的多元化，以及渠道网络的普适性和数字化运营优势，公司转变思路，围绕能量方向优择电解质饮料、茶饮料、咖啡类饮料等潜力赛道进行品类拓展，逐步形成了1+6多品类发展战略。

优择潜力赛道，先试对再扩大。公司优先选择能量相关、具有较好增长前景和一定市场基础的领域进行尝试，不仅可以降低前期教育成本，也更容易利用质价比优势实现增量突破。新品推出前，公司会通过市场走访、消费者调研、竞品比较和内部评分等方式来辅助研发生产。在锚定赛道和产品之后，公司采用一贯的稳健打法，或以广东为起点逐步向全国辐射（如东鹏特饮、东鹏补水啦等），或在广东营销本部、全国营销本部同步试销（主要基于消费者饮用习惯差异不大的品类），前期不会大量投入，待市场动销较好的情况下再加强广告投放，合理把控推新节奏，避免资源浪费。

充分发挥品牌、渠道优势，提高单点收入。公司注重延伸已有品牌优势，根据“看品类属性，近用远舍”的准则来决定新品是否沿用东鹏品牌，即越贴近功能性的产品，越适合延承东鹏特饮积累的品牌势能，如快速补充电解质的“东鹏补水啦”、提神抗疲劳的“东鹏大咖”，而VIVI鸡尾酒、多喝多润则通过东鹏荣誉出品的形式加以背书。随着新品的拓展，公司已形成多元化的产品矩阵，不仅有效扩大覆盖群体、提高单点收入，也使得在冰冻化投放等方面更具有经济效益、提高资源利用效率。

（一）补水啦：贝塔&阿尔法共振，一路高歌猛进

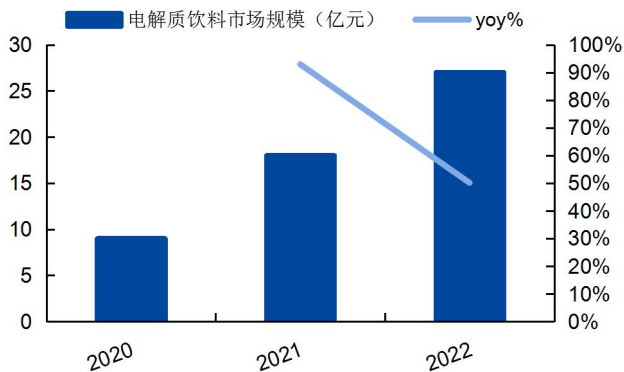
补水啦属于电解质饮料。电解质饮料是指添加机体所需要的钠盐、钾盐等可溶性盐类及其他营养成分，能为机体补充新陈代谢消耗的体液中的电解质和水分的饮料。

行业贝塔：疫情催化热度飙升，行业迎来加速增长。国内电解质饮料起源于1984年健力宝品牌，其在1984年首次推出添加碱性电解质的饮料，但此后行业一直不温不火。得益于近年来大众健康意识提升，以及疫情期间卫健委、疾控中心发文提出“注意水、电解质平衡”、“适量补充含一定量电解质的饮用水”带来的全民科普，电解质饮料迎来爆发式增长，根据前瞻产业研究院，2020-2022年电解质饮料市场规模由9亿元快速增长至27亿元，复合增速达73%，根据品饮汇测算，2024年电解质饮料市场规模或将达到120-150亿左右，较2022年增长300%以上。

同时，在品牌商和社交媒体的加强推广下，电解质饮料饮用场景持续丰富，逐步从运动健身、发热补水延伸至学习工作、户外游玩、电竞游戏等，新锐白领、资深中产及Z世代组成了核心消费群体，占比将近六成。根据欧睿、前瞻产业研究院，对标日韩市场，我国运动饮料人均消费额

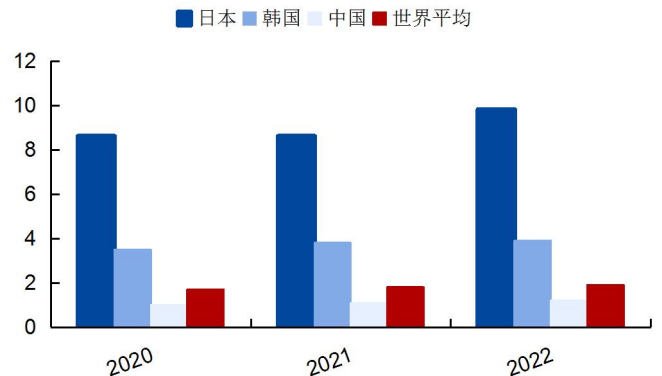
至少有 4 倍增量空间，预计消费主力更迭、场景延伸、口味丰富等将成为驱动行业增长的重要因素。

图 39: 我国电解质饮料市场规模及增速



资料来源: 欧睿, 魔镜, 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

图 40: 亚太地区主要国家运动饮料人均消费量 (升/年)



资料来源: 欧睿, 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

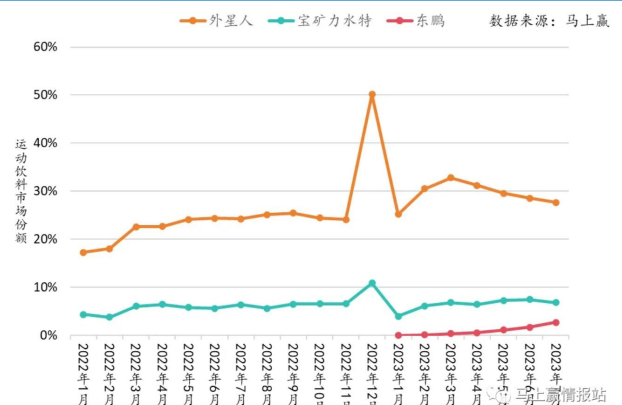
市场格局: 市场持续扩容, 格局尚未稳定。在电解质饮料风口下, 2020 年起众多饮料厂商加速入局, 竞争愈发激烈。据前瞻产业研究院, 半数以上电解质品牌在 2022 年集中入局, 2022 年市场 Top3 为外星人、宝矿力水特、尖叫 (等渗版), 市场份额分别是 47%、23.8%、16.5%。与此同时, 行业仍在持续扩容, 2023 年宝矿力水特进一步推出 350ml、低糖版本“意涌”电解质饮料, 三得利推出“水漾力”系列, 健力宝推出“等渗电解质水”系列, 屈臣氏、依能、白龙湖等品牌也陆续加入, 今年 4 月以来, 达能集团、统一、康师傅、雀巢等也纷纷加码推新。尽管外星人份额处于领先, 但随着竞争加剧份额也略有下滑, 考虑到行业尚处于快速成长期, 各品牌仍在持续抢占份额, 市场格局尚未稳固, 未来有望诞生更多优质品牌、共享行业发展。

图 41: 2022 年中国电解质饮料主要品牌市场份额 (%)

排名	品牌	2022年市场份额
TOP1	外星人	47.0%
TOP2	宝矿力水特	23.8%
TOP3	尖叫 (等渗版)	16.5%
TOP4	佳得乐 (清爽版)	3.7%
TOP5	怡宝·魔力	2.2%

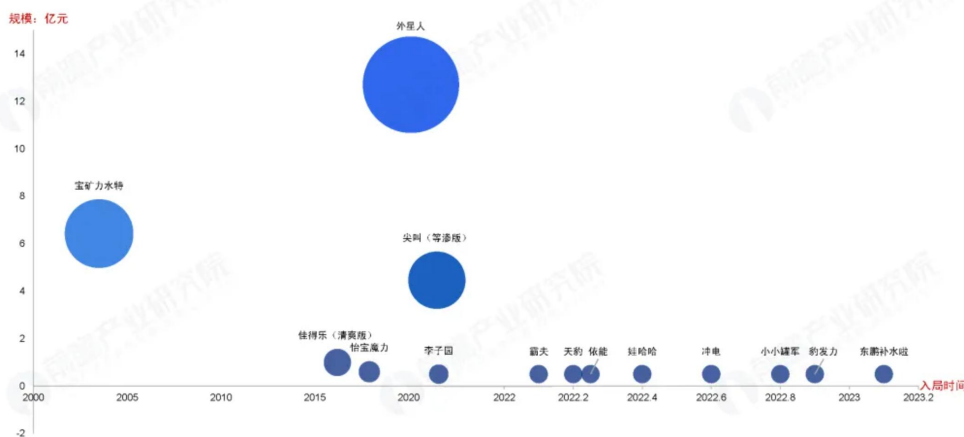
资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

图 42: 运动饮料主要品牌市场份额变动



资料来源: 马上赢, 华金证券研究所

图 43：半数以上电解质品牌于 2022 年集中入局



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

东鹏补水啦：乘风而起，扶摇直上。在 2022 年底全民对电解质饮料认知和需求快速提升的风口，公司于 2023 年 1 月先后推出 555ml/1L 规格的“东鹏补水啦”电解质饮料（西柚味），随后进一步推出柠檬、荔枝、白桃、0 糖等口味。补水啦自上市以来表现非常迅猛，根据大健康食品饮料研究和食品板，补水啦于 2023 年 4 月开始全国推广，上市一年营收回款超 5 亿，位列全饮料品类新品 sku 排名榜第二，2024 年上半年同比高增 281%，日动销峰值突破 12 万箱，覆盖终端超 160 万家，7 月日动销进一步突破至 18 万箱，目标 2026 年实现 30 亿销售规模，呈现强劲的增长势能和增长信心。

补水啦的快速放量，除了行业 Beta 赋能外，也拥有自身的 Alpha，主要表现在产品、渠道和营销三个方面，我们分析如下：

1) 产品：延续高质价比策略，多口味多规格助力增长。东鹏补水啦每升电解质含量 $\geq 400\text{mg}$ ，555ml/1L 规格终端零售价仅 4 元/6 元。对比元气森林外星人 500ml6 元、宝矿力水特 500ml5.5-6 元、统一海之言 500ml/4 元、佳得乐 600ml5-6 元等，补水啦容量较多、价格更低，同时沿用一元乐享、扫码领红包等终端优惠活动，购买性价比更高。此外，公司通过口味裂变、规格扩充等方式丰富产品矩阵、赋能场景扩容。如规格方面，今年将新增 380ml 小瓶装，聚焦于便捷出行场景和青少年小容量需求，之前的 555ml 用于满足市场主流需求，1L 用于亲友聚会、长时间活动场景。

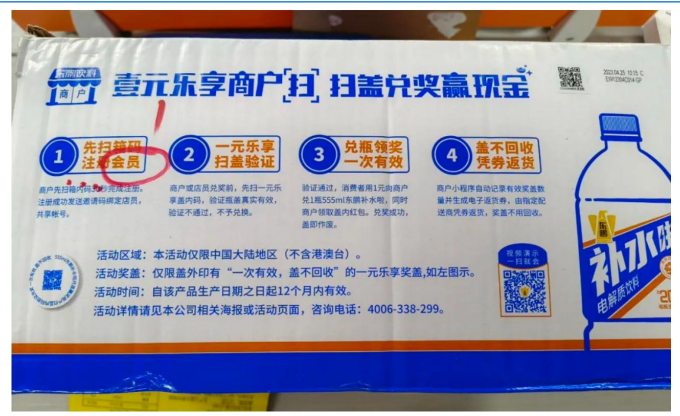
2) 渠道：汗点场景精准爆破，数字化运营提高效率。公司结合补水啦的功能属性精准定位，聚集“汗点”场景，重点打造景区、校园、运动场馆等渠道，加强人员推广、冰冻化陈列和割箱陈列，将产品快速推向目标群体，同时借助已有的渠道优势加快铺货、抢占终端，保留足够的渠道利润形成推力促进动销，根据 Foodaily，补水啦已在全国铺设了 133 万个网点，预计 2024 年将增加至 200 万个。除此之外，公司沿用“一物一码，五码合一”的数字化运营体系，通过壹元乐享活动联通全渠道，不仅快速提高终端动销，而且实时获取渠道数据，赋能精细化管理和决策制定。

图 44：东鹏补水啦加大冰柜投放



资料来源：华声新闻，品饮汇观察，华金证券研究所

图 45：东鹏补水啦壹元乐享活动



资料来源：数字化星球，华金证券研究所

3) 营销：立体式广告推广，代言人宣传造势。产品名称补水啦朗朗上口、直击人心，与“累了困了，喝东鹏特饮”有异曲同工之妙，再叠加清新的蓝白色调，产品辨识度更进一步。其次，公司进行了平面、公交车、电梯、电影电视植入和社交平台种草的立体式广告推广，并整合中国规模最大的青少年篮球赛事-NYBO、业余篮球赛事-BSK、中国高中篮球联赛、杭州世羽总决赛、成都汤尤杯等大型赛事 IP，快速扩大品牌声量。5 月，公司官宣代言人于适，并联动粉丝宣传造势，传递健康、活力的品牌理念，促进补水啦进一步破圈。

图 46：东鹏补水啦赞助多项运动赛事



资料来源：东鹏饮料小红书，Foodaily 每日食品，华金证券研究所

图 47：东鹏补水啦代言人于适



资料来源：东鹏官网，华金证券研究所

（二）其他饮料：优择潜力赛道，延续高质价比战略

拓宽品类边界，培育增长新动能。在多品类发展过程中，补水啦率先脱颖而出，展现出成为第二大单品的增长潜能，其余品类亦持续发力，2024H1 同比增长 172%。从新品布局的角度来看，公司始终保持对市场的洞察，优先选择与能量相关、具有较好发展潜力和一定市场基础的领域进行尝试，并沿用一贯的高质价比战略抢占消费者心智，依托于日趋完善的渠道网络，新品类有望实现快速增长、贡献更多增量。

从行业和产品维度具体来看，公司在新品布局方面拥有一套自己的打法，高胜率、高赔率：

1) 行业维度：一择优质潜力赛道，二以跟随者入局。分析新品类所处行业，可以发现公司所选赛道契合消费长期发展趋势如健康减糖（无糖茶、植物饮料）、迎合年轻群体消费需求（如即饮咖啡、鸡尾酒），不但具有长远发展的战略优势，也更加贴合年轻化的品牌主张和理念，与此同时，所选行业并非是完全崭新的领域，而是形成一定规模、拥有领先龙头的行业，通过龙头的早期培育，市场具备一定的认知基础，公司以跟随者身份入局，消费者教育成本降低，更易共享行业发展机遇，胜率高、赔率也高。

图 48：新品类所处行业情况

产品	所处行业	行业规模及增速	行业发展	竞争格局
东鹏大咖	即饮咖啡	2023年行业规模107.23亿元，2018-2023年CAGR为5.5%	1988年雀巢率先在国内推出即饮咖啡，随后星巴克、三得利等外资品牌跟进，行业迎来快速成长期。2015年起，市场参与者加速涌入，行业呈现多元化竞争发展。随着生活节奏加快以及咖啡文化的加速渗透，近年来即饮咖啡市场持续升温。	雀巢、星巴克稳居市场前二，雀巢份额遥遥领先。2023年雀巢市场份额为60.5%，星巴克为13.7%，Costa为6.4%，贝纳颂、雅哈等占比低个位数。
VIVI鸡尾酒	鸡尾酒	2023年预调酒行业规模约59.5亿元；预计2021-2026年我国鸡尾酒市场CAGR为13%，2026年规模有望达到85.71亿元。	鸡尾酒为舶来品，20世纪90年代左右传入我国，2011年以前以欧美、日本品牌为主，市场规模较小，2012-2017年行业先后经历扩张、调整阶段，期间RIO快速崛起成为龙头，2018年起行业进入稳步增长阶段，销量持续提升，年轻人为主要消费群体。	2021年RIO市场份额将近90%。根据中国酒业协会的文件显示，RIO预调鸡尾酒的市场占有率连续多年在行业内全国排名第一，占据领先地位。其余品牌有动力火车、莫吉托、三得利、冰锐等。
鹏友上茶	无糖茶	2023年无糖茶饮料市场规模约80亿元；预计2022-2027年CAGR为10.2%。	我国作为茶叶发源地，茶文化历史悠久，但无糖茶饮较日韩市场尚未饱和。2018年以前，市场鲜见无糖茶产品，随着大众健康意识提升，减糖逐渐成为消费者共识，无糖茶迎来快速成长期。2017-2022年含糖茶饮市场规模CAGR为-3.6%，无糖茶为5.3%，预计2022-2027年含糖茶CAGR为0.8%，无糖茶为10.2%。成本、口味、包装等方面的迭代创新，有望刺激无糖茶品类加速渗透。	市场集中度较高，2024年6-7月农夫山泉和三得利合计市占率份额超78%，加上康师傅、果子熟了、统一、元气森林市场份额共计超91%，CR13为98.12%。
多喝多润	植物饮料	2023年植物饮料线下零售额约250亿元，同比基本持平；2024年1-5月，植物饮料在天猫/京东/抖音平台销售额同比增长259%/88%/51%。	较长时间内凉茶是推动植物饮料增长的主要品类，随着大众健康意识增强，药食同源植物饮料逐渐受到消费者的青睐，产品逐步多元化，除凉茶、酸梅汤以外，中式养生饮品也迎来发展	王老吉、加多宝牢牢占据市场前二，腰部品牌份额会有波动。2023年王老吉、加多宝线上份额合计超68%，线下份额合计超85%。目前市场已形成多元化的竞争态势，包括以凉茶为核心的传统老字号品牌，以酸梅汤为切入点的康师傅、统一等，以及发力中式养生饮品的元气森林、可漾、好望水等。
海岛椰	椰汁	2022年椰汁市场规模179.5亿元，2015-2022年CAGR为3.4%。	1980年代末，海口罐头厂（椰树前身）首次推出天然椰子汁，并入选国家饮料，此后长期垄断椰汁市场。近年来随着椰子进口限制逐步放宽、市场需求不断提升，椰汁行业竞争有所加剧，市场规模也在持续增长，随着后续产品创新和饮用场景丰富，预计椰汁饮料仍将实现较好增长。	2022年椰汁行业CR3约44%，其中椰树约29%，苏萨约10%，欢乐家约5%。

资料来源：欧睿，头豹研究院，智研咨询，中国报告大厅，观研天下，共研网，亿欧智库，马上赢，益普索，FBIF 食品饮料创新，新经销，第一财经商业数据中心，Foodaily 每日食品，公司公告，纳食，华经产业研究院，华金证券研究所

2) 产品维度：延续高质价比战略。公司沿用能量饮料的高质价比战略，在确保优质原料和制作工艺的前提下，产品售价往往低于市面上同品类主流产品，在当下较为疲软的环境下，更容易成为消费者的首要选择，一定程度上可实现竞争转化。近年来，消费者亦更加倾向大包装饮料，公司顺势推出多喝多润大包装系列和 1.25L 大包装海岛椰，满足餐饮、聚会等不同场景，创造更多销售机会。

图 49：东鹏新品情况

产品	首次推出时间	主要产品	东鹏产品特点
东鹏大加	2021年9月	经典拿铁（500、330ml/瓶）、生椰拿铁（500ml、300ml/瓶）	高质价比、低糖、口感细腻醇香，不含反式酸、优质原料，330ml零售价5元
VIVI鸡尾酒	2024年1月	青提、柑橘、白桃伏特加风味（8度、500ml/罐）	选用国标优级伏特加，质价比高，每罐500ml售价9元，RIO同规格约12元/罐
鹏友上茶	2023年7月	乌龙上茶、普洱上茶、茉莉上茶（均555ml/瓶）	高温短时原叶萃取，质价比高。东鹏乌龙上茶555ml售价为4元，东方树叶500ml售价多在4-5元，三得利乌龙茶500ml售价多在5-6元；
多喝多润	2023年3月提交多喝多润商标注册申请	菊花蜜、蜂蜜绿茶（均1.25L/瓶）、九制陈皮饮品（1L/瓶）	优质原料，量大价低，菊花蜜、蜂蜜茶1.25L终端售价仅5元
海岛椰	2023年12月	海岛椰椰汁（1.25L/瓶、330ml/瓶、250ml/盒）	自然好椰，口感细腻，质价比高，250ml*24盒售价49.9元，折合1.25L是10.4元，欢乐家、椰树1.25L规格线上售价约13元、17.5元

资料来源：公司官网，公司公告，天猫淘宝，阿尔法工厂，FoodTalks，马上赢，食品内参，欢乐爱家超市，南都鉴定评测实验室，标库网，华金证券研究所

五、盈利预测及可比估值

（一）盈利预测

预计 2024-2026 年公司收入同比增长 35.44%/28.92%/25.92%，毛利率为 43.84%/43.64%/43.37%：

（1）东鹏特饮：东鹏特饮系列为公司核心产品，未来将持续聚焦瓶装特饮，巩固行业领先地位，伴随着全渠道战略布局的逐步深化，该系列产品有望维持较快增长。预计 2024-2026 年公司东鹏特饮系列产品增速为 28.0%/20.0%/20.0%，毛利率为 47.0%/47.5%/48.0%。

（2）其他饮料：包含电解质饮料、茶饮料、预调制酒、即饮咖啡等，公司顺应市场无糖、低糖、复合茶类、丰富果味创新等消费趋势，积极打造多品类产品矩阵，新品东鹏补水啦等增势强劲，第二曲线前景可期。预计 2024-2026 年其他饮料业务收入增速为 120.0%/68.0%/54.5%，毛利率为 23.0%/25.0%/26.0%。

（3）其他业务：预计保持稳健增长，2024-2026 年其他业务收入同比 5%/5%/5%，毛利率为 50%/55%/60%。

表 6：公司业务拆分及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
东鹏特饮					
营业收入（百万元）	8172.31	10336.01	13230.09	16273.01	19527.62
占主营收入比重	96.24%	91.87%	86.80%	82.80%	78.90%
yoy%	23.98%	26.48%	28.00%	20.00%	20.00%
毛利率	43.26%	45.35%	47.00%	47.50%	48.00%
其他饮料					
营业收入（百万元）	319.03	914.48	2011.85	3379.90	5221.95
占主营收入比重	3.76%	8.13%	13.20%	17.20%	21.10%
yoy%	-14.23%	186.65%	120.00%	68.00%	54.50%
毛利率	17.07%	17.25%	23.00%	25.00%	26.00%

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他业务					
其他营业收入（百万元）	14.06	12.31	12.93	13.57	14.25
yoy%	0.59%	-12.43%	5%	5%	5%
毛利率	72.23%	45.49%	50.00%	55.00%	60.00%
公司整体					
总收入（百万元）	8505.39	11262.79	15254.86	19666.48	24763.81
yoy%	21.89%	32.42%	35.44%	28.92%	25.92%
综合毛利率	42.33%	43.07%	43.84%	43.64%	43.37%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）可比估值

公司主要从事饮料的研发、生产及销售，产品包括东鹏特饮系列、东鹏补水啦系列、鹏友上茶系列、东鹏大咖系列等，为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司养元饮品（主要从事于以核桃仁为原料的植物蛋白饮料的研发、生产和销售）、承德露露（主要从事植物蛋白饮料的生产和销售）、李子园（主营业务为甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研究、生产与销售）、香飘飘（主营业务为奶茶饮料产品的研发、生产和销售，分为冲泡与即饮两大产品板块）、农夫山泉（产品主要为包装饮用水、茶饮料、功能饮料等）作为可比公司，进行估值对比。

具体来看，1）横向对比，可比公司 24-26 年估值平均分别是 16x、14x、12x，东鹏饮料 24-26 年估值分别为 31x、24x、19x，公司估值相对较高。公司所处能量饮料赛道具备较强的消费者粘性和增长潜能，自身也形成了强大的产品、渠道和品牌优势，不仅有望支撑特饮基本盘稳健增长，也有望通过多品类战略巩固放大现有渠道和品牌效能，培育出更多增长点，较好的成长前景有望支撑估值更好提升；2）纵向对比，截止 9 月 25 日东鹏饮料 PE-TTM 为 34.43，处于近五年来 2.22% 的位置，估值处于历史底部位置。

表 7：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	TTM	2024E	2025E	2026E
603156	养元饮品	247.66	14.67	15.60	17.02	18.58	15.62	15.87	14.55	13.33
000848	承德露露	76.94	6.38	6.39	7.36	8.15	12.48	12.03	10.45	9.44
605337	李子园	34.59	2.37	2.56	2.92	3.30	17.51	13.53	11.86	10.50
603711	香飘飘	44.73	2.80	3.22	3.84	4.56	15.17	13.90	11.64	9.81
9633.HK	农夫山泉	2855.43	120.79	128.20	148.21	169.91	22.77	22.27	19.27	16.81
平均		-	29.40	31.19	35.87	40.90	16.71	15.52	13.55	11.98
605499	东鹏饮料	916.66	20.40	29.13	38.24	48.27	34.43	31.47	23.97	18.99

资料来源：wind，华金证券研究所 注：1）可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2024 年 9 月 25 日，当日 1 港元=0.90194 人民币；2）由于 AH 市场存在估值差异，可比公司情况仅供参考

六、风险提示

1. 市场需求不及预期：若市场需求低迷，公司销售收入可能会有所下滑。

- 2.新品表现不及预期：若公司新品销售不佳，则可能面临业务拓展失败、盈利下滑的风险。
- 3.原材料价格大幅上涨：若 PET、白砂糖等原材料大幅上涨，则会给公司带来较大的成本压力。
- 4.市场竞争加剧：行业竞争加剧可能会导致公司售价下滑，进而导致公司净利率下滑。
- 5.数据测算或有误差：报告中部分数据系推测、估算所得，相关假设、测算过程等或存在一定误差，进而影响准确度。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7246	8769	10616	14490	18885	营业收入	8505	11263	15255	19666	24764
现金	2158	6058	7688	11238	15328	营业成本	4905	6412	8568	11084	14024
应收票据及应收账款	25	66	57	102	98	营业税金及附加	93	121	163	213	267
预付账款	127	158	228	270	357	营业费用	1449	1956	2593	3304	4111
存货	394	569	718	947	1159	管理费用	256	369	442	511	644
其他流动资产	4543	1918	1925	1933	1942	研发费用	44	54	61	59	74
非流动资产	4623	5941	7030	8169	9348	财务费用	41	2	-96	-160	-298
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0	-2	-1	-2	-2
固定资产	2232	2916	3822	4777	5807	公允价值变动收益	13	29	21	25	23
无形资产	357	485	552	641	715	投资净收益	70	142	106	124	115
其他非流动资产	2034	2540	2656	2752	2826	营业利润	1854	2588	3712	4868	6141
资产总计	11870	14710	17646	22659	28233	营业外收入	2	2	2	2	2
流动负债	6706	8047	9102	10920	12447	营业外支出	21	11	18	17	17
短期借款	3182	2996	2996	2996	2996	利润总额	1836	2579	3696	4853	6127
应付票据及应付账款	651	915	1178	1530	1896	所得税	395	539	783	1029	1300
其他流动负债	2873	4136	4928	6394	7555	税后利润	1441	2040	2913	3824	4827
非流动负债	100	339	308	277	249	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	220	189	158	130	归属母公司净利润	1441	2040	2913	3824	4827
其他非流动负债	100	119	119	119	119	EBITDA	2210	2908	4045	5253	6565
负债合计	6805	8386	9410	11198	12696	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	400	400	400	400	400	成长能力					
资本公积	2080	2080	2080	2080	2080	营业收入(%)	21.9	32.4	35.4	28.9	25.9
留存收益	2598	3838	5624	7597	10111	营业利润(%)	21.3	39.6	43.4	31.1	26.2
归属母公司股东权益	5064	6324	8237	11461	15538	归属于母公司净利润(%)	20.8	41.6	42.8	31.3	26.2
负债和股东权益	11870	14710	17646	22659	28233	获利能力					
						毛利率(%)	42.3	43.1	43.8	43.6	43.4
						净利率(%)	16.9	18.1	19.1	19.4	19.5
						ROE(%)	28.4	32.3	35.4	33.4	31.1
						ROIC(%)	18.6	21.7	25.5	25.9	25.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	57.3	57.0	53.3	49.4	45.0
						流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
						速动比率	0.6	0.9	1.0	1.2	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	344.9	247.2	247.2	247.2	247.2
						应付账款周转率	8.1	8.2	8.2	8.2	8.2
						估值比率					
						P/E	63.6	44.9	31.5	24.0	19.0
						P/B	18.1	14.5	11.1	8.0	5.9
						EV/EBITDA	41.1	30.2	21.3	15.7	11.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫、王颖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn