

东鹏饮料（605499.SH）

能量饮料龙头，全国化加速推进

优于大市

核心观点

能量饮料龙头，持续推进全国化。公司起家于高毛利能量饮料赛道，2013 年前深耕东莞等粤南等市场，商业模式成熟后推进全国化扩张，步入发展快车道。2023 年公司销售收入 113 亿，在广东、安徽、湖南、广西、重庆等地建立 9 大生产基地，覆盖全国 380 万家终端门店，目前东鹏特饮已培育为百亿大单品，销售额仅次于红牛。

能量饮料是公司的基本盘，需求高景气，寡头竞争，盈利能力强。能量饮料属功能性饮料赛道，近五年 cagr 为 7%，是软饮料增速最快的细分赛道之一。生活节奏加快背景下，高性价比的功能性饮料需求韧性仍在，不同于口味型饮料尝新的诉求，消费者功能性诉求稳定，带来大单品生命周期长、盈利能力强。格局上进入寡头竞争阶段，其中红牛（中国红牛和泰国红牛）2023 年销售额占比约 53%、东鹏饮料约 31%；东鹏饮料凭借全国化的渠道网络和灵活的机制，市场竞争力优于竞品，份额有望进一步提升：近年来，中国红牛与泰国红牛纷争不断，发展进入瓶颈阶段，且尾部品牌渠道基础和消费者认知一般，份额竞争能力不强。未来成长空间看，广东、广西预计更多靠冰冻化陈列和新品拉动稳健增长，渠道基础较好、消费习惯接近的华中、华东、西南单点卖力提升，有望维持景气增长；而华北、线上和直营渠道基数较低，覆盖率有较大提升空间。考虑区域渗透、人群扩容，综合看，东鹏能量饮料有望达到 200 亿元空间。

积极培育补水啦、大咖、鸡尾酒等新品，打造新的增长极。泛功能化布局，补水啦增速较快，其它新品潜力足。在能量饮料打开渠道的基础上，公司定位“泛功能化”，寻找高景气品类，推出匹配下沉渠道的高性价比产品，积极拓宽矩阵，而产品矩阵丰富后亦可反哺渠道，提升单点卖力和运营效率。典型是补水啦推出后迅速起量，2023 年全年销售额接近 5 亿元，能量饮料和电解质水之外，公司同样积极布局其它新品，2023 年其它饮料整体收入占比由 3.8%提升至 8.1%，其中补水啦 2024 年有望成为十亿级单品，且当前覆盖网点约 200 万。全年维度看，大咖、无糖茶、多喝多润、鸡尾酒均有望成长为亿元级产品。整体看，公司组织力强供应链高效，新品从立意到生产落地仅需 1-3 个月时间，响应能力强，渠道基础好，有力保障公司中长期成长。

盈利预测与估值：预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润 32.16/41.94/53.09 亿元（+57.7%/30.4%/26.6%），EPS 分别为 6.18/8.07/10.21 元。通过多角度估值，我们给予其 2025 年 30-32x PE，合理价格区间为 242.10-258.24 元，较当前股价有 10-17%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业需求景气不及预期、全国化扩张不及预期、原材料成本压力、食品安全问题

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,505	11,263	16,281	20,946	25,498
(+/-%)	21.9%	32.4%	44.6%	28.7%	21.7%
净利润(百万元)	1441	2040	3216	4194	5309
(+/-%)	20.8%	41.6%	57.7%	30.4%	26.6%
每股收益(元)	3.60	5.10	6.18	8.07	10.21
EBIT Margin	20.7%	20.9%	22.7%	23.4%	24.4%
净资产收益率 (ROE)	28.4%	32.3%	35.8%	37.1%	37.5%
市盈率 (PE)	61.2	43.2	35.65	27.34	21.6
EV/EBITDA	48.0	37.1	31.5	24.7	20.0
市净率 (PB)	17.41	13.95	12.76	10.13	8.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·饮料乳品

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn chaisusu@guosen.com.cn

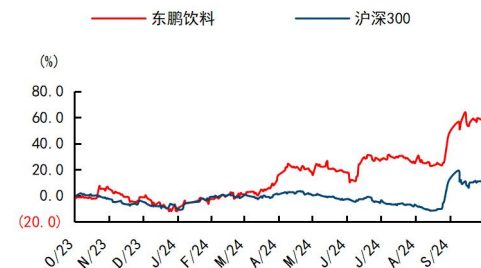
S0980523090001

S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	242.10 - 258.24 元
收盘价	220.68 元
总市值/流通市值	114756/114756 百万元
52 周最高价/最低价	298.06/154.16 元
近 3 个月日均成交额	307.97 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

1 公司概况：能量饮料龙头，全国化加速推进	5
1.1 公司简介：深耕能量饮料数十载，其它品类积极贡献增量	5
1.2 股权结构：创始人绝对控股，持股平台利益绑定	7
2 行业简析：盈利能力优，大单品常见，能量饮料赛道较为稀缺	8
2.1 行业特点：成长期，高粘性，单品天花板更高	8
2.2 竞争格局：红牛内斗尾部出清，东鹏高性价比突围	11
3 竞争优势：强组织力是根基，渠道立本，产品破圈	12
3.1 激励高效敢于放权，执行力强稳打稳扎	12
3.2 渠道广覆盖强管控，产品泛功能性布局	14
4 成长剖析：特饮全国化后半程，平台化打开成长上限	15
4.1 东鹏特饮：全国化加速，测算至少 200 亿空间	15
4.2 第二曲线：泛功能化布局，新品梯队强潜力足	17
5 财务分析与盈利预测	19
5.1 财务分析	19
5.2 盈利预测	23
5.3 盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	25
绝对估值：215.38-247.88 元	25
相对估值：242.10-258.24 元	27
风险提示	28
估值的风险	28
附表：财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 东鹏饮料股价复盘: 高成长且持续兑现是维持高估值中枢的核心	5
图 2: 东鹏饮料发展历程图	6
图 3: 东鹏饮料主要产品	7
图 4: 东鹏饮料股权结构, 董事长绝对控股	7
图 5: 东鹏饮料主要高管及股权激励情况	8
图 6: 能量饮料市场规模及增速 (单位: 亿元)	9
图 7: 2023 年中国周平均工时创近 20 年新高 (单位: 小时)	9
图 8: 外卖骑手/快递人员/网约车司机数持续提升 (单位: 万)	9
图 9: 轻上瘾性的能量饮料、咖啡行业集中度 CR3 比其它饮料更高, 大单品体量更大 (单位: %)	10
图 10: 2023 年能量饮料市场竞争格局, 销售额占比 (单位: %)	12
图 11: 东鹏饮料激励高效强执行力的体现——高管薪资远高于同业 (单位: 万元)	13
图 12: 东鹏饮料销售人员人均薪酬逐年提升, 2023 年位于行业高位 (单位: 万元)	13
图 13: 东鹏饮料人均创利处于行业领先水平且逐年上升 (单位: 万元)	13
图 14: 东鹏饮料人均创收逐年上升, 2023 年处于行业较高水平 (单位: 万元)	13
图 15: 东鹏饮料产品矩阵丰富	14
图 16: 东鹏饮料覆盖网点数逐年增加 (单位: 万个)	15
图 17: 东鹏饮料各区域经销商数量 (单位: 个)	15
图 18: 东鹏饮料 2023 年各区域单点产出和渠道模式	15
图 19: 东鹏饮料分地区收入测算 (单位: 亿元)	16
图 20: 电解质水市场规模 (单位: 亿元)	18
图 21: 电解质水竞争格局 (单位: %)	18
图 22: 东鹏补水啦对比其它电解质水产品, 性价比凸显	18
图 23: 2017-2023 公司收入、利润 cagr 分别约为 26%、38%	19
图 24: 公司全国化战略进展顺利, 净利率稳步提升	19
图 25: 软饮料行业收入水平对比 (单位: 亿元)	19
图 26: 软饮料行业净利润水平对比 (单位: 亿元)	19
图 27: 软饮料行业毛利率水平对比	20
图 28: 软饮料行业净利率水平对比	20
图 29: 公司 ROE 水平较为稳定, 且处于行业较高水平 (单位: %)	20
图 30: 公司 ROIC 水平较为稳定, 且处于行业较高水平	20
图 31: 公司资产负债率较高	21
图 32: 公司有息负债率处于同行业较高水平	21
图 33: 公司 2023 年流动比率达到 1.09	21
图 34: 公司 2023 年速动比率达到 1.02	21
图 35: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入较高	21
图 36: 公司净利润现金含量较高, 净利润质量较高	21
图 37: 公司 2023 年总资产周转率为 0.85	22

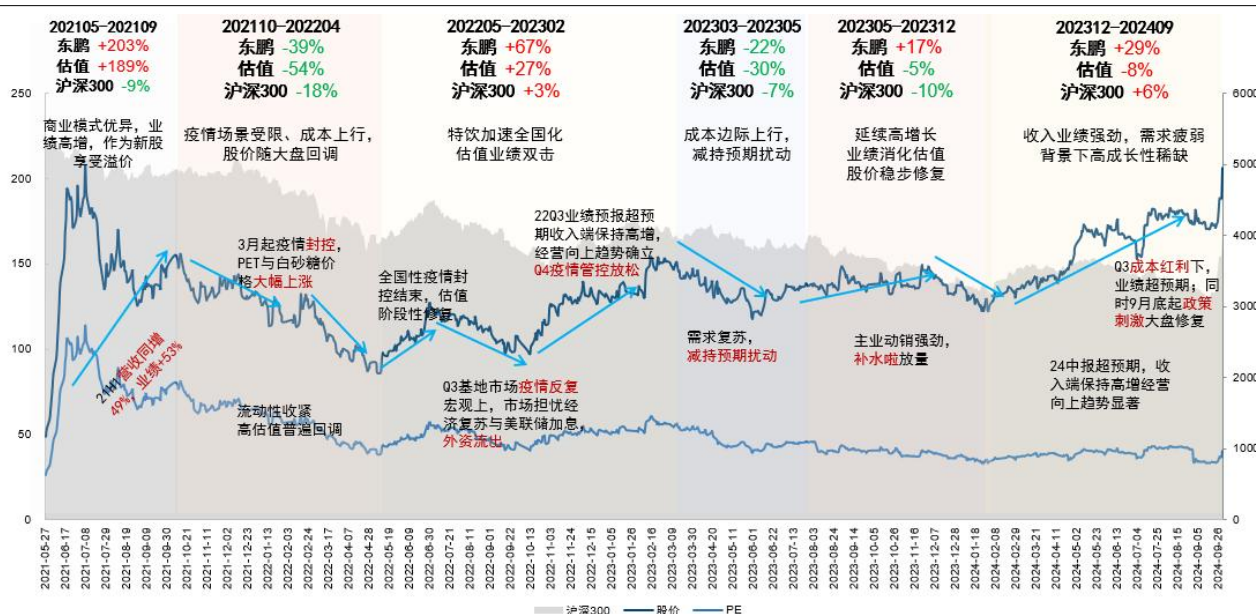
图 38: 公司 2023 年存货周转率为 13.32	22
表 1: 功能饮料分类及简介	10
表 2: 除包装水外, 轻上瘾型的饮料单品天花板更高, 盈利能力更强	11
表 3: 主要能量饮料竞争对手情况	12
表 4: 东鹏饮料工厂和产能基本布局至全国 (单位: 万吨)	17
表 5: 东鹏饮料收入拆分 (单位: 百万元)	23
表 6: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	24
表 7: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	25
表 9: 资本成本假设	26
表 10: 同类公司估值比较	27

1 公司概况：能量饮料龙头，全国化加速推进

1.1 公司简介：深耕能量饮料数十载，其它品类积极贡献增量

能量饮料先行者，全国化加速推进。公司前身为国有企业深圳市东鹏饮料实业公司，成立于1994年。1998年公司推出“东鹏特饮”并获得了《保健食品批准证书》。2003年公司完成国有企业向民营股份制企业改制，2021年5月上交所主板上市。专注为消费者提供高品质健康饮品，致力于成为中国领先的多品类饮料集团，拥有东鹏特饮、补水啦、鹏友上茶、东鹏大咖、VIVI鸡尾酒、海岛椰、多喝多润等品牌。作为能量饮料先行者，公司在能量饮料领域销量居于领先地位，获得了“中国驰名商标”、“广东省著名商标”、“深圳老字号”等荣誉奖项。

图1：东鹏饮料股价复盘：高成长且持续兑现是维持高估值中枢的核心



资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

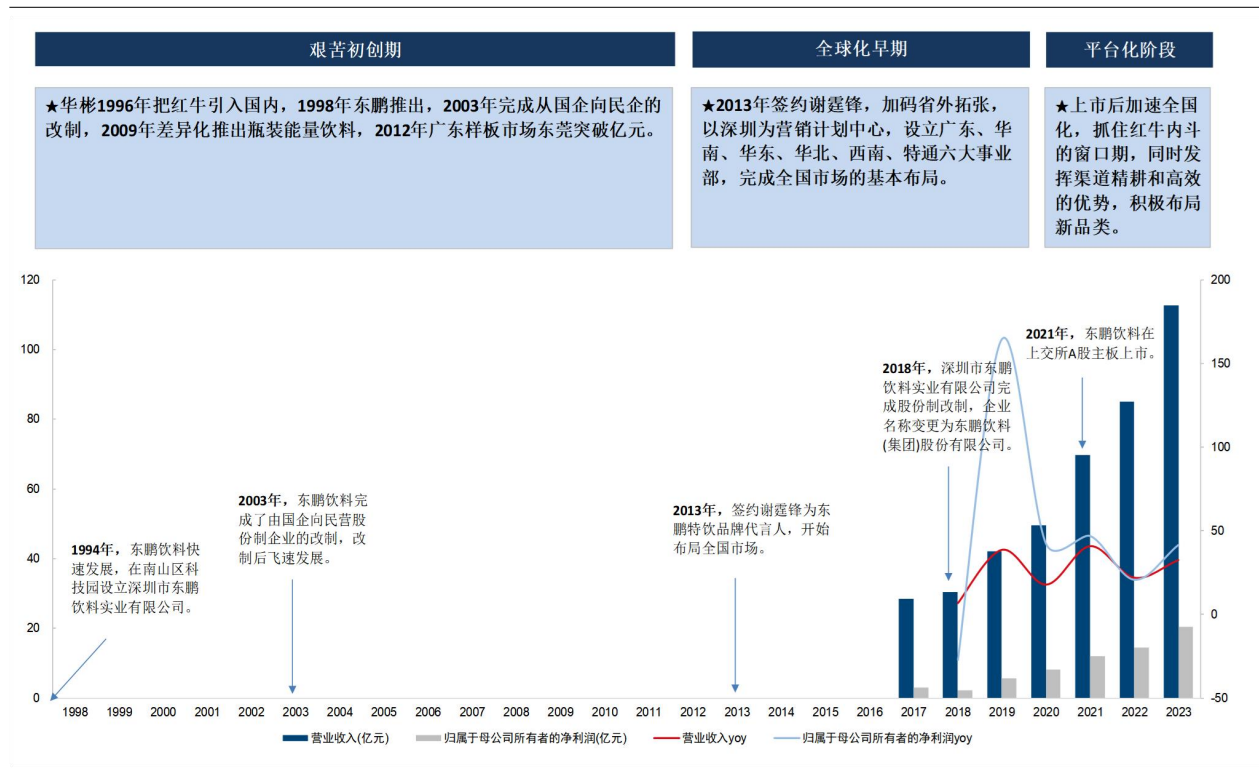
自1994年，东鹏饮料发展历程可以分为以下三个部分：

艰苦初创期：东鹏饮料成立于1994年，1998年旗下产品东鹏特饮获得保健食品批文，彼时正值华彬红牛积极开启能量饮料品类教育，东鹏董事长林木勤曾为红牛代工厂厂长，带领东鹏在2003年完成从国企向民企的改制，2009年差异化推出瓶装能量饮料，在红牛罐装一家独大的局面中异军突起，2012年广东样板市场东莞突破亿元，标志着公司初创期取得阶段性成果。

全国化早期：2013年起公司开启全国化进程，签约谢霆锋打造品牌，同时加码省外拓张，以深圳为营销计划中心，设立广东、华南、华东、华北、西南、特通六大事业部，完成全国市场基本布局，2020年已覆盖全国120万终端门店。与此同时，公司积极筹备上市，理顺组织架构，主要高管也基本引入到位。

平台化阶段：2021 年公司成功上市，此后抓住红牛内斗的窗口期，发挥渠道精耕和高效组织优势，稳打稳扎加速全国化，同时积极布局咖啡、无糖茶、电解质水等新品类，由能量饮料单品类龙头向多品类的平台型企业进发。

图2：东鹏饮料发展历程图



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司深耕能量饮料打造百亿级单品，同时积极布局饮料新品。2009 年公司对东鹏特饮的包装进行重新设计，区别于市面上大多与红牛相近的包装设计，东鹏特饮采用 PET 瓶和双重瓶盖设计，一方面降低包装成本，同时也为东鹏与红牛差异化竞争的战略打下了基础。2017 年推出 500ml 大包装东鹏特饮，以高性价比打开广东省外市场，在能量饮料赛道持续提升份额，2023 年能量饮料收入已达 103 亿元。同时积极布局补水啦、鹏友上茶、东鹏大咖、VIVI 鸡尾酒、海岛椰、多喝多润，2023 年其它饮料收入贡献已达 9.1 亿，占公司整体收入比重 8.1%。

图3: 东鹏饮料主要产品

产品系列	占比	产品特点	价位	规格	图例
东鹏特饮	91.90%	经典金瓶系列	2-5元	250ml/500ml	
补水啦	8.10%	电解质饮料	4元	555ml	
东鹏大咖		低糖即饮咖啡	5元	330ml	
鹏友上茶		无糖茶	4元	555ml	
VIVI鸡尾酒		伏特加为基底 柑橘/青提/白桃三款口味	9元	500ml	
海岛椰		椰汁	4元/5元	250ml/330ml	
多喝多润		九制陈皮/蜂蜜绿茶/菊花蜜	5元	1L/1.25L	

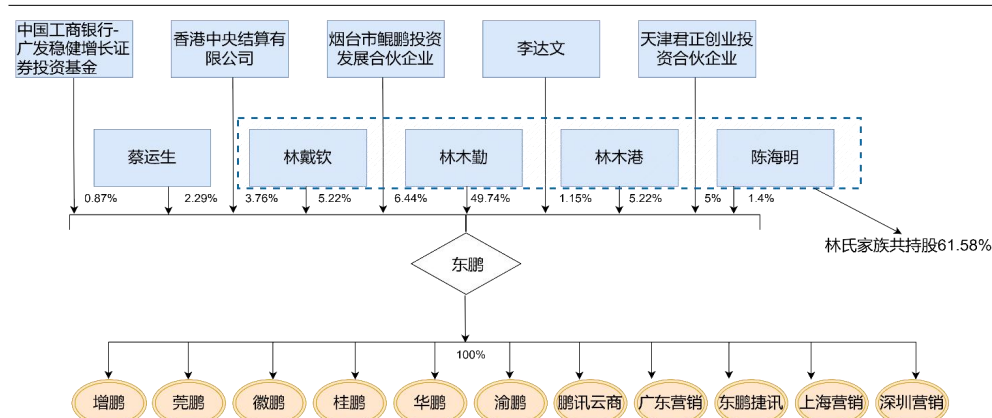
资料来源: 公司年报, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

1.2 股权结构: 创始人绝对控股, 持股平台利益绑定

管理团队稳定, 持股平台绑定。公司成立于1994年, 董事长林木勤曾为红牛代工工厂厂长, 公司管理团队稳定, 2003年改制至今核心人员均未流失。2017年公司开始外部融资, 并随后进行了多轮投融资及股权结构调整。2019年公司通过股权激励方案, 成立东鹏远道、东鹏致远及东鹏致诚三家公司作为员工持股平台, 此轮股权激励涉及持股比例2.06%, 主要激励对象为核心技术、管理人员, 将公司和核心骨干员工利益绑定。2021年公司于上交所上市。

创始人绝对持股, 股权结构稳定。目前董事长林木勤直接持有公司49.74%的股份, 为第一大股东; 林木勤之子林煜鹏管理的鲲鹏投资为第二大股东, 持股6.44%; 另外, 家族成员林木港、林戴钦、陈海明等人合计直接持股11.84%。股权结构集中, 内部治理稳定。同时, 公司主要高管股权激励到位, 薪酬高于行业可比水平。

图4: 东鹏饮料股权结构, 董事长绝对控股



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5：东鹏饮料主要高管及股权激励情况

姓名	职务	年龄	工资 (百万)	最新持股 数(万股)	最新持股 数占比	主要工作经历
林木港	执行总裁	54	508	2089	5.22%	毕业于北京大学工商管理专业，硕士研究生学历。2001年3月至2003年9月任深圳市东鹏饮料实业公司营销计划中心总经理。2003年10月至今，任东鹏饮料执行总裁及执行董事。
林木勤	总裁	60	567	19897	49.74%	毕业于中山大学工商管理专业，硕士研究生学历。1988年4月至1997年3月，任深圳奥林匹克天然饮料有限公司（功能饮料华彬红牛的代工厂）部门经理。1997年3月至2003年9月，任深圳市东鹏饮料实业公司副总经理；2003年10月至今任东鹏饮料董事长、总裁。
蒋薇薇	副总裁	44	573	40	0.10%	毕业于安徽大学新闻专业，本科学历。2007年至2010年，任上海平成竞介广告有限公司总经理；2012年至2015年担任昌荣传媒股份有限公司广州公司副总经理，2017年至2019年4月任深圳市东鹏饮料实业公司品牌中心负责人，2019年4月至今任东鹏饮料副总裁兼品牌发展中心总经理。
卢义富	副总裁	52	663	37	0.09%	毕业于湘潭大学化学工程专业。2003年8月至2006年6月，任长沙吉人乳业食品有限公司销售部经理；2006年7月至2017年7月，任加多宝（中国）饮料有限公司分公司总经理；2017年8月至2018年8月任香飘飘食品股份有限公司营销中心总经理，2018年9月至今任东鹏饮料副总裁兼全国营销总部总经理。
张磊	副总裁、 董事会秘书	47	24	0	0.00%	武汉大学传播学博士研究生，拥有工学学士学位及管理硕士学位。2004年至2014年历任创维集团，深圳市捷顺科技股份有限公司SAP副经理，首席信息官，董事会秘书等岗位；2014年10月至2021年12月历任深圳前海大营资本，深圳前海汇金所创始合伙人兼总经理；2022年1月至2023年7月任深圳市怡亚通供应链股份有限公司董事会秘书；2023年12月任东鹏饮料董事长特别助理。
彭得新	财务总监	48	143	223.98	0.56%	毕业于华南农业大学企业管理专业。2003年2月-2021年10月，先后担任东鹏饮料财务部长，集团财务副总监。2021年10月至今任东鹏饮料财务总监。

资料来源：公司官网，Wind，国信证券经济研究所整理

2 行业简析：盈利能力优，大单品常见，能量饮料赛道较为稀缺

2.1 行业特点：成长期，高粘性，单品天花板更高

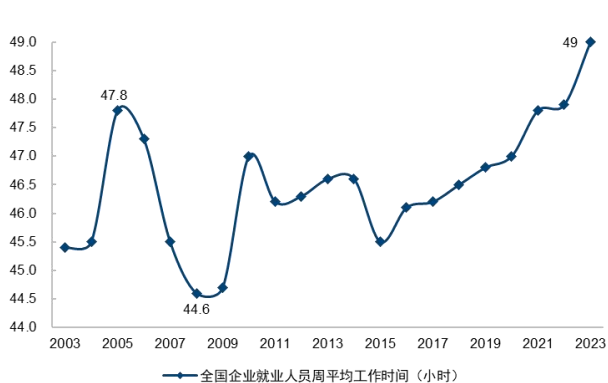
特征一：持续成长的景气赛道。我国能量饮料市场起步较晚，红牛1995年进入中国市场率先品类教育，但近十年才逐步扩圈成为大众化饮品，而对比海外成熟市场通过加气、口感多元化延伸，我国当前仍处在基础形态渗透率提升的成长阶段，消费群体亦主要定位于蓝领工人、运动群体。近年来能量饮料行业仍保持高增态势，是软饮料中增速最高的子板块之一，2023年中国能量饮料市场规模达到576亿元，同比增长8%，2010-2023年cagr为18%。长期来看，在当今我国生活节奏加快的背景下，随人群扩容及新场景裂变，预计能量饮料市场规模仍有望中个位数增长。

图6: 能量饮料市场规模及增速（单位：亿元）



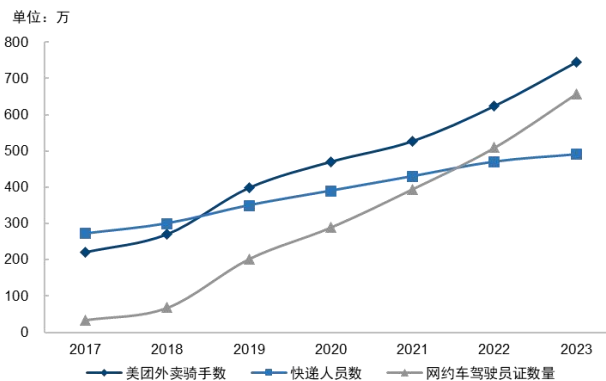
资料来源：普华永道《优质赛道，长期景气：中国能量饮料市场报告》，国信证券经济研究所整理

图7: 2023 年中国周平均工时创近 20 年新高（单位：小时）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图8: 外卖骑手/快递人员/网约车司机数持续提升（单位：万）



资料来源：公司公告，国家邮政局，交通运输部，国信证券经济研究所整理

特征二：功效性强，准入门槛高，格局更优。能量饮料是成分除了水、碳水化合物、维生素、矿物质以外，还添加了各种营养物质的混合物（如咖啡因、牛磺酸、氨基酸、瓜拉那等），旨在为运动人群增加能量、缓解疲劳的含兴奋剂（咖啡因）的一种功能性饮料，与多种消费场景深度绑定。我国主流能量饮料产品包装上均

有“蓝帽子”标志与保健食品批准文号，通常批文申请需要投入一定时间和金额（3-5 年不等），对比其它软饮料来说，存在更高的市场准入壁垒。

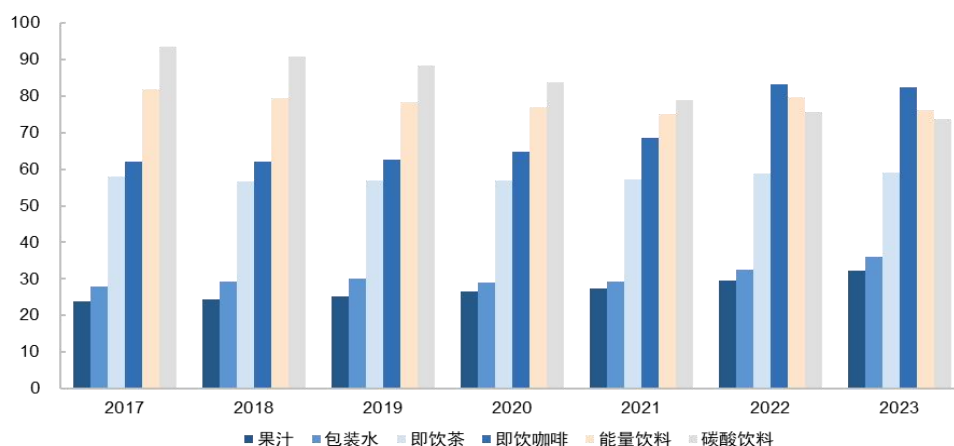
表1: 功能饮料分类及简介

分类	定义	成分	代表产品
能量饮料	含有一定能量并添加适量营养成分或其它特定成分，为机体补充能量，或加速能量释放和吸收	牛磺酸，咖啡因，赖氨酸，烟酰胺，维生素 B	红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量
运动饮料	营养素的成分和含量能适应运动员或参加体育锻炼人群的运动生理特点、特殊营养需要的软饮料	电解质、维生素、氨基酸	宝矿力水特、佳得乐
营养素饮料	在饮料中加入人体日常所需要的一些维生素及矿物质，具有和保健品类似的功效，大多以抗疲劳、提精神为主	硒、锗、铬等微量元素	脉动

资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

特征三：生命周期长，大单品盈利和天花板更高。受益于功能性需求，能量饮料享受更长的产品生命周期。对比其它主要满足口感的果汁、茶饮料，由于消费者口味多变，单品生命周期较短。能量饮料则因其轻上瘾性，消费者抗疲劳功能性诉求稳定，与长途驾驶、体力劳动、加班熬夜、运动健身等场景强绑定，少有替代品类。故能量饮料消费频次和品牌粘性更高，一方面天花板更高，更容易养成百亿大单品，另一方面盈利水平更优，仅低于包装水（成本极低）、碳酸饮料（寡头格局）。

图9: 轻上瘾性的能量饮料、咖啡行业集中度 CR3 比其它饮料更高，大单品体量更大（单位：%）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

表2：除包装水外，轻上瘾型的饮料单品天花板更高，盈利能力更强

品类	产品	2023 年销售额 (出厂口径, 亿元)	市占率	毛利率	净利率
碳酸饮料	可口可乐	≈300	59%	/	/
能量饮料	红牛	205	53%	/	/
	东鹏特饮	103	18%	45.4%	18.1%
包装水	农夫山泉	203	23%	59.6%	28.3%
	怡宝	124	10%+	44.6%	9.8%
即饮茶	康师傅冰红茶	100	37%	32.1%	4.1%
	香飘飘奶茶	31	61%	37.5%	6.8%
果汁	汇源果汁	27	11%	24.8%	14.2%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理（注：康师傅以饮品事业部盈利能力指代，其中茶饮占4成；农夫山泉为公司整体盈利能力，其中包装水在常态化水平下预计略高于这一水平）

2.2 竞争格局：红牛内斗尾部出清，东鹏高性价比突围

能量饮料市场呈现一超多强格局，东鹏份额持续提升。据尼尔森 IQ 数据，2023 年中国能量饮料市场中，红牛销售额占比 53.2%，东鹏份额占比 30.94%；若从销售量看，东鹏特饮份额已提升至 43%，排名行业第一。东鹏饮料通过性价比打法和全国化扩张的模式，在行业格局重塑之际快速抢占市场，市占率持续上升。

红牛：2016 年起华彬集团陷入与泰国天丝的商标权纠纷，至今仍未解决，营销投入被动减少、山寨产品频出，华彬红牛不时传出被地方性系统商超下架，品牌力持续受损。近年来红牛收入停滞，市场份额由 2013 年的 72.9%持续下滑至 2023 年的 53.2%。

Monster：2016 年底进入中国，但一是并无性价比，二是在口感、渠道、营销方面水土不服，仅仅在年轻消费群体中渗透率提升较快，近年来份额下滑。

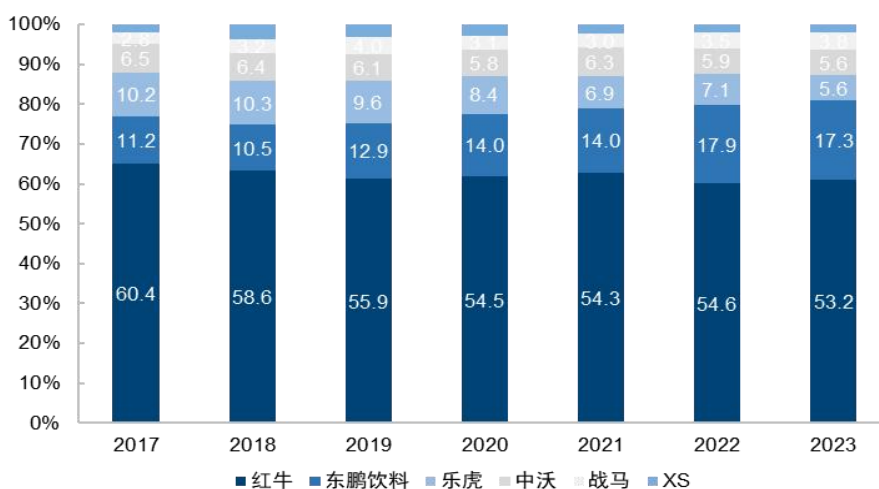
其它：以本土区域型企业为主，能力圈有限，如体质能量聚焦于北方县乡镇市场，品牌建设投入少，难以全国化扩张，天花板较低；乐虎虽拥有渠道广度优势，但因达利集团内部资源分配问题发展停滞。

表3: 主要能量饮料竞争对手情况

价格带	特点	目标人群	主要渠道	代表产品
5.5-6 元 /250ml	开拓者, 强广告营销, 极限运动塑造文化, 品牌力强	运动人群、白领、摇滚音乐爱好者	省会城市; 现代渠道, 夜场、高端餐饮、健身房、洗浴等特殊渠道	红牛、Monster
4-6 元 /500ml	性价比高, 大规格, 防尘盖, “乐享一元” 返利活动; 年轻化, 销量集中在华南	蓝领如长途司机、工人、快递员以及学生	地级市、镇县乡; 杂货店和商超渠道, 网吧、部队、监狱、工业厂区等特殊渠道	乐虎、战马、体质能量

资料来源: 国信证券经济研究所整理

图10: 2023 年能量饮料市场竞争格局, 销售额占比 (单位: %)



资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

3 竞争优势: 强组织力是根基, 渠道立本, 产品破圈

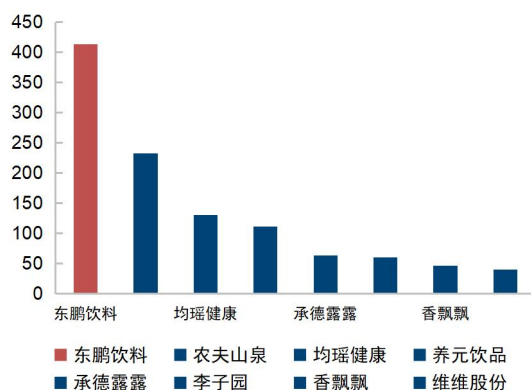
3.1 激励高效敢于放权, 执行力强稳打稳扎

公司管理层及基层激励到位, 人均薪酬处于行业前列。组织架构上, 公司敢于放权, 引进前加多宝、红牛中高层, 股权激励绑定利益, 同时公司高管薪资远高于同业。基层销售人员的人均薪资, 人均创收/人均创利持续上升, 渠道利润亦处于行业较高水平。

以渠道端引进阿米巴模式为例, 东鹏的强组织力自上而下沿袭。公司在 2018 年底省外市场引进阿米巴模式, 一是将业务员薪酬结构从以前的固薪制变为底薪+

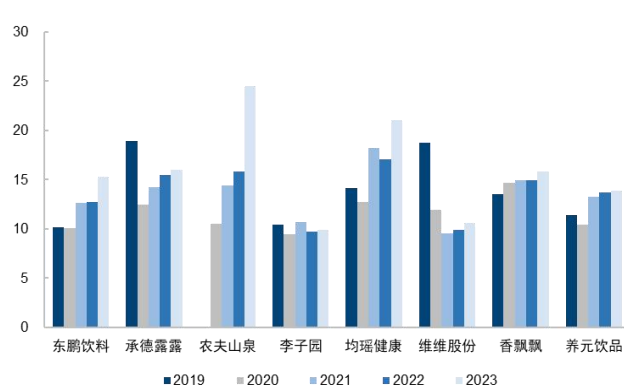
提成制，二是充分放权区域经理，公司给予区域经理每箱定额的费用支持，区域经理可依据自身和市场情况灵活调节促销活动及资源配置，一方面将东鹏以前低投入产出比的盲目费投方式转换为更加精细化、高效化的方式，确保好钢用在刀刃上；另一方面，预算费用节省的部分由区域团队自行分配，区域经理和经销商的激励更充分。

图11：东鹏饮料激励高效强执行力的体现——高管薪资远高于同业（单位：万元）



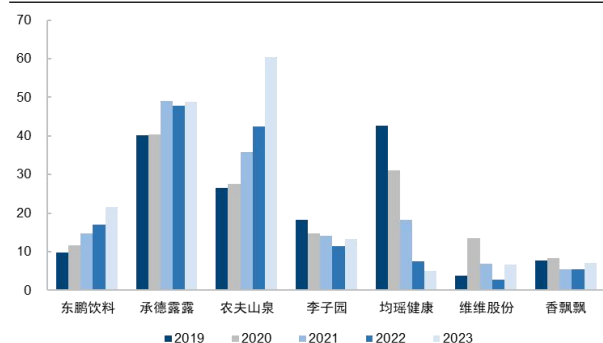
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图12：东鹏饮料销售人员人均薪酬逐年提升，2023 年位于行业高位（单位：万元）



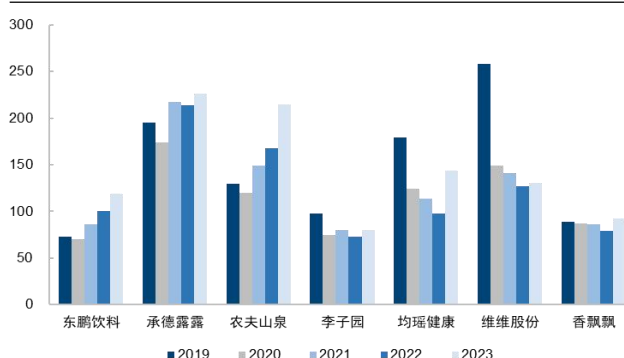
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：东鹏饮料人均创利处于行业领先水平且逐年上升（单位：万元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图14：东鹏饮料人均创收逐年上升，2023 年处于行业较高水平（单位：万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 渠道广覆盖强管控，产品泛功能性布局

强组织力为根基，公司借助高效的渠道体系和泛功能性布局，往平台型企业进发。

产品端：泛功能化布局，大瓶装+高性价比差异化突围。大单品东鹏特饮之外，公司还有即饮咖啡、电解质水、柠檬茶、凉茶等品类，公司围绕“累、困”形成较强的品牌心智与鲜明的品牌特色，完成泛功能性饮料布局。其中，电解质水“补水啦”上市一年营收接近5亿，表现亮眼。

图15: 东鹏饮料产品矩阵丰富

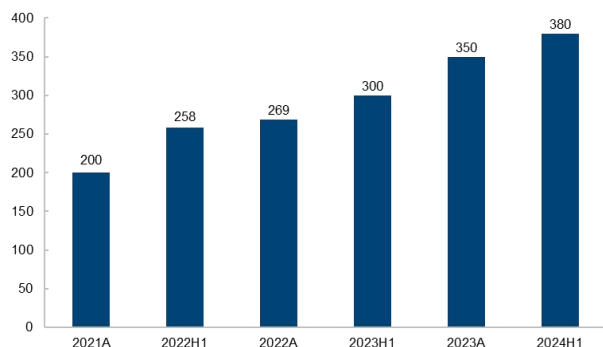


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

渠道端：数字化赋能，渠道分润足，直控百万终端。公司自上市以来持续精耕，网点数自2019年百万终端扩张至2024H1的380万，实现地级市100%覆盖。

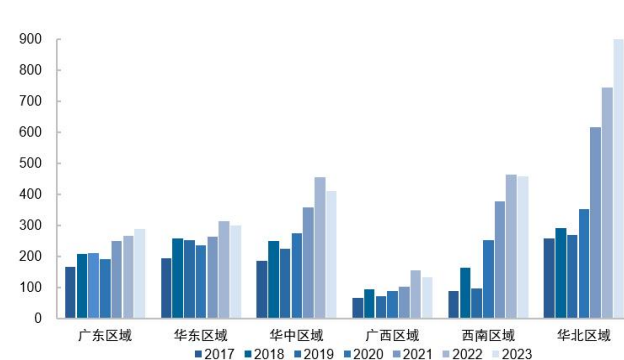
- **精细化渠道管理，数字化高效赋能。**公司加大冰柜投放，提高全品项产品的曝光率，拉动终端动销；东鹏饮料通过箱内码及鹏讯云商平台，实现百万终端门店的直接连接及管理。开箱扫码及兑奖红包极大地增厚了终端利润率水平，且兑奖操作高效、回款迅速，有效提升渠道管控力度。
- **因地制宜地采用精耕和大流通两种渠道模式。**一方面，在广东、广西、华东等核心市场，为进一步提升铺市率，采用精耕模式，配备经验丰富的销售业务人员和经销商、邮差/批发商及终端门店共同维护及开发市场和消费者。另一方面，在处于开拓阶段的区域，公司主要采用大流通的运营模式，选择实力强的大商，由经销商主要负责产品的销售与终端的维护。经销范围也按照市场类型划分，成熟市场的最大范围是一个县级市，开发市场为地级市，空白市场可跨地级市经营。

图16: 东鹏饮料覆盖网点数逐年增加 (单位: 万个)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图17: 东鹏饮料各区域经销商数量 (单位: 个)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图18: 东鹏饮料 2023 年各区域单点产出和渠道模式

战略定位	大区	经销商		单经销商 营收（万）	渠道模式	开发维护主体	经销范围
		数量（个）	占比				
核心市场	广东	288	11.59%	1165	渠道精耕	公司销售人员与经销商、邮差/批发商及门店共同开发维护	1)成熟市场最大范围一个县级市； 2) 开发市场为地级市； 3)空白市场可跨地级市经营。
	广西	132	5.31%	678			
	华东	299	12.03%	342			
	华中	409	16.46%	258			
潜力市场	西南	458	18.43%	148	大流通	经销商自行负责	
	华北	899	36.18%	68			
	*含北方大区						
合计		2485	100%	377			

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

4 成长剖析: 特饮全国化后半程, 平台化打开成长上限

4.1 东鹏特饮: 全国化加速, 测算至少 200 亿空间

渠道/产品双轮驱动, 东鹏特饮加速全国化。公司产品端主打高性价比, 同时持续强化把控力, 提升终端网点覆盖率, 产品力筑基、渠道力为翼实现了初步的全国化布局, 当前全国已建成投产九大生产基地, 湖南、天津、云南也在拟筹备或建设中, 全国网点数已达 380 万。结合公司产能规划, 我们预计 2026 年将达到 450 万终端, 省外市场收入占比逐步提升将成为公司收入扩张的重要抓手。

细分来看: 首先广西邻近广东, 也是饮料产销大省, 消费习惯接近, 已培育为十

亿级省份；其次华中、华东区域销售占公司整体比重已达到 20%，过去三年维持 30%以上 cagr；潜力市场如西南/华北区域则延续高增（50%以上 cagr）。分区域综合测算看，我们预计 2026 年东鹏特饮大单品收入实现 200 亿元左右。

- ◆ **成熟市场：**广东广西市场核心市场成熟度比较高，渗透率达 95%以上，同时受到雨水天气影响，24H1 预计中高单增长。受益于冰柜及新品投放，我们预估两广市场 2024E/2025E/2026E 收入增速分别为 9%/8%/6%。
- ◆ **省外核心市场：**华东华中作为省外核心市场，当前人均消费额不足广东的 1/4，铺货率也不足 70%，增长潜力仍较大。考虑到华中华东消费基础好，且是公司未来战略重点所在。我们预计 2024-2026E 华东和华中 cagr 在 25%左右，2026 年人均消费额不到当前广东省人均消费额的 1/2。
- ◆ **省外潜力市场：**西南华北作为潜力市场，当前铺货率仅 60%，渠道体系搭建完善，同时抓住了原有饮用人群的消费替换，开拓了少数民族、棋牌室等新消费群体，处于低量高增速的发展阶段，我们预计 2023-2026 年 cagr 在 35%左右。
- ◆ **线上&直营：**直营渠道为公司特通及餐饮网点，增速较快；线上不是公司发展重心，我们预计 2024-2026 年 cagr 为 23%。

图19：东鹏饮料分地区收入测算（单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E	2023 年人 均消 费额	2026 年人 均消 费额	2019 -2022 cagr	2023 -2026 cagr	备注
能量饮料收入	112.50	139.05	168.63	198.79			26.53%	20.90%	能量饮料市场打开之后，增速慢慢变缓，19-22 年年均复合增速为 27%，预计 23-26 年年均复合增速放慢为 21%。
广东	37.61	40.99	44.27	46.93	27.48	34.30			2024 年 1-3 月份广东地区增速 9.4%，6-7 月份受雨水天气影响，单月增速不到 10 个点，广东区域渗透率达 95%以上，广东 33 万家网点，人均消费量也到达天花板，纵向向下发展的空间见底，只能靠新品横向拓宽市场，增速放缓。
yoy	12.13%	9.00%	8.00%	6.00%			10.00%	7.66%	
占比	33.39%	29.48%	31.84%	33.75%					
华东	15.16	19.71	24.64	29.56	6.40	12.48			第二梯队潜力市场较成熟区域，华东区域群众基础好，经销商和渠道比较深，并且人均消费量处于低位，有很大的上升空间，渠道+产品双轮驱动进一步开拓市场，增速在 25%左右。
yoy	48.34%	30.00%	25.00%	20.00%			37.40%	24.93%	
占比	13.46%	14.17%	17.72%	21.26%					
华中	14.00	18.20	22.75	27.30	6.62	12.90			区域渗透率 60%，主要是湖南、湖北和江西的消费区，正在做铺夜市活动，拓展网吧、麻将、烧烤摊等客户。市场空间有望进一步开拓，增速在 25%左右。
yoy	32.82%	30.00%	25.00%	20.00%			31.55%	24.93%	
占比	12.34%	13.09%	16.36%	19.63%					
广西	9.83	10.71	11.57	12.27	19.48	24.30			广西 24 万家网点，区域渗透率达 95%以上，人均消费量处于较高水平，核心市场成熟度比较高，渠道经销商模式完备，整体成长性偏低，增速与广东接近且逐年降低。
yoy	9.83%	9.00%	8.00%	6.00%			29.30%	7.66%	
占比	8.73%	7.71%	8.32%	8.82%					
西南	11.15	15.94	22.32	29.02	5.44	14.16			饮料必争之地，作为第二梯队市场，也逐步表现出增长潜力。这两年主动搭建了县级市的渠道；且西南地区一直存在功能饮料饮用习惯；区域渗透率在 60%，空间仍非常大，预计西南地区对标广东
yoy	64.70%	43.00%	40.00%	30.00%			52.47%	37.55%	

占比	9.90%	11.47%	16.05%	20.87%					地区，人均消费量向广东看齐，将成为增长最大的潜力市场。预计未来增速仍在 40%左右。
华北	10.10	14.44	20.22	26.29	3.26	8.50			增速最快区域，接近 50%，主要是由于渠道体系搭建完善，同时抓住了原有饮用人群的消费替换，开拓了少数民族、棋牌室等新消费群体。
yoy	64.76%	43.00%	40.00%	30.00%			62.07%	37.55%	
占比	8.96%	10.39%	14.54%	18.90%					
直营	12.60	16.38	19.66	23.59					
yoy	71.43%	30.00%	20.00%	20.00%			-	23.24%	
占比	11.19%	11.78%	14.14%	16.96%					
线上销售	2.05	2.67	3.20	3.84					
yoy	44.37%	30.00%	20.00%	20.00%			51.30%	23.24%	
占比	1.82%	1.92%	2.30%	2.76%					

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表4: 东鹏饮料工厂和产能基本布局至全国（单位：万吨）

主要工厂名称	地点	设计产能（万吨）	实际产能（万吨）	产能利用率（%）
增鹏	广东	45.75	33.2	72.60%
莞鹏	广东	46.14	45.28	98.10%
徽鹏	安徽	64.65	58.94	91.20%
桂鹏	广西	49.25	34.87	70.80%
华鹏	广东	61.04	59.99	98.30%
浙鹏	浙江	4.24	3.99	94.10%
庆鹏	重庆	40.24	37.36	92.80%
海鹏	广东（海丰水厂）	23.88	15.6	65.30%
合计		335.19	289.23	86.30%
湘鹏	湖南（长沙）	2021 年 11 月开工建设，24 年 3 月已投产		
昆鹏	云南（昆明）	2024 年 7 月公告对外投资		

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

4.2 第二曲线：泛功能化布局，新品梯队强潜力足

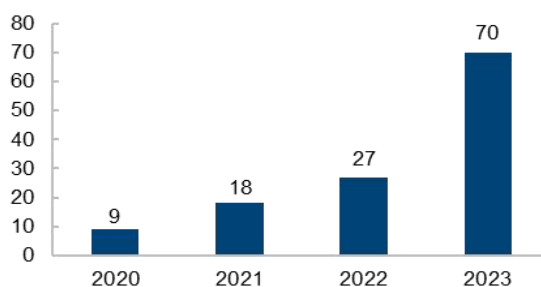
品类泛功能化布局，景气度高+高性价比，电解质水、咖啡等已形成第二梯队。2023 年公司其它饮料收入 9.1 亿元，同比增长 187%，收入占比由 3.8%提升至 8.1%。公司在能量饮料打开渠道的基础上，定位“泛功能化”，寻找景气度高品类，推出匹配下沉渠道的高性价比产品，积极拓宽矩阵，典型是补水啦推出后迅速起量。同时，随着品类更加丰富，亦有望反哺渠道，终端单点产出迅速提升。我们以电解质水为例：

电解质水疫后加深培育、场景扩容，格局未定的高景气市场。疫情期间大众对补充水分和电解质水的需求提振，有效培育了消费者认知，吸引众多品牌布局，带动品类迅速扩容，电解质水在运动、高温等场景以外，也越来越成为日常补水的大众饮品，品类市场规模从2020年的9亿激增至2023年的约70亿（狭义口径，不含脉动），三年cagr接近翻倍。当前市场仍处于起步阶段，尚无绝对强势品牌。

东鹏补水啦迅速起量，有望成为特饮外公司的第二个十亿级产品。2022年底，公司在过往充分研发储备的基础上，迅速组织供应链资源加速生产，推出补水啦，延续一贯的性价比风格，但在包装、营销和定位上明显较其它饮料新品更年轻化，锁定运动场馆、校园、景区等重点渠道，上市首年便快速起量，2023年销售额突破4亿元。当前补水啦覆盖的网点数已达200万，与宝矿力、佳得乐的差距逐步缩小，2024年销售额有望突破10亿。

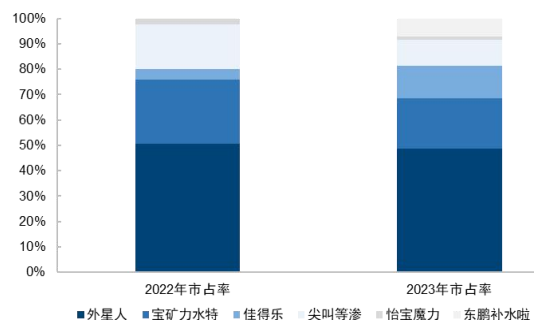
“高景气且无绝对寡头”新品布局思路，东鹏亦积极尝试咖啡、茶饮、鸡尾酒、椰汁等。在能量饮料和电解质水之外，公司同样积极布局其它新品，全年维度看，大咖、无糖茶、多喝多润、鸡尾酒均有望成长为亿元级产品。公司组织力强供应链高效，新品从立意到生产落地仅需1-3个月时间，响应能力快，渠道基础好，有力保障公司中长期成长。

图20: 电解质水市场规模（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

图21: 电解质水竞争格局（单位：%）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图22: 东鹏补水啦对比其它电解质水产品，性价比凸显

	东鹏“补水啦”	元气森林外星人	产品图
定价	4元/550mL	6-7元/500mL	
成分	电解质 ≥ 200mg/瓶	电解质 ≥ 200mg/瓶	
人群	蓝领、大学生	白领人群为主	
场景	户外体力劳动后	日常补充电解质	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理和预测

5 财务分析与盈利预测

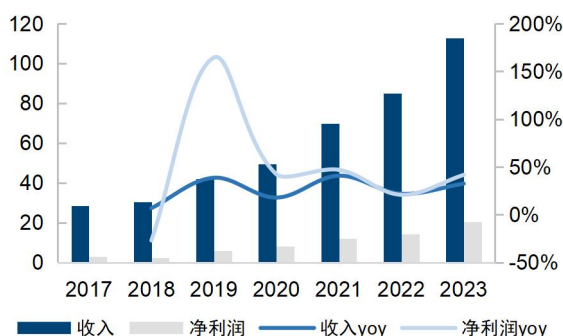
5.1 财务分析

我们选取软饮料行业主要上市公司华润饮料、养元饮品、香飘飘、承德露露、李子园进行对比。

盈利能力：营收、利润快速增长，净利率稳步提升

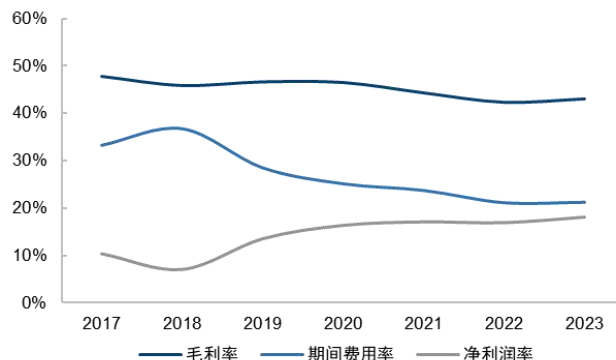
2017-2023 年营收公司从 28.4 亿元增长至 112.6 亿元，归母净利润从 2.96 亿元增至 20.4 亿元，cagr（2017-2023 年）分别为 25.8% 和 37.9%。2020 年后公司加速推进全国化战略，带来能量饮料东鹏特饮收入高速增长，2020-2023 年连续三年收入增速均保持在 20% 以上。

图23：2017-2023 公司收入、利润 cagr 分别约为 26%、38%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

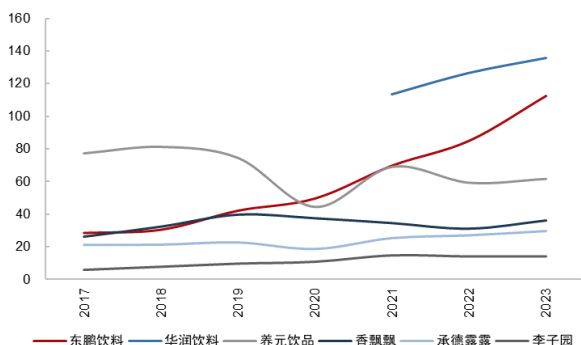
图24：公司全国化战略进展顺利，净利率稳步提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

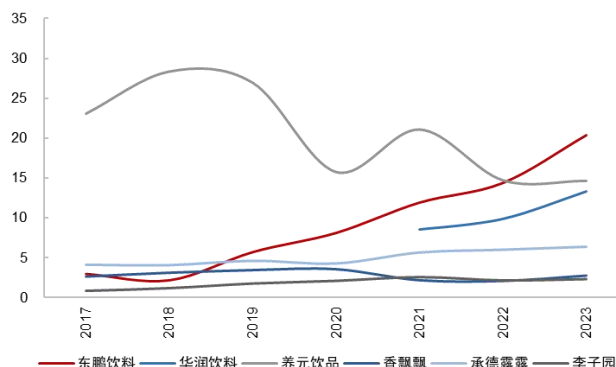
软饮料行业盈利水平分化，偏口味型的饮料通常盈利更弱，养元饮品和承德露露毛利率高于东鹏的主要原因，是植物基饮料溢价高，且裂缝市场做到一家独大的格局。东鹏饮料毛利率相对稳定，2019 年后下降主要是由于大宗原材料聚酯切片和白砂糖价格持续上涨，以及毛利率低的其它饮料占比逐渐提升。随着公司体量增加，销售费用、管理费用不断被摊薄，2017-2023 年公司期间费用率由 33.3% 下降至 21.1%。综上，公司净利率稳步提升，2017-2023 年公司净利率由 10.4% 增长至 18.1%，处于行业中等水平。

图25：软饮料行业收入水平对比（单位：亿元）



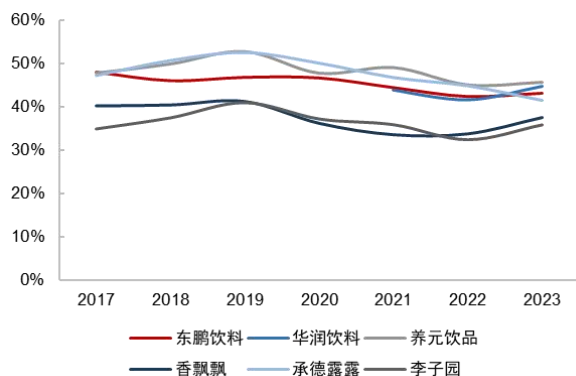
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：软饮料行业净利润水平对比（单位：亿元）



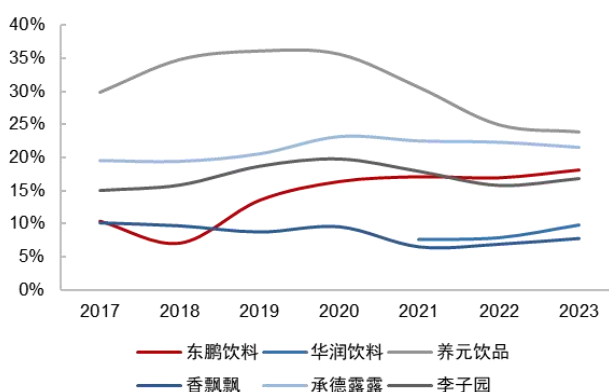
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27: 软饮料行业毛利率水平对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

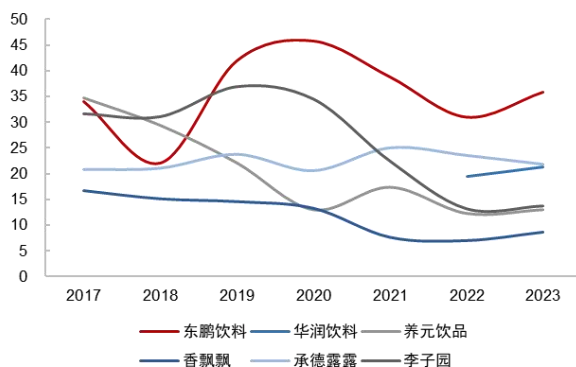
图28: 软饮料行业净利率水平对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

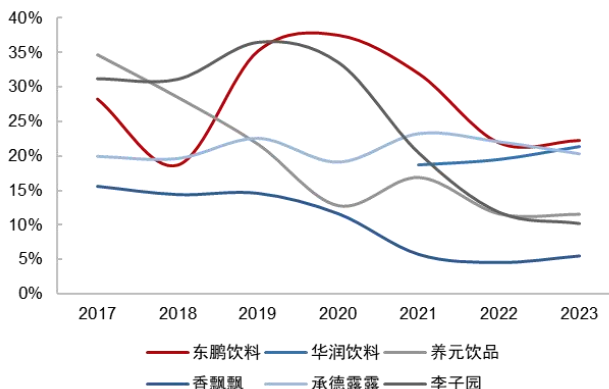
2023 年公司净资产收益率为 39%，投入资本回报率（ROIC）22%，疫情期间行业需求和公司经营受到扰动，东鹏饮料盈利能力较同行业竞争对手保持相对稳定，近年来 ROE、ROIC 都处于行业领先水平。

图29: 公司 ROE 水平较为稳定，且处于行业较高水平（单位：%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司 ROIC 水平较为稳定，且处于行业较高水平

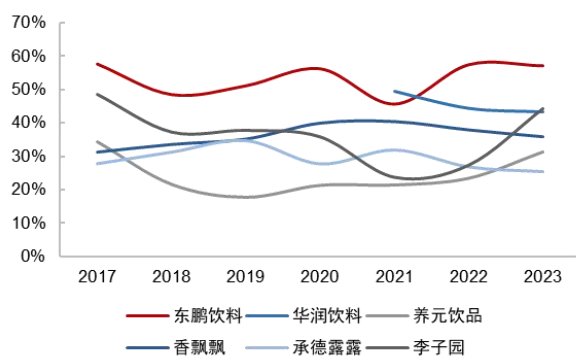


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资本结构、偿债能力及现金流：资产负债率较高，偿债能力一般

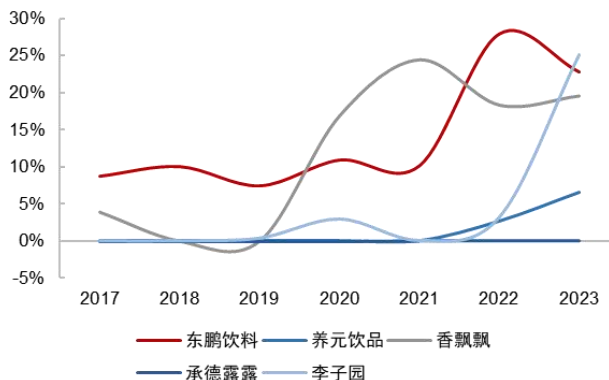
公司资产负债率较稳定，2023 年资产负债率约 57%。2023 年公司有息负债率 22.7%，与同业相比处于较高水平，主要源于大批购入理财产品以提高资金利用率，以及为提高市场份额，应付销售返利与折扣激增。2023 年公司流动比率 1.09、速动比率 1.02，均处于行业较低水平，偿债能力适中。

图31：公司资产负债率较高



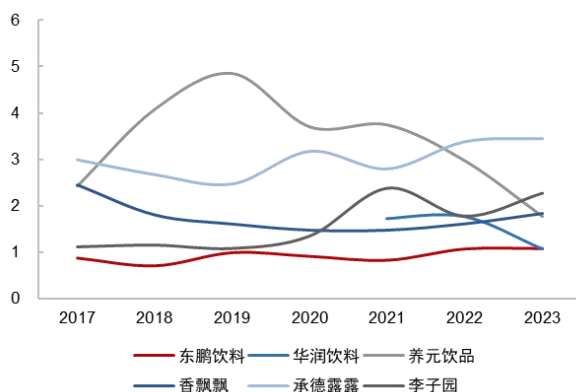
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：公司有息负债率处于同行业较高水平



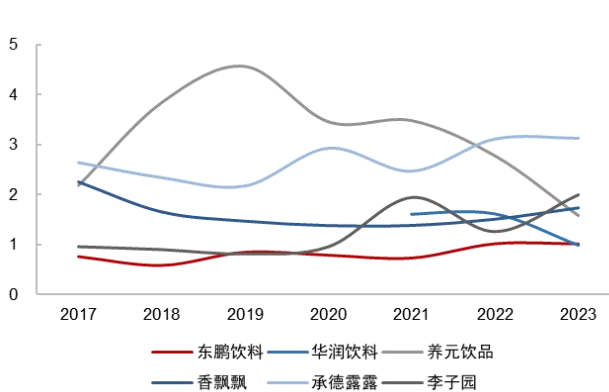
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：公司2023年流动比率达到1.09



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：公司2023年速动比率达到1.02



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产业链议价权高，现金流质量较好。2023年销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为1.23，公司收现比一直处于行业较高水平。近年来公司经营活动产生的现金流量净额与净利润的比率都大于100%，整体净利润的质量较高。

图35：公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入较高

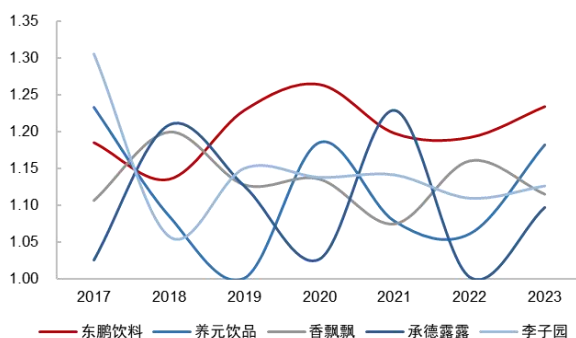
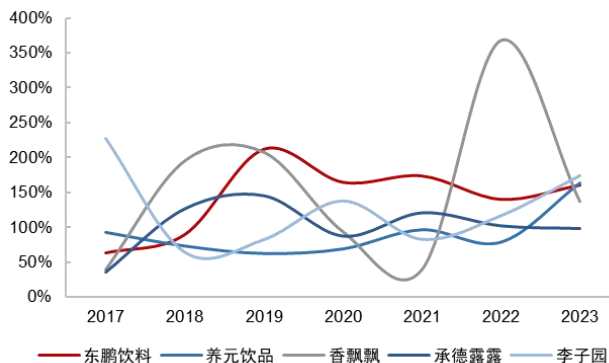


图36：公司净利润现金含量较高，净利润质量较高



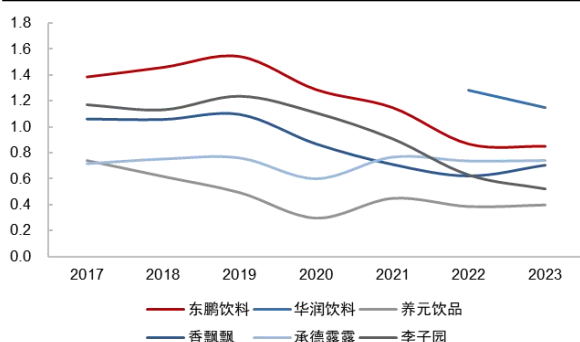
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营效率分析：总资产周转率和存货周转率都较高

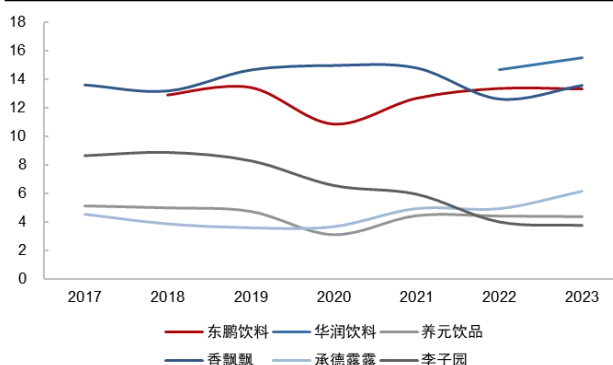
公司总资产周转率一直保持较高水平，2023 年公司总资产周转率 0.85，对应周转天数 429 天。存货周转率较为稳定，对应周转天数约 27-33 天，行业中属于较低水平，2023 年公司存货周转率 13.32，对应周转天数 27 天，整体经营效率较高。

图37：公司 2023 年总资产周转率为 0.85



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38：公司 2023 年存货周转率为 13.32



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

5.2 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入端，考虑格局红利、渠道领先，主业东鹏特饮处于全国化加速阶段，同时包括补水啦、东鹏大咖在内的第二曲线渠道覆盖率仍较低，正在快速起量。给予2024/2025/2026年主营业务收入162.6/209.2/254.7亿元，同比+44.6%/28.7%/21.7%。

东鹏特饮：红牛仍身陷商标官司，短期内不会加大费用投放抢占市场，而其它企业与东鹏的差距较大，威胁较小，所以东鹏特饮的地位较稳固，费用投放率预计逐渐减少并趋于稳定。东鹏特饮产品势能强，渠道基础好，在加速全国化的过程中，份额仍有较大提升空间。考虑到当前生活节奏变快，能量饮料需求具备韧性，结合我们根据市场成熟度与人均消费渗透所做的测算，我们预计公司2024/2025/2026年东鹏特饮营收为140.57/172.90/209.21亿元，同比+36.0%/23.0%/21.0%，毛利率为47.0%/47.3%/47.50%。

其它饮料：公司的其它饮品包括运动饮料补水啦、即饮咖啡东鹏大咖、无糖茶乌龙上茶等。其中，补水啦所属的电解质水赛道高速增长，该单品可依托公司渠道优势和高性价比持续提升销量，但其它细分品类如茶饮和咖啡竞争激烈，当前增长稳健。综上，我们预计其它饮料2024/2025/2026年营收为22.07/36.33/45.49亿元，毛利率为27%/32%/36%。

表5：东鹏饮料收入拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
东鹏特饮						
收入	6,591.9	8,172	10,336	14,057	17,290	20,921
增速	42.34%	24.0%	26.5%	36.0%	23.0%	21.0%
占比	94.66%	96.24%	91.87%	86.43%	82.64%	82.14%
毛利	3,042.8	3,535.3	4,687.8	6,606.8	8,178.2	9,937.5
增速	43.08%	16.19%	32.60%	40.94%	23.79%	21.51%
毛利率	46.16%	43.26%	45.35%	47.00%	47.30%	47.50%
其它饮料						
收入	371.9	319	914	2,207	3,633	4,549
增速	22.19%	-14%	187%	141%	65%	25%
占比	5.34%	3.76%	8.13%	13.57%	17.36%	17.86%
毛利	48.4	54.5	157.8	595.8	1,162.7	1,637.8
增速	-84.12%	12.61%	189.73%	277.67%	95.14%	40.86%
毛利率	13.00%	17.07%	17.25%	27%	32%	36%
其中：						
能量饮料（加气、零糖等）	110	100	60	60.0	60	60
补水啦	-	-	420	1,350.0	2,500	3,000
无糖茶			25	130.0	200	400
大咖	30	100	150	200.0	220	240
其它（包装水、有糖茶、餐饮产品）	231.9	119.0	259.3	466.7	653.3	849.3
合计						
总营收	6,964	8,491	11,250	16,264	20,923	25,470
增速	41.09%	21.93%	32.49%	44.56%	28.65%	21.73%
毛利	3,091.2	3,589.8	4,845.5	7,202.6	9,340.9	11,575.2
增速	27.15%	16.13%	34.98%	48.64%	29.69%	23.92%
毛利率	44.39%	42.28%	43.07%	44.29%	44.64%	45.45%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

业绩端，考虑成本红利、生产和费用端的规模效应，及饮料新品爬坡过程中的盈利提升，我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润 32.2/41.9/53.1 亿元，同比+57.7%/30.4%/26.6%。

毛利率：今年以来 PET、白砂糖等主要原材料同比下降，是毛利率提升的主要驱动（2023Q3 白砂糖同比下降 14%，PET 公司在去年底低位锁价）；同时，公司东鹏特饮大单品加速全国化、补水啦爬坡过程中带来的规模效应，对毛利率亦有贡献。综合下，我们预计公司主营业务毛利率 2024/2025/2026 年分别为 44.3%/44.6%/45.5%。

销售费用率：饮料企业渠道竞争激烈，特别是 22 年全面放开后消费场景打开，行业竞争加剧，东鹏通过加投冰柜及生动化的终端陈列抢占市场，预计宣传推广费保持提升；考虑其它饮料新品推出后可以共享渠道、业务人员，我们预计其它费率项如职工薪酬、会议办公费、租赁费预计随着规模效应提升而降低。整体来看，我们预计 2024/2025/2026 年公司销售费率约 17.0%/16.7%/16.5%。

其它费用率：饮料行业规模效应较强，尤其是大单品收入高速爬坡的过程中，对费用的摊薄明显。东鹏饮料自上市以来，管理费用率自 2020 年 3.7%降至 2023 年 3.3%，我们预计 2024/2025/2026 年管理费用率分别为 3.0%/2.9%/2.9%。

表6：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11263	16281	20946	25498
营业成本	6412	9071	11595	13910
销售费用	1956	2769	3499	4210
管理费用	369	490	618	745
财务费用	2	(116)	(195)	(280)
营业利润	2588	4075	5312	6722
利润总额	2579	4066	5303	6713
归属于母公司净利润	2040	3216	4194	5309
EPS	5.10	6.18	8.07	10.21
ROE	32.3%	35.8%	37.1%	37.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 162.8/209.5/255.0 亿元，同比+44.6%/28.7%/21.7%，毛利率 44.3%/44.6%/45.5%，毛利 72.02/93.41/115.75 亿元，同比+48.6%/29.7%/23.9%。归属母公司净利润 32.16/41.94/53.09 亿元，增速分别为 57.7%/30.4%/26.6%。每股收益分别为 6.18/8.07/10.21 元。

5.3 盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表7: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	8,505	11,263	16,783	22,073	27,349
(+/-%)	21.9%	32.4%	49.0%	31.5%	23.9%
净利润(百万元)	1441	2040	4454	5918	7541
(+/-%)	20.8%	41.6%	118.4%	32.9%	27.4%
每股收益(元)	3.60	5.10	8.57	11.38	14.50
中性预测					
营业收入(百万元)	8,505	11,263	16,281	20,946	25,498
(+/-%)	21.9%	32.4%	44.6%	28.7%	21.7%
净利润(百万元)	1441	2040	3216	4194	5309
(+/-%)	20.8%	41.6%	57.7%	30.4%	26.6%
每股收益(元)	3.60	5.10	6.18	8.07	10.21
悲观预测					
营业收入(百万元)	8,505	11,263	15,780	19,849	23,731
(+/-%)	21.9%	32.4%	40.1%	25.8%	19.6%
净利润(百万元)	1441	2040	2097	2691	3412
(+/-%)	20.8%	41.6%	2.8%	28.3%	26.8%
每股收益(元)	3.60	5.10	4.03	5.17	6.56
总股本(百万股)	400	400	520	520	520

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：215.38–247.88 元

我们将公司分为可预测期（2025–2026 年）、过渡期（2027–2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2024–2026 年）：参考前述盈利预测拆解，162.8/209.5/255.0 亿元，同比+44.6%/28.7%/21.7%，毛利率 44.3%/44.6%/45.5%，毛利 72.02/93.41/115.75 亿元，同比+48.6%/29.7%/23.9%。归属母公司净利润 32.16/41.94/53.09 亿元，增速分别为 57.7%/30.4%/26.6%。每股收益分别为 6.18/8.07/10.21 元。

过渡期（2027–2033 年）：假设公司 2027–2033 年营收增速仍能保持在约 7–17% 增速水平且逐年收窄。

永续期（2034 年起）：中长期看，公司仍有一定的增长空间，第二增长曲线接力增长。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

表8: 公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	21.89%	32.42%	44.56%	28.65%	21.73%	17.26%	12.00%	10.00%	9.00%	8.00%	8.00%	7.00%
营业成本/营业收入	57.67%	56.93%	55.71%	55.36%	54.55%	54.50%	54.45%	54.40%	54.38%	54.36%	54.35%	54.34%
营业税金及附加/营业收入	1.09%	1.07%	1.07%	1.07%	1.08%	1.07%	1.08%	1.07%	1.08%	1.07%	1.08%	1.07%
销售费用/销售收入	17.04%	17.36%	17.01%	16.70%	16.51%	16.46%	16.41%	16.36%	16.34%	16.32%	16.30%	16.28%
管理费用/营业收入	3.00%	3.27%	2.91%	2.88%	2.86%	2.86%	2.85%	2.85%	2.84%	2.84%	2.83%	2.83%
研发费用/营业收入	0.51%	0.48%	0.45%	0.50%	0.50%	0.51%	0.50%	0.50%	0.49%	0.49%	0.48%	0.48%
所得税税率	21.54%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%	20.92%
股利分配比率	41.89%	39.76%	58.00%	58.00%	60.00%	60.00%	65.00%	65.00%	70.00%	70.00%	75.00%	75.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表9: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	20.92%
无风险利率	2.50%	Ka	9.00%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.04
公司股价 (元)	213.43	Ke	9.25%
发行在外股数 (百万)	520	E/(D+E)	95.32%
股票市值 (E, 百万元)	110986	D/(D+E)	4.68%
债务总额 (D, 百万元)	5449	WACC	8.95%
Kd	3.50%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1x; 无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.5%, 股票风险溢价率取 6.50%; 债务成本采用公司长期借款利率 3.5%; 由此计算出 WACC 为 8.95%。根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 215.38-247.88 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.3%	8.6%	8.95%	9.2%	9.5%
永续 增长 率变 化	2.8%	276.62	261.46	247.80	235.41	224.13
	2.5%	268.59	254.39	241.54	229.84	219.16
	2.3%	261.22	247.88	235.75	224.68	214.54
	2.0%	254.43	241.85	230.37	219.87	210.21
	1.8%	248.15	236.26	225.37	215.38	206.17
	1.5%	242.34	231.06	220.71	211.18	202.38
	1.3%	236.93	226.21	216.34	207.24	198.81

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：242.10–258.24 元

选取和公司较为相似的饮料行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。看好公司全国化扩张与新品的后续表现，增长动能有望持续释放，叠加规模效应持续显现、成本费用管控收效，公司盈利能力有望稳步向上。

参考可比公司 2024/2025 年平均 20x/18x PE（Wind 一致预期），考虑东鹏成长性、盈利能力均优于行业，高性价比定位契合当前消费环境，组织力领先执行力强，渠道广覆盖强管控，主业东鹏特饮仍处于加速全国化阶段，且第二曲线补水啦等单品景气成长。综合下，2024–2026 年业绩 $cagr43.4\%$ ，我们给予其 2025 年 30–32x PE，合理价格区间为 242.10–258.24 元，对应市值区间为 1256–1340 亿元，较当前股价有 10–17%溢价空间。

表10: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
605499.SH	东鹏饮料	优大于市	221.99	1,147	6.18	8.07	35.65	27.34
603156.SH	养元饮品	不适用	21.94	267	1.23	1.34	17.84	16.37
000848.SZ	承德露露	不适用	8.45	91	0.61	0.7	13.85	12.07
9633.HK	农夫山泉	不适用	29.45	3,080	1.13	1.31	26.06	22.48

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：养元饮品、承德露露、农夫山泉为 Wind 一致预测，截止 2024 年 10 月 28 日数据

投资建议

综合上述几个方面的估值，预计 2024–26 年归母净利润 32.16/41.94/53.09 亿元（+57.7%/30.4%/26.6%），EPS 分别为 6.18/8.07/10.21 元，对应当前股价 PE 分别为 36/27/22 倍。我们认为，公司作为能量饮料龙头，确定性与成长性兼具，在强组织力和渠道力加持下，新品不断破圈，中长期成长动能充足。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**大单品动销不及预期。**东鹏特饮占公司营收超过 90%，对公司业绩拉动至关重要。考虑到现有渗透率水平较高，省外市场提升空间在逐年缩小，单点产出有待提升。倘若产品动销不及预期，公司盈利能力或受到一定压制。
- 2、**行业竞争格局加剧。**目前能量饮料行业第一仍是红牛，拥有较强的品牌力。如果华彬红牛在官司胜诉后加大费用投放以夺回市场份额，或泰国红牛接手其业务，可能引发行业价格战。此外，其它企业如乐虎、中沃如果缩小经营范围，专注于北方强势市场，则可能对公司的全国化战略造成影响。
- 3、**多品类布局不及预期。**公司第二增长曲线尚不明晰。补水啦市场表现良好，但电解质水行业内农夫山泉、哇哈哈等巨头纷纷入局，导致行业竞争加剧，可能在未来削弱该产品性价比高的竞争力。另外，东鹏大咖、乌龙上茶和 VIVI 鸡尾酒等产品表现有待观察，营收规模都较小，暂无显著增长的趋势。

经营风险

- 1、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**公司实行“1+6”战略，频发新品，同时大量建设终端网点。而产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

- 1、**行业需求景气不及预期。**若未来蓝领阶层如网约车司机、快递员等人数接近饱和，或其他饮料替代明显，则整体需求可能出现下滑。
- 2、**主要原材料价格波动的风险。**如白砂糖和包装原材料的供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2158	6058	11166	15376	19185	营业收入	8505	11263	16281	20946	25498
应收款项	41	89	161	201	238	营业成本	4905	6412	9071	11595	13910
存货净额	394	569	746	953	1143	营业税金及附加	93	121	175	225	277
其他流动资产	961	395	163	209	255	销售费用	1449	1956	2769	3499	4210
流动资产合计	7246	8769	14035	18539	22621	管理费用	256	369	490	618	745
固定资产	2762	3301	3785	4121	4362	研发费用	44	54	73	105	127
无形资产及其他	357	485	469	453	438	财务费用	41	2	(116)	(195)	(280)
投资性房地产	1505	2155	3116	3988	4829	投资收益	70	142	142	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
资产总计	11870	14710	21404	27101	32249	其他收入	23	45	42	10	(13)
短期借款及交易性金融负债	3221	3029	5029	6529	7029	营业利润	1854	2588	4075	5312	6722
应付款项	651	915	1243	1588	1906	营业外净收支	(18)	(9)	(9)	(9)	(9)
其他流动负债	2834	4103	5541	7064	8482	利润总额	1836	2579	4066	5303	6713
流动负债合计	6706	8047	11813	15181	17417	所得税费用	395	540	851	1109	1404
长期借款及应付债券	0	220	420	370	390	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	100	119	185	235	283	归属于母公司净利润	1441	2040	3216	4194	5309
非流动负债合计	100	339	605	605	673	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	6805	8386	12418	15787	18090	净利润	1441	2040	3216	4194	5309
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	5064	6324	8986	11314	14159	折旧摊销	220	250	331	377	422
负债和股东权益总计	11870	14710	21404	27101	32249	公允价值变动损失	0	2	2	2	2
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	41	2	(116)	(195)	(280)
每股收益	3.60	5.10	6.18	8.07	10.21	营运资本变动	888	1245	1815	1625	1511
每股红利	1.51	2.03	3.59	4.68	6.13	其它	(523)	(255)	397	397	397
每股净资产	12.66	15.81	17.28	21.76	27.23	经营活动现金流	2026	3281	5761	6595	7641
ROIC	32.89%	29.81%	39%	60%	89%	资本开支	(793)	(918)	(800)	(700)	(650)
ROE	28.44%	32.26%	36%	37%	37%	其它投资现金流	(2543)	159	(1411)	(1270)	(1270)
毛利率	42%	43%	44.3%	45%	45%	投资活动现金流	(3336)	(758)	(2211)	(1970)	(1920)
EBIT Margin	21%	21%	23%	23%	24%	权益性融资	(15)	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	25%	25%	26%	长期贷款增加	(26)	220	200	(50)	20
收入增长	22%	32%	45%	29%	22%	支付股利、利息	(603)	(811)	(642)	(1865)	(2433)
净利润增长率	21%	42%	58%	30%	27%	其它融资现金流	2409	(467)	2000	1500	500
资产负债率	57%	57%	58%	58%	56%	融资活动现金流	1764	(1058)	1558	(415)	(1913)
股息率	0.7%	0.9%	2.1%	2.8%	3.6%	现金净变动	1138	3900	5108	4210	3809
P/E	61.2	43.2	35.7	27.3	21.6	货币资金的期初余额	1019	2158	6058	11166	15376
P/B	17.4	13.9	12.8	10.1	8.1	货币资金的期末余额	2158	6058	11166	15376	19185
EV/EBITDA	48.0	37.1	31.5	24.7	20.0	企业自由现金流	1695	2437	4275	5180	6210
						权益自由现金流	4708	2815	6567	6785	6951

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032