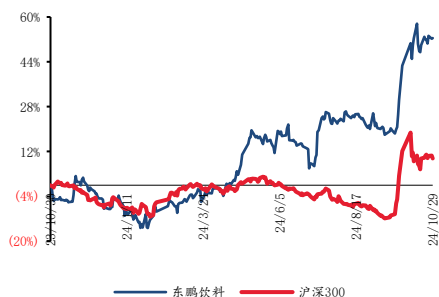


东鹏饮料(605499)
目标价: 284.62
昨收盘: 220.68

东鹏饮料: 百亿后乘势进击, 平台化公司雏形已现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	5.2/5.2
总市值/流通(亿元)	1,147.56/1,147.56
12个月内最高/最低价(元)	298.06/154.16

相关研究报告

- <<东鹏饮料: 百亿后乘势进击, 平台化公司雏形已现>>—2024-10-23
- <<东鹏饮料: 全国化势头正劲, Q2业绩超预期>>—2024-09-03
- <<东鹏饮料: 顺利实现开门红, 2024Q1收入超预期>>—2024-04-25

证券分析师: 郭梦婕

电话:
E-MAIL: guomj@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师: 肖依琳

电话:
E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523100003

报告摘要

能量饮料兼具高粘性与高景气度, 健康诉求及工作效率要求的提升带来消费人群及场景扩容。中国软饮料行业自2013年后进入平稳增长阶段, 2013-2023年销量CAGR为3.2%, 但其中不乏结构化机会频出, 能量饮料、运动饮料成为近十年其销量增长最快的两大子赛道, 2013-2023年销量CAGR分别为14.0%、7.5%。对标海外来看, 美、日两国软饮料均已迈入存量竞争阶段, 但能量饮料在两国均为销量增长领先的品类, 2013-2023年美国、日本能量饮料销量CAGR分别为5.5%、4.8%。海内外能量饮料的扩容均伴随着社会节奏的加快, 带来对健康功能性诉求以及工作效率要求的提升, 中国能量饮料的消费人群以及消费场景也有望在此因素推动下实现快速扩容。2023年中国能量饮料行业规模为575亿元, 对标海外来看未来行业或将扩容为千亿市场。

龙头内部桎梏难得破解, 后来者中东鹏饮料势能最强。中国能量饮料行业呈现一超多强格局, “一超”红牛由于内部商标官司事件影响, 给到第二梯队突围的绝佳机会, 2023年红牛品牌市占率为31.0%, 相比2016年下降29.0pct。后来者以东鹏饮料为代表, 2023年东鹏饮料市占率提升至24.7%, 相比2016年提升16.1pct。东鹏饮料成为增长势头最强的能量饮料品牌, 离不开内部前瞻、聚焦的战略布局以及高效的管理执行能力。渠道端, 公司已搭建完善的邮差商体系, 前瞻性布局数字化体系赋能渠道管理, 全国化扩张势头强劲。产品端, 高性价比定位、包装细节精妙把控, 与龙头差异化区分, 成功打造百亿体量大单品, 持续投入全国化供应链布局, 规模效应不断提升。品牌端, 作为能量饮料中鲜有重视品牌建设投入的企业, 掌握行之有效的营销方法论, 成为拥有大众知名度的民族能量饮料品牌。2023年公司东鹏特饮收入体量突破百亿, 拥有2981家经销商、超7万家邮差商以及340+万家有效终端网点, 2017-2023年公司收入CAGR为23%, 经销商数量以及终端网点数量CAGR为25%/36%, 增长势头强劲。

后百亿阶段如何看? 主业有望通过全国化扩张及人群拓展突破200亿大关, 新品类延伸、向平台化公司迈进。1) 东鹏特饮: 大单品目前正处于全国化快速扩张阶段, 对于未来大单品空间我们采取了两种方式进行测算, 方法一: 对标广东单点产出以及网点渗透率来测算, 未来公司大单品空间可达到155-245亿元。方法二: 基于白领、考学人群、新蓝领人群数量增加以及蓝领人群消费量逐步提升的共同推动下, 未来公司大单品空间可达到166-227亿元区间。2) 第二成长曲线: 借鉴美国能量饮料龙头Monster经验, 持续品类创新、维持年轻化品牌形象是龙头成功实现差异化突围的主因。公司布局“1+6”多品类战略, 逐步向平台化、年轻化公司转型, 目前公司电解质水单品“补水啦”快速起势, 抢先占据高景气赛道高点, 预计2024年公司“补水啦”收入有望突破10亿体量。电解质水满足日常解渴补水、运动后维持体验平衡的功效需求, 具备高粘性消费基因。对标美国、日本来看, 包含电解质水在内的运动饮料人均消费量均是能量饮料的1倍及以上体量, 中国渗透率提升空间十足。同时, 公司紧抓行业发展风向推出无糖茶、即饮咖啡等品类, 并推出油柑汁、椰子汁等新品布局餐饮渠道, 平台化公司初具雏形。

如何理解公司高估值定价? 参考海外, Monster在美国的市场份额由2000年的5%提升至2023年的44%, 依靠高性价比、借助可口可乐的强渠道推力实现差异化突围, 超过红牛成为行业第一。2012-2022年Monster收入、利润

CAGR 分别为 12%、13%，估值中枢稳定在 35-40X，2002-2007 年 Monster 收入及净利率提升最快的阶段 PE 一度突破 60X。再看海外饮料传统龙头可口可乐，2023 年可口可乐收入、利润体量达到 457.5/107.0 亿美元，2013-2023 年 CAGR 分别为-0.2%/+2.2%，当饮料龙头迈入稳态增长后估值中枢稳定在 20-25X。因此我们判断，对标海外来看东鹏尚处于全国化扩张、平台化未成型的阶段，未来成长潜力十足，有望享受更高估值溢价。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年实现收入 158/200/250 亿元，同比增长 40%/27%/24%，实现利润 30/39/50 亿元，同比增长 47%/30%/28%，对应 PE 为 38/29/23X。我们按照 2025 年业绩给 38 倍 PE，一年目标价 284.62 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；新品推广不及预期；网点开拓不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11,263	15,795	20,076	24,968
营业收入增长率(%)	32.42%	40.24%	27.11%	24.37%
归母净利（百万元）	2,040	3,002	3,893	4,980
净利润增长率(%)	41.60%	47.19%	29.68%	27.89%
摊薄每股收益（元）	5.10	5.77	7.49	9.58
市盈率（PE）	35.79	38.22	29.47	23.05

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1、能量饮料方兴未艾，消费人群及场景持续扩容	6
1.1 纵观海内外，能量饮料均是软饮料中的高景气成长性子赛道	6
1.2 功能性诉求以及工作效率要求的提升为核心驱动力	9
2、格局之辩，东鹏为什么可以突围？	11
2.1 行业格局：一超多强，东鹏饮料势能最强劲	11
2.2 东鹏饮料：高性价比定位差异化突围，渠道能力行业领先	14
2.2.1 前瞻性布局数字化体系赋能管理，渠道优势逐步扩大.....	14
2.2.2 价格定位高性价比，产品品质基础扎实.....	19
2.2.3 品牌已建立大众知名度，营销方法论执行有效.....	22
3、后百亿阶段如何看？主业稳扎稳打，向平台化公司迈进	23
3.1 迈入全国化快速扩张阶段，大单品有望突破 200 亿门槛.....	23
3.2 第二曲线势头正盛，向平台化公司迸发	25
3.2.1 电解质水：抢先占据高景气赛道高点，大单品经验有望成功复制至补水啦.....	27
3.2.2 无糖茶：行业进入成长爆发期，市场份额有望向头部品牌倾斜.....	31
3.2.3 即饮咖啡：咖啡饮用习惯加速培育中，东鹏大咖有望享受咖啡整体扩容红利.....	34
4、以 Monster 为鉴，如何看待公司高估值定价？	35
5、投资建议	36
6、风险提示	38

图表目录

图表 1: 13-23 年中国不同饮料品类量价复合增速	6
图表 2: 中国软饮料行业零售额变化	6
图表 3: 国内软饮料子赛道规模及主要大单品情况	6
图表 4: 美国软饮料行业零售额变化	7
图表 5: 日本软饮料行业零售额变化	7
图表 6: 13-23 年美国不同饮料品类量价复合增速	7
图表 7: 13-23 年日本不同饮料品类量价复合增速	7
图表 8: 95-11 年日本功能饮料增长情况	8
图表 9: 日本便利店柜台上功能饮料产品展示	8
图表 10: 当前中国人均 GDP 与 80 年代美日相当	9
图表 11: 1960-2020 年中国人口结构变化	9
图表 12: 1960-2020 年美国人口结构变化	9
图表 13: 1960-2020 年日本人口结构变化	9
图表 14: 国内就业周工作时间逐步增长	10
图表 15: 美团外卖骑手人数变化	10
图表 16: 中国能量饮料主要消费人群及消费场景逐步扩容	11
图表 17: 中国能量饮料行业销量市占率变化	12
图表 18: 2023 年能量饮料行业竞争格局	12
图表 19: 红牛诉讼官司事件复盘	13
图表 20: 市面现有红牛饮料分类	13
图表 21: 东鹏饮料与其他能量饮料品牌对比	14
图表 22: 公司与其他饮料企业渠道价差分配对比	15
图表 23: 公司终端网点数量及变化	15
图表 24: 公司精细化运营提升渠道覆盖效率	16
图表 25: 公司与其他饮料企业销售费用率对比	16
图表 26: 公司与其他饮料企业人均创收对比	16
图表 27: 公司精细化运营提升渠道覆盖效率	17
图表 28: 公司业务员端数字化端口展示	17
图表 29: 公司渠道端数字化端口展示	17
图表 30: 公司各区域收入占比变化	18
图表 31: 公司各区域收入增速变化	18
图表 32: 公司各区域经销商数量变化	18
图表 33: 公司各区域单个经销商体量 (万元)	18
图表 34: 公司分产品收入拆分	19
图表 35: 公司分产品收入增速对比	19
图表 36: 东鹏与其他品牌价格及产品内容物对比 (单瓶含量)	20
图表 37: 公司东鹏特饮系列主要产品	20
图表 38: 公司包装巧用展示	20
图表 39: 500ml 金瓶单位成本低于金罐 (元/吨)	21
图表 40: 公司规模效应持续提升	21
图表 41: 东鹏全国产能建设情况	21
图表 42: 公司主要原材料采购规模效应不断提升	21
图表 43: 公司与其他软饮料企业毛利率水平对比	21
图表 44: 公司广告赞助投放展示	22

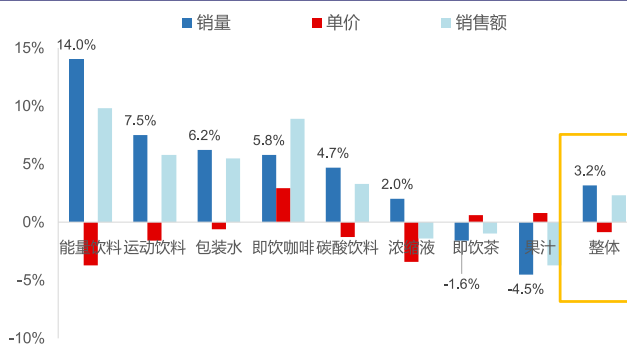
图表 45: 公司专案项目推广展示	22
图表 46: 全国各区域 GDP 总量及人均 GDP 情况	23
图表 47: 全国按区域划分后各区域饮料销量占比	23
图表 48: 公司东鹏特饮大单品空间核心假设及空间测算方法一	24
图表 49: 公司东鹏特饮大单品空间核心假设及空间测算方法二	25
图表 50: 美国能量饮料市占率变化	26
图表 51: Monster 产品矩阵展示	26
图表 52: 公司产品多元化布局历程	26
图表 53: 电解质水所属行业分类及其行业发展历史	27
图表 54: 中国运动饮料行业规模及增速	27
图表 55: 2023 年各国运动饮料与能量饮料人均消费量对比 (L)	27
图表 56: 美国运动饮料行业竞争格局变化	29
图表 57: 日本运动饮料行业竞争格局变化	29
图表 58: 中国电解质饮料行业规模及增速	29
图表 59: 中国电解质水主要消费场景	29
图表 60: 各品牌推出电解质饮料时间线	30
图表 61: 补水啦的主要场景定位	31
图表 62: 中国无糖茶饮料市场规模	32
图表 63: 日本茶饮料在软饮料整体占比持续提升	32
图表 64: 各国无糖茶饮料在即饮茶整体的占比	33
图表 65: 2024 年 4-5 月无糖即饮茶品牌市占率排名	33
图表 66: 国内无糖茶行业不同价格带主流参与品牌	33
图表 67: 东鹏饮料新推“鹏友上茶”系列无糖茶	33
图表 68: 2020 年各国人均咖啡消费量 (杯/年)	34
图表 69: 中国即饮咖啡行业零售额变化	34
图表 70: 即饮咖啡行业竞争格局变化	34
图表 71: 公司东鹏大咖产品展示	34
图表 72: Monster 收入利润情况	35
图表 73: Monster 不同阶段业绩及估值表现	35
图表 74: Monster 海内外收入占比变化	36
图表 75: Monster 与其他可比公司估值对比	36
图表 76: 东鹏饮料分业务收入预测表	37
图表 77: 可比公司盈利预测表	38

1、能量饮料方兴未艾，消费人群及场景持续扩容

1.1 纵观海内外，能量饮料均是软饮料中的高景气成长性子赛道

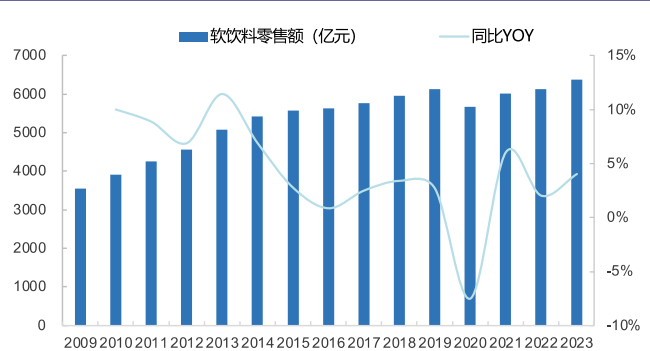
行业整体：软饮料行业进入平稳增长阶段，但具备结构化高景气度，其中能量饮料、运动饮料是软饮料中销量增长最快的子赛道。据欧睿数据，2023 年中国软饮料行业整体零售额为 6372.4 亿元，行业进入 2013 年后增速开始逐步放缓，进入平稳增长阶段，2009-2013 年软饮料零售额 CAGR 为 9.3%；2013-2023 年零售额 CAGR 为 2.3%，其中单价 CAGR 为 -0.8%，销量 CAGR 为 3.2%。行业虽然趋于稳增，但不乏结构化机会频出，分子品类看能量饮料、运动饮料、包装水、即饮咖啡 2013-2023 年销售额 CAGR 分别为 9.8%/5.8%/5.5%/8.9%，能量饮料与运动饮料销量增长更快，2013-2023 年 CAGR 分别为 14.0%/7.5%，即饮咖啡则单价提升拉动明显。

图表1：13-23 年中国不同饮料品类量价复合增速



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表2：中国软饮料行业零售额变化



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表3：国内软饮料子赛道规模及主要大单品情况

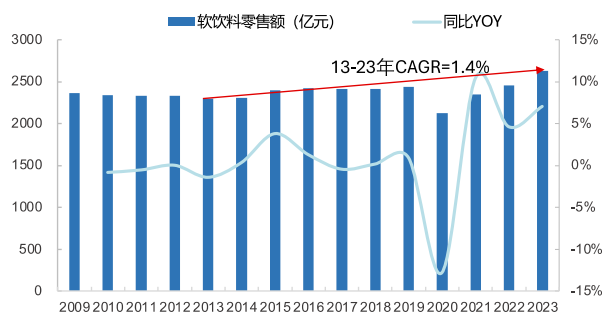
子赛道	市场规模 (亿元)	18-23年CAGR	CR3	大单品体量
包装水	2266.05	1.70%	37%	农夫 (203亿)、怡宝 (123亿)、百岁山 (50亿)
碳酸饮料	1256.55	6.00%	75%	可口可乐 (超200亿)、雪碧 (超200亿)、百事可乐 (150亿左右)
即饮茶	1190.25	-2.00%	66%	康师傅冰红茶 (超100亿)、东方树叶 (80亿左右)、统一阿萨姆奶茶 (76亿)
果汁	743.7	-4.70%	40.2%	美汁源 (超50亿)、康师傅每日C (超20亿)、汇源 (近20亿)
能量饮料	575.75	4.90%	68.90%	红牛 (近200亿)、东鹏特饮 (超100亿)、天丝红牛 (50亿)
运动饮料	155.5	4.70%	43.70%	脉动 (50亿)、元气森林电解质水 (35亿左右)、尖叫 (超20亿)
即饮咖啡	107.23	3.60%	71.30%	雀巢 (超20亿)
亚洲特色饮品	58.33	-10.80%	-	-

资料来源：欧睿，食品板，太平洋证券研究院

我们再看海外，美国、日本软饮料已迈入存量竞争时代，2013-2023 年美国软饮料零售额 CAGR 为 1.4%，日本软饮料零售额 CAGR 为-0.4%。但能量饮料在美国、日本均为销量增长领先的品类，2013-2023 年日本能量饮料销量 CAGR 为 4.8%，美国能量饮料销量 CAGR 为 5.5%，十年间两国能量饮料单价均有 1-2pct 下降。

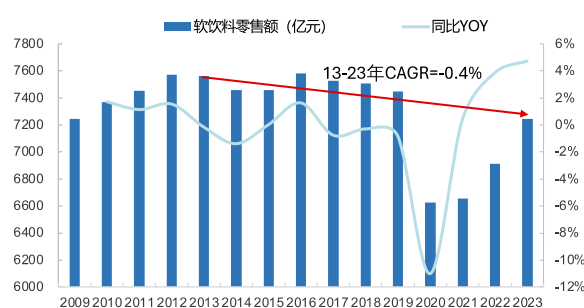
美国：消费者运动与健康习惯的养成为核心驱动因素。美国能量饮料销量增长排名领先，背后与消费者健康化消费习惯的养成，以及对保持精力充沛需求提升有关，能量饮料含有的咖啡因、牛磺酸、维生素 B 等成分适合需要长时间保持高强度、高集中度运动的人群。美国能量饮料的消费人群主要集中在 18-30+ 人群，相比其他地区，美国年轻人对运动赛事、娱乐活动的热爱更加明显，美国能量饮料的饮用场景也多集中在运动、娱乐活动中，如头部企业在夜店、酒吧、派对销售勾兑鸡尾酒的产品，赞助篮球、马拉松、F1 车队、滑雪、摩托车赛等运动赛事。类似属性的即饮咖啡在美国零售额增速排名饮料子赛道第一位，2013-2023 年即饮咖啡零售额 CAGR 为 8.5%。同时健康化趋势下消费者减少致胖三大元素“糖盐脂”中的糖分摄取，能量饮料、包装水、运动饮料代替部分碳酸饮料、果汁饮用，2013-2023 年美国碳酸饮料、果汁零售额 CAGR 分别为 0.4%/-0.8%，销量 CAGR 分别为-0.5%/-1.2%。

图表4：美国软饮料行业零售额变化



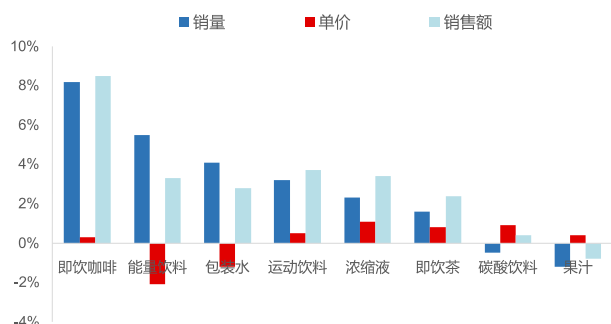
资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表5：日本软饮料行业零售额变化



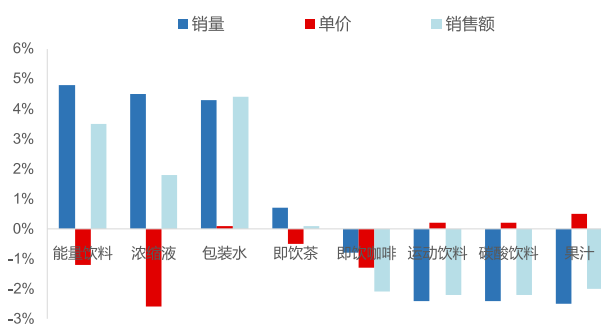
资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表6：13-23 年美国不同饮料品类量价复合增速



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

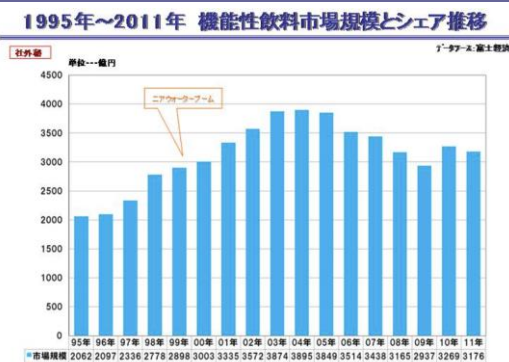
图表7：13-23 年日本不同饮料品类量价复合增速



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

日本：从内卷提神向功能养生需求转变，居民健康意识的提升促进能量饮料历久弥新。早期日本能量饮料的最大消费群体是上班族，经济高速发展的时代饮用能量饮料以长时间工作保证活力，即使在经济泡沫破灭后的 90 年代功能饮料仍然实现逆势增长。日本的功能饮料单品众多，功能丰富，更类似于营养补充剂，日本人口减少和老龄化趋势明显，加上退休年龄的延长，日本政府对居民健康生活坚持不懈倡导，头部能量饮料企业在场景培育上积极投入，消费者健康意识在不断提升，日本能量饮料的消费人群与消费场景也随不同的功能诉求而同步扩张。因此在日本饮料整体消费量增速下滑时能量饮料还可以保持个位数增长。

图表8：95-11 年日本功能饮料增长情况



资料来源：富士经济，新经销，太平洋证券研究院

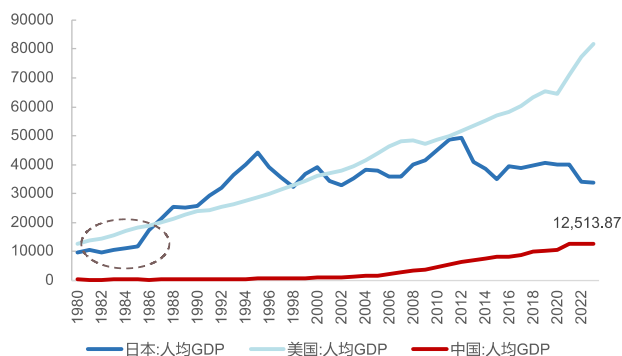
图表9：日本便利店柜台上功能饮料产品展示



资料来源：炼金实验室，太平洋证券研究院

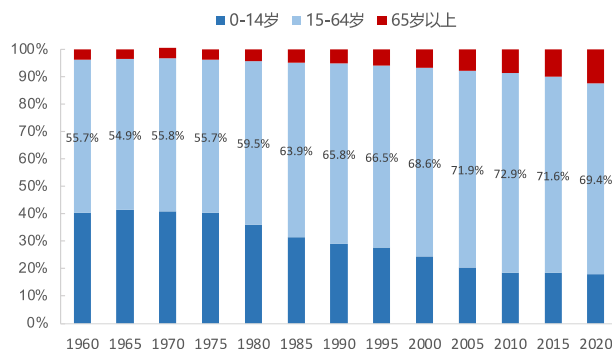
中国目前处于人口结构变化及人均收入水平快速提升的早期阶段，能量饮料消费量及消费人群均有较大提升空间。对标海外来看，中国在人口结构和经济发展趋势上与早年的美国、日本均有相似之处，2023 年中国人均 GDP 为 1.3 万美元，与上世纪 80 年代初的美国、以及 90 年代初的日本相当，同时中国与对应年代的各国人口结构亦有相似，2023 年中国 0-14 岁/15-64 岁/65 岁以上人口分别占比 16.8%/69.0%/14.3%，相比十年前分别-1.5/-3.4/+5.0pct。1980 年美国 0-14 岁/15-64 岁/65 岁以上人口分别占比 22.5%/66.3%/11.3%，相比十年前分别-5.8/+4.4/+1.2pct;1990 年日本 0-14 岁/15-64 岁/65 岁以上人口分别占比 17.9%/60.7%/12.4%，相比十年前分别-5.2/+2.1/+3.1pct。如上文所述，加班时间与工作时间的延长推动日本在 90 年代后能量饮料得到快速发展，据富士经济，日本 95-00 年能量饮料规模 CAGR 达 8%左右，是日本为数不多的正增长子赛道之一。美国能量饮料发展偏晚，红牛、monster 等头部公司大多在 90 年代推出能量饮料产品，但在美国生活节奏的加快的推动下能量饮料在推出后迅速迎来快速增长。

图表10：当前中国人均GDP与80年代美日相当



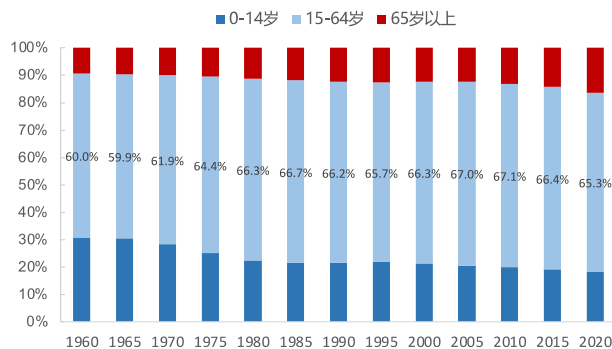
资料来源：IFIND，太平洋证券研究院

图表11：1960-2020年中国人口结构变化



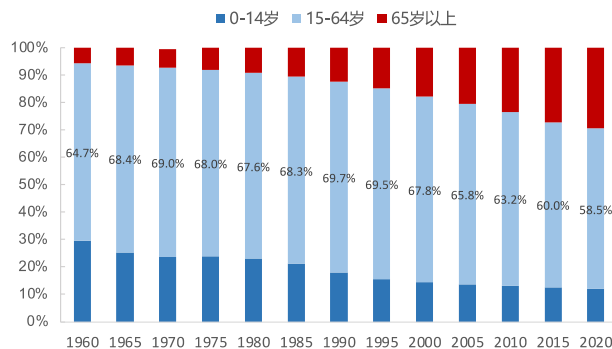
资料来源：IFIND，太平洋证券研究院

图表12：1960-2020年美国人口结构变化



资料来源：IFIND，太平洋证券研究院

图表13：1960-2020年日本人口结构变化



资料来源：IFIND，太平洋证券研究院

1.2 功能性诉求以及工作效率要求的提升为核心驱动力

中国能量饮料行业趋势研判：新生儿人口占比下滑、加上老龄人口占比增加，劳动力人口逐步下降而人均产出仍在增长，由此带来对工作效率要求的提升，是能量饮料快速发展的主要原因。早年中国能量饮料的兴起伴随着中国基建项目的快速增长，西部大开发、中部崛起等，公路、铁路建设、运输的持续攀升，大量蓝领劳动人口涌入。泰国红牛在创立之初也恰好遇上了该国工业高速发展的黄金年代，整体经济结构逐步过渡为出口导向型，80年代的出口年增长高达24%，经济年增长也在10%左右。红牛除了产品提神和补充体力的功能与体力劳动者的需求高度吻合，其定价亦较为亲民（10泰铢/150ML，当时其消费人群的收入约为5000-10000泰铢/月，可以负担每天购买1-2瓶），因此红牛的出现很快得到当地码头工人、制造业劳工等群体的追捧。随中国人口结构变化以及人均收入水平逐步提升，居民健康化意识在持续增强，灵活就业以及加班内卷趋势也愈发明显。同时，中国开始出现90年代日本M型社会发展雏形趋势，对产品尝新

愿意支付的额外溢价减少，消费回归理性，饮料需求回归到物美价廉、更具备食品质量安全保障的头部品牌。

一、消费者健康意识的增强带动对产品本身功能诉求的提升，泛功能化场景延伸

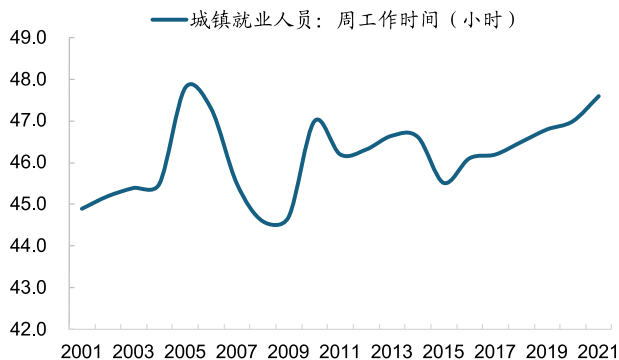
随着人均 GDP 的提升，消费者对健康的重视度也在不断提升，更重视产品品质与功能价值。中国软饮料行业赛道中更健康、具备（补水、提神等）功能的包装水、运动饮料、能量饮料得到快速发展，2013-2023 年 CAGR 分别为 9.8%/5.8%/5.5%，排名软饮料子行业规模复合增长最快的前三位。同时近些年国内无糖茶、椰子水、电解质水等天然、无添加剂的健康、轻口味型饮料实现快速增长，其中以无糖茶为代表，2022 年无糖茶行业规模达 72 亿元，2017 年-2022 年规模 CAGR 达 33%，同期国内即饮茶行业规模 CAGR 仅为 -1.2%。消费者对饮料由单纯的口味、口感享受，转变为健康、轻体、少添加等带有功能特点的需求。

能量饮料的定义也在逐步拓宽，不单局限于提神抗疲劳用途。典型如日本，日本的能量饮料不仅只有单一的提神抗疲劳贡献，同时含有补充体力、预防蛋白质分解肌肉流失、修复疲劳神经、缓解痛经、补充铁元素美白等各种功能特性。能量饮料的消费人群随功能诉求的拓宽而随之扩张，从以往以男性、年轻消费者逐步向女性、青少年、老年人等群体扩张。

二、国民工作效率要求提升，灵活就业人口增加，抗疲劳诉求的核心消费群体逐步打开

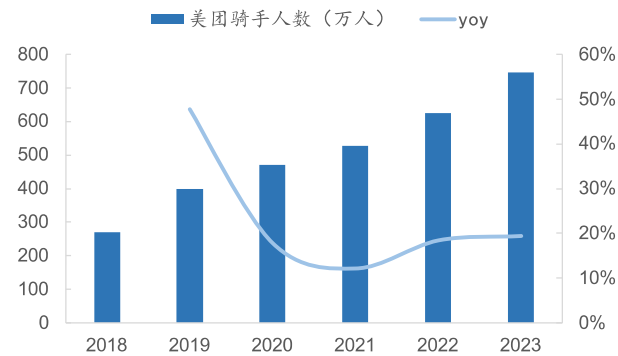
从国家统计局数据来看，我国就业人员周工作时间、工作强度呈现逐步上升趋势，加班、升学压力不断攀升。同时，中国灵活用工的劳动者超过了 2 亿人，其中外卖骑手数量已经超过 770 万人，且有不断上涨的趋势。美团平台的数据显示，2023 年美团骑手总数达到 745 万人，2018-2023 年骑手人数 CAGR 为 22.5%，加上饿了么等其他平台，国内的外卖员总数已经超过了 1000 万人。2023H1 中国网约车平台注册司机总数已经超过 1 亿，据中国网约车分会统计，2023 年网约车驾驶证件数相比 2021 年增长 5 倍，93.8% 的专职网约车司机每天工作时长在 8 小时以上，其中，工作 12 小时及以上的专职网约车司机比例高达 46.5%。同时 2021 年中国快递从业人员总数约 490 万。包括外卖骑手、网约车司机等在内的灵活就业岗位多需要倒夜班、高体力输出，契合能量饮料所能满足的提神充能特点，因此能量饮料的核心人群由过去的蓝领逐步向灵活就业人员、加班及升学压力较大的白领、学生人群扩张。

图表14：国内就业周工作时间逐步增长



资料来源：IFIND，太平洋证券研究院

图表15：美团外卖骑手人数变化



资料来源：美团企业社会责任报告，太平洋证券研究院

图表16：中国能量饮料主要消费人群及消费场景逐步扩容



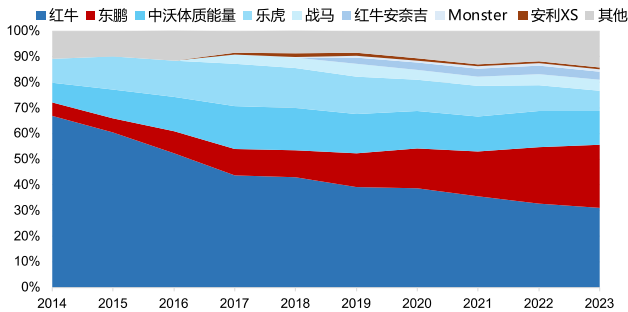
资料来源：Questmobile，太平洋证券研究院

2、格局之辩，东鹏为什么可以突围？

2.1 行业格局：一超多强，东鹏饮料势能最强劲

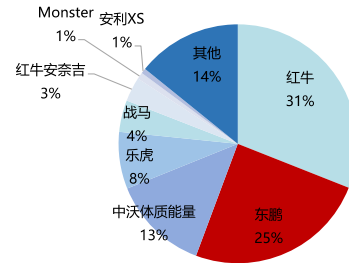
华彬与天丝红牛商标官司缠身，给第二梯队突围提供绝佳机会。中国能量饮料行业呈现一超多强格局，据欧睿统计，2023年能量饮料行业CR3为68.9%，其中红牛品牌市占率为31.0%，居行业第一，2016年前红牛市占率超60%，自商标官司事件后市场份额逐年下滑。第二梯队品牌以东鹏为代表，其余品牌包括中沃的体质能量，以及达利集团旗下的乐虎，东鹏、乐虎、体质能量市占率分别为24.7%、13.2%、7.7%。2016年后第二梯队品牌抓住龙头官司事情影响的窗口期，短期份额均有明显上升，2017年东鹏市占率仅10.3%位居行业第四，至2023年市占率提升13.4pct至24.7%，体质能量和乐虎的市占率则从2017年的16.7%/16.6%下降至2023年的13.2%/7.7%。

图表17：中国能量饮料行业销量市占率变化



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表18：2023年能量饮料行业竞争格局

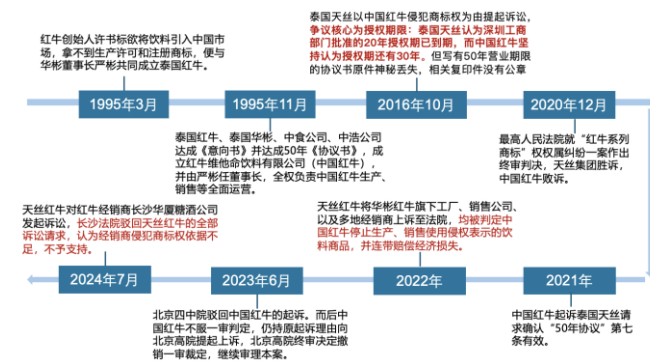


资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

龙头红牛发展受限：“红牛之争”鏖战近8年，诉讼双方僵持不下，红牛战力受损严重。 1975年泰国天丝制药创始人许书标创立了红牛品牌，1979年推出功能性饮料品牌红牛，配方与力保健类似，但同时加入咖啡因以提神、改进口味。80年代许书标与奥地利商人成立公司 Red bull，把红牛饮料引入至欧洲市场。1995年，许书标与中国华彬创始人严彬合作，将泰国红牛引入中国，而后红牛成为中国功能饮料龙头，市场份额一度超过80%。直到2012年许书标去世、其子女接任后，于2016年对商标的经销权协议表示异议。华彬红牛坚称，双方曾签署了一份协议，约定了50年的合作期限，直至2045年到期。而许书标的子女代表泰国天丝则主张，50年的协议书系伪造，坚持认为根据工商注册规定，中外合资企业的经营期限仅20年，由于协议书签字人许书标已经去世，泰国天丝始终否认协议书的真实性，并且多次将红牛旗下工厂、销售公司、供应商、经销商诉讼至法院，要求其停止生产、销售红牛相关产品，累计判赔金额已近6亿元，并将自身红牛产品交由百威及养元饮品，分别抢占中国南方、北方市场。

目前天丝红牛对华彬红牛的限制在于：1) 限制华彬红牛生产、销售，致其品牌及市场投入严重被弱化。在双方诉讼过程中，华彬红牛被禁止投放“红牛广告”，天丝红牛将销售华彬红牛的部分商超、连锁超市诉至法院，京东、天猫、中石油、中石化、沃尔玛等渠道全面下架华彬红牛产品，以及部分经销商被迫退出华彬红牛代理经营，对此华彬红牛也逐步减少在市场端的投入。由于市场费用投放的减少，红牛经销商的库存及资金周转压力较大，本身利润偏薄、高周转的大通路产品利润被逐渐压缩，经销商代理意愿受到扰动，出现大商转换代理品牌的现象。**2) 推出相似产品抢占市场份额。**天丝红牛同步在中国市场推出添加西洋参提取物、口味更重的“红牛安耐吉”，以及风味与华彬红牛主打产品非常接近的“红牛维生素风味饮料”抢占市场份额。除了产品口味相似以外，外包装也与华彬红牛的产品高度相似，消费者难以辨别。目前主流红牛产品中“红牛维生素风味饮料”市占率为10%左右，“红牛安耐吉”市占率在5%左右。**3) 价格竞争。**天丝红牛设置比华彬红牛更低的经销商进货价，并提升对经销商的进货返利鼓励其降低出货价、抢占终端，但由于品牌定位问题，双方在价格竞争上留有余地。目前双方就利益分配、商标授权期限问题未达成一致意见，双方坚持诉讼到底，未来纠纷将有可能进入长期拉锯阶段。

图表19：红牛诉讼官司事件复盘



资料来源：华进知识产权，e公司，太平洋证券研究院

图表20：市面现有红牛饮料分类

公司名称	产品名称	图片	规格	牛磺酸含量及标志	市面占比	价格
华彬集团	红牛维生素功能饮料		250ml	125mg 有保健食品标志	85%左右	5元
	红牛维生素功能饮料（牛磺酸强化型）		250ml	925mg 有保健食品标志	/	5.5元
天丝集团	红牛维生素牛磺酸饮料（安奈吉饮料）		250ml	375mg 有保健食品标志	5%	4.5-5元
	红牛维生素风味饮料		250ml	137.5mg	10%	4.3元
	红牛维生素能量饮料		325ml	152.75mg	/	6元
	红牛能量饮料		400ml	200mg	/	6-7元
奥地利红牛	红牛牛磺酸B族维生素饮料		250ml	800mg 有保健食品标志	/	9-10元
	红牛劲能风味饮料（低糖）		250ml	125mg	/	10元

资料来源：天猫，养元饮品，新零售，太平洋证券研究院

第二梯队品牌：1) 乐虎：达利集团旗下品牌，在乐虎的渠道建设投入、战略资源分配上均有不足。达利集团拥有“达利园”、“可比克”、“好吃点”、“豆本豆”、“美焙辰”、“乐虎”、“和其正”7个销售规模超10亿的品牌，2013年达利推出乐虎进入能量饮料赛道，借助达利原有的销售网络助推乐虎迅速成长，推出的第二年实现近8亿销售额，2018年乐虎突破30亿元，跻身能量饮料第二梯队。乐虎采取高性价比的产品定位主攻低线城市，由于业务板块众多，且乐虎在公司七大品牌中销售规模排名靠后，乐虎在能量饮料业务的产品创新上多以跟随为主，品牌资源投入上也略显不足，渠道利润相比同一梯队品牌较单薄。同时达利既有渠道更多为传统休闲食品渠道，并不能完全协同复用至能量饮料中。据欧睿数据，乐虎市占率由2017年的16.6%下滑至2023年的7.7%。

2) 中沃体质能量：聚焦北方下线市场，品牌投入方式偏传统，渠道建设较粗放。1999年中沃切入能量饮料赛道，2011年开始主推体质能量品牌。作为河南起家的企业，体质能量在北方的华北、西北、东北、苏北等地销售基础较强，铺市率接近90%，由于其产品定位高性价比，以4-5元/600ml的大规格产品为主，尤以北方乡镇市场优势更明显，同时公司给到渠道利润相对于其他能量饮料品牌更加丰厚。但相比头部企业来看，体质能量还有一定差距，一方面体质能量主要市场聚集在郊区地区，费用投入更多在陈列铺市上，品牌建设投入更传统，多与篮球运动进行营销绑定，因此在北方强势地区以外的招商扩张能力相对偏薄弱，且公司采取大经销商模式，渠道业务人员相对较少；另一方面中沃拥有功能饮品、健康水饮、咖啡能力、果味茶饮、果粒果汁、蛋白乳饮6个系列、60余产品，其中功能饮品的单品达21个，产品SKU较多。

图表21：东鹏饮料与其他能量饮料品牌对比

	红牛 (华彬/天丝)	东鹏饮料	乐虎 (达利集团)	体质能量 (中沃实业)	战马 (华彬)
2023 年体量	华彬 200 亿+ (2022 年 215 亿) 天丝 40 亿+	103 亿	30 亿左右	50 亿+	10 亿+
单品零售价	5 元/250ml	4 元/500ml	5.4 元/500ml	4 元/600ml	5 元/310ml
网点数量	400+万	370 万	100+万	100+万	400+万
品牌定位	能量饮料开创者	民族功能饮料品牌， 极致性价比	专业功能饮料	专注植物能量，专注 活力旺盛	专注于为年轻人 点燃战力的 能量饮料
渠道策略	“市场无盲点，逢店必 进”，稳定两广市场， 全国 5 大区域销售总 部	因地制宜模式，精耕 两广、华东等成熟地 区，采取邮差商模式 深入开发、维护终 端；成长市场采取大 流通模式	针对学校、车站、运 动场馆、娱乐场所、 办公场所、新兴场所 六大重要消费场景进 行终端销售网点精耕	以低线地区的传统渠 道为主：深耕河南、 江苏和安徽县、乡、 镇低线地区传统渠 道，以较低的价格切 入市场。	紧跟红牛，红 牛终端为战马 所用
营销推广	高举高打，深度捆绑 体育运动，切入司机 人群；官司后主要以 线上广告为主	空中广告，体育赛事 赞助；一元乐享红 包；赞助电竞比赛； 影视电视推广等	线上及线下广告投 放、赞助体育及电竞 活动、热门影视综 艺、大学校园活动等	空中广告，篮球体育 营销，国际蓝联官方 能量饮料	围绕体育、电 竞、酷乐潮玩 等领域，向年 轻人传递了潮 酷的品牌形象
渠道利润	12%	20%	5%	25%	/

资料来源：公司公告，合一研究，京东，《广州红牛营销渠道冲突管理研究》，太平洋证券研究院

东鹏后来者居上，跃居行业第二。能量饮料行业产品差异化程度相对不高，产品品质是发展的基础保障，而行业核心壁垒在于拥有强大的渠道执行力、优秀的终端管控能力、以及较高的品牌认知度。从能量饮料行业竞争格局的演变来看，红牛基本占据了 5 元以上/250ml 罐装价格带的主导位置，原第二梯队的东鹏、乐虎、体质能量均选择差异化高性价比的中低端定位突围。而在 2016 年红牛经历官司事件后，仅东鹏抓住了红牛之争给到第二梯队品牌的市场份额红利，2017 年东鹏市占率为 10.3%，位居行业第四，至 2023 年成功逆袭到市占率第二位置，成为承接龙头市占率的最大赢家。成功突围的背后除了能量饮料消费人群扩张、行业竞争格局变化给到的红利以外，与公司渠道强管控力、执行力，内部上下齐心的凝聚力以及供应链管控能力息息相关，同时公司持续投入品牌广告宣传以及一元乐享消费者活动，强化品牌认知、提升品牌调性的同时不断培育新消费群体，是公司近些年全国化势能强劲发展的重要因素。下文将进一步对东鹏成功突围的原因进行详细分析。

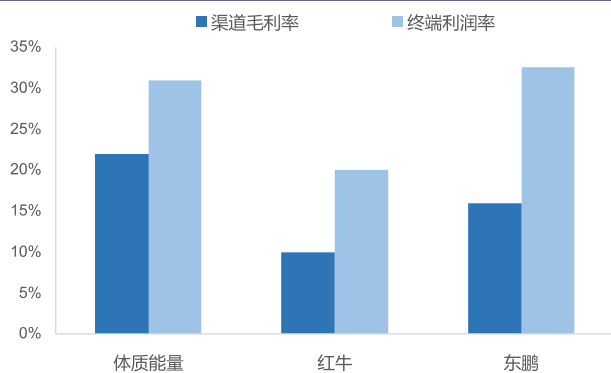
2.2 东鹏饮料：高性价比定位差异化突围，渠道能力行业领先

2.2.1 前瞻性布局数字化体系赋能管理，渠道优势逐步扩大

邮差商体系构建完善，精细化管理模式直控终端，为全国化扩张打下坚实基础。以往东鹏渠道以大经销商管理模式为主，对终端的管控较为粗放，2018 年底开始公司在渠道精细化体系搭建方面进行了系列升级措施。

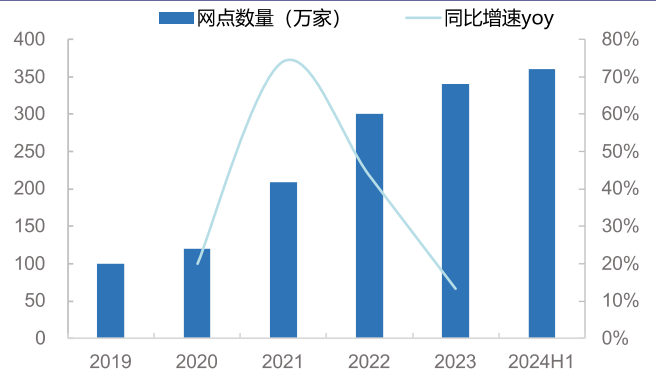
- 1) **拥有经销商+邮差/批发商的深度分销网络，渠道覆盖高效。**邮差商在批发商的职能之上增加了服务能力，公司与邮差商签订三方合同并给其专供价格、提供专属费用支持，经销商分一半利润给到邮差商，激励邮差商利用自身在当地网点及客情资源，帮助与公司加速网点开拓，并且可分担经销商部分资金、仓储压力、维护终端客情关系。邮差商在旺季以及经销商难以覆盖的区域起到很大作用，并实现厂家直控终端的效果。引入邮差商后经销商单箱利润减少，但库存周转更快，每月利润绝对值相比过往增加，即使如此公司整体渠道价值链盈利水平仍位于行业领先水平。截止 2023 年底公司已拥有 340+万个终端网点，拥有邮差及批发商超过 7 万家。
- 2) **组织激励充分，考核机制完善，人员积极性高。**2018 年公司进行阿米巴体系改革，员工达成目标后节省的费用部门分配，超额完成目标部分设置超量奖激励员工；2021 年将超额目标总量考核升级为达成率考核，充分激励到薄弱地区销售人员，因此公司的销售费用获得有效节约的同时人均创收水平维持在行业靠前位置。2023 年销售费用率相比 2017 年下降 11.6pct 至 17.4%，均低于农夫、康师傅、统一、伊利等饮料龙头企业，而从人均创收来看，2023 年公司人均创收 119 万元，对比其他饮料龙头仍处于较高水平。同时，公司通过鹏讯通细化销售人员的路线任务，包括拜访客户动作、频次、路线等，及时跟踪流通渠道库存情况、产品铺市及终端陈列效果。公司根据过程动作打分，与薪酬挂钩并进行充分激励。

图表22：公司与其他饮料企业渠道价差分配对比



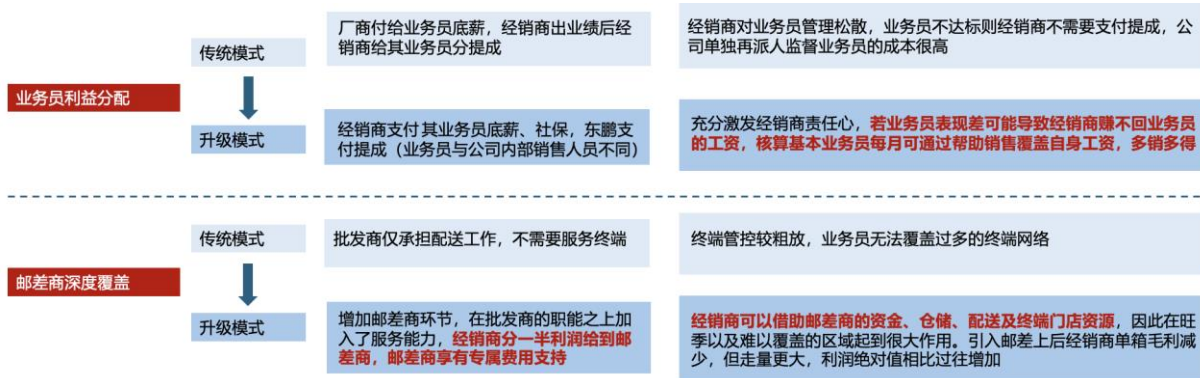
资料来源：各公司公告，《糖烟酒周刊》，太平洋证券研究院

图表23：公司终端网点数量及变化



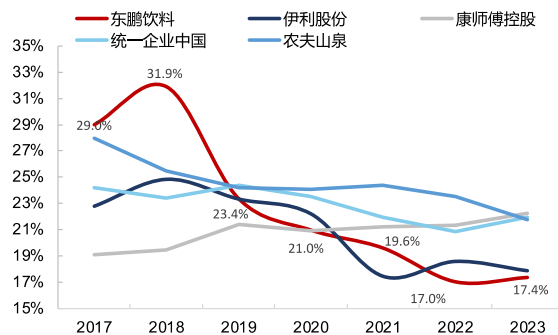
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表24：公司精细化运营提升渠道覆盖效率



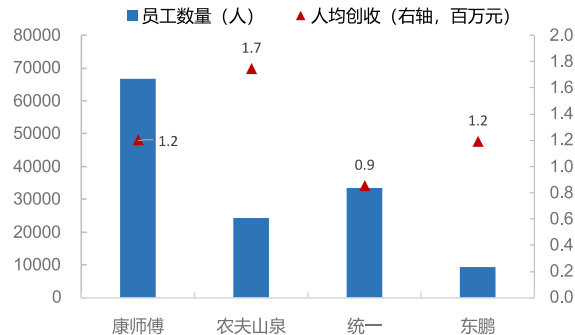
资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券研究院

图表25：公司与其他饮料企业销售费用率对比



资料来源：各公司公告，IFIND，太平洋证券研究院

图表26：公司与其他饮料企业人均创收对比



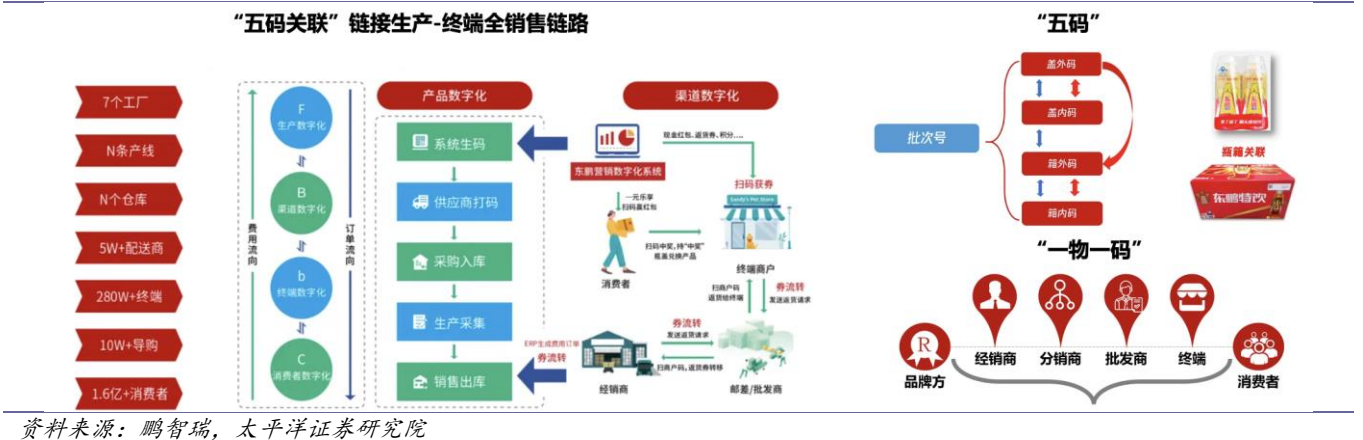
资料来源：各公司公告，IFIND，太平洋证券研究院

率先行业布局数字化管理体系解决运营痛点，营销决策的准确性及效率保持领先。饮料行业属于渠道链条长的深度分销行业，且终端网点数量庞大，渠道需经过厂家-经销商-分销商-批发商-终端多道环节，导致厂家难以掌控各环节库存、终端实际动销情况。东鹏为解决全链条管理问题、直接接触达消费终端，率先行业进行数字化改革，2015年开始公司先后引入“一物一码”和“五码关联”技术搭建渠道数字化体系。通过“一元乐享”活动结合BC关联返利，完成经销商-邮差/批发商-终端门店-消费者全链路打通，提升终端门店分销意愿以及消费者复购意愿。

具体来看，“一物一码”和“五码关联”技术是如何有效拉动动销的？1) 第一步：2C端消费者赢红包获利，促进复购、获取消费者购买行为及偏好信息。2015年东鹏率先快消品行业引入“一物一码”技术，公司通过“一物一码”技术推出“扫码赢红包”活动，将红包直接发送至终端用户，减少中间不必要环节，实现与消费者的直接握手，消费者直接扫码后为公司提供实际开瓶数据、消费者购买偏好，推出后一年内公司终端销量实现40%-50%的爆发式增长。2) 第二步：打通BC一体化，借力终端门店进一步推动消费者扫码开瓶。2016年公司推出箱码鼓励终端扫码获红包以激励进货积极性，2018年开启“一元乐享”活动，通过箱码返利终端，但由于核销环节还

需要人工处理导致效率低下，公司引入更高级别的数字化技术——“五码关联”，“五码”包括盖内码、盖外码、箱内码、箱外码、垛码，“五码关联”技术帮助公司实现“瓶箱关联”，消费者购买公司产品开盖后无需扫码，给门店老板1元即可再得一瓶产品，而门店老板可获得这1元以外还可获得消费者扫码激活到的“商户红包”，累计核销到一定瓶盖数量可兑换饮料，箱码的积分可以兑换礼品。终端店主为获得更多推荐奖励后，主动推荐消费者购买、扫码，据鹏智瑞数据，纯消费者扫码营销的扫码率为20%-50%，有BC关联返利的扫码率可在此基础上显著提升。此外，公司通过“五码关联”技术打通了从生产、仓库、流通、终端到消费者链路上的各个环节，实时了解渠道及终端的库存库龄，终端的动销情况与消费者的反馈，为适时调整市场策略提供精准的决策支持。公司借助扫码已经链接约3000家经销商、340万终端商户以及1.9亿消费者。

图表27：公司精细化运营提升渠道覆盖效率



资料来源：鹏智瑞，太平洋证券研究院

图表28：公司业务员端数字化端口展示



资料来源：鹏智瑞，太平洋证券研究院

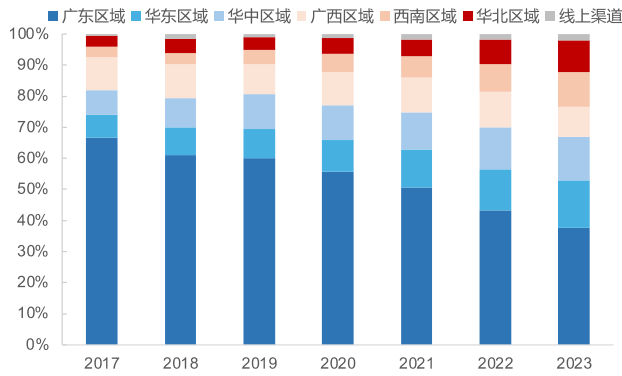
图表29：公司渠道端数字化端口展示



资料来源：鹏智瑞，太平洋证券研究院

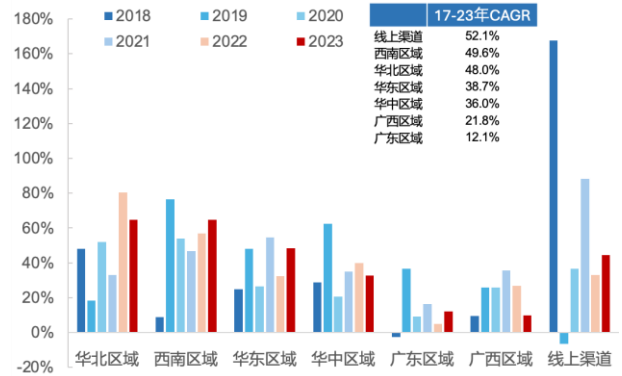
在精细化的渠道管理体系以及优秀的渠道掌控力下，公司全国化扩张势头强劲。过去公司的强势区域主要集中在两广地区，为打开省外市场，公司在2018年、2019年先后引进原加多宝北方市场负责人卢富义以及原加多宝全国推广总监吴兴海进入公司，卢总与吴总均有北方销售经历，熟悉罐装产品运营推广。同时，公司省外生产基地相继投产，在公司精耕细作的渠道策略以及数字化体系助力下，公司省外市场收入占比持续提升，全国化扩张提速推进。2023年省外市场占比62.4%，相比2017年省外市场占比提升29pct，其中华东、华中、广西为精耕模式下的核心市场，2023年占比分别为13.5%/12.4%/8.7%，而大流通模式下的西南、华北（含北方）潜力市场收入增长最快，2017-2023年收入CAGR分别为49.6%、48.0%。

图表30：公司各区域收入占比变化



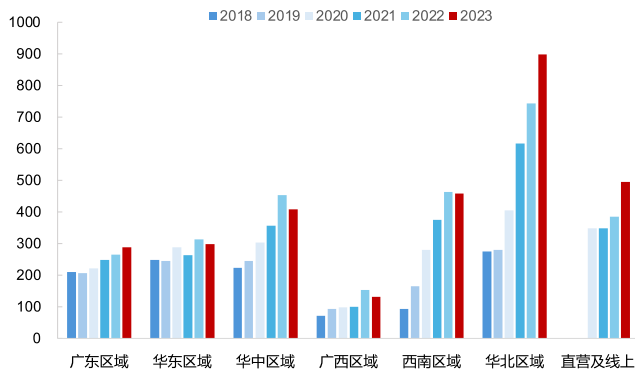
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表31：公司各区域收入增速变化



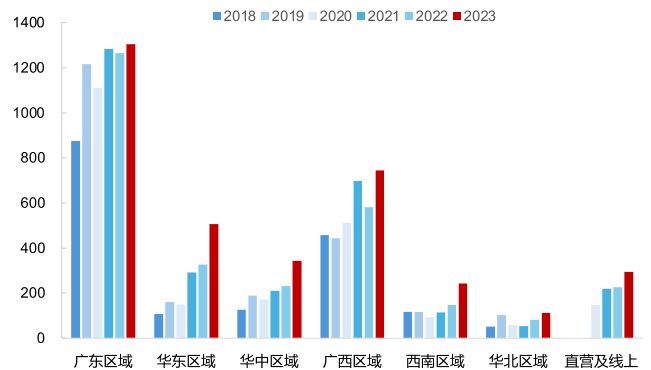
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表32：公司各区域经销商数量变化



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表33：公司各区域单个经销商体量（万元）

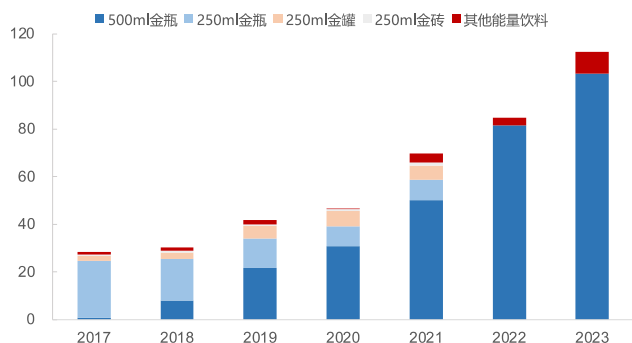


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2.2.2 价格定位高性价比，产品品质基础扎实

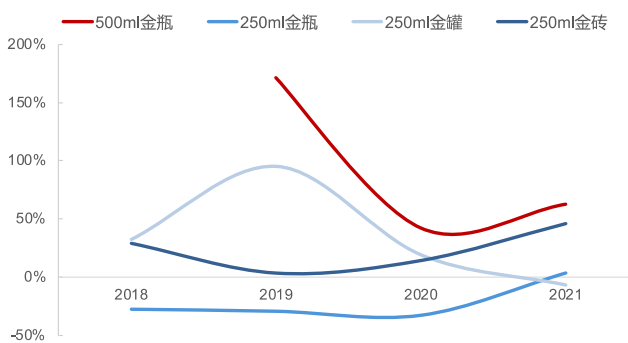
成功打造 500ml 金瓶为近 100 亿体量产品，大单品驱动增长。拆分公司产品结构来看，公司以东鹏特饮销售为主，2023 年特饮收入达到 93.0 亿元，其中 500ml 金瓶特饮占比 90% 以上。2018 年以前公司主打 250ml 金瓶，价格比红牛 250ml 金罐低 2-3 元左右，但由于红牛已经牢牢占据 250ml 小包装产品市场，250ml 金瓶表现平平，东鹏的核心消费者以蓝领居多，小包装产品中咖啡因、牛磺酸等含量并不能充分满足其熬夜提神、补充体力的需求。公司为满足核心用户需求，2017 年推出 5 元高性价比、双重瓶盖（防尘可当烟灰缸）的 500ml 大金瓶，2018 年开启全国化推广后 500ml 金瓶获得高速增长，2017 年 500ml 金瓶在华东、华北试销实现收入 0.6 亿元，推出一年后收入提升至 8.0 亿元，至 2021 年 500ml 金瓶收入达 50.2 亿元，2018-2021 年收入 CAGR 为 84.6%。

图表34：公司分产品收入拆分



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院（2022-2023 年 500ml 金瓶中包含 4 种规格产品的总收入）

图表35：公司分产品收入增速对比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

产品思路清晰，定位取胜：产品定位高质高性价比，把控瓶装+“防尘盖”包装细节，大单品获得差异化突围机会。回顾公司 500ml 金瓶的成功原因，背后是公司对其产品主要受众群体以及市场需求的精准把控。**1) 定位高质高性价比：**公司 500ml 金瓶零售价为 5 元，相比红牛 250ml 金罐经典大单品单瓶便宜 1 元，但单瓶容量增加 1 倍。同时单瓶主要内容物含量来看，每瓶红牛含牛磺酸 125mg、咖啡因 50mg、肌醇 50mg，每瓶东鹏含牛磺酸 250mg、咖啡因 100mg、肌醇 100mg，相比提神、补充体力的效果来看东鹏 500ml 金瓶会优于红牛 250ml 红罐，而能量饮料功能效果需求大于口感口味需求，大容量、高性价比、强功效的东鹏 500ml 金瓶更能满足长时间工作的蓝领人群需求。**2) 把控瓶装+“防尘盖”包装细节：**公司的主要受众群体中蓝领工人、司机、新蓝领人群占据绝大部分，开车、建筑作业、送快递/外卖等场景大多在户外，对此公司在 2009 年首创带有“防尘盖”的 PET 塑料瓶包装，满足核心消费人群对产品方便卫生、轻便易携的需求，也解决了开车颠簸而在洒到身上痛点，同时还有不少司机用瓶盖来放置烟灰，一物两用。

图表36：东鹏与其他品牌价格及产品内容物对比（单瓶含量）

	规格	价格	蓝帽子	牛磺酸	咖啡因	肌醇	赖氨酸	烟酰胺	维生素	其他
红牛(维生素功能饮料)	250ml	5~6元	有	125mg	50mg	50mg	50mg	10mg	B6、B16	/
红牛(功能饮料牛磺酸版)	250ml	5~6元	有	925mg	32.5mg	42.5mg	40mg	8.8mg	B6、B16	/
红牛(安奈吉)	250ml	5元左右	有	375mg	37.5mg	20mg	/	7.5mg	B6	泛酸 1.5mg, 总皂苷 2.5mg
奥地利红牛	250ml	12元左右	有	800mg	40mg	40mg	/	7.8mg	B6、B16	泛酸 0.5mg
东鹏 500ML 金瓶	500ml	3.5-4元	有	250mg	100mg	100mg	100mg	/	B6、B16、PP	/
东鹏 250ML 金罐	250ml	4元左右	有	125mg	50mg	50mg	50mg	/	B6、B16、PP	/
体质能量(牛磺酸强化版)	420ml	4元左右	无	252mg	/	/	/	2.1mg	B1、B6、B16	泛酸 0.1mg、速溶咖啡粉 5mg、人参 0.3mg、玛咖粉 0.3mg
乐虎	380ml	4元左右	有	684mg	45.6mg	34.2mg	197.6mg	24.7mg	B6、B16	/
战马	310ml	5~6元	有	124mg	/	/	/	1.5mg	B6、B16	速溶咖啡粉

资料来源：天猫，太平洋证券研究院整理

图表37：公司东鹏特饮系列主要产品



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

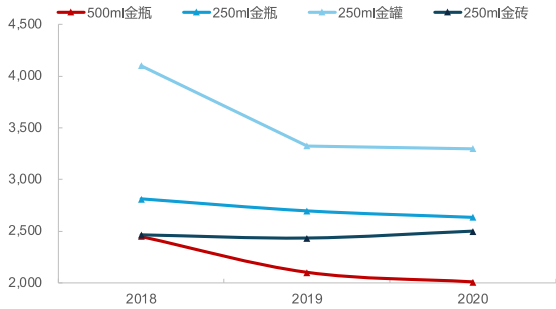
图表38：公司包装巧用展示



资料来源：远川研究，太平洋证券研究院

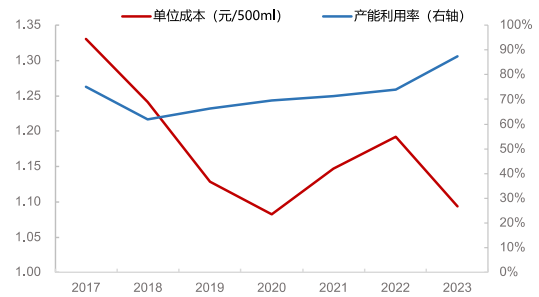
PET 包装节省单位成本、实现高性价比优势，供应链全国化布局巩固规模效应提升。公司 500ml 金瓶以 PET 塑料为原材料，瓶装相比其他能量饮料品牌常用的金罐产品，包装原材料上成本更低。2020 年公司 500ml 金瓶单位成本为 2006.8 元/吨，相比 250ml 金罐单位成本减少 64%。同时公司目前已拥有十大生产基地，包括已建成投产的增城、华南、东莞、安徽、南宁、重庆、海丰、浙江及长沙基地以及在建的天津生产基地（预计 2026 年投产），基地分布华南、华东、华中、西南四大区域，设计产能达到 375 万吨/年（不含天津基地）。未来随天津生产基地投产，有效辐射北方市场，为全国化加速拓展提供有力支撑。产能规模的持续提升可大幅减少产品运输成本，提高供货效率，同时增强对上游原材料采购议价能力。据公司招股书 2020 年公司主要原材料白糖采购价为 5 元/公斤，低于市场均价 10% 左右，且与市场价差呈上升趋势。整体来看随规模效应的持续提升，公司单位成本逐步下行，2023 年公司整体单位成本为 1.1 元/500ml，相比 2017 年单位成本下降 18% 左右。

图表39：500ml 金瓶单位成本低于金罐（元/吨）



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

图表40：公司规模效应持续提升



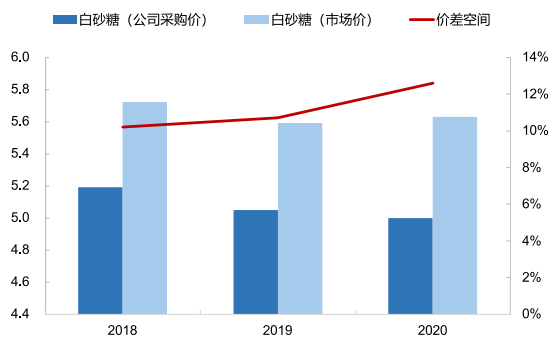
资料来源：公司公告，公司招股书，太平洋证券研究院

图表41：东鹏全国产能建设情况

工厂名称	基地位置	设计产能 (万吨)	2023年实际产能 (万吨)	累计投资 (亿元)	预计投产时间
莞鹏	广东东莞 (华南)	46.1	45.3	0.0	2006年
增鹏	广东广州 (华南)	45.8	33.2	1.2	2012年
徽鹏	安徽滁州 (华东)	65.7	58.9	1.1	2014年
海鹏	广东海丰 (华南)	23.9	15.6	0.3	2017年
桂鹏	广西南宁 (西南)	49.3	34.9	1.5	2018年
华鹏	广东广州 (华南)	61.0	60.0	7.9	2020年
庆鹏	重庆 (西南)	40.2	37.7	4.4	2021年
浙鹏	浙江衢州 (华东)	4.2	4.0	5.8	2023年
湘鹏	湖南长沙 (华中)	39.0		6.0	2024年
津鹏	天津 (华北)	8亿产值		6.0	2026年
合计	/	375.2	289.6	28.1	/
云南生产基地	云南昆明			10.0	2027年
大数据中心&集团培训中心	广东中山			25.0	2027年

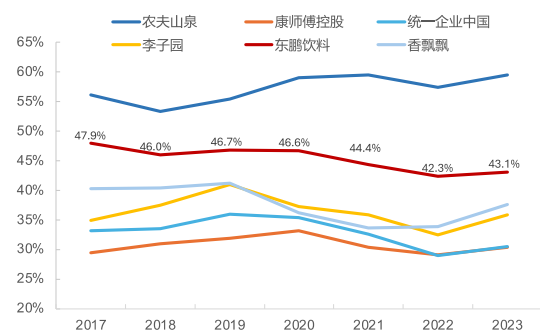
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表42：公司主要原材料采购规模效应不断提升



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院

图表43：公司与其他软饮料企业毛利率水平对比



资料来源：各公司公告，IFIND，太平洋证券研究院

2.2.3 品牌已建立大众知名度，营销方法论执行有效

公司是能量饮料中鲜有重视品牌建设投入的企业，多年来公司通过核心人群的专案深耕，以及大流量广告营销投放，将东鹏打造为拥有大众知名度的民族能量饮料品牌，在品牌能见度、知名度以及忠诚度上公司均已建立较强的先发优势，品牌深入人心。回顾公司品牌建设举措：

围绕“陈列是最好的广告”理念持续提升产品曝光度，以点带面的传播增强品牌知名度。目前公司已拥有 360 万家有效网点，公司秉承“陈列是最好的广告”理念持续加大对终端网点建设的投入力度，包括扩张网点数量、投放冰柜加强冰冻化陈列、增加终端陈列牌面数量等，全面提升产品触达率，并利用数字化资源筛选高流量网点进行强势陈列。在品牌建设上公司通过赞助大流量赛事如奥运会、世界杯、斯诺克公开赛、电竞 KPL、青少年篮球赛等触达年轻消费群体，广告植入热门剧集包括《老九门》、《唐人街探案 3》、《亲爱的热爱的》、《爱情公寓》、《八角笼中》、《玫瑰的故事》等扩大知名度，并在梯媒、地铁、公交等广告场景中进行品牌露出，为品牌带来稳定流量。

细化“8 群 20 类”核心人群输出专案，深入场景培育核心消费者。公司围绕抗疲劳、补充能量需求，将目标消费客群分为“8 群 20 类”，包括开车人群、白领人群、蓝领人群、新蓝领人群、学生人群、运动人群、公务人群、娱乐人群，按照不同人群进行媒介、渠道及内容的精准投放。具体来看，**1) 找到契合核心人群的传播媒介。**以开车人群为例，公司与高德、满帮、滴滴等平台进行合作，分别锁定自驾、货车长途、网约车司机三类开车人群。其中公司与高德合作定制“能量语音包”，3 年累计曝光 40 亿次语音广告，覆盖 2.6+亿车主，与满帮合作 4 年触达 3000+万卡车司机等，通过投放契合的媒介精准触达目标人群。**2) 投放专案精准提升渠道拉力。**公司除了在市场端推广以外，结合铺市、陈列、布建、活动等深入触达消费者，共同拉动产品动销。如针对开车人群线下同步布局渠道专案项目，深入加油站、高速服务区、物流园、专业市场、驾校等场景，从 2018 年开始至今公司已经打造 3+万个物流应用场所，平均单点销量提升 300%。公司针对电竞人群实施网吧渠道专案，通过终端形象建设、开卡消费等活动拉动消费，3 年覆盖近 3 万家网吧，平均单点销量提升 200%。

图表44：公司广告赞助投放展示



资料来源：东鹏饮料官微，太平洋证券研究院整理

图表45：公司专案项目推广展示



资料来源：食业家，太平洋证券研究院整理

3、后百亿阶段如何看？主业稳扎稳打，向平台化公司迈进

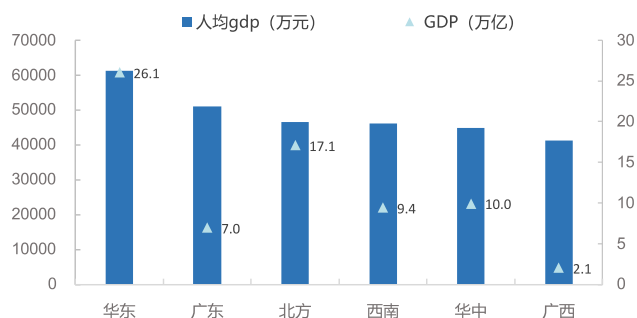
3.1 迈入全国化快速扩张阶段，大单品有望突破 200 亿门槛

东鹏特饮大单品空间探讨：2023 年东鹏特饮收入为 103 亿元，目前正处于全国化快速扩张阶段，对于公司中长期大单品空间我们采取两种方式进行测算，预计公司完成全国化扩张阶段后，单品空间有望突破 200 亿大关。

方法一：对标广东单点产出以及网点渗透率来测算，未来公司大单品空间可达到 155-245 亿元区间。

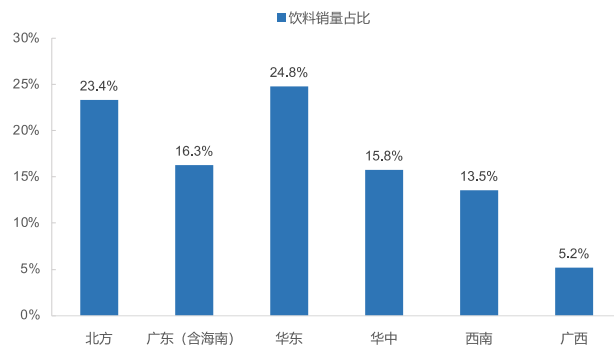
我们对东鹏特饮空间的测算基于：1) 各区域饮料销量在全国的占比，对应的各区域饮料消费能力，2) 全国各区域网点数量分布，以此判断公司各区域单点收入以及网点数量的提升空间。各区域销量占比来看，广东（含海南）饮料产量占全国的比例达 23.3%，考虑到饮料运输半径多在 500km 左右，选取大约产量 30% 的比例辐射周边华东、广西及华中地区销售，则华东/北方/广东/华中/西南/广西的销量占比分别为 24.8%/23.4%/16.3%/15.8%/13.5%/5.2%，华东为饮料销售以及人均 GDP 水平最高的地区。

图表46：全国各区域 GDP 总量及人均 GDP 情况



资料来源：IFIND，太平洋证券研究院整理

图表47：全国按区域划分后各区域饮料销量占比



资料来源：IFIND，太平洋证券研究院整理

空间测算基本假设：1) **网点数量：**目前公司在华东/西南/华中/华北地区的网点覆盖率分别约为 63%/56%/61%/46%，公司在开发较早的成熟市场广东、广西的网点覆盖率约为 95%，若将省外市场网点渗透率对标广东、广西地区，我们悲观/中性/乐观假设省外网点覆盖率分别达到 75%/85%/95%。2) **单点卖力：**目前公司在华东/西南/华中/华北地区的单点卖力分别达到广东省内约 15%/15%/14%/11%水平，我们悲观/中性/乐观假设省外整体单点卖力分别相当于广东省内单点卖力的 22%/32%/44%水平。考虑到华东地区人均消费水平以及饮料销量占比均领先于其他地区，单点卖力分别对标广东省内的 30%/35%/40%水平；西南地区人均消费水平以及饮料销量占比虽然居于中间水平，但考虑西南地区娱乐场景偏多、口味偏辣、夏季温度较高等因素，预计单点卖力仅次于华东地区，分别对标广东省内的 25%/30%/35%水平；华中地区人口密度较大，人均消费水平、饮料销量占比居中，单点卖力分别对标广东省内 20%/25%/30%水平；北方地区虽然饮料销量占比较多，但考虑北方网点数量最多且北方寒冷天气在一年中数量占比较大，单点卖力分别对标广东省内 15%/20%/25%水平。

空间预判：第一阶段为网点全国化开拓期，预计可达到154-183亿元。未来公司预计继续通过公司营销推广、终端建设投入等举措带来单点卖力提升，目前公司省外市场处于开商铺市的全国化扩张阶段，第一阶段从网点渗透率提升的角度来看，假设各地单点卖力小幅提升（省外单点卖力对标广东占比21.5%），省外整体网点覆盖率从56%提升至75%/85%/95%水平，公司大单品收入可提升至155-183亿元。**第二阶段通过广告营销教育、冰柜陈列、终端活动等方式提升单点卖力，预计可提升至179-245亿元。**未来公司有望将广东地区的成功经验复制至省外市场，随省外单点卖力的提升，公司大单品收入可进一步提升至179-245亿元。

图表48：公司东鹏特饮大单品空间核心假设及空间测算方法一

	公司单点收入(元)	悲观		中性		乐观		网点数量(万家)	区域总网点数(万家)	覆盖率	悲观	中性	乐观
		单点收入(元)	对标广东占比	单点收入(元)	对标广东占比	单点收入(元)	对标广东占比				省外覆盖率75%	省外覆盖率85%	省外覆盖率95%
广东	11061.6	11,061.6	/	11,061.6	/	11,061.6	/	34	36	95%	95%	95%	95%
广西	4273.2	4,273.2	/	4,273.2	/	4,273.2	/	23	24	95%	95%	95%	95%
华东区域	1703.7	3,318.5	30%	3,871.6	35%	4,424.6	40%	89	141	63%	75%	85%	95%
西南区域	1616.3	2,765.4	25%	3,318.5	30%	3,871.6	35%	69	123	56%	75%	85%	95%
华中区域	1591.0	2,212.3	20%	2,765.4	25%	3,318.5	30%	88	144	61%	75%	85%	95%
华北区域	1202.0	1,659.2	15%	2,212.3	20%	2,765.4	25%	84	181	46%	75%	85%	95%
省外占比			21.5%		31.5%		43.5%				75%	85%	95%
单位：亿元													
省外单点对标广东比例		省外网点覆盖率提升至75%			省外网点覆盖率提升至85%			省外网点覆盖率达到两广水平					
		21.5%	31.5%	43.5%	21.5%	31.5%	43.5%	21.5%	31.5%	43.5%	21.5%	31.5%	43.5%
广东		37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6	37.6
广西		9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
华东区域		35.2	41.0	46.9	39.8	46.5	53.1	44.5	52.0	59.4	44.5	52.0	59.4
西南区域		25.6	30.7	35.8	29.0	34.8	40.5	32.4	38.8	45.3	32.4	38.8	45.3
华中区域		23.9	29.9	35.9	27.1	33.9	40.7	30.3	37.9	45.5	30.3	37.9	45.5
华北区域		22.5	30.0	37.5	25.5	34.0	42.6	28.5	38.0	47.6	28.5	38.0	47.6
共计		154.6	179.1	203.5	168.9	196.6	224.4	183.2	214.2	245.2	183.2	214.2	245.2

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院（网点数量及覆盖率为预估值）

方法二：基于白领、考学人群、新蓝领人群数量增加以及蓝领人群消费量逐步提升共同推动下，未来公司大单品空间可达到166-227亿元区间。

据《中国蓝领群体就业研究报告(2022)》，我国蓝领人口数量达4亿+，主要由服务业蓝领（快递员、外卖骑手、网约车司机等）、制造业蓝领及建筑业蓝领构成，是能量饮料的主要消费群体，同样也是东鹏特饮的主要消费人群。按照欧睿数据来看，2023年中国能量饮料行业销量为294万KL，东鹏市占率为25%，主要针对4亿+蓝领消费人群，平均每位蓝领每年消费量为1.8L，蓝领在国内总人口的渗透率为29%。而针对白领、考学人群的红牛市占率为31%，国内白领、考学人群约为2.1亿人，对应人均每年消费量为4.2L。

空间测算：未来东鹏特饮的增长驱动力来自于人群向白领、考学人群扩张，新蓝领人群数量增加，包括外卖、司机、家政、快递等灵活就业人群数量持续提升，以及蓝领人群消费量逐步提升。1) 人群向白领、考学人群扩张，悲观/中性/乐观假设东鹏在白领及考学人群中渗透率分别达到30%/40%/50%，2023年公司东鹏特饮出厂价为4335元/吨，预计分别对应销售额12/15/19亿元；2) 蓝领人群扩张，悲观/中性/乐观假设新蓝领人群在总人口中渗透率由29%提

升至 35%/40%/45%，预计分别对应销售额 7/13/18 亿元；3) 蓝领人均消费量提升，对标白领人群消费量 4.2L，预计悲观/中性/乐观假设未来蓝领人均能量饮料消费量由 1.8L 提升至 3/3.5/4L，预计分别对应销售额 20/29/38 亿元。在三者因素的共同驱动下，预计东鹏特饮销售额增量空间分别为 63/94/124 亿元，2023 年公司东鹏特饮收入为 103 亿元，预计东鹏特饮销售额有望扩张至 166-227 亿元。

图表49：公司东鹏特饮大单品空间核心假设及空间测算方法二

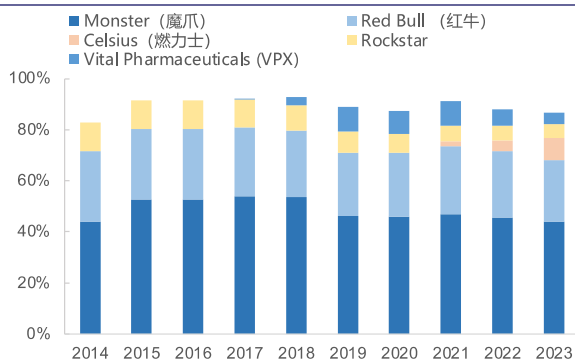
	目标群体	人群数量	人均消费 (L/年)	
东鹏 (市占率25%)	蓝领人群	4亿	1.8	
红牛 (市占率31%)	白领人群+考学人群	2.1亿	4.2	
	蓝领人群占比	29%		
假设一：白领+考学人群渗透率		30%	40%	50%
	对应销量 (万吨)	26.5	35.3	44.1
	对应销售额 (亿元)	11.5	15.3	19.1
假设二：新蓝领人群扩张 (蓝领在总人口中占比)		35%	40%	45%
	对应销量 (万吨)	16.5	29.4	42.3
	对应销售额 (亿元)	7.2	12.7	18.3
假设三：蓝领人均消费提升 (L/年)		3	3.5	4
	对应销量 (万吨)	46.5	66.5	86.5
	对应销售额 (亿元)	20.2	28.8	37.5
合计销售额范围 (亿元)		63.2	93.5	123.9

资料来源：《中国蓝领群体就业研究报告(2022)》，欧睿，新华网，公司公告，太平洋证券研究院整理

3.2 第二曲线势头正盛，向平台化公司迸发

借鉴海外经验，对标美国能量饮料龙头 **Monster**，持续品类创新、维持年轻化品牌形象是成功实现差异化突围的主因。美国能量饮料行业在高速增长后强调品类多元化，由能量性向功能性延伸，以美国能量饮料龙头 **Monster** 为例，2023 年 **Monster** 市场份额达到 43.9%，市占率相对保持稳定。早年 **Monster** 避开红牛 8.4 盎司包装竞争，选择 16 盎司大铝罐切入市场，开拓大包装细分市场，并以大包装低于红牛均价、8 盎司小包装低于红牛的价格保持高端形象以及高性价比优势，聚焦 16-25 岁注重性价比的叛逆青少年。同时，公司始终保持每年 1-4 款新品的研发速度，不断推出的新品成为 **Monster** 增长的主要驱动力。AC 尼尔森数据显示，2010-2013 年 **Monster** 销售额增长了 79%，其中 72% 的增长是由 2010 年及以后推出的新品贡献的，如零卡系列、即饮茶系列、高蛋白能量饮料 **Muscle Monster** 等。目前已拓展至能量饮料系列、**Java Monster** 咖啡系列、**Juice Monster** 果汁系列、**Rehab Monster** 茶+柠檬水系列、**Hydro** 非碳酸补水系列和 **Tour water** 纯净水系列等 7 大系列产品，同时，公司持续推出芒果、柠檬、零糖等新口味系列，丰富消费者的产品选择。

图表50：美国能量饮料市占率变化



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

图表51：Monster 产品矩阵展示



资料来源：Monster 官网，太平洋证券研究院

东鹏布局“1+6 多品类战略”，打造多样化产品矩阵，进一步扩充核心消费人群。公司依靠东鹏特饮 500ml 金瓶突破 100 亿单品大关，为培育第二曲线提供现金流保障。同时，饮料行业子品类众多，功能性饮料定义不断延伸，公司也在持续调研市场推出新品拓宽消费人群，蓄力新的增长。在夯实东鹏特饮基本盘外，东鹏饮料积极进行多品类布局，相继推出补水啦、东鹏大咖生椰拿铁、乌龙上茶、海岛椰等产品，提出“1+6 多品类”策略培育第二曲线，减少特饮单一品类风险，为公司未来 3-5 年发展提供新的增长动力。同时，补水啦、无糖茶等新品类助力公司核心消费人群从蓝领、司机向学生、运动爱好者、白领等人群扩张，产品矩阵的丰富也助推渠道推广能力进一步增强，品类的增加使得冰冻化产品陈列更加丰富，更利于品牌曝光推广。

图表52：公司产品多元化布局历程



单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
新品营收	105.6	135.7	188.8	304.4	371.9	319.0	914.5
YoY		28.5%	39.1%	61.3%	22.2%	-14.2%	186.6%
占比	3.7%	4.5%	4.5%	6.2%	5.3%	3.8%	8.1%
其中：							
补水啦							407.1
无糖茶							100.0
东鹏大咖					20	100	150.4
其他	105.6	135.7	188.8	304.4	351.9	219.0	257.0

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券研究院（注：补水啦、无糖茶、东鹏大咖为预估值）

3.2.1 电解质水：抢先占据高景气赛道高点，大单品经验有望成功复制至补水啦

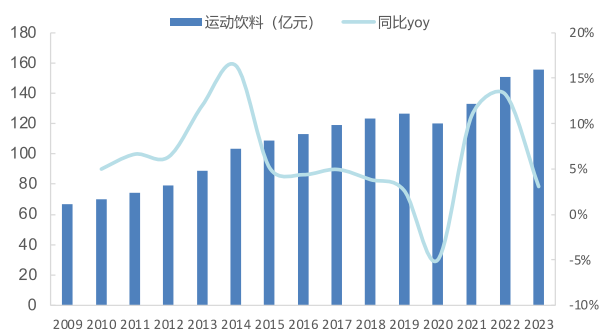
电解质水属于泛功能化饮料，进一步扩容能量饮料消费群体以及消费场景，疫后电解质水补水概念得到广泛推广。电解质水属于运动饮料的一种，主要有效成分包含糖、电解质（钠、钾等离子）、B族维生素等，可以有效补充由于大量出汗而流失的水分、盐分，以及体力消耗所需的糖分，维持体液平衡与人体运动机能，与能量饮料和营养素饮料同属于功能饮料的大类。据欧睿数据，2023年中国运动饮料行业销售额达155亿元，2013-2023年销售额CAGR为6%，2020年疫情期间提到感冒发烧过程会使体内水分大量流失，带走钠、钾等电解质成分，适当喝电解质水可维持身体体液与机能平衡，电解质水被消费者所熟知。据马上赢数据，即使疫情结束，2023年上半年以电解质水为代表的运动饮料类目的市场份额增速依然达到了35.76%。

图表53：电解质水所属行业分类及其行业发展历史

细分品类	功能性饮料		
	运动饮料	能量饮料	营养素饮料
特点	1.营养成分及其含量能适应运动或体力活动人群的生理特点，补充水分、电解质和能量，可被迅速吸收。 2.主要有效成分包括糖、电解质(钠、钾等离子)、B族维生素等，能有效补充由于大量出汗而损失的水分和盐分。	1.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制品。 2.包含牛磺酸、咖啡因等兴奋成分，具有补充能量、改善体力和耐力、促进注意力和集中力的功效。 3.适用于加班、熬夜通宵、考试提神等需要快速见效的场景。	1.添加适量的食品营养强化剂，以补充机体营养需要的制品。 2.广泛添加各类矿物质、维生素、葡萄糖等营养素，有助于缓解疲劳、补充能量并满足人体一定的营养要求。 3.适合于非快速见效、日常饮用。
主要品牌	电解质：外星人、宝矿力水特、佳得乐、尖叫、脉动、东鹏等 非电解质：健力宝、尖叫等	红牛、东鹏特饮、乐虎、战马、力保健等	脉动、燃力士、日加满等
			

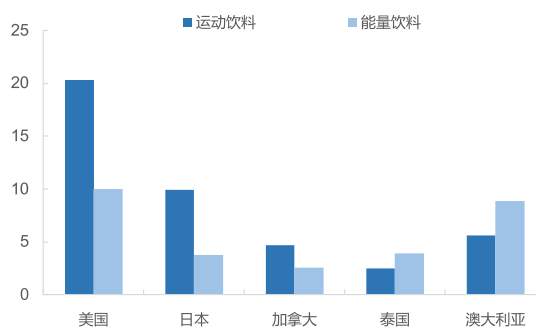
资料来源：马上赢，前瞻产业研究院，天猫，太平洋证券研究院整理

图表54：中国运动饮料行业规模及增速



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

图表55：2023年各国运动饮料与能量饮料人均消费量对比 (L)

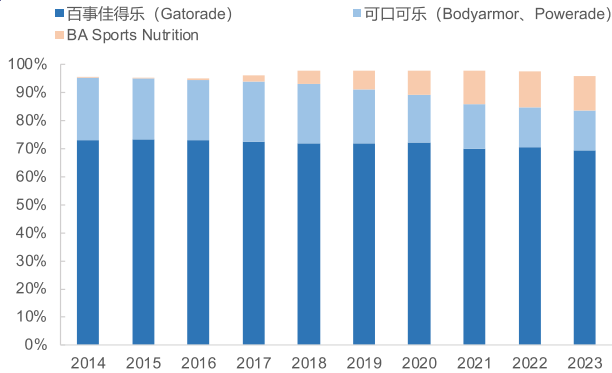


资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

从功效角度看，补水、维持体液平衡无论从日常解渴补水、还是运动后维持体液平衡，均是消费者的基础需求，带有这类功效属性的饮品可持续性相对较强、可成长为长周期大单品。电解质水与能量饮料类似，具备比普通饮料更多的功能附加值，消费者对电解质水的功能需求>口味、尝新、即时消费需求，相比普通饮料来看更具备消费粘性，功能概念被消费者认知后可形成更高复购率。同时，电解质水相比同样带有功能性、高粘性的能量饮料，由于不含咖啡因、牛磺酸，且电解质为人体必需元素，对未成年人、老年人、女性等消费人群均更友好，可实现在能量饮料基础上进一步扩充消费群体的效果。过去电解质水行业规模一直没有发展起来，主要与定位不清晰以及行业参与者未充分发力有关。1984年健力宝就推出了第一款电解质饮料，2003年脉动、宝矿力特进入中国、2004年农夫推出尖叫、2005年佳得乐进入中国、2017年怡宝推出魔力，但直到2022年电解质饮料规模仅27亿元。早期主要由于电解质水定位不清晰，且参与者多为外资/饮料头部企业的小众品类，在电解质水或中国市场的精力分配上有限，从而电解质水的营销推广上未充分教育消费者，消费者经常将电解质饮料与维生素饮料混淆，对于电解质水的功效没有充分认知，直到疫情电解质水的功效才被大众熟知。

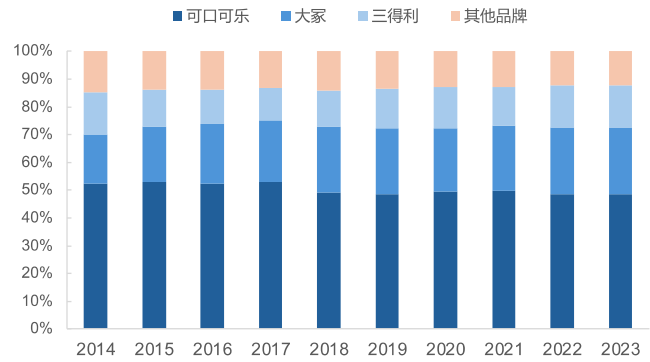
对标海外来看，多数发达国家运动饮料人均饮用量远超能量饮料，运动、补水为运动饮料的主要应用场景。电解质水属于运动饮料大类，海外多数发达国家运动饮料人均消费量高于同样属于功能性饮料的能量饮料。美国、日本、加拿大运动饮料人均消费量分别达到20.3/9.9/4.7L，均高于本国能量饮料消费量，美国运动饮料人均消费量达到能量饮料近1倍体量，日本运动饮料人均消费量则超过能量饮料1倍体量。1) 美国：美国拥有众多体育运动爱好者，运动饮料的诞生与体育训练、竞技比赛相关。早年美国佛罗里达大学橄榄球助理教练德怀恩·道格拉斯发现运动员在赛后频繁出现严重的体液流失现象，后与当地医学院共同研发出补充出盐、碳水化合物以及电解质的饮料佳得乐。据欧睿数据，2023年佳得乐在美国运动饮料中市占率达到69.4%，运动饮料CR3为95.8%。佳得乐通过赞助全球各大顶尖运动赛事以及头部体育明星，从而将品牌与运动流汗后充能、维持机体平衡的习惯牢牢绑定，将佳得乐视为日常训练和比赛的必需品。1983年佳得乐与NFL签约成为联盟官方运动饮料，而后与MLB、NHL、MLS、WNBA、美国篮球国家队、NASCAR赛车以及诸多大学运动组织展开深度合作。2) 日本：运动饮料在日本的消费场景不仅仅局限于运动场景，更多渗透在日常生活中，包括工作、旅游、出行、桑拿等。据欧睿数据，2023年可口可乐(Aquarius)、大冢制药株式会社(宝矿力)以及三得利株式会社(Green Dakara)市占率分别为48.5%/24%/15.2%，CR3为87.7%。Aquarius早期定位多以户外运动场景为主，强调运动员在烈日下需要补水的诉求，1990-2000年代产品逐渐更换为PET瓶装，广告引入知名运动员、明星代言，运动场景多以棒球、网球等球类运动为主，强调清凉、补水功能，而后同步推出大包装瓶装规格产品。2010-2020后产品定位加入城市元素，加强运动饮料在工作、户外旅行、预防中暑等场景宣传。

图表56：美国运动饮料行业竞争格局变化



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

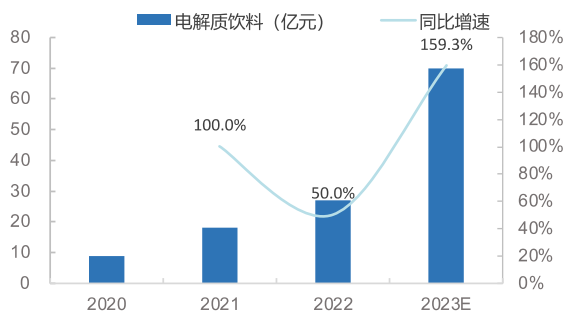
图表57：日本运动饮料行业竞争格局变化



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

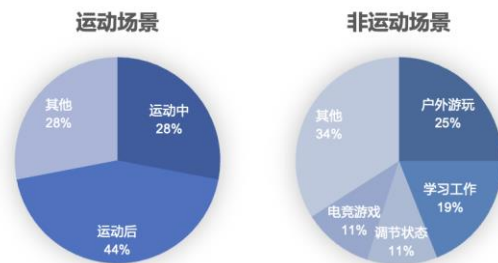
预计 2023 年国内电解质饮料达 70 亿左右，主要消费场景为运动流汗场景。据前瞻研究院数据，预计 2023 年中国电解质水市场规模达到 70 亿元，主要消费群体为新锐白领、资深中产以及 Z 世代，据天猫统计这三类消费群体共占据电解质水 60% 的销售额。运动健身是国内电解质水的主要消费场景，目前消费场景已经逐步从运动健身拓展至诸多其他场景，如户外游玩、学习工作、调节状态和电竞游戏等。从竞争格局来看，2022 年外星人、宝矿力水特、尖叫（等渗版）占据行业主要市场份额，CR3 达到 87%，预计 2023 元气森林外星人销售额 25 亿元左右，宝矿力水特为 13 亿元，外星人以及宝矿力水特主要集中在二、三线城市。2023 年后多家饮料公司推出电解质水单品，包括东鹏“补水啦”、达能“脉动+电解质”、统一“海之言等渗电解质”、康师傅“无限电”、健力宝“渴了么”等，行业参与者快速增加。

图表58：中国电解质饮料行业规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券研究院整理

图表59：中国电解质水主要消费场景



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券研究院

图表60：各品牌推出电解质饮料时间线

2003年	2017年	2017年	2020年	2021年	2021年4月	2022年初	2022年4月	2022年	2022年底
宝矿力水特	佳得乐	怡宝 (魔力)	元气森林 (外星人)	农夫山泉 (尖叫-等渗版)	李子园	新希望(霸夫)	今麦郎(天豹)	依能	娃哈哈 (kellyone)
	2023年	2023年	2023年	2023年	2023年	2023年1月	2022年12月	2022年12月	2022年底
	健力宝	达能 (脉动电解质)	康师傅 (无限电电解质水)	统一(海之言)	三得利	东鹏(补水啦)	盼盼(豹发力)	旺旺 (小小罐军)	妙畅(冲电)

资料来源：前瞻产业研究院，第一食品资讯，太平洋证券研究院

2023年东鹏紧抓行业风向，将储备多年的新品“补水啦”电解质水推向市场，先后推出555mL、1L规格的西柚味产品，而后又陆续推出柠檬味、白桃味和荔枝味，同时预计在555mL和1L规格的基础上新增380ml小瓶装，全品线共计11个SKU，实现全场景、全人群、全价格覆盖。公司补水啦产品上市第一年突破5亿元销售额，2024年公司持续通过网点铺市、专案项目、消费者活动拉动动销，在汗点渠道积极开拓冰冻化陈列和割箱陈列。2023年东鹏补水啦全国覆盖总网点数已经达到133万家，预计2024年网点数量有望突破200万家。公司抓住电解质水行业快速发展红利期，借助自身渠道以及高性价比优势，单品规模快速增长。未来公司有望乘行业之风将补水啦打造为第二大单品，我们分析其原因：

已抓住产品核心诉求渗透适配场景，拥有补水功效与高性价比双重优势。公司目前已拥有多个电解质水口味及规格，其中555ml包装定位独自出行、短途活动以及日常工作学习等更注重便携的运动场景，1L大包装满足亲友分享或长时间活动的场景，以及380ml小规格瞄准女性群体精致出行与青少年群体更小容量需求，全规格产品覆盖不同消费人群及消费场景。产品定价上公司延续高性价比策略，555ml、1L规格产品分别定价4元、6元，对比定价6元/500ml的外星人电解质水以及6元/500ml的宝矿力水特，为消费者提供性价比更高的补水方案。为满足消费者不同口味需求，公司在原有的西柚口味上持续推新，推出白桃、柠檬以及0糖荔枝等新口味。同时，公司产品依靠高性价比和扫码中奖活动让利渠道、终端以及消费者，价值链路设计合理，为渠道提供更强推力。

营销经验有望成功复制至“补水啦”，成熟的渠道网络为拓展新品提供坚实基础。围绕功能诉求深入场景以加深消费者认知是公司擅长做的，2024年公司发力“补水啦”电解质水以来，公司通过“一元乐享”、“鹏击行动”等互动方式加速消费者尝鲜、加深复购黏性。同时，公司通过聚焦运动场馆、校园、旅游景区等核心汗点场景，赞助世界羽联赛、山径赛、篮球赛等多项高流量运动赛事，全面渗透运动场景，并合作明星代言人于适，植入影视剧、社交平台等方式提升品牌曝光度。过去公司在能量饮料大单品上采用同样的方式将东鹏与充能提神产生强关联，公司在营销打造上拥有丰富经验和精准把控能力。截至2024年H1，公司在全国拥有360万家有效网点，以及超7万家邮差商/分销商，成熟的渠道网络以及优秀的渠道管理能力为“补水啦”快速突破提供基础保障。

图表61：补水啦的主要场景定位



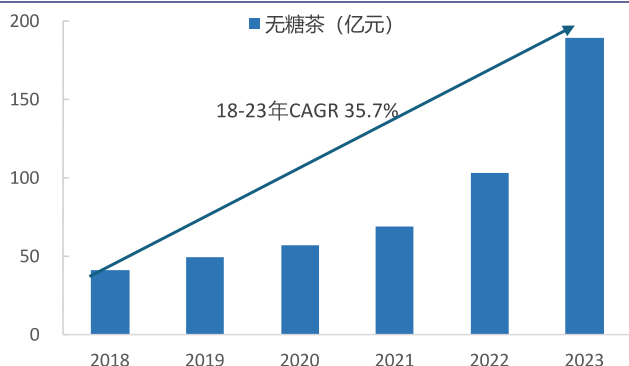
资料来源：Foodaily，太平洋证券研究院

3.2.2 无糖茶：行业进入成长爆发期，市场份额有望向头部品牌倾斜

2017年起无糖饮料消费者饮用习惯养成加速，无糖茶行业规模快速增长。回顾无糖茶的发展历史，1997年三得利乌龙茶进入中国市场，而后软饮料行业龙头（统一、雀巢、可口可乐等）陆续加入无糖赛道，但消费者对无糖饮料的饮用习惯尚未形成。2011年农夫山泉推出东方树叶，行业逐步进入加速探索期，康师傅和统一等国内龙头和道地等区域品牌也陆续推出无糖茶产品。直到2018年，元气森林气泡水的推出加速了饮料无糖化的消费者培育，无糖茶行业逐渐进入快速发展期。2018年可口可乐推出淳茶舍，再次布局无糖茶赛道；2021年上市10年后，东方树叶首次推出新口味，其中青柑普洱口味发展为新大单品。中国无糖茶饮料市场规模从2018年41亿元快速增长至2023年189亿元，CAGR达35.7%，而同期国内即饮茶行业整体已进入成熟期，2018-2023年即饮茶规模CAGR为-1.0%。

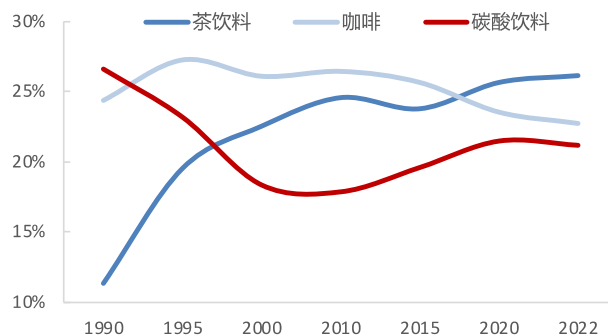
对标海外来看，饮料无糖化是消费者对健康及生活品质提升的必然趋势。对标日本来看，过去40年日本饮料市场结构从1990年前的碳酸饮料时代逐渐进入无糖茶饮时代。日本人深厚的饮用茶饮文化叠加对茶饮料品质和便利性要求提升，茶饮料在饮料行业中的占比持续提升。2000年茶饮料市场规模达7965亿日元，1990-2000年CAGR约为10.0%，同期软饮料整体规模CAGR约2.7%。茶饮料占软饮料市场比例从1990年的11.3%提升至2000年22.5%，成为第二大品类。2015-2020年间茶饮料规模保持稳定，从8730亿日元提升至8770亿日元，CAGR约0.1%，同期软饮料整体规模CAGR约-1.4%。茶饮料占软饮料市场比例由23.7%提升至25.6%，成为日本第一大软饮品类。

图表62：中国无糖茶饮料市场规模



资料来源：灼识咨询，太平洋证券研究院

图表63：日本茶饮料在软饮料整体占比持续提升

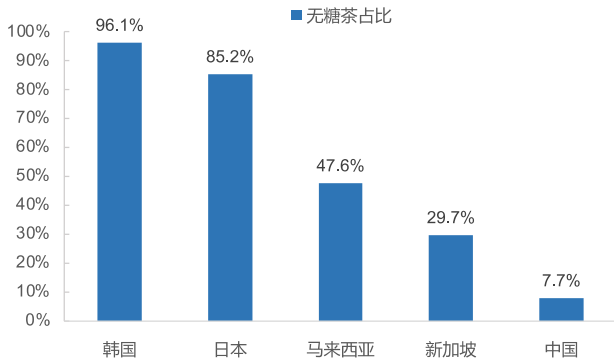


资料来源：伊藤园，太平洋证券研究院

无糖茶具备成瘾性+功能附加值，行业具备诞生大单品基因。海外市场如韩国、日本、马来西亚无糖茶均在即饮茶整体中占到较大比例，据欧睿统计，2022年韩国、日本、马来西亚无糖茶占比分别达到96.1%、85.2%、47.6%。中国无糖茶占即饮茶整体比例仅7.7%，无糖茶渗透率还有广阔渗透空间。无糖茶在国内本身具备饮用基础，中国茶文化深远悠久，长久的饮茶习惯以及丰富的茶底种类（传统六大茶类：红、绿、黄、青、黑、白茶）为无糖茶饮发展打下基础。茶饮与咖啡产品相似，同样具有一定成瘾性，消费粘性较高。同时，无糖茶具备一定功能性，一方面随着一线、新一线城市消费者消费力的提升、工作压力加大，味道寡淡的饮用水缺乏吸引力，代水饮料需求逐渐提升，新一线城市消费者相比于全国其他城市会更倾向于饮用无糖饮料，消费者认为无糖茶相比饮用水具有更丰富滋味，可以让其饮用更多水。另一方面无糖茶中含有丰富的儿茶素、咖啡碱、茶多酚，对于促进脂肪分解和消耗、降低血脂血压、抗氧化抗衰老具有一定作用。同时，行场份额占比最大的农夫山泉培育无糖茶近十年，至2023年零售额突破100亿，由此可见无糖茶是可以孕育百亿级大单品的长周期赛道。

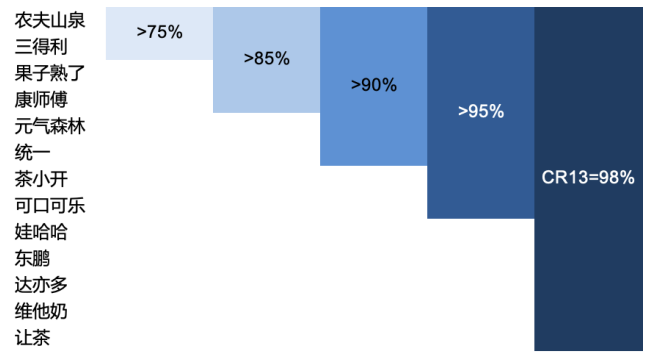
主流价格带集中在4-6元，东方树叶占据行业主要份额，行业格局仍然较分散。从行业格局来看，国内无糖茶饮料的主要价格带分为3元/瓶以下、3-6元/瓶、6元以上/瓶。其中3元及以下的无糖茶为大众茶饮产品，核心消费者多为价格敏感人群，对无糖茶饮产品品质要求相对较低，其中康师傅布局较早，推出无糖冰红茶、无糖茉莉花茶，由于品牌知名度高、渠道力较强，已占据该价格带绝大部分份额。3-6元目前是无糖茶的主流价格带，主流品牌中农夫山泉的东方树叶占据50%以上份额，其次为布局较早的三得利，以及元气森林燃茶、茶里王等国内品牌，同时新兴无糖茶品牌如果子熟了、东鹏的乌龙上茶、可口可乐淳茶舍等均布局4-7元价格带，随入局企业的增加，竞争逐渐激烈。6元以上的无糖茶饮产品以康师傅茶的传人，以及麒麟、凌鹰等进口品牌为主，由于产品价格带较高，主要的消费者为无糖茶饮重度消费人群，对品质要求较高。

图表64：各国无糖茶饮料在即饮茶整体的占比



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

图表65：2024年4-5月无糖即饮茶品牌市占率排名



资料来源：马上赢，太平洋证券研究院

新推“鹏友上茶”系列战略布局无糖茶赛道，高质低价定位具备性价比优势，长期放量可期。2023年9月公司推出无糖茶“鹏友上茶”系列的首款产品“乌龙上茶”，随后在2024年2月陆续推出“普洱上茶”、“茉莉上茶”等新口味，迅速完成对无糖茶赛道的战略布局。公司无糖茶定价在3-4元/550ml左右，作为提神、补水功能的饮料，价格与普通包装水价格接近，满足消费者对无糖茶便捷、实惠、高频消费需求。同时，公司无糖茶原料选用福建核心闽北产区的特级水仙茶叶以及云南普洱茶，采用高温短时原叶萃取工艺，使得产品在汤色、香气和滋味上均还原现泡茶的体验。上市半年时间公司无糖茶系列产品销售额突破1亿元，2024年公司新推2种无糖茶口味，与热门手游逆水寒联名合作，但由于新加入者增加较多以及头部企业价格竞争激烈，公司无糖茶系列产品拓展进度有所放缓，更多以工艺精进、产品品质打磨为导向。未来随行业竞争趋于稳定，公司无糖茶系列产品收入体量有望向电解质饮料“补水啦”看齐。

图表66：国内无糖茶行业不同价格带主流参与品牌

价格带	主流品牌	价格 (元/500ml)	特点
3元及以下	康师傅无糖冰红茶	2.4	面向下沉市场的价格敏感人群
	统一无糖绿茶	2.6	
	康师傅无糖茉莉绿茶	2.9	
	东鹏乌龙上茶	3.2	
	三得利乌龙茶	3.5	
3-6元	伊藤园乌龙茶	3.7	主流价格带，国产品牌众多，消费者对茶底品质有一定要求
	茶里王	4	
	淳茶舍	4	
	康师傅纯萃0糖	4	
	统一春拂绿茶	4	
	元气森林燃茶	4.2	
	东方树叶	4.3	
	让茶	4.6	
	果子熟了	4.7	
	娃哈哈kellyone	5	
6元以上	茶小开	6	进口产品为主，主要针对品质要求较高的消费者
	CHALI	6	
	康师傅茶的传人	6	
	麒麟进口生茶	7.9	
	凌鹰进口玉露绿茶	11	
三得利进口浓味绿茶	14		

资料来源：天猫，品饮汇观察，太平洋证券研究院整理

图表67：东鹏饮料新推“鹏友上茶”系列无糖茶

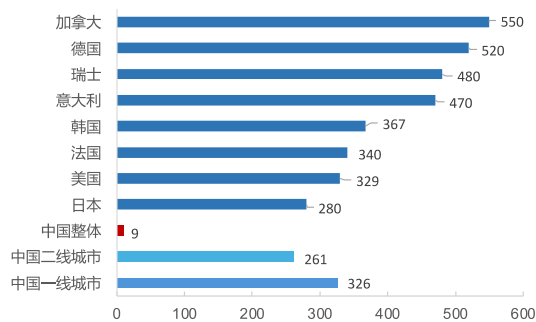


资料来源：公司官微，太平洋证券研究院

3.2.3 即饮咖啡：咖啡饮用习惯加速培育中，东鹏大咖有望享受咖啡整体扩容红利

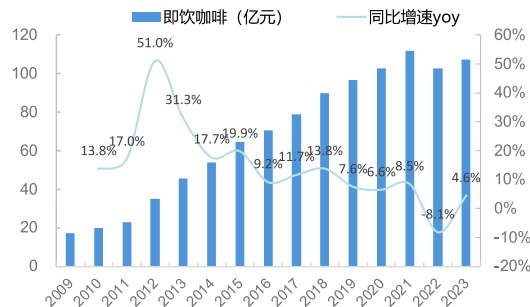
咖啡中含有的咖啡因具有提神、加速代谢、抑制食欲功能，具备较强成瘾性。近些年咖啡行业规模快速扩张，据《2024 中国城市咖啡发展报告》，2023 年中国咖啡产业规模达 2654 亿元，近 3 年 CAGR 为 17.1%，人均咖啡饮用量为 16.74 杯，相比过去人均咖啡饮用量 9 杯有大幅度提升。但中国整体人均咖啡饮用量相比国内一二线城市，以及海外发达国家来看还有很大提升空间，2020 年日本、美国、法国等国家人均咖啡饮用量分别已达到 280/329/340 杯/年。即饮咖啡为咖啡中的细分品类，占咖啡整体的 8% 左右，据欧睿统计 2023 年即饮咖啡行业零售规模为 107 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 3.6%，增速慢于现制咖啡，但目前咖啡仍处于渗透率提升早期，现制咖啡的快速扩张可帮助消费者饮用咖啡习惯的养成，未来在便捷、国货以及即时需求的推动下有望带动即饮咖啡的快速扩容。2022 年东鹏推出高性价比定位的“东鹏大咖”拿铁咖啡，共有 500ml/瓶（15 瓶/箱）和 330ml/瓶（24 瓶/箱）两种规格，零售价分别为 7 元/瓶和 5 元/瓶。主要以 18-35 岁之间的白领、高校学生等爱喝咖啡的人作为重点消费人群，同时聚焦工作、学习、生活、休闲、出行等重点饮用场景为核心消费市场。

图表68：2020 年各国人均咖啡消费量（杯/年）



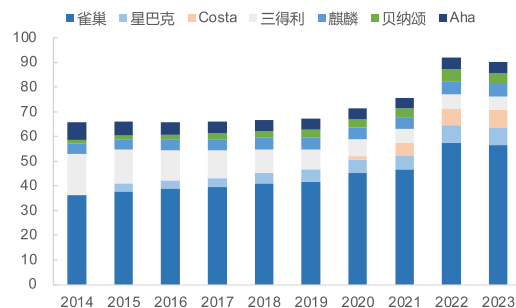
资料来源：Adroit Market Research，太平洋证券研究院

图表69：中国即饮咖啡行业零售额变化



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表70：即饮咖啡行业竞争格局变化



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院

图表71：公司东鹏大咖产品展示



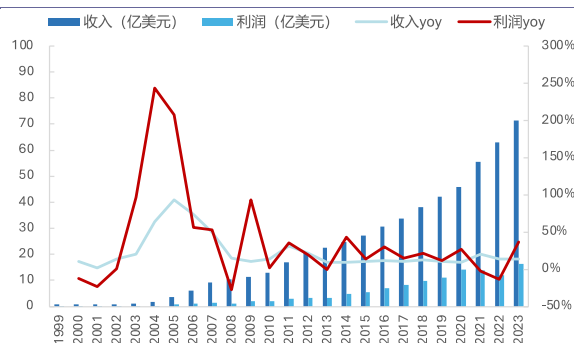
资料来源：东鹏饮料官微，太平洋证券研究院

4、以 Monster 为鉴，如何看待公司高估值定价？

参考海外，Monster 在美国的市场份额由 2000 年的 5% 提升至 2023 年的 44%，依靠高性价比、借助可口可乐的强渠道推力实现差异化突围，超过红牛成为行业第一。2012-2022 年 Monster 收入、利润 CAGR 分别为 12%、13%，估值中枢稳定在 35-40X，2002-2007 年 Monster 收入及净利率提升最快的阶段 PE 一度突破 60X。再看海外饮料传统龙头可口可乐，2012-2022 年收入、利润 CAGR 分别为 -0.2%/2.2%，当饮料龙头迈入稳态增长后估值中枢稳定在 20-25X。因此我们判断，对标海外来看东鹏尚处于全国化扩张、平台化未成型的阶段，未来成长潜力十足，有望享受更高估值溢价。

2002-2007 年：全国化扩张阶段享受戴维斯双击，利润增长 48 倍，估值从 10+X 上涨至 60X。美国千禧一代消费者更追求多元化、个性化消费，对新口味、健康功能更加看重，据美国健身产品评审委员会调查，1987 年到 1997 年的 10 年，美国借助跑步机锻炼的人数从 400 余万激增至 3600 万。叠加社会压力日益增加，能量饮料快速增长，2007 年美国能量饮料市场零售额达到 77.6 亿美元，2002-2007 年零售额 CAGR 达 57.9%，取而代之的是美国碳酸饮料人均消费量自 1998 年见顶，2005 年后总消费量出现连续下滑。期间 2002 年 Monster 推出能量饮料产品，2003 年体量实现翻倍增长，突破 1 亿美元，2006 年公司与百威签订分销协议，借由百威啤酒的渠道，在酒吧、俱乐部、以及餐厅来进行贩售，2008 年与可口可乐签订分销协议并承接公司大部分装瓶业务，公司在饮料的主要终端便利店覆盖率持续提升，借助百威与可口可乐的渠道实现全国化渠道扩张。2007 年公司收入达到 9 亿美元，2002-2007 年收入 CAGR 为 50%，净利率由 3.3% 提升至 16.5%，与此同时公司股价 2002 年至 2007 年高点上涨 140 倍，PE 最高达到 60X。

图表72: Monster 收入利润情况



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券研究院

图表73: Monster 不同阶段业绩及估值表现

	2002	2007	2014	2023
收入CAGR		57.9%	15.4%	12.5%
利润CAGR		118.1%	18.3%	14.5%
净利率	3.3%	16.5%	19.6%	22.8%
股价涨跌幅		140倍+	3倍+	2倍+
PE	10-15X	50-60X	25-30X	35-40X

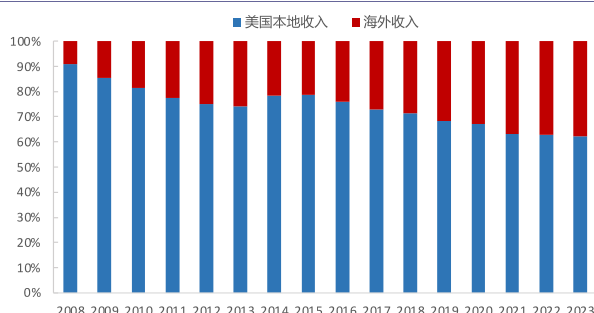
资料来源: Bloomberg, 太平洋证券研究院

2008-2014：海外拓增量、品类持续创新，业绩驱动市值增长。2008 年经历金融危机后美国能量饮料市场增速出现下滑，2012 年后逐步迈入个位数增长的成熟期。公司开始布局海外市场，利用可口可乐全球销售渠道优势，向西欧、中东、南美等地区扩张，海外市场增量拉动整体。同时，公司推出“能量饮料+X”系列，“X”包含果汁、咖啡、茶等，并推出符合健康化趋势的低糖、零卡系列产品，相比于红牛大单品策略，公司用更快的推新速度覆盖更广泛的年轻消费者。2008-2014 年公司收入 CAGR 为 16%，净利润 CAGR 为 28%，2014 年净利率由 2008 年的 10.5% 提升至 19.6%，至 2014 年公司以 44% 的市占率超过红牛。公司股价自 2009 年后逐步抬升，2014 年股价高点相较于 2008 年股价上涨超 3 倍，PE 由 50-60X 回归至 25-30X。

2015-至今：龙头地位稳定，可口可乐进一步赋能渠道，进入业绩稳增阶段，估值逐步提升稳在 35-40X 区间。2015 年 6 月可口可乐以 21.5 亿美元的价格收购 Monster 公司 16.7% 的股权，成为公司最大的股东，但保留其独立运营、保障核心管理层的稳定，与此同时公司纳入可口可乐旗下 NOS、Ultra 等能量饮料品牌，并将其非能量饮料业务出售给可口可乐，进一步加深合作，公司海外收入占比持续提升。同时，公司通过与可口可乐置换饮料品牌，毛利率持续攀升，通过轻资产运营模式净利率最高达到 30%。2015-2023 年公司收入 CAGR 为 12.8%，利润 CAGR 为 14.6%，净利率由 2015 年的 20.1% 提升至 22.8%，公司在美国能量饮料市场市占率稳定在 40% 以上，逐步与排名第二的红牛拉开差距。2015-2023 年公司股价上涨超过 2 倍，估值由 25-30X 提升至 35-40X 区间。

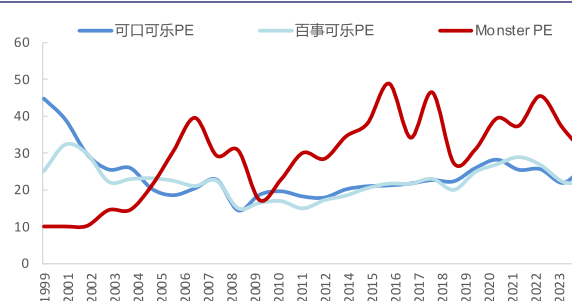
对标 Monster 来看，东鹏饮料正处于全国化扩张的第一阶段，2020-2023 年公司收入 CAGR 为 31.6%，其中省外收入 CAGR 达到 41.5%，占比提升 22.5pct 至 62.4%；净利率由 16.4% 提升至 18.1%。据欧睿统计，2023 年东鹏饮料市占率提升 9pct 至 25%，盈利水平以及公司在行业内的市场份额均稳步提升。同时，东鹏积极拓展第二成长曲线，持续推进产品创新以及品牌年轻化，扩展核心消费人群，因此公司有望享受更高估值溢价。远期估值中枢对标饮料龙头可口可乐，2023 年可口可乐收入、利润体量达到 457.5/107.0 亿美元，2013-2023 年 CAGR 分别为 -0.2%/+2.2%，公司业绩以及龙头位置趋于稳定后，估值稳定在 20-25X 左右。

图表74：Monster 海内外收入占比变化



资料来源：Monster 官网，太平洋证券研究院

图表75：Monster 与其他可比公司估值对比



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院

5、投资建议

(一) 关键假设：

(1) 东鹏特饮产品：从行业角度来看，中国目前处于人口结构变化及人均收入水平快速提升的早期阶段，居民对健康以及工作效率的要求日益提升，是驱动能量饮料发展的核心因素，未来中国能量饮料消费人群以及消费场景均有较大扩容空间。同时，龙头红牛受到内部官司影响，给到第二梯队突围的绝佳机会，后来者品牌中东鹏发展势头最强。目前公司正处于全国化拓展加速，2024H1 公司全国终端有效网点已超 360 万家，东鹏特饮大单品实现快速增长。同时，公司湘鹏正在产能爬坡阶段，津鹏未来两年有望实现逐步投产，为公司全国化发展提供充足的产能支撑。我们预计 2024-2026 年公司东鹏特饮实现收入分别为 138.2/169.8/206.4 亿元，分别同比增长 33.7%/22.9%/21.6%。2024 年公司主要原材料 PET 价格下行，加上收入保持快速增长趋势，规模

效应体现明显，预计 2024 年毛利率随之提升。未来随收入体量不断增加，加上公司拥有丰富的成本采购经验及较强的管控能力，预计未来规模效应持续增加，毛利率有望进一步提升，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 44.2%/44.6%/45.3%。

(2) 其他饮料：近年来公司积极进行多品类布局，相继推出补水啦、东鹏大咖生椰拿铁、乌龙上茶、海岛椰等产品，其中补水啦电解质水获得快速增长，随补水啦网点覆盖率的快速提升，2024 年预计补水啦收入有望突破 10 亿元，贡献新品主要增量，未来在公司优秀的渠道推动下实现放量增长。2024 年 H1 公司新品占比为 12.8%，其中补水啦占比达 6.1%，增长势头强劲。我们预计 2024-2026 年公司其他饮料收入分别为 19.8/31.0/43.3 亿元，分别同比 +116.4%/56.7%/39.5%。未来随新品销量持续提升，规模效应不断增强，预计在补水啦等新品放量的带动下，2024-2026 年公司其他饮料毛利率分别为 25.0%/26.0%/28.0%。

图表 76：东鹏饮料分业务收入预测表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	8,491.3	11,250.5	15,794.5	20,076.0	24,968.4
YoY	21.9%	32.5%	40.4%	27.1%	24.4%
营业成本	4,901.6	6,405.0	8,816.4	11,133.1	13,649.8
YoY	26.6%	30.7%	37.7%	26.3%	22.6%
毛利润	3,589.8	4,845.5	6,978.1	8,942.9	11,318.6
毛利率	42.3%	43.1%	44.2%	44.6%	45.3%
东鹏特饮					
营收	8,172.3	10,336.0	13,815.6	16,976.0	20,643.5
YoY	23.98%	26.5%	33.7%	22.9%	21.6%
占比	96%	92%	87%	85%	83%
营业成本	4,637.0	5,648.2	7,324.3	8,839.1	10,535.8
YoY	30.7%	21.8%	29.7%	20.7%	19.2%
毛利	3,535.3	4,687.8	6,491.3	8,136.9	10,107.6
毛利率	43.3%	45.4%	47.0%	47.9%	49.0%
其他饮料					
营收	319.0	914.5	1,978.9	3,100.0	4,325.0
YoY	-14.2%	186.6%	116.4%	56.7%	39.5%
占比	3.8%	8.1%	12.5%	15.4%	17.3%
营业成本	264.6	756.7	1,492.1	2,294.0	3,114.0
YoY	-18.2%	186.0%	97.2%	53.7%	35.8%
毛利率	17.1%	17.3%	25.0%	26.0%	28.0%

资料来源：太平洋证券研究院整理

(二) 盈利预测与估值

我们选择农夫山泉、康师傅、统一、香飘飘作为可比公司。考虑到东鹏正处于全国化扩张的早期阶段，省外网点覆盖率以及单点卖力均有较大提升空间，同时能量饮料的消费人群及场景也在逐步扩容，未来能量饮料前景广阔。公司新拓展行业高景气的补水啦电解质水产品，有望捕捉行业红利获得更高增量，实现向平台化公司转型愿景。同时，随东鹏特饮及重点新品销量快速提升，

规模效应不断增强，业绩有望实现更强增长弹性。我们预计 2024-2026 年实现收入 158/200/250 亿元，同比增长 40%/27%/24%，实现利润 30/39/50 亿元，同比增长 47%/30%/28%，对应 PE 为 38/29/23X。我们按照 2025 年业绩给 38 倍 PE，一年目标价 284.62 元，维持“买入”评级。

图表77：可比公司盈利预测表

可比公司	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)				PE (倍)				EPS(元/股)			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
东鹏饮料	218.0	20.4	30.0	38.9	49.8	55.6	37.8	29.1	22.8	3.9	5.8	7.5	9.6
均值	281.6	38.4	43.0	49.9	57.1	27.8	22.6	19.1	16.4	1.4	1.8	2.2	2.7
香飘飘	13.9	2.8	3.2	3.8	4.5	20.3	17.8	14.9	12.6	0.7	0.8	0.9	1.1
农夫山泉	30.1	120.8	127.6	147.4	167.5	24.9	23.6	20.4	18.0	1.2	1.3	1.5	1.7
康师傅控股	11.9	31.2	35.7	39.1	42.1	19.8	17.3	15.8	14.6	0.6	0.7	0.8	0.8
统一企业中国	7.8	16.7	18.4	20.1	21.8	18.4	16.7	15.3	14.1	0.4	0.5	0.5	0.6

资料来源：IFIND，太平洋证券研究院整理

6、风险提示

食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；新品推广不及预期；网点开拓不及预期。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,158	6,058	9,840	15,597	22,516
应收和预付款项	152	225	278	364	449
存货	394	569	756	955	1,178
其他流动资产	4,543	1,918	1,690	1,698	1,708
流动资产合计	7,246	8,769	12,563	18,615	25,851
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,232	2,916	3,279	3,607	3,892
在建工程	529	385	382	390	368
无形资产开发支出	357	485	575	668	765
长期待摊费用	28	33	33	33	33
其他非流动资产	8,723	10,891	14,909	20,969	28,216
资产总计	11,870	14,710	19,177	25,666	33,275
短期借款	3,182	2,996	3,841	4,628	5,272
应付和预收款项	651	915	1,229	1,552	1,911
长期借款	0	220	220	220	220
其他负债	2,973	4,255	5,558	7,043	8,669
负债合计	6,805	8,386	10,848	13,443	16,073
股本	400	400	640	640	640
资本公积	2,080	2,080	1,840	1,840	1,840
留存收益	2,599	3,838	5,852	9,745	14,725
归母公司股东权益	5,065	6,324	8,329	12,223	17,202
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	5,065	6,324	8,329	12,223	17,202
负债和股东权益	11,870	14,710	19,177	25,666	33,275

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	2,026	3,281	4,517	5,658	6,905
投资性现金流	-3,336	-758	-577	-687	-630
融资性现金流	1,764	-1,058	-168	787	644
现金增加额	439	1,437	3,782	5,757	6,919

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,505	11,263	15,795	20,076	24,968
营业成本	4,905	6,412	8,816	11,133	13,650
营业税金及附加	93	121	171	217	270
销售费用	1,449	1,956	2,685	3,413	4,260
管理费用	256	369	474	602	760
财务费用	41	2	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	70	142	151	208	261
公允价值变动	13	29	0	0	0
营业利润	1,854	2,588	3,809	4,938	6,312
其他非经营损益	-18	-9	0	0	0
利润总额	1,836	2,579	3,809	4,938	6,312
所得税	395	539	806	1,044	1,333
净利润	1,441	2,040	3,002	3,893	4,980
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1,441	2,040	3,002	3,893	4,980

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	42.33%	43.07%	44.18%	44.55%	45.33%
销售净利率	16.94%	18.11%	19.01%	19.39%	19.94%
销售收入增长率	21.89%	32.42%	40.24%	27.11%	24.37%
EBIT 增长率	31.79%	33.34%	57.40%	29.64%	27.84%
净利润增长率	20.75%	41.60%	47.19%	29.68%	27.89%
ROE	28.44%	32.26%	36.05%	31.85%	28.95%
ROA	12.14%	13.87%	15.66%	15.17%	14.96%
ROIC	17.01%	19.79%	24.02%	22.66%	21.84%
EPS(X)	3.60	5.10	5.77	7.49	9.58
PE(X)	49.40	35.79	38.22	29.47	23.05
PB(X)	14.05	11.54	13.78	9.39	6.67
PS(X)	8.37	6.48	7.27	5.72	4.60
EV/EBITDA(X)	35.20	26.13	25.92	19.30	14.33

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5% 以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15% 以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于 -15% 以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。