



增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料乳品
当前价格(元)：241.13

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

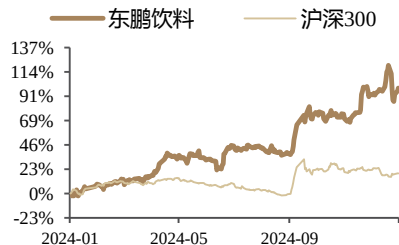
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.00	13.80	12.87
相对涨幅(%)	5.42	17.73	15.48

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《东鹏饮料（605499.SH）：业绩持续高增，多元布局显成效》，2024.10.31
- 《东鹏饮料（605499.SH）：业绩高增延续，第二曲线亮眼》，2024.9.1
- 《东鹏饮料（605499.SH）：业绩高增延续，产品矩阵多元发展》，2024.4.15

东鹏饮料（605499.SH）：乘时好风起，万里东鹏飞

投资要点

- 东鹏饮料：三十年深耕，扬帆平台化。**公司发展初期聚焦核心大单品东鹏特饮，后基于已有渠道网络及研发优势不断拓展新品类，公司产品矩阵以能量饮料为核心，RTD 咖啡、电解质饮料、无糖茶、预调鸡尾酒、植物蛋白饮料为战略协同，形成全面均衡的产品矩阵，2019-23 年公司在“1+6”多品类战略下营业收入由 42.1 亿增长至 112.6 亿，期间复合增速达 27.9%；2024Q1-3 公司营业收入同比+45.3%至 125.58 亿元，公司逐步从单一品类向多品类的综合性饮料集团稳步发展。
- 东鹏特饮领航，能力禀赋出众，迈步走向全国。**能饮行业：根据欧睿数据 2023 年我国能量饮料规模为 575.65 亿元，2021 年人均消费量仅为 1.9 升，对比美国、泰国等海外消费市场的人均消费量仍有差距，在年轻市场挖掘中具有扩容空间。公司禀赋：（1）深耕渠道，精准营销：2024H1 公司销售网络覆盖 360 万家活跃门店，同比增长 9.09%。打造“累困”第一联想，进一步强化“国货”认知。2024Q1-Q3 东鹏特饮营收 105.51 亿元，同比增长 31.43%，市场份额创新高。（2）数字化驱动运营：公司通过智能管理平台形成 F2B2B2C 全链路数智化运营，累计触达不重复消费者 2.1 亿，成功实现数字化转型，为企业发展提供动力。（3）全国化战略拓展：东鹏饮料已在全国建立 12 个生产基地，覆盖广东、华东、华中、西南等市场，2024Q1-3 非广东市场营收达 73.29 亿元，同比增长 55.11%，我们预计到 2026 年，非广东市场营收有望达到 206.2 亿元。（4）短期全国化战略有望带动非广东市场动销高增，2026 年预计实现营收 206.2 亿元；中期来看，公司尝试出海东南亚，提升东鹏特饮品牌影响力；长期东鹏有望对标海外能饮龙头 Monster，拓展产品消费市场边界，力争国际能饮巨头。
- 构建多元矩阵，成长空间打开。**公司积极推行多品类战略，形成“1+6+N”多元化产品矩阵。（1）第二曲线东鹏补水啦精准定位“汗点”场景，推出多口味及多种规格满足消费者多元化需求，通过外包装升级提高品牌辨识度，2024Q1-3 补水啦营收 12.11 亿元，同比+292%，营收占比 9.66%。（2）公司重点培育东鹏大咖、VIVI 鸡尾酒等高景气度赛道单品，成长空间打开，2024Q1-3 公司其他品类营收 20.23 亿元，同比+216%，营收占比 16.14%。
- 出海战略落地，迈步走向全球。**随着经济增长和中产阶级崛起，东南亚消费者对功能性饮品的需求持续上升，预计 2025 年东南亚能量市场规模有望达到 26.36 亿美元。东鹏计划在印尼设立生产基地，通过入驻 Shopee、711 等本土电商及线下渠道推动本地化生产销售。未来，东鹏饮料有望加速在东南亚市场的渗透，进一步提升品牌影响力，为全球化战略奠定基础。
- 投资建议：**我们认为东鹏作为国内软饮料龙头企业，长期积淀的产品、品牌与渠道优势已构建坚实护城河，能量饮料基本盘有望保持稳健增长；同时第二曲线电解质饮料快速成长，市占率不断提升，带动公司盈利能力改善；未来无糖茶、RTD 咖啡、植物蛋白饮料等新兴品类渗透率的提升仍可期。公司全国化战略成效显著，同时持续探索海外业务，中长期业绩空间有望打开。预计公司 2024-26 年营业收入有望分别实现 161.6/206.8/251.8 亿元，同比+43.5%/+28.0%/+21.7%；实现归母净利润 32.8/42.8/53.1 亿元，对应增速分别达+61.0%/+30.5%/+23.9%；截至 2025 年 1 月 16 日，对应 PE 分别为 37X/28X/23X，维持“增持”评级。
- 风险提示：**原辅材料价格波动风险，行业竞争加剧，新品推广不及预期，地缘政治风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	520.01		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	520.01	营业收入(百万元)	8,505	11,263	16,158	20,683	25,178
52 周内股价区间(元):	122.66-276.96	(+/-)YOY(%)	21.9%	32.4%	43.5%	28.0%	21.7%
总市值(百万元):	129,951.25	净利润(百万元)	1,441	2,040	3,284	4,284	5,307
总资产(百万元):	19,909.54	(+/-)YOY(%)	20.8%	41.6%	61.0%	30.5%	23.9%
每股净资产(元):	13.51	全面摊薄 EPS(元)	2.77	3.92	6.31	8.24	10.21
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	42.3%	43.1%	44.5%	45.0%	45.2%
		净资产收益率(%)	28.4%	32.3%	71.6%	48.3%	37.4%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

投资五要素	7
核心逻辑	7
盈利预测与投资建议	7
区别于市场的观点	7
股价表现的催化因素	7
主要风险	7
1. 软饮龙头稳中有进，多元化布局成效显著	8
1.1. 发展历程：深耕饮品三十年，东鹏展翅待腾飞	8
1.2. 主营业务：贯彻多品类战略，打造特色产品矩阵	9
1.3. 内部管理：公司组织架构完善，股权激励赋能创新	10
1.4. 财务分析：业绩稳步增长，效率不断提升	11
2. 持续深耕东鹏特饮，打造百亿大单品	13
2.1. 行业发展：能饮市场方兴未艾，头部集聚逐鹿蓝海	13
2.2. 公司竞争力：创新营销双管齐下，品牌符号深入人心	15
2.2.1. 产品端：特饮系列不断推新，扩大消费基本面	15
2.2.2. 数字化：数智化助力科学决策，高效精准捕捉消费动向	16
2.2.3. 营销端：打造立体化营销矩阵，巩固“累困”第一联想	18
2.3. 未来展望：北方市场有望高增，长期对标海外龙头	19
3. 加速布局高景气赛道，多元化战略成效渐显	22
3.1. 电解质饮料：电解质水需求打开，补水啦业绩高增	22
3.2. 无糖茶：无糖茶饮极具潜力，市场竞争日趋激烈	24
3.3. RTD 咖啡：短期市场集中度高，长期发展势头强劲	26
3.4. 培育中产品：捕捉年轻化消费需求，创新引领健康潮流	27
4. 国内外多重布局，出海探索迎新机	28
4.1. 东南亚市场：能饮消费潜力深厚，多层优势助力品牌腾飞	28
4.1.1. 行业概况：市场消费持续增长，渗透率持续提升	28
4.1.2. 竞争格局：市场整体高度集中，海外巨头占据大部分市场份额	31
4.1.3. 发展趋势：消费者重视可持续性，能量饮料功能与性价比并重	31
4.2. 公司布局：本土化差异化逐步推行，出海战略加速落地	32
5. 盈利预测与投资建议	33
5.1. 盈利预测	33

5.2. 投资建议	34
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 公司历史沿革	8
图 2: 东鹏 1+6+N 产品矩阵	9
图 3: 东鹏特饮历年营业收入及增速	9
图 4: 公司主营业务分产品收入结构	9
图 5: 公司股权结构 (截止 2024Q3)	10
图 6: 2019 年股权激励情况	11
图 7: 2019-2024Q1-3 公司营业收入及增速	11
图 8: 2019-2024Q1-3 公司归母净利润及增速	11
图 9: 2019-2024Q1-3 公司毛利率、净利率	12
图 10: 2019-2024Q1-3 公司费用率情况	12
图 11: 2013-2028E 中国能量饮料市场规模及增速 (销量)	13
图 12: 2013-2028E 中国能量饮料市场规模及增速 (销售额)	13
图 13: 2015-2020 年中国软饮料细分市场复合增长率	13
图 14: 2009-2023 年中国糖尿病患病率、死亡率	13
图 15: 2022 年中国能量饮料消费群体	14
图 16: 2012-2023 年中国运力需求稳中有进	14
图 17: 2021 年各国能量饮料人均消费	14
图 18: 2018-2023 年中国各能量饮料品牌市场份额	15
图 19: 东鹏特饮与红牛维生素功能饮料外包装对比	15
图 20: 我国能量饮料消费场景更加丰富多元	16
图 21: 东鹏特饮系列产品不同包装、规格对比	16
图 22: 东鹏数字化营销体系成熟	16
图 23: 基于盖内码“扫码得红包”活动	17
图 24: 箱码、盖内码一体化转型升级	17
图 25: 东鹏数字化营销系统覆盖产业全链路	18
图 26: 东鹏五码合一逻辑	18
图 27: 2019-2023 年公司销售人员数量及创收	19
图 28: 2019-2023 年公司分渠道销售收入结构	19
图 29: 公司营销面向年轻化群体	19

图 30: 2019-2024Q1-3 公司分地区营收 (亿元) 及增速	19
图 31: 2018-2023 年公司产能利用率	20
图 32: 公司现有产能布局 (截止 2024Q3)	20
图 33: 2019-2023 年 Monster 营收及增速	21
图 34: 2014-2023 年全球能量饮料市场竞争格局	21
图 35: 魔爪具有多种风味	22
图 36: 魔爪基于街头文化进行营销	22
图 37: 2013-2028E 中国运动饮料市场规模及平均吨价 (销售额)	23
图 38: 2013-2028E 中国运动饮料市场规模与增速 (销售量)	23
图 39: 2022 年中国饮料行业重点品类市场规模同比增速	23
图 40: 中国各电解质饮料品牌入局时间	24
图 41: 2024Q3 电解质饮料产品市场份额同比增减变化	24
图 42: 东鹏补水啦分地区市场份额	24
图 43: 2010-2027E 中国无糖茶饮料市场规模及增速	25
图 44: 2022 各国无糖茶在茶饮料中占比	25
图 45: 无糖茶分价格带的消费者接受度	25
图 46: 无糖茶的消费者年龄分布	25
图 47: 2013-2028E 中国 RTD 咖啡市场规模及增速	26
图 48: 2022-2023 年咖啡子类目市场份额	26
图 49: 2018-2023 年连锁咖啡店数量及增速	26
图 50: 连锁咖啡店分城市等级的覆盖度	26
图 51: 东鹏大咖分地区市场份额	27
图 52: VIVI 鸡尾酒	27
图 53: 东鹏海岛椰	27
图 54: 2020-2028E 中国植物基饮料市场规模及增速	28
图 55: 2019-2025 年东南亚地区能量饮料市场规模 (销售额)	29
图 56: 2019-2025 年东南亚地区能量饮料市场规模 (销量)	29
图 57: 截止 2024 年 6 月各国食品饮料线上销售占比	30
图 58: 截止 2024 年 6 月印度尼西亚细分类目销售情况	30
图 59: 2021 年东南亚人口年龄结构	30
图 60: 2019-2025 年东南亚地区人口数量及增速	30
图 61: 2021 年亚太地区消费者对产品性价比关注度	32
图 62: 2024 年巴黎奥运会东鹏携手央视深度合作	32

图 63: 2024 年补水啦赞助羽毛球顶级赛事汤尤杯	32
图 64: 印度尼西亚部分销售渠道	33
表 1: 公司核心高管	10
表 2: 主要能量饮料产品成分对比	16
表 3: 东鹏形成立体化营销矩阵	18
表 4: 2019-2023 年分区域经销商单点产出及增速	20
表 5: 特殊饮料细分赛道对比	22
表 6: 中国无糖茶产品对比	25
表 7: 全球产业转移中产业承接趋势 (亿美元)	29
表 8: 2023 年东南亚地区能量饮料品牌竞争格局	31
表 9: 各品牌产品营养素含量对比	31
表 10: 东鹏饮料盈利预测 (百万元, %)	34
表 11: 可比公司估值	34

投资五要素

核心逻辑

公司历经多阶段发展，目前已成功构建“1+6+N”产品矩阵，未来有望在品类发展与全球市场拓展中实现业绩持续增长。东鹏特饮凭借差异化产品、以及数字化与立体化营销，市场份额稳步提升，全国化布局持续推进，长期有望对标海外龙头拓展全球市场。第二曲线电解质饮料“补水啦”增长迅猛，无糖茶、RTD咖啡等新兴品类积极布局并初见成效，培育中的 VIVI 鸡尾酒和海岛椰等产品前景可期。公司在国内竞争激烈的饮料市场中持续领跑的同时，进一步将目光瞄准海外市场，通过印尼设厂等举措加速海外市场布局，我们认为公司在竞争格局尚不清晰、市场发展处于初期的东南亚市场有望开辟出全新增长曲线。

盈利预测与投资建议

受益于公司全国化战略推进与销售渠道网络不断完善，2024Q1-3 东鹏特饮营收同比+31.43%至 105.51 亿元，其他饮料营收同比+216%至 20.23 亿元，其中补水啦营收同比+292%至 12.11 亿元。我们认为东鹏作为国内软饮料龙头企业，长期积淀的产品、品牌与渠道优势已构建坚实护城河，能量饮料基本盘有望保持稳健增长；第二曲线电解质饮料快速成长，未来其他新兴品类渗透率提升仍可期待。此外，公司全国化战略成效显著，开始逐步探索出海业务，中长期业绩空间有望打开。我们预计公司 2024-26 年营收分别为 161.6/206.8/251.8 亿元，同比+43.5%/+28.0%/+21.7%；归母净利润 32.8/42.8/53.1 亿元，同比+61.0%/+30.5%/+23.9%；截至 2025 年 1 月 16 日，对应 PE 分别为 37X/28X/23X，维持“增持”评级。

区别于市场的观点

公司作为国内能量饮料龙头企业，在产品、渠道及营销层面兼具优势。本篇文章重点在于对公司全产品矩阵的展望及海外市场巨大潜力的探讨。随着东鹏特饮大单品的跑通，公司不断复用渠道、营销及数字化能力，第二曲线迅速成长，潜力长足。此外，公司在印尼建设生产基地，一方面可以更为贴近市场并进一步降低生产成本，另一方面公司有望迅速响应当地市场需求、打响品牌知名度，在竞争格局尚不清晰的印尼市场抢占市场份额，打开业绩增长天花板。

股价表现的催化因素

第一，国家继续发布措施推动消费提振，第二曲线电解质水成长贡献营收。

第二，东南亚生产基地建设进展顺利，东南亚市场拓展落地贡献业绩。

主要风险

第一，原辅材料价格波动风险。

第二，行业竞争加剧风险。

第三，新品推广不及预期风险。

第四，地缘政治风险。

1. 软饮龙头稳中有进，多元化布局成效显著

1.1. 发展历程：深耕饮品三十年，东鹏展翅待腾飞

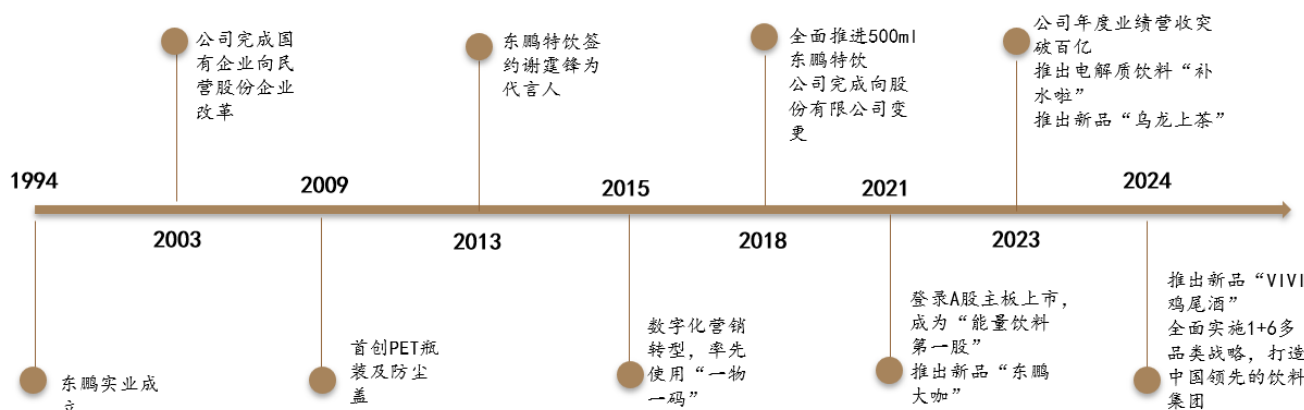
品牌化全国化双管齐下，多类产品全面开花。1994 年东鹏饮料正式成立，自此深耕饮品行业三十年，不断强化终端网点的开拓与精耕，输出民族品牌形象强化产品定位，产品也从单一的东鹏特饮发展为“1+6 全品类”产品矩阵。2023 年东鹏饮料营收 103 亿元，成为唯一一个百亿级本土能量饮料品牌，回溯其发展历史，我们认为公司发展过程可分为三个阶段：

东鹏初创，明确定位(1994-2009)：1994 年东鹏饮料厂改制，东鹏实业成立，1998 年公司能量饮料产品东鹏特饮获得卫生部颁发的《保健食品批准证书》，产品获得官方认可。2003 年以林木勤为核心的二十余名员工筹资受让产权，公司完成国有企业民营股份制企业改制。2009 年东鹏特饮首创 PET 塑料瓶包装及防尘盖专利设计，打破罐装产品的市场局限，通过差异化包装迅速打开市场。

打造爆品，扬帆起航(2010-2022)：2013 年公司开启品牌化与全国化拓展之路，同年东鹏特饮签约谢霆锋为代言人；2015 年公司进行数字化营销转型，率先使用“一物一码”打通销售全链路。2018 年公司全面推进 500ml 东鹏特饮，2019 年东鹏特饮在全国市占率达 15%，实现国内能量饮料市场中份额第二。2021 年开始公司积极进行品类拓展，推出新品“东鹏大咖”，同年上市成为“能量饮料第一股”，借助上市契机与热播剧广告植入等新媒体营销方式提高品牌美誉度，当年营收同比增长 40.72%至 69.78 亿元，销售额市场份额提升至 23.40%，行业地位逐步提升，市场份额稳步拓展。

一体多面，纵深发展(2023-至今)：2023 年公司以打造多品类饮料集团这一战略目标为导向，围绕全面实施多品类战略，推出电解质饮料“补水啦”与低糖茶饮“鹏友上茶”；同年东鹏特饮 500ml 瓶装饮料在中国市场饮料单品 SKU 中排名第三，公司年度营收破百亿，成为行业领头羊。2024 年公司新品类在细分市场逐渐获得渠道与消费者认同，占比贡献开始显现，2024Q1-3 东鹏补水啦实现的收入同比增长 291.91%至 12.11 亿元，销售占比由 3.58%提升至 9.66%，公司第二曲线初现雏形。我们相信公司凭借丰富的产品矩阵及成熟的营销管理能力，有望不断创造爆品实现增长，成为中国领先的饮料集团。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司招股书，东鹏特饮微信公众号，德邦研究所

1.2. 主营业务：贯彻多品类战略，打造特色产品矩阵

平台型企业初现雏形，多品类战略稳步推进。经过二十余年的积淀与发展，公司核心产品东鹏特饮作为在中国本土发展起来的民族饮料品牌受到渠道经销商的大力推崇以及终端消费者的喜爱，据尼尔森 IQ 公开发布的数据，2023 年东鹏特饮在中国能量饮料市场中销量/销售额市占率分别位列全国第一/第二。同时，后疫情时代消费者愈发关注饮料产品的运动、健康等功效性属性，魔镜洞察数据显示，2023 年电解质、益生元、膳食纤维三大功效成分线上增速均超 300%，公司顺势推出电解质饮料“补水啦”等产品抢占市场；2024 年公司全面推行多品类战略，已有品类在包装、规格和口味等多方面迭代更新，为未来广大消费者提供兼具性价比与满足多元化需求的优质产品；同时新推出“VIVI 鸡尾酒”及植物蛋白饮品“海岛椰椰汁”，持续完善多品类产品矩阵，拓宽业务边界。

图 2：东鹏 1+6+N 产品矩阵



资料来源：公司官网，德邦研究所

积极布局东鹏“能量+”，产品结构持续优化。据公司公告和尼尔森 IQ 公开发布的数据，2019-23 年公司核心品类东鹏特饮营收从 40 亿元增长至 103 亿元，年均复合增速达 27%，2023 年在中国能量饮料市场中的销售量市占率达到 43.02%，排名第一；其中 500ml 东鹏特饮按销售额排名已成为中国饮料市场单品 SKU 第三位。多品类发展来看，补水啦、东鹏大加等新品持续发力，2024Q1-3 年补水啦销售收入同比增长 291%，除特饮外其他饮料的总收入占比从 2022 年的 3.76% 上升至 2024Q1-3 年的 16.14%，第二曲线已见成效，基本盘稳健与第二曲线高速增长共同助力平台型企业搭建。

图 3：东鹏特饮历年营业收入及增速

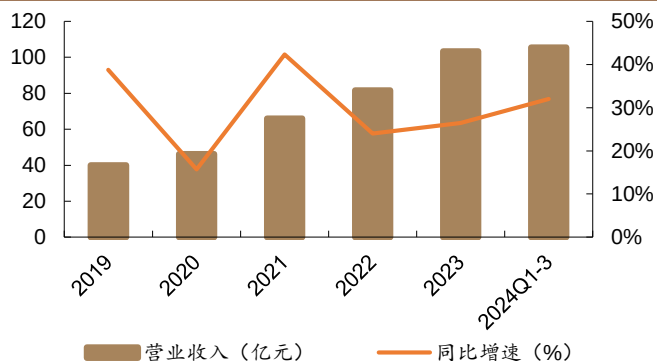
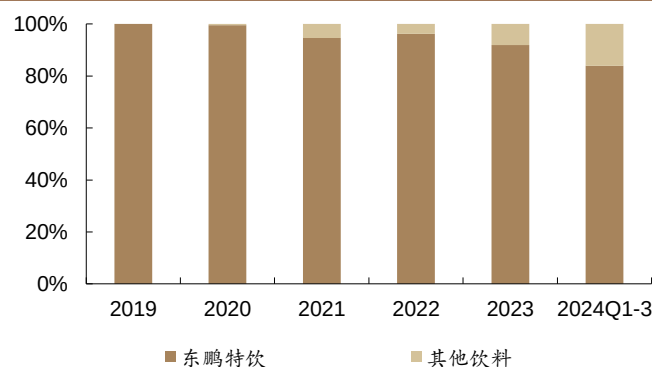


图 4：公司主营业务分产品收入结构



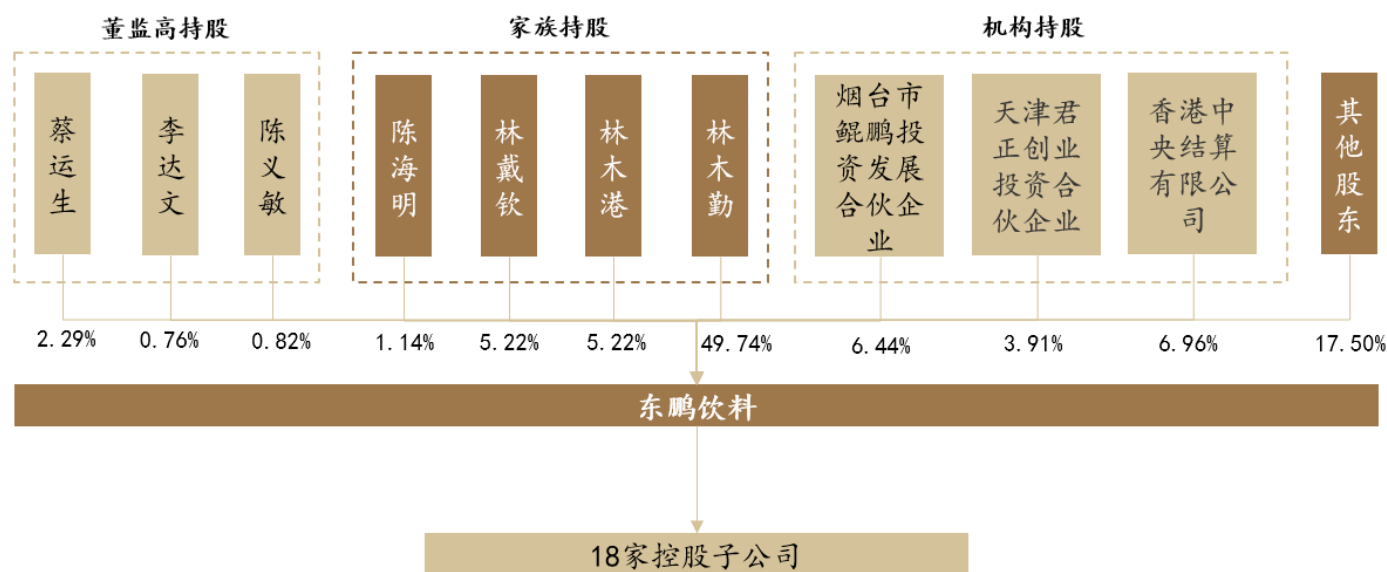
资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 内部管理：公司组织架构完善，股权激励赋能创新

股权结构高度集中,利于长期发展。公司董事长、总裁林木勤直接持股 49.74%，为公司实控人；公司董事、执行总裁林木港与林木勤为兄弟关系，前任公司董事林戴钦与林木勤为叔侄关系，二者均持有公司 5.22%的股权；林木勤配偶陈惠玲的兄弟陈海明持股 1.14%，四人直接持有公司 61.32%的股权，家族股权高度集中，管理垂直度高，利于公司决策施行。

图 5：公司股权结构（截止 2024Q3）



资料来源：公司官网，ifind,德邦研究所
注：控股子公司数据截止 2024 年中报

核心高管行业积淀深厚，助力东鹏可持续发展。公司董事长林木勤 1997 年便加入公司并与东鹏深度绑定，深耕饮品行业三十余年。公司品牌负责人蒋薇薇曾在上海平成竞介广告与昌荣传媒任职，全国营销本部负责人卢义富曾担任竞品加多宝的营销中心总经理，在打造品牌符号方面具有独特优势。公司董事刘美丽曾任太原化学工业集团公司有机化工厂工程师，在产品设计方面经验丰富。公司核心管理层在多行业积淀深厚，助力东鹏饮料纵深发展。

表 1：公司核心高管

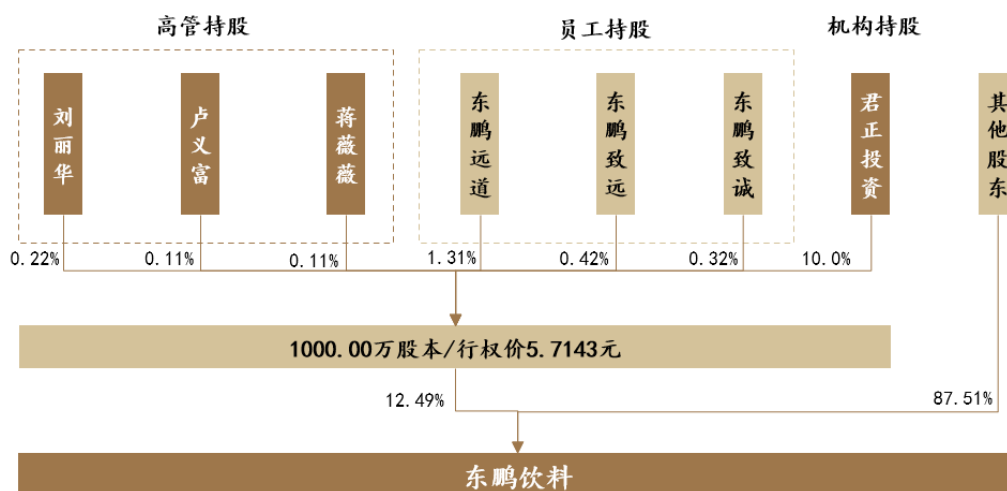
核心高管	职务	出生时间	履历	持股情况（截止 2023 年年报）
林木勤	公司董事长、集团总裁	1964 年	1988 年 4 月至 1997 年 3 月任深圳奥林天然饮料有限公司部门经理；1997 年 3 月至 2003 年 9 月任深圳市东鹏饮料实业公司副总经理；2003 年 10 月至今任东鹏饮料董事长、总裁。	49.74%
林木港	董事、集团执行总裁	1970 年	2001 年 3 月至 2003 年 9 月任深圳市东鹏饮料实业公司营销计划中心总经理，2003 年 10 月至今，任东鹏饮料执行总裁及执行董事。	5.22%
刘美丽	董事、集团副总裁	1970 年	1991 年 7 月至 2000 年 8 月就职于太原化学工业集团公司；2000 年 8 月至 2003 年 9 月就职于东鹏实业；2003 年 10 月至 2019 年 4 月任东鹏饮料及其前身董事并历任综合办主任、副总经理；2019 年 4 月至今任东鹏饮料董事、副总裁。	0.48%
蒋薇薇	品牌发展中心负责人、集团副总裁	1980 年	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。	0.10%

全国营销本部 卢义富 负责人、集团 副总裁	1972 年	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本部总经理。2024 年 2 月 1 日起任东鹏饮料董事。	0.09%
彭得新 财务总监	1976 年	2003 年 2 月-2021 年 10 月先后担任东鹏饮料财务部长、东鹏饮料（集团）股份有限公司财务副总监，2021 年 10 月至今任集团财务总监。	0.56%

资料来源：公司官网，ifind，德邦研究所

建立股权激励长效机制，内生动力赋能东鹏发展。2019 年公司通过股权激励方案进行第四次增资，建立员工、股东与公司共同发展的长效机制。此次增资员工共持有 1000 万股，其中，刘丽华、卢义富、蒋薇薇核心高管通过直接持股方式参与股权激励，持股占比 0.44%；公司中高层以上技术骨干、经营骨干等通过东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚员工持股平台参与股权激励，持股占比 2.05%。股权激励激发员工创收积极性，赋能公司持续发展。

图 6：2019 年股权激励情况



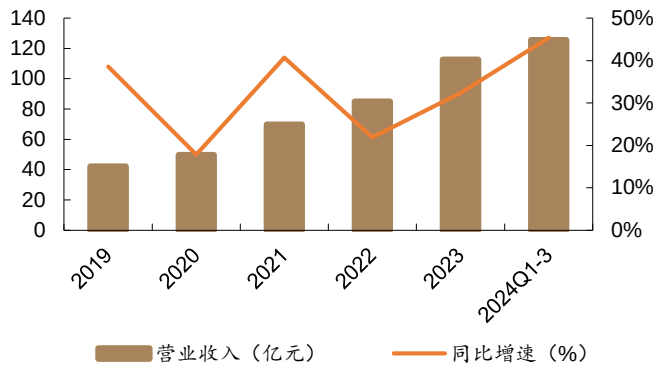
资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

1.4. 财务分析：业绩稳步增长，效率不断提升

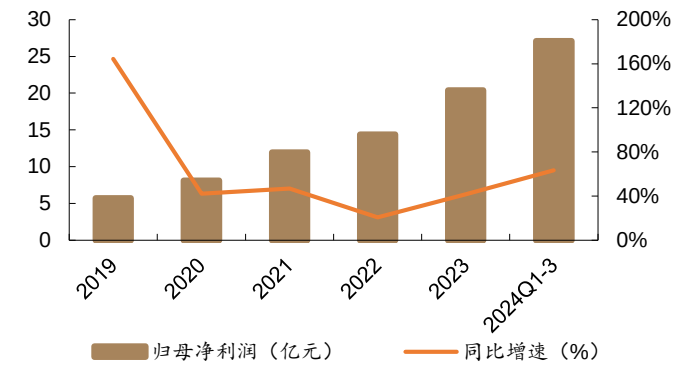
收入增长稳中向好，利润释放增速更快。2019-2023 年公司营业收入由 42.1 亿增长至 112.6 亿，期间复合增速达 27.9%；2024Q1-3 公司营业收入同比+45.3%至 125.58 亿元，公司贯彻多品类与全国化战略赋能营收增长，同时持续精耕广东地区稳固基本盘。利润端来看，公司归母净利润由 2019 年的 5.7 亿元增长至 2023 年的 20.4 亿元，期间复合增速达 37.5%；2024Q1-3 受益于原材料价格下降，归母净利润同比+63.5%至 27.07 亿元。

图 7：2019-2024Q1-3 公司营业收入及增速

图 8：2019-2024Q1-3 公司归母净利润及增速



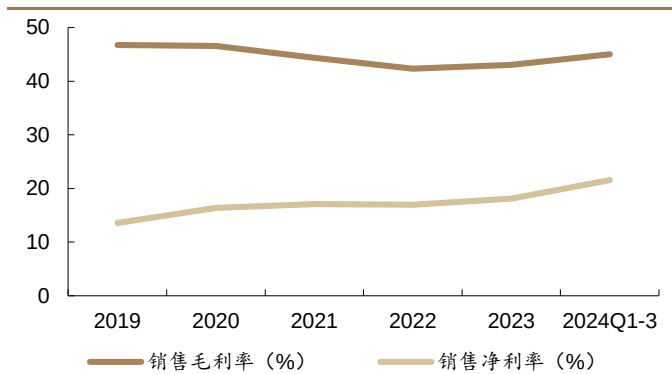
资料来源：公司历年年报，公司 2024 年三季报，德邦研究所



资料来源：公司历年年报，公司 2024 年三季报，德邦研究所

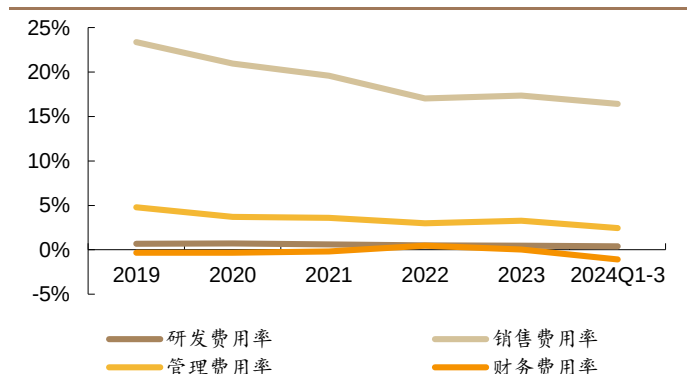
盈利能力持续提升，费用管理逐年优化。2019-2022 年公司毛利率由 46.74% 下滑至 42.33%，主要系大宗原材料聚酯切片采购价及白砂糖均价上涨影响；2023 年受益于聚酯切片、纸箱等原材料采购价下滑，公司毛利率较 2022 年提升 0.74pct；2024Q1-3 毛利率继续提升至 45.05%，整体看公司毛利率虽受当年成本影响，但整体仍较为稳定。公司净利率在费控能力提升的基础上整体保持稳中有升的态势，从 2019 年的 13.56% 增长到 2023 年的 18.11%。在公司控费增效能力支撑下，虽然全国化战略下公司增加销售人员、加大冰柜投入而造成销售、管理费用增加，但收入增长效应显著使整体销售费用率由 2019 年的 23.37% 下降至 2024Q1-3 的 16.42%；2024Q1-3 公司研发/管理/财务费用率分别为 0.40%/2.44%/-1.07%，整体费控能力较强。

图 9：2019-2024Q1-3 公司毛利率、净利率



资料来源：公司历年年报，公司 2024 年三季报，ifind，德邦研究所

图 10：2019-2024Q1-3 公司费用率情况



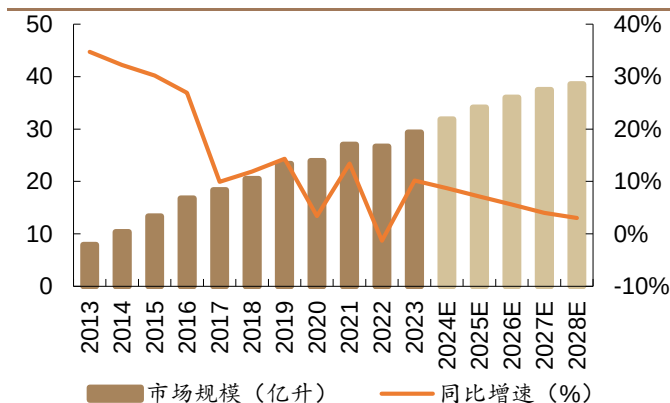
资料来源：公司历年年报，公司 2024 年三季报，ifind，德邦研究所

2. 持续深耕东鹏特饮，打造百亿大单品

2.1. 行业发展：能饮市场方兴未艾，头部集聚逐鹿蓝海

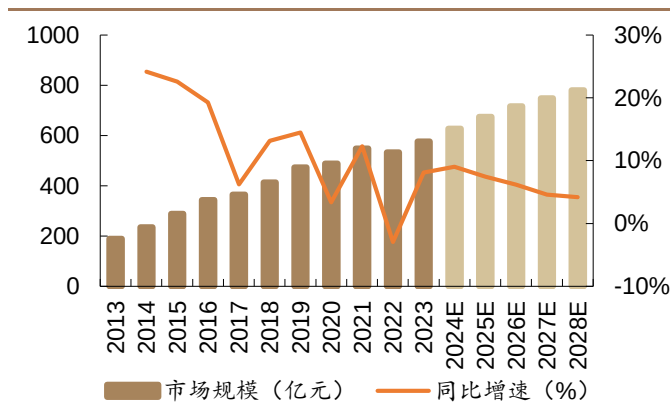
市场规模快速扩张，细分赛道未来可期。根据欧睿数据，2013-2023 年中国能量饮料市场规模由 189.2 亿元增长至 575.7 亿元，期间复合增速达 11.8%，2020-2022 年受疫情影响大型体育赛事等活动的取消使得能量饮料消费场景减少，市场规模增速放缓甚至出现下滑，2023 年恢复正常活动后当年我国能量饮料市场销量/销售额分别同比+10.2%/+8.1%，行业增长潜力释放。近年来游戏电竞、音乐节等娱乐活动兴起，消费群体年轻化与消费场景的转变带来更多的市场机会，预计 2023-2028 年销售额/销量年均复合增速分别为 6.3%/5.6%，销售量快速增长将为市场扩容主要推动力，2028 年我国能量饮料市场规模预计达到 780 亿元。

图 11：2013-2028E 中国能量饮料市场规模及增速（销量）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

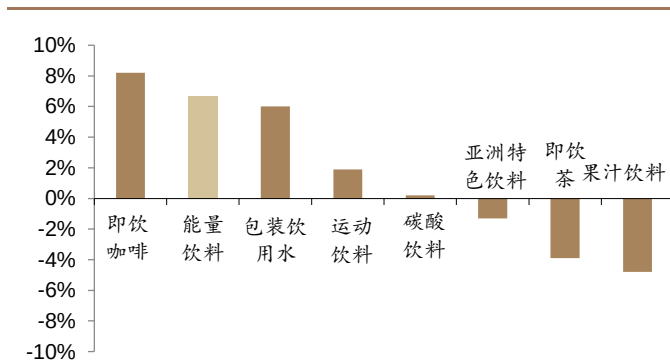
图 12：2013-2028E 中国能量饮料市场规模及增速（销售额）



资料来源：Euromonitor,德邦研究所

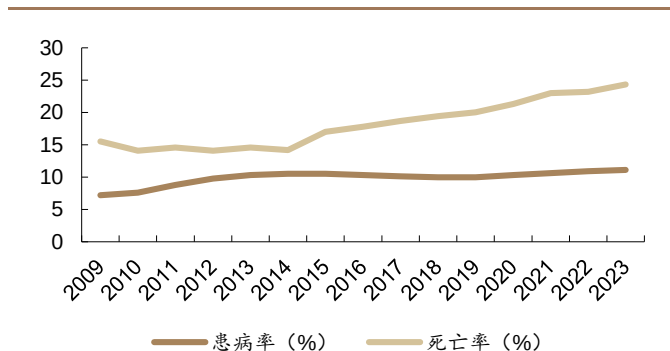
亚健康呈现年轻态，健康导向驱动能饮消费。现阶段中国亚健康人群呈现年轻化趋势，据国家人口健康科学数据中心和华经产业研究院，2008-2021 年我国 25-34 岁亚健康人口占比由 27.4%提升至约 57.0%；据欧睿数据，2009-2023 年中国糖尿病患病率由 7.2%上升至 11.1%，死亡率由 15.5%上升至 24.3%。肥胖、超重带来的疾病高发使饮料产品的运动、健康等功效性属性已成为消费者在日常选购饮料时日益关注的因素，据 2021 年普华永道报告，消费者饮料关注指数中成分/配料/原料位居第二。消费者健康意识的增强为饮料行业与健康概念的细分市场带来新的增长红利，2015-2020 年中国软饮料细分市场中，营养成分更加丰富的能量饮料的复合增速达 6.7%，仅次于即饮咖啡。

图 13：2015-2020 年中国软饮料细分市场复合增长率



资料来源：36kr,欧睿咨询，前瞻产业研究院，德邦研究所

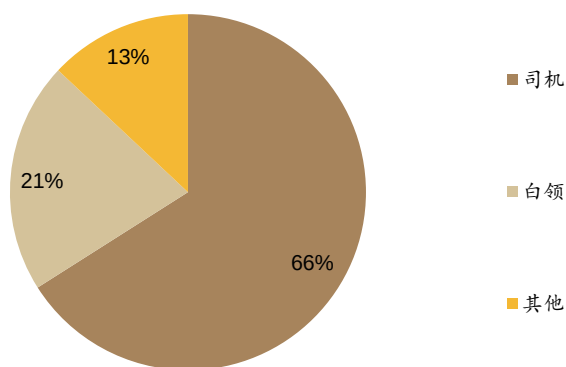
图 14：2009-2023 年中国糖尿病患病率、死亡率



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

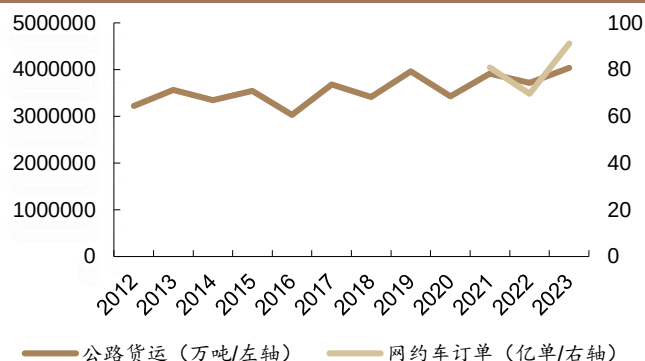
路上消费中流砥柱，多元化需求成效渐显。能量饮料发展初期消费场景集中于重体力劳动等疲劳场景，以长途运输司机为代表的蓝领群体构成了消费基本盘，据头豹研究院《2022 中国能量饮料行业概览》，2022 年能量饮料消费群体中司机占比 66%；同时，快递、外卖网约车等行业的兴起令能量饮料刚性消费群体不断扩容，支撑巩固行业发展。随着中国经济高速发展，大众消费者对能量饮料的认知和接受度显著提升，消费方式也由过去的场景消费转向日常性习惯消费，2024 年上半年东鹏特饮的扫码人群已呈现年轻化和白领化的趋势，职业分布出现了互联网、广告、教培等白领群体，产品渗透率不断提升也意味着消费认知的改变。此外，部分能饮品牌增加电竞赛事、音乐节的广告植入，不断触达潜在消费群体，我们认为在消费人群的不断扩容下行业增长的助推力强劲且持久稳定。

图 15：2022 年中国能量饮料消费群体



资料来源：头豹研究院《2022 中国能量饮料行业概览》，德邦研究所

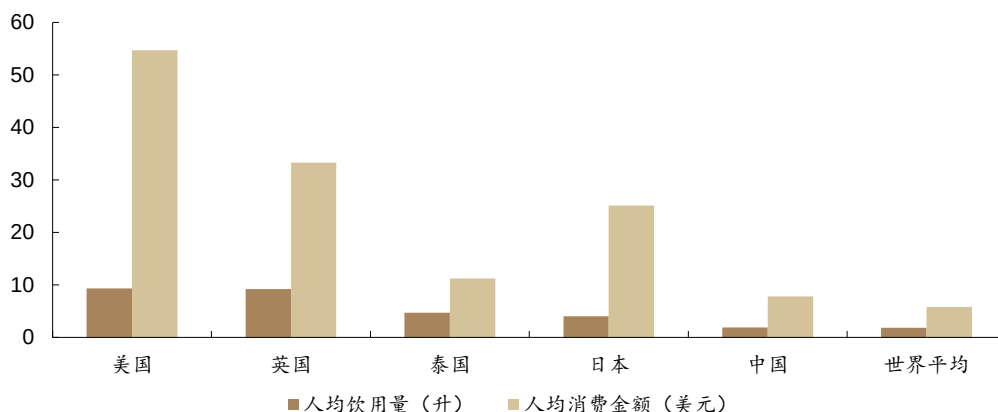
图 16：2012-2023 年中国运力需求稳中有进



资料来源：ifind，德邦研究所

我国能饮消费水平较低，人均份额有望提升。我国在能量饮料板块起步较晚，根据欧睿数据，2021 年我国能量饮料人均消费量仅为 1.9 升，远低于海外市场如美国/英国的 9.3/9.2 升。2017 年潮流文化进入大众化阶段后年轻人潮流消费增长势头明显，能量饮料定位发生改变，大众消费者对能量饮料的认知和接受度显著提升，我国能量饮料市场仍有巨大增量空间。

图 17：2021 年各国能量饮料人均消费

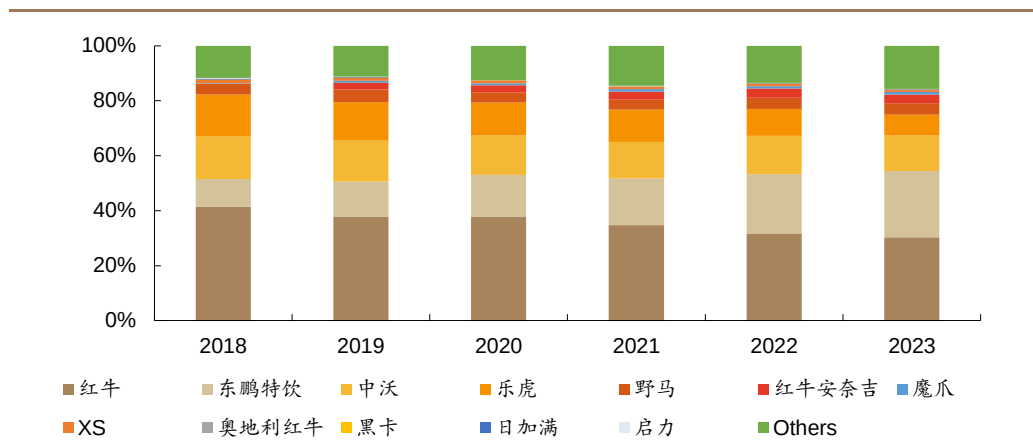


资料来源：Euromonitor，德邦研究所

红牛商标之争持续升级，行业龙头或将式微。2016 年中泰企业双方围绕“红牛品牌授权”展开纠纷，中国红牛深陷商标之争，品牌经营逐渐处于市场弱势。同时能量饮料新锐开始抢占市场，2013 年达利集团推出“乐虎”，布局功能饮料赛道，同年东鹏开启品牌战略与全国化拓展；2019 年泰国天丝集团推出的红牛安奈吉

饮料、红牛维生素风味饮料，同年中国红牛的市场零售份额下滑至 39.2%。2018-2023 年东鹏市场零售份额逐年提升，从 10.6%到 24.7%，为市占率增速最快的能量饮料企业，我们认为东鹏在红牛商标之争短期难以平息的情况下有望持续抢占市场份额。

图 18：2018-2023 年中国各能量饮料品牌市场份额



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

2.2. 公司竞争力：创新营销双管齐下，品牌符号深入人心

2.2.1. 产品端：特饮系列不断推新，扩大消费基本盘

差异化包装独具匠心，高辨识度提高产品竞争力。2009 年，东鹏特饮首创 PET 塑料瓶包装和防尘盖专利设计，PET 塑料具有高透明度和抗冲击性，线下冰柜陈列更具视觉优势；防尘盖设计解决长途运输中罐装口易落灰的问题，一盖多用更具产品区分度。东鹏特饮以差异化的包装在市场中独树一帜，打破了能量饮料产品罐装包装的市场局限，迅速打开了市场。

图 19：东鹏特饮与红牛维生素功能饮料外包装对比



资料来源：公司年报，普拉斯泰克集团官网，中国质量新闻网，搜狐新闻官网，德邦研究所

主要品牌成分各有侧重，高性价比更具竞争优势。东鹏特饮的成分对标行业龙头红牛，产品配方添加药品级咖啡因，既保证了东鹏特饮的风味口感，又形成了一套完整科学的抗疲劳体系；东鹏特饮推出时与红牛进行错位竞争，每 100mL 价格不足红牛一半且对红牛以下价格带全面覆盖，500mL 瓶装进一步提升性价比，主要面向对价格敏感的司机、工人等蓝领群体，通过下沉市场实现市场份额迅速提升，据尼尔森 IQ 公开发布的数据，2023 年东鹏特饮在中国能量饮料市场中的

销售量占比提升至 43.02%，排名保持第一。

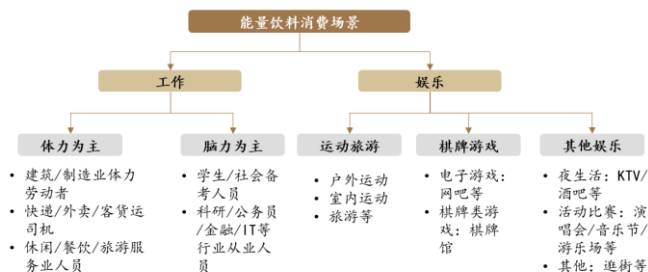
表 2：主要能量饮料产品成分对比

	红牛维生素饮料	东鹏特饮	魔爪能量风味饮料
维生素 B6 (ng)	0.35	0.4	0.13
维生素 B12 (μg)	-	1.2	120
维生素 PP (mg)	-	4	-
烟酸(烟酰胺)(mg)	3	-	1.5
牛磺酸(mg)	150	50	57
赖氨酸(ng)	-	20	-
咖啡因(mg)	15	20	-
肌醇(mg)	8	20	7
总皂苷(mg)	2.5	-	-
泛酸(mg)	1.5	-	-
L-肉碱(mg)	-	-	24

资料来源：北京青年报，公司招股说明书，京东超市《运动后科学水饮补给指南》，德邦研究所
注：表中为每 100ml 成分含量

产品口味规格丰富，满足多元化消费场景。能量饮料的消费基本盘从蓝领逐步扩大至白领、学生等更多的消费群体，而消费场景也从加班、熬夜、运动后等各类“疲劳”场景逐渐扩展到聚会、旅行、日常保健等更为休闲的消费场景。顺应就业类别丰富、学历程度提高、消费群体年轻新趋势，东鹏特饮共推出 250/ 500mL 两种产品规格，外包装也由 PET 瓶装扩展至盒装以适应不同消费场景。未来东鹏有望推出更多丰富口味和包装风格的东鹏特饮系列新品，满足未来市场的多人群类别的巨大需求。

图 20：我国能量饮料消费场景更加丰富多元



资料来源：普华永道，德邦研究所

图 21：东鹏特饮系列产品不同包装、规格对比



资料来源：公司官网，京东旗舰店，德邦研究所

2.2.2. 数字化：数智化助力科学决策，高效精准捕捉消费动向

营销体系成熟，数字化助力多驱动增长。东鹏建立起成熟的数字化思维于营销体系，终端门店配合物码营销活动触达，实现对终端的精益化管理与营运精细化管理，确保产品动销良性管理及效能调谐；应用 SFA 系统、DMS 系统、促销员管理系统、智能冰柜管理系统等，费用投放精准高效，实现渠道的数字化；实时高效掌控各区域的产品流通情况，数据赋能决策。成熟的数字化运营能力已经成为东鹏饮料持续领跑市场的核心竞争力之一，截至 2024H1，公司经销商合作伙伴已达 2982 家，销售网络覆盖全国逾 360 万家有效活跃终端门店，较 2023 年末增长 9.09%，累计不重复触达终端消费者超 2.1 亿，打通了 F2B2b2C 渠道全链路。

图 22：东鹏数字化营销体系成熟



资料来源：鹏智瑞公众号，FBIB 食品饮料创新微信公众号，德邦研究所

盖内码实践推进，面向 C 端数字化营销。2015 年之前东鹏推行“再来一瓶”的促销活动，实践中造假严重，给公司带来惨重损失。2015 年 5 月东鹏推出基于微信红包的二维码营销活动，这是东鹏数字化的起点。2015-2018 年东鹏面向 C 端不断迭代红包活动玩法，其中 2016 年东鹏围绕“扫码得红包”展开一系列市场活动，线上线下联动，提高盖内码扫码率，引爆局部市场。

依托箱码转型升级，联动终端小 b。2018 年东鹏开始面向终端小 b 做活动，开放商户注册以增强对终端动销的掌控力，同时推出箱码，商户可以通过扫箱码得红包，激励动销。但箱码在实际运行只强化了终端掌控，中间链条清晰度仍然不足；同时终端出现囤货行为，对产品销售的激励不足。

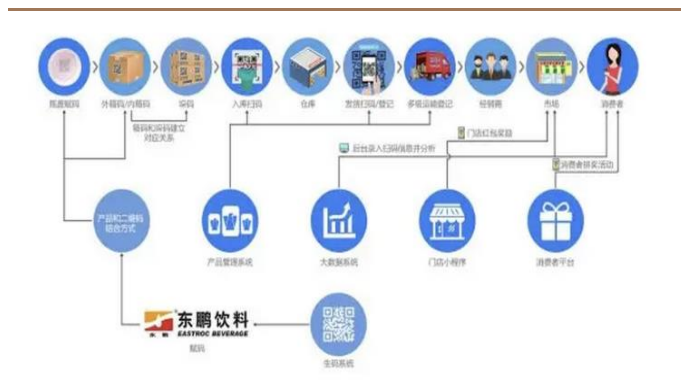
数字化布局逐步深入，打通 bC 链路。2019 年东鹏推出“一元乐享”活动，东鹏回收瓶盖后销毁，解决 b 端货物囤积问题，但在实际运行中造假问题不可避免。2020 年东鹏正式启动链接商户会员的数字化会员，面向商户推出“商户核销版”，推行“盖不回收”，实现 bC 一体化。

图 23：基于盖内码“扫码得红包”活动



资料来源：数字化星球公众号，德邦研究所

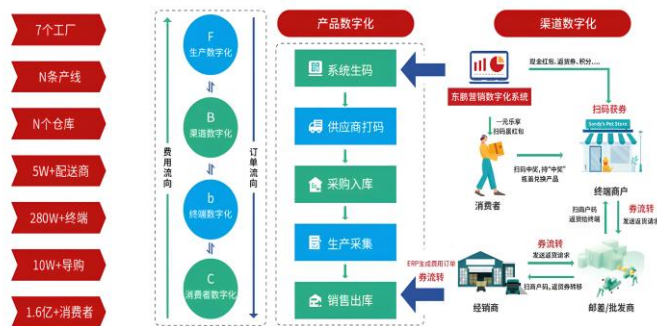
图 24：箱码、盖内码一体化转型升级



资料来源：鹏智瑞公众号，德邦研究所

建设五码合一数字化平台，“码上决策”贯彻全链路。2020 年东鹏实现全产品“盖内码、盖外码、盒码、箱码、垛码”五码采集关联，瓶箱关联改造完成，终端门店扫码纳入系统，2021 年共吸纳有效终端近 89 万家，东鹏由广东走向全国。五码关联后，东鹏实现了产品全生命周期的动态追踪，串联产品生产流通全环节，依据消费者平台数据反向推出市场措施，赋能终端动销。

图 25：东鹏数字化营销系统覆盖产业全链路



资料来源：FBIB 食品饮料创新公众号，东鹏饮料，德邦研究所

图 26: 东鹏五码合一逻辑



资料来源：FBIB 食品饮料创新公众号，东鹏饮料，德邦研究所

2.2.3. 营销端：打造立体化营销矩阵，巩固“累困”第一联想

差异化定位突围，打开市场后不断转型。东鹏特饮进入市场初期，公司在品牌建设上选择效仿国内能量饮料龙头华彬红牛，推出与“累了困了，喝红牛饮料”相似的广告语“累了困了就喝东鹏特饮”，相似的推广模式与直击消费痛点的广告语使东鹏特饮迅速打开市场。后期东鹏不断转型，以差异化定位抢占国内能量饮料市场份额。东鹏饮料最初从华南市场起家，主要面向蓝领、司机等重体力劳动人群，与面向白领、学生的红牛形成错位竞争；东鹏在外包装方面持续创新，通过PET瓶装与防尘盖实现产品外观差异化。

多重营销手段并进，提高品牌美誉度。公司持续与国家级电视台及高影响力卫视展开合作，加大硬广投放力度，深化“累困”第一联想；增加地广投放，打造“为国争光、东鹏能量”的民族品牌形象；加强游戏电竞、影视植入推广，跨界营销保持品牌热度；赞助大型体育赛事及街舞活动，形成体育营销矩阵式布局。东鹏通过多种平台与消费者沟通互动，区别化开展营销活动，线上宣传与线下推广结合，从而提升公司品牌的知名度和影响力。

表 3：东鹏形成立体化营销矩阵

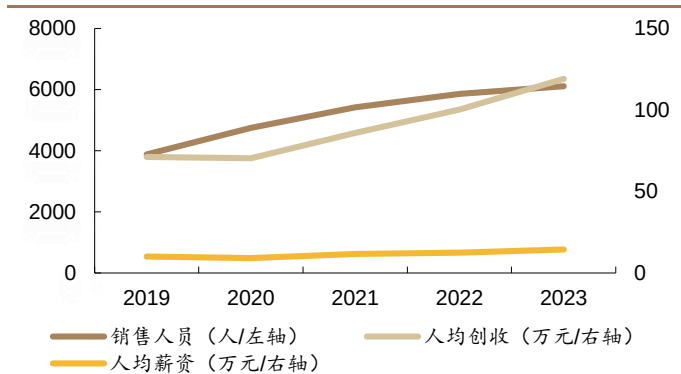
影视植入	植入、冠名了《三生三世十里桃花》、《亲爱的，热爱的》、《欢乐颂》、《人民的名义》、《高能少年团》、《欢乐喜剧人》等热门影视和综艺节目
体育赛事	签约中国女子篮球运动员李月汝为活力星推官；开展飞盘、腰旗橄榄球、徒步等年轻潮玩活动推广专案；赞助“HHI 世界街舞锦标赛”中国赛事，NYBO 青少年篮球赛、BSK 篮球争霸赛、中国高中篮球联赛等赛事
平台合作	2019 年，东鹏抖音挑战赛获得超 60 亿曝光量；与 B 站合作为高考生加油打气，赞助多档 B 站综艺；与公益平台“韩红爱心”合作，开展百人援滇等公益行动
明星代言	2013 年签约谢霆锋为东鹏特饮代言人；东鹏补水啦拟邀健康时尚与正能量兼具的明星代言人，打造年轻活力的品牌形象

资料来源：公司招股书、公司 2023 年年报，德邦研究所

渠道管控优势渐显，建设立体化销售体系。截止 2024H1，东鹏共有经销商数量达到 2982 家，销售网络覆盖全国逾 360 万家有效活跃终端门店，较上年期末同比+9.09%，累计不重复触达终端消费者超 2.1 亿，打通 F2B2b2C 渠道全链路，渠道管控优势显著。2019-2023 年经销渠道收入占比稳定在 90%左右，从具体数额来看，经销收入由 2019 年 40.79 亿增长至 2023 年 97.58 亿，CAGR 达到 24.37%，仍保持稳健增长态势。东鹏针对渠道特性推出差异化激励措施，将工作项目与业务的得分标准化，并将业务员积分与薪资挂钩，加强对一线销售人员的管理，2019 年至 2023 年东鹏销售人员已从 3880 人增加至 6110 人，人均创收从 71.11 万增长至 119.06 万；精细化运营京东超市、电商直播等渠道，优化小程序

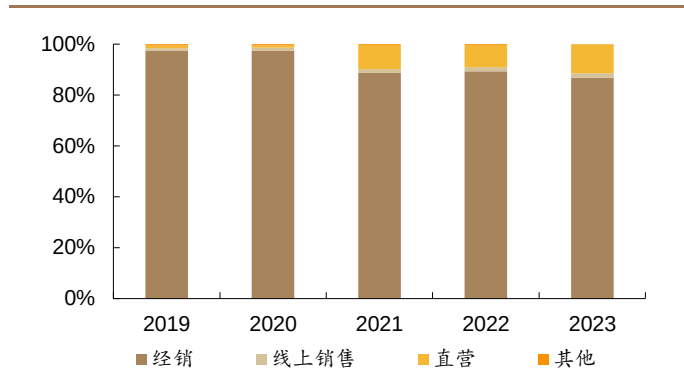
设计,增强用户粘性。同时,东鹏依靠数字化优化渠道建设,多种销售模式结合,形成全方位、立体化的销售体系。2023 年电商、广东南区特通渠道等直营模式共营收 12.60 亿,同比增长 71.39%,收入占比 11.20%,摆脱依赖经销单一渠道的局面。

图 27: 2019-2023 年公司销售人员数量及创收



资料来源:公司公告, ifind, 德邦研究所

图 28: 2019-2023 年公司分渠道销售收入结构



资料来源:公司公告, 德邦研究所

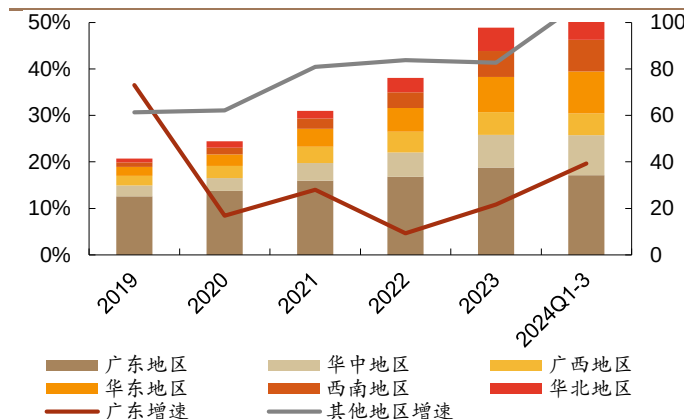
差异化开展营销活动, 全国化战略有序推进。广东、广西、华东、华中核心市场采取公司精耕的运营模式, 配备经验丰富的销售人员与经销商、批发商及终端门店, 增强公司对销售网络的控制力; 其他地区采用大流通的运营模式, 通过合作由经销商主要负责渠道运营及维护。广东区域销售收入由 2019 年 25.20 亿增长至 2023 年 37.61 亿元, 期间复合增速达 10.53%, 市场地位稳固。公司持续推进全国化发展战略, 实现地级市经销商全覆盖, 2024Q1-3 年华中、华东、西南、华北四区域的收入占比为 13.8%/14.4%/10.9%/12.0%; 其中华北地区与西南地区 2019-2023 年复合增速分别达到 56.59%/55.44%, 原因系公司区域精耕渠道建设, 推出创意化营销活动。在公司全国化战略推进下, 华北生产基地投入建设, 有望进一步开拓北方市场, 优化区域营收结构。

图 29: 公司营销面向年轻化群体



资料来源:公司官网, 德邦研究所

图 30: 2019-2024Q1-3 公司分地区营收 (亿元) 及增速



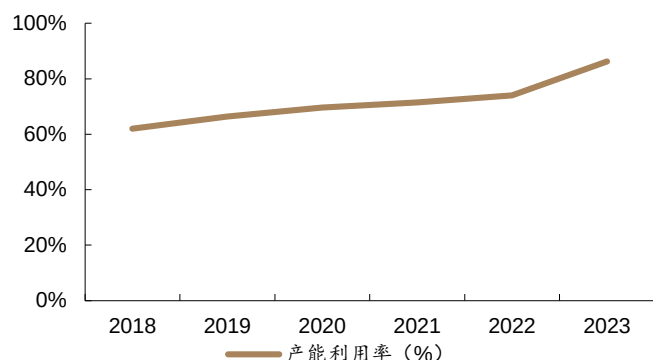
资料来源:公司招股说明书, 公司年报及季报, 德邦研究所

2.3. 未来展望: 北方市场有望高增, 长期对标海外龙头

短期: 贯彻全国化策略, 产能布局有所侧重。截止 2024Q3 东鹏布局全国 12 个生产基地, 设计产能超 335 万吨/年, 2018-2023 年公司产能利用率由 62.03% 提高至 86.29%, 逐步到达顶峰。公司在产能布局上贯彻全国化战略, 近年来北方、西南地区产能有所增长, 2024 年 9 月云南昆明生产基地投产后有望增强对西南市

场的掌控力；同时公司延缓南宁生产基地二期项目与华南研发基地项目，非华南市场消费潜力有望得到挖掘。目前东鹏产品已经成功进入 23 个国家和地区，昆明基地投产后有望进一步辐射东南亚市场，有望实现全国化及全球化。

图 31：2018-2023 年公司产能利用率



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 32：公司现有产能布局（截止 2024Q3）



资料来源：公司公告，马上赢风向标官方微信小程序，德邦研究所

广东渗透率提升空间有限，挖掘北方市场潜力。广东地区天气湿热，且经济活跃，外来体力劳动者众多，能量饮料需求量高于其他地区，是东鹏发展初期的基地市场，2024Q1-3 年东鹏特饮在广东市场营收占比 27.35%，单点营收远超其他地区。现阶段东鹏特饮在广东挤广西地区渗透已经基本饱和，营收增速进入个位数阶段，未来预计保持低速的自然增长。2023 年非广东地区中华中、华东与西南地区的经销商单点营收分别保持 47.44%/55.28%/66.50% 高增长，其中 2024 年 3 月华中地区长沙生产基地投产，市场仍具有待开发空间，有望保持稳健增长；华东地区整体经济发展水平较高，预计未来有望保持稳定增长；2024 年 9 月公司新增昆明生产基地投产有望进一步有望辐射西南地区，预计西南地区保持高增。华北地区在 2023 年及 2024H1 的主要经销商数量及增加数量分地区排名第一，销售渠道的维护有望带来销量持续稳定增长。

表 4：2019-2023 年分区域经销商单点产出及增速

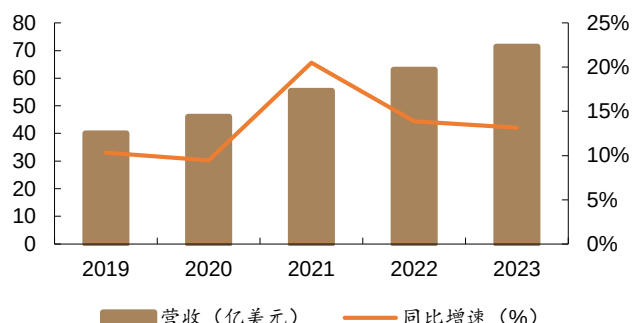
	2019	2020	2021	2022	2023
广东地区					
经销商数量 (个)	207	222	249	265	288
单点产出 (万元)	1217	1239	1285	1266	1306
单点产出增速 (%)	39.15%	1.79%	3.68%	-1.49%	3.18%
华中地区					
经销商数量 (个)	245	303	357	454	409
单点产出 (万元)	189	183	211	232	342
单点产出增速 (%)	48.53%	-3.42%	15.57%	10.07%	47.44%
广西地区					
经销商数量 (个)	93	99	101	154	132
单点产出 (万元)	445	526	699	581	745
单点产出增速 (%)	-2.58%	18.22%	32.83%	-16.86%	28.14%
华东地区					
经销商数量 (个)	246	289	264	313	299
单点产出 (万元)	160	173	292	327	507
单点产出增速 (%)	49.32%	7.81%	69.36%	11.66%	55.28%
西南地区					
经销商数量 (个)	165	281	376	463	458

单点产出 (万元)	116	105	115	146	243
单点产出增速 (%)	-0.32%	-9.62%	9.81%	27.27%	66.50%
华北地区					
经销商数量 (个)	280	406	617	744	899
单点产出 (万元)	60	67	55	82	112
单点产出增速 (%)	16.20%	10.84%	-17.38%	49.96%	36.36%

资料来源：公司招股书、公司历年年报，德邦研究所

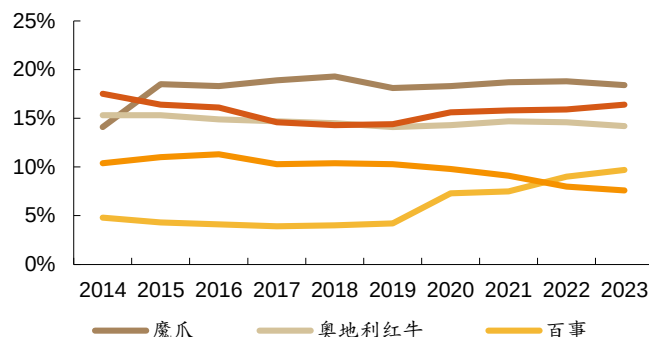
长期：对标国际龙头，深耕经营策略。2002 年魔爪正式进军功能饮料，以独特的品牌符号迅速打开市场；2008 年魔爪饮料近 40%+ 的市占率首次超越红牛，成为美国能量饮料销量第一，Monster Beverage 进军海外市场；2015 年，可口可乐收购魔爪 16.7% 的股份并签订分销协议，加速全球市场布局，成为海外能量饮料市场头部品牌。2019-2023 年 Monster 营收由 42.01 亿美元提升至 71.40 亿美元，期间复合增速达 15.6%；2024H1 实现营收 38 亿美元，同比增长 6.92%。

图 33：2019-2023 年 Monster 营收及增速



资料来源：Monster 公司公告，德邦研究所

图 34：2014-2023 年全球能量饮料市场竞争格局



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

1) 差异化定位：魔爪进军能量饮料市场初期，在消费群体、品牌符号、营销手段等方面标新立异，面向年轻群体，传递反叛狂野的个性态度，迅速填补能量饮料市场空白。在外包装方面魔爪推出 16 盎司含气罐装产品，价格低于同规格红牛产品，在外包装上区别于其他品牌产品，具有性价比优势。

2) 打造品牌符号：魔爪采用年轻化战略，集中于嘻哈说唱、电竞赛事、极限运动进行营销，加强与年轻消费圈层的关联，深化消费者对魔爪的品牌认知。同时魔爪研发出多种产品口味，适口性出色，加大产品口味创新力度，符合年轻消费群体喜好，增强消费者粘性。

3) 进军中国市场：2016 年，魔爪饮料正式进入了中国市场，沿用年轻化战略，营销集中于电竞、说唱综艺；推出新品“猎兽”，在包装、成分上做出改进，更符合国内消费者口味。据 Monster 的 2024 年二季度电话会议公开记录，2024Q2 魔爪的净销售额以美元计算同比增长 25.6%，在汇率中性的基础上增长了 31.2%。

东鹏进军海外市场，能饮份额有望提升。2024 年公司探索海外市场，面向美国、韩国、泰国等海外能量饮料高消费市场拓展产品线，并积极储备出口其他国家的能量饮料产品。长期来看有望对标海外能饮龙头 Monster，抢占红牛海外市场份额，打造全球能量饮料头部品牌。

图 35：魔爪具有多种风味



资料来源：MONSTER 官网，德邦研究所

图 36：魔爪基于街头文化进行营销



资料来源：Monster 官网，德邦研究所

3. 加速布局高景气赛道，多元化战略成效渐显

3.1. 电解质饮料：电解质水需求打开，补水啦业绩高增

饮料分类标准明确，功能定位差异化。在国标定义上，能量饮料 / 电解质饮料均遵循《饮料通则》(GB/T 10789—2015)。能量饮料含有一定能量及其他营养成分，加速能量吸收和释放；电解质饮料补充人体新陈代谢过程中消耗的电解质和水分。根据《运动饮料》(GB 15266-2009)，运动饮料适用于体育赛事等特殊适用场景，不得添加世界反兴奋剂机构 (WADA) 禁用的物质，同时其营养成分与含量应精准适配运动员或体育锻炼人群的运动生理特点，定义更为严格。

电解质水消费场景丰富，激发潜在消费活力。按照国标 GB/T 10789—2015，电解质饮料的营养素及含量适应运动或体力活动人群的生理特点，为机体补充水分、电解质和能量，可被人体迅速吸收，进入市场初期主要用于“汗点”消费场景。随着各大厂商消费者教育的推进，消费者对电解质饮料认知度提高使消费场景不断拓宽，目前户外旅行、身体疲惫、游戏娱乐等场景下的需求已被激发，电解质水饮用场景由单一运动场景向多元化日常化场景外溢。同时顺应运动饮料消费日常态、年轻化趋势，白领与 Z 世代人群成为电解质饮料的核心消费人群，据天猫新品创新中心数据，2022 年消费者占比 59%，消费场景与消费人群拓展进一步激发电解质饮料消费活力。

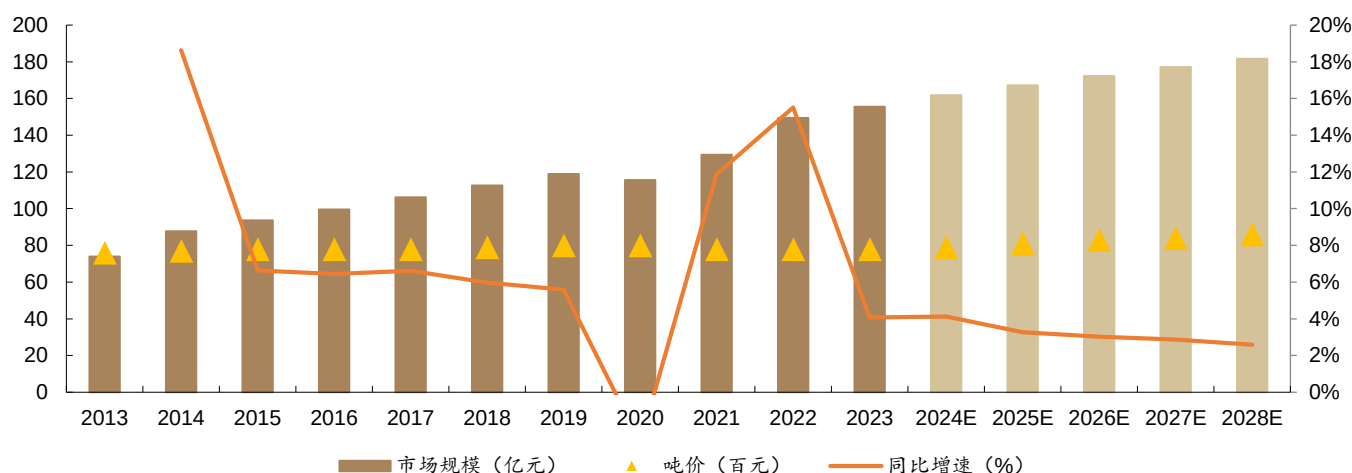
表 5：特殊饮料细分赛道对比

功能性饮料		
	运动饮料	能量饮料
	电解质饮料	
功效	为机体补充新陈代谢消耗的电解质、水分，维持体液平衡	为机体补充能量，或加速能量释放和吸收
消费场景	运动时大量出汗；呕吐或腹泻等疾病	加班、学习、运动等抗疲劳场景；电竞娱乐、户外旅游、休闲聚会等娱乐场景
消费人群	新锐白领、资深中产及 Z 世代	蓝领工人、白领、学生
主要产品	补水啦、外星人电解质水、宝矿力水特等	红牛维生素饮料、东鹏特饮、魔爪能量风味饮料等

资料来源：《饮料通则》，德邦研究所

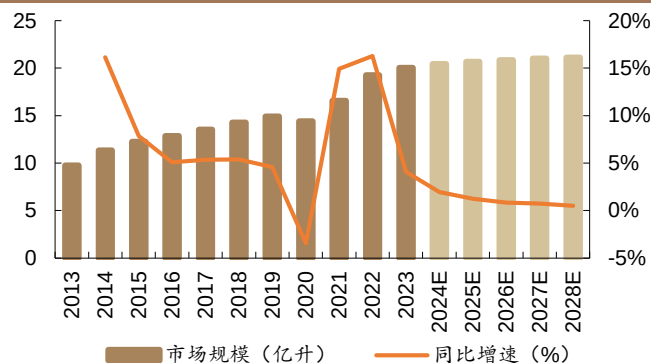
运动饮料量价齐升，电解质饮料增量空间扩容。据欧睿数据，2013-2019 运动饮料市场销售额规模由 73.99 亿增长至 118.86 亿元，复合增速达 8.22%，保持稳健增长；2020-2023 年基于全民健身热潮的推动和消费者健康意识不断增强，各厂商瞄准运动饮料赛道不断推新以响应需求，不断挖掘潜在消费市场，运动饮料的渗透率不断提升，运动饮料市场规模由 115.59 亿增长到 155.47 亿，期间复合增速 10.39%；我们预计受市场促销推广等活动影响，行业吨价由 8000 元下降至 7800 元，虽然短期有所下滑但打开销售空间后市场容量或更可观。根据欧睿国际预测数据，2024-2028 年行业规模有望达到 181.73 亿，行业仍保持较快增长。电解质水作为运动饮料的细分赛道有望保持较高增速，同时根据前瞻产业研究院数据，2022 年我国电解质饮料市场规模增速达 50.10%，远超其他饮料品类，赛道质地优。

图 37：2013-2028E 中国运动饮料市场规模及平均吨价（销售额）



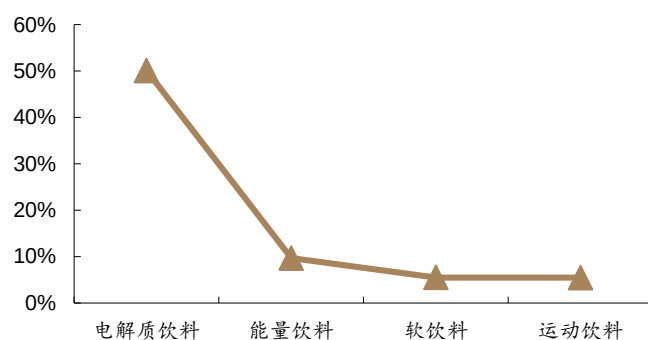
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 38：2013-2028E 中国运动饮料市场规模与增速（销售量）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 39：2022 年中国饮料行业重点品类市场规模同比增速



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，德邦研究所

国产龙头优势显著，多品牌入局竞争加速。中国电解质饮料市场中宝矿力水特、佳得乐等外资品牌入局较早，具有先发优势。但 2020 年后国内厂商加速布局电解质饮料赛道，等渗尖叫、豹发力水特、东鹏补水啦等众多品牌涌现，国产品牌凭借多元风味、强适口性迅速崛起，打破外资强势地位。2023 年至今农夫山泉旗下尖叫和元气森林旗下外星人占据市场前二名，组成第一梯队；健力宝、东鹏补水啦和统一旗下海之言组成第二梯队，其中东鹏补水啦于 2023 年第一季度上市，第二季度进入运动饮料类目增长前 5 名，从 23 年 Q3 到 24Q3 连续 5 个季度领涨

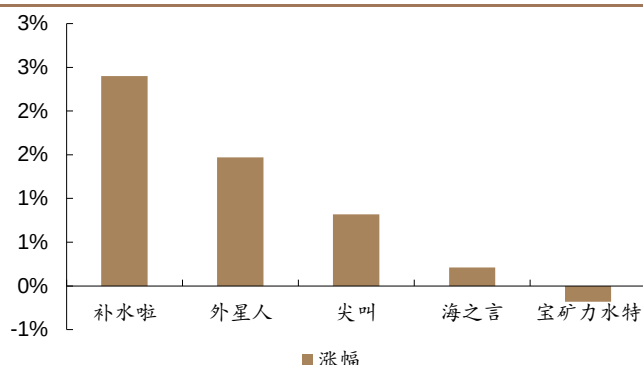
运动饮料类目，截止 2024 年 9 月市场份额达 12.74%，具有高成长空间。

图 40：中国各电解质饮料品牌入局时间



资料来源：前瞻产业研究院，新浪科技，京东官方旗舰店，德邦研究所

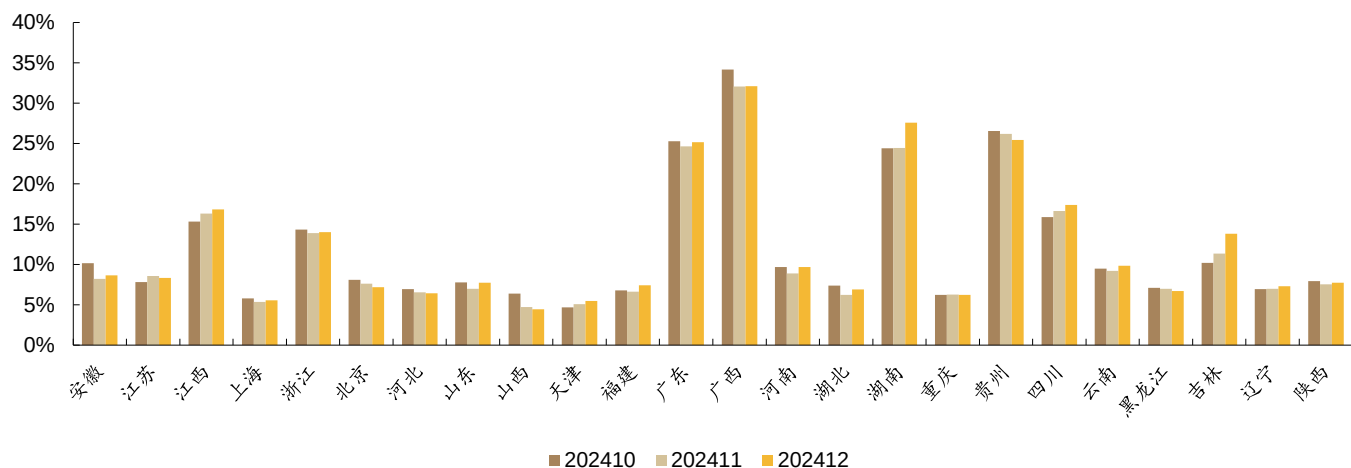
图 41：2024Q3 电解质饮料产品市场份额同比增减变化



资料来源：马上赢零售数据监测，德邦研究所

品牌建设持续推进，协同效应赋能营收增长。2023 年东鹏推出电解质饮料补水啦，精准定位“汗点”场景，使产品“补充水分、电解质”的功能定位深入人心。品牌传播方面，公司对平面广告、公交车移动广告及电影电视进行植入，形成立体化营销场景。同时公司核心产品东鹏特饮的成功及销售渠道的强大优势，使消费者对补水啦的认可度迅速提高，产品在广东、广西地区市场份额快速提升。2024 上半年公司完成了瓶身包装、外包装纸箱升级，品牌和产品辨识度更鲜明，同时促成了与青年演员的代言合作，扩大补水啦品牌传播音量，前三季度收入 12.11 亿元，同比增长 292%，销售占比由 3.58%提升至 9.66%，市场份额领涨功能饮料类目，未来运动场景增加及健康消费需求深化有望拉动补水啦营收。

图 42：东鹏补水啦分地区市场份额



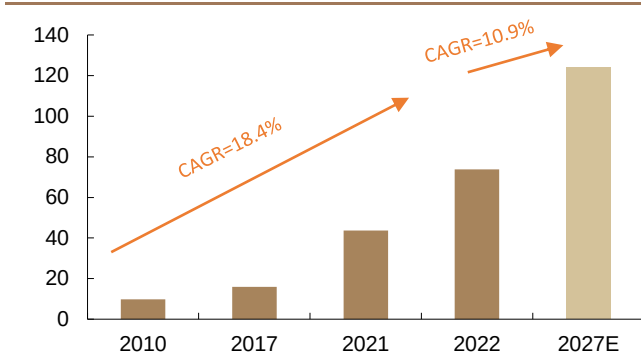
资料来源：马上赢风向标官方微信小程序，德邦研究所

3.2. 无糖茶：无糖茶饮极具潜力，市场竞争日趋激烈

健康导向创新增长点，无糖茶饮料尚有增量空间。《中国居民膳食指南(2016)》中强调了限制每日糖摄入量，此后各大品牌开始发力无糖茶饮，目前三得利、东方树叶、燃茶等品牌都通过创新产品口味矩阵、强化包装亮点等方式进入无糖茶饮市场，据欧睿数据，2022 年国内无糖茶市场约达 73.8 亿元。亚太地区具有饮茶的历史文化背景，无糖茶饮在亚太地区的销售量占全球销售总量的 71.8%，未来健康意识提高有望进一步提升无糖茶饮在茶饮料中的占比，预计未来无糖茶高

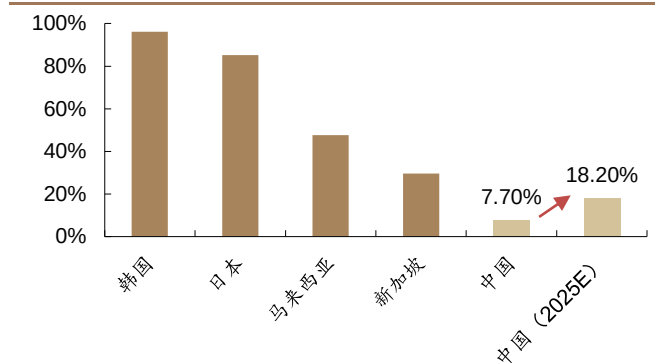
速成长，据欧睿 2027 年中国无糖茶饮市场规模有望达到 124 亿元，2022-2027 年复合增速达 10.9%。

图 43：2010-2027E 中国无糖茶饮料市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 44：2022 各国无糖茶在茶饮料中占比



资料来源：亿欧智库，德邦研究所

无糖茶产品同质化显现，东方树叶先发优势显著。国产无糖茶饮品牌中，东方树叶推出时间较早，抢占市场先机，具有先发优势，同时具有不同风味属性，迅速打开国内市场。2023 年农夫山泉的茶饮料业务营收 126.59 亿，同比增长 83.3%，占总营收的 29.7%，东方树叶的目标是成为农夫山泉第二个 200 亿单品。无糖茶市场虽如火如荼，却多次出现无糖茶互相模仿产品、营销等模式，产品风味集中于青柑普洱、茉莉乌龙，同质化现象显著。现阶段东鹏鹏友上茶、元气森林燃茶等品牌在产品内容物及外包装上作出新尝试，迎合年轻消费者消费喜好，或将打破现有竞争格局。

表 6：中国无糖茶产品对比

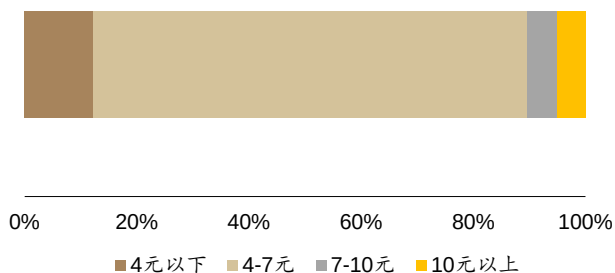
	东方树叶	三得利乌龙茶	伊藤园	淳茶舍	果子熟了	鹏友上茶
所属公司	农夫山泉	三得利	伊藤园	可口可乐中国	果子熟了	东鹏饮料
产品口味	红茶、绿茶、乌龙茶、青柑普洱	乌龙、茉莉乌龙、橘皮乌龙、栀意乌龙	绿茶	普洱、大红袍乌龙、玉露绿茶、铁观音乌龙	金桂乌龙、茉莉龙井、青青乌龙	乌龙、普洱、茉莉
推出时间	2011	1997	1989	2018	2023	2023
零售价格	6 元/500ml	5.5 元/500ml	6 元/500ml	5.5 元/480ml	6 元/500ml	4.5 元/555ml

资料来源：京东官方旗舰店，德邦研究所

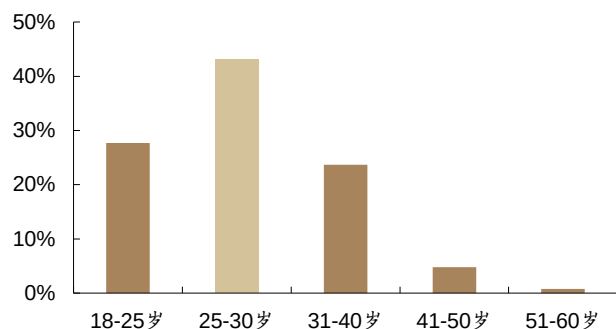
高性价比打造产品优势，创新丰富产品卖点。据亿欧智库数据，消费者对 4 元以下 /4-7 元 /7-10 元 /10 元以上价格带的接受度分别为 12.20%/77.40%/5.30%/5.10%，其中 4-7 元为主流价格带，主要品牌包括东方树叶、三得利等老品牌及果子熟了、鹏友上茶等新兴品牌。鹏友上茶的产品规格为 555mL，差异化打开无糖茶饮市场，且价格显著低于主流价格带内产品市场平均价格，具有高性价比，产品优势显著。无糖茶主要消费者为 25-30 岁的年轻群体，鹏友上茶针对年轻消费群体与网易旗下热门手游“逆水寒”进行深度合作，利用游戏 IP 在年轻群体中根植品牌形象，打造年轻人喜爱的国货产品。

图 45：无糖茶分价格带的消费者接受度

图 46：无糖茶的消费者年龄分布



资料来源: 亿欧智库, 德邦研究所



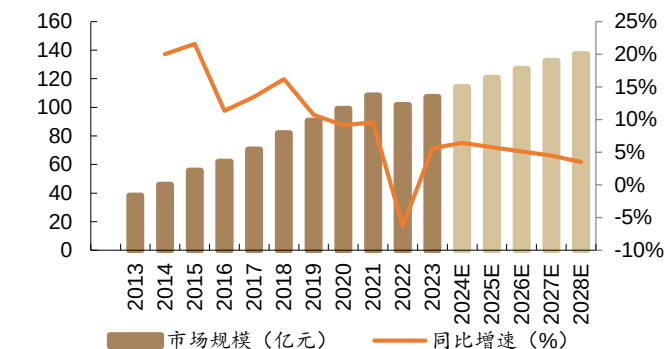
资料来源: 亿欧智库, 德邦研究所

3.3. RTD 咖啡: 短期市场集中度高, 长期发展势头强劲

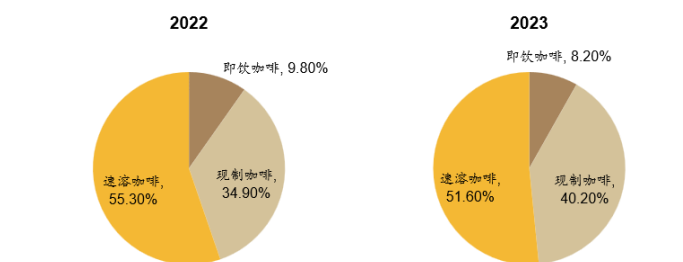
RTD 咖啡短期增速放缓, 长期仍具发展空间。健康和健身意识的增强鼓励更多的年轻人参与运动、健身和体育活动, 从而增加了对快速能量补充剂和饮料的需求, RTD 咖啡的消费需求快速增长。据欧睿数据, 2013-2023 年我国 RTD 咖啡市场规模由 38.20 亿增长至 107.23 亿, 期间复合增速达 10.87%。虽然短期内连锁咖啡店快速扩张并逐步下沉, 在一定程度上抑制了 RTD 咖啡快速增长, 2023 年 RTD 咖啡占比由 2022 年 9.80% 下降至 8.20%; 但在长期仍具有增长空间, 据欧睿预计 2028 年我国 RTD 咖啡市场规模有望达到 137.22 亿。

图 47: 2013-2028E 中国 RTD 咖啡市场规模及增速

图 48: 2022-2023 年咖啡子类目市场份额



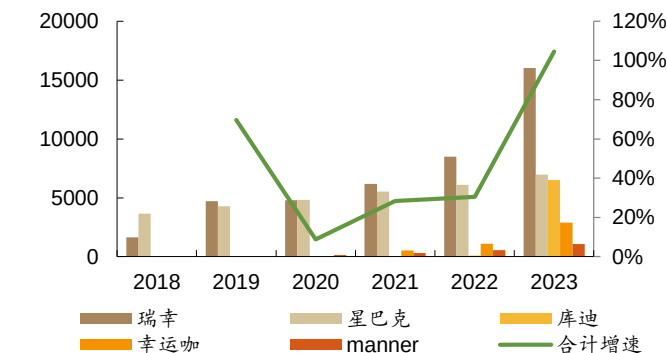
资料来源: Euromonitor, 德邦研究所



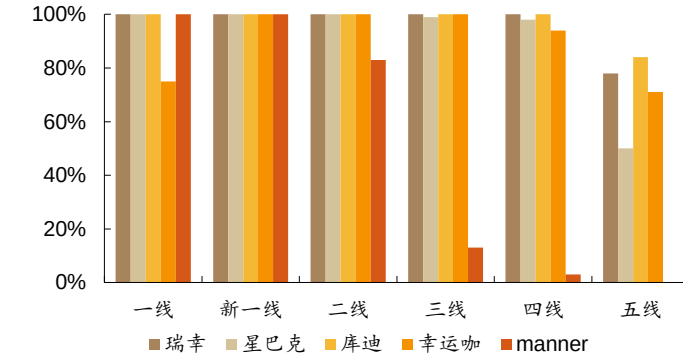
资料来源: NCBD 《2023—2024 中国咖啡行业年度发展报告》, 德邦研究所

图 49: 2018-2023 年连锁咖啡店数量及增速

图 50: 连锁咖啡店分城市等级的覆盖度



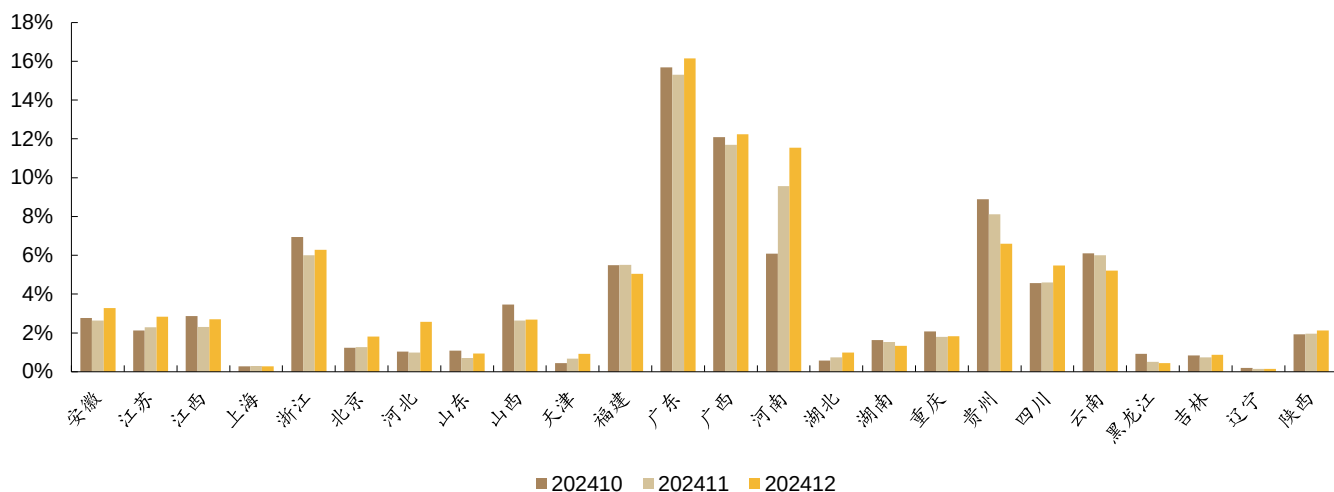
资料来源: 极海品牌监测, 德邦研究所



资料来源: 极海品牌监测, 德邦研究所

持续培育东鹏大咖，跨界合作深化品牌影响力。2024H1 东鹏大咖与智联招聘等互联网平台进行跨界合作，助力年轻群体在职场场景下身心和工作状态的快速恢复，全面打造“对话大咖，做人生赢家”的品牌印象，深化学习、工作场景补充能量的功能性标签。虽然短期雀巢占据大部分市场份额，但长期来看多品牌入局有望降低市场集中度，截止 2024 年 12 月，东鹏大咖在广东、河南、广西的市场份额进入前三，产品在河南地区市场份额迅速提升。

图 51：东鹏大咖分地区市场份额



资料来源：马上赢风向标官方微信小程序，德邦研究所

3.4. 培育中产品：捕捉年轻化消费需求，创新引领健康潮流

迎合年轻化消费新需求，开发低度酒新市场。酒类产品毛利率高于其他饮料产品，2024H1 国内鸡尾酒龙头 RIO 锐澳母公司百润股份的毛利率 70.08%，而同期东鹏饮料的毛利率为 44.60%，多元化布局战略驱动下，东鹏适时推出酒类产品以提高整体毛利率。VIVI 鸡尾酒系列饮料主要瞄准国内亟待开发的低度酒与年轻人酒水消费市场，提供了白桃、柑橘、青提三种口味与酒精含量为 8 度的 500ml 和酒精含量为 5 度的 330ml 双规格，适应多种消费场景。据《2022 年低度潮饮趋势报告》，预计 2025 年国内低度酒市场规模有望超 700 亿元，VIVI 鸡尾酒的培育有望进一步拉动公司营收与毛利率。

图 52：VIVI 鸡尾酒



资料来源：东鹏饮料京东自营官方旗舰店，德邦研究所

图 53：东鹏海岛椰

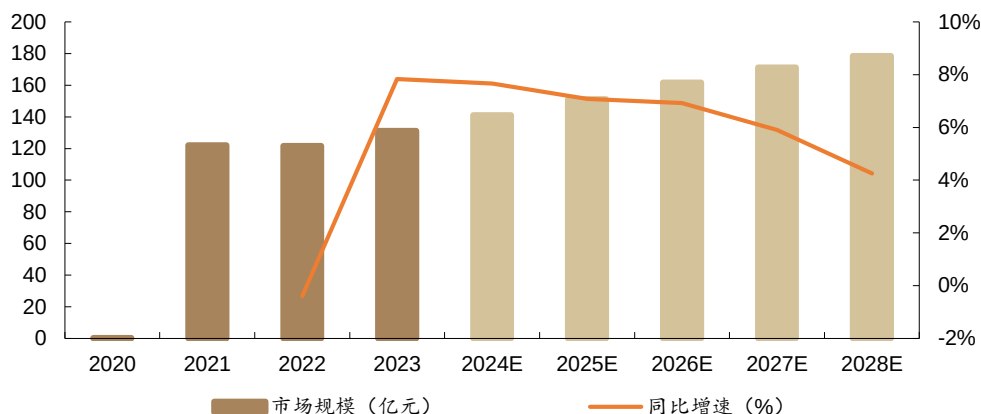


资料来源：东鹏饮料京东自营官方旗舰店，德邦研究所

植物基饮品持续创新，餐饮场景推广初获成效。植物基饮料富含各种营养成分，同时还具有低脂肪、低胆固醇、低热量的特点，符合当下消费者的健康需求，

据欧睿数据,2020-2023 年中国植物基软饮料市场规模由 570 万增长至 131.11 亿元,期间复合增速达 1220%,预计 2028 年市场规模有望达到 178.45 亿。顺应植物基饮料高增长趋势,公司推出新品海岛椰,2024H1 产品进军餐饮场景,以高质价比赢得消费者的认同,并推出 1.25 升大规格产品,适应多人聚餐及不同年龄段消费人群需要。

图 54: 2020-2028E 中国植物基饮料市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

赛道选择具有前瞻性，多品类产品矩阵优势凸显。东鹏围绕“东鹏能量+”开启品类拓展，深化“为国争光，东鹏能量”的品牌形象。公司具有前瞻性，顺应当下消费趋势布局健康饮品赛道，旗下产品包括核心单品东鹏特饮及电解质饮料东鹏补水啦、即饮咖啡东鹏大咖、无糖茶鹏友上茶、低度酒 VIVI 鸡尾酒及植物基饮品海岛椰，形成“1+N”多元产品矩阵，产品持续获得消费者复购。未来核心大单品东鹏特饮将持续发挥公司渠道优势、规模优势，稳定增长基本盘；电解质饮料、无糖茶等高景气赛道快速增长，东鹏有望享受行业扩容红利；其他新品持续培育，等待行业爆发机会。

数字化联动渠道动销，平台型企业逐步成型。公司数字化建设不断创新，构建出从生产到消费者的全链路信息系统，数字化链路全面打通并不断迭代，实现渠道、终端和消费者的实时数据与行为互动连接；同时重视渠道建设，坚持“陈列”和“冰柜化”战略，强化基础设施作业，稳固渠道体系。旗下产品精准定位白领、学生以及具有强烈健康消费意识的群体，凭借已有数字化手段和渠道优势，能够高效拓展市场，平台型企业逐步成型。

4. 国内外多重布局，出海探索迎新机

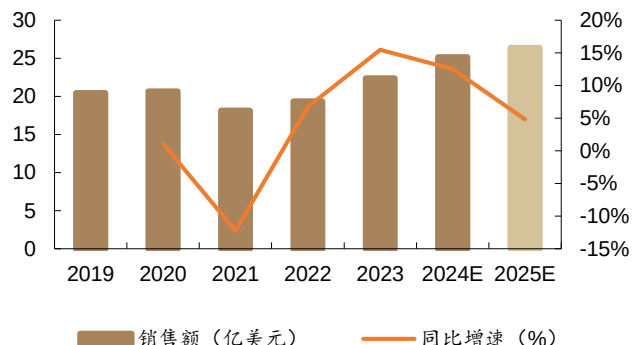
4.1. 东南亚市场：能饮消费潜力深厚，多层优势助力品牌腾飞

4.1.1. 行业概况：市场消费持续增长，渗透率持续提升

市场规模持续增长，中国品牌迎发展机遇。近年来东南亚地区经济持续增长，其中越南、印尼等国家的增长势头尤为显著，据亚洲开发银行数据，预计 2025 年东南亚地区的经济增长率有望维持在 4.7%，该区域正逐渐成为全球经济的新引擎，当地消费者的购买力不断提升，其中 2021-2023 年印度尼西亚人均薪资由 169.82 美元增长至 190.08 美元，期间复合增速达 5.80%，且东南亚大部分地区位于热

带，持续高温的气候特点推动需求高增，对多元化饮料的需求日益增长。据欧睿数据显示，2019-2023 年东南亚地区能量饮料市场规模由 20.44 亿美元增长至 22.35 亿美元，复合增速高于 RTD 咖啡、即饮茶等软饮料细分赛道，预计 2025 年市场规模有望达到 26.36 亿美元，为中国饮料品牌的出海创造了发展机遇。

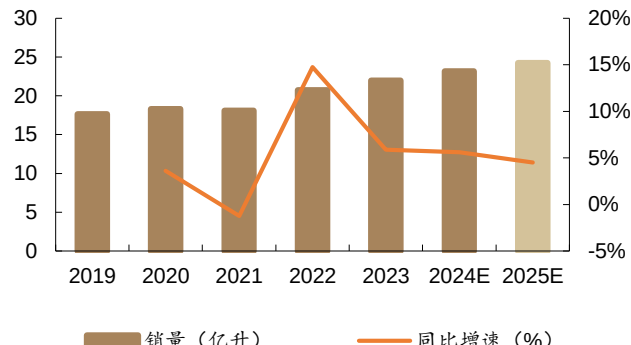
图 55：2019-2025 年东南亚地区能量饮料市场规模（销售额）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

注：未考虑文莱与东帝汶两国；汇率采用 2024Q4 数据，下同

图 56：2019-2025 年东南亚地区能量饮料市场规模（销量）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

注：未考虑文莱与东帝汶两国

产业转移助力蓝领崛起，能量饮料需求蓄势待发。东南亚地区能量饮料的主要目标消费者依然为工人等蓝领群体，高强度、高消耗的工作方式使蓝领工人表现出对能量饮料的高需求。当前全球新一轮产业转移中，东南亚地区的劳动力成本优势突出，低端制造业、劳动密集型产业等产业由中国东部及南部地区向中国中西部地区及东南亚国家转移，2018-2022 年越南及印度尼西亚的出口额分别由 2437/1802.2 亿美元增长至 4695.5/2919.8 亿美元，期间复合增速分别达 17.82%/12.82%。随着全球制造业加速向东南亚地区迁移，蓝领工人群体的快速增长有望推动能量饮料市场需求的进一步释放，有望为能量饮料品牌提供更多的市场机会，助力中国品牌在东南亚市场的深度渗透与扩展。

表 7：全球产业转移中产业承接趋势（亿美元）

	2018 年出口额	2022 年出口额	CAGR	2018 年倍数	2022 年倍数
中国中西部地区整体	4130.0	7354.6	15.52%		
墨西哥	4509.2	5782.8	6.42%	0.9	1.3
越南	2437.0	4695.5	17.82%	1.7	1.6
印度	3240.0	4526.8	8.72%	1.3	1.6
马来西亚	2474.9	3531.5	9.30%	1.7	2.1
印度尼西亚	1802.2	2919.8	12.82%	2.3	2.5
泰国	2499.2	2841.1	3.26%	1.7	2.6
菲律宾	674.9	789.3	3.99%	6.1	9.3

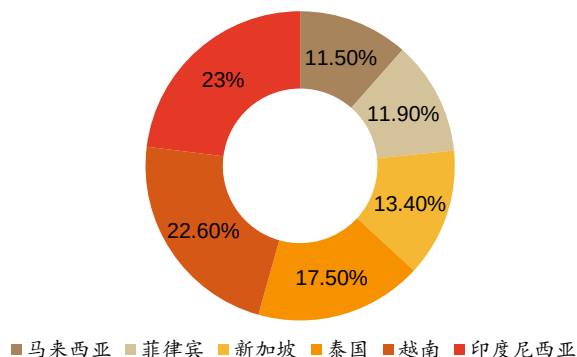
资料来源：CCID，亿欧数据官网，德邦研究所

注：倍数为中国中西部整体出口额/其他国家或地区出口额

东南亚电商蓬勃发展，赋能品牌多元布局。据世界经济论坛 2020 年数据，“宅家”期间马来西亚、新加坡和越南等线上流媒体播放时间较疫情前增长 60%，2019 年底东盟六国的网民数已经从 2015 年的 2.6 亿增加到 3.6 亿，日均手机屏幕使用时间长达 4.2 小时，为全球平均水平的 1.2 倍。疫情下工作及生活更加依赖于数字化商业，推动电商等新业态的成长，根据 Facebook 和贝恩发布的东南亚新经济报告，疫情期间线上新鲜食品销量增长 3-4 倍。其中东盟第一大经济体印度尼西亚在 2015 年以来电商市场的交易额增长了 500%，2019 年涌入印度尼西亚的外商投资中有 15%投入了电商行业，截止 2024 年 6 月印度尼西亚是东南

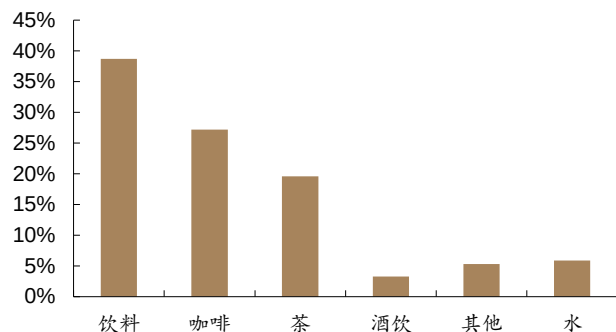
亚六国中最大的线上市场，市场份额约 23.5%，据世界银行数据，预计 2025 年印尼电商行业的 GMV 的增长有望达到 530 亿美元。通过跨境电商、线上营销等渠道，中国饮料品牌可以快速接触到东南亚庞大的消费群体，借助数字化销售模式降低进入门槛，提升市场渗透率，助力品牌在海外市场的布局与扩展。

图 57：截止 2024 年 6 月各国食品饮料线上销售占比



资料来源：tmogroup, 德邦研究所

图 58：截止 2024 年 6 月印度尼西亚细分类目销售情况

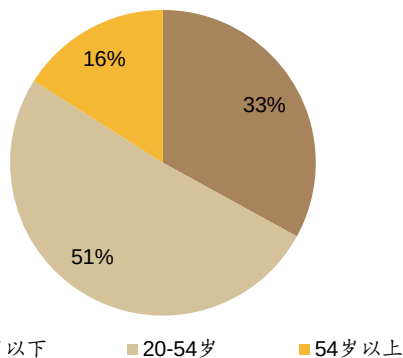


资料来源：tmogroup, 德邦研究所

人均消费仍有差距，未来增长空间广阔。2023 年美国、日本、英国及东南亚地区的人均能量饮料消费量分别为 10.99/4.24/11.29/3.20 升，东南亚相较于美国等成熟市场有巨大的成长空间。东南亚地区的体育赛事、电竞娱乐、户外活动等娱乐文化发展程度较低，尽管近年来有显著进步，但整体发展水平仍不及发达国家，限制了能量饮料消费的进一步增长。同时东南亚国家人均收入水平较低，2024 年 10 月美国人均每月薪资 4865 美元，2024 年印度尼西亚人均月薪为 187.39 美元，导致了消费者在饮品上的支出相对较低。未来，随着体育文化、电竞娱乐等行业的蓬勃发展与人均收入的增长，东南亚消费者对功能性饮品的需求将日益增加，东南亚有望成为全球能量饮料市场中最具成长潜力的地区之一。

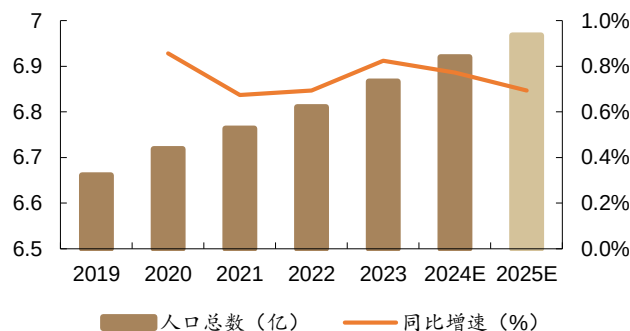
人口红利筑重要驱动力，能量饮料量质齐升。东南亚地区的总人口呈现持续增长趋势，2019-2023 年人口由 6.66 亿增长至 6.87 亿，预计 2025 年东南亚总人口有望增长至 6.97 亿，且 2021 年东南亚 19 岁以下、19-54 岁及 54 岁以上的群体分别占比 33%/51%/16%，年轻人口占比高，消费潜力巨大，人口红利将进一步推动能量饮料的消费需求增长及功能性饮料渗透率提升。此外，东南亚地区中产阶级群体的崛起加速消费市场的升级，预计 2030 年印度尼西亚中产阶级消费者有望占总人口的一半以上，带动整体消费水平逐步提高，更多国际品牌预计将进入东南亚市场，中国品牌也有望凭借价格优势和本地化策略抢占市场份额。

图 59：2021 年东南亚人口年龄结构



资料来源：SEVENS, 观研天下, 德邦研究所

图 60：2019-2025 年东南亚地区人口数量及增速



资料来源：Euromonitor, 德邦研究所；注：未考虑文莱与东帝汶两国

4.1.2. 竞争格局：市场整体高度集中，海外巨头占据大部分市场份额

印度尼西亚市场集中度低，中国品牌渗透迎良机。东南亚地区的能量饮料市场高度集中，天丝红牛、魔爪和卡拉宝等国际饮料巨头凭借强大的品牌影响力以及地缘优势，早已占据了大部分市场份额，在东南亚地区构建了牢固的市场壁垒。尽管这些国际品牌占据了主导地位，但部分市场的整体集中度相对较低，其中印度尼西亚的 CR3 仅为 32%，相比其他东南亚市场仍然存在较大的竞争空白和潜力空间，为中国饮料品牌提供了入场时机及突破空间。印度尼西亚的市场环境相对开放且发展潜力巨大，东鹏特饮可依托其在中国市场成功的运营经验，借助本地化战略，精确瞄准印度尼西亚的年轻人群体、蓝领工人等消费主力，通过差异化的产品和精准的营销，逐步打开市场。

表 8：2023 年东南亚地区能量饮料品牌竞争格局

	第一		第二		第三		CR3
柬埔寨	百事公司	65.00%	卡宝塔万达	22.60%	Dong-A Socio Group	8.30%	96%
印尼	天丝红牛	13.60%	Wings Corp	10.10%	Kino Indonesia Tbk PT	8.70%	32%
老挝	百事公司	50.00%	Osotspa	31.20%	天丝红牛	8.00%	89%
马来西亚	天丝红牛	56.20%	Power Root	19.10%	大正制药株式会社	8.70%	84%
缅甸	Osotspa	42.30%	Europe & Asia Commercial	18.40%	天丝红牛	12.40%	73%
菲律宾	亚洲酒业	68.60%	百事公司	30.50%	天丝红牛	0.50%	100%
新加坡	天丝红牛	59.40%	MONSTER	19.80%	奥地利红牛	17.40%	97%
泰国	Osotspa	49.40%	卡宝塔万达	30.80%	天丝红牛	15.60%	96%
越南	天丝红牛	34.60%	Tan Hiep Phat Group	23.40%	百事公司	22.60%	81%

资料来源：Euromonitor，德邦研究所

4.1.3. 发展趋势：消费者重视可持续性，能量饮料功能与性价比并重

趋势一：健康导向。疫情后东南亚地区消费者的健康意识显著增强，关注饮品对身体健康的影响，特别是对免疫力的提升作用，在能量饮料的选择上倾向于低糖产品。肌醇能促进肝中脂肪代谢，增强肺脏，降低血液中的胆固醇含量。通过对比东鹏特饮与东南亚地区主要能量饮料品牌的营养素含量差异，可以发现东鹏特饮在成分配置上具有健康导向，东鹏特饮的肌醇含量为 20mg/100ml，远高于其他品牌产品，有助于提高身体免疫力和增强体力，而咖啡因含量远低于海外饮料巨头魔爪，不仅能有效提神，还能避免过度刺激。东鹏特饮有望通过成分配置优势吸引注重健康的消费者，获得更大的市场份额。

表 9：各品牌产品营养素含量对比

	东鹏特饮	魔爪	M-150	卡拉宝
牛磺酸 (mg)	50	57	47	57
肌醇 (mg)	20	7	7	-
糖 (g)	11.88	5.8	-	14.05
咖啡因 (mg)	20	28	-	12

资料来源：澎湃新闻，北京青年报，值得买科技官网等，德邦研究所

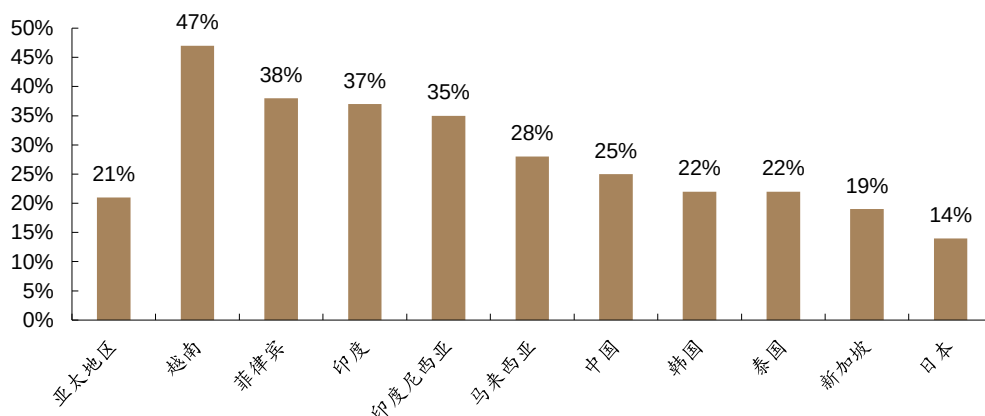
注：表中为每 100ml 成分含量

趋势二：可持续。随着环保意识的提升，东南亚消费者对于食品和饮料产品的可持续性要求日益增高。PET 塑料作为 100%可回收材料符合当下消费者对环境友好型包装的需求，根据 PETRA 数据，PET 材料在美国与欧洲的回收率分别达到 31%/52%，为全球回收率最高的塑料。此外 2022 年国外研究团队对降解酶 PETase 进行工程改造与测试，开发出更高效、更具活性的水解酶 FAST-PETase，

推动了包装材料的生态可持续性。东鹏特饮以 PET 塑料作为主要外包装材料，在可持续发展趋势下具有差异化竞争力。

趋势三：高性价比。越南、泰国等东南亚新兴经济体由于较低的人均可支配收入水平及较高的通货膨胀率，本土消费者更加关注产品的性价比，根据《2021 年消费者之声:生活方式》数据，越南/菲律宾/印度尼西亚消费者对性价比的关注指数分别在 47%/38%/35%，均高于亚太地区平均数据 21%；印度尼西亚的线上饮料消费中 2-5 美元为主流价格带，贡献销售额超 30%。2024 年东鹏饮料逐步优化全国产能布局，分别建立昆明生产基地及印尼生产基地，加强对东南亚地区的辐射力度，利用地缘优势降低产品生产运输成本，有望凭借较低的价格及高品质产品打开东南亚地区市场。

图 61：2021 年亚太地区消费者对产品性价比关注度



资料来源：DPO INTERNATIONAL，德邦研究所

4.2. 公司布局：本土化差异化逐步推行，出海战略加速落地

东鹏饮料加速海外布局，印尼设厂深耕东南亚市场。东鹏饮料提前布局，2024 年在昆明与海南建立生产基地辐射海外市场；在新加坡，能量饮料产品在 Shopee 电商平台及华人超市上架，辐射海外市场。截止 2024 年上半年公司产品已进入 23 个国家及地区，上半年海外营收共 0.11 亿元，占总营收的 0.14%。2024 年 2 月东鹏饮料计划设立印尼公司，投资总额不超过 2 亿美元，聚焦软饮料的生产与贸易，这一计划标志着东鹏饮料首次在海外设立生产基地，是其深耕东南亚市场决心的体现，未来有望通过印尼进一步打开东南亚市场，并进一步进军全球。

东鹏饮料多元化营销战略，塑造国际化品牌形象。在品牌国际化进程中，东鹏饮料采取了多元化的营销策略。一方面布局电竞、街舞、赛车等新兴潮流运动领域，另一方面深度参与奥运会、亚运会等世界级体育赛事，2024 年巴黎奥运会期间，东鹏饮料携手央视开展深度合作，借助奥运传播平台展现中国品牌的独特文化，通过创新的传播方式和丰富的文化内容持续深化“为国争光，东鹏能量”的品牌符号，以过硬的产品品质、独特的文化内涵和领先的数字化优势，持续重塑与深化全球消费者对东鹏的认知与印象，提高品牌在国际市场的核心竞争力。

图 62：2024 年巴黎奥运会东鹏携手央视深度合作

图 63：2024 年补水啦赞助羽毛球顶级赛事汤尤杯



资料来源：界面新闻，德邦研究所



资料来源：新浪新闻，News 快报，德邦研究所

海外扩张提速，渠道布局加速全球化战略。东鹏饮料的销售模式以经销为主，东鹏饮料通过与东南亚经销商和零售商的合作，借助当地资源构建起初期的供应链和销售网络，入驻 Shopee 等电商平台、华人超市及 711 等标杆性零售渠道，打通线上线下渠道，帮助品牌在新市场中快速获得曝光，推动了市场的初步渗透。未来，东鹏将深化与海外战略伙伴的合作，扩展生产基地建设，从而为品牌在东南亚乃至全球市场的长期布局奠定基础，逐步实现全球化战略的落地。

图 64：印度尼西亚部分销售渠道



资料来源：中国国际电商产业博览会官网，iPayLinks 官网，德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 161.6/206.8/251.8 亿元，同比 +43.5%/+28.0%+21.7%。分业务来看：

- **东鹏特饮：**2024Q1-3 实现营收 105.51 亿元，受益于公司全国化战略推进与销售渠道网络不断完善，同比上涨 31.43%；公司持续拓展线下网点，加强渠道精细化管理能力，强化公司渠道优势；挖掘民族品牌基因，构建并深化品牌符号。东鹏特饮作为公司核心大单品在营收、毛利贡献较多，2025-26 年在消费进一步复苏下预计保持双位数增长，稳定公司营收基本盘。

- 其他饮料：2024Q1-3 营收同比+216%至 20.23 亿元，其中补水啦营收同比+292%至 12.11 亿元，基于公司已有渠道优势及品牌力快速成长，终端动销较好，广东、广西市场市占率不断提升，我们预计补水啦 2024-26 年有望保持高增。

表 10：东鹏饮料盈利预测（百万元，%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	8505.39	11262.79	16157.80	20683.41	25178.24
yoy（%）	21.89%	32.42%	43.46%	28.01%	21.73%
毛利率（%）	42.33%	43.07%	44.51%	44.98%	45.24%
东鹏特饮					
营业收入（百万）	8172.31	10336.00	13504.00	16540.77	19430.11
yoy（%）	23.98%	26.48%	30.65%	22.49%	17.47%
毛利率（%）	43.26%	45.35%	47.91%	48.90%	49.35%
其他饮料					
营业收入（百万）	319.03	914.48	2621.80	4109.67	5714.50
yoy（%）	-14.23%	186.65%	186.70%	56.75%	39.05%
毛利率（%）	17.07%	17.25%	26.98%	29.19%	31.25%
其他业务					
营业收入（百万）	14.06	12.31	32.01	32.97	33.63
yoy（%）	0.59%	-12.43%	160.0%	3.0%	2.0%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

5.2. 投资建议

公司能量饮料基本盘有望保持稳健增长，同时第二曲线电解质饮料快速成长、市占率不断提升，未来无糖茶、RTD 咖啡、植物蛋白饮料等新兴品类渗透率的提升仍可期待；同时全国化战略成效显著，持续探索海外业务，中长期业绩空间有望打开。我们选取主业同为饮料的养元饮品、承德露露、欢乐家以及香飘飘作为可比公司，截至 2025 年 1 月 16 日，2024-26 年行业平均估值为 25.4x/19.0x/16.5x，横向对比来看公司当前估值高于行业平均，我们认为公司作为软饮料赛道持续领跑的龙头企业，长期积淀的产品、品牌与渠道优势已构建坚实护城河，未来业绩仍有较高潜力，PE 估值出现持续溢价有其合理性，维持“增持”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润(百万元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
605499.SH	东鹏饮料	1218	3284	4284	5307	37.1	28.4	23.0
	可比公司平均					25.4	19.0	16.5
603156.SH	养元饮品	267	1430	1592	1778	18.7	16.8	15.0
000848.SZ	承德露露	91	632	733	818	14.4	12.4	11.1
300997.SZ	欢乐家	67	142	232	270	46.9	28.7	24.7
603711.SH	香飘飘	66	308	366	432	21.6	18.1	15.4

资料来源：Wind，德邦研究所

注：当前股价和当前市值均为 2025/1/16 收盘价，养元饮品、承德露露和香飘飘采用万得一致预期，欢乐家为德邦预测值

6. 风险提示

原辅材料价格波动风险：公司主要原辅材料如 PET 制品、白砂糖等受市场供求、汇率波动、自然条件、地缘政治等因素影响，其价格波动会增加公司库存周转压力，公司成本结构、盈利水平或受影响。

行业竞争加剧：随着软饮料行业入局品牌增加，各企业均在寻找方法提高市场知名度与市占率，进而实现业绩增长，故市场竞争有所加剧，公司或需要采取加大市场投入等措施应对竞争。

新品推广不及预期：目前消费者需求愈发多元，各品类新品层出不穷，若公司所推出新品未达到预期从长期来看可能会对业绩带来不利影响。

地缘政治风险：公司出海东南亚可能受各国间外交关系、贸易政策影响，或将影响公司的供应链、营销渠道和市场策略，对市场拓展产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	5.10	6.31	8.24	10.21
每股净资产	15.81	8.82	17.06	27.26
每股经营现金流	8.20	9.89	12.01	13.89
每股股利	2.50	3.54	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	35.79	42.59	32.64	26.35
P/B	11.54	30.49	15.77	9.86
P/S	6.48	8.65	6.76	5.55
EV/EBITDA	26.13	31.59	23.46	18.21
股息率%	1.4%	1.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.1%	44.5%	45.0%	45.2%
净利润率	18.1%	20.3%	20.7%	21.1%
净资产收益率	32.3%	71.6%	48.3%	37.4%
资产回报率	13.9%	20.7%	19.7%	18.7%
投资回报率	19.8%	34.8%	31.5%	28.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	32.4%	43.5%	28.0%	21.7%
EBIT 增长率	33.3%	64.0%	31.0%	23.5%
净利润增长率	41.6%	61.0%	30.5%	23.9%
偿债能力指标				
资产负债率	57.0%	71.2%	59.3%	50.2%
流动比率	1.1	0.9	1.2	1.5
速动比率	0.9	0.7	1.0	1.4
现金比率	0.8	0.6	0.9	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.5	1.8	1.7	1.6
存货周转天数	27.0	26.0	26.0	26.5
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	0.9
固定资产周转率	3.9	4.7	5.5	6.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,040	3,284	4,284	5,307
少数股东损益	0	-3	-4	-5
非现金支出	272	398	455	505
非经营收益	-148	-11	-23	-54
营运资金变动	1,118	1,475	1,537	1,470
经营活动现金流	3,281	5,143	6,248	7,222
资产	-916	-977	-926	-775
投资	-52	0	0	0
其他	209	129	155	176
投资活动现金流	-758	-848	-771	-599
债权募资	-35	1,200	-200	-400
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,023	-1,949	-124	-115
融资活动现金流	-1,058	-749	-324	-515
现金净流量	1,437	3,547	5,153	6,108

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 16 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,263	16,158	20,683	25,178
营业成本	6,412	8,966	11,380	13,786
毛利率%	43.1%	44.5%	45.0%	45.2%
营业税金及附加	121	170	217	264
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	1,956	2,666	3,411	4,142
营业费用率%	17.4%	16.5%	16.5%	16.4%
管理费用	369	404	507	604
管理费用率%	3.3%	2.5%	2.5%	2.4%
研发费用	54	65	74	86
研发费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
EBIT	2,420	3,969	5,198	6,422
财务费用	2	-11	-5	-36
财务费用率%	0.0%	-0.1%	-0.0%	-0.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	142	129	155	176
营业利润	2,588	4,109	5,358	6,634
营业外收支	-9	-9	-8	-7
利润总额	2,579	4,100	5,350	6,627
EBITDA	2,690	4,367	5,653	6,926
所得税	539	820	1,070	1,325
有效所得税率%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	0	-3	-4	-5
归属母公司所有者净利润	2,040	3,284	4,284	5,307

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,058	6,422	11,575	17,683
应收账款及应收票据	66	95	100	124
存货	569	726	917	1,112
其它流动资产	2,076	2,146	2,204	2,261
流动资产合计	8,769	9,389	14,796	21,181
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,916	3,406	3,750	3,947
在建工程	385	412	478	491
无形资产	485	535	585	635
非流动资产合计	5,941	6,512	6,974	7,238
资产总计	14,710	15,901	21,771	28,419
短期借款	2,996	4,196	3,996	3,596
应付票据及应付账款	915	1,282	1,503	1,873
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,136	5,502	7,071	8,447
流动负债合计	8,047	10,979	12,570	13,916
长期借款	220	220	220	220
其它长期负债	119	119	119	119
非流动负债合计	339	339	339	339
负债总计	8,386	11,318	12,909	14,254
实收资本	400	520	520	520
普通股股东权益	6,324	4,586	8,870	14,177
少数股东权益	0	-3	-8	-13
负债和所有者权益合计	14,710	15,901	21,771	28,419

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。