

## 东鹏饮料(605499)

### 东鹏展翅划出第二曲线，泛饮料品类平台踏新程

#### 投资要点：

##### 东鹏在性价比、渠道与数字化上具备综合竞争优势

疫情后“高性价比”成消费者关键决策因素，东鹏各系列产品对比竞品性价比凸显，高度吻合当前消费趋势。东鹏渠道厚积成势，渠道广布兼具均衡性，已实现全国地级市100%覆盖，并持续落实销售网络渗透，有效增强产品曝光和终端动销。全链路数字化管理提升供应链效率、市场运作精细度及公司内部多方面管理，同时有序增设产能匹配其区域拓展及销售高增。

##### 东鹏能量饮料品类仍有空间，第二增长点异军突起

据欧睿国际数据预测，中国能量饮料销量23-27年cagr约为6.34%，仍在增长。特饮市占率稳步提高，有望替代红牛龙头地位。百亿体量下，2023年前三季度特饮收入同比增长25.06%，预计其高增势能将持续。公司积极进行多品类布局，第二增长曲线已取得关键性突破。23年新品补水啦已覆盖100万+终端网点，借电解质水赛道东风和公司禀赋实现销售快速上量。乌龙上茶参考其无糖茶品类近年来增势，预期24年销售情况表现亮眼。

##### 农夫培育模式有其优势，东鹏模式胜率与效率更佳

农夫山泉深挖天然健康概念，顺应消费者对健康高度关注和消费升级的趋势。其数次前瞻性布局细分赛道，引领饮料行业品类风潮。复盘来看，东方树叶经十年培育，方见业绩积极产出，而长时间培育难见成果更为常态。东鹏饮料依托固有综合优势，当前主要采取“跟随”模式，顺势而为，快速响应市场需求和趋势，商业视角下胜率和效率更优。东鹏第二曲线已然成型，构建多元产品矩阵，期待其向泛饮料品类平台型公司方向实现蜕变。

##### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为110.76/140.93/173.63亿元，同比增速分别为30.22%/27.25%/23.20%，归母净利润分别为19.90/26.49/33.46亿元，同比增速分别为38.12%/33.16%/26.28%，EPS分别为4.97/6.62/8.36元/股，3年CAGR为32.43%。鉴于公司业绩展望积极，24上半年限售股解禁或亦为短期催化因素，中长期看第二曲线已现，公司正在从能量饮料龙头向泛饮料平台型公司转变。绝对估值法测得每股价值246.20元，参照相对与绝对估值，我们给予公司2024年33.5倍PE，目标价221.8元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；新品推广不及预期；市场竞争格局变化

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6978	8505	11076	14093	17363
增长率(%)	40.72%	21.89%	30.22%	27.25%	23.20%
EBITDA(百万元)	1687	2101	2893	3716	4618
归母净利润(百万元)	1193	1441	1990	2649	3346
增长率(%)	46.90%	20.75%	38.12%	33.16%	26.28%
EPS(元/股)	2.98	3.60	4.97	6.62	8.36
市盈率(P/E)	61.4	50.8	36.8	27.6	21.9
市净率(P/B)	17.3	14.5	12.2	10.0	8.2
EV/EBITDA	42.0	33.4	24.3	18.6	14.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年03月15日收盘价

行业：	食品饮料/饮料乳品
投资评级：	买入(维持)
当前价格：	183.86元
目标价格：	221.80元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	400.01/159.27
流通A股市值(百万元)	29,283.54
每股净资产(元)	14.94
资产负债率(%)	59.15
一年内最高/最低(元)	201.00/150.57

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：陈梦瑶  
执业证书编号：S0590521040005  
邮箱：cmy@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《东鹏饮料(605499)：关于开展境内外产业链相关投资的公告解读》2024.03.06  
2、《东鹏饮料(605499)：23年业绩圆满收官，迈入泛品类新征程》2024.01.27

## 投资聚焦

### 核心逻辑

产品方面，东鹏在传统品类向能量饮料行业龙头继续迈进；无糖茶饮市场潜力大，我们预判无糖茶 24 年有望复刻补水啦 23 年优异表现。且产品全链体现性价比，高度符合当下理性消费趋势。渠道方面，现已实现全国地级市 100%覆盖，结合全链路数字化能力，渠道广布且仍在不断提升全面性与均衡性。横向对比农夫山泉，东鹏顺势而为，“少培育、紧跟随”更具胜率和效率优势。

### 不同于市场的观点

我们认为东鹏第二曲线已完成 0 到 1 的蜕变，正在迈向泛品类新征程。大咖受限于产品形态和能力错配，市场潜力有限。电解质水表现优异，证明东鹏把握赛道机遇能力。无糖茶赛道机会更优，24 年有望复刻补水啦优异销售表现。

### 核心假设

经营假设：东鹏产品性价比和渠道的综合竞争力，能够为新品销售提供强赋能。

财务假设：能量饮料继续维持相对高增速，新品收入占比较快提升。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 110.76/140.93/173.63 亿元，同比增速分别为 30.22%/27.25%/23.20%，归母净利润分别为 19.90/26.49/33.46 亿元，同比增速分别为 38.12%/33.16%/26.28%，EPS 分别为 4.97/6.62/8.36 元/股，3 年 CAGR 为 32.43%。

东鹏为 A 股软饮料公司龙头，且 A 股软饮料行业公司样本量有限，故选取食品饮料港股农夫山泉、其他子板块龙头企业的估值水平为参考样本，结合东鹏目前仍处于老品市占率不断提升，第二曲线雏形已现，区域市场和渠道覆盖继续深化，业绩展望积极，给予一定程度的估值溢价。参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 33.5 倍 PE，目标价 221.8 元，维持“买入”评级。

### 投资看点

短期来看，2023 年业绩圆满收官，最新月度数据突出，2024 年一季度及全年业绩展望积极，24 上半年限售股解禁亦为短期催化因素。

中长期看，第二曲线已现，公司正在从能量饮料行业龙头向综合饮料龙头平台型公司转变，电解质水推出首年取得优异销售成绩；无糖茶参考竞品空间广阔。

## 正文目录

1. 东鹏在性价比、渠道与数字化上具备综合竞争优势	5
1.1 性价比领先是公司一贯的定价策略	5
1.2 销售网络全国化、多元化、数字化	10
1.3 数字化打造高效供应链与精细运营	11
2. 东鹏能量饮料品类仍有空间，第二增长点异军突起	12
2.1 东鹏正在向能量饮料行业龙头继续稳步迈进	12
2.2 大咖首战未告捷，RTD 咖啡市场有其局限性	14
2.3 补水啦证明能力，乌龙上茶市场想象空间大	16
3. 农夫培育模式有其优势，但东鹏模式胜率效率更佳	22
3.1 农夫山泉品牌力为核心，创新力是其品牌力基石	22
3.2 农夫采取长期培育战略，但市场认可度难获保证	24
3.3 东鹏顺势或为更优解，商业视角下胜率效率更佳	25
4. 盈利预测、估值与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值与投资建议	27
5. 风险提示	29
5.1 原材料价格波动	29
5.2 新品推广不及预期	29
5.3 市场竞争格局变化	29

## 图表目录

图表 1: 人均储蓄率整体呈上涨趋势	5
图表 2: 社会消费零售品总额增速放缓	5
图表 3: 消费决策最看重性价比	6
图表 4: 东鹏特饮 2023 年 H1 收入占营业收入 94.13%	6
图表 5: 东鹏饮料产品矩阵	6
图表 6: 头部能量饮品品牌产品价格	7
图表 7: 国内市场主要电解质饮料品牌	7
图表 8: 重点无糖茶饮料品牌	9
图表 9: 海岛椰椰汁	10
图表 10: VIVI 鸡尾酒	10
图表 11: 公司经销商数量快速增长	11
图表 12: 公司销售收入（按区域分）（万元）	11
图表 13: 各品牌市场份额占比	13
图表 14: 东鹏特饮销售量、销售额占比	13
图表 15: 功能性饮料在中国市场仍在增长	14
图表 16: 能量饮料行业竞争格局	14
图表 17: 能量饮料行业品牌定位和特点	14
图表 18: 瓶装为 RTD 咖啡主要包装设计	15
图表 19: 咖啡产品口味表现限制容量设计	15
图表 20: 2022 年即饮咖啡份额小	16
图表 21: 2021 年各国核心商业城市每万人咖啡店数量	16
图表 22: 2020—2022 年中国电解质饮料市场规模（亿元）及增速	17
图表 23: Z 世代群体更加偏好电解质饮料	17
图表 24: 中国茶类饮料市场销售额细分	18
图表 25: 中国茶饮料市场的发展增速情况（%）	18

图表 26:	中国无糖茶饮料的发展历程 .....	18
图表 27:	全球电解质饮料市场前景广阔 .....	19
图表 28:	亚太地区电解质饮料市场位列全球第三 .....	19
图表 29:	中国功能饮料全球收入第二 .....	20
图表 30:	中国能量饮料人均消费量仍有较大潜力 .....	20
图表 31:	各国无糖茶饮料在即饮茶饮料市场的占比 .....	20
图表 32:	中国、日本、新加坡人均即饮茶消费量对比 (升/人) .....	20
图表 33:	“补水啦”绑定流汗场景宣传 .....	22
图表 34:	1997—2022 年农夫山泉系列产品问世时间 .....	23
图表 35:	2017-2023 上半年农夫山泉各品类销售规模 (亿元) .....	23
图表 36:	农夫山泉中各品类增速 .....	23
图表 37:	农夫山泉包装饮用水产品矩阵 .....	24
图表 38:	公司营收测算汇总 (百万元) .....	27
图表 39:	FCFF 法参数假设 .....	27
图表 40:	FCFF 法估算表 .....	28
图表 41:	东鹏饮料与可比公司估值对比 .....	28

## 1. 东鹏在性价比、渠道与数字化上具备综合竞争优势

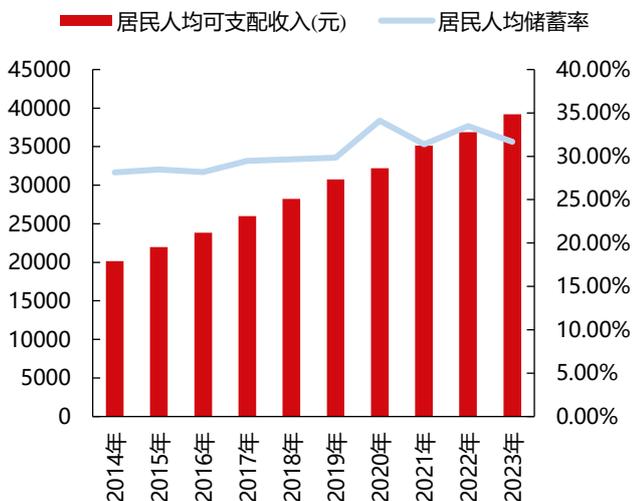
东鹏饮料是一家根植于广东的知名饮料生产企业，自1994年成立以来，已发展成为国内领先的饮料品牌之一。东鹏饮料以东鹏特饮为核心产品，同时实施1+6多品牌战略，相继推出补水啦、东鹏大咖、乌龙上茶、海岛椰椰汁等产品。根据2023年业绩预告显示，公司营业收入预计超110亿元，归母净利润超15亿元，均实现超30%的增长。

我们认为，公司目前的核心优势在于产品在渠道、终端和消费者端的全链路性价比，以及渠道网络的广泛度和均衡性。公司初期切入能量饮料赛道，打造大单品的同时积累了强大的综合能力。尽管早期推出的诸多产品销售平平，但随着东鹏已凭借其日益增强的经营实力，公司正从单一品类公司向平台型泛饮料公司进阶。所以第二曲线获得持续业绩增长成为公司发展升维的关键，品类拓展能力将助力公司转向平台化发展新征程。

### 1.1 性价比领先是公司一贯的定价策略

疫情后消费行为转变，“高性价比”成关键决策因素。根据国家统计局数据，2019-2023中国人均储蓄率提升明显，社会消费品零售总额从2021年3月增速下跌，居民整体消费意愿不足；2019年起人均可支配收入增速放缓，居民购买力承压导致消费者对价格敏感度提升。基于消费意愿和消费力的不匹配，性价比趋势凸显。参考红杉中国《2023中国消费者品牌偏好洞察》调研，55%的消费者最看重性价比，在各年龄层，性价比均是消费者首要考虑因素；德勤《2023中国消费者洞察与市场展望白皮书》中提到，“综合性价比”成为消费者进行食品饮料消费决策的第二大因素。

图表1：人均储蓄率整体呈上涨趋势



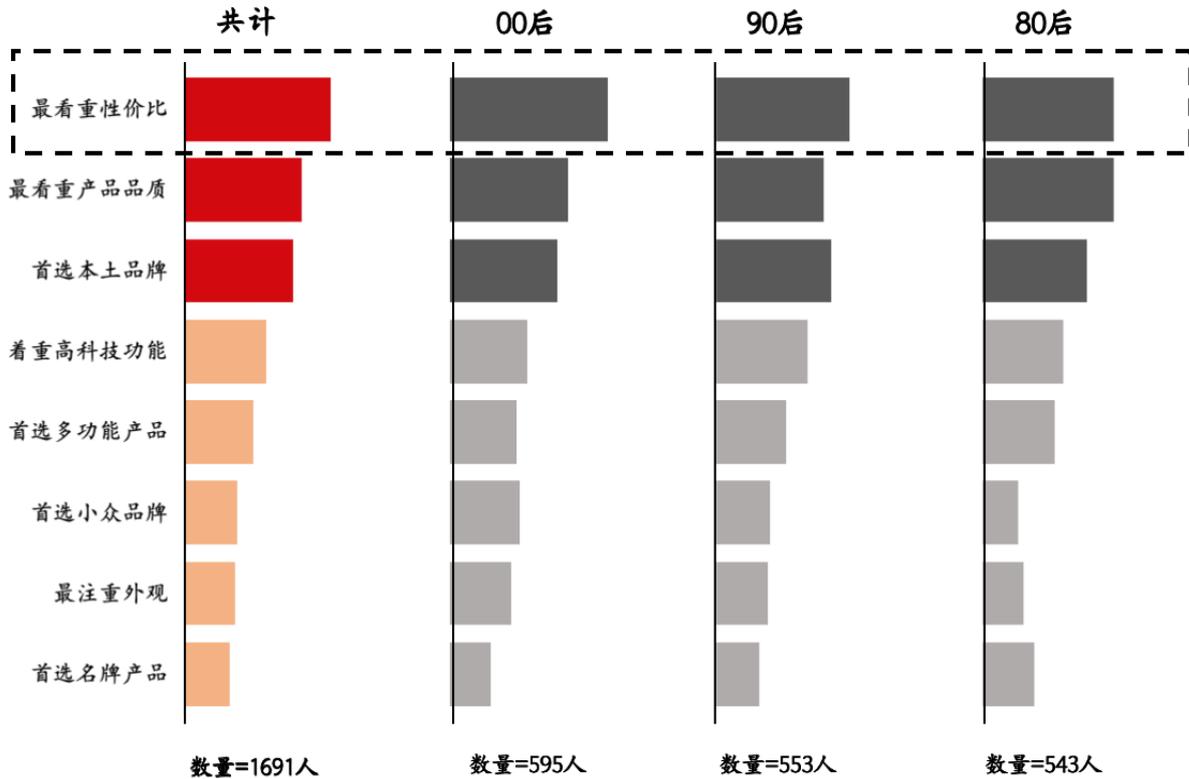
资料来源：国家统计局，国联证券研究所

图表2：社会消费零售品总额增速放缓



资料来源：国家统计局，国联证券研究所整理

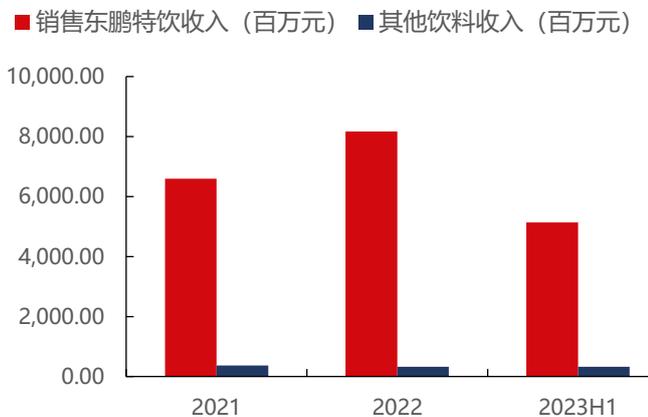
图表3：消费决策最看重性价比



资料来源：红杉研究，国联证券研究所整理

东鹏定价极具性价比，与当下消费趋势不谋而合。东鹏饮料核心大单品为东鹏特饮，“能量+”矩阵扩容品类，公司新品研发储备逐渐体现公司自身资源禀赋优势。东鹏特饮在保证品质的前提下价格通常在竞品中最具优势，也顺应当下性价比消费的趋势。在差价竞争中公司塑造了积极的消费者口碑，综合促成了销售额的多方面正向影响。

图表4：东鹏特饮 2023 年 H1 收入占营业收入 94.13%



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表5：东鹏饮料产品矩阵



资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

以东鹏饮料核心大单品东鹏特饮 500ml 为例，官网售价 3.75 元/瓶，考虑单位价格，乐虎略高于东鹏 500ml；罐装产品比较也是东鹏金罐单位价格最低。

图表6：头部能量饮品品牌产品价格

品牌	产品名称	产品包装	国内上市时间	产品类型	价格
	红牛		1995	罐装	4.55元/250ml
	东鹏特饮		1998	瓶装500ml	3.75元/500ml
				瓶装250ml	2.17元/250ml
				盒装	1.41元/250ml
				罐装	3.70元/250ml
	体质能量		1999	罐装	5元/500ml
				瓶装（金球/金钻/0糖）	5元/600ml
				PET瓶装（含气）	5元/500ml
	乐虎		2013	罐装	4.58元/250ml
				瓶装	4.13元/380ml
				瓶装	4.32元/500ml
	战马		2016	红罐包装	4.92元/310ml
				瓶装（不含气）	4.54元/500ml

资料来源：公司官网，天猫、国联证券研究所整理

东鹏“补水啦”在产品定位上同样主打高性价比+功能性。跟同类产品相比，东鹏补水啦 555mL/1L 的零售价格是 4 元/7 元，在瓶装规格更大的前提下，价格为所有电解质饮料价格最低，且附带 1 元乐享中奖的活动，综合中奖率约为 20%。

图表7：国内市场主要电解质饮料品牌

产品名称	产品包装	国内上市时间	主要电解质种类	电解质含量	单价
宝矿力水特 (500mL)		2003	钠、钾、氯、镁、钙	每瓶≥360mg	6 元
佳得乐电解质 饮料 (600mL)		2017	钠、钾、氯	每瓶≥300mg	5 元
魔力电解质 饮料 (500mL)		2020.5	钠、钾、氯、镁	每瓶≥650mg	6 元

尖叫 (等渗版) (550mL)		2021. 2	钠、钾、氯、镁、钙	每瓶 $\geq$ 280mg	5 元
外星人电解质水 (500mL)		2021. 3	钠、钾、氯、锌、钙	每瓶 $\geq$ 200mg	6 元
东鹏补水啦 (555mL)		2023. 1	钠、钾、氯	每瓶 $\geq$ 200mg	4 元
健力宝电解质水 (450mL)		2023. 4	钠、钾、氯、钙	每瓶 $\geq$ 220mg	5 元
脉动电解质+ (600mL)		2023. 5	钠、钾、氯、镁、钙	每瓶 $\geq$ 455mg	5 元

资料来源：公司官网，天猫，国联证券研究所整理

乌龙上茶同样具有高性价比，终端零售价指导是 4 元/瓶，而在无糖茶饮的主流价格带中处于偏低位置，且产品容量 555ml/瓶高于竞品常见的 500ml，跟东方树叶、燃茶、茶里王等主流产品相比更具性价比。1L 装终端指导价是 6 元/瓶，多喝多润系列 1.25L 茶饮料，终端零售指导价 5 元/瓶。

图表8：重点无糖茶饮料品牌

品牌	产品名称	产品包装	国内上市时间	品类	单价
	东方树叶		2011	纯茶	4.26元/500ml
	燃茶		2017	果味茶	4.86元/500ml
	纤茶		2018	无糖植物茶饮	5.50元/500ml
	三得利乌龙茶		1997	纯茶	4.00元/500ml
	淳茶舍		2018	纯茶	3.67元/480ml
	乌龙上茶		2023	纯茶	4.00元/555ml

资料来源：公司官网，天猫，国联证券研究所整理

东鹏饮料于 2023 年 12 月推出植物蛋白新品——海岛椰椰汁，甄选 100%生榨鲜椰浆，利用生榨锁鲜工艺还原鲜椰口感，使用超高压技术打造丝滑口感。250mL 规格盒装在东鹏的天猫旗舰店售价 44.97 元/24 盒，折合每盒价格 1.87 元；330mL 规格 PET 瓶装价格 61.9 元/24 瓶，折合每瓶价格约 2.58 元。而椰树椰汁在天猫平台售价 84 元/24 盒，每盒规格 245mL，折合每盒 3.5 元；欢乐家天猫旗舰店 250ml 规格瓶装椰子汁售价 59.9 元/15 瓶，折合每瓶 3.15 元。东鹏椰汁产品对于价格敏感的客户更具吸引力。

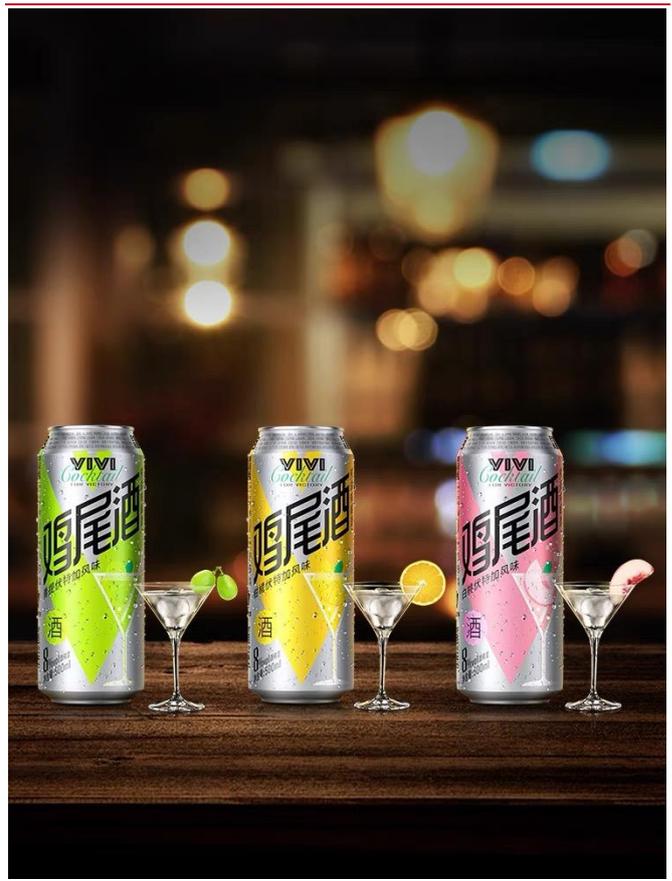
东鹏饮料延续性价比路线,2024 年 1 月新品 VIVI 鸡尾酒上市,酒精度数为 8 度,推出柑橘、青提、白桃三种口味,果汁含量不少于 3%,每罐规格 500mL。天猫旗舰店价格 129.3 元/15 罐,折合每罐为 8.62 元。对标 R10 鸡尾酒强爽系列,同样是 8 度鸡尾酒和 500mL 规格,果汁含量 $\geq$ 2.4%,其在天猫旗舰店券后价格为 108 元/8 罐,折合每罐 13.5 元。

图表9：海岛椰椰汁



资料来源：东鹏天猫旗舰店，国联证券研究所

图表10：VIVI 鸡尾酒

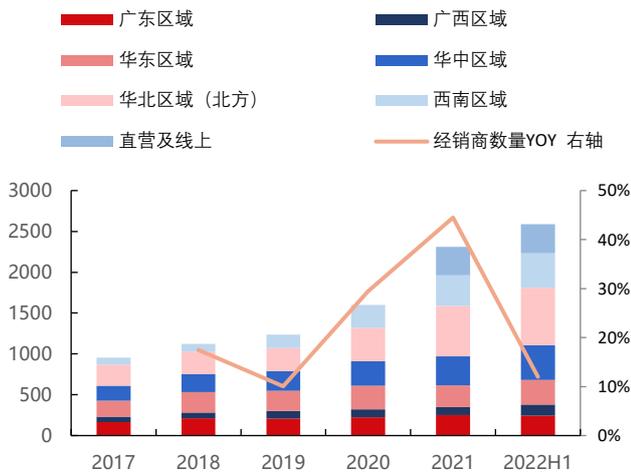


资料来源：东鹏天猫旗舰店，国联证券研究所

## 1.2 销售网络全国化、多元化、数字化

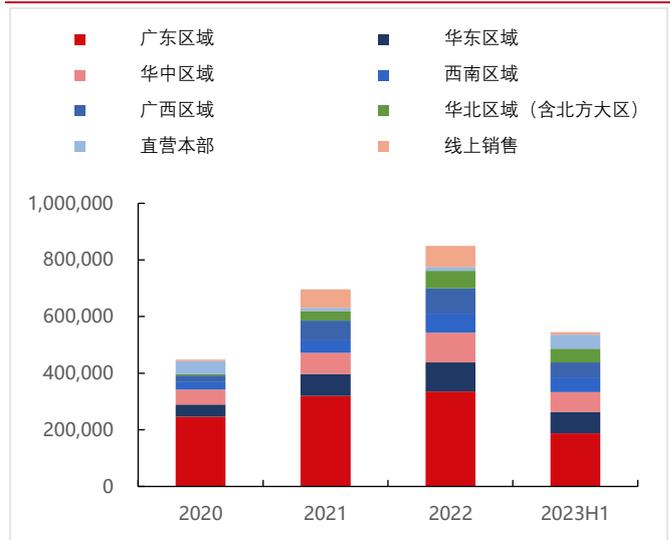
公司通过持续的市场拓展和网点覆盖，渠道广布兼具均衡性。公司针对广东、广西等成熟市场精耕细作，投入经验丰富的销售团队、提高产品铺市率、提高品牌渠道渗透度，并且通过新品拓展至原本薄弱的学校、餐饮等渠道；在省外新兴区域模式通过与当地经验与资源丰富的经销商合作，高效打下基础，并依托终端业务员维护及付费拓展，扩充网点数量及提高单店贡献。目前，公司实现了除台湾的全国地级市 100% 覆盖，持续往县、乡下沉，同时年内优化经销商网络。北方市场渠道体系搭建方面在逐步完善，扩大铺货面，强化冰冻陈列提升单点产出。各品类渠道的复用和经销商团队强大的执行力使新品推广效率高。公司通过结合区域经销商模式与直营、线上销售相结合，构建了一个全方位、立体化的销售体系。

图表11: 公司经销商数量快速增长



资料来源: 公司公告, 公司招股书, 国联证券研究所

图表12: 公司销售收入 (按区域分) (万元)



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

公司销售网络强大也得益于全链路数字化能力, 能够实时获取渠道、终端、消费者的即时数据。依靠数字化掌握费用投放效率和货物流向, 保护经销商杜绝垄断, 进一步扩大经销商团队。同时, 高渠道利润率是强大的渠道推动力之一。以电解质水赛道为例, 补水啦、外星人、宝矿力、海之言中, 补水啦渠道利润率、终端价格、容量等均有优势, 有利于刺激渠道合作伙伴, 提高整体销售和市场覆盖率。

公司也同步持续扩张产能, 匹配区域拓展进程。2022 年设计产能 280.42 万吨, 同比增加 18.60%, 产能利用率达到 73.41%。公司超前布局产能, 满足未来发展需求。随着新品规模扩大, 公司在浙江衢州基地及湖南长沙基地会新增产线。2023 年 1-9 月华北区域销售收入同比增加 87.71%, 公司重视华北市场未来发展, 拟在天津市投资设立华北区域总部和天津生产基地, 助力全国扩张。

### 1.3 数字化打造高效供应链与精细运营

东鹏饮料的数字化进程显著增强了其市场竞争力。东鹏 2015 年率先引入基于“一物一码”技术的数字化营销, 直接连接消费者和销售渠道, 将红包发到终端商户和消费者手中。2020 年东鹏进行技术升级, 通过“五码合一”的瓶箱关联, 实现了每一瓶饮料的身份识别, 大幅优化了库存监控和供应链管理。数字化平台的货龄和库存分析功能, 帮助东鹏避免产品压货问题, 保证产品新鲜度, 同时实现库存的良性管理。有效解决了销售区域的过度库存问题, 减少商品流通过程中窜货现象。

东鹏的数字化转型不仅改善了营销和销售效率, 还深入到员工管理和供应链优化。通过营销数据驾驶舱的实施, 公司能够对新品上市进行数据的横向对比, 快速了解各产品的市场表现, 从而有效调整产品产量和销售策略。围绕人、货、场, 建设货控、费控、行控和数控能力, 更加合理分配资源, 制定出更加精准有效的营销策略, 提升营销预算的投放效益, 提高单点产出。通过数字化平台, 东鹏提高了员工工作效

率，实现了更加精准的业绩考核。同时，数字化技术在供应链管理中的应用确保了整个生产流程的高效与透明，提高了企业的整体运营效率。

**公司积极推进数智化，实现全链条、精细化管理，不断提升运营效率。**在供应链管理系统的数字化方面，东鹏饮料已经基本建立了一个高效的经营管理体系，开发和导入了计划管理模块，核心功能涉及物料需求、排产计划、生产调度以及销售预测和目标设定等。这一系统促进了生产与销售协同，公司能有效对各生产子公司物料采购和生产任务的统筹管理，实现需、请、采、验闭环管理，提升供应链管理效率、降低管理风险，实现供需全链路数智化管理，助力精益生产。

## 2. 东鹏能量饮料品类仍有空间，第二增长点异军突起

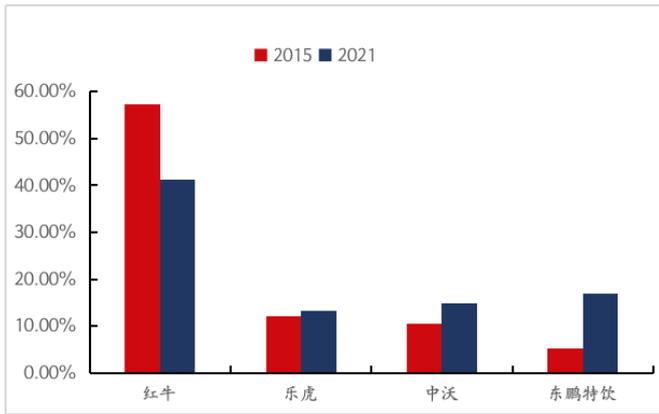
### 2.1 东鹏正在向能量饮料行业龙头继续稳步迈进

#### 2.1.1 追随的开始，从把握机遇切入到撼动龙头地位

**差异化目标客群、消费场景、包装、渠道铺设等组合拳，让东鹏有效突围。**1995年，华彬集团引入能量饮料品类。在进入中国市场的初期，红牛主要定位于高端能量饮料市场，以极限运动爱好者和白领为目标客群。相比之下，东鹏特饮立足于务工人员 and 饮料消费大省的广东，聚焦于蓝领工人这一细分市场，把能量饮料的消费场景拓展到长途开车、加班熬夜、网吧开黑等。2009年，东鹏推出了容量为250ml的小瓶装东鹏特饮，并率先采用PET塑料瓶包装和创新的防尘盖设计，更利于目标客群使用。由于塑料瓶的成本低于金属罐，且工艺要求更低，这一策略进一步强化了东鹏特饮的性价比优势。在渠道策略上，东鹏特饮初期以“特通渠道为主，流通为辅”，将渠道重心放在工厂店、加油站、高速公路休息站等特通渠道，更好地触达其目标客群。

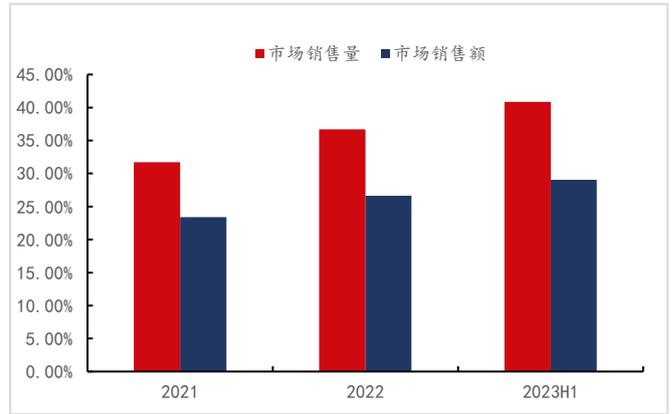
**红牛商标争议，市场份额预降，品牌内耗。**2016年起，功能饮料行业龙头红牛深陷商标之争；2023年4月，黑龙江高院最新判决认定合资公司继续使用“红牛”系列商标属于侵权行为，但判决仍在上诉期内。2021年华彬红牛全年销售业绩订单额及交货额均超过200亿，但近年来屡次败诉后无法进行有效广告宣传，同时经销渠道合作受到影响，市场规模预计持续下滑。目前市场上泰国天丝红牛维生素风味饮料、红牛安奈吉饮料和华彬红牛的维生素功能饮料直接竞争，同时奥地利红牛也以纯进口的模式进入中国市场，不同红牛产品内耗影响品牌形象，其经销权分散导致市场推广难。

图表13: 各品牌市场份额占比



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表14: 东鹏特饮销售量、销售额占比



资料来源: 东鹏饮料年报, 国联证券研究所整理

**东鹏特饮崛起, 市场份额提升, 全国化潜力大。**其中东鹏特饮市场占有率逐年稳步增高, 红牛绝对龙头地位正被东鹏特饮所撼动。市场份额方面, 据尼尔森 IQ 数据, 2023 年上半年, 东鹏特饮在中国能量饮料市场中销售量占比 40.86%, 排名保持第一; 销售额占比 29.06%, 排名维持第二。业绩增长方面, 2023 年 1-9 月东鹏特饮系列产品收入在高基数的情况下同比增加 25.06%, 预计其高增势能将持续。区域扩张方面, 省内仍在深耕单店增长和网点加密以及特殊渠道的渗透, 其次全国化进程仍有很大空间, 23 年 Q1-3 两广以外的华中/华东/西南/华北实现了 38%/45%/64%/88% 的收入同比高增, 起势明显。终端拓展方面, 公司在两广区域自然网点的业务员维护比例达 90% 以上, 省外整体数值目前约为 40%, 对标省内预示增长潜力大。中期来看, 我们预计 24、25 年特饮系列同比增速仍能保持在 20%—25% 区间。

### 2.1.2 能量饮料赛道仍有增长空间

**中国能量饮料市场目前仍在增长。**据欧睿国际数据, 2016—2021 年中国软饮料行业销售额从 5034 亿元增长至 5829 亿元, 年复合增速达 3%, 其中能量饮料 CAGR 达到 9.4%, 仅次于即饮咖啡的 11.7%, 成为增速第二快的饮料细分市场。普华永道在 2022 年中国能量饮料市场报告指出, 中国人均能量饮料消费量为发达国家的 20%, 据欧睿国际数据预计能量饮料市场总销售额 2027E 约为 815 亿—920 亿元, 21A-27E 的 cagr 约为 8.3%, 未来上升空间广阔。

图表15: 功能性饮料在中国市场仍在增长



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

图表16: 能量饮料行业竞争格局



资料来源: 国联证券研究所整理

根据欧睿国际数据, 2022年中国功能饮料市场规模约1459亿元。能量饮料行业正从外资品牌主导转变到本土品牌全面参战, 竞争者数量不断上涨。第一梯队包含红牛、东鹏特饮、乐虎和体质能量, 第二梯队主要是日加满、外星人、战马、monster、启力和力保健; 定位在高端市场的品牌价格带为5.5-6元/250ml, 其余的价格集中在4-6元/500ml。

图表17: 能量饮料行业品牌定位和特点

品牌	市场定位	特点
红牛 	高端市场	全球知名, 提升能量和专注度, 与极限运动相关
Monster 	中高端市场	大胆包装, 多样口味, 针对年轻人和极限运动爱好者
日加满 	中高端市场	特定口味或成分, 满足特定市场需求
外星人 	高端市场	新兴品牌, 独特营销策略和产品创新
东鹏特饮 	亲民市场	性价比高, 广泛受众, 持久能量
达利乐虎 	亲民市场	平价, 日常能量补充, 适合各种消费者
体质能量 	中端市场	强调健康成分, 提升体能, 针对寻求健康选择的消费者

资料来源: 国联证券研究所整理

## 2.2 大咖首战未告捷, RTD 咖啡市场有其局限性

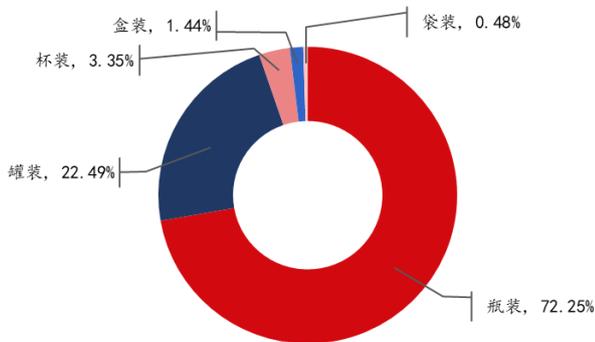
### 2.2.1 RTD 咖啡产品包装形态固化, 产品多样性受限

RTD 咖啡以瓶装、罐装、杯装、盒装和袋装等包装形式存在。数据显示, 瓶装咖

啡占据市场主导地位，份额高达 72.25%。其次是罐装咖啡，市场占比达 22.49%，而杯装咖啡的市场份额相对较低，仅为 3.35%。

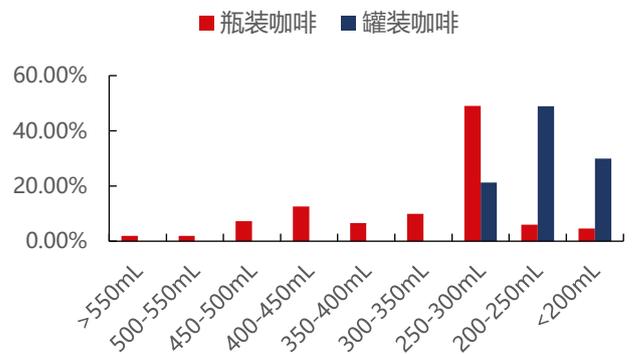
不同的包装类型针对特定消费场景有着不同的定位，这种差异化定位影响着咖啡产品的口味表现和容量设计，因此带来了生产上的局限性。瓶装咖啡制作工艺相对简单，加工可塑性更高，成本更低。其通常迎合消费者随时携带和便利饮用的需求，但也因其通常较大的容量范围（250mL 至 400mL）常常带来消费者购买过量并长时间未饮用的问题，从而影响产品的新鲜度和口感，而且消费者对摄入过多咖啡因的担忧也限制了 RTD 咖啡的容量上限。相对而言，罐装咖啡口感更浓郁，更能保留咖啡原有的风味，但罐装一经开启无法重新密封，不利于保存，因此其容量一般在 25mL 到 200mL 之间。

图表18：瓶装为 RTD 咖啡主要包装设计



资料来源：货圈全，国联证券研究所

图表19：咖啡产品口味表现限制容量设计

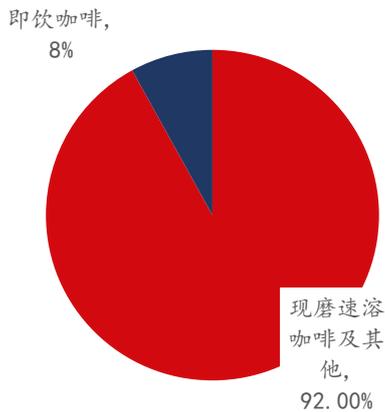


资料来源：货圈全，国联证券研究所

### 2.2.2 RTD 咖啡无法替代现磨咖啡，而是基于不同场景的补充

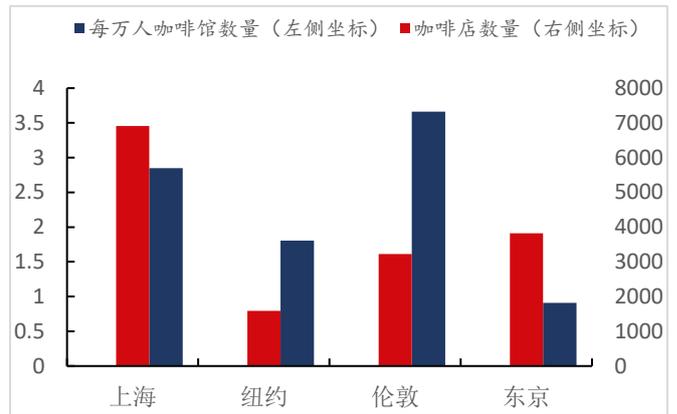
国内咖啡市场主要为现磨速溶，RTD 份额小。据欧睿国际与 mordor intelligence 数据显示，国内咖啡市场目前以现磨咖啡和速溶咖啡为主导消费品类，RTD 咖啡 2022 年市场份额约为 8%，且预计 2023—28 年 RTD 咖啡 CAGR 大约处在 3.5% 的相对低速。在星巴克和瑞幸等咖啡连锁品牌的快速扩张和市场下沉下，中国消费者逐渐养成饮用咖啡的习惯，但 RTD 咖啡无法替代现磨咖啡，只是基于不同场景的补充。

图表20: 2022 年即饮咖啡份额小



资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所整理

图表21: 2021 年各国核心商业城市每万人咖啡店数量



资料来源: 第一财经, 国联证券研究所整理

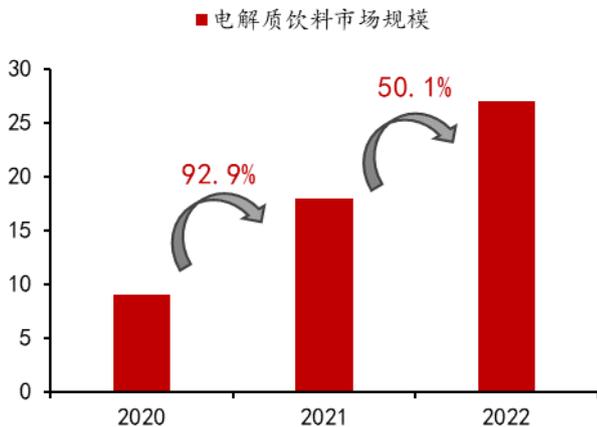
大咖发展受限在于赛道天花板低。根据美团数据, 中国咖啡店 MAT2023 数量已超 13 万, 其中举例上海以 8530 家咖啡店位居第一, 2023 年三四线城市在线门店数量 yoy 均超过 70%。而 RTD 咖啡产品因为生产上的局限性, 赛道天花板较低。大咖于 2021 年 9 月上市, 2023 年前三季度累计实现不到 2 亿收入, 其自身口感包括奶味、咖啡味以及顺滑度和主流咖啡品牌有差异, 且与东鹏品牌定位、渠道定位、消费群体重合度相对较低, 预计表现不如补水啦和乌龙茶。

### 2.3 补水啦证明能力, 乌龙上茶市场想象空间大

#### 2.3.1 中国电解质饮料需求打开, 无糖茶体量更庞大

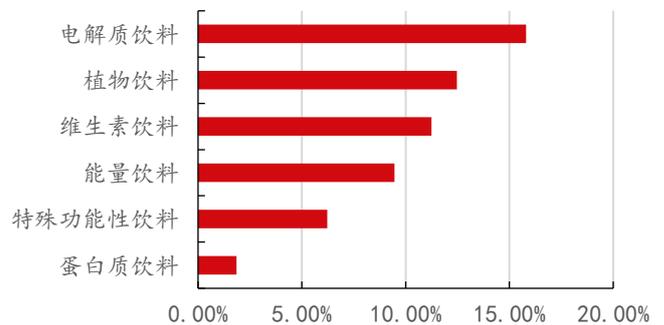
电解质饮料市场受疫情催化快速增长, 且 Z 世代偏好下市场潜力大。近年来, 中国电解质饮料市场规模迅速增长, 2022 年市场规模已达到 27 亿元左右, 与 2020 年的 9 亿元相比, 增长显著。疫情期间《COVID-19 诊疗方案 (试行第九版)》提到的“注意水、电解质平衡”及《膳食营养临时指南》提到的“适量补充含一定量电解质的饮用水”, 有效提高了消费者对电解质水的认知度, 进一步激发消费者购买意愿。根据 Quest Mobile 数据, Z 世代的群体规模已经达到了 3.42 亿, 预计将成为未来消费市场的主要推动力。而他们对电解质饮料表现出了较高偏好, 消费占比达到 15.8%, 进一步说明电解质饮料赛道更深层次的市场潜力和价值。

图表22：2020—2022 年中国电解质饮料市场规模（亿元）及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表23：Z世代群体更加偏好电解质饮料

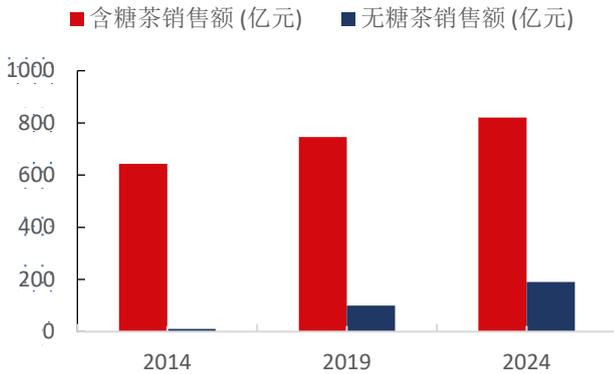


资料来源：TMIC 人群画像，国联证券研究所整理

**国内电解质饮料国产品牌强势崛起，赛道高增速将持续。**自1984年健力宝首次引入电解质饮料至今，中国电解质饮料市场历经多个阶段，现进入国内品牌崛起阶段。据前瞻报告数据显示，2022年TOP5电解质水品牌中，国产品牌占据三席；其中外星人电解质水以规模增速超100%的势头，超越宝矿力水特成为电解水品牌市占率第一，独占47%的市场份额。外星人为元气森林出品，主要围绕年轻人群，以创新思维塑造产品，结合互联网式营销策略成功占领市场首位。虽然电解质水的高速增长有偶发原因，但消费者认知培育已成形，赛道高增速将持续。外星人2023年延续2022年增长势头，销售额突破35亿，年增速超过175%。

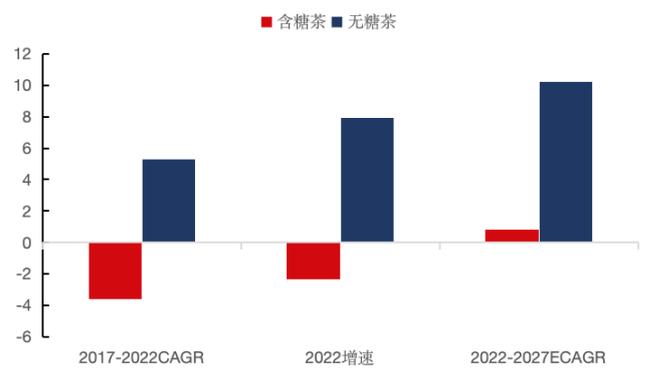
**无糖茶增速稳健，体量远超电解质水。**随着健康意识的增强和市场需求的转变，无糖茶饮成为中国茶饮料市场的一个重要增长点。根据Frost & Sullivan数据，无糖茶饮快速增长，在茶饮料市场中比重从2014年的1.53%增加至2019年的5.21%。欧睿数据显示，无糖茶饮在2022年保持了7.9%的增速，且预计2022年至2027年间将以10.2%的CAGR快速增长。无糖茶体量大于电解质水，根据魔镜市场情报、亿欧智库数据，随着无糖茶饮在泛消费人群以及二、三线城市中进一步普及，预计到2025年无糖茶饮市场规模将突破百亿大关，到2027年将达到124亿元。

图表24: 中国茶类饮料市场销售额细分



资料来源: 艾媒咨询, 国联证券研究所

图表25: 中国茶饮料市场的发展增速情况 (%)



资料来源: 亿欧智库《2023 中国无糖茶饮行业白皮书》, 国联证券研究所

中国无糖茶饮料市场品牌众多竞争激烈, 市场教育或已进入收获阶段。2011 年, 农夫山泉推出了中国第一款无糖茶-东方树叶, 初期无糖茶市场份额小, 增长缓慢。自 2018 年起, 无糖茶饮市场开始涌入更多竞品, 目前无糖茶饮料市场主要是三大市场竞争主体, 以元气森林、让茶、奈雪、喜茶为代表的黑马品牌; 以农夫山泉、统一、康师傅为代表的国货品牌; 以三得利、伊藤园、可口可乐为代表的国际品牌。纵观整个无糖茶品类, 三得利、统一、农夫山泉等品牌不断进行培育和升级, 丰富产品品类。不断提高上游茶叶的品质, 提升萃取工艺, 在包装上创新迭代, 通过多样化的宣传进行消费者教育, 激发赛道活力。根据尼尔森数据, 赛道龙头东方树叶连续三年高速增长, 东方树叶在过去 12 个月 (截至 2023 年 6 月) 同比增长 114%, 一定程度说明无糖茶市场空间大。

图表26: 中国无糖茶饮料的发展历程



资料来源: 中粮营养健康研究院消费者与市场中心, 国联证券研究所整理

### 2.3.2 两品类对标海外空间广阔, 人均消费潜力高

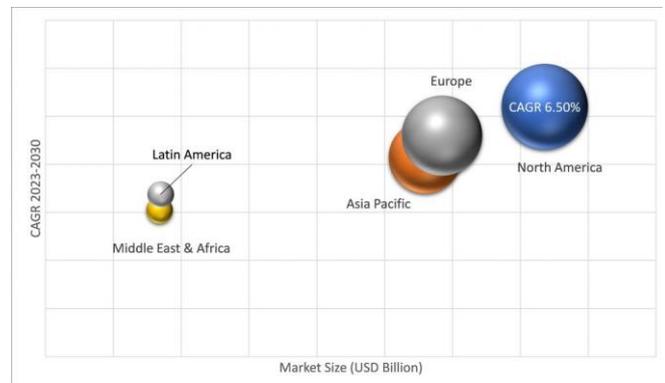
国际市场展现出健康意识提升和创新产品推动下的市场活力。根据 Precedence Research 数据，2022 年全球电解质饮料市场规模为 334 亿美元，预计到 2032 年将达到 589.7 亿美元，2023 年至 2032 年的复合年增长率为 5.9%。目前，北美地区占据着全球电解质饮料市场的主导地位。即饮饮料消费量的持续增长和对功能性饮料的高需求共同推动了电解质饮料市场在全球范围内的扩张。随着健康意识的不断提高以及对能够增强免疫系统的饮料需求的上升，电解质饮料的市场需求也在逐步增加。近年来，在欧洲地区，创新型渗透饮料等新产品的推出引起了广泛关注，为该地区电解质饮料市场的发展注入了新的动力。亚太地区电解质饮料市场呈现庞大的规模，其市场规模和预测复合年均增长率仅次于北美和欧洲，为全球第三大市场。

图表27：全球电解质饮料市场前景广阔



资料来源：Precedence Research，国联证券研究所

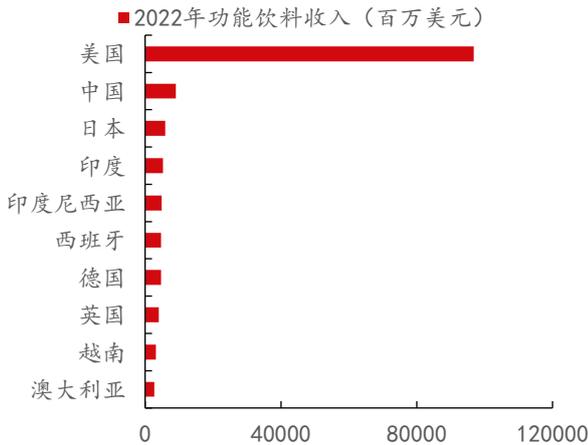
图表28：亚太地区电解质饮料市场位列全球第三



资料来源：Verified Market Research，国联证券研究所

我国功能饮料在销售收入和人均消费量方面有着较大的发展潜力，与国际水平相比尚有很大提升空间。2022 年，美国功能饮料市场实现了全球最高的销售收入，达到约 968 亿美元；中国位居第二，收入接近 91 亿美元，紧随其后的是日本和印度。按能量饮料人均消费量计算，美国以 28.4 升的人均消费量排名第一，英国以 11.97 升紧随其后，中国为 1.57 升。相对于欧美国家，我国功能饮料行业起步相对较晚，考虑到人均消费量与可支配收入呈高度正相关，因此，功能饮料的人均消费量在未来数年仍有着较大的增长潜力。

图表29：中国功能饮料全球收入第二



资料来源：Statista，国联证券研究所

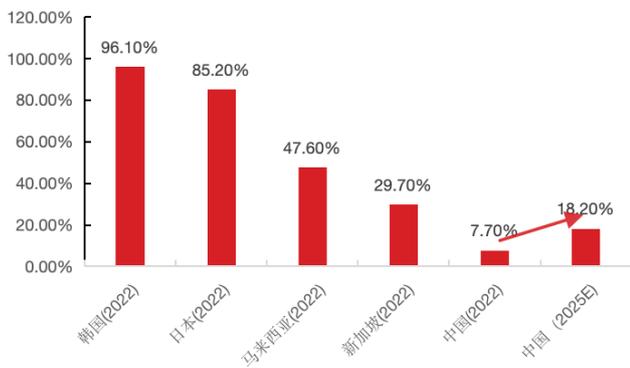
图表30：中国能量饮料人均消费量仍有较大潜力



资料来源：Statista，国联证券研究所

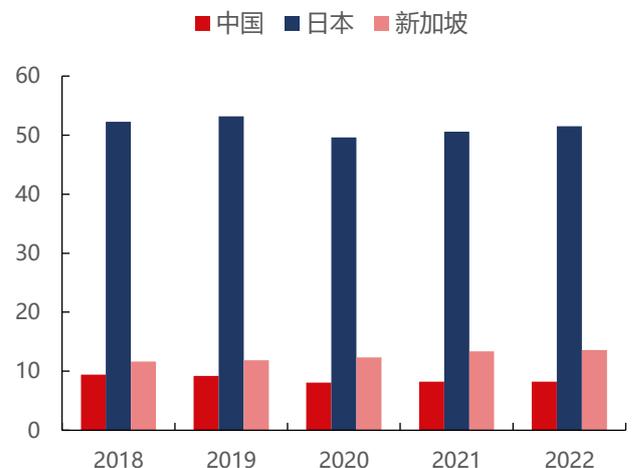
从国际市场的对比中同样能看出中国无糖茶饮市场显著增长空间。根据欧睿国际的研究数据,无糖茶饮料在国内市场占比为7.7%,而日韩分别为85.20%以及96.10%,这一差距表明了中国无糖茶饮还有很大的发展空间。根据欧睿国际的数据,无糖茶饮在亚太地区的销售量占据了全球总销售量的71.8%,这一现象得益于亚太地区深厚的饮茶文化背景。作为与我国同为饮茶文化源远流长的区域,日本即饮茶市场以无糖茶为主,发展相对成熟。1980年伊藤园推出世界上第一瓶罐装乌龙茶,日本即饮茶市场形成,2018年起即饮茶稳居日本软饮料第一大品类。2022年日本人均即饮茶消费量为51.5升/人,中国仅8.2升/人,也说明中国的茶饮料市场或还有较大的发展空间。

图表31：各国无糖茶饮料在即饮茶饮料市场的占比



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表32：中国、日本、新加坡人均即饮茶消费量对比(升/人)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

### 2.3.3 无糖茶在客群和饮用场景具备多元优势

**电解质水聚焦特定需求，无糖茶目标客群覆盖更广。**无糖茶以其低糖或无糖的特性，迎合了日益增长的健康意识，吸引了各年龄段的消费者。30岁以下人群是其主要消费者，尤其在一线及新一线城市，无糖茶饮料的消费者覆盖面广，消费粘性强。据亿欧智库数据，一线及新一线城市中无糖茶消费客群中深度人群占比超过40%，频繁消费用户过半，超七成的消费者每周购买无糖茶。相比之下，电解质水主要面向运动员和高强度体力劳动者，客群相对更专业和有限。都市青年为电解质饮料核心消费群体，据前瞻经济学人数据，新锐白领是主力消费群体，人数占比约25.11%；资深中产及Z世代是重要消费群体，人数占比分别达18.12%以及15.8%。

**无糖茶饮走向泛人群，品类发展将解锁更多用户新场景。**运动场景是电解质饮料主要消费场景，健身人群是电解质水关键用户。据TMIC知识库数据，28%消费者运动中饮用电解质饮料，44%消费者运动后饮用电解质饮料。无糖茶契合了当代消费者的新需求，逐步走向泛需求、多场景消费者群体。根据消费者对无糖的购买动机和接受程度，将无糖茶饮的人群划分为产品偏好人群、特殊偏好人群和泛需求人群。产品偏好人群以及形成高复购、不依赖于特定渠道和特定消费场景，主要为了控糖、健身和随餐。特殊需求偏好人群有特定需求才会购买，依赖特定场景，主要为了提神醒脑、解腻、解辣。泛需求人群随机性购买的特征性强，无特定场景依赖，对购买渠道有强依赖特征，主要为了解渴、代替水、即时饮用。

#### 2.3.4 补水啦发展强劲，乌龙上茶有望成新增长点

2023年1月10日，东鹏饮料提前发布全新电解质饮料“东鹏补水啦”。产品定位精准，主打“快速补充水分与电解质”，瞄准年轻人，尤其白领群体和运动爱好者。宣传与“流汗场景”绑定，强化消费者与应用场景的联想关系，引发消费者共鸣，逐渐培养用户粘性。同时，公司整合国内规模最大的青少年篮球赛事NYBO、规模最大的业余篮球赛事BSK两大IP赛事，锁定运动场馆、校园、景区等重点渠道持续培育消费人群，官宣中国女子篮球运动员李月汝为活力星推官等，树立年轻活力的品牌形象。

图表33: “补水啦”绑定流汗场景宣传



资料来源: 东鹏特饮官方微博, 国联证券研究所整理

**东鹏新品口味多、性价比高、渠道推力强。**目前, 东鹏饮料新增西柚/青柠/白葡萄/海盐荔枝等多口味, 价格仅 4 元每 555ml。截至 2023 年 4 月底, 补水啦网点开发 27.4 万个, 日动销达到 5 万箱。目前已覆盖 100 万+终端网点, 新开发了运动场馆、景区、学校等新网点类型, 扩充了品牌消费客群。

乌龙上茶于 2023 年 9 月推出, 555ml 终端零售价指导是 4 元/瓶, 1L 装终端指导价是 6 元/瓶, 考虑到消费者饮用习惯, 无糖茶在广东及部分省会城市试销。研发方面, 东鹏早期盈利产品为菊花茶、冬瓜茶和清凉茶, 对于茶饮料生产有丰富经验; 产品和渠道方面, 凭借东鹏产品高性价比特质及渠道的量级和全面, 目前看乌龙上茶有望追上补水啦成为第二曲线又一强势增长点, 24 年复刻补水啦在 23 年的突出表现。

### 3. 农夫培育模式有其优势, 但东鹏模式胜率效率更佳

#### 3.1 农夫山泉品牌力为核心, 创新力是其品牌力基石

农夫山泉是中国饮用水行业标杆式企业, 公司成立于 1996 年, 2020 年 9 月在港交所主板上市。农夫山泉在水+饮料的双引擎发展格局下, 不断推陈出新, 形成多元化产品矩阵。除饮用水外, 已经布局即饮茶、功能饮料、果汁、植物蛋白、咖啡类等品类, 拥有东方树叶、茶π、尖叫、水溶 C100、维他命水、农夫果园、NFC 果汁系列等大单品, 并且近年持续创新, 推出苏打气泡水、汽茶系列等新品。

图表34：1997—2022年农夫山泉系列产品问世时间



资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

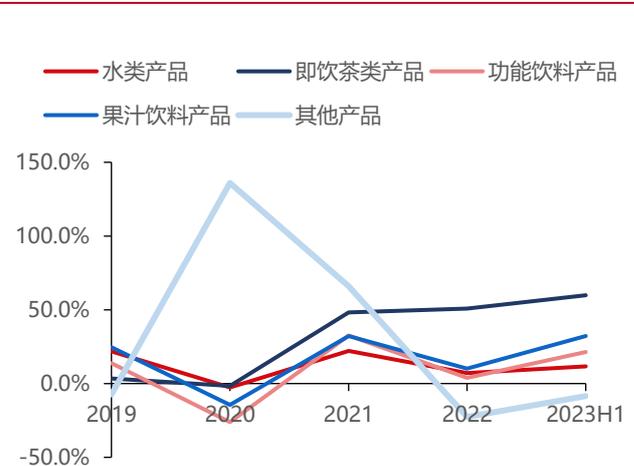
农夫山泉拥有强大品牌力，业绩表现优异。胡润研究院发布的《2023 全球首发·胡润中国食品行业百强榜》显示，农夫山泉居中国软饮料行业价值第一，中国食品行业第三。据 Frost & Sullivan，农夫山泉自 2012 年至 2019 年，农夫山泉在中国包装饮用水市场的市场份额连续八年位居第一，并且在茶饮料、功能性饮料和果汁饮料市场的零售销售额中均位于前三位。根据公司公告数据，2023 年上半年，公司总营业收入 204.62 亿元，同比增长 17.94%。公司产品构成中包装饮用水占比过半，即饮茶类产品同比增长率自 2021 年起最高，2023 年上半年同比增长 59.86%。

图表35：2017—2023 上半年农夫山泉各品类销售规模（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：农夫山泉中各品类增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

农夫山泉深入挖掘天然健康理念作为品牌内核，顺应了消费者对健康的高度关注和消费升级的趋势。公司丰富的产品矩阵深入挖掘消费者的细分需求，体现出其对多元化消费趋势的敏锐把握。对于公司最核心的产品包装饮用水，采取天然水源布局构建产品竞争力。产品向多品类、细分化、功能化发展，囊括不同规格容量的饮用水，涵盖个人到公司的多种场景。针对泡茶群体、家庭饮用水群体、母婴群体等推出不同产品迎合消费者需求；通过不同的产地标签，推出各种限量联名款体现出定制化和差异化，服务消费者的社交需求等。

图表37：农夫山泉包装饮用水产品矩阵



资料来源：公司官网，国联证券研究所整理

公司持续关注消费者需求变化趋势，前瞻性地布局高景气细分赛道。2003年农夫山泉推出了全世界第一款含果粒的果汁饮料，开始布局果汁饮料赛道。2008年推出水溶C100，开创了补充维C的柠檬饮料新品类。2016年推出NFC果汁系列，持续抢占果汁饮料市场份额。2011年推出无糖茶饮料东方树叶，主打“0糖0卡0脂0香精0防腐剂”，开始布局无糖茶饮市场，2016年推出茶π进行茶饮饮料产品的品类扩充。

### 3.2 农夫采取长期培育战略，但市场认可度难获保证

#### 3.2.1 东方树叶经十年培育，方见业绩积极产出

东方树叶于2011年上市，十年培育期的时间成本高。东方树叶上市初期，备受挫折，2013年在中国质量协会对我国茶饮料各品牌的消费者满意度调查中位列倒数第二。2016年茶π上市，在推出第一年就迅速跻身为销售额10亿级的大单品，2017年销售额突破25亿元，2018年销售额逼近30亿元，四年销量破百亿。按照东方树叶和茶π的分类对农夫山泉销售额进行拆分，结合欧睿国际2016-2023年即饮茶品牌零售额的历史占比数据双重验证，茶π于2019年增速减缓，东方树叶通过10年培育于2021年销售额达到10亿级规模。

**市场先行者具有先发优势，培育战略或可为产品成长提供动力。**东方树叶通过早期进入无糖茶市场，成功地使“东方树叶”这一品牌与无糖茶市场紧密结合。通过培养消费者认知和建立强大的品牌形象，东方树叶在消费者心中成为首选品牌。同时，东方树叶较早地进入市场，使其能够在其他条件相同的情况下，比竞争对手更早地积累市场份额，进而更快地实现规模效应并提升竞争壁垒。

**赛道高增速带动行业内头部大单品增速提升。**据亿欧智库《2023 中国无糖茶饮行业白皮书》，无糖茶饮市场 2021 年增速达 31.13%，中国无糖茶发展进入快车道；2022-2027 年无糖茶市场规模 cagr 为 10.9%。2021-2023 年三得利饮料食品业务在亚太地区增速分别为+30.9%/+63.5%/+22.3%。2023 年上半年乌龙茶销售额占三得利中国销售额近八成，获得 200% 的销售额增长。根据尼尔森数据显示，东方树叶在 2021 年 H2-到 2022 年 H1 期间增长水平远超茶饮料市场整体增速，增速接近 70%。农夫山泉以其战略定力在无糖茶赛道获得高业绩回报。

### 3.2.2 多年耕耘或难觅成果，商业视角下或有更优解

**多年培育或无法确定产品获得市场认可。**农夫推出的产品品类众多，以碳酸赛道为例，共经历多轮迭代。自 2005 年首次进军碳酸饮料市场推出“农夫汽茶”开始，农夫山泉不断探索并尝试突破传统饮料的界限；在 2010 年再次创新，推出了结合茶、果汁和气泡的“TOT 苏打红茶”；2018 年，推出“泡泡茶”；2019 年，第四款创新跨界型碳酸饮料“炭灸”上市；2020 年推出新一代碳酸 TOT 气泡饮，结合天然果汁、米酒和茶叶。2022 年推出全新汽茶，结合茶、碳酸、果汁和低糖概念。截至 2022 年 12 月 31 日，经过十六年的培育，农夫山泉包含苏打水饮料、含汽风味饮料、咖啡饮料在内的其他产品销售收入 13.54 亿元，而 2019 年这一部分销售收入仅 4.47 亿元。

**长时间培育下，复盘胜率和效率来看或并非最优解。**东方树叶经过十年艰辛培育最终成为无糖茶品类第一品牌，但长期培育未见成效才是常态。农夫汽茶经历产品退市，TOT 气泡饮产品升级调整，多年培育均未带来高业绩，培育成本高。以电解质饮料为例，2021 年 4 月-2022 年 3 月期间天猫平台 GMV 外星人超过国际巨头宝矿力水特成为行业第一，后来者居上。所以长期培育成本并不一定占优，或导致商业效率低。

### 3.3 东鹏顺势或为更优解，商业视角下胜率效率更佳

**东鹏饮料目前“少培育、紧跟随”的产品开拓模式，我们认为胜率更高。**东鹏特饮跟随红牛切入能量饮料市场，后来者居上。第二曲线目前已布局咖啡、电解质水、无糖茶、椰汁和鸡尾酒，各品类均有明显优势的头部品牌。中国电解质水饮料高增速将持续，龙一外星人 2023 年销售额增速超过 175%；无糖茶饮料发展进入快车道，头部品牌三得利乌龙茶 2023 年上半年销售额增长 200%。东鹏以其坚实经营基础和产品定价优势，顺势而为进军此类增速的赛道，新品胜率更高。

公司在新品开拓方面展现出了显著的成本效率优势。公司的研发策略更加侧重于快速响应市场需求和趋势，结合 B 端和 C 端，优先考虑消费者需求，紧密连接终端和经销商，大量消费者数据的支持使东鹏能够快速锚定市场赛道，灵活适应市场变化。这种以市场为导向的选品策略，结合其高效的产品打造与推广流程，确保了成本效益更大化，不仅降低了培育新品类的市场风险，同时也提高了商业运作的经济性与整体效率。

公司已具备坚实的经营基础，赛道拓展能力提升是公司发展升维关键。东鹏饮料目前在中以每年 2-3 个重点产品品类的速度进行上新，采用子品牌策略进行市场拓展，既降低了东鹏品牌核心价值被稀释的可能性，又增加了品牌的多元性和市场的覆盖广度与深度。如果公司能够准确判断并进入具有较广阔发展空间的市场赛道，依托于产品性价比、渠道网络及研发生产端等方面的固有优势，即有望跟随市场不断推出具备市场竞争力的产品，攻夺饮料行业内的更多疆域，从单一品类公司进阶为平台型泛饮料公司，并获得持续业绩增长动能。

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

公司以东鹏特饮作为核心收入来源，同时积极拓展第二增长曲线。我们预计未来三年东鹏特饮营收将实现稳健增长，而其他饮料品类的增速将更为显著。第二增长曲线业务占比将进一步提高，协同能量饮料双引擎驱动公司主营增加。分品类看，核心的东鹏特饮品类预计未来三年营收分别为 102.15/125.13/150.79 亿元，同比增速为 25%/22.5%/20.5%，未来三年 CAGR 为 22.65%；其他饮料预计实现营收 8.45/15.64/22.67 亿元，同比增长 165.00%/85.00%/45%。

成本端，白砂糖在成本中占比最高，对公司成本影响最大，2023 年白糖现货价格稳固上涨，对公司原料采购造成压力；年末下行，年初上涨后有所回落。预计公司未来三年毛利率分别为：42.04%/42.25%/42.41%；其中东鹏特饮毛利率预计在高毛利率品类如 500ml 大金瓶持续下沉扩容的带动下稳步提升，预计未来三年为 43.50%/44.00%/44.25%。

**图表38：公司营收测算汇总（百万元）**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入合计</b>	6977.82	8505.39	11075.56	14093.37	17363.29
<b>YOY</b>	40.72%	21.89%	30.22%	27.25%	23.20%
<b>毛利率</b>	44.37%	42.33%	42.04%	42.25%	42.41%
<b>东鹏特饮类</b>					
收入	6591.90	8172.31	10215.38	12513.84	15079.18
<b>YOY</b>	41.60%	23.98%	25.00%	22.50%	20.50%
毛利率	46.16%	43.26%	43.50%	44.00%	44.25%
<b>其他饮料</b>					
收入	371.95	319.03	845.42	1564.02	2267.83
<b>YOY</b>	55.03%	-14.23%	165.00%	85.00%	45.00%
毛利率	13.00%	17.07%	24.00%	28.00%	30.00%
<b>其他业务</b>					
收入	13.98	14.06	14.76	15.50	16.27
<b>YOY</b>	-38.81%	0.59%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	36.45%	72.23%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：公司公告，ifind，国联证券研究所测算

## 4.2 估值与投资建议

从绝对估值来看，我们采用FCFF法对公司股权价值进行估算：东鹏传统品类仍在稳步高增，第二曲线已取得关键性突破，渠道终端厚积成势，因此假设第二阶段增长率为4.50%，持续8年，永续增长率为1.5%，无风险收益率参考十年期国债利率。同时根据资本结构和融资成本，计算未来WACC为5.64%，结合第一阶段2023-2025年盈利预测，计算得到公司每股价值246.20元。

**图表39：FCFF法参数假设**

假设	数值
$\beta$ 系数（参考值）	0.9217
无风险利率 Rf	2.70%
市场预期回报率 Rm	8.00%
第二阶段年数（年）	8
第二阶段增长率	4.50%
永续增长率（参考CPI）	1.50%
有效税率 Tx	21.28%
债务资本比重 Wd	42.50%
税后债务资本成本 Kd	3.00%
股权资本成本 Ke	7.59%
WACC	5.64%

资料来源：ifind，国联证券研究所

**图表40: FCFF 法估算表**

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	8,504.52	8.62%
第二阶段	22,823.27	23.12%
第三阶段(终值)	67,384.16	68.26%
<b>企业价值 AEV</b>	<b>98,711.95</b>	
加: 非核心资产	3,036.84	3.08%
减: 带息债务(账面价值)	3,266.84	3.31%
减: 少数股东权益	0.00	0.00%
<b>股权价值</b>	<b>98,481.94</b>	99.77%
除: 总股本(股)	400,010,000.00	
<b>每股价值(元)</b>	<b>246.20</b>	

资料来源: ifind, 国联证券研究所

从可比公司估值来看, 东鹏饮料股价因 2023 年预估业绩的增长和积极的市场预期持续高位。2024 年 PE 估值水平虽然高于软饮料行业可比公司平均 18.47 倍 PE 水平, 但是仍低于板块龙头农夫山泉估值。我们认为东鹏饮料在软饮料行业中作为龙头之一, 未来份额有望继续扩张, 估值相较行业平均应享有部分溢价。

对比食品饮料行业, 东鹏饮料估值高于大部分龙头公司。随着公司第二曲线业绩的增长, 以及公司提前锁定上游 PET、白糖等价格, 整体盈利能力在食饮各板块中处于头部水平, 预计未来三年东鹏饮料归母净利润 CAGR 为 32.10%, 在相似的业绩增速和确定性下, 与食饮行业中的其他龙头公司相比, 东鹏饮料的估值较为合理, 具备投资价值。

**图表41: 东鹏饮料与可比公司估值对比**

股票简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>推荐公司:</b>							
东鹏饮料	183.11	5.04	6.54	8.14	36.21x	27.92x	22.42x
<b>软饮料行业可比公司:</b>							
农夫山泉	42.70	0.99	1.19	1.41	39.91x	33.09x	27.92x
养元饮品	25.13	1.39	1.58	1.85	18.05x	15.89x	13.57x
香飘飘	15.03	0.66	0.88	1.10	22.85x	17.17x	13.60x
承德露露	7.92	0.61	0.68	0.75	12.96x	11.71x	10.62x
李子园	11.41	0.66	0.79	0.93	17.18x	14.50x	12.27x
<b>可比公司平均:</b>					<b>22.19x</b>	<b>18.47x</b>	<b>15.60x</b>
<b>食品饮料可比头部公司:</b>							
金龙鱼	31.68	0.63	0.89	1.03	50.38x	35.44x	30.87x

伊利股份	28.16	1.68	1.92	2.18	16.74x	14.71x	12.93x
贵州茅台	1716.63	58.91	70.00	81.54	29.14x	24.52x	21.05x
安井食品	89.34	5.33	6.39	7.80	16.77x	13.97x	11.45x
涪陵榨菜	13.91	0.76	0.86	0.97	18.84x	16.65x	14.81x
洽洽食品	34.62	1.61	2.14	2.52	21.46x	16.16x	13.72x
青岛啤酒	84.26	3.24	3.88	4.48	25.98x	21.71x	18.79x
双汇发展	28.49	1.73	1.87	2.02	16.51x	15.21x	14.13x
行业龙头平均:					24.48x	19.80x	17.22x

资料来源: ifind, 国联证券研究所预测, 注: 收盘价为 2024 年 3 月 14 日收盘价; 可比公司数据来源为 ifind 盈利预测一致预期; 行业平均 PE 是算术平均值。表中农夫山泉股价为港币单位。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 110.76/140.93/173.63 亿元, 同比增速分别为 30.22%/27.25%/23.20%, 归母净利润分别为 19.90/26.49/33.46 亿元, 同比增速分别为 38.12%/33.16%/26.28%, EPS 分别为 4.97/6.62/8.36 元/股, 3 年 CAGR 为 32.43%。鉴于公司短中期业绩展望积极, 24 上半年限售股解禁或亦为短期催化因素, 中长期看第二曲线已现, 公司正在从能量饮料行业龙头向综合饮料龙头平台型公司转变。参照绝对和相对估值, 我们给予公司 2024 年 33.5 倍 PE, 目标价 221.8 元, 维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

### 5.1 原材料价格波动

公司核心原材料为 PET 的瓶坯、瓶盖、外帽以及白糖, 目前 PET 明年用量公司已低位锁价, 但糖价随行就市按需采购, 若宗品价格上行带来白糖等关键原材料成本增加, 带动利润下降。

### 5.2 新品推广不及预期

新产品推广的风险主要是市场接受度低、营销策略不当或者目标消费群体的需求预测不准确。若公司市场新品推广不及预期, 可能导致投入的营销资源付诸东流, 同时影响公司整体的品牌形象和市场份额。

### 5.3 市场竞争格局变化

饮料市场竞争日益激烈, 特别是能量饮料市场和健康饮料细分市场, 随着新进入者的出现以及现有竞争者如红牛的战略调整, 市场竞争格局可能发生变化, 进而影响公司的市场份额和利润率。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

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

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼