



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

旭日东升，鹏转九州

——东鹏饮料首次覆盖

买入（首次）

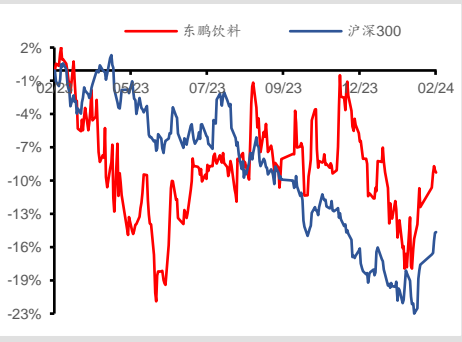
行业：食品饮料
日期：2024年02月23日

分析师：梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870523110001
联系人：袁家岗
Tel: 02153686249
E-mail: yuanjiagang@shzq.com
SAC 编号: S0870122070024

基本数据

最新收盘价（元）	180.39
12mth A 股价格区间（元）	158.59-206.00
总股本（百万股）	400.01
无限售 A 股/总股本	39.82%
流通市值（亿元）	287.31

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

方兴未艾，多强并立。2022年中国能量饮料终端市场规模达到602亿元，2017-2022年CAGR约11%，是国内软饮料行业里增速最快的品类。能量饮料主打提神抗疲劳，复购率和大单品效果明显，国内较高的劳动强度驱动其需求快速增长，但目前我国人均消费量仅为发达国家的20%，仍有较大提升空间，随着体力劳动场景刚性扩容以及消费意识的逐渐提升，据欧睿预测，2027年国内能量饮料市场规模有望达到752亿元。竞争格局看，红牛市场份额从2013年的73%降至2022年的36%，东鹏特饮趁势扩张，市场份额从6%提升至20%，格局逐渐由红牛一家独大变为多强并立。

特饮为基，精准定位。公司长期专注饮料赛道，创立初期的产品有清凉饮品、陈皮特饮等，2009年推出东鹏特饮，正式切入能量饮料领域，并成功将东鹏特饮打造成了营收80亿元的大单品，据尼尔森数据，2021-2022年东鹏特饮连续两年在国内能量饮料中销量第一。公司2017-2022年整体收入复合增速达24%，增速领先行业，其中东鹏特饮占比90%以上，贡献主要收入，其他产品如东鹏大咖、补水啦，虽占比较小但近年来也呈现了较高增长，2023年1-9月同比增长165%。东鹏特饮的成功一方面源自精准的产品定位，通过细分“8群20类”消费者画像，以性价比、独特包装、多种规格匹配客户群体需求；一方面源自持续的品牌打造，通过多元化广宣投放巩固“累困”时刻第一联想品牌，并在产品陈列、数字化营销等方面积极投入，成功建立品牌护城河。

精耕渠道，进军全国。公司以广东为基地市场，过去几年通过实行全渠道精耕策略，营收实现稳定增长，而随着全国化战略的推进，广东以外区域的占比逐渐从2017年的33%提升至2022年的60%，区域结构持续优化。公司搭建了经销商/批发商/邮差的销售体系，截至2023H1已拥有2796家经销商与330万家销售终端网点，实现了全国地级市100%覆盖。此外，“F2B2b2C”数字化管理闭环的搭建，助力公司提升渠道运营效能及管理水平，推动各区域单点产出稳中有升，华东/华北/华中/广西/西南区域近3年单点产出CAGR分别为27%/11%/7%/9%/8%，但目前各区域单点产出仍不及广东一半，发展潜力较大。

蓄力新品，迈向综合。公司2021年上市后逐步建构“东鹏能量+”产品矩阵，2023年启动了“全国全面发展，培育第二曲线”的发展计划，大力支持东鹏大咖/补水啦/无糖茶等新品类的发展，并持续对已上市产品迭代升级，截至23Q3其他饮料营收占比已提升至7.41%。公司强大的基础实力，能够在新品研发、生产、销售等各个环节发挥积极的协同作用，未来也将继续加大第二曲线产品的品牌宣传，持续培育新的增长点。公司目前已完成全国10大生产基地的布局，第8个生产基地——衢州基地也于2023年11月正式投产，项目顺利投产将进一步支撑公司全国化拓展及多品类战略的顺利实施，公司也将继续朝着成为中国领先的综合性饮料集团目标坚定迈进。

■ 投资建议

国内能量饮料尚处于发展初期，市场潜力巨大，而公司作为近两年全球收入增速最快的能量饮料龙头，精耕广东基地市场的同时努力开拓全国市场，积极探索东鹏大咖/补水啦/无糖茶等多品类发展，朝着成为中国领先的综合性饮料集团目标坚定迈进。此前，公司发布2023年年度业绩预告，预计实现归母净利润19.89-20.61亿元，同比增长38%-43%；预计实现营业收入110.57-113.12亿元，同比增长30%-33%。我们预计公司23-25年营收110.78/141.74/175.15亿元，同比增速分别为30.25%/27.95%/23.57%；归母净利润分别为20.04/26.60/34.65亿元，同比增速分别为39.10%/32.73%/30.28%。对应PE 36/27/21倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

市场竞争风险、新产品表现不及预期风险

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8505	11078	14174	17515
年增长率	21.9%	30.2%	27.9%	23.6%
归母净利润	1441	2004	2660	3465
年增长率	20.8%	39.1%	32.7%	30.3%
每股收益（元）	3.60	5.01	6.65	8.66
市盈率（X）	50.09	36.01	27.13	20.82
市净率（X）	14.25	10.35	8.36	6.75

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年02月23日收盘价）

目 录

1 能量饮料：坡长雪厚，乘势而上	5
1.1 行业：方兴未艾，多强并立.....	5
1.2 驱动：场景多元，受众扩容.....	7
2 东鹏饮料：能量风起，迈向综合	9
2.1 概况：源起广东，布局全国.....	9
2.2 产品：特饮为基，品类全面.....	12
2.3 渠道：精细夯实，进军全国.....	13
2.4 展望：蓄力新品，迈向综合.....	16
3 投资建议	20
3.1 盈利预测.....	20
3.2 投资建议.....	21
4 风险提示：	21

图

图 1：Lucozade	5
图 2：红牛	5
图 3：能量饮料市场格局变为多强并立	5
图 4：能量饮料市场占比稳步增长（单位：亿元，%）	6
图 5：国内市场规模稳步增长（单位：亿元，%）	6
图 6：能量饮料消费场景	7
图 7：载货汽车拥有量（单位：万辆）	8
图 8：网约车驾驶员证件数（单位：万本）	8
图 9：2021 年人均能量饮料消费水平对比（单位：升、美元）	8
图 10：2003 年改制后高速发展	9
图 11：股权结构图（截至 2023H1）	9
图 12：公司持续巩固“累困”时刻	10
图 13：东鹏特饮入榜凯度最具价值中国品牌 100 强	10
图 14：营业收入（单位：亿元，%）	10
图 15：净利润（单位：亿元，%）	10
图 16：营收结构	11
图 17：营收区域拆分	11
图 18：盈利能力（单位：%）	11
图 19：费用率（单位：%）	11
图 20：公司产品矩阵	12
图 21：主流能量饮料每 100ml 价格（单位：元）	12
图 22：东鹏特饮独特的瓶盖设计	13
图 23：公司销售模式	13
图 24：公司分渠道销售情况	13
图 25：区域营收（亿元）与经销商数量（家）变化（注：经销商数量-折线图-左轴；营收-柱形图-右轴）	14

图 26: 全国各区域单点产出总体呈上升趋势, 但距广东区域仍有较大差距 (单位: 万元)	14
图 27: 2018-2021 年公司宣传推广费构成 (单位: 亿元)	15
图 28: 一物一码	15
图 29: 五码合一	15
图 30: 公司营销数字化整体逻辑	16
图 31: 公司新品类	17
图 32: 公司其他饮料收入占比 (单位: %)	17
图 33: 2022 年中国饮料行业重点品类市场规模同比增速 (单位: %)	17
图 34: 补水啦	18
图 35: 常见电解质饮料价格对比 (单位: 元)	18
图 36: 东鹏大咖	18
图 37: 常见瓶装咖啡价格对比 (单位: 元)	18
图 38: 乌龙上茶	19
图 39: 常见瓶装无糖茶价格对比 (单位: 元)	19
图 40: 浙江生产基地投产仪式	19
图 41: 天津生产基地签约仪式	19

表

表 1: 功能饮料分类	7
表 2: 国内劳动强度较高 (单位: 分钟)	8
表 3: 主流能量饮料单瓶价格对比 (单位: 元)	12
附表 1 公司分业务营收增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)	20

1 能量饮料：坡长雪厚，乘势而上

1.1 行业：方兴未艾，多强并立

能量饮料启蒙于日本，红牛打开中国市场。能量饮料的发展可追溯到 20 世纪 20 年代，1927 年葡萄糖适 (Lucozade) 作为第一代能量饮料于英国出现。1966 年红牛诞生于泰国，前后分别于 1995 年进入中国市场，1997 年进入美国市场，自此各种能量饮料陆续问世。

图 1: Lucozade



资料来源: Pinterest, 上海证券研究所

图 2: 红牛

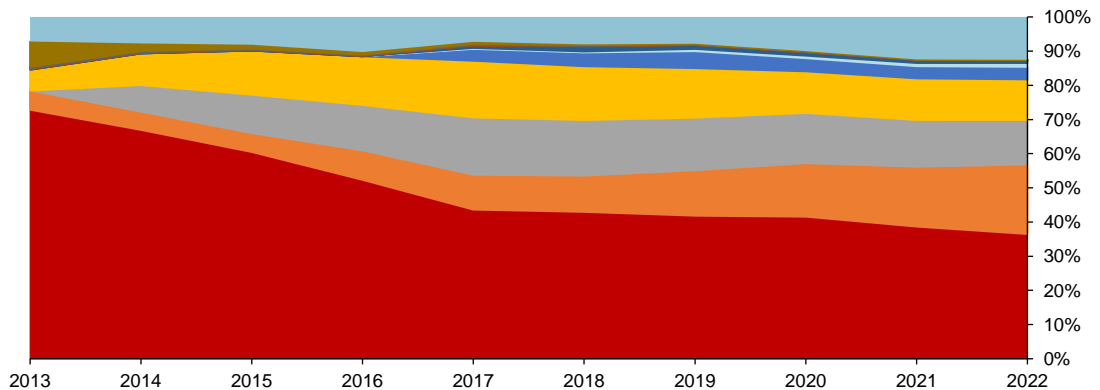


资料来源: 泰国天丝官网, 上海证券研究所

竞争格局由红牛独大到多强并立。1995 年红牛进入中国市场，与现华彬集团成立合资公司，红牛产品的配方和相关商标均来自天丝集团的授权，2016 年 8 月，泰国天丝宣称 20 年授权期满，而双方对此均有分歧，并开始了长达数年的商标之争，这也使得市场上出现了多种红牛产品共存，导致红牛品牌受影响，其市场占有率也从 2013 年的 72.9% 降低到 2022 年的 36.4%，其他能量品牌趁此机会获得发展，整体市场格局由一家独大到多强并立。

图 3: 能量饮料市场格局变为多强并立

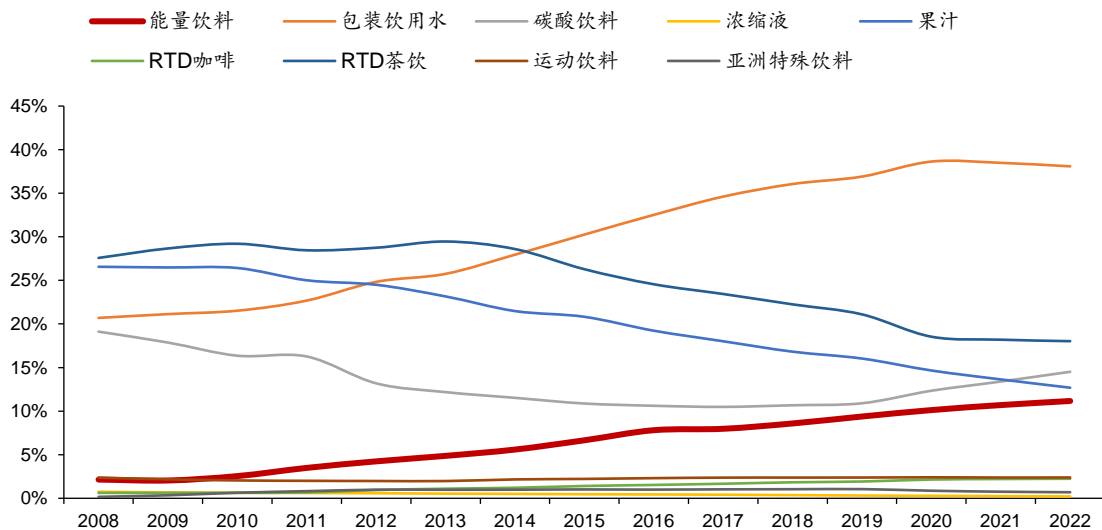
■ 红牛系列 ■ 东鹏特饮 ■ 中沃体质能量 ■ 乐虎 ■ 战马 ■ 魔爪能量 ■ XS ■ 黑卡6小时 ■ 日加满 ■ 启力 ■ 其他



资料来源: 欧睿, 上海证券研究所

能量饮料增速领衔软饮料赛道。在软饮料增速普遍放缓的大趋势下，近年来能量饮料仍以较高增速持续增长，但目前仍处在成长阶段中期，品类尚未完全分化。2022 年中国能量饮料终端市场规模达到 602 亿元，2017-2022 年复合增长率约 11%，增速稳居软饮料赛道第一，占比从 2010 年的 2.15% 增长到 2022 年的 11.16%。

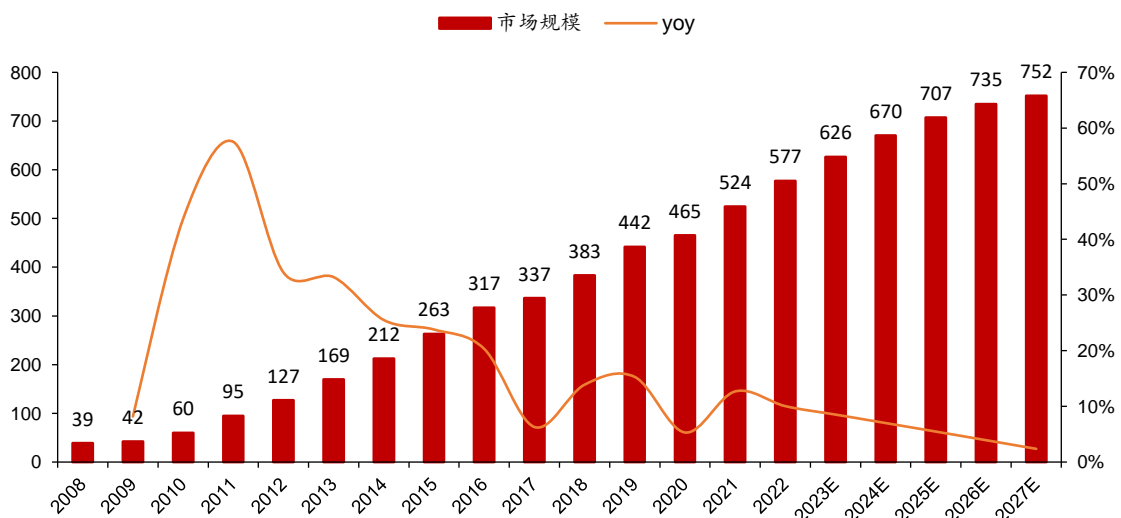
图 4：能量饮料市场占比稳步增长（单位：亿元，%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

国内尚处发展初期，市场规模稳步增长。相较其他发达国家，目前中国经济发展水平与人均功能饮料支出仍处于发展阶段，随着中国居民可支配收入与消费水平的提升，未来功能饮料市场将会释放庞大的市场潜力，据欧睿预测，2027 年中国能量饮料市场规模能够达到 752 亿元。

图 5：国内市场规模稳步增长（单位：亿元，%）



资料来源：欧睿，上海证券研究所

1.2 驱动：场景多元，受众扩容

能量饮料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，一般具有“抗疲劳”、“提神”等功效。从原料上看，国内的能量饮料一般含有牛磺酸（有助于机体对糖、氨基酸的利用）、咖啡因（促进新陈代谢）、赖氨酸（促进脑组织能量代谢）、B族维生素（促进机体能量物质代谢）等。

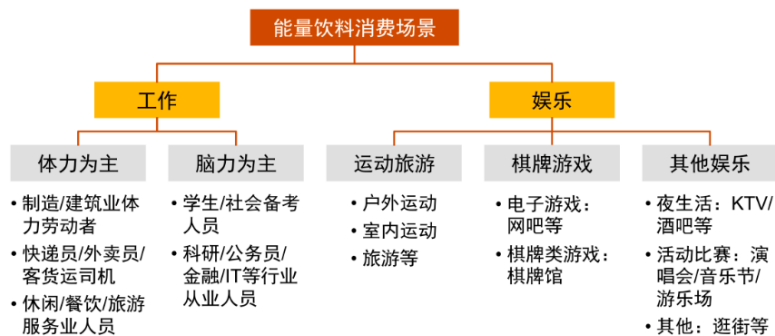
表 1：功能饮料分类

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

资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

消费场景多元，刚性需求消费群体持续扩大。能量饮料主打提神抗疲劳功能，消费群体既有司机、医务工作者等高压工作者，也有运动员、健身运动爱好者；并逐渐延伸至白领、学生等更多群体。随着外卖快递和网约车行业的发展、运动群体扩容、以及随着国内生活节奏加快，劳累、困乏的生活状态愈发普遍，为国内功能饮料消费群体提供了庞大且稳定的用户基础。

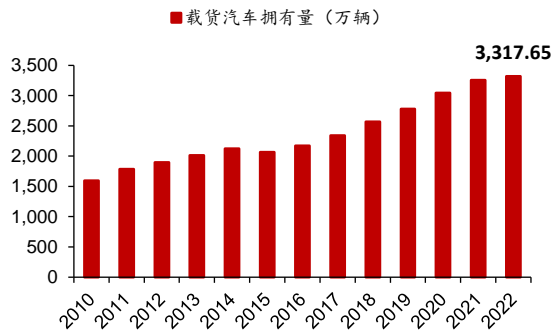
图 6：能量饮料消费场景



资料来源：普华永道，上海证券研究所

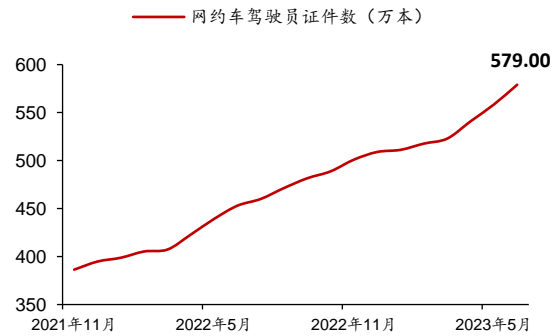
长途驾驶等体力劳动场景刚性扩容。以长途司机为代表的消费群体为能量饮料需求的高粘性基本盘。快递、外卖及网约车行业方兴未艾，2016年起以外卖骑手、快递员和网约车司机为代表的新蓝领人群逐步壮大，未来随着市场消费下沉，三线及以下城市新蓝领职业增长潜力巨大，为能量饮料需求增长的重要驱动力。

图 7：载货汽车拥有量（单位：万辆）



资料来源：ifind，上海证券研究所

图 8：网约车驾驶员证件数（单位：万本）



资料来源：ifind，上海证券研究所

国内劳动强度较高支撑能量饮料需求。依照欧睿统计的 2019 年各国人均每日时间分配统计表格，中国的劳动强度在国际位列第四，国内人均劳动时间约为 8.4 小时，而国际上有 60% 以上的国家工作均低于 8 小时，相较于 2008 年 7.9 小时的劳动时长有所增加，而这也导致对能量饮料需求的增长。

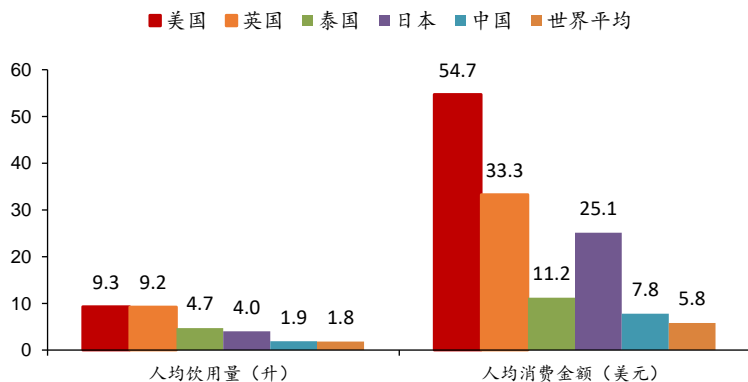
表 2：国内劳动强度较高（单位：分钟）

国家	2019 年各国人均每日时间分配统计	
	有酬劳动	无酬劳动
日本	364	132
墨西哥	349	264
韩国	344	132
中国	340	164
瑞典	293	196
美国	283	194
新西兰	270	204

资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

我国能量饮料人均饮用量及消费金额对标国际水平仍有极大提升空间。与欧美国家相比，我国能量饮料行业起步较晚。目前国内人均能量饮料消费量仍然较低，仅为发达国家的 20% 左右，而市场需求仍有较大提升空间。

图 9：2021 年人均能量饮料消费水平对比（单位：升、美元）



资料来源：普华永道，上海证券研究所

随着消费者对功能饮料的认知和接受度的提高，未来功能饮料行业将具备更多的可能性：国内消费者更加青睐本土品牌，消费者对身体健康的关注也将推动功能饮料产品研发向精细化、多元化发展；数字化运营的应用与企业全球化市场布局的倾向也在影响着中国功能饮料行业的发展趋向；随着消费场景与产品功能的不断丰富，中国功能饮料市场的增长潜力将进一步得到释放。

2 东鹏饮料：能量风起，迈向综合

2.1 概况：源起广东，布局全国

源起广东，布局全国。东鹏饮料 1994 年始创于广东深圳，2003 年完成了由国企向民营股份制企业的改制，改制后飞速发展，2013 年签约谢霆锋为东鹏特饮品牌代言人，开始布局全国市场，并于 2021 年上市。目前，东鹏饮料拥有广东、广西、华中、华东等事业部，并形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，销售网络覆盖全国超 300 万家终端门店。

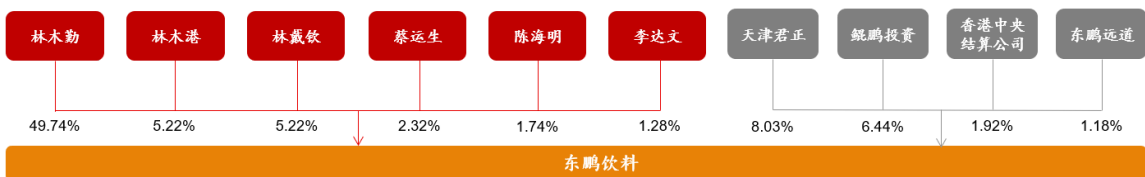
图 10：2003 年改制后高速发展



资料来源：东鹏饮料公司官网，上海证券研究所

股权结构清晰稳定。截至 2023 年 6 月 30 日，公司创始人兼董事长林木勤直接持股 49.74%，并通过鲲鹏投资与东鹏远道投资间接持有 0.98% 的股份，持股比例共计 50.72%。

图 11：股权结构图（截至 2023H1）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司持续宣传“累了困了喝东鹏特饮”的品牌符号，持续巩固“累困”时刻的第一联想品牌。根据尼尔森 IQ 的报告显示，东鹏特饮 2021 年、2022 年连续两年在中国能量饮料中销售量排名第一，销售额排名位于第二，成为全球范围内收入增速最快的功能饮料企业，2023 年上半年，东鹏特饮在中国能量饮料市场中销售量占比由 2022 年末的 36.70% 提升至 40.86%，排名保持第一；销售额占比由 2022 年末的 26.62% 提升至 29.06%，排名维持第二。2023 年，东鹏特饮更是以 23.59 亿美元的品牌价值连续第二年入榜凯度 BrandZ 最具价值中国品牌 100 强，品牌价值增长排名前十，同时也是唯一上榜的功能饮料品牌。

图 12：公司持续巩固“累困”时刻



资料来源：公司官网，上海证券研究所

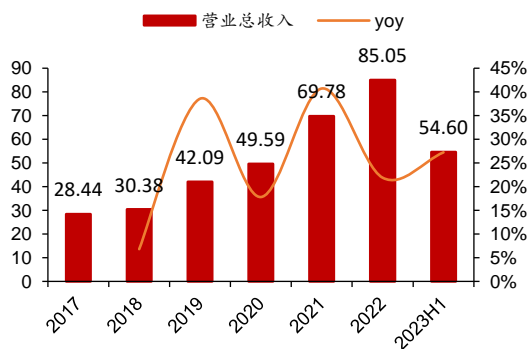
图 13：东鹏特饮入榜凯度最具价值中国品牌 100 强



资料来源：艾瑞网，上海证券研究所

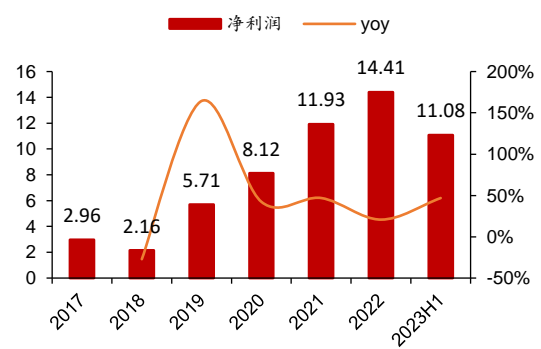
全国化推动营收净利稳定增长。公司积极开拓全国销售渠道，同时在广东区域继续实行全渠道精耕策略，带动 500ml 东鹏特饮销售量持续提升，2023 年上半年，公司实现主营业务收入 54.60 亿元，同比增长 27.24%，净利润 11.08 亿元，同比增长 46.84%，营业收入与净利润连续多年均保持稳定增长态势。

图 14：营业收入（单位：亿元，%）



资料来源：wind，上海证券研究所

图 15：净利润（单位：亿元，%）

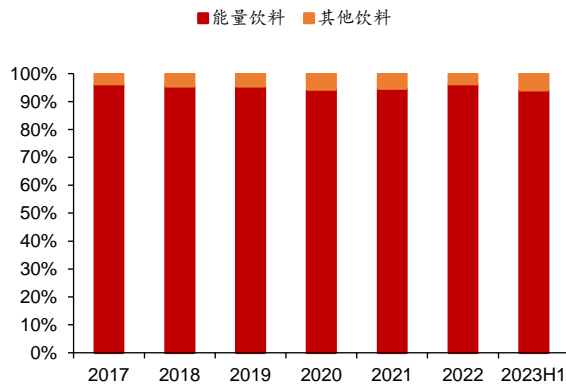


资料来源：wind，上海证券研究所

特饮贡献主要收入，广东以外区域的占比逐渐上升。公司东鹏特饮收入占比 9 成以上，主要的销售区域为广东、华东、华中、广西和西南等市场，广东区域为收入占比最高的区域，通过实行

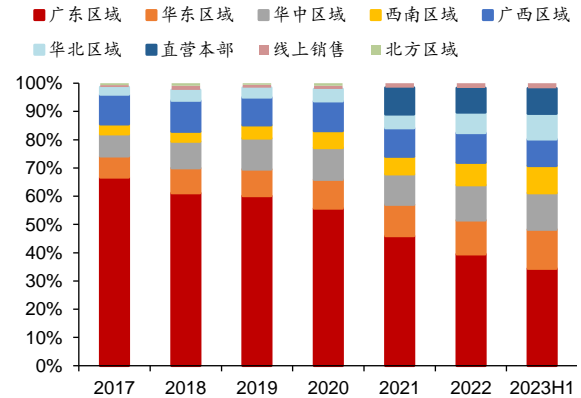
全渠道精耕策略，在薄弱地区重点投放资源，减少地区之间的不平衡，随着全国化战略的推进，广东以外区域的占比将会逐渐上升。

图 16: 营收结构



资料来源: wind, 上海证券研究所

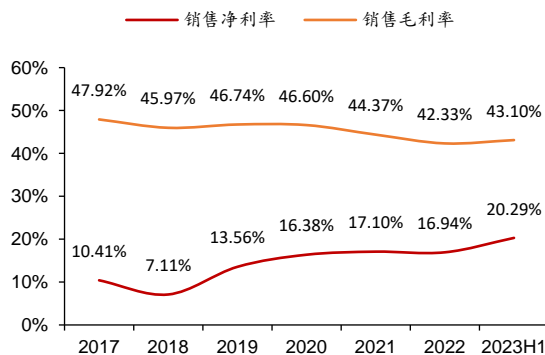
图 17: 营收区域拆分



资料来源: wind, 上海证券研究所

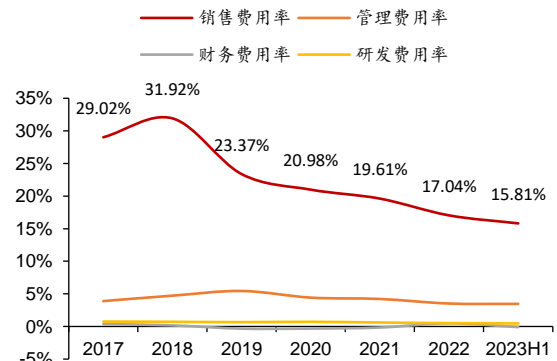
盈利能力稳中有升。公司销售毛利率是受到原材料采购价格上涨等因素影响呈现一定波动，而公司管理、研发等费用总体保持稳定，销售费用虽然随着推进全国化战略实施有所增长，但涨幅低于收入增长，因此公司净利率呈现稳中有升态势。

图 18: 盈利能力 (单位: %)



资料来源: wind, 上海证券研究所

图 19: 费用率 (单位: %)



资料来源: wind, 上海证券研究所

中国功能饮料的消费场景不断拓展，消费需求不断增长，产品竞争也由同质化逐渐转向差异化发展，产品品类不断丰富，优秀品牌不断迭代，形成了较为稳定、健康的行业竞争格局。公司制定了 2023-2025 年总发展目标，制定了以产品战略、客户战略、品牌战略、营销数字化战略为主的四大营销战略和六大职能战略，形成系统性统一推进的战略组合，启动了“全国全面发展，培育第二曲线”的发展计划，朝着成为中国能量饮料第一品牌的目标坚定迈进。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/386043142013010052>