

# 东鹏饮料 (605499.SH)

## 如何理解高成长性和高估值?

### 核心观点:

- **高速增长的内因: 战略鉴定, 战术高效。**从产品端来看, 东鹏特饮以高性价比和更懂消费者的包装把握市场需求, 品牌与产品相辅相成, 第二曲线产品接棒贡献营收高增; 从管理层来看, 创始人高瞻远瞩, 经营效率持续提升; 从渠道端来看, 近年渠道持续快速扩张兑现增长潜力, 同时公司招商与单商营收提升交替推进, 未来应重点关注区域单商营收提升对整体收入增长的拉动作用, 数字化亦赋能公司管理。
- **高速增长的外因: 从行业发展角度来看,**消费习惯与消费人群扩容贡献能量饮料增长, 能量饮料有望承担更多中国人的提神需求。从品类定位角度来看, 中国能量饮料产品是“特定场景下的必选消费品”, 而非海外市场的“饮料&可选消费品”; 从竞争格局角度来看, 红牛争议悬而未决, 东鹏相对优势显著。
- **展望未来, 如何看待东鹏饮料增长的未来空间?**以广东区域为模板从人口和总量等 6 种视角测算东鹏特饮产品全国化天花板预计在 310-390 亿元, 参考 Monster 与燃力士, 东鹏应稳固品牌心智, 同时从低糖、口味创新和添加物寻求产品创新。
- **如何理解东鹏饮料的高估值?**业绩持续超预期是估值溢价的重要, 尤其是过去市场大多低估公司次年业绩弹性、即公司业绩高增的持续性, 随着市场认知度逐渐提升, 公司有望维持估值溢价。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年实现归母净利润 29.5/38.6/48.8 亿元, 同比+44.8%/30.8%/26.2%, 对应 PE 为 31/24/19 倍, 综合考虑可比公司及东鹏饮料自身成长性, 给予 24 年 35 倍 PE, 对应合理价值 258.48 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**经济增长不及预期, 新品推广不及预期, 相关测算存在局限性, 食品安全风险。

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8505	11263	15375	19330	23554
增长率 (%)	21.9%	32.4%	36.5%	25.7%	21.9%
EBITDA (百万元)	2054	2690	4106	5298	6611
归母净利润 (百万元)	1441	2040	2954	3865	4878
增长率 (%)	20.8%	41.6%	44.8%	30.8%	26.2%
EPS (元/股)	3.60	5.10	7.39	9.66	12.19
市盈率 (P/E)	49.40	35.79	30.93	23.64	18.73
ROE (%)	28.4%	32.3%	37.8%	39.7%	40.1%
EV/EBITDA	35.20	26.13	21.44	16.38	12.83

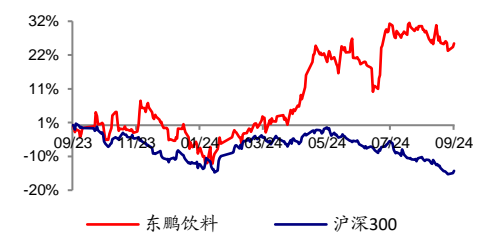
数据 : 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	228.40 元
合理价值	258.48 元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-20

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	400.01/400.01
总市值/流通市值 (百万元)	91362.28/91362.28
一年内最高/最低 (元)	239.88/162.67
30 日日均成交量/成交额 (百万)	0.88/203.49
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	4.02/21.97

### 相对市场表现



## 目录索引

一、前言：复盘东鹏饮料的高速增长 .....	5
二、高速增长的内因：战略坚定，战术高效.....	7
（一）从产品端入手理解东鹏饮料出众的产品力 .....	7
（二）创始人高瞻远瞩，经营效率持续提升 .....	10
（三）渠道兑现增长潜力，提高多品类战略胜率 .....	12
三、高速增长的外因：行业持续扩容，相对优势凸显 .....	17
（一）消费习惯与消费人群扩容贡献能量饮料增长 .....	17
（二）品类定位不同，长期主义显著受益 .....	19
（三）龙头陷争端，东鹏勇向前 .....	21
四、展望未来，如何看待东鹏饮料增长的未来空间？ .....	23
（一）以广东区域为模板，全国化仍有较大空间 .....	23
（二）MONSTER 与燃力士（CELSIUS）对东鹏饮料的启示 .....	25
五、如何理解东鹏饮料的高估值？ .....	29
六、盈利预测和投资建议.....	32
七、风险提示 .....	34

## 图表索引

图 1: 东鹏饮料近年营收持续增长	5
图 2: 东鹏饮料一致预期营收与实际达成情况 (亿元)	5
图 3: 主要上市饮料企业 2019-2023 年营收增速情况	5
图 4: 超 30 家机构评级的食品饮料企业 2024 年 Wind 一致预期业绩变化情况	6
图 5: 东鹏饮料近年归母净利润持续增长	6
图 6: 东鹏饮料近年归母净利率情况	6
图 7: 主要饮料企业 2019-2023 年业绩增速情况	7
图 8: 主要饮料企业 2023 和 2019 年盈利能力对比	7
图 9: 主要能量饮料产品单瓶到手价	7
图 10: 主要能量饮料产品每 100ml 到手价	7
图 11: 中国主要能量饮料及运动饮料推出时间	8
图 12: 东鹏饮料销售额市占率	9
图 13: 东鹏饮料销售量市占率	9
图 14: 2019 和 2024 年 Brand Finance 中国最具强度品牌	9
图 15: 东鹏饮料其他饮料占营收比	10
图 16: 拆解东鹏单季度营收增速贡献	10
图 17: 24H1 东鹏饮料股权结构	10
图 18: 主要饮料企业毛利率情况	11
图 19: 主要饮料企业其他费用率变化情况	11
图 20: 东鹏饮料 2023 年各区域营收占比 (亿元)	12
图 21: 东鹏饮料 2020 与 2023 年营收对比 (亿元)	12
图 22: 东鹏饮料近年经销商团队数量	13
图 23: 东鹏饮料近年终端数量	13
图 24: 公司强势及非强势市场经销商数量情况 (家)	14
图 25: 公司强势及非强势市场单经销商营收 (万元)	14
图 26: 2019-24H1 各区域经销商数量增速	14
图 27: 2019-24H1 各区域单商营收增速	14
图 28: 各区域单商营收增长对区域营收增长贡献度	15
图 29: 东鹏饮料各区域单经销商营收及增速 (万元)	15
图 30: 东鹏饮料年内经销商增加与减少情况 (家)	15
图 31: 东鹏饮料年内经销商增加与减少占比	15
图 32: 东鹏饮料近年销售人员变化情况 (人)	16
图 33: A 股主要饮品公司销售人员人均创收	16
图 34: 2019 年世界各国人均咖啡消费量情况 (千克)	17
图 35: 中国企业就业人员周平均工作时间持续增长	18
图 36: 中国人均咖啡消费量持续提升	18
图 37: 中国及亚洲主要国家工作时长高于其他地区	18
图 38: 中国茶叶产量规模持续增长	18
图 39: 中国能量饮料市场规模持续增长	18

图 40: 中国人均咖啡消费量持续提升 .....	19
图 41: 各等级城市品牌门店排名 TOP5 .....	19
图 42: 中美日韩主要能量饮料产品及其运营分销商 .....	20
图 43: 中国市场上主流能量饮料产品及品牌方 .....	20
图 44: 主要饮品公司销售费用情况 .....	21
图 45: 主要饮品公司销售费用率情况 .....	21
图 46: 华彬集团方面展示的 50 年代理协议 .....	22
图 47: 合营公司合营期限规定 .....	22
图 48: 东鹏饮料广东区域营收情况 .....	23
图 49: 东鹏饮料广东区域营收增长贡献度拆解 .....	23
图 50: Monster 近年营收及增速情况 .....	25
图 51: Monster 营收区域分布 (百万美元) .....	25
图 52: Monster 近年净利润及增速情况 .....	25
图 53: Monster 近年盈利能力表现 .....	25
图 54: 燃力士近年营收及增速情况 .....	26
图 55: 燃力士 2023 年营收区域分布 (百万美元) .....	26
图 56: 燃力士近年净利润表现 .....	26
图 57: 燃力士近年盈利能力表现 .....	26
图 58: Monster 近期联动宣传游戏 COD .....	27
图 59: 燃力士近年销售费用及销售费用率情况 .....	27
图 60: 东鹏饮料近年设计产能及产能利用率 .....	28
图 61: 东鹏饮料近年现金流表现流量情况 (倍) .....	28
图 62: 三家能量饮料企业毛利率对比 .....	28
图 63: 三家能量饮料企业其他费用率对比 .....	28
图 64: 主要食品饮料子行业龙头 PE(FY1)与茅台 PE(FY1)之比 .....	29
图 65: 东鹏饮料 2022 年以来单季度涨跌幅情况 .....	30
图 66: 东鹏饮料季度涨跌幅归因分析 .....	30
图 67: 东鹏饮料业绩期后 Wind 一致预期归母净利润较前期变化情况 .....	31
图 68: 东鹏饮料与贵州茅台情绪低点时的估值比 .....	31
图 69: 东鹏饮料 H2 存在明显估值切换 .....	31
图 70: Monster 与可口可乐营收增速对比 .....	32
图 71: Monster 与可口可乐 PE(TTM)对比 .....	32
表 1: 主要国家能量饮料产品较可乐价格 .....	8
表 2: 东鹏饮料核心高管 2023 年收入情况 .....	11
表 3: 国内外知名饮料企业 ROE 杜邦拆解 (%) .....	12
表 4: 主要乳品饮料企业渠道及终端数量情况 .....	13
表 5: 测算东鹏饮料增量营收/行业增加值 .....	23
表 6: 不同视角测算东鹏特饮全国销售额“天花板”(百万人, 亿元) .....	24
表 7: 食品饮料机构评级 Top15 标的盈利预测及估值情况 .....	29
表 8: 东鹏饮料业绩期后 Wind 一致预期归母净利润及较前期变化情况 (亿元) .....	30
表 9: 东鹏饮料盈利预测拆分 .....	33
表 10: 可比公司估值表 (使用 9 月 19 日收盘价计算) .....	34

## 一、前言：复盘东鹏饮料的高速增长

东鹏饮料自上市以来展现出了亮眼的成长性。据Wind数据，2023年东鹏实现营收112.6亿元，是2017年28.4亿元的营收体量的近4倍，2017-2023年营收CAGR为25.8%，东鹏饮料上市以来展现出了亮眼的成长性，同时自2023年以来东鹏饮料营收表现持续超市场预期。据东鹏饮料董事长林木勤2011年中山大学MBA论文《东鹏饮料公司的发展战略研究》，林总规划2019/2020/2021年东鹏营收将达到56/79/110亿元，考虑到2020年以来外部环境扰动，东鹏基本完成了13年前林总的增长规划。

图1：东鹏饮料近年营收持续增长

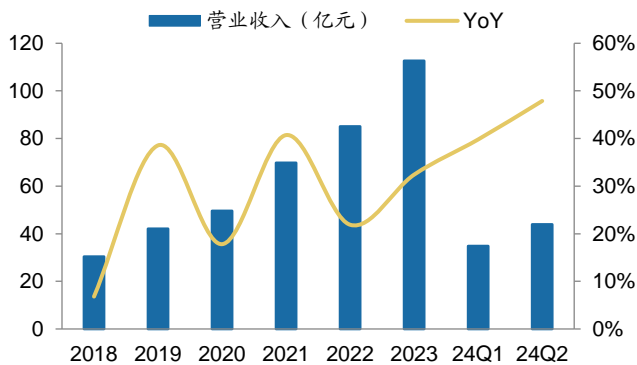
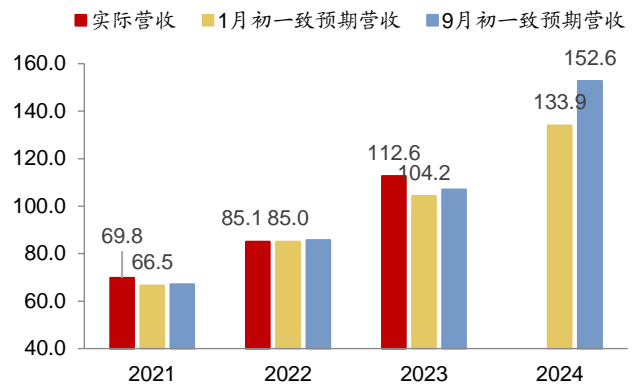


图2：东鹏饮料一致预期营收与实际达成情况（亿元）

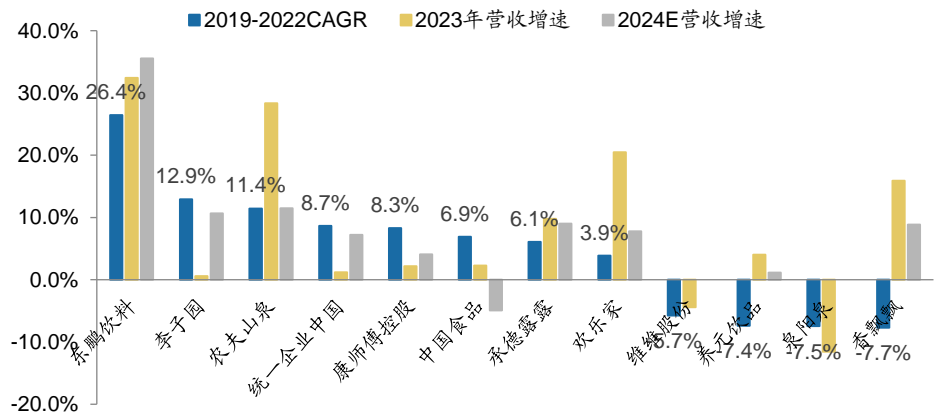


数据：Wind，广发证券发展研究中心

数据：Wind，广发证券发展研究中心，2021年1月初数据使用上市首日5月28日数据

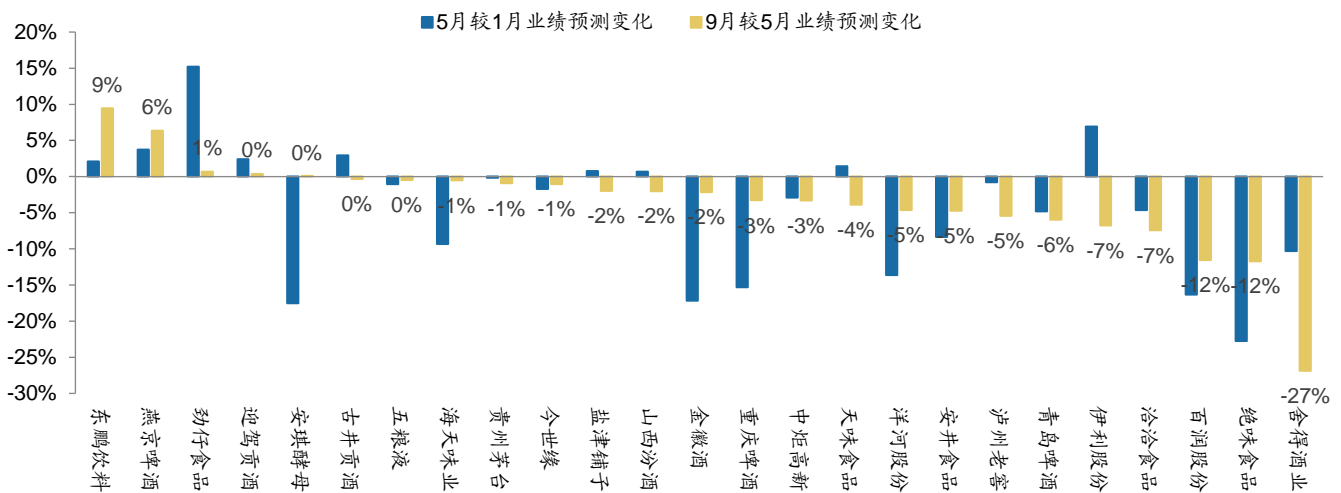
逆势高速增长，2023年再次加速。据Wind数据，相较于其他饮料企业，东鹏在2019-2022年期间营收保持较快增长态势，是A、H上市饮料企业中增长最快的企业，同时2023年外部消费限制取消后东鹏饮料依然延续了较强的成长性，2023年以来公司实现营收加速增长，24Q1/24Q2在高基数之上营收分别同比+39.8%/47.9%，带动公司成为行业内鲜有的上修2024年盈利预测的公司。

图3：主要上市饮料企业2019-2023年营收增速情况



数据：Wind，广发证券发展研究中心，使用9月13日Wind一致预期营收增速

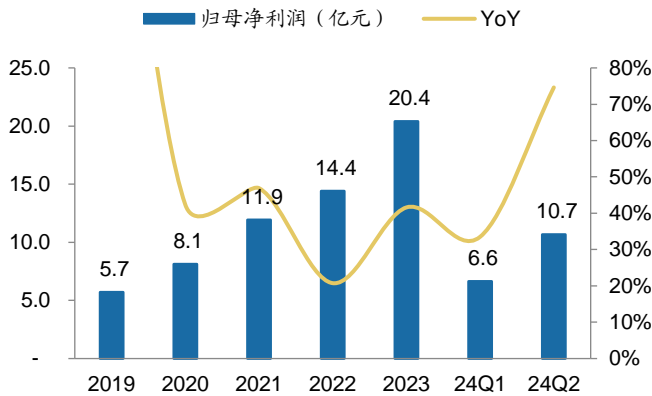
图4: 超30家机构评级的食品饮料企业2024年Wind一致预期业绩变化情况



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心, 选择8月30日收盘市值超50亿公司排名, 采用1、5、9月10日的预测数据计算

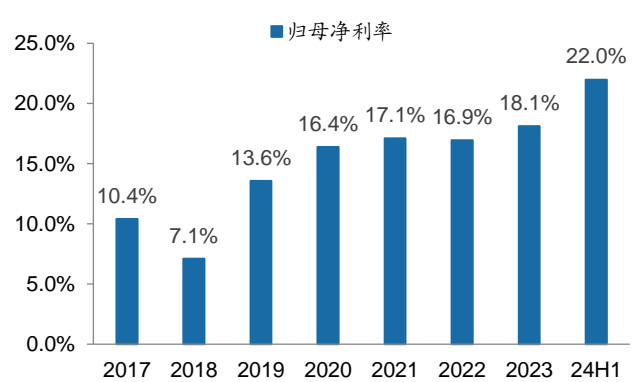
**盈利能力显著提升, 业绩增速领跑行业。**据Wind数据, 东鹏饮料2023年实现归母净利润20.4亿元, 是2017年3.0亿元的营收体量的近7倍, 2017-2023年营收CAGR为37.9%, 近年来公司在营收高速增长带动下, 规模效应带动公司整体盈利能力提升, 以2023年为例, 公司毛利率/归母净利率分别同比+0.7/1.2pct, 可见营收快速增长对职工薪酬及广宣费用投放有较强的摊薄作用。从上市饮料企业表现来看, 东鹏饮料2019-2023年归母净利润增速以及当前归母净利率均位居前列。

图5: 东鹏饮料近年归母净利润持续增长



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 东鹏饮料近年归母净利率情况



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图7：主要饮料企业2019-2023年业绩增速情况

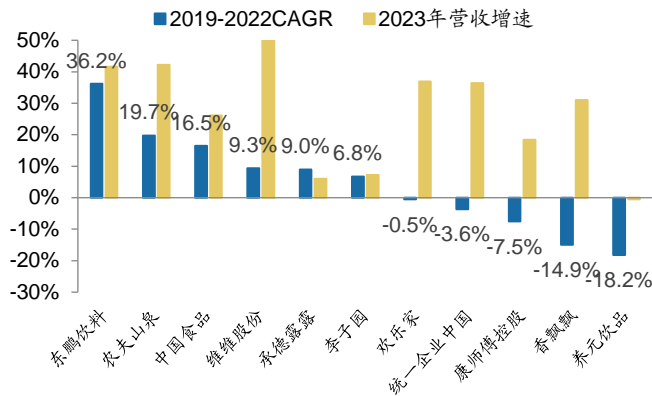
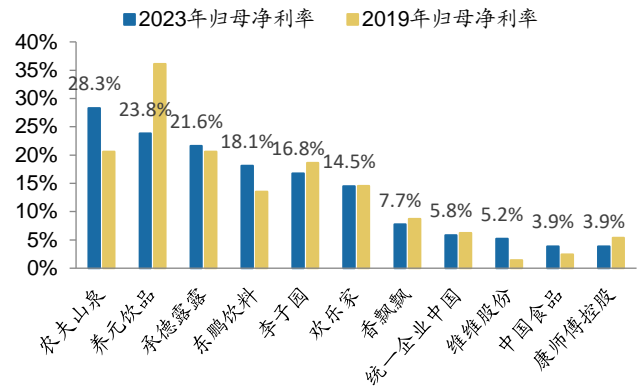


图8：主要饮料企业2023和2019年盈利能力对比



数据：Wind，广发证券发展研究中心

数据：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、高速增长的内因：战略坚定，战术高效

### （一）从产品端入手理解东鹏饮料出众的产品力

东鹏特饮，高性价比且更懂消费者的能量饮料产品。

从产品定价角度来看，考虑到窜货及尾货影响价格对比，我们从天猫超市及天猫商家搜索主流能量饮料产品的整箱价格并计算折扣后到手价，可见无论从单瓶价格还是每百毫升到手价的角度来看东鹏特饮性价比凸显，契合能量饮料消费者对产品“高效+性价比”的双重需求，这不仅是公司自身定位准确，据上海证券报报道，董事长林总过去深耕一线、亲力亲为抓生产，也使得公司在成本与制造端形成竞争优势。

图9：主要能量饮料产品单瓶到手价

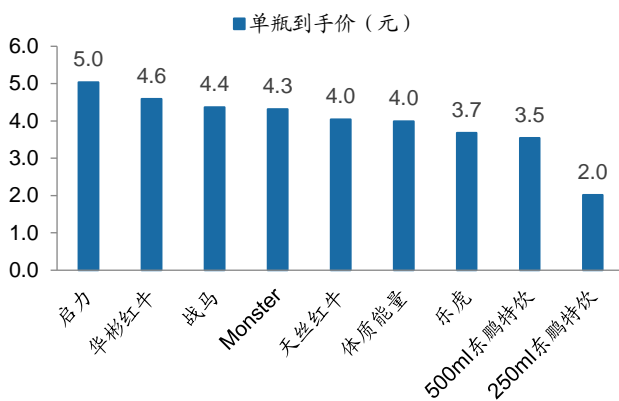
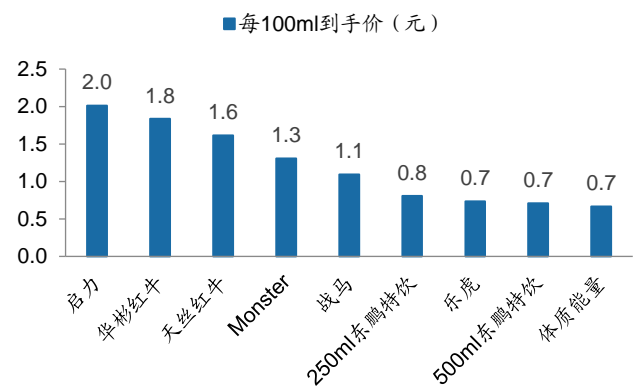


图10：主要能量饮料产品每100ml到手价



数据：天猫超市，广发证券发展研究中心

数据：天猫超市，广发证券发展研究中心

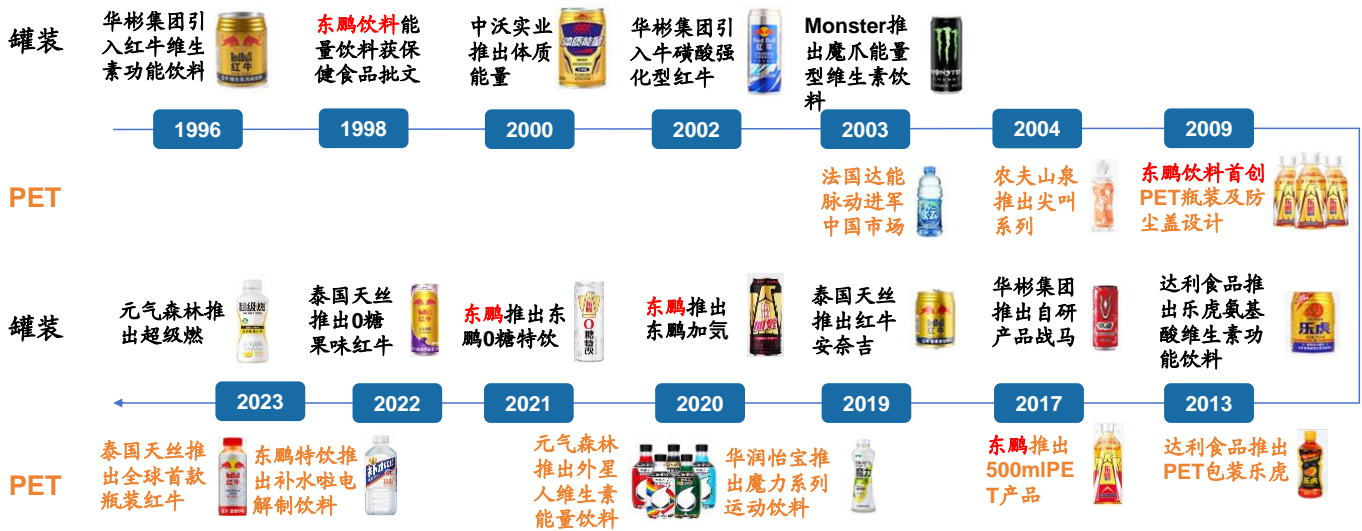
表1: 主要国家能量饮料产品较可乐价格

美国市场	到手价 USD/100ml	较可乐价格	日本市场	到手价 JPY/100ml	较可乐价格	中国市场	到手价 RMB/100ml	较可乐价格
Redbull	0.55	213%	Monster	55.73	170%	红牛	1.82	288%
Monster	0.31	119%	Oronamin C	79.08	241%	东鹏	0.85	135%
Bang	0.47	184%	Real gold	40.77	124%	乐虎	0.93	147%
Rockstar	0.34	130%	Dodekamin	34.72	106%	体质能量	0.63	100%
NOS	0.42	164%	Redbull	67.33	205%	战马	1.04	165%

数据 : 天猫超市, 亚马逊, 广发证券发展研究中心

从产品设计角度来看, 据FoodTalks产品数据, 东鹏特饮是业内最早拿到保健品批文的一批产品, 这使其能够直接添加合成咖啡因而非植物成分咖啡因, 提神效果更为直接, 同时据公司招股说明书披露, 东鹏特饮2009年推出PET瓶装包装、是行业内首次创新, 解决了易拉罐产品不易二次封装的产品痛点, 进而可以做大包装容量以供消费者多次饮用, 同时防尘盖的设计使得瓶盖封紧后可保证产品不被污染、进而提升食品安全, 解决了饮用能量饮料时环境大多为室外、饮料易被污染的痛点。

图11: 中国主要能量饮料及运动饮料推出时间



数据 : 东鹏饮料财报, 北京商报网, 消费频道, FoodTalks, 东鹏饮料官网, 中国日报网, 每日食品, 广发证券发展研究中心整理

持续提升的市占率是东鹏特饮超强产品力的体现。据公司历年年报披露, 东鹏特饮强大的产品力拉动市场份额持续提升, 从销售额的角度来看, 2023年东鹏特饮市占率较2020年增长10.7pct至20.2%, 当前位居行业第二, 从销量的角度来看, 2023年东鹏特饮市占率较2020年增长16.0pct至43.0%, 自2021年以来稳居行业第一。同时2023年公司500ml东鹏特饮产品按销售金额排名成为中国市场饮料前三大SKU, 可见东鹏特饮正在引领中国能量饮料行业增长。



图12: 东鹏饮料销售额市占率

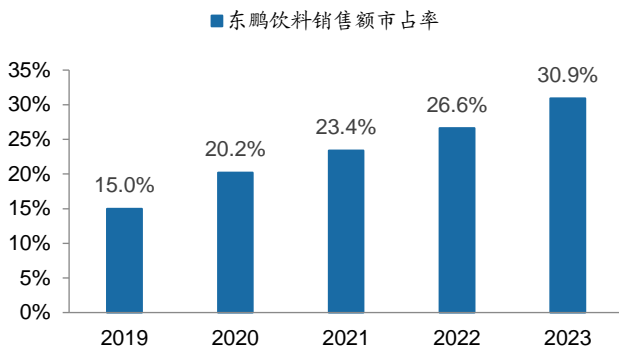
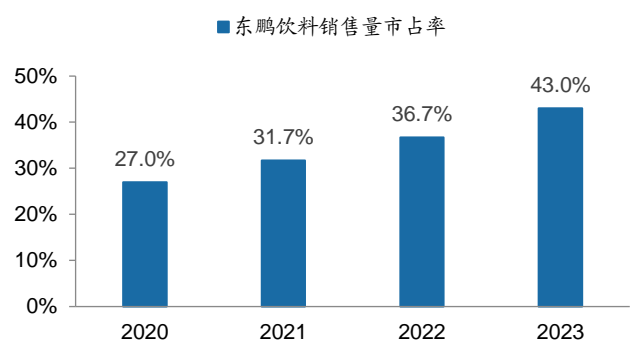


图13: 东鹏饮料销售量市占率



数据 : 公司 2019-2023 年报, 广发证券发展研究中心

数据 : 公司 2019-2023 年报, 广发证券发展研究中心

东鹏饮料品牌与产品相辅相成, 品牌价值持续提升。公司持续打磨产品并不断加码品宣, “累了、困了、喝东鹏特饮”的宣传语广为人知, 上市带动公司品牌形象更上层楼, 不断巩固其在消费者心中“累困”时刻的第一联想。据Brand Finance中国最具强度品牌榜, 2024年东鹏饮料荣登第六名, 品牌力持续上行进一步赋能产品动销。

图14: 2019和2024年Brand Finance中国最具强度品牌



数据 : Brand Finance, 广发证券发展研究中心

解构东鹏主业之外的平台化公司发展之路。据FBIF论坛, 东鹏饮料公司当前已经搭建了清晰的“1+6”产品矩阵, 即东鹏特饮为主业, 电解质水“东鹏补水啦”、无糖茶“鹏友上茶”、鸡尾酒“VIVI”、即饮咖啡“东鹏大咖”、大包装饮料“多喝多润”和椰汁“海岛椰”为六大侧翼产品, 据Wind数据24Q1/Q2其他饮料同比+257%/194%至3.8/6.3亿元, 自23Q3以来其他饮料单季度营收占比稳定在10%以上。24Q1/Q2营收同比+39.8%/47.9%, 拆分营收增速贡献来看, 24Q1/Q2东鹏特饮贡献了增量营收的72.6%/70.8%, 而其他饮料贡献了27.4%/29.2%, 拆解增速来看Q1/Q2营收增速中10.9%/14.0%来自于其他饮料放量, 第二曲线产品持续发力贡献营收增长。

图15: 东鹏饮料其他饮料占营收比

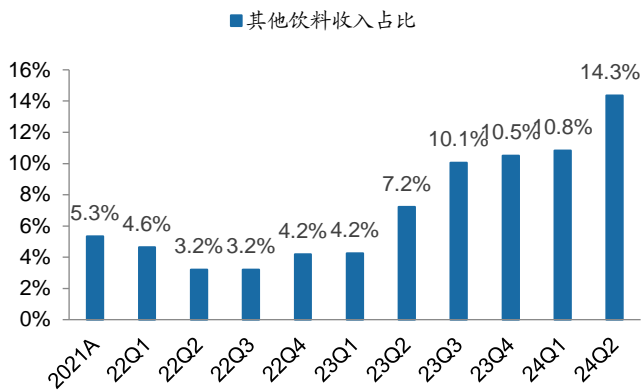
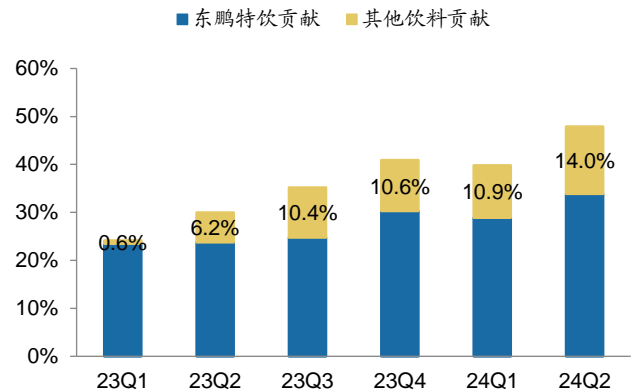


图16: 拆解东鹏单季度营收增速贡献



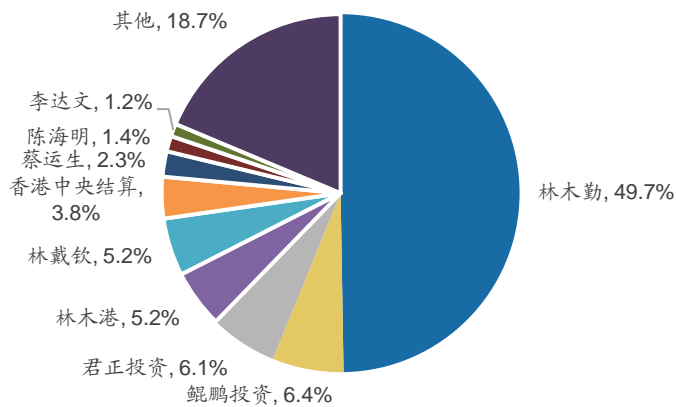
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 创始人高瞻远瞩, 经营效率持续提升

林总引领公司发展, 与多方共享发展红利。据公司招股说明书, 公司董事长林木勤及一众高管在2003年出资254万元接手了营收彼时不过2000万元、濒临破产的东鹏饮料, 经过多年发展公司逐渐从广式凉茶企业转型成为中国能量饮料龙头企业, 其中董事长林木勤在各方面亲力亲为, 从成本控制、产品设计与研发、市场营销到全国化规划, 林总作为公司灵魂人物引领发展。在股权设计方面, 公司2011年引入核心经销商持股, 2016年成立鲲鹏投资实现高管与经销商团队持股, 2019年推出股权激励, 引入东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚三家员工持股平台与员工分享发展红利。

图17: 24H1东鹏饮料股权结构



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

高管团队稳定且股权绑定, 长期任职于公司。通过公司核心高管2023年情况可见, 公司核心人员均在早年“创业阶段”便加入公司, 伴随公司成长、合作默契且深刻理解公司核心价值观, 同时核心高管薪酬水平较高, 上市前的股权安排带动期末持股市值亦远高于一般公司, 多方面安排能够保障管理层稳定。

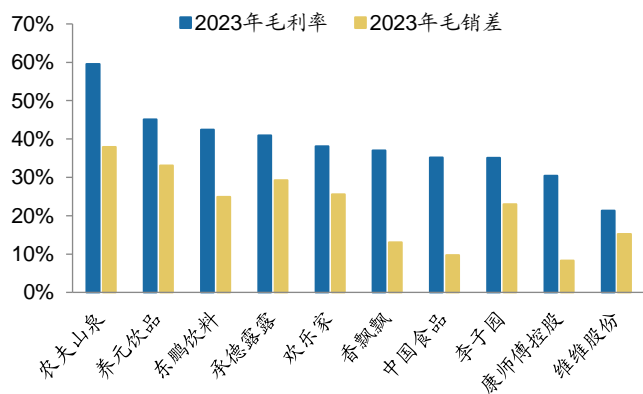
表2: 东鹏饮料核心高管2023年收入情况

姓名	当前职务	入职时间(含东鹏实业)	2023年薪酬(万元)
林木勤	董事长, 总裁	1997年3月	566.8
林木港	董事, 执行总裁	2001年3月	507.9
卢义富	董事, 副总裁	2018年9月	663.2
蒋薇薇	董事, 副总裁	2017年	573.4
张磊	董事, 副总裁, 董事会秘书	2024年2月	23.86
彭得新	财务总监	2021年10月	143.4
刘美丽	原董事, 原副总裁	2000年8月	253.4
刘丽华	原董事, 原副总裁, 原董事会秘书	2018年10月	899.5
林戴钦	原董事	2008年1月	74.7
蔡运生	原监事会主席	1998年	400.0
李达文	原董事	1992年	9.4
黎增永	原监事	1987年	12.9
陈义敏	原职工监事	1987年7月	5.4

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

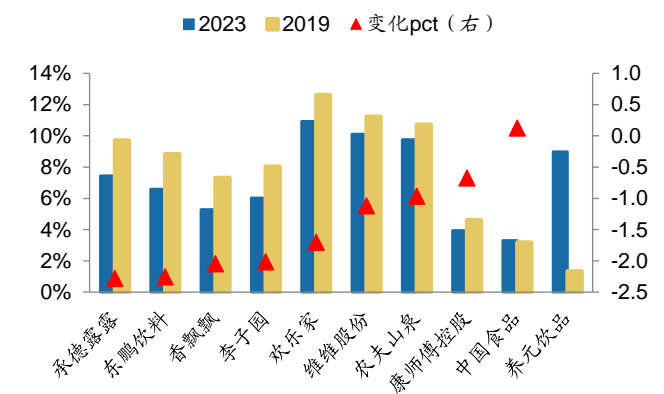
**性价比与高毛利率共存, 经营效率持续提升。**公司管理团队的高瞻远瞩与精益求精反映在公司报表上, 考虑到东鹏特饮作为中国颇具性价比的能量饮料产品, 据Wind数据, 公司2023年销售毛利率依然位居主要饮料企业中的第三位、实属不易, 公司董事长林木勤曾分别任职于生产和销售端, 对于成本把控有着严格的要求和标准。从企业经营及其他费用的角度来看, 2023年公司其他费用率(=销售净利率-毛销差)为6.6%、低于主要上市饮料企业平均的7.2%, 而且较2019年公司其他费用率下降明显, 经营效率持续提升。

图18: 主要饮料企业毛利率情况



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 主要饮料企业其他费用率变化情况



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心, 其他费用率为销售净利率与毛销差的差值

**东鹏ROE表现媲美可乐与农夫山泉, 经营效率高。**相较于两大可乐巨头与农夫山泉, 东鹏饮料展现出了亮眼的成长性, 据Wind数据东鹏饮料ROE水平显著高于国内其他

饮料企业，而经由杜邦拆解可见，相较于其他饮料企业东鹏饮料的高ROE来自于多项指标的相互平衡，其净利率、总资产周转率与权益乘数均没有位列前三、但均处于行业前列，可见其公司盈利能力、资产利用率和财务杠杆均“恰到好处”，展现出优秀的管理水平和高效的经营效率。

表3: 国内外知名饮料企业ROE杜邦拆解 (%)

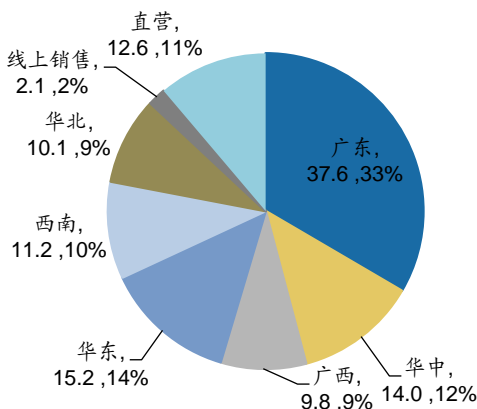
	百事	农夫山泉	可口可乐	东鹏饮料	vitacoco	康师傅	承德露露	Monster	李子园	养元饮品	香飘飘
ROE	50.9	45.9	42.8	35.8	27.1	22.9	21.8	21.4	13.8	13.0	8.7
销售净利率	10.0	28.3	23.4	18.1	9.4	4.4	21.6	22.8	16.8	23.8	7.7
归母占比	99.1	100.0	100.1	100.0	100.0	88.7	100.0	100.0	100.0	100.0	100.2
总资产周转率	0.9	1.0	0.5	0.8	2.0	1.4	0.7	0.8	0.5	0.4	0.7
权益乘数	5.4	1.7	3.8	2.3	1.4	3.8	1.3	1.2	1.8	1.5	1.6

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 渠道兑现增长潜力，提高多品类战略胜率

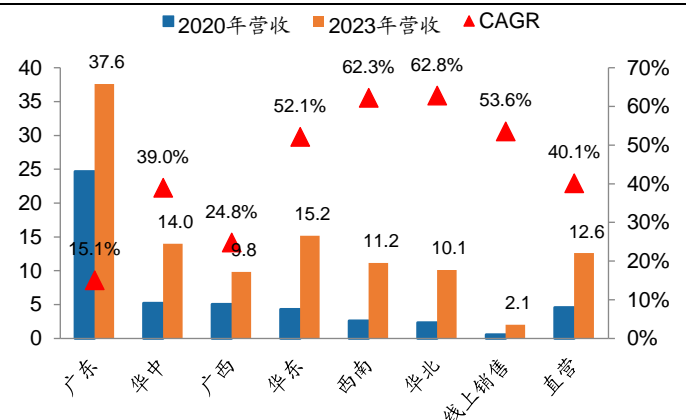
上市以来公司全国化进程显著加速。据Wind数据，2020-2023年公司营收从49.4亿元增长至112.5亿元，CAGR为31.6%，拆分区域来看广东/广西/华中/华东/西南/华北营收CAGR分别为15.1%/24.8%/39.0%/52.1%/62.3%/62.8%，其中全国非强势市场（非广东、广西和线上直营）营收从2020年的14.5亿元增长至2023年的50.4亿元、CAGR为51.6%，占营收比从提升至39.8%提升18.1pct至57.8%。公司核心市场广东和广西区域依然通过渠道精耕细作挖掘增量市场，全国范围渠道迅速扩张挖掘增量营收。

图20: 东鹏饮料2023年各区域营收占比 (亿元)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 东鹏饮料2020与2023年营收对比 (亿元)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

渠道加速扩张兑现品牌与产品潜力。近年来东鹏饮料渠道持续扩张，2024年中报披露数据，相较2020年公司终端网点/经销商数量分别增长300%+/141%至360万家/2982家，其中单经销商服务终端数量从2019年的728家增长66%至24H1的1207家，2023年单经销商营收/单终端营收分别为377.4万元/3309元，分别较2020年+22.3%/-19.5%，考虑到2023年营收较2020年增长128%，可见经销商和终端数量

的拓展是公司近年高增的核心驱动力。东鹏饮料得益于能量饮料行业高景气度，上市带来品牌知名度迅速提升且产品受消费者喜爱，当前公司掌控的终端数量已与全国饮料龙头企业相当，渠道扩张与精耕细作能力持续上行，渠道能力兑现增长潜力。

图22: 东鹏饮料近年经销商团队数量

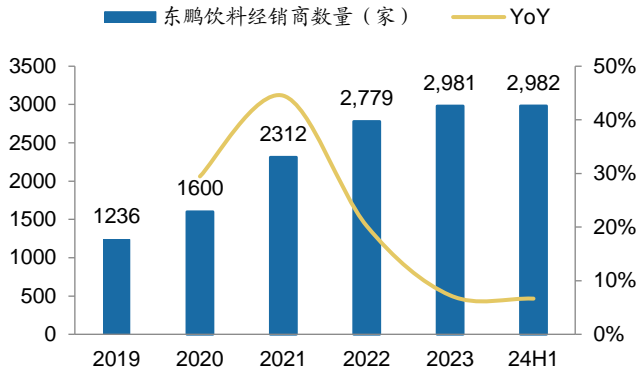
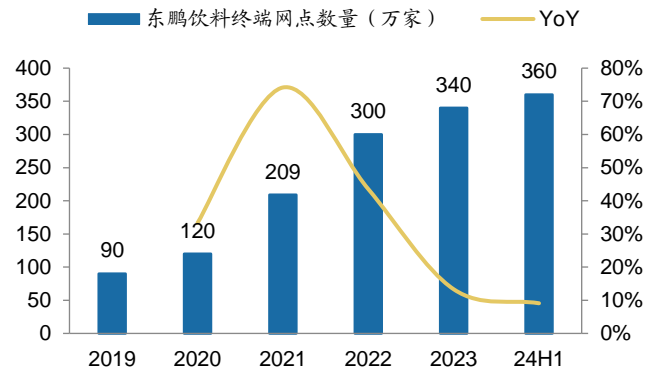


图23: 东鹏饮料近年终端数量



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 主要乳品饮料企业渠道及终端数量情况

	伊利股份	蒙牛乳业	可口可乐	康师傅	农夫山泉	统一	华润饮料	东鹏饮料	养元饮品	承德露露
经销商数量 (家)	19497			76875	4454		1068	2982	2105	866
终端数量 (万家)	190		467	400+	243	200+	200	360		
营业收入 (亿元)	1,250.3	986.2		804.2	426.7	285.9	135.1	111.4	61.0	29.3
单经销商营收 (万元)	641.3			104.6	958.0		1,265.4	373.6	289.6	338.3

数据 : Wind, 36 氪, 农夫山泉招股说明书, 华润饮料招股说明书, 企业管理杂志, 广发证券发展研究中心, 注: 康师傅、农夫山泉和统一终端数量数据为截止 2020 年末数据, 伊利股份终端数量为 2021 年数据, 可口可乐终端数量数据为 2022 年数据, 其他数据均为 2023 年数据

拆分强势与非强势市场表现来看，过去数年强势区域挖潜、省外迅速扩张：

注：2021年公司年报中营收区域划分将直营渠道单独拆分列示、将华北和北方大区整合，在经销商数量的划分中将直营及线上经销商从各区域中拆分，造成口径变化。下图中强势市场指广东和广西区域，全国其他区域/非传统强势市场指华中、华东、西南和华北，不包括线上与直营情况，以下为Wind数据。

- 强势市场方面**，2023年广东和广西区域经销商较2020年增加了51.1%，而区域内单经销商年营收增加了5.6%至1129万元，可见近年公司在强势市场的增长 为进一步渠道下沉挖潜所带来的，过去数年内强势市场仍然具备渠道开拓潜力，同时考虑到强势市场新开发经销商在初期年营收水平会低于平均值，近年单经销商年营收水平稳中有升，可见公司合作多年的经销商单商营收仍在快速提升，冲抵了新开发经销商体量相对较小的影响，也反映出公司品牌力持续上行抢占竞品市场份额、挖掘市场新增量需求。
- 全国其他区域方面**，2023年全国其他区域经销商数量/单经销商年营收较2020年增长85.0%/88.2%，可见随着公司全国化快速推进，产品迅速招商铺

市，同时单经销商营收持续提升，2023年以来经销商扩张速度有所放缓，但单经销商营收在快速提升，反映出品牌力上行对市场动销的拉动，以及公司与经销商凭借强大产品力的东鹏特饮迅速抢占终端铺货。

图24: 公司强势及非强势市场经销商数量情况 (家)

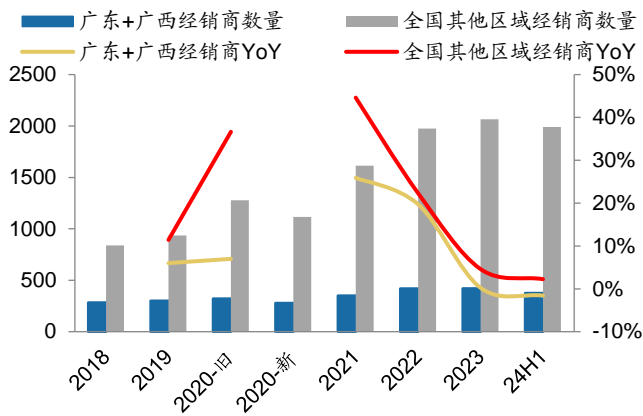
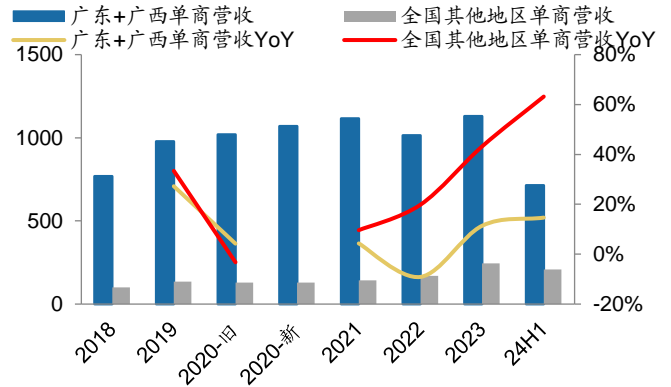


图25: 公司强势及非强势市场单经销商营收 (万元)



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

具体区域来看：渠道扩张与单商营收提升交替进行，单商营收增长正当时。据Wind数据，通过复盘2019-24H1公司在各区域经销商招商速度与单商营收变化趋势可见二者很难兼顾，我们认为主要系各个区域大批量招商后短期单商营收体量或低于平均值，进而对单商营收产生负面影响，近年来随着经销商团队内部优胜劣汰，如华中、广西和西南区域已经出现连续的经销商出清，而三个区域单商营收加速增长，华北区域由于单商营收仅为112万元，仅为广西区域/全国平均的8.6%/29.8%，近年呈现量价齐升态势，广东和华东区域经销商数量基本稳定、单商营收持续快速增长。综合来看，各区域单商营收增长对区域营收增长的贡献度持续提升，未来应重点关注区域单商营收提升对整体收入增长的拉动作用。

图26: 2019-24H1各区域经销商数量增速

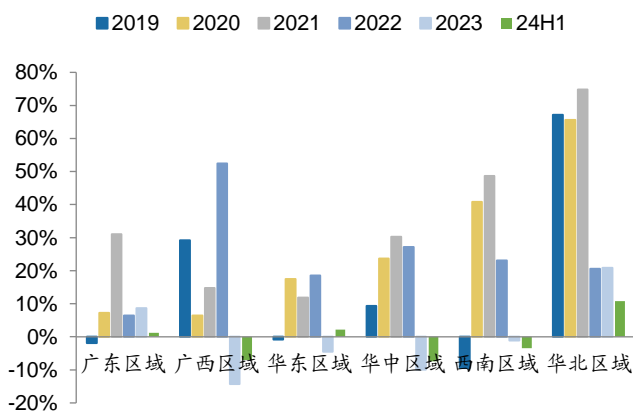
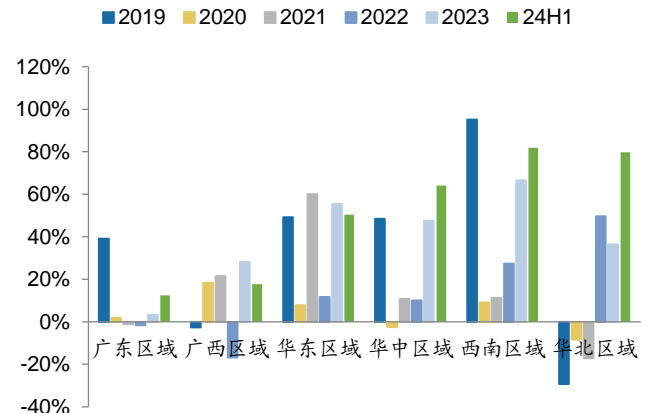


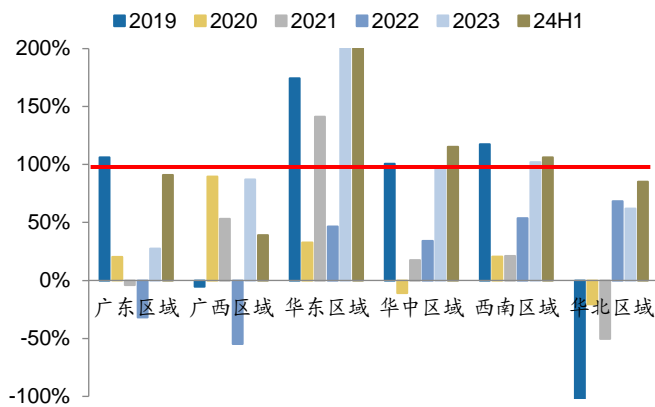
图27: 2019-24H1各区域单商营收增速



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心, 华北区域含北方大区, 2021年后区域划分发生变化但均为同比口径

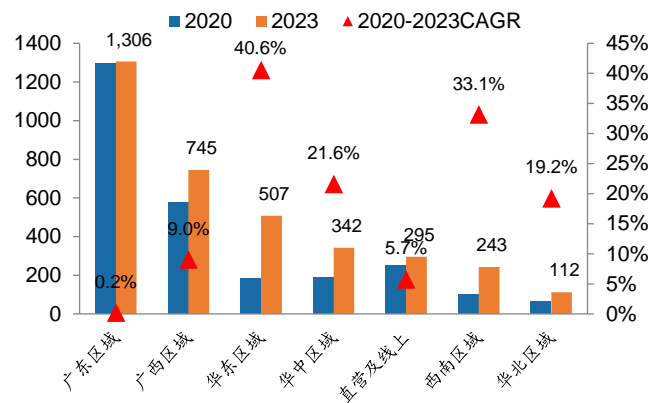
数据 : Wind, 广发证券发展研究中心, 华北区域含北方大区, 2021年后区域划分发生变化但均为同比口径

图28: 各区域单商营收增长对区域营收增长贡献度



数据：Wind，广发证券发展研究中心，贡献度= $\ln(1+\text{单商营收增速})/\ln(1+\text{区域营收增速})$ ，其中华东区域2023/24H1贡献度为470%/450%，华北区域2019年为-205%

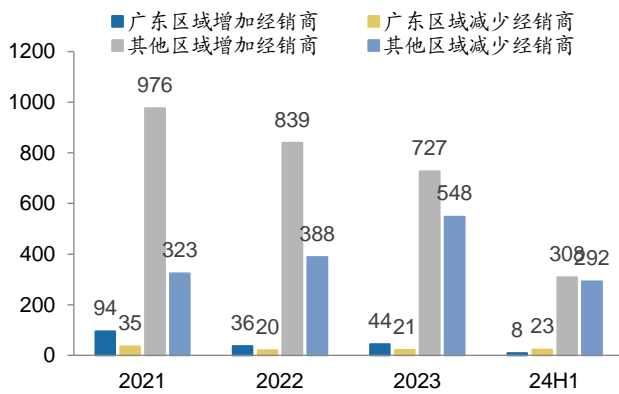
图29: 东鹏饮料各区域单经销商营收及增速（万元）



数据：Wind，广发证券发展研究中心

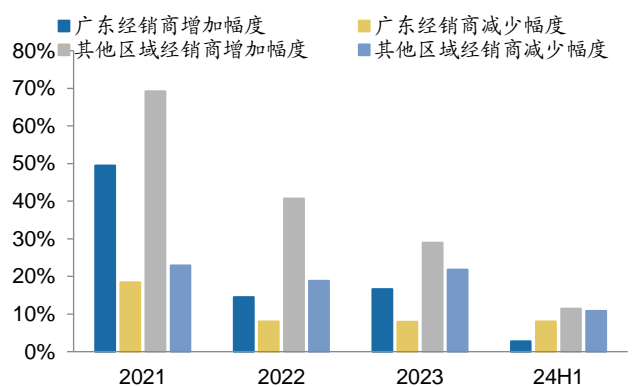
未来“重质不重量”，重点关注单经销商营收提升而非经销商数量扩张速度。据Wind数据，2022/2023/24H1公司强势市场经销商数量同比+19.7%/+0.2%/-1.6%，同期全国其他区域经销商数量同比+22.3%/4.6%/2.3%，可见不同市场招商速度均有放缓，而从经销商团队每期增加和减少数量可见，近年来招商速度放缓主要系公司持续推动经销商优胜劣汰、表现每期减少的经销商数量持续增加，据公司年报2022年公司经销商团队已覆盖全国100%地级城市，预计未来经销商进一步扩张的空间有限，未来应更加关注经销商团队质量，以及单经销商营收的持续提升。

图30: 东鹏饮料年内经销商增加与减少情况（家）



数据：Wind，广发证券发展研究中心

图31: 东鹏饮料年内经销商增加与减少占比



数据：Wind，广发证券发展研究中心

销售人员角度来看，精耕细作、未来可期。东鹏饮料近年销售人员持续增长，由于全国化方兴未艾以及公司精耕细作的渠道模式，据Wind数据，公司销售人员2023年人均创收仅为184万元、低于较多饮品公司，未来随着省外市场的进一步成熟，我们认为当前销售人员数量与经销商数量变化趋势相同、或无大幅提升空间，未来公司人效有望持续提升，人员投入产出比有望持续提升。

图32: 东鹏饮料近年销售人员变化情况 (人)

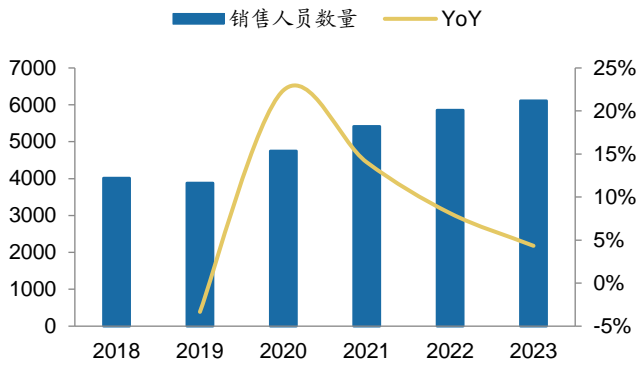
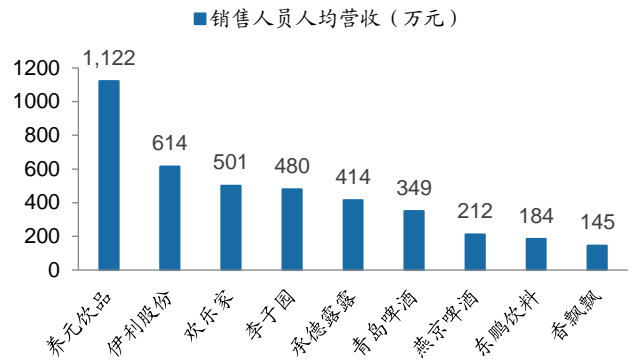


图33: A股主要饮品公司销售人员人均创收



数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

数据 : Wind, 广发证券发展研究中心

**数字化系统全面赋能。**公司坚持数字化能力建设与数字化转型作为核心竞争力，数字化并非纯粹工具而是一整套思维逻辑，此前公司2017年成立鹏讯云商公司专门用于数字化工具开发和维护，IPO募集中7521万元用于信息化升级、占募集资金总额的4.3%，足以见得公司对数字化建设的重视程度。**从渠道和公司管理角度来看**，领先的数字化基数可以提高生产计划、库存管理效率，利用一手市场数据指导生产计划，进而避免传统渠道模式中层级汇报和管理者经验判断的弊端，同时数据指导销售人员拜访路线规划及日常工作、提升工作效率，如公司2024年中报披露公司通过数字化对消费者的触达优势，开展“鹏击行动”提升门店陈列、提升终端客情、拉动产品销售等工作；**从消费者对话角度来看**，“一元乐享”活动是公司数字化的对客展示，公司大数据分析、AI等辅助手段可以进一步洞察消费者需求、明确消费者画像，作为营销工具投入产品创新与营销革新，2024年中报披露公司累计不重复扫码消费者ID已超过2.1亿，大数据为公司后续决策提供支持、提高渠道打法与新品推广胜率。

**综合来看，渠道扩张是东鹏特饮全国化的必然结果，对产品矩阵打造亦有“反身性”。****从产品的角度来看**，公司积极储备新产品应对市场需求变化，2023年初借 倡 导通过饮用电解质水提高不睡效率，公司把握机会推出电解质水产品“补水啦”，反映出公司在产品端主动积极研发、多品类储备，静待时机加以推广。**从渠道的角度来看**，东鹏特饮作为能量饮料赛道的玩家之一，公司通过首创PET包装、迅速捕捉市场需求推出500ml产品等方式持续提升自身市占率，随着经销商与终端网点数量迅速拓展，东鹏特饮持续高周转+高盈利的带动下，公司具备试错基础，新品若短期数据不及预期并不会影响渠道整体盈利能力及合作意愿，同时对公司自身发展冲击有限，进一步从经销商视角来看，在代理东鹏特饮之外其天然具备扩大代理产品与做大规模的需求，从终端视角来看随着公司冰柜投放数量增加，终端也需要具备普适性的新产品进行陈列，这也对公司提供多品类产品、打造产品矩阵提出要求，提升公司新品打造胜率。**总而言之，渠道挖潜与扩张助力东鹏饮料公司持续兑现潜力。**



### 三、高速增长的外因：行业持续扩容，相对优势凸显

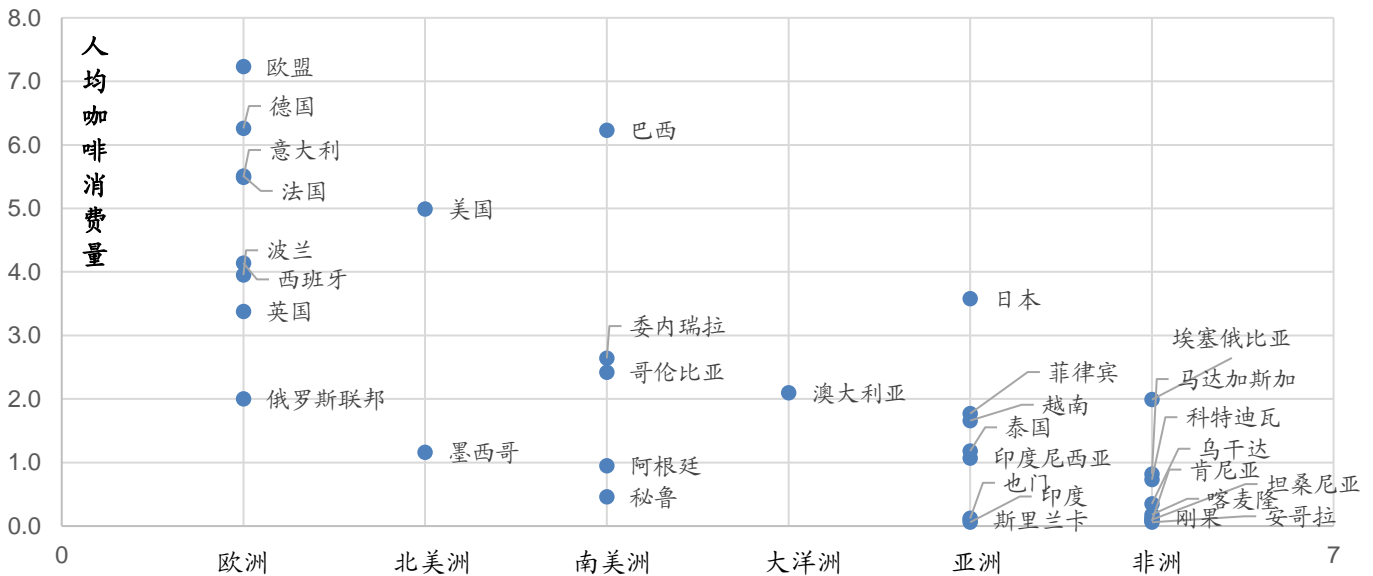
#### （一）消费习惯与消费人群扩容贡献能量饮料增长

以咖啡为例分析“提神类”饮料消费。咖啡、茶和瓜拉纳均凭借天然咖啡因实现提神效果，以咖啡为例，据Big cup of coffee统计的2019年世界各国人均咖啡消费量情况可见：

- （1）通过洲际之间对比可见，消费场景（是否需要喝）与消费力（买不买得起）决定咖啡消费量。咖啡的起源地通常被认为是非洲大陆，后传入阿拉伯世界并传向全球，而2019年非洲各国人均咖啡消费量普遍低于欧洲、北美洲和南美洲，我们认为首先是经济发展程度不同导致社会工作时长不同，进而在非洲大陆部分欠发达地区劳动者对咖啡消费的需求较弱，同时由于经济发展水平相对较低使得个人可支配收入较低，进而影响作为可选消费品的咖啡消费。
- （2）通过临近国家对比，消费习惯影响咖啡消费量。亚洲国家中日本由于明治维新使得国家迅速开始西式现代化，同时得益于经济发展水平较高其咖啡消费量显著高于其他亚洲国家，其咖啡消费量甚至与英国相当，由此可见一斑。

由此可见，消费力、消费习惯和消费场景是影响“提神类”饮料消费的核心因素。

图34：2019年世界各国人均咖啡消费量情况（千克）



数据：Big cup of coffee，广发证券发展研究中心

经济发展与工作时长拉长，“提神类”饮料消费需求被唤醒。中国随着经济的持续发展，人均可支配收入持续提升释放可选消费需求，这为“提神类”饮料消费提供基础。从就业视角的角度来看，国家统计局统计的全国企业就业人员周平均工作时间持续提升，同时据Our World in Data数据，从全球平均工作时长角度来看，中国及亚洲国家工作时长处于世界较高水平，香港和新加坡尽管人均GDP已达发达国家

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/027161103112006153>