



软饮料制造

2024.05.19

评级：**增持**
上次评级：增持

饮水思变续写王者传奇

——软饮料行业深度报告

细分行业评级

	曾猛(分析师)	徐洋(分析师)
	021-38676442	021-38032032
	ziming@gtjas.com	xuyang022481@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880520120008

本报告导读：

中长期看，在具备功能/成瘾/刚需/健康属性的强粘性赛道中，将产品拉力与渠道推力有效结合的品牌有望持续挤压竞争对手，取得长期超额收益

相关报告

摘要：

- **投资建议：**中长期看，我们认为具备功能/成瘾/刚需属性的子赛道未来将结构性繁荣，同时考虑到人口结构变化减糖化将是大势所趋，在此背景下我们看好能够实现产品拉力与渠道推力良好结合的企业获得中长期超额收益。建议增持持续推进能量饮料全国化且积极布局电解质水、咖啡、无糖茶等优质赛道的**东鹏饮料**、估值低/分红率高且有经营改善预期的**承德露露**、**李子园**；受益标的：**农夫山泉**（持续引领包装水及无糖茶行业成长）、**香飘飘**（管理效率提升背景下公司持续强化即饮板块的渠道力/品牌力）、**欢乐家**（持续提升在零食量贩渠道中的渗透率+积极布局新兴赛道椰子水）、**养元饮品**、**康师傅**、**统一企业中国**。
- **总量见顶，功能/成瘾/刚需/减糖子赛道结构繁荣。**我国软饮料行业起步于20世纪90年代可口可乐进入中国，经历近20年高速发展之后于2014年开始增速放缓并于2016年总量见顶，在此背景下具备强消费粘性的细分品类功能饮料、咖啡、碳酸饮料、运动饮料及包装饮用水呈现出结构性繁荣的特征，同时与人口结构变化趋势相适应的饮品减糖化亦代表着行业未来的升级方向，在此细分方向我们看好无糖茶未来的前景；同时对标日本，20世纪90年代后随着经济泡沫的破灭，饮料行业的均价持续受到压制，但是具备强消费粘性的碳酸/茶/水/咖啡等赛道通过销量的持续增长仍然实现了规模的持续扩张。
- **产品拉力与渠道推力有效结合，超级大单品应运而生。**通过复盘饮料行业主要大单品的成长路径我们得出结论，单靠产品拉力（粘性赛道+产品性价比）与单靠渠道推力的单品天花板较低，比如元气森林、康师傅冰茶发展到一定阶段后均陷入瓶颈。只有在强粘性赛道中渠道建设足够激进的品牌才有望孵化出200亿规划以上的超大单品（红牛+农夫山泉矿泉水）。
- **寻找下一个超级大单品：东鹏特饮及东方树叶逐步脱颖而出。**1.**东鹏特饮：**在强粘性赛道能量饮料行业持续扩容背景下，基于主要竞争对手或者官司缠身影响发展或者本身不够激进，凭借着产品端高性价比策略+渠道网点/把控力的同步提升，我们看好东鹏特饮持续挤压竞争对手，从而成长为下一个超级大单品；2.**东方树叶：**无糖茶行业风口已至，渗透率提升空间巨大，在此背景下东方树叶凭借产品拉力（提前卡位逐步占领消费者心智）与渠道推力高效结合，中长期有望持续取得超额收益。
- **风险提示：**消费力持续疲软；成本异常上涨；食品安全风险等

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 投资建议.....	3
1.1. 东鹏饮料：全国化扩张激进，品类扩张蓄势未来	3
1.2. 承德露露：机制优化，稳中有进	3
1.3. 李子园：渠道改革开启，静待经营拐点	4
2. 软饮料行业：从百花齐放到结构繁荣	4
2.1. 总量见顶，结构繁荣	4
2.2. 国际比较：日本经济低迷期强粘性饮料结构繁荣	7
3. 产品拉力决定上限，渠道推力保障底线，两者结合超级大单品应运而生	9
3.1. 选对赛道至关重要	9
3.1.1. 成瘾、功能及刚需赛道赢在起跑线	9
3.1.2. 减糖饮料：健康化浪潮起，元气森林借势爆发	12
3.1.2.1. 产业趋势：减糖饮料渗透率持续提升，对标日本空间巨大	12
3.1.2.2. 元气森林气泡水：产品拉力突出，渠道掣肘亟待突破	14
3.2. 渠道推力保障下限	16
3.3. 产品拉力与渠道推力相结合，单品潜力将充分释放	18
3.3.1. 华彬红牛：从 0 开始培育能量饮料赛道，终铸 200 亿级别大单品	18
3.3.2. 农夫山泉矿泉水：刚需赛道争当卷王，塑造 200 亿大单品	21
4. 寻找下一个超级大单品：东鹏特饮及东方树叶逐步脱颖而出	26
4.1. 东鹏特饮：天时地利人和皆具，全国化加速布局	26
4.2. 东方树叶：苦心经营 10 载，终迎绽放	30
5. 风险提示	32

1. 投资建议

中长期看，我们认为具备功能/成瘾/刚需属性的子赛道未来将结构性繁荣，同时考虑到人口结构的变化减糖化将是大势所趋，在此背景下我们看好能够实现产品拉力与渠道推力良好结合的企业获得中长期超额收益。建议增持：持续推进能量饮料全国化且积极布局电解质水、咖啡、无糖茶等优质赛道的**东鹏饮料**、估值低/分红率高且有经营改善预期的**承德露露**、**李子园**；受益标的：农夫山泉（持续引领包装水及无糖茶行业成长）、香飘飘（管理效率提升背景下公司持续强化即饮板块的渠道力/品牌力）、养元饮品、欢乐家（持续提升在零食量贩渠道中的渗透率+积极布局新兴赛道椰子水）、康师傅、统一企业中国。

1.1. 东鹏饮料：全国化扩张激进，品类扩张蓄势未来

渠道/产品双轮驱动，能量饮料主业逐步实现全国化。一方面公司持续通过强化对于经销商的把控力度以及扩增经销商数量的方式提升终端网点覆盖率，根据公司公告，东鹏终端网点数量从2018年的60万家持续提升至2023年的340万家，5年CAGR高达41%，不过考虑到相比于康师傅等饮料巨头而言公司网点扩张潜力仍然充足（康师傅网点数量达到500万家），我们认为在渠道力持续提升的助力下，终端网点数量的持续增长仍然是主旋律；另一方面公司产品端主打高性价比，同等规格产品价格只有主要竞争对手红牛的一半，顺应了未来平价消费的大趋势，因此在渠道/产品的双轮驱动带动下，我们看好东鹏特饮持续挤压竞争对手，有望逐步成长为自红牛、农夫山泉矿泉水之后的200亿销售体量大单品。

电解质水新品持续放量，有望逐步成长为第二增长引擎。随着消费者健康意识提升，具备缓解疲劳、补充电解质作用的电解质水行业逐步放量，在此背景下基于东鹏过去能量饮料的品牌定位与电解质水消费人群重叠性高（体力劳动者/运动人群），我们看好性价比属性同样突出的电解质水产品“补水吧”逐渐融入东鹏的渠道，逐步放量突围，成为继能量饮料之外的第二大单品，从而驱动公司业绩的持续增长。

1.2. 承德露露：机制优化，稳中有进

基本盘稳定，新品新区域逐步培育增量。礼赠场景恢复，餐饮渠道开拓，需求有望提振。22年公司新推低糖系列杏仁露，23年公司新品杏仁奶上市，24年初巴旦木奶系列、杏仁+系列、1升PET装产品等新品陆续上市，在植物奶健康化风口下具备较大潜力，有望拓宽品类、产品结构多元化发展。公司90%以上收入来自北部，北部仍有空白市场开拓以及渠道精耕下沉空间，新区域拓展空间广阔，南方样板市场有望逐步培育。

机制优化，目标积极。过去发展受制于管理层较频繁更迭、市场动作缺乏持续性。管理层趋稳之下，新品推广和渠道开拓举措有望持续落地。公司股权激励落地，激励目标收入复合增速10%+，机制优化有望提升团队积极性，逐步加速值得期待。

股息率较高、分红率提升。2023 年度分红率升至 64%、现价对应股息率约 4.25%。公司当前市值 99 亿，对应 2024 年 PE 14 倍，公司账上货币资金 31.5 亿，现金流充沛，价值凸显。

1.3. 李子园：渠道改革开启，静待经营拐点

渠道扩张发力，早餐/小餐饮比翼齐飞。2024 年作为渠道变革的元年，公司强化了对于早餐以及小餐饮空白渠道的挖潜力度，叠加策略性单品的推出，我们看好在产品/渠道共振带动下公司持续填充空白渠道，逐步挖掘增量空间。

员工持股绑定核心骨干，管理效率边际改善。公司于近期推出了员工持股计划，本次员工持股计划覆盖了不超过 379 名中高层业务骨干，且侧重于销售团队人员，并制定了 2024/2025 年营业收入同比增速分别不低于 18%的考核目标。我们认为本次员工持股计划覆盖范围广，考核目标积极，有利于激发内部主观能动性的释放。

展望中长期：全国化布局加速+产品健康升级，超额收益可期。一方面随着产能瓶颈逐步被解决，公司逐步渗透至华中华南等外埠市场，在渠道端高举高打配合高性价比产品矩阵的带动下，我们看好公司逐步实现全国化布局；另一方面，公司把握住健康化升级趋势，持续推出 280 果蔬及 0 蔗糖系列新品,将助力提升公司产品在目标客户群体中的渗透率。

表 1：重点公司盈利预测估值表（更新至 2024 年 5 月 17 日）

	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2023-25	PE			评级
		23A	24E	25E		23A	24E	25E	
东鹏饮料	901.34	5.10	6.55	8.12	26.18%	44.2	34.4	27.8	增持
承德露露	99.15	0.61	0.66	0.72	8.64%	15.4	14.3	13.1	增持
李子园	49.78	0.60	0.72	0.85	19.02%	21.0	17.5	14.8	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究

2. 软饮料行业：从百花齐放到结构繁荣

2.1. 总量见顶，结构繁荣

软饮料指的是非酒精类饮料，主要原料是饮用水或矿泉水、果汁、蔬菜汁或植物的根、茎、叶、花和果实的抽提液等。结合 Euromonitor 口径，大致分为碳酸饮料、果汁、瓶装水、即饮茶、即饮咖啡、含乳风味饮料、能量饮料、运动饮料、浓缩饮料及亚洲特色饮料（主要指醋饮料）10 大类。中国的软饮料行业始于 20 世纪 70 年代后期，标志性事件是改革开放之后可口可乐进入中国市场。复盘软饮料行业近 50 年的发展历程，我们将其分为 3 个阶段：**20 世纪 90 年代中期前：碳酸饮料引领行业**。可口可乐进入中国市场以后，天府可乐、健力宝等本土品牌应运而生，掀起了一波碳酸饮料热潮。这个时期，国内软饮料市场开始觉醒，工业化生产和市场化销售逐渐起步，但是产品种类相对较少，以碳酸饮

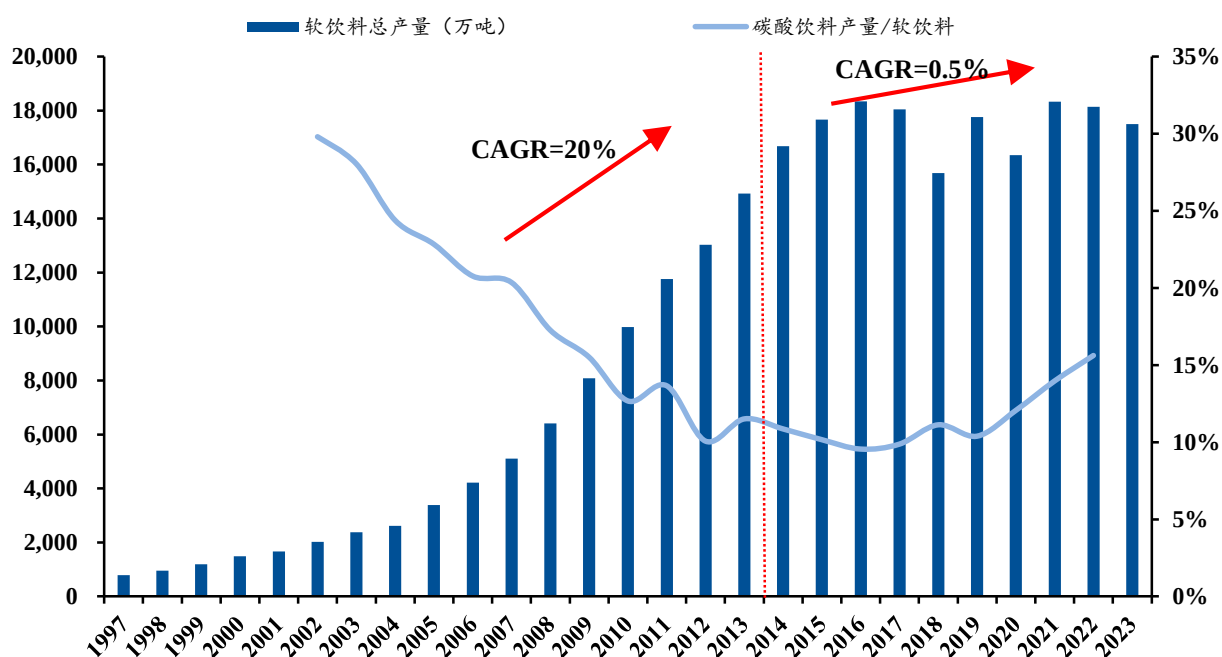
料为主导，初步建立起国内的饮料工业体系，相关数据显示 20 世纪 90 年代中期前碳酸饮料产量占比一直维持在 5 成以上；(2) **20 世纪 90 年代中期-2013 年：百花齐放，行业高速增长**。随着经济的持续发展以及城镇化率的持续提升，软饮料行业也迈入高速增长阶段，根据国家统计局数据，我国软饮料产量从 1997 年的 789 万吨持续提升至 2013 年的 14927 万吨，16 年 CAGR 达到 20.2%，与此同时，市场上饮料品种日渐丰富，除了传统的碳酸饮料外，瓶装水、茶饮料、果汁饮料、凉茶等各种新型软饮料开始流行，市场进入了多元化发展阶段，碳酸饮料在软饮料总产量中的占比从 2002 年的 29.8%持续下降至 2013 年的 11.5%；(3) **2014 年至今：总量见顶，结构繁荣**。与啤酒行业类似，随着人口总量的见顶、人口老龄化率的提升以及健康/高品质饮食意识的持续提升，饮料行业的消费人群总数量以及人均消费量增长趋缓，因此饮料行业逐步迈入成熟期，2014-2023 年软饮料总产量 CAGR 降速至 0.54%。尽管大盘放缓，但是具备强消费粘性的成瘾性/功能性/刚需细分品类逐渐兴起，同时与人口结构变化趋势相符合的饮品减糖化亦成为了行业的风向标（后文将详细阐述）。结合 Euromonitor 的数据，我国软饮料行业销售规模从 2014 年的 4901 亿元扩容至 2022 年的 6347 亿元，8 年 CAGR 为 3.29%，其中销量 CAGR 为 2.62%，单价 CAGR 为 0.65%，从细分品类情况看，按销售量计算，包装水的占比从 2014 年的 41.63%提升至 2022 年的 55.57%，能量饮料从 2014 年的 1.29%提升至 2022 年的 3.14%，即饮茶占比则从 2014 年的 21.31%下降至 2022 年的 12.75%（无糖茶逆势增长，在即饮茶中占比从 2017 年的 1.51%持续提升至 2022 年的 6.51%，后文将详细阐述）。

图 1：20 世纪 90 年代至今饮料行业大致分为 3 个发展阶段



数据来源：国泰君安证券研究

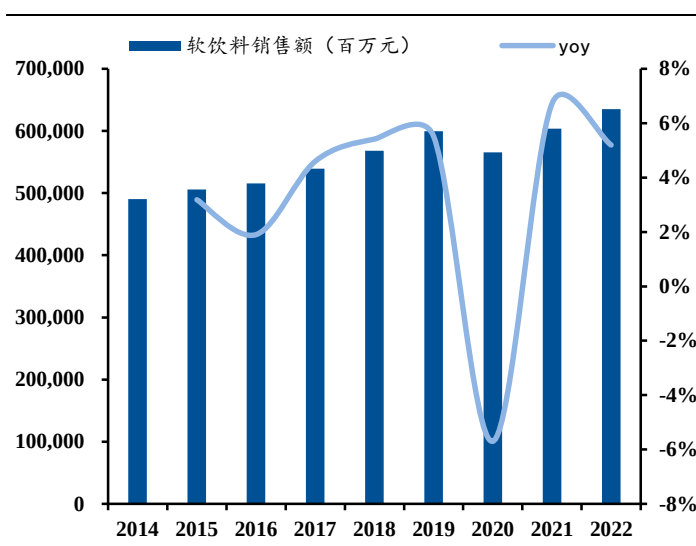
图 2：2014 年之后软饮料总产量逐步见顶，1997 年至今碳酸饮料产量占比经历了先降后升的过程



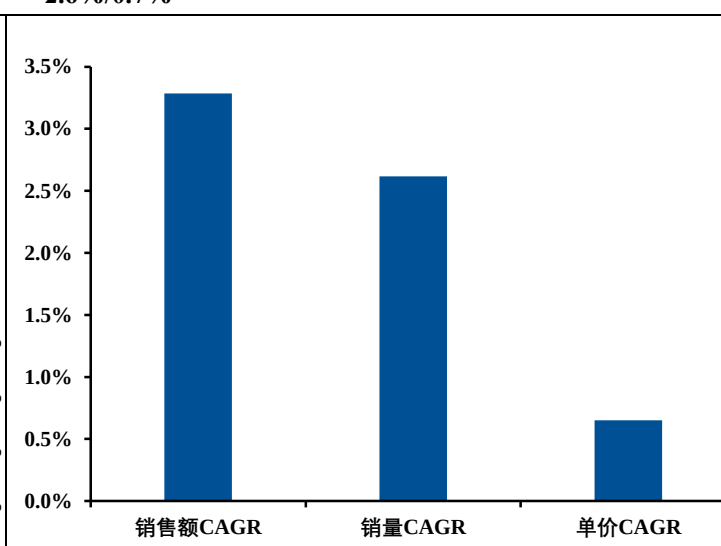
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 3：2014-2022 年软饮料行业销售额 CAGR 为 3.29%

图 4：2014-2022 年软饮料行业销量/单价 CAGR 分别为 2.6%/0.7%

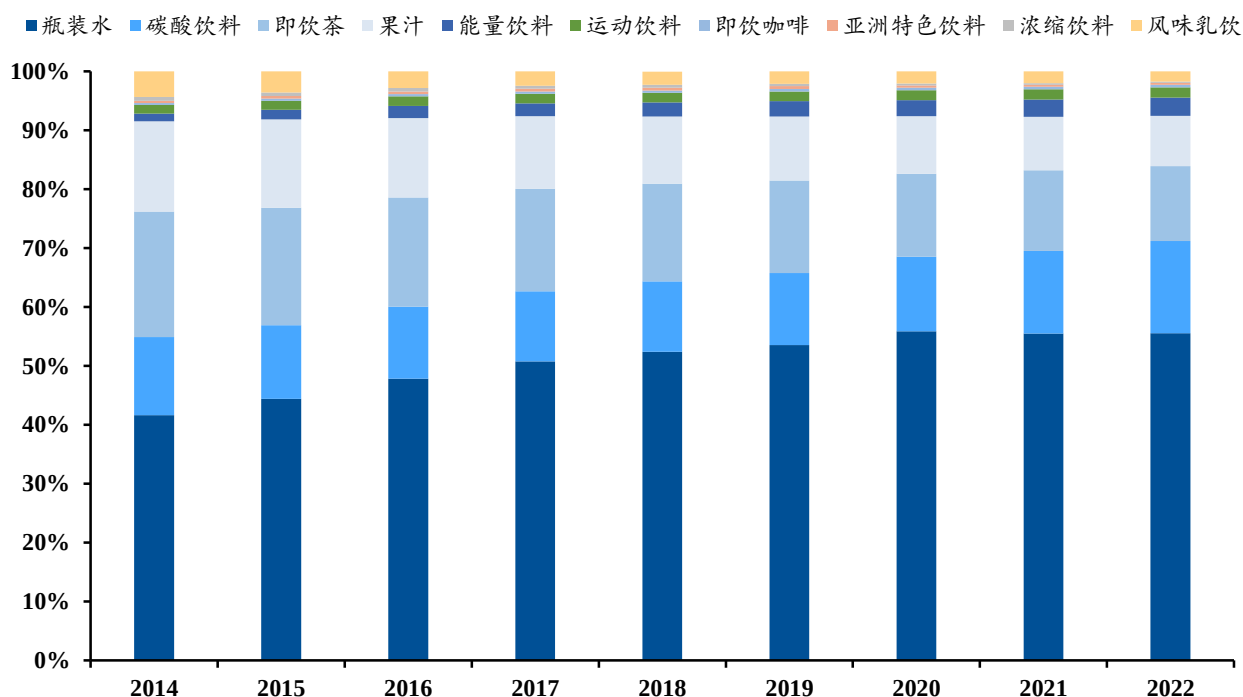


数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究



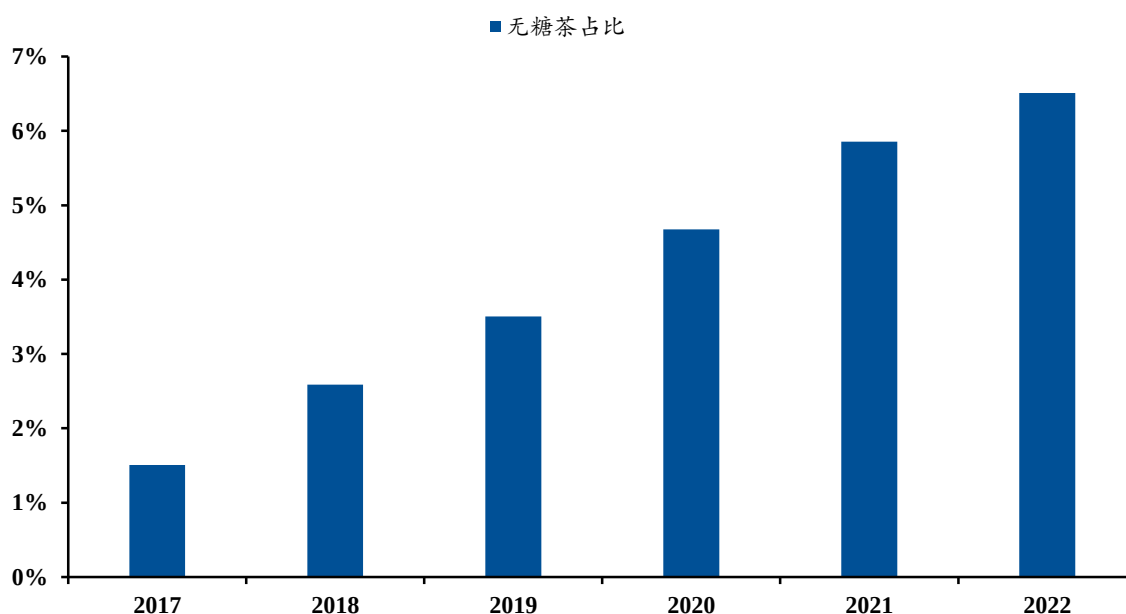
数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

图 5：2014-2022 年按销量计算瓶装水产品持续提升，即饮茶占比持续下降



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 6：无糖茶逆势增长，在即饮茶中占比从 2017 年的 1.51% 持续提升至 2022 年的 6.51%



数据来源：亿欧智库，Euromonitor，国泰君安证券研究

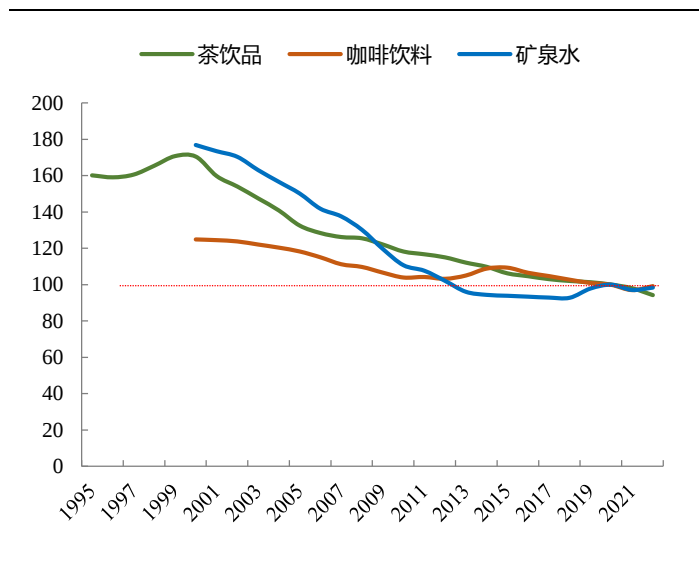
2.2. 国际比较：日本经济低迷期强粘性饮料结构繁荣

经济低迷期强粘性饮料脱颖而出。20 世纪 90 年代经济泡沫破灭以来日本居民消费习惯发生较大转变，消费品领域呈现“价”持平或下跌、“量”增减趋势分化的情况；聚焦饮料行业，自 90 年代末进入通缩阶段以来，

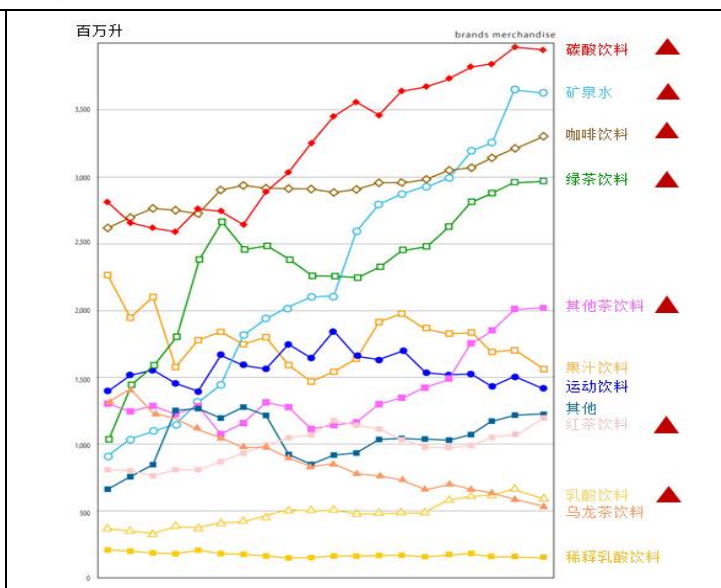
日本饮料行业价格受到较大冲击，性价比进一步提升。但是消费粘性较强的细分品类（主要是具备成瘾、功能及供需属性的子赛道，下一章将详细阐述）仍保持量增态势驱动规模显著增长，弥补了价格下跌的劣势，这里面的代表品类是碳酸饮料、矿泉水、茶饮。

图 7：通缩发生后日本饮料价格下滑明显（图为 CPI 指数）

图 8：2000 年以来日本饮料产量趋势分化（“▲”为增长显著）



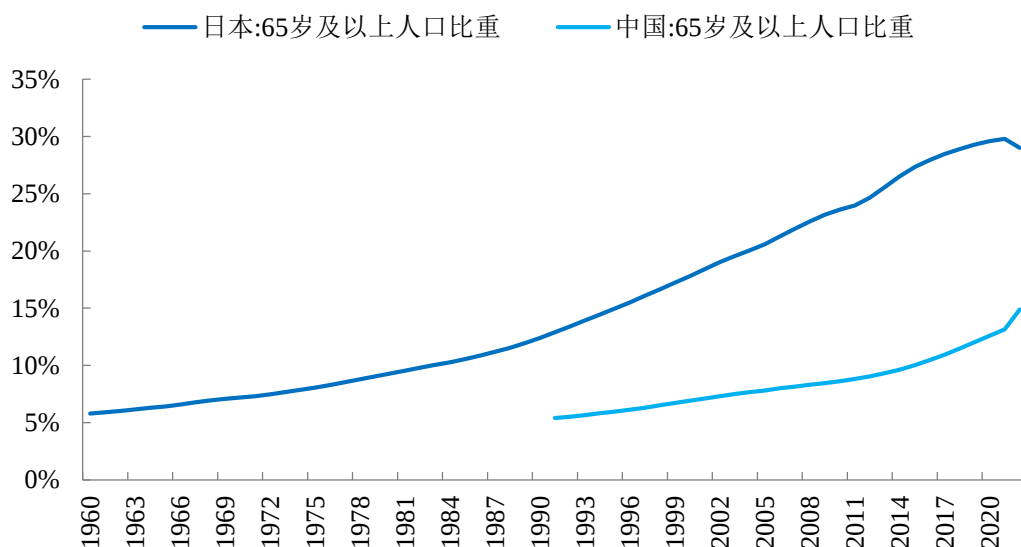
数据来源：日本统计局、国泰君安证券研究



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

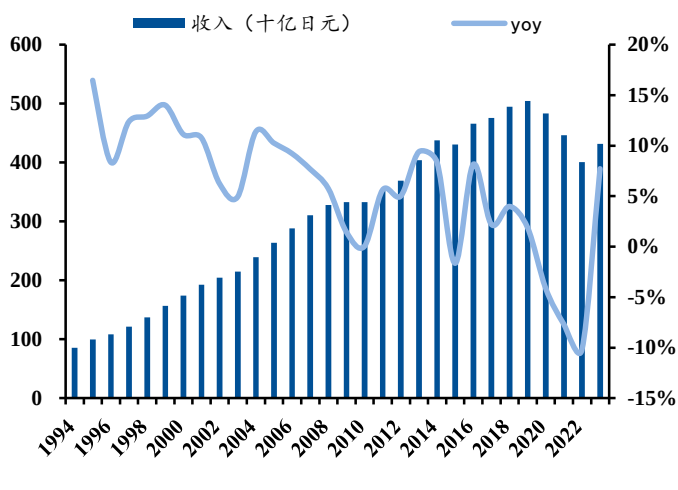
股价复盘：无糖茶龙头伊藤园超额收益显著。20 世纪 90 年代随着日本老龄化率的持续提升，消费者健康化意识逐步提升，饮料行业朝健康化方向升级，无糖茶饮因此高速增长，伊藤园依靠无糖茶饮、果菜饮料、矿泉水等实现业绩的强势增长，归因于此 1996 年-1999 年末其股价涨幅达到 5.1 倍，而同期日经 225 指数下跌 49%，伊藤园超额收益率达到 566%。

图 9：日本老龄化进程大约比中国提前 30 年

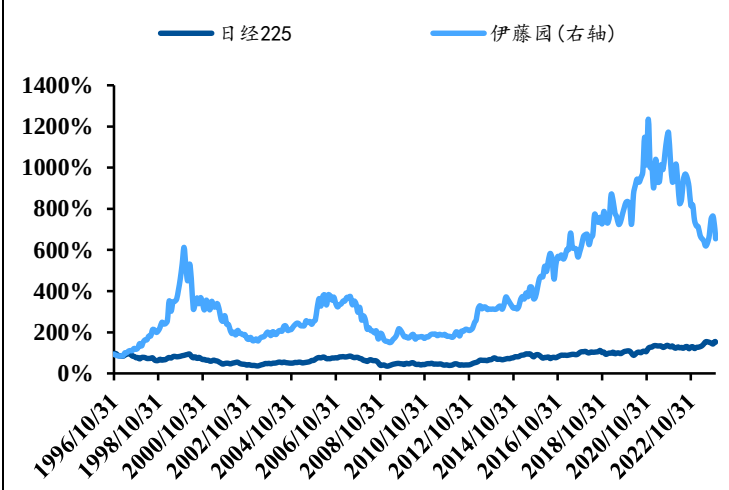


数据来源：世界银行，日本统计局，国泰君安证券研究

图 10: 1994-2019 年伊藤园销售额 CAGR 达到 13% (单位: 十亿日元) 图 11: 伊藤园相较于日经 225 超额收益显著 (图为以 1996 年 9 月 30 号收盘价为基准的涨跌幅)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究



数据来源: 彭博、国泰君安证券研究

3. 产品拉力决定上限，渠道推力保障底线，两者结合 超级大单品应运而生

在行业大盘增量空间有限的背景下，未来行业发展机遇在哪？以及在饮料行业爆品层出不穷的背景下，未来哪些品类有望成为常青树？通过复盘元气森林、康师傅冰茶、红牛及农夫山泉矿泉水等明星单品，我们得出结论，“产品拉力决定上限，渠道推力保障底线，若两者相结合饮料行业大单品将应运而生”。因此在强消费粘性赛道中渠道扩张积极的品牌未来有望发展成为超级大单品。

3.1. 选对赛道至关重要

包括软饮料在内的消费品规模能持续做大的底层逻辑可以用一句话来概括，即“把产品摆到货架上，消费者愿意买，之后愿意复购”。具体拆分来看，“摆到货架上”反应的是渠道推力，是体量扩大的基础条件，考验的是企业的管理效率；而“愿意买并且复购”背后代表的是更多是产品拉力，产品拉力可以细化为赛道属性以及产品性价比两方面，其中赛道属性则决定了饮料单品规模的天花板，在此我们重点讨论赛道属性。

3.1.1. 成瘾、功能及刚需赛道赢在起跑线

“购买前便已框定好品类”VS“看到产品后做比较最终决策”，成瘾、功能及刚需赛道粘性强，其他风味饮料赛道内卷剧烈。与传统的风味饮料所不同，咖啡因、牛磺酸、茶多酚以及碳酸等元素赋予茶、咖啡、功能饮料及碳酸饮料独特的成瘾或功能属性，同时瓶装水具备特有的刚需属性。以上的品类基于其特定场景的饮用粘性强，在“进店购买之前便已框定好品类”，因此更容易产生长青的大单品；而除此以外的风味饮料仅仅满足了消费者的口腹之欲，需要消费者“看到产品再做比较最终决策”，因此饮用粘性较弱，更多考验品牌的产品创新、性价比、营销手段

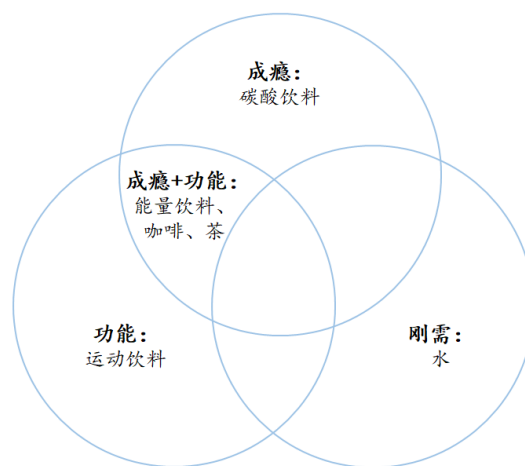
以及渠道力，相对而言更为内卷，因此单品的产品生命周期较短。纵观饮料行业大单品，能达到较大体量且到现阶段仍然可以保持增长的基本上都是成瘾/功能/刚需赛道的产品。同时复盘 2016-2022 年主要饮料大单品的成长曲线，放量较快单品的主要包括元气森林、东鹏特饮、雀巢咖啡及农夫山泉，其中元气森林 2019-2022 年销售额 CAGR 更是高达 69%（元气森林除了把握住碳酸饮料赛道以外，亦进行了健康化升级，后续会重点叙述），而风味性饮品如康师傅冰红（绿）茶、营养快线、旺仔牛奶及汇源果汁等则面临增长瓶颈甚至陷入衰退。之所以会出现以上分化的局面，我们分析认为主要原因在于便在于不同赛道对于消费者的拉力不同，同时 2014-2022 年的细分品类增长数据亦充分验证了如上的观点。总体而言，成瘾/功能/刚需饮品的产品拉力显著强于风味型饮品，因此“消费者愿意买且愿意复购”。

表 2:能量饮料、茶、咖啡、碳酸饮料及运动饮料具备独特的功效，包装水则具备刚需属性

品类	主要作用成分	功能属性	成瘾属性	刚需
能量饮料	牛磺酸、咖啡因、糖	提神、抗疲劳	√	
茶	咖啡因、茶多酚	提神、降血压等	√	
咖啡	咖啡因	提神	√	
碳酸饮料	咖啡因	含量较少，提神属性可以忽略	√	
运动饮料	电解质	补充电解质，快速止渴		
包装水	水			√

数据来源：天猫、国泰君安证券研究

图 12：具备成瘾/功能/刚需属性的饮品消费者粘性较强



数据来源：国泰君安证券研究

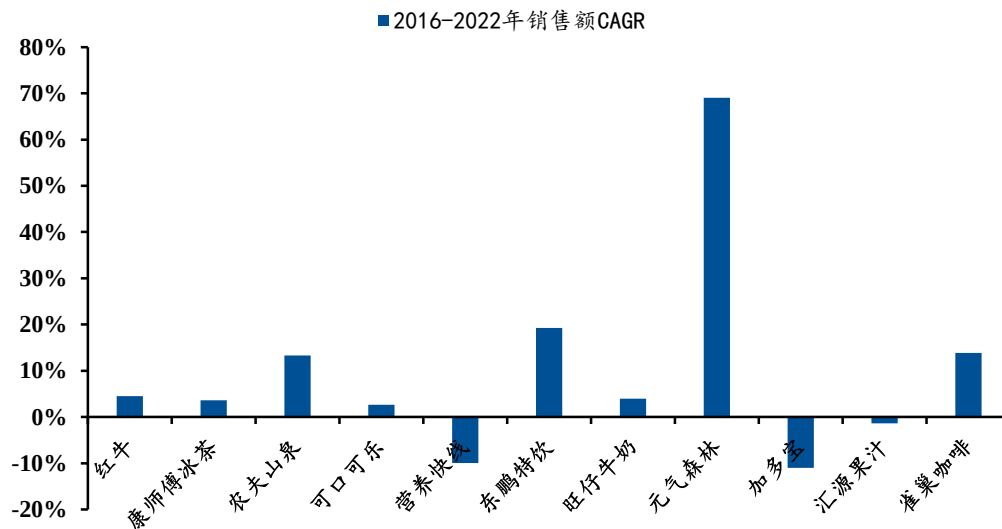
表 3：中国饮料行业体量较大且能维持增长的均为成瘾/功能/刚需品类

销售体量	产品	品类	规模	趋势
300 亿级	可口可乐	碳酸饮料	300 亿+	南降北升
	中国红牛	能量饮料	200 亿出头	挑战严峻
200 亿级	农夫山泉	包装水	203 亿	双位数增长
100 亿级	百事可乐	碳酸饮料	约 150 亿	整体平稳

50 亿级	怡宝	包装水	124 亿	稳健增长
	康师傅冰茶	茶饮料	超 100 亿	整体平稳
	旺仔牛奶	含乳饮品	超 101 亿	整体平稳
	AD 钙奶	含乳饮品	超 102 亿	整体平稳
	王老吉	植物饮料	约 100 亿	整体平稳
	东鹏特饮	能量饮料	103 亿	强势增长
	东方树叶	包装水	近 70 亿	强势增长
	阿萨姆奶茶	奶茶	超 60 亿	保持平稳
	六个核桃	植物饮料	62 亿	个位数增长
	美汁源果粒橙	果汁	超 50 亿	个位数增长
	营养快线	含乳饮品	超 50 亿	整体平稳
	加多宝	植物饮料	超 50 亿	恢复增长
	脉动	运动饮料	超 50 亿	恢复增长
	百岁山	包装水	约 50 亿	平稳增长
	天丝红牛	能量饮料	约 50 亿	强势增长

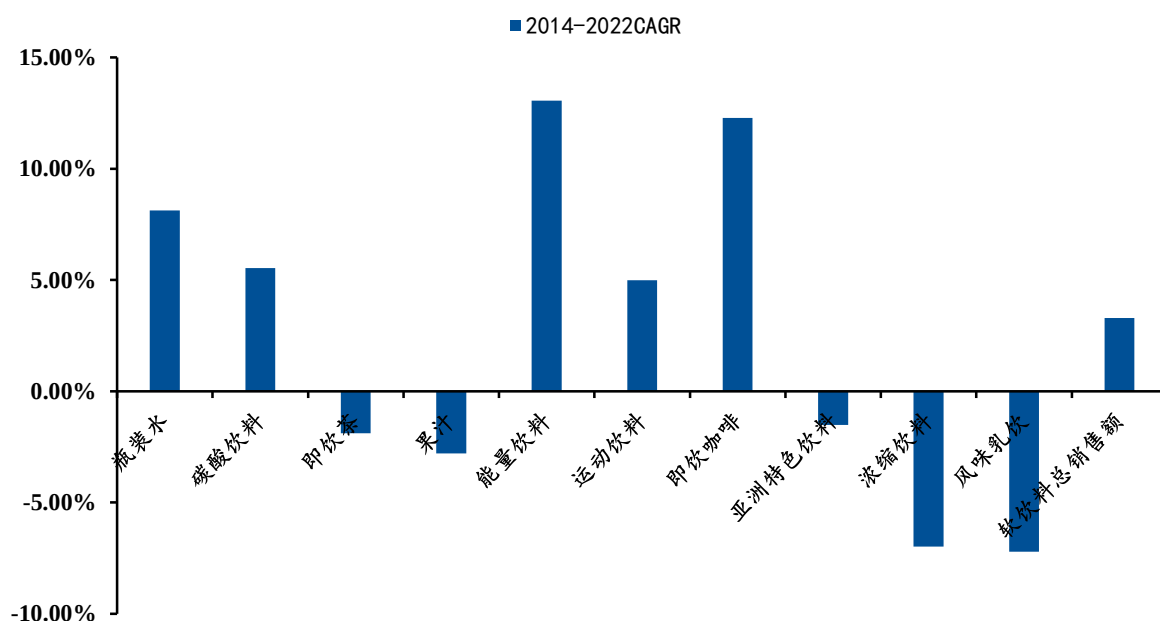
数据来源：食品板、公司公告、国泰君安证券研究

图 13：2016-2022 年成长较快的单品均是成瘾性/功能性/刚需类产品（元气森林为 2019-2022 年销售额 CAGR 数据）



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 14：2016-2022 年成瘾性/功能性/刚需赛道成长较快



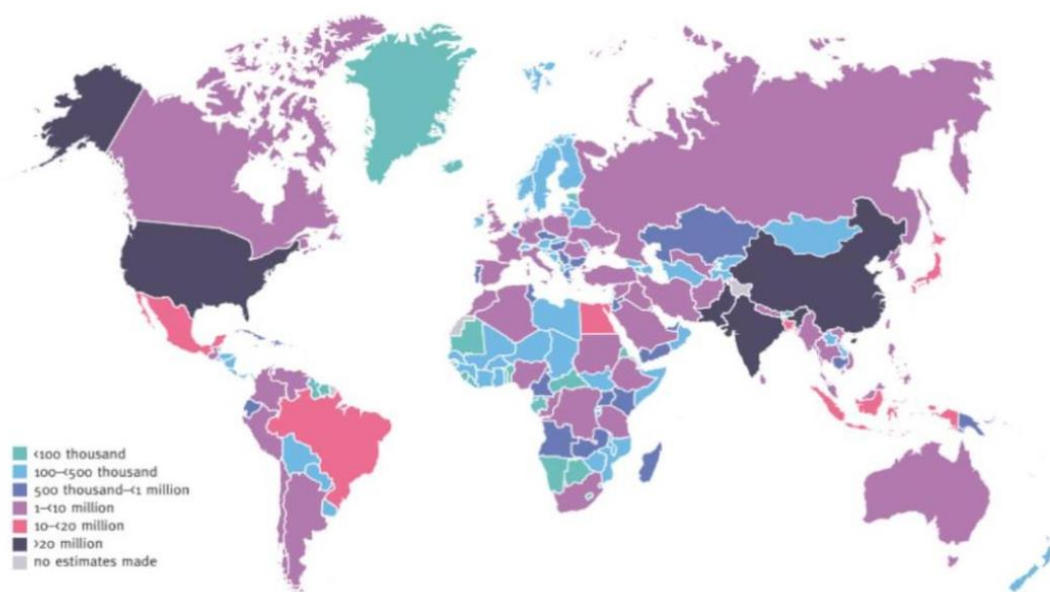
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

3.1.2. 减糖饮料：健康化浪潮起，元气森林借势爆发

3.1.2.1. 产业趋势：减糖饮料渗透率持续提升，对标日本空间巨大

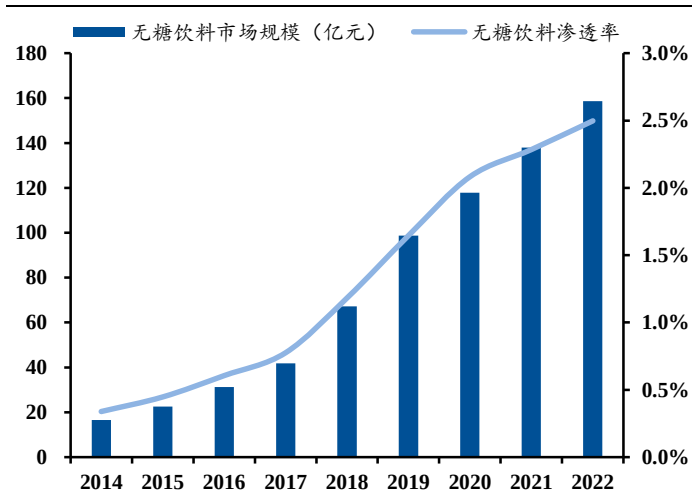
健康化诉求提升，减糖饮料迅速崛起。随着经济的持续发展，居民物质生活逐步丰富，反应在饮食上面则表现为高糖高能量饮食的过多摄入，因此我国居民的糖尿病、肥胖及龋齿比率不断上升。《2021IDF 全球糖尿病地图（第 10 版）》显示，从 2011 年到 2021 年中国糖尿病患者人数由 9000 万增加到 1.4 亿，增幅达到 56%，糖尿病患者数量全球第一。在此背景下，消费者对于减糖的需求日益提升，饮料行业因此兴起了轰轰烈烈的减糖浪潮。从数据上看，我国无糖饮料销售额从 2014 年的 16.6 亿元持续提升至 2022 年的 158.6 亿元，8 年 CAGR 达到 32.5%，且在软饮料当中的渗透率从 2014 年的 0.34% 提升至 2022 年的 2.5%，细分品类上，减糖碳酸饮料发展最为领先，在国际巨头可口可乐、百事可乐以及本土创新品牌元气森林的共同发力带动下，销售规模从 2017 年的 6.06 亿元迅速扩容至 2022 年的 141 亿元，5 年 CAGR 达到 88%，在碳酸饮料中的渗透率也从 2017 年的 1.37% 持续提升至 2022 年的 18.73%

图 15：2021 年我国糖尿病成人（20-79 岁）总数位居世界前列



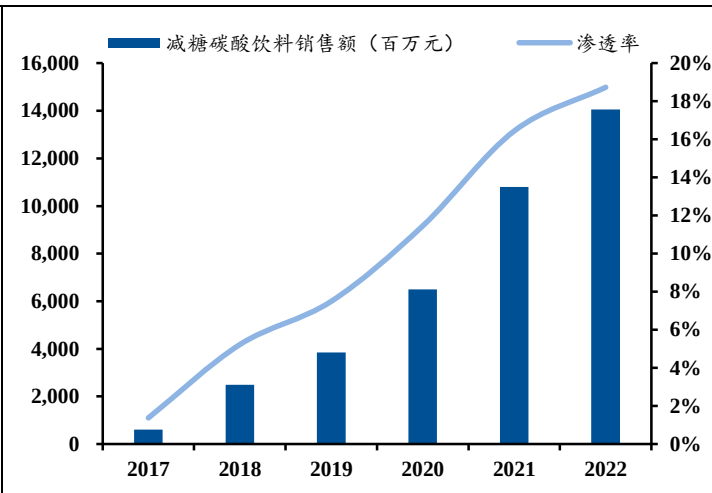
数据来源：IDF

图 16：2014-2022 年我国无糖饮料销售额 CAGR 达到 32.5%，且到 2022 年在软饮料当中的渗透率提升至 2.5%



数据来源：中国产业信息网、国泰君安证券研究

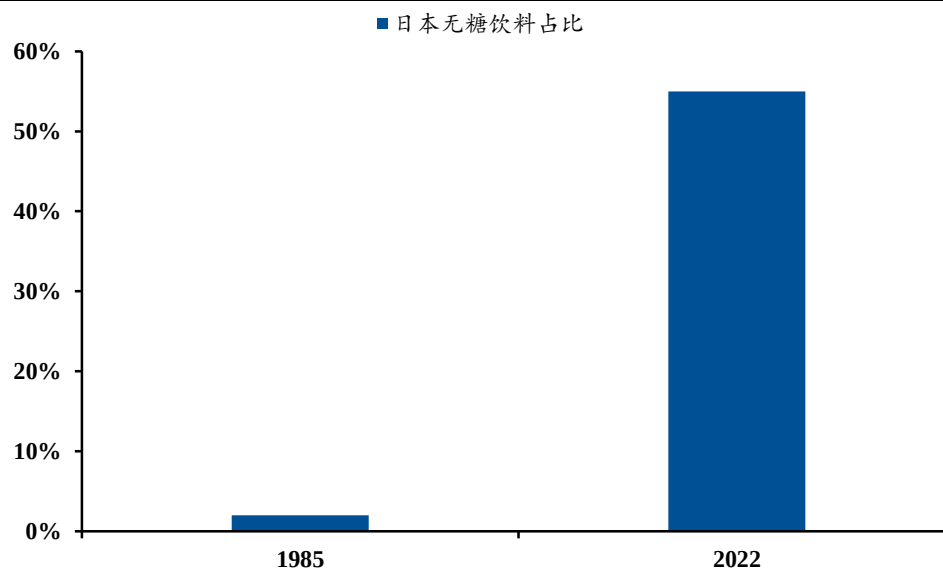
图 17：2017-2022 年中国减糖碳酸饮料销售额 CAGR 达到 88%，且到 2022 年渗透率提升至 18.7%



数据来源：食品板、新京报、公司公告、国泰君安证券研究

对标日本提升空间巨大。尽管我国减糖饮料发展迅猛，但是对标人口老龄化率走在前列的日本而言仍然具备充足的潜力。根据伊藤园财报数据，1985-2022 年日本无糖饮料的销售额占饮料总体销售额的比例从 2% 持续提升至 55%，而我国当前无糖饮料渗透率才达到 2.5%，处于刚起步阶段。

图 18: 1985-2022 年日本无糖饮料的销售额占饮料总体销售额的比例从 2%持续提升至 55%

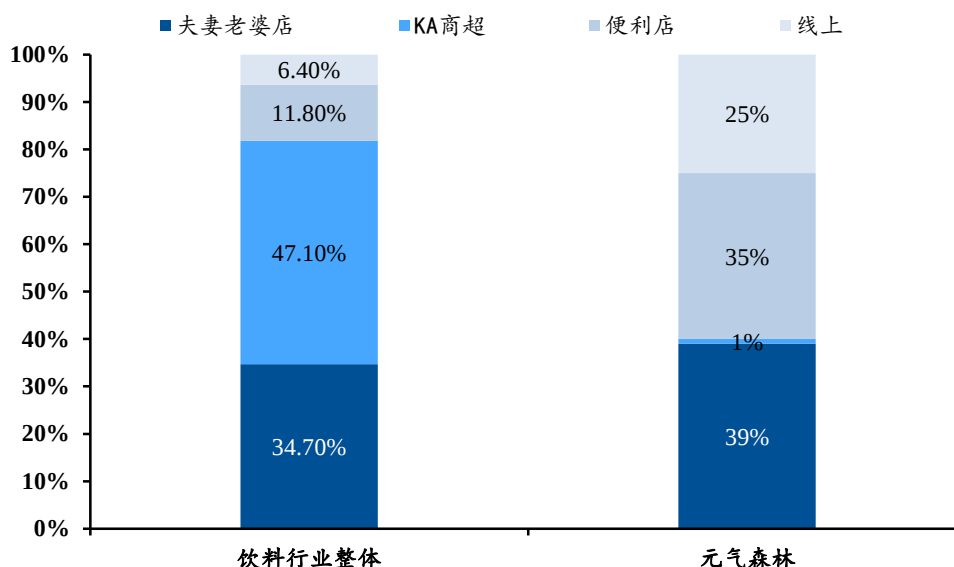


数据来源：伊藤园公司公告，国泰君安证券研究

3.1.2.2. 元气森林气泡水：产品拉力突出，渠道掣肘亟待突破

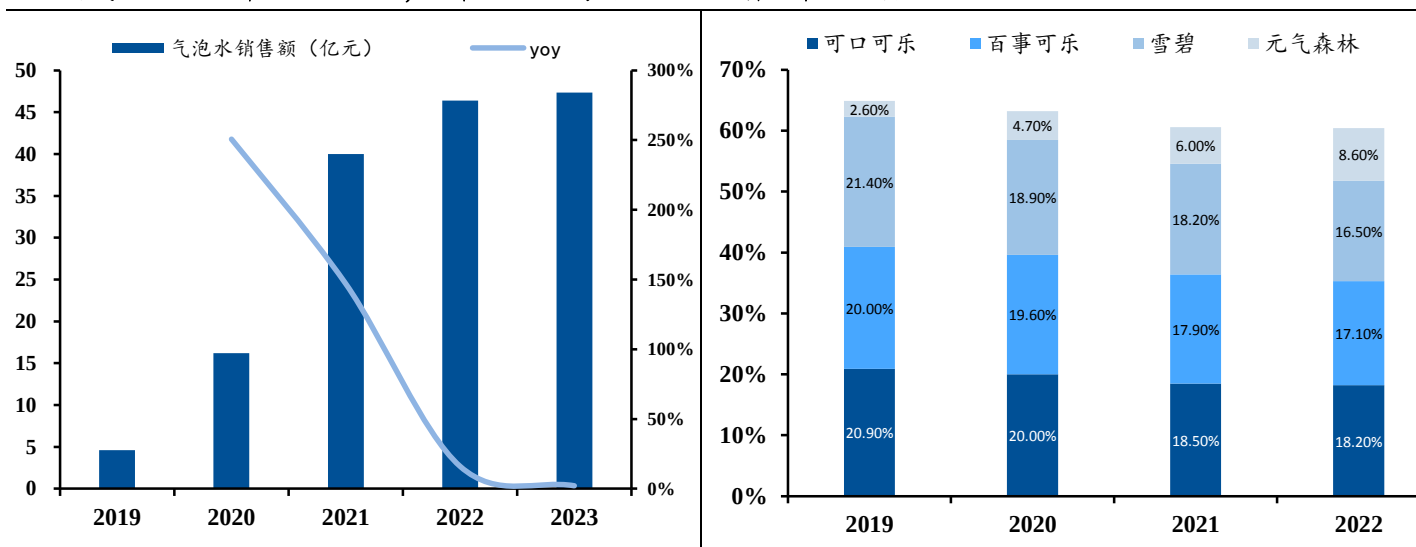
2018 年推出 0 糖 0 脂 0 卡气泡水，差异化竞争抢占两乐市场。元气森林成立于 2016 年，2017 年推出第一款产品燃茶主打 0 糖的健康概念，市场反馈较好；2018 年公司推出了战略性大单品元气森林气泡水，将以往无糖饮料中添加的阿斯巴甜替换成代糖赤藓糖醇，在主打健康概念的同时最大程度保证了无糖气泡水的口感，顺应了消费者追求健康及口感的诉求，同时通过抖音、小红书、KOL 种草等营销方式精准聚焦其核心用户都市年轻人，再叠加其本质是碳酸饮料、具备强口感粘性，综合以上元气森林气泡水实现了“消费者愿意买且愿意复购”的目的。从渠道布局上看，元气森林初期亦采取差异化打法，避开竞争激烈、门槛较高的大型 KA、夫妻老婆店，侧重于在电商、上线城市 CVS 等渠道发力。总体而言，元气森林气泡水引领了碳酸饮料健康化升级的趋势，借助新兴渠道/传媒工具，抢占了传统两大龙头可口可乐、百事可乐的市场，从而实现了快速放量。从数据上看，元气森林气泡水单品销售额从 2019 年的 4.62 亿元迅速成长至 2023 年的 47.3 亿元，4 年 CAGR 高达 79%；同时其在碳酸饮料行业以销售额计算的市占率从 2019 年的 2.6%持续提升至 2022 年的 8.6%，在此期间前三大龙头产品可口可乐、百事可乐及雪碧市占率均持续下降。

图 19：元气森林在渠道端采取差异化打法，避开竞争激烈的 KA 商超，资源聚焦于电商以及 CVS 渠道（图表数据为 2022 年以销量划分的渠道结构）



数据来源：Euromonitor，增长黑盒《12000 字解读元气森林》，国泰君安证券研究

图 20：元气森林气泡水单品销售额从 2019 年的 4.62 亿元迅速成长至 2023 年的 47.3 亿元，4 年 CAGR 高达 79% 图 21：元气森林通过差异化打法抢占了传统龙头在碳酸饮料的市场份额



数据来源：食品板、新京报、界面新闻、国泰君安证券研究

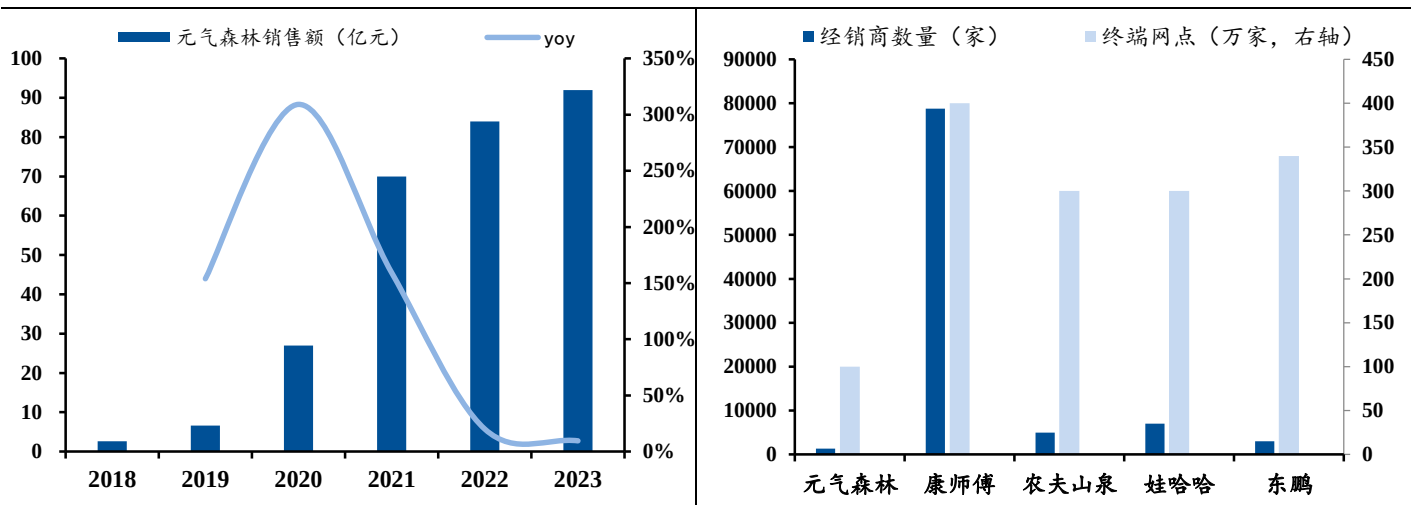
数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

渠道成最大掣肘，元气森林短板亟待强化。在创业早期，元气森林凭借着产品的差异化创新实现了迅速放量，但是随着存量渠道的日渐饱和，公司渠道网点数量及渠道掌控力不足的问题暴露无疑，因此公司整体收入从 2022 年开始显著放缓，2023 年气泡水单品增长更是陷入停滞。从数据上看，2023 年元气森林公司销售额增速降档至 9.5%，且当前公司经销商数量仅 1300 多家、终端网点数仅 100 多万家，与康师傅、农夫山泉等巨头差距明显。当然元气森林自身很早便已意识到这个问题，近几年一直在推进线下经销商渠道的建设，之前曾经尝试过大力布局智能货柜，2022 年在经销商体系中取消了“大区”制度，各大区根据总部预判直接把商品送至经销商库房，在统计业绩时，这些被送入经销商库房的产品也被算作元气森林销量，基于公司只顾着把新品持续供给经销商，而不考虑产品是否真正卖到消费者手里，导致了渠道库存高压

的问题，严重破坏了自身的渠道体系；意识到该问题后，从 2023 年开始元气森林启动了代号为“方舟共建”的新一轮渠道改革——北上广深及核心省会城市，仍由元气自身做渠道深耕；三四线城市补贴经销商招募共建人员；五线及以下城市，打包交给经销商运营。考虑到线下渠道体系建设是一项复杂繁琐的工程，涉及经销体系的搭建，需要渠道策略、团队融合、经销商开发与管理，并非一朝一夕便可完成，传统饮料巨头无一不是耗费数十年心血才搭建完成庞大且复杂的经销体系，因此中长期看元气森林气泡水能否成长为下一个长青大单品的核心点还是在于公司能否将线下经销渠道搭建好。

图 22：渠道逐渐饱和后，2022 年开始元气森林公司收入增长放缓

图 23：元气森林网点数量及经销商数量较饮料巨头而言差距显著



数据来源：食品板、新京报、界面新闻、国泰君安证券研究

数据来源：食品板、新京报、公司公告、国泰君安证券研究

表 4:2023 年起元气森林启动代号为“方舟共建”的渠道改革

改革措施	细则
组织机构	重启大区模式，喊出“降本增效，all in 销售”的口号，将省区归并为 8 大战区
经销商拿货制度	单向订单确定模式改为双向订单确定模式
业务员管理	共建业代，元气森林和经销商共同承担员工的薪水，其中元气森林承担 60-70%的薪酬+全部社保

数据来源：FBIF 食品饮料创新、国泰君安证券研究

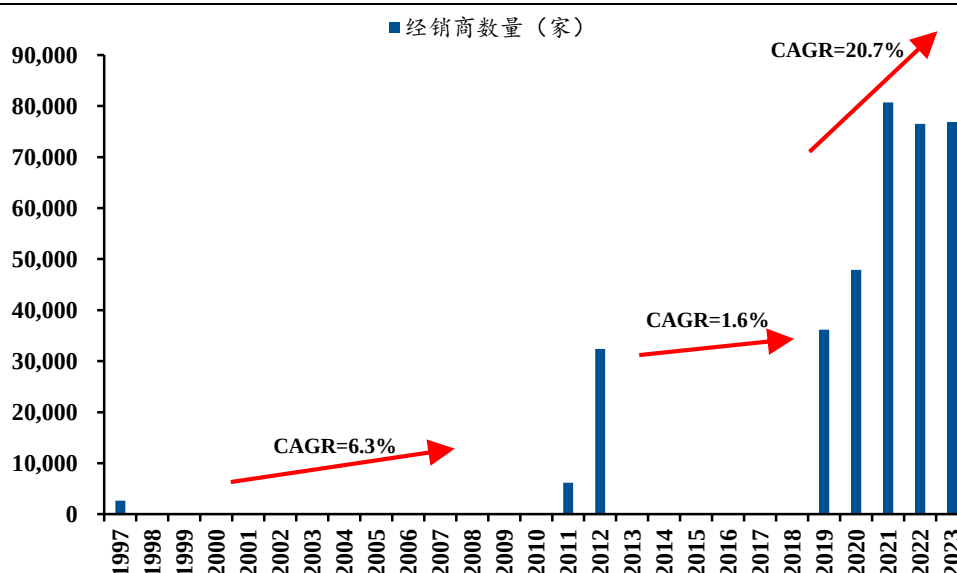
3.2. 渠道推力保障下限

尽管风味型饮料面临着消费者“看到产品后做比较最终决策”选择随机性的天然问题，但是做好“把产品摆到货架上”这一动作的品类仍然有可能成长为长青单品。最好的例子便是康师傅冰红（绿）茶，尽管所处赛道同质化竞争严重，但是凭借着渠道网点的持续渗透，到 2022 年仍然达到了接近 100 亿的销售体量。

广撒网：两次渠道改革显著提升康师傅渠道覆盖率。在中国饮料行业流传着一句至理名言：做品牌你需要研究可口可乐，做分销那么你大概率无法绕过康师傅。由此可见康师傅渠道建设在饮料业内的地位，而康师傅渠道力的持续提升，主要归功于两次改革措施的落地。**第一次：1998 年通路精耕。**康师傅从 1997 年开始推进通路精耕的策略，一方面打破大商格局，去大商为小商，同时强化业务人员的权力，通过营销人员开

发并维护终端，将经销商变为配送商，从而提升了公司对于渠道的掌控力，另一方面减少了通路的层次，将原来的5级通路精简为3级，实现了渠道的扁平化从而提升了整体渠道的效率。通过该方式公司的渠道销售网络实现了快速的扩张，至2011年公司经销商数量已经达到6188个，2012年与百事达成战略联盟后经销商数量进一步增长至32424个。**第二次：2019年以来推进直营二阶模式。**2019年以来为了进一步推动渠道扁平化精细化，公司推进了直营二阶模式的变革，即把原先的三阶经销商体系拿掉一层，变成两阶，从而进一步提升了渠道效率。归功于公司在渠道上的两次变革，从渠道网络的广度和深度来看，康师傅的渠道布局在消费品公司中领先优势明显，经销商数量远高于同行其他公司，终端网点数量在业内因此遥遥领先（根据尼尔森数据，2023年康师傅终端网点数量达到600万以上）。归功于强大的渠道力，尽管身处内卷的风味饮料赛道，但是康师傅饮品大单品康师傅冰红（绿）茶在即饮茶整体规模收缩背景下仍然实现了逆势增长，2016-2022年零售额CAGR为3.6%。

图 24：1997/2019 年两次渠道改革带动下，康师傅经销商数量显著增长（2012 年数量激增主因当年与百事达成战略联盟）



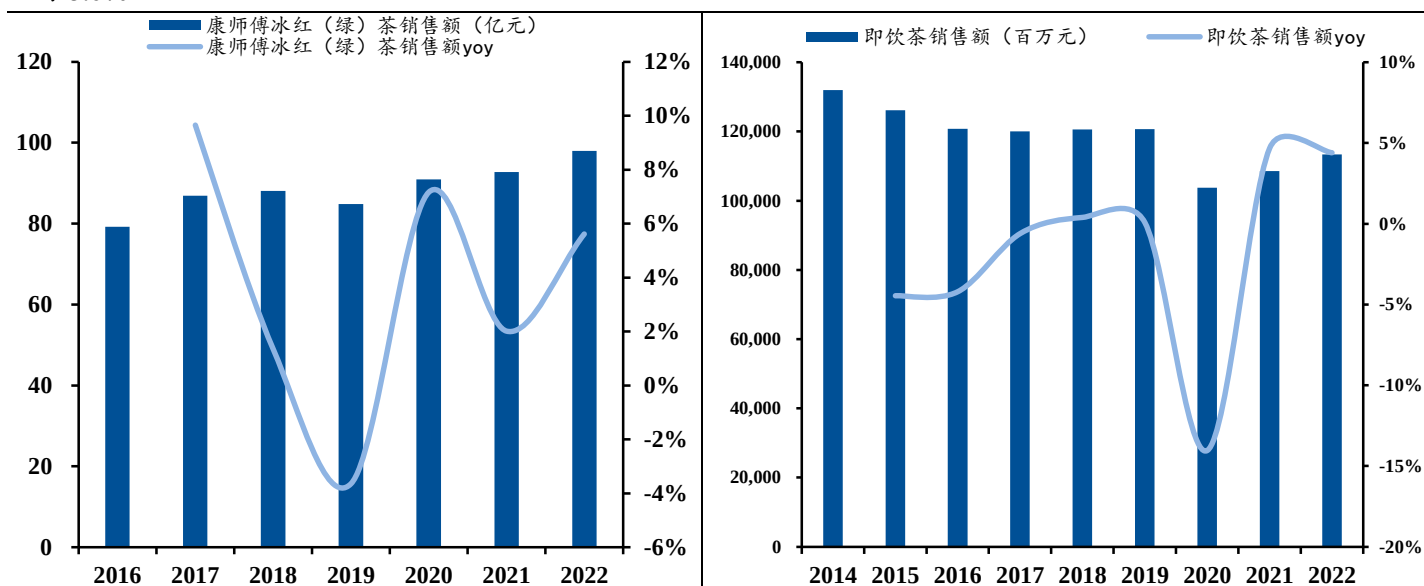
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 5:康师傅渠道广度在行业内遥遥领先

	经销商数量 (家)	终端网点 (万家)	冰柜数量 (万)
康师傅	76875	600+	76.8
统一	N.A.	200+	40
可口可乐	借用中粮及太古渠道	300+	129
农夫山泉	约 5000	300+	约 80
娃哈哈	7000+	300+	8.5
华彬集团	2000+	400+	N.A.
东鹏饮料	2981	340+	10+

数据来源：公司公告、F&B 食品饮料创新、尼尔森、国泰君安证券研究

图 25: 2016-2022 年康师傅冰红(绿)茶零售规模 CAGR 为 3.6% 图 26: 即饮茶行业规模持续萎缩



数据来源: Euromonitor、国泰君安证券研究

数据来源: Euromonitor、国泰君安证券研究

凭借着强大的渠道力,1996 年便上市的康师傅冰茶仍然保持着增长势头,但是通过对比,我们发现康师傅冰茶相比于红牛、农夫山泉矿泉水、可口可乐等强粘性单品天花板较低,具体分析后文将详细阐述。

3.3. 产品拉力与渠道推力相结合, 单品潜力将充分释放

从上文的分析可以看出,产品拉力突出或者渠道推力显著的单品销售额成长到一定程度之后便面临发展瓶颈,核心原因还是在于存在明显的竞争短板(比如元气森林的渠道力亟待强化,康师傅冰茶处于风味饮料赛道,品类天然具有局限性)。复盘红牛、农夫山泉矿泉水的成长路径,我们可以得出结论,在强消费粘性赛道中渠道扩张积极的品牌(即产品拉力与渠道推力有效结合)有望孕育出 200 亿体量以上的大单品。

3.3.1. 华彬红牛: 从 0 开始培育能量饮料赛道, 终铸 200 亿级别大单品

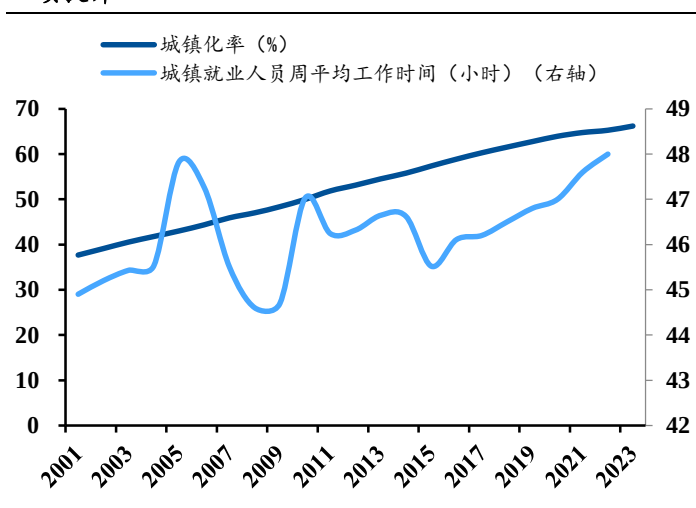
华彬集团引入红牛并进行本土化改造。20 世纪 90 年代中期,在“两乐水淹七军”的中国饮料市场孕育着新的变量。泰籍华人许书标 1978 年研发的“Krating Daeng”饮料,在奥地利市场以“Red Bull”之名风靡一时,但受阻于进口保健食品的审批手续,迟迟拿不到国内市场的入场券。在这个关键时期,华彬集团排除万难,牵手两家国企与许书标家族合作,并成立合资公司,对“Krating Daeng”的产品配方、口味、商标、包装及品牌进行本土化改造,从而一举开创功能性饮料市场并奠定了中国红牛的市场地位。

从驾驶人群拓展至更广泛劳动者,红牛抓住经济发展之契机。

从 21 世纪初开始,随着中国加入 WTO,我国经济迈入增长快车道,在此影响下一方面城镇化率逐渐提升推动居民工作节奏日益加快,另一方面汽车私人购买量也逐渐攀升,驾驶人群成为了新崛起的一批消费者

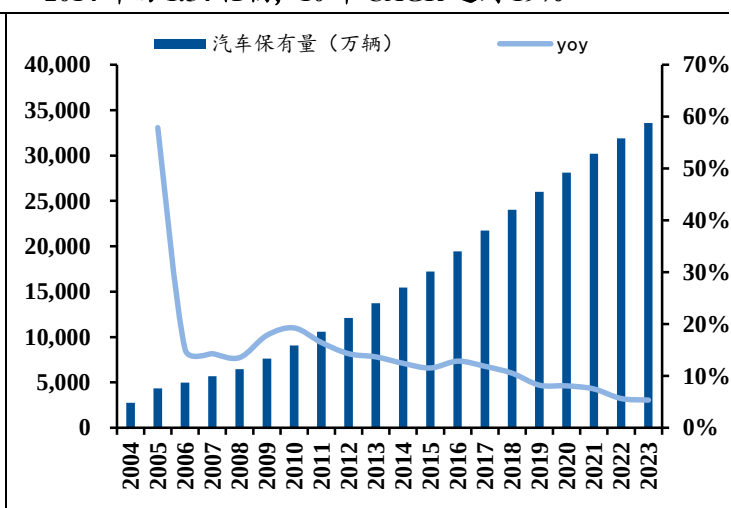
(根据公安部数据,我国汽车保有量从2004年的2742万辆持续提升至2014年的1.54亿辆,10年CAGR达到19%),因此整体来看居民提神、抗疲劳的诉求日益提升。借此契机,红牛打出了“汽车要加油,我要喝红牛”的广告标语,把功能性饮料“提神抗疲劳”的特性和优势以最醒目、直接的方式传达给了大众,让大家耳熟能详,也一下子就接受了红牛作为功能性饮料的卓越功效。之后红牛进一步将其目标人群延展至更广泛的脑力/体力劳动者、健身和体育爱好者,从其广告标语变迁至“渴了喝红牛,困了累了更要喝红牛”,再到“你的能量超乎想象”便可窥知一二。

图 27: 城镇化率持续提升带动下,居民周平均工作时间持续提升



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

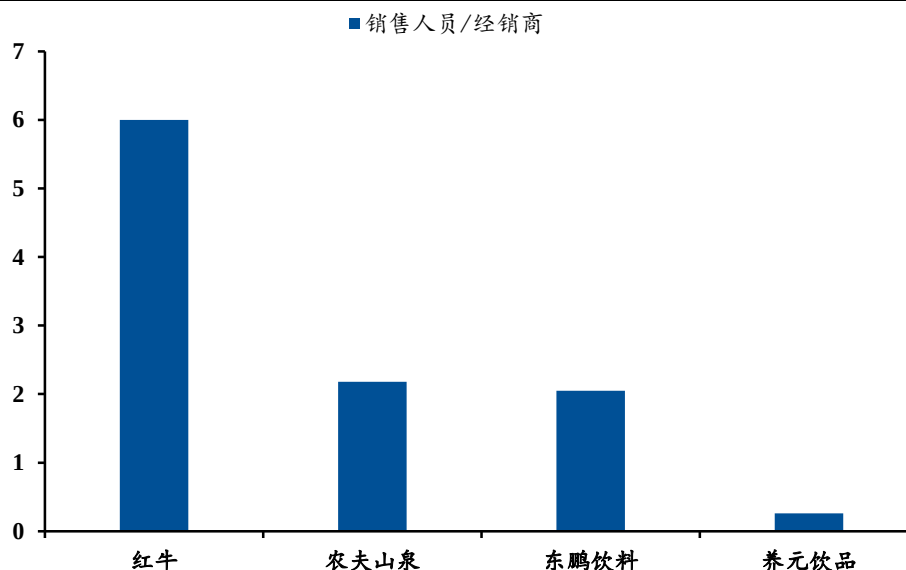
图 28: 我国汽车保有量从2004年的2742万辆持续提升至2014年的1.54亿辆,10年CAGR达到19%



数据来源: 公安部、国泰君安证券研究

强势掌控渠道+逐步推进渠道扁平化,全国化经销网络应运而生。在渠道管理方面,红牛建立了特有的客户密集强势掌控体系。这与康师傅/统一的深度分销有一定区别,后者更加侧重于对终端的掌控,红牛则偏重于对客户的掌控(对于经销商以及下面分销商的控制力度更强),红牛销售人员的主要管理职责不是终端铺货,而是管理客户进货及分销的方式/节奏。同时随着销售规模的逐渐扩大,红牛亦逐步推进渠道扁平化,将一开始的三级客户层级压缩至两级体系,渠道响应效率因此得到了进一步提升。从数据上看,红牛1.2万名销售统管2000家经销商,销售/经销商值在业内遥遥领先。在红牛持续的渠道布局带动下,当前中国红牛拥有5个区域销售总部、39家营业单位、400万+销售网点、60万家核心终端,形成了覆盖全国、渗透极深的快消品销售网络。

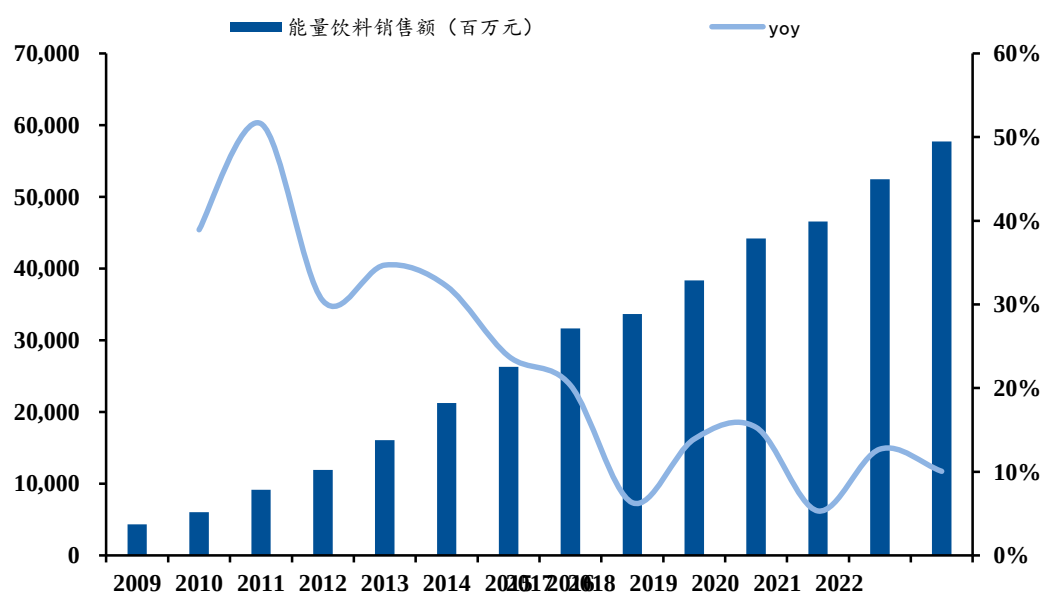
图 29：红牛 6 个销售人员管理 1 名经销商，销售人员/经销商值在业内遥遥领先



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

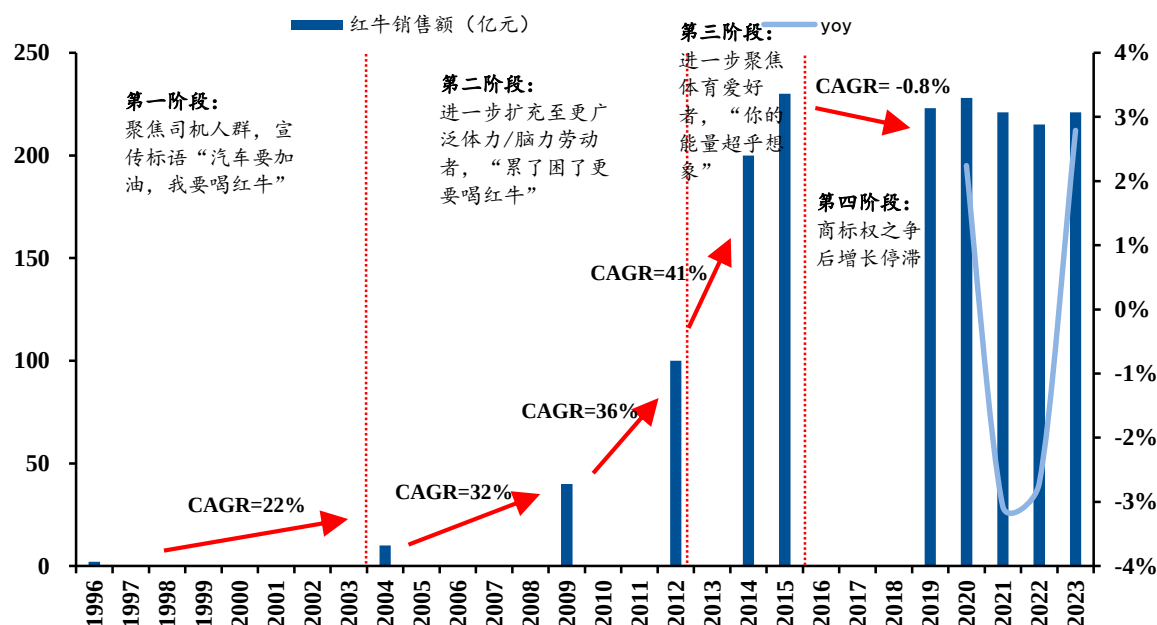
产品/渠道共振，自下而上开拓强粘性赛道，200 亿+大单品终铸成。在消费者提神、抗疲劳诉求持续提升的背景下，红牛通过产品的精准定位、渠道的激进布局，自下而上做大了能量饮料行业（根据 Euromonitor 数据，中国能量饮料行业销售额从 2009 年的 43.47 亿元持续扩容至 2022 年的 577 亿元，13 年 CAGR 达到 22%），并且到 2015 年红牛其自身成长为 230 亿销售体量的饮料大单品，也是目前中国饮料单品的天花板数字，2015 年按销售额计算红牛市占率达到 76.5%，可以说红牛一手做大了中国能量饮料行业。（2016 年开始其自身身陷商标权官司，加上东鹏通过差异化路线崛起，红牛开始显现疲态）。

图 30：中国能量饮料行业销售额从 2009 年的 43.47 亿元持续扩容至 2022 年的 577 亿元，13 年 CAGR 达到 22%



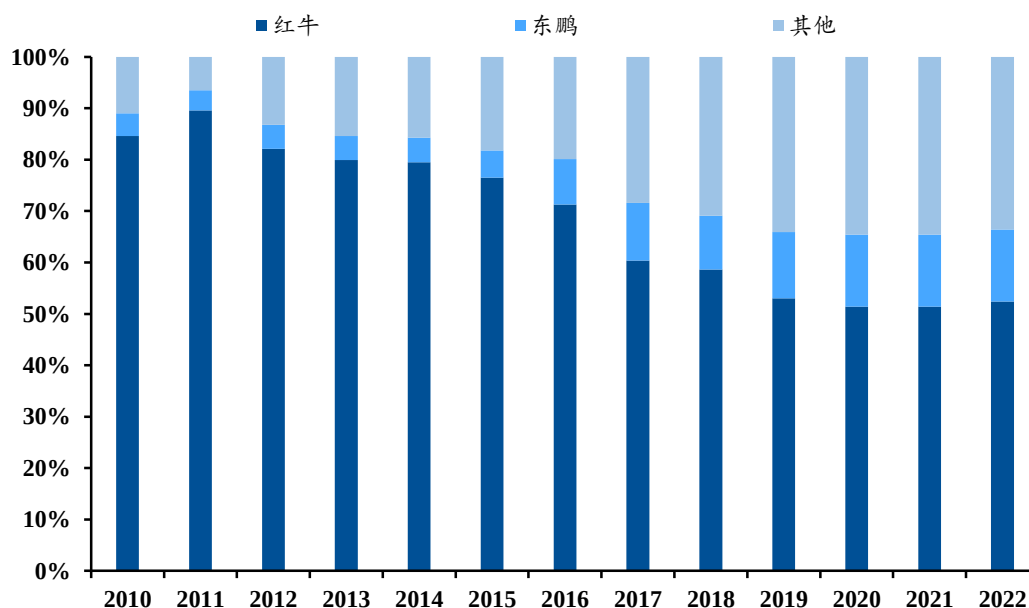
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 31：2015 年红牛销售额达到顶峰



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 32：受累于商标权之争以及竞品差异化战略效果显现，红牛市占率从 2015 年开始加速下降（按销售额计）



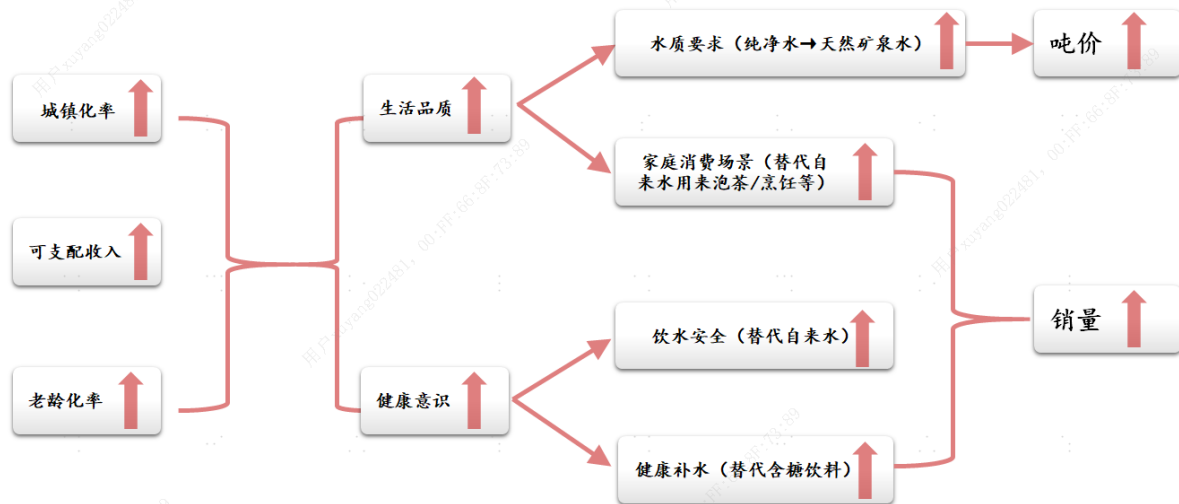
数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

3.3.2. 农夫山泉矿泉水：刚需赛道争当卷王，塑造 200 亿大单品

生活品质升级叠加健康意识提升推动包装饮用水行业扩容。随着城镇化率+人均可支配收入+人口老龄化率的持续提升，居民对于生活品质的追求以及健康意识持续提升，映射到包装水行业，一方面消费者的饮水安全意识持续提升（替代自来水）、更倾向于健康补水（替代含糖饮料）、家庭消费场景日益丰富（替代自来水用来烹饪、泡茶等），驱动了行业销量的提升，另一方面对水质要求的持续提升，推动了行业从纯净水逐

步升级至天然水再到天然矿泉水，从而驱动了吨价的提升。总体而言，在量价齐升推动下，我国包装饮用水行业规模从2014年的1204亿元持续扩容至2022年的2249亿元，8年CAGR达到8.1%，其中销量CAGR为6.4%、吨价CAGR为1.6%。

图 33：生活品质升级叠加健康意识提升推动包装饮用水行业扩容



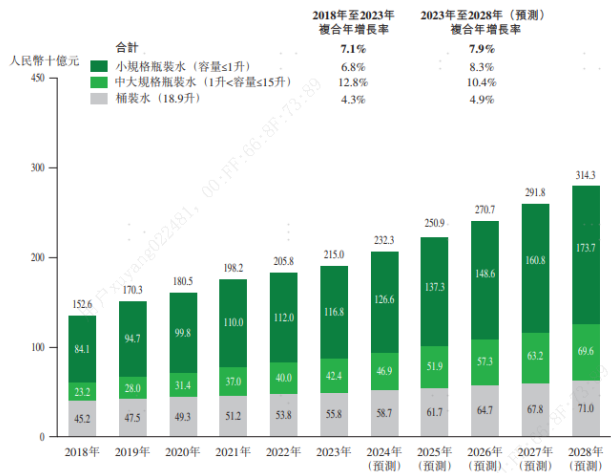
数据来源：国泰君安证券研究

图 34：居民饮水安全意识持续提升



数据来源：国家发改委公众营养与发展中心水产业委员会

图 35：家庭消费场景多元化带动下中大规格瓶装水显著放量



数据来源：华润饮料招股说明书

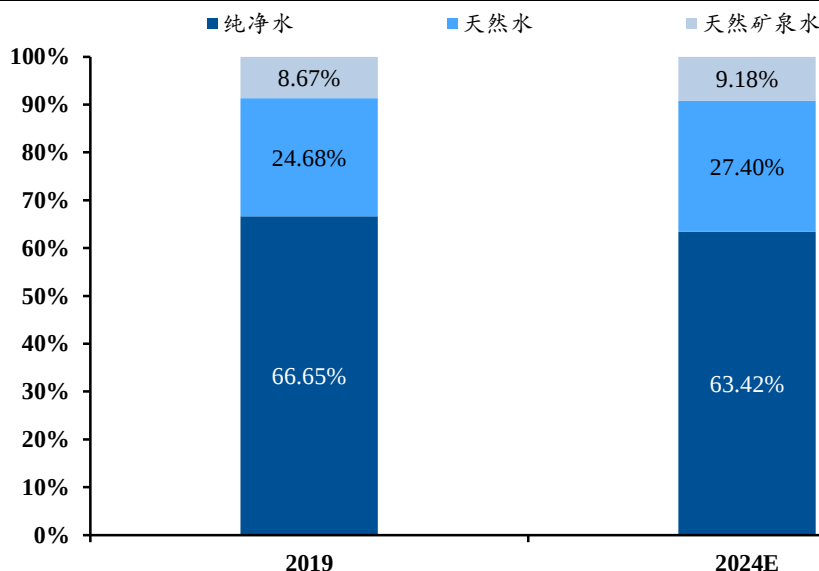
表 6：纯净水、天然水及天然矿泉水的对比

类别	纯净水	天然水	天然矿泉水
水源	来源于地表、地下或公共供水系统的自来水净化而得	源自于水井、山泉、湖泊、高山冰川或地下（泉）水等	深层矿泉水，地下深层岩石裂隙中取的水源
特点	不含矿物质及微量元素	含有少量矿物质	含有特定含量矿物质或微量元素
2019-2024 预计 CAGR	12%	15%	14%

均价（元/500ml）	1.5	2	5
代表品牌	怡宝/娃哈哈	农夫山泉/巴马活泉	依云/百岁山/斐泉

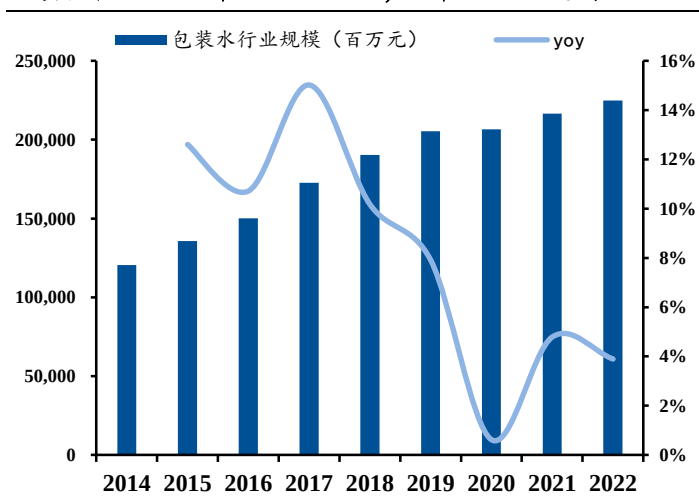
数据来源：Frost&Sullivan、国泰君安证券研究

图 36：天然水及天然矿泉水的销售占比持续提升



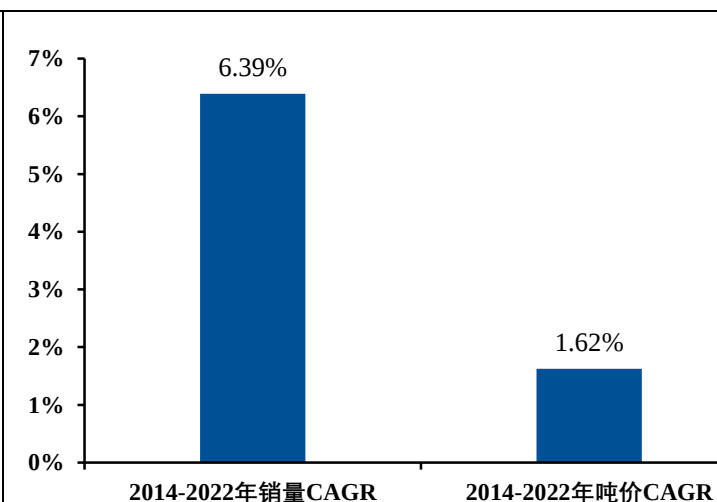
数据来源：Frost&Sullivan、国泰君安证券研究

图 37：我国包装饮用水行业规模从 2014 年的 1204 亿元持续扩容至 2022 年的 2249 亿元，8 年 CAGR 达到 8.1%



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

图 38：2014-2022 年包装水行业销量/吨价 CAGR 分别为 6.4%/1.6%



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

强化大经销商权责+信息化系统赋能，渠道改革重振活力。农夫山泉在营销/产品设计/水源选择方面的操作固然很出彩，但是基于包装饮用水本身产品差异化程度不是特别明显，我们认为一举奠定农夫山泉在该行业龙一地位的核心要素还是在于其日益强化的渠道力，尤其是2014-2016年的渠道改革更是进一步释放了其潜力。早在2013年农夫山泉销售量便已达到100亿，但是此后受到“标准门”事件影响公司销售停滞不前，因此从2014-2016年公司持续推进渠道改革，助力公司后续重回增长区间。一方面公司主动淘汰拖后腿的经销商，将资源倾斜于头部大经销商，在提升经销商利润空间的同时进一步明确经销商的责任（经销商不再仅

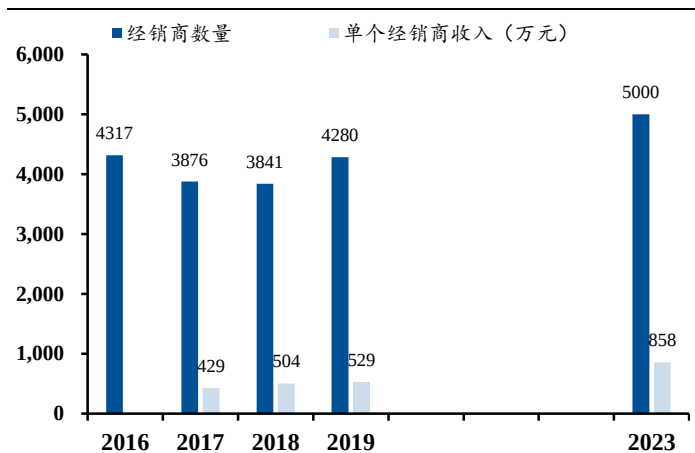
作为配送商，需要承担更多市场开发、维护价格体系和品牌形象的工作，同时对于业务员的管理及费用投放等经营管理权由公司转移给经销商），另一方面公司依托农夫合作伙伴系统（NCP 系统）以及过去多年深度分销所积累的经验以及历史数据，实时掌控经销商库存、打款、终端陈列、费用投入、冰柜使用情况及终端货龄等情况，实现了对于 4,000+经销商网络和 12,000 名销售团队的实时掌控，能够严控经营风险，从而提升了整体的分销效率。在渠道改革的推进下，农夫山泉经销商的质量以及数量同步提升，在此带动下到 2023 年农夫山泉终端网点数量超过 300 万家，显著优于主要竞争对手怡宝的 200 万家的水平。

表 7:2016 年经销商模式的改革有利于激发大经销商的主观能动性

	原有经销商渠道	现有经销商渠道
经销商质量	各级经销商实力良莠不齐，差别较大	优质经销商为主，整体实力更强，渠道资源更多
人员配置	单个销售人员对接更多经销商，管理效率降低	方便管理，销售人员下放到经销商处，与经销商利益绑定
渠道划分	区域、渠道有重叠，跨区域以及渠道销售伤害专属经销商利益	渠道、区域划分明确，有利于价盘管控，增强渠道控制力
经销商责任	主要负责配送，终端维护工作由公司负责	承担更多市场开发、维护价格体系和品牌形象的工作

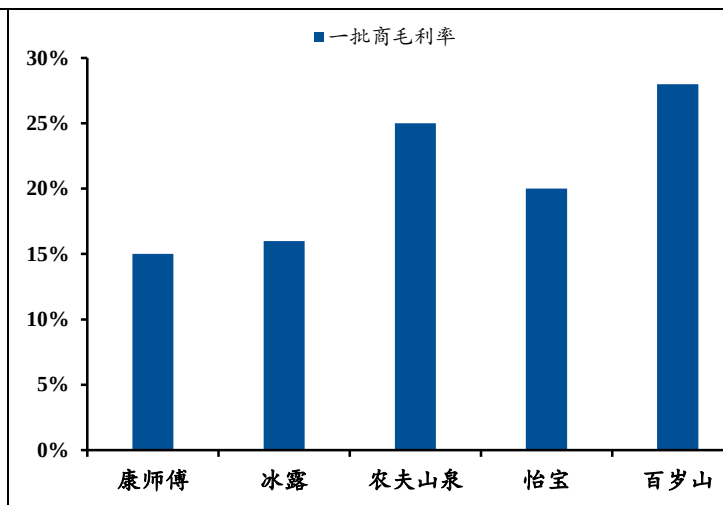
数据来源：Frost&Sullivan、国泰君安证券研究

图 39：2016 年渠道改革之后经销商数量与质量同步提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 40：农夫山泉一批商毛利率在同行中处于较高水平



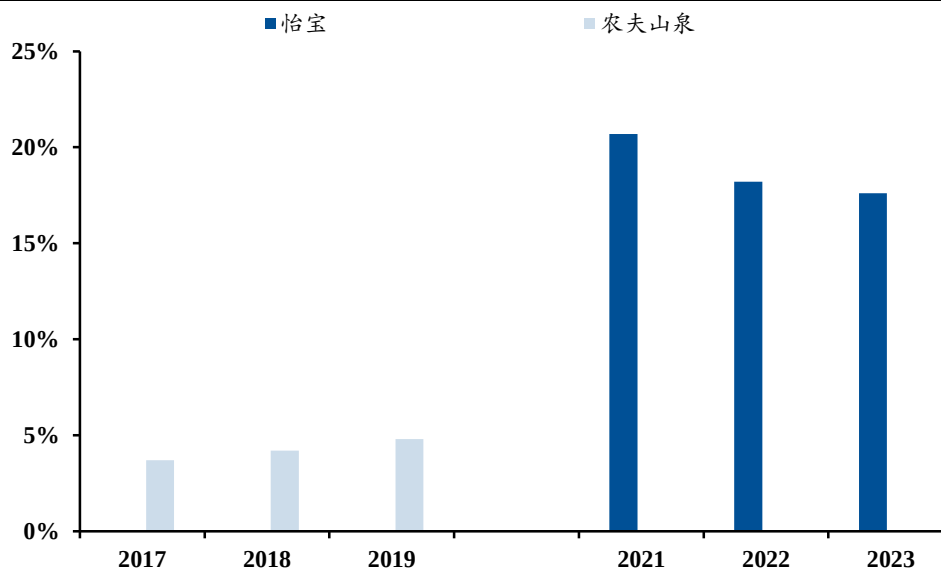
数据来源：食品板、公司公告、招股说明书、国泰君安证券研究

表 8:2023 年农夫山泉经销商数量与终端网点数量均多于怡宝

	农夫山泉	怡宝
经销商数量 (家)	5000	1068
网点数量 (万个)	300+	200+

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

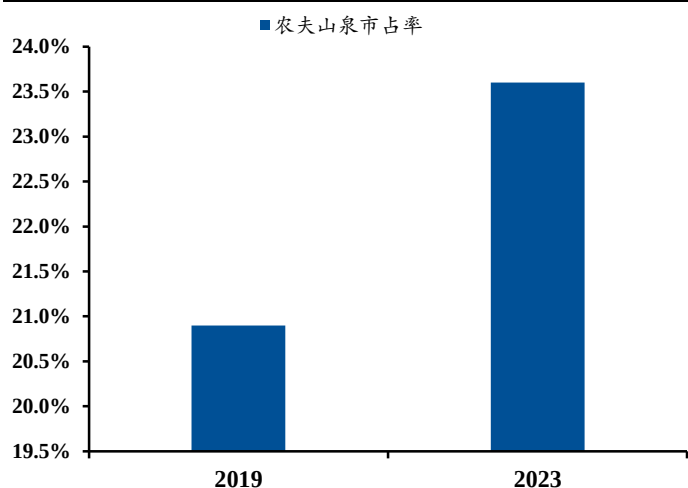
图 41：与怡宝相比，农夫山泉对于头部经销商的依赖程度更低（数据为前五名经销商的收入占比）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

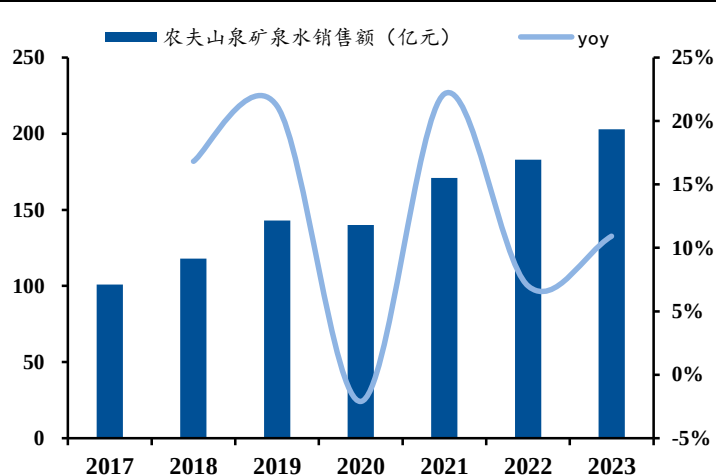
产品拉力与渠道推力相辅相成，成就 200 亿+大单品。一方面受益于包装饮用水行业的持续扩容，另一方面在渠道力持续提升背景下公司持续挤压竞争对手，农夫山泉市占率一路提升，于 2023 年农夫山泉矿泉水报表端销售规模达到 202.6 亿，与红牛一起成为唯二的 200 亿体量级大单品。

图 42：农夫山泉在包装饮用水市占率从 2019 年的 20.9% 持续提升至 2023 年的 23.6%



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

图 43：农夫山泉矿泉水销售额从 2017 年的 101 亿持续扩容至 2023 年的 203 亿，6 年 CAGR 达到 12.3%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

4. 寻找下一个超级大单品：东鹏特饮及东方树叶逐步脱颖而出

展望未来，考虑到生活节奏及人口结构的变化，我们认为能量饮料及无糖茶赛道将持续成长，而身处于这两条赛道中渠道布局最为积极的东鹏特饮以及东方树叶有望成为继红牛、农夫山泉矿泉水之后的超级大单品。

4.1. 东鹏特饮：天时地利人和皆具，全国化加速布局

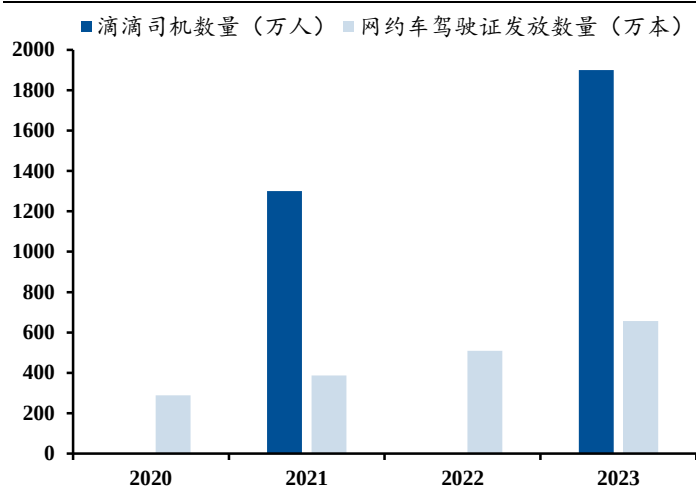
地利（产品拉力）：高性价比打法做大消费人群基数。在红牛卡位 6 元/250ml 高价格带的背景下，东鹏实行差异化竞争，主推 5 元/500ml 瓶装单品，单位价格只有红牛的 42%，吸引了大量的注重产品价格的蓝领人群，这正好顺应了近几年城市蓝领人群高速扩容的大趋势（从数据上看，2021-2023 年滴滴司机数量 CAGR 达到 20.9%，2017-2023 年美团平台骑手数量 CAGR 达到 22.5%）。在其高性价比战略的带动下，东鹏推动了整体能量饮料行业消费群体的扩容。根据抖音策略罗盘的数据，2023 年东鹏饮料消费人群中 23% 是蓝领人群，较红牛高出 10.83pct。总体而言，在消费者提神抗疲劳诉求加深从而推进能量饮料行业扩容的背景下，东鹏饮料凭借着高性价比的打法让消费者“更愿意购买+复购”。

表 9：东鹏特饮采取高性价比的竞争策略

品牌	产品名称	图样	零售单价 (元/250ml)	品牌	产品名称	图样	零售单价 (元/250ml)
红牛	(泰国天丝) 红牛安奈吉饮料		6.0	东鹏饮料	小金瓶		3.0
	(泰国天丝) 红牛维生素风味饮料		6.5		大金瓶		2.5 (5 元/500ml 瓶)
	(华彬红牛) 红牛维生素功能饮料		6.5		金罐		4.0
	(华彬红牛) 红牛维生素功能饮料 (牛磺酸强化型)		6.8		金砖		2.0

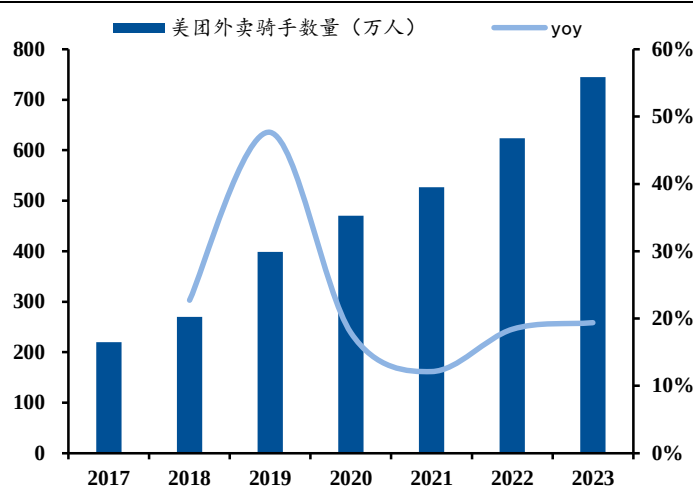
数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

图 44: 2021-2023 年滴滴司机数量 CAGR 达到 20.9%



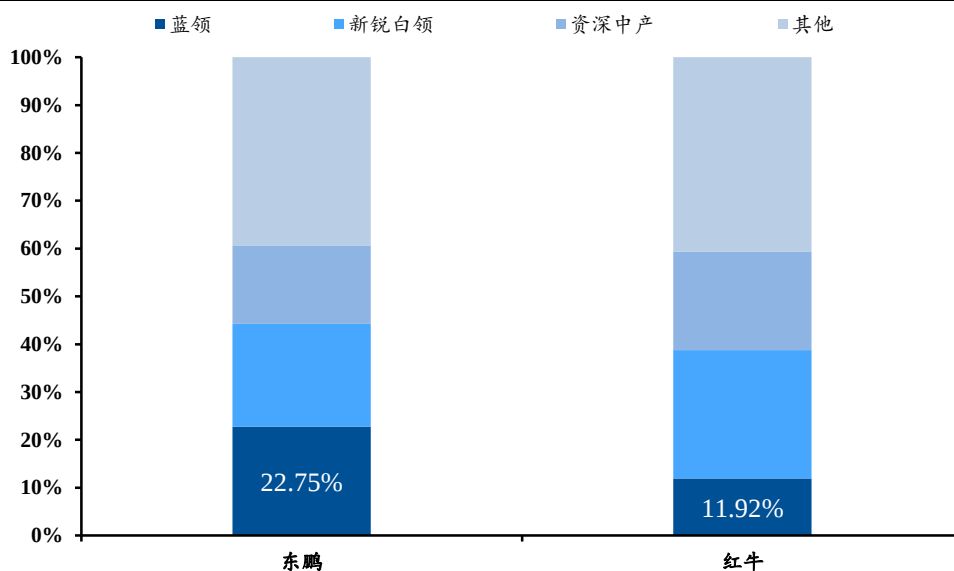
数据来源: 公司公告、交通部、国泰君安证券研究

图 45: 2017-2023 年美团平台骑手数量 CAGR 达到 22.5%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 46: 2023 年东鹏饮料消费人群中蓝领占比显著高于红牛



数据来源: 抖音策略罗盘、国泰君安证券研究

人和（渠道推力）：渠道精细化改革+激励优化+信息化赋能，东鹏渠道把控力与网点数量持续激增。

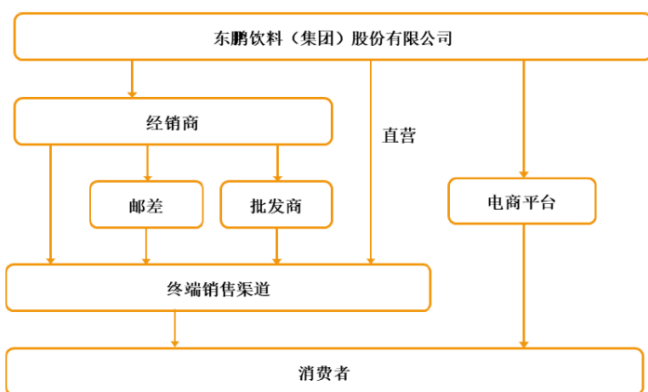
1.渠道精细化改革：在 2018 年之前公司省外多采取大商制，对于终端的管理较为粗放，2018 年开始随着卢义富总的上任公司开始搭建精细化渠道体系，在一批商基础上引入分销商/邮差商，利于深入更下沉更细化的市场，另一方面大幅增加业务人员数量，同时将过程指标纳入 KPI 考核从而更好地服务渠道，再叠加信息系统的支撑，使得东鹏在大部分地区实现渠道精耕，直接掌控终端；

2.激励优化：2018 年起公司在内部实行阿米巴体系变革，将员工薪酬与所在阿米巴为企业创造的收益相挂钩，从而提升了员工的积极性，2021 年开始将超量激励的指标从绝对值考核改为达成率考核，进一步激发较弱区域销售人员的活力。从数据上看，2018/2021 年两次变革之后销售人员人均创收提升明显；

3.信息化赋能：东鹏饮料通过实施“一物一码，五码合一”的数字化管理系统“鹏讯云商”，有效地将产品的生产和物流过程数字化，从而实现了产品从生产到销售的全过程追踪和管理，因此可根

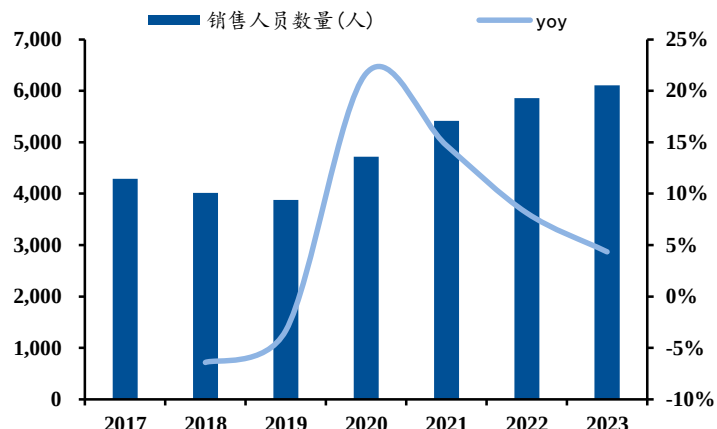
据市场情况及时调整费用投放策略及打法，从而有效提升了资源投放效率。总体而言，对外公司加密渠道体系布局，对内提升激励力度，再叠加信息化系统的赋能，公司的渠道把控力与终端网点数量同步提升。从数据上看，一方面公司经销商户均创收从2018年的270万元/家提升至2023年的378万元/家，5年CAGR为7%；另一方面公司终端网点数量从2018年的60万家井喷至2023年的340万家，当前网点数量已经跻身饮料行业第一梯队。

图 47：2018 年起公司引入邮差商推进渠道精耕



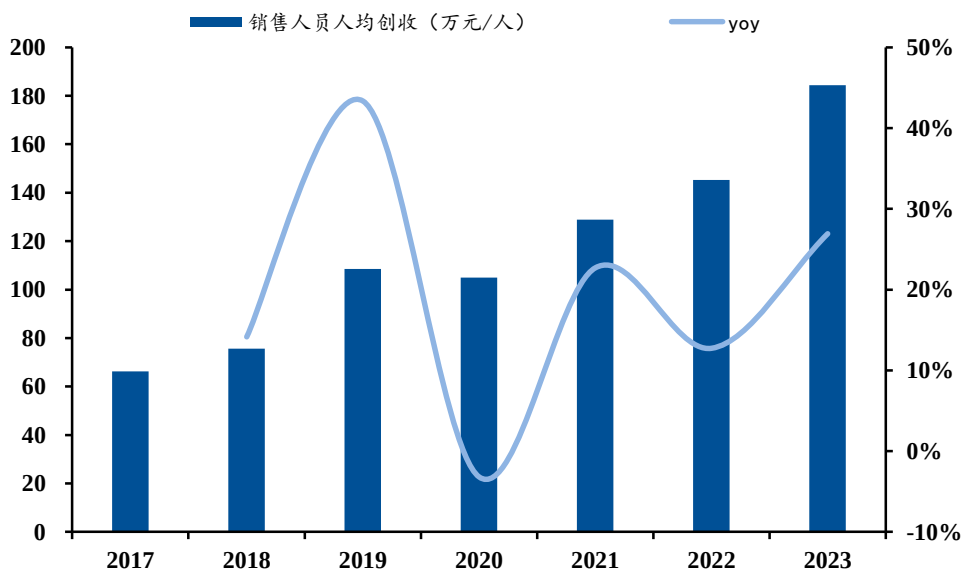
数据来源：公司公告

图 48：2020 年开始公司销售人员数量大幅增加



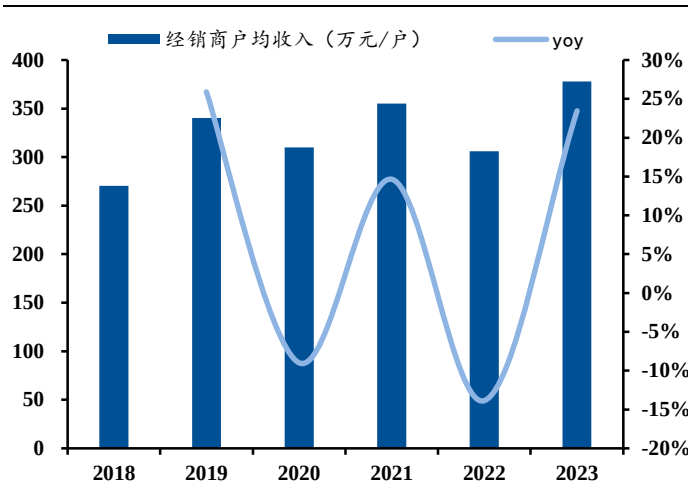
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 49：2018/2021 年两次激励体系变革之后销售人员人均创收提升明显



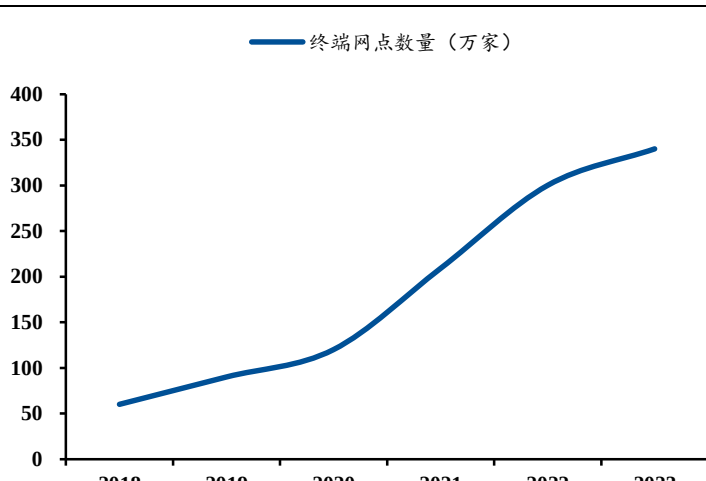
数据来源：抖音策略罗盘、国泰君安证券研究

图 50：2018-2023 年东鹏经销商户均创收 CAGR 为 7%（2020、2022 年下降主因疫情影响）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

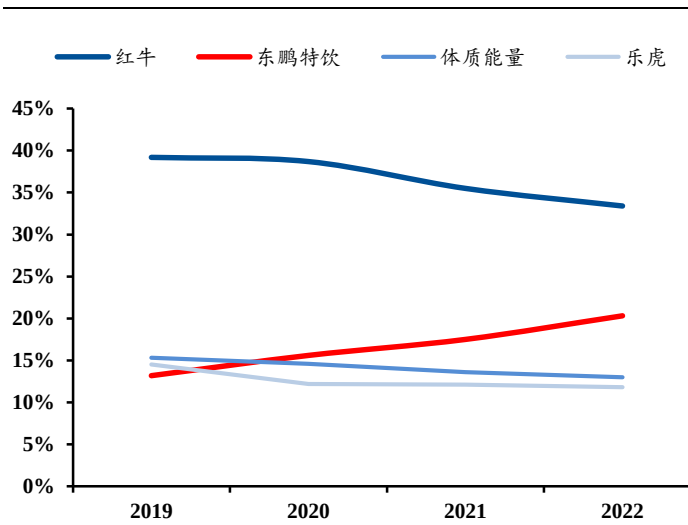
图 51：东鹏网点数量显著激增，当前已经位列饮料行业第一梯队



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

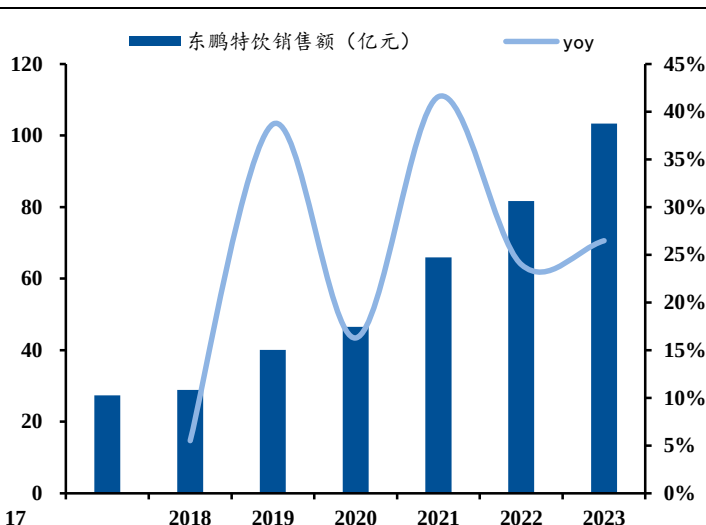
天时：红牛陷入困境，其他竞品积极性不够，东鹏迎发展良机。从竞争对手角度看，2016 年起华彬与天丝的商标权之争爆发，显著影响了红牛的品牌宣传、渠道建设，因此从 2016 年起华彬红牛增长陷入停滞；同时本土品牌要么事业版图辽阔，对能量饮料重视程度不够（达利乐虎）、要么偏居一隅全国化进取心不足（体质能量）。纵观全行业，最为积极推广能量饮料的玩家是东鹏特饮，伴随产品拉力与渠道推力的同步提升，东鹏在做大人群基数的同时持续挤压竞争对手，逐步取得超额收益。从数据上看，根据 Euromonitor 数据，2019-2022 年按销量计算东鹏特饮市占率逐步从 13.2% 提升至 20.3%，其他主要竞争对手红牛、乐虎、体制能量市占率均有不同程度下滑。同时从销售额数据看，东鹏特饮销售额从 2017 年的 27.35 亿元持续增长至 2023 年的 103 亿元，6 年 CAGR 达到 24.8%。

图 52：按销售额计算，2019-2022 年前四玩家中只有东鹏特饮市占率在持续提升



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

图 53：东鹏特饮销售额从 2017 年的 27.35 亿元持续增长至 2023 年的 103 亿元，6 年 CAGR 达到 24.8%

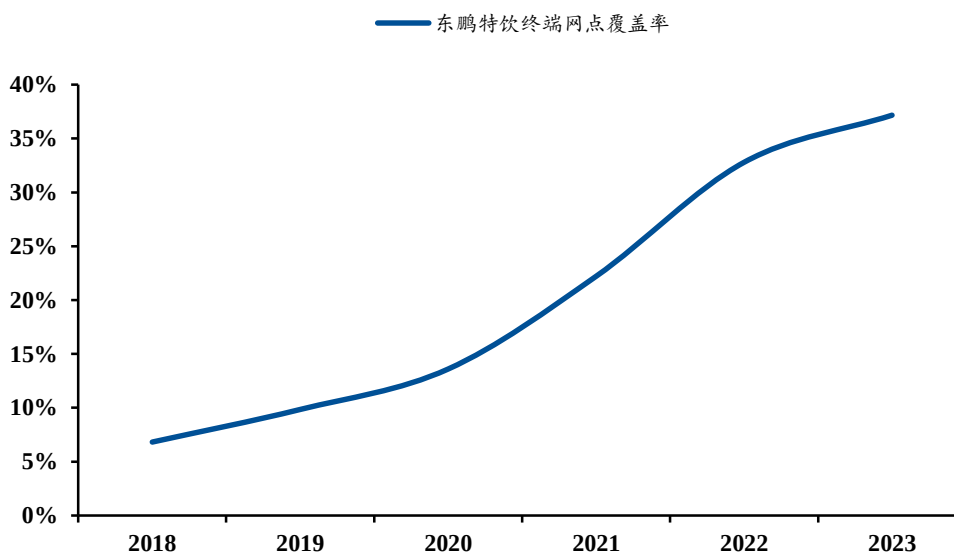


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

展望未来，天时地利人和皆具，在全国化仍有足量挖潜空间的背景下我

们认为东鹏特饮有望成长为继红牛、农夫山泉之后下一个超级大单品。

图 54：截至 2023 年东鹏特饮在全国零售终端网店覆盖率为 37%，仍有充足挖潜空间

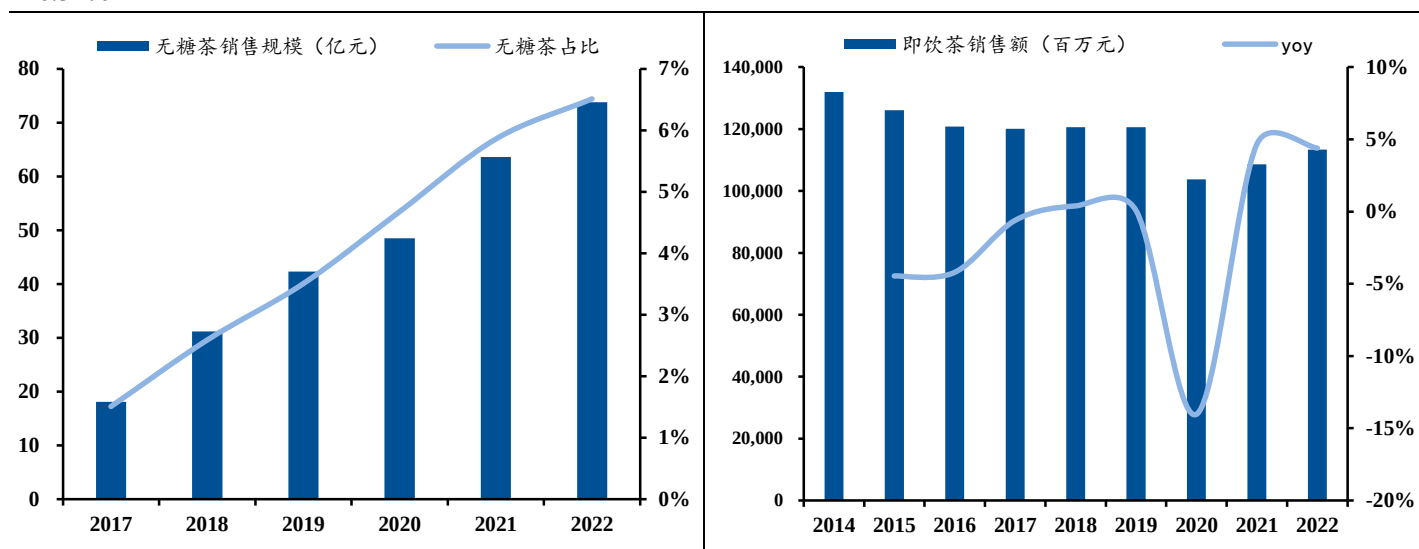


数据来源：Euromonitor、公司公告、国泰君安证券研究

4.2. 东方树叶：苦心经营 10 载，终迎绽放

无糖茶：2017 年起趋势而火，对标日本潜力巨大。在减糖大潮之下，我们认为无糖茶赛道未来成长前景最为明朗。基于无糖茶含有咖啡因以及茶多酚等成份，且不含糖，其具备十分显著的提神功能性、成瘾性以及健康属性，因此无糖茶是一条顺应人口结构变迁趋势的强粘性赛道。我国无糖茶行业起步于 1997 年，当时的标志性事件是三得利无糖乌龙茶进入中国市场，但当时中国正处于经济发展的起步阶段，消费者饮食习惯正经历从“吃饱”向“食而有味”过渡的阶段，因此一开始消费者接受程度普遍偏低，2011 年农夫山泉推出东方树叶，也因为口味寡淡劝退无数消费者，甚至在 2016 年被网友票选列入“最难喝的五款饮料”之一，无糖茶这种无人问津的局面一直持续到 2017 年终于迎来了突破。随着消费者健康意识的持续提升，以及 2017 年元气森林以燃茶为突破口，凭借“无糖+”崭露头角，无糖茶赛道由此引爆。从数据上看，2018 年无糖茶销售额达到 31.2 亿元，较 2017 年同比高增 72.38%，到 2022 年无糖茶销售规模达到 73.8 亿元，2017-2022 年 5 年 CAGR 达到 18.8%，在即饮茶整体规模萎缩的背景下实现了逆势增长，销售占比也从 2017 年的 1.51% 持续提升至 2022 年的 6.51%。不过相较于日本而言提升潜力巨大，在同样注重健康且具有饮茶文化的日本，当前无糖茶在即饮茶中的渗透率已经高达 84.8%。展望未来，基于无糖茶兼具功能、成瘾及健康属性，我们认为其成长空间巨大，根据亿欧智库预测，到 2027 年我国无糖茶销售规模有望达到 124 亿元，未来 5 年 CAGR 为 10.94%。

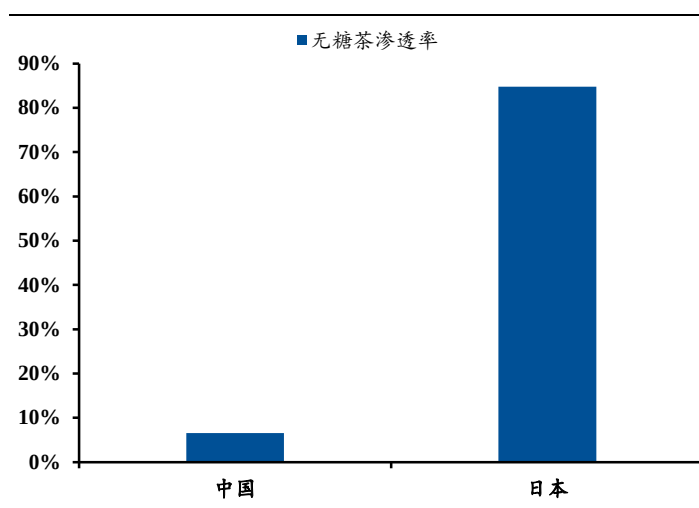
图 55:2017-2022 年无糖茶行业销售额 CAGR 达到 18.8%，图 56: 2014-2022 年即饮茶行业销售额从 1320 亿元萎缩至 1134 亿元，8 年 CAGR 为 -1.9%
在即饮茶中占比从 2017 年的 1.51%持续提升至 2022 年的 6.51%



数据来源：亿欧智库、Euromonitor、国泰君安证券研究

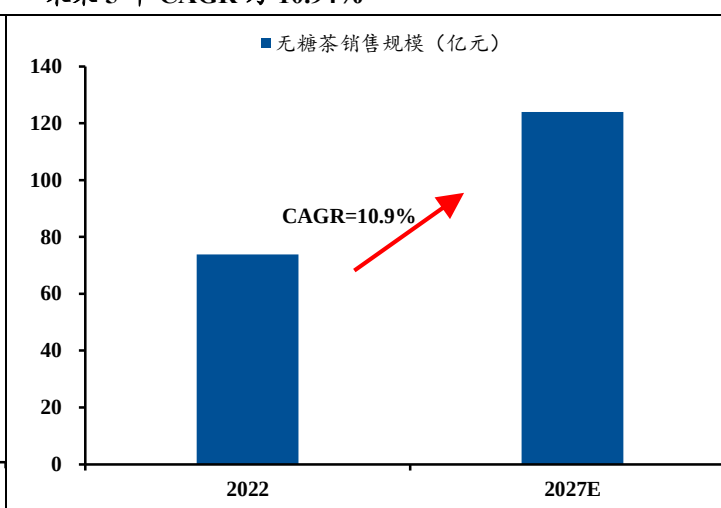
数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

图 57: 对比日本，我国无糖茶渗透率提升空间巨大



数据来源：亿欧智库、Euromonitor、国泰君安证券研究

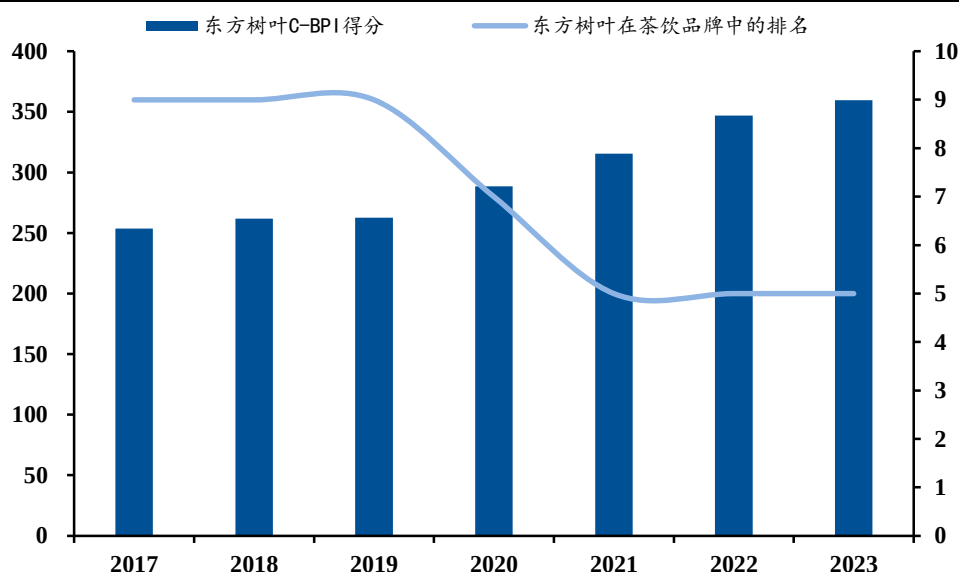
图 58: 到 2027 年我国无糖茶销售规模有望达到 124 亿元，未来 5 年 CAGR 为 10.94%



数据来源：亿欧智库、国泰君安证券研究

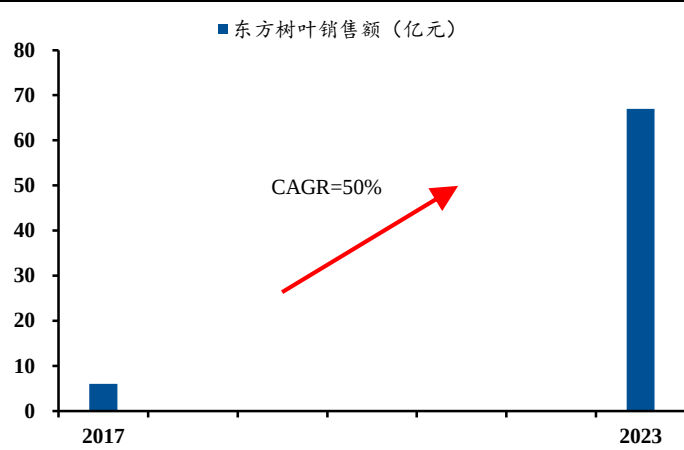
产品拉力与渠道推力高效结合，东方树叶显著放量。赛道火热的东风，平等地吹向了每一个品牌，但东方树叶能从 2019 年起成为无糖茶品类市场占有率第一的品牌，并在此后一直稳坐顶流，可不只靠“老天给饭吃”。一方面尽管从 2011 年上市开始东方树叶持续遇冷，但是公司始终坚持东方树叶在市场终端的陈列面，叠加营销端的持续发力，消费者对于“东方树叶=无糖茶”的认知逐步形成，因此消费者“愿意购买”，另一方面农夫山泉的渠道建设足够激进，从而实现了“将东方树叶摆到更多消费者面前”的效果。因此当无糖茶的春天到来之后，东方树叶凭借渠道推力与产品拉力的高效结合，迎来爆发。结合公司公告以及 Euromonitor 数据，我们估算东方树叶销售额从 2017 年的 6 亿元高速扩容至 2023 年的 67 亿元，6 年 CAGR 高达 50%，在东方树叶放量的带动下，农夫山泉茶饮业务收入从 2017 年的 26 亿元持续增长至 2023 年的 126.6 亿元，6 年 CAGR 达到 30%。

图 59：随着无糖茶的兴起，叠加公司渠道/营销端的持续发力，东方树叶在茶饮品牌排行榜中的排名持续进步

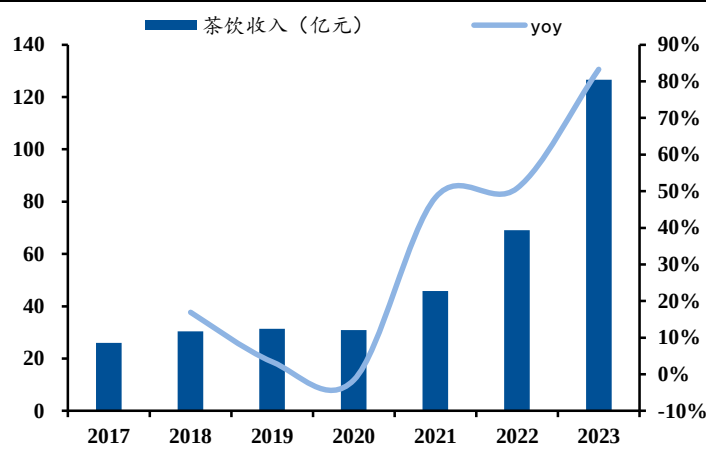


数据来源：CHN brand、国泰君安证券研究

图 60：根据测算我们预计东方树叶销售额从 2017 年的 6 亿元激增至 2023 年的 67 亿元，6 年 CAGR 高达 50%
图 61：东方树叶放量引领下农夫山泉茶饮板块 2017-2023 年收入 CAGR 达到 30%



数据来源：公司公告、Euromonitor、国泰君安证券研究



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

展望未来，考虑到无糖茶渗透率持续提升仍为大势所趋，同时相比于竞争对手而言东方树叶在消费者心智占领、渠道力方面优势显著（主要竞争对手方面，康师傅对销售人员激励差且经销商队伍过于庞大导致掌控力弱，经销商更倾向于销售成熟大单品，因此推新难度较大；三得利主要依靠大经销商拓展上线市场，作为外资不够激进因此渠道下沉能力有限），因此我们看好“农夫山泉未来将东方树叶摆到更多消费者面前，让更多消费者愿意购买且复购频次进一步增加”。

5. 风险提示

1. 消费力持续疲软；

如果后续消费力下行压力超预期，将会影响行业结构升级的进程，对饮用水等子行业高端化产品显著影响。

2. 原材料价格大幅波动；

如果白砂糖、PET 瓶等原材料价格大幅上涨，将会影响企业盈利能力，进而会导致市场参与者策略偏保守，从而影响整体行业的升级进程。

3. 食品安全风险等

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路669号博华广场20层	深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心B栋27层	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心南楼18层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		