

软饮料行业深度报告

复盘全球能量饮料龙头崛起之路，探究东鹏特饮未来五年成长空间

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

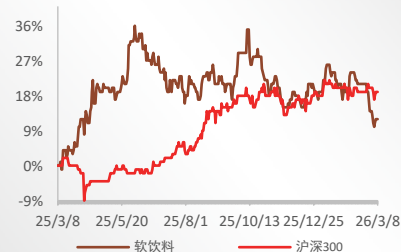
登记编号：S1220523060002

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	15
总股本(亿股)	373.93
销售收入(亿元)	537.52
利润总额(亿元)	355.76
行业平均 PE	100.97
平均股价(元)	42.22

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

全球千亿美元赛道景气高增，龙头“Monster”凭借多维优势铸就长期价值。2024 年全球能量饮料市场规模 717.4 亿美元，2030 年有望突破千亿美元，期间 CAGR 达 8.9%。Monster 以 15%左右销量份额居榜首。其依托可口可乐全球强大分销网络、产品差异化定位、品类矩阵拓展与轻资产模式等推动业绩高增，收入、盈利及估值三重共振驱动股价实现千倍回报。公司于 2012 年前瞻布局 Ultra 零糖系列，凭借其零糖健康定位与高溢价，成为公司对冲“糖税”政策风险、驱动盈利与巩固长期竞争力的核心单品。

中国千亿赛道高增延续，东鹏以高增长势能冲刺过半份额，但优异成长性亟待重估。2024 年中国能量饮料市场规模 1114 亿元，至 2029 年达 1807 亿元，期间 CAGR 达 10.3%。行业格局高度集中，TOP5 品牌占据超八成销量份额，东鹏特饮凭借高速增长抢占份额，2024 年销量市占率达 40.1%、零售额市占率 31.4%。公司依托蓝帽资质、差异化包装、大单品策略及精准卡位营销构筑产品及品牌壁垒；通过全国产能布局、深度下沉渠道、冰柜终端投放与数字化全链路管控，形成高效运营体系。业绩端呈现营收高增、盈利大幅改善、现金流充沛的优质基本面，ROIC 领先同业，长期看，全国化渗透、多品类拓展与国际化推进将持续打开成长空间，但目前估值相对偏低，高成长性尚未充分定价。

合作三林掘金东南亚百亿潜力市场，国际化布局打开长期增长空间。城镇化、年轻人口驱动东南亚能量饮料市场稳健增长，2024 年区域消费量达 19.3 亿升，预计 2030 年增至 22.8 亿升。区域格局高度集中，越南、泰国、菲律宾、印尼四大市场主导超 80%销量份额，本土与海外头部品牌主导竞争。2026 年东鹏与印尼三林集团达成战略合作，合资建设印尼生产基地并开展本地销售，依托三林集团旗下强大的本地分销网络，叠加供应链、资质等全方位支持，快速落地印尼市场，并以此为枢纽辐射东南亚，打开海外成长空间。

“全国化+全球化”双轮驱动，2029 年东鹏特饮有望突破 250 亿。东鹏特饮全国化渗透空间广阔，2024 年广东省人均消费量 7.5 升，显著高于其他省份 2.1 升水平。依托产品、渠道、数字化及供应链优势，公司国内销量份额有望继续提升，叠加与三林合作推动东南亚市场落地，海外亦将贡献增量。预计 2030 年东鹏特饮全球销量有望达到 60.5 亿升，5 年复合增速超 14%。在质价比竞争趋势下，单价小幅下行，预计 2029 年单升价格降至 4.2 元。据此测算，2029 年东鹏特饮全球收入超 250 亿元，国内市场仍为核心贡献。

风险提示：行业需求、份额扩张及海外拓展不及预期，提振消费、监管政策发生不利变动，食品安全风险

正文目录

1 他山之石：全球千亿美元景气赛道，“收入增长+盈利改善+估值重构”三重共振，共绘龙头千倍成长	6
1.1 全球能量饮料千亿美元景气赛道，“Monster”份额领先，“东鹏特饮”及“Sting”快速崛起	6
1.2 “收入增长+盈利改善+估值重构”三重共振，贝塔与阿尔法双驱，共绘 Monster 三十年千倍回报	7
1.3 降糖、去糖化应健康大潮而来，Ultra 无糖系列巧解“糖税”新政冲击	15
2 玉汝于成：千亿中国能量饮料赛道，双位数复合高增，东鹏特饮以更强增长势能冲刺过半份额	18
2.1 中国能量饮料市场双位数复合高增迈步两千亿，东鹏特饮领衔一众后起之秀重塑“红牛”垄断格局 ..	18
2.2 东鹏饮料昂扬突进三十年，基本面显著领先但估值相对偏低，优异成长性或待市场再定价	19
2.3 数字化为基，立足产品，生产供应、品牌营销、渠道建设多维协同发力构筑东鹏更深护城河	24
3 玉启新程：东鹏战略合作三林集团，依其多维赋能立足印尼，辐射东南亚百亿潜力市场	35
3.1 城镇化、人口年轻化驱动稳健增长，四国主导近两百亿市场，本土及海外品牌共筑寡头垄断格局	35
3.2 与三林达成战略合作，依托三林多维赋能，掘金东南亚市场	38
4 韞玉待时：到 2029 年，东鹏特饮单品收入贡献或将突破 250 亿	39
5 风险提示	41

图表目录

图表 1: 全球能量饮料市场规模 (亿美元)	6
图表 2: 全球能量饮料市场规模年均复合增速 (%)	6
图表 3: 全球能量饮料销售量 (亿升)	7
图表 4: 全球能量饮料以销售量计的市场格局 (%)	7
图表 5: 美国怪物饮料公司发展历程及股价走势	7
图表 6: 1997~2024 年怪物饮料基本面及估值面复盘	8
图表 7: 1997~2024 年怪物饮料股价影响因子拆解 (%)	8
图表 8: 2003~2024 年能量饮料及其他收入占比 (%)	9
图表 9: 2007~2024 年怪物饮料国内外收入占比 (%)	9
图表 10: 美国能量饮料按销量计市场规模及增速	9
图表 11: 美国能量饮料按零售额计市场规模及增速	9
图表 12: 2003~2024 年怪物饮料销售量 (千箱)	10
图表 13: 怪物饮料销售单箱价格 (美元/箱)	10
图表 14: 怪物饮料分品牌单箱价格 (美元/箱)	10
图表 15: 怪物饮料分品牌收入占比 (%)	10
图表 16: 美国“魔爪”与“红牛”能量饮料产品对比	11
图表 17: 2016~2024 年美国能量饮料销售量格局 (%)	11
图表 18: 2022~2024 年美国能量饮料零售额格局 (%)	11
图表 19: 1992~2024 年怪物饮料收入及增速	12
图表 20: 2007~2024 年怪物饮料海外收入占比 (%)	12
图表 21: 1994~2024 年怪物饮料盈利能力拆解 (%)	12
图表 22: 2003~2014 年怪物饮料收入构成 (亿美元)	12
图表 23: 2004~2014 怪物饮料能量饮料与其他收入	13
图表 24: 2004~2014 怪物饮料能量饮料与其他 OP-Margin	13
图表 25: 怪物饮料公司市盈率 (倍)	13
图表 26: 1996~2024 年怪物饮料归母净利润 (亿元)	13
图表 27: 2005~2024 年怪物饮料固定资产占比 (%)	14
图表 28: 2024 主要软饮料企业固定资产占比	14
图表 29: 2006~2024 年怪物饮料 FCF 及 CAPEX 情况	14
图表 30: 2023~2024 怪物饮料回购股份情况	14
图表 31: 2005~2024 年怪物饮料 ROIC (%)	15
图表 32: 2020~2024 主要软饮料企业 ROIC (%)	15
图表 33: 2020~2024 主要软饮料企业总资产周转率 (%)	15
图表 34: 2020~2024 主要软饮料企业净利润率 (%)	15
图表 35: 美国“含糖饮料消费税”部门城市实施情况	16
图表 36: 美国能量饮料主要新兴品牌简介	16
图表 37: 2016~2024 年美国能量饮料市场销量格局	16
图表 38: “魔爪”主流含糖产品线与 Ultra 零糖产品系列对比	17
图表 39: “魔爪”能量饮料分系列收入占比 (%)	17
图表 40: 2012~2024 年“魔爪”能量饮料收入及增速	17
图表 41: 2024 年部分国家能量饮料年人均消费量 (升)	18
图表 42: 中国能量饮料市场以零售额计的规模 (亿元)	18
图表 43: 中国能量饮料品牌发展简史	19
图表 44: 2024 年中国能量饮料销售量市场格局 (%)	19
图表 45: 22~24 年中国能量饮料 TOP5 销售量 CAGR (%)	19

图表 46: 2024 年中国能量饮料零售额市场格局 (%)	19
图表 47: 22~24 年中国能量饮料 TOP5 零售额 CAGR (%)	19
图表 48: 东鹏饮料发展历程及股价走势	20
图表 49: 2021~2024 年东鹏饮料基本面及估值面复盘	21
图表 50: 2021~2024 年东鹏饮料收入增速及净利率 (%)	21
图表 51: 2018~25H1 东鹏特饮销售总量及增速	21
图表 52: 2018~25H1 东鹏特饮单升售价及增速	21
图表 53: 2018~25H1 东鹏特饮销售收入及增速	22
图表 54: 2018~2022 东鹏特饮中国销量&零售额市占率	22
图表 55: 2018~25 前 Q3 东鹏饮料归母净利润及增速	22
图表 56: 2018~25 前 Q3 东鹏饮料现金流情况	22
图表 57: 2018~25 前 Q3 东鹏饮料归母净利率	23
图表 58: 2018~25 前 Q3 东鹏饮料期间费用率及毛利率	23
图表 59: 主要软饮料企业稀释每股收益同比增速	23
图表 60: 主要软饮料企业每股经营活动净额同比增速	23
图表 61: 主要软饮料企业年化 ROIC	24
图表 62: 主要软饮料企业市盈率	24
图表 63: 2011~2025E 华彬红牛、东鹏特饮及其他品牌中国市场零售额市占率 (%)	24
图表 64: 东鹏特饮与中国市场主流竞品对比	25
图表 65: 东鹏特饮主要 SKU 情况	25
图表 66: 2018~2024 东鹏饮料分品类收入结构 (亿元)	26
图表 67: 2018~2025 东鹏饮料分品类及综合毛利率	26
图表 68: 2018~2020 500ml 金瓶东鹏特饮收入占比 (%)	26
图表 69: 2018~2020 500ml 金瓶东鹏特饮毛利占比 (%)	26
图表 70: 东鹏饮料现有 10 个已投产生产基地的成立日期时间轴	27
图表 71: 东鹏饮料产能分布及各基地产能利用率	27
图表 72: 东鹏饮料部分扩建及在建产能情况 (千吨)	27
图表 73: 东鹏饮料主营业务单位生产成本 (元/吨)	27
图表 74: 主要软饮料企业毛利率 (%)	27
图表 75: 东鹏特饮依靠广告宣传提升品牌大众知名度	28
图表 76: 东鹏饮料广告宣传费增速及营收占比	28
图表 77: 东鹏特饮依靠全域全场景营销提升用户忠诚度	29
图表 78: 2018~2020 年东鹏饮料广告宣传费构成	29
图表 79: 东鹏饮料渠道推广费增长及占比情况	29
图表 80: 东鹏特饮借助冰柜陈列提升品牌终端能见度	29
图表 81: 东鹏饮料经销商数量及增速 (家, %)	30
图表 82: 东鹏饮料终端销售网点数量 (万个)	30
图表 83: 2020~25 前 Q3 东鹏饮料单点买力 (元)	30
图表 84: 2022~25 前 Q3 东鹏饮料分渠道收入占比 (%)	30
图表 85: 2019~2024 东鹏饮料分渠道收入增速 (%)	31
图表 86: 2021~2024 东鹏饮料渠分渠道毛利率 (%)	31
图表 87: 2018~25H1 东鹏饮料分区域收入占比 (%)	31
图表 88: 2019~25H1 东鹏饮料分区域收入增速 (%)	31
图表 89: 2021~2024 东鹏饮料分区域毛利占比 (%)	32
图表 90: 2022~2024 东鹏饮料分区域毛利增速 (%)	32
图表 91: 2018~25 前 Q3 东鹏饮料分区域经销商占比 (%)	32
图表 92: 2019~2024 年东鹏饮料分区域经销商增速 (%)	32

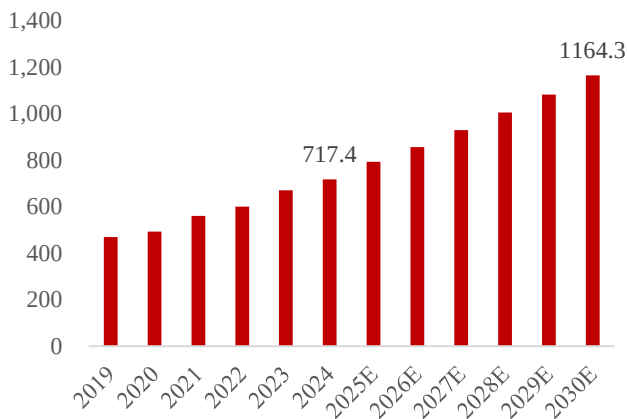
图表 93: 2020~2024 年东鹏饮料销售人员数量及增速	33
图表 94: 国内主要软饮料企业销售人员占比 (%)	33
图表 95: 2018~2024 东鹏分区域单经销商年收入 (万元)	33
图表 96: 2021~2024 东鹏分区域单经销商年毛利 (万元)	33
图表 97: 2020~2024 东鹏销售单人收入及利润贡献情况	34
图表 98: 2020~2024 东鹏销售人员薪酬绩效情况	34
图表 99: 东鹏饮料“一物一码, 五码合一”数字化战略推进历程	34
图表 100: 东鹏饮料“五码合一”构建逻辑	35
图表 101: 东鹏“F2B2b2C”的数字化管理闭环逻辑框架	35
图表 102: 东鹏特饮与快消行业平均核心经营数据对比	35
图表 103: 2010~2025 年东南亚人口总数 (亿人)	36
图表 104: 2010~2025 年东南亚人口结构	36
图表 105: 东南亚主要国家能量饮料消费量 (亿升)	36
图表 106: 东南亚主要国家能量饮料消费量 CAGR (%)	36
图表 107: 越南能量饮料以零售额计市场规模 (亿元)	37
图表 108: 越南能量饮料以零售额计竞争格局 (%)	37
图表 109: 泰国能量饮料以零售额计市场规模 (亿元)	37
图表 110: 泰国能量饮料以零售额计竞争格局 (%)	37
图表 111: 菲律宾能量饮料以零售额计市场规模 (亿元)	38
图表 112: 菲律宾能量饮料以零售额计竞争格局 (%)	38
图表 113: 印尼能量饮料以零售额计市场规模 (亿元)	38
图表 114: 印尼能量饮料以零售额计竞争格局 (%)	38
图表 115: 东鹏饮料集团&三林集团合资项目正式签约	39
图表 116: 印度尼西亚东鹏维生素饮料公司股权结构	39
图表 117: 东鹏特饮未来 5 年成长空间测算	40

1 他山之石：全球千亿美元景气赛道，“收入增长+盈利改善+估值重构”三重共振，共绘龙头千倍成长

1.1 全球能量饮料千亿美元景气赛道，“Monster”份额领先，“东鹏特饮”及“Sting”快速崛起

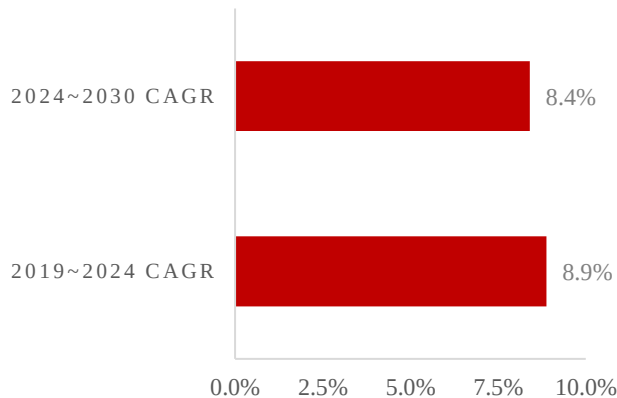
千亿美元赛道，全球能量饮料市场景气高增延续。能量饮料已从一种小众的刺激饮料发展成为全球领先的功能性饮料类别，其满足了人们对运动表现、耐力和头脑清醒日益增长的需求。据欧睿，2024 年全球能量饮料按零售额计的市场规模已达 717.4 亿美元，2019~2024 年年均复合增速达 8.9%，2024~2030 年还将以 8.4% 的年均复合增速持续增长，到 2030 年全球能量饮料赛道零售市场规模有望增至 1164.3 亿美元。

图表1:全球能量饮料市场规模（亿美元）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

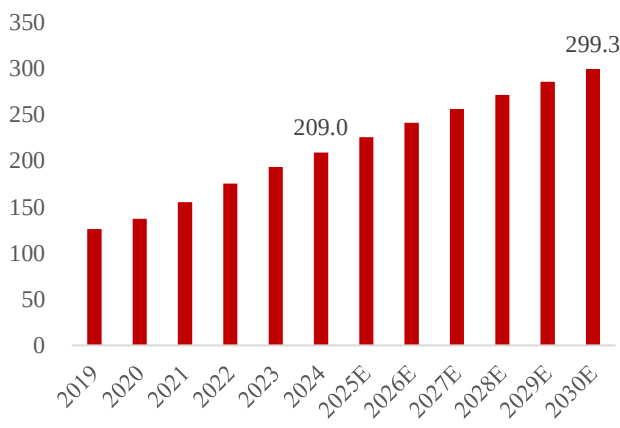
图表2:全球能量饮料市场规模年均复合增速（%）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

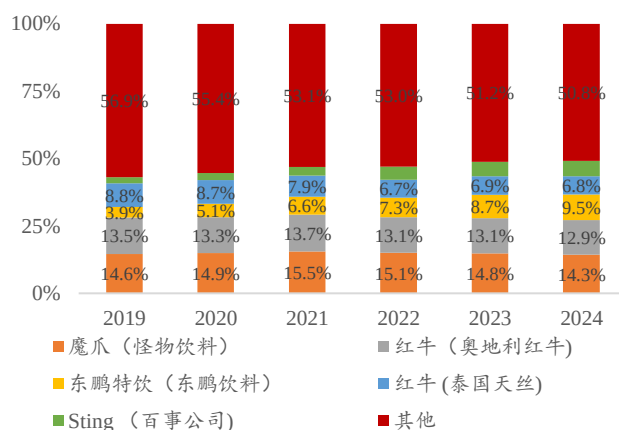
“Monster”龙头地位相对稳固，“东鹏特饮”及“Sting”分食“红牛”份额。据欧睿，2024 年全球能量饮料销售量已达 209 亿升，2019~2024 年 CAGR 达 10.6%，并将在 2030 年以前继续以 6.2% 的复合增速，至 2030 年有望增至 299.3 亿升。该赛道的日益集中，TOP5 品牌份额不断增长，并占据接近一半的销量份额。其中，怪物饮料旗下的“Monster”（中文简称“魔爪”）以 14%~15% 左右的稳定市占率，占据全球能量饮料销量首位；2024 年奥地利“红牛”和泰国天丝“红牛”则分别以约 13% 及 7% 左右的销量份额占据第二和第四位，2019 年至今二者的市占率均有不同程度下滑，后者下滑幅度更甚；东鹏饮料旗下的“东鹏特饮”及百事旗下的“Sting”市占率提升显著，2024 年二者全球销量市场份额分别增至 9.5%、5.7%，较 2019 年分别提升 5.6pct、3.4pct，并分别位列当年全球销量第三和第五名。

图表3:全球能量饮料销售量(亿升)



资料来源:欧睿,方正证券研究所

图表4:全球能量饮料以销售量计的市场格局(%)



资料来源:欧睿,方正证券研究所

1.2 “收入增长+盈利改善+估值重构”三重共振,贝塔与阿尔法双驱,共绘Monster三十年千倍回报

百年企业焕新成为全球能量饮料龙头,30年千倍回报独领美股市场风骚。美国怪物饮料公司(Monster Beverage Corporation)的前身是1930年代创立的果汁品牌商Hansen's,经过几轮控制权更迭,1992年,Sacks同Hilton一起用1460万美元购得该公司,并正式开启了千倍股的成长迭代史。1995年公司掌握了稳定罐装冰果露技术,为后来切入罐装能量饮料市场奠定基础。1997年在Sacks主导下推出首款能量饮料产品,2002年正式推出“Monster Energy”品牌,以差异化定位在竞争激烈的市场中占领心智。2012年能量饮料成为核心业务,公司更名为怪物饮料公司。2014年,可口可乐以21.5亿美元战略入股并开启全球分销合作,加速其国际化布局。2016年进入中国市场,2023年收购“Bang Energy”,进一步巩固行业地位,2024年通过“猎兽”新品牌试图重新赢回中国市场。从1997年切入能量饮料赛道以来,公司股价实现7216倍的优异回报,自2002年推出“魔爪”品牌以来股价上涨了1914倍,并成为过去30年超越一众科技股的回报最高的美股股王。

图表5:美国怪物饮料公司发展历程及股价走势





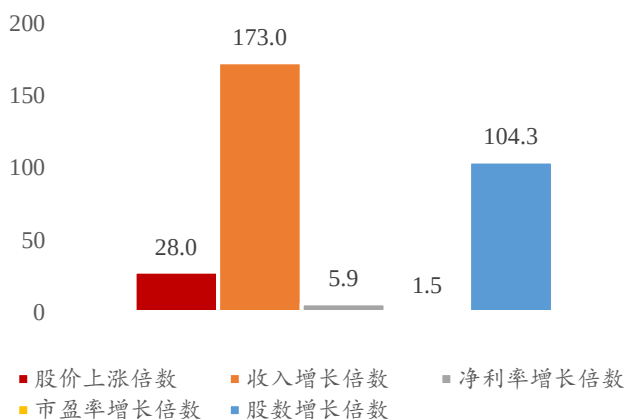
1992/7/20~2026/2/24：股价涨幅 2951.61 倍；1997/1/2~2026/2/24：股价涨幅 7216.49 倍

2002/1/2~2026/2/24：股价涨幅 1914.02 倍；2014 年/1/2~2026/2/24：股价涨幅 6.48 倍

资料来源：，方正证券研究所整理

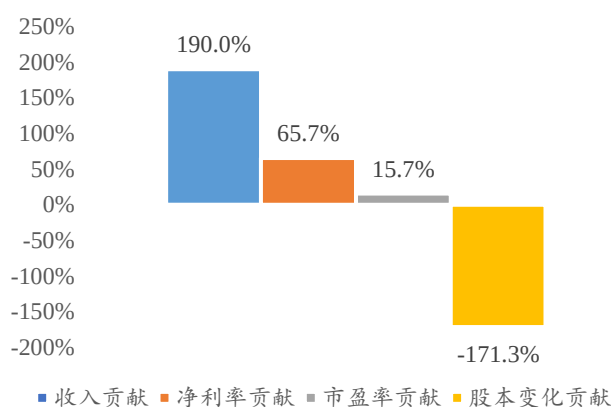
“收入增长+盈利改善+估值重构”三重驱动共振，共绘公司千倍成长。1997 年公司开始涉足能量饮料业务，并正式开始续写千倍回报的成长叙事。按前复权年均收盘价计算，2024 年怪物饮料公司的股价较 1997 年增长了 2783 倍。若按不复权年均收盘价计算，2024 年公司股价较 1997 年上涨了 28 倍，同期收入增长 173 倍，净利率改善 5.9 倍，市盈率提升 1.5 倍，经过多轮股票分拆，股本扩张 104 倍。考虑公司成立以来未进行现金分红，本文对以上增长倍数的相关数据取自然对数，进而得以拆解出 28 倍股价回报的贡献因子：收入增长贡献了 190%，是第一大贡献因子；净利率改善贡献了 65.7%，是第二大贡献因子；市盈率提升贡献了 15.7%，是第三大贡献因子；股本扩张产生了-171.3%的负向贡献，部分对冲了公司基本面强劲增长对股价的强力推涨效应。

图表6: 1997~2024 年怪物饮料基本面及估值面复盘



资料来源：，方正证券研究所

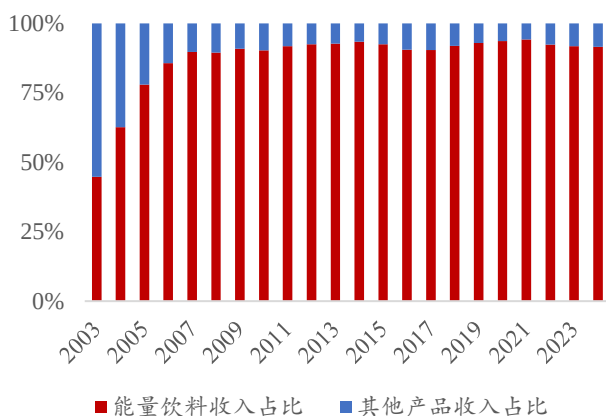
图表7: 1997~2024 年怪物饮料股价影响因子拆解 (%)



资料来源：，方正证券研究所

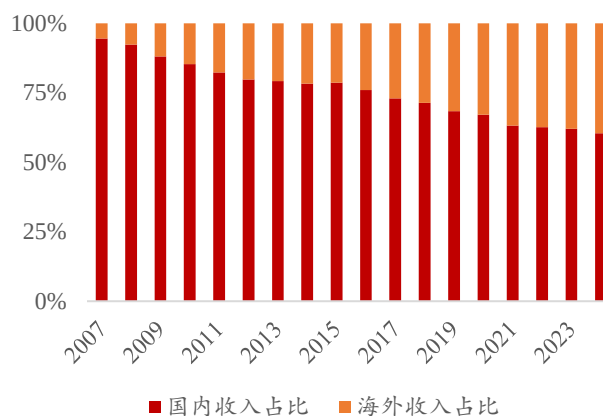
美国能量饮料市场的成功，奠基怪物饮料公司百倍营收增长。自 1997 年开展能量饮料业务以来，公司 1997~2024 年收入年均复合增速达 21.1%，自 2002 年推出“魔爪”能量饮料以来，公司 2002~2024 年收入年均复合增速更是高达 22.1%。从营收构成来看，能量饮料业务长期占据公司 9 成以上收入，是过去近 30 年公司收入爆发式增长的核心驱动力量。在 2014 年借助可口可乐全球分销网络加速国际化布局以前，美国市场贡献公司 8 成以上收入，截止 2024 年末，美国市场

占公司总收入比例仍超过6成。总而言之，公司在美国能量饮料市场的成功是其过往收入能够实现百倍式增长的最核心因素。

图表8: 2003~2024 年能量饮料¹及其他收入占比 (%)

资料来源：方正证券研究所

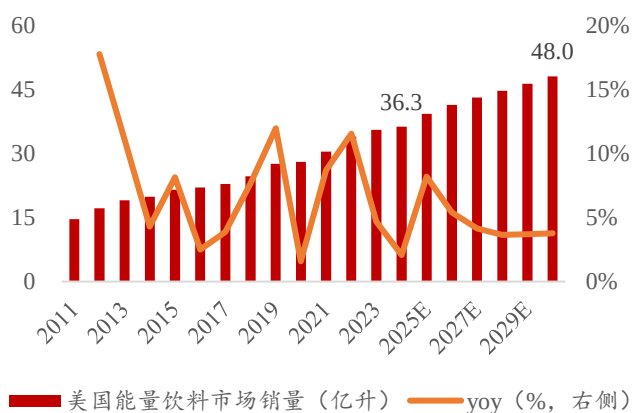
图表9: 2007~2024 年怪物饮料国内外收入占比 (%)



资料来源：方正证券研究所

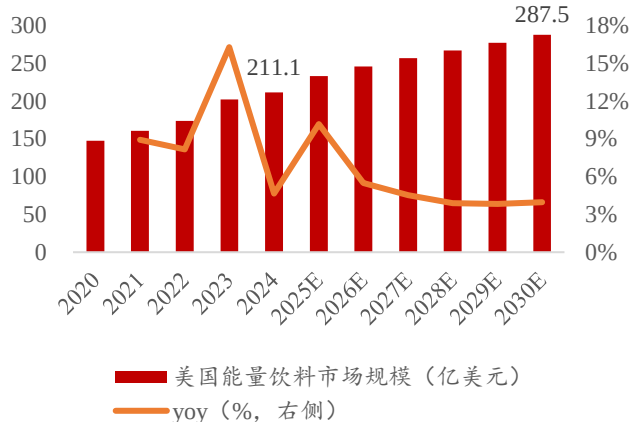
量价齐升的美国能量饮料市场，贝塔助力公司营收强劲增长。作为能量饮料全球最大的国家市场，美国能量饮料赛道的持续景气，为公司收入强劲增长提供了良好的贝塔支撑。2011~2024 年美国能量饮料销量 CAGR 达 7.3%，销量整体增长了 1.5 倍，到 2030 年以前还将继续以 4.8% 的 CAGR 增长；2024 年，美国能量饮料市场按零售额计的市场规模已增至 211 亿美元，2020~2024 年的年均复合增速达 9.4%，到 2030 年以前还将继续以 5.3% 的 CAGR 增长，到 2030 年有望扩张至 287 亿美元。在美国能量饮料市场量价齐升的景气下，“魔爪”推出后，2003 年~2024 年公司销售总箱数 CAGR 达 19.5%，且近 5 年仍维持高个位数增速，未来受益市场景气仍有望继续保持良好增长态势；因 2014 年合并可口可乐低单价能量饮料业务同期单箱价格略有下滑，但 2003 年~2024 年公司整体单箱售价 CAGR 仍达 2.3%，未来或随收购高单价酒精饮料品牌产品放量重回增长轨道。综上，公司营收有望在量价齐升逻辑下保持较好增长。

图表10: 美国能量饮料按销量计市场规模及增速



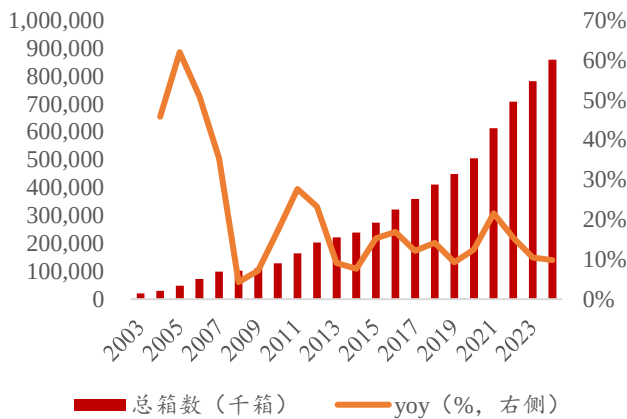
资料来源：欧睿，方正证券研究所

图表11: 美国能量饮料按零售额计市场规模及增速



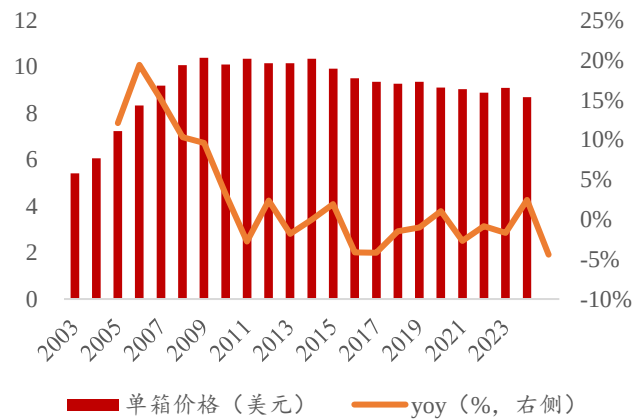
资料来源：欧睿，方正证券研究所

¹ 2015 年及之后仅为“魔爪”品牌能量饮料收入

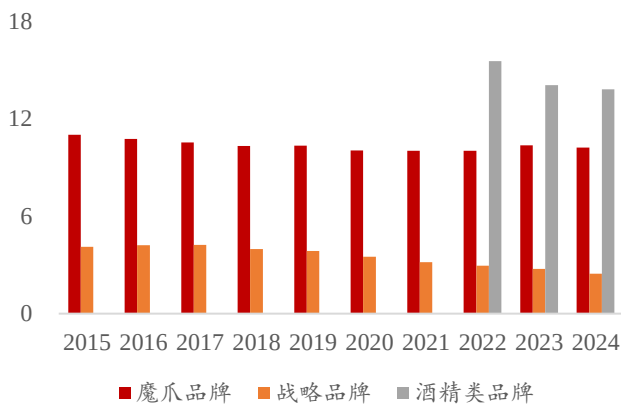
图表12:2003~2024 年怪物饮料销售量（千箱²）

资料来源：，方正证券研究所

图表13:怪物饮料销售单箱价格（美元/箱）

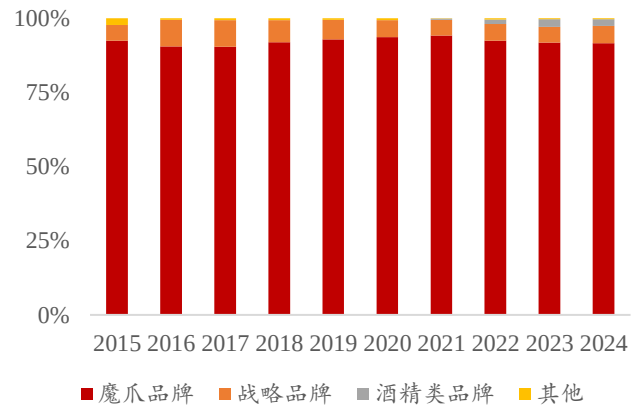


资料来源：，方正证券研究所

图表14:怪物饮料分品牌³单箱价格（美元/箱）

资料来源：，方正证券研究所

图表15:怪物饮料分品牌收入占比（%）



资料来源：，方正证券研究所

差异化竞争策略+“可口可乐”强大分销网加持+产品矩阵拓展，阿尔法助力公司营收强劲增长。2002 年，公司通过对产品包装及定位、客群、容量、口味、SKU 数量、价格、品牌营销等全方位迭代，借助“极致性价比、丰富多样的选择、契合客群心智的精准营销”，与主流竞品形成显著差异竞争优势，成功完成份额突围，并以近 4 成份额稳居美国市场能量饮料销量榜首，以 3 成左右份额稳居该市场零售额第二位，与红牛接近。2014 年，可口可乐以 21.5 亿美元收购了公司 16.7% 的股份，公司在置出非能量饮料业务并成为自身及可口可乐功能饮料的独家经营方的同时，更借此全面接入可口可乐全球无与伦比的分销网络，进而为未来公司收入的持续、均衡增长奠定重要基础，在前 20 年连续高增形成的高基数下，2014~2024 年公司收入仍保持双位数复合增长，且 2024 年海外收入占比较 2014 年提升了 17.8pct。与此同时，公司分别在 2022 年及 2023 年并购了 CANarcy 精酿啤酒集团和“Bang”能量饮料品牌，进一步丰富了公司的产品矩阵，为未来更长久的可持续发展奠定了基础。

²“单位箱”是指一种计量单位，相当于 192 美制液体盎司的成品饮料（24 个八盎司的份量）或可制成 192 美制液体盎司成品饮料的浓缩饮料。公司的单位箱数量是指公司直接或间接销售的单位箱（或单位箱等量）饮料的数量。

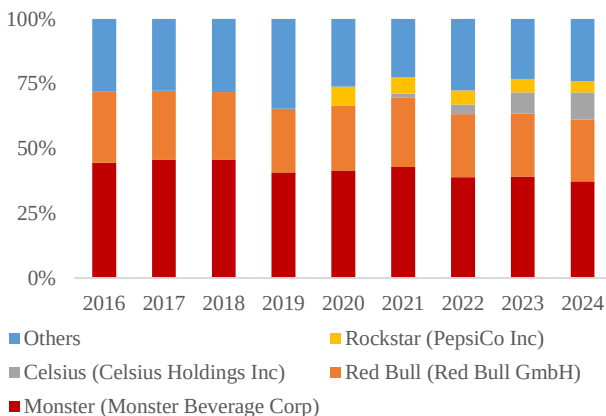
³ 战略品牌主要包含了公司在 2015 年与可口可乐公司 (Coca-Cola) 进行重大资产交换时收购的一系列能量饮料品牌。这些品牌通常被定位为价值型或区域性品牌，以补充 Monster 主品牌的市场，主要品牌包括 Predator（针对新兴市场推出的平价能量饮料、Relentless（主要在欧洲销售）、Mother（主要在澳大利亚和新西兰销售）、NOS（高性能能量饮料）等。

图表16:美国“魔爪”与“红牛”能量饮料产品对比

品牌	魔爪	红牛
包装		
产品定位	大众/年轻向高性价比能量饮 定位：硬核提神、潮流生活、学生/年轻职场 价值：大容量、高咖啡因、强个性、高性价比 人群心智：“更猛、更酷、更划算”的挑战者形象	高端能量饮料标杆 定位：专业运动、商务提神、高端生活方式 价值：品牌信任、品质稳定、全球统一体验 人群心智：“能量饮料=红牛”的品类心智占领
用户画像	核心客群：18-25岁（大学生/年轻职场） 预算敏感、追求个性、重度电竞/街头文化 学生、蓝领、年轻上班族、潮流爱好者 性别：男性为主（约60%），近年通过果味/零糖拓展女性	核心客群：25-45岁 运动爱好者、商务人士、夜店/夜生活人群 注重品质、愿意为品牌溢价付费 性别：男性为主（约60%），女性为辅
容量	主流规格：16oz（约473ml） 其他规格：12oz、24oz、32oz、500ml、零糖系列 策略特点：双倍容量、同价/低价，主打“加量不加价”	主流规格：8.4oz（约250ml） 其他规格：12oz、16oz、20oz、250ml×4/6连包 策略特点：小容量、高单价
SKU	SKU极多、持续迭代： 经典绿罐（Original） 零糖系列（Ultra/Zero Sugar） 果味线（芒果、芭乐百香果、柑橘、浆果等） 咖啡/奶咖融合、气泡水、运动恢复线	SKU极少、高度聚焦： 经典原味（Original） 无糖版（Sugarfree） 零卡版（Zero） 热带/莓果等少量限定
口味类型	果味化、甜度更低、更清爽、覆盖多元偏好	传统能量饮风味、甜感厚重、牛磺酸味明显
价格	单罐 16oz: \$1.99-\$2.49 单盎司价格: \$0.12-\$0.16/oz 定位：性价比、大容量、学生/年轻群体友好	单罐 8.4oz: \$2.29-\$2.99 单盎司价格: \$0.27-\$0.36/oz 定位：高端溢价、品牌价值定价
品牌赞助与营销	核心：年轻亚文化+街头运动+电竞+摇滚 滑板、越野摩托、电竞战队、音乐节、说唱、潮玩 大学校园、便利店、加油站、快餐、流媒体 内容：UGC、网红、联名、线下派对、电竞直播 渠道：下沉更彻底、校园渗透强、性价比渠道密集 调性：叛逆、硬核、潮流、年轻、社群化	核心：极限运动+全球顶级赛事 F1红牛车队、极限跳伞、滑雪、BMX、冲浪 红牛坠山赛、红牛X Games 内容：自制体育IP、纪录片、赛事直播 渠道：高端运动、便利店、商超、加油站、夜店 调性：专业、冒险、精英、全球影响力

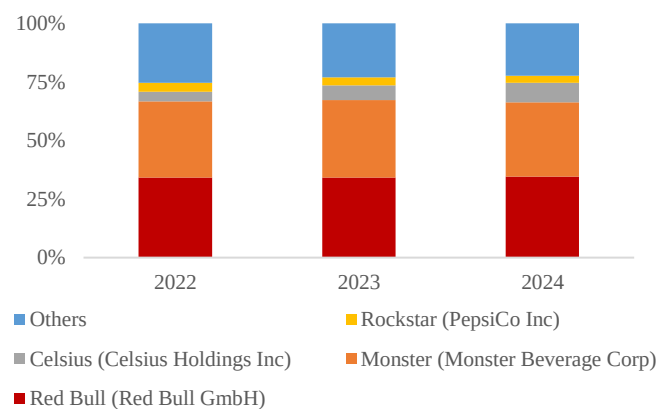
资料来源：方正证券研究所

图表17:2016~2024年美国能量饮料销售量格局（%）



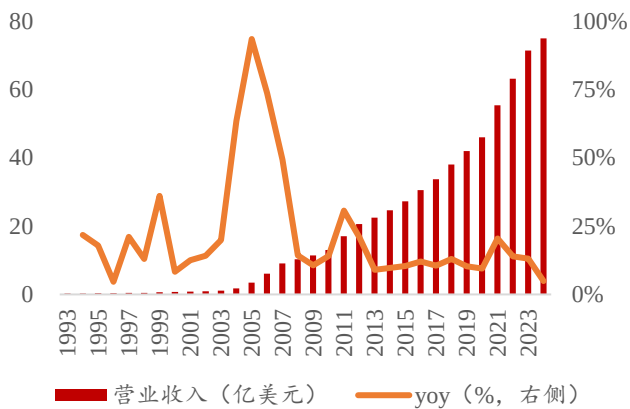
资料来源：欧睿，方正证券研究所

图表18:2022~2024年美国能量饮料零售额格局（%）



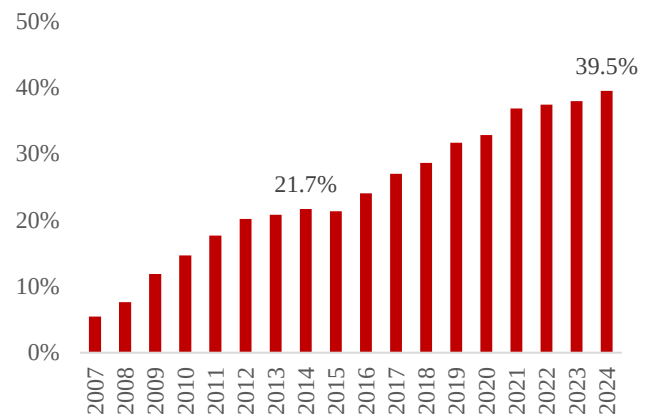
资料来源：欧睿，方正证券研究所

图表19:1992~2024 年怪物饮料收入及增速



资料来源：方正证券研究所

图表20:2007~2024 年怪物饮料海外收入占比 (%)

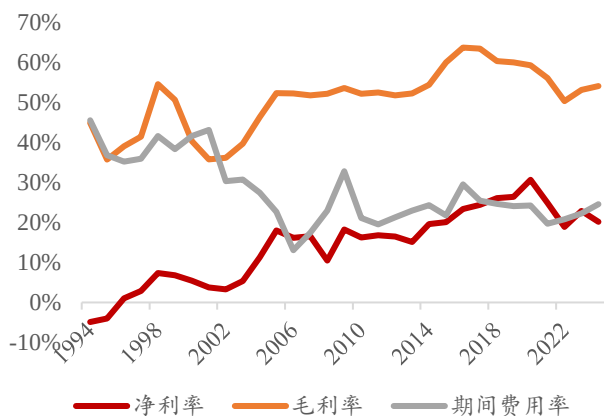


资料来源：方正证券研究所

聚焦高盈利业务+轻资产模式运营+绑定渠道巨头，铺就怪物饮料盈利跃升之路。

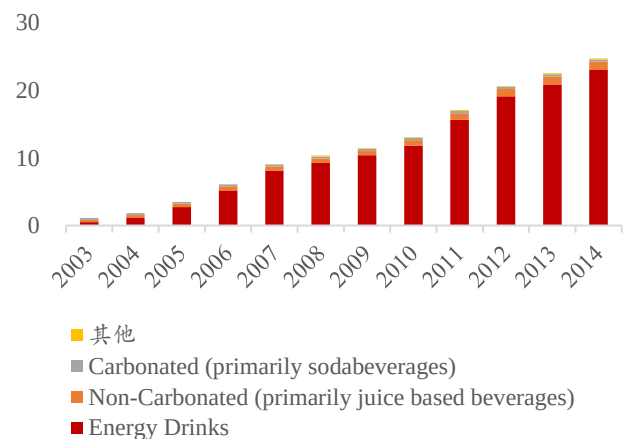
“魔爪”能量饮料的成功带动公司能量饮料业务收入快速增长，进而带动公司整体营收规模显著扩张，并有效摊薄成本费用。与此同时，公司能量饮料业务的经营利润率显著高于其他饮料业务，其营收占比的不断提高将进一步改善公司整体盈利水平。此外，2014 年公司与可口可乐的“世纪联姻”是其盈利能力进一步改善的重要转折点。一方面，公司借此机会成功将旗下的果汁、天然苏打水等拖累整体盈利水平的非能量饮料业务剥离至可口可乐，并换回可口可乐旗下能量饮料业务；另一方面，通过接入可口可乐全球的生产及分销系统，将原本需要自己罐装生产、雇佣销售、租赁仓库、跑零售点等成本、费用，变成支付给可口可乐相对固定的费用，再借助其强大的分销网络实现渠道更广覆盖、更深下沉，从而带来公司营收的持续高增，进而以更大收入规模进一步摊薄固定费用，最终实现公司整体盈利水平的显著提升。

图表21:1994~2024 年怪物饮料盈利能力拆解 (%)



资料来源：方正证券研究所

图表22:2003~2014 年怪物饮料收入构成 (亿美元)



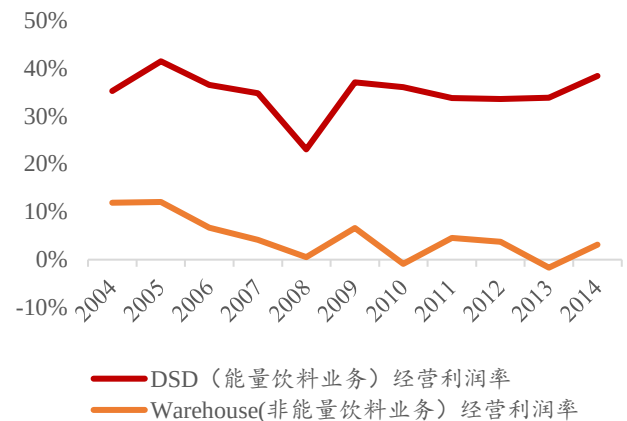
资料来源：方正证券研究所

图表23:2004~2014 怪物饮料能量饮料与其他收入



资料来源: , 方正证券研究所

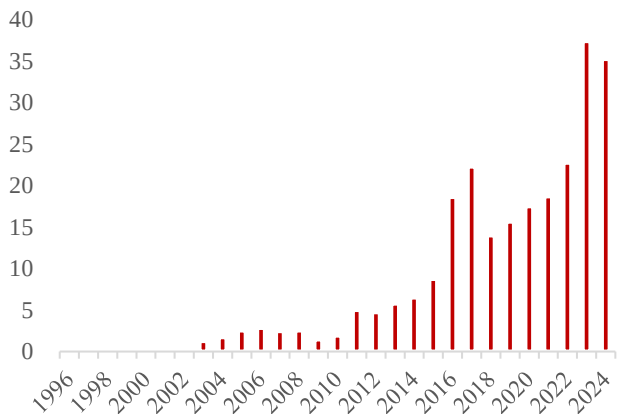
图表24:2004~2014 怪物饮料能量饮料与其他 OP-Margin



资料来源: , 方正证券研究所

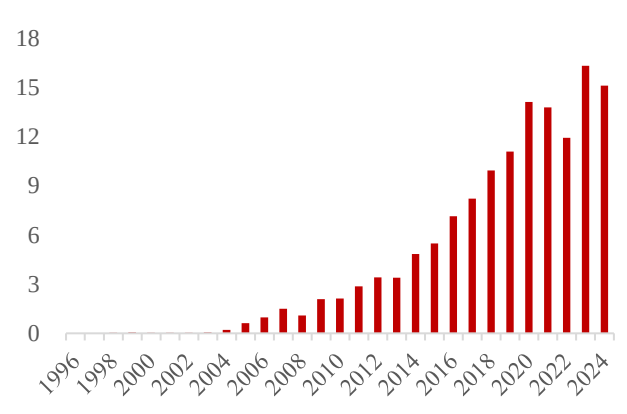
高成长支撑高估值。公司聚焦景气高增的能量饮料赛道，长期占据全球能量饮料龙头地位，受益行业贝塔及公司阿尔法双向助力，公司经营业绩持续高增，1997~2024 年年均复合增速达 30.1%，期间净利润合计增长了 1206.2 倍，高成长带动公司估值水平向上。

图表25:怪物饮料公司市盈率（倍）



资料来源: , 方正证券研究所

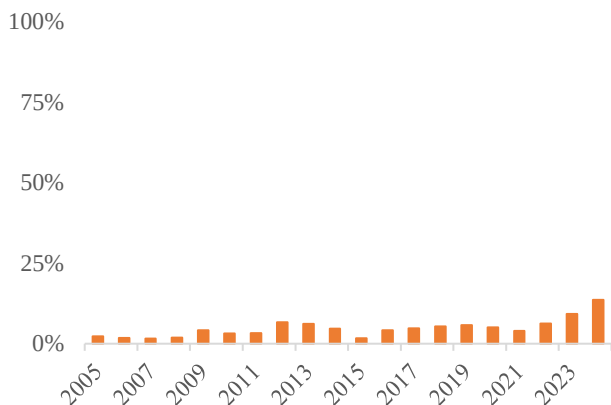
图表26:1996~2024 年怪物饮料归母净利润（亿元）



资料来源: , 方正证券研究所

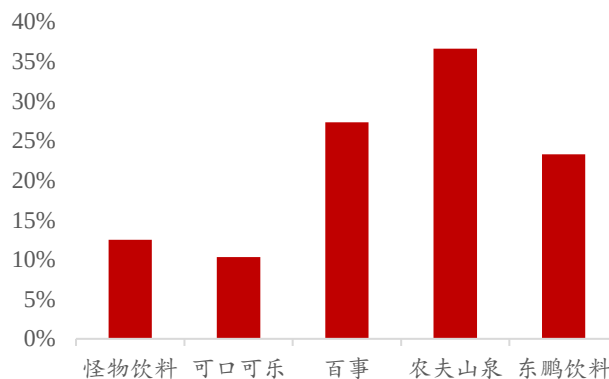
轻资产模式资本开支小，充裕现金流提供股价支撑充足弹药。公司采取轻资产模式运营，将生产、分销全部外包，专注于品牌管理、产品研发等的高附加值环节，公司固定资产占比长期保持在 10%以下，近两年因公司开启自建供应链，该比例略有增长至 10%出头，但较多数软饮料企业仍相对较低。轻资产模式带来更少的资本开支需求，公司资本开支占自由现金流比例过去长期维持在个位数水平，近些年略有增长，但基本也不超过 20%。基于此，公司得以拥有稳定且充裕的自由现金流，公司利用这些充足的现金分别在 2023 及 2024 年两次开展合计 11 亿美元的股票回购，回购总数超过 2169 万股，此举帮助其在业绩短期调整之时形成一定股价支撑。

图表27:2005~2024 年怪物饮料固定资产占比 (%)



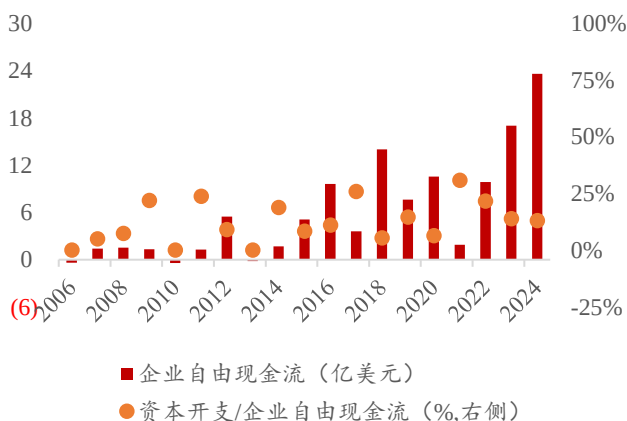
资料来源: , 方正证券研究所

图表28:2024 主要软饮料企业固定资产占比



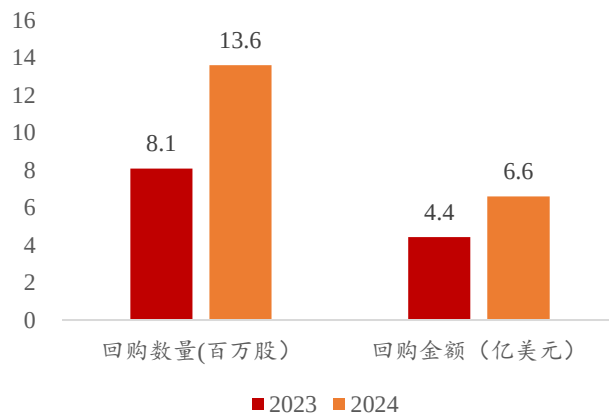
资料来源: , 方正证券研究所

图表29:2006~2024 年怪物饮料 FCF 及 CAPEX 情况



资料来源: , 方正证券研究所

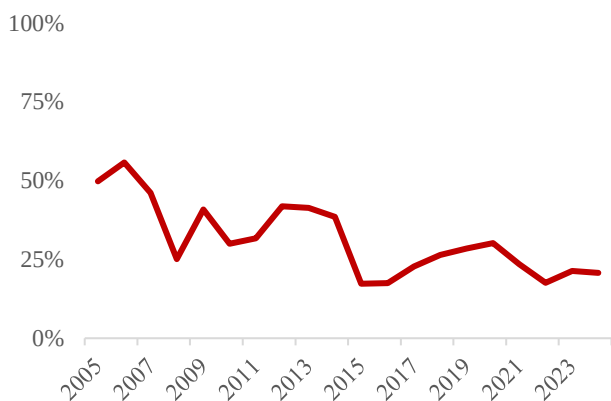
图表30:2023~2024 怪物饮料回购股份情况



资料来源: , 方正证券研究所

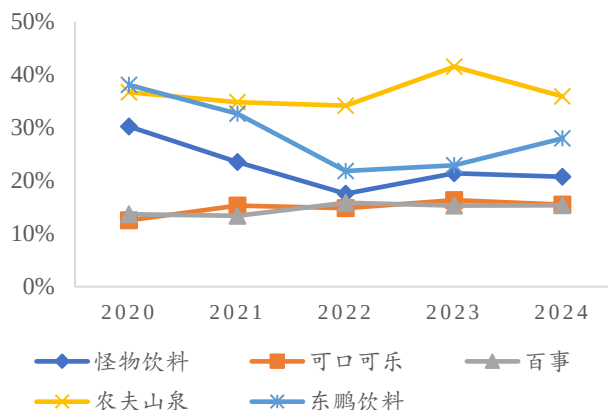
较高的资产回报率是支撑公司估值的另一重要保障。公司的投入资本回报率（以下简称“ROIC”）基本在 20%~30% 区间内，长期领先可口可乐和百事公司，主要依靠相对领先的盈利水平。由于公司生产和分销环节外包，公司整体周转效率不如东鹏及农夫这类“自建工厂+强管控渠道”的企业。自从 2023 年开始公司明显加大了自有供应链的建设，包括在巴西、爱尔兰建生产工厂以及全球多个地区建设仓储设施，固定资产占比因此连续两年飙升，此举不仅或有助于降低公司成本，改善整体盈利水平，还有望改善产品运输效率，提升产品整体周转率。双向驱动之下，公司未来资产回报率或稳中有升，进而进一步保障估值水平。

图表31:2005~2024 年怪物饮料 ROIC (%)



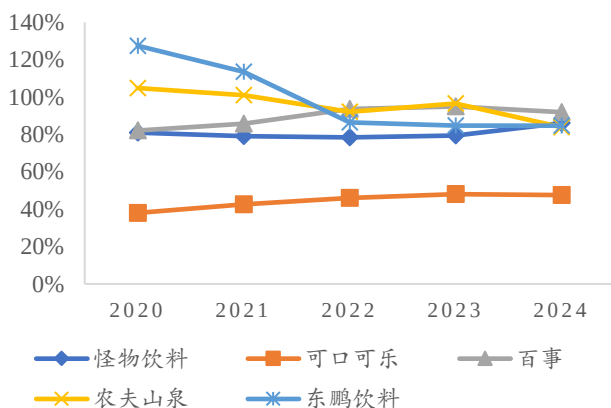
资料来源: , 方正证券研究所

图表32:2020~2024 主要软饮料企业 ROIC (%)



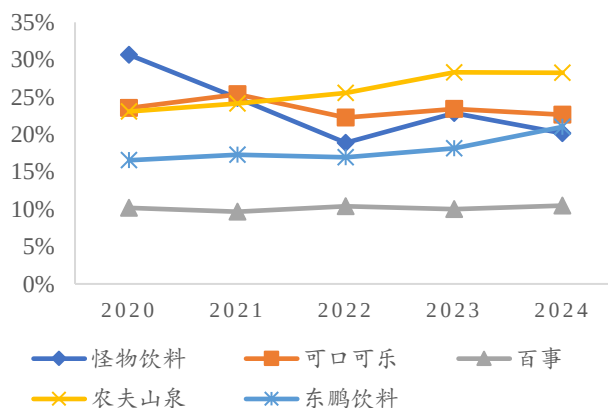
资料来源: , 方正证券研究所

图表33:2020~2024 主要软饮料企业总资产周转率 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

图表34:2020~2024 主要软饮料企业净利润率 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

1.3 降糖、去糖化应健康大潮而来, Ultra 无糖系列巧解“糖税”新政冲击

美国多地征收“糖税”,含糖饮料量利承压,零糖产品迎来发展机遇。为提高公众对食物和饮料中糖分含量的认识,引导消费者减少对不健康食品和饮料的消费,促进健康的生活方式,自 2015 年起,加州伯克利市首次宣布对包括苏打水在内的含糖饮料正式征收每盎司 1 美分的税。虽然目前全国性的含糖饮料消费税法案未获通过,但美国已有三十多个州颁布了相应税收法案,并就每盎司含糖饮料征收 1~2 美分的税,这导致价格上涨 30%左右,价格向终端传导,最终导致征税区域市场整体销量也相应大幅下滑。在此背景下,含糖饮料企业收入增长及盈利空间均相应承压,倒逼行业产品健康化转型。

图表35:美国“含糖饮料消费税”部门城市实施情况

城市	所在州	开征时间	征税对象	税率 (美分/盎司)	2019年“糖税”收入 (万美元)	占当年全州税收 收入的比重(%)
伯克利	加利福利亚州	2015/1/1	含糖饮料(不包括牛奶、果汁、酒精、膳食替代饮料、减肥汽水); 用来制作含糖饮料的糖浆	1.00	161.5	0.00024%
费城	宾夕法尼亚州	2016/6/16	含糖饮料和含人工甜味剂饮料	1.50	7768.7	0.04946%
奥尔巴尼	加利福利亚州	2017/4/1	含糖饮料	1.00	27.3	0.00004%
奥克兰	加利福利亚州	2017/7/1	含糖饮料	1.00	1015.5	0.00152%
博尔德	科罗拉多州	2017/7/1	含糖饮料	2.00	495.7	0.00773%
旧金山	加利福利亚州	2018/1/1	含糖饮料, 对婴儿配方奶粉、奶制品、补充剂、医疗饮料、果汁饮料免税	1.00	1609.8	0.00241%
西雅图	华盛顿州	2018/1/1	含糖饮料, 不含无糖苏打水和果汁	1.75	2311.2	0.02146%

资料来源:“糖税”的国际经验与成本效益分析——基于美国糖尿病形势及其医疗支出状况的思考, 方正证券研究所

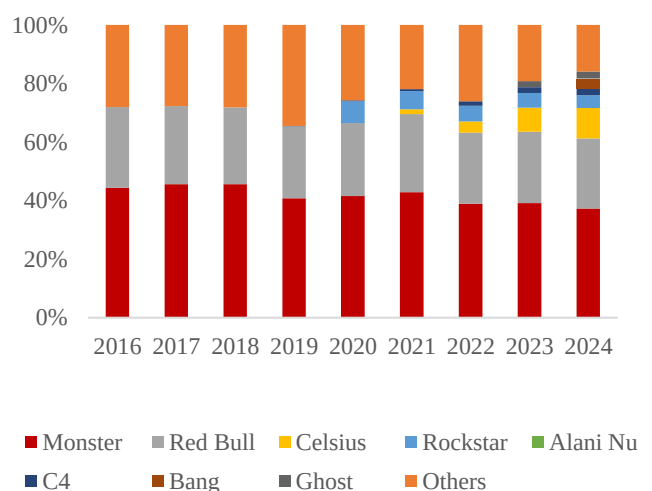
健康化趋势重塑竞争格局, 新兴品牌借势挑战传统巨头。相较于 Monster、红牛主流产品线“高糖+合成咖啡因”组合, 部分新兴品牌如 Celsius 和 C4 等, 其采用“零糖+天然咖啡因”这类更健康的组合切入市场, 抢占美国能量饮料市场健康化变革带来的行业红利, 实现份额的快速扩张。据欧睿, 2024 年 Celsius、C4 及 Ghost 品牌在美国能量饮料市场的销量份额分别为 10.4%、2.3%和 2.4%, 其中 Celsius 更是排在红牛之后, 是行业销量第三名, 前五名也有两个主要“低糖+天然咖啡因”的新品牌入围。可以说, 能量饮料行业健康化大潮之下, 符合健康趋势的新兴品牌正挑战传统巨头的垄断地位。

图表36:美国能量饮料主要新兴品牌简介

	Celsius	C4	Alani Nu	Ghost
产品成分	零糖, 天然咖啡因 核心成分为经过临床验证的 MetaPlus 专利复合糖(绿茶提取物、瓜拉纳籽、生姜提取物、无水咖啡因)提升新陈代谢、促进脂肪燃烧	零糖, 天然咖啡因 核心成分包括 200mg 咖啡因、2 克 CarnoSyn-β-丙氨酸(提升肌肉耐力)、100 毫克 PeptiPump-9 生物活性氨基酸(提升肌肉泵感)	零糖, 天然咖啡因 瓜拉纳籽提取物、生物素(维持皮肤光泽弹性)、L-茶氨酸、L-肉碱酒石酸盐(促进脂肪的氧化)	零糖, 天然咖啡因 50mg 茶氨酸, 150mg 咖啡因 BCAA 支链氨基酸(减少肌肉分解)
定位	定位“健康生活符号”, 专注健康健身人群, 提升运动表现	力量训练搭档	女性健康能量饮料, 专注 Z 世代和千禧女性(90%用户为女性)	高强度运动恢复
渠道	借力百事可乐实现全渠道覆盖 借助百事可乐 DSD 网络, 覆盖北美 97% 的便利店; 此外, 还进驻了健身房、药房等特殊渠道以及零售、电商平台	借力 KDP-高度垂直场景渗透 借助 KDP 进驻大型商超、便利店, 自身专注于健身房、健身俱乐部等力量训练场景渗透	主攻女性消费场景 除了和 Walmart、Target、Costco 等零售巨头合作外, 重点向瑜伽馆、健身房、写字楼等场景渗透	借力百威英博+KDP 前期和百威英博合作进驻 7-11、Kroger 等全国连锁便利店, 2024 年被 KDP 收购后接入 KDP 的配送网络, 覆盖范围更广
营销	科学背书+KOL 营销 投入资金资助独立临床试验, 验证其 MetaPlus 配方的燃脂和代谢提升效果; 聚焦健身网红和垂直领域 KOL, 塑造健康生活方式身份认同	KOL 营销 用运动员真实训练视频证明产品功效(如深蹲重量提升 15%), 强化“力量训练伙伴”标签	KOL+社群营销 与大量女性 KOL 合作, 包括健身博主、美妆博主等, 让她们分享真实测评、试喝体验; 在 Instagram/TikTok 构建女性社群, 发布健身挑战(如“女性力量挑战”), 结合 APP 推送个性化内容	科学背书+KOL 营销 投入高成本资助独立研究, 为燃脂和运动表现提升提供科学支撑, 拍摄健身教练作为“品牌大使”

资料来源: 36 氪, 方正证券研究所

图表37:2016~2024 年美国能量饮料市场销量格局



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

Ultra 零糖系列成功有效应对“糖税”及激烈竞争冲击, 巩固公司长期竞争力。2012 年 8 月公司发布了零糖产品线 Ultra 系列的首款产品, 2013 年该系列仅贡献“魔爪”品牌 16%左右的收入, 随后不断扩展该系列的 SKU, 到目前其在“魔爪”品牌种的收入贡献比例已超过 40%, 成为该品牌能量饮料持续增长的重要驱动因素。

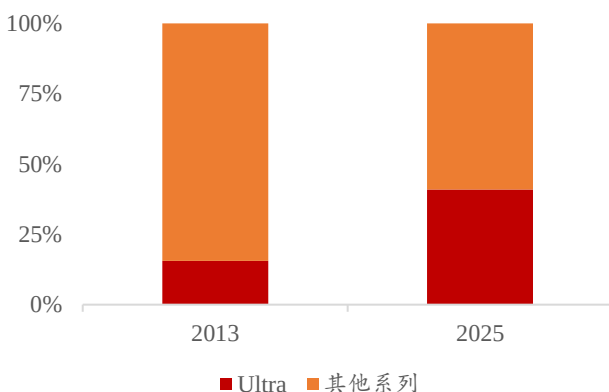
动。该系列产品定位“零糖、零卡、轻能量、健康生活方式”，是公司由“男性硬核能量饮”向“全人群健康能量饮”转型的核心战略载体，契合全球“减糖、控糖、健康化”政策趋势，有效对冲了“糖税”对主流高糖产品线的冲击。因零糖配方产生的健康溢价，该系列产品单罐在美零售价为2.49~2.69美元，比经典线高8%~15%，其更高、更坚挺的价格使其成为公司盈利改善的重要驱动。可以说，Ultra系列的成功某种程度上决定了公司的长期竞争力与估值中枢。

图表38：“魔爪”主流含糖产品线与Ultra零糖产品系列对比

品牌	主流高糖线	Ultra零糖系列
包装	 低卡 原味 低卡 蓝爪 桃子 奶油味	 零糖 西瓜味 零糖 番石榴 零糖 草莓 零糖 蓝爪 零糖 桃子味 零糖 玫瑰味 零糖 芒果 零糖 红爪 零糖 白爪 零糖 宝石红 零糖 橙爪 零糖 绿爪 零糖 紫爪 零糖 夏威夷蓝
产品定位	核心定位： 高糖、高能量、硬核、个性表达 功能： 极致提神、高强度能量补充，主打“劲猛、够劲” 场景： 熬夜、极限运动、电竞、夜店、高强度工作 差异化： 大容量+高性价比+亚文化认同，对标红牛“高端小罐”	核心定位： 零糖、零卡、轻能量、健康生活方式 功能： 日常提神、轻运动、办公、健康能量补充，无糖分负担 场景： 健身、办公、日常通勤、轻社交、居家 差异化： 零糖+轻口感+健康标签，承接健康化、女性化、糖税三大趋势 战略价值： 对冲糖税、拓展新人群、提升 ROIC、驱动增长
用户画像	核心年龄： 18-25岁（大学生、年轻蓝领、极限运动爱好者） 性别： 男性为主，约7成 特征： 追求个性、反叛、身份认同 预算有限，看重性价比 高频场景：熬夜、电竞、极限运动、夜店 对糖分不敏感，更看重能量强度	核心年龄： 20-35岁（白领、健身人群、健康意识人群） 性别： 4~5成是女性 特征： 注重健康、控糖、低负担 消费场景：健身、办公、日常、轻运动 对价格敏感度较低，愿意为健康溢价买单 是传统能量饮料排斥人群的转化入口
口味类型	核心口味： 经典柑橘口味为绝对主力 拓展： 少量莓果、热带、咖啡、果汁混合风味（如 Monster Assault、Pipeline Punch） 口感： 厚重、高甜、气泡强、能量感十足 策略： 大单品主导，口味迭代慢，聚焦经典风味	核心： 零糖、零卡、低负担，保留能量配方（咖啡因、牛磺酸、B族） 口味矩阵： 高频上新（3-5款/年），SKU超30款 基础： Ultra White（柑橘）、Ultra Blue（莓果）、Ultra Red（莓果） 爆款： Ultra Blue Hawaiian、Vice Guava、Wild Passion等热带/水果风味 口感： 清爽、气泡细腻、甜度低、无厚重甜腻感 策略： 口味快速迭代，覆盖莓果、热带、柑橘、香草，迎合健康+新鲜感
价格	北美零售价（16oz）： \$2.29-\$2.49/罐 定位： 高性价比，“加量不加价”（16oz vs 红牛 8.4oz，同价） 促销： 渠道促销多，价格敏感度高 毛利率： 中等，受高糖原料、渠道促销挤压	北美零售价（16oz）： \$2.49-\$2.69/罐，比经典线高8%-15% 定位： 健康溢价，零糖+轻口感支撑更高定价 促销： 促销更少，价格更坚挺 毛利率： 高于经典线（零糖配方成本优化+定价能力更强）

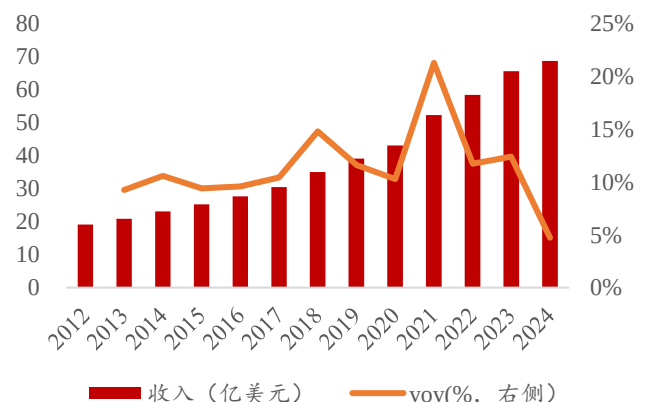
资料来源：方正证券研究所

图表39：“魔爪”能量饮料分系列收入占比（%）



资料来源：Dolphin Research，方正证券研究所

图表40：2012~2024年“魔爪”能量饮料收入及增速



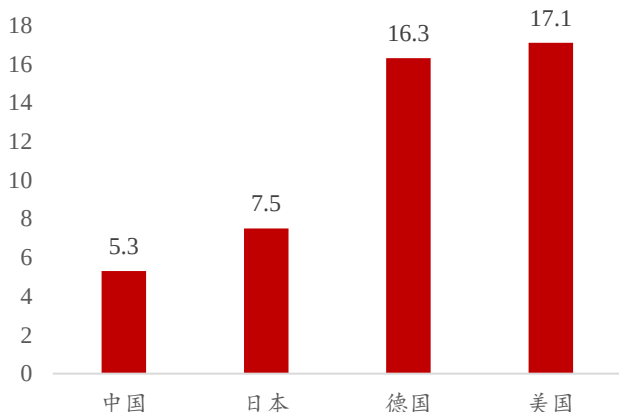
资料来源：方正证券研究所

2 玉汝于成：千亿中国能量饮料赛道，双位数复合高增，东鹏特饮以更强增长势能冲刺过半份额

2.1 中国能量饮料市场双位数复合高增迈步两千亿，东鹏特饮领衔一众后起之秀重塑“红牛”垄断格局

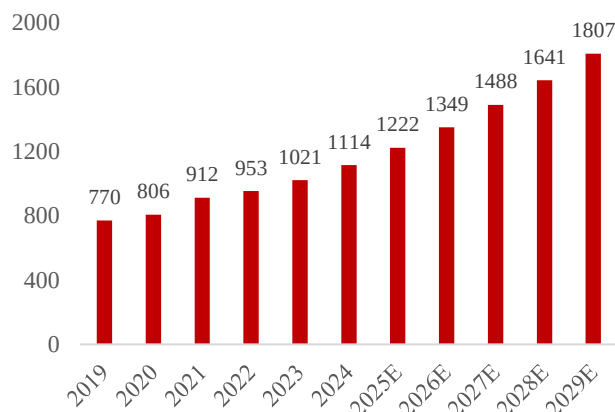
中国能量饮料千亿市场，未来有望持续保持双位数高增态势。伴随着经济发展及生活节奏加快，叠加健康意识提升及运动健身趋势的普及影响，中国能量饮料的消费人群持续扩容、消费场景不断拓展，驱动其需求持续增长。据弗若斯特沙利文，2024 年中国能量饮料市场规模达 1114 亿元，2019~2024 年的 CAGR 达 7.7%。目前，中国人均能量饮料年消费量较发达国家还有较大增长空间，2024 年我国人均年消费量为 5.3 升，而同期美国、德国和日本等发达国家人均年消费量分别为 17.1 升、16.3 升和 7.5 升。在前述趋势的持续影响下，叠加广告宣传推动人们对能量饮料的接受程度及认知度也进一步提高，中国能量饮料渗透率将随之提升，预计至 2029 年，中国人均能量饮料年消费量将以 9.6% 的年复合增长率增加至 8.4 升，总消费量将由 2025 年的 75 亿升以 9.5% 的年复合增长率增至 2029 年的 117 亿升，总的市场规模则以 10.3% 的年复合增长率增至 1807 亿元。

图表41: 2024 年部分国家能量饮料年人均消费量（升）



资料来源：东鹏饮料，弗若斯特沙利文，方正证券研究所

图表42: 中国能量饮料市场以零售额计的规模（亿元）



资料来源：东鹏饮料，弗若斯特沙利文，方正证券研究所

“红牛”品牌开创中国能量饮料市场激荡三十年。1995 年，华彬集团及泰国天丝联合向中国市场推出“红牛”品牌能量饮料，开启了蓬勃发展的中国能量饮料市场。过去三十年，中国能量饮料市场方兴未艾，高成长赛道吸引众多国内外品牌加入。1997 年，东鹏特饮正式面世，成为国内推出的第一瓶维生素能量饮料。随后，大量国产品牌进军能量饮料赛道，如中沃实业推出体质能量、娃哈哈推出启力、达利食品推出乐虎、华彬推出战马、伊利推出焕醒源、今麦郎推出天豹、统一推出焕神等。此外，一些国际能量饮料品牌也陆续进入中国市场，2016 年美国怪物饮料公司的魔爪依靠可口可乐的渠道进入中国，并于 2024 年新推出了猎兽品牌。2017 年，安利旗下的 XS 能量饮料有也曾借助安利强大直销体系入驻中国市场。

图表43: 中国能量饮料品牌发展简史

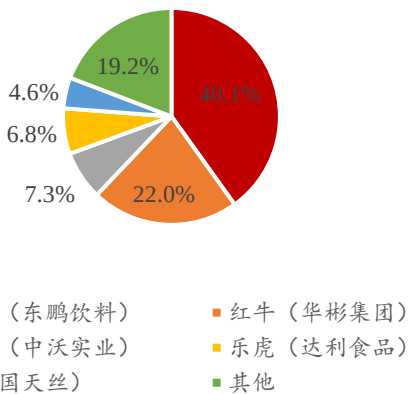
时间	1995	1997	2000	2010	2012	2013	2015	2016	2017	2018	2019	2021	2022	2023	2024	2025	2026
品牌	红牛	东鹏特饮	体质能量	黑卡	启力	东鹿	“刺”	魔爪	战马	焕醒源	天豹	好客之力	大魔王	MAXX合气能量饮料	焕神	魔兽	冰红茶ENERGY
(公司)	(华彬集团&泰国天丝)	(东鹏饮料)	(中沃实业)	(黑卡食品)	(哇哈哈)	(达利食品)	(旺旺食品)	(美国怪物饮料)	(华彬集团)	(伊利集团)	(今麦郎)	(中国石油)	(元气森林)	(元气森林)	(统一)	(华洋饮品)	(康师傅)
									XS (安利集团)						大乐®劲爆 (旺旺食品)		
															瑞幸 (美国怪物饮料)		

资料来源: FoodTalks, 中国产业经济信息网, 中华网, 信阳晚报, 方正证券研究所

TOP5 品牌占据市场超 8 成份额, 市场有望向增速领先的东鹏特饮进一步集中。

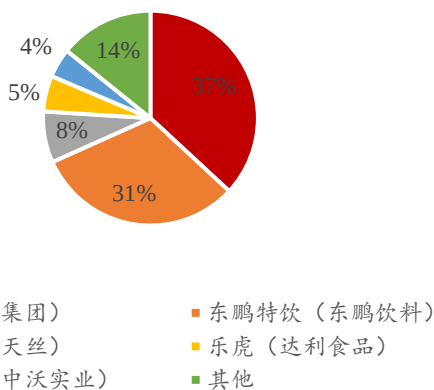
据弗若斯特沙利文, 中国能量饮料 TOP5 品牌占据 80.8% 的销量份额, 其中 2024 年东鹏特饮以 40.1% 的市场份额, 稳居中国能量饮料销售量首位, 且以 28.5% 的 CAGR 成为 2022~2024 年中国能量饮料销量 TOP5 品牌中增长最快的企业; 按零售额口径, 中国能量饮料 TOP5 品牌占据 85.8% 的市场份额, 其中华彬集团运营的“红牛”品牌以 36.9% 的市占率拔得头筹, 东鹏特饮以 31.4% 的份额位居第二, 同时东鹏特饮以 26.7% 的 CAGR 成为 2022~2024 年中国能量饮料零售额 TOP5 品牌中增长最快的企业。2022~2024 东鹏特饮的销售量和零售额复合增速显著领先主要竞争对手, 在此增长势能差距下, 其未来有望斩获更多市场份额。

图表44: 2024 年中国能量饮料销售量市场格局 (%)



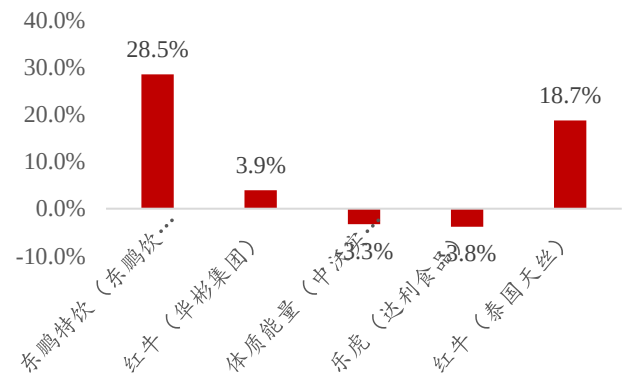
资料来源: 东鹏饮料, 弗若斯特沙利文, 方正证券研究所

图表46: 2024 年中国能量饮料零售额市场格局 (%)



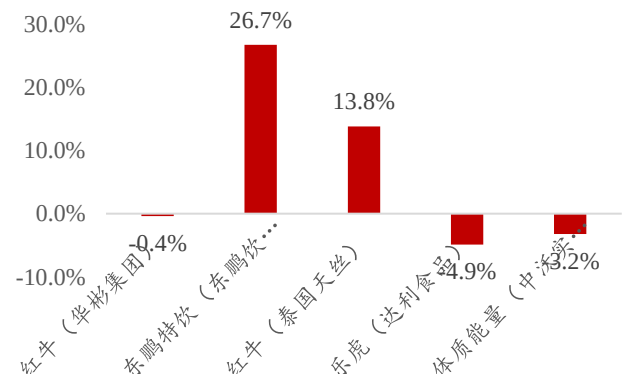
资料来源: 东鹏饮料, 弗若斯特沙利文, 方正证券研究所

图表45: 22~24 年中国能量饮料 TOP5 销售量 CAGR (%)



资料来源: 东鹏饮料, 弗若斯特沙利文, 方正证券研究所

图表47: 22~24 年中国能量饮料 TOP5 零售额 CAGR (%)



资料来源: 东鹏饮料, 弗若斯特沙利文, 方正证券研究所

2.2 东鹏饮料昂扬突进三十年, 基本面显著领先但估值相对偏低, 优异成长性
或待市场再定价

东鹏三十年，从区域能量饮料龙头走向全球多品类饮料综合型平台。1994 年公司成立，1997 年正式更名，1998 年推出“东鹏特饮”并拿下国内首张功能饮料卫生证书，正式开启能量饮料赛道发展之路；2003 年完成改制，为后续市场化发展奠定基础；2009 年凭借首创 PET 包装与独特防尘盖设计，在市场中快速破局；2013 年邀请谢霆锋代言，开启全国化进程；2014 年确立“品牌年轻化”战略，通过“年轻就要醒着拼”等营销深入人心；2015 年率先使用“一物一码”数字化营销，并于 2020 年向“五码关联”迭代，实现强渠道管控，并直接与终端网点及消费者高效互动；2018 年推出 500ml 大瓶装，成为公司营收增长最快的旗舰单品；2021 年在上交所 A 股主板上市，成为“能量饮料第一股”，并实现超 4 倍回报；2023 年整体营收突破百亿元，并推出第二大单品-电解质水“补水啦”；2024 年全面实施“1+6”多品类战略，布局能量、电解质、茶饮、咖啡、预调鸡尾酒等多元赛道；2026 年与三林集团达成战略合作，推进印尼市场布局，并成功登陆港股上市，国际化进程进一步加快。

图表48: 东鹏饮料发展历程及股价走势



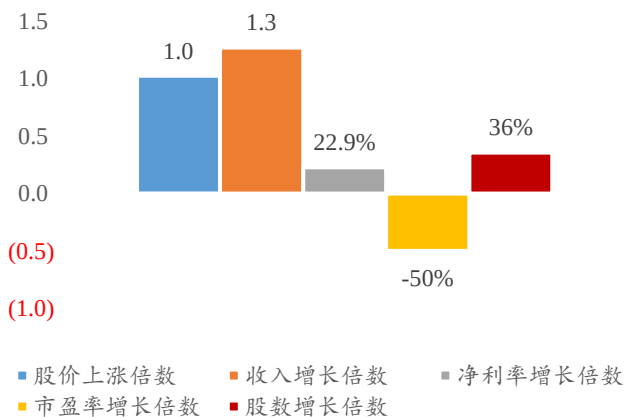
2021 年 5 月 27 日~2026 年 2 月 27 日，公司经前复权后的股价期间涨幅达 4.05 倍。

资料来源：东鹏饮料，快消与营销，方正证券研究所

基本面仍强劲但估值明显下移，东鹏优异成长性或未得市场充分定价。自 2021 年 A 股上市以来，2021~2024 年收入增长 1.3 倍，净利率改善 23%，市盈率则下滑 50%，同时股数扩张 36%，收入增长及盈利水平的改善被估值下移及股本扩张部分对冲，因此同期公司未经复权调整的年均收盘价涨幅仅为 1 倍左右。考虑公司近年来收入增长仍保持强劲态势，盈利水平也同步持续改善，较怪物饮料股价

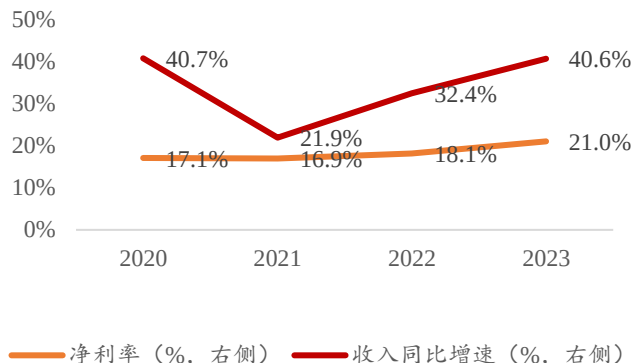
跟随基本面显著改善因戴维斯双击而强势向上，公司过去股价涨幅相对较低，市场对公司优异成长性给予的估值溢价或还有提升空间。

图表49:2021~2024 年东鹏饮料基本面及估值面复盘



资料来源: , 方正证券研究所

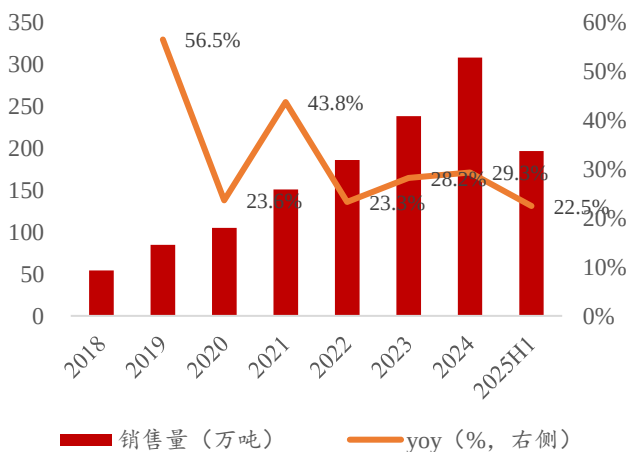
图表50:2021~2024 年东鹏饮料收入增速及净利率 (%)



资料来源: , 方正证券研究所

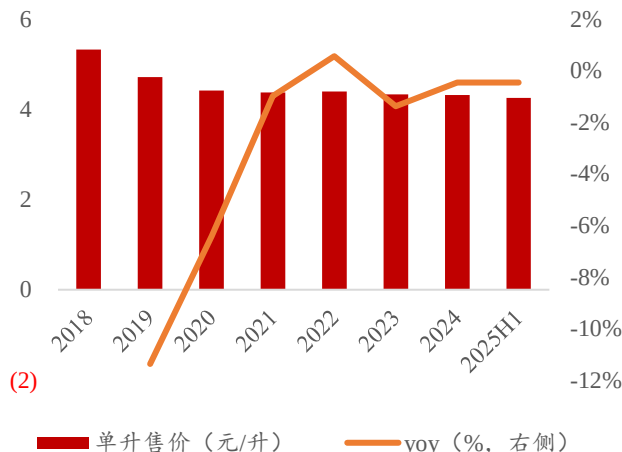
单价稳中微降，销量强势增长驱动营收及份额双飙升。2023 东鹏特饮总营收首次突破百亿大关，2024 年增至 133 亿元，2018~2024 年 CAGR 达 29%；据尼尔森，2024 年其终端零售额的市占率增至 34.9%，较 2018 年提升了 17.7pct。其收入及终端零售份额的强劲增长，主要驱动自其更强势的销量增长势头，2024 年其销量达 308.3 万吨，2018~2024 年 CAGR 达 33.6%；据尼尔森，2024 年其终端销量的市占率增至 47.9%，较 2018 年提升了 20.9pct。同期，其出厂端单升售价略有下调，期间 CAGR 达-3.4%，近三年基本维持在 4.3 元/升左右。

图表51:2018~25H1 东鹏特饮销售总量及增速



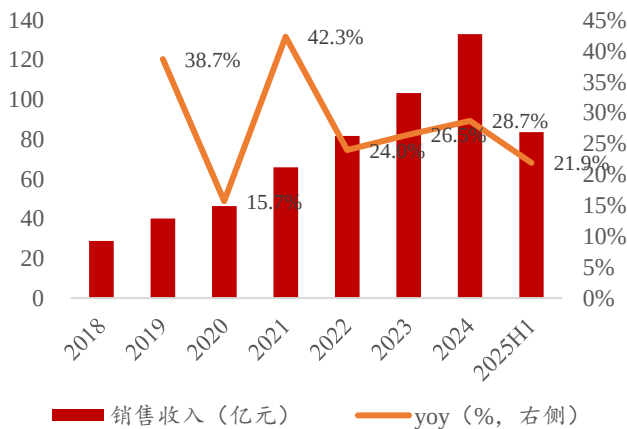
资料来源: 东鹏饮料, 方正证券研究所

图表52:2018~25H1 东鹏特饮单升售价及增速



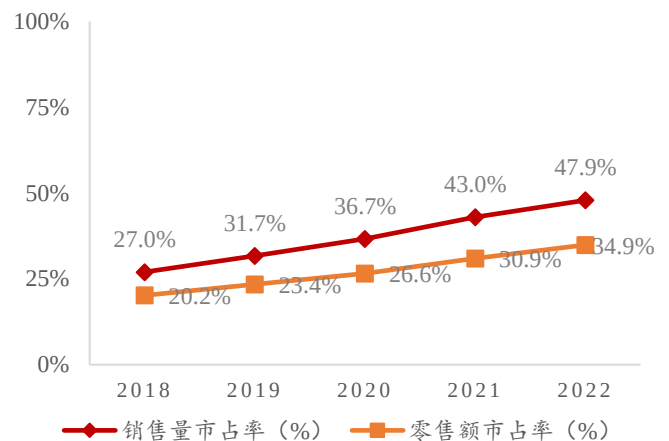
资料来源: 东鹏饮料, 方正证券研究所

图表53:2018~25H1 东鹏特饮销售收入及增速



资料来源: 东鹏饮料, 方正证券研究所

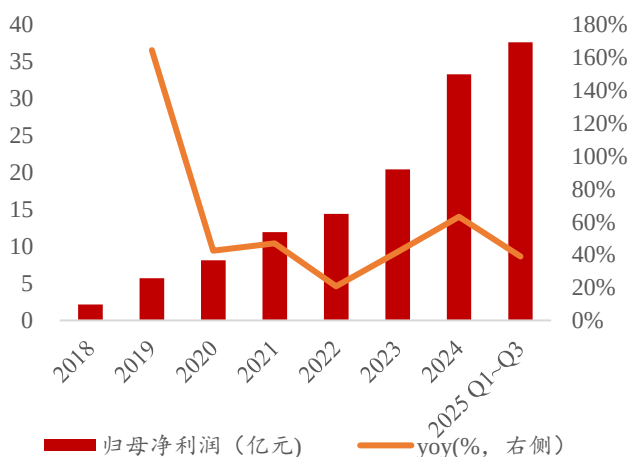
图表54:2018~2022 东鹏特饮中国销量&零售额市占率



资料来源: 东鹏饮料, 尼尔森, 方正证券研究所

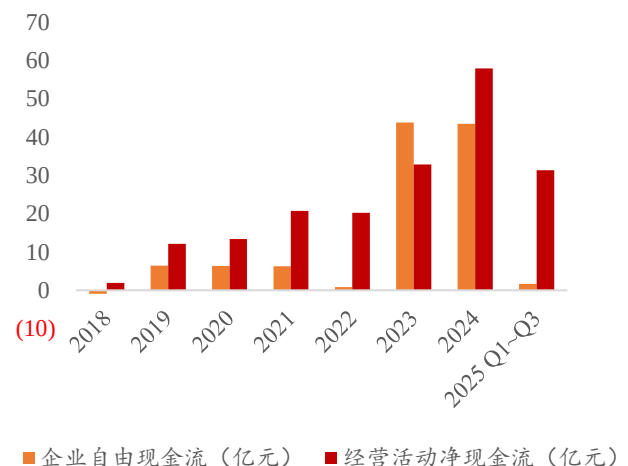
盈利能力改善加持营收增长, 进一步支撑经营业绩强劲增长。大单品的快速放量带动公司净利润及经营现金流强劲增长, 2024 年公司全年归母净利润达 33.3 亿元, 同比增长 63.1%, 较上年改善 21.5pct, 2018~2024 年其年均复合增速更是高达 57.8%, 期间合计增长超过 14 倍; 同期, 2024 年其经营净现金流高达 57.9 亿元, 同比增长 76.4%, 较上年提升 14.5pct, 2018~2024 年其年均复合增速更是高达 76%, 期间合计增长接近 29 倍; 公司自由现金流则因短期公司尚处经营扩张投入期, 阶段性有波动。而公司经营业绩的强势增长除了前述营收规模的快速扩张形成的大基数外, 更离不开规模化效应释放和经营管理提效带来的盈利水平改善的助力, 公司归母净利率现已超过 20%, 较 2018 年提升约 15pct, 这主要得益于毛利率保持相对稳定的前提下, 同期期间费用率显著下降近 20pct。

图表55:2018~25 前 Q3 东鹏饮料归母净利润及增速



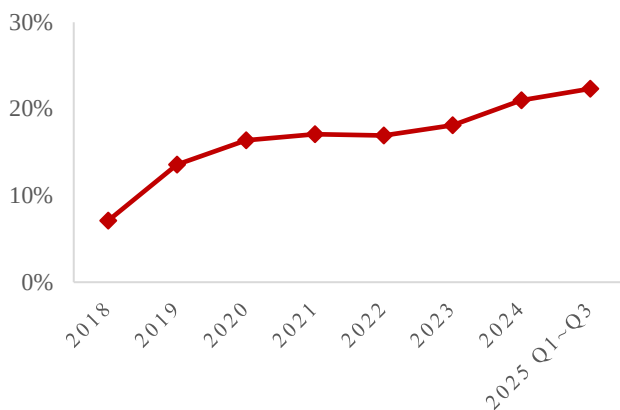
资料来源: , 方正证券研究所

图表56:2018~25 前 Q3 东鹏饮料现金流情况



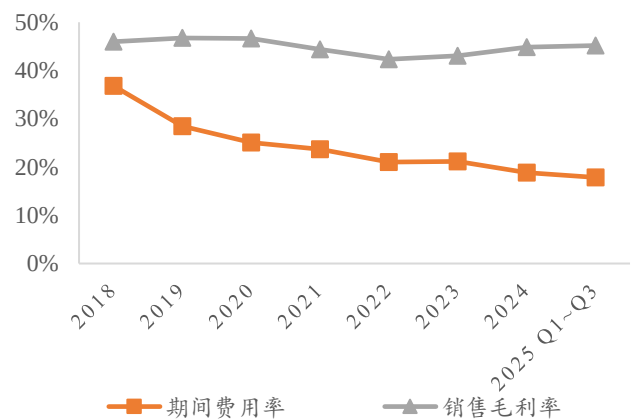
资料来源: , 方正证券研究所

图表57:2018~25 前 Q3 东鹏饮料归母净利率



资料来源: , 方正证券研究所

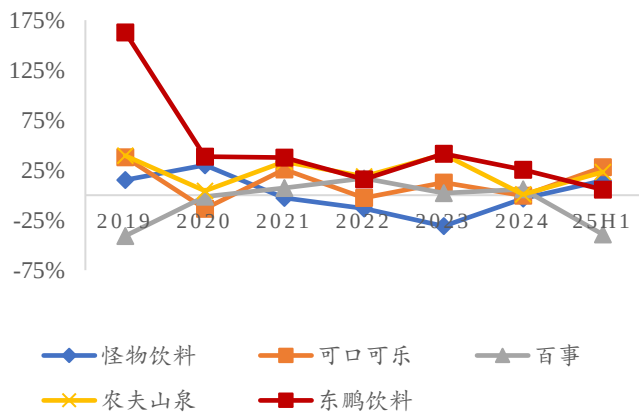
图表58:2018~25 前 Q3 东鹏饮料期间费用率及毛利率



资料来源: , 方正证券研究所

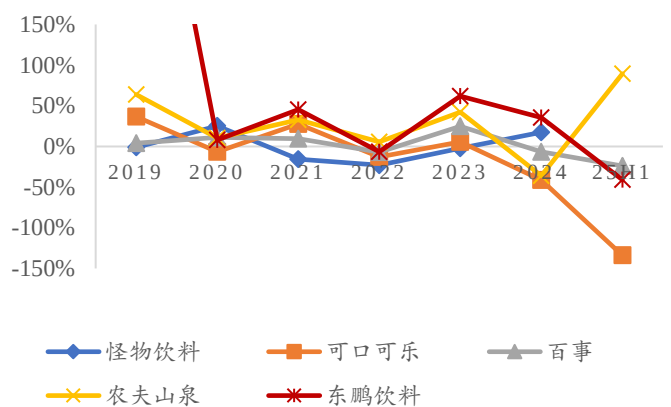
成长性与资产回报率领跑同业，估值相对偏低待重估。成长能力方面，2019 年以来，公司稀释每股收益及每股经营活动现金流的同比增速均长期领先可比公司；资产回报方面，除农夫山泉的年化投入资本回报率领先公司外，其余可比公司的年化 ROIC 长期低于公司。估值水平方面，可口可乐基本保持稳定，百事公司及农夫山泉在经历估值连续回调后，近期有所回升，而公司过往市盈率基本呈持续下移态势。同比之下，同为能量饮料大单品驱动业绩大盘增长的怪物饮料公司的估值则一路上行，其最新动态市盈率高出公司近 13 倍，公司高成长、高回报的优异基本面或有待市场给予更合理定价。

图表59:主要软饮料企业稀释每股收益同比增速



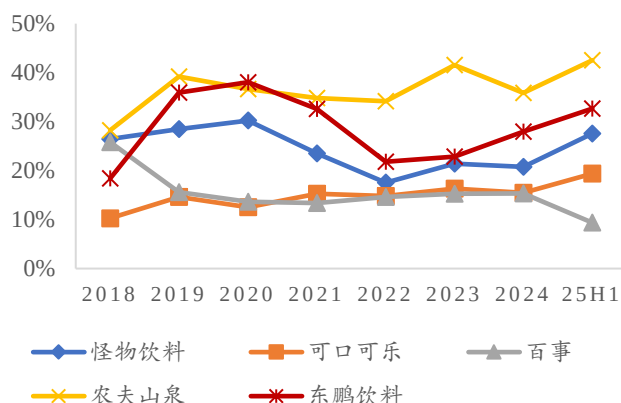
资料来源: , 方正证券研究所

图表60:主要软饮料企业每股经营活动净额同比增速



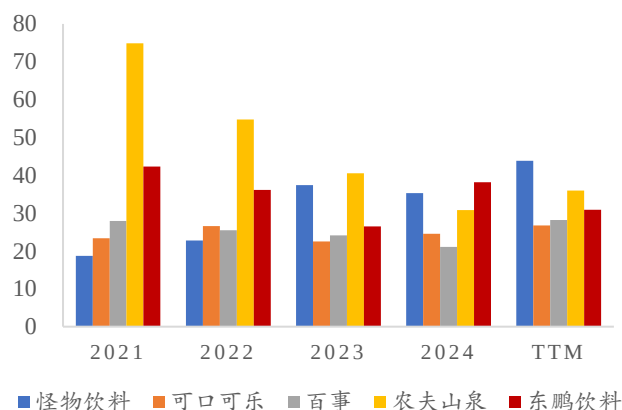
资料来源: , 方正证券研究所

图表61:主要软饮料企业年化 ROIC



资料来源: , 方正证券研究所

图表62:主要软饮料企业市盈率⁴

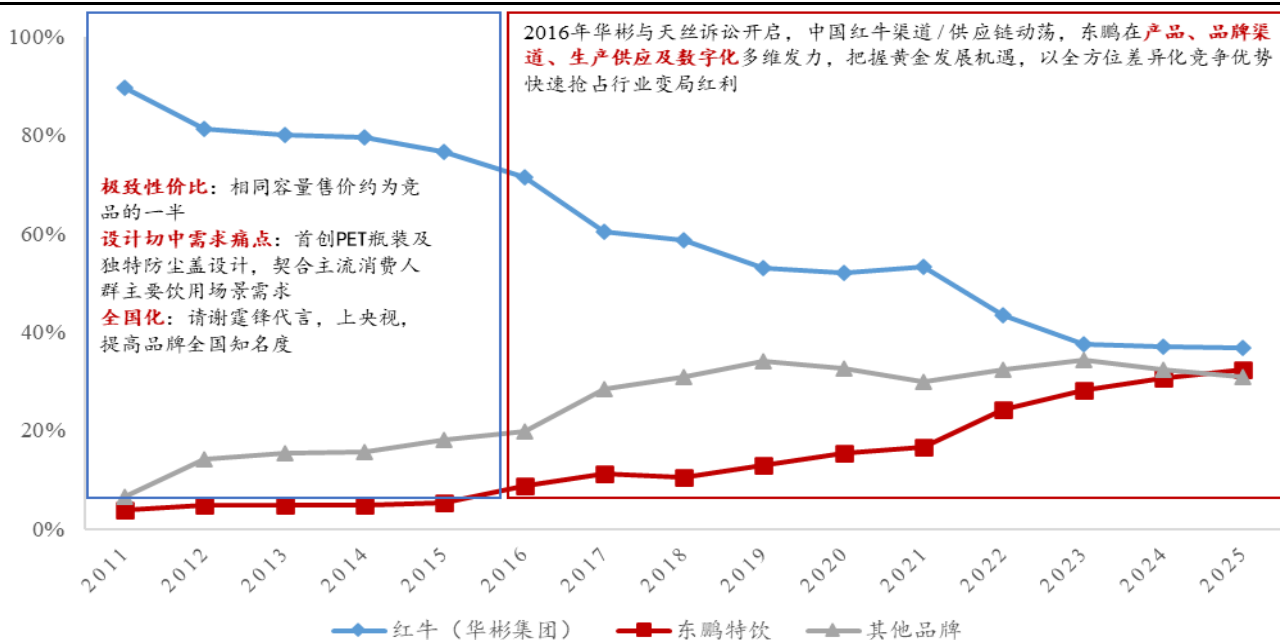


资料来源: , 方正证券研究所

2.3 数字化为基，立足产品，生产供应、品牌营销、渠道建设多维协同发力构筑东鹏更深护城河

错位竞争破局中国红牛垄断，多维度发力抢占行业变局红利。在起初华彬红牛垄断国内近9成终端零售市场份额，并在国内高线市场具备绝对领先优势的背景下，东鹏特饮先以同等规格且同为“蓝帽子”的产品做定价折半，并辅以渠道深度下沉，形成市场错位竞争，又以PET瓶及防尘盖独特设计精准匹配蓝领及下沉市场“便携、复用、卫生”的饮用场景需求，实现单品的初步成长突围。2016年，公司把握住国内红牛商标纠纷内耗的黄金发展期，从产品、渠道、品牌营销、生产供应及数字化多维度发力，抢占红牛因渠道及供应链动荡流失的份额，最终顺利实现与华彬红牛的份额齐平甚至未来有望领先的颠覆性突围。

图表63:2011~2025E 华彬红牛、东鹏特饮及其他品牌中国市场零售额市占率 (%)



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

⁴ 2021~2024 年市盈率=年度前复权区间收盘价/稀释每股收益, PE-TTM 为 2026 年 2 月 27 日收盘价数据。

产品力：“蓝帽”资质构筑竞争壁垒，极致质价比错位竞争抢占市场。东鹏特饮诞生之际，于1998年便获批为保健食品，可作缓解疲劳功效宣称，至2024年国内仅8家公司产品有此资质，合计仅占国内能量饮料市场约1%，这一认证资质一定程度上构成了对中小品牌的竞争壁垒。较主流竞品“红牛”，公司产品单升指导价在10~12元，基本为华彬红牛4折左右，天丝红牛的5折左右；零售价在8~9元，基本为华彬红牛3~4折左右，天丝红牛的4~5折左右，通过极致定价与绝对垄断性品牌形成错位竞争。其余竞品虽在价格上具备一定优势，但因产品资质、配方及品牌力等差异，产品质价比稍弱，因此并未靠低价对东鹏特饮的份额扩张造成明显阻力，更多是一起扩张拿取“红牛”品牌丢失的份额。

图表64:东鹏特饮与中国市场主流竞品对比

产品名称	红牛维生素功能饮料	东鹏特饮维生素功能饮料	东鹏特饮牛磺酸B族维生素饮料	中沃体质能量新一代牛磺酸运动营养饮料	东鹏特饮牛磺酸B族维生素功能饮料	红牛维生素风味饮料	红牛牛磺酸能量饮料
产品示例							
所属企业	华彬集团	东鹏饮料	东鹏饮料	中沃实业	达利食品	泰国天丝	泰国天丝
产品类型	保健食品	保健食品	保健食品	普通食品	保健食品	普通食品	保健食品
规格	250ml*24罐	500ml*24瓶	250ml*24瓶	600ml*24瓶	500ml*24瓶	250ml*24瓶	250ml*24瓶
原价（元/箱）	165.0	139.9	64.9	74.9	92.9	151.0	133.6
现价（元/箱）	135.3	93.9	51.9	57.9	86.91	105.8	106.9
终端折扣力度	82.0%	67.1%	80.0%	77.3%	93.5%	70.1%	80.0%
原单升价格（元/升）	27.5	11.7	10.8	5.2	7.7	25.2	22.3
现单升价格（元/升）	22.5	7.8	8.7	4.0	7.2	17.6	17.8
功效成分及含量	牛磺酸125mg/咖啡因50mg/肌醇50mg/赖氨酸50mg/烟酰胺10mg/维生素B61mg/维生素B123ug	牛磺酸50mg/咖啡因20mg/肌醇20mg/赖氨酸20mg/维生素B60.6mg/维生素B121.2ug/维生素PP4mg	牛磺酸40mg/咖啡因12mg/肌醇16mg/赖氨酸20mg/烟酰胺3.2mg/维生素B60.32mg/维生素B120.50ug	牛磺酸50mg/烟酰胺0.6mg/维生素B60.11mg/维生素B120.15mg	牛磺酸46mg/烟酰胺1.5mg/维生素B60.11mg	牛磺酸55mg/肌醇9.2mg/烟酰胺1.7mg/维生素B60.15mg/维生素B120.17ug	牛磺酸55mg/肌醇9.2mg/烟酰胺1.7mg/维生素B60.15mg/维生素B120.17ug

资料来源：淘宝，天猫，京东，方正证券研究所

产品力：产品梯队完善+包装差异化，全面、精准切中核心客群需求，助力份额扩张。相较于“红牛”相对单一的产品品类，公司不断完善东鹏特饮的产品品类，现已形成了250ml/355ml/310ml/500ml多规格，经典含糖系列、无糖系列及加强系列等多种口味类型，终端零售指导价覆盖2~6元全价格带的产品梯队，满足了市场的多样化需求。此外，公司布局以“红牛”为代表的能量饮料产品的金属罐包装之外，还拓展了利乐包装，同时核心产品采用了独创的PET瓶及双盖防尘设计，使其瓶身更轻便携带，且单规格包装成本更低，且双盖设计方便重复及颠簸环境饮用，并保障瓶口卫生，另差异化包装可形成自带流量的独特视觉符号。最终，公司借助“成本可控+场景适配+差异化识别”，精准匹配蓝领/下沉市场的刚需、高频、性价比需求，通过这一关键包装创新逐步从区域走向全国，成功完成市场突围。

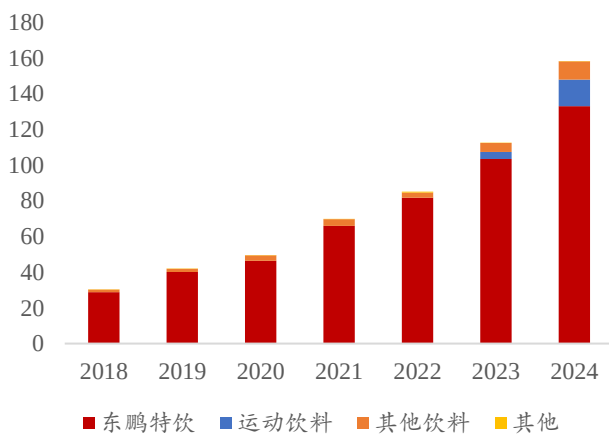
图表65:东鹏特饮主要SKU情况

产品名称	东鹏特饮维生素功能饮料	无糖型东鹏特饮维生素功能饮料	东鹏特饮维生素功能饮料	东鹏特饮牛磺酸B族维生素饮料	东鹏特饮牛磺酸B族维生素饮料	东鹏特饮牛磺酸B族维生素饮料（6倍牛磺酸加强型）
产品示例						
所属企业	东鹏饮料	东鹏饮料	东鹏饮料	东鹏饮料	东鹏饮料	东鹏饮料
产品类型	保健食品	普通食品	保健食品	保健食品	保健食品	保健食品
规格	500ml	500ml	250ml	250ml	250ml	400ml
指导价（元）	6元/瓶	6元/瓶	4元/罐	3元/瓶	2元/盒	6元/罐
功效成分及含量	牛磺酸50mg/咖啡因20mg/肌醇20mg/赖氨酸20mg/维生素B60.6mg/维生素B121.2ug/维生素PP4mg	牛磺酸36mg/烟酰胺1.2mg/维生素B60.1mg	牛磺酸50mg/咖啡因20mg/肌醇20mg/赖氨酸20mg/维生素B60.4mg/维生素B121.2ug/维生素PP4mg	牛磺酸40mg/咖啡因12mg/肌醇16mg/赖氨酸20mg/烟酰胺3.2mg/维生素B60.32mg/维生素B120.50ug	牛磺酸40mg/咖啡因12mg/肌醇16mg/赖氨酸20mg/烟酰胺3.2mg/维生素B60.32mg/维生素B120.50ug	牛磺酸160mg/咖啡因12mg/肌醇8mg/赖氨酸16mg/烟酰胺4.8mg/维生素B120.5ug/维生素B60.32mg

资料来源：淘宝，天猫，京东，方正证券研究所

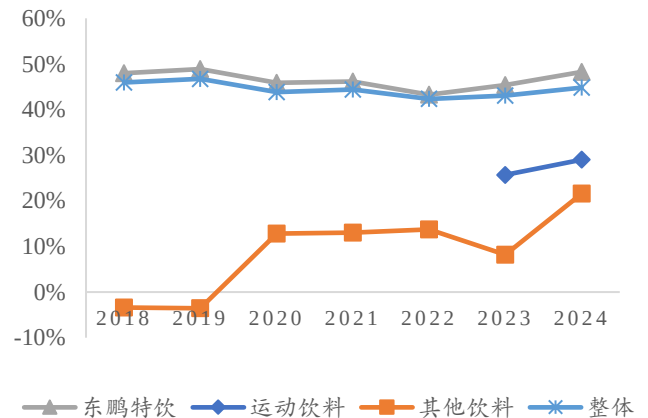
产品力：大包装“加量不加价”策略带量起，规模化效应提升整体盈利水平。公司于 2018 年率先推出 500ml 大包装，通过“加量不加价”的策略，抓住货车司机、蓝领工人、外卖员等对“提神”有强需求且价格敏感的核心客群，实现营收的更快扩张。2020 年公司 500ml 金瓶单品贡献整体超 6 成的营收，并贡献超 7 成的毛利额，且据弗若斯特沙利文零售额口径统计，其更成为 2024 年中国软饮料市场销量第二单品。由于大包装单位容量包装成本更低，固定费用摊薄效应更强，其快速上量带动公司整体单位成本明显下降，进而对冲了前述单升价格稳中有降及其他饮料业务拓展初期规模化效应不足对整体毛利水平的负向效应，最终使得公司整体毛利率基本维持在 45%以上。

图表66:2018~2024 东鹏饮料分品类收入结构（亿元）



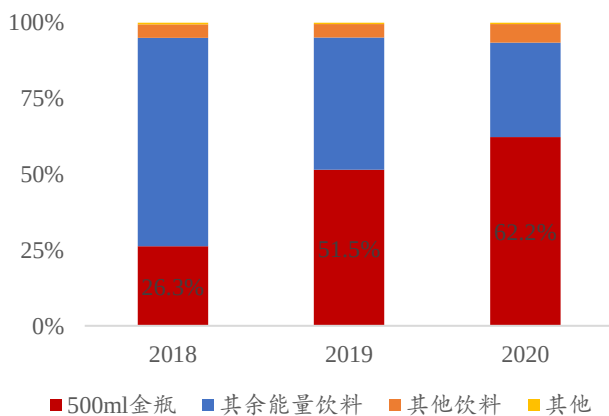
资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表67:2018~2025 东鹏饮料分品类及综合毛利率



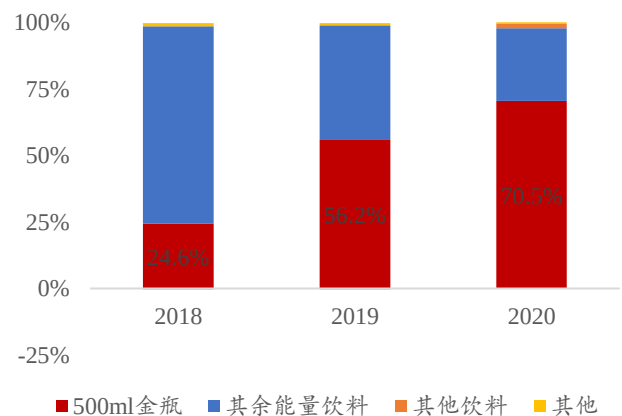
资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表68:2018~2020 500ml 金瓶东鹏特饮收入占比（%）



资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表69:2018~2020 500ml 金瓶东鹏特饮毛利占比（%）

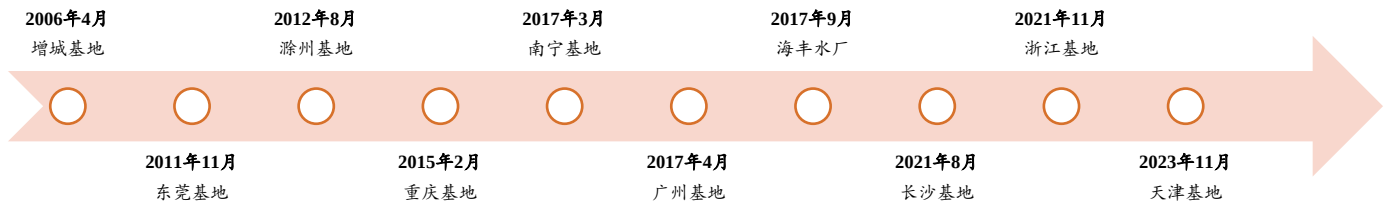


资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

供应力：全国产能多点布局，“规模效应+精益管理”夯实长期竞争力。伴随不断增长的市场需求，自 2006 年首个生产基地成立至今，公司现已建成覆盖全国大部分区域的 10 处生产基地，截止 2025 年三季度末现有合计设计产能达 536.7 万吨，整体产能利用率 85.7%，除海丰外大部分基地产能利用率均在 80%往上。未来公司将对其中 5 个基地扩产，并新建中山、昆明、海南、成都及印尼生产基地，预计以上扩产完成后公司总产能将突破 1200 万吨。由于饮料行业具有经济运输半径，公司产能在全国范围内多点布局可以降低物流成本，提高产品供应的及时

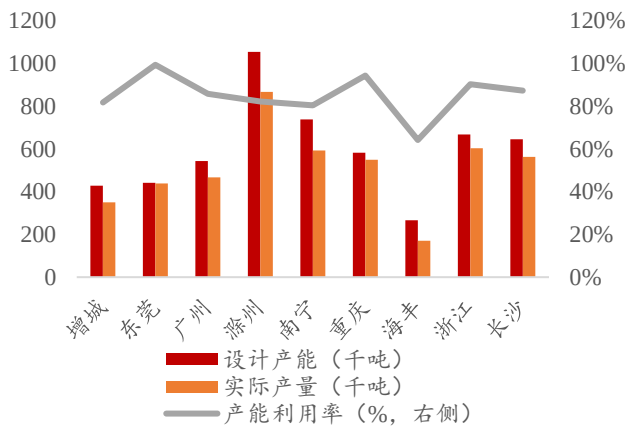
性和稳定性,更好的满足全国市场需求,扩大公司的市场占有率。此外,规模化、专业化的生产使得公司具有明显的规模效应优势,对上游供应商有较强的议价能力,且更容易获得下游销售渠道的认同。随着规模效应的显现,叠加精益管理之下,生产效率和产品质量逐步提高,边际生产成本逐步下降,公司整体盈利水平随之进一步改善,并逐步向头部看齐迈进。

图表70:东鹏饮料现有10个已投产生产基地的成立日期时间轴



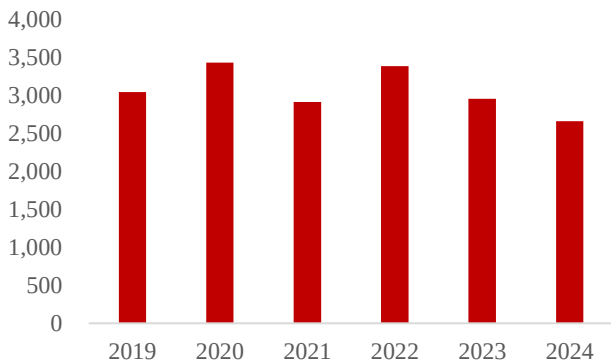
资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

图表71:东鹏饮料产能分布及各基地产能利用率



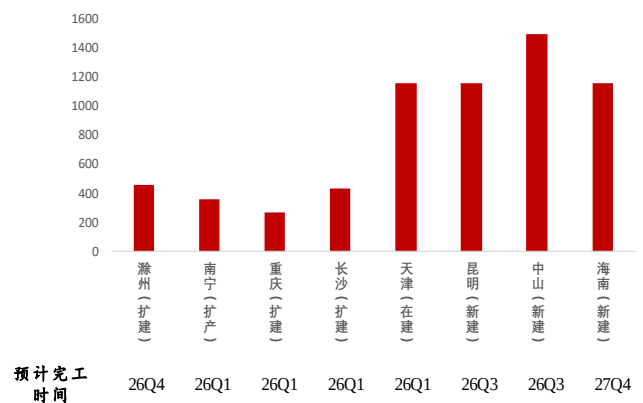
资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

图表73:东鹏饮料主营业务单位生产成本(元/吨)



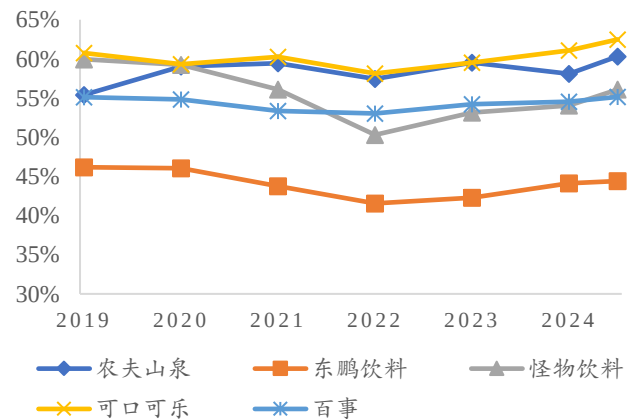
资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

图表72:东鹏饮料部分扩建及在建产能情况(千吨)



资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

图表74:主要软饮料企业毛利率(%)



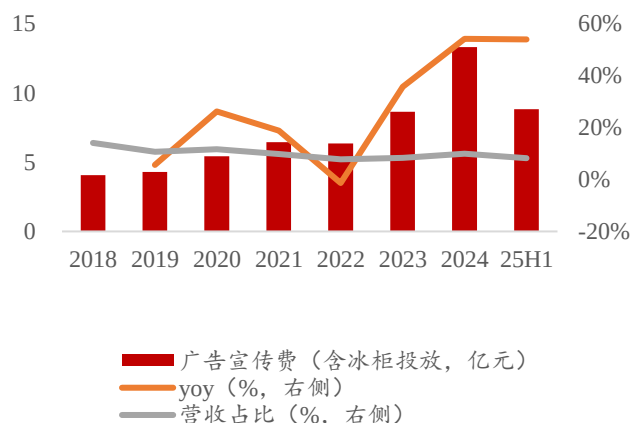
资料来源: , 方正证券研究所

品牌力：精准卡位广告语，代言人+大众媒体宣发，持续投入提升品牌知名度。2013年，红牛舍弃了广告语“渴了喝红牛，困了累了更要喝红牛”，公司邀请谢霆锋做代言人上央视做广告，持续投入就“累了困了就喝东鹏特饮”的广告语做多维度、全方面、饱和式的营销宣传并沿用该广告语至今，经过多年的深耕投入，该广告语已成为国民大众能量补充的首要联想。随着能量饮料日常化、年轻化趋势日显，2015年公司开启“品牌年轻化”战略，推出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，在其广告片中主角除了工人、外卖骑手，还有白领、学生，饮用场景多了加班、户外运动、娱乐、日常保健、休闲聚会等场景，进一步扩大了受众群体。2018年至今，公司持续加大广告宣传投入，2020年之前广告宣传费占营收比例长期保持在10%以上，随着收入规模效应释放，近年来略下降至8%~10%区间，2024年全年合计达13.3亿元，25H1合计8.8亿元，同比+54%。精准的卡位和持续的投入显著提升了公司品牌大众知名度，东鹏饮料连续三年荣登凯度 Brand Z 最具价值品牌百强榜单。

图表75:东鹏特饮依靠广告宣传提升品牌大众知名度



资料来源：必应图片搜索，方正证券研究所

图表76:东鹏饮料广告宣传费⁵增速及营收占比

资料来源：，方正证券研究所

品牌力：全域、全场景精准营销，提升品牌用户忠诚度。近年来，考虑流量的分化，公司正逐步减少对代言人及传统电视广告营销模式的依赖，转而投入更丰富、多样的宣传渠道触达目标群体。一方面，公司密集布局电梯媒体、公交车身等高触达线下场景，实现核心生活圈与通勤路径的品牌高频曝光；另一方面，公司也结合当代年轻人的生活方式及消费习惯，开展了互联网广告、影视植入、体育&电竞赛事赞助等新型营销模式，公司以此通过场景化品牌植入与互动体验，精准触达影视综艺、游戏、体育爱好者等目标群体，进一步深化品牌在细分场景的心智占位与客群黏性，为公司产品长期可持续增长提供了必要的支撑。

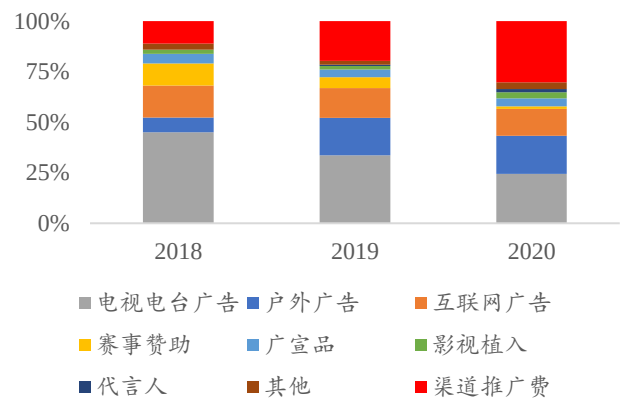
⁵ 含渠道推广费，自2024年起公司将渠道推广费从广告宣传费重剥离成单独子项披露

图表77:东鹏特饮依靠全域全场景营销提升用户忠诚度



资料来源：必应图片搜索，方正证券研究所

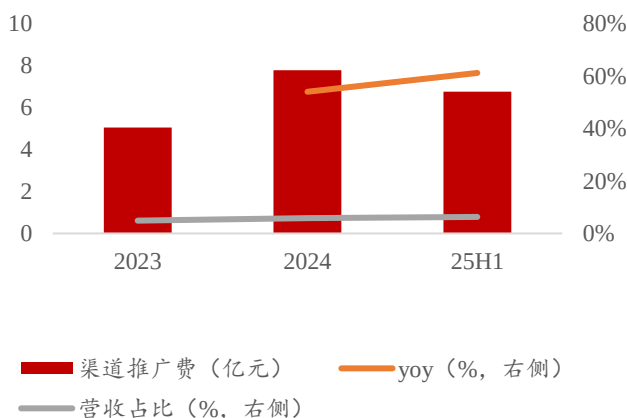
图表78:2018~2020 年东鹏饮料广告宣传费构成



资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

品牌力：陈列是最好的营销，冰冻化是最好的陈列，持续投放冰柜提升品牌终端能见度。冰柜是即时消费拦截、品牌视觉冲击、动销转化的核心触点。基于此，公司将“冰冻化是最好的陈列”上升至战略高度，对覆盖全国 430 万的有效终端网点的销售网络里，持续加大冰柜采购与投放力度。过去两年，公司以冰柜投入为主的渠道推广费同比 50%~60% 的增长，营收占比达 6% 左右。而与部分品牌依赖补贴撬动终端不同，公司坚持“自购冰柜”模式，此举不仅确保了对冰柜网络的完全控制权，更避免了合作门店因补贴政策变动而转向竞品的风险。同时，公司还采用“一品一策”的冰柜运营思路，针对拳头产品东鹏特饮，冰柜陈列以“累了困了喝东鹏特饮”的品牌标语强化认知，实现冰柜陈列与产品的精准匹配。截止 2025 年三季度末，公司已累计投放冰柜 40 万台，进一步增强产品及品牌的终端能见度，提升单点买力。

图表79:东鹏饮料渠道推广费增长及占比情况



资料来源：，方正证券研究所

图表80:东鹏特饮借助冰柜陈列提升品牌终端能见度

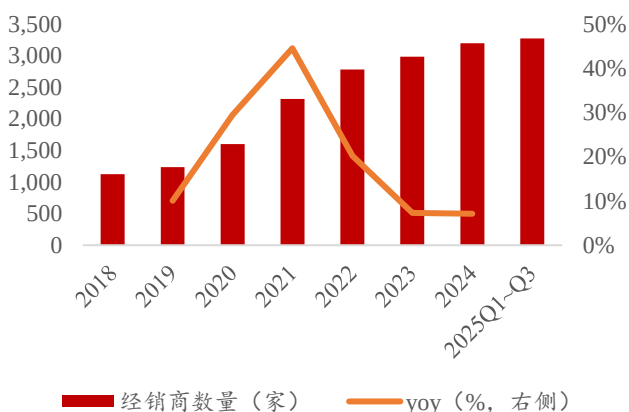


资料来源：必应图片搜索，方正证券研究所

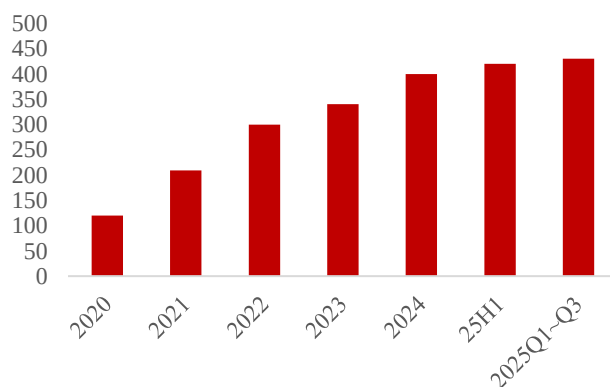
渠道力：“全渠道拓展+深度下沉+精细化运营”构筑基本盘，单点提效打开长期成长空间。经过数十年的渠道建设，公司借助强大的经销商体系，现已构建覆盖全国、深度下沉的立体化渠道网络。截止 25Q3 末，公司拥有 3271 家经销商、覆盖超 430 万家有效活跃终端网点的销售网络，累计触达不重复终端消费者超 2.8 亿。近两年公司渠道端点扩张略有放缓，主要系公司在完成全国化销售网络覆盖之后，更加注重渠道深耕以充分挖掘单点买力。2025 年前三季度末公司单点买

力较 2022 年的低位提升了近 40%，单点买力的显著提升将集约有效地带动整体业绩可持续增长。收入构成来看，经销模式长期贡献公司超 95%的收入，其收入增速基本决定了整体营收扩张速度。而由于其毛利率水平长期维持在 40%以上，且基本领先其余大部分渠道，其也是公司盈利更重要的贡献支撑。此外，公司也积极探索新兴渠道增量，在餐饮、社交电商、直播带货等场景实现突破性覆盖，并借助智能售货柜的规模化布局，深入学校、运动场馆等高频消费场所，持续拓宽渠道覆盖边界。与此同时，冰柜投放的规模与密度持续提升，在增强品牌曝光和动销的同时，进一步巩固了渠道竞争力。

图表81:东鹏饮料经销商数量及增速（家，%）



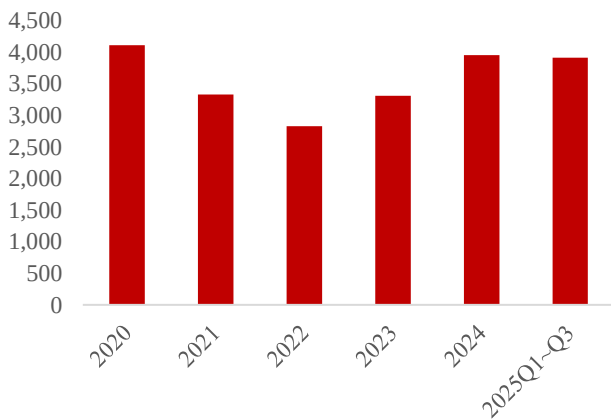
图表82:东鹏饮料终端销售网点数量（万个）



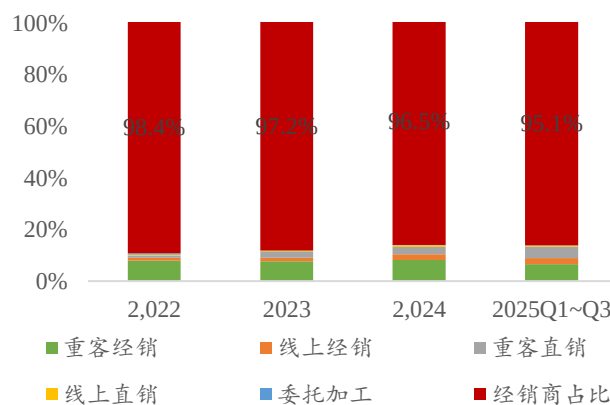
资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表83:2020~25 前 Q3 东鹏饮料单点买力⁶（元）



图表84:2022~25 前 Q3 东鹏饮料分渠道收入占比（%）

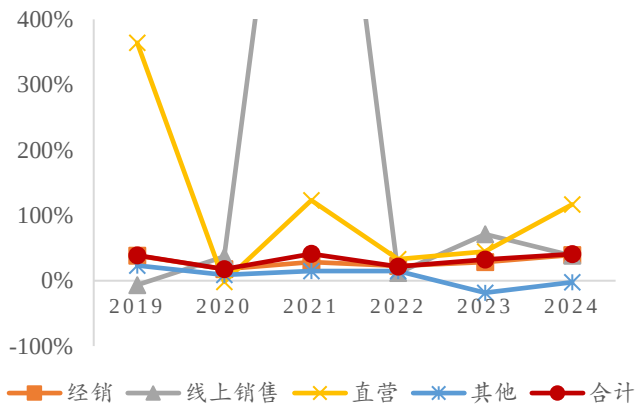


资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

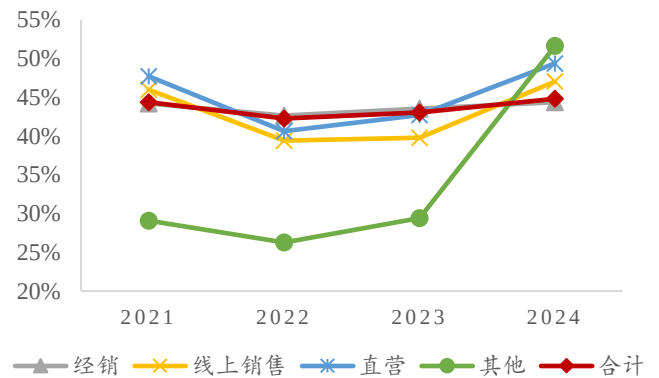
⁶ 以财报披露的终端网点粗略数除以总收入测算而来

图表85:2019~2024 东鹏饮料分渠道收入增速 (%)



资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

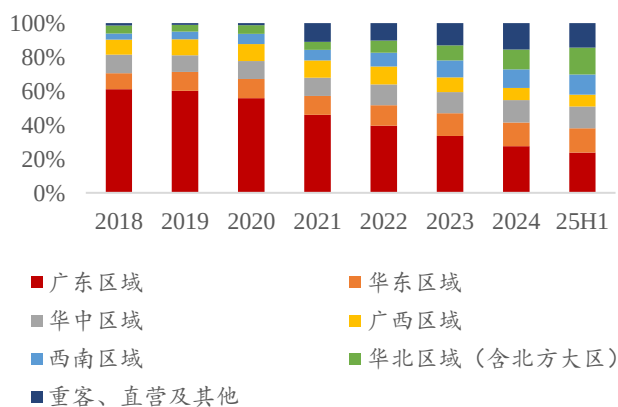
图表86:2021~2024 东鹏饮料渠分渠道毛利率 (%)



资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

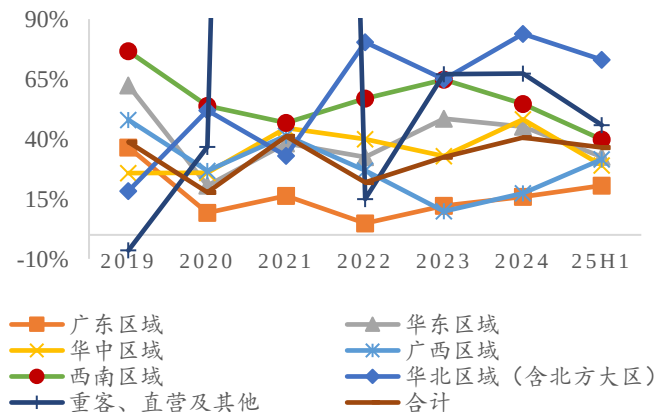
渠道力：区域结构持续优化，省外扩张驱动业绩高增，全国化铸就成长动能。公司持续推进全国化战略，25H1 广东区域收入占比降至 23.7%，较 2018 年下降 37.4pct，2020 年以来广东区域收入增速长期维持在低双位数水平，并显著低于公司整体水平，可以说公司过去这些年收入的长期强劲增长，主要得益于全国化战略的成功实施；25H1 广东区域毛利占比降至 28.9%，较 2018 年下降 18.9pct，2022 年以来其毛利额增速较整体低 15~30pct，同样公司过去盈利的显著增长也主要得益于全国化战略持续推进。展望未来，公司全国化战略推进和销售渗透仍然有着巨大空间，2024 年公司功能饮料产品在广东省的人均年消费量约为 7.5 升，而在全国其他省份的人均年消费量约为 2.1 升，随着全国化战略的进一步纵深推进，东鹏特饮等产品仍有较大增长空间。

图表87:2018~25H1 东鹏饮料分区域收入占比 (%)



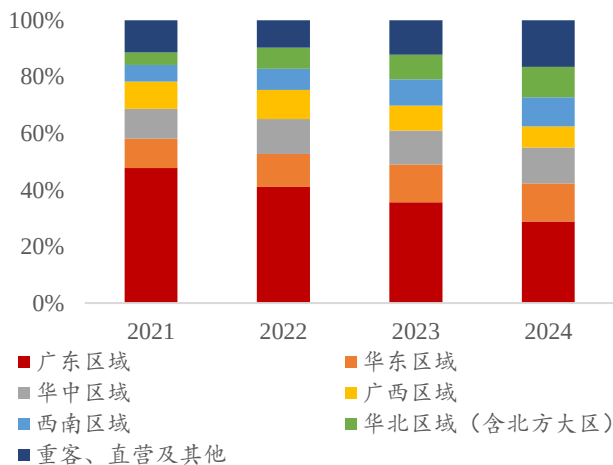
资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表88:2019~25H1 东鹏饮料分区域收入增速 (%)



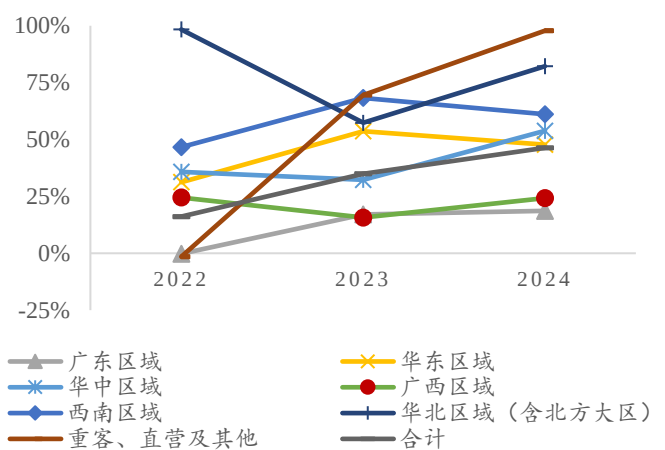
资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表89:2021~2024 东鹏饮料分区域毛利占比 (%)



资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

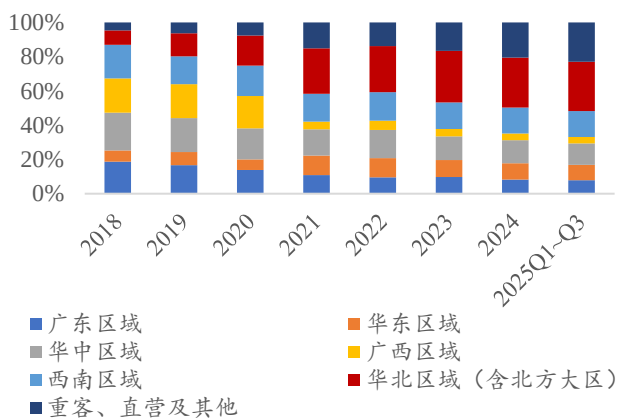
图表90:2022~2024 东鹏饮料分区域毛利增速 (%)



资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

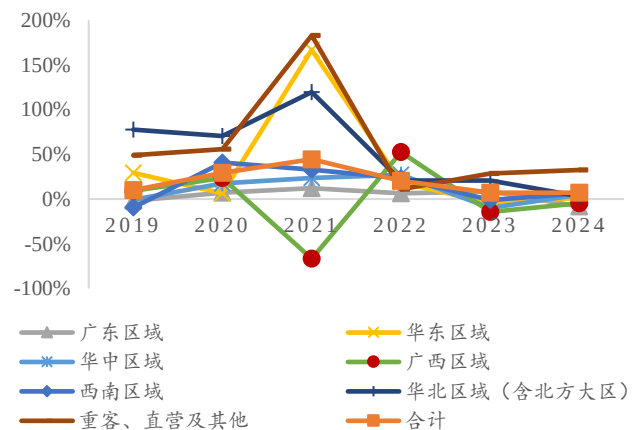
渠道力:成熟市场精耕提效,新兴市场大流通扩张,因地施策助力全国化有效扩张。因地制宜拓展渠道网络,在广东、广西等成熟市场深化精耕模式,2024 年两地经销商数量均有下滑,公司通过适度淘汰低效经销商,聚焦资源到优质经销商,开拓细分市场和消费场景,并进一步挖掘单点潜力;在新兴市场采用大流通模式,主要依靠更多数量的经销商快速打开市场,近几年华北区域及重客、直营及线上渠道经销商数量显著增长,其经销商数量占比也随之明显提升,不过公司在这些区域拓展过程中也兼顾渠道拓展质量,通过重点培育优质渠道伙伴,加强终端网点的开拓,从而进一步提升铺货率与精耕区域占比。最终,公司借助因地施策下的精耕模式和大流通模式并行的渠道拓展策略,实现了有效的全国化扩张。

图表91:2018~25 前 Q3 东鹏饮料分区域经销商占比 (%)



资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

图表92:2019~2024 年东鹏饮料分区域经销商增速 (%)

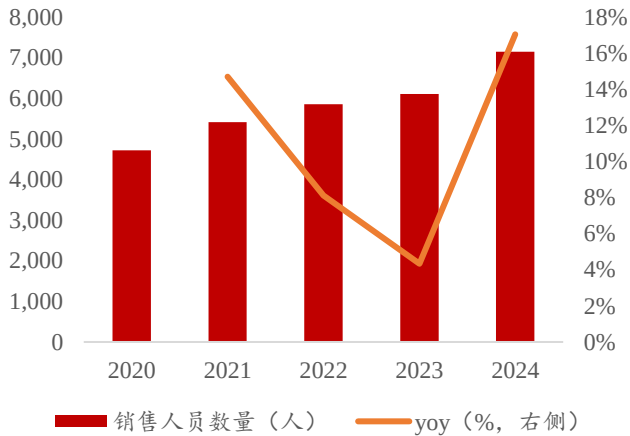


资料来源:东鹏饮料,方正证券研究所

渠道力:深度精耕渠道挖掘单点买力,单位产出改善打开业绩增长长期空间。公司销售人员占比长期超过 65%,显著领先可比公司。主要原因是在“产品+服务”精细化渠道管理模式,为提升对销售渠道的服务能力以及精细化管理能力,公司配备了大量基层销售人员,并借助覆盖全国的销售团队为渠道伙伴提供端到端深度服务:销售人员以实地拜访、动销协作与培训指导为核心,持续赋能经销商库存优化、终端陈列强化及市场方案定制,建立深度互信的合作网络;同步依托营销数字化系统精准匹配营销资源与服务需求,实现从产品交付、渠道支持到消

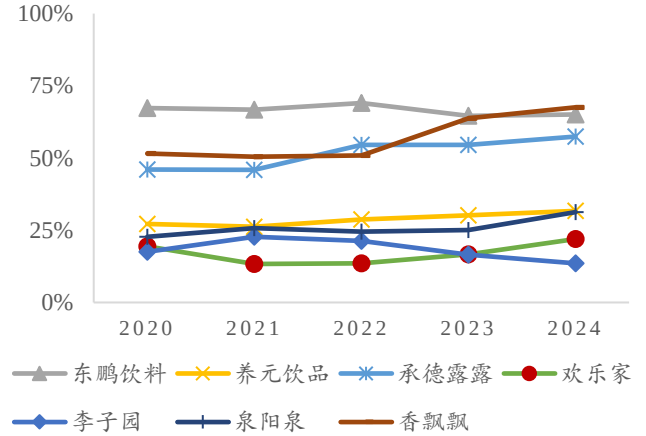
费者触达的全链路穿透，为市场渗透与终端动销提供数智支持。对比来看，采取渠道深耕模式的广东、广西等区域市场的单个经销商营收及毛利贡献均显著领先采取大流通模式的华北区域。未来，随着渠道深耕模式的强度和广度进一步提升，销售人员的人效及薪酬投入回报率也将持续改善，最终带动公司整体业绩更高质量增长。

图表93:2020~2024 年东鹏饮料销售人员数量及增速



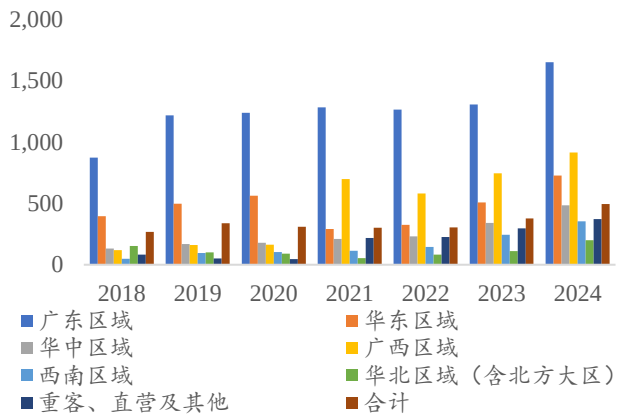
资料来源：，方正证券研究所

图表94:国内主要软饮料企业销售人员占比 (%)



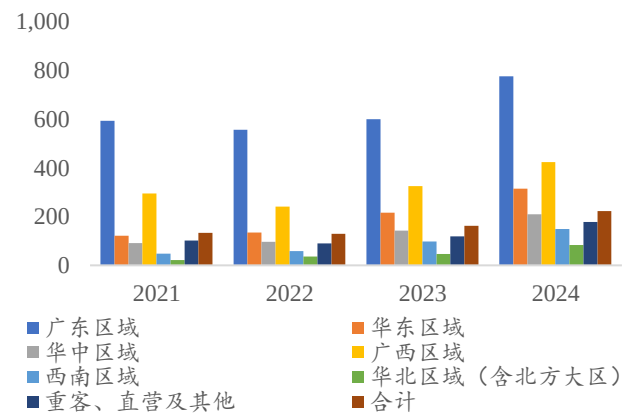
资料来源：，方正证券研究所

图表95:2018~2024 东鹏分区域单经销商年收入 (万元)



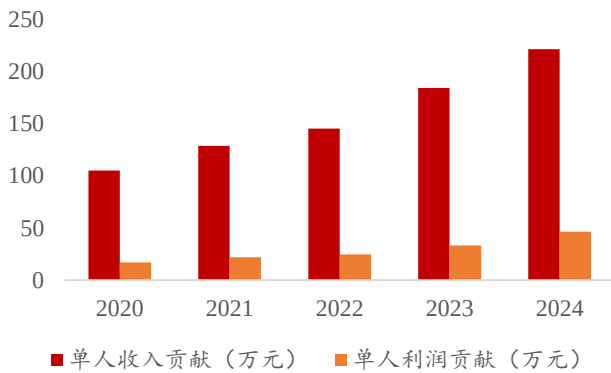
资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表96:2021~2024 东鹏分区域单经销商年毛利 (万元)



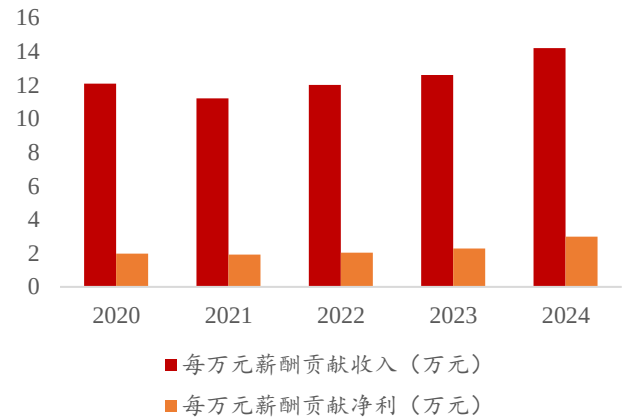
资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表97:2020~2024 东鹏销售单人收入及利润贡献情况



资料来源: , 方正证券研究所

图表98:2020~2024 东鹏销售人员薪酬绩效情况



资料来源: , 方正证券研究所

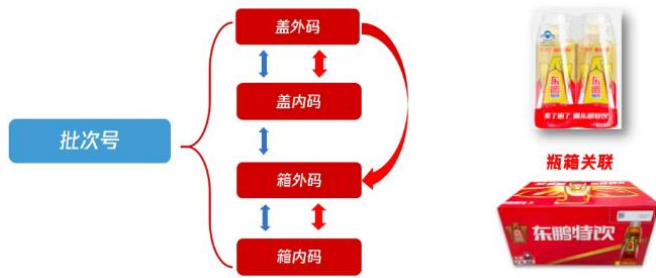
数字力：持续创新及领先的数字化运营体系，全链路赋能业务发展。从 2015 年开始消费者数字化，到后续终端网点、渠道、生产及供应环节数字化，东鹏搭建起了一个“F2B2b2C”的数字化管理闭环，形成行业领先的营销、供应链、管理三大数字化系统。在消费者端，通过“扫码赢红包”“壹元乐享”等数字化营销手段增强消费粘性，与消费者建立深度沟通；在渠道端，创新箱码红包及终端返利机制，构建消费者高频复购到终端门店增收再到公司业绩增长的闭环价值生态；再借助终端到渠道的扫码关联，掌握全渠道开瓶消耗、销售态势及细分渠道的库存等关键信息，实现精准高效响应市场；而在费用精准投放方面，公司通过营销数字化系让消费者活动费用、终端陈列费用、搭赠费用等销售费用实现了费用直达和精准高效投放，提升单点买力及营销费用投放 ROI。在此之下，营销系统以动销数据实时反馈驱动资源精准投放与复购率提升；供应链系统实现原料采购至产品交付全流程动态监控，存货周转效率提升，持续保障高效能的产销协同；管理系统建立精细化绩效评估模型，为人效提升提供科学依据，部门运营效率持续优化，奠定全链路决策的数据根基。

图表99:东鹏饮料“一物一码，五码合一”数字化战略推进历程

时间	核心焦点	主要操作	关键数据成果
2015~2016	直连终端消费者	2015年推出“开盖扫码赢红包”“摇一摇抢红包”活动 2016年就“喝东鹏开盖赢红包”做全域饱和式宣传	促销直达终端消费者，有效提升终端动销，并沉淀亿级用户数据池，建立初步用户画像
2017-2018	感知终端动销	2017年启动商户会员注册，投入“一箱一码”，并通过不同方式鼓励商户注册和使用 2018年“B端开箱有礼”（经销商开箱得补贴）与“C端第二瓶半价”联动让利渠道	终端开箱率从50%提升至80%，打通“货”的数字化追踪
2019-2021	全链路数字化	2019年推行“五码合一”，每一瓶东鹏饮料在产线上就会被赋予盖内码、盖外码，24瓶饮料被包装成1箱时，又会将瓶码与箱内码、箱外码关联起来，最后将前面的四个码与垛码和每批货的批次号紧密关联 2020年，启用东鹏饮料商户会员小程序，正式启动链接商户会员的数字化布局	打通“生产-仓储-物流-渠道-消费”全链路，直连数百万终端网点，解决困扰行业已久的“窜货、费用黑箱、终端动销不可视”等痛点。
2022~至今	数智驱动持续增长	在全链路数字化的基础上，不断提升全链路的通用智能化，利用AI驱动业务进一步增长	AI客服系统实现24小时即时响应，服务效率提升，自主研发的物联网核销设备简化终端门店核销有奖码的操作步骤，打通“促销+核销+返货”闭环流程，显著提高终端门店的核销效率；终端智慧化建设中，智能冰柜的投入使用实现了对冰柜内产品动销的实时监测、销售数据实时上传，便于及时进行消费者偏好总结分析，为智慧零售生态提供核心支撑

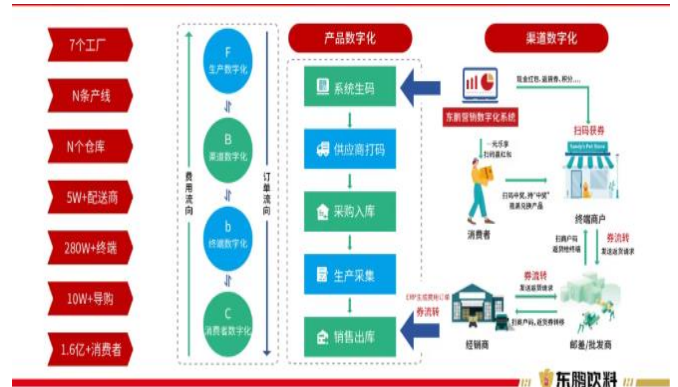
资料来源: 东鹏饮料，数字化星球，方正证券研究所

图表100:东鹏饮料“五码合一”构建逻辑



资料来源:东鹏饮料公众号,方正证券研究所

图表101:东鹏“F2B2b2C”的数字化管理闭环逻辑框架



资料来源:东鹏饮料公众号,方正证券研究所

数字力:数字化战略构筑核心壁垒,多维度领跑行业驱动业绩高增。依托过去十年持续深耕与迭代的数字化战略,东鹏饮料已在用户运营、渠道管控、供应链效率三大核心维度构建起显著领先于行业的竞争优势。在用户端,公司用户留存率与复购率较行业平均水平高出约 20 个百分点,用户粘性与消费频次持续领跑;在渠道端,依托一物一码与全链路数字化管控体系,公司渠道窜货预警准确率达到 92%,高于行业均值 32 个百分点,窜货治理与区域秩序管理能力突出;在运营效率端,公司区域动销预测准确率达 85%,较行业平均水平提升 25 个百分点,同时单点产出与存货周转效率亦显著优于行业水平。整体而言,公司在数字化领域的长期战略性投入,已转化为可量化、可持续的运营优势与效率壁垒,成为支撑公司持续扩大市场份额、实现业绩高质量增长的核心驱动力之一。

图表102:东鹏特饮与快消行业平均核心经营数据对比

项目	东鹏特饮 (2024)	快消行业平均 (2024)
扫码留存率(1年,%)	45%	22%
扫码后用户复购率(%)	38%	18%
渠道窜货预警准确率(%)	92%	60%
区域动销预测准确率(%)	85%	60%
核心区域单店增长率(%)	27%	12%
动销数据滞后时间(天)	3	45
库存周转天数(天)	28	45
数字化投入ROI	1:3.5	1:1.2

资料来源:数字化星球,方正证券研究所

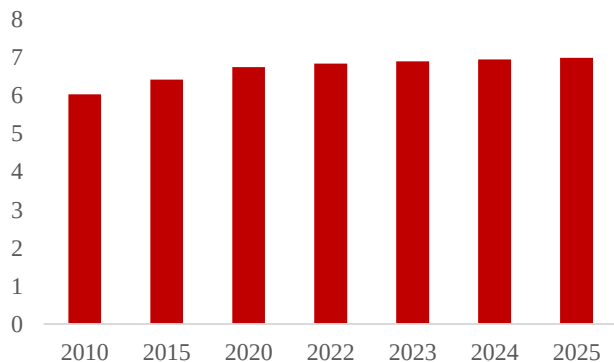
3 玉启新程:东鹏战略合作三林集团,依其多维赋能立足印尼,辐射东南亚百亿潜力市场

3.1 城镇化、人口年轻化驱动稳健增长,四国主导近两百亿市场,本土及海外品牌共筑寡头垄断格局

“城镇化率提升+年轻化人口高占比”驱动市场增长,四国主导八成份额。据 Worldometers,截止 2025 年,东南亚人口总数已超 7 亿人,年龄中位数在 30 岁

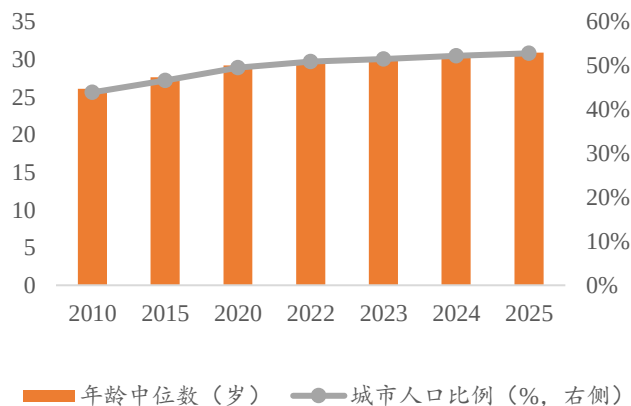
左右，城市人口占比刚过半。随着城镇化率不断提升，该区域年轻化的城市人口群体的持续增长，为具备提神充能功能的能量饮料提供了庞大的潜在消费群体。据欧睿，2024 年东南亚能量饮料消费总量达 19.3 亿升，2019~2024 年东南亚市场能量饮料消费量 CAGR 达 5.6%，并预计其将以 2.8% 的复合增速增至 2030 年的 22.8 亿升。其中，越南、泰国、菲律宾和印尼是东南亚最主要的前四大市场，四者合计占据该区域超 8 成的销量市场份额。

图表103:2010~2025 年东南亚人口总数（亿人）



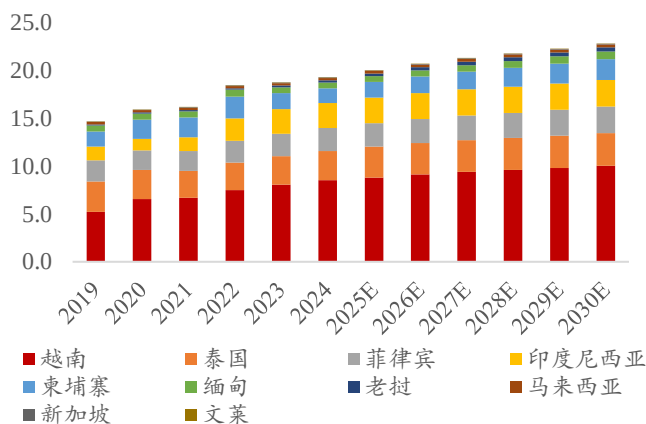
资料来源：Worldometers，方正证券研究所

图表104:2010~2025 年东南亚人口结构



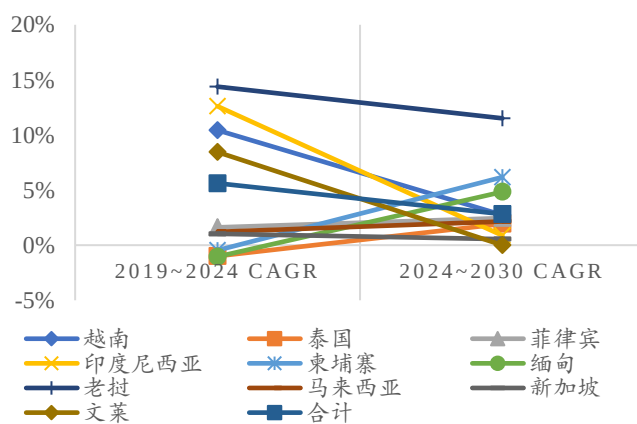
资料来源：Worldometers，方正证券研究所

图表105:东南亚主要国家能量饮料消费量（亿升）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

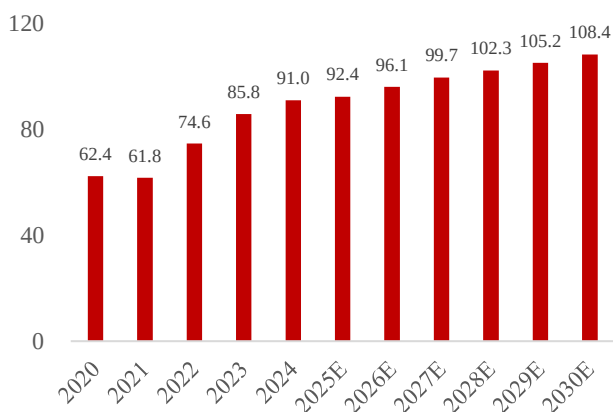
图表106:东南亚主要国家能量饮料消费量 CAGR（%）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

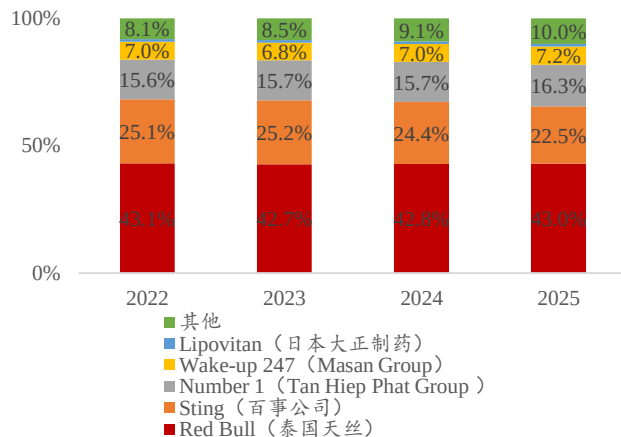
越南市场：百亿市场稳步扩张，红牛领衔五大品牌垄断九成份额。越南作为东南亚能量饮料第一大区域市场，2024 年零售额口径下市场规模超 90 亿元，并将于 2022~2030 年期间以 2.9% 的年均复合增速持续增长，至 2030 年其市场规模将突破百亿达 108.4 亿元。其中，泰国天丝旗下的“Red Bull”品牌长期占据超过 40% 市场份额，百事旗下的“Sting”品牌位居第二，长期占据超过 20% 的市场份额。所有品牌中，市占率超过 1% 的品牌仅 5 个，TOP5 品牌合计占据超 9 成的市场份额，市场格局高度集中。

图表107:越南能量饮料以零售额计市场规模（亿元）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

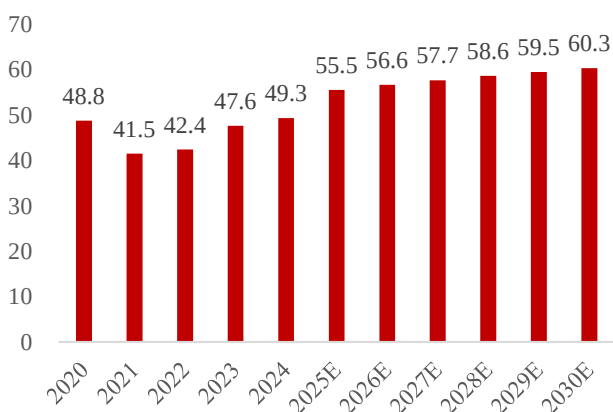
图表108:越南能量饮料以零售额计竞争格局（%）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

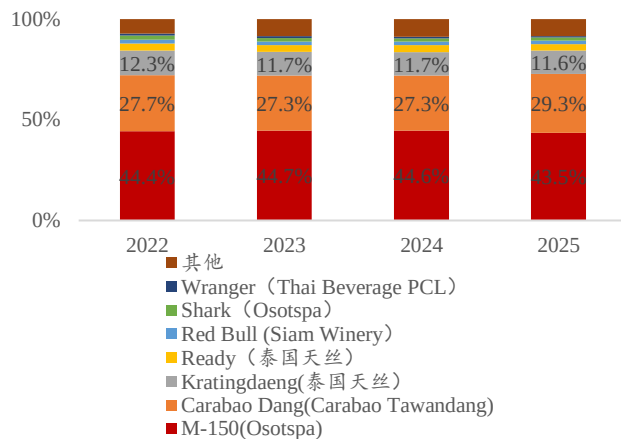
泰国市场：百亿泰铢赛道双雄并立，前五大品牌垄断近九成份额。作为东南亚区域第二大市场，按零售额口径，2024 年泰国能量饮料市场规模约 50 亿，预计 2024~2030 年以 3.4% 的年均复合增速持续增长，至 2030 年市场规模有望突破 60 亿元。泰国市场的竞争格局也高度集中，前五大品牌几乎垄断该区域市场 9 成市场份额，其中 Osotspa 旗下的“M-150”品牌，长期占据超过 4 成的零售额市场份额，位居第二的 Carabao 旗下的“Carabao Dang”品牌也占有该市场近 3 成的零售份额，“Red Bull”品牌的创始公司泰国天丝集团旗下的两大品牌“Kratingdaeng、Ready”分别占据该市场零售额第三和第四名，二者合计市占率约 15% 左右，“Red Bull”品牌作为该市场零售额排名第五的品牌，仅占有该市场接近 2% 的市场份额。

图表109:泰国能量饮料以零售额计市场规模（亿元）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

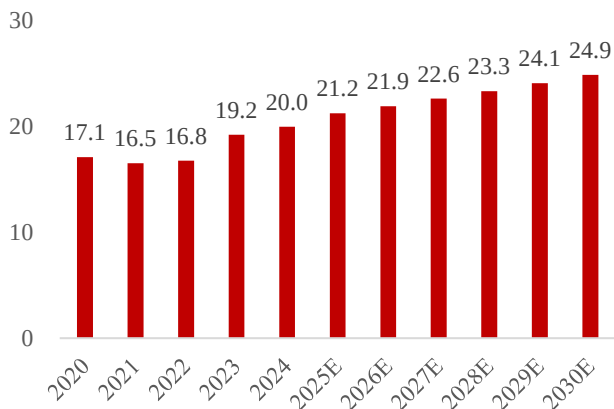
图表110:泰国能量饮料以零售额计竞争格局（%）



资料来源：欧睿，方正证券研究所

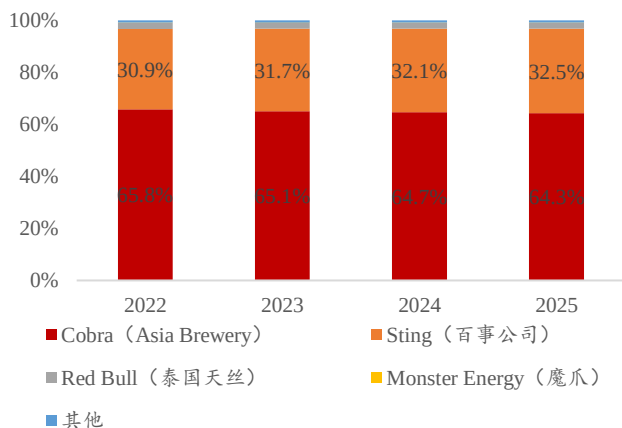
菲律宾市场：20 亿规模下的极度双寡头格局，本土品牌 Cobra 以近七成份额绝对领先。作为东南亚区域前四大市场之一，按零售额口径，2024 年菲律宾能量饮料市场规模约 20 亿，预计 2024~2030 年以 3.7% 的年均复合增速持续增长，至 2030 年市场规模有望接近 25 亿元。菲律宾的市场的竞争格局更加集中，前两大品牌合计占据超过 95% 的市场份额。其中，本土食品饮料企业 Asia Brewery 旗下的“Cobra”品牌占据约 65% 的零售份额，百事公司旗下的“Sting”品牌占据超 3 成份额，位居市场第二。

图表111:菲律宾能量饮料以零售额计市场规模 (亿元)



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

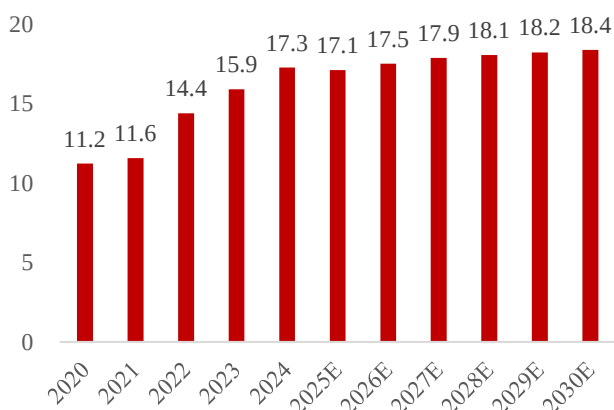
图表112:菲律宾能量饮料以零售额计竞争格局 (%)



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

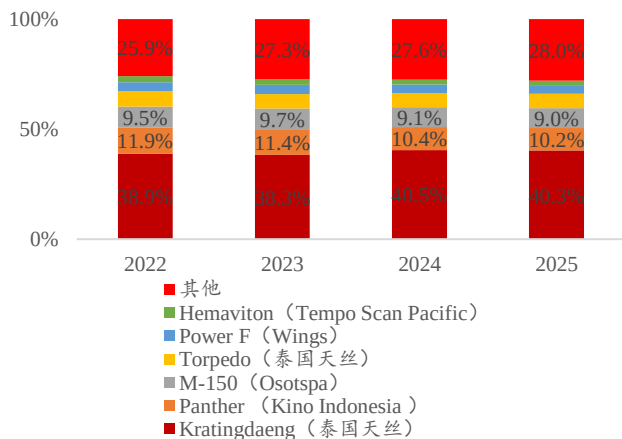
印尼市场: 近 20 亿规模下一超多强, 天丝 Kratingdaeng 独占四成, 本土与海外品牌混战第二梯队。作为东南亚区域前四大市场之一, 按零售额口径, 2024 年印度尼西亚能量饮料市场规模达 17.3 亿, 预计 2024~2030 年以 1.0% 的年均复合增速持续增长, 至 2030 年市场规模有望突破 18 亿元。印尼的能量饮料市场格局相对集中, 较越南、泰国、菲律宾稍显分散, 前五大品牌合计占据该区域市场 7 成的零售额市场份额。其中, “Red Bull” 品牌的创始公司泰国天丝集团旗下的 “Kratingdaeng” 品牌占据 4 成左右的份额, 位居该区域市场零售额首位, 印尼本土企业 Kino Indonesia 旗下的 “Panther” 品牌以超 10% 的市占率位居第二, Osotspa 旗下的 “M-150” 品牌以超过 9% 的市占率位居第三位, 前六大品牌的市占率均在 2% 及以上。

图表113:印尼能量饮料以零售额计市场规模 (亿元)



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

图表114:印尼能量饮料以零售额计竞争格局 (%)



资料来源: 欧睿, 方正证券研究所

3.2 与三林达成战略合作, 依托三林多维赋能, 掘金东南亚市场

与三林达成三亿美元战略合作。1 月 30 日, 东鹏饮料集团与印尼华商巨头三林集团正式签署战略合作协议。本次合作的形式为, 公司引入三林集团控股的主体 “RICHSTREAM INVESTMENT PTE. LTD.” 对香港路径公司进行增资, 增资后公司合计持有香港路径公司 59% 的股权, “RICH STREAM INVESTMENT PTE. LTD.” 持有香港路径公司 41% 的股权。双方通过香港路径公司在印度尼西亚开展投资总额不超过 3 亿美元的合作 (包括印度尼西亚东鹏维生素饮料公司在内)。

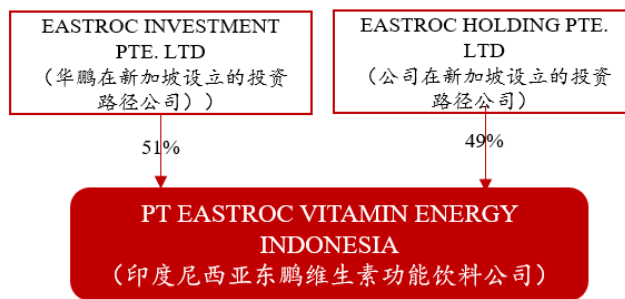
依托三林集团多维赋能，深耕印尼辐射东南亚市场。公司预计通过本次合作将获得合作方印尼本土销售渠道及零售网络的有力支持。三林集团旗下拥有印尼最大的综合食品企业 Indofood，其在印尼拥有超过 75 万个终端销售网点，另该集团还拥有印尼最大的连锁便利店品牌 Indomaret，其经营范围覆盖印尼全部省份，门店数量超 2.3 万家。通过本次合作，三林集团将开放其强大的分销网络以加速东鹏产品落地印尼市场。此外，三林还可提供包括供应链对接、政府关系协调、工厂建设配套等全方位的本地化运营服务，并帮助公司获取当地各类资质认证，保障公司在印尼的合规高效经营。在此基础上，随着合资生产基地的建成投产，公司将以印尼为基地，借助三林集团在东南亚的资源，并结合自身在印尼市场打磨过的销售运营模式，顺利进入越南、马来西亚、菲律宾等市场，抢占东南亚市场能量饮料未来的增长红利。

图表115:东鹏饮料集团&三林集团合资项目正式签约



资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

图表116:印度尼西亚东鹏维生素饮料公司股权结构



资料来源：东鹏饮料，方正证券研究所

4 韞玉待时：到 2029 年，东鹏特饮单品收入贡献或将突破 250 亿

据公司港股上市招股说明书披露，2024 年公司功能饮料产品在广东省的人均消费量达 7.5 升，同期全国其他省份人均消费量仅约为 2.1 升，这说明公司全国化战略推进和销售渗透还有巨大空间。本文以此为起点，结合有关财务数据，对东鹏特饮五年后的量价情况分别做预测。

量：考虑中国能量饮料市场目前还未出现美国市场的功能细分化趋势，新兴品牌成本劣势下较难进入市场，再加上消费需求的演变属于相对偏慢的变量，因此合理推断中国能量饮料市场中短期内仍延续份额逐步向头部集中趋势。正如前文“2.3 章节”所述，东鹏饮料在能量饮料领域所具备的“产品、生产供应、品牌营销、渠道及数字化”方面的差异化竞争优势，可使其利用更强的增长势能获得市场向头部集中的份额，从而实现东鹏特饮整体销量市占率的进一步提升。此外，随着与三林集团的战略合作落地，公司国际化进程进一步提速，借助三林集团在印尼市场发达的分销网络及海外生产基地的逐步建成，海外销量也有望显著增长。综合考虑，预计到 2030 年东鹏特饮全球销量或增至 60.5 亿升，5 年复合增速达超 14%，其中中国市场将贡献 58.5 亿升，销量市占率增至 50%。

价：不论是中国还是东南亚市场，消费者追求质价比趋势仍在，价格竞争或在中短期仍是能量饮料市场重要的竞争策略。而随着收入增长带来的规模化效应的进

一步释放，东鹏特饮较竞争对手的成本领先优势会进一步显现，公司也有足够的利润空间参与市场价格竞争，因此假设东鹏特饮的单价小幅向下，到 2024 年单升价格降至 4.2 元/升。

收入：基于前述量价的情况，到 2029 年东鹏特饮全球销售收入有望增至 254.6 亿元，5 年复合增速达 14%，其中国内市场贡献 98%左右。对应到终端零售额，东鹏特饮在 2029 年终端零售额将升至 661.9 亿元，市场占有率增至 37%。

图表117: 东鹏特饮未来 5 年成长空间测算

区域	项目	2024	2019~2024 CAGR	2024~2029 CAGR	2029E	备注
广东区域	常住人口 (亿人)	1.3	0.46%	0.15%	1.3	经济相对发达，人口净流入省份，常住人口维持微增态势
	年人均消费量 (升/人)	6.0		1.00%	6.3	渗透较高，未来借助渠道精耕、数字化等差异化优势在区域内维持稳中有微增态势
	总消费量 (亿升)	7.7		1.15%	8.1	2024 年，广东区域（含海南）占总收入 27.53%，假设“补水啦”30%收入来自广东，并按照其当年 2.3 元/升单价折算，则广东省销售补水啦约 1.98 亿升
全国其他区域	常住人口 (亿人)	12.8	-0.02%	-0.50%	12.5	2024 年同比-0.29%，假设随人口自然增长转负略有加大
	年人均消费量 (升/人)	1.8		17.67%	4.0	渗透率尚不足广东区域的 1/3，未来渠道广度和深度拓展、产品、品牌及数字化等优势维持双位数增长
	总消费量 (亿升)	22.9		17.08%	50.4	2024 年，假设“补水啦”70%收入来全国广东外其他区域，并按照 2.3 元/升单价折算，合计销售补水啦约 4.63 亿升
中国	公司总消费量 (亿升)	30.6		13.86%	58.5	因份额略升保持比行业略增 2pct 左右
	行业总销量 (亿升)	75.0		9.30%	117.0	弗若斯特沙利文估计 2024 年中国市场能量饮料销量为 75 亿升，2024~2029 年 CAGR 达 9.3%
	市占率 (%)	40.8%			50.0%	假设东鹏特饮借助渠道深耕、数字化及成本领先等竞争优势继续保持份额扩张态势，到 2029 年份额提升至 50%
海外	销量 (亿升)	0.3		50%	2.0	欧睿预计印尼市场 2029 年总销量达 2.757 亿升，若东鹏 15%市占率，可销售 4136 万瓶，其余海外区域在供应链出海及品牌出海双驱动下销售 1.74 亿升，期间 CAGR 达 46%
东鹏特饮整体	销量 (亿升)	30.8	29.44%	14.43%	60.5	因份额略升保持比行业略增 2pct 左右
	单价 (元/升)	4.3	-1.77%	-0.5%	4.2	近年来单价年降幅回落至 0.5%左右，单价微降

	收入（亿元）	133.0	27.15%	13.86%	254.6	国内贡献 96.7%,海外贡献 3.3%
	零售额（亿元）	349.8		13.60%	661.9	
	行业总零售额（亿元）	1114.0	7.7%	10.16%	1807.0	弗若斯特沙利文估计 2024 年中国市场能量饮料零售市场规模为 1114 亿，2024~2029 年 CAGR 达 10.2%
	差价倍数	2.63		-0.22%	2.60	差价倍数微降
	市占率（%）	31.4%			36.6%	

风险提示：

- 1) 广东省常住人口不增或下降；
2) 广东省年人均饮用量或已达上限，或受市场竞争冲击不增长或下降；
3) 全国人口下滑幅度超预期；
4) 行业能量饮料总量增长不及预期；
5) 市场竞争冲击公司市场份额扩张不及预期；
6) 海外业务拓展不及预期；
7) 单升价格下滑幅度超预期；

资料来源：，弗若斯特沙利文，欧睿，方正证券研究所

5 风险提示

- 1) 行业需求增至不及预期
2) 市场份额扩张不及预期
3) 海外业务拓展不及预期
4) 提振消费、监管政策发生不利变动
5) 食品安全风险

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com