

东鹏饮料（605499.SH）

公司报告 | 首次评级报告



胡文婧
食品饮料、游戏行业研究员

2026年1月22日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	256.17
总市值	1332.12亿
PE-TTM	29.83
PB-MRQ	15.14

估值结果

DDM估值	价值	1212亿
	上行空间	-9.0%
	状态	合理估值
动态估值	价值	1088亿
	上行空间	-18%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

东鹏饮料为我国功能饮料龙头，核心产品“东鹏特饮”已连续多年位居中国能量饮料销量榜首。

公司成长空间星级较高，能量饮料基本盘稳固，凭借渠道深耕与品类渗透，预计未来5年收入CAGR为10~15%；电解质饮料作为第二曲线，受益于品类教育及渠道复用，预计CAGR达20~30%。公司盈利趋势较好，行业进入壁垒虽不高，但东鹏依托全国化渠道与性价比策略，已在能量饮料与电解质饮料行业均位居龙二，未来市占率有望继续提升。产业格局较好，行业的差异化程度虽有限，但上下游议价能力较强；且品类功能属性明确，被替代风险低。护城河深厚，主要体现为线下渠道、品牌及规模经济优势；其以数字化运营、覆盖超430万终端的渠道网络兼具广度与深度，长期被侵蚀的风险较小。

假设东鹏未来的业绩增长主要来自能量饮料和电解质饮料的品类渗透、公司市占率的提升，以及新品类放量，我们认为其当前估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

关于电解质饮料，市场担忧元气森林的竞争压制，但我们认为东鹏市占率有望从13%升至稳态30%。元气森林虽具先发优势，但渠道力不足致其市占率已从80%降至40%；而东鹏有望将积累的渠道网络与数字化经验高效复用至该品类，稳态预期参考了日本电解质饮料龙一Aquarius（市占率约45%，可口可乐旗下品牌）。

关于能量饮料，我们认为市场对未来5年的收入预期（约为20%）过于乐观。该品类在核心消费群体（蓝领工人、货车司机、网吧玩家）中覆盖率已较高，增速边际放缓。预计未来5年该业务收入CAGR为10~15%，增长主要依赖新场景渗透和公司市占率提升（预计从当前35%提升至稳态44%，成为龙一）。

风险提示

若果汁茶品类的市场竞争加剧，公司未来的新品动销或低于预期；若原材料（如白砂糖和包材等）价格大幅上涨，公司的盈利能力可能会不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

东鹏饮料是中国领先的功能饮料及多品类饮料集团，公司坚持“1+6”多品类战略，以东鹏特饮为核心，积极拓展电解质饮料、果汁茶、即饮咖啡等赛道。公司已构建覆盖全国超430万家终端网点的渠道体系，广告语“累了困了，喝东鹏特饮”深入人心。

2. 业务介绍

对于东鹏饮料公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

能量饮料：

该业务是指能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的饮料品类，通常含有咖啡因、牛磺酸、维生素及糖类等成分。其主要功能是缓解疲劳和提神醒脑，核心消费群体为蓝领工人、货车司机及网吧玩家等。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

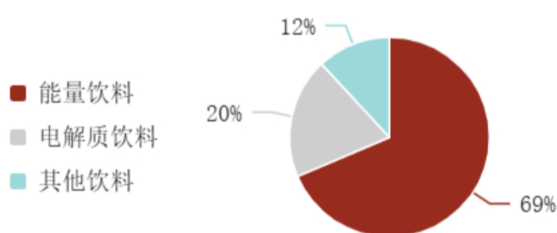
电解质饮料：

该业务是指添加机体所需要的矿物质及其他营养成分，能为机体补充新陈代谢消耗的电解质、水分的饮料品类，通常含有钠离子、钾离子等成分，消费场景正从运动&户外旅行渗透至日常泛补水。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

其他饮料：

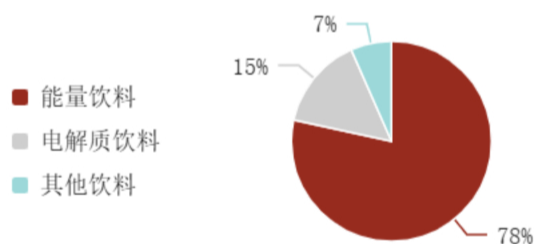
该业务涵盖公司“1+6”战略中除上述两项外的其他品类，包括茶饮料、即饮咖啡、椰汁饮料、即饮奶茶及大包装饮料。该业务围绕消费者多元需求持续推新，主打家庭与大众消费市场。我们对该业务的竞争市场界定在中国国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

东鹏的客户集中度低、资产强度处于中等水平，而营销强度及研发高端度较高，其商业模式可概括为“超级单品引领+全国渠道深耕+多品类梯次孵化”。公司以“东鹏特饮”为现金牛和渠道基石，通过数字化赋能的深度分销网络构建渠道壁垒，并成功孵化“补水啦”第二增长曲线，实现从功能饮料龙头向综合性饮料集团的战略演进。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

公司资产强度处于中等水平，2024年其固定资产+在建工程占总资产比重约19%。作为自主生产型饮料企业，公司在全国布局了13个生产基地（9个已投产），年设计产能超480万吨，旨在缩短物流半径、增强市场响应能力。但另一方面，与重工业或高端制造业相比，饮料企业无需大规模投入固定资产，故公司资产强度整体处于中等水平。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的研发较为高端，人均研发费用约51万元/年，高于同行平均水平。东鹏的研发活动与市场趋势、消费者需求紧密结合，体现在精准的产品迭代与品类创新上。例如，针对健康化趋势，快速推出无糖型东鹏特饮、无糖系列“补水啦”；针对细分场景，开发380ml便携装“补水啦”和1L分享装“果之茶”。这种快速响应市场、将研发转化为畅销单品的能力，是其产品竞争力的核心来源。

3.3 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司营销强度较高，2024年其销售费用率为16.9%，高于同行平均水平。这种较高强度营销是公司全国化扩张的主动策略，且其投入具有高度精准性。一方面，通过赞助亚运会、王者荣耀职业联赛，强化了品牌的年轻化认知；另一方面，通过大规模投放冰柜等终端建设，直接提升产品可见性与动销转化率，形成“品牌广告拉动+终端陈列推动”的合力。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度低，2024年其top5客户营收占比仅5%，主因其构建了深度分销、全域覆盖的立体化渠道网络。公司拥有超3200家经销商，产品覆盖全国33个省级行政区、超430万家终端零售网点。这种“毛细血管式”的渠道结构使公司不依赖于任何单一大型客户（如特定连锁商超），极大地分散了渠道风险，增强了经营的稳健性。

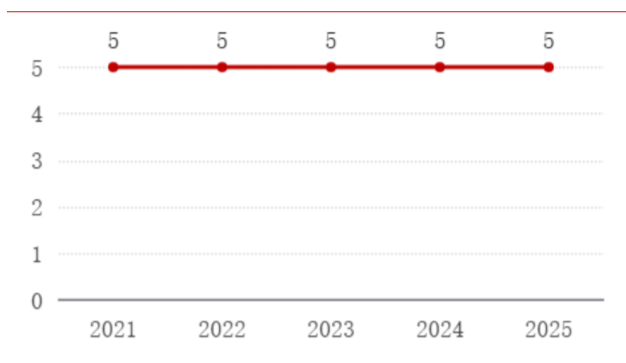
4. 历史经营绩效

东鹏的历史经营绩效很优秀，其成长能力、盈利能力、业务控制力及股东回报能力均维持在优秀水平。公司的成功并非单一产品的偶然爆发，而是通过前瞻性的品类卡位、极致化的渠道深耕和精准的数字化运营，构建了一套可复制、可持续的增长系统。在从区域品牌迈向全国龙头的过程中，公司始终保持着对市场趋势的敏锐洞察和强大的战略执行定力，实现了规模与质量的同步跃升。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



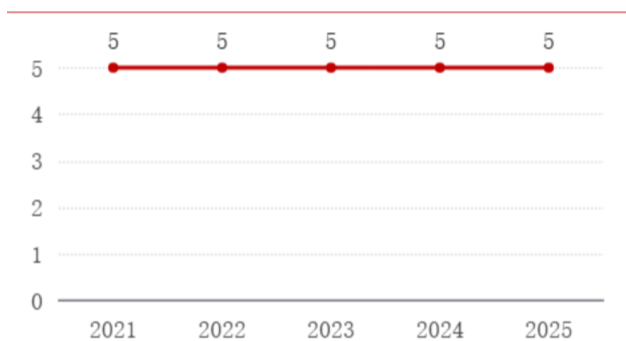
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力优秀且稳健，其2024年归母净利率为21%，ROE高达48%，主要得益于大单品带来的规模效应（高净利率）及全国化网点布局（高周转率）。核心产品东鹏特饮连续多年位列能量饮料销量第一，规模优势摊薄了生产成本。同时，公司通过全国化产能布局降低物流成本，并借助数字化工具（如“五码合一”）提升渠道费用投放的精准度和效率。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



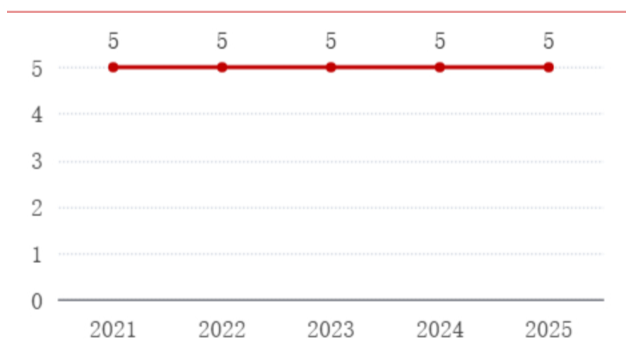
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力维持在优秀水平，2024年营收增速达41%，显著领跑同业。其强劲成长动能源于清晰的“双引擎”模式：第一大引擎能量饮料基本盘稳固，在成熟市场仍能通过单点卖力提升实现增长；第二大引擎“补水啦”实现爆发式增长，东鹏凭借性价比优势及渠道复用，以黑马之姿跃升为龙二。两大引擎共同支撑了公司成长的连续性和稳健性。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



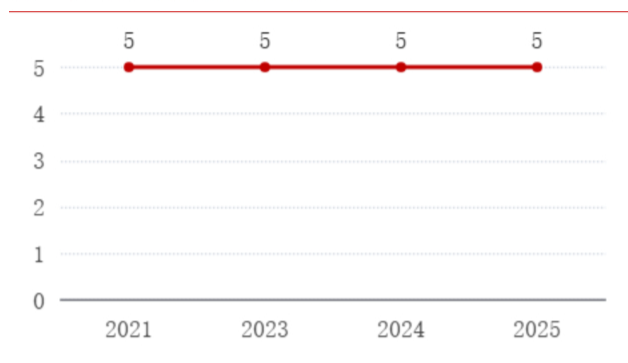
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制力优秀且稳健，2024年的净占款/净资产比例达44%，高于同行水平。公司对经销商执行款到发货，对业务链各环节拥有很强的控制力。此外，其通过高效的数字化管理（能精准监控动销、管理库存并指导生产）及强势的渠道地位，回款能力同样优秀，2024年的经营性现金流净额/净利润比例高达119%。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报能力维持在优秀水平。一方面，得益于大单品带来的规模效应及全国化网点布局（高效率），东鹏的盈利能力本身便很优秀。另一方面，2024年东鹏分红率提升至69%，这体现了其将优秀盈利能力和充沛经营性现金流转化为股东回报的强烈意愿，也反映出管理层对公司未来稳健发展的信心。

5. 四维评级

公司成长空间星级较高，能量饮料基本盘稳固，凭借渠道深耕与品类渗透，预计未来5年收入CAGR为10~15%；电解质饮料作为第二曲线，受益于品类教育及渠道复用，预计CAGR达20~30%。公司盈利趋势较好，行业进入壁垒虽不高，但东鹏依托全国化渠道与性价比策略，已在能量饮料与电解质饮料行业均位居龙二，未来市占率有望继续提升。产业格局较好，行业的差异化程度虽有限，但上下游议价能力较强；且品类功能属性明确，被替代风险低。护城河深厚，主要体现为线下渠道、品牌及规模经济优势；其以数字化运营、覆盖超430万终端的渠道网络兼具广度与深度，长期被侵蚀的风险较小。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长空间星级较高，当前已构建了“核心大单品稳健增长+第二曲线爆发式引领+潜力新品持续培育”的健康增长梯队。强大的全国化渠道平台为多品类孵化提供了土壤，使得公司能不断捕捉并兑现新的市场机会，故其成长空间的确定性较高。

能量饮料(3.5星)：

该业务的成长空间星级较高，预计未来5年收入CAGR为10~15%。一方面，我国能量饮料品类在核心消费群体（蓝领工人、货车司机、网吧玩家）中覆盖率已较高，增速边际放缓。但另一方面，能量饮料是少数兼具功能性、成瘾性和广泛消费场景的软饮细分赛道，受到其他品类冲击的程度很小；且东鹏已建立牢固的销量龙一地位和品牌心智，我们认为该业务成长空间的确定性较高。

电解质饮料(4.5星)：

该业务成长空间星级高。一方面，电解质饮料在国内渗透率仍处于上升阶段，在全民运动及健康意识驱动下，消费场景正从专业运动向日常补水快速延伸。此外，公司通过绑定顶级赛事建立专业信任，并推出多规格产品矩阵，成功渗透校园、通勤和家庭等日常场景。凭借深度分销的渠道体系复用，其市占率有望继续提升，预计未来5年收入CAGR为20~30%。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好。该行业产能进入壁垒虽不算高，但东鹏的核心大单品凭借规模效应，盈利能力领先同行；此外，其电解质饮料依托全国化渠道与性价比策略，以黑马之姿跃升至行业龙二，未来市占率仍有望继续提升。

能量饮料(3.5星):

该业务为公司的“利润压舱石”，盈利趋势较好。行业呈寡头垄断格局，销售额CR3约75~80%（该品类具备成瘾性&功能性，故粘性强于其他饮料品类）。东鹏凭借性价比策略及全国化渠道建设，并抓住红牛商标纠纷的市场空窗期，市占率稳步提升，当前位列行业销量龙一、销售额龙二。考虑到其渠道下沉能力持续强化、且性价比策略精准匹配核心客群，预计销售额市占率有望从目前的35%提升至稳态的44%。

电解质饮料(3.5星):

该业务盈利趋势较好。行业呈一超多强格局，销售额CR3约55%。东鹏目前仍处于市场扩张和份额抢夺期，故盈利能力并不算领先；但其市占率稳步提升，“补水啦”以黑马之姿跃升为龙二。行业龙一元气森林虽具先发优势，但渠道力不足致其市占率已从80%降至40%；而东鹏有望将主业积累的渠道网络与数字化经验高效复用至该品类，预计其市占率有望从13%升至稳态30%。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，行业内产品的差异化程度虽有限，但上下游议价能力较强；且品类功能属性明确，被替代风险低。一方面，其行业龙头地位稳固，上游原材料采购具备规模优势；下游凭借场景化深度分销&利益绑定机制，在与零售终端的合作中话语权强。另一方面，功能性饮料因其轻成瘾性，且与长途驾驶、体力劳动、加班熬夜等场景强绑定，故该品类被替代的风险较小。

能量饮料(4星):

该业务产业格局较好。长期来看该行业产品的差异化程度虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。东鹏特饮作为销量领导者，对上下游均具备较强的议价能力，如终端门店通过参与东鹏的促销活动，可获得核销红包&销量奖励等额外收益，通过利益绑定机制提升了渠道推力。此外，能量饮料的功能性属性明确，与长途驾驶、体力劳动及加班熬夜等场景强绑定，被其他品类替代的风险较低。

电解质饮料(4星):

该业务产业格局较好。长期来看该行业产品的差异化程度虽不算高，但其上下游议价能力较好、业务的被替代风险较小。东鹏凭借主业积累的品牌信任和渠道推力，快速建立了消费者认知，跃升至行业龙二，且渠道话语权仍有望继续巩固。此外，电解质饮料的功能性属性明确，与传统含糖饮料相比，电解质饮料通过补充钠&钾等元素，帮助人体维持水盐平衡，应用场景正从专业运动拓展至日常多元场景，被其他品类替代的风险较低。

5.4 护城河

★★★★★

公司护城河深厚，主要体现为线下渠道、品牌及规模经济优势。其以超430万终端构成的实体网络和“五码合一”数字化系统深度融合，打造出兼具广度、深度和智能的渠道生态系统，这一系统不仅难以复制，更通过与消费者的高频互动&场景深度绑定，持续强化品牌心智和规模效应，故长期被侵蚀的风险较小。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
能量饮料	(5星) 该业务的护城河很宽。东鹏在该行业位列销量第一、销售额第二，销售额市占率达35%，仅次于红牛。该业务经壹评级调整的ROE及ROIC均超50%，系公司凭借规模效应（高净利率）及全国化网点布局（高周转率），具备显著超额收益。此外，其业务控制力优秀，系公司龙头地位稳固，与经销商建立了利益绑定机制，具备了对经销商执行“款到发货”政策的能力。	(4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备线下渠道、品牌及规模经济优势。首先，其拥有超430万终端网点、100%的地级市覆盖率，且“五码合一”数字化系统提升了渠道精细化管理能力，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。其次，东鹏“累了困了”的slogan虽已融入大众文化，但考虑到新兴品牌在营销策略上不断发力，预计品牌力未来有一定被侵蚀的可能性。最后，考虑到其渠道下沉能力持续强化、且性价比策略精准匹配核心客群，未来市占率有望提升，预计规模经济优势在长期被侵蚀的可能性较小。
电解质饮料	(4星) 该业务的护城河较宽。东鹏在该品类上布局并不算早，但却以黑马之姿跃升至行业龙二，销售额市占率为13%，仅次于元气森林。该业务经壹评级调整的ROE为41%，经壹评级调整的ROIC为41%，公司凭借深度下沉的全国性渠道网络（高周转率），具备较显著的超额收益。此外，其业务控制力较好，系其渠道地位强势；且通过高效的数字化管理，回款能力领先同行。	(4.5星) 该业务的护城河持续性优秀，主要具备线下渠道及品牌优势。一方面，东鹏有望将主业积累的渠道网络与数字化经验（能精准监控动销、管理库存并指导生产）高效复用至该品类，预计线下渠道力在长期被侵蚀的可能性较小。另一方面，东鹏补水啦虽通过赞助体育赛事等方式提升品牌调性，但部分消费者仍可能将其与东鹏特饮的“蓝领”形象关联。在追求个性化的消费趋势下，预计品牌力未来有一定被侵蚀的可能性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

假设东鹏未来的业绩增长主要来自能量饮料和电解质饮料的品类渗透、公司市占率的提升，以及新品类放量，基于壹评级的DDM估值模型及动态估值模型，当前其处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：能量饮料、电解质饮料及其他饮料。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：能量饮料

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为5~10%。当前我国能量饮料在核心消费群体（蓝领工人、货车司机等）中覆盖率已较高，增速边际放缓，未来增长将主要依赖对新消费场景（如电竞比赛、长途自驾游）的渗透+对标成熟市场的人均消费量提升（参考消费群体类似的泰国，其人均能量饮料消费量约为中国的1.5~2倍）。

2) 公司市占率：东鹏已于2021年销量反超红牛，当前位列行业销量第一、销售额第二。考虑到红牛商标纠纷仍未完全解决，影响其铺货范围及营销策略；而东鹏凭借更具优势的渠道利润及深度分销网络，其销售额市占率有望从当前的约35%稳步提升至稳态约44%，最终成为销售额龙一。该稳态预期参考了美国能量饮料龙头怪兽饮料（Monster，市占率约40~45%）及泰国市场龙头（M-150，市占率约45%）的份额水平。

盈利能力假设：规模效应有望驱动毛利率小幅提升；此外，为巩固市场地位并开拓海外市场，销售费用率预计将略有上升。综上，预计其经营性净利率长期稳定在22%左右。

业务2：电解质饮料

收入假设：

1) 行业端：预计未来5年该行业规模CAGR为10~15%，增长驱动力来自核心运动健身场景的进一步覆盖+向日常泛补水场景（工作学习、户外旅行）的渗透。对标全球人均消费水平，我国电解质饮料人均年消费量（当前约为8L/人/年）仍有翻倍空间。

2) 公司市占率：东鹏“补水啦”虽为该赛道后来者，但凭借强大的渠道网络（超430万终端）和高效的数字化运营经验，已成为行业黑马，销售额市占率快速升至约13%，位居第二。而龙一元气森林虽具先发优势，但受限渠道力薄弱，其市占率已从早期超80%的高点下滑至约40%。预计行业稳态期将呈双寡头格局，东鹏市占率有望提升至约30%。此预期参考了日本电解质饮料龙一Aquarius（市占率约45%，背靠可口可乐强大渠道），鉴于东鹏渠道力突出但与可口可乐仍有差距，我们采取相对谨慎的预期。

盈利能力假设：随着该业务进一步放量，规模效应有望驱动毛利率继续改善；此外，当前阶段为抢夺份额、建立品牌心智，公司将持续增加终端冰柜投放和品牌营销投入，销售费用率预计将有所上升。综上，预计该业务经营性净利率将从2024年的13%小幅提升至稳态的15%。

业务3：其他饮料

收入假设：该业务目前收入占比不高约10%。2025年在“果之茶”系列果汁茶（主打1L大瓶装、5元亲民定价）和“海岛椰”椰汁等新品驱动下，该业务实现翻倍增长。预计2026-2030年该业务收入CAGR为25~30%，增长驱动力来自细分赛道成长性+东鹏渠道复用优势。

1) 行业端：该业务所包含的细分品类较多，其中成长性相对较高的为果汁茶细分行业。预计该行业未来5年CAGR能维持在10~15%，增长驱动力来自口味创新及健康意识增强（如NFC果汁、无糖果汁）。

2) 公司市占率：预计果汁茶和椰汁饮料是渠道复用逻辑下更易成功的品类，如“果之茶”的大容量性价比策略，与公司主业的走量模式契合，能有效激活庞大的存量网点（公司果汁茶推出半年后便跻身该品类销量Top10）。另一方面，考虑到果汁茶及椰汁饮料的功能性&成瘾性弱于能量饮料，故行业的同质化竞争会更激烈。综合来看，中性预计东鹏在该业务上有望从市场新进入者迈向二线龙头。

盈利能力假设：随着新产能爬坡，毛利率有望逐步提升。另一方面，作为细分赛道后来者，需持续进行终端陈列投入和消费者教育，预计销售费用率将有所上升。综上，预计其经营性净利率长期稳定在10~11%。

表2：公司整体业绩预测

东鹏饮料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	85.1	112.6	158.4	210.0	252.2	299.9	351.8	402.4
归母净利润(亿)	14.4	20.4	33.3	44.7	53.3	63.0	70.3	77.1
归母净利润增速(%)	20.7	41.6	63.1	34.4	19.2	18.1	11.7	9.6
经营性净利润(亿)	14.0	18.7	31.1	42.7	50.9	60.5	68.1	74.7
经营性净利润增速(%)	30.3	33.6	66.0	37.4	19.2	18.9	12.4	9.8
经营性归母净利润(亿)	14.0	18.7	31.1	42.7	50.9	60.5	68.1	74.7
经营性归母净利润增速(%)	30.3	33.6	66.0	37.4	19.2	18.9	12.4	9.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

能量饮料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	81.7	103.4	133.0	155.3	173.0	192.1	212.7	230.9
收入增速(%)	24.0	26.5	28.7	16.7	11.4	11.1	10.7	8.5
经营性净利润(亿)	13.8	18.1	28.2	35.2	39.5	44.3	47.9	50.8
经营性净利率(%)	16.9	17.5	21.2	22.7	22.8	23.0	22.5	22.0
经营性净利润增速(%)	30.1	31.6	55.4	25.1	12.1	12.0	8.1	6.1
电解质饮料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	3.9	15.0	33.4	49.3	67.6	87.7	108.9
收入增速(%)	0.0	0.0	283.3	123.1	47.8	37.1	29.8	24.1
经营性净利润(亿)	0.0	0.4	1.9	5.2	8.1	11.6	14.5	17.2
经营性净利率(%)	0.0	11.3	12.9	15.6	16.4	17.2	16.5	15.8
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	340.0	168.8	55.7	44.2	24.3	18.6
其他饮料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.3	5.4	10.4	21.4	29.9	40.1	51.4	62.7
收入增速(%)	-13.7	61.1	93.9	105.6	40.0	34.0	28.0	22.0
经营性净利润(亿)	0.2	0.2	1.0	2.3	3.4	4.6	5.7	6.8
经营性净利率(%)	7.3	3.2	9.7	10.9	11.2	11.6	11.2	10.8
经营性净利润增速(%)	41.3	-30.1	490.5	130.3	44.6	38.2	23.7	17.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
其他饮料	8.3%	中等	一般	一般	8.3%	12.64	6.1
电解质饮料	5.3%	中等-	较好	强	7.5%	18	15.4
能量饮料	5.3%	中等-	较好	强	7.5%	18	48.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他饮料(亿)	0.9	56.0	56.9	0.5	-	-	57.3
电解质饮料(亿)	18.7	207.2	225.9	0.7	-	-	226.5
能量饮料(亿)	139.4	658.3	797.7	6.0	-	-	803.7
公司整体测算(亿)	159.0	921.5	1080.4	7.2	-	-	1087.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
其他饮料(亿)	33.9	50.2	84.1	0.5	-	-	84.6
电解质饮料(亿)	110.8	143.0	253.8	0.7	-	-	254.5
能量饮料(亿)	427.4	439.2	866.6	6.0	-	-	872.6
公司整体测算(亿)	572.2	632.4	1204.5	7.2	-	-	1211.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性星级较高。一方面，饮料行业新品迭代速度快，消费风向变化迅速，导致新品类增长的持续性较难预测。但另一方面，该行业以线下深度分销为核心，几乎不存在颠覆性渠道变革风险。此外，东鹏与市场交流频率较高，且借助“五码合一”等数字化工具，实现终端数据（如零售量额、渠道库存）的近乎实时反馈。综上，行业虽有品类不确定性，但渠道模式稳定、公司透明度高，其估值具备较好的可预测基础。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。