



核心观点

❖ 能量饮料发展迅速，市场规模持续扩张

功能饮料可以分为能量饮料、营养素饮料、运动饮料和其他，其中能量饮料 2019 年占比达 70.24%。从市场规模来看，我国能量饮料 2020 年达到 448 亿元，预计 2021 年为 486 亿元，2011-2020 年 CAGR 为 20%；从销量上看，2018 年我国能量饮料销量为 139.6 亿升，2012-2018 年 CAGR 为 11.82%，保持较高增速。能量饮料行业整体集中度高，2019 年行业 CR3 为 78.1%。我国能量饮料人均消耗量、人均消费金额均低于美、日、英等国家，市场发展空间大。随着我国人民运动健身意识增强、工作时长增加，能量饮料消费人群规模持续上升，将推动市场规模持续增长。

❖ 他山之石：从美、日看我国能量饮料的发展趋势

从美、日的发展经验来看，能量饮料在饮料行业整体稳定的情况下均实现较快增长，2014-2019 年美国和日本能量饮料 5 年 CAGR 在饮料行业各品类中均排名第二。从集中度来看，能量饮料行业市场集中度高，美国 CR2 约为 80% 以上，日本 CR4 达 60%。从美国怪物饮料公司发展路径看，不断创新的新品类、较高的性价比、差异化竞争以及轻资产和销地产模式共同构建公司的核心竞争力，公司营收和净利润实现高速增长，2002-2020 年市值增长超 1000 倍。

❖ 高性价比、品类多样化、无糖化和轻资产运营是能量饮料未来发展的趋势

我国能量饮料行业规模持续扩张，预计 2025 年将达到 600 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 6%。渗透率将持续提升，2025 年能量饮料有望达到我国软饮料份额的 8.5%。根据美国怪物饮料成功的发展路径，我们认为产品上，品类多样化和产品快速的推陈出新是基础，较高的性价比是核心；营销上，应加大宣传力度，精准定位，实现差异化经营；渠道上，轻资产模式将是饮料行业未来的主要方向；从趋势上，无糖化和健康化将为能量饮料提供新的增长动力。

❖ **投资策略：**能量饮料作为我国饮料行业中增速最高的子行业，其发展是由我国经济发展、居民消费水平提升、健康理念增强等多方面共同作用的结果。对比美、日能量饮料行业的发展以及海外公司怪物饮料的发展路径，我们认为拥有高性价比产品、多元的品类并能保持持续的创新、强渠道力将是能量饮料行业发展的趋势。建议关注在品牌、渠道、产品力方面处于行业领先地位的企业，相关标的：东鹏饮料。

风险提示：宏观经济及收入波动风险；食品安全风险；原材料价格波动风险。

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部 /消费团队
行业评级	增持
报告时间	2021/06/28

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

何宇航
证书编号：S1100120090004
heyuhang@cczq.com

📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、能量饮料发展迅速，市场规模持续扩张	6
1.1 能量饮料市场潜在规模巨大，现处于快速发展阶段	6
1.2 内因：健康理念不断增强，放大能量饮料市场需求	9
1.3 外因：收入水平提升和消费支出的增长推动能量饮料的需求	10
二、他山之石：从美、日看我国能量饮料的发展趋势	11
2.1 美国：能量饮料维持较高增速，集中度较高	11
2.2 日本：能量饮料增速居前，集中度较高	12
2.3 怪物饮料：高性价比产品、强品牌和渠道力共筑能量饮料巨头	14
2.3.1 新品类创新助力公司快速发展	16
2.3.2 执行高性价比战略，差异化营销树立品牌优势	18
2.3.3 实行轻资产和销地产模式，海外扩张快速推进	19
三、高性价比、品类多样化、无糖化和轻资产运营是能量饮料未来发展的重要趋势	22
3.1 行业规模持续扩张，竞争开始加剧	22
3.2 高性价比、品类多样化、更新迭代快以吸引更多消费者	24
3.3 加大营销宣传力度，实行差异化经营	25
3.4 轻资产模式为饮料行业的主要趋势	27
3.4 无糖化和健康化将成为能量饮料的核心趋势	31
四、相关标的：东鹏饮料:多维度构筑核心竞争力	32
4.1 高性价比产品叠加差异化战略提供强大竞争力	34
4.2 优化经销体系，提升销售效率	36
投资建议	39
风险提示	40

图表目录

图 1:	中国软饮料市场规模较大	6
图 2:	软饮料产量维持稳定	6
图 3:	中国功能饮料市场规模	6
图 4:	功能饮料类别构成 (按销售额)	6
图 5:	能量饮料保持较高增速	7
图 6:	能量饮料销量稳定增长	7
图 7:	能量饮料为增速最高的子行业	7
图 8:	中国饮料市场各品类销售额占比	7
图 9:	功能饮料市场集中度较高	8
图 10:	2019 年我国功能饮料市场份额	8
图 11:	我国功能饮料人均饮用量较低	8
图 12:	我国功能饮料人均消费金额较低	8
图 13:	身心健康为国人最关心的事情	9
图 14:	消费者越来越重视饮料的功效	9
图 15:	我国就业人员平均工作市场	10
图 16:	我国经济活动人口与就业人口	10
图 17:	我国经常参与体育锻炼人数增多	10
图 18:	体育消费增长迅速	10
图 19:	全国城镇居民收入支出情况	11
图 20:	全国农村居民收入支出情况	11
图 21:	饮料行业发展趋势	11
图 22:	美国能量饮料市场规模	12
图 23:	2014-2019 美国饮料行业各品类 CAGR	12
图 24:	美国能量饮料销售额占饮料行业比重	12
图 25:	美国能量饮料各品牌市占率情况	12
图 26:	日本功能饮料发展情况	13
图 27:	日本功能性饮料市场预测	13
图 28:	2014-2019 日本饮料行业各品类 CAGR	13
图 29:	2019 年日本各品类饮料零售额占比	14
图 30:	日本能量饮料各品牌市占率情况	14
图 31:	怪物饮料发展情况	15
图 32:	怪物饮料净利润持续提升	16
图 33:	怪物饮料 2002-2020 股价增幅超 1000 倍	16
图 34:	怪物饮料销量持续提升	18
图 35:	出厂价呈下降趋势	18
图 36:	怪物饮料赞助极限运动	19
图 37:	怪物饮料赞助电子竞技	19
图 38:	怪物饮料资产负债率低	19
图 39:	怪物饮料固定资产净值占总资产比例低	19
图 40:	怪物饮料总资产周转率较高	20
图 41:	怪物饮料 ROIC 较高	20
图 42:	怪物饮料在主要销售客户情况	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	怪物饮料海外收入占比持续提升	21
图 44:	2020 年怪物饮料分地区收入占比	21
图 45:	怪物饮料运输费用占比下滑	21
图 46:	怪物饮料盈利能力持续上升	21
图 47:	怪物饮料在主要国家市占率情况	22
图 48:	能量饮料 2025 年零售额将达 600 亿	23
图 49:	能量饮料渗透率持续提升	23
图 50:	能量饮料市场竞争逐渐激烈	23
图 51:	上游和下游附加值更高	28
图 52:	可口可乐公司实行轻资产运营	28
图 53:	全球主要饮料公司固定资产占比小于 30%	28
图 54:	饮料企业固定资产占总资产比重一览	29
图 55:	饮料企业 ROE 一览	29
图 56:	饮料企业毛利率一览	29
图 57:	饮料企业净利率一览	29
图 58:	康师傅固定资产比例持续下滑	30
图 59:	康师傅盈利能力逐渐提升	30
图 60:	可口可乐固定资产与盈利情况	30
图 61:	美国全国饮料固定资产与盈利情况	30
图 62:	无糖茶饮料销售占比持续提升	31
图 63:	无糖茶饮料 2019-2024 年 CAGR 为 22.9%	31
图 64:	营收和净利润快速增长	33
图 65:	盈利能力不断提升	33
图 66:	性价比策略下销售单价下降	36
图 67:	金瓶特饮销量增长迅速	36
图 68:	公司各渠道营收及增速 (百万元)	36
图 69:	线上、直营渠道营收占比逐步提升	36
图 70:	全国各地区市场经销商数量持续增长	37
图 71:	经销商平均销售额 (百万元/家)	37
图 72:	东鹏特饮各包装平均出厂价	37
图 73:	东鹏特饮各包装经销加终端利润率	37
表格 1.	怪物饮料主要产品一览	17
表格 2.	美国能量饮料主要产品每 16 盎司功效成分含量及价格一览	18
表格 3.	新兴饮料品牌不断推出新品	24
表格 4.	国内功能饮料主要赞助情况一览	25
表格 5.	东鹏、怪物饮料与红牛形成差异化竞争	26
表格 6.	轻资产与重资产情况一览	27
表格 7.	轻资产模式拥有更强的盈利能力	29
表格 8.	市面上主要无糖饮料	31
表格 9.	东鹏饮料产品产销利用情况	33
表格 10.	东鹏特饮主要产品一览	34

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

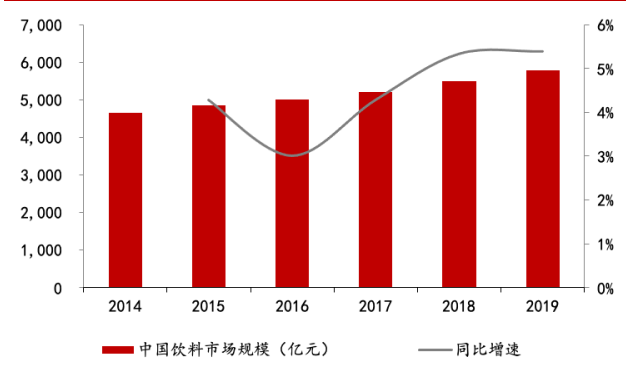
表格 11. 能量饮料主要产品每 250ML 功效成分含量及价格一览 35

一、能量饮料发展迅速，市场规模持续扩张

1.1 能量饮料市场潜在规模巨大，现处于快速发展阶段

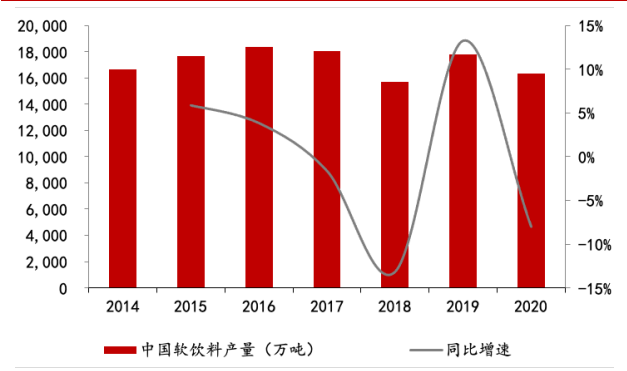
我国饮料行业进入平稳增长期。我国饮料行业趋于成熟，市场规模较大，增速较低，进入量稳价增阶段。从价上看，2019年全国饮料市场规模达5785.60亿元，同比增长5.40%，2014-2019年CAGR为4.46%，维持较低且稳定的增速。从量上看，2020年全国软饮料产量达1.63亿吨，同比下降7.97%，2014-2020年CAGR为-0.33%，产量在2016年达到高峰，随后逐年开始下滑。

图 1：中国软饮料市场规模较大



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

图 2：软饮料产量维持稳定



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

功能饮料发展迅速，能量饮料为最主要类别。我国功能饮料发展迅速，从2014年的581亿元提升到2019年的1119亿元，CAGR为14.0%，预计2024年将达到1756亿元。功能饮料可以分为能量饮料、营养素饮料、运动饮料和其他，其中能量饮料是重要的细分品类，市场规模最大，2019年能量饮料零售额占整体功能饮料零售额的70.24%。

图 3：中国功能饮料市场规模

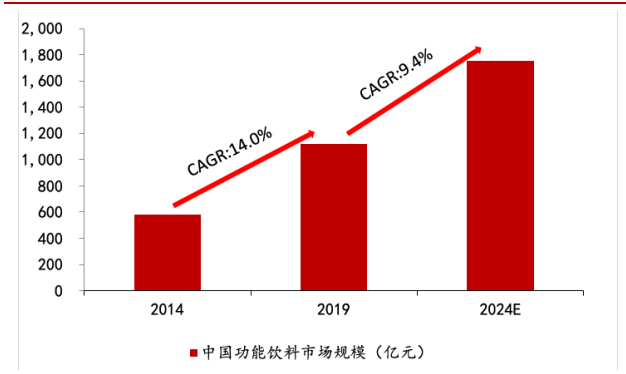
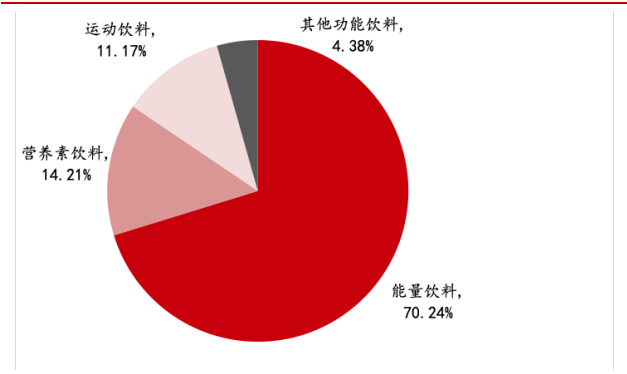


图 4：功能饮料类别构成（按销售额）



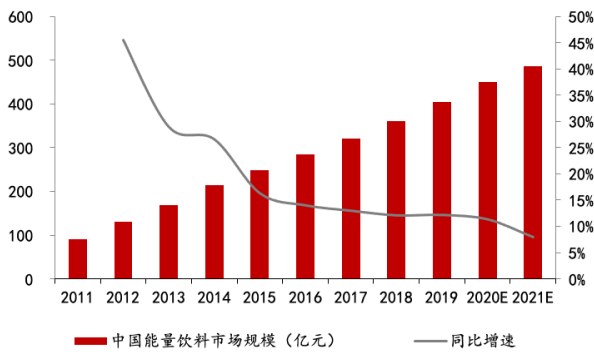
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

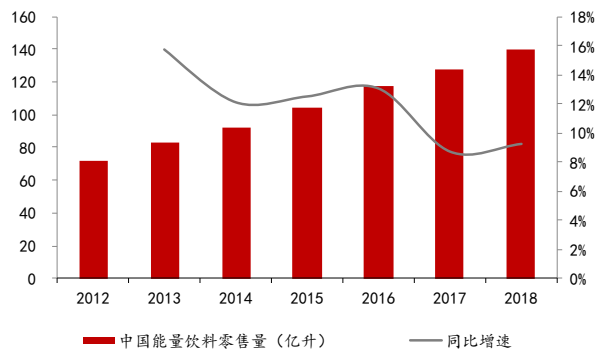
能量饮料快速成长，是我国饮料增速最高的子行业。从市场规模来看，我国能量饮料 2020 年达到 448 亿元，预计 2021 年为 486 亿元，2011-2020 年 CAGR 为 20%；截至 2019 年能量饮料销售额占我国饮料市场总销售额的 7.92%，排名第 5，市占率有望进一步提升；能量饮料市场规模 2014-2019 年复合增速达 13.55%，在饮料行业 9 个细分子行业中排名第一。从销量上看，2018 年我国能量饮料销量为 139.6 亿升，2012-2018 年 CAGR 为 11.82%，保持较高增速。

图 5：能量饮料保持较高增速



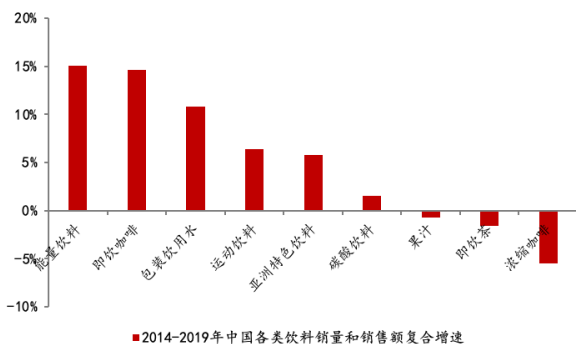
资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

图 6：能量饮料销量稳定增长



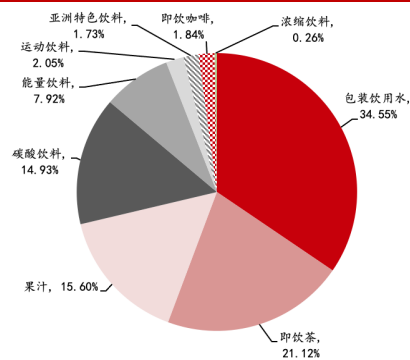
资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

图 7：能量饮料为增速最高的子行业



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

图 8：中国饮料市场各品类销售额占比



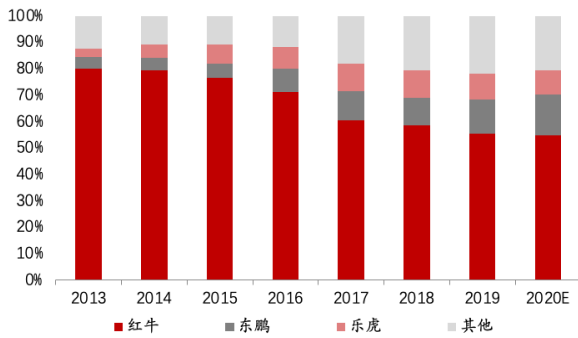
资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

我国能量饮料行业市场集中度高。能量饮料行业整体集中度高，2019 行业 CR3 为 78.1%。红牛最早进入中国功能饮料市场，截止到 2019 年红牛市占率最高，前三分别为红牛、东鹏饮料、乐虎，市占率分别为 57%、15%、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

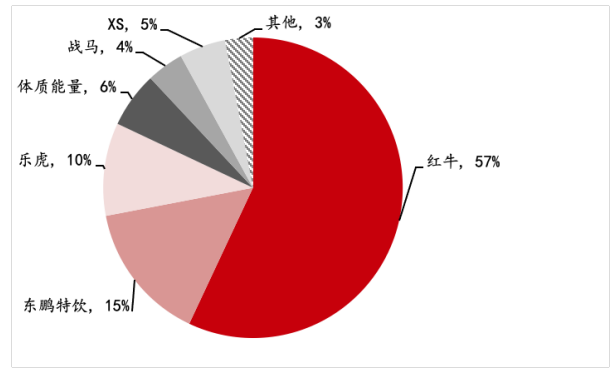
10%。随着红牛陷入商标权之争，规模增长陷入停滞，能量饮料行业内其他企业获得更大发展空间，2013-2019年红牛市场份额从79.9%下降至57%，东鹏特饮从4.7%上升至15%，乐虎从3.1%上升至10%。

图 9：功能饮料市场集中度较高



资料来源：中国产业信息网，前瞻产业研究院，川财证券研究所

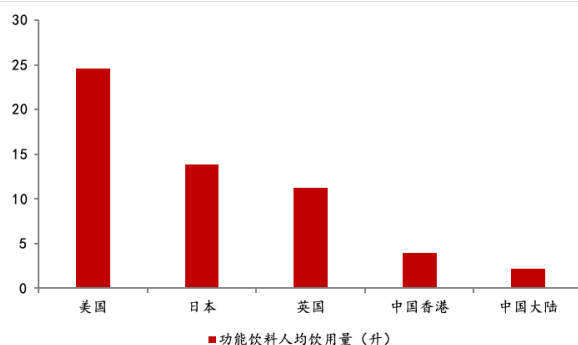
图 10：2019年我国功能饮料市场份额



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

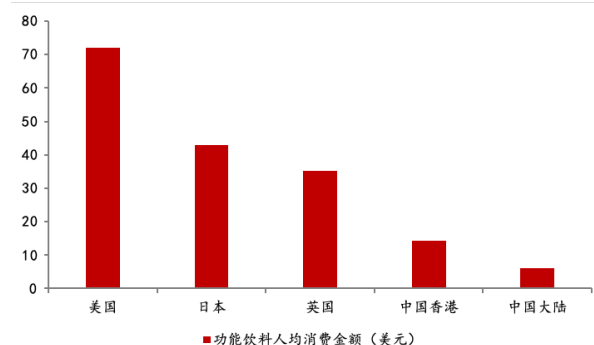
我国人均能量饮料消耗较低，市场发展空间大。据欧睿国际统计，我国能量饮料人均消耗量、人均消费金额均低于美国、日本、英国等国家，与饮食习惯相近的中国香港也有一定差距。截至2019年，中国大陆人均功能饮料饮用量为2.2升，人均功能饮料消费金额为6.2美元，远低于美国的24.6升、72.1美元。中国能量饮料渗透率较低，市场空间大，行业潜在市场规模超千亿元。

图 11：我国功能饮料人均饮用量较低



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

图 12：我国功能饮料人均消费金额较低

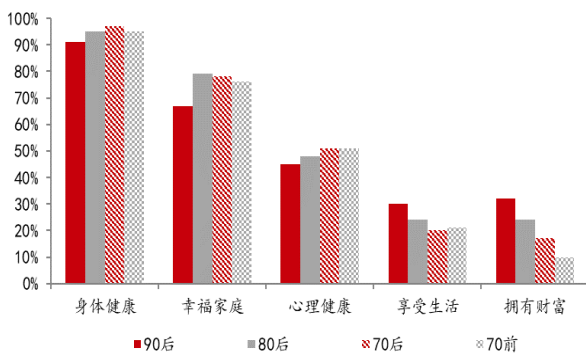


资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

1.2 内因：健康理念不断增强，放大能量饮料市场需求

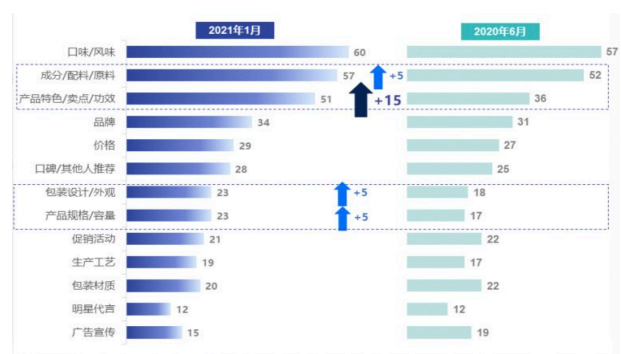
我国居民越来越关注身心健康，愈加重视饮料功能性。随着收入的增加和消费升级，消费者对健康的追求越来越高。根据 2019 年国民洞察报告，各年龄段的人均把身体健康排在第一位，心理健康也高居第三位置。随着身心健康越来越受到国人重视，消费者对于饮品质量要求提升，除了口味外，产品的成分、原料、功效越来越成为重点关注方面。

图 13：身心健康为国人最关心的事情



资料来源：《2019 年国民洞察报告》，川财证券研究所

图 14：消费者越来越重视饮料的功效

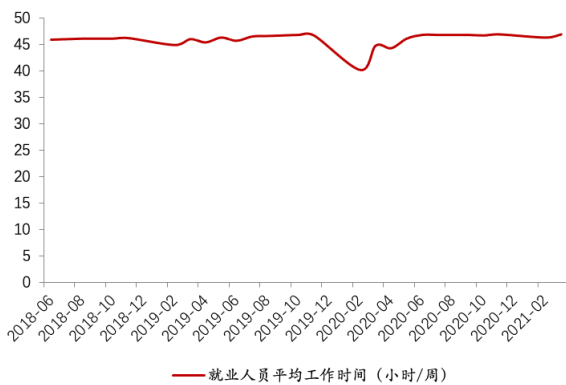


资料来源：Ipsos，川财证券研究所

随着健康理念提升，能量饮料消费人群规模不断扩张。能量饮料消费场景最开始以长时间工作为主慢慢增加了运动健身，近年来我国就业人员平均工作时长、经常参加体育锻炼的人数持续增长，为能量饮料市场规模上升提供动力。从工作人群来看，据国家统计局统计 2018 年 6 月-2021 年 3 月我国就业人员平均工作时长呈现上升趋势。工作时长从 2018.6 的 45.9 小时上升至 2021.3 的 46.9 小时；日平均工作时长达 9.38 小时(以每周 5 个工作日计算)。从运动人群来看，我国运动健身人群规模持续增长，2010-2019 年期间，经常参加体育锻炼人数从 3.8 亿人上升至 4.3 亿人。同时国家持续推进全民健身计划，计划到 2030 年，经常参加体育锻炼人数达 5.6 亿人，占比超 40%。体育锻炼的人数增长也带来体育相关消费的增长，根据国务院所印发的《全民健身计划》，预计到 2020 年我国体育消费市场规模将达到 1.5 万亿，人均体育消费从 2011 年的 593 元增长到 2018 年的 2264 元，并有望在 2020 年达到 3448 元，十年的 CAGR 为 19.24%。随着我国人民运动健身意识增强、工作时长增加，能量饮料消费人群规模持续上升，将推动市场规模持续增长。

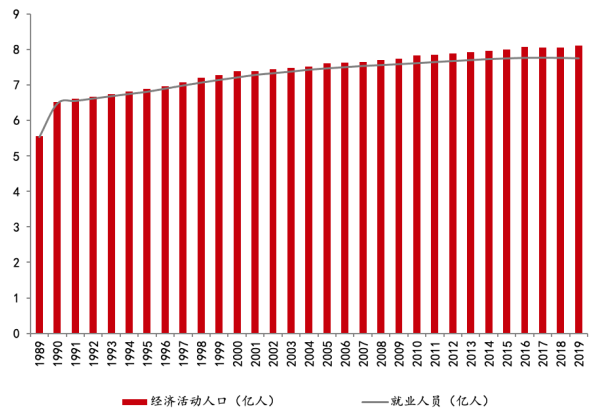
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 15： 我国就业人员平均工作市场



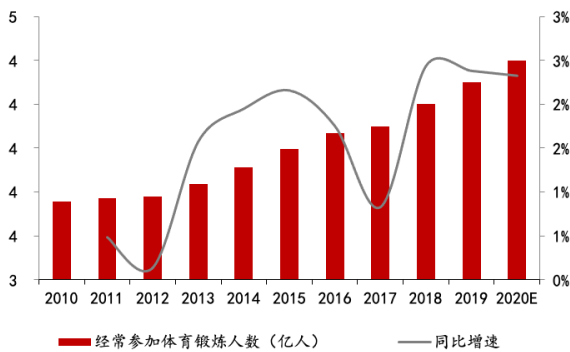
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 16： 我国经济活动人口与就业人口



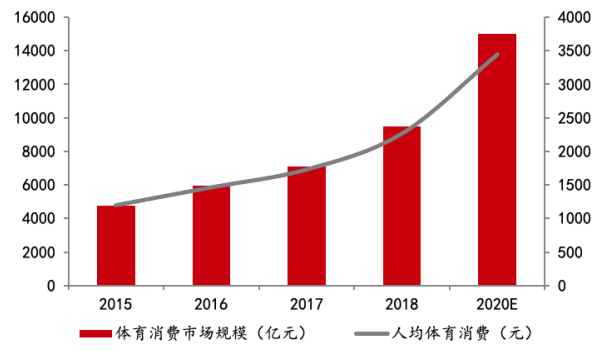
资料来源：国际统计局，川财证券研究所

图 17： 我国经常参与体育锻炼人数增多



资料来源：中国报告网，川财证券研究所

图 18： 体育消费增长迅速



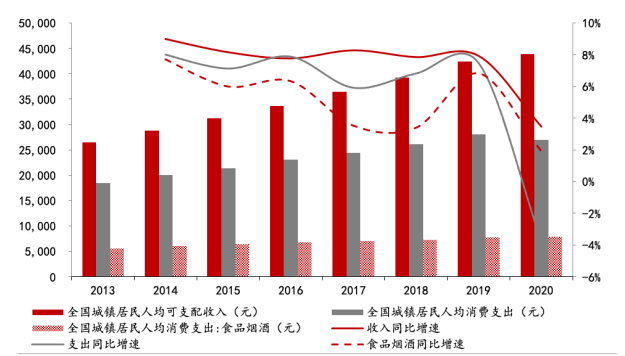
资料来源：《全民健身计划》，川财证券研究所

1.3 外因：收入水平提升和消费支出的增长推动能量饮料的需求

收入水平和消费支出的提升推动能量饮料消费增长。2013-2020 年我国城镇居民人均可支配收入增长较快，从 26467 元上升至 43834 元，CAGR 为 7.48%，人均消费支出从 18488 元提升至 27007 元；农村居民人均可支配收入从 9430 元上升至 17131 元，人均消费支出从 7485 元提升至 13713 元。人均可支配收入增长带动消费水平上升，人均饮料支出呈现上升趋势。2013-2020 年我国城镇居民人均食品烟酒消费支出从 5570 元上升至 7881 元，CAGR 为 5.83%，农村居民人均食品烟酒消费支出从 2554 元上升至 4479 元，CAGR 为 8.36%。人均收入水平上升为能量饮料消费增长提供动力，预计能量饮料市场规模将持续增长。

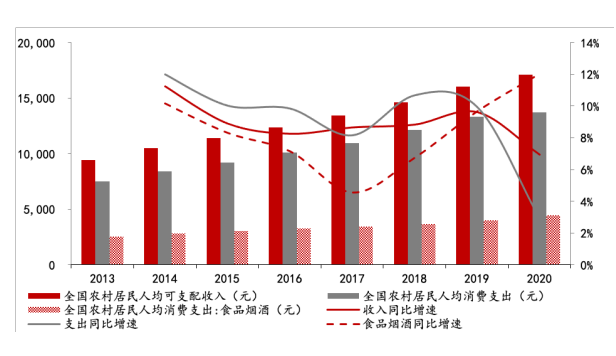
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 19： 全国城镇居民收入支出情况



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 20： 全国农村居民收入支出情况



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

随着消费升级的推动，对饮品健康化、功能化的需求提升。饮料品种不断丰富，结构不断优化。消费者对饮料逐渐从口味、解渴等最基本的需求，转向对情感、质感的需求。饮料行业现在发展的四大趋势是情感化、环保化、健康化和功能化。功能化作为饮料行业发展的新风向，许多品牌已经在饮品中添加功能化属性，满足消费者多元的需求。

图 21： 饮料行业发展趋势

<p>情感化</p> <p>近年来，越来越多的饮料品牌开始打情感牌，不仅限于青春怀旧，更开始跨界与一些动漫ip形象进行合作，吸引消费者眼球</p>	<p>环保化</p> <p>近年来，社会可持续发展和环保一直是各个行业关注的热点话题，饮料行业中的领头企业也开始通过改变包装/参与公益事业来推动行业环保化</p>	<p>健康化</p> <p>各大饮料品牌掀起了一阵健康风；开始在饮料成分，包装上做文章。“0糖，0卡路里，0脂肪”成为目前一大部分饮料产品的宣传噱头之一</p>	<p>功能化</p> <p>作为健康风的衍生趋势，饮料行业已经不仅满足于美味、解渴、没有不健康等基础产品特点，开始研发/推出不同的功效，以顺应目前的大趋势和消费者需求</p>

资料来源：Ipsos，川财证券研究所

二、他山之石：从美、日看我国能量饮料的发展趋势

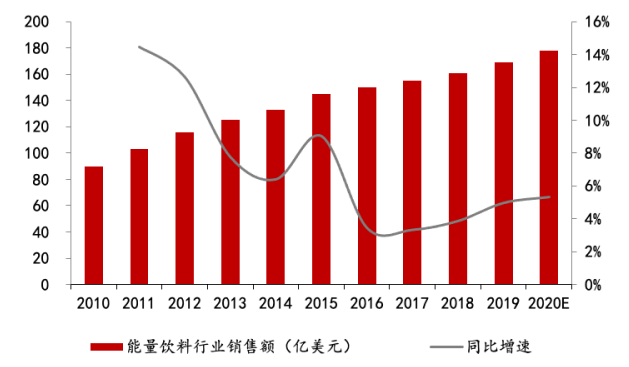
2.1 美国：能量饮料维持较高增速，集中度较高

美国能量饮料行业发展迅速。20 世纪 30 年代“Lucozade”作为第一代能量补给饮料进入美国。随着消费者对健康的需求逐步提高，2000 年来功能饮料

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

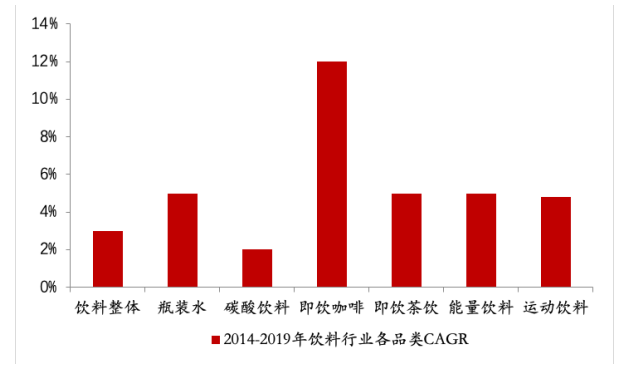
风靡于欧美和日本等发达国家。美国能量饮料发展迅速，2019年市场规模约为170亿美元，2010-2019年CAGR为7.3%。2014-2019年美国能量饮料5年CAGR在饮料行业各品类中排名第二，达到5%。

图 22： 美国能量饮料市场规模



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

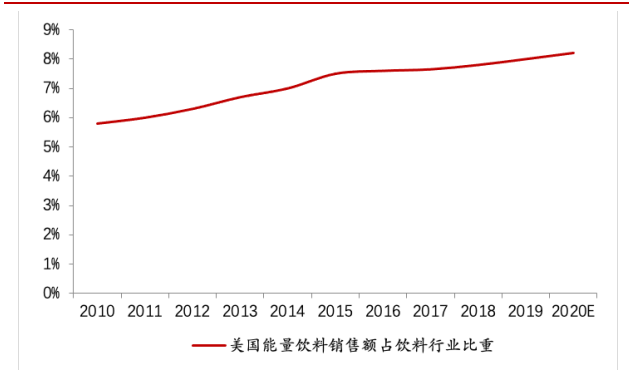
图 23： 2014-2019 美国饮料行业各品类 CAGR



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

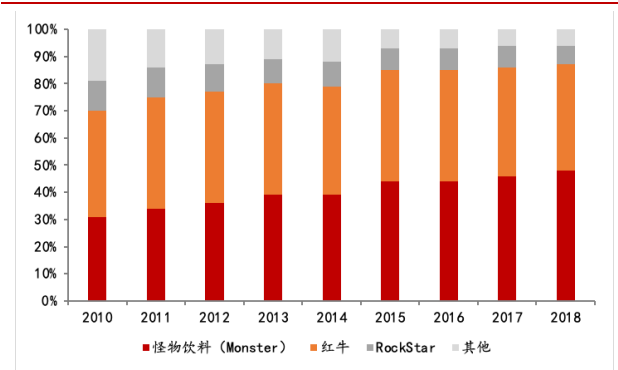
能量饮料销售占比持续提升，市场集中度高。美国能量饮料销售额占饮料行业比重持续上升，2019年约为8%，预计2021年将达到8.4%。美国能量饮料市场高度集中，其中怪物饮料（Monster）市占率居首，前三分别为Monster、红牛、Rockstar，市占率分别为48%、39%、7%，CR2高达87%。

图 24： 美国能量饮料销售额占饮料行业比重



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

图 25： 美国能量饮料各品牌市占率情况



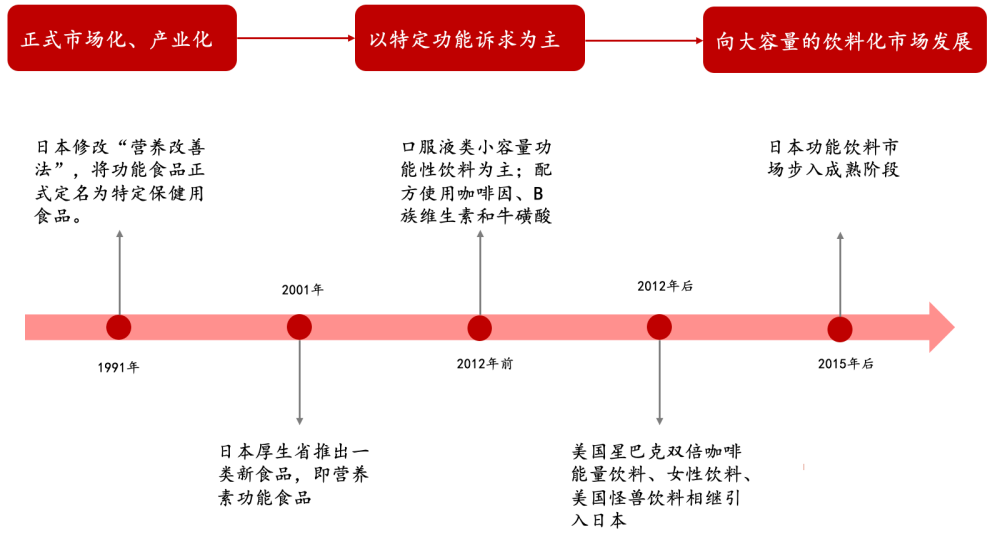
资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

2.2 日本：能量饮料增速居前，集中度较高

功能饮料正式化和产业化，并逐渐成熟。1991年日本便修改“营养改善
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

法”，将功能食品正式定名为特定保健用食品，2012年的时候以口服液为主的小容量功能饮品兴起。进入2015年日本开始逐渐向大容量的饮料化市场转变，市场步入成熟阶段。

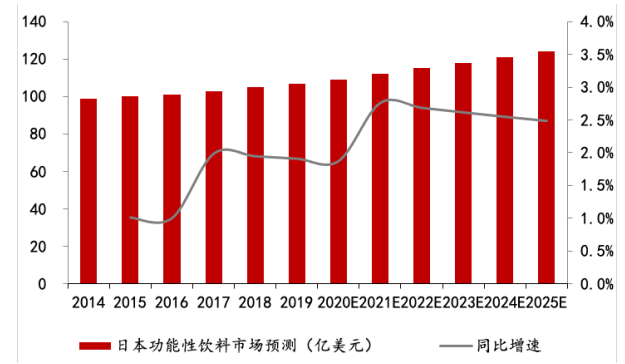
图 26：日本功能饮料发展情况



资料来源：《功能性饮料的市场发展趋势与管理对策》，川财证券研究所

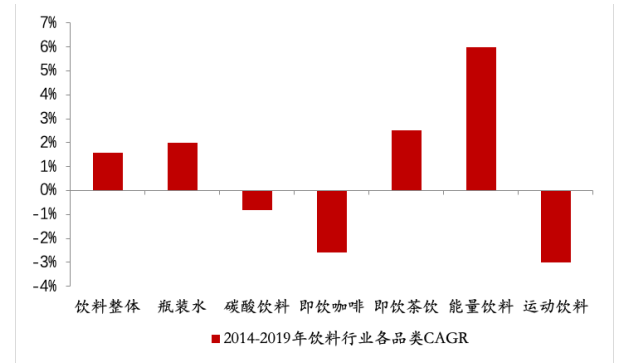
日本功能性饮料行业发展稳健，能量饮料发展较快。2019年日本功能性饮料市场规模约为107亿美元，2014-2019年CAGR约为1.6%。2014-2019年日本能量饮料5年CAGR在饮料行业各品类中排名第二，达到6%，发展速度较快。

图 27：日本功能性饮料市场预测



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

图 28：2014-2019 日本饮料行业各品类 CAGR

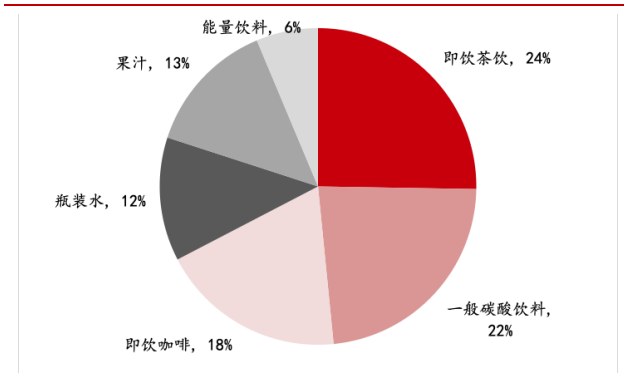


资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

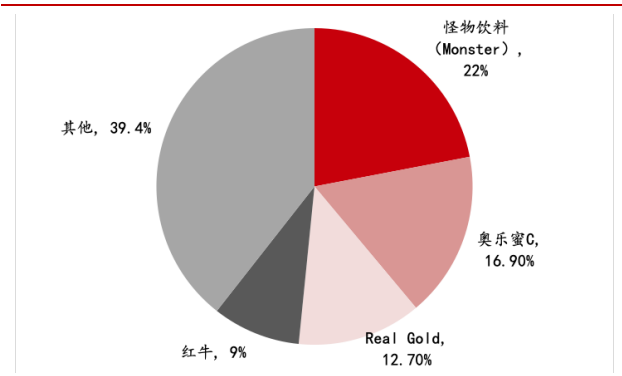
品牌丰富，市场集中度较高。日本能量饮料销售额占饮料行业比重呈现上升趋势，2019年约为6%。能量饮料市场集中度较高，前四分别为 Monster、奥乐蜜 C、Real Gold、红牛，市占率分别为 22%、16.9%、12.7%、9%，CR4 为 60.6%。同时日本有多个品牌推出功能性饮料，包括三得利、可口可乐、伊藤园等推出茶功能饮料，佐藤制药、资生堂、花王也相继推出能量饮料产品。

图 29：2019 年日本各品类饮料零售额占比



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

图 30：日本能量饮料各品牌市占率情况



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

从美国和日本的发展情况，我们可以得知，在饮料行业整体发展趋势较为明朗，即饮料市场整体进入平稳发展阶段，市场规模提升较为缓慢。其中碳酸饮料、果汁等纯口味性的饮品占比有所下滑，基于健康和运动需求，以即饮咖啡、能量饮料为主的带功能性的饮料对其他饮料形成一定的替代效应。能量饮料市场则保持平稳且较高的增速，能量饮料占比持续提升，在整个饮料行业发展趋缓的情况下，预计将成为主要增长细分行业。从市场集中度来看，能量饮料行业市场集中度高，市场主要被能量饮料的头部企业占领，怪物饮料和红牛占据美国 80% 以上的能量饮料市场，怪物饮料、奥乐蜜 C、Real Gold、红牛占领日本 60% 的市场，市场格局基本形成，预计在没有特殊情况发生下，市场集中会继续提升。

2.3 怪物饮料：高性价比产品、强品牌和渠道力共筑能量饮料巨头

怪物饮料的前身是成立于 1935 年的汉森天然饮料公司 (Hansen's Natural)，当时主要销售苏打水和果汁饮料，20 世纪 70 年代，开始销售碳酸饮料，2002 年推出怪物饮料，目前公司专注生产和销售能量饮料，是美国

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

第一大、全球第二大能量饮料品牌。纵观怪物饮料的发展，共分为 4 个阶段：

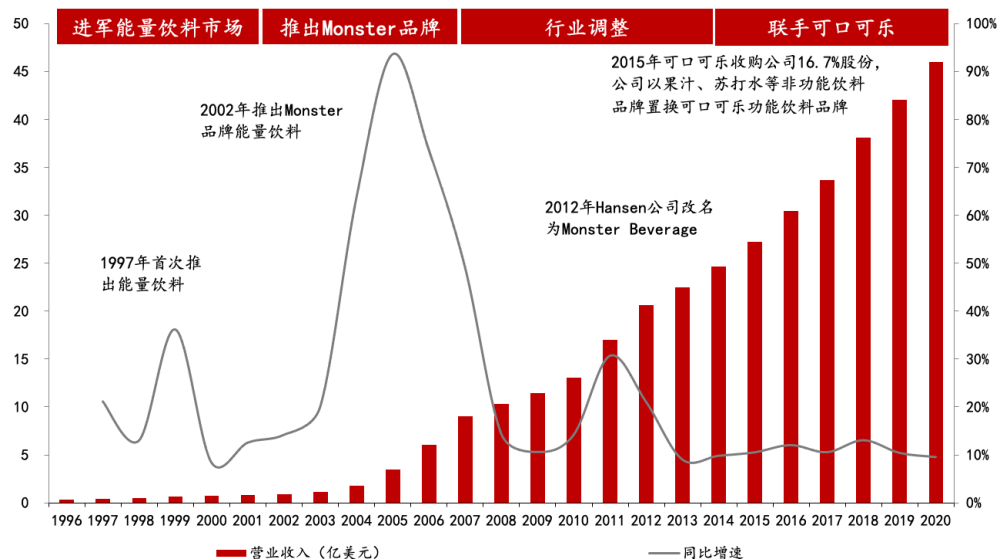
第一阶段(1997-2001 年)：主要销售苏打水和果汁，并在 1997 年红牛进入美国之后推出碳酸能量饮料 Hansen's Energy Drink。

第二阶段(2002-2007 年)：推出 Monster 品牌，并专注于能量饮料。2002 年公司推出 Monster 能量饮料品牌，公司 2002-2007 年营业收入 CAGR 为 58%，市场占有率提升至 23%。

第三阶段(2008-2014 年)：行业调整，拓展全球市场。2008 年金融危机后，美国能量饮料行业下滑，公司开始加快海外扩张。2014 年公司在 116 个国家均有销售，在部分国家市占率达到 30% 以上。2012 年公司改名为怪物饮料 (Monster Beverage)。

第四阶段(2015 年至今)：联手可口可乐，深耕全球渠道。2015 年可口可乐以 21.7 亿美元收购怪物饮料 16.7% 的股权，并用能量饮料品牌置换怪物饮料公司非能量饮料品牌，可口可乐公司装瓶商负责怪物饮料的装瓶与分销业务。

图 31：怪物饮料发展情况



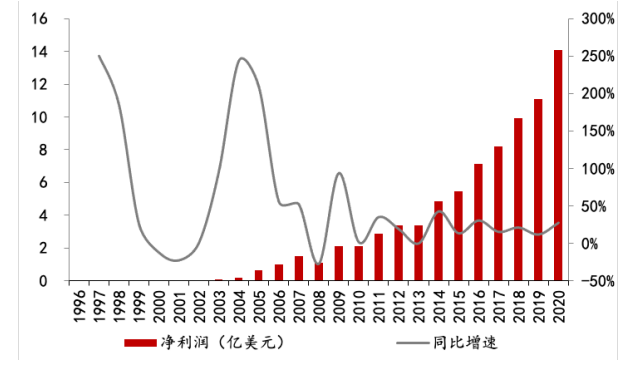
资料来源：公司公告，川财证券研究所

营收和净利润实现高速增长，2002-2020 年市值增长超 1000 倍。公司自 2013 年后发展迅速，营收和净利润实现较高增速。2020 年公司实现营收和净利润分别为 45.99、14.10 亿元，2013-2020 年 CAGR 分别为 10.78%、22.58%。市值从 2002 年初的 0.41 亿美元提升至 2020 年底的 488.4 亿美

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

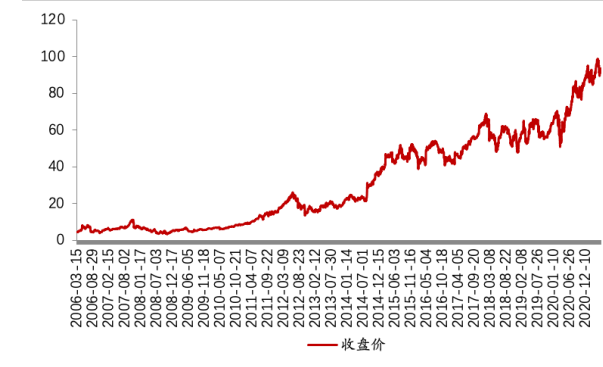
元，增幅高达 1000 倍。

图 32：怪物饮料净利润持续提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33：怪物饮料 2002-2020 股价增幅超 1000 倍



资料来源：wind，川财证券研究所

2.3.1 新品类创新助力公司快速发展

新产品持续推出，品类扩张助力公司快速发展。公司保持每年 2-5 款新品的推出速度，主要产品 Monster Energy Drinks 占销售额的 90%，并且定期推出新口味，现拥有 30 多款产品。公司新品研发主要分为四大类趋势：






- (1) 能量饮料口味升级或者所添加更多的提神物质，如 Monster Energy Ultra 能量饮料、Monster MAXX 最大强度能量饮料等；
- (2) 能量饮料“+”系列，主要是能量饮料与碳酸饮料、果汁、咖啡、茶、蛋白质等相结合，形成的与现有产品区别的产品线，如 Java Monster 非碳酸咖啡+能量饮料、Espresso Monster 非碳酸浓缩咖啡+能量饮料、Monster Rehab 非碳酸茶+能量饮料、Muscle Monster 非碳酸能量奶昔等。
- (3) 低糖、零卡系列的健康饮品，如魔爪超越无糖系列；
- (4) 联名或特供产品，如宣传反建制反传统的 Assault/Furry、F1 冠军联名款 Lewis Hamilton 44 等。

新品成为销售增长的源动力，助力市占率提升。2010-2013 年公司销售额 72% 的增长是由新品贡献，如低糖系列、碳酸系列、咖啡系列等。公司新品的推出也增加了公司在能量饮料外的软饮市场的销售额，如公司在 2013 年推出高蛋白饮料的 6 月后便占据了蛋白质饮料 20% 的市场份额。公司的新品研发和品类扩张，满足了消费者不同使用场景的需求，并带来持续新鲜感，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在能量饮料行业扩张期结束后推动公司市占率的提升。2010-2013年，公司市占率提升了8个百分点，而红牛2012年前仅3个品类，市占率因此下滑1个百分点。

表格 1. 怪物饮料主要产品一览

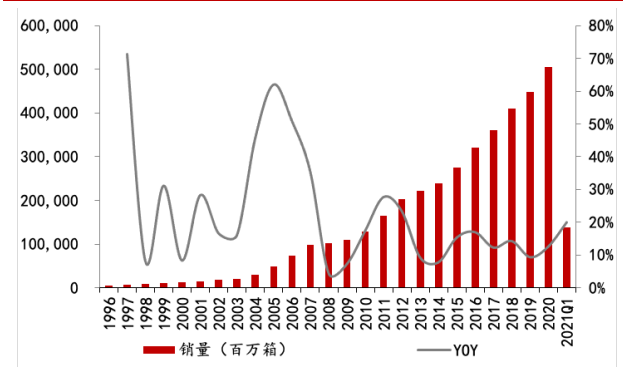
品牌分部	部门介绍	产品	详情	产品展示
MonsterEnergy 饮料部门	主要包含 Monster Energy 饮料和 Reign Total Body Fuel TM 高性能能量饮料，主要通过向装瓶商和全方位服务的饮料分销商出售即饮型包装饮料来产生收入。	MonsterEnergy®饮料	含有维生素，矿物质，营养素，草药和其他成分。	
		Espresso	主要是非碳酸乳制品的 espresso+能量饮料，包括浓缩咖啡和牛奶，咸焦糖和香草咖啡。	
		Monster®Espresso +能量饮料		
		MonsterEnergy®龙冰茶能量茶	提供以下不同国家/地区的非碳酸能量茶，主要包括绿茶，白茶和柠檬冰茶。	
		MonsterHydro	MonsterHydro®能量水是一种非碳酸，主要是轻度甜味茶点+能量饮料。	
	Monster HydroSport	不含糖的零糖系列，使用 BCAA 补充水分和能量饮料。		
	SuperFuel			
	Monster MAXX®能量饮料		含一氧化二氮的碳酸能量饮料。	
战略品牌分部	包含公司平价能量饮料品牌，以及2015年从 TCCC 收购的各种能量饮料品牌；该分部主要通过向“授权装瓶和罐装操作”销售“浓缩物”，“饮料基料”等获得收入	BPM、BU、Burn、Full Throttle 等系列碳酸能量饮料	通过不同品牌产品线提供的碳酸能量饮料	
其他	AFF 第三方产品	包括 AFF 向独立的第三方客户出售数量有限的产品和其他产品	收购 AFF 形成的售向第三方的产品业务	/

资料来源：公司官网，京东，川财证券研究所

销量稳定提升，受益于规模效应产品出厂价持续下滑。公司销量稳定提升，从1996年的44.97亿箱增长到2020年的5048.21亿箱，CAGR为21.75%，2021年一季度销量为1385.66亿箱，同比增长19.90%。出厂价呈现先增后降的趋势，在行业成熟阶段，出厂价基本为缓慢下降，成本控制优秀，在此时优秀的终端销售仍能保证良好的增长以及盈利能力。

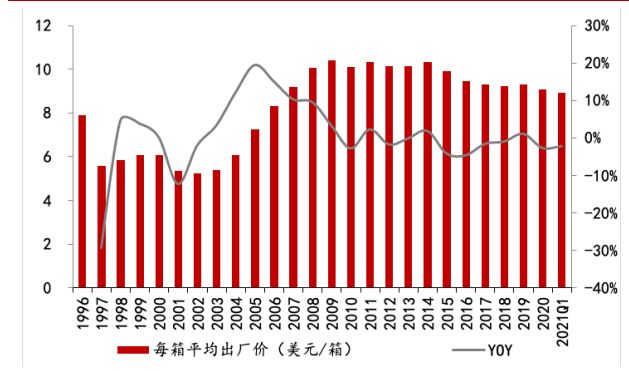
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 34：怪物饮料销量持续提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 35：出厂价呈下降趋势



资料来源：wind，川财证券研究所

2.3.2 执行高性价比战略，差异化营销树立品牌优势

产品定价低，性价比较高。从配料表功效成分含量来看，美国市场上主要的产品怪物饮料、红牛、Rockstar 每 16 盎司的功效成分含量差距不大，特别是在提神方面起重要作用的主要成分牛磺酸和咖啡因上，其中怪物饮料和红牛略优于 Rockstar。从价格上看，怪物饮料价格和 Rockstar 基本相当，远低于同规格的红牛，同等价格条件下，单瓶容量几乎为红牛的两倍，较低的价格和相似的药效使得怪物饮料极具性价比，对红牛形成较强替代性。

表格 2. 美国能量饮料主要产品每 16 盎司功效成分含量及价格一览

产品	牛磺酸 (mg)	咖啡因 (mg)	赖氨酸 (mg)	肌醇 (mg)	烟酰胺 (mg)	维生素 B6(mg)	维生素 B12(ug)	维生素 B1(mg)	维生素 B5(mg)	维生素 BT(mg)	价格(美元 /24 罐)
怪物饮料	125.00	160.00			3.88	0.33	0.33			55.00	33.98
红牛	125.00	151.00	50.00	50.00	10.00	1.00	3.00				67.96
Rockster	103.00	160.00	120.00	25.00	8.33	1.70	2.40		5.00		35.96

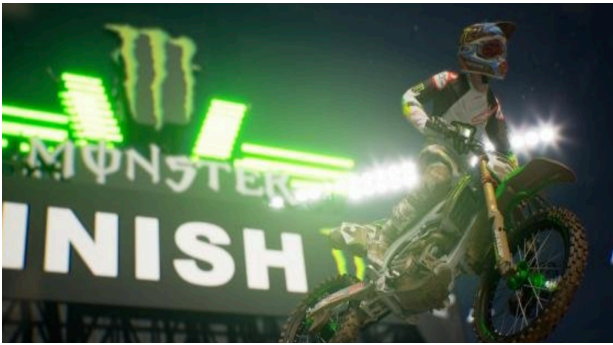
资料来源：公司官网，亚马逊，川财证券研究所

精准定位，与竞争对手形成差异化竞争。公司产品定位避开红牛的在中高端以及罐体积较小的 8.4 盎司主流区间，选择推出 16 盎司的大瓶，避免在产品上与红牛形成直接竞争。同时公司将消费群体定位为追求刺激和活力的 18-34 岁年轻群体。

在营销上专注于小众潮流极限运动市场。公司不投放传统电视广告，而从美国文化元素出发，专注于相对小众的极限运动，注重追求自我，释放野性。如自由式越野摩托车、一级方程式赛车、综合格斗等，充满了速度、力量和本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

本能，Monster 赞助此类活动，让年轻消费者获得尝试极限运动的心理满足，吸引年轻消费者，传达出年轻、狂野及叛逆的个性态度及品牌精神。同时，立刻见效的功能饮料、超高的咖啡因含量助其树立了剽悍的品牌形象。

图 36：怪物饮料赞助极限运动



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 37：怪物饮料赞助电子竞技

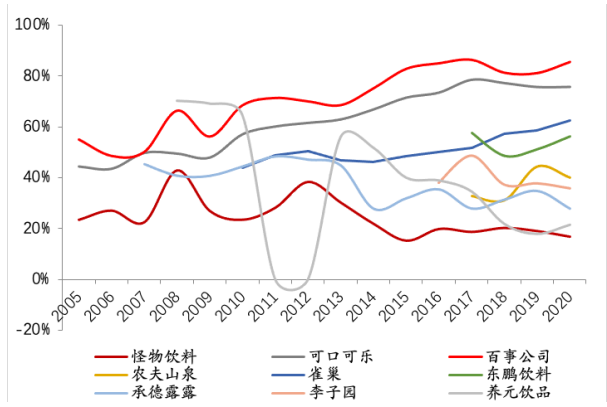


资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.3.3 实行轻资产和销地产模式，海外扩张快速推进

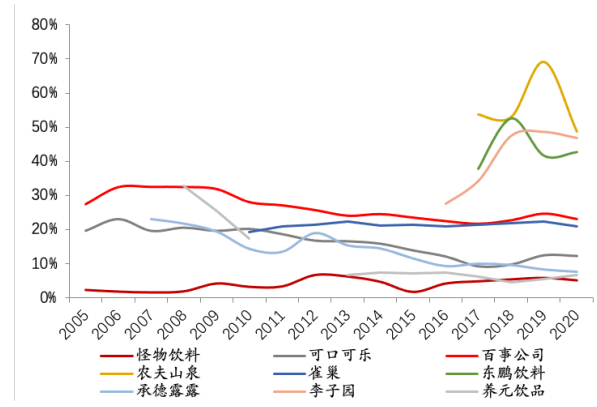
轻资产模式，生产环节外包。公司不直接生产饮料，而是将能量饮料的生产环节完全外包给第三方装瓶商与包装商，主要方式为公司购买果汁、浓缩液、添加剂、易拉罐等原材料，运输给第三方装瓶商与包装商进行产成品的生产、装瓶、包装。代工生产协议通常按月进行签订，且无最低产量要求，使得公司可以灵活地调整各产品线的产量。公司资本开支也低于同业平均，维持较低负债率水平。轻资产模式也使得公司的总资产周转率较高，ROIC 较高，在行业中处于领先水平。

图 38：怪物饮料资产负债率低



资料来源：公司公告，川财证券研究所

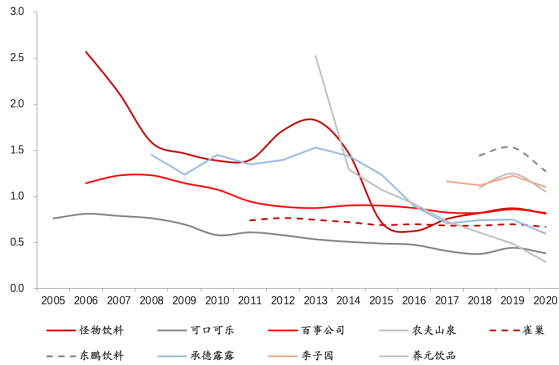
图 39：怪物饮料固定资产净值占总资产比例低



资料来源：公司公告，川财证券研究所

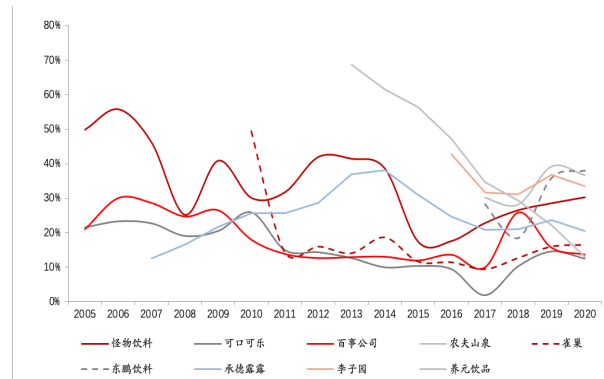
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 40：怪物饮料总资产周转率较高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

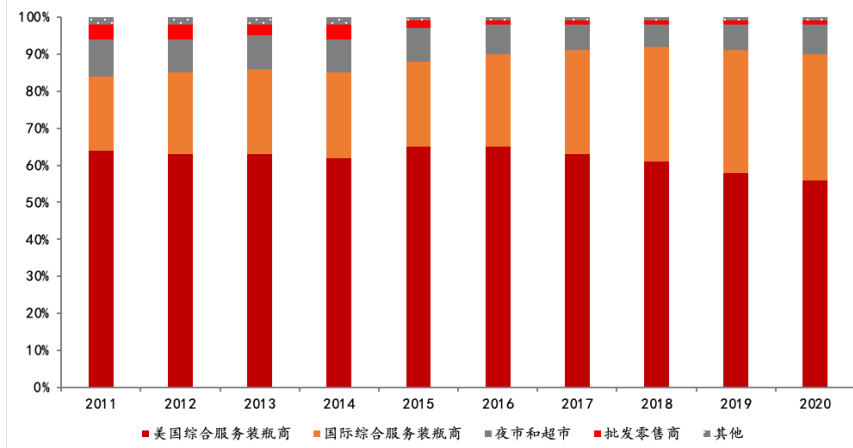
图 41：怪物饮料 ROIC 较高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

经销模式为主，实现快速扩展。公司与当地大型经销商签订分销协议，最长可达 20 年，并在每 1-5 年可修订附加条款。早期公司与 Anheuser-Busch（美国最大啤酒制造商）和可口可乐等分销商合作。2015 年可口可乐入股怪物饮料，公司终止与 Anheuser-Busch 等的经销协议，与可口可乐进行长期且稳定的战略合作，通过可口可乐的经销网络，公司产品可以快速进入可口可乐的世界经销渠道，在薄弱的国家、市场快速建立起规模和平台效应。2018-2020 年与可口可乐公司达成的经销协议占公司净销售额的约 3%、2%、2%，与 Coca-Cola Consolidated 公司达成的经销协议占公司净销售额的约 13%、13%、12%，与 Reyes Coca-Cola Bottling 达成的经销协议占公司净销售额的约 12%、12%、11%，与可口可乐欧洲达成的经销协议占公司净销售额约 10%、10%、10%。在 2020 年销售额中，56%来自美国综合服务瓶商，但比例逐渐减小，34%来自国际综合服务商，比例持续扩大。

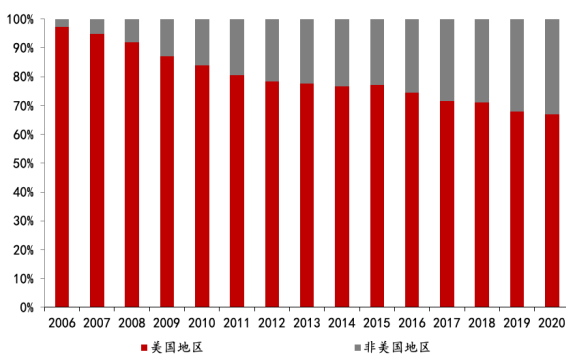
图 42：怪物饮料在主要销售客户情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

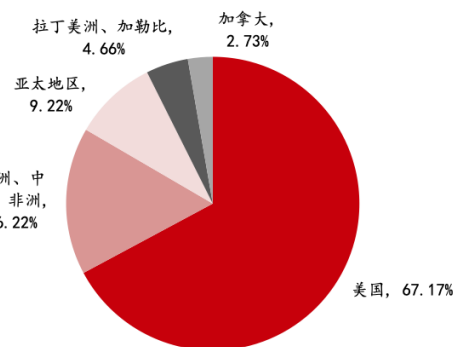
海外扩张加速，销地产模式布局全球市场。怪物饮料加速扩张海外市场，以销地产模式在美国、加拿大、英国、中国、澳洲、日本、西班牙等国家和地区均有装瓶代工厂。销地产模式能够有效降低运输费用以及运输损耗，运输费用占营收比处于持续下滑趋势，2020年为2.92%。截至2020年，怪物饮料已经在全球154个国家和地区进行销售，美国外的地区收入从2006年的2.77%提升至2020年的32.83%，特别是2015年与可口可乐公司置换回部分能量饮料品牌后，公司在多个国家和地区销售实现快速增长。除欧洲、中东及非洲地区外，亚太地区和拉丁美洲及加勒比地区已成长为公司的重要增长地区，2020年收入占比提升至9.22%和4.66%。在高性价比、新品类推出、强品牌力和渠道力共同作用下，公司盈利能力持续提升，2020年毛利率、净利率和ROE分别达到59.23%、30.65%、30.21%。

图 43：怪物饮料海外收入占比持续提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

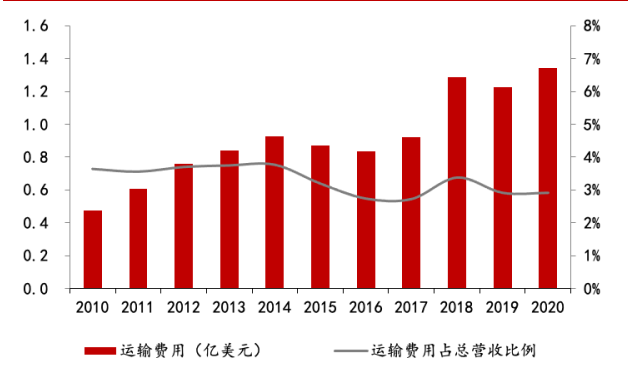
图 44：2020 年怪物饮料分地区收入占比



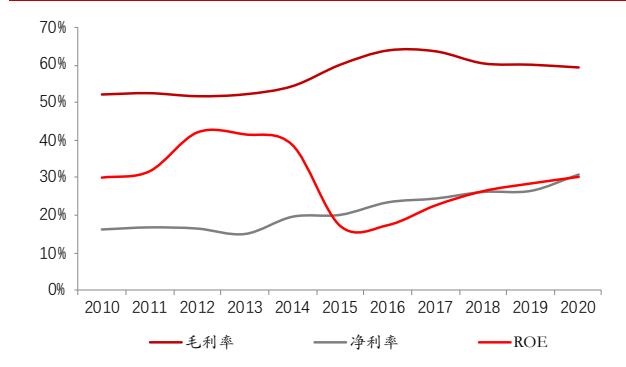
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 45：怪物饮料运输费用占比下滑

图 46：怪物饮料盈利能力持续上升

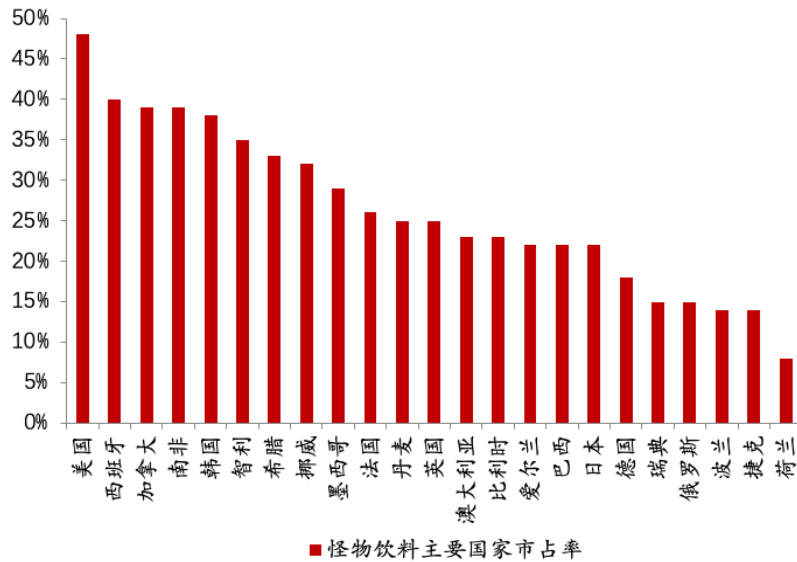


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 47: 怪物饮料在主要国家市占率情况



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

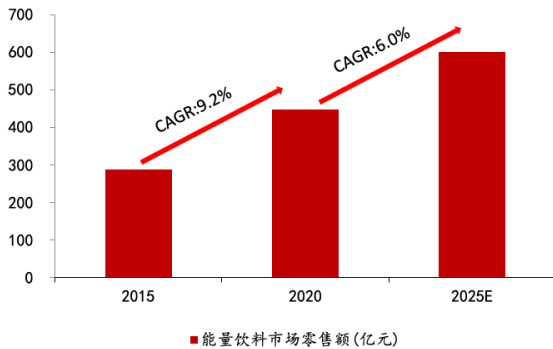
三、高性价比、品类多样化、无糖化和轻资产运营是能量饮料未来发展的重要趋势

3.1 行业规模持续扩张，竞争开始加剧

行业规模持续扩张，渗透率提升。根据欧睿国际数据，我国能量饮料 2020 年市场零售额达到 448 亿元，预计 2025 年将达到 600 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 6%。随着零售额快速增长，能量饮料渗透率将持续提升，2025 年能量饮料有望达到我国软饮料份额的 8.5%。

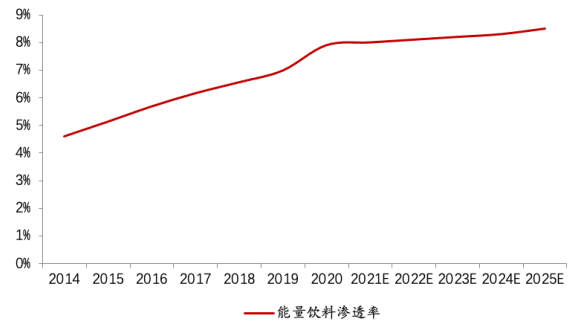
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 48： 能量饮料 2025 年零售额将达 600 亿



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

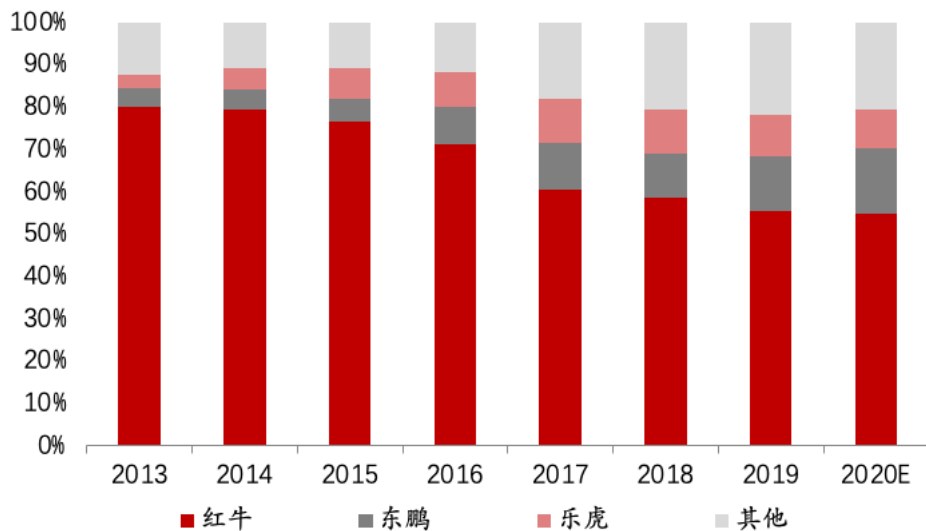
图 49： 能量饮料渗透率持续提升



资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

我国能量饮料集中度较高，市场竞争将逐渐加剧。我国功能饮料市场规模较为集中，2019 行业 CR3 为 78.1%。红牛市占率一直保持行业第一，随着红牛陷入商标权之争，规模增长陷入停滞，能量饮料行业内其他企业获得更大发展空间，不断有新的能量饮料品牌出现。统一、汤臣倍健、伊利、今麦郎、脉动等纷纷推出功能饮料产品，2021 年主打零糖气泡水的元气森林推出外星人饮料进军能量饮料赛道，市场竞争逐渐加剧。

图 50： 能量饮料市场竞争逐渐激烈















资料来源：欧睿国际，川财证券研究所

3.2 高性价比、品类多样化、更新迭代快以吸引更多消费者








饮料品牌通过不断推出新品满足消费者需求。消费者需求处于不断变化过程中，功能饮料品牌只有通过不断的新品研发和品类扩张，为消费者带来持续的新鲜感，通过新品类和新容量满足消费者不同的需求并占领市场份额。近年来不断有新产品推出，东鹏饮料推出东鹏加氧、东鹏0糖等，农夫山泉推出尖叫升级版、苏打气泡水等，元气森林推出外星人系列的能量饮料和电解质水。

随着消费升级和消费者需求的增加，能量饮料应该结合不同元素创造性的开发各种新品，以满足日渐多元的消费需求。如针对上班族缓解视力疲劳、放松大脑的饮品；针对老年人增强免疫力、改善睡眠的饮品；针对女性开发改善皮肤、祛斑养颜等带有美容功效的饮品。

表格 3. 新兴饮料品牌不断推出新品

品牌	产品	简介	规格	产品展示
东鹏饮料	东鹏特饮	东鹏特饮含有多种功效成分和人体必需的维生素。可以快速缓解疲劳、增加能量、振奋精神	金瓶 500ml、金瓶 250ml、金砖 250ml、金罐 250ml	
	由柑柠檬茶	采用水果油柑搭配物理鲜榨柠檬汁组成	盒装 250ml、瓶装 555ml	
	东鹏加氧	是一款能量型营养素饮料，产品加入碳酸气泡，加上小清新的蔓越莓风味，带来清爽口感	罐装 355ml	
	东鹏0糖	0糖0脂，天然代糖，经典口感不甜腻	罐装 335ml	
	陈皮特饮	精选柑橘为原料，经过多道工艺做成九制陈皮，再由其泡制而成，口感甘甜不腻	盒装 250ml、瓶装 400ml	
	东鹏水	饮用天然水	瓶装 750ml	
元气森林	苏打气泡水	0糖、0脂、0卡苏打气泡水，有白桃、葡萄、苹果等多种口味	瓶装 480ml	
	乳茶	低糖、低脂乳茶奶茶	瓶装 450ml、瓶装 300ml	
	燃茶	无糖膳食纤维乌龙茶	瓶装 500ml	
	满分	果汁气泡水	瓶装 380ml	
	健美轻茶	0糖、0脂、0卡玉米须茶	瓶装 500ml	
	外星人能量饮料	维生素功能饮料、0糖	罐装 330ml、瓶装 350ml	

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

战马	外星人电解质水	0糖、0卡电解质水	瓶装 500ml	
	战马蓝瓶	含气型功能饮料	瓶装 400ml	
	战马红瓶	不含气型功能饮料	罐装 310ml、瓶装 400ml	
农夫山泉	包装饮用水	农夫山泉系列	瓶装 380ml、瓶装 550ml 等	
	茶饮料	东方树叶系列、茶兀系列	瓶装 250ml、瓶装 500ml 等	
	功能饮料	尖叫系列、维他命水系列	瓶装 250ml、瓶装 500ml	
	果汁饮料	农夫果园、水溶 C100、NFC 等	瓶装 250ml、瓶装 500ml 等	

资料来源：公司官网，京东，川财证券研究所

3.3 加大营销宣传力度，实行差异化经营

品牌营销是饮料行业的核心竞争要素。随着收入和消费支出的增长，消费者对饮料多元和功能化的需求加大，饮料行业进入门槛并不高，饮料品牌和企业也层出不穷。面对众多的竞争者，饮料企业唯有加大品牌营销，增加品牌的曝光度和知名度，才能在激烈的竞争中取得比较优势，因此市场营销和品牌宣传便成为各大饮料企业的重点。具体到功能饮料，由于其特殊的功能性，国内功能饮料的宣传和赞助主要围绕着契合度较高的体育赛事进行，如东鹏饮料持续赞助中超联赛，乐虎则集中于篮球世界杯的赞助；近年来电竞的火热，各大品牌也纷纷对电竞赛事以及电竞俱乐部进行赞助。另外各大综艺节目和热播的电视剧、音乐节也是功能饮料赞助的一大方向。随着持续的营销投入，许多品牌在较短的时间内极大的提高了知名度，形成良性的品牌认知。

表格 4. 国内功能饮料主要赞助情况一览

品牌	体育赛事	娱乐节目
东鹏饮料	持续赞助 ICC，并首次牵手中超联赛，绑定世界杯 IP；赞助旱地冰球，China GT 中国超级跑车锦标赛、世界无人机锦标赛、WTA 珠海网球精英赛等小众体育赛事；涉猎极限赛车，赞助 2019 年 CEC 中国汽车耐力锦标赛，试水网球领域，赞助 2019 珠海 WTA 超级精英赛；赞助全国电子竞技公开赛以及 RNG 电竞俱乐部	赞助《盗墓笔记重启》、《安家》、《猎狐》等热门影剧；赞助湖南卫视《天天向上》、深圳卫视《我的白大褂》、广东卫视《流淌的歌声》多档卫视综艺；赞助 2017 年中国大学生音乐节

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

红牛	2015 年红牛正式成为中超联赛官方合作伙伴；多次赞助中国青少年三人篮球赛 (TBBA)；红牛赞助的体育赛事涉及跳水、漂移、篮球、F1、足球、冲浪、登山等；成为电竞俱乐部电竞俱乐部 C9、TSM、100Thieve、FW 官方赞助商	赞助北京卫视《最美和声》、江苏卫视《芝麻开门》和《一站到底》、芒果台《红牛星剧社》和《青春星期天》、东方卫视的《笑傲江湖》和《红牛今晚 80 后脱口秀》等
战马	赞助 2019 国际乒联世界巡回赛、CUBA；赞助范围涉猎自行车竞速、马拉松、越野摩托车、滑板、极限运动等多个领域；2017-2020 英雄联盟职业联赛 LPL 官方赞助商；2018 年 EDG 电竞俱乐部赞助商	赞助《中国新说唱》、《这就是灌篮》等综艺节目；赞助大型都市情感励志剧《幸福，触手可及》；赞助动漫《灵笼》
乐虎	签约 2019 年 FIBA 篮球世界杯官方赞助商；赞助中国登山队；2018 斯坦科维奇洲际篮球赛；成为了国际汽联 F4 中国锦标赛的官方战略合作伙伴、乐虎中国方程式大奖赛、2017 与 2018 赛季漂移活动的冠名赞助商、国际足球俱乐部超级杯赞助商	赞助探险综艺节目《地球之极·侣行》；赞助《外科风云》、《奔跑吧》、《中国新歌声 2》、《白夜追凶》、《那年花开月正圆》等热门综艺和热播剧
元气森林外 星人		赞助 2020 年北京草莓音乐节；元气森林赞助《司藤》、《你是我的城池营垒》、《创造营 2021》等综艺

资料来源：公司官网，川财证券研究所

差异化竞争能有望实现弯道超车。许多品牌在某一特定的领域深耕多年，形成了较强的竞争优势。后起的品牌唯有另辟途径，通过差异化竞争方可实现较大发展。红牛深耕功能饮料多年，主要目标人群前期瞄准中青年司机，随后扩大到白领、熬夜加班的工作人群等。怪物饮料在美国便以追求刺激和活力的 18-34 岁年轻群体为目标人群，实行多品牌战略和高性价比战略，在美国实现了市占率超过红牛。东鹏饮料也实行差异化竞争，前期目标人群瞄准建筑工人，随后聚焦 18-30 岁的年轻群体，多品牌战略定位消费场景多元化。

表格 5. 东鹏、怪物饮料与红牛形成差异化竞争

	红牛	东鹏饮料	怪物饮料
品牌标识			
宣传语	困了累了，喝红牛	年轻，就要醒着拼	地球上最出色的能源供应站
品牌战略	单品牌战略	多品牌战略	多品牌战略
目标消费人群	中青年司机、白领、熬夜加班的工作人群	18-30 岁的年轻群体	追求刺激和活力的 18-34 岁年轻群体
定位	能量饮料创造者/领导者	年轻群体，消费场景多元化	年轻人的能量饮料
定价	较高	较低	较低

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司官网，川财证券研究所

3.4 轻资产模式为饮料行业的主要趋势

轻资产化模式成为饮料行业主要趋势。从饮料行业的产业链来看，分为上游生产环节、中游瓶装环节、下游销售环节。从产业的价值来看，上游浓缩液生产和销售环节毛利率最高，可达 50%-60%；下游销售环节次之，可达 30%-40%；中游的瓶装环节毛利率最低，约为 10%-20%。中游瓶装环节属于重资产产业，投入较大，利润水平有限，因此饮料行业均将重点放在上游浓缩液生产环节以及下游的销售环节。

全球主要饮料公司固定资产占比较低。固定资产占总资产的比例可以很好的反映公司轻重资产的运营模式。目前全球主要饮料公司固定资产占比较低，大部分企业低于 30%，部分企业甚至低于 10%。据统计全球主要饮料公司固定资产占比平均值逐年下滑，2020 年为 15.87%。例如可口可乐公司对于瓶装业务在不同时期采取不同的方式，最开始只生产浓缩液，随后开始收购瓶装商，但最终将瓶装商分拆出去通过控股公司控制，可口可乐公司则保持轻资产运营。在轻资产模式下公司不再负责瓶装业务的相关成本，聚焦高毛利的浓缩液业务，保持高盈利水平，低资产负债率。怪物饮料甚至不进行浓缩液生产，将浓缩液和瓶装业务均外包出去，将经营效率最大化。

表格 6. 轻资产与重资产情况一览

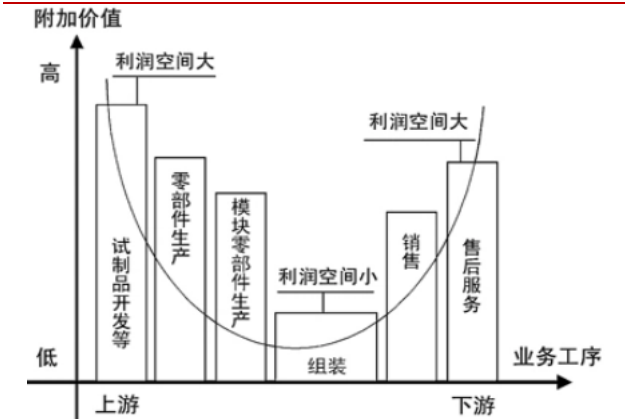
	轻资产	重资产
含义	轻资产公司指以较少的资金投入，获得较大的利润回报，利润率较高，以达到利润最大化。	重资产公司指以较大的资金投入，获得较少的利润回报，利润率较低。产品更新后需要更新生产线，资产折旧率高
代表性行业	纺织服装、互联网、线上教育等	机械加工、钢铁、煤炭、运输业等
优势	<ol style="list-style-type: none"> 1、降低生产成本； 2、专注核心业务，有利于提高核心竞争力； 3、提高组织结构的灵活性； 	资本、技术投入大，门槛高，运营模式不易被效仿，易形成行业寡头垄断，产生规模效应
劣势	<ol style="list-style-type: none"> 1、缺乏自有生产线，容易导致经营风险；产品质量缺乏有效控制，弱化企业服务能力； 2、产生对外包厂商的依赖，如果无法明确企业的核心竞争力，还有可能培养潜在对手； 3、轻资产很容易形成泡沫，特别是在通货膨胀时期，难以抵御资金风险。 4、一旦产生利润的主要无形资产要素被颠覆则非常容易迅速被替代，这个被替代的速度将远 	<ol style="list-style-type: none"> 1、占用大量的资金，机会成本的耗费太大； 2、形成大量固定成本、折旧摊销费用，一旦转产、或者资源使用不足导致大量损失的风险； 3、固定资本随着规模的扩大而扩大，一旦遭遇经济环境或者客户需求的大波动，将出现资金紧张情况；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

超过依赖于有形资产盈利的企业类别。

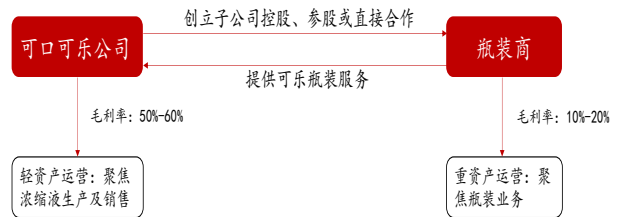
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 51：上游和下游附加值更高



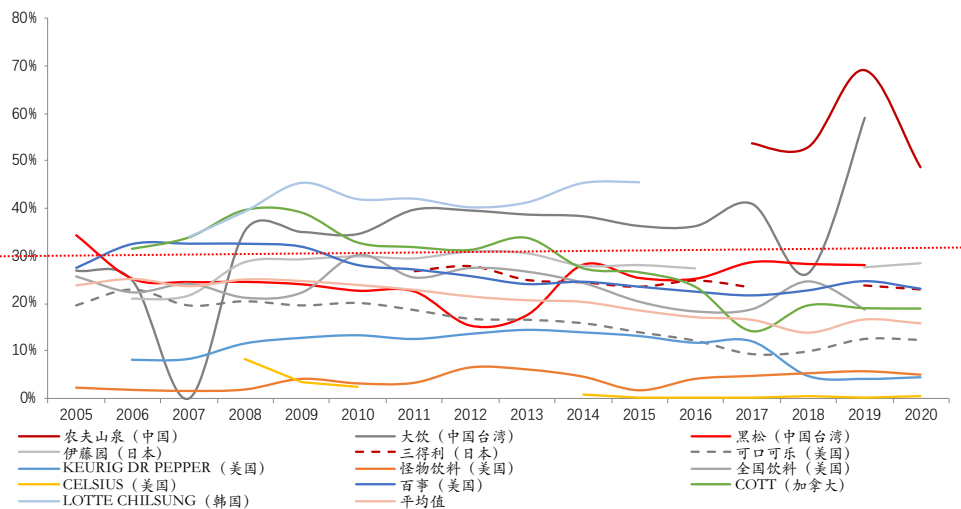
资料来源：wind，川财证券研究所

图 52：可口可乐公司实行轻资产运营



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 53：全球主要饮料公司固定资产占比小于 30%

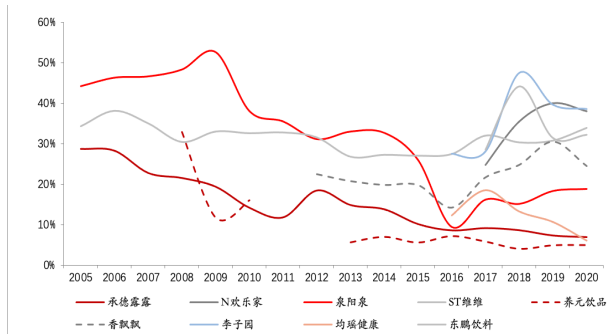


资料来源：wind，川财证券研究所

轻资产模式拥有更强的盈利能力。根据测算，我们将国内上市饮品公司分为极轻资产经营（固定资产占总资产比例低于10%）、中轻资产经营（固定资产占总资产比例为10%-30%）、高轻资产运营（固定资产占总资产比例为30%-40%）。极轻资产经营的主要有承德露露、养元饮品、均瑶健康，中轻资产经营的主要有泉阳泉、香飘飘，高轻资产运营的主要有东鹏饮料、ST维维、欢乐家、李子园。我们可以看到固定资产占比与毛利率和净利率几乎成反比趋势，即越以轻资产模式运营，其盈利能力越强。

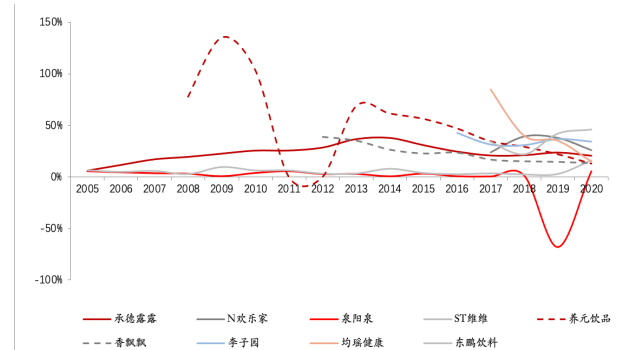
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 54: 饮料企业固定资产占总资产比重一览



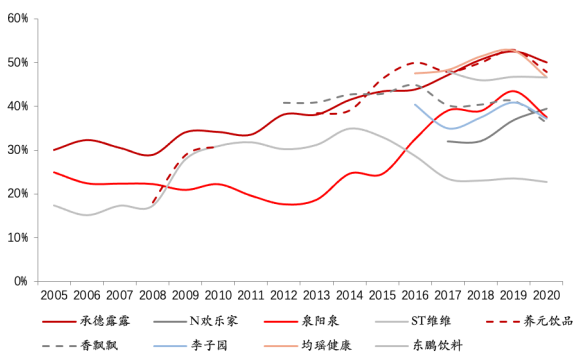
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 55: 饮料企业 ROE 一览



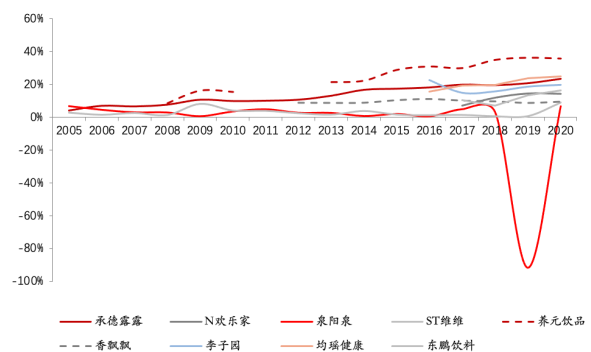
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 56: 饮料企业毛利率一览



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 57: 饮料企业净利率一览



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

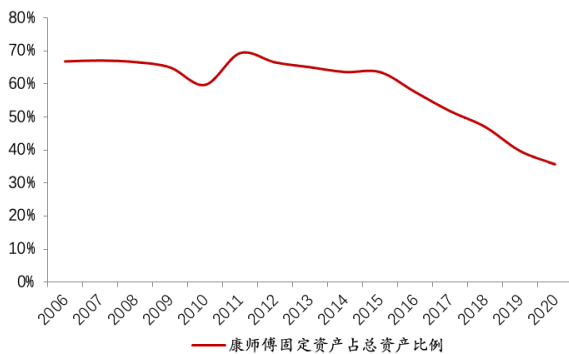
表格 7. 轻资产模式拥有更强的盈利能力

	2020			2019			2018		
	固定资产占比	毛利率	净利率	固定资产占比	毛利率	净利率	固定资产占比	毛利率	净利率
养元饮品	5.0%	47.8%	35.6%	5.0%	52.8%	36.1%	4.1%	50.0%	34.8%
均瑶健康	6.1%	46.6%	25.1%	10.7%	52.7%	23.7%	13.3%	51.4%	19.7%
承德露露	7.0%	50.1%	23.3%	7.4%	52.6%	20.7%	8.7%	50.8%	19.4%
泉阳泉	18.9%	37.5%	6.9%	18.4%	43.5%	-91.7%	15.2%	39.0%	3.1%
香飘飘	24.5%	36.2%	9.5%	30.6%	41.2%	8.7%	24.8%	40.4%	9.7%
东鹏饮料	32.2%	46.6%	16.4%	31.4%	46.7%	13.6%	44.2%	46.0%	7.1%
ST维维	34.0%	22.7%	9.1%	30.8%	23.5%	0.9%	30.4%	23.1%	0.8%
欢乐家	38.1%	39.4%	14.3%	40.1%	36.8%	14.5%	35.5%	32.0%	11.9%
李子园	38.6%	37.2%	19.7%	39.7%	40.9%	18.6%	47.5%	37.5%	15.8%

资料来源: wind, 川财证券研究所

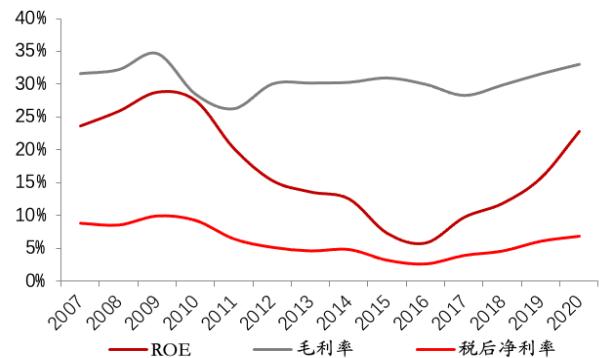
国内饮品行业开始向轻资产模式转型。近年来国内饮料行业出现轻资产运营趋势，老品牌将罐装业务外包，新兴品牌则直接以轻资产模式经营。比如2016年可口可乐公司宣布将中国自有的装瓶业务出售给中粮和太古；2017年康师傅出售5家瓶装工厂等。新品牌元气森林2016年成立，2020年销售规模达到27亿元，旗下产品均由代工生产，其中果茶由东阳饮料代工、燃茶、乳茶由统一代工、能量饮料由奥瑞金代工、元气水由健力宝代工。在经过“瘦身之后”康师傅固定资产占总资产比例持续下滑，从2011年高点69.38%下降至2020年的35.65%，ROE也由下降转为上升，2020年达到22.73%。盈利能力在2016年陆续剥离相关的罐装生产商后，毛利率和净利率持续上升，2020年分别达到32.99%、6.76%。可口可乐在2017年开始整理瓶装业务，其中自有的100%北美瓶装业务重新划为特许经营，中国瓶装业务也相继出售，轻资产化后毛利率和净利率均实现了有效提升。因此我们认为，轻资产模式将会是国内饮料行业未来的主要趋势。

图 58：康师傅固定资产比例持续下滑



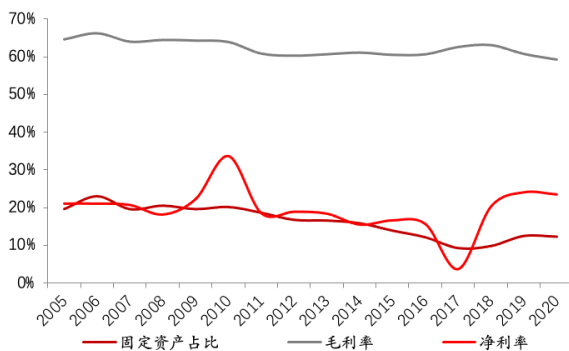
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 59：康师傅盈利能力逐渐提升



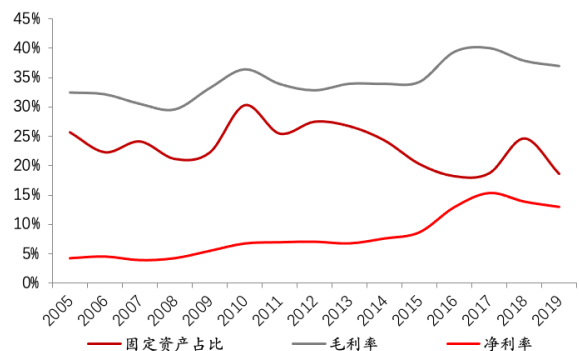
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 60：可口可乐固定资产与盈利情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 61：美国全国饮料固定资产与盈利情况



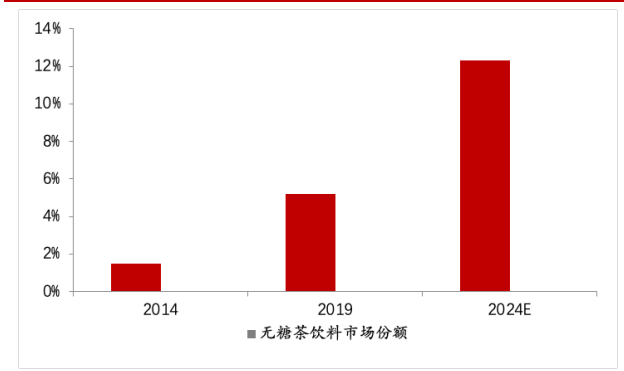
资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.4 无糖化和健康化将成为能量饮料的核心趋势

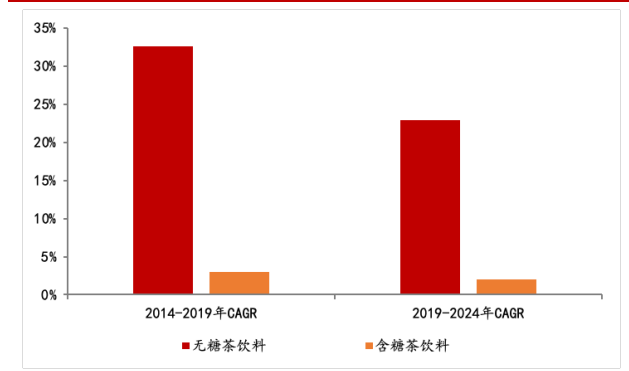
无糖化和健康化是饮料行业发展的必然要求。随着生活水平的提高，我国的消费者越来越关注健康问题。摄糖过多可能会引发一系列的诸如肥胖、糖尿病、高血压等健康问题，而一瓶 500ml 的常规含糖可乐含糖量便超过 50g，远高于人体应摄入的日均含糖量。因此减糖甚至无糖、低热量、少添加将是中国饮料行业的必然结构性趋势。我国无糖饮料还处在发展初期，市场份额增长速度较快。以无糖茶饮料为例，销售占比从 2014 年的 1.5% 提升至 2019 年的 5.2%，预计 2024 年将达到 12.3%，2019-2024 年 CAGR 为 22.9%，而含糖茶饮料 2019-2024 年 CAGR 预计仅为 2% 左右。

图 62：无糖茶饮料销售占比持续提升



资料来源：Frost & Sullivan，川财证券研究所

图 63：无糖茶饮料 2019-2024 年 CAGR 为 22.9%



资料来源：Frost & Sullivan，川财证券研究所

无糖饮料不断出新，无糖化进程加速。由于消费者对于健康、无糖的需求增加，饮料企业陆续推出无糖饮料产品。目前市面上无糖饮料主要有无糖茶饮料、无糖苏打气泡水、无糖碳酸饮料和无糖能量饮料，各个品牌基本上均推出无糖系列产品。无糖主要分为两类，一类指不含蔗糖和代糖；另一类则是不含蔗糖，含有赤藓糖醇、三氯蔗糖、安赛蜜、聚葡萄糖等代糖，由于这些代糖仅提供甜味剂的作用，不含热量或者无法含热量极低且不容易被人体所吸收，可以起到零糖零脂的作用。

表格 8. 市面上主要无糖饮料

分类	公司	品牌	含糖情况
----	----	----	------

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

茶饮料	农夫山泉	东方树叶	0 蔗糖、0 代糖
	统一	茶里王	0 蔗糖、0 代糖
		茶霸	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖、安赛蜜
	元气森林	燃茶	0 蔗糖、含赤藓糖醇
		健美轻茶	0 蔗糖、0 代糖
	三得利	两漾萃	0 蔗糖、0 代糖
		无糖乌龙茶	0 蔗糖、0 代糖
	伊藤园	大麦茶、绿茶、铁观音等	0 蔗糖、0 代糖
	康师傅	无糖冰红茶	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖、聚葡萄糖
	可口可乐	醇茶舍	0 蔗糖、0 代糖
苏打气泡水	元气森林	苏打气泡水	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖
	喜茶	喜小茶气泡水	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖
	农夫山泉	无气苏打天然水	0 蔗糖、含木糖醇、赤藓糖醇
	统一	轻啵	0 蔗糖、含赤藓糖醇
	屈臣氏	苏打汽水	0 蔗糖、0 代糖
	可口可乐	怡泉	0 蔗糖、0 代糖
	百事	依维世	0 蔗糖、0 代糖
	雀巢	巴黎水	0 蔗糖、0 代糖
功能饮料	东鹏特饮	东鹏 0 糖	0 蔗糖、含赤藓糖醇、麦芽糖醇
	元气森林	外星人	0 蔗糖、含赤藓糖醇、麦芽糖醇、三氯蔗糖
	怪物饮料	魔爪	0 蔗糖、含赤藓糖醇、三氯蔗糖
碳酸饮料	可口可乐	零度	0 蔗糖、含安赛蜜、阿斯巴甜、三氯蔗糖
	百事	无糖可乐	0 蔗糖、含安赛蜜、阿斯巴甜、三氯蔗糖

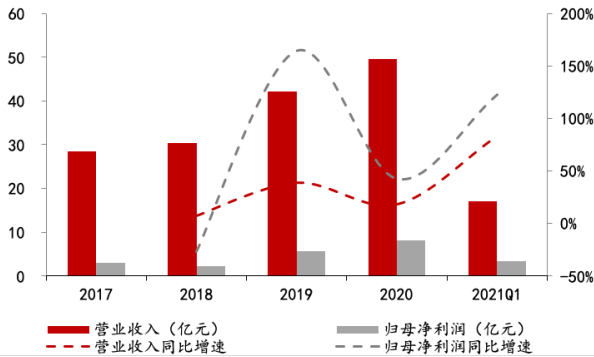
资料来源：公司官网，川财证券研究所

四、相关标的：东鹏饮料：多维度构筑核心竞争力

东鹏饮料成立于 2003 年，前身是深圳市东方企业有限公司，主营业务为饮料的研发、生产和销售，旗下产品包括能量饮料、非能量饮料和包装水等多个类别，其中东鹏特饮系列产品是公司核心产品，营收占比约 94%。公司持续深耕能量饮料行业，经过十余年发展，市占率居全国第二。2020 年营业收入为 49.59 亿元，2017-2020 年 CAGR 为 20.36%；归属于母公司净利润为 8.12 亿元，2017-2020 年 CAGR 为 39.99%。公司盈利能力不断提升，但仍有上升空间，2017-2021Q1 期间公司毛利率保持在约 46-50% 水平上，与同行业可比上市公司相比较为高；公司 ROE 水平的变动主要受到盈利能力变动影响，2017-2020 年销售费用占营收比重从 29.02% 下降至 20.98%，推动公司净利率从 10.41% 上升至 16.38%，ROE 也从 34.00% 上升至 45.77%。产销量稳定提升，2020 年分别为 124.66、121.98 万吨，2017-2020 年公司整体产销比稳定在 97%—100% 左右。

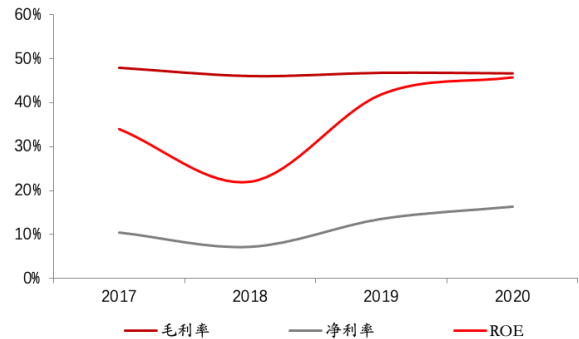
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 64: 营收和净利润快速增长



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 65: 盈利能力不断提升



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

表格 9. 东鹏饮料产品产销利用情况

产品	产销情况	2017	2018	2019	2020
250ml 金瓶特饮	产量 (吨)	441,855	288,170	234,906	172,241
	销量 (吨)	435,579	298,158	226,744	174,238
	产销率	98.58%	103.47%	96.53%	101.16%
500ml 金瓶特饮	产量 (吨)	18,420	186,978	515,606	760,887
	销量 (吨)	15,634	185,674	504,284	734,154
	产销率	84.87%	99.30%	97.80%	96.49%
250ml 金罐特饮	产量 (吨)	29,458	38,912	96,382	120,082
	销量 (吨)	28,868	37,837	95,012	116,345
	产销率	98.00%	97.24%	98.58%	96.89%
250ml 金砖特饮	产量 (吨)	17,840	19,675	22,819	24,551
	销量 (吨)	16,630	20,409	22,556	24,470
	产销率	93.22%	103.73%	98.85%	99.67%
其他能量饮料	产量 (吨)	/	/	/	3771
	销量 (吨)	/	/	/	3642
	产销率	/	/	/	96.58%
能量饮料合计	产量 (吨)	507,573	533,735	869,713	1,081,533
	销量 (吨)	496,711	542,077	848,597	1,052,850
	产销率	97.86%	101.56%	97.57%	97.35%
非能量饮料	产量 (吨)	63,840	55,385	71,467	92,711
	销量 (吨)	60,940	56,941	67,584	94,861
	产销率	95.46%	102.81%	94.57%	102.32%
包装饮用水	产量 (吨)	3,383	64,344	74,951	72,363
	销量 (吨)	3,606	60,901	74,659	72,111
	产销率	106.60%	94.65%	99.61%	99.65%
合计	产量 (吨)	574,796	653,464	1,016,131	1,246,606
	销量 (吨)	561,258	659,919	990,839	1,219,822

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产销率 97.64% 100.99% 97.51% 97.85%

资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

4.1 高性价比产品叠加差异化战略提供强大竞争力

差异化战略与对手形成错位竞争。东鹏饮料已逐步推出了 250ml / 500ml 金瓶、250ml 金罐、250ml 金砖等不同包装的东鹏特饮产品，以及衍生产品东鹏加氧，为消费者提供多种选择。为区别于红牛，公司为东鹏特饮设计了带有防尘盖的 PET 塑料瓶包装——金瓶特饮，与罐装包装相比，带防尘盖的瓶装有着卫生、方便、更易携带的优势，这也符合东鹏特饮初期目标人群——建筑工人的工作环境需求。在目标消费人群方面，公司制定了“品牌年轻化”的战略，提出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，将重点放在 18-30 岁的年轻群体上，推动能量饮料消费场景多元化布局，并据此进行更加贴近相关人群的广告宣传渠道与手段，与红牛主要为中青年司机的消费群体形成差异。

不断推出新品，加码无糖领域。公司除了核心产品东鹏特饮，还推出了添加碳酸气泡的东鹏加氧，在非能量饮料方面，推出陈皮特饮、由柑柠檬茶和天然饮用水，不断扩大产品品类，增加其他收入来源。公司还推出东鹏 0 糖，主打 0 糖 0 脂的健康能量饮料，契合当前市场的健康化趋势。

表格 10. 东鹏特饮主要产品一览

产品分类	产品名称	产品介绍
能量饮料	东鹏特饮	维生素功能饮料，含有牛磺酸、烟酸、B6、B12、赖氨酸等多种功效成分和人体必需的维生素。产品有保护心肌，促使思维变得敏捷清晰、减少疲劳，提高人体注意力，对能量代谢有加速和刺激作用。目前有金瓶特饮（250ml 及 500ml）、金罐特饮（250ml）和金砖特饮（250ml）共 3 种包装类型。
	东鹏加氧	能量型营养素饮料，含有维生素 B6、牛磺酸、蛋白质等营养成分，并添加碳酸气泡和蔓越莓风味，产品规格为 355ml/罐。
	东鹏 0 糖	维生素功能饮料，在东鹏特饮的基础上 0 添加蔗糖，实现了 0 糖 0 脂，特添加含赤藓糖醇、麦芽糖醇等平衡甜度，优化口感。
非能量饮料	陈皮特饮	广东岭南特色食品，以柑橘皮为原料，经过多道复杂工艺制成九制陈皮，再由其泡制而成。目前有瓶装（400ml、1.25l）、罐装（330ml）、盒装（250ml）三种包装类型。
	由柑柠檬茶	采用油柑，搭配物理鲜榨柠檬汁制成。目前有盒装（250ml）、罐装（310ml）、瓶装（330ml、380ml、555ml）三种包装类型。
包装饮用水	东鹏天然水	750ml 瓶装包装

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司产品定价低份量足，性价比较高。东鹏特饮 250ml 规格的瓶装、罐装和盒装零售指导价格分别为 3 元、4 元、2 元，单价均低于红牛 250ml 罐装 6 元的定价，与业内其他品牌产品相比价格也较低。从配料表功效成分含量来看，东鹏特饮与红牛每 250ml 功效成分含量一致，特别是能量饮料在提神方面起重要作用的主要成分牛磺酸和咖啡因上，东鹏特饮高于乐虎、体制能量、战马等产品，与魔爪相比，东鹏特饮在主要成分与其他功效成分含量上均优于魔爪国内版。东鹏特饮提神与补充微量元素方面能力较强，较低的价格能有效在能量饮料赛道形成较强替代性。

表格 11. 能量饮料主要产品每 250ml 功效成分含量及价格一览

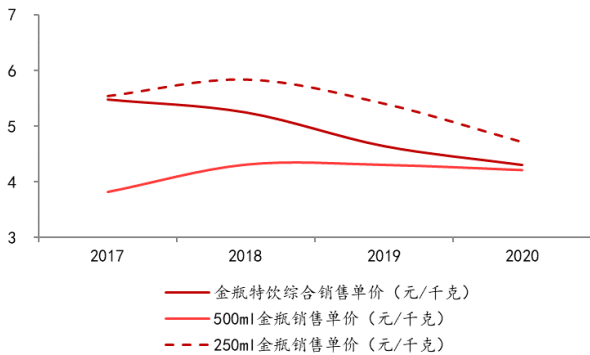
产品	牛磺酸 (mg)	咖啡因 (mg)	赖氨酸 (mg)	肌醇 (mg)	烟酰胺 (mg)	维生素 B6(mg)	维生素 B12(ug)	维生素 B1(mg)	维生素 B5(mg)	维生素 BT(mg)	价格 (元)
东鹏特饮	125.00	50.00	50.00	50.00	10.00	1.00	3.00				2/3/4
红牛	125.00	50.00	50.00	50.00	10.00	1.00	3.00				6
乐虎	105.00	32.50	120.00	25.00	9.25	0.90	2.75				5
体制能量	150.00				1.25	0.25	0.25	0.50	0.275		1.7
XS	380.00	80.00			11.00	1.10	0.80	2.00	1.00		12.5
战马	100.00				3.75	0.25	0.15				3/5
魔爪	125.00				3.88	0.33	0.33			55.00	4.5

资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

性价比策略效果显著。2017 年公司推出 500ml 的大容量金瓶特饮，同时采用高性价比策略，将终端零售指导价格定为 5 元/瓶，每 100ml 单价从 1.2 元下降至 1 元。东鹏饮料招股说明书中数据显示，2017-2020 年期间金瓶特饮平均销售单价持续下降，从 5.48 元/千克下降至 4.30 元/千克，其中 250ml 金瓶特饮平均销售单价下降至 4.71 元/千克，500ml 金瓶销售单价下降至 4.20 元/千克。金瓶特饮销量迅速上升，2017-2020 年期间 500ml 金瓶特饮销量从 1.56 万吨上升至 73.42 万吨，年复合增速达 260.78%，250ml、500ml 金瓶特饮合计销量从 45.12 万吨上升至 93.31 万吨，年复合增速达 27.41%。性价比策略与差异化包装设计下，500ml 金瓶特饮单位容量价格更低，性价比更高，核心竞争力更强，成为公司业绩主要增长动力，2021Q1 公司营业收入持续实现较大幅度增长，500ml 金瓶特饮延续此前良好销售势头，促进公司营收、利润规模进一步上升。

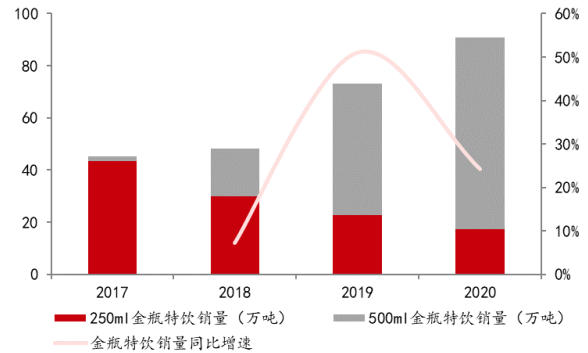
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 66：性价比策略下销售单价下降



资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

图 67：金瓶特饮销量增长迅速

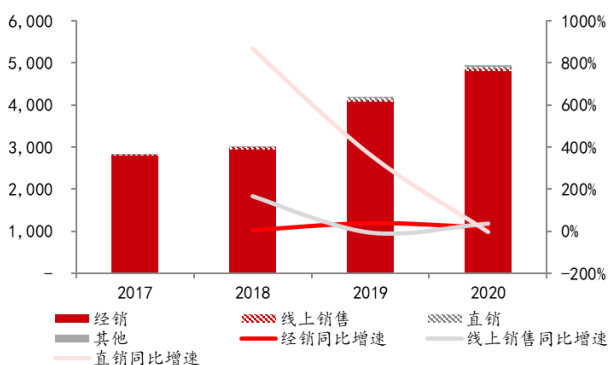


资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

4.2 优化经销体系，提升销售效率

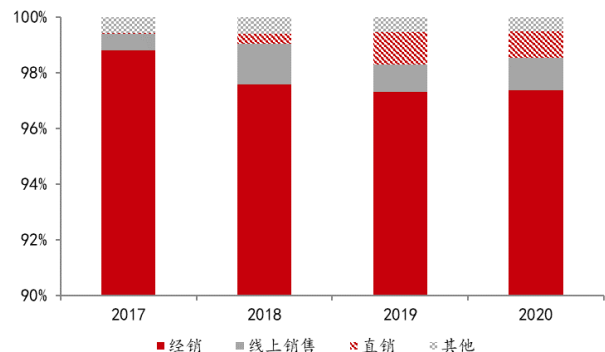
巩固经销渠道，开发线上、直销渠道。公司销售渠道以经销为主，贡献营业收入超 95%，2017-2020 年期间经销渠道营收从 28.07 亿元上升至 49.36 亿元，年复合增速达 20.22%。同时，公司积极推进销售渠道多元化发展，逐步拓展线上、直销新渠道，2017-2020 年期间线上销售营收从 0.17 亿元上升至 0.57 亿元，占比从 0.58% 提升至 1.15%；直销渠道营收从 0.01 亿元上升至 0.48 亿元，年复合增速达 253.52%，占比从 0.04% 提升至 0.97%。

图 68：公司各渠道营收及增速 (百万元)



资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

图 69：线上、直营渠道营收占比逐步提升



资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

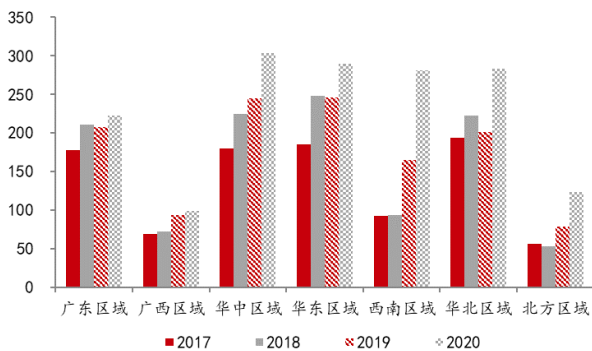
优化经销网络，提升销售效率。截至 2020 年末公司拥有 1600 家经销商，形

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

成覆盖全国约 120 万家终端门店的销售网络。在华中、华东、西南、华北等新开发地区市场，公司以提高地区市场覆盖率为重，相关地区经销商数量持续增长，华中、华东、西南、华北四大市场经销商数量分别从 2017 年的 180、185、92、193 家，上升至 2020 年的 303、289、281、283 家。

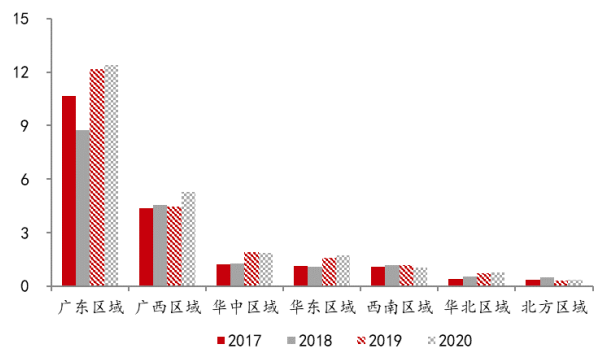
在渗透率、市场份额较高的广东市场，公司持续对经销网络进行优化，广东地区经销商数量 2019 年有所下降，2020 年恢复增长趋势，经销商平均销售额从 2017 年的 1064 万元上升至 2020 年的 1239 万元。

图 70： 全国各地市场经销商数量持续增长



资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

图 71： 经销商平均销售额（百万元/家）



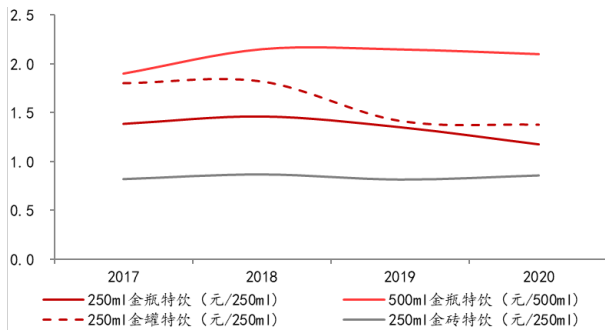
资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

优秀的渠道管理使得渠道利润稳中有升。除金罐特饮外，东鹏特饮各包装平均出厂价保持稳定。截至 2020 年，250ml 金瓶特饮平均出厂价为 1.18 元，500ml 金瓶特饮为 2.10 元，金砖特饮为 0.86 元，金罐特饮平均出厂价从 1.80 元下降至 1.38 元。东鹏特饮各包装经销加终端利润率维持较高水平，其中 250ml 金瓶特饮 2020 年毛利润率为 154.64%，500ml 金瓶特饮为 137.95%，金罐特饮为 190.56%，金砖特饮利润率为 132.69%。经测算，红牛经销加终端毛利润率约在 70% 左右，农夫山泉功能饮料经销加终端毛利润率约在 100%-200% 之间，在功能饮料行业，东鹏特饮系列经销利润率水平整体较高。

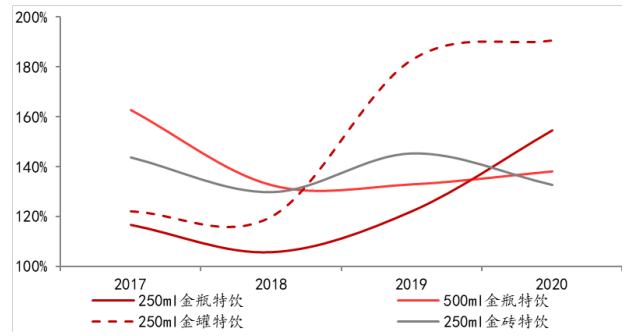
图 72： 东鹏特饮各包装平均出厂价

图 73： 东鹏特饮各包装经销加终端利润率

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所



资料来源：东鹏饮料招股说明书，川财证券研究所

投资建议

能量饮料作为我国饮料行业中增速最高的子行业，其发展是由我国经济发展、居民消费水平提升、健康理念增强等多方面共同作用的结果。对比美、日能量饮料行业的发展以及海外公司怪物饮料的发展路径，我们认为拥有高性价比产品、多元的品类并能保持持续的创新、强渠道力将是能量饮料行业发展的趋势。建议关注在品牌、渠道、产品力方面处于行业领先地位的企业，相关标的：东鹏饮料。

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业受居民可支配收入影响，短期宏观经济与居民收入波动可能影响行业景气程度。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对速冻行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004