

## 食品饮料

2021年03月25日

## 能量饮料赛道优质，龙头冉冉升起

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

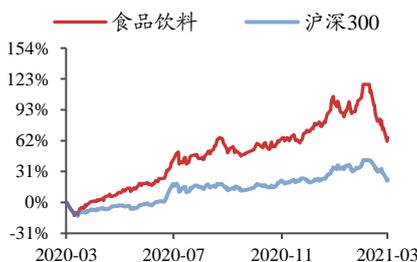
zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业周报-冷静看待估值回落，食品饮料仍需守正出奇》-2021.3.7

《行业周报-基本面是重要支撑，短期波动不改长期趋势》-2021.2.28

《行业深度报告-茶饮好赛道，孕育新龙头》-2021.2.22

### ● 核心结论：优质赛道，格局明晰，二线龙头全国化空间广阔

能量饮料赛道优质，景气度上行及竞争格局稳固。能量饮料生命周期较长，在饮料市场相对饱和的背景下，该细分行业依然保持10%以上快速增长。行业进入门槛较高，格局明晰稳固，龙头企业通过品牌力占领消费者心智，且品牌企业各具优势，红牛在高端市场中难逢敌手，东鹏饮料在中端市场冉冉升起。更为关键的是红牛受制于品牌纠纷，是其他企业发展的机遇期。**受益标的**：东鹏饮料（拟上市）。

### ● 饮料呈现功能化、健康化趋势，能量饮料赛道优质，格局明晰

饮料市场规模已达5786亿元，逐渐饱和。2014-2019年复合增速约4.5%。但健康化、功能化，成为饮料细分品类发展的趋势，能量饮料目前是第五大饮料细分品类，2019年销售额为428亿元，保持10%以上快速增长，细分饮料市场中增速最高。目前能量饮料集中度高，前五大品牌市占率超过90%，呈龙头主导市场格局，但分化加剧：红牛依然保持行业第一，但近年来与泰国红牛品牌纠纷未定，增速放缓。而东鹏饮料（以下简称东鹏）正快速崛起并启动上市进程，其他品牌近几年发展参差不齐，但总体上格局对东鹏等中端品牌依然有利，是重要发展机遇期。

### ● 东鹏差异化定位，主打性价比产品扎根于能量饮料市场

东鹏是国内能量饮料行业的第二大品牌，2013年启动全国化策略，奠定了全国化品牌基础。总体上看东鹏在产品、定价、营销、渠道拥有独特的差异化打法，是东鹏赖以成功的直接因素。最初东鹏以差异化的PET包装、相似的口感和配方、更具高性价比的产品，很快在红牛独家垄断的能量饮料市场扎根，打破能量饮料罐装的一贯印象，实现差异化的定位。在面向全国的市场营销上，以“累了困了，喝东鹏特饮”、“年轻就要醒着拼”等直接明快的广告词奠定了较高的知名度，迅速成为全国性知名的能量饮料品牌。同时推进渠道下沉和市场扩张，以大瓶装产品为主力单品，配合“一元乐享”及扫码赢红包等活动抢占大量市场终端、培育增量消费群体。

### ● 市场空间逐渐打开

东鹏主要市场集中在以两广地区为主的南方省份，华中、华东、西南等区域正在布局，虽体量不大，但增速较快。目前已有如贵州、江西、湖北等体量过亿的省份，市场渗透率逐渐增加。随着东鹏把产品聚焦在500ml大瓶、渠道策略及激励机制、促销策略的更加成熟，市场空间逐渐打开。

### ● 风险提示：新品拓展失败风险，红牛纠纷未定格局仍有一定不确定性

## 目 录

1、 优质的能量饮料赛道，格局集中、龙头松动 .....	4
1.1、 能量饮料赛道优质，迎合饮料功能化、健康化趋势 .....	4
1.2、 消费场景呈现多样化，消费群体逐步扩大 .....	5
1.3、 格局松动，龙头之间的差距在缩小 .....	5
1.4、 龙头各具差异化优势，高中低档泾渭分明 .....	6
2、 东鹏饮料：全国第二大知名能量品牌 .....	8
2.1、 多年精耕饮料市场，能量行业先行者之一 .....	8
2.2、 东鹏饮料实控人持股比例较高，股权激励绑定公司与员工利益 .....	10
3、 东鹏饮料：差异化的定位，全国化的市场逐渐打开 .....	11
3.1、 聚焦功能性饮料，多元化产品布局 .....	11
3.1.1、 主打能量饮料，产品线延伸相对缓慢 .....	11
3.2、 差异化的大单品定位已经深入人心 .....	12
3.2.1、 全国化营销实现品牌下沉和泛全国化 .....	12
3.2.2、 差异化和多样化的产品设计和渗透定价 .....	13
3.3、 精准数据化营销推动渠道下沉，精耕渠道完善渠道网络 .....	14
3.4、 由南向北的全国化市场空间逐渐打开 .....	14
3.4.1、 广东市场仍有较大的渗透空间 .....	16
3.4.2、 华中、华东、广西市场初具规模，成长潜力大 .....	16
3.4.3、 其他市场逐步推进，全国化扩张有序进行 .....	17
4、 东鹏饮料：完善全国化产能布局，盈利能力稳步提升 .....	17
4.1、 华南、西南产能落地有望优化产能布局 .....	17
5、 投资建议 .....	19
6、 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1： 2014-2019 年国内饮料市场规模保持小个位数增长 .....	4
图 2： 2021 年国内能量饮料市场有望快速增长 .....	4
图 3： 2014-2019 年能量饮料增速最快 .....	4
图 4： 2019 年能量饮料占比仅为 7.9% .....	4
图 5： 国内能量饮料人均消费量远低于欧美国家 .....	5
图 6： 国内能量饮料的人均消费额与欧美日相比较低 .....	5
图 7： 能量饮料市场格局明晰 .....	6
图 8： 2013-2020 年中国红牛销售额增速回落 .....	6
图 9： 2011 年来中国红牛市场份额有所下降 .....	6
图 10： 东鹏饮料产品矩阵初具规模，能量饮料仍是主打 .....	9
图 11： 东鹏饮料多年精耕饮料市场 .....	9
图 12： 东鹏饮料 2017-2019 营收复合增速 13.96% .....	10
图 13： 东鹏饮料 2017-2019 净利润复合增速 24.43% .....	10
图 14： 能量饮料仍是主打，其他产品有待发力 .....	10
图 15： 南方市场是主要市场 .....	10
图 16： 创始人及家族绝对控股 .....	11
图 17： 2019 年东鹏饮料能量饮料收入大幅提高 .....	12

图 18: 东鹏特饮坚持年轻化的品牌策略, 持续加大品牌宣传力度.....	13
图 19: 能量饮料中 500ml 金瓶收入占比快速上升 .....	14
图 20: 2019 年广东、华中、广西市场占比最高 .....	15
图 21: 对标广西, 其他市场人均消费额提升空间大 .....	15
图 22: 2019 年广东市场加速增长 .....	16
图 23: 广东市场渗透率快速提升 .....	16
图 24: 2017-2019 年华中、华东和广西市场销售额变化 .....	17
图 25: 华中、华东和广西人均消费额稳步提升 .....	17
图 26: 西南、华北和北方销售额快速增长 .....	17
图 27: 西南、华北和北方市场人均消费额快速增长 .....	17
图 28: 能量、包装水产能利用率有所提升 .....	19
图 29: 产能利用率稳步提升 .....	19
表 1: 东鹏特饮定价适中, 更具渗透性 .....	7
表 2: 股权激励绑定核心员工, 实现利益一致 .....	11
表 3: 从 2019 年各区域市场人均消费额来看, 全国化仍有较大拓展空间 .....	15
表 4: IPO 资金主要用于产能建设和营销网络升级 .....	18
表 5: 华南、重庆生产基地有望优化全国产能布局 .....	18
表 6: 2018-2019 产能快速扩张 .....	19
表 7: 500ml 金瓶、250ml 金罐产能快速提升 .....	19
表 8: 东鹏饮料相关财务指标 .....	20

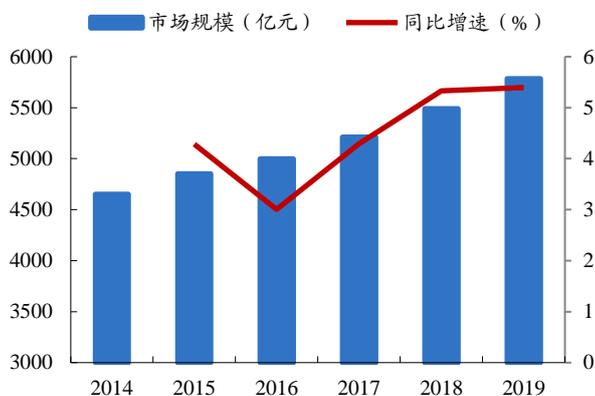
## 1、优质的能量饮料赛道，格局集中、龙头松动

### 1.1、能量饮料赛道优质，迎合饮料功能化、健康化趋势

饮料市场空间饱和，呈现功能化、健康化的趋势。2014-2019年我国饮料行业销售额从4652亿元增长至5786亿元，实现4.5%的复合增长，增速较低和行业基数已大、人口结构等因素有关。但结构上，消费者对饮料的风味、健康性、功能等方面需求提升，功能性成为饮料细分品类发展的趋势，2014-2019年能量饮料在细分饮料市场中增速最高，年均复合增长率达到15%，2019年能量饮料销售额为427.75亿，仍保持较快增长。能量饮料市场保持高景气度，是饮料红海市场中的一大亮点。从规模上来看，目前销售额占比排名前五的品类依次为包装饮用水、即饮茶饮料、碳酸饮料、果汁和能量饮料，随着生活和工作节奏的加快，横向对比其他品类，能量保健饮料仍有上升空间。

图1：2014-2019年国内饮料市场规模保持小个位数增长

图2：2021年国内能量饮料市场有望快速增长

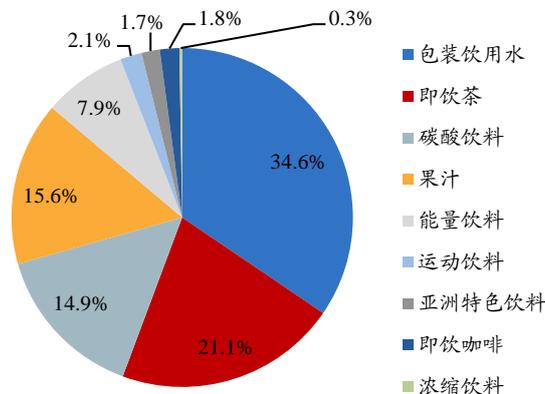
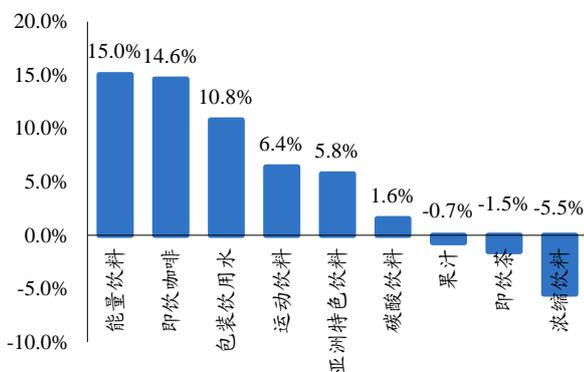


数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图3：2014-2019年能量饮料增速最快

图4：2019年能量饮料占比仅为7.9%



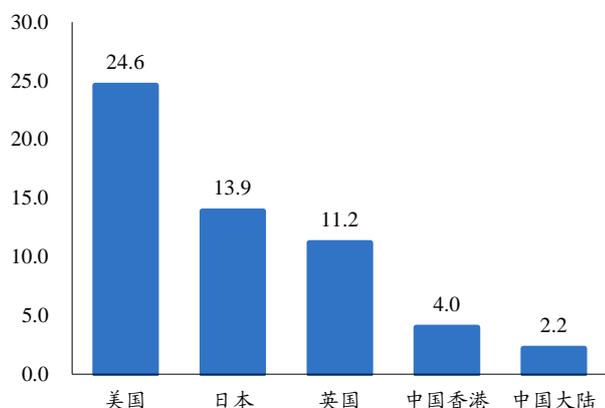
数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

国内人均消费水平较低，成长空间广阔。与欧美国家相比，我国能量饮料行业起步较晚。随着我国居民可支配收入和消费水平的提高，消费者在选购饮料时产品的健康性、功能性需求日益提升，消费人群也持续扩大。尽管如此，目前国内人均能

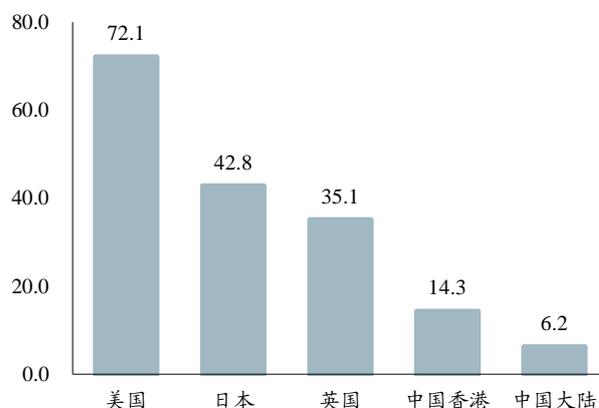
量饮料消费量仍然较低，仅为发达国家美、日、英等国的 10%-20%，而市场需求仍有较大提升空间。

图5: 国内能量饮料人均消费量远低于欧美国家



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所。单位: 升。

图6: 国内能量饮料的人均消费额与欧美日相比较低



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所。单位: 美元。

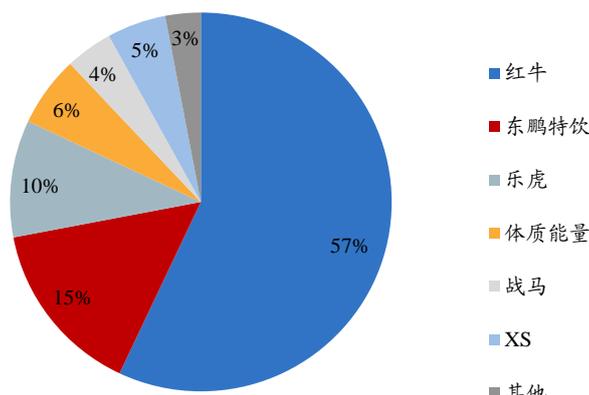
## 1.2、消费场景呈现多样化，消费群体逐步扩大

**消费场景和人群持续扩大。**自 20 世纪 90 年代能量饮料首次进入中国市场以来，随着生活和工作节奏的加快，以及各大品牌持续的广告宣传，能量饮料逐渐从高端保健需求向大众健康需求渗透，消费人群从普通的白领人群向蓝领人群扩张。能量饮料的消费场景从最初的运动、加班、熬夜、驾驶等疲劳场景拓展到居家保健、聚会旅行等更为休闲的场景。部分品牌对电竞、音乐节等活动提高赞助，也使得消费群体由过去的运动员、体力劳动工作者向学生、白领等更多消费者扩大，总体呈现出消费年轻化的趋势。

## 1.3、格局松动，龙头之间的差距在缩小

**行业准入壁垒高，龙头主导市场格局，高集中度下跨界品牌企业机会较小。**虽然能量饮料行业市场化程度较高，但在品牌、营销网络、规模化经营、食品安全和生产资质方面存在一定壁垒。功能饮料是具有特定保健功能，并获得《保健食品批准证书》的特殊能量饮料，而国家对于保健食品的监管力度日益加大，因此在功能饮料的细分赛道上，技术研发和生产资质方面准入门槛较高。目前国内能量饮料历经多年的发展，已经形成几大头部企业主导的稳定格局，其他传统饮料品牌很难介入。2019 年市场份额前五的企业依次为红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量和战马，CR5 约为 92%。而 2016 年以后能量饮料市场一度吸引统一、伊利、安利等知名企业推出各自旗下的能量饮料产品，但目前尚未形成规模。

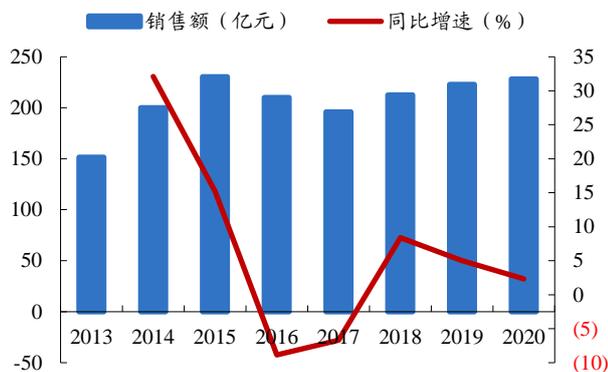
图7: 能量饮料市场格局明晰



数据来源: 欧睿、开源证券研究所。注: 采用 2019 年各品牌市占率数据。

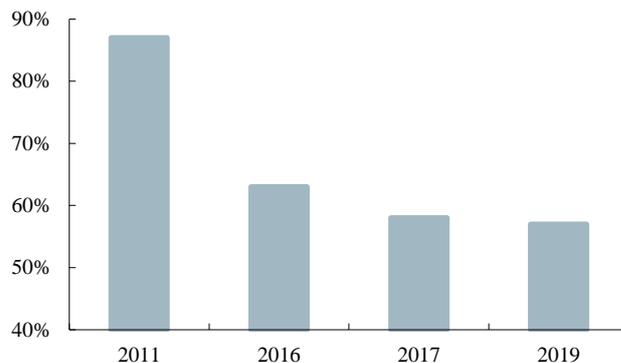
**商标纠纷下的“红牛”龙头地位松动，东鹏有望最为受益。**华彬集团与泰国天丝集团自 2016 年就“红牛”中国代理权的纠纷延续至今，作为其中之一的商标纠纷于 2020 年 11 月最高院终审判决，判决结果将“红牛”商标归泰国天丝集团所有，预计双方后续仍将继续围绕红牛中国市场的相关经营问题继续争论。双方的纠纷导致红牛与天丝集团之间的相互竞争，一方面降低了华彬集团对红牛的品牌和营销投入，另一方面 2016 年以来双方纠纷期间天丝自主开发的红牛安奈吉产品导致了终端消费者认知混乱和产品口碑下降。近几年来红牛营收规模保持稳定，但市场份额处于下降态势，同时华彬重磅推出且寄予厚望的战马也未能承接红牛的市场，红牛品牌纠纷也就为后进者东鹏、乐虎等品牌创造更多机会。

图8: 2013-2020 年中国红牛销售额增速回落



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

图9: 2011 年来中国红牛市场份额有所下降



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

## 1.4、龙头各具差异化优势，高中低档泾渭分明

**高中低档龙头泾渭分明。**红牛精准卡位高端市场，各款产品均为 250ml 小容量且零售价在 6 元以上。东鹏特饮和乐虎紧随其后采取跟随策略，主打中端市场，定价则相对适中，产品单价在 2.5-4 元/250ml。2018-2019 年东鹏饮料进行了两次终端零售指导价格的下调，将 250ml 金罐由 5 元/罐下调为 4 元/罐，250ml 金瓶由 3.5 元/瓶下调为 3 元/瓶。目前东鹏特饮已形成更为宽泛的价格带，250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐和 500ml 金瓶组成“2 元-3 元-4 元-5 元”丰富的产品体系，与竞品相比

更具渗透力，满足多样化的市场需求。

表1: 东鹏特饮定价适中，更具渗透性

红牛				
包装				
产品名称	(泰国天丝) 红牛安奈吉饮料	(泰国天丝) 红牛维生素风味 饮料	(华彬红牛) 红牛维生素功能饮料	(华彬红牛) 红牛维生素功能饮料 (牛磺酸强化型)
规格 (ml)	250	250	250	250
售价 (元)	6.0	6.0	6.5	6.8
单价 (元/250ml)	6.0	6.0	6.5	6.8

东鹏特饮				
包装				
产品名称	小金瓶	大金瓶	金罐	金砖
规格 (ml)	250	500	250	250
售价 (元)	3.0	5.0	4.0	2.0
单价 (元/250ml)	3.0	2.5	4.0	2.0

乐虎			
包装			
产品名称	氨基酸维生素功能饮料 (牛磺酸型)	氨基酸维生素功能饮料	牛磺酸肌醇饮料
规格 (ml)	380	250	250

售价（元）	4.0	4.0	5.0
单价 （元/250ml）	2.6	4.0	5.0

**体质能量**

包装



产品名称	牛磺酸型维生素饮料	牛磺酸强化维生素饮料	牛磺酸强化营养素饮料
规格（ml）	580	600	330
售价（元）	4.0	5.0	4.0
单价 （元/250ml）	1.7	2.1	3.0

资料来源：天猫、京东、开源证券研究所

## 2、东鹏饮料：全国第二大知名能量品牌

### 2.1、多年精耕饮料市场，能量行业先行者之一

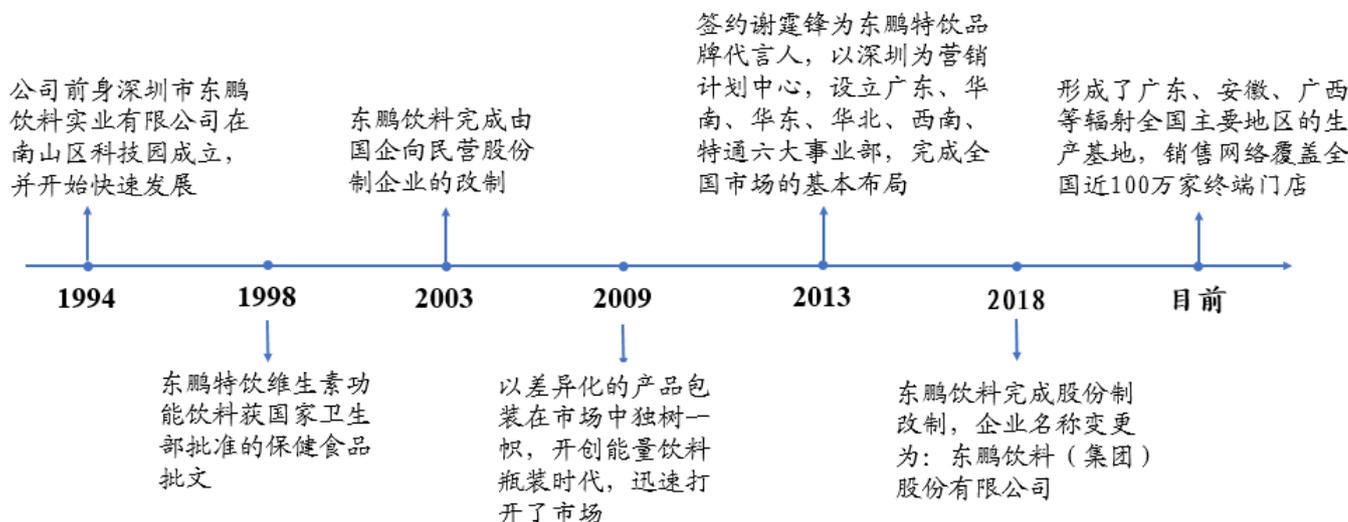
东鹏饮料是国内能量饮料的先行者之一。东鹏饮料旗下产品涵盖能量饮料、非能量饮料以及包装饮用水三大品类，主要产品包括东鹏特饮、由柑柠檬茶、陈皮特饮、包装饮用水等，其中东鹏特饮为核心产品。1994年公司前身东鹏实业成立，开始致力于饮料的研发、生产与销售。1998年，自主研发的“东鹏特饮维生素功能饮料”获得保健食品批文认证。2003年企业完成国企到民企的改制。2009年，东鹏特饮首创功能饮料PET塑料瓶包装，打破了传统高端能量饮料必需罐装包装的市场局限、突出差异化，迅速打开了市场。2013年，东鹏推动营销模式改革，邀请谢霆锋担任品牌代言人，在央视大量投放广告，开启了东鹏全国化的步伐，显著提高了品牌知名度和影响力，并树立起“累了、困了喝东鹏特饮”、“年轻就要醒着拼”深入人心的品牌形象。除能量饮料外，东鹏饮料还推出了植物饮料、乳味饮料和包装饮用水，进一步丰富产品线。经过长时间的产品研发、改良和营销推广，东鹏特饮的品牌、功效、风味逐渐获得认可，成为消费者所熟知的能量饮料品牌。2019年，东鹏特饮市场占有率达到行业第二，市场竞争优势突出。

图10: 东鹏饮料产品矩阵初具规模, 能量饮料仍是主打



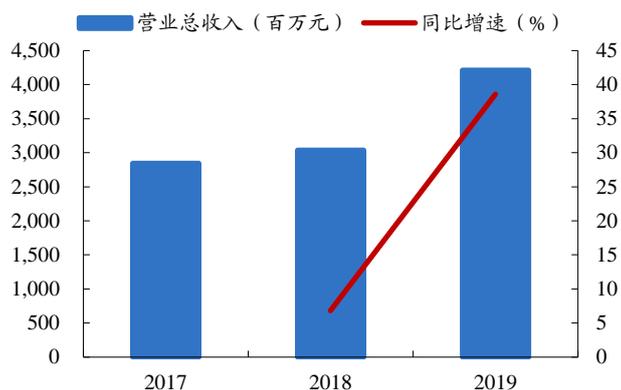
资料来源: 东鹏饮料官网

图11: 东鹏饮料多年精耕饮料市场

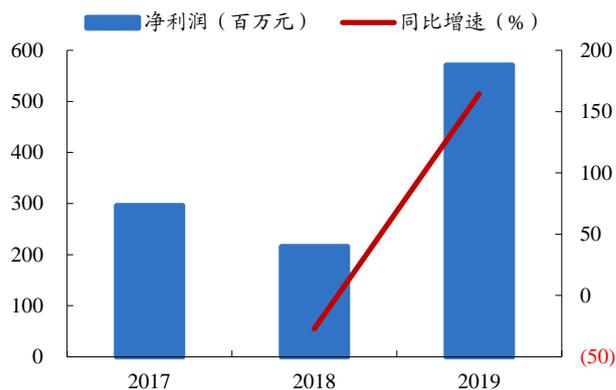


资料来源: 东鹏饮料官网、开源证券研究所

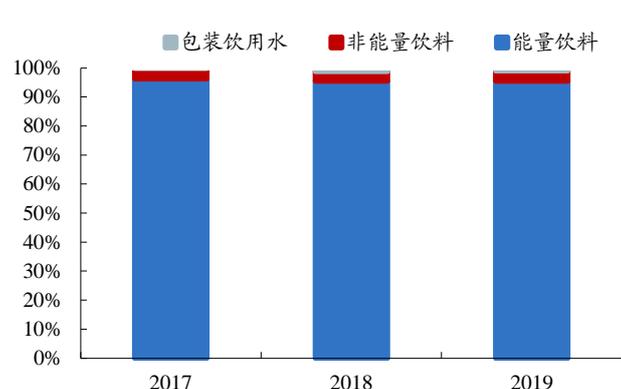
东鹏饮料营收保持快速增长, 广东是主销区。2017-2019年, 东鹏饮料营业总收入从 28.44 亿元增长到 42.09 亿元, 年均复合增长率为 13.96%; 归母净利润从 2.96 亿元增长到 5.71 亿元, 年均复合增长率为 24.43%。整体来看, 2019 年东鹏饮料营收和净利润增速呈现加速趋势。从渠道上看, 东鹏饮料 99%以上销售收入来自线下渠道。从区域上看, 广东地区为线下销售主阵地, 2019 年收入占比约为六成。华中、华东、西南地区近三年中收入占比有所上升。从产品上看, 2017-2019 年能量饮料贡献的收入均在 95%以上, 能量饮料销售是最主要的收入来源。

**图12: 东鹏饮料 2017-2019 营收复合增速 13.96%**


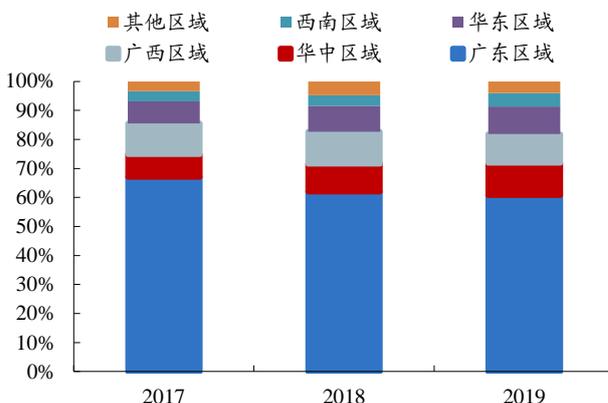
数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**图13: 东鹏饮料 2017-2019 净利润复合增速 24.43%**


数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**图14: 能量饮料仍是主打, 其他产品有待发力**


数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**图15: 南方市场是主要市场**


数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

## 2.2、东鹏饮料实控人持股比例较高, 股权激励绑定公司与员工利益

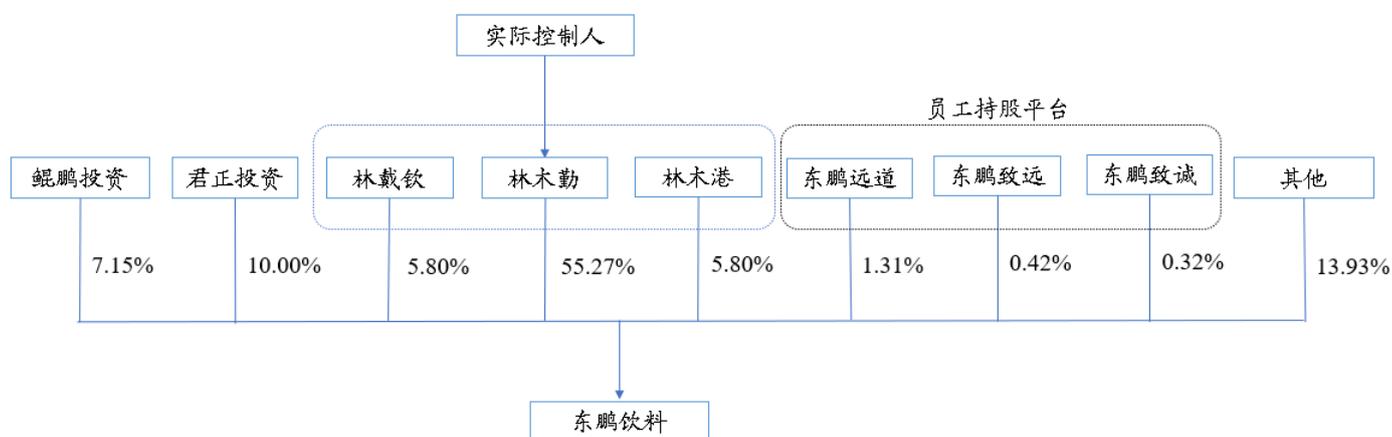
**东鹏饮料股权集中度较高。**截至 2020 年 4 月, 东鹏饮料创始人林木勤为公司董事长、实际控制人和控股股东, 持股比例为 55.27%。其中第二大股东君正投资股东是东鹏饮料的私募股权投资机构加华资本。第三大股东鲲鹏投资的有限合伙人林煜鹏系控股股东林木勤之子, 通过鲲鹏投资间接持有东鹏饮料 3.87% 的股份。创始人及其家族成员持股占比超过 60%, 股权结构集中且相对稳定。

**上市前实施股权激励, 员工和公司利益高度一致。**2019 年 4 月, 为充分调动员工的积极性, 东鹏饮料通过股权激励方案, 并成立东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚三家投资发展合伙企业作为股权激励平台, 合计持股比例为 2.06%, 共形成 6052 万元股份支付费用。本次股权激励以部分核心技术、管理人员为激励对象, 将公司和核心骨干员工利益绑定。

**表2: 股权激励绑定核心员工, 实现利益一致**

姓名	职务	持股平台	持股比例	主要工作经历
林木勤	董事长、总裁	东鹏远道	0.48%	2015年1月至2019年4月任东鹏饮料及其前身董事长、总经理; 2019年4月至今任东鹏饮料董事长、总裁。
		东鹏致远	0.01%	
		东鹏致诚	0.01%	
胡海娥	总工程师	东鹏远道	0.06%	2015年1月至今, 历任东鹏饮料及其前身质量技术中心总经理、质量技术研发中心总工程师、研发管理中心总工程师。
李学莉	研发管理副总监	东鹏致诚	0.01%	2015年1月至今历任东鹏饮料及其前身产品研发工艺工程师、质量技术中心技术经理、质量技术研发中心技术副总监、研发管理中心研发管理副总监。

资料来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**图16: 创始人及家族绝对控股**


资料来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

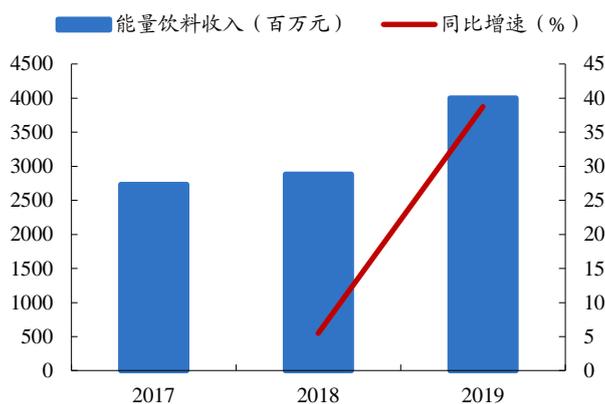
### 3、东鹏饮料: 差异化的定位, 全国化的市场逐渐打开

东鹏饮料已经通过差异化的产品、品牌、营销已经形成了独特的品牌定位, “累了、困了, 喝东鹏特饮”和“年轻就要醒着拼”等广告词深入人心, 东鹏特饮作为能量饮料的第二大龙头, 已经具备全国化的品牌基础和能力, 国内市场仍然广阔。2016年以来东鹏饮料借助行业的发展机遇在产品包装设计、消费场景、渠道下沉等多方面努力加快发展步伐。

#### 3.1、聚焦功能性饮料, 多元化产品布局

##### 3.1.1、主打能量饮料, 产品线延伸相对缓慢

东鹏饮料初步形成东鹏特饮、由柑柠檬茶、陈皮特饮、包装饮用水等多品类的产品组合, 其中东鹏特饮为核心产品, 其主要成分为牛磺酸、赖氨酸及多种 B 族维生素, 具有对抗疲劳、缓解困乏、促进能量代谢、补充机体所需能量的功效。东鹏特饮从外包装切入, 先后开发 250ml 及 500ml 瓶装、250ml 罐装和 250ml 纸软包三种包装类型, 满足不同人群和不同消费场景, 推动东鹏特饮收入持续快速增长, 2017-2019 年, 东鹏特饮销售收入从 27.35 亿元提升到 40.03 亿元, 收入占比保持在 95% 以上。

**图17: 2019年东鹏饮料能量饮料收入大幅提高**


数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**其他品类拓展相对缓慢。**东鹏饮料的非能量饮料主要包括由柑柠檬茶、陈皮特饮、菊花茶、冬瓜汁饮料等植物饮料、乳味饮料和包装饮用水。近年来销售收入有所增加，但整体规模相对较小，仍处于市场开发阶段，合计收入占比不足5%。

### 3.2、差异化的大单品定位已经深入人心

#### 3.2.1、全国化营销实现品牌下沉和泛全国化

**创意营销，精准且年轻化的品牌定位。**红牛一直秉承着进口高端的能量饮料形象，而营销的特点也突出另类顶级的极限运动为主。但对于能量饮料的需求是广泛的，尤其对于中国，大量的蓝领劳动力及年轻人群更是主力消费群体。东鹏通过更直接的定位和广告宣传锁定目标人群心智。东鹏饮料通过谢霆锋的代言和“累了困了，喝东鹏特饮”的央视广告宣传打下全国化品牌的认知基础，一跃成为知名的第二大能量饮料品牌。后续在品牌定位上继续强化年轻人消费场景，突出“年轻就要醒着拼”持续深耕年轻消费群体。在投放的媒体渠道方式上，集中在深受年轻人喜爱的活动和平台中提高曝光，例如赞助体育和电竞赛事、植入青春类影视综艺；内容方面也加强推广了办公室加班、朋友聚会、居家旅行等日常情景，加深消费者广泛的产品和品牌认知。

图18: 东鹏特饮坚持年轻化的品牌策略, 持续加大品牌宣传力度



资料来源: 东鹏饮料官网、开源证券研究所

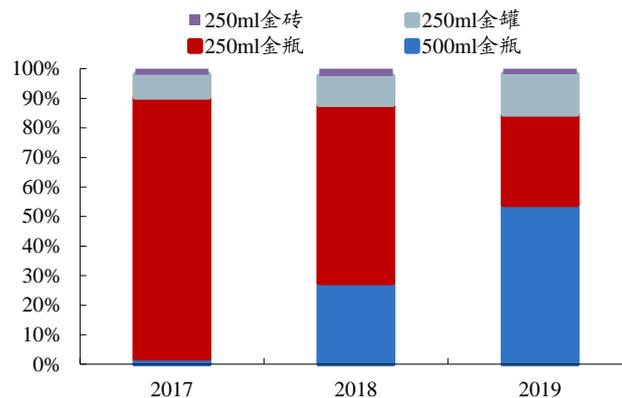
### 3.2.2、差异化和多样化的产品设计和渗透定价

从东鹏饮料发展历史上看, 东鹏饮料重视并善于把产品包装设计作为一个角度突出差异化定位和营销卖点, 也通过多样化的包装来满足不同的消费场景。总结起来, 对销售有重大贡献和重大里程碑意义的设计共有以下三点:

**独特差异化的瓶装设计打破能量饮料必须罐装的一贯印象。**2009年东鹏特饮首创PET塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计, 并推出250ml金瓶特饮, 更好地满足了消费者对能量饮料方便、卫生、易携带的需求, 尤其受到卡车司机、蓝领工人的欢迎, 强化了瓶装能量饮料的差异化形象。在一片红海的同类罐装产品中, 东鹏特饮凭借新颖的差异化包装迅速打开了市场, 瓶装特饮首次铺市后, 终端客户的返单率超过了五成, 当年销量有较大幅度提升。

**大瓶装设计更加饮料化、大众化, 凭借高性价比跃居为第一大单品。**大瓶装500ml是继250ml后的又一大单品, 凭借更高性价比、饮料化的设计迅速打开市场。2017年下半年首先在华东、华北和西南等弱势市场试推500ml金瓶特饮, 市场反馈积极。2018年500ml金瓶特饮开始在全国范围内上市推广, 由于其单位容量价格实惠, 性价比较高, 得到了市场的热烈反响, 销量增长达到1242%。500ml金瓶自2017年上市之后, 迅速获得消费者青睐, 销售收入大幅提升, 由2017年的0.60亿元提升至2019年的21.67亿元, 目前收入占比达到51.5%, 是销量最大的单品。

**金罐强化礼品场景, 切入春节礼品市场。**2018年底, 东鹏饮料开始推广小罐礼盒装, 并首先在“送礼文化”浓厚的河南市场推出春节送礼活动, 充分积累了礼品营销的经验。2020年春节期间, 东鹏继续着力在山东、安徽市场对礼盒装进行促销和堆货, 且销售情况良好, 部分地区在春节期间即达成全年销售目标的六成以上。经过两年的培育, 东鹏已逐渐打开小罐装礼品市场, 并以此推动了北方区域市场的开拓。随着疫情形势有所缓和后, 东鹏也将继续重视礼品装在节假日的促销推广活动。

**图19：能量饮料中 500ml 金瓶收入占比快速上升**


数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

### 3.3、精准数据化营销推动渠道下沉，精耕渠道完善渠道网络

**数据化营销活动加强消费者黏性，绑定渠道利益，进而推动渠道下沉。**自 2016 年以来东鹏饮料不断通过创新二维码营销活动推动渠道的下沉。(1) 2018 年以前的促销形式以“扫码赢红包”为主，即扫码并关注东鹏特饮公众号赢取微信红包，消费者拿到实实在在的现金优惠的同时，东鹏饮料还可通过大数据引擎获取扫码地区、消费者购买次数等信息，对多次购买的消费者颁发针对性奖励。该活动使东鹏饮料与终端消费者产生了直接互动，一方面加强了现有用户的忠诚度和消费黏性，另一方面裂变出更多精准粉丝，激励了大量消费需求。(2) 2019 年下半年，东鹏饮料推出极具进攻性的“一元乐享”促销活动，即如果消费者购买到带有“一元乐享”字样的产品，即可在附近门店加一元换取一罐 250ml 金罐特饮。东鹏饮料对成熟度不同的市场灵活调整中奖率，有针对性地培育用户。活动平均中奖率为 30%，在空白市场上可达到 50%。本次活动是针对经销商和终端门店的促销补贴，在保证其利润的同时增加了销量，极大地增进了经销商和终端门店的销售积极性，期间加快开拓出大量新网点。

**完善渠道网络，推广精耕模式。**东鹏饮料以经销为主要销售模式，采取精耕的渠道模式对各区域市场进行经销网络管理。精耕模式即配备专业的销售人员与经销商、批发商和门店共同进行销售，全方位指导下游渠道和零售终端，从而有效提升东鹏饮料渠道渗透能力和销售网络的控制力。截至 2019 年底，东鹏饮料合计拥有 1263 家经销商和超 5000 名业务代表，每名业务代表覆盖约 200 个网点，目前东鹏产品已覆盖近 120 万家终端门店。精耕模式以前主要在广东、广西、华东和华中核心市场开展，其他区域采取大流通模式，即依靠经销商自身的市场资源和服务能力进行经销和渠道维护工作。未来东鹏饮料将逐步向其他区域推广精耕模式，因地制宜，灵活复制，推动全国化市场的开拓。

### 3.4、由南向北的全国化市场空间逐渐打开

**东鹏饮料全国化市场布局一共分为三个阶段。**(1) 2006-2011 年，扎根华南市场：东鹏饮料立足广东，集中在广东区域进行市场开拓，在广东区域培育了良好的市场基础。(2) 2012-2018 年，北向启动全国化：东鹏饮料启动全国化营销宣传，同时业务范围逐步向中部、西部辐射，先后在滁州、南宁、重庆设立了主营饮料生产销售子东鹏饮料，并在济南、成都和上海设立负责销售分公司。(3) 2019 年-至今，深化全

**国化:** 东鹏饮料对全国区域市场的营销管理架构进行了梳理,成立了广东营销本部、全国营销本部和全国直营本部三大本部,并确立了广西、华东、华中、华北、西南五个事业部及北方大区,针对各区域不同的市场特点,因地制宜制定销售策略。目前,东鹏饮料共拥有增鹏、莞鹏、徽鹏、桂鹏、华鹏、渝鹏等多处生产基地,其中华鹏、渝鹏基地正在建设中,产能可有效覆盖华南、西南、华东等全国主要地区。

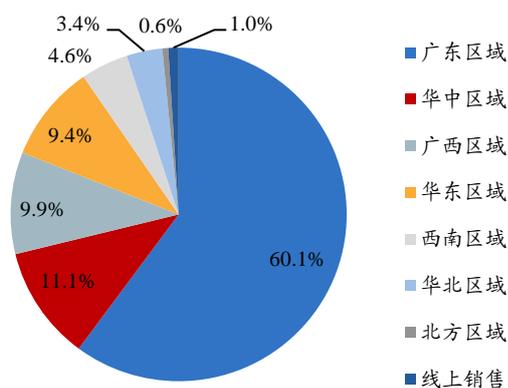
**(1) 基地市场:** 广东地区作为东鹏饮料的基地市场,品牌影响力和竞争优势突出,贡献了六成以上的销售收入,根据城镇人口数量测算,广东地区目前人均消费额为 28.68 元,超过全国平均人均消费水平,但对标欧美国家还有较大的成长空间。2017-2019 年,随着其他区域市场的不断拓展,广东地区收入占比由 66.66%下降到 60.12%。

**(2) 成长性市场:** 广西和华东地区是重点培育且增速较快的成长性市场,近年来收入占比稳中有增。广西地区 2019 年人均消费额为 16.32 元,与广东市场临近,在全国各区域市场上排列第二;华东地区虽然收入增速较快,但人均消费额不足 3 元,考虑到华东地区人口众多,收入和消费水平相对较高,经济发达、工厂众多,在的“一元乐享”活动中参与度较高,华东市场在短期和长期内仍有非常大的成长空间。

**(3) 机会市场:** 华中和西南地区目前有一定市场基础,但收入占比仍然较低,合计约为 15%,人均消费额分别为 3.59 元、1.76 元,是着力开发和培育的机会市场。东鹏饮料计划未来三年在重庆建设生产基地并进一步加大对中西部市场的投入,充分挖掘该地区的市场潜力。

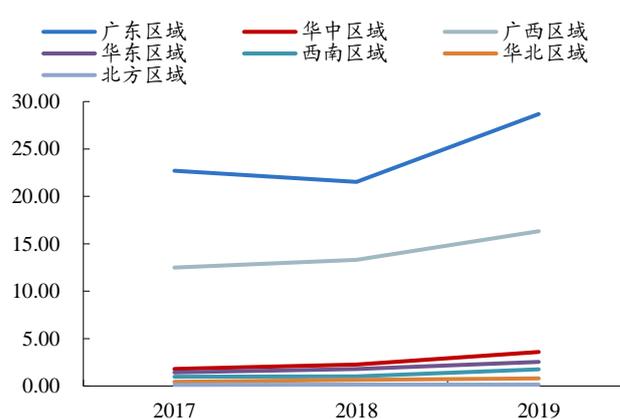
**(4) 空白市场:** 华北、北方区域目前基本处于空白市场,合计收入占比约为 4%,人均消费额不到 1 元,市场仍需要培育,继续完善经销商体系和市场推广,但长期来看,华北和北方市场的潜力较大。

图20: 2019年广东、华中、广西市场占比最高



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图21: 对标广西, 其他市场人均消费额提升空间大



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

表3: 从2019年各区域市场人均消费额来看, 全国化仍有较大拓展空间

	销售收入(亿元)	城镇人口(万人)	人均消费额(元/人)
广东区域	25.20	8786	28.68
华中区域	4.63	12895	3.59

广西区域	4.14	2534	16.32
华东区域	3.94	15490	2.54
西南区域	1.91	10855	1.76
华北区域	1.44	17918	0.81
北方区域	0.24	17244	0.14

数据来源：国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

### 3.4.1、广东市场仍有较大的渗透空间

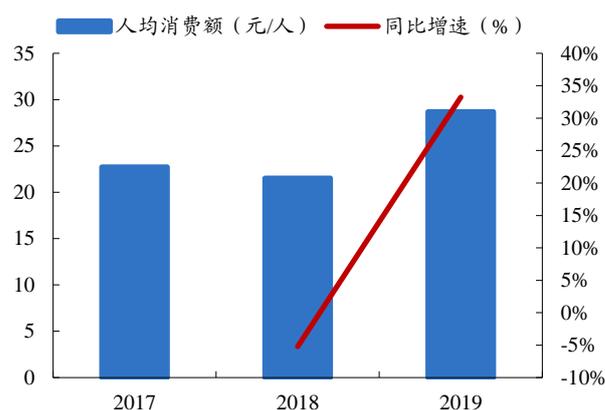
广东地区作为东鹏饮料的基地市场，品牌影响力和竞争优势突出，贡献了六成以上的销售收入，根据城镇人口数量测算，广东地区目前人均消费额为 28.68 元，超过全国平均人均消费水平，但对标欧美国家还有较大的成长空间。2018 年广东市场销售额小幅下降，2019 年得益于广东营销本部的成立和全渠道精耕策略的实行，广东市场销售额有较大回升，同比增长 36.52%。2017-2019 年，随着其他区域市场的不断开发，广东地区收入占比由 66.66% 下降到 60.12%。

图22：2019 年广东市场加速增长



数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图23：广东市场渗透率快速提升

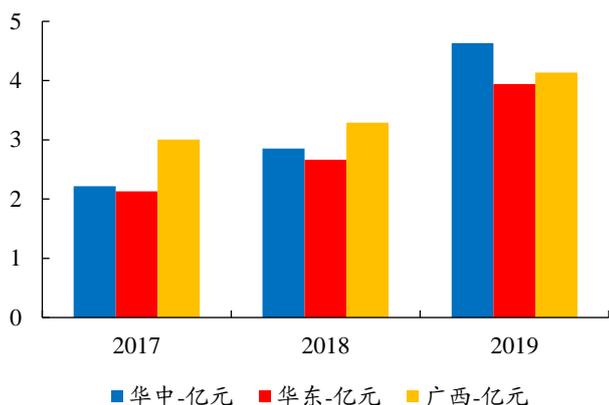


数据来源：国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

### 3.4.2、华中、华东、广西市场初具规模，成长潜力大

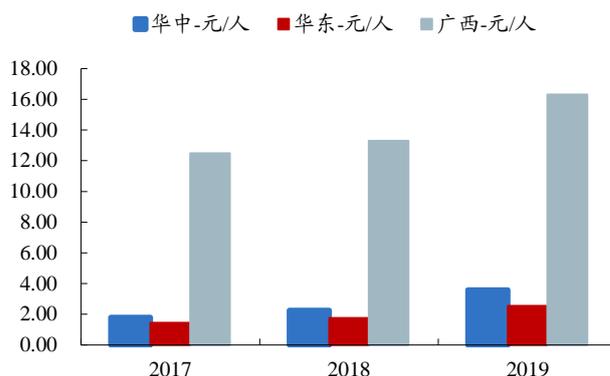
华中、华东和广西地区是重点培育且增速较快的成长性市场，近年来收入占比稳中有增，尤其在 2018 年重新梳理和确立营销本部，并持续加大营销投入后，2019 年华中、华东、广西销售额同比增 62%、48%、26%。广西地区 2019 年人均消费额为 16.32 元，在全国各区域市场上排列第二；华东地区虽然收入增速较快，但人均消费额不足 3 元，考虑到华东地区人口众多、经济发达，在的“一元乐享”活动中参与度较高，华东市场在短期和长期内仍有较大的成长空间。华中地区目前有一定市场基础，但收入占比仍然较低，约为 11.05%，人均消费额为 3.59 元，对标广西地区市场仍有较大的渗透空间。

图24: 2017-2019 年华中、华东和广西市场销售额变化



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图25: 华中、华东和广西人均消费额稳步提升

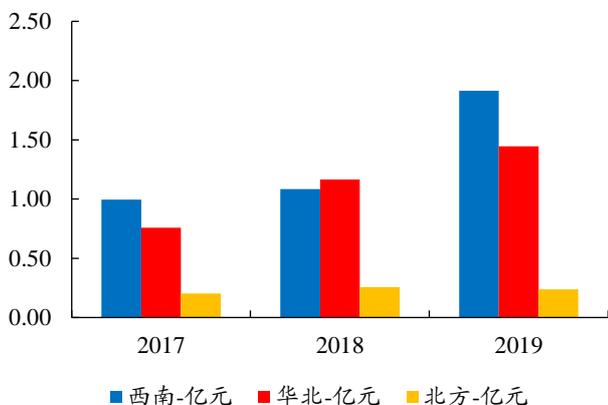


数据来源: 国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

### 3.4.3、其他市场逐步推进, 全国化扩张有序进行

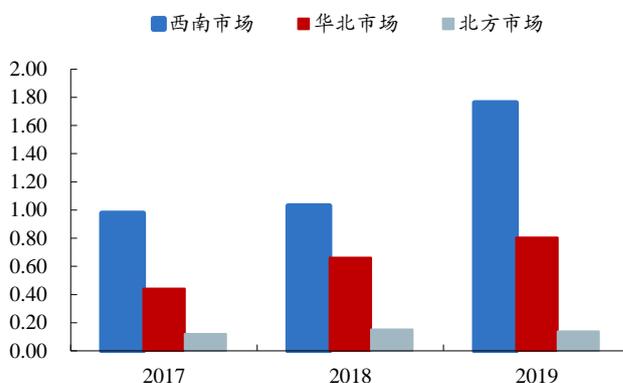
西南和华北市场的开发尚处于起步阶段, 虽然体量较小、占比较低, 但增速较快。2019 年西南、华北市场同比增 76.59%、24.10%, 人均消费额分别为 1.76 元、0.81 元。西南地区随着重庆产能落地, 有望重点发力、加快市场培育力度。北方地区目前基本处于空白, 收入占比不足 1%, 人均消费额为 0.14 元, 经销体系尚未完善, 市场开拓可能是长期工作。

图26: 西南、华北和北方销售额快速增长



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图27: 西南、华北和北方市场人均消费额快速增长



数据来源: Wind、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所。单位: 元

## 4、东鹏饮料: 完善全国化产能布局, 盈利能力稳步提升

### 4.1、华南、西南产能落地有望优化产能布局

**IPO 募集资金主要用于产能和营销网络建设, 完善全国化产能布局。**东鹏饮料 IPO 拟募集 14.9 亿元, 其中用于广州和重庆生产基地建设资金 8.09 亿, 占总募集资金的 54%, 24%的募集资金用于营销网络建设, 其余用于研发中心、总部大楼建设。从产能建设来看, 目前总产能共 160 万吨, 拟建设的广州、重庆生产基地分别建设 48.12 万吨、39.50 万吨产能, 主要是罐装和瓶装饮料生产线, 达产后总产能约 250 万

吨，新增约 54%的产能。分别看广州产能有效缓解华南地区产能紧张、承接东莞产能，而重庆产能有效补充西南地区产能空白，进一步完善全国化产能布局。

**表4: IPO 资金主要用于产能建设和营销网络升级**

项目类型	项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	资金占比	拟用募集资金 投入金额(万 元)
生产基地建设	华南生产基地建设项目	华鹏	72,878.00	37.93%	46,907.67
	重庆西彭生产基地建设项目	渝鹏	50,853.00	26.47%	33,996.10
	小计		123,731.00	64.40%	80,903.77
营销网络升级及品牌推广	营销网络升级及品牌推广项目	东鹏饮料	37,091.07	19.31%	37,091.07
信息化升级建设	集团信息化升级建设项目	东鹏饮料	5,309.18	2.76%	5,309.18
	鹏讯云商信息化升级建设项目	鹏讯云商	2,212.04	1.15%	2,212.04
	小计		7,521.22	3.91%	7,521.22
研发中心建设	研发中心建设项目	华鹏	3,147.00	1.64%	3,147.00
总部大楼建设	总部大楼建设项目	东鹏饮料	20,640.35	10.74%	20,640.35
合计			192,130.64	100%	149,303.41

资料来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**表5: 华南、重庆生产基地有望优化全国产能布局**

项目名称	投入金额-万元	生产线情况	产能	生产建设周期
华南生产基地建设项目	72,878	2条罐装饮料生产线	48.12万吨	36个月
		2条瓶装饮料生产线		
		2条瓶装饮料(冷灌装)生产线		
重庆西彭生产基地建设项目	50,853	3条瓶装饮料生产线	39.50万吨	24个月
		1条瓶装饮料(冷灌装)生产线		
		1条包装饮用水生产线		

资料来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**表6: 2018-2019 产能快速扩张**

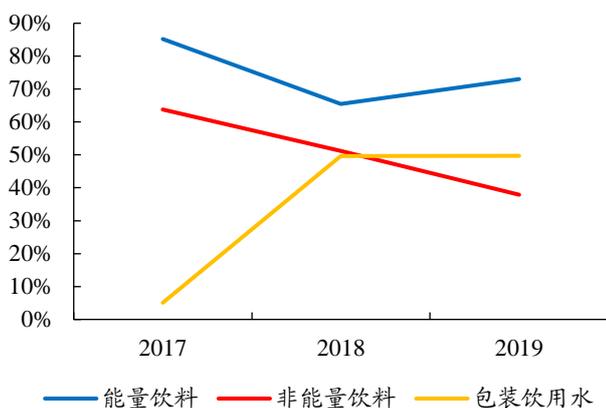
产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	产能 (万吨)	增速	产能 (万吨)	增速	产能 (万吨)	增速
能量饮料	57.4	-	80.7	40.72%	119.1	47.57%
非能量饮料	10.0	-	10.8	8.09%	18.9	74.36%
包装饮用水	6.7	-	13.0	94.76%	15.1	16.22%
合计	74.0	-	104.5	41.17%	153.1	46.45%

数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

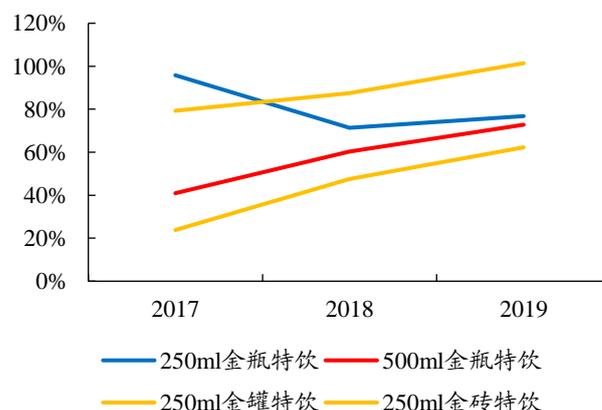
**表7: 500ml 金瓶、250ml 金罐产能快速提升**

产品	2017 年		2018 年			2019 年		
	产能 (万吨)	占比	产能 (万吨)	占比	增速	产能 (万吨)	占比	增速
250ml 金瓶特饮	46.13	80%	40.38	50%	-12%	30.59	26%	-24%
500ml 金瓶特饮	4.50	8%	30.98	38%	588%	70.83	59%	129%
250ml 金罐特饮	4.50	8%	7.13	9%	58%	15.48	13%	117%
250ml 金砖特饮	2.25	4%	2.25	3%	0%	2.25	2%	0%

数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**图28: 能量、包装水产能利用率有所提升**


数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

**图29: 产能利用率稳步提升**


数据来源: 国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

## 5. 投资建议

能量饮料赛道优质,景气度上行及竞争格局稳固。能量饮料生命周期较长,在饮料市场相对饱和的背景下,该细分子行业依然保持10%以上快速增长。行业进入门槛较高,格局明晰稳固,龙头企业通过品牌力占领消费者心智,且品牌企业各具优势,红牛在高端市场中难逢敌手,东鹏饮料在中端市场冉冉升起。**受益标的:**东鹏饮

料（拟上市）。

**表8: 东鹏饮料相关财务指标**

	2017	2018	2019
营收-百万元	2843.8	3037.5	4208.7
YOY		6.8%	38.6%
归母净利润	296.17	215.83	570.57
YOY		-27.1%	164.4%
毛利率	46.0%	46.7%	45.7%
净利率	7.1%	13.6%	15.4%

数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

## 6、风险提示

**新品拓展失败风险。**行业大部分能量饮料企业都是以大单品模式运作，品种规格较小，不排除部分企业扩张品类的可能性。饮料行业竞争激烈，品类创新机会较小，失败概率较高。

**红牛纠纷后格局仍有一定的不确定性。**红牛纠纷短期暂时未能落地，如果出现中国红牛无法在中国销售的情况，泰国红牛短期又不能弥补市场空白，可能造成行业格局上的变动，可能引来更多品牌的竞争，对其他品牌来讲是机会也是挑战。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn