

2021-5-26



专注能量饮料赛道，乘风而起成长可期

证券分析师：黄付生、蔡雪昱
研究助理：李梦鹂
电话：010-88695135

执业证号：S1190517050002
S1190517050002
S1190121050001

证券研究报告：东鹏饮料分析报告

2021-5-26

发行人基本概况

- 公司于1994年在深圳成立，主要从事饮料的研发、生产和销售，产品涵盖能量饮料、非能量饮料及包装饮用水三大类型。其中能量饮料是公司主导产品，主打产品东鹏饮料在全国能量饮料市场占有率排名第二。目前公司共有1600余家经销商，覆盖120万家终端门店。
- 收入利润近四年快速增长：**2017-2020年，公司收入由28.44亿提高至49.59亿，CAGR20.36%。归母净利润从2.96亿提高至8.12亿，CAGR39.99%。2021年Q1，公司实现营业收入17.11亿元，同比增长83.37%；实现归母净利润 3.42亿元，同比增长122.52%。
- 毛利率较稳定，净利率波动较大：**公司毛利率45%左右，净利率13%左右，2019-2020年，由于期间费用率大幅下降，净利率得以明显提升。

图1：2017-2020收入利润及增速(亿)

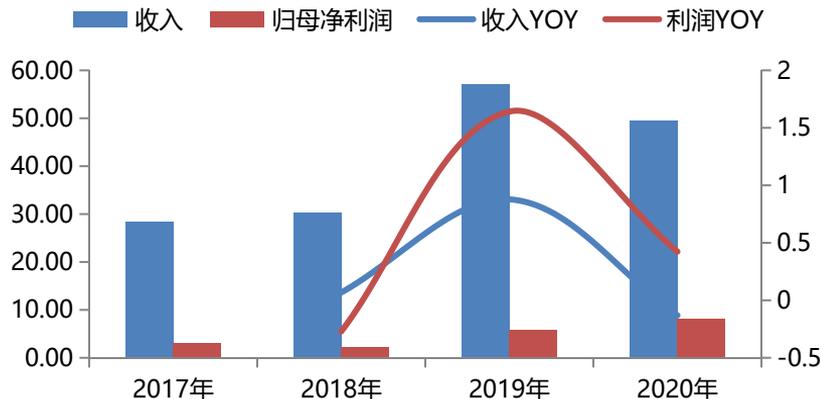
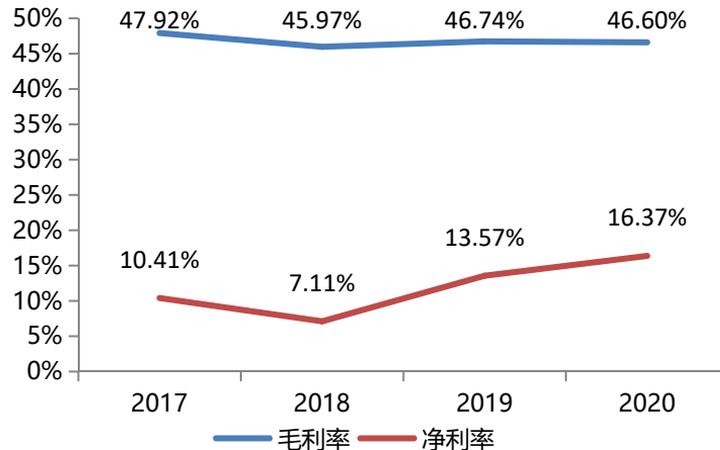


图2：2017-2020公司毛利率与净利率



- 股权沿革:** 1994年6月，深圳市政府成立东鹏饮料实业公司。2003年10月，公司现任董事长林木勤及高管20人以254万价格受让100%产权，实施改制成立东鹏饮料实业有限公司。2018年3月，整体变更为东鹏饮料（集团）股份有限公司。
- 民营企业，持股集中，控制权稳定。** 发行后实控人林木勤直接持股比例将稀释至49.74%，间接持股比例将稀释至1%，合计控制公司50.74%的股份，控制权稳定。

图3：股权结构（发行前）

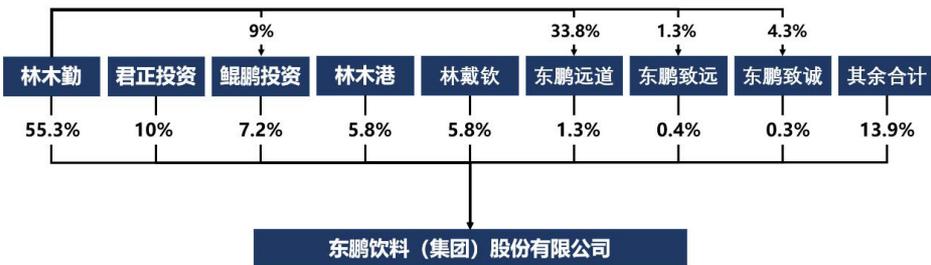
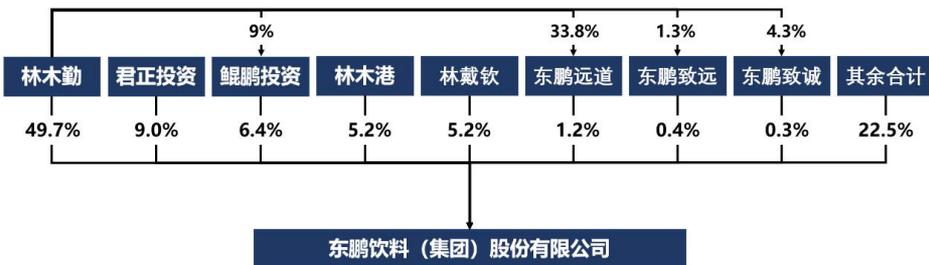


图4：股权结构（发行后）



姓名	职务	介绍
林木勤	董事长、总裁	1964年出生，中国国籍，毕业于中山大学工商管理专业，硕士学历。1984年7月至1988年4月，任深圳市建材工业集团技术员；1988年4月至1997年3月，任深圳奥林匹克天然饮料有限公司部门经理；1997年3月至2003年9月，任东鹏实业副总经理；2003年10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。
林木港	董事、执行总裁	1970年出生，中国国籍，毕业于北京大学工商管理专业，硕士学历。2001年3月至2019年4月，历任东鹏饮料及其前身经理、副总裁、营销计划中心总经理并任董事；2019年4月至今任东鹏饮料董事、执行总裁。
林戴钦	董事	1983年出生，中国国籍，毕业于深圳市职业技术学校食品物流专业，大专学历。2008年1月至2018年1月，历任东鹏有限区域经理、事业部副总经理、大区销售总监；2018年1月至今任东鹏饮料董事、大区销售总监。
李达文	董事	1969年出生，中国国籍，毕业于惠东县多祝中学，高中学历。1989年至1992年就职于深圳市新业服装工业公司，1992年至2017年历任东鹏有限及其前身大区销售总监、服务处经理、董事；2017年至今任东鹏饮料及其前身董事、服务处经理。
刘美丽	董事、副总裁	1970年出生，中国国籍，毕业于太原工业大学化学工程专业，本科学历。1991年7月至2000年8月，任太原化学工业集团公司有机化工厂工程师、工艺员；2000年8月至2003年9月就职于东鹏实业；2003年10月至2019年4月任东鹏饮料及其前身董事并历任综合办主任、副总经理；2019年4月至今任东鹏饮料董事、副总裁。
宋向前	董事	1971年出生，中国国籍，毕业于清华大学五道口金融学院，硕士学历。1995年至2006年，先后任职于光大证券股份有限公司、国信证券股份有限公司、鞍山证券公司深圳总部、华泰证券股份有限公司、世纪证券有限责任公司、加拿大亚太投资集团；2007年4月至今，于北京加华伟业资本管理有限公司担任董事长；2017年至今，任职于加华资本管理股份有限公司，担任董事长/总经理；2018年1月至今担任东鹏饮料董事。
姚禄仕	独立董事	1962年出生，中国国籍，毕业于合肥工业大学管理专业，博士学历。1985年7月至2018年9月，先后担任合肥工业大学管理系助教、讲师；管理学院会计系副教授、副主任；2018年10月至今任合肥工业大学管理学院会计系教授；2019年4月至今任东鹏饮料独立董事。
康晓斌	独立董事	1986年出生，中国国籍，毕业于天津商业大学发酵工程专业，硕士学历。2012年9月至今任中国饮料工业协会技术部主任、功能饮料分会副秘书长、蛋白饮料分会秘书长、《饮料工业》责任编辑，2019年4月至今任东鹏饮料独立董事。
游晓	独立董事	1981年出生，中国国籍，毕业于武汉大学法学专业，本科学历。2006年3月至2006年12月，任广东晟典律师事务所律师助理；2007年1月至2013年10月，任北京市中伦（深圳）律师事务所律师；2013年11月至2015年7月，任北京大成（深圳）律师事务所合伙人；2015年7月至2020年6月，任上海市锦天城（深圳）律师事务所高级合伙人；2020年6月至今，任北京市中伦（深圳）律师事务所合伙人。
蔡运生	监事会主席	1974年出生，中国国籍，无境外永久居留权。毕业于武汉大学行政管理专业，本科学历。1998年至今任东鹏饮料及其前身广东事业部总经理、监事会主席。
刘丽华	副总裁、财务总监、董事会秘书	1973年出生，中国国籍，拥有瓦努阿图永久居留权。毕业于四川大学工商管理专业，硕士学历。1995年7月至2004年6月，任齐鲁石化公司助理工程师；2004年7月至2006年6月，任中铁信托有限公司高级研发经理；2006年7月至2018年10月，任招商证券股份有限公司投资银行部董事；2018年10月至2019年4月任东鹏饮料财务管理中心负责人，2019年4月至今任东鹏饮料副总裁、董事会秘书、财务总监。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **核心员工持股激励充分**：2019年公司通过股权激励方案，对部分核心骨干人员进行股权激励。高管刘丽华、卢义富、蒋薇薇直接持股参与激励，共计以914.28万元认购160万股，发行前分别持股0.52%、0.1%、0.1%。
- **东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚**为员工持股平台，共以5142.86万元认购740万股，公司中高层以上骨干通过上述平台参与激励。在东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚中，分别有45、44和45名核心员工持股，认缴出资分别为2702.86、862.86、662.86万元，发行前持股比例为1.31%、0.42%、0.32%。

图5：截至2021-5-14东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚主要出资结构情况

序号	合伙人名称	合伙人性质	出资额 (万元)	出资比例
1	蓝志伟	普通合伙人	17.14	0.63%
2	林木勤	有限合伙人	914.29	33.83%
3	郑智勇	有限合伙人	382.86	14.16%
4	李岩	有限合伙人	342.86	12.69%
5	胡亚军	有限合伙人	228.57	8.46%
6	胡海娥	有限合伙人	114.29	4.23%
7	李丹	有限合伙人	114.29	4.23%
8	余斌	有限合伙人	114.29	4.23%
9	高艳	有限合伙人	57.14	2.11%
10	吴允乐	有限合伙人	57.14	2.11%

东鹏远道主要出资人

序号	合伙人名称	合伙人性质	出资额 (万元)	出资比例
1	杨晓艳	普通合伙人	17.14	1.99%
2	李沃权	有限合伙人	137.14	15.89%
3	朱挺	有限合伙人	80.00	9.27%
4	王武艺	有限合伙人	28.57	3.31%
5	卫鹏程	有限合伙人	28.57	3.31%
6	符升明	有限合伙人	22.86	2.65%
7	蔡汉青	有限合伙人	22.86	2.65%
8	王瑜轩	有限合伙人	22.86	2.65%
9	钟凯波	有限合伙人	22.86	2.65%
10	古安群	有限合伙人	22.86	2.65%
11	周懋清	有限合伙人	22.86	2.65%
12	曾小松	有限合伙人	22.86	2.65%
13	周宁	有限合伙人	22.86	2.65%

东鹏致远主要出资人

序号	合伙人名称	合伙人性质	出资额 (万元)	出资比例
1	董文波	普通合伙人	22.86	3.45%
2	周开清	有限合伙人	28.57	4.31%
3	李学莉	有限合伙人	28.57	4.31%
4	郭方平	有限合伙人	28.57	4.31%
5	严安雄	有限合伙人	28.57	4.31%
6	唐元兵	有限合伙人	28.57	4.31%
7	李可	有限合伙人	28.57	4.31%
8	林木勤	有限合伙人	28.57	4.31%

东鹏致诚主要出资人

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

▶ 主要产品

公司主要从事饮料的研发、生产和销售，产品涵盖**能量饮料**、**非能量饮料**及**包装饮用水**三大类型。能量饮料包括东鹏特饮等，非能量饮料包含柠檬茶、陈皮特饮等。其中，能量饮料是公司主导产品，收入占比94%左右。

▶ 能量饮料



东鹏特饮（金瓶特饮）



东鹏特饮（金罐特饮）



东鹏特饮（金砖特饮）



东鹏加气

▶ 非能量饮料



由柑柠檬茶



陈皮特饮

▶ 瓶装水



瓶装饮用水

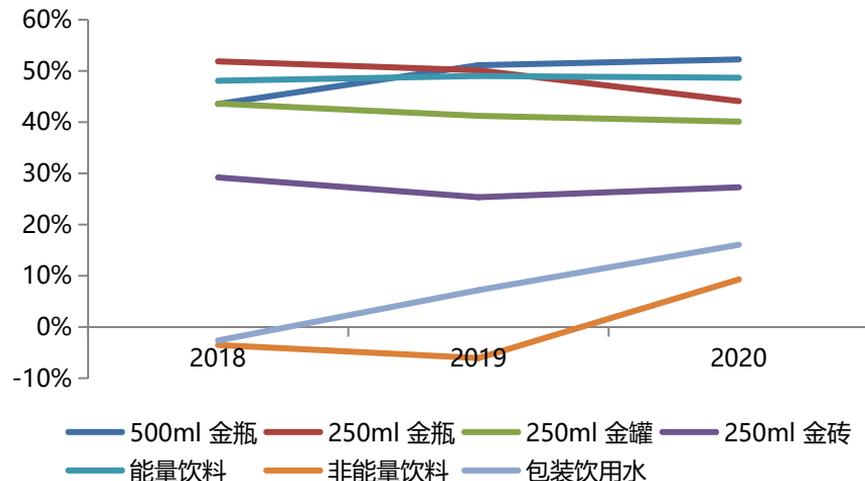
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **公司产品：能量饮料、非能量饮料及包装饮用水三大类型。能量饮料为主打类型，收入占比95%左右，东鹏特饮为其主打品牌。**
- **东鹏特饮产品类型：**主要分为四类，500ml金瓶、250ml金瓶、250ml金罐和250ml金砖。其中，500ml金瓶自2017年推出以来，营收迅速增长并于2019年反超250ml金瓶成为营收第一名，2020年占能量饮料的比例达到66.28%；金罐及金砖则为瓶装产品的补充，满足部分消费者的差异化需求，报告期内保持稳定增长。
- **能量饮料毛利率较高，**稳定在48%左右。250ml金砖毛利率较低，在27%上下波动，其余三款产品均在40%以上。非能量饮料和包装饮用水毛利率较低，但有增长趋势。

图6：分产品营收及占比（万元）

项目		2017年		2018年		2019年		2020年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
能量饮料	500ml 金瓶	5,954	2%	78,978	26%	216,663	52%	308,535	63%
	250ml 金瓶	241,329	85%	174,039	58%	122,528	29%	82,110	17%
	250ml 金罐	20,797	7%	27,528	9%	53,758	13%	64,067	13%
	250ml 金砖	5,458	2%	7,105	2%	7,354	2%	8,413	2%
	其他	-	-	-	-	-	-	2,390	0.5%
	总计	273,538	96%	288,550	96%	400,303	95.5%	465,515	94%
非能量饮料		10,320	4%	9,905	3%	14,789	4%	23,993	5%
包装饮用水		237	0.08%	3,663	1%	4,089	1%	4,058	1%
合计		284,095	100%	302,118	100%	419,181	100%	493,566	100%

图7：分产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

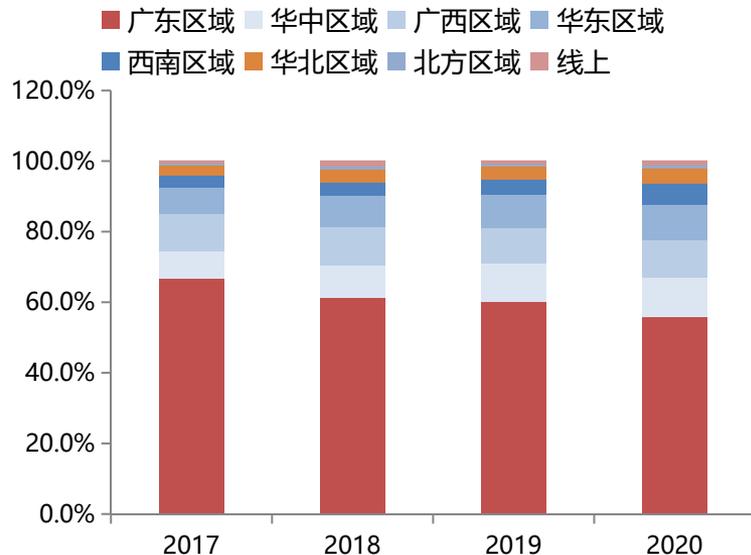
➤ **立足广东区域，收入占比达到60%左右。**公司主要的销售区域为广东、广西、华中、华东等市场，合计收入占比约90%。其中，广东区域是公司最重要的销售市场，2018-2020年内收入占比分别为61.10%、60.12%及55.74%，公司整体品牌影响力及市场竞争优势突出。2018-2020，公司广东地区的经销商数量分别为211，207，222家，占经销商总数比例分别为18.79%，16.75%，13.88%。

➤ 持续推进全国化战略，除广东区域外的销售收入不断提升，由2017年的9.47亿元提高至2020年的21.84亿元，CAGR32%。

图8：分地区收入（万元）

地区	年份	2017	2018	2019	2020
广东区域	金额	189,381.36	184,583.28	251,994.28	275,118.79
	占比	66.66%	61.10%	60.12%	55.74%
华中区域	金额	22,169.69	28,536.35	46,318.8	55,830.5
	占比	7.80%	9.45%	11.05%	11.31%
广西区域	金额	30,031.24	32,889.04	41,367.14	52,073.83
	占比	10.57%	10.89%	9.87%	10.55%
华东区域	金额	21,307.97	26,633.82	39,410.60	49,922.91
	占比	7.50%	8.82%	9.40%	10.11%
西南区域	金额	9,948.16	10,835.78	19,134.93	29,420.33
	占比	3.50%	3.59%	4.56%	5.96%
华北区域	金额	7,574.60	11,635.62	14,438.68	21,313.61
	占比	2.67%	3.85%	3.44%	4.32%
北方区域	金额	2,026.91	2,571.92	2,370.51	4,216.18
	占比	0.71%	0.85%	0.57%	0.85%
线上	金额	1,654.99	4,431.99	4,145.78	5,670.17
	占比	0.58%	1.47%	0.99%	1.15%
总计	金额	284,094.92	302,117.78	419,180.74	493,566.32
	占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

图9：分地区收入占比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **采购模式：**采取“以销定产、以产定购”的采购模式，根据营销年度销售需求计划拟定公司各生产基地年度及月度生产计划。公司采购模式主要包括一般采购和外协加工。针对部分重要原材料，公司会基于市场调研情况进行策略性备货，以应对原材料供应及价格波动风险。公司制订了成熟的《供应商管理制度》和《采购控制程序》，保证产品质量和供货价格
- **生产模式：**采取“以销定产”的生产模式，根据业绩目标、销售计划、实际销售情况及产能情况制定年度生产计划。
- **销售模式：**以经销模式为主，与直营、线上等多种销售模式相结合，形成了全方位、立体化的销售体系。
- **物流运输模式：**对于不同的销售模式，以及不同的地区，运输模式亦有不同。

图10：生产模式



图11：结算模式

销售模式	结算方式
经销	大部分采用款到发货的方式进行交易，少量合作时间长、信用情况较好的经销商经申请可以给予一定信用期
直营	款到发货，或者到货签收后一定信用期内结算货款
线上销售	经销商到货签收后一定信用期间内与公司进行结算；消费者确认收货或者公司发货后一定时间后，款项直接转入公司第三方支付平台账户

图12：运输模式

项目		运输模式
经销	广东省内	经销商向公司订货后，产品运输主要由经销商自行负责运费和卸货费用由经销商承担
	广东省外	经销商向公司订货后，由公司负责将产品运送到协议约定的地点，运输费用由公司承担，卸货费用由经销商承担
直营		公司负责将订单列明的产品按照约定的时间送到客户指定的地点
线上销售		

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司销售模式以经销为主，全部为买断式销售。2017-2020年经销商收入占比均超97%，与直营、线上等多种销售模式相结合，形成了全方位、立体化的销售体系。

图13：销售模式

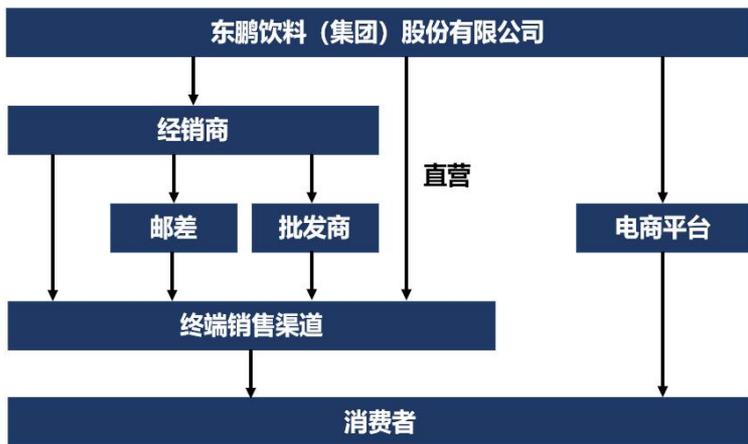


图14：各渠道模式

销售模式	模式简介	代表性客户
经销	公司将产品以 买断式销售 给经销商，经销商将产品销售给下级邮差及批发商、终端销售渠道（超市、便利店等），然后由终端渠道销售给消费者	商贸公司或个体工商户
直营	公司对部分交通渠道（ 加油站便利店、高速路服务区 ）及 大型卖场或区域性连锁超市 等终端销售渠道采取直营销，将产品直接销售给终端销售渠道，然后销售给消费者	中石油昆仑好客、河北国建高速公路投资管理有限公司
线上销售	公司将产品销售给电商平台，电商平台再将产品销售给消费者；公司通过在电商平台上开设的线上旗舰店将产品直接销售给消费者	京东自营超市、京东POP旗舰店、天猫超市

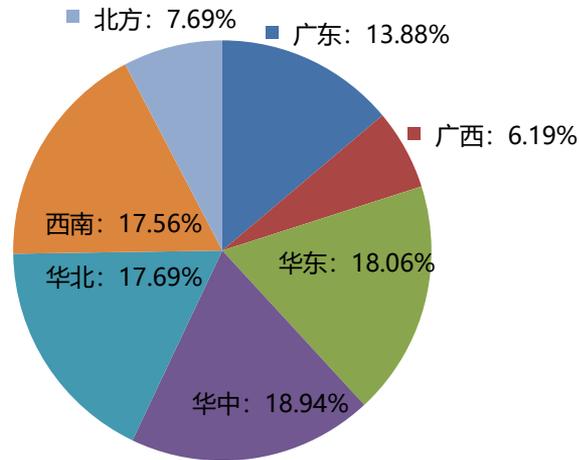
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- ▶ **经销商整体情况：**经过多年的市场拓展与精耕，公司已建立起由经销商、邮差和批发商、零售终端商组成的网点众多、覆盖面广、渗透力强、层次扁平的经销网络。截止2020年末，公司共有1600家经销商，覆盖约120万家终端门店。
- ▶ 针对不同区域现有市占率情况和经销网络覆盖程度的差异，公司因地制宜，充分发挥经销商积极性。在广东等核心市场采取公司精耕的运营模式，实现与终端消费者的近距离接触和及时反应；其他区域则采取大流通的运营模式，由经销商负责产品经销及渠道的维护和执行工作。

图15：经销商区域数量分布及占比

区域	2017年		2018年		2019年		2020年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
广东区域	166	17.36%	211	18.79%	207	16.75%	222	13.88%
华中区域	67	7.01%	72	6.41%	93	7.52%	99	6.19%
广西区域	193	20.19%	248	22.08%	246	19.90%	289	18.06%
华东区域	185	19.35%	224	19.95%	245	19.82%	303	18.94%
西南区域	201	21.03%	222	19.77%	201	16.26%	283	17.69%
华北区域	88	9.21%	93	8.28%	165	13.35%	281	17.56%
北方区域	56	5.86%	53	4.72%	79	6.39%	123	7.69%
合计	956	100.00%	1,123	100.00%	1,236	100.00%	1,600	100.00%

图16：2020年经销商区域分布



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 直营模式：**2017-2020年，公司直营模式销售收入占主营业务收入的比例较低，2018年、2019年及2020年分别为0.35%、1.16%及0.97%。主要系公司合作客户多为加油站便利店、高速路服务区，用户数量较少。
- 线上销售模式：**2017-2020年，公司线上渠道销售收入占主营业务收入的比例较低，2018年、2019年及2020年分别为1.47%、0.99%及1.15%。主要系：1) 饮料产品通常更注重消费的即时性，传统小卖店、便利店、商超等线下零售渠道对于消费者的触及和覆盖密集，线下购买便捷程度较高；2) 饮料产品的重量较大，线上购买的运费较高，因此饮料销售通常以线下销售为主，线上则作为辅助渠道。
- 其他销售模式：**受第三方委托代加工生产及公司内部员工福利。受托生产是公司根据第三方饮料厂商的要求，为其生产特定饮料，然后销售给该饮料厂商或其指定的第三方。

图17：各渠道营收（万元）及占比

模式	2017年		2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销	280,672.95	98.80%	294,775.70	97.57%	407,870.60	97.30%	480,612.52	97.38%
线上销售	108.37	0.04%	4,431.99	1.47%	4,144.20	0.99%	5,670.17	1.15%
直营	1,654.99	0.58%	1,049.54	0.35%	4,871.01	1.16%	4,788.12	0.97%
其他	1,658.61	0.58%	1,860.55	0.62%	2,294.93	0.55%	2,495.50	0.51%
合计	284,094.92	100.00%	302,117.78	100.00%	419,180.74	100.00%	493,566.32	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

➤ 下游客户分散，公司前五大客户收入占比约8%。

图18：公司主要客户

序号	客户名称	销售收入 (万元)	占比 (%)
2020年			
1	东莞市东瑞商贸有限公司	10,296.46	2.08%
2	东莞市金愉食品有限公司及其关联方	9,622.49	1.94%
3	深圳市安尔雅供应链管理有限公司及其关联方	8,512.13	1.72%
4	东莞市横沥鹏远饮料商行及其关联方	6,534.90	1.32%
5	深圳市华茂兴物流有限公司及其关联方	6,257.29	1.26%
合计		41,223.28	8.31%
2019年			
1	东莞市东瑞商贸有限公司	9,708.44	2.31%
2	东莞市金愉食品有限公司及其关联方	8,311.54	1.97%
3	深圳市安尔雅供应链管理有限公司及其关联方	6,400.58	1.52%
4	深圳市华茂兴物流有限公司及其关联方	6,349.92	1.51%
5	东莞市横沥鹏远饮料商行及其关联方	6,037.06	1.43%
合计		36,807.54	8.75%

序号	客户名称	销售收入 (万元)	占比 (%)
2018年			
1	东莞市东瑞商贸有限公司	6,134.82	2.02%
2	东莞市金愉食品有限公司及其关联方	5,878.47	1.94%
3	海丰县瞳缙贸易有限公司及其关联方	5,028.12	1.66%
4	广州市白云区松洲美丰园食品商行及其关联方	3,878.88	1.28%
5	深圳市安尔雅供应链管理有限公司及其关联方	3,632.69	1.20%
合计		24,552.97	8.08%
2017年			
1	东莞市金愉食品有限公司及其关联方	5,594.76	1.97%
2	东莞市东瑞商贸有限公司	5,428.00	1.91%
3	海丰县瞳缙贸易有限公司及其关联方	3,975.59	1.40%
4	广州市白云区松洲美丰园食品商行及其关联方	3,837.74	1.35%
5	广州市民隆贸易有限公司	3,705.82	1.30%
合计		22,541.91	7.93%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

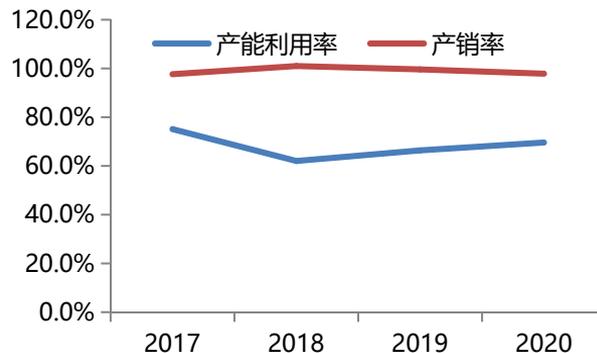
产能逐步扩张，利用率较为稳定

- **能量饮料产能为主：**公司产品分为能量饮料、非能量饮料和包装饮用水三类。能量饮料贡献了大部分产能，占比在70%以上。
- **产能扩张情况：**2017年-2020年，公司产能不断提高，从740,430吨增加至1,772,523吨，产能复合增速34%。
- **产能利用率70%左右：**2017-2020年，公司产量从556,046吨增加至1,233,768吨，产能利用率在70%左右上下波动。
- **产销率稳定：**2017-2020年，随着产量的提高，公司销量也从561,258吨增长至1,219,822吨，各期整体产销率均高于97%，产销情况良好。
- **委托加工产量占比1%左右：**除2019年外，2017年-2020年公司均有委托其他公司生产，委托加工产量占比在1%左右。

图19：产能、产销情况 (吨)

项目	2017	2018	2019	2020
自主产能	740,430	1,045,296	1,530,828	1,772,523
自主产量	556,046	648,402	1,016,131	1,233,768
产能利用率	75.1%	62.0%	66.4%	69.6%
委托加工产量	5,212	5,063	-	12,838
委托加工产量/ 总产量	0.91%	0.77%	-	1.03%
总产量	574,796	653,464	1,016,131	1,246,606
总销量	561,258	659,919	990,839	1,219,822
产销率	97.6%	101.0%	99.6%	97.9%

图20：公司产能利用率，产销率



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

图21: 分产品产能、产销情况 (吨)

产品	年份	2017	2018	2019	2020
能量饮料	自主产能	573,750	807,403	1,191,450	1,290,858
	自主产量	488,823	528,672	869,713	1,078,122
	产能利用率	85.20%	65.48%	73.00%	83.52%
	总产量	507,573	533,735	869,713	1,081,533
	总销量	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	自主产能	100,080	108,180	188,628	322,680
	自主产量	63,840	55,385	71,467	83,283
	产能利用率	63.79%	51.20%	37.89%	25.81%
	总产量	63,840	55,385	71,467	92,711
	总销量	60,940	56,941	67,584	94,861
	产销率	95.46%	102.81%	94.57%	102.32%
包装饮用水	自主产能	66,600	129,713	150,750	158,985
	自主产量	3,383	64,344	74,951	72,363
	产能利用率	5.08%	49.60%	49.72%	45.52%
	总产量	3,383	64,344	74,951	72,363
	总销量	3,606	60,901	74,659	72,111
	产销率	106.60%	94.65%	99.61%	99.65%

图22: 分产品产能利用率

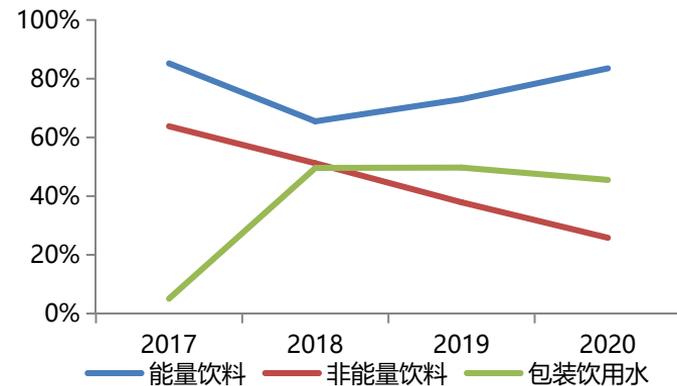
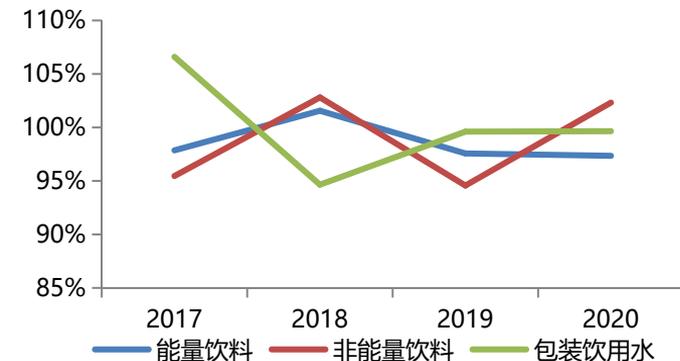


图23: 分产品产销率



资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券研究院整理

- **发行情况：**本次发行前公司股份总额为**36,000万股**。本次发行股数为**4,001万股**，占发行后总股本的比例为10%，每股发行价**46.27元**。预计募集资金总额为**18.51亿元**，扣除发行费用后**募集资金净额为17.32亿元**。

图24：募资用途（万元）

项目类型	序号	项目名称	投资总额	募集资金投入
生产基地建设	1	华南生产基地建设项目	72,878.00	46,907.67
	2	重庆西彭生产基地建设项目	50,853.00	33,996.10
	3	南宁生产基地二期建设项目	20,000.00	15,000.00
	小计		143,731.00	95,903.77
营销网络升级及品牌推广	4	营销网络升级及品牌推广项目	67,081.61	37,091.07
信息化升级建设	5	集团信息化升级建设项目	5,309.18	5,309.18
	6	鹏讯云商信息化升级建设项目	2,212.04	2,212.04
	小计		7,521.22	7,521.22
研发中心建设	7	研发中心建设项目	3,147.00	3,147.00
总部大楼建设	8	总部大楼建设项目	20,640.35	20,640.35
补充流动资金及偿还银行借款	9	补充流动资金及偿还银行借款项目	8,889.27	8,889.27
合计			251,010.45	173,192.68

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

1. 生产基地建设项目

- ▶ 项目计划总投资金额**143,731万元**，由三个子项目组成，分别为广州增城、重庆西彭、广西南宁，投资总额分别为72,878万元、50,853万元、20,000万元。基地包含生产厂房、总部办公楼等。**三个子项目计划建设期均为2年，达产期5年。**
- ▶ **广东及广西地区**生产基地能量饮料的产能利用率已经趋于饱和，产能不足的矛盾日益凸显。为缓解公司产能瓶颈，提高供货能力，拟建设华南生产基地以及南宁生产基地二期项目；同时为了进一步满足**中、西部地区**的市场需求，缩短运输半径，降低运输费用，提升产品的盈利水平，拟建设重庆西彭生产基地。
- ▶ 项目实施后，可大幅度提升公司产能，广州增城、重庆西彭、广西南宁三个基地生产能力可分别达**48.12万吨、39.50万吨、22.50万吨**。

图25：项目明细（万元）

序号	投资内容	投资估算	占比	序号	投资内容	投资估算	占比	序号	投资内容	投资估算	占比
1	建设投资	67,865.85	93.12%	1	建设投资	45,141.94	88.77%	1	建设投资	18,073.13	90.37%
1.1	场地投入	31,063.43	42.62%	1.1	场地投入	21,401.78	42.09%	1.1	场地投入	11,341.19	56.71%
1.2	设备投入	36,802.42	50.50%	1.2	设备投入	23,740.16	46.68%	1.2	设备投入	6,731.94	33.66%
2	基本预备费	3,393.28	4.66%	2	基本预备费	2,257.06	4.44%	2	基本预备费	903.66	4.52%
3	铺底流动资金	1,618.87	2.22%	3	铺底流动资金	3,454.00	6.79%	3	铺底流动资金	1,023.21	5.12%
合计		72,878.00	100.00%	合计		50,853.00	100.00%	合计		20,000.00	100.00%

增城生产基地二期建设项目

重庆西彭生产基地建设项目

南宁生产基地建设项目

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

2. 营销网络升级及品牌推广项目

- 项目计划总投资金额**67,081.61万元**，分为**营销网点升级、渠道建设和品牌建设**三部分，用于营销网络升级及品牌推广项目，完善营销网络和渠道建设，加大品牌推广力度。项目预计建设期36个月。
- **营销网点升级**：购置场地，建设华南、华东等区域多个营销大区、服务处和事业部办公场所，同时配套办公设备。
- **渠道建设**：加强广东营销、直营本部、全国营销本部等渠道的智能冰柜投放规模，高效、精准地监管产品的投放情况。
- **品牌建设**：通过投放央视等电视广告，短视频APP等互联网广告以及公交地铁等户外广告等形式，加大品牌推广力度。

图26：项目明细（万元）

序号	投资内容	投资估算	占比
1	营销网点升级投入	10,491.30	15.64%
1.1	场地投入	10,415.00	15.53%
1.2	设备投入	76.30	0.11%
2	渠道建设投入	32,565.74	48.55%
3	品牌建设投入	23,500.00	35.03%
4	基本预备费	524.57	0.78%
合计		67,081.61	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

3. 信息化升级建设项目

- 项目计划投资总额为**7,521.22万元**，由两个子项目组成，其中集团信息化升级建设项目投资总额为**5,309.18万元**，鹏讯云商信息化升级建设项目投资总额为**2,212.04万元**。项目预计建设期36个月。
- 通过本项目的实施，公司将对产销各环节**管理信息系统进行全面升级**，提高管理和运营效率；同时**升级渠道及终端管理系统**，提高创新营销能力。

图27：项目明细（万元）

序号	投资内容	投资估算	占比	序号	投资内容	投资估算	占比
1	场地投入	156.00	2.94%	1	场地投入	230.00	10.40%
2	设备购置	1,755.60	33.07%	2	设备购置	701.47	31.71%
2.1	设备投入	1,739.60	32.77%	2.1	设备投入	105.53	4.77%
2.2	软件投入	16.00	0.30%	2.2	软件投入	595.94	26.94%
3	开发支出	3,302.00	62.19%	3	开发支出	1,234.00	55.79%
4	基本预备费	95.58	1.80%	4	基本预备费	46.57	2.11%
合计		5,309.18	100.00%	合计		2,212.04	100.00%

集团信息化升级建设项目

鹏讯云商信息化升级建设项目

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

4. 研发中心建设项目

- 项目计划投资总额为**3,147.00万元**，拟以公司现有研发管理中心为基础，在华南生产基地组建软硬件水平高，研发环境规范的研发中心，持续提升公司的研发能力。项目预计建设期24个月。
- 研发方向：主要包括**基础研究、应用研究和产品研究**，具体开展关于原材料、工艺技术、新产品、新包装等方面的研发创新活动。

图28：项目明细（万元）

序号	投资内容	投资估算	占比
1	场地投入	444.78	14.13%
2	设备投入	995.00	31.62%
3	研发投入	1,557.50	49.49%
3.1	研发支出	1,032.50	32.81%
3.2	研发人员投入	525.00	16.68%
4	基本预备费	149.72	4.76%
合计		3,147.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

5. 总部大楼建设项目

- 项目计划投资总额为**20,640.35万元**，拟投资建设公司总部办公大楼，建筑面积约13,545.56平方米，地址位于深圳市南山区留仙洞二街坊。用以扩大公司办公面积，改善员工办公环境，提高管理效率，提升企业形象。项目预计建设期48个月。

图29：项目明细（万元）

序号	投资内容	投资估算	占比
1	建设投资	19,657.48	95.24%
1.1	场地投入	17,826.48	86.37%
1.2	设备投入	1,831.00	8.87%
2	基本预备费	982.87	4.76%
合计		20,640.35	100.00%

6. 补充流动资金及偿还银行借款

- 募集资金**8,889.27万元**。用以进一步优化财务结构，提升风险抵御能力，满足生产规模不断扩大带来的资金需求。通过本次募集资金偿还银行借款，可以降低资产负债率，优化公司资本结构，提高公司生产经营的抗风险能力和持续经营能力。

2021-5-26

行业发展情况

➤ **行业发展历史：**能量饮料是指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的饮料制品。

- 1927年，**葡萄适 (Lucozade)** 作为第一代能量饮料于英国出现；1966年**红牛**诞生于泰国，在此之后，各种能量饮料陆续问世。
- 2002年，**怪兽饮料 (Monster)** 于美国上市并获得了巨大的成功。21世纪以来，能量饮料逐渐风靡于欧美各国。
- 我国能量饮料市场起步较晚。1995年底红牛进入中国标志着我国能量饮料产业的正式起步，此后行业呈现快速增长，涌现出**红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量、战马**等知名品牌。

➤ **行业特点：区域性、季节性特征。**

- **周期性：**能量饮料是大众日常饮用的快消品，消费需求较稳定，**不具备明显的周期性。**
- **区域性：**消费上，不同地区居民的可支配收入水平和消费观念的差异较大，且能量饮料消费群体以工作时间长的群体为主，因此在生活节奏较快的发达地区市场规模较大；**生产上**，饮料行业运输费用较高，同时受运输条件和配送能力的影响，产品覆盖**具有一定的区域性**，
- **季节性：**第二季度、第三季度为销售旺季，第一季度、第四季度相对属于销售淡季，销售**具有一定的季节性。**

- **人均收入和消费支出增长**：随着居民可支配收入和消费水平的提高，我国居民人均食品烟酒消费支出持续增长，功能饮料行业市场需求提升。
- **生活节奏加快**：随着现代社会工作和生活节奏加快，加之运动、电竞、音乐节等能量饮料消费场景不断拓宽，消费者对能量饮料的需求不断增长。
- **能量饮料销量贡献大**：2014-2019年，中国能量饮料市场增长贡献主要来自于销量增长。预计中短期内中国能量饮料行业价格难有大幅波动，依然依靠量增驱动增长。

图30：2013-2019年中国城镇和农村居民人均食品烟酒消费支出（元）及增速

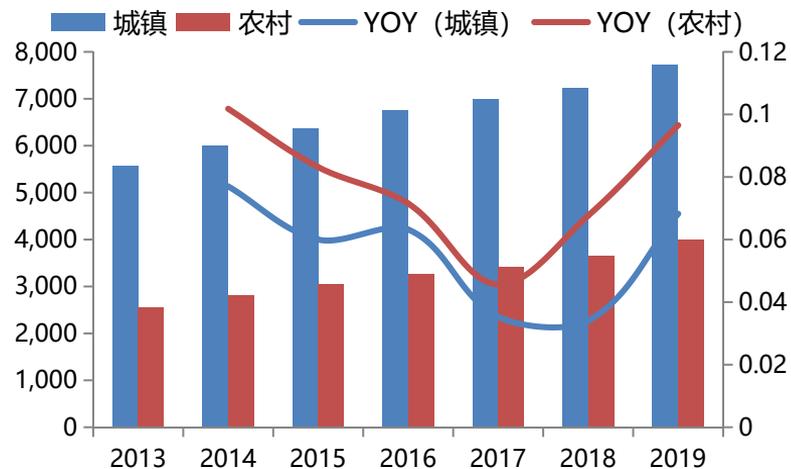
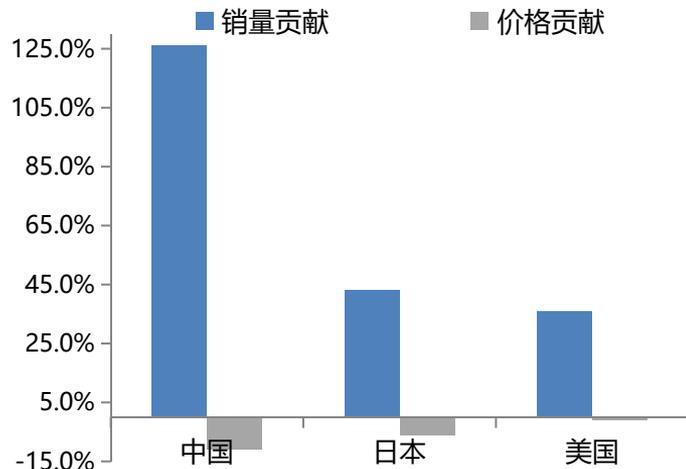


图31：2014-2019年中日美三国能量饮料市场增长贡献因素拆解



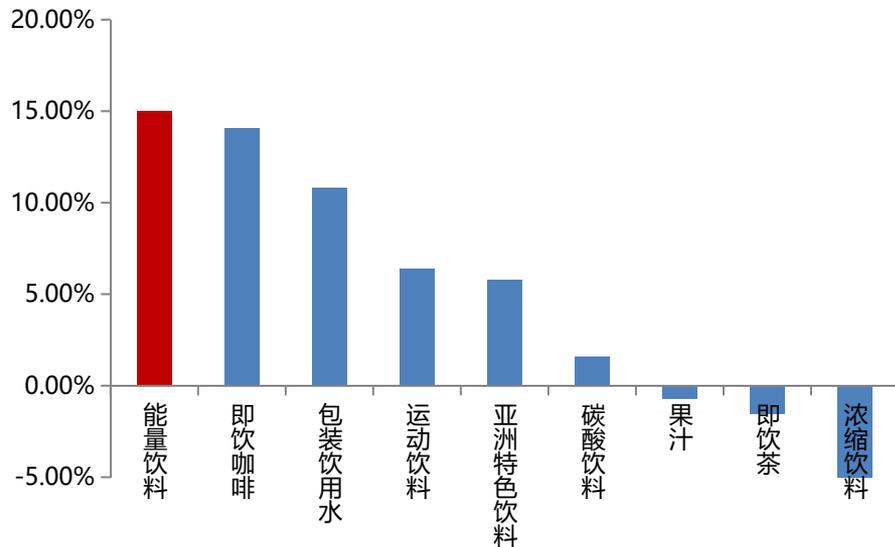
资料来源：公司招股说明书，中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

- ▶ **饮料市场规模稳步增长：**近年来，随着国民经济持续稳定增长、居民消费水平的不断提升及消费结构的升级，我国饮料行业需求稳步增长。2014-2019年，饮料市场规模从**4,642.2亿元**稳步增长至**5,785.6亿元**，**复合增长率达到4.5%**。
- ▶ **能量饮料市场规模增速快：**在各类饮料中，能量饮料增速显著快于其他饮料，2014-2019年复合增速达到15%，市场前景广阔。

图32：2014-2019年中国饮料市场规模（亿元）及增速



图33：2014-2019年中国各类饮料销售额复合增速



资料来源：公司招股说明书，中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

- **发展初期，增长势头强劲：**能量饮料在中国市场虽然起步较晚，但增长速度快。2019年我国能量饮料市场销售总金额为427.75亿，2014-2019年销售金额复合增速为15.02%，是饮料中增速最快的细分品类之一。
- **市场广阔，有望达到千亿**
 - 据中国产业信息网数据测算，中国目前能量饮料市场规模为**500亿元**左右，未来5年CAGR为7.9%。且当前行业增长主要依靠量增驱动，而非价格增长。
 - 从**人均能量饮料消费量提升**的角度考虑，若中国人均能量饮料消费量达到当前日本水平，行业规模可达1000亿元；若达到美国人均消费量的50%，行业规模可达1100亿元。中国能量饮料消费市场有翻倍空间。

图34：2017年功能饮料人均饮用量（升）

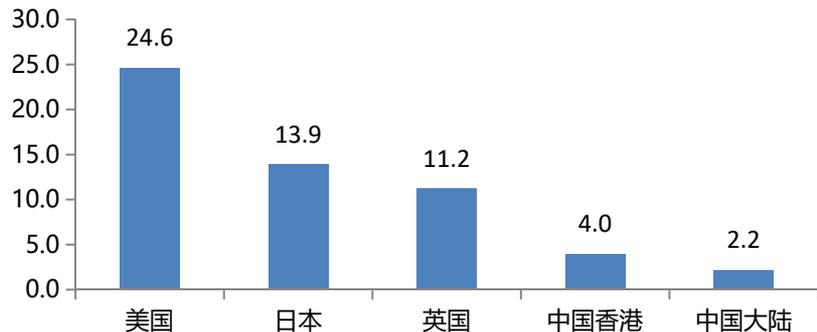
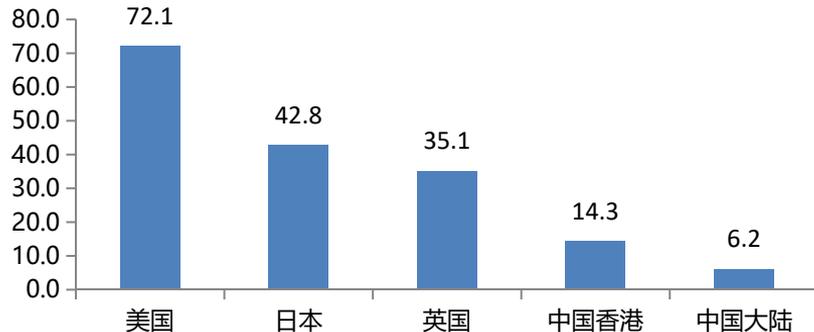


图35：2017年功能饮料人均消费金额（美元）



资料来源：公司招股说明书，中国产业信息网，太平洋证券研究院整理

► **竞争格局：**集中度高，行业整体毛利率较高。2019年我国能量饮料市场**排名前四企业市场占有率为88%**。其中**红牛占比57%稳居行业龙头，东鹏占比15%，乐虎占比10%，体质能量占比5%**。但由于市场潜力十分可观，整体毛利率高，对潜在进入者的吸引力大。

图36：2019年中国能量市场份额

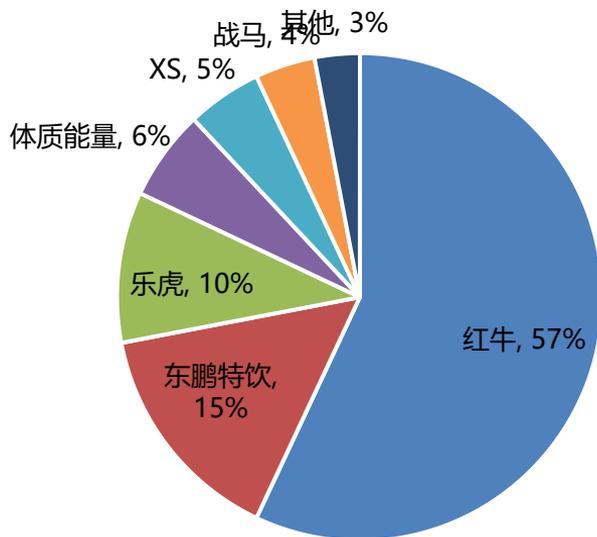


图37：能量饮料行业进入壁垒

品牌壁垒	知名品牌更容易获得消费者的信任，且易形成品牌粘性。行业新进入者很难在短时间内形成自己的品牌影响力。
营销网络壁垒	营销网络的开拓、建设和维护是一个复杂而艰难的过程，需要时间和经验的积累。
规模化经营壁垒	对于行业新进入者来说，投入大量资本进行规模化经营风险较大，且很难在短时间内形成规模效应并与行业内的领先企业竞争。
食品安全及质量控制壁垒	完善的质量控制体系需要经过长时间的技术、经验积累形成，严格的食品安全及质量控制要求限制着行业新进入者。
技术研发及行业准入壁垒	组建研发团队，进行持续稳定的研发投入，研发差异化产品，并获得市场的认可，也是进入的一大壁垒。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 公司的主导产品为**能量饮料东鹏特饮系列产品**，主要竞争对手包括**泰国天丝医药保健有限公司、华彬集团、达利食品集团有限公司、河南中沃实业有限公司**等。
- **泰国天丝医药保健有限公司**：成立于1956年，是全球能量饮料领导品牌“**红牛**”的创始公司。2019年上半年，其产品在中国的销售额超过10亿元，覆盖了227个城市。
- **华彬集团**：成立于1984年，是一家国际化、多元化的跨国企业，产业涉及快消品、健康休闲、战略投资、文体、金融等领域。旗下拥有“**红牛**”和“**战马**”两款能量饮料。2019年红牛和战马销售额分别达到**223亿元、13.3亿元**，总计236亿元。
- **达利食品集团有限公司**：成立于1993年，系港股上市公司，产品涉及糕点类、薯类膨化食品、饼干、凉茶、复合蛋白饮料及能量饮料。旗下能量饮料品牌为“**乐虎**”。2018年度，能量饮料营业收入为**30.79亿元**，占其营业收入比例为14.76%。
- **河南中沃实业有限公司**：成立于2001年，旗下能量饮料品牌为“**体质能量**”。公司拥有员工4000余人，年生产能力100余万吨。

泰国天丝医药保健有限公司



红牛安奈吉



红牛进口装

华彬集团



红牛维生素功能饮料



红牛强化型



战马维生素功能饮料

达利食品集团有限公司



乐虎功能饮料罐装



乐虎功能饮料瓶装

河南中沃实业有限公司



体质能量330ml罐装



体质能量500ml罐装



体质能量600ml瓶装

资料来源：公司招股说明书，京东网，太平洋证券研究院整理

- **电商和自动售卖渠道快速增长，线下零售渠道仍是主流：**近年来中国饮料行业明显呈现出渠道多元化发展的特征，自动售卖机和互联网销售的饮料占比有所提升，但仍以线下店面销售为主要销售渠道。2019年各类饮料的**线下店面渠道销售量占比均为90%以上**。
- **国产品牌迅速崛起，驱动国内市场增长、引领行业创新潮流：**跨国品牌历史悠久、市场知名度高、市场份额相对较大。但近几年国产品牌迅速崛起，通过差异化的产品和营销策略逐步提高了市场份额，驱动国内市场的增长，并引领着行业的创新潮流。
- **经济发达、人口较多省份产销规模更大，其他地区具备较大潜力：**基于经济发展水平、人口总量和消费观念的差异，我国饮料在不同区域之间的生产、消费水平存在较大差异。总体上，经济发达、人口较多地区饮料的生产、消费水平高于其他地区。伴随居民整体收入水平不断提升，消费渠道延伸和观念的革新，其他地区对饮料的整体需求将逐步释放出来，具备更大的发展潜力。
- **消费者对能量饮料接受度不断提高，主动消费意识增强：**随着能量饮料品牌概念在消费者群体中的不断深入，以及现代社会工作和生活节奏加快，消费者对能量饮料的需求不断增长，**部分年轻一代消费者养成了对能量饮料的消费习惯**。同时，销售渠道的不断铺设让越来越多消费者可以方便购买到能量饮料，市场接受度不断提高。

2021-5-26

财务状况分析

流动资产实力弱，落后于行业平均水平

- 流动/速动比率：**2017-2020年，公司流动、速动比率均维持在1.0以下，远落后于行业平均水平，短期偿债能力较弱。主要原因系公司尚未上市，与上市公司相比资金实力相对较弱，同时增加了短期借款等负债。

图38：流动比率对比

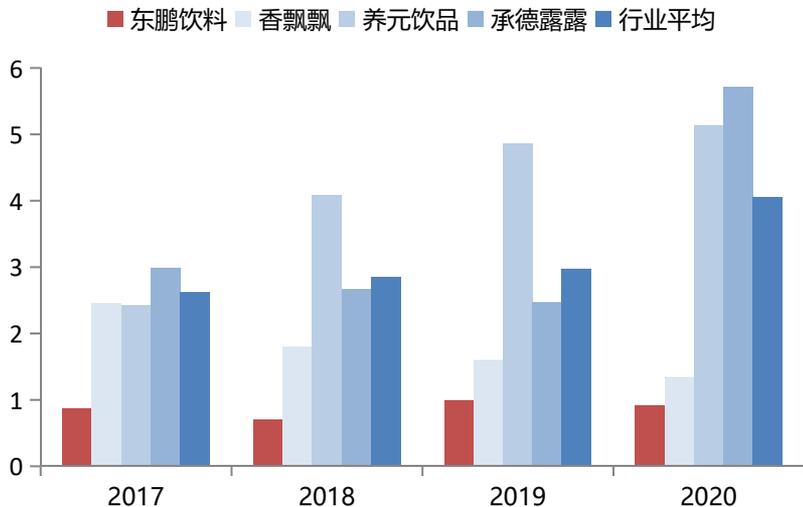
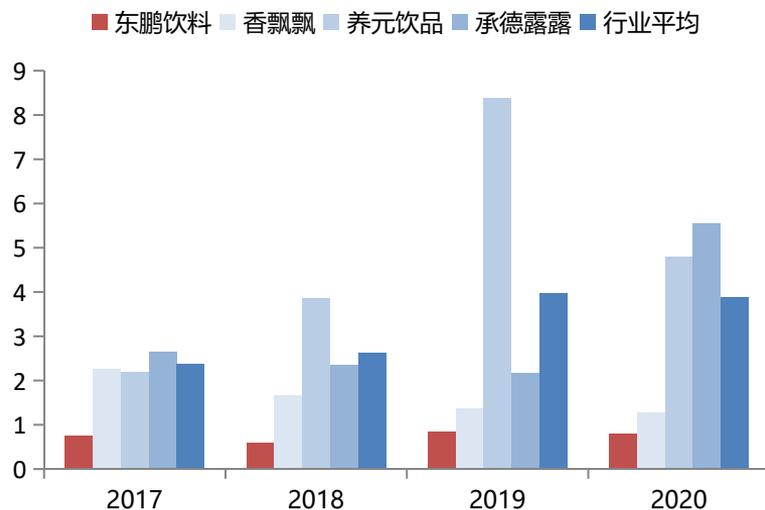


图39：速动比率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

负债水平显著高于同行业平均水平

- 资产负债率：**2017-2020年，公司经营规模不断扩大，总资产和净资产呈现逐年上升态势，但总负债也随之增加。2017-2020各期末，公司的资产负债率均高于同行业平均水平。主要原因系公司正处于生产基地布局及产能提升的发展阶段，对固定资产、在建工程等非流动资产的投入较多，同时增加了短期借款、应付工程款等负债规模。

图40：总资产、净资产数额（万元）

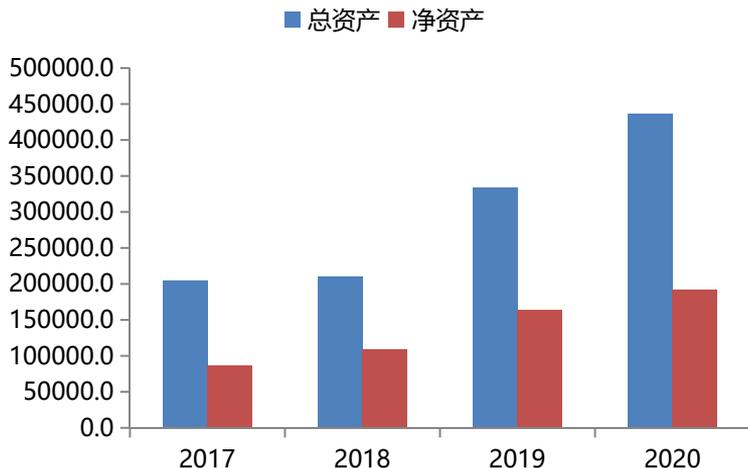
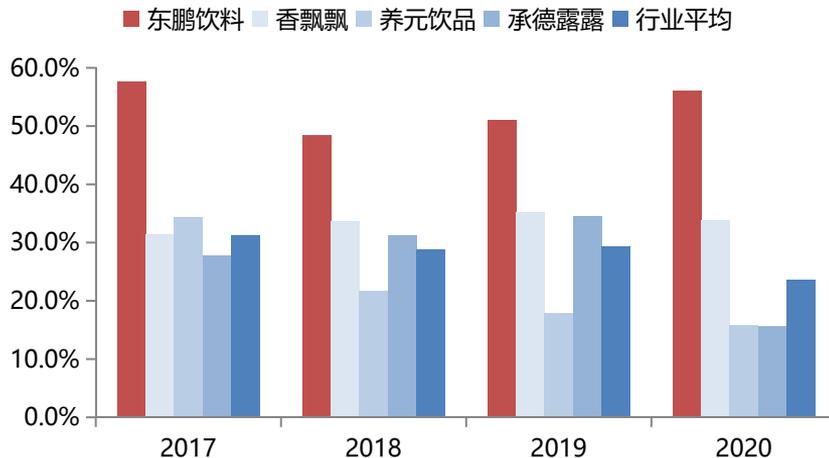


图41：资产负债率对比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **应收账款周转率：**公司以“款到发货”的结算模式为主，符合行业结算特征。受个别公司周转率过高拉高行业平均水平影响，公司应收账款周转率低于行业平均水平。
- **存货周转率：**存货周转率高于同行业平均水平，反映了公司良好的存货管控能力，近年来呈下降趋势。

图42：应收账款周转率对比

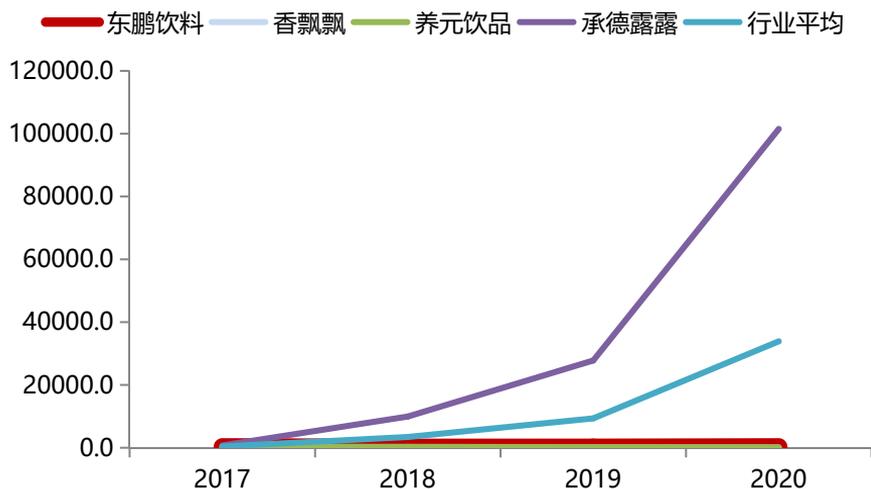
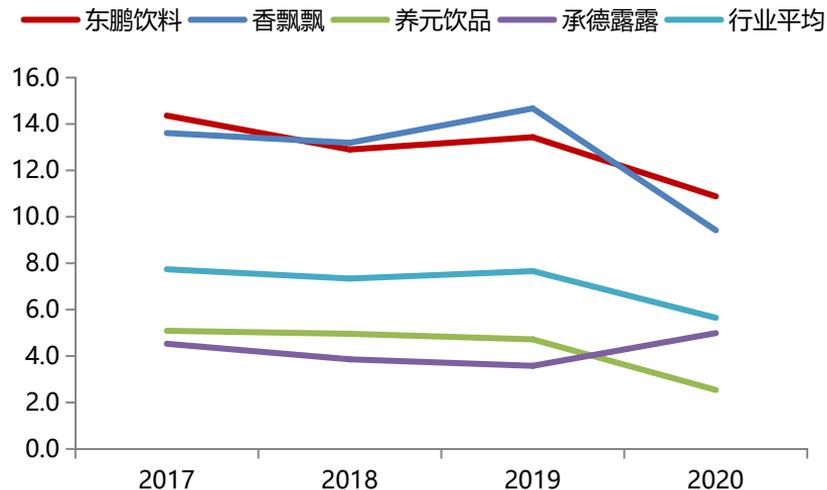


图43：存货周转率对比



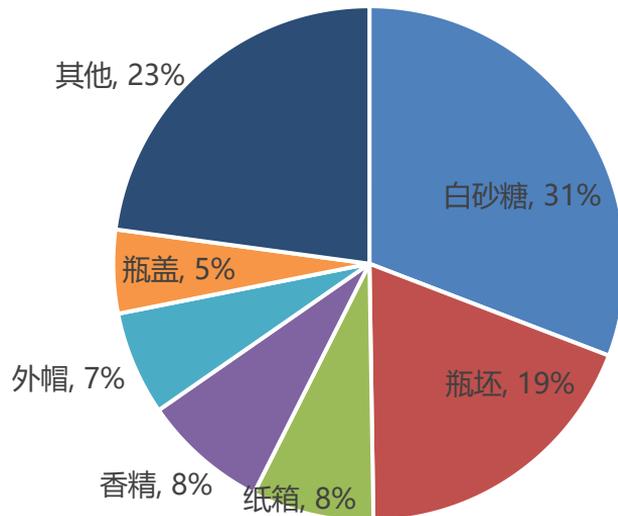
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **直接材料占成本的84%左右**：直接材料费用从2017年的127,098.83万元逐年递增至2020年的223,527.25万元，占据成本的绝大部分，比例维持在84%左右。
- **白砂糖和瓶坯占直接材料成本50%以上**：2020年，原材料采购成本中，白砂糖占比31%，瓶坯占比19%，二者合计占比一半左右。

图44：直接材料占比84%左右



图45：2020年原材料采购金额占比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **销售费用率呈下降趋势：**除2018年销售费用率略有增长外，其余年份销售费用率逐年下降，整体呈下降趋势。销售费用中，宣传推广费和职工薪酬为主要部分，合计占比近80%。
- **研发投入逐年增加：**2017-2020年，公司研发费用逐年增加，从2,152万元增长至3,554万元，尤其是2018年后研发投入大幅增长。

图47：销售/研发费用（万元）及其增速



图46：费用率情况

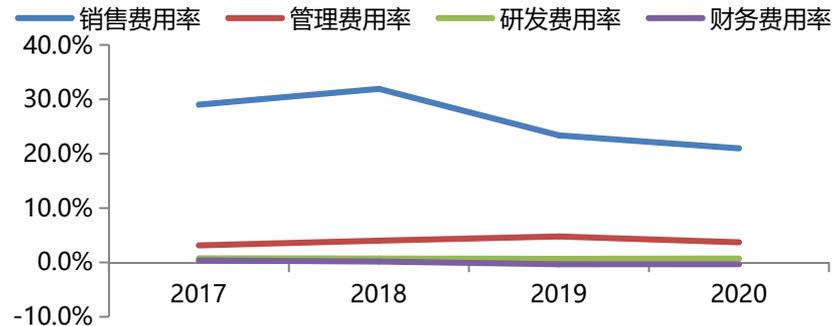
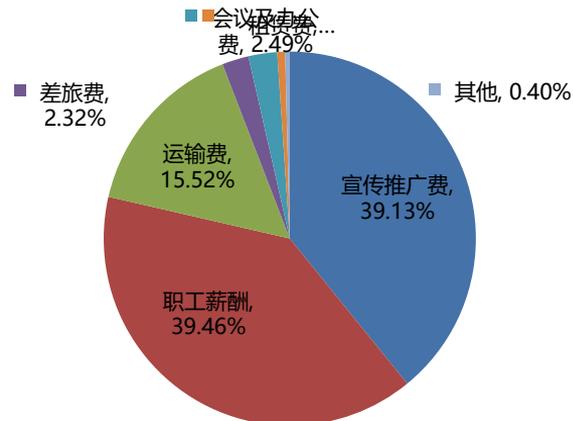


图48：2020年销售费用明细



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- 我们预测2021-2023年500ml金瓶仍将维持较快增速，广东省外持续拓展，预计收入增速34%，26%，22%。成本端，2020年公司直接材料占主营业务成本84%，原材料采购成本中，白砂糖占比31%，瓶坯占比19%，二者合计占比一半左右。预计今年白糖价格和PET均呈上行趋势，公司面临一定的成本压力，但是从历年公司毛利率表现来看，2020年白糖成本维持高位，公司通过提前锁价，产品吨价提升等方式，维持毛利率水平稳定，因此预计公司2021-2023年毛利率基本稳定。费用端，预计销售费用率，管理费用率略下降。预计2021-2023年利润增速45%，30%，27%，考虑公司所在赛道及未来成长性，给予2022年45倍PE，目标价172元，给予买入评级。

图49：盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4959	6660	8362	10237
同比增长	18%	34%	26%	22%
净利润 (百万元)	812	1181	1532	1942
同比增长	42%	45%	30%	27%
摊薄每股收益 (元)	2.03	2.95	3.83	4.86
PE	23	16	12	10

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **市场竞争风险。**随着行业的发展，能量饮料有力竞争者不断涌现，未来行业竞争格局或发生改变，公司发展存在一定不确定和风险。
- **产品结构相对单一风险。**能量饮料销售收入占公司总收入超过90%，产品结构相对单一，容易受到政策、食品安全、消费喜好转变影响，对公司经营业绩产生不良影响。
- **原材料价格波动风险。**公司直接材料占成本比重较高，白砂糖、瓶坯、瓶盖等原材料价格波动会对公司生产经营和利润率水平产生一定影响。
- **销售区域较为集中的风险。**公司在广东区域的销售占比仍然较高，经营业绩一定程度上依赖于该区域的市场情况。该区域的经济结构、市场容量、消费水平及偏好等因素的变化，将对公司未来盈利水平产生一定影响。同时未来在业务外延扩张的同时，存在对当地市场误判的风险。
- **疫情冲击风险。**随着国外疫情蔓延，疫情的持续时间及影响范围尚不明朗，若疫情出现反复或进一步加剧，可能对公司未来盈利水平产生不利影响，甚至出现业绩下滑风险。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。