

2021年05月27日

# 能量饮料黑马上市，未来龙头指日可待

## 东鹏饮料(605499)

评级及分析师信息

### ► 能量饮料行业增速快，国产品牌迅速崛起

健康消费的需求提升、消费人群向年轻化转移和消费场景向休闲保健的拓展使得行业规模逐渐扩张，2020年行业销售额452亿元，2015-2019年CAGR在饮料行业细分品类中最高(15%)。近年来以公司为首的国产品牌迅速崛起，2020年公司市占率13%，仅次于红牛。

### ► 公司竞争力更强且目前行业竞争格局有利

从产品力来看，公司产品拥有保健食品标识，质量背书更强。从品牌力来看，公司产品辨识度高。从渠道力来看，公司加强渠道精细化管理，促销活动增加消费者参与度和渠道积极性。目前，红牛商标纠纷仍未有定论，乐虎和体质能量竞争力相对较弱，因此短期的行业竞争格局对公司十分有利。

### ► 募集资金将用于扩张产能，发展中西部市场

公司目前主要市场集中在南方。本次上市的募集资金将主要用于广东和重庆工厂的产能扩张，一方面缓解公司产能压力，另一方面发展中部和西部的市场需求，缩减运输半径，降低运输费用。公司未来的业绩拓展实力和盈利能力有望持续增强。

### 投资建议

预计2021-2023年公司营收分别为64.5/82.1/100.5亿元，同比+30.0%/+27.3%/+22.4%；归母净利润分别为11.3/15.3/19.8亿元，同比+39.6%/+34.8%/+29.4%。EPS分别为2.83/3.82/4.95元/股，当前股价对应PE分别为23.5/17.4/13.5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

消费需求转变风险；产品质量风险；新产品推广失败风险等

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,448	8,206	10,045
YoY (%)	38.6%	17.8%	30.0%	27.3%	22.4%
归母净利润(百万元)	571	812	1,134	1,529	1,979
YoY (%)	164.4%	42.3%	39.6%	34.8%	29.4%
毛利率 (%)	46.7%	46.6%	46.7%	47.0%	47.2%
每股收益(元)	1.43	2.03	2.83	3.82	4.95
ROE	34.9%	42.4%	41.0%	41.5%	40.2%
市盈率	46.71	32.82	23.50	17.43	13.47

资料来源：wind，华西证券研究所

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	66.63
股票代码：	605499
52周最高价/最低价：	0.0/0.0
总市值(亿)	266.53
自由流通市值(亿)	26.65
自由流通股数(百万)	40.01

### 分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040004  
联系电话：010-59775343

### 联系人：刘来珍

邮箱：liulz@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话：021-50380388

### 联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话：010-59775343

## 正文目录

1. 能量饮料行业头部品牌，规模快速增长	4
1.1. 专注能量饮料赛道，产品和品牌形象深入人心	4
1.2. 前十大股东大多为公司管理层，股权集中	4
1.3. 营收加速增长，盈利能力逐步增强	5
2. 能量饮料行业增速快，国产品牌迅速崛起	6
2.1. 功能饮料和能量饮料定义和分类标准不同	6
2.2. 行业规模快速增长，未来仍有较大空间	7
2.3. 行业处于高端价格带，产品定价普遍较高	8
2.4. 红牛市占率领先全行业，东鹏近年逐渐追赶	9
3. 核心单品把握消费人群，渠道利润激活经销商动力	10
3.1. 定位中低价位段，聚焦单品把握核心人群	10
3.2. 产品广告深入人心，提高品牌形象辨识度	12
3.3. 2019 年改变渠道打法，加强渠道利润后收入快速增长	15
4. 财务分析：公司现金流不断改善，盈利能力逐渐提高	17
4.1. 现金流分析：公司经营现金流有大幅改善	17
4.2. 经营效率分析：应收应付均处于较低水平，公司经营效率高	18
5. 募集资金用途	19
6. 盈利预测	20
7. 风险提示	21

## 图表目录

图 1 预计发行后公司股本结构 (%)	4
图 2 营业收入 (亿元)	5
图 3 营业收入分季度拆分 (%)	5
图 4 主营业务毛利率和净利率 (%)	6
图 5 分品类毛利率 (%)	6
图 6 归母净利润及增速 (亿元)	6
图 7 费用率情况 (%)	6
图 8 中国能量饮料销售额及增速 (亿元)	7
图 9 2014-2019 年中国各类饮料销售额复合增速 (%)	7
图 10 能量饮料人均用量 (升)	8
图 11 能量饮料人均消费金额 (美元)	8
图 12 2019 年国内能量饮料市占率 (%)	10
图 13 18-20 年功能饮料市占率变化 (%)	10
图 14 能量饮料营收结构 (%)	11
图 15 能量饮料分产品毛利率 (%)	11
图 16 东鹏保健食品标识	11
图 17 拥有“蓝帽子”标识的功能饮料产品	11
图 18 东鹏特饮与世界杯合作	13
图 19 东鹏特饮电视广告	13
图 20 销售费用结构 (%)	13
图 21 宣传推广费明细 (%)	13
图 22 2018 年至今能量饮料主要产品互联网热度	14
图 23 生产基地	15
图 24 渠道营销管理架构	15
图 25 2018-2020 年各大区销售情况 (亿元)	15
图 26 “盖世红包”活动	16

图 27 “壹元乐享”活动 .....	16
图 28 能量饮料在各线市场市占率变化情况 (%) .....	17
图 29 经营活动现金流与销售收现比 (亿元) .....	17
图 30 销售收现比比较 (%) .....	17
图 31 应收账款 (万元) 及周转率 (次/年) .....	18
图 32 应收账款周转率比较 (次/年) .....	18
图 33 应付账款 (万元) 及周转率 (次/年) .....	18
图 34 应付账款周转率比较 (次/年) .....	18
图 35 存货周转率比较 (次/年) .....	19
图 36 销售净利率比较 (%) .....	19
表 1 企业发展历程 .....	4
表 2 前十名自然人股东持股情况 (发行后) 及职务 .....	5
表 3 特殊饮料分类及定义 .....	7
表 4 运动饮料行业标准 .....	7
表 5 中国能量饮料零售价格带 .....	8
表 6 公司主要产品结构 .....	10
表 7 能量饮料产品补充剂成分对比 (/100ml) .....	12
表 8 2018 年以来各大能量饮料品牌推广项目 .....	14
表 9 公司经销商数量及区域分布情况 .....	16
表 10 募集资金用途 .....	19
表 11 分产品收入拆分 (万元) .....	21
表 12 可比公司估值对比 .....	21

## 1. 能量饮料行业头部品牌，规模快速增长

### 1.1. 专注能量饮料赛道，产品和品牌形象深入人心

**东鹏饮料：专注能量饮料赛道，股改后改变营销策略成功打造“东鹏特饮”产品+品牌。**公司成立于1994年，2003年完成全民所有制企业改制，2018年完成股份制改革后高速发展。根据Euromonitor的数据，2019年东鹏特饮在国内能量饮料市场份额达到15%（按终端销售金额计算），排名第二（红牛排名第一，市场份额57%）。根据公司招股书的数据，2020年公司收入50亿元，销售网络覆盖全国近100万家终端门店。

表1 企业发展历程

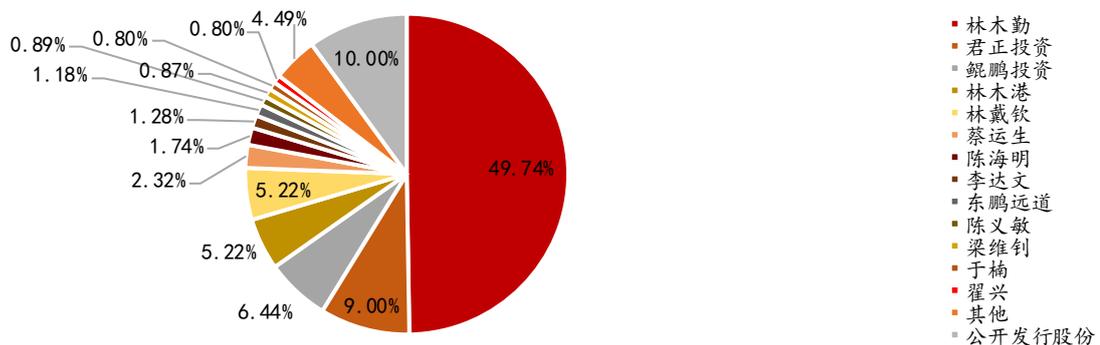
年份	大事记
1994	东鹏饮料实业有限公司成立
2003	完成了由国企向民营股份制企业的改革
2013	布局全国市场，签约谢霆锋为品牌代言人
2018	完成股份制改革，企业名称变更为东鹏饮料（集团）股份有限公司；500ml金瓶在市场上获得巨大成功；通过俄罗斯世界杯与媒体展开合作，进行广告投放和内容运营提升品牌形象与知名度；开启“壹元乐享”和“盖世红包”等多项活动，培养消费黏性。
2020	设立了广东、广西、华中、华东等事业部，并形成了广东、安徽、广西、重庆等辐射全国主要地区的生产基地。

资料来源：公司官网，华西证券研究所整理

### 1.2. 前十大股东大多为公司管理层，股权集中

截至2020年，公司实际控制人林木勤直接持有公司1.99亿股，并通过鲲鹏投资、东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚间接持有公司417.07万股，合计持有公司2.03亿股，占比56.48%，为公司的控股股东和实际控制人。公司计划上市公开发行0.40亿股，占比10%，发行后实际控制人持股比例下降至49.74%。

图1 预计发行后公司股本结构（%）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所整理

前十大自然人股东大多为公司管理层，管理层直接持股比例超过64%。公司管理层持股比例高，股权集中。并且实际控制人兼董事长林木勤先生担任公司及前

身董事长 17 年，其他高层在公司任职时间均超过 10 年。管理层长期稳定，核心成员任职时间长，行业经验丰富，有助于公司长期战略布局及发展。

表 2 前十名自然人股东持股情况（发行后）及职务

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	在公司担任的职务	入职时间
1	林木勤	198,967,411	49.74%	董事长、总裁	1997
2	林木港	20,885,866	5.22%	董事、执行总裁	2001
3	林戴钦	20,885,866	5.22%	董事、大区销售总监	2008
4	蔡运生	9,282,607	2.32%	监事、广东事业部总经理	1998
5	陈海明	6,961,955	1.74%	-	-
6	李达文	5,105,434	1.28%	董事、服务处经理	1992
7	陈义敏	3,573,804	0.89%	监事、重点客户部客户经理	1987
8	梁维钊	3,480,978	0.87%	-	-
9	于楠	3,202,499	0.80%	-	-
10	翟兴	3,202,499	0.80%	-	-
管理层直接持股比例合计		258,700,988	64.67%	-	-

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所整理

### 1.3. 营收加速增长，盈利能力逐步增强

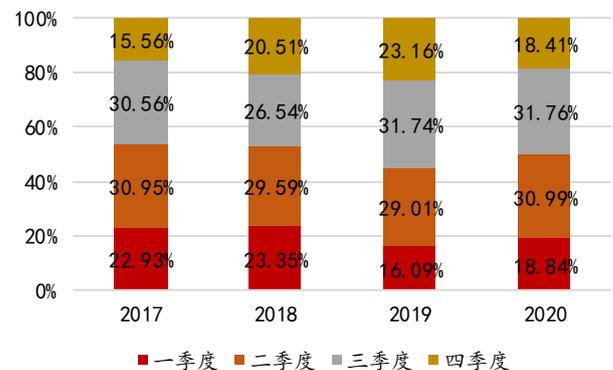
新规格产品受到消费者青睐，近年公司营业收入加速增长。2018-2020 公司分别实现营业收入 30.38/42.09/49.59 亿元，同比+6.81%/38.56%/17.81%。公司自 2017 年下半年推出了市场上首款大容量东鹏特饮（500ml 金瓶）后，满足了消费者对于大容量能量饮料的需求，深受消费者青睐，带动公司整体营业收入加速增长。从分季度拆分看，二三季度气温较高，消费者对于能量补充饮料的需求增强，因此公司二三季度营业收入占比相对较高。

图 2 营业收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 3 营业收入分季度拆分（%）



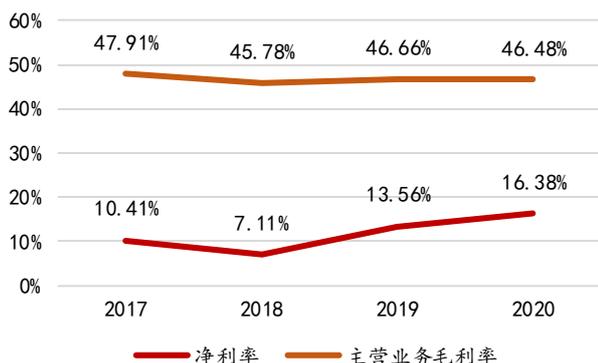
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司主营业务毛利率稳定，非能量饮料等其他业务毛利率不断提升。2018-2020 年公司主营业务毛利率分别为 45.78%/46.66%/46.48%，同比-2.13/+0.88/-0.18pct；能量饮料业务毛利率分别为 48.08%/49.01%/48.67%，同比-1.27/+0.93/-0.43pct。公司主营业务毛利率基本稳定，其中收入占比超过 90% 的能量饮料业务毛利率略微下滑主因 2019 年末下调 250ml 金瓶出厂价格（由 55 元/箱下调至 46 元/箱）并加大该产品的促销力度；非能量饮料由于收入占比 62.97% 的柑柠柠檬茶毛利率由-18.88%提升至 8.24%，因此非能量饮料业务整体毛利率由负

转正。公司包装水业务（东鹏水品牌）由于产量提高带来的规模效应和新品 750ml 大瓶装提高单价，毛利率由-2.64%提升至 16.06%，但是由于公司包装水业务规模相对较低并处于推广阶段，因此整体毛利率相对较低。

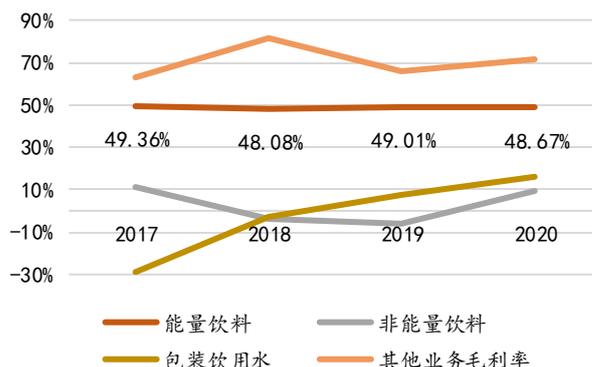
**销售费用大幅缩减，公司盈利能力逐步增强。**2018-2020 公司实现归母净利润分别为 2.16/5.71/8.12 亿元，同比-27.13%/+164.36%/+42.32%；净利率分别为 7.11%/13.56%/16.38%，同比-3.31/+6.45/+2.82pct。公司盈利能力逐渐提升主要由于销售费用的大幅缩减，公司销售费用率由 2018 年最高 31.91%下降至 2020 最低 20.98%。

图 4 主营业务毛利率和净利率 (%)



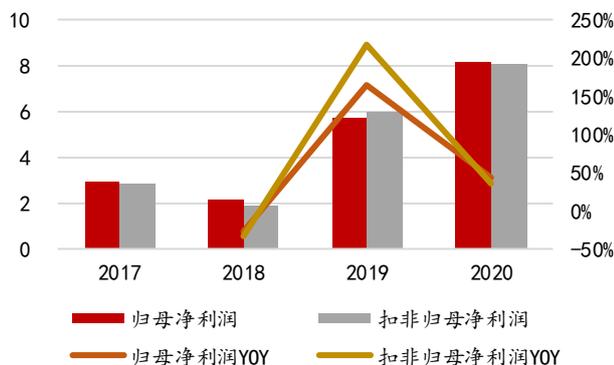
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 5 分品类毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 6 归母净利润及增速 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 7 费用率情况 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 2. 能量饮料行业增速快，国产品牌迅速崛起

### 2.1. 功能饮料和能量饮料定义和分类标准不同

功能饮料不存在官方定义，能量饮料属于功能饮料的一个品类。饮料标准分类中并没有人们通常所说的“功能饮料”，而是冠以“特殊饮料”的名称。《饮料通则》中特殊饮料的定义：加入具有特定成分的适应所有或某些人群需要的液体饮料，包括运动饮料、营养素饮料、能量饮料、电解质饮料以及其他特殊用途的

饮料。目前除“运动饮料”先后颁布国家标准（GB 15266-2009）和团体标准（T/CBIA002-2017）外，其他饮料暂无 GB 标准。

表 3 特殊饮料分类及定义

分类	定义
运动饮料	营养成分及其含量能适应运动或体力活动人群的生理特点，能为机体补充水分、电解质和能量，可被迅速吸收的制品。
营养素饮料	添加适量的食品营养强化剂，以补充机体营养需要的制品，如营养补充液。
能量饮料	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制品。
电解质饮料	添加机体所需要的矿物质及其他营养成分，能为机体补充新陈代谢消耗的电解质、水分的制品。
其他特殊用途饮料	上述之外的特殊用途饮料。

资料来源：《饮料通则》，华西证券研究所整理

表 4 运动饮料行业标准

分类	要求
感官要求	产品应具有应有的色泽、滋味，不得有异味、异臭，无正常视力可见的外来杂质。
可溶性固形物（20℃时折光计法）/%	3.0-8.0
钠/（mg/L）	50-1200
钾/（mg/L）	50-250
抗坏血酸/mg/L	≤120
硫胺素及其衍生物/（mg/L）	3-5
核黄素及其衍生物/（mg/L）	2-4

资料来源：GB 15266-2009《运动饮料》，华西证券研究所整理

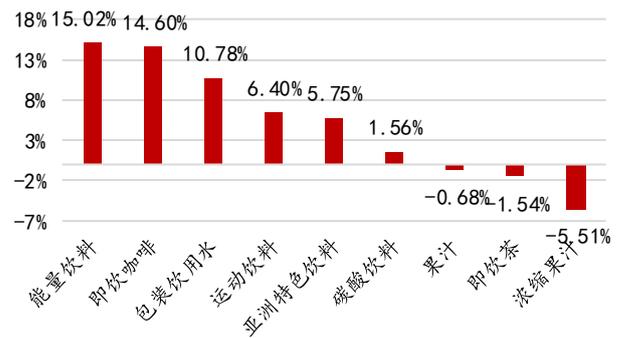
## 2.2. 行业规模快速增长，未来仍有较大空间

图 8 中国能量饮料销售额及增速（亿元）



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所  
注：以上数据使用非现场消费数据计算。

图 9 2014-2019 年中国各类饮料销售额复合增速 (%)



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

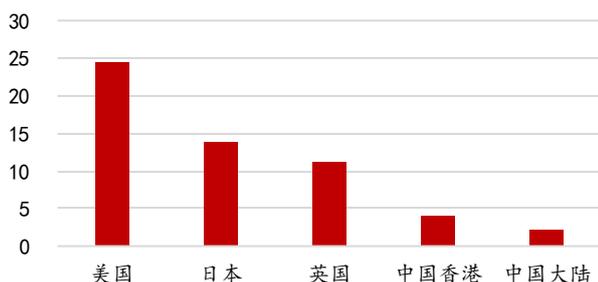
中国能量饮料行业起步较晚但增速较快。能量饮料于 1927 年起源于英国，1966 年红牛在泰国诞生并逐渐推广到全世界，1995 年红牛作为国内首个能量饮料进入中国市场，2002 年 Monster（魔爪）于美国上市并获得巨大成功（Monster Energy 2018-2020 年在亚太地区分别实现营业收入 2.25/3.27/4.00 亿美元，2019-2020 年分别同比+45.08%/+22.54%）。我国能量饮料行业起步晚，但是随着国内经

济发展和居民消费水平提升，消费者对于饮料的健康和功能属性需求提升，能量饮料行业规模快速增长。根据 Euromonitor 的数据，2020 年中国能量饮料销售额 452.43 亿元，同比+2.38%，2015-2020 年 CAGR+11.45%；同时，2014-2019 年能量饮料销售额 CAGR 为在饮料行业细分品类最高 (+15.02%)。

**国内能量饮料行业规模快速发展主要由于消费群体和消费场景的双向扩张。**能量饮料最初消费群体主要集中在工作时间较长的司机、快递员、蓝领工人等人群，后来逐渐扩张至白领、学生等年轻消费群体。消费场景也从最初的加班、熬夜、运动等场景扩张至聚会、旅行、健身、日常保健等休闲场景。目前，能量饮料的消费人群和消费场景正在向年轻化、休闲化转移，消费场景和消费需求的不断提升是能量饮料持续快速增长的主要因素。

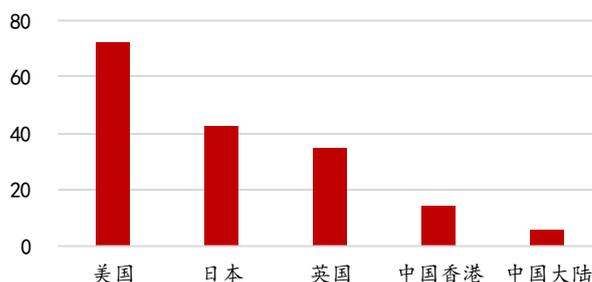
**目前我国能量饮料人均消费量和消费额水平偏低，成长空间广阔。**由于我国能量饮料市场起步较晚、消费者认知水平相对较低，国内能量饮料的消费量和消费金额水平相对欧美等发达国家明显偏低。根据公司招股说明书的数据，2017 年中国大陆能量饮料人均消费量 2.2 升，人均消费金额 6.2 美元，消费量和消费金额均不足美国的 10%。国内人均能量饮料消费水平偏低主要由于各个区域收入、经济发展状况和消费观念等方面存在较大差异，在人口较多和经济相对较发达的省市，能量饮料的消费水平更高。预计未来随着居民消费水平和意识提升带来的消费群体扩大和消费场景的多元化，能量饮料行业规模仍具备广阔的成长空间。根据 Euromonitor 的数据，预计 2024 年中国能量饮料市场销售额将达到 532.63 亿元，2019-2024 年 CAGR+4.50%。

图 10 能量饮料人均用量（升）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 11 能量饮料人均消费金额（美元）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

### 2.3. 行业处于高端价格带，产品定价普遍较高

表 5 中国能量饮料零售价格带

品牌	产品	价格（元/瓶、罐）	规格（毫升）
红牛（华彬）	红牛维生素功能饮料	6	250
	红牛维生素功能饮料（强化型）	7	250
红牛（天丝）	红牛维生素风味饮料	6	250
	红牛安奈吉饮料	6	250
力保健	维生素功能饮料（经典款）	7.5/10	100/150
	维生素功能饮料（伊人款）	8.5	100
	人参王浆功能饮料	10	100
	维生素气泡水（抹茶味/枸杞味/青梅味）	6.36	330

日加满	甜睡无糖营养素饮料	12	120
	醒势力驾车能量饮料	15.8	100
	小绿瓶功能饮料	12	120
Monster (魔爪)	魔爪劲爆能量风味饮料	6	330
	魔爪超越能量风味饮料	6	330
	魔爪龙茶能量风味能量饮料	6	310
	魔爪芒果狂欢能量风味饮料	6	330
	魔爪龙之金能量风味饮料	6	310
体质能量	牛磺酸运动功能饮料	5/6	330/500
战马	能量型维生素饮料	5	400
东鹏特饮	金砖	2	250
	金瓶	3/5	250/500
	金罐	4	250
乐虎	维生素功能饮料	4	380
	氨基酸维生素功能饮料	4	250
	维生素功能饮料牛磺酸饮品(细罐版)	5	250
启力	维生素运动功能饮料	4.5	250
	牛磺酸维生素饮料	3	250

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

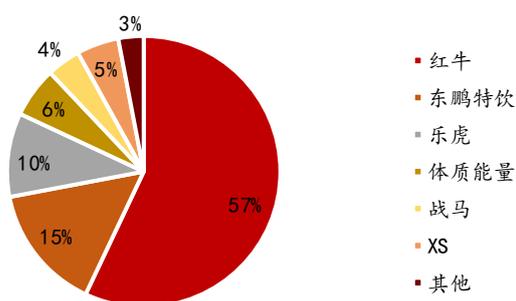
**红牛定价为品类奠定高定位。**自从1995年进入中国市场以来，红牛就以6元250ml构筑了能量饮料的高价形象，即使在当下红牛的等体积平均价格依然处于行业上游。因此红牛将能量饮料品类定位在较高价格水平，为后续进入的品牌提供了较大的定价空间。除东鹏外，其他产品均选取了稍低于红牛的价格带，相对而言东鹏特饮的定价稍低，给予产品性价比较高的定位。公司通过中低端产品来打开市场，与红牛错位竞争。

## 2.4. 红牛市占率领先全行业，东鹏近年逐渐追赶

**红牛稳居功能饮料行业市占率第一名，东鹏市占率提升速度快。**根据尼尔森功能饮料市占率的数据，红牛市占率始终领先全行业，但是近年来市占率有所下降。2020年红牛市占率27.9%，同比-0.6pct，红牛市占率下降主要因为：1) 红牛的单一产品规模已经达到一定的高度(200亿以上)，普通的渠道策略不能刺激产品继续增长度过瓶颈期，需要额外的转型策略；2) 中国红牛与泰国天丝之间商标续约纠纷一直没有得到解决，从而影响了红牛在中国市场的发展；3) 国产品牌近年来持续发力，抢占红牛市场份额，而红牛由于陷入官司没有及时对市场进行管控与调整，等多重原因导致红牛市场份额的不断下滑。根据尼尔森功能饮料市占率数据，东鹏(功能饮料第三名，能量饮料第二名)2018-2020年市占率5.3%/7.7%/12.6%，2019-2020年同比+2.3pct/+4.9pct，正在加速向上追赶。

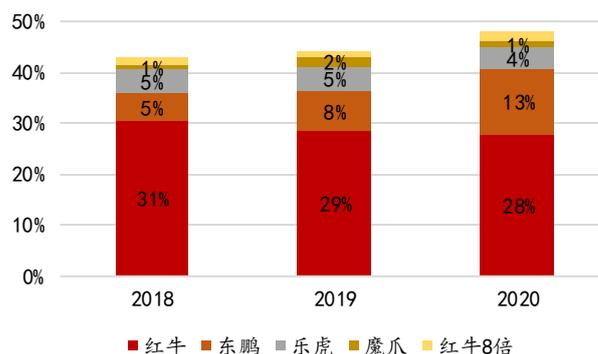
**除红牛外其他品牌仍未完成全国化渠道建设，能量饮料仍有巨大市场空间。**东鹏特饮主要市场在广东广西，逐渐向北覆盖。乐虎隶属于达利集团，跟随集团进入渠道网点铺货。体质能量主要市场有河南、江苏、安徽等地，2020年开始从河南市场逐渐向南覆盖，都还有很大空间。

图 12 2019 年国内能量饮料市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 华西证券研究所  
注: 按照非现场消费的销售金额计算

图 13 18-20 年功能饮料市占率变化 (%)



资料来源: 尼尔森, 华西证券研究所  
注: 尼尔森功能饮料市场包括运动饮料(尖叫、脉动等产品)的销售额。

### 3. 核心单品把握消费人群，渠道利润激活经销商动力

#### 3.1. 定位中低价位段，聚焦单品把握核心人群

公司产品涵盖能量饮料、非能量饮料以及包装饮用水三大类型。目前产品线布局为以能量饮料为主，非能量饮料和包装饮用水为辅的模式。

表 6 公司主要产品结构

产品类别	代表产品	产品规格	零售价格 (元)	图例
能量饮料	250ml 金砖特饮	250ml	2	
	250ml 金瓶特饮	250ml	3	
	250ml 金罐特饮	250ml	4	
	500ml 金瓶特饮	500ml	5	
	355ml 东鹏加气	355ml	7	
非能量饮料	由柑柠檬茶	250ml-555ml	2-5	
	陈皮特饮	250ml-1.5L	2-10	
	清凉系列饮品	250ml	1	
	乳味饮料	250ml	1-1.5	
包装饮用水	饮用纯净水	380ml	0.5-1	
	饮用天然水	555ml	1-1.5	-

资料来源: 公司招股说明书, 华西证券研究所

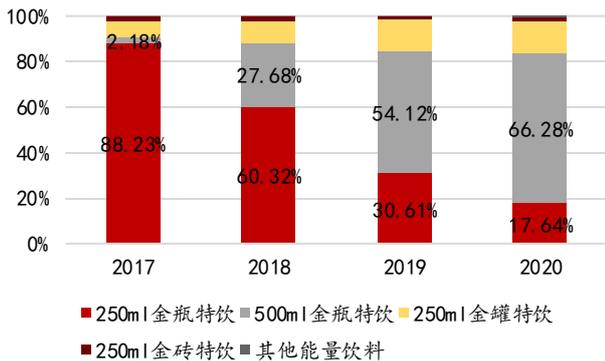
能量饮料为公司主要收入来源。在公司三大产品类型中，能量饮料作为公司的核心业务，是公司最主要的收入来源，2018-2020 年收入分别为 28.86/40.03/46.55 亿元，同比+5.49%/+38.73%/16.29%，占公司主营业务收入的 95.51%/95.50%/94.32%。非能量饮料及包装饮用水业务的销售收入有所增加，二者占主营业务收入比重亦不断提高(2018-2020 占比 4.49%/4.50%/5.68%)，其中非能量饮料实现营业收入 0.99/1.48/2.40 亿元，同比-4.02%/+49.30%/+62.23%；包装饮用水实现营业收入 0.37/0.41/0.41 亿元，同比+1444.77%/+11.63%/-17.75%。整体来看，公司非能量饮料产品和包装饮用水产品规模仍相对较小，尚处于市场开拓阶段。

公司产品定价偏低，主要切入中低端价位段，500ml 金瓶特饮获得巨大成功。红牛的产品形象一直是以金属罐包装的高端形象，而公司产品主打以塑料瓶包装

的高性价比形象，与红牛及其他高价定位的产品错位竞争。2017年下半年公司推出500ml金瓶特饮，满足了消费者对于大容量能量饮料的需求，也因此在市场上取得了巨大成功，销售收入由2017年的0.60亿元增加至2020年的30.85亿元，占能量饮料收入比也由2017年的2.10%上升至2020年的62.51%。由于规模效应，2020年500ml金瓶特饮毛利率提升至52.25%（同比+1.13pct）。

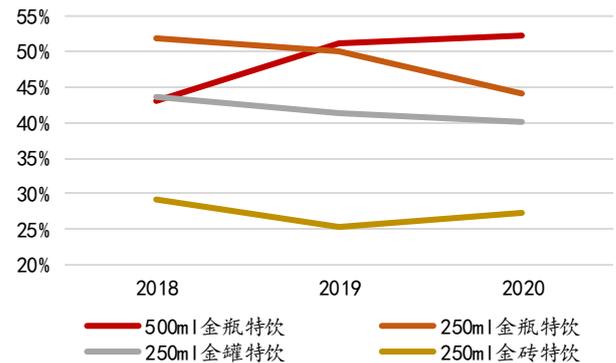
2020年公司新推出首款含气能量型营养素饮料“东鹏加气”，加入碳酸气泡和蔓越莓风味，采用金属罐包装，是东鹏首款定价高端的功能饮料。提升口感的同时给予消费者与传统能量饮料含有的杂果香型明显不同的口味。

图 14 能量饮料营收结构 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 15 能量饮料分产品毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司产品是行业中为数不多拿到保健食品批准销售的功能饮料。目前，行业中通过国家食品药品监督管理局保健食品审核，拿到保健食品标识的饮料产品仅有红牛、力保健、启力、乐虎、东鹏特饮、日加满和战马，其他功能饮料仅有“食字号”标志，归类为普通食品。相对而言，拥有保健食品“蓝帽子”标识的产品质量背书更强，并且可以直接在药店出售。

图 16 东鹏保健食品标识



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 17 拥有“蓝帽子”标识的功能饮料产品

产品名称	批准文号	获得时间
红牛维生素功能饮料	卫食健字(1997)第327号	1997
东鹏特饮(维生素功能饮料)	卫食健字(1998)第580号	1998
力保健保健饮料	卫食健字(2000)第0733号	2000
红牛维生素功能饮料(牛磺酸强化型)	卫食健字(2001)第0406号	2001
日加满饮品	国食健字G20041476	2004
启力R牛磺酸维生素饮料	国食健字G20120107	2012
乐虎氨基酸维生素功能饮料(牛磺酸强化型)	国食健字G20150917	2015
战马牛磺酸咖啡因维生素饮料	-	2019
战马牛磺酸赖氨酸咖啡因维生素饮料	-	
战马牛磺酸维生素饮料	-	

资料来源：公开资料，华西证券研究所整理

从成分来看，东鹏和红牛的成分基本相同，Monster咖啡因剂量最大，乐虎和体质能量各种成分的剂量相对更少。能量饮料中提神醒脑抗疲劳的主要作用物质

是咖啡因，因为咖啡因对于人体的心脏和中枢神经系统起到兴奋作用，会在短时间内提高血压，因此会觉得提神而不知疲倦。但是根据 GB2760-2014 食品安全国家标准，咖啡因只允许在可乐型碳酸饮料中使用，其他食品不能使用。根据美国食品及药物管理局和美国软饮料协会公布的数据，咖啡中含有的咖啡因最多 (28.5-45.0mg/ml)，茶水中咖啡因含量 12.8-21.3mg/ml，可乐中咖啡因含量大约 10mg/ml。国内能量饮料产品只有获得“蓝帽子”标识的可以在产品中大量添加咖啡因，因此体质能量咖啡因添加量较少。

除咖啡因外的其他成分主要为补充人体在活动中流失的能量物质。如牛磺酸为人体必需氨基酸，在每日新陈代谢中产生，但会随着汗液流失，并且运动者的流逝速度更快；肌醇、维生素 PP、维生素 B6、维生素 B12 主要作用是辅助促进细胞新陈代谢、促进体内分解糖原、降低胆固醇等。

表 7 能量饮料产品补充剂成分对比 (/100ml)

成分	红牛	东鹏特饮	Monster	乐虎	体质能量
咖啡因 (mg)	20	20	28.2	12.8	2
牛磺酸 (mg)	50	50	54.2	49.2	51.5
肌醇 (mg)	20	20	-	10	-
赖氨酸 (mg)	20	20	-	-	-
烟氨酸 (mg)	2	-	1.55	3.7	-
维生素 B1 (mg)	-	-	-	-	0.2
维生素 B6 (mg)	0.4	0.4	0.13	0.36	0.1
维生素 B12 (ug)	12	12	0.13	1.1	0.1
维生素 PP (mg)	-	2	-	-	-
L-肉碱 (mg)	-	-	22	-	-
L-赖氨酸盐酸盐 (mg)	-	-	-	48	-
烟酸 (mg)	-	-	-	-	0.5
泛酸 (mg)	-	-	-	-	0.11

资料来源：公开资料，华西证券研究所整理

### 3.2. 产品广告深入人心，提高品牌形象辨识度

公司经过多年努力，成功塑造了广大消费者熟知的品牌“东鹏特饮”，“年轻就要醒着拼”的品牌主张深入人心。2018 年俄罗斯世界杯，公司投入 1.5 亿元与央视和媒体平台展开合作，进行了广泛的广告投放和内容运营，成功提升品牌形象与知名度。2019 年公司实行饱和式营销策略：1) “高空”与“地面”广告相结合：在央视、卫视和影视剧植入产品进行推广，全年户外投放 1800 多辆公交车、1700 多块候车亭、400 多块 T 型广告牌、2800 多块墙体等，提升了品牌知名度。2) 线上广告：与抖音短视频平台合作，东鹏抖音挑战赛获得超过 60 亿曝光量。3) 重点市场旺季广告投放：在多个重点市场进行地铁包站、高铁大屏联投，深化品牌形象和品牌记忆。

图 18 东鹏特饮与世界杯合作



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 19 东鹏特饮电视广告



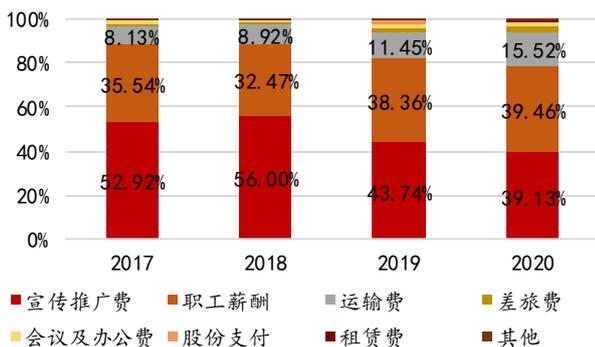
资料来源：公开资料，华西证券研究所

公司销售费用率逐渐下降，主要因为收入快速提升。2018-2020 公司销售费用率分别为 31.92%/23.37%/20.98%，宣传推广费用率分别为 17.87%/10.22%/8.21%。2018 年公司与俄罗斯世界杯合作投入大量费用进行推广（2018-2020 电视台广告费用率分别为 8.06%/3.44%/2.01%），2019 年以来公司宣传推广战略转为正常的电视与媒体宣传，因此 2019 年销售费用率大幅下降。渠道推广费增加主要包括产品的商超进场费以及消费者活动费用，商超进场费增加主因公司进行全国化渠道推广策略，产品铺市率逐渐增加导致，同时 2019 年开始公司进行了“壹元乐享”和“盖世红包”等多项消费者活动，既增加了消费者的购买欲望，也增加了渠道积极性。

随着销售收入的不断提升，公司运输费用相应增长，2018-2020 年公司运输费用率分别为 2.85%/2.68%/3.26%。广东省内客户运输费用由经销商承担，省外客户由公司承担运输费用，近年来公司省外收入不断上涨，因此运输费用不断增加。

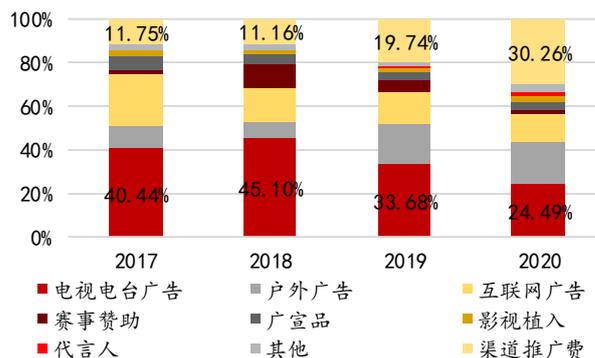
股份支付主要为 2019 年 4 月公司将 1513 万元股份用于对部分核心骨干人员进行激励。其中，公司副总裁、董事会秘书及财务总监刘丽华、公司副总裁卢义富和公司副总裁蒋薇薇通过直接持股方式参与股权激励，东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚为公司中高层以上技术骨干、精英骨干提供股权激励员工持股平台。

图 20 销售费用结构 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 21 宣传推广费明细 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

东鹏特饮影视推广较多，更吸引年轻消费者。能量饮料的消费场景更多在运动场景，因此红牛、Monster、乐虎等品牌的推广项目主要针对核心消费人群。但是东鹏特饮产品更多面向白领、学生的工作或者休闲场景，因此东鹏特饮的品牌推广更多集中在影视剧、综艺和社交媒体广告上，对赛事的赞助相对较少。因为

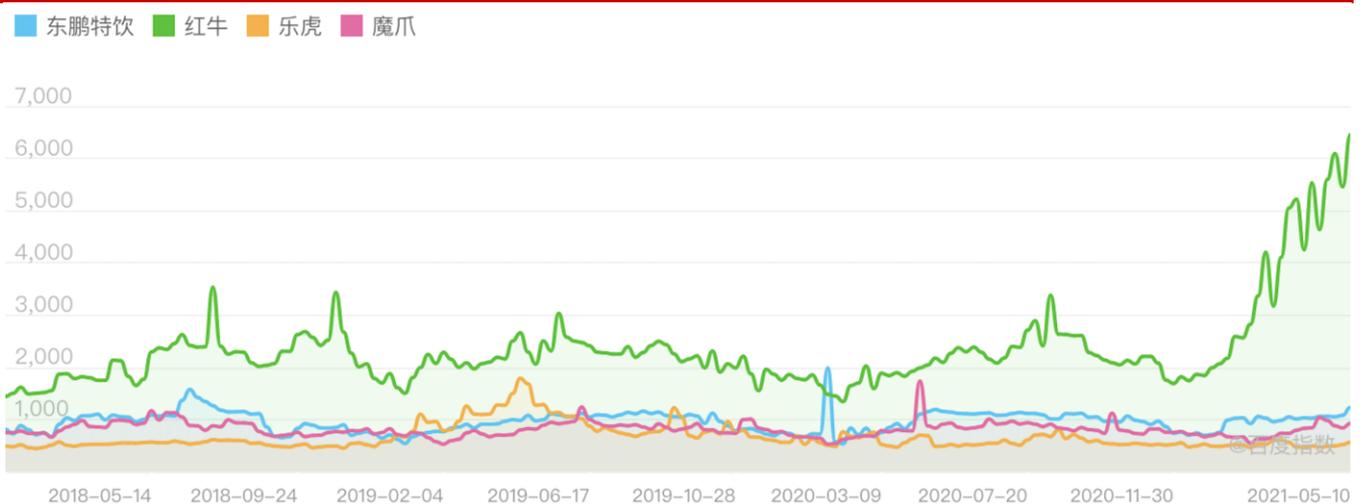
东鹏营销推广的覆盖面更广，因此在社交媒体上的曝光度也就更高，长期来看，东鹏特饮的百度指数超过了乐虎和Monster。2021年以来红牛热度不断提升主要由于1) 2020年12月21日最高院判红牛系列商标归泰国天丝红牛所有，华彬红牛败诉；2) 第10届的红牛X阿尔卑斯山极限穿越赛和德甲比赛等赛事开始。

表 8 2018 年以来各大能量饮料品牌推广项目

	红牛	东鹏特饮	Monster	乐虎
广告	抖音短视频+直播、电视广告、户外广告、门店陈列堆头	抖音、高德地图导航、门店陈列堆头、户外广告、电视广告、高铁广告等		
影视推广		《三生三世十里桃花》《亲爱的，热爱的》《欢乐颂》《人民的名义》《爱情公寓5》《安家》《猎狐》《盗墓笔记-重启》《唐人街探案3》《赘婿》		《破冰行动》
综艺推广	《中国新说唱》、《今晚80后脱口秀》	《高能少年团》《欢乐喜剧人》《天天向上》等		《乐虎·虎啸传奇》英雄联盟真人综艺
代言人	林丹、周震南、李晓峰、潘晓婷、希林娜依·高	谢霆锋	王一博、滑板手尼亚·休斯敦、F1方程式赛车手汉密尔顿、UFC的康纳·麦格雷戈等	
赛事推广	Red Bull Half Court	东鹏抖音挑战赛		
赞助	极限运动、中国田径协会、Red Bull Half Court 街头篮球赛、F1红牛车队、2020中国篮球公开赛等	2018年中超联赛、央视俄罗斯世界杯转播、葡萄牙国家足球队、RNG、户外竞技《摇啊笑啊桥》等	UFC 终极格斗冠军赛、万里达雅马哈车队等极限运动及选手；越野摩托锦标赛游戏版、电竞上海大师赛、2020广州动漫游戏盛典等游戏赛事及队伍；CNY国际电子音乐节、北京330金属音乐节等演出活动	CBA 联赛、2018国际足球俱乐部超级杯、2018腾讯TGA大奖赛夏季总决赛、2019 FIBA 篮球世界杯、2020珠峰高程测量登山队、国际汽联F4中国锦标赛
展览会	中国国际进口博览会展台、中国国际消费品博览会	2021中国便利店大会		
游戏推广	《尘埃5》		《死亡搁浅》《绝地求生 全军出击》	

资料来源：公开资料，华西证券研究所整理

图 22 2018 年至今能量饮料主要产品互联网热度



资料来源：百度指数，华西证券研究所（截止 2020 年 5 月 24 日）

### 3.3. 2019 年改变渠道打法，加强渠道利润后收入快速增长

**加强渠道精细化管理，终端门店数量逐渐增加。**2019 年公司实施了增强终端门店精细化管理举措并优化营销管理架构：1) 提升终端门店冰柜的覆盖率和精准投放；2) 加强终端陈列数量和陈列覆盖的网点数量，提高消费粘性；3) 加强销售人员对终端门店拜访的考核，提升销售团队的执行能力；4) 推广和更新鹏讯云商平台，及时跟踪渠道库存、铺市和陈列等终端信息，加速渠道管理力度和决策反馈速度；5) 成立了广西、华东、华中、华北、西南和北方大区事业部。

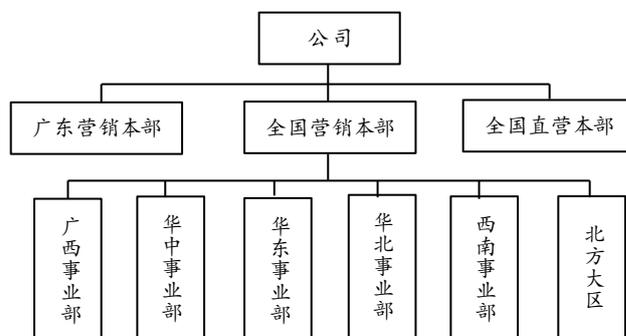
公司将继续拓展传统、特通和现代渠道覆盖广度，提高产品的铺市率。由于产品的消费者购买和终端销售积极性较强，公司快速完成了“经销商——邮差（邮差承担配送和资金费用，公司承担市场费用）/批发商——终端门店”的整体渠道搭建。2020 年年末，公司经销商数量提升 364 家至 1600 家，邮差/批发商提升 2 万余家至 5 万余家，终端门店提升超过 30 万家至 120 万家。广东以外地区经销商数量提升 347 家至 1376 家，邮差及批发商提升 2 万余家至 4 万余家，终端门店提升 30 万余家至 90 万余家。

图 23 生产基地



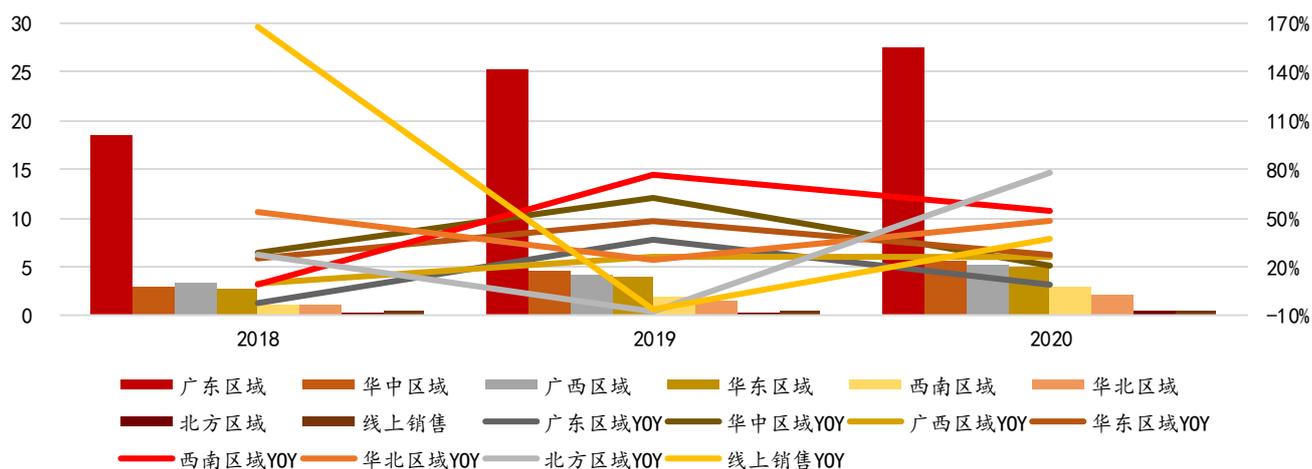
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 24 渠道营销管理架构



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 25 2018-2020 年各大区销售情况 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 9 公司经销商数量及区域分布情况

区域	2018		2019		2020	
	数量	比例	数量	比例	数量	比例
广东区域	211	18.79%	207	16.75%	222	13.88%
广西区域	72	6.41%	93	7.52%	99	6.19%
华东区域	248	22.08%	246	19.90%	289	18.06%
华中区域	224	19.95%	245	19.82%	303	18.94%
华北区域	222	19.77%	201	16.26%	283	17.69%
西南区域	93	8.28%	165	13.35%	281	17.56%
北方区域	53	4.72%	79	6.39%	123	7.69%
合计	1123	100.00%	1236	100.00%	1600	100.00%

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

**促销活动增加消费者粘性和渠道积极性。** 为了保持营销中的消费者参与度和新鲜感，公司不断推出促销手段实现与消费者的互动。2016 年公司推出“盖世红包”活动，通过扫描二维码消费者将会获得 0.28-888 元之间金额的红包。累计接入粉丝近 5000 万，销售增长超过 40%。

2018 年年末推出“壹元乐享”活动既获得了消费者的认可又提高了渠道的积极性。经过前期的宣传与推广，“壹元乐享”活动在 2019Q2 参与者逐步增加，并带动公司 2019Q2-Q4 主营业务收入分别同比+36.02%/+65.94%/+56.67%。“壹元乐享”活动是对于消费者有 20%（综合中奖率）的概率获得一次 1 元换购 250ml 金罐饮料的促销活动。我们认为，活动对于渠道终端来说，总计有 1 元（换购）+1.58 元（东鹏独有系统，中奖后终端扫码领红包）=2.58 元的额外利润，再加上销售饮料利润 1.2 元/瓶，最高获得 3.78 元/瓶利润。乐虎没有“壹元乐享”活动和扫码红包，渠道仅有销售商品的 1.2 元/瓶利润。体质能量有“壹元乐享”活动，但是没有扫码红包，渠道利润最高为 1.2（销售商品获得的利润）+1（换购）=2.2 元/瓶。综合来看，东鹏的渠道利润最高，大大提高终端推广积极性。

公司计划未来 2-3 年继续持续“壹元乐享”活动，通过促销手段培养终端客户的消费习惯和消费粘性。公司的渠道体系不断完善、产品覆盖和渗透程度不断提升、不断培养消费者黏性和渠道积极性，因此根据尼尔森的数据，公司市占率在各线市场快速增长，2020 年一线/二线/三线/四线/乡镇市场市占率分别为 12.0%/11.4%/10.1%/10.6%/13.6%，分别同比+6.3/+4.0/+2.5/+3.4/+3.6pct。

图 26 “盖世红包”活动



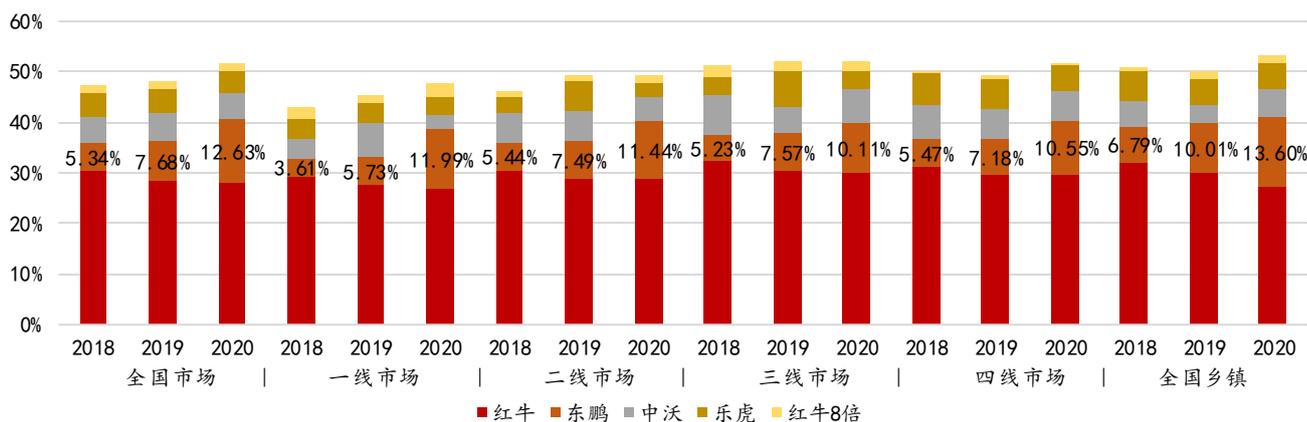
资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 27 “壹元乐享”活动



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 28 能量饮料在各线市场市占率变化情况 (%)



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

注：尼尔森功能饮料市场包括运动饮料（尖叫、脉动等产品）的销售额。

## 4. 财务分析：公司现金流不断改善，盈利能力逐渐提高

目前，公司产品虽然涵盖能量饮料、非能量饮料以及包装饮用水三大类型，但主营业务收入中，能量饮料占比仍然高达 90% 以上，饮料行业中暂无与公司完全对标的 A 股上市公司。因此，本报告将饮料行业中与东鹏饮料产品营收结构类似的香飘飘、养元饮品、农夫山泉和中国食品作为可比上市公司。

### 4.1. 现金流分析：公司经营现金流有大幅改善

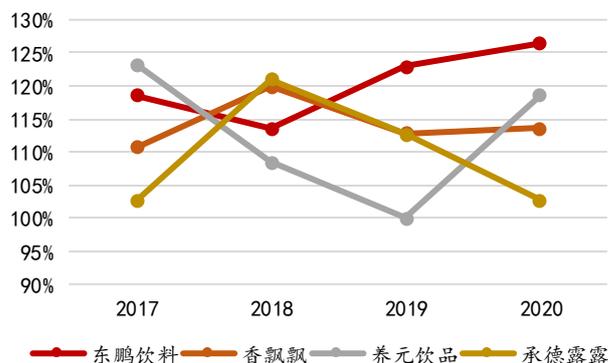
公司经营现金流净额有大幅改善，销售收现比与可比公司相当。公司 2018-2020 年经营现金流净额分别为 1.95/12.11/13.40 亿元，同比+2.76%/+521.21%/+10.68%。公司自 2018 年起进行了能量饮料产品结构的调整，提高了 500ml 金瓶特饮的产能利用率，大幅增加了 500ml 金瓶特饮的产销规模，公司 2019 年经营现金流净额有了大幅度的提高。2018-2020 年公司的销售收现比与可比公司大致相当，公司“款到发货”的结算方式使得公司的销售收现比基本上高于 110%，保障了公司现金流的稳定。

图 29 经营活动现金流与销售收现比 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 30 销售收现比比较 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 4.2. 经营效率分析：应收应付均处于较低水平，公司经营效率高

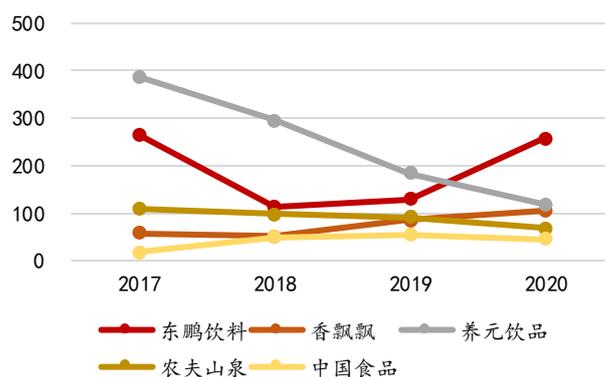
公司应收账款水平较低，应收账款周转率较高。2018-2020 年公司应收账款分别为 3954.23/2557.18/1285.17 万元，公司的应收账款水平较低主要由于公司采取款到发货的结算方式，仅对少量合作时间长、信用情况较好的经销商给予一定信用期和信用额度，并且这部分经销商期末赊销货款余额普遍较小，大部分经销商均能及时付款。2018-2020 年公司应收账款周转率分别为 113.29/129.27/258.10，在可比公司中维持在较高水平，应收账款管理较好，主要原因是公司在饮料行业深耕多年，产品深受下游经销商认同，同时，公司款到发货的结算方式使其销售回款率良好，进一步巩固应收账款周转率。

图 31 应收账款（万元）及周转率（次/年）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

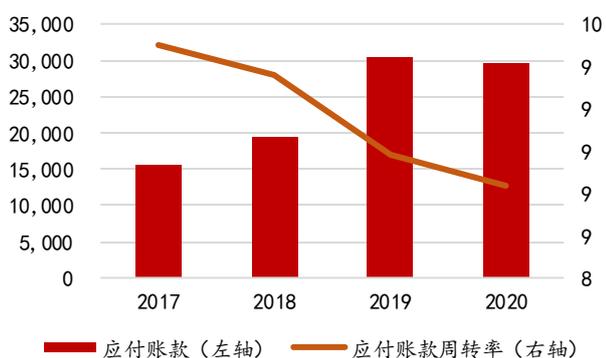
图 32 应收账款周转率比较（次/年）



资料来源：wind，公司招股说明书

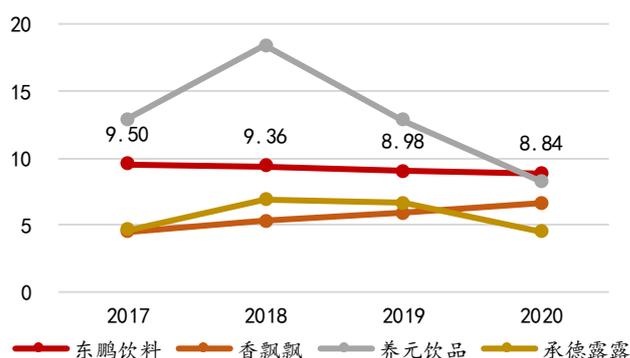
公司应付账款有所增长，周转率保持在行业较低水平。随着公司业务规模的扩大，2018-2020 年公司应付账款数额整体呈上升趋势（1.95/3.04/2.95 亿元），占各期末负债总额比例分别为 19.08%/17.85%/12.05%。公司应付账款均为应付供应商的原材料采购款，公司原材料主要包括生产所需的原料以及包装物，辅料备件及维修用的五金备件等。公司的应付账款周转率在可比公司中处于中等水平，账龄 1 年以内应付账款占比超过 99%，不存在拖欠供应商货款的情况。

图 33 应付账款（万元）及周转率（次/年）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 34 应付账款周转率比较（次/年）



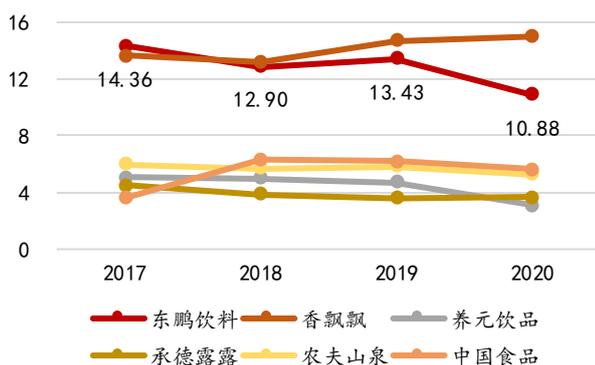
资料来源：wind，公司招股说明书，华西证券研究所

公司存货周转率较高，存货管理较好。2018-2020 年公司存货周转率分别为 12.90/13.43/10.88，保持在较高水平，在可比公司中也处于高位。公司始终采用

“以销定产”的生产模式和“以产定购”的采购模式，因此各报告期末的存货余额较小，使得公司存货周转率高于同行业可比公司平均水平，反映了公司良好的存货管控能力。

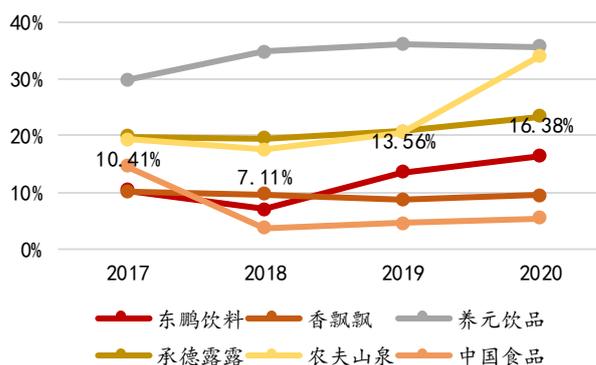
公司销售净利率整体上升，公司盈利能力逐渐增强。2018-2020 年公司的销售净利率分别为 7.11%/13.56%/16.38%，在可比公司中处于中等水平。随着销售规模的逐渐变大，近年来公司规模效应逐渐显现，公司的净利率稳步提高。前期阶段公司销售净利率降低主要是由于公司处于快速发展阶段，销售费用率略高于同行业上市公司平均水平，同时广告宣传和品牌建设投入以及销售人员职工薪酬支出也较高。

图 35 存货周转率比较(次/年)



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华西证券研究所,

图 36 销售净利率比较(%)



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华西证券研究所

## 5. 募集资金用途

公司募投项目主要集中在生产基地建设和营销网络升级及品牌推广上。公司计划在广州和重庆建设生产基地，一方面缓解广州现有生产基地的产能瓶颈，另一方面拓展中西部地区的市场需求，降低运输费用。随着重庆西彭生产基地的建成，公司在华南、华东、西南均有生产基地，将形成完善的产能分布。

表 10 募集资金用途

项目类型	项目名称	实施主体	投资总额(万元)	募集资金拟投资额(万元)
生产基地建设	华南生产基地建设项目	东鹏饮料(广州)有限公司	72,878.00	46,907.67
	重庆西彭生产基地建设项目	重庆东鹏维他命饮料有限公司	50,853.00	33,996.10
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(集团)股份有限公司	37,091.07	37,091.07
信息化升级建设	信息化升级建设项目	东鹏饮料(集团)股份有限公司	5,309.18	5,309.18
	鹏讯云商信息化升级建设项目	鹏讯云商	2,212.04	2,212.04
研发中心建设	研发中心建设项目	东鹏饮料(广州)有限公司	3,147.00	3,147.00
总部大楼建设	总部大楼建设项目	东鹏饮料(集团)股份有限公司	20,640.35	20,640.35

资料来源: 公司招股说明书, 华西证券研究所

华南生产基地建设项目计划在广东省广州市增城区进行生产基地建设，拟规划建设 6 条生产线，包括 2 条罐装饮料生产线、2 条瓶装饮料生产线以及 2 条瓶装

饮料（冷灌装）生产线。项目建成后将形成年产 48.12 万吨饮料的生产能力。主要用于缓解广东地区生产基地的产能瓶颈，提高供货能力。重庆市九龙坡区西彭镇建设的生产基地拟规划建设 5 条生产线，包括 3 条瓶装饮料生产线、1 条瓶装饮料（冷灌装）生产线以及 1 条包装饮用水生产线。项目建成后，将形成年产 39.50 万吨的生产能力。主要用于加强中西部区域市场的饮料供应能力，缩短运输半径，降低运输费用，提升产品的盈利水平，从而进一步提升市场占有率和行业地位。同时，新生产基地建设过程中将应用无菌冷灌装技术、配备先进的生产设备，进一步提升产品品质和生产效率，降低人力和经营成本，提升公司整体盈利水平。

另外，公司计划投入约 3.71 亿元用于营销网络升级及品牌推广项目，分为营销网点升级、渠道建设和品牌建设三部分。营销网点升级将实现产品营销和服务的本地化，快速、准确地收集客户需求信息，提升公司市场反应速度和问题解决能力；渠道建设将加大对全国范围内各传统渠道和特通/现代渠道的冰柜投放，促进销售渠道进一步下沉；品牌建设将加强在各类媒体广告上的品牌与产品推广，巩固和提升品牌影响力和市场地位。

## 6. 盈利预测

从行业来看，能量饮料行业消费人群和消费场景扩张，过去 5 年行业扩容速度在饮料行业中最高（+15%）。从产品来看，公司产品拥有“保健食品”标识质量背书，核心单品主要切入中低端价位段主打大容量和高性价比，与红牛错位竞争。从品牌来看，公司采用饱和式营销策略，高空+地面广告、影视推广、综艺、体育赛事赞助等多种营销手段并行，“累了困了喝东鹏特饮”的广告语深入人心，品牌辨识度高。从渠道来看，公司从广东大本营逐渐向全国推广，扫码红包的促销活动既增加与消费者的互动培养消费粘性，又提高了终端利润和推广积极性。

能量饮料行业空间大、成长性高。国产品牌唯公司崛起势头较猛，红牛因商标权纠纷、产品市场运营等问题增长乏力；乐虎、体质能量等品牌市占率仅小个数，发展受局限。公司自 2018 年调整后进入高成长态势，核心竞争力突出：公司是少数几个获蓝帽子的功能饮料品牌；品牌运作能力强、品牌形象辨识度高；渠道利润丰厚、渠道精细化管理能力业内领先；目前主要消费市场集中在广东省，具备全国化扩张能力。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 64.5/82.1/100.5 亿元，同比+30.0%/+27.3%/+22.4%；归母净利分别为 11.3/15.3/19.8 亿元，同比+39.6%/+34.8%/+29.4%。EPS 分别为 2.83/3.82/4.95 元/股，当前股价对应 PE 分别为 23.5/17.4/13.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11 分产品收入拆分 (万元)

品类	项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
能量饮料	销售收入	288,550	400,303	465,515	600,590	760,093	928,633
	YOY	5.49%	38.73%	16.29%	29.02%	26.56%	22.17%
	销量 (吨)	542,078	848,596	1,052,849	1373956	1748527	2142466
	YOY	9.13%	56.54%	24.07%	30.50%	27.26%	22.53%
非能量饮料	销售收入	9,905	14,789	23,993	36,949	52,375	66,778
	YOY	-4.02%	49.30%	62.23%	54.00%	41.75%	27.50%
	销量 (吨)	56,941	67,584	94,861	132805	179287	224109
	YOY	-6.56%	18.69%	40.36%	40.00%	35.00%	25.00%
包装饮用水	销售收入	3,663	4,089	4,058	4,509	4,869	5,113
	YOY	1444.77%	11.63%	-0.74%	11.10%	8.00%	5.00%
	销量 (吨)	60,901	74,659	72,111	79322	85668	89951
	YOY	1588.88%	22.59%	-3.41%	10.00%	8.00%	5.00%
其他业务	销售收入	1,636	1,692	2,284	2741	3289	3947
	YOY	472.29%	3.44%	34.98%	20.00%	20.00%	20.00%
营业总收入		303,754	420,873	495,850	644,788	820,626	1,004,471
YOY		6.81%	38.56%	17.81%	30.04%	27.27%	22.40%

资料来源: 招股说明书, 华西证券研究所

表 12 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元/股)	
		TTM	2021E	2022E	2021E	2022E
东鹏饮料	266.53	26.64	23.50	17.43	2.83	3.82
香飘飘	80.67	18.05	20.09	17.24	0.96	1.12
农夫山泉	4206.76	81.33	69.05	59.03	0.54	0.63
中国食品	71.98	14.73	13.74	12.52	0.19	0.21

资料来源: wind, 华西证券研究所 (除东鹏饮料外均采用万得一致预测, 日期截止到 2021.05.27)

## 7. 风险提示

- 1) 消费者需求转变, 突发性事件对消费者需求造成负面影响的风险。
- 2) 产品质量或其他原因导致的品牌或信誉受损的风险。
- 3) 水源受到污染或供应无法满足业务需要的风险。
- 4) 营销活动未能有效吸引消费者对业绩造成不良影响的风险。
- 5) 未能成功改良现有产品或未能成功开发、推出新产品, 对业绩和盈利造成不良影响的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,959	6,448	8,206	10,045	净利润	812	1,134	1,529	1,979
YoY (%)	17.8%	30.0%	27.3%	22.4%	折旧和摊销	134	197	226	257
营业成本	2,648	3,434	4,352	5,307	营运资金变动	443	256	387	421
营业税金及附加	50	64	82	100	经营活动现金流	1,340	1,581	2,132	2,646
销售费用	1,040	1,290	1,559	1,808	资本开支	-645	-452	-446	-457
管理费用	184	239	300	352	投资	-140	30	30	30
财务费用	-16	-20	-25	-31	投资活动现金流	-773	-411	-403	-412
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	40	0	0
投资收益	10	12	13	14	债务募资	524	106	92	96
营业利润	1,050	1,444	1,940	2,509	筹资活动现金流	-334	-654	-1,108	-1,344
营业外收支	-21	-6	-4	-4	现金净流量	234	516	621	890
利润总额	1,030	1,437	1,936	2,505	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	217	303	406	526	<b>成长能力</b>				
净利润	812	1,134	1,529	1,979	营业收入增长率	17.8%	30.0%	27.3%	22.4%
归属于母公司净利润	812	1,134	1,529	1,979	净利润增长率	42.3%	39.6%	34.8%	29.4%
YoY (%)	42.3%	39.6%	34.8%	29.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.03	2.83	3.82	4.95	毛利率	46.6%	46.7%	47.0%	47.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	16.4%	17.6%	18.6%	19.7%
货币资金	1,225	1,741	2,362	3,253	总资产收益率 ROA	18.6%	19.7%	20.8%	21.3%
预付款项	179	224	291	353	净资产收益率 ROE	42.4%	41.0%	41.5%	40.2%
存货	273	343	435	531	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	283	337	377	421	流动比率	0.92	1.03	1.10	1.21
流动资产合计	1,959	2,645	3,466	4,557	速动比率	0.71	0.81	0.87	0.98
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.58	0.68	0.75	0.86
固定资产	1,404	1,963	2,604	3,334	资产负债率	56.1%	51.9%	49.8%	47.1%
无形资产	237	264	291	318	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2,402	3,100	3,874	4,736	总资产周转率	1.14	1.12	1.12	1.08
资产合计	4,361	5,745	7,340	9,293	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	110	110	110	110	每股收益	2.03	2.83	3.82	4.95
应付账款及票据	298	430	539	649	每股净资产	4.78	6.91	9.21	12.29
其他流动负债	1,722	2,016	2,493	3,004	每股经营现金流	3.35	3.95	5.33	6.62
流动负债合计	2,130	2,556	3,142	3,763	每股股利	0.00	2.00	3.00	3.60
长期借款	302	407	499	596	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	16	16	16	16	PE	32.82	23.50	17.43	13.47
非流动负债合计	318	424	516	612	PB	0.00	9.64	7.24	5.42
负债合计	2,448	2,979	3,657	4,375					
股本	360	400	400	400					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,913	2,766	3,683	4,918					
负债和股东权益合计	4,361	5,745	7,340	9,293					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。