



买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：88.68

东鹏饮料（605499.SH）深度报告： 能量特饮粘性高，鹏程百亿小目标

投资要点

- **能量饮料行业长坡好赛道，“一超多强”格局下国产品牌有望突围。**我国能量饮料市场规模已超400亿元，2014-2019年CAGR达15%，为饮料中增长最快的品类。能量饮料具有一定的成瘾性，消费基本盘稳定。预计未来五年，我国能量饮料市场规模预计保持8%左右同比增速，2025年有望扩容至660亿元。我国能力饮料市场目前呈现“一超多强”竞争格局，行业第一红牛，受商标之争影响，市占率已至2020年的55%左右，第2-5名皆为国产品牌，其中东鹏特饮市占率快速提升至15.4%，位列第二，国产品牌有望把握机遇，实现市场份额进一步提高。
- **东鹏特饮以高性价比开拓瓶装能量饮料市场，与红牛形成差异化竞争。**公司构建了以能量饮料为主的产品矩阵，2020年能量饮料业务占比达94%。公司能量饮料主打“东鹏特饮”品牌，成功打造了2-3-4-5元的产品矩阵，满足消费者多价位、多场景需求。东鹏特饮定位中低端，主打高性价比，通过打造PET塑料瓶包装，成功突破了红牛在罐装市场的垄断。其中2017年推出的500ml金瓶已成为公司主力大单品，2020年在主营业务中占62.5%。
- **全国化推进顺利，募投加码产能建设。**公司以“东莞模式”推进全国化布局，通过“一元乐享”等活动，培育潜在的年轻消费者，拉动终端动销，并依靠较高的渠道利润加快终端布局，加速全国化扩张。截至2020年末，东鹏饮料已有经销商1600家，覆盖店面超过120万家，广东以外区域在主营业务收入中营收占比达44%。公司IPO募投项目将进一步加码产能建设，待生产线全部建成达产之后，公司预计新增110万吨产能/年，为全国化扩张打下坚实基础。
- **对标怪物饮料，东鹏专注能量饮料赛道的差异化之路前景光明。**怪物饮料作为海外能量饮料龙头，凭借Monster Energy突破红牛在美国能量饮料市场的垄断，并借助可口可乐实现全球扩张。东鹏特饮与Monster Energy早期战略有异曲同工之处，对标怪物饮料，东鹏饮料未来前景广阔。
- **投资建议：**我们预计公司2021-2023年实现营收70.80/94.93/124.36亿元，同比增速分别为42.79%/34.08%/30.99%；实现归母净利润12.19/16.89/22.71亿元，同比增速分别为50.08%/38.61%/34.44%，对应EPS分别为3.05/4.22/5.68元。基于对公司未来全国化不断推进的良好预期，首次覆盖并给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品表现不及预期；竞争加剧；疫情反复。

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

王卓群

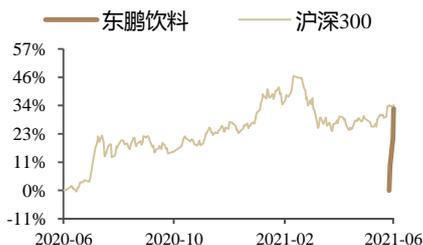
资格编号：S0120520080003
邮箱：wang_zq@tebon.com.cn

邓周贵

资格编号：S0120521030005
邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	91.66	91.66	91.66
相对涨幅(%)	87.40	85.85	91.57

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

股票数据

总股本(百万股):	400.01
流通A股(百万股):	40.01
52周内股价区间(元):	66.63-88.68
总市值(百万元):	35,472.89
总资产(百万元):	4,661.18
每股净资产(元):	6.26

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	7,080	9,493	12,436
(+/-)YOY(%)	38.6%	17.8%	42.8%	34.1%	31.0%
净利润(百万元)	571	812	1,219	1,689	2,271
(+/-)YOY(%)	164.4%	42.3%	50.1%	38.6%	34.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.43	2.03	3.05	4.22	5.68
毛利率(%)	46.7%	46.6%	47.0%	47.3%	47.4%
净资产收益率(%)	34.9%	42.4%	23.9%	25.0%	25.8%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

投资摘要.....	5
核心逻辑.....	5
估值和投资建议.....	5
与市场预期的差异之处.....	5
股价的催化因素.....	5
主要风险.....	5
1. 东鹏饮料：中国能量饮料第一股.....	6
1.1. 国产老字号饮料品牌，以能量饮料为主，其他饮料为辅.....	6
1.2. 股权结构稳定，股权激励激发员工积极性.....	7
1.3. 业绩整体保持较快增长，盈利能力不断提升.....	8
2. 增长快、空间大，我国能量饮料行业国货崛起.....	11
2.1. 消费升级助推力强，能量饮料发展迅速.....	11
2.2. 我国能量饮料竞争格局演变历史复盘：国货崛起，东鹏跃居第二.....	13
3. 东鹏特饮差异化定位，凭借高性价比成功突围.....	16
3.1. 产品上差异化：主打高性价比，多产品矩阵满足不同消费需求.....	16
3.2. 营销上差异化：定位“日常”扩场景，广铺“地广”接地气.....	18
4. 全国化扩张顺利，渠道建设形成壁垒.....	21
4.1. 以华南区域为大本营，向全国市场扩张.....	21
4.2. 营销管理体系优化，经销商网络稳步扩大，筑建渠道护城河.....	22
4.3. “一元乐享”活动力度加码，加速推进渠道扩张.....	23
5. IPO 将多维度助力公司提高核心竞争力.....	25
5.1. 加大生产线项目建设，产能布局进一步完善.....	25
5.2. 营销+研发+信息化建设加码，多维度提高公司核心竞争力.....	26
6. 对标海外龙头怪物饮料 (MNST.O)，东鹏专注能量饮料的差异化之路前景光明.....	27
6.1. 怪物饮料崛起之路：凭魔爪突破红牛垄断，借可口可乐实现全球扩张.....	27
6.2. 主打差异化定位，东鹏特饮与 Monster Energy 早期战略异曲同工.....	28
7. 盈利预测与投资建议.....	31
7.1. 盈利预测.....	31
7.2. 投资建议.....	32
8. 风险提示.....	32

图表目录

图 1: 东鹏饮料发展历程	6
图 2: 东鹏饮料产品矩阵	7
图 3: 2017-2020 年东鹏饮料营业收入占比 (按业务类型)	7
图 4: 东鹏饮料股权结构 (招股说明书, 上市前数据)	8
图 5: 2017-2021Q1 东鹏饮料营收及归母净利润	9
图 6: 2017-21Q1 东鹏饮料毛利率和净利率	9
图 7: 2017-2020 年东鹏饮料各主营业务毛利率	9
图 8: 2017-21Q1 东鹏饮料期间费用率情况	10
图 9: 东鹏饮料与可比公司 ROE (平均, %) 比较	10
图 10: 东鹏饮料与可比公司归母净利润/总营收 (%) 比较	10
图 11: 东鹏饮料与可比公司资产周转率 (次) 比较	10
图 12: 东鹏饮料与可比公司权益乘数比较	10
图 13: 未来五年我国能量饮料市场规模预计维持 8% 增速	11
图 14: 未来五年我国能量饮料销量预计维持 6% 增速	11
图 15: 未来五年我国能量饮料吨价预计维持 1.5% 左右增速	11
图 16: 2007-2025E 我国能量饮料市场量价贡献拆分	11
图 17: 2020 年中国能量饮料前五大市场份额高达 88% (RSP)	12
图 18: 2020 年中国能量饮料前五大销量高达 87%	12
图 19: 美团外卖的活跃用户数 (万人)	12
图 20: 夜场渠道能量饮料的新兴玩法	12
图 21: 2020 年各国能量饮料人均消费量 (升)	13
图 22: 2020 年各国能量饮料人均消费金额 (元)	13
图 23: 2020 年我国能量饮料各渠道销售占比 (RSP)	13
图 24: 2011~2020 年红牛在中国地区的销售额 (亿元, RSP)	14
图 25: 2016 年之后东鹏饮料市场份额显著提升	14
图 26: 2011-2020 年我国主要能量饮料品牌市场份额情况 (RSP, 单位: %)	14
图 27: 2017-2020 年东鹏饮料能量饮料业务分品类收入占比	16
图 28: 2018-2020 年东鹏饮料能量饮料业务分品类收入增速 (%)	16
图 29: 我国主要品牌能量饮料产品矩阵比较	16
图 30: 东鹏特饮赞助热播综艺《天天向上》	19
图 31: 东鹏特饮植入大 IP 电影《唐人街探案 3》	19
图 32: 东鹏特饮公交车广告	19

图 33: 东鹏特饮公交站台广告.....	19
图 34: 东鹏饮料广告及推广费用在销售费用中占比不断下降.....	20
图 35: 东鹏饮料营业收入稳健增长.....	20
图 36: 2017-2020 年东鹏饮料主营业务收入的区域分布情况.....	21
图 37: 东鹏饮料各销售模式示意图.....	22
图 38: 东鹏饮料 2020 年各销售渠道在主营业务收入中占比.....	22
图 39: 东鹏特饮“一元乐享”活动.....	23
图 40: “一元乐享商户扫”活动.....	23
图 41: 自魔爪品牌推出后, Monster Beverage (含前身) 股价走势图 (前复权, 单位: 美元).....	27
图 42: 2002 年推出魔爪后, 怪物饮料营业收入高速增长.....	28
图 43: 2002 年怪物饮料净利润增速总体高于营收增速.....	28
图 44: 与可口可乐达成战略合作后, 怪物饮料全球布局快速推进.....	28
图 45: 2015 年后, 怪物饮料国际市场占比持续提升.....	28
图 46: 2015-2020 年美国能量饮料市场公司份额 (RSP, %).....	29
图 47: 12 盎司红牛 vs 16 盎司 Monster Energy.....	30
图 48: Monster Energy 在品牌设计上独具特色, 与红牛对比鲜明.....	30
表 1: 我国主要能量饮料品牌的代表产品比较.....	18
表 2: 两广地区公司产品人均消费 (元) 额最高, 华中、华东、西南、华北增势迅猛..	21
表 3: 全国经销商数量逐年净增加.....	23
表 4: 东鹏饮料 IPO 募投项目情况 (单位: 万元).....	25
表 5: 东鹏生产线募投项目情况.....	26
表 6: 东鹏饮料业务拆分.....	31
表 7: A 股上市的软饮料企业估值对比.....	32

投资摘要

核心逻辑

能量饮料消费具有一定的成瘾性，拥有稳定的消费者基本盘。伴随消费人群和消费场景的扩充，我们预计未来能量饮料市场维持 8% 左右的增速，至 2025 年市场规模扩容至 660 亿元左右，其中销量增速维持 6% 左右，吨价维持 1.5% 左右增速。

红牛自 2016 年商标之争以来，中国能量饮料市场竞争格局改善，国产能量饮料企业迎来弯道超车机遇。东鹏饮料作为国产能量饮料龙头企业，成功打造 500ml 金瓶大单品，营销上通过广铺“地面广告”实现饱和式营销、增加消费者覆盖，内部治理方面推行阿米巴模式来激活营销体系积极性，渠道运作上通过“一元乐享”等活动加速推动全国布局。东鹏饮料或成为红牛商标之争最大的受益者，市场份额有望进一步提升。

对标海外龙头怪物饮料，我们认为东鹏特饮专注能量饮料赛道、主打差异化定位，与 Monster Energy 早期战略有异曲同工之处。2008 年以来怪物饮料通过不断研发能量饮料新品、借助可口可乐开拓美国及全球市场，获得了长足的发展。未来，东鹏饮料也有望把握行业发展的红利，一方面通过推出东鹏加气、东鹏 0 糖等新品，满足不同消费者及消费场景的需求；另一方面继续通过渠道开拓，加快全国化步伐，成长空间广阔。

估值和投资建议

我们预计公司 2021-2023 年实现营收 70.80/94.93/124.36 亿元，同比增速分别为 42.79%/34.08%/30.99%；实现归母净利润 12.19/16.89/22.71 亿元，同比增速分别为 50.08%/38.61%/34.44%，对应 EPS 分别为 3.05/4.22/5.68 元。基于对公司未来全国化不断推进的良好预期，首次覆盖并给予“买入”评级。

与市场预期的差异之处

市场普遍预期东鹏饮料的渠道促销难以成为核心竞争力，而我们则认为渠道促销是东鹏饮料实现快速地全国化扩张的一种手段，其以高性价比的产品为基石，在渠道扩张的红利期，通过渠道促销逐渐形成渠道力和品牌力提高的良性循环，已经建立了自己的渠道护城河。公司全国终端门店在去年底已快速拓展到 120 万家，根据我们的渠道跟踪目前已进一步发展到 150 万家左右，品牌力不断强化，已经将其他国产品牌甩在身后，短期难以快速追上。同时，东鹏饮料以能量饮料为主营业务，对东鹏特饮重视程度以及资源投入度相比多产品线的传统饮料龙头更高，渠道打法也相对更加积极，更能有效把握渠道扩张的红利期，并将渠道拓展的先发优势逐渐转化为自己渠道壁垒。

股价的催化因素

全国化招商超预期；终端动销超预期。

主要风险

新品表现不及预期；竞争加剧；疫情反复。

1. 东鹏饮料：中国能量饮料第一股

1.1. 国产老字号饮料品牌，以能量饮料为主，其他饮料为辅

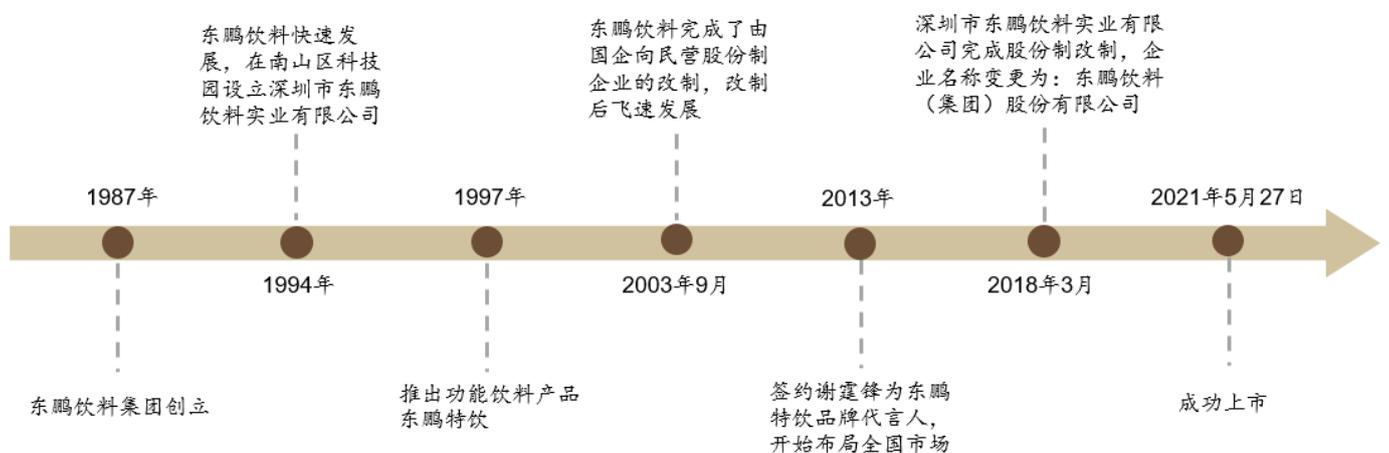
1987-2002 年，推出东鹏饮料，试水功能性饮料赛道。东鹏饮料前身成立于 1987 年，是深圳一家国有老字号饮料企业，以生产、销售凉茶与饮用水为主。1998 年，东鹏饮料成功推出国内第一瓶维生素功能饮料—东鹏特饮，但当时只是作为一款副线产品。

2003-2012 年，十年打桩，公司成功打造“东莞模式”。东鹏饮料通过员工集资持股的方式实现了国企改制，并于 2003 年成立东鹏有限公司。同年，东鹏饮料携手东莞金愉贸易共同开发东莞市场。2009 年，东鹏饮料开始与红牛走出差异化路线，首创 PET 塑料瓶包装，大幅降低包材成本，迅速打开市场，并率先在广东市场推广。2012 年，东莞作为东鹏特饮的样板市场，当年销量突破了亿元大关，公司成功打造了“东莞模式”。

2013-2018 年，打造 500ml 瓶装大单品，开始全国化进军。2013 年，东鹏饮料开始进军全国市场，并签约谢霆锋为东鹏特饮品牌代言人，在央视大量投放广告，品牌知名度和影响力显著提高。2015 年，东鹏饮料正式确定“品牌年轻化”战略，打出了“累了困了，喝东鹏特饮”以及“年轻就要醒着拼”等一系列广告语。2017 年，东鹏饮料推出 250ml 金罐特饮，在北方地区推出 500ml 金瓶。2018 年 500ml 大瓶装的金瓶特饮开始逐步在全国范围内推广，成为公司全国化的主力大单品。同年，公司完成股份制改革，并取代红牛成为中超联赛赞助商，加码体育营销。

2019 年至今，组织架构调整，擘画深度全国化。产品上，公司一方面成功打造功能性饮料产品矩阵，另一方面开始着手实现产品的多元化。东鹏饮料于 2019 年推出“由柑柠檬茶”；2020 年推出东鹏加气，并推出全新包装上市的“由柑柠檬茶王炸”；2021 年推出东鹏 0 糖，进一步完善产品矩阵。管理上，2019 年，公司进一步优化了营销管理架构及管理路径，成立了广东营销本部、全国营销本部及全国直营本部，重新梳理营销架构。2021 年 5 月 27 日，东鹏饮料在上交所上市，翻开新的发展篇章。未来随着募投项目的逐步落地，将为全国化提供产能支撑，并有望提高公司研发、营销、信息化水平。

图 1：东鹏饮料发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

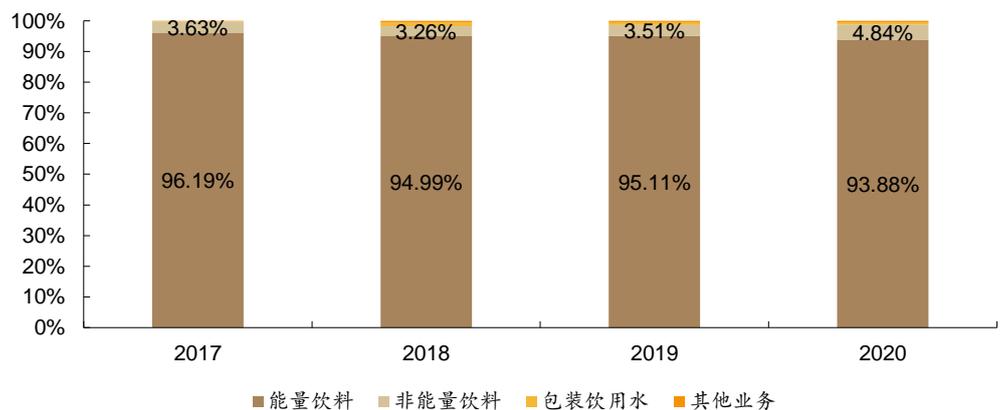
以“东鹏特饮”能量饮料为主，构建了丰富的产品矩阵。公司旗下产品涵盖能量饮料、非能量饮料以及包装饮用水三大类型，其中能量饮料是公司的主导产品，包括拳头产品“东鹏特饮”等。经过公司研发团队多年来的努力，公司产品除了能量饮料系列外，还包括由柑柠檬茶、陈皮特饮、冬瓜汁饮料、清凉茶、菊花茶、乳味饮料和包装饮用水等，产品矩阵不断完善。从营收占比来看，能量饮料仍是公司收入的主要来源，2020年收入为46.55亿元，其占公司营业收入中占比为93.88%；在非能量饮料方面，公司2018年对陈皮特饮重新进行了包装，2019年推出了新品“由柑柠檬茶”，带动非能量饮料在2019和2020年收入分别实现同比49.30%和62.23%的快速增长，其收入占比也从2017年的3.63%提高至2020年4.84%；公司包装饮用水目前收入占比仍较低，2020年为0.82%。

图2：东鹏饮料产品矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，百度图片，公开信息整理，德邦研究所

图3：2017-2020年东鹏饮料营业收入占比（按业务类型）



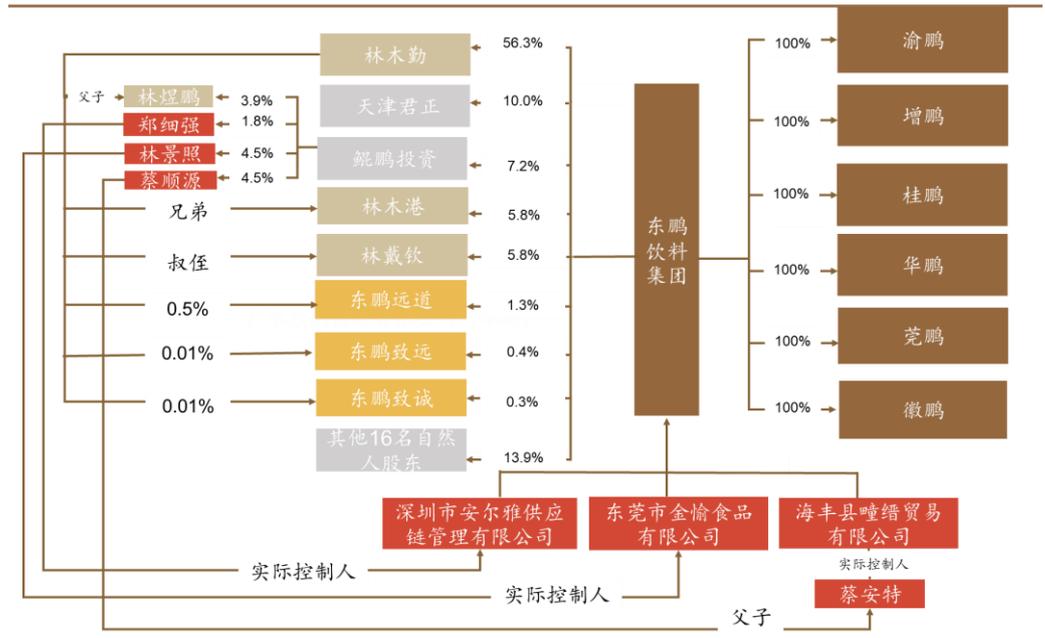
资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 股权结构稳定，股权激励激发员工积极性

公司股权结构稳定，具有家族企业特征，经销商入股实现渠道深度绑定。根

据公司招股说明书披露,公司董事长、总裁林木勤先生为控股股东、实控人,上市前直接持有公司 198,967,411 股,并通过鲲鹏投资、东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚间接持有公司 2,320,652 股、1,600,000 股、20,000 股、50,000 股,合计占比总股本的 56.38%。持有超过 5% 的股东中,多人系林木勤先生亲属。其中,林木勤与公司董事、执行总裁林木港兄弟关系,二人与公司董事、大区销售总监林戴钦系叔侄关系。林木勤之子林煜鹏为公司第三大股东鲲鹏投资有限合伙人,通过鲲鹏投资间接持有公司 3.87% 股份。公司主要经销商中东莞市金愉食品有限公司及其关联方、深圳市安尔雅供应链管理有限公司及其关联方、海丰县瞳缙贸易有限公司及其关联方的实际控制人为股东鲲鹏投资的合伙人,公司通过经销商入股,与渠道实现深度绑定。

图 4: 东鹏饮料股权结构 (招股说明书, 上市前数据)



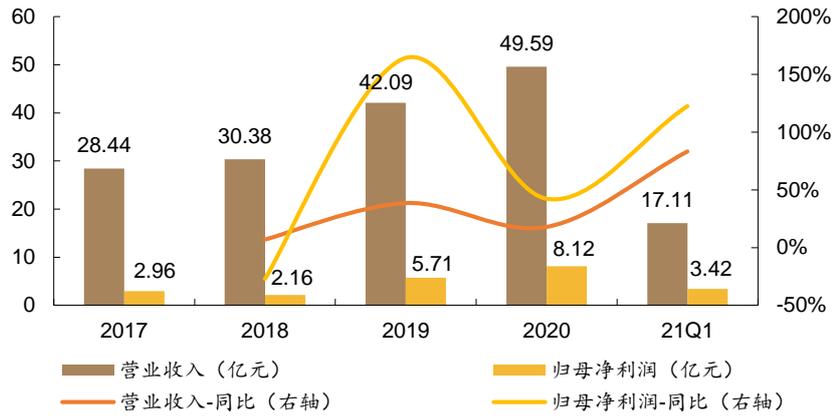
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

通过员工持股实施股权激励, 建立员工、股东与公司共同发展的长效机制。 2019 年公司增资 1000 万股, 系公司通过员工持股的方式实施股权激励。其中, 高管刘丽华、卢义富和蒋薇薇通过直接持股方式参与股权激励, 根据公司招股说明书披露, 上市前三人所持公司股份占比分别为 0.22%、0.11% 和 0.11%; 东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚为员工持股平台, 公司中高层以上技术骨干、经营骨干等通过前述持股平台参与股权激励。依据公司招股说明书披露的上市前数据, 东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚所持公司股份占比分别为 1.31%、0.42% 和 0.32%。公司实施股权激励, 有望充分激发员工的积极性, 并有望充分激活企业长期持续发展的动力。

1.3. 业绩整体保持较快增长, 盈利能力不断提升

公司近年业绩保持较快增长, 21Q1 增势延续。 得益于能量饮料行业的快速发展及公司市场地位的提升, 公司营业收入由 2017 年的 28.44 亿元增长至 2020 年的 49.59 亿元, CAGR 为 20.36%, 归母净利润由 2017 年的 2.96 亿元增长至 2020 年的 8.12 亿元, CAGR 为 39.96%。受疫情影响, 2020 年饮料行业遭受冲击, 不少公司增长受阻、业绩下滑, 但公司逆势增长, 实现营业收入同比增长 17.81%; 归母净利润同比增长 42.32%。21Q1 公司业绩增势延续, 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%。

图 5: 2017-2021Q1 东鹏饮料营收及归母净利润

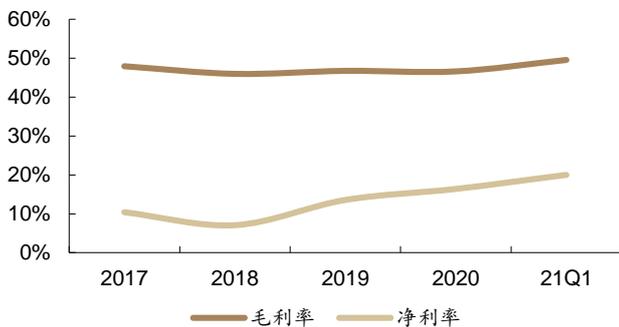


资料来源: Wind, 德邦研究所

毛利率总体较为稳定。公司能量饮料整体毛利率稳定，带动公司综合毛利率整体保持稳定，21Q1 毛利率上升至 49.54%。非能量饮料业务和包装饮用水目前业务规模仍较小，很多品类尚处于市场推广阶段，因此毛利率要显著低于能量饮料业务，但伴随业务规模不断扩大，毛利率有所改善。其中，非能量饮料 2020 年毛利率同比提升 15.35 个百分点至 9.28%，主要系由柑柠檬茶业务显著放量，其毛利率由 -18.88% 转正至 8.24%；包装饮用水业务的毛利率也在 2018 年后不断提高，并在 2020 年由负转正至 16.06%，主要系包装饮用水产量上升较快带来规模效应，同时公司新推出 750ml 大瓶装规格，单价有所提高，产品结构进一步优化。

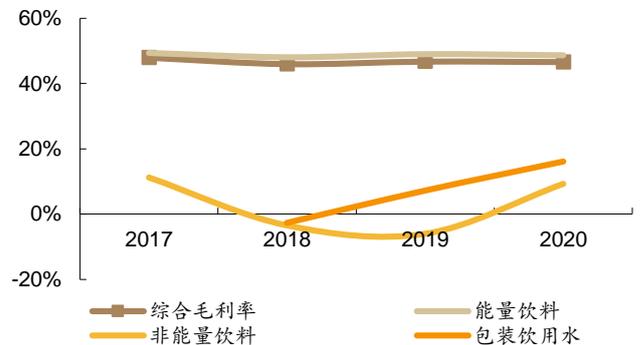
期间费用率稳中有降，净利率呈上升趋势。公司早期在销售费用上投入较大，近两年随着品牌、渠道建设逐渐完善，以及公司在“高空广告”之外，重点采用投放“地面广告”的方式实现消费者触达，“地广”相对来说费用更低，因此带来宣传推广费的下降，并进而带来销售费用率下降，导致整体费用率也随之下降，净利率有所提升，2020 年公司净利率稳步提升至 16.38%，21Q1 进一步提高至 19.98%。除了销售费用率，公司管理费用率、财务费用率、研发费用率均总体保持稳定。其中，2019 年管理费用率同比提升 0.77 个百分点至 4.78%，主要系当年实施股权激励，计入管理费用的股份支付费用达 4,539 万元。扣除股份支付的影响，2019 年公司管理费用率为 3.70%。

图 6: 2017-21Q1 东鹏饮料毛利率和净利率



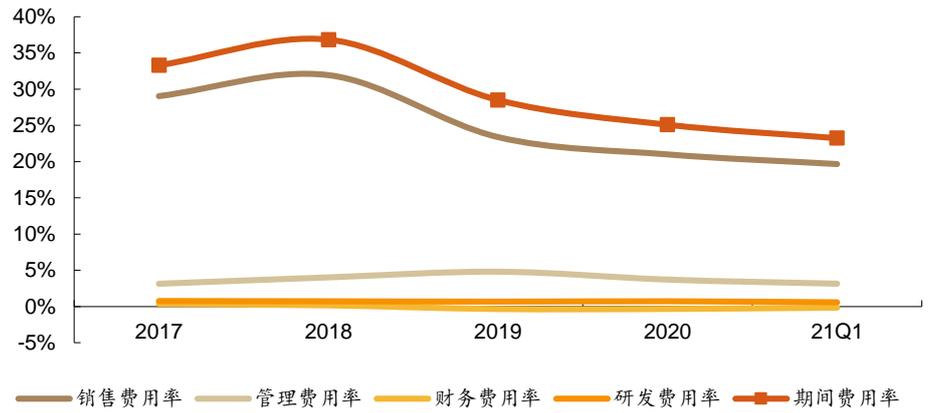
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 2017-2020 年东鹏饮料各主营业务毛利率



资料来源: Wind, 德邦研究所

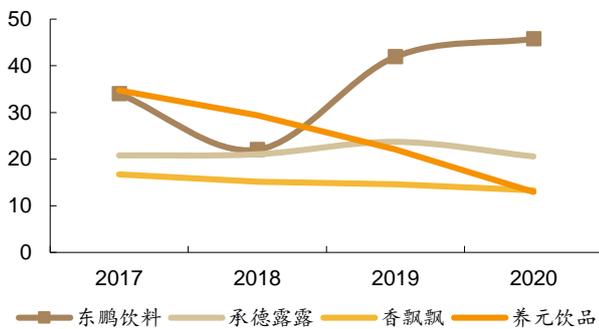
图 8: 2017-21Q1 东鹏饮料期间费用率情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

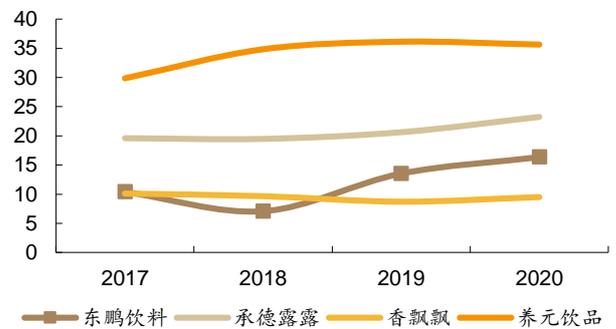
高资产周转率、高权益乘数带来高 ROE。公司 2018 年后 ROE 显著提升, 2020 受疫情影响, 可比公司 ROE 均有所下降, 但东鹏饮料 ROE 逆势增长, 高达 45.77%, 显著高于同为饮料行业的 A 股上市公司承德露露、香飘飘和养元饮品。根据杜邦分析法, 公司 ROE 较高, 主要得益于资产周转率和权益乘数水平远高于软饮行业其他公司。高资产周转率体现出公司较好的营运能力, 而高权益乘数则部分受到当时公司尚未上市的影响。利润率方面, 公司目前归母净利润/总营收仍相对较低, 但呈上升趋势, 未来伴随业务规模扩大, 规模效应愈发体现, 归母净利润/总营收有望持续改善, 将利好 ROE 的表现。

图 9: 东鹏饮料与可比公司 ROE (平均, %) 比较



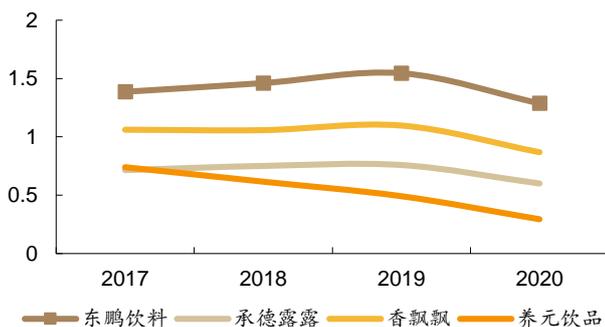
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 10: 东鹏饮料与可比公司归母净利润/总营收 (%) 比较



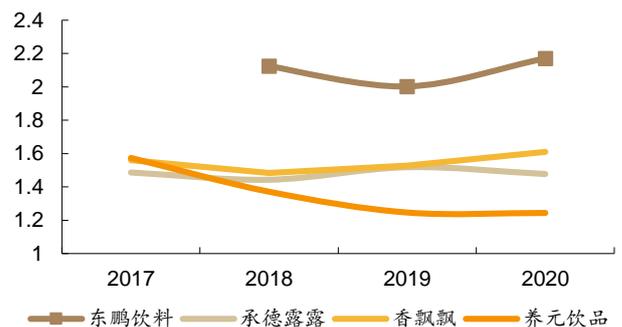
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11: 东鹏饮料与可比公司资产周转率 (次) 比较



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 东鹏饮料与可比公司权益乘数比较



资料来源: Wind, 德邦研究所

2. 增长快、空间大，我国能量饮料行业国货崛起

2.1. 消费升级助推力强，能量饮料发展迅速

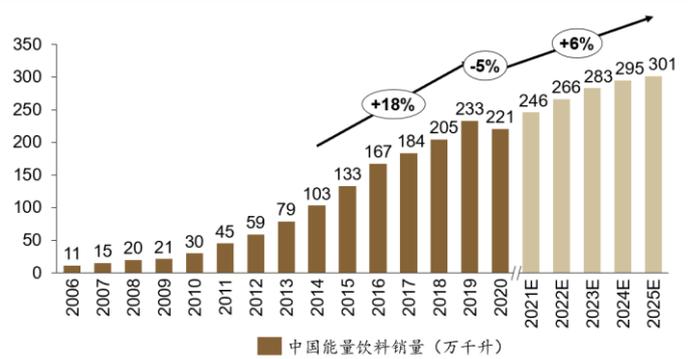
2020年我国能量饮料市场规模约450亿元，未来五年维持8%左右增长。根据Euromonitor数据显示，2014~2019年，我国功能饮料市场规模由235亿元增长至473亿元，维持15%左右增速。2020年，由于疫情冲击等影响，我国功能饮料出现阶段性下滑。预计未来五年，我国能量饮料市场维持8%左右增速，从量价维度来看，其中销量贡献6%，吨价贡献约1.5%左右。

图 13：未来五年我国能量饮料市场规模预计维持 8% 增速



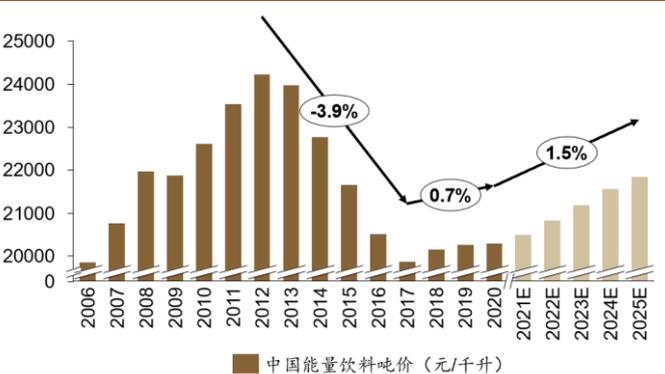
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 14：未来五年我国能量饮料销量预计维持 6% 增速



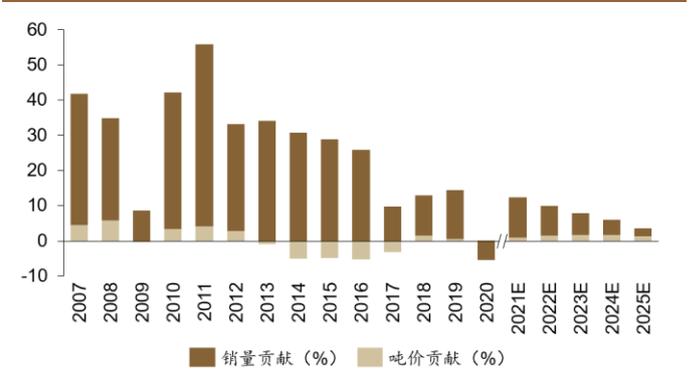
资料来源：Euromonitor，德邦研究所

图 15：未来五年我国能量饮料吨价预计维持 1.5% 左右增速



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

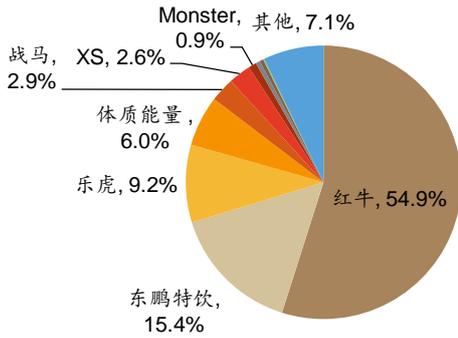
图 16：2007-2025E 我国能量饮料市场量价贡献拆分



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

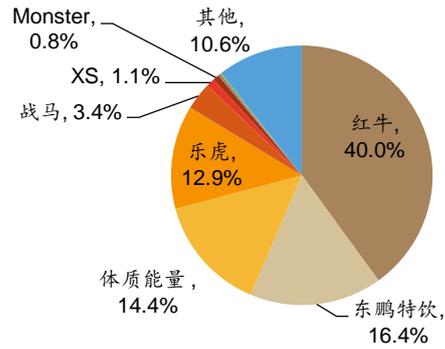
2017年后行业竞争格局相对改善，带来吨价回升。从行业吨价来看，能量饮料2012年吨价（RSP）达到2.4万元/千升顶峰后开始逐步下滑至不足2万元/千升，主要由于行业新进入者增加，行业竞争加剧，出现大量的低价竞争。2016年爆发的“红牛”商标之争成为行业竞争格局改善的拐点，第二、三梯队的能量饮料企业得到快速发展的机遇，吨价逐渐回升。根据Euromonitor数据显示，2020年中国能量饮料前五大市场份额高达88%（RSP），其中红牛占据54.9%的市场份额，东鹏特饮（15.4%）位居行业第二，3-5名分别为乐虎（9.2%）、体质能量（6.0%）、战马（2.9%）。从销量上看，前五大品牌销量市占率高达87%左右，其中红牛的市占率为40.0%，主要由于红牛定位5元以上的高端价位段。

图 17: 2020 年中国能量饮料前五大市场份额高达 88% (RSP)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

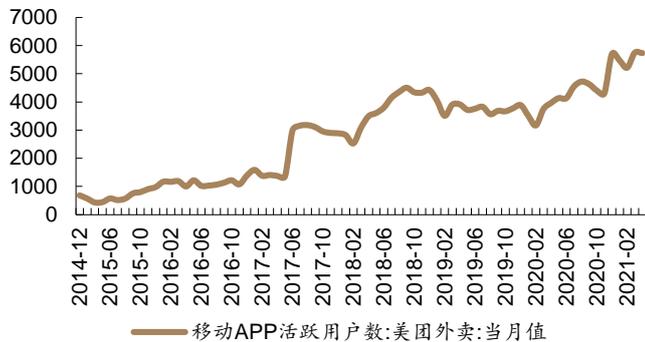
图 18: 2020 年中国能量饮料前五大销量高达 87%



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

外卖和快递等新业态贡献高粘性消费群体, 能量饮料逐步渗透入夜场等其他消费场景。能量饮料的主力消费人群由最初的体力劳动者司机、蓝领工人、快递员、医护工作者等逐步扩大至白领、学生等更多的消费群体。2020 年疫情催化下, 消费者居家消费开始兴起, 逐步培育了外卖和快递等新业态。外卖员和快递员是能量饮料消费的主力军, 同时受益于能量饮料饮用的及时性, 预计未来外卖和快递业的发展为能量饮料培养高粘性的基本盘。从消费场景看, 也开始逐步多元化, 能量饮料由传统的加班、熬夜、运动等各类“疲劳”场景, 逐步扩展到聚会、旅行、音乐节、电子竞技等更多休闲场景。例如, 在夜场等高端渠道, 消费者衍生出红牛配野格、XO 等新兴消费场景。

图 19: 美团外卖的活跃用户数 (万人)



资料来源: Wind, 德邦研究所

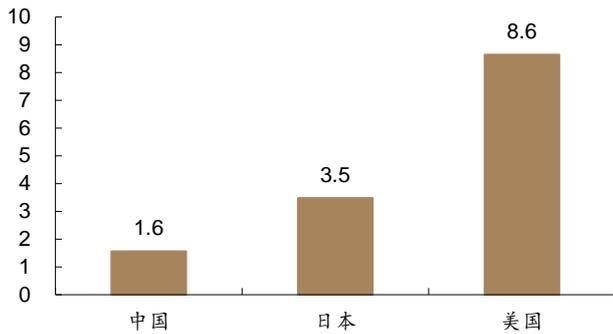
图 20: 夜场渠道能量饮料的新兴玩法



资料来源: 百度图片, 德邦研究所

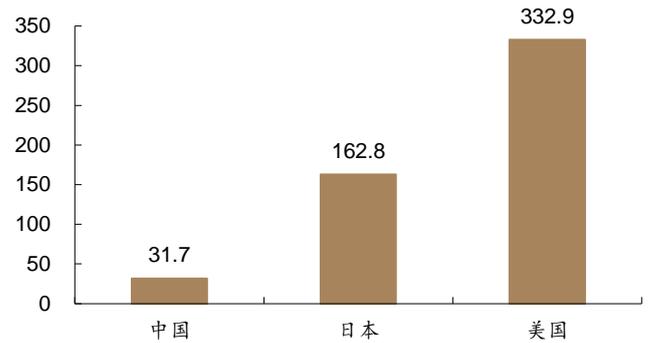
与发达国家/地区相比, 我国能量饮料人均消费量差距明显, 未来我国能量饮料市场增长潜力巨大。由于能量饮料进入我国大陆的时间相对较短, 市场仍处起步阶段。据 Euromonitor 的数据进行测算, 2020 年中国大陆功能饮料人均消费量为 1.6 升, 消费金额为 31.7 元。美国作为能量饮料成熟市场, 人均消费量为 8.6 升, 人均消费金额为 332.9 元, 分别为中国的 5.5 倍和 10.5 倍。同处东亚, 饮食习惯和我国相近的日本人均消费量为 3.5 升, 人均消费金额为 162.8 元, 分别为我国的 2.2 倍和 5.1 倍。随着消费者习惯进一步培养, 消费人群扩充, 我国能量饮料市场增长潜力巨大。

图 21: 2020 年各国能量饮料人均消费量 (升)



资料来源: Euromonitor, Wind, 德邦研究所

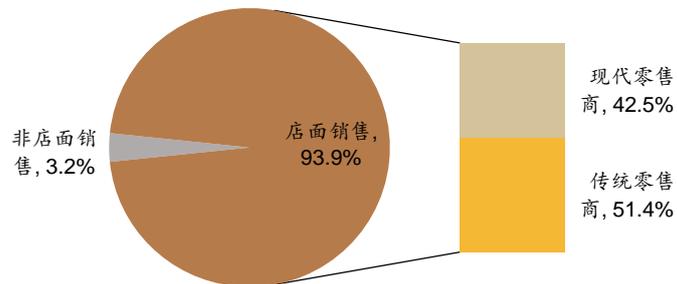
图 22: 2020 年各国能量饮料人均消费金额 (元)



资料来源: Euromonitor, Wind, 德邦研究所

能量饮料仍以传统渠道为主,工厂店、加油站等特通渠道成为抢占的制高点。能量饮料的消费更具有目的性(抗疲劳),即时消费属性相对较强,因此传统的线下仍为主要渠道。根据 Euromonitor 数据显示,2020 年店面销售在销量占比高达 93.9%,其中传统零售渠道占比略高于现代零售渠道,为 51.4%。从渠道分布来看,工厂店、加油站等特通渠道由于富集目标客群,以及暗含消费场景,因此成为各大能量饮料其他的竞争高地。例如,东鹏特饮过去 10 年在东莞市场摸索出“先打特通渠道,再切流通渠道”的渠道操作路径。

图 23: 2020 年我国能量饮料各渠道销售占比 (RSP)

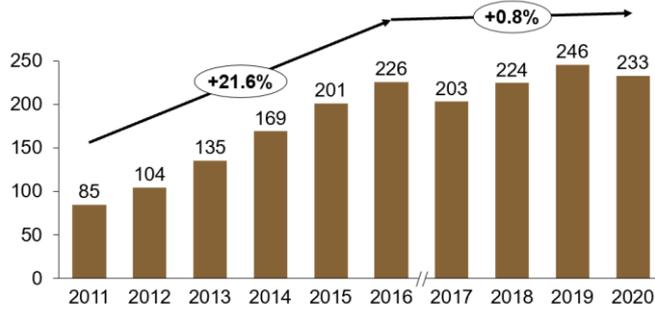


资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

2.2. 我国能量饮料竞争格局演变历史复盘: 国货崛起, 东鹏跃居第二

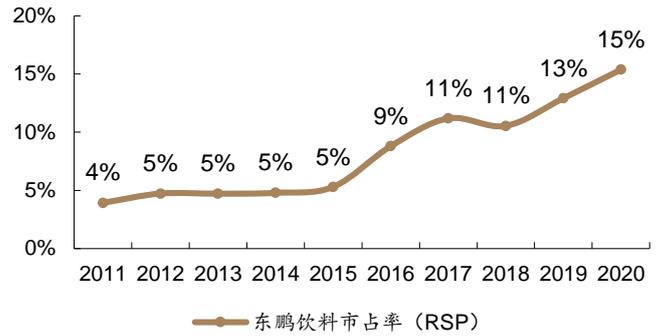
红牛面临商标之争,国产能量饮料迎来发展机遇。1995 年底红牛通过华彬集团代理的方式进入中国,在随后很长一段时间里,红牛逐步完成了对中国消费者的教育,也将能量饮料与红牛画上了等号,根据公开资料所得,2011 年红牛在中国能量饮料市场份额高达 90%,并在 2015 年销售额达到 230 亿。2016 年,泰国天丝红牛和华彬集团出现商标之争,而后红牛市场份额逐步下滑,根据 Euromonitor 数据显示,红牛在中国的市占率由 2011 年的 90%逐步下滑至 2020 年 55%左右。红牛作为功能性饮料的绝对龙头,由于商标之争给市场留下巨大的空白,未来我们看好东鹏特饮等国产能量饮料品牌的发展机遇。

图 24: 2011~2020 年红牛在中国地区的销售额 (亿元, RSP)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所
注: 欧睿统计口径可能与实际销量存在一定误差

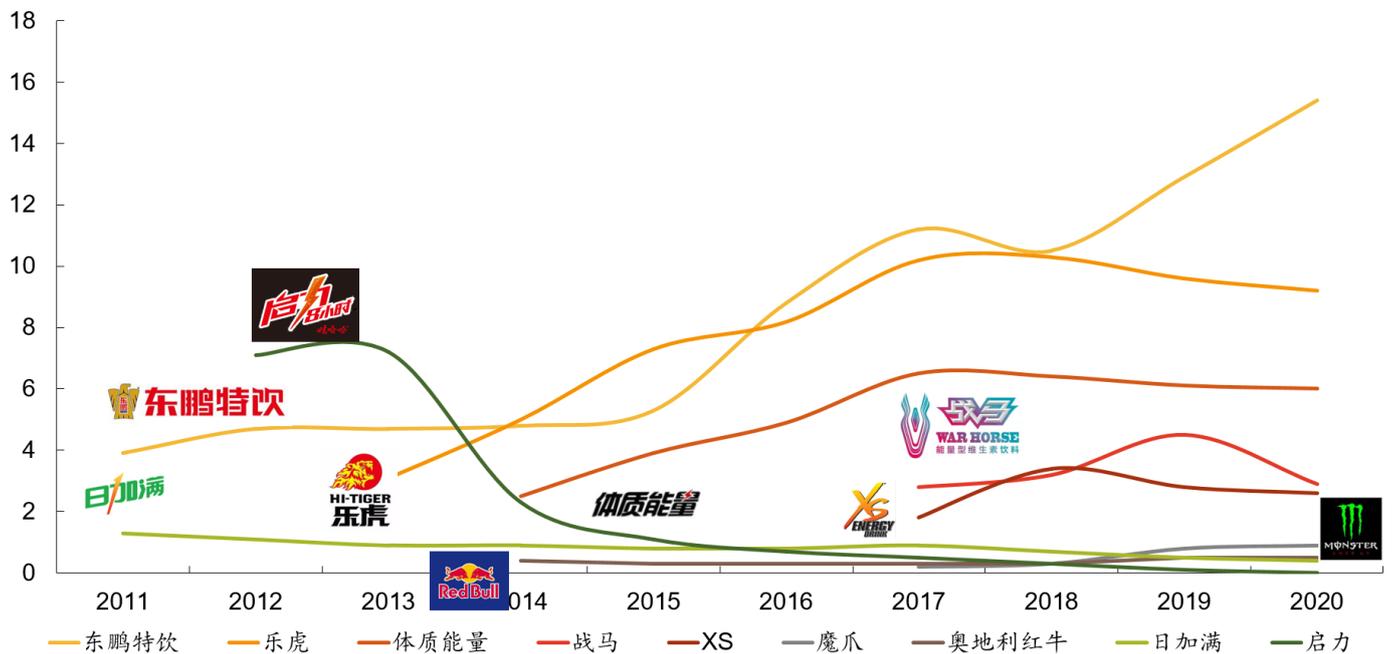
图 25: 2016 年之后东鹏饮料市场份额显著提升



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

国货崛起, 东鹏跃居行业第二。华彬集团从泰国引进的红牛在中国市场大获成功, 吸引了国内企业纷纷入局能量饮料赛道。东鹏饮料前身于 1998 年推出东鹏特饮, 2009 年完成包装、价格的重新定位, 迅速打开市场。随后, 国产品牌涌现, 国产快消品巨头娃哈哈于 2012 年推出启力, 达利集团于 2013 年推出乐虎, 河南中沃于 2014 年推出体质能量, 积极布局能量饮料赛道。2017 年, 华彬集团推出战马能量饮料作为旗下红牛品牌的补充。海外品牌也积极抢滩中国市场, 2014 年奥地利红牛进入中国市场, 2017 年可口可乐旗下的魔爪 (即 Monster Energy)、安利集团的 XS 也纷纷登陆中国大陆市场。

图 26: 2011-2020 年我国主要能量饮料品牌市场份额情况 (RSP, 单位: %)



资料来源: Euromonitor, 百度图片, 公开信息整理, 德邦研究所

复盘国内能量饮料市场格局的演变历史, 我们分析得出以下结论:

我国消费者对能量饮料口味已形成相对固化认知, 对新口味接受度较低。我国的能量饮料市场最先由红牛打开, 并且在很长一段时间里红牛处于绝对领导地位。经过红牛在中国市场对消费者进行的长时间消费习惯培育, 消费者已经对能量饮料口感、口味的认知相对固化, 即认为“能量饮料就应该是类似于红牛的味

道”。日加满、启力当年试图用和红牛口味差异较大的产品去抢占中高端市场，但都“昙花一现”，启力在 2012 年-2013 年市场份额达到 7%，但依旧无法改变消费者口味习惯，市场份额随后迅速下滑。甚至海外能量饮料龙头品牌魔爪和奥地利红牛，在进入中国后也发展平平，市占率均未突破 1%。近年来在能量饮料赛道实现成功突围的，往往是口味上与红牛相似的产品，如东鹏特饮、乐虎、体质能量，在口味上接近红牛有利于消费者接受，再通过各自的营销手段、渠道打法等逐渐培育消费者，不断提升品牌力。

传统饮料龙头切入能量饮料赛道之路并不一帆风顺，专注细分赛道反而彰显优势。目前国内能量饮料市场前两大龙头红牛和东鹏饮料，皆专注于该细分赛道发展，主力产品均为能量饮料；相比之下，乐虎和体质能量作为传统饮料龙头在能量饮料品类的细分品牌，近几年面临市场份额下降的问题，可口可乐旗下的魔爪进入中国后也表现的差强人意。我们认为，造成这种现象的主要原因有以下三点：

第一，传统饮料品类和能量饮料在定位上有区分，传统饮料龙头在品牌上赋能不显著。能量饮料强调“功能性”，对于大部分消费者而言是基于“抗疲劳”这一特定需求才会去饮用的，与消费者对其他传统饮料品类基于解渴的需求是有差异的。两者在产品定位上是有差别的，因此传统饮料龙头在切入这个赛道后的赋能并不显著，消费者并不太会有“传统饮料巨头就一定能够做好能量饮料”的认知。

第二，传统饮料龙头往往在进入新市场时持谨慎态度，容易失去先发优势；在资源的倾斜程度上也会有所不足。进军能量饮料赛道往往只作为公司整体战略中的一环，而非战略核心，因此在战略推进过程中相对保守。相比之下，专注于能量饮料细分赛道的公司，如东鹏饮料，东鹏特饮即为公司发展核心，资源可以优先倾斜，根据我们的渠道跟踪，东鹏饮料通过“一元乐享”叠加商户扫红包活动，一方面培育消费者，另一方面给予终端的利润空间超过乐虎和体质能量，市场份额提升效果显著。

第三，传统饮料龙头会有多个产品线，销售渠道上易形成内部竞争。从货架陈列来看，作为传统饮料龙头的某一细分产品线，其只能获得一小部分的货架空间，例如借用了可口可乐渠道的魔爪在中国市场需要与集团旗下其他产品分享货架，所分到的单位流量就小了很多，不利于曝光；从销售动力来看，传统饮料龙头拥有多个产品线，而对于销售人员的考核，往往是以整体业绩为基准。因此，销售人员更倾向于销售公司现有最好卖的单品，推广的重心很可能就不在能量饮料上。传统饮料龙头旗下的能量饮料品牌虽然背靠渠道优势，铺市率很高，但推广上并未获得有力支持。

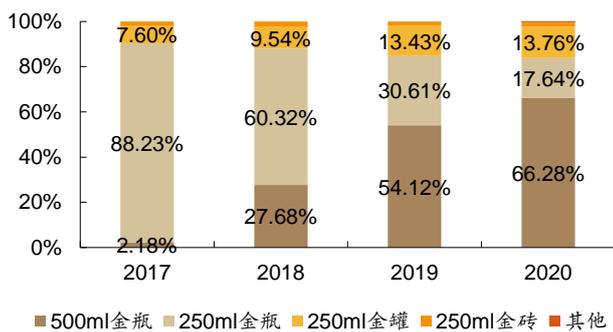
3. 东鹏特饮差异化定位，凭借高性价比成功突围

3.1. 产品上差异化：主打高性价比，多产品矩阵满足不同消费需求

以 500ml 金瓶为拳头产品，公司构建了以“东鹏特饮”为主的多规格、多包装、多类型的能量饮料产品矩阵。公司的能量饮料业务以“东鹏特饮”为主，主要产品包括 500ml 金瓶，250ml 的金瓶、金罐和金砖，涉及多种规格和多种包装。2020 年以来公司又相继推出“东鹏加气”、“东鹏 0 糖”等新品，通过开发含气及无糖的能量饮料产品，进一步完善了产品矩阵：

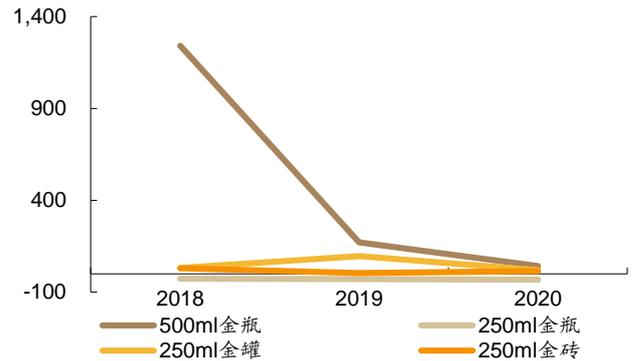
- **500ml 的金瓶：**公司拳头产品，其在 2017 年推出后销量快速提升，尤其在广东以外地区发展迅猛，2017-2020 年收入 CAGR 高达 272.82%，2020 年收入已达 30.85 亿元；其在能量饮料业务收入中占比快速提升，2020 年占比已达 66.28%，成为最主要的收入贡献来源。
- **250ml 金瓶：**在公司能量饮料业务中收入占比排名第二，2020 年其在能量饮料业务收入中占 17.64%。250ml 金瓶原来为公司主打产品，但伴随全国化过程中 500ml 金瓶销量快速增长，因此公司将部分 250ml 金瓶产线改造为 500ml 金瓶产线，带来产能下降，其销售收入整体有所下降。
- **其他产品：**除此以外，2020 年公司能量饮料业务收入中，250ml 金罐占 13.76%，250ml 金砖占 1.81%，其他能量饮料产品占 0.51%。

图 27：2017-2020 年东鹏饮料能量饮料业务分品类收入占比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 28：2018-2020 年东鹏饮料能量饮料业务分品类收入增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

东鹏特饮主打高性价比，形成错位竞争，并通过多产品矩阵进一步占领市场。我们将东鹏饮料和红牛、乐虎、体质能量、战马及魔爪等我国主要能量饮料品牌的产品进行全方位比较：东鹏特饮凭借产品的高性价比（以 500ml 瓶装为代表），打破了原先红牛打造的 250ml 罐装零售价 6 元的高定价格局，瞄准下沉市场，聚焦更广大的能量饮料需求，以相似的功能性、口感，更高的性价比抢占市场份额。东鹏饮料再通过推出多规格、多包装的 SKU，以及含气、无糖的新品，满足不同消费群体的消费需求，进一步提高市占率。

图 29：我国主要品牌能量饮料产品矩阵比较

	红牛	东鹏	乐虎	体质能量	战马	魔爪			
经典	天丝红牛  维生素风味饮料	安奈吉功能饮料  安奈吉功能饮料	金砖特饮 (250ml)  金砖特饮 (250ml)	乐虎  维生素功能饮料 (瓶装)	乐虎  维生素功能饮料 (罐装)	体质能量  金罐体质能量	带盖体质能量  带盖体质能量	战马能量型维生素功能饮料 (瓶装)  战马能量型维生素功能饮料 (瓶装)	魔爪龙之金经典口味  魔爪龙之金经典口味
	华彬红牛  维生素功能饮料	华彬红牛  维生素功能饮料 (牛磺酸强化型)	金瓶特饮 (250ml及500ml)  金瓶特饮 (250ml及500ml)	乐虎  维生素功能饮料 (细罐)	乐虎  金钻体质能量	乐虎  黑球体质能量	战马能量型维生素功能饮料 (罐装)  战马能量型维生素功能饮料 (罐装)		
含气	奥地利红牛  原味能量饮料	东鹏加氧  东鹏加氧		乐虎  黄罐含气牛磺酸强化	乐虎  含气黑罐体质能量	战马含气能量型维生素功能饮料 (瓶装)  战马含气能量型维生素功能饮料 (瓶装)	黑魔爪  黑魔爪原味	蓝魔爪  蓝魔爪芒果味	
	其他		东鹏0糖  东鹏0糖	乐虎  咖啡能量饮料	乐虎  果汁能量饮料	魔爪  白魔爪无糖清爽口味	魔爪  魔爪龙茶柠檬口味		

资料来源：公司公告，公司官网，百度图片，公开信息整理，德邦研究所

具体比较来看：

- **东鹏特饮品牌获得药监局保健食品认证，产品关键成分含量位列行业中上游。**东鹏特饮系列产品获得了我国保健食品注册认证，产品的安全性、保健功能以及品质通过了严格、系统评价，这为产品的抗疲劳功能提供了强大背书。行业其他竞争对手中，华彬红牛、乐虎、战马和奥地利红牛获得了保健食品认证，天丝红牛只有安奈吉获得了保健食品认证，而体质能量和魔爪均没有。同时，牛磺酸、咖啡因能够有效缓解疲劳，是能量饮料提神抗疲劳的关键有效成分，500ml 金瓶的东鹏特饮每 100ml 中牛磺酸、咖啡因的含量分别为 50mg 和 20mg，位于行业中上游，为达到抗疲劳的效果提供了较好的保证。
- **东鹏特饮差异化包装，高性价比优势明显，多种包装可满足不同消费者需求。**市场上能量饮料产品包装规格偏单一，并以罐装为主。罐装制造成本高，所以售价每毫升单价最高，虽然质感最佳，但缺乏性价比，且开罐后不易保存、携带。东鹏特饮早在 2009 年便独创 PET 塑料瓶包装及防尘盖设计，推出了 250ml 金瓶包装，满足了中国消费者对卫生、易携带的需求，大获成功。随后又精确瞄准了能量饮料产品大容量包装的缺口，在 2017 年推出 500ml 金瓶包装，定价 5 元/瓶，每 100ml 的价格仅为 1 元，以极致性价比快速攻占市场。目前东鹏特饮共有 4 种包装规格，分别为 250ml 盒装、250ml 瓶装、250ml 罐装、500ml 瓶装，零售单价分别为 2 元、3 元、4 元、5 元，每 100ml 的单价分别为 0.8 元、1.2 元、1.6 元、1 元。500ml 金瓶与其他品牌竞品相比，每 100ml 的单价仅高于体质能量 600ml 瓶装牛磺酸维生素饮料，性价比优势突出。
- **东鹏特饮充分挖掘市场潜力，推出东鹏加氧、东鹏 0 糖全新产品满足消费者多元化、健康化口味需求。**红牛凭借其先发优势并通过大单品战略成为行业龙头，但是近年来消费者的个性化诉求明显上升，尤其是新冠疫情之后消费者健康意识明显增强，东鹏加氧、东鹏 0 糖的推出正好迎合了这些新场景下的增量需求，能进一步挖掘市场的潜力、开拓市场增

量。对比中国市场主要能量饮料品牌，公司的产品矩阵较为丰富。

表 1：我国主要能量饮料品牌的代表产品比较

品牌	保健食品认证	产品	规格 (ml)	包装	牛磺酸 (mg/100ml)	咖啡因 (mg/100ml)	价格/瓶	折算价格/100ml	产品图片
东鹏特饮	有	维生素能量饮料 (金瓶)	500	瓶	50	20	5	1.00	
华彬红牛	有	维生素功能饮料	250	罐	50	20	6	2.40	
天丝红牛	安奈吉有, 另一款维生素风味饮料无	安奈吉饮料	250	罐	190	20	6	2.40	
奥地利红牛	有	原味能量饮料	250	罐	400	20	12	4.80	
乐虎	有	氨基酸维生素功能饮料	250	罐	38	13	4	1.60	
体质能量	无	牛磺酸维生素	600	瓶	50	2	4	0.67	
战马	有	能量型维生素饮料	310	罐	40	15	6	1.94	
魔爪	无	能量风味饮料	330	罐	54	28	6	1.82	

资料来源：公司公告，公司官网，京东，百度图片，公开信息整理，德邦研究所

3.2. 营销上差异化：定位“日常”扩场景，广铺“地广”接地气

定位“日常消费”，打破能量饮料传统印象，扩充消费场景。以红牛、乐虎在品牌打造上专注于针对“运动”和“极限运动”的营销投入，将品牌专注定位于“刺激”、“能量”，差异化不明显。由于红牛品牌根基深厚，其他此类产品容易被消费者当成“山寨红牛”。而东鹏特饮另辟蹊径。自 2013 年邀请谢霆锋为代言人以来，除体育营销以外，大幅赞助、植入热播影视剧、综艺、电竞赛事等娱乐形式，瞄准大众消费群体，在保持了传统能量饮料调性的同时，从不同角度触达潜在客群，完成消费者教育。品牌产品的使用场景得到扩充，使消费者对于东鹏饮料的认知不仅仅局限在能量饮料的“功能性”需求上，而是延伸至日常消费的饮料品种。差异化的品牌定位，为东鹏饮料扩大市场打下基础。同时，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，深受年轻消费群体喜爱。

图 30: 东鹏特饮赞助热播综艺《天天向上》



资料来源: 百度图片, 德邦研究所

图 31: 东鹏特饮植入大 IP 电影《唐人街探案 3》



资料来源: 百度图片, 德邦研究所

饱和式广告营销打法, 广铺“地广”接地气。2019 年以前, 公司以“高空广告”等传统营销方式为主, 对品牌的推广和营销上投入较大。除热播影视剧、热门综艺外, 公司也赞助植入大型体育赛事直播等, 如 2018 年俄罗斯世界杯。2017 年和 2018 年公司广告及推广费用占营业收入的比重远高于可比上市公司。2019 年公司推行饱和式营销策略, 重点加强了与消费者日常更加贴近的、接触更频繁的“地面广告”领域投放, 全年户外共投放 1,800 多辆公交, 1,700 多块候车亭、400 多块 T 牌、2,800 多块墙体等, 直接对消费者进行高密度覆盖, 极大的提升了公司的品牌辨识度。

图 32: 东鹏特饮公交车广告



资料来源: 百度图片, 德邦研究所

图 33: 东鹏特饮公交站台广告

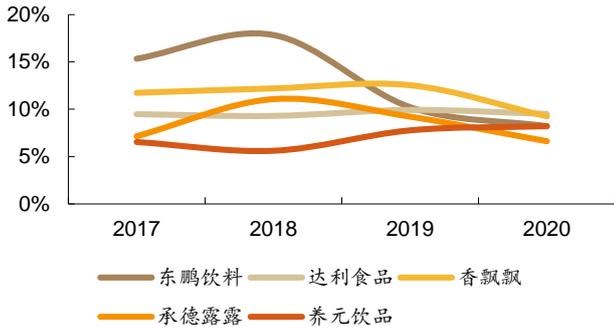


资料来源: 百度图片, 德邦研究所

积极尝试新营销模式, 效果明显。此外, 公司顺应自媒体发展潮流, 在抖音平台上开展内容共创大赛, 邀请各大 MCN 机构旗下达人以“累了困了醒醒吧”为题进行短视频创作, 涌现出一批质量不输广告片的优秀作品, 最终收获播放量超过 60 亿。将品牌融入消费场景的同时, 加深了消费者对品牌的认知与连接。

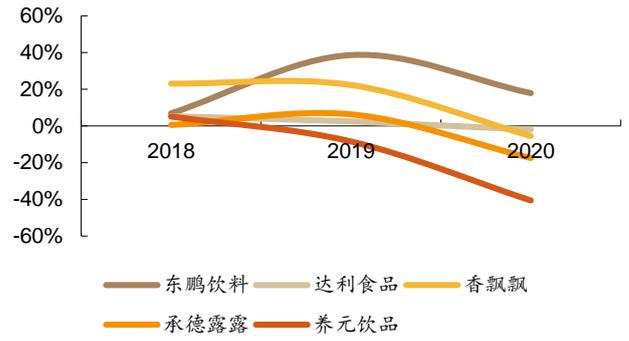
饱和式营销打法性价比高, 减费不减效。以“地面广告”为代表的饱和式营销策略, 降低了公司宣传推广的成本, 2019 年以来公司广告及推广费用占比有所下降, 但却收获了较好的营销效果, 公司的营业收入增长依旧稳健, 2019 年以来营收增速远高于竞争对手。尤其是 2020 年, 饮料行业深受疫情影响, 多数业内公司营收增长为负, 而东鹏饮料不降反升, 全年同比增长 17.81%。品牌打造已颇具成效, 消费者认可度高。

图 34: 东鹏饮料广告及推广费用在销售费用中占比不断下降



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 35: 东鹏饮料营业收入稳健增长



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4. 全国化扩张顺利，渠道建设形成壁垒

4.1. 以华南区域为大本营，向全国市场扩张

东鹏饮料扎根广东、广西区域，产销体系完善，品牌认可度高。广东区域作为东鹏饮料的大本营，为公司贡献了超过一半的收入，2020年约27.5亿元，在主营业务收入中占比达55.74%，遥遥领先全国其它区域。广西地区毗邻广东，贡献销售收入5.2亿元，排名第三，在主营业务中占比稳定在10%上下。2019年人均消费额方面，广东广西分别为28.68元和16.32元，组成第一梯队，品牌影响力、竞争优势突出。运输方面，公司在广东省内获得经销商高度认可，省内运输费用由经销商自行承担。

图 36：2017-2020 年东鹏饮料主营业务收入的区域分布情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 2：两广地区公司产品人均消费（元）额最高，华中、华东、西南、华北增势迅猛

	2017 年人均消费额	2018 年人均消费额	2019 年人均消费额	CAGR
广东	22.71	21.53	28.68	12.38%
广西	12.49	13.29	16.32	14.31%
华中	1.80	2.26	3.59	41.19%
华东	1.44	1.76	2.54	33.09%
西南	0.98	1.03	1.76	34.31%
华北	0.44	0.66	0.81	34.94%
北方	0.12	0.15	0.14	6.71%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

成功打造广东“东莞模式”，全国化扩张有迹可循。在渠道打法方面，东鹏饮料在 2003-2013 年期间，深耕广东东莞市场，摸索出一条“先打特通，再进入现代流通”的路径，东莞市场并于 2012 年成功实现销售额破亿。2013 年，公司开始进军全国市场，仍然延续“先打特通，再进入现代流通”的路径。两广以外区域收入增长迅猛，在主营业务收入中占比从 2017 年的 22.77% 上升到了 2020 年的 33.71%，其中中华和华东地区已经成长为除广东和广西之外的另外两个核心市场，2020 年在主营业务收入中占比分别为 11.31% 和 10.11%。

2020 年疫情期间借助快递外卖行业风口，加速渠道下沉。公司主打高性价比的能量饮料产品，快递小哥、货运司机及外卖小哥属于典型用户群。2020 年，受疫情的影响，快递及外卖行业迅速增长，也助推公司整体销量的增长。另一方面，受疫情期间交通管制等影响，春节期间返乡人员回到工作城市时间较往年推迟较多。公司在此期间大力发展广东以外的区域，特别是春节人口回流大省，持续开

拓乡镇市场实现渠道下沉，带动了公司在全国范围内的销量增长以及品牌推广和消费者培育。2020年，公司在四川、贵州等西南区域，河南、山东等华北区域，广西以及北方区域，分别实现了同比 53.75%、47.61%、25.88%及 77.86% 的快速增长。

公司积极扩大产能，为全国化扩张打下坚实基础。目前，公司已形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，并仍在积极扩大产能，新广州厂的建成将为华南区域提供产能保障，为稳固、扩大市场打下基础。重庆新厂的设立则为公司填补了西南地区的产能空白，而由于饮料行业具有经济运输半径，此举将进一步为公司加强对西南、华中等地区的覆盖，完善全国布局。目前公司全产品线产能约为 180 万吨/年，在建生产基地全部达产后，预计将实现约 250 万吨/年。

4.2. 营销管理体系优化，经销商网络稳步扩大，筑建渠道护城河

围绕全国化目标，优化营销管理架构。2019年，公司采取阿米巴模式，对区域经理充分赋权，基层销售人员采取“底薪+提成”的模式，薪酬上不封顶，极大地激发终端销售人员的积极性。同时，公司成立了广东营销本部、全国营销本部及全国直销本部，并对全国营销本部重新进行梳理，确定了广西、华中、华北、西南四个事业部和北方大区的营销管理架构，为推进全国化战略打下基础。各营销事业部根据当地市场特点因地制宜制定经销策略，实现精细化管理。

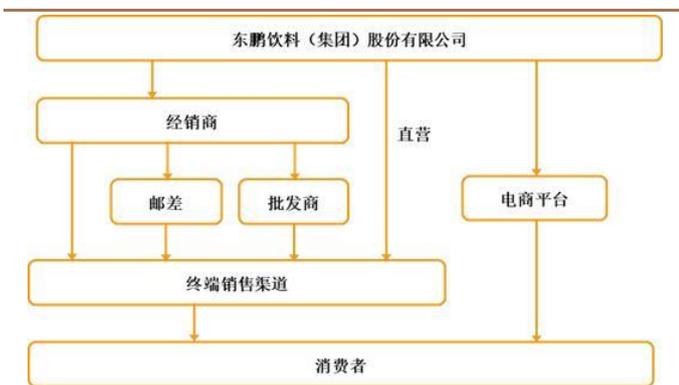
大方向上分为精耕和大流通两种模式：

►在广东、广西、华东、华中等核心市场，采用精耕模式，通过配备经验丰富的业务人员与经销商、批发商、终端门店共同进行市场销售和消费者的维护及开发，提高铺市率、陈列辨识度、品牌影响力，增加对经销网络的管控，从而实现与消费者的近距离接触和及时反应。

►在其它具有较大消费潜力的成长性市场区域主要采取大流通的模式，与自有销售团队能力强的经销商展开合作，利用其在当地的市场资源和自身能力，完成对渠道的维护及商品的销售工作。

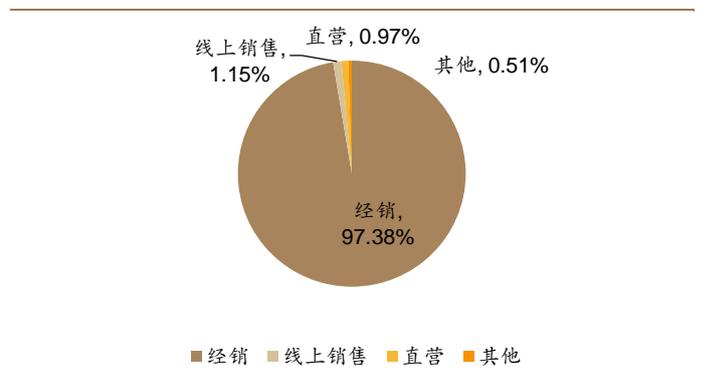
以经销模式为主，形成了网点多、覆盖广、渗透强、层次扁平的销售体系。公司的销售渠道以经销为主，2020年经销在主营业务收入中占比达 97.38%，直营和线上销售的占比分别为 0.97%和 1.15%。经销模式下，公司将产品以卖断式销售给经销商，经销商将产品销售给下级邮差及批发商、终端销售渠道（超市、便利店等），然后由终端渠道销售给消费者；直营模式主要针对部分交通渠道（加油站便利店、高速路服务区）及大型卖场或区域性连锁超市等终端销售渠道。

图 37：东鹏饮料各销售模式示意图



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 38：东鹏饮料 2020 年各销售渠道在主营业务收入中占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

“经销商—邮差/批发商—终端门店”的渠道搭建趋于完善，经销商、邮差及批发商、覆盖门店数量稳步扩大，形成壁垒。截至2020年末，东鹏饮料已有经销商1,600家，邮差及批发商5万余家，覆盖店面超过120万家，根据我们的渠道跟踪，目前公司终端门店已达150万家。特别是在除广东以外的其他全国渠道的布局方面，公司投入较多，经销商由2019年末的1,029家提升到1,376家，邮差及批发商由2万余家提升至约4万家，终端门店由60万余家提升至90万余家。2018年，香飘飘前高管卢义富加盟东鹏饮料，其曾任加多宝北方市场负责人。卢义富上台后，公司严抓跨区域窜货、经销竞品等行为，一经发现将直接取消经销资格。公司主要营收来自持续合作的经销商，退出经销商营业收入占总营业收入比例低，经销商与公司合作良好、忠诚度高。对于新品牌而言，老玩家成熟的经销商体系形成了进入壁垒，需要投入大量资源、时间去追赶。

表 3：全国经销商数量逐年净增加

	2017	2018	2019	2020
经销商期初数量	659	953	1123	1236
经销商本期新增	403	424	424	536
经销商本期减少	109	254	311	172
经销商期末数量	953	1123	1236	1600
退出经销商收入占比	0.35%	0.64%	0.77%	1.57%

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.3. “一元乐享”活动力度加码，加速推进渠道扩张

2018年末，公司根据市场情况推出了“一元乐享”新型促销活动：即消费者购买250ml或500ml瓶装东鹏特饮，若开盖发现“壹圆乐享壹罐”字样，经商户扫盖内码验证成功即为中奖，即可用1元向商户换购250ml金罐一罐。对于商户而言，一方面“一元乐享”活动中消费者换购的250ml金罐由公司提供，商户没有成本；另一方面，公司为其准备了“一元乐享商户扫”的扫码领红包的活动，只要将中奖瓶盖再次扫码完成核销，商家即可获得一个红包，同时中奖瓶盖的二维码作废，防止再次兑换。

图 39：东鹏特饮“一元乐享”活动



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 40：“一元乐享商户扫”活动



资料来源：公司公告，德邦研究所

消费者端，“一元乐享”活动推动渠道下沉，增加消费者粘性，培育250ml金罐的消费习惯。东鹏特饮产品定位中低端，品牌主打性价比，相比红牛更容易让广大消费者所接受。除了相对较低的定价外，东鹏特饮还通过“一元乐享”的活动保持消费者的参与度与新鲜感，在与消费者的充分互动中实现精准营销。“一元乐

享”活动得到了消费者广泛认可，经过前期宣传推广，于 2019 年第二季度消费者参与度逐步提升，带动公司 2019 第二、三、四季度主营业务收入同比增长 36.02%、65.94%、56.67%。同时公司也通过换购 250ml 金罐的手段，不断培育消费者对金罐的消费习惯，以期望打入红牛为主导的 250ml 罐装能量饮料市场。公司 2019 年在 250ml 金罐产品上动作频频，除了“一元乐享”活动外，2019 年公司对金罐特饮平均出厂价格、终端零售指导价格进行了调整，其中到岸价由 86 元/箱（含税）下调至 56 元/箱（含税），终端零售指导价格由 5 元/罐下调至 4 元/罐，这一系列的举措带动 250ml 金罐在 2019 年销量高增 151.11%，即使在去年疫情情况下也有 22.45% 的增长，在公司能量饮料板块里销量增速仅次于 500ml 金瓶。

终端门店端，“一元乐享”既拉动动销又带来远高于竞品的利润，形成了强大的渠道推力。一方面，“一元乐享”活动提升了消费者购买的积极性，有效拉动终端动销；另一方面，通过商家扫红包加厚终端利润，进一步拉动终端门店销售的积极性。我们对比同等价位的东鹏特饮、乐虎和体质能量，终端店的销售毛利大多在 1~1.5 元左右，东鹏特饮在此基础上推广“一元乐享”活动和“一元乐享商户扫”活动，而体质能量仅有一元乐享活动，乐虎没有其他买赠活动。根据我们的渠道跟踪，以 2020 年为例，在部分地区，对于终端门店而言，一瓶中奖的东鹏特饮的毛利在 3.8 元左右，体质能量在 2.2 元左右，乐虎在 1.2 元左右，丰厚的利润加大了渠道推力，也加快了东鹏特饮全国化的扩张，抢占了一部分乐虎和体质能量的份额。

“一元乐享”活动看似简单，但其实离不开高效的执行力以及信息化系统的支持。传统的“一元乐享”，是需要将中奖瓶盖寄回公司，才能完成商家收益的兑现，商家存在一定的账期压力。在 2019 年及以前，东鹏饮料仍然需要回收中奖瓶盖，但 2020 年开始，公司开始生产“四码关联”的产品，并在自主开发的鹏讯云商信息化系统的支持下，商家在系统上完成扫码之后，在 2 天左右就能在系统上完成兑付，兑付的时间大大缩短，并可以解决仿冒中奖瓶盖、二次兑奖等问题，执行力大大提升。而其他一些饮料品牌在进行类似促销活动时，需要将盖子邮寄，兑付周期较长，账期压力较大，并且面临瓶盖损坏或假冒而少兑换的问题，活动的实际效果大打折扣。

5. IPO 将多维度助力公司提高核心竞争力

上市募投继续加码产能扩充，并从多维度提高公司核心竞争力，为全国化打下扎实基底。根据公司招股说明书，本次公司 IPO 募投项目主要包括生产基地建设、营销网络升级及品牌推广、信息化升级建设、研发中心建设和总部大楼建设等，总投资额约为 25.10 亿元，其中拟用本次募集资金约 17.32 亿元。

表 4：东鹏饮料 IPO 募投项目情况（单位：万元）

项目类型	项目名称	实施主体	投资总额	拟用募集资金
生产基地建设	华南生产基地建设项目	华鹏	72,878.00	46,907.67
	重庆西彭生产基地建设项目	渝鹏	50,853.00	33,996.10
	南宁生产基地二期建设项目	桂鹏	20,000.00	15,000.00
营销网络升级及品牌推广	营销网络升级及品牌推广项目	公司	67,091.07	37,091.07
信息化升级建设	集团信息化升级建设项目	公司	5,309.18	5,309.18
	腾讯云商信息化升级建设项目	腾讯云商	2,212.04	2,212.04
研发中心建设	研发中心建设项目	华鹏	3,147.00	3,147.00
总部大楼建设	总部大楼建设项目	公司	20,640.35	20,640.35
补充流动资金及偿还银行借款	补充流动资金及偿还银行借款	公司、华鹏、桂鹏	8,889.27	8,889.27
合计			251,010.45	173,192.68

资料来源：公司公告，德邦研究所

5.1. 加大生产线项目建设，产能布局进一步完善

募投项目全部达产后，将实现新增 110 万吨产能。公司通过首次公开发行募集资金后，预期将从本期募资中抽取 9.59 亿元，并通过公司自筹 4.79 亿元投向华南生产基地建设项目、重庆西彭生产基地建设项目及南宁生产基地二期建设项目。其中华南基地的建设规划包括罐装饮料生产线、瓶装饮料生产线以及瓶装饮料（冷罐装）生产线各两条，重庆基地的建设规划包括 3 条瓶装饮料生产线、1 条瓶装饮料（冷罐装）生产线以及 1 条包装饮用水生产线，南宁基地二期拟扩建 3 条瓶装饮料生产线，项目建设完成后预期分别形成 48.12 万吨、39.50 万吨及 22.50 万吨的生产能力。待生产线全部建成达产之后，公司预计新增 110 万吨产能/年，届时将大幅提高东鹏的产品供应能力，扩大市场占用率。

产能布局进一步完善，华南地区产能限制得到缓解，中西部地区产能布局开始推进。一方面，东鹏特饮根植于华南地区，在当地市场占有率相当可观，并且由于饮料行业受季节性影响较大，在生产旺季该地区产能利用率已经接近饱和，因此现有产能不足已经成为制约其市场份额进一步扩大的短板。另一方面，公司生产线集中在两广及安徽地区，对于华中及西南等地的供货运输成本相对较高。在华南以及重庆地区建厂对于东鹏提升的公司产能、拓展市场份额、降低运输成本以及完善市场布局意义重大。

表 5：东鹏生产线募投项目情况

项目名称	建设规划	投资总额 (亿元)	建设期、达产期	产能
华南生产基地建设项目	2条二片罐装生产线	7.29	建设期3年 达产期5年	48.12万吨
	2条PET瓶装生产线			
	2条PET瓶装(冷罐装)生产线			
重庆西彭生产基地建设项目	3条PET瓶装生产线	5.09	建设期3年 达产期5年	39.50万吨
	1条PET瓶装(冷罐装)生产线			
	1条包装饮用水生产线			
南宁生产基地二期建设项目	3条PET瓶装生产线	2.00	建设期3年 达产期5年	22.50万吨

资料来源：公司公告，德邦研究所

5.2. 营销+研发+信息化建设加码，多维度提高公司核心竞争力

加码营销网络升级及品牌推广，助升东鹏品牌形象。公司 IPO 募投项目中，拟投入 3.71 亿元建设营销网络升级及品牌推广项目（项目总投资金额为 6.71 亿元），将从营销网点升级、渠道建设、品牌建设等方面进一步提升公司整体营销及渠道力，并加大产品推广力度，进一步提高品牌影响力。

加速信息化升级，数字化营销管理体系打造核心护城河。公司 IPO 募投项目中，拟投入 0.75 亿元用于信息化升级建设，实现全面提高管理和运营效率。一方面，公司拟投入 0.53 亿元用于支持集团信息化升级建设项目，比如企业 ERP 系统及 WMS 仓储管理系统，未来在仓储物流方面将会实现智能仓储物流，大大节约人工成本；在供应链管理方面，升级后的系统将提升公司在采购、生产到销售各环节的配合，大幅优化销售端的系统管理。另一方面，公司将投入 0.22 亿元用于鹏讯云商信息化系统升级建设项目，丰富公司现有的营销管理功能，建设更加全面、完善的营销管理体系，为公司深化“新零售”提供支持，全面提升渠道管理、终端商户管理、消费者营销互动管理等管理模块的信息化和智能化水平，依据大数据技术对渠道及终端数据进行实时汇总分析，提升决策质量。

组建高水平研发中心，满足消费者日新月异的需求。公司十分注重产品研发，一方面，伴随着消费者收入的提升，消费者对产品的功效、口感以及食品安全等各方面问题提出了更高要求；另一方面，公司通过不断研发新的产品，来满足市场多元化的需求，扩充产品矩阵。公司的研发费用由 2017 年的 2,151.58 万元增至 2020 年的 3,554.25 万元，CAGR 为 18.21%。除了在能量饮料上的推陈出新，公司依托完善的销售体系，高水平的研发能力，积极布局其他类别饮料产品，进一步丰富了公司产品矩阵。本次募集资金将继续加强对公司产品的研发支持，拟投入 0.31 亿元用于研发中心建设，以公司现有的研发管理中心为基础，整合资源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，研究、储备关于饮料行业的新材料、新工艺、新产品配方等方面的技术，持续提升公司的研发能力。

6. 对标海外龙头怪物饮料 (MNST.O)，东鹏专注能量饮料的差异化之路前景光明

怪物饮料作为海外能量饮料龙头，在资本市场变现优异。美国怪物饮料 (Monster Beverage) 是海外能量饮料龙头，2020 年在日本及美国能量饮料市场的市占率均为第一，公司 2020 年实现营业收入 46.0 亿美元，净利润 14.1 亿美元，目前市值约 498 亿美元。怪物饮料主要品牌为 Monster Energy，公司产品销往 154 个国家/地区。自 2002 年魔爪品牌上市以来，公司市值实现超千倍增长。

图 41：自魔爪品牌推出后，Monster Beverage (含前身) 股价走势图 (前复权，单位：美元)



资料来源：Wind，公开资料整理，德邦研究所

6.1. 怪物饮料崛起之路：凭魔爪突破红牛垄断，借可口可乐实现全球扩张

Monster Energy 诞生前(1930-2001年)：怪物饮料前身为 1930 年代 Hubert 和其儿子创立的 Hansen's Juices，起初专门销售新鲜果汁，随后在 1977 年进军罐装饮料市场，主要销售罐装果汁和罐装汽水。1988 年公司破产，被 California CoPackers Corporation 收购，随即更名为 Hansen Natural。1990 年，公司被 Hilton Scholberg 和 Rodney Sacks 二人收购，并于接下来的几年内推出了能量饮料产品 Hansen's Energy。彼时，美国能量饮料市场参与者众多，竞争激烈，Hansen's Energy 并不成功。1997 年奥地利红牛进入美国市场，随即占据了主导地位，其在美国市场市占率超过 90%。

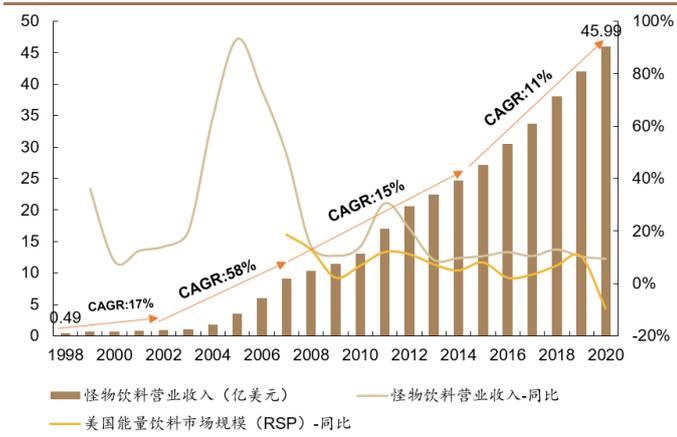
Monster Energy 品牌创立，进入高速增长期(2002年-2007年)：在 Hansen's Energy 遭遇挫败之后，公司在 2002 年通过对产品和品牌重新定位推出了 Monster Energy 品牌。实现了差异化的 Monster Energy 产品深受消费者热爱，公司也通过战略合作百威等成熟经销渠道积极铺市，带动公司由 2002 年的 0.9 亿美元增长至 2007 年的 9.0 亿美元，营业收入翻了 9 倍，CAGR 高达 58%，期间市值也由四千多万美元升至约 41 亿美元。

市场步入调整期，公司积极研发新品+拓展海外市场(2008-2014年)：2008 年以来美国能量饮料市场整体增长放缓，行业进入整合阶段。公司主攻能量饮料下更细分市场，将能量饮料与不同口味进行组合，如茶口味、果汁口味、咖啡口味、蛋白质口味，针对不同细分消费场景和需求如日常、休闲娱乐、强效提神、健身等，积极开发新品，获得增量需求，保持市场领先。Euromonitor 数据显示，2010 年公司在美国能量饮料市场的份额已迅速提升至 31%，仅次于奥地利红牛，而奥地利红牛当时的市场份额已下降至 41%。2010 至 2013 年，公司在 Monster Energy 下的子品牌/产品由 12 个增加至 39 个。同时，公司积极推进市场拓展，与可口可乐达成战略合作协议，借由其旗下装瓶厂完成美国渠道建设，并进一步走向海外。

国际市场上, Monster Energy 品牌覆盖国从 2010 年的 57 个增加至 116 个。公司营业收入方面, 由 2007 年的 9.0 亿美元增至 2014 年 24.7 亿美元, CAGR 为 15.4%。市值由约 41 亿美元升至约 182 亿美元。公司于 2012 年正式更名为 Monster Beverage。

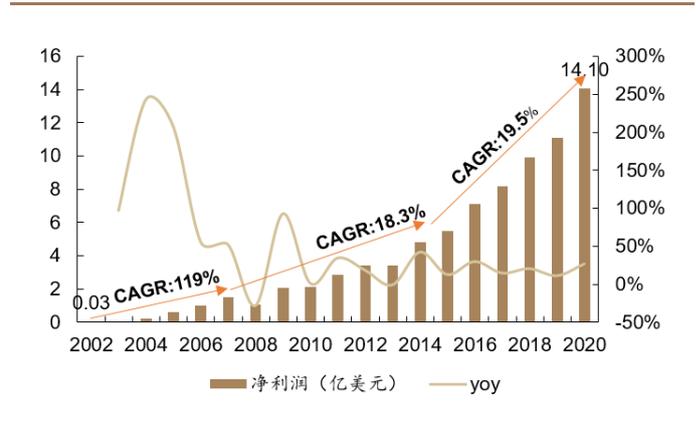
可口可乐注资怪物饮料, 深耕全球渠道(2015 年-至今): 可口可乐集团于 2015 年正式入股怪物饮料, 至今仍是最大股东。本次入股, 可口可乐将原本旗下能量饮料品牌与怪物饮料旗下非能量饮料品牌完成置换。在收入了原可口可乐旗下 NOS、Full Throttle 等能量饮料品牌后, 怪物饮料将借由其原本优势, 深度专注能量饮料赛道。通过进一步深度绑定可口可乐, Monster Energy 借助其强大渠道, 布局全球, 目前已覆盖 154 个国家/地区。美国外市场营收占比由 2015 年的 23% 提升至 2020 年的 33%。2020 年公司营业收入为 45.99 亿美元, 2014 至 2020 年 CAGR 为 11%, 市值由 182 亿美元升至约 488 亿美元。

图 42: 2002 年推出魔爪后, 怪物饮料营业收入高速增长



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 43: 2002 年怪物饮料净利润增速总体高于营收增速



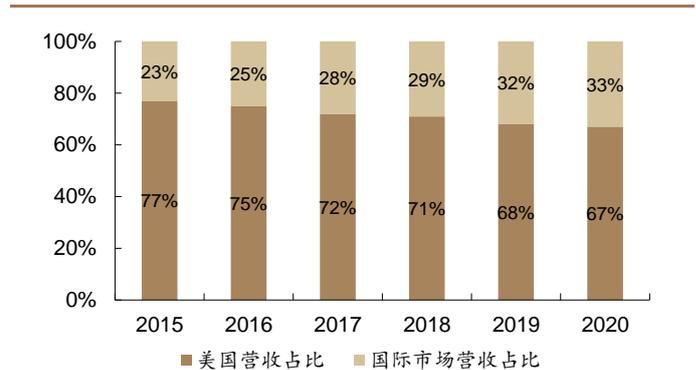
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 44: 与可口可乐达成战略合作后, 怪物饮料全球布局快速推进



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 45: 2015 年后, 怪物饮料国际市场占比持续提升



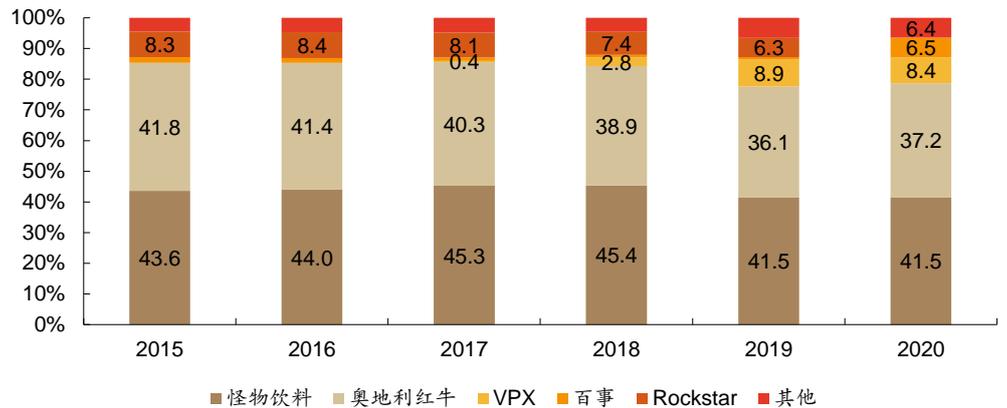
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

6.2. 主打差异化定位, 东鹏特饮与 Monster Energy 早期战略异曲同工

美国能量饮料市场已发展到双寡头竞争格局的成熟阶段。据 Euromonitor 数据显示, 2014-2019 年美国能量饮料市场规模 (RSP) CAGR 为 6.1%, 2020 年受疫情影响同比下滑 9.6%。同时, 2015-2020 年美国能量饮料市场 CR5 占比持续超过 90%, 行业进入成熟发展阶段。怪物饮料公司在纳入 NOS、Full Throttle 品牌后, 在美国能量饮料市场所占份额提升至第一位, 2020 年怪物饮料市占率为 41.5%, 其中 Monster Energy 占 37.1%、NOS 占 3.7%、Full Throttle 占 0.7%;

奥地利红牛市占率第二，为 37.2%。CR2 合计占比达 78.7%，行业竞争格局较为稳定。

图 46：2015-2020 年美国能量饮料市场公司份额（RSP，%）



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

注：百事 2020 年收购 Rockstar，原 Rockstar 品牌份额纳入百事公司计算

东鹏特饮与 Monster Energy 早期战略有异曲同工之处。我国能量饮料市场目前还处于竞争格局为“一超多强”的行业快速发展阶段，东鹏特饮作为第二名，主要竞争对手是根基深厚的业内巨头红牛。而 Monster Energy 品牌在刚上市时也身处于近乎被红牛垄断的市场环境当中，但随后成功突围，并发展为美国第二大能量饮料品牌。两者在成长路径上有如下相似之处：

以大单品模式扎根高成长性细分行业。东鹏饮料前身和怪物饮料前身都是做其他饮料品类起家，随后瞄准了能量饮料行业极大的增长潜力，完成转型，深度专注单一赛道。Monster Energy 在推出后的几年内，在公司营业收入中占比迅速达到了 90%，与东鹏特饮在 2009 年重新定位之后的发展情况非常相似。精确瞄准高成长性赛道，公司可以享尽市场红利，在快速发展中获得市场扩容带来的增长；而深度专注单一赛道则意味着管理层和业务人员的精力不会被分散，可以从上到下最大力度的对单一品牌线提供支持，彰显决心，从而在好赛道上走得更深、更远。

差异化产品定位，区别于业内龙头老大。不管是国内的华彬红牛，还是美国的奥地利红牛，产品特性都是容量小、单价高，主要客群为白领等收入相对较高人群。下沉市场如体力工作者，本身对能量饮料需求极大，却苦于消费不起。而东鹏特饮和 Monster Energy 都采取了大容量、低价的策略，产品定位瞄准下沉市场。Monster Energy 在美国市场率先采用 16 盎司（约 480ml）罐装，而东鹏特饮在国内能量饮料产品中最先使用了更为便宜的塑料瓶包装，随后升级扩容主攻大容量，均以高性价比与红牛产品实现差异。二者早期的主要目标客群都是以蓝领工人、长途司机为主，成功打开了市场。营销方面，Monster Energy 的包装设计、Logo、宣传语，均与红牛形成区别，更加精确地把握了“刺激”、“极限”等元素，与目标客群产生深层连接；东鹏特饮则近几年在营销方式上实现差异，在原有传统能量饮料产品定位的基础上，增加了在年轻客群日常休闲娱乐等领域更多、更广的触达，扩大了消费场景。

图 47: 12 盎司红牛 vs 16 盎司 Monster Energy



资料来源: Bing 图片, 德邦研究所

图 48: Monster Energy 在品牌设计上独具特色, 与红牛对比鲜明



资料来源: Bing 图片, 德邦研究所

对标怪物饮料, 把握行业发展红利+研发新品, 东鹏饮料未来可期。对标怪物饮料在 Monster Energy 品牌上的大获成功, 东鹏饮料正凭借对东鹏特饮的准确定位及差异化竞争、渠道拓展快速推进、积极布局产能建设, 走向全国, 与其他国产品牌拉开距离, 与红牛缩小差距。展望未来, 不同于美国能量饮料市场已步入成熟发展阶段, 我国能量饮料市场仍处于“一超多强”的快速发展期, 消费人群及消费场景的扩充有望驱动行业继续繁荣, 东鹏饮料也正把握行业发展红利, 不断研发含气、无糖等能量饮料新品来拓展产品矩阵, 对标怪物饮料 2008 年以后通过研发新品持续焕发品牌生命力, 我们认为东鹏饮料未来发展前景广阔。

7. 盈利预测与投资建议

7.1. 盈利预测

预计东鹏饮料 2021-2023 年分别实现营收 70.80/94.93/124.36 亿元，同比增长 42.79%/34.08%/30.99%。各业务板块的收入预测如下：

- **能量饮料板块：**我们按量价、分品类进行预测，预计 500ml 大金瓶将持续贡献公司主要营收增量。从吨价上看，预计未来能量饮料吨价保持相对稳定，涨价空间相对较小。销量上看，随着东鹏饮料全国化的推进，销量将保持较快增长，带动 2021-2023 年能量饮料业务收入同比分别增长 42%/33%/30%。
- **非能量饮料板块：**预计价格较高的由甘柠檬茶仍将保持较快的销量增长，带动 2021-2023 年非能量饮料业务呈现量价齐升态势，预计 2021-2023 年收入同比分别增长 68%/53%/50%，成为公司营收的第二增长极。
- **包装水板块：**预计 2021-2023 年吨价稳中有升，销量维持 10% 左右增长，带动整体业务收入 2021-2023 年分别增长 12%/11%/10%。

表 6：东鹏饮料业务拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收（百万元）	3,038	4,209	4,959	7,080	9,493	12,436
	<i>同比</i>	38.56%	17.81%	42.79%	34.08%	30.99%
能量饮料	2,886	4,003	4,655	6,602	8,789	11,410
	<i>同比</i>	38.73%	16.29%	41.83%	33.12%	29.82%
500ml 金瓶	799	2,167	3,085	4,628	6,155	7,694
	<i>同比</i>	171.24%	42.40%	50.00%	33.00%	25.00%
250ml 金瓶	1,740	1,225	821	985	1,281	1,793
	<i>同比</i>	-29.60%	-32.99%	20.00%	30.00%	40.00%
250ml 金罐	275	538	641	848	1,175	1,703
	<i>同比</i>	95.28%	19.18%	32.30%	38.60%	45.00%
250ml 金砖	71	74	84	103	120	138
	<i>同比</i>	3.50%	14.40%	22.40%	16.15%	15.00%
其他			24	38	59	82
	<i>同比</i>			60.00%	53.00%	40.00%
非能量饮料	99	148	240	403	615	921
	<i>同比</i>	49.31%	62.24%	68.00%	52.60%	49.80%
包装饮用水	37	41	41	46	51	56
	<i>同比</i>	11.63%	-0.76%	12.20%	11.10%	10.00%
其他业务	16	17	23	30	39	48
	<i>同比</i>	3.42%	34.99%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	46.0%	46.7%	46.6%	47.0%	47.3%	47.4%
能量饮料	48.1%	49.0%	48.7%	49.0%	49.3%	49.5%
500ml 金瓶	43.1%	51.1%	52.3%	52.2%	52.4%	52.8%
250ml 金瓶	51.9%	50.1%	44.1%	44.0%	44.5%	44.8%
250ml 金罐	43.6%	41.2%	40.1%	40.1%	40.4%	41.0%
250ml 金砖	29.2%	25.3%	27.3%	27.5%	28.0%	28.5%
其他			47.9%	47.9%	48.2%	49.0%
非能量饮料	-3.5%	-6.1%	9.3%	14.3%	18.3%	22.0%
包装饮用水	-2.6%	7.2%	16.1%	20.5%	25.0%	28.0%
其他业务	81.5%	65.6%	71.6%	73.5%	75.0%	76.0%

资料来源：Wind，德邦研究所

预计伴随公司全国化扩张不断推进，公司主要产品的销量持续提升，在规模效应的带动下，2021-2023 年公司主要业务毛利率将保持持续提升态势，带动公司整体毛利率 2021-2023 年稳中有升，分别为 47.0%/47.3%/47.4%。

7.2. 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年实现营收 70.80/94.93/124.36 亿元，同比增速分别为 42.79%/34.08%/30.99%；实现归母净利润 12.19/16.89/22.71 亿元，同比增速分别为 50.08%/38.61%/34.44%，对应 EPS 分别为 3.05/4.22/5.68 元，对应 2021~2023 年 PE 分为 29.11X、21.00X、15.62X。我们选取同为软饮料企业的养元饮品、香飘飘、李子园、百润股份作为可比公司，2021-2023 年可比公司 PE 均值为 44.37X、35.63X、25.15X。东鹏饮料作为国内功能性饮料的龙头，未来三年在全国化的过程中有望享受扩张红利，基于对公司未来全国化不断推进的良好预期，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 7：A 股上市的软饮料企业估值对比

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603156.SH	养元饮品	386	15.78	23.19	26.15	28.64	24.47	16.65	14.77	13.48
603711.SH	香飘飘	79	3.58	4.02	4.68	5.32	22.07	19.69	16.90	14.87
605337.SH	李子园	130	2.15	2.34	2.75		60.44	55.42	47.16	
002568.SZ	百润股份	643	5.36	7.50	10.09	13.65	120.08	85.72	63.70	47.10
	中位数		4.47	5.76	7.39	13.65	42.46	37.56	32.03	14.87
	均值		6.72	9.26	10.92	15.87	56.76	44.37	35.63	25.15

资料来源：Wind，德邦研究所

注：总市值及 PE 对应的股价为 2021 年 6 月 1 日收盘时数据；四家公司 2021-2023 年归母净利润均为 Wind 一致性预测

8. 风险提示

新品表现不及预期；竞争加剧；疫情反复。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.03	3.05	4.22	5.68
每股净资产	4.78	12.72	16.88	21.98
每股经营现金流	3.35	2.53	5.59	7.28
每股股利	0.00	0.61	0.84	1.14
价值评估(倍)				
P/E	-	29.11	21.00	15.62
P/B	-	6.97	5.25	4.03
P/S	6.44	5.01	3.74	2.85
EV/EBITDA	-	20.17	13.98	9.80
股息率%	—	0.7%	1.0%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.6%	47.0%	47.3%	47.4%
净利润率	16.4%	17.2%	17.8%	18.3%
净资产收益率	42.4%	23.9%	25.0%	25.8%
资产回报率	18.6%	17.0%	18.0%	18.8%
投资回报率	33.1%	21.8%	23.4%	24.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.8%	42.8%	34.1%	31.0%
EBIT 增长率	40.9%	46.1%	39.3%	34.8%
净利润增长率	42.3%	50.1%	38.6%	34.4%
偿债能力指标				
资产负债率	56.1%	29.2%	27.9%	27.1%
流动比率	0.9	2.2	2.3	2.5
速动比率	0.7	1.9	2.0	2.2
现金比率	0.6	1.5	1.7	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.9	1.5	1.4	1.4
存货周转天数	37.6	38.0	38.0	37.8
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	3.5	4.4	5.4	6.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	812	1,219	1,689	2,271
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	134	166	200	227
非经营收益	-48	-59	-32	-57
营运资金变动	443	-315	381	471
经营活动现金流	1,340	1,011	2,238	2,912
资产	-645	-146	-55	-8
投资	-140	-550	-160	-180
其他	12	-4	-103	-126
投资活动现金流	-773	-700	-318	-314
债权募资	524	-210	-100	-100
股权募资	0	40	0	0
其他	-858	1,489	-346	-457
融资活动现金流	-334	1,319	-446	-557
现金净流量	234	1,630	1,474	2,042

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 1 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,959	7,080	9,493	12,436
营业成本	2,648	3,756	5,008	6,537
毛利率%	46.6%	47.0%	47.3%	47.4%
营业税金及附加	50	72	96	126
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	1,040	1,487	1,946	2,487
营业费用率%	21.0%	21.0%	20.5%	20.0%
管理费用	184	248	323	423
管理费用率%	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%
研发费用	36	57	85	118
研发费用率%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%
EBIT	1,001	1,461	2,035	2,744
财务费用	-16	-26	-38	-45
财务费用率%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	10	21	28	37
营业利润	1,050	1,544	2,139	2,876
营业外收支	-21	1	3	3
利润总额	1,030	1,545	2,142	2,879
EBITDA	1,135	1,627	2,235	2,971
所得税	217	326	452	608
有效所得税率%	21.1%	21.1%	21.1%	21.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	812	1,219	1,689	2,271

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,225	2,855	4,329	6,371
应收账款及应收票据	13	29	36	48
存货	273	391	521	677
其它流动资产	449	868	967	1,090
流动资产合计	1,959	4,143	5,853	8,185
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,404	1,601	1,761	1,832
在建工程	456	525	466	334
无形资产	237	312	385	462
非流动资产合计	2,402	3,043	3,512	3,882
资产总计	4,361	7,186	9,365	12,067
短期借款	110	0	0	0
应付票据及应付账款	298	412	542	698
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,722	1,466	1,952	2,557
流动负债合计	2,130	1,877	2,494	3,255
长期借款	302	202	102	2
其它长期负债	16	17	18	19
非流动负债合计	318	219	119	20
负债总计	2,448	2,096	2,613	3,275
实收资本	360	400	400	400
普通股股东权益	1,913	5,090	6,752	8,792
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	4,361	7,186	9,365	12,067

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。