

## 能量饮料风头正盛，东鹏特饮振翅高飞



## 核心观点

- **深耕能量饮料行业，本土龙头英姿勃发。**东鹏饮料主业聚焦能量饮料业务，2009年推出瓶装包装打开市场，2013年确立全国化战略，2021年正式登陆上交所上市，品牌影响力进一步提升。公司股权结构较为集中，通过股权激励实现与核心高管利益深度绑定，并持续引入外部人才，助力业务拓展。在产品条线方面，公司以能量饮料为核心，并逐步拓展软饮品类，蜚声全国。
- **能量饮料高成长好赛道，格局松动东鹏机会凸显。**据欧睿国际统计，能量饮料是软饮料第5大品类，2015-2020年零售规模年均增长9.2%，增速位居软饮第2位。社会工作和生活节奏的加快推动能量饮料消费群体与场景持续扩张，便利店等渠道的发展增加了消费者的接触度，各大厂商积极布局则加快培育消费习惯。对标海外市场，国内能量饮料仍有很大扩容空间，我们预计20-25年零售市场规模年均增长11.5%至772亿元。从竞争格局看，龙头厂商红牛受制于商标纠纷面临内忧外患、市场份额持续下滑，本土品牌弯道追赶，公司在第二梯队中处于领先位置，有望成为最大受益玩家。
- **性价比战略成果显著，渠道扩张潜力巨大。**公司通过降价、促销等强化价格优势，与红牛等竞品相比，产品性价比更高，易被蓝领工人、学生等主力消费群体接受，500ml金瓶快速放量。公司收入主要集中于两广，经销体系加速向省外市场扩张，同时加强特通渠道和专业市场发展；渠道模式积极转变，有效提升资源投放效率。营销方面，公司以瓶装区别于红牛的罐装进行差异化竞争，并推动logo升级，面向年轻消费者营销，把握未来消费主力。
- **控费提效推升盈利，产能扩张为业绩增长奠基。**高性价比战略下，公司规模效应支撑毛利率稳定，费效比提升后净利率稳步上升，未来盈利能力仍有改善空间。募投项目推动产能扩张和营销项目建设，支撑未来业绩持续增长。

**财务预测与投资建议：**我们预测公司21-23年每股收益分别为2.81、3.77和4.77元。我们选取A+H股饮料板块的公司以及美股能量饮料龙头公司怪物饮料作为可比公司。可比公司21年PE为42倍，公司处于高增长的能量饮料赛道，营收和盈利增速显著高于可比公司，因此给予20%的估值溢价，给予公司21年51倍PE，对应目标价143.31元，首次覆盖给予买入评级。

**风险提示：**市场竞争加剧、行业增速放缓风险、原材料成本大幅上升风险。

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,617	8,530	10,389
同比增长(%)	38.6%	17.8%	33.5%	28.9%	21.8%
营业利润(百万元)	741	1,050	1,432	1,924	2,431
同比增长(%)	169.4%	41.8%	36.3%	34.3%	26.4%
归属母公司净利润(百万元)	571	812	1,123	1,508	1,907
同比增长(%)	164.4%	42.3%	38.2%	34.4%	26.4%
每股收益(元)	1.43	2.03	2.81	3.77	4.77
毛利率(%)	46.7%	46.6%	46.2%	46.8%	47.3%
净利率(%)	13.6%	16.4%	17.0%	17.7%	18.4%
净资产收益率(%)	41.9%	45.8%	45.4%	41.0%	37.8%
市盈率	62.2	43.7	31.6	23.5	18.6
市净率	21.7	18.5	11.7	8.2	6.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月04日)	118.04元
目标价格	143.31元
52周最高价/最低价	118.04/55.52元
总股本/流通A股(万股)	40,001/4,001
A股市值(百万元)	47,217
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年06月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	46.42			
相对表现	47.22			
沪深300	-0.8	1.07	-0.62	16.74

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888\*6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888\*7524  
zhouhan@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、深耕能量饮料行业，本土龙头振翅高飞.....	5
1.1 二十余年稳扎稳打，塑造本土知名品牌.....	5
1.2 股权激励绑定高管利益，引进人才助力业务发展.....	5
1.3 聚焦能量饮料单品，逐步拓展软饮品类.....	6
二、能量饮料高成长赛道，东鹏机会凸显弯道超车.....	7
2.1 行业规模持续扩容，消费占比不断提升.....	7
2.2 消费场景多元并进，对标海外潜力十足.....	8
2.3 一超多强格局松动，第二梯队玩家有望受益.....	11
三、性价比战略成果显著，渠道扩张潜力巨大.....	13
3.1 推行高性价比战略，销量驱动收入高增.....	13
3.2 省内精耕+外埠拓展，渠道模式变革焕发活力.....	15
3.3 品牌策略不断优化，费效比快速提升.....	18
四、控费提效推升盈利，产能扩张为业绩增长奠基.....	20
4.1 吨成本下降推动毛利上行，盈利水平持续改善.....	20
4.2 募投建设产能与营销项目，支撑未来业绩增长.....	23
五、盈利预测与投资建议.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 投资建议.....	26
六、风险提示.....	26

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司 IPO 发行后股权结构情况.....	6
图 3: 公司主要产品布局.....	6
图 4: 公司主要产品收入（亿元）.....	7
图 5: 公司主要产品毛利（亿元）.....	7
图 6: 能量饮料是功能饮料的细分品类.....	7
图 7: 2020 年软饮料各品类零售市场份额.....	7
图 8: 2006-2020 年能量饮料零售市场规模（亿元）.....	8
图 9: 2015-2020 年软饮料各品类零售市场规模年化增速.....	8
图 10: 能量饮料消费人群与消费场景的扩张.....	8
图 11: 2019 年居民每天熬夜年龄段比重.....	9
图 12: 2015-2019 年城镇就业人员周平均工作时间.....	9
图 13: 2006-2020 年即饮咖啡零售市场规模（亿元）.....	9
图 14: 能量饮料和即饮咖啡部分产品单价对比.....	9
图 15: 2020 年我国能量饮料非现场消费量渠道分布.....	10
图 16: 20 年较 15 年能量饮料便利店渠道消费量占比扩大.....	10
图 17: 2020 年各国人均能量饮料销量对比.....	11
图 18: 2020 年各国能量饮料规模占软饮料市场比重.....	11
图 19: 能量饮料零售市场规模预测.....	11
图 20: 2020 年国内主要能量饮料品牌销量市场份额.....	12
图 21: 2011-2020 年国内主要品牌销量市场份额变化.....	12
图 22: 华彬集团与泰国天丝商标纠纷.....	12
图 23: 国内能量饮料品牌力指数.....	13
图 24: 公司能量饮料业务收入及增速.....	13
图 25: 公司能量饮料业务不同品类收入（亿元）.....	13
图 26: 公司能量饮料业务销量和吨价同比.....	14
图 27: 公司能量饮料业务不同品类吨价（元/吨）变化.....	14
图 28: 国内主要能量饮料产品价格定位分布.....	15
图 29: 公司 2020 年主营业务收入地区分布.....	16
图 30: 公司不同区域收入（亿元）.....	16
图 31: 公司 2017-2020 年不同区域收入 CAGR.....	16
图 32: 2017-2020 年公司经销商数量和平均收入.....	17
图 33: 消费品龙头公司经销商数量和平均收入对比.....	17

图 34：2017-2020 年公司不同地区经销商数量 .....	17
图 35：2017-2020 年公司不同地区经销商平均收入(万元).....	17
图 36：2019 年末全国各省市加油站数量分布（座） .....	18
图 37：2015-2020 年全国便利店、加油站和网吧数量.....	18
图 38：公司营销体系变革方向 .....	18
图 39：2015-2020 年公司销售人员数量及比重 .....	18
图 40：公司主要产品发布时间 .....	19
图 41：东鹏特饮产品与红牛产品在货架对比 .....	19
图 42：2015 年公司包装升级加强品牌形象 .....	19
图 43：公司各产品的广告宣传语 .....	19
图 44：东鹏特饮近年来重要品牌冠名及赞助营销活动.....	20
图 45：公司宣传推广费用及占比情况.....	20
图 46：公司宣传推广费用拆分（亿元） .....	20
图 47：公司毛利率与软饮料公司对比.....	21
图 48：公司不同能量饮料毛利率变化情况.....	21
图 49：2017-2020 年公司能量饮料吨价和单位成本 .....	21
图 50：2020 年公司营业成本构成拆分 .....	21
图 51：2017-2020 年公司能量饮料产能及利用率.....	22
图 52：公司近年来各成本项单位成本（元/吨）及变化.....	22
图 53：2017-2020 年公司销售费用率及拆分 .....	22
图 54：2017-2020 年公司宣传推广费用占营收比重与对比 .....	22
图 55：2017-2020 年公司管理费用率及拆分 .....	23
图 56：2017-2020 年公司管理费用率与其他公司对比.....	23
图 57：2017-2020 年公司营业利润率与其他公司对比.....	23
图 58：2017-2020 年公司净利率与其他公司对比.....	23
图 59：公司现有生产基地及新增产能所在地 .....	24
图 60：公司现有产能和新增产能情况.....	24
图 61：公司营销网络升级及品牌推广募投项目投入金额 .....	25
图 62：公司品牌建设募投项目投入金额 .....	25
表 1：2017 年来新推出的能量饮料品牌 .....	10
表 2：国内主要品牌能量饮料产品对比 .....	14
表 3：公司生产基地建设募投项目情况 .....	23
表 4：可比公司估值表 .....	26

## 一、深耕能量饮料行业，本土龙头振翅高飞

### 1.1 二十余年稳扎稳打，塑造本土知名品牌

东鹏饮料（集团）股份有限公司前身为设立于 1994 年的东鹏饮料实业有限公司，总部位于广东省深圳市南山区。经过 20 余年的发展，公司能量饮料市占率位居行业第二，塑造了鲜明的品牌形象，被消费者称为“中国红牛”。

深耕能量饮料市场，上市有望加速发展。公司一直致力于能量饮料的研发、生产及销售。2003 年东鹏实业由全民所有制企业改制成为有限责任公司，进入发展快车道。公司主导产品“东鹏特饮”于 2009 年开始采用瓶装，打破了罐装能量饮料的固有形象。2013 年公司确立进军全国市场的战略，通过打造差异化、年轻化品牌形象，获得消费者青睐。考虑未来长远发展，2013-2017 年公司先后进行三次增资，扩大企业规模。2018 年经全体发起人同意，东鹏有限整体变更为股份有限公司，并于 2020 年以股权激励方式实现第四次增资。2021 年 5 月公司登陆上交所主板上市，成为 A 股首家功能性饮料上市公司，为今后企业长效发展以及业务扩张提供动力。

图 1：公司发展历程



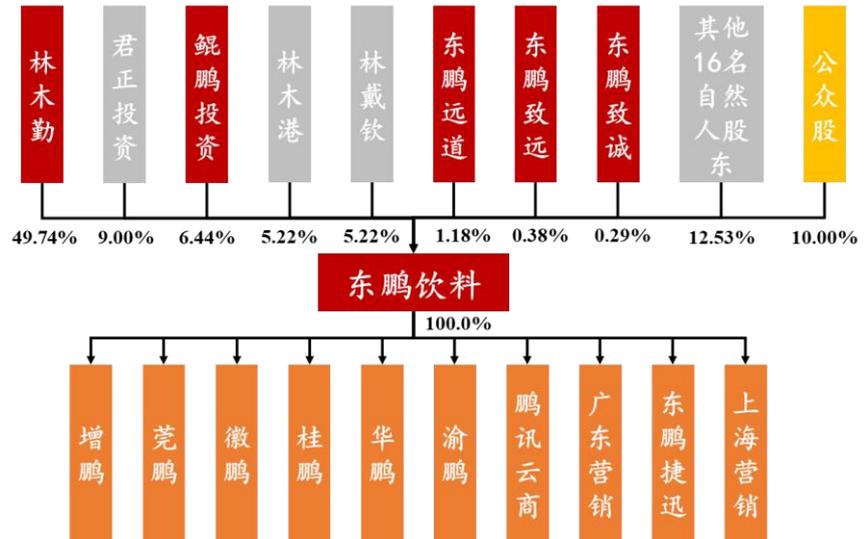
资料来源：公司官网、公司公告、东方证券研究所

### 1.2 股权激励绑定高管利益，引进人才助力业务发展

公司股权结构较为集中，核心高管利益绑定。公司 IPO 发行完成后，实控人林木勤直接持有 49.74% 的股份，通过鲲鹏投资、东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚间接持有约 1.0% 的股份，合计持股比例 50.74%。公司 2019 年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、蒋薇薇直接持股，IPO 发行后合计持股 0.4%；中高层以上技术骨干、经营骨干等通过员工持股平台东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚参与股权激励，持股比例约为 1.43%。

引进外部优秀人才，助力公司业务拓展。近年来公司大量引入营销人才，推动渠道革新、网络扩张、品牌提升等：2017 年聘任广告传媒工作经验丰富的蒋薇薇为品牌中心负责人；2018 年聘任卢义富为全国营销本部负责人，卢义富曾担任加多宝分公司总经理、香飘飘营销中心总经理，对加多宝北方市场的开拓贡献较多；2019 年吴兴海出任公司全国推广总监，吴兴海曾负责加多宝东北、西北、华北 13 省的市场销售工作，先后出任加多宝全国餐饮经理、华中四省大区经理、昆仑山全国推广总监、全国推广总监等，销售推广积累深厚。

图 2：公司 IPO 发行后股权结构情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

### 1.3 聚焦能量饮料单品，逐步拓展软饮品类

公司旗下产品涵盖能量饮料、非能量饮料以及包装水三大类。**能量饮料**产品东鹏特饮为公司核心产品，具体可分为金瓶特饮、金罐特饮和金砖特饮等，2020 年公司新推出含气能量饮料东鹏加气。**非能量饮料**产品主要包括由柑柠檬茶、陈皮特饮、清凉饮料（菊花茶、冬瓜汁饮料、清凉茶）以及乳味饮料等。**包装饮用水**系列包括饮用天然水和饮用纯净水产品。公司在**聚焦能量饮料之外，逐步拓展软饮料其他品类。**

图 3：公司主要产品布局

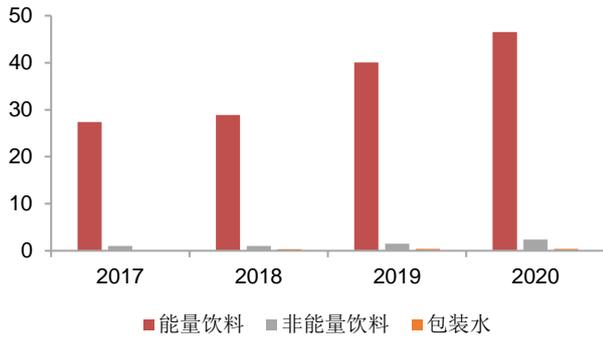


资料来源：公司公告、东方证券研究所

以**能量饮料**业务为核心，**营收毛利占比超九成**。2020 年公司实现主营业务收入 49.4 亿元（+17.7%），其中**能量饮料**贡献 46.6 亿元（+16.3%），占比 94.32%；非**能量饮料**、包装水分别实现营收 2.4

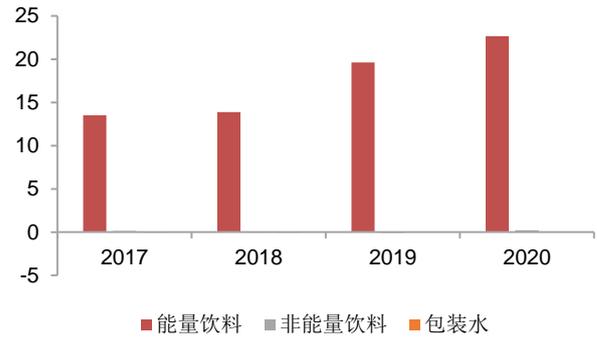
亿元 (+62.2%)、0.4 亿元 (-0.7%)，占比 4.86%、0.82%。2020 年公司主要产品毛利共计 22.9 亿元 (+17.3%)，其中能量饮料毛利 22.7 亿元 (+15.5%)，占比 98.75%；非能量饮料、包装水各实现毛利 0.22 亿元 (+248.3%)、0.07 亿元 (121.5%)，占比 0.97%、0.28%。

图 4：公司主要产品收入（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：公司主要产品毛利（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 二、能量饮料高成长赛道，东鹏机会凸显弯道超车

### 2.1 行业规模持续扩容，消费占比不断提升

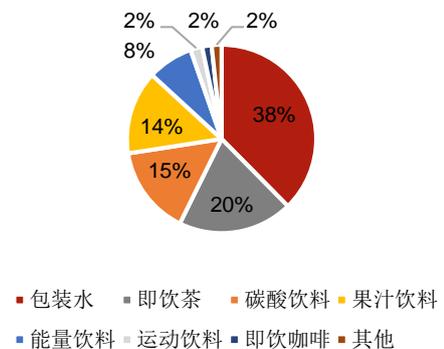
从定位上看，能量饮料是功能饮料的一个细分品类，其余品类还包括营养饮料、运动饮料等。能量饮料添加了咖啡因、牛磺酸等成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收；区别于其他功能饮料，能量饮料一般具有“抗疲劳”、“提神”等功效。国内市场能量饮料代表品牌包括红牛、东鹏特饮、乐虎等。根据欧睿国际统计数据，2020 年我国能量饮料零售规模约为 448 亿元，在软饮零售市场中占据约 8% 的市场份额，为第五大品类。

图 6：能量饮料是功能饮料的细分品类



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

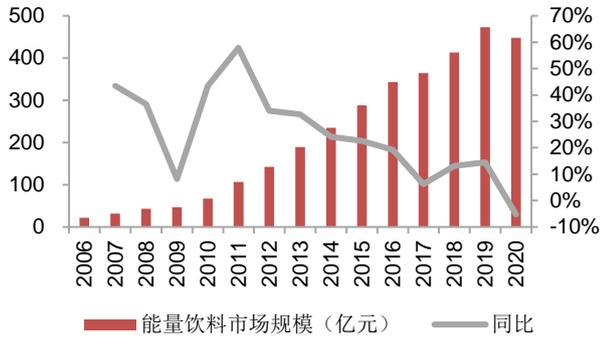
图 7：2020 年软饮料各品类零售市场份额



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

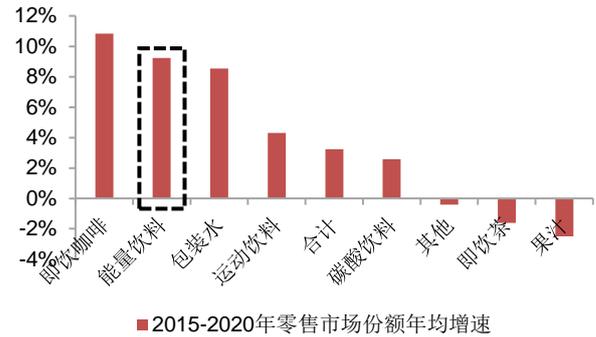
行业增速位居软饮细分品类前列，势能形成持续扩容。2006年至2015年，我国能量饮料零售市场快速增长，各年同比增速基本均超20%。2015年至2020年进入稳健增长阶段，零售额由288亿元上升至448亿元，年均复合增速达9.2%，在软饮细分品类中增速位列第二。

图 8：2006-2020 年能量饮料零售市场规模（亿元）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 9：2015-2020 年软饮料各品类零售市场规模年化增速



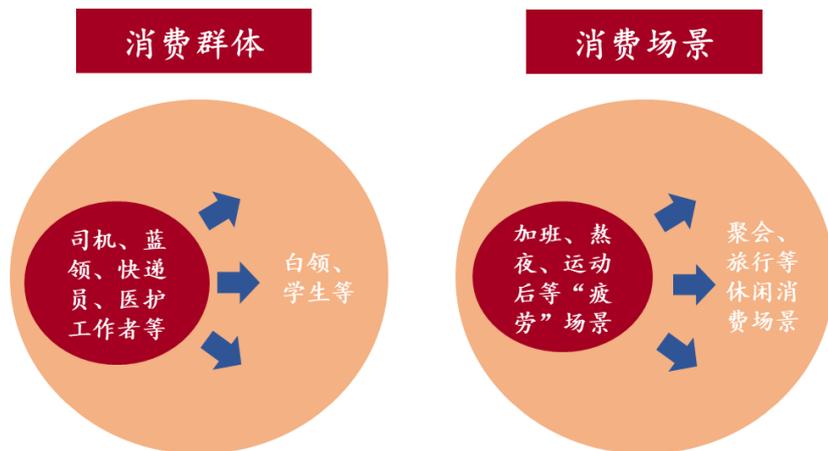
资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

## 2.2 消费场景多元并进，对标海外潜力十足

### ● 能量饮料消费群体与场景扩张

随着社会工作和生活节奏加快，能量饮料主力消费人群从工作时间较长的司机、蓝领、快递员等，拓宽至白领、学生等群体，消费者基数扩大。消费场景由传统的加班、熬夜、运动后抗疲劳等，延展至聚会、旅行、游戏电竞、音乐节等休闲娱乐场景，消费者饮用量有望进一步提升。

图 10：能量饮料消费人群与消费场景的扩张

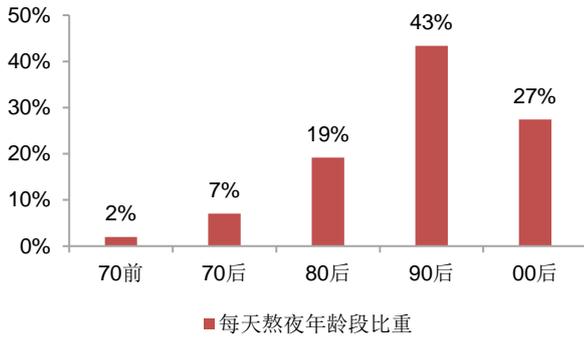


资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

社会节奏与睡眠习惯共塑，快节奏生活习惯推动销量增长。《2019 年中国人睡眠白皮书》数据显示，每天熬夜的人群中 90 后超四成、00 后近三成，年轻群体的睡眠时间倾向于推迟。而据人力资

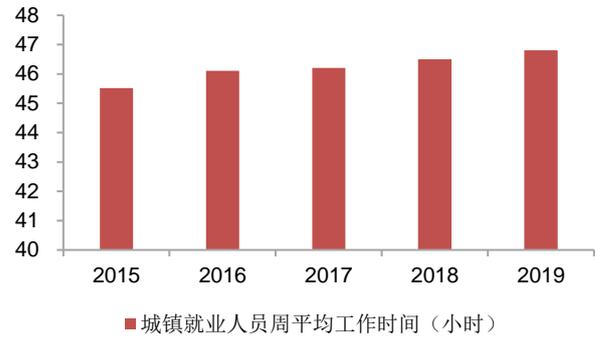
源和社会保障部的调查，2015年至2019年我国城镇就业人员周平均工作时间由45.52小时逐年增长至46.80小时。快节奏的生活习惯下，加班、熬夜等场景的能量饮料消费量保持增长。

图 11：2019 年居民每天熬夜年龄段比重



资料来源：《2019年中国人睡眠白皮书》、东方证券研究所

图 12：2015-2019 年城镇就业人员周平均工作时间



资料来源：人力资源和社会保障部、东方证券研究所

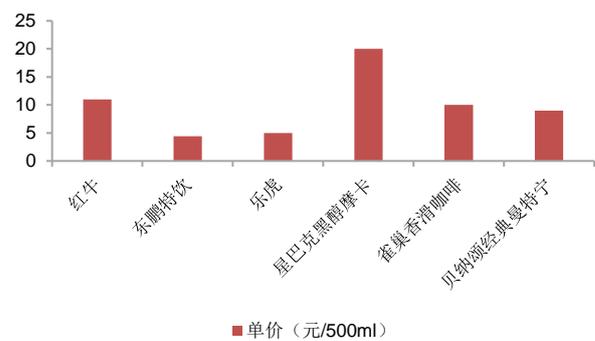
“提神”品类需求高涨，能量饮料性价比优势突出。2006年至2020年，同样具备“提神”功效的咖啡饮料市场也成长迅速，据欧睿国际的数据，即饮咖啡零售额由7亿元扩张至93亿元，CAGR高达19.9%。在软饮各品类零售市场中，即饮咖啡、能量饮料2015年-2020年年均增速居于前二，反映在压力加大、节奏加快的社会趋势下，“提神、抗疲劳”饮料的消费需求持续高涨。与即饮咖啡相比，能量饮料中男性消费者占比较高，零售单价明显较低，集中于5元~7元/500ml，性价比优势明显，而咖啡的消费对象收入水平相对较高，且女性消费者占比较高。

图 13：2006-2020 年即饮咖啡零售市场规模（亿元）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 14：能量饮料和即饮咖啡部分产品单价对比



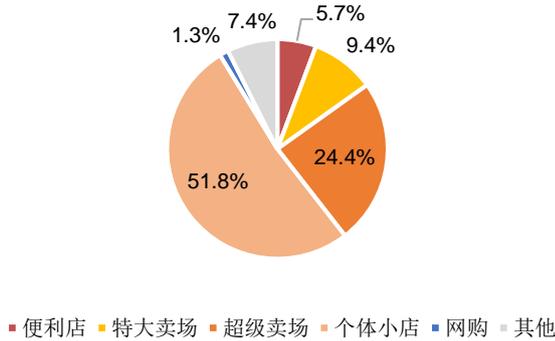
资料来源：数字 100、健康时报、Adtime、京东、东方证券研究所

● 便利店等渠道发展增加消费者接触

打通即时性需求，便利店渠道重要性提升。根据欧睿国际数据，国内能量饮料销售渠道以个体小店为主，非现饮消费量占比超50%，同时便利店渠道的重要性正在提升，2020年有5.7%的能量饮料产品经便利店销售，较2015年提升2.4pct。便利店能以较低的租金成本广泛切入加油站、写字

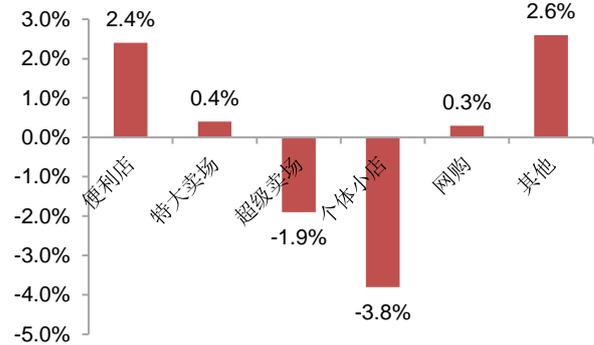
楼等地点，便捷、即时地触达司机、白领等目标人群。随着便利店渠道逐步打通，能量饮料消费需求响应速度加快，助力行业成长。

图 15: 2020 年我国能量饮料非现场消费量渠道分布



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 16: 20 年较 15 年能量饮料便利店渠道消费量占比扩大



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

### ● 各大厂商积极布局，加快培育消费习惯

能量饮料市场高速增长，吸引了众多新玩家涌入。2017 年以来，恒大、伊利、汤臣倍健和盼盼等食品和保健品公司，以及新兴饮料厂商元气森林等，纷纷推出能量饮料产品。各大厂商密集入局，行业竞争加剧，有望从配方、包装等维度丰富市场产品，满足消费者个性化、差异化的潜在需求，反哺行业增速。

表 1: 2017 年来新推出的能量饮料品牌

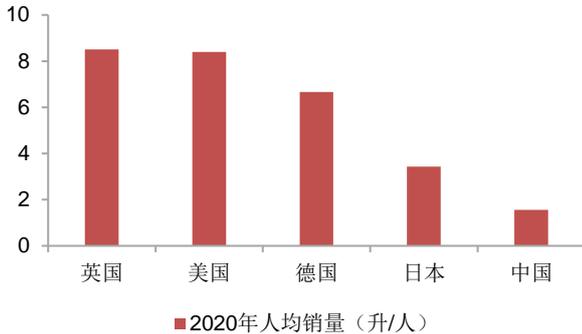
时间	品牌	厂商
2017 年 2 月	恒大球球	恒大
2017 年 3 月	战马	华彬
2018 年 4 月	唤醒源	伊利
2018 年 7 月	F6	汤臣倍健
2019 年 3 月	豹发力	盼盼
2019 年 6 月	红牛安奈吉	泰国天丝
2019 年 10 月	红牛维生素风味饮料	泰国天丝
2020 年 5 月	外星人	元气森林

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

### ● 人均饮用量处于较低水平，对标海外仍有提升空间

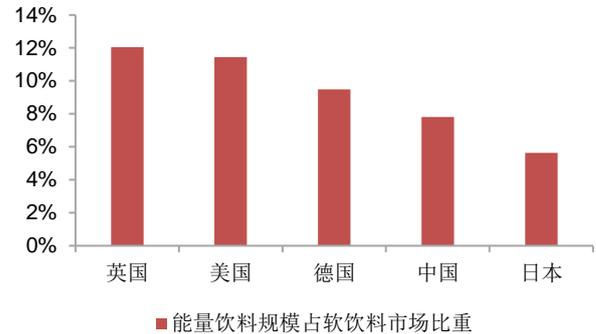
2020 年我国能量饮料人均销量为 1.6 升/人，与海外市场相比差距较大，约为欧美国家的 1/4 至 1/6、日本的 1/2。从能量饮料在软饮市场的份额来看，我国能量饮料规模占比 7.8%，亦处于国际较低水平。随着消费人群与消费场景的持续扩张，以及中短期内厂商竞争带来需求创造，对标海外市场，我国能量饮料市场仍有很大发展空间。

图 17：2020 年各国人均能量饮料销量对比



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 18：2020 年各国能量饮料规模占软饮料市场比重

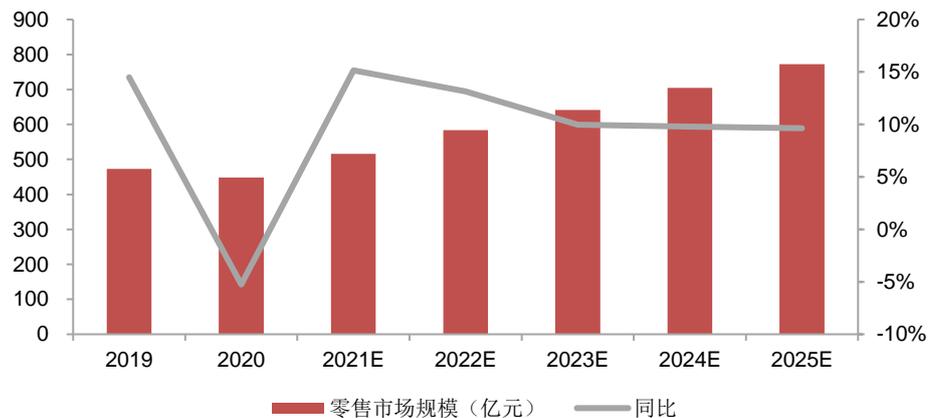


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

● 销量增长推动行业持续扩容

参考欧睿与 Frost & Sullivan 的预测，我们预计随着消费场景延伸、品类及口味丰富化和便利店等新兴渠道拓展，能量饮料将触达更多消费人群，未来 5 年销量年均增速提升 9.9%，单价年均小幅增长 1.5%；综合量价增势，预期 20 年-25 年能量饮料零售市场 CAGR 为 11.5%，同比增速由 15.2%逐渐放缓至 9.6%，规模由 448 亿元扩张至 772 亿元。

图 19：能量饮料零售市场规模预测



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

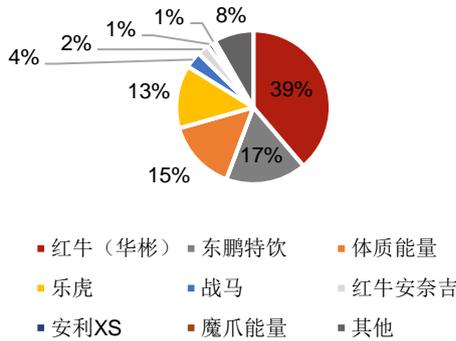
### 2.3 一超多强格局松动，第二梯队玩家有望受益

● 红牛领先优势弱化，龙头格局出现松动

红牛市占率持续下滑，第二梯队竞品逐步崛起。2020 年国内能量饮料市场仍延续一超多强格局，头部品牌红牛（华彬）销量市占率达 39%，其后东鹏特饮、体质能量、乐虎市场份额较为接近，分别为 17%、15%、13%。从趋势上看，近年红牛（华彬）的市占率有一定下滑，2011 年至 2020 年

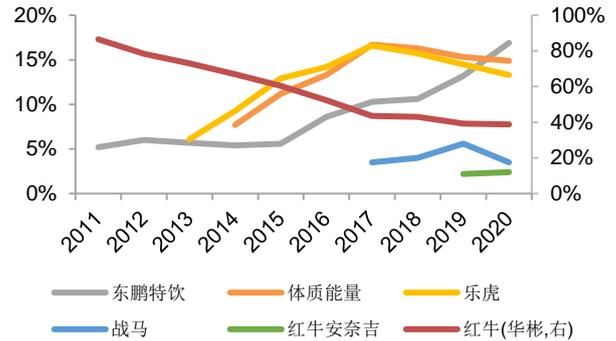
由 87% 降至 39%；同期东鹏特饮、体质能量、乐虎等本土品牌凭借差异化竞争策略抢夺市场份额，市占率稳步提升。

图 20：2020 年国内主要能量饮料品牌销量市场份额



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 21：2011-2020 年国内主要品牌销量市场份额变化



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

### ● 红牛受困于商标纠纷，本土品牌迎重要机遇

华彬集团与泰国天丝“红牛”商标纠纷于 2014 年 9 月发端，2016 年 8 月爆发。为应对经营风险，2016 年底华彬集团旗下自主品牌“战马”登陆苏、豫、皖、吉、辽等省份部分地区试销，2017 年 3 月全国铺货，同时挤占红牛的市场投入资源。此外，泰国天丝在华动作频繁，2019 年先后授权广东曜能量推出红牛安耐吉、深圳普盛进口红牛维生素风味饮料代理权，并于 2020 年与养元饮品合作，由其孙公司独家负责红牛安耐吉长江以北的运营，使得消费者对红牛品牌及产品风味的认知混乱。2020 年 12 月最高法院二审判决明确天丝医药保健有限公司为红牛系列商标的所有者，但 2021 年 1 月中国红牛声明坚称对“红牛系列商标权”享有使用、收益的合法权益。

红牛商标权纠纷目前已经对中国红牛的经营造成不利影响，包括：1) 华彬与泰国天丝合资的海南和北京怀柔工厂停止生产；2) 泰国天丝不再提供香料等原材料；3) 中国红牛不能打广告等。红牛商标纠纷尚未落幕、前途未卜，华彬“战马”不温不火，东鹏特饮、体质能量、乐虎等本土品牌迎来抢占市场份额的重要机遇期。

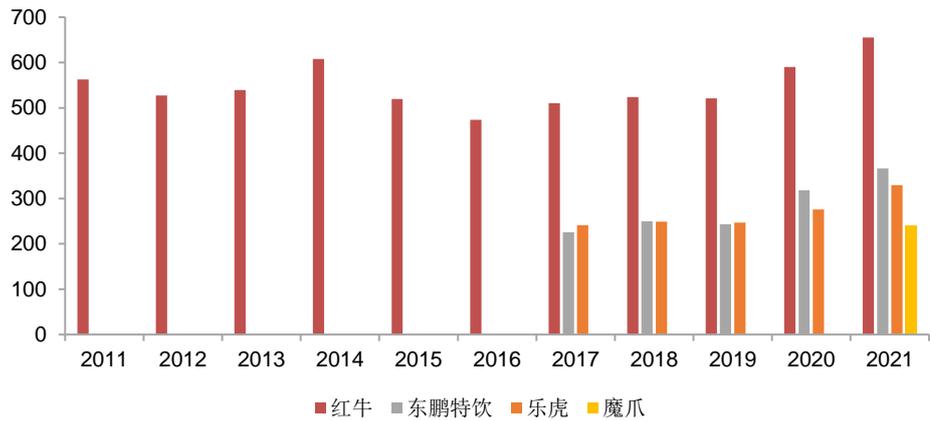
图 22：华彬集团与泰国天丝商标纠纷



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

根据 Chnbrand 的数据，2017 年以来，本土品牌东鹏特饮、乐虎等品牌力指数上行明显，市场认知度持续提升，与红牛的差距有所缩小。国内品牌中，东鹏特饮的知名度处于领先位置，逐步脱颖而出；在红牛商标权纠纷中，公司有望成为重要受益者。

图 23：国内能量饮料品牌力指数



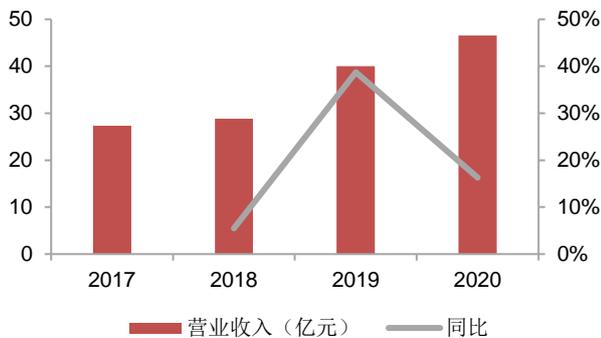
资料来源：Chnbrand、东方证券研究所

### 三、性价比战略成果显著，渠道扩张潜力巨大

#### 3.1 推行高性价比战略，销量驱动收入高增

能量饮料收入高增，大容量瓶装表现亮眼。公司 2017 年下半年推出 500ml 金瓶，2018 年逐步推广至全国，填补了市场大容量产品缺口。随着大容量产品在全国铺开，产能重心由 250ml 金瓶逐渐切换至 500ml 金瓶，2019 年公司能量饮料业务收入同比增长 39%至 40.03 亿元。2020 年受疫情影响，同比仍实现了 16%的增长，收入规模达到 46.55 亿元。拆分品类，500ml 金瓶是公司收入高增的关键，2018 年至 2020 年收入由 7.99 亿元提升至 30.85 亿元，年均增长 97%，2020 年占比达 66%。

图 24：公司能量饮料业务收入及增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

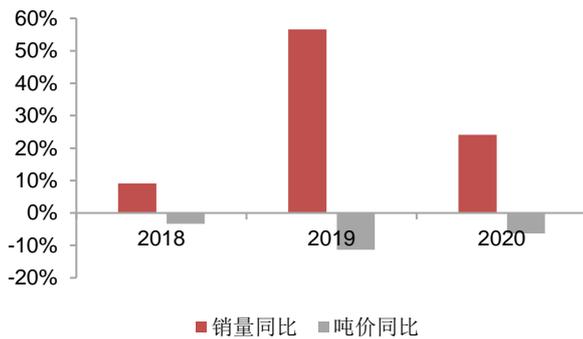
图 25：公司能量饮料业务不同品类收入 (亿元)



资料来源：公司公告、东方证券研究所

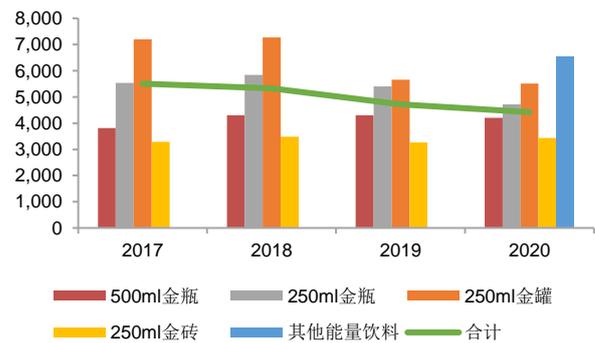
销量攀升驱动收入增长，以价换量成效显著。2017年-2020年公司能量饮料产品吨价由5,507元/吨下降至4421元/吨，同期销量由49.7万吨上升至105.3万吨，年均提升28.5%，销量高增带动收入增长。从各单品吨价来看，2018至2020年均呈下降趋势，其中均价较低的500ml金瓶、250ml金砖价格降幅较小；均价较高的250ml金瓶、250ml金罐价格下降幅度较大。据招股说明书披露，公司通过降价、促销等手段强化价格竞争优势，2019年下半年将250ml金瓶、250ml金罐终端零售指导价分别由3.5元/瓶、5元/罐下调至3元/瓶、4元/罐，同时加大消费者活动力度，以价换量策略下份额提升明显。

图 26：公司能量饮料业务销量和吨价同比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 27：公司能量饮料业务不同品类吨价（元/吨）变化



资料来源：公司公告、东方证券研究所

低价错位竞争，主打高性价比。相较于行业内其他主要品牌，公司功能饮料产品终端定价较低，吨价约为红牛的1/2，魔爪、战马的2/3。公司从单品价格上形成覆盖2元/盒、3元/瓶、4元/罐和5元/瓶的产品梯队，与其他品牌主攻5至6元价格带区别分明，以低价错位竞争。同时，公司主推500ml大容量金瓶装，相比其他容量较小的5元产品具备性价比优势。

表 2：国内主要品牌能量饮料产品对比

产品	公司/品牌	整箱价格 (元/箱)	瓶数 (瓶/个)	单瓶容量 (ml)	单价 (元/瓶)	单价 (元/500ml)	吨价 (元/吨)
红牛维生素功能饮料	红牛 (华彬)	129.0	24	250	5.38	10.75	21500
红牛安奈吉饮料	红牛 (养元)	129.0	24	250	5.38	10.75	21500
红牛 维生素风味饮料	红牛 (泰国)	132.9	24	250	5.54	11.08	22150
红牛 强化型 维生素功能饮料	红牛	158.0	24	250	6.58	13.17	26333
红牛含气维生素功能饮料	奥地利红牛	49	4	250	12.25	24.50	49000
东鹏特饮 (250ml 瓶装)	东鹏特饮	65.8	24	250	2.74	5.48	10967
东鹏特饮 (500ml 瓶装)	东鹏特饮	65.8	15	500	4.39	4.39	8773
东鹏特饮 (250ml 盒装)	东鹏特饮	35.8	24	250	1.49	2.98	5967
东鹏特饮 (250ml 金罐装)	东鹏特饮	69.2	24	250	2.88	5.77	11532
东鹏 0 糖 (335ml 罐装)	东鹏特饮	108	24	335	4.50	6.72	13433
乐虎 维生素功能饮料 (罐装)	达利	96.0	24	380	4.00	5.26	10526
乐虎 维生素功能饮料 (瓶装)	达利	53.9	15	380	3.59	4.73	9456
战马能量型维生素饮料 (罐装)	华彬	142	24	310	5.92	9.54	19086

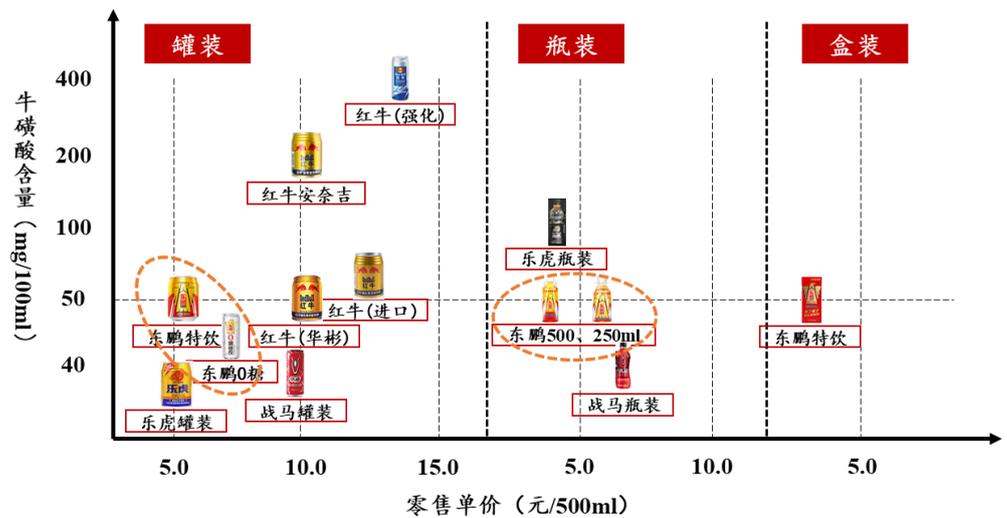
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

战马能量型维生素饮料（瓶装）	华彬	72.9	15	400	4.86	6.08	12150
体质能量 维生素运动功能饮料	中沃	75	15	600	5.00	4.17	8333
魔爪 维生素功能饮料	可口可乐	125	24	330	5.21	7.89	15783
魔爪超越 无糖维生素功能饮料	可口可乐	125	24	330	5.21	7.89	15783

资料来源：京东、天猫、东方证券研究所

结合牛磺酸含量看，公司产品定价低、功效佳。牛磺酸有助于机体对糖、氨基酸的利用以及脂肪的消化吸收，是能量饮料的主要成分之一。公司主要产品价格处于 4~5 元区间，牛磺酸含量约为 50mg/100ml。与牛磺酸含量接近的红牛（华彬）、红牛（进口）相比，东鹏特饮单价为其 1/2，具备价格优势；与单价接近的乐虎罐装、战马瓶装对比，东鹏特饮牛磺酸含量更高，具备成分优势；综合牛磺酸含量与单价来看，公司产品性价比突出。考虑到能量饮料的消费群体以蓝领及年轻学生群体为主，该部分人群收入水平偏低、价格敏感度较高、追求性价比，我们认为东鹏的定价策略有利于快速占领市场，培育并扩大消费群体。

图 28：国内主要能量饮料产品价格定位分布



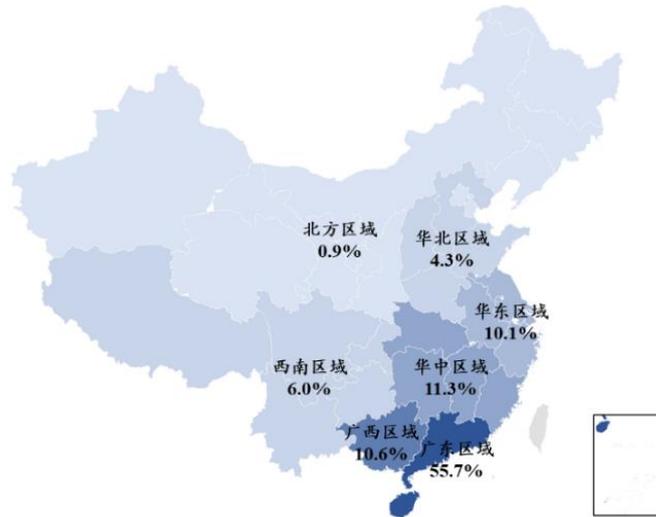
资料来源：京东、东方证券研究所

### 3.2 省内精耕+外埠拓展，渠道模式变革焕发活力

- 收入集中于广东地区，华南以外拓展空间大

公司以华南为根据地向外辐射，收入地区间分布不均。2020 年公司 55.7% 的主营业务收入来自长期耕耘的广东区域，其余核心市场广西、华中、华东区域各贡献 10.6%、11.3%、10.1%，市场尚处于早期培育阶段的西南、华北、北方区域相对弱势，营收占比分别为 6.0%、4.3%、0.9%。

图 29：公司 2020 年主营业务收入地区分布



资料来源：公司公告、东方证券研究所

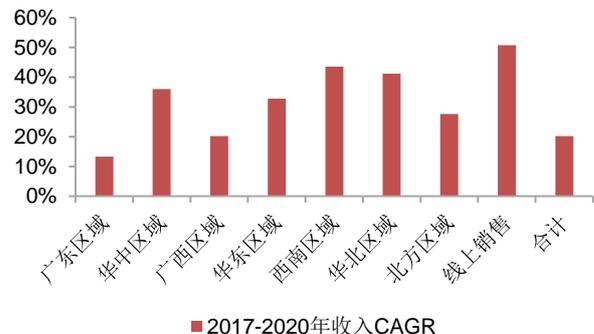
省外收入强劲增长，全国化渗透空间足。广东外区域近年来增速较高，2017 年至 2020 年省外各区域 CAGR 均高于 20%，其中基数较低的西南、华北区域年均收入增速超 40%，收入（不含线上销售）占比提升 10.4pct 至 43.1%。目前省外各区域与广东市场收入差距较大、拓展空间充足。随着公司全国化战略不断推进，省外核心市场精耕程度有望加强，公司将提高大流通区域经销商质量，提升对渠道和终端的掌控力，省外各区域收入体量有望持续提升。

图 30：公司不同区域收入（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

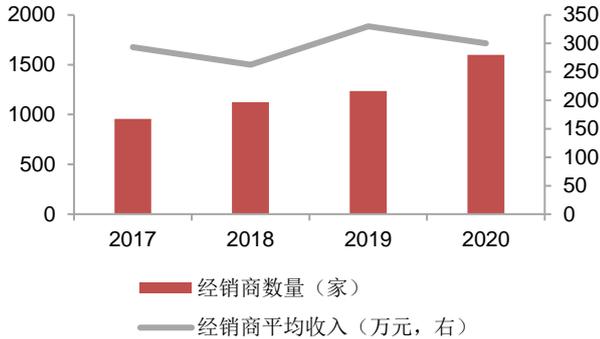
图 31：公司 2017-2020 年不同区域收入 CAGR



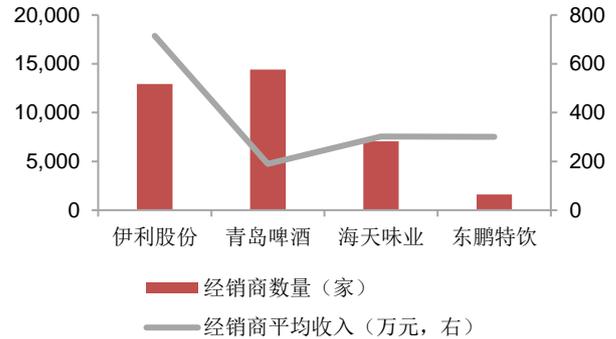
资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 经销体系不断扩张，省外区域与特通渠道双管齐下

经销商数量较少，人均收入较高。2017 年-2020 年公司经销商数量逐年增长至 1600 家，但与快消品龙头海天味业、伊利股份、青岛啤酒等相比，提升空间较大。从经销商平均收入来看，2020 年公司单家经销商平均收入为 300 万元，规模较大。此外，由于红牛品牌经营多年、价格相对透明，东鹏特饮的渠道利润率高于红牛，渠道推力较强。

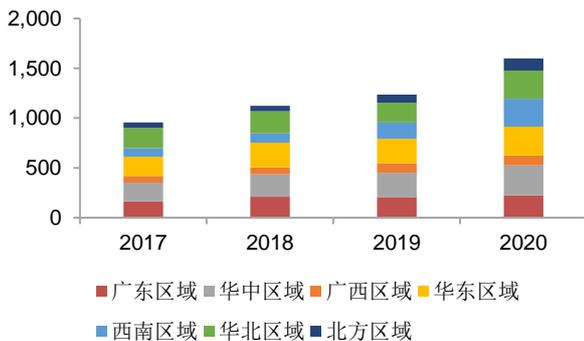
**图 32：2017-2020 年公司经销商数量和平均收入**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

**图 33：消费品龙头公司经销商数量和平均收入对比**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

**广东省外区域经销网络快速扩张。**2017 年至 2020 年，公司广东区域经销商数量由 166 家稳步扩大至 222 家，同期其他核心及重点销售市场广西、华中、华东和西南区域经销商数量各增加至 99 家、303 家、289 家、281 家，新兴增量市场华北和北方区域经销商规模也扩张至 283 家、123 家，两广以外地区经销商数量快速增加。**各区域单经销商收入差距较大。**2020 年公司广东、广西区域经销商人均体量分别为 1,239 万元、526 万元，华中、华东、西南区域为 100 万元至 200 万元之间，华北、北方区域低于 100 万元，两广以外地区经销商收入仍有很大提升空间。

**图 34：2017-2020 年公司不同地区经销商数量**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

**图 35：2017-2020 年公司不同地区经销商平均收入(万元)**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

**发展特通渠道和专业市场是渠道拓展的重要方向。**公司经销商覆盖传统渠道及特通（现代）渠道，特通渠道主要包括加油站、高速公路服务区、餐饮，以及网吧、棋牌等娱乐场所。其中，加油站、高速公路服务区、工业区的餐饮和娱乐场所的消费人群，与能量饮料重要客群——司机、蓝领等体力劳动者重合度高。我国加油站区域分布广泛，2020 年共计 11.9 万座，网吧 2019 年共计 12.5 万家，均与便利店数量不相上下，市场空间较大。**原加多宝高管卢义富与吴兴海加盟东鹏饮料后，提出专业市场开发策略。**公司新引进一批便于指导、学历较高的渠道推广人员，协助服务处业务经理进行团队管理、开发专业市场，如温州地区已形成网吧、餐饮店等开发专案，助力策略落地。

图 36：2019 年末全国各省市加油站数量分布（座）



资料来源：隆众资讯、东方证券研究所

图 37：2015-2020 年全国便利店、加油站和网吧数量

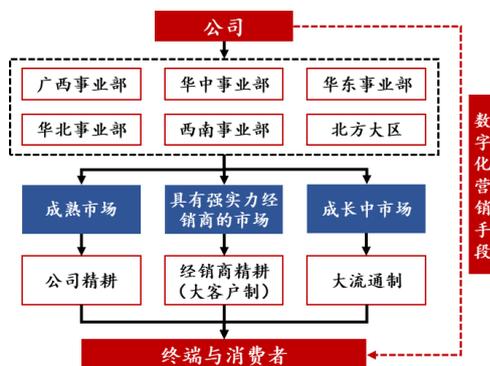


资料来源：隆众资讯、CCFA、Wind、东方证券研究所

● 整合市场资源，三种渠道模式并行

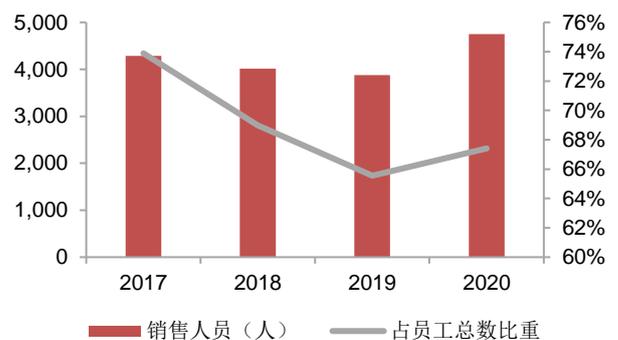
2018 年 11 月，公司开始改变笼统的通路精耕渠道模式，因地制宜，参考市场成熟度、零售店布局等指标分为公司精耕、经销商精耕（大客户制）和大流通制三种模式。在成熟市场，仍沿用以公司为主导的精耕模式；在经销商实力强的区域，采用公司协助经销商的精耕模式，避免资源重复配置；在精耕效率较低、地广人稀的成长中市场，采取大流通制，将资金打包给经销商团队，由经销商自行决定资源配置。通过划分不同区域渠道模式，公司整合自身与经销商两方的市场资源，提升资源投放效率，推动公司业绩高增。同时，为加强和终端的联系，将终端做细、做透，争取掌握终端，公司使用二维码技术、“鹏讯云商”平台等数字化营销手段辅助渠道和终端管理，并扩大销售人员规模。2020 年公司销售人员数量达到 4,749 人次，较 2019 年大幅增加 869 人。

图 38：公司营销体系变革方向



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 39：2015-2020 年公司销售人员数量及比重



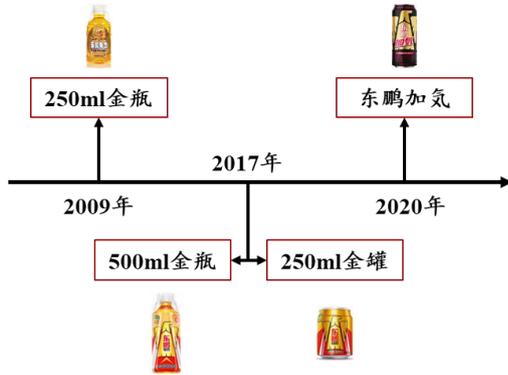
资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.3 品牌策略不断优化，费效比快速提升

推出瓶装产品，与红牛差异化竞争。2009 年，公司推出 250ml 金瓶，瓶装设计有防尘盖，相比红牛罐装开盖后更易储存。2017 年公司推出大容量 500ml 金瓶，更贴近重体力劳动者的消费需求，

且定价较低，具备性价比优势。公司瓶装产品凭借更人性化的防尘设计、更高的性价比赢得中低端客户青睐，在消费客群上避免与红牛正面冲突，实现差异化竞争。

图 40：公司主要产品发布时间



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 41：东鹏特饮产品与红牛产品在货架对比



资料来源：草根调研、东方证券研究所

包装升级、广告务实，提升品牌辨识度。2015 年公司升级瓶装产品 logo，用高饱和度的红色强调“东鹏”二字，同时以色彩明亮、可简化为竖状三角形的金鹏图案为背景，强化品牌形象。公司广告语直白务实，如“困了累了喝东鹏特饮”“东鹏加气加油打气”“无糖能量就喝东鹏 0 糖”，语义简明扼要、便于传播，进一步提升品牌辨识度。

图 42：2015 年公司包装升级加强品牌形象



资料来源：Logonews、东方证券研究所

图 43：公司各产品的广告宣传语



资料来源：公司官网、东方证券研究所

品牌营销精准定位，顺应年轻化趋势。2013 年公司邀请谢霆锋作为品牌代言人，并登陆央视广告，借助大力曝光提高了品牌全国知名度。2018 年以来公司品牌营销转向年轻化，提出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，先后冠名英雄联盟知名战队 RNG、湖南卫视老牌综艺节目《天天向上》，赞助 B 站重点综艺《欢天喜地好哥们》，植入贺岁档热门电影《唐人街探案 3》等，通过互联网、影视植入、体育电竞及综艺冠名赞助等新兴品牌宣传方式，提升年轻消费群体对“东鹏”品牌的认知度，把握未来的消费主力军。

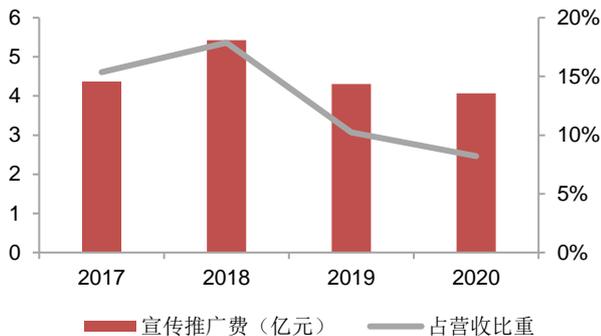
图 44：东鹏特饮近年来重要品牌冠名及赞助营销活动



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

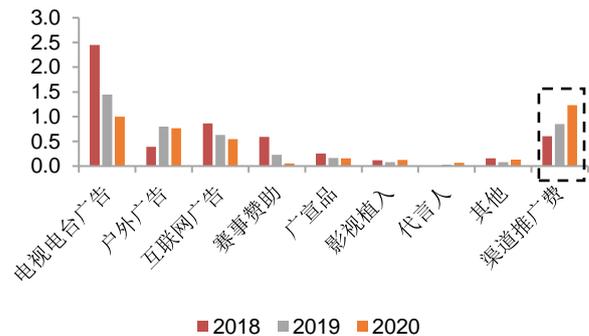
宣传推广费结构性调整，整体费率逐步降低。2018年-2020年，公司秉持“陈列就是最好的广告”的营销策略，宣传推广费用重心由电视台广告逐渐转向渠道推广，前者由2.4亿元下降至1.0亿元，后者从0.6亿元提升至1.2亿元。为增强陈列推广效果，公司对终端门店实施精细化管理，包括提升冰冻化陈列曝光度、增加陈列牌面和覆盖网点数量，并对销售人员拜访维护终端门店加强考核，同时通过鹏讯云商平台跟踪陈列情况。整体来看，随着公司营销策略调整优化，2018年至2020年宣传推广费由5.4亿元减少至4.1亿元，而营收规模扩张速度未被削弱，宣传推广费用率由17.9%下降9.7pct至8.2%，费效比显著提升。

图 45：公司宣传推广费用及占比情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 46：公司宣传推广费用拆分 (亿元)



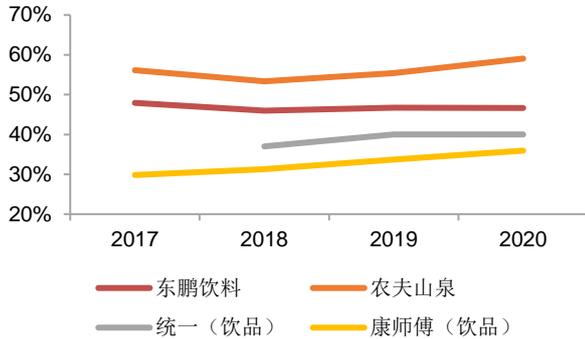
资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 四、控费提效推升盈利，产能扩张为业绩增长奠基

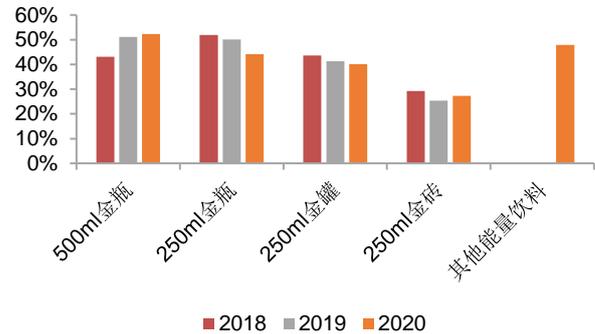
### 4.1 吨成本下降推动毛利上行，盈利水平持续改善

- 毛利率较为稳定，规模效应发挥推动成本下行

公司毛利率整体保持稳定，维持在47%左右。与农夫山泉、统一（饮品）、康师傅（饮品）等相比，公司产品毛利率处于中上游，仅低于农夫山泉。拆分产品来看，500ml金瓶毛利率稳定提升，从2018年的43%上行到2020年的52%，其余产品毛利率有所下滑。

**图 47：公司毛利率与软饮料公司对比**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

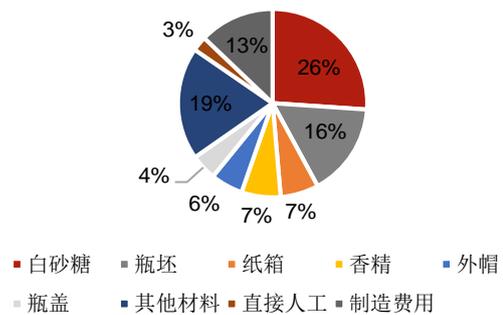
**图 48：公司不同能量饮料毛利率变化情况**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

近年来，公司能量饮料产品吨价整体呈下行趋势，毛利率保持稳定主要受益于单位成本的持续下行。2017年至2020年，公司能量饮料单位成本从2,789元/吨下降到2,270元/吨，年均下降6.6%。拆分2020年营业成本，直接材料、直接人工和制造费用分别占比84.6%、2.5%和12.8%，直接材料中白砂糖、瓶坯、纸箱、香精等分别占比约26%、16%、7%和7%，是主要的成本项。

**图 49：2017-2020 年公司能量饮料吨价和单位成本**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

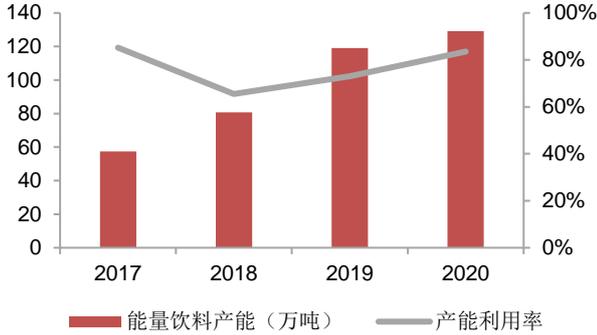
**图 50：2020 年公司营业成本构成拆分**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们认为公司单位成本下行主因 500ml 金瓶产量占比提升以及产量提升后规模效应发挥所致。2017年至2020年，公司能量饮料产能从57万吨增长到129万吨，年均增长31%；产能利用率在2018年至2020年间从65%提升至84%，单位成本持续下降。拆分各成本项的单位成本，2017年至2020年，直接材料中，瓶坯、纸箱、香精、外帽和瓶盖的单位成本CAGR分别为-10%、-13%、-1%、-16%和-19%，预计主要因为500ml金瓶产量占比提升；直接人工和制造费用的单位成本CAGR则分别为-9%和-2%，反映了规模效应。

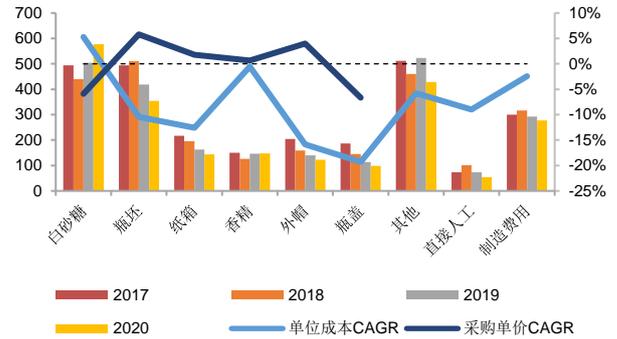
展望未来，我们认为：1) 中短期内，公司高性价比战略下，500ml金瓶预计保持较高增速，推动单位成本降低；2) 长期来看，随着公司品牌力增强、产品议价能力提升，吨价下行趋势有望放缓；3) 随着公司产销规模的继续扩大，生产效率提升，单位制造成本有望进一步下行；综合，公司功能饮料毛利率具有上行空间。

图 51: 2017-2020 年公司能量饮料产能及利用率



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

图 52: 公司近年来各成本项单位成本 (元/吨) 及变化

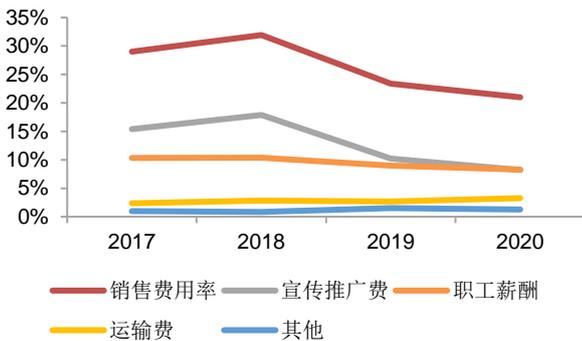


资料来源: 公司公告、东方证券研究所

### ● 收入增长有望摊薄销售费用率与管理费用率

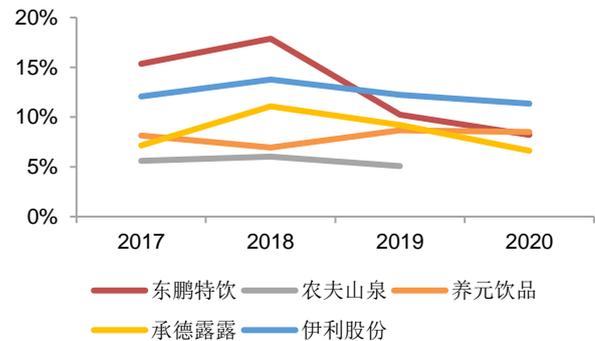
公司销售费用率 2018 年来下降幅度较大, 从 31.9% 下降至 21.0% (-10.9pct); 拆分来看, 其中宣传推广费从 17.9% 下降至 8.2% (-9.7pct), 职工薪酬从 10.4% 下降至 8.3% (-2.1pct), 宣传推广费是主要减少项目。对比其他饮品公司来看, 宣传推广费用占营收比重在 5%~11% 之间, 公司 2020 年处于中等水平。公司营收保持较高增长, 未来有望进一步摊薄宣传推广费用以及职工薪酬等, 推动销售费用率降低。

图 53: 2017-2020 年公司销售费用率及拆分



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

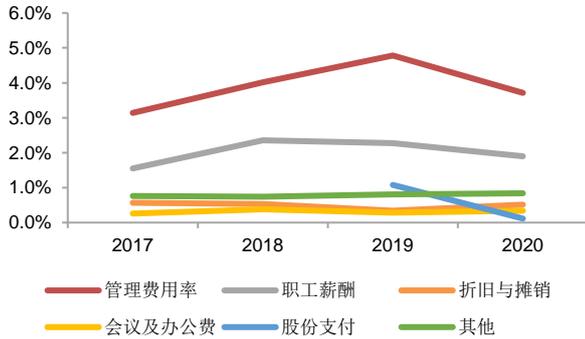
图 54: 2017-2020 年公司宣传推广费用占营收比重与对比



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

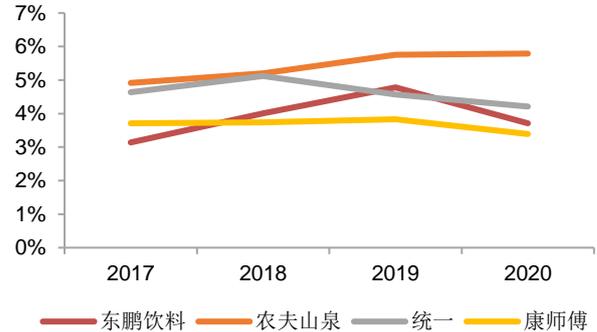
拆分管理费用, 职工薪酬占比自 2018 年来逐步下降, 股份支付占比 2020 年同比下降较大, 其余科目占比保持稳定。与农夫山泉、统一、康师傅等公司相比, 公司管理费用率相对较低。展望未来, 预计管理费用率在营收高增趋势下有望被进一步摊薄。

图 55：2017-2020 年公司管理费用率及拆分



资料来源：公司公告、东方证券研究所

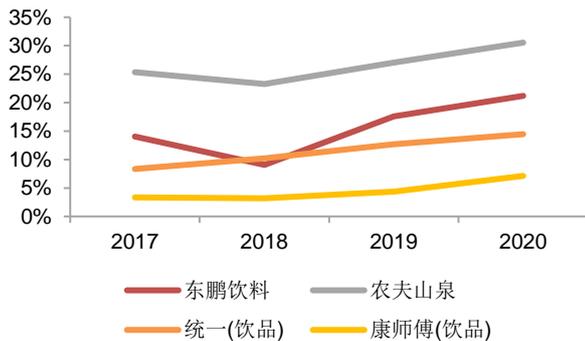
图 56：2017-2020 年公司管理费用率与其他公司对比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

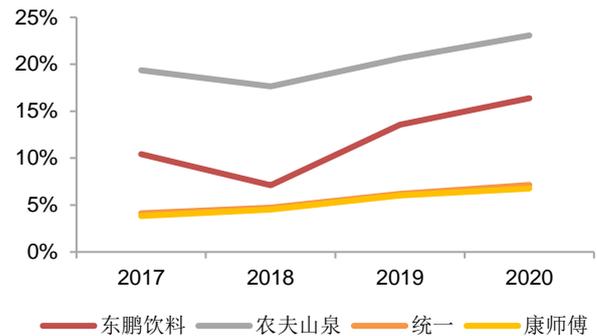
综合而言,主要受益于销售费用率降低,公司近年来营业利润率和净利率上行明显。2018 年至 2020 年,公司营业利润率从 9.1%提升至 21.2%,2020 年高于统一(饮品)、康师傅(饮品),处于领先地位;净利率从 7.1%提升至 16.4%,改善明显。展望未来,公司净利率仍有提升空间,预计毛利率上行将会是主要推动力。

图 57：2017-2020 年公司营业利润率与其他公司对比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 58：2017-2020 年公司净利率与其他公司对比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 4.2 募投建设产能与营销项目，支撑未来业绩增长

### ● 募投项目解决产能瓶颈，保障生产无忧

公司此次 IPO 共募集资金 17.32 亿元,计划用于生产基地建设、营销网络升级及品牌推广、信息化升级建设等多个项目。其中生产基地建设是核心项目之一,公司计划投入资金 14.37 亿元,在华鹏、渝鹏和桂鹏三地共建设 14 条生产线。

表 3：公司生产基地建设募投项目情况

实施	项目	规划建设	投入资金	新增产能	建设期	达产期
----	----	------	------	------	-----	-----

主体			(亿元)	(万吨)	(年)	(年)
华鹏	华南生产基地建设项目	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	7.29	48.1		
渝鹏	重庆西彭生产基地建设项目	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	5.09	39.5	3	5
桂鹏	南宁生产基地二期建设项目	3 条瓶装饮料生产线	2.00	22.5		
<b>合计</b>		<b>14 条生产线</b>	<b>14.37</b>	<b>110.1</b>		

资料来源：公司公告、东方证券研究所

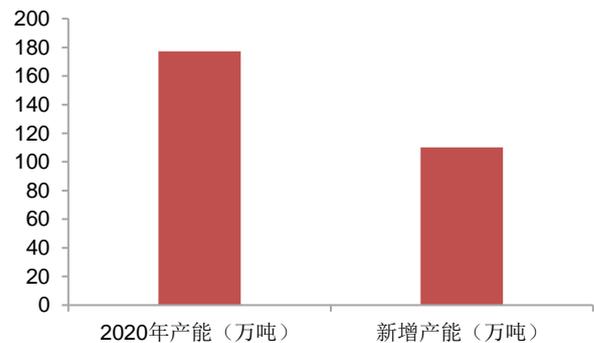
公司 2020 年拥有 177.3 万吨产能，产能利用率已经高达 84%；根据我们的模型预测，若公司不进行扩产，则 2021 年产能利用率将达到 92%，因此产能项目具有很高的重要性。生产基地建设项目完成之后，公司将新增 110.1 万吨，在现有产能基础上提升 62.1%，有效缓解目前产能利用率过高，产能紧张的状况，推动公司营收业绩进一步增长。

图 59：公司现有生产基地及新增产能所在地



资料来源：公司官网、公司公告、东方证券研究所

图 60：公司现有产能和新增产能情况

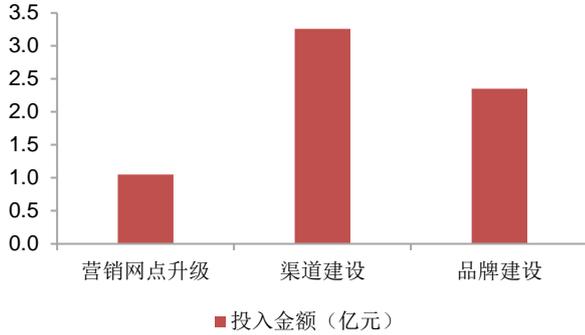


资料来源：公司公告、东方证券研究所

### ● 营销网络升级及品牌推广项目有望进一步提升品牌影响力

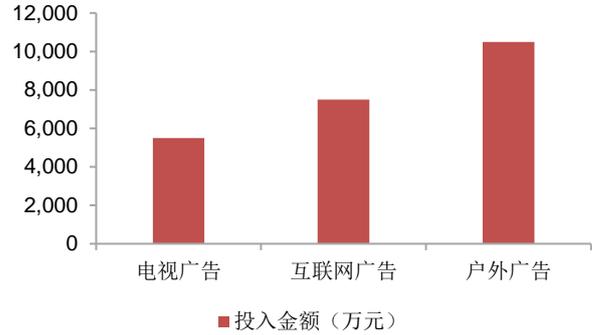
公司计划投入 6.71 亿元用于营销网络升级及品牌推广项目，其中包含募集资金 3.71 亿元，以完善营销网络和渠道建设，增强品牌知名度。该项目主要包括营销网点升级、渠道建设和品牌建设三部分，分别投入 1.0 亿元、3.3 亿元和 2.4 亿元。营销网点升级主要是购置营销事业部及服务处办公场地，并配套办公设备；渠道建设主要是购买冰柜（8.7 万个），加大对下游渠道的冰柜投放量；品牌建设计划在电视广告、互联网广告、户外广告上分别投入 5,500 万元、7,500 万元和 10,500 万元。我们认为公司营销网络升级及品牌推广项目有利于进一步提升公司品牌知名度和影响力，加速产品在全国范围的渠道网络渗透。

图 61：公司营销网络升级及品牌推广募投项目投入金额



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 62：公司品牌建设募投项目投入金额



资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 能量饮料业务 21-23 年营收增速分别为 33.7%、29.4%、22.0%，其中销量增速分别为 35%、30%和 22%，吨价增速分别为-1.0%、-0.5%和 0.0%，吨价降幅收窄主要因为：1) 原材料成本上行；2) 公司产品已经具备较高性价比，预计未来降价空间较小；3) 吨价较高的金罐产品、其他能量饮料占比提升。毛利率方面：1) 受原材料成本上升影响，21 年毛利率下滑至 48.1%；2) 公司产销规模扩大，规模效应加强，以及产品售价降幅放缓，22-23 年毛利率稳步提升至 48.4%和 48.8%。
- 2) 非能量饮料业务 21-23 年营收增速分别为 36.5%、24.8%和 20.5%；受益于产品提价，毛利率稳定上行，21-23 年分别为 13.5%、17.7%和 20.7%。包装水业务 21-23 年营收增速分别为 12.2%、11.2%和 10.2%，毛利率分别为 17.6%、20.0%和 22.2%。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 19.8%、19.6%和 19.5%，管理费用率为 3.6%、3.6%和 3.6%。销售费用率下降主要因为销售收入快速增长的摊薄作用。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率维持 21.1%。

#### 盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>能量饮料</b>					
销售收入 (百万元)	4,003	4,655	6,222	8,048	9,818
增长率	38.7%	16.3%	33.7%	29.4%	22.0%
毛利率	49.0%	48.7%	48.1%	48.4%	48.8%
<b>非能量饮料</b>					
销售收入 (百万元)	148	240	328	409	493
增长率	49.3%	62.2%	36.5%	24.8%	20.5%
毛利率	-6.1%	9.3%	13.5%	17.7%	20.7%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<b>包装水</b>					
销售收入（百万元）	41	41	46	51	56
增长率	11.6%	-0.7%	12.2%	11.2%	10.2%
毛利率	7.2%	16.1%	17.6%	20.0%	22.2%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	17	23	23	23	23
增长率	3.4%	35.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	65.6%	71.6%	71.6%	71.6%	71.6%
合计	<b>4,209</b>	<b>4,959</b>	<b>6,617</b>	<b>8,530</b>	<b>10,389</b>
增长率	<b>38.6%</b>	<b>17.8%</b>	<b>33.5%</b>	<b>28.9%</b>	<b>21.8%</b>
综合毛利率	<b>46.7%</b>	<b>46.6%</b>	<b>46.2%</b>	<b>46.8%</b>	<b>47.3%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 5.2 投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.81、3.77 和 4.77 元。我们选取 A+H 股饮料板块的公司以及美股能量饮料龙头公司怪物饮料作为可比公司。可比公司 21 年 PE 为 42 倍，公司处于高增长的能量饮料赛道，营收和盈利增速显著高于可比公司，因此给予 20% 的估值溢价，给予公司 21 年 51 倍 PE，对应目标价 143.31 元，首次覆盖给予买入评级。

表 4：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率			业绩增速预测	
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2021E	2022E
李子园	605337	57.70	1.85	1.08	1.27	31.2	53.4	45.5	9.1%	17.5%
均瑶健康	605388	23.42	0.56	0.64	0.77	41.8	36.8	30.6	28.0%	20.3%
伊利股份	600887	39.58	1.17	1.42	1.66	33.8	27.9	23.9	19.1%	16.9%
农夫山泉	9633	43.25	0.57	0.66	0.77	75.8	65.9	56.3	15.2%	17.3%
怪物饮料	MNST	95.37	2.37	2.63	3.01	40.2	36.2	31.7	-1.3%	12.6%
调整后平均							<b>42</b>	<b>36</b>		

数据来源：iFind、Bloomberg、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 6 月 4 日收盘价；农夫山泉股价与 EPS 单位为港元，怪物饮料股价与 EPS 单位为美元）

## 六、风险提示

- **市场竞争加剧风险。**能量饮料市场红牛占据领先地位，近年来因商标纠纷导致市场份额有所下滑，若红牛商标纠纷得到妥善解决，市场竞争可能会加剧，导致公司市场份额下降，对营收和盈利造成不利影响。
- **行业增速放缓风险。**能量饮料行业整体实现较高增速，公司享有行业红利，若行业增速放缓公司营收增长可能放缓。
- **原材料成本大幅上升风险。**公司营业成本中直接材料占比较高，原材料成本变动对公司毛利影响较大，若原材料成本大幅上升可能对公司盈利造成不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	945	1,225	2,375	4,073	6,052	营业收入	4,209	4,959	6,617	8,530	10,389
应收票据、账款及款项融资	26	13	17	22	27	营业成本	2,242	2,648	3,559	4,540	5,471
预付账款	159	179	239	307	375	营业税金及附加	44	50	67	87	106
存货	214	273	367	468	563	营业费用	984	1,040	1,313	1,675	2,030
其他	107	270	243	249	254	管理费用及研发费用	229	219	286	368	446
<b>流动资产合计</b>	<b>1,452</b>	<b>1,959</b>	<b>3,240</b>	<b>5,119</b>	<b>7,271</b>	财务费用	(14)	(16)	(8)	(33)	(60)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	7	(1)	0	(0)	(1)
固定资产	1,049	1,404	1,420	1,271	930	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	341	456	525	556	570	投资净收益	7	10	10	9	10
无形资产	164	237	288	340	393	其他	16	23	22	20	22
其他	336	305	304	300	298	<b>营业利润</b>	<b>741</b>	<b>1,050</b>	<b>1,432</b>	<b>1,924</b>	<b>2,431</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,889</b>	<b>2,402</b>	<b>2,536</b>	<b>2,467</b>	<b>2,190</b>	营业外收入	2	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>3,341</b>	<b>4,361</b>	<b>5,776</b>	<b>7,586</b>	<b>9,461</b>	营业外支出	6	23	11	13	15
短期借款	10	110	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>737</b>	<b>1,030</b>	<b>1,423</b>	<b>1,912</b>	<b>2,418</b>
应付票据及应付账款	319	298	401	511	616	所得税	166	217	301	404	511
其他	1,123	1,722	2,038	2,454	2,769	<b>净利润</b>	<b>571</b>	<b>812</b>	<b>1,123</b>	<b>1,508</b>	<b>1,907</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,452</b>	<b>2,130</b>	<b>2,438</b>	<b>2,965</b>	<b>3,385</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	237	302	302	302	302	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>571</b>	<b>812</b>	<b>1,123</b>	<b>1,508</b>	<b>1,907</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.43	2.03	2.81	3.77	4.77
其他	17	16	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>254</b>	<b>318</b>	<b>302</b>	<b>302</b>	<b>302</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,706</b>	<b>2,448</b>	<b>2,740</b>	<b>3,267</b>	<b>3,687</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	360	360	400	400	400	营业收入	38.6%	17.8%	33.5%	28.9%	21.8%
资本公积	382	388	348	348	348	营业利润	169.4%	41.8%	36.3%	34.3%	26.4%
留存收益	893	1,165	2,287	3,571	5,026	归属于母公司净利润	164.4%	42.3%	38.2%	34.4%	26.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,635</b>	<b>1,913</b>	<b>3,036</b>	<b>4,320</b>	<b>5,774</b>	毛利率	46.7%	46.6%	46.2%	46.8%	47.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,341</b>	<b>4,361</b>	<b>5,776</b>	<b>7,586</b>	<b>9,461</b>	净利率	13.6%	16.4%	17.0%	17.7%	18.4%
						ROE	41.9%	45.8%	45.4%	41.0%	37.8%
						ROIC	35.4%	38.2%	39.1%	37.3%	34.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	51.1%	56.1%	47.4%	43.1%	39.0%
净利润	571	812	1,123	1,508	1,907	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	8	501	578	780	990	流动比率	1.00	0.92	1.33	1.73	2.15
财务费用	(14)	(16)	(8)	(33)	(60)	速动比率	0.85	0.79	1.18	1.57	1.98
投资损失	(7)	(10)	(10)	(9)	(10)	营运能力					
营运资金变动	471	417	328	344	243	应收账款周转率	122.7	245.2	419.1	412.8	402.6
其它	183	(364)	(17)	0	(2)	存货周转率	13.4	10.9	11.1	10.9	10.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,211</b>	<b>1,340</b>	<b>1,993</b>	<b>2,590</b>	<b>3,068</b>	总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.2
资本支出	(175)	(2,092)	(711)	(711)	(711)	每股指标(元)					
长期投资	(130)	30	0	0	0	每股收益	1.43	2.03	2.81	3.77	4.77
其他	(227)	1,290	10	9	10	每股经营现金流	3.36	3.72	4.98	6.48	7.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>(532)</b>	<b>(773)</b>	<b>(701)</b>	<b>(702)</b>	<b>(701)</b>	每股净资产	4.09	4.78	7.59	10.80	14.43
债权融资	181	127	(41)	1	4	估值比率					
股权融资	118	6	0	0	0	市盈率	62.2	43.7	31.6	23.5	18.6
其他	(356)	(467)	(102)	(192)	(392)	市净率	21.7	18.5	11.7	8.2	6.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(57)</b>	<b>(334)</b>	<b>(142)</b>	<b>(191)</b>	<b>(388)</b>	EV/EBITDA	46.9	22.4	17.2	12.9	10.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	47.4	33.3	24.2	18.2	14.5
<b>现金净增加额</b>	<b>621</b>	<b>234</b>	<b>1,150</b>	<b>1,698</b>	<b>1,979</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)