



Research and
Development Center

行业创新先行者，专注性价比优势

—东鹏饮料(605499)公司深度报告

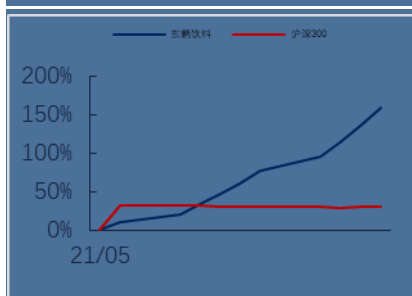
2021年06月10日

马铮 首席研究员

S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
东鹏饮料 (605499)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	172.81
52 周内股价波动区间 (元)	172.81-66.63
最近一月涨跌幅 (%)	72.81
总股本 (亿股)	4.00
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	691.26

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

行业创新先行者，专注性价比优势

2021 年 06 月 10 日

本期内容提要：

◆**投资建议：能量饮料赛道快速扩容，东鹏饮料突围本土品牌。**2020 年，中国能量饮料市场规模达到 452 亿元，销量 22.5 亿升，2015-2020 年收入复合增速达 11.5%，市场份额占比逐年提升至 9.3%。东鹏饮料作为本土品牌，长期深耕广东区域市场，已形成较强的地区优势，2017-2020 年收入复合增速达 20.4%，归母净利润复合增速达 21.4%，迅速成长为国内市占率第二的能量饮料品牌。凭借高性价比差异化优势，公司未来将加快广东样板市场在北方区域的复制，我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.73、3.59 和 4.69 元，对应 2021 年 6 月 10 日收盘价（172.81 元/股）市盈率 63/48/37 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，首次给予“买入”评级。

◆**产品包装差异化，主打性价比优势。**2009 年，公司首创 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计，以差异化的产品包装市场中独树一帜，打破了能量饮料产品罐装包装的市场局限，且更加符合中国消费者的饮用需求。同规格包装上，公司产品价格仅为红牛的一半，但主要功能成分含量与红牛保持一致，体现着极高性价比优势，吸引了一批蓝领消费者，与公牛针对白领消费者形成差异化竞争。随着消费者对能量饮料需求的提升，公司 500ml 产品迅速获得消费者偏爱，助力公司规模快速增长。

◆**多维度广宣投放，一物一码搭建品牌沟通桥梁。**在红牛版权风波之际，公司果断携手国内外顶级体育 IP，深化体育营销布局，从足球顶级 IP，到小众体育赛事，再到电竞，围绕年轻消费者，以“年轻就要醒着拼”的品牌主张成功实现了品牌知名度的升级。除此外，公司创新性的进行广告植入，占据主流影视综艺，辅以频繁地广投放，打造高强度的品牌记忆。公司于 2015 年率先开展扫码营销体验活动，且每年玩法换新，保持消费者持续参与活动的积极性，提升复购率。此外，公司新增终端门店的现金折扣活动，更好的掌握终端门店销售情况，提升终端商户销售的积极性。凭借扫码活动，公司实现了消费者信息留存，利用红包平台和微信公众号进行流量变现。

◆**展望未来，红牛风波持续，北方市场是公司发展的关键。**2016 年以来，红牛版权风波仍在持续，市场上现存三款红牛产品，给消费者选择带来困扰，而这正是东鹏发力的机遇。由于长期深耕长江以南市场，公司北方市场仍较为薄弱，未来通过广东地区的渠道复制，或能继续保持快速增长势头。

◆**股价催化剂：**国民收入水平提升

◆**风险因素：**政策风险；消费喜好转变的风险；食品安全风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,209	4,959	6,546	8,381	10,594
增长率 YoY %	38.6%	17.8%	32.0%	28.0%	26.4%
归母净利润 (百万元)	571	812	1,090	1,437	1,874
增长率 YoY %	164.4%	42.3%	34.3%	31.8%	30.5%
毛利率 %	46.7%	46.6%	46.8%	46.8%	47.1%
净资产收益率 ROE %	34.9%	42.4%	37.5%	34.4%	32.4%
EPS (元)	1.43	2.03	2.73	3.59	4.69
市盈率 P/E (倍)	0.00	0.00	63.40	48.12	36.88
市净率 P/B (倍)	0.00	0.00	23.79	16.56	11.96

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2021 年 06 月 10 日收盘价

目录

投资逻辑:	5
1. 发展回顾: 改制焕新生, 瓶装差异化	6
1.1 1987-2003 年: 初试能量饮料, 业绩经营不善	6
1.2 2003-2015 年: 民营改制成功, 开启瓶装时代	6
1.3 2015 年至今: 品牌定位年轻化, 突围能量饮料市场	7
2. 增长核心: 包装差异化, 营销多元化	8
2.1 公司管理层稳定, 股权激励激发活力	8
2.2 产品包装差异化, 主打性价比优势	8
2.3 多维度广宣投放, 一物一码搭建品牌沟通桥梁	11
2.4 具备核心根据地市场, 从广东辐射全国	13
3. 中国能量饮料起步较晚, 行业成长性较高	16
3.1 什么是能量饮料?	16
3.2 能量饮料赛道快速扩容	17
4. 产能加速扩建, 保障全国销售	20
5. 盈利预测和评级	22
5.1 盈利预测及假设	22
5.2 投资评级	22
6. 风险提示	23

表目录

表 1: 主要软饮料上市企业毛利率对比	10
表 2: 主流能量饮料成分含量	17
表 3: 公司募集资金用途	20
表 4: 营销网络升级及品牌推广项目明细	21
表 5: 公司收入预测	22
表 6: 可比公司盈利及估值对比	22

图目录

图 1: 公司发展历程缩影	6
图 2: 2013 年签约谢霆锋代言东鹏特饮	7
图 3: 2016 年提出年轻化品牌主张“年轻就要醒着拼”	7
图 4: 2017-2020 年公司业绩快速增长	7
图 5: 2020 年东鹏特饮在能量饮料市占率第二	7
图 6: 公司股权结构 (发行后)	8
图 7: 东鹏特饮独特的防尘盖设计	9
图 8: 与红牛相比, 东鹏特饮性价比更高	9
图 9: 紧跟消费潮流推出加气及无糖新品	9
图 10: 由柑柠檬茶换新上市	9
图 11: 能量饮料是公司收入主要来源	10
图 12: 500ml 金瓶上市后快速成长	10
图 13: 能量饮料毛利率较为稳定	10
图 14: 500ml 金瓶毛利率稳步提升	10
图 15: 携手国内外顶级体育 IP	11
图 16: 播放器“创可贴”互动广告形式	12
图 17: 主流影视综艺植入	12
图 18: 东鹏特饮地面广告投放	12
图 19: 销售费用以宣传推广费为主	12
图 20: 2017-2020 年宣传推广费构成情况	12
图 21: 扫码促销活动玩法年年换新	13
图 22: 每年不同的扫码玩法带来折扣构成变化	13
图 23: 扫码加强用户粘性并为厂家提供用户数据分析	13
图 24: 东鹏特饮全国营销布局	14
图 25: 公司全国大区划分	14
图 26: 广东地区收入占比近 60%	14
图 27: 广东及全国的经销商规模分布	14
图 28: 公司主要销售方式	14
图 29: 公司饮料销售以线下经销为主	14
图 30: 公司终端门店数仍有提升空间	15

图 31: 能量饮料属特殊功能饮料细分类领域.....	16
图 32: 特殊用途饮料分类	16
图 33: 能量饮料的常见配方	16
图 34: 中国保健食品标识	16
图 35: 2015-2020 年能量饮料收入领先饮料板块.....	18
图 36: 2015-2020 年能量饮料复合收入增速第一.....	18
图 37: 能量饮料在饮料整体中的收入比重逐年提升	18
图 38: 能量饮料单价相对较高	18
图 39: 美国能量饮料人均消费水平约为中国 9 倍.....	18
图 40: 美国能量饮料人均消费量是中国 5 倍多	18
图 41: 2016 年后红牛市占率下滑严重	19
图 42: 东鹏特饮 2016 年起开始突围本土品牌	19
图 43: 公司六大生产基地布局长江以南	20
图 44: 主要产品 500ml 金瓶的产能利用率达到 89%	20

投资逻辑：

随着工作强度的提升，当代工作者越来越多的借助能量饮料提神抗疲劳，能量饮料市场迎来快速发展。市场认为，东鹏在广东及周边市场较为强势，但在北方及西南地区仍比较薄弱，对广东模式能否在北方市场成功复制存在疑虑。

我们认为，东鹏和红牛的针对人群存在差异，红牛的消费者更多是城市白领，而东鹏则紧抓蓝领劳动者对性价比需求，东鹏由南向北发展并不与红牛产生正面竞争关系。当前东鹏特饮已具备一定的品牌知名度，在主要布局的中低端价位带，品牌力强于同类品牌。向北方扩张的关键在于渠道的建设，尤其是人员配置、渠道利润，上市也对其品牌势能有一定提振，未来三年或将加速北上的步伐。

能量饮料消费频次有待提升。由于能量饮料 1995 年才进入中国市场，在国内发展起步较晚，饮料市场主要还是以包装饮用水、即饮茶饮料和果汁饮料为主。目前中国消费者在能量饮料的人均年消费金额及人均年饮用量上与美国、日本仍有较大差距。随着消费者对能量饮料的熟悉度越高，工作强度提升对能量饮料的需求度越高，国内能量饮料的消费频次仍有较大提升空间。

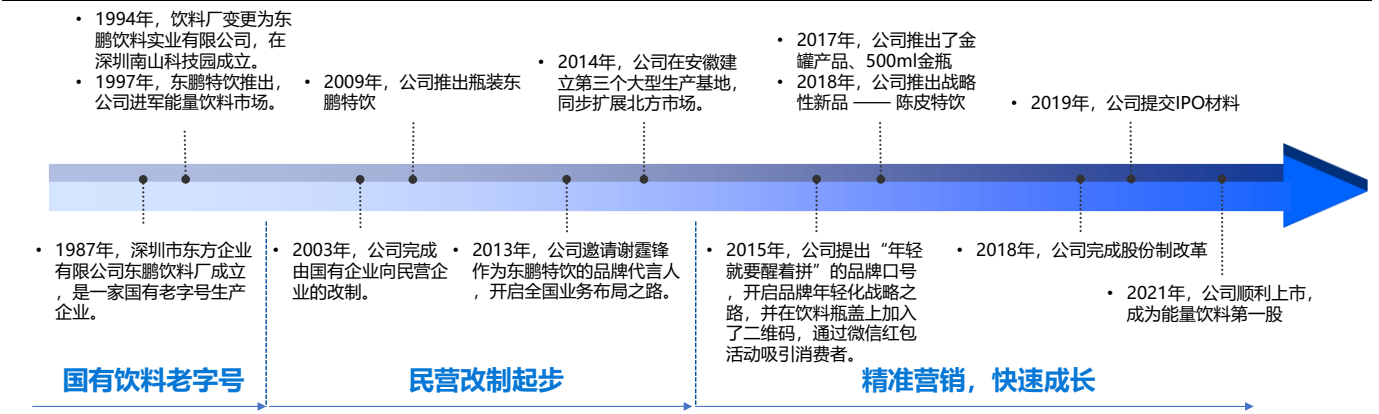
抓住北方蓝领阶级是关键。在一年中，饮料的消费高峰通常集中在二、三季度，主要系夏季高温带来消费者的需求，能量饮料同样如此。相比于北方市场，南方市场对饮料的需求更高，也是各种饮料企业率先且易于开拓的市场。二十多年来，红牛成功培育了消费者对能量饮料的认知，并紧抓全国的白领消费者，随着国民收入的提升，蓝领阶级也逐步成为高性价比能量饮料的潜在用户。因此，未来北方市场的开拓是各个本土品牌提高市场份额的关键。

我们认为，**第一，能量饮料生命周期较长，近年来在饮料细分赛道增长较快。第二，中国消费者对能量饮料的消费频次仍处在基础阶段，未来有较大提升空间。第三，东鹏饮料长期积累的渠道优势有助于其在北方市场的复制，快速抢占市场份额。**

1. 发展回顾：改制焕新生，瓶装差异化

东鹏饮料的前身深圳东方企业有限公司东鹏饮料厂成立于1987年，是深圳市老字号饮料生产企业。2003年，公司完成了由国企向民营股份制企业的改制，随后快速发展。公司主营业务为饮料的研发、生产和销售，主要产品包括东鹏特饮、由柑柠檬茶、陈皮特饮、包装饮用水等。其中东鹏特饮是公司的主导产品，2009年开创了能量饮料瓶装时代，凭借“年轻就要醒着拼”的品牌主张深入人心，目前我国能量饮料市场占有率排名第二。公司是“新零售”的探索者和践行者，以互联网为依托，运用大数据、二维码等技术，对产品生产、营销和渠道管理进行升级改造，逐步实现精细化管理和精准营销，已形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，共有1000余家经销商，销售网络覆盖全国约120万家终端门店。

图 1：公司发展历程缩影



资料来源：Wind，公司官网，信达证券研发中心

1.1 1987-2003年：初试能量饮料，业绩经营不善

公司经营不善，濒临倒闭。1994年，公司前身东鹏饮料实业有限公司在深圳南山科技园成立。彼时，随着红牛进军中国市场，把能量饮料这一概念带给消费者，国内掀起了追逐能量饮料的热潮。1997年，公司推出东鹏特饮，进军能量饮料市场，但受限于国企体制的制约，公司迟迟没有提出走向全国市场的计划。由于经营不善，公司濒临破产倒闭。

1.2 2003-2015年：民营改制成功，开启瓶装时代

公司实现国有转民营，控成本发展积累原始资金。2003年，国家允许国有资本退出一竞争性行业，通过“员工集资持股”的方式，公司实现了“国有转民营”的转身。林木勤接手东鹏饮料后，一改以往国企的粗放管理，加强对成本的控制，凭借着在饮料行业多年的经验，避开了深圳、广州等热门市场，选择在东莞市场大力推广其产品，进而辐射整个广东市场，带领着企业度过了最艰难的时期，帮助东鹏饮料完成了公司发展的原始资金积累。

差异化瓶装包装，成为行业创新者。2009年以前，公司一直专注于饮料行业，虽然种类繁多，但是产品特色并不明显，缺乏竞争优势。面对能量饮料市场老大哥红牛，东鹏决定采取包装差异化、价格差异化战略，设计出了比金属易拉罐包装成本更低的带防尘盖的塑料包装，在保证产品品质的同时，将生产成本大幅度降低。打着“同样的品质，零售价只有别人一半”的旗号，瓶装东鹏特饮作为一匹黑马杀入了竞争异常激烈的能量饮料市场。2010年以后，瓶装东鹏特饮的销量快速增长。2012年，东鹏特饮在东莞的销量突破亿元。

签约谢霆锋代言，开启全国业务布局。2013年，公司签约谢霆锋作为其代言人，同时通过赞助世界杯等大型体育赛事、在多个综艺节目及影视作品中植入广告，多维度、全方面、饱和式地进行品牌营销。在这一年，东鹏特饮的饮用人数突破9亿人次。2014年，公司在安徽建立第三个大型生产基地，同步扩展北方市场，开启全国业务布局之路。

图 2：2013 年签约谢霆锋代言东鹏特饮



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：2016 年提出年轻化品牌主张“年轻就要醒着拼”



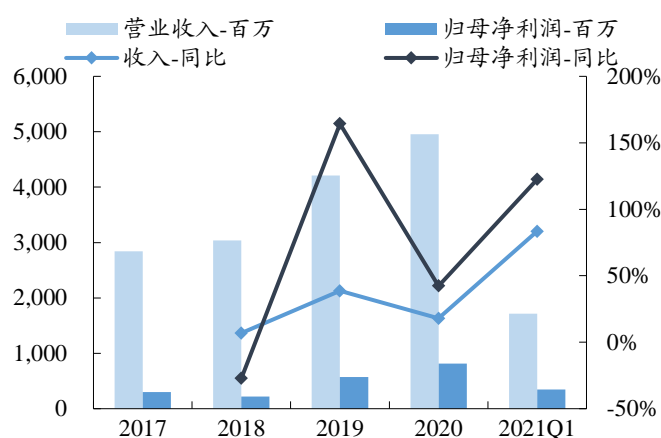
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.3 2015 年至今：品牌定位年轻化，突围能量饮料市场

年轻化定位，多维度营销。随着销量的增加，市场的扩大，东鹏饮料也遇到了瓶颈。董事长林木勤意识到，年轻人正在成为消费军的主力，只有产品定位年轻化，才能抓住市场中的机遇和变化。2015年，东鹏饮料正式确定了品牌年轻化战略，通过互联网多维度营销和年轻人进行沟通。2016年，提出了“年轻就要醒着拼”的品牌主张，并开创“创可贴”广告新形式。2018年，东鹏特饮重金布局体育营销，依靠中超和世界杯两大赛事提高知名度。

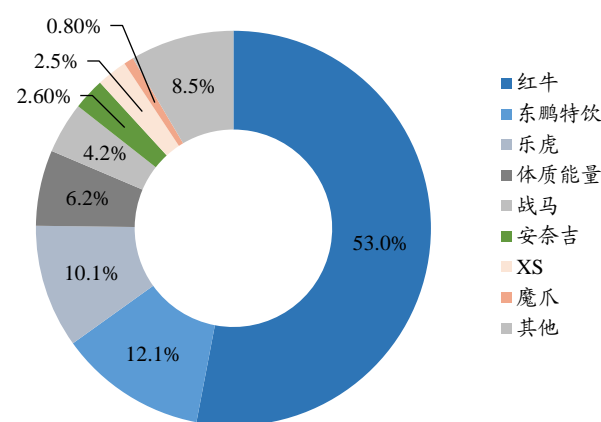
大瓶包装，精准定位性价比。2017年公司推出500ml金瓶产品，在华东、华北、西南等区域先行推广，并逐步在全国范围内上市，凭借性价比优势迅速获得了消费者青睐，带动公司整体销售收入实现快速增长。公司市场占有率也一路攀升，到2020年，已成为国内市占率第二的能量饮料品牌。

图 4：2017-2020 年公司业绩快速增长



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2020 年东鹏特饮在能量饮料市占率第二



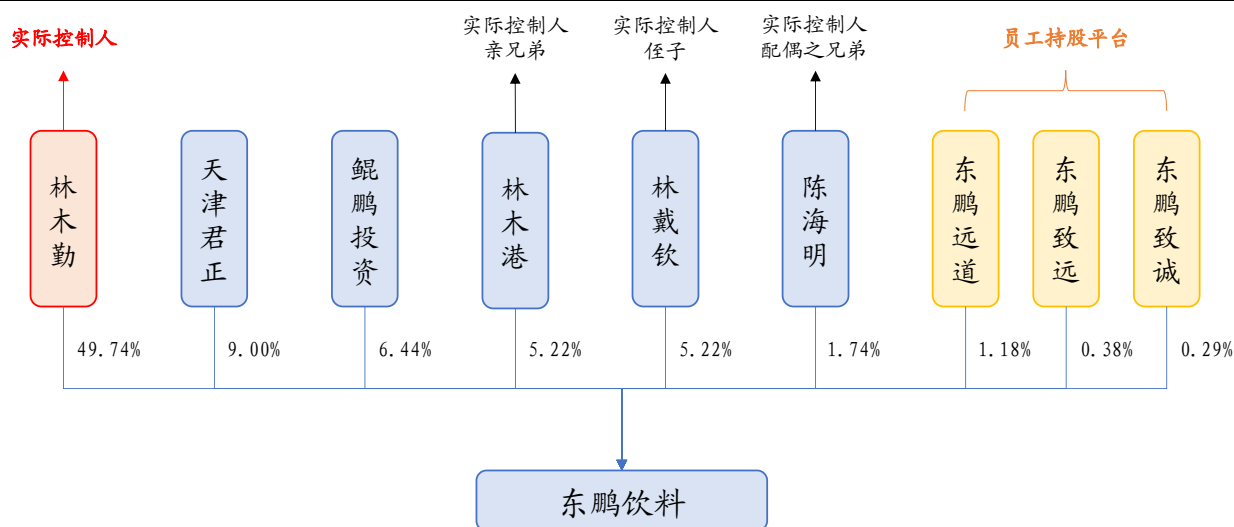
数据来源：欧睿，信达证券研发中心

2. 增长核心：包装差异化，营销多元化

2.1 公司管理层稳定，股权激励激发活力

家族式控股，股权结构稳定。公司股权形式较为集中，董事长林木勤直接持有公司 1.99 亿股股份，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 399 万股股份，合计共持有公司 2.03 亿股股份，占比 50.74%，为公司控股股东和实际控制人。林木勤与林木港系兄弟关系，与林戴钦系叔侄关系；东鹏远道合伙人陈韦鸣与陈海明、鲲鹏投资合伙人陈焕明系兄弟关系，陈海明、陈焕明、陈韦鸣系林木勤配偶之兄弟；东鹏致远的有限合伙人陈响武、陈响松系林木港配偶之兄弟；东鹏远道合伙人郑智勇系股东林木勤外甥。总体看，公司为家族式企业。

图 6：公司股权结构（发行后）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

上市前完成股权激励，核心管理人员与公司利益捆绑。在公司快速成长的关键期，及时将核心员工与公司组成利益共同体，激发管理层的积极性。公司分别于 2018 年 12 月、2019 年 4 月、2019 年 5 月实施股权激励计划，分别设置东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚三个员工持股平台，共计 132 名核心管理人员进行了认缴出资，合计持股比例达 1.85%。

2.2 产品包装差异化，主打性价比优势

PET 瓶装+防尘盖差异化包装，更符合中国人消费习惯。东鹏特饮首创 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计（专利号 200930164371），以差异化的产品包装在市场中独树一帜，打破了能量饮料产品罐装包装的市场局限。PET 瓶与罐装的主要区别在于，罐装打开后需要一次性饮用完，而 PET 瓶可以盖上盖子分次喝完，方便携带。由于中国人与外国人在身形上、体质上存在较大差异，外国人对能量饮料的饮用量更大，通常能一次性喝完 250ml 甚至 500ml，因此主要以罐装形式销售；相反，中国人很难一次性喝完 250ml 的能量饮料，需要分次饮用，因此 PET 瓶装更符合中国人的饮用习惯。

图 7：东鹏特饮独特的防尘盖设计


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 8：与红牛相比，东鹏特饮性价比更高


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

主要产品规格多样化，主打性价比优势。公司在早期 250ml 的 PET 瓶装基础上，于 2017 年推出 500ml 金瓶产品和 250ml 金罐产品，主要针对不同消费者的需求。与红牛培育了一批白领消费者不同，东鹏特饮以性价比优势获得了蓝领劳动者的青睐，一罐 250ml 红牛的定价为 6 元，而一瓶 250ml 的东鹏特饮零售价 3 元，仅为红牛的一半，具有极高的性价比。随着蓝领阶级劳动强度的提升，每天对能量饮料的需求也在提升，500ml 金瓶规格“高人一头”，主打大瓶喝到爽，逐渐成为公司份额最大的产品。其零售价为 5 元，同样低于红牛，体现着“加量不加价”的极高性价比优势。

布局加气、无糖能量饮料赛道，产品口味更丰富。2020 年，公司推出的产品——“东鹏加气”，在能量饮料的基础上加入碳酸气泡，打造旗下首款含气性能量饮料。在红牛二十多年的消费者培育下，消费者潜意识里认为能量饮料是不含气的，而风靡全球的魔爪却是一款加气产品，2016 年进入中国后虽然并未成功打开市场，但也为中国能量饮料市场带来新的风味选择。气泡的加入进一步刺激味蕾，形成独特的口味，对于能量饮料消费者而言是一种全新体验，特别近两年气泡水、苏打水等含气饮料的增长速度极快，消费群体受众也在逐渐增加。2021 年，公司再度推出无糖型能量饮料“0 糖特饮”，紧跟消费者对“不含糖”的健康饮品需求趋势。这两款产品既有助于解决公司对单一产品依赖度较高的风险，也通过产品口味的丰富度提升，拓展新的消费者。

图 9：紧跟消费潮流推出加气及无糖新品

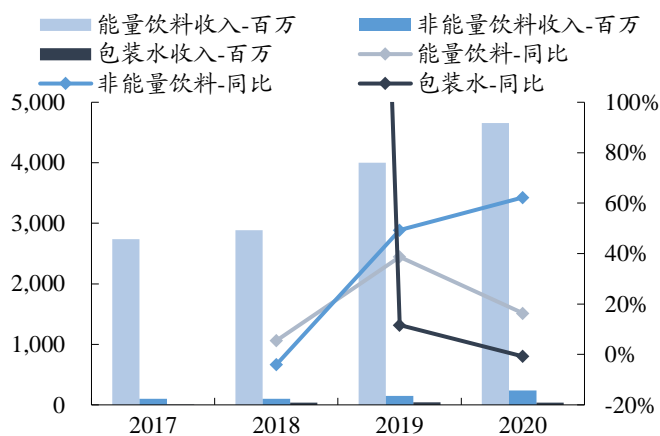

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 10：由柑柠檬茶换新上市


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

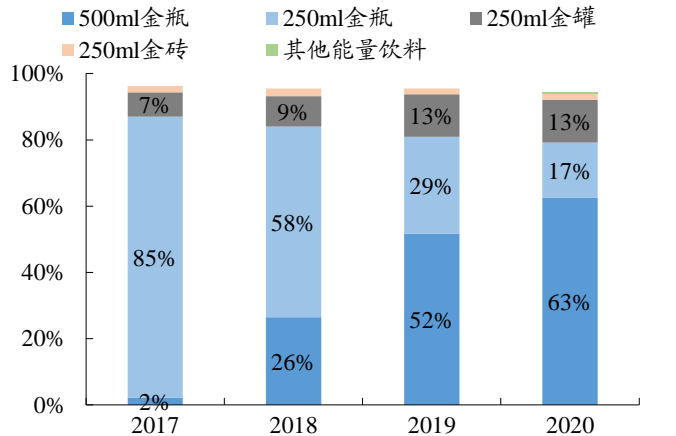
非能量饮料产品多样化，从区域市场迈向全国。公司一直专注于饮料行业，虽然当前能量饮料已成为公司主要收入来源，但公司在非能量饮料上也拥有悠久的积淀。公司非能量产品主要包括由柑柠檬茶、陈皮特饮、清凉饮料（菊花茶、冬瓜汁饮料、清凉茶），以及乳味饮料，除由柑柠檬茶外，其余饮料主要在广东及周边省份销售，用于巩固局部市场。其中由柑柠檬茶于2017年小范围推出，2019年开始全国大面积推广，2020年换包装打破疫情后冷清的柠檬茶市场，凭借全新的包装和品牌主张，以及超级符号和超级谚语的组合，更加突出视觉冲击力，采用扑克牌中的大小王形象为主视觉，充满二次元气息，更加符合当前饮品主流消费群体的情感需求与审美诉求，更有识别度和记忆度。

图 11：能量饮料是公司收入主要来源



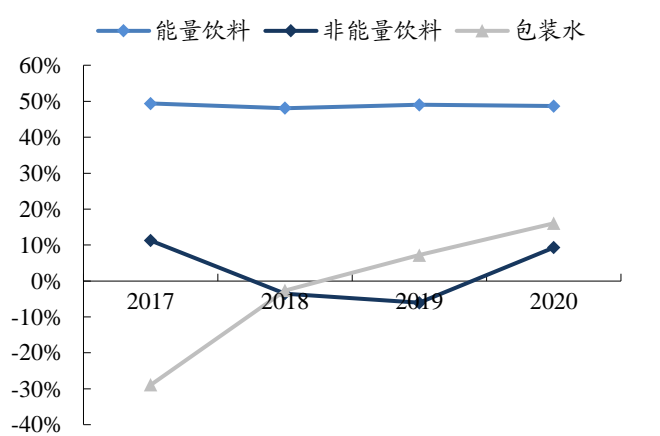
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：500ml 金瓶上市后快速成长



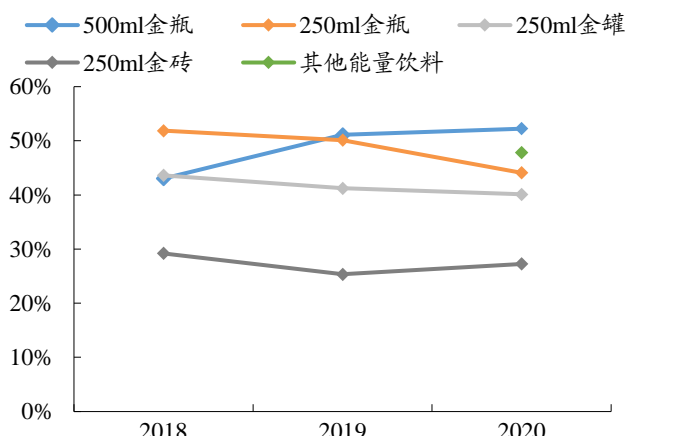
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：能量饮料毛利率较为稳定



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：500ml 金瓶毛利率稳步提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：主要软饮料上市企业毛利率对比

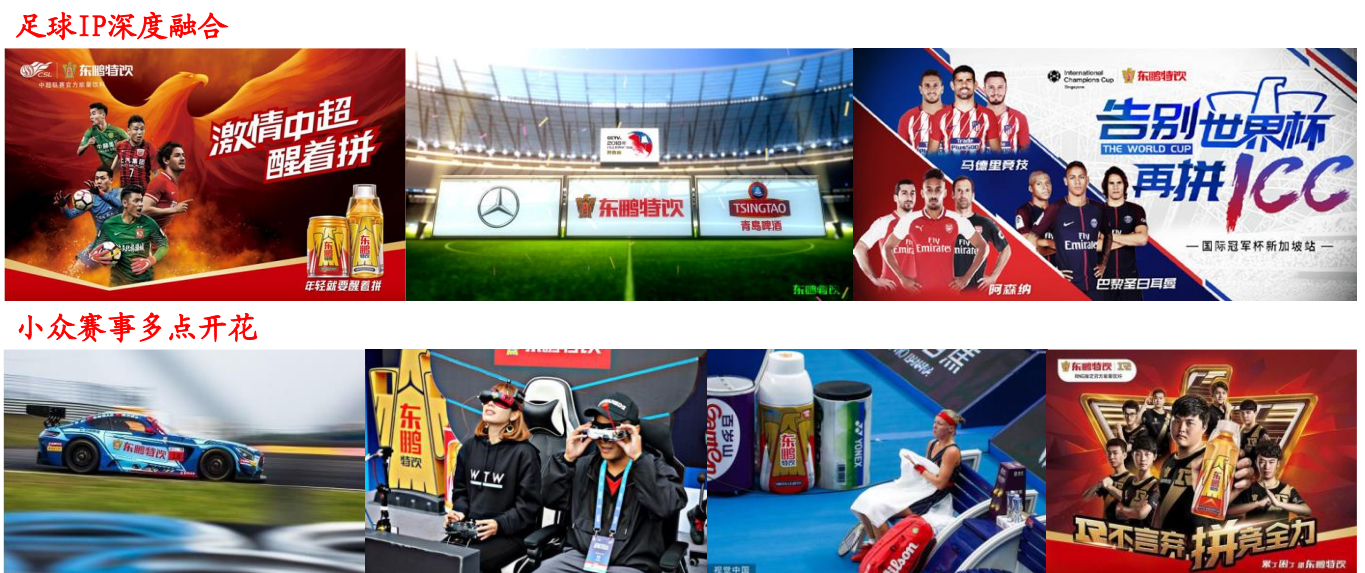
公司/毛利率	2018 年	2019 年	2020 年	2021Q1
养元饮品	49.42%	52.37%	47.31%	50.74%
承德露露	50.18%	52.08%	49.56%	50.33%
李子园	36.89%	40.36%	36.67%	37.39%
香飘飘	39.88%	40.67%	35.70%	30.38%
平均	44.09%	46.37%	42.31%	42.21%
东鹏饮料	45.25%	46.17%	46.05%	49.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.3 多维度广宣投放，一物一码搭建品牌沟通桥梁

携手国内外顶级体育 IP，深化体育营销布局。足球是世界第一运动，东鹏特饮一方面能迅速为球员补充体力和能量；另一方面“年轻就要醒着拼”的品牌精神与足球运动的拼搏精神天然契合。2018 年 3 月，在红牛陷入商标纠纷之际，东鹏特饮果断接替红牛成为中超联赛官方能量饮料。同年，公司以俄罗斯世界杯为契机，投入约 1.65 亿元与中央电视台、广东体育频道、今日头条、优酷等媒体平台，在赛事直播赞助、广告投放、内容运营等方面开展合作，并赞助葡萄牙国家队，成功实现了品牌形象升级。世界杯结束后，足球的热度依然持续发酵，东鹏特饮以“告别世界杯，再拼 ICC”为主题，连续第二年赞助国际冠军杯，继续陪伴球迷们享受足球盛宴。除了在足球营销上的投入足够引人瞩目外，公司在其他体育项目的营销上也有着较为详尽的布局，如 2015 年东鹏特饮与中国女排合作，助力中国女排时隔 12 年后重回巅峰，此外还涉猎旱地冰球，China GT 中国超级跑车锦标赛、世界无人机锦标赛、WTA 珠海网球精英赛等小众体育赛事，收获年轻群体的好感。电竞人群的高度年轻化和强消费能力也让东鹏特饮再次踏入电竞领域，在 LPL 豪门 RNG 战队出征季中赛的前夜，东鹏特饮正式成为 2018 年皇族电子竞技俱乐部英雄联盟 RNG 战队官方合作伙伴，同时在线下渠道，对网吧等电竞人群密集的地点进行大量的推广活动，深度绑定 RNG 指定官方能量饮料的身份。

图 15：携手国内外顶级体育 IP



资料来源：腾讯网，搜狐网，信达证券研发中心

创新广告植入，占据主流影视综艺。近年来，东鹏特饮一直在影剧植入中探索创新模式。2016 年在《老九门》中，东鹏特饮首创“创可贴”，以弹幕的形式和观众进行互动，让广告成为内容，对植入营销模式进行了颠覆和创新，并为此后的影视综艺营销开了一个好头。公司先后在《老九门》、《人民的名义》等热剧中采用弹幕互动形式，随后还赞助了《亲爱的热爱的》、《安家》等众多年度大戏，一度成为网友的话题热点。东鹏特饮始终和年轻人玩在一起，赞助的影剧题材涉及广泛，从游戏电竞、青春恋爱到励志职场、社会历史等，打造专属年轻人的精品剧集。除了热门影视剧外，东鹏特饮冠名了《天天向上》、《欢乐喜剧人》等多档热门综艺，由柑柠檬茶冠名了湖南卫视的《54 晚会》以及其他卫视多档节目。短短几年时间，东鹏特饮已被广大消费者所熟知。

图 16: 播放器“创可贴”互动广告形式


资料来源: 爱奇艺, 腾讯视频, 信达证券研发中心

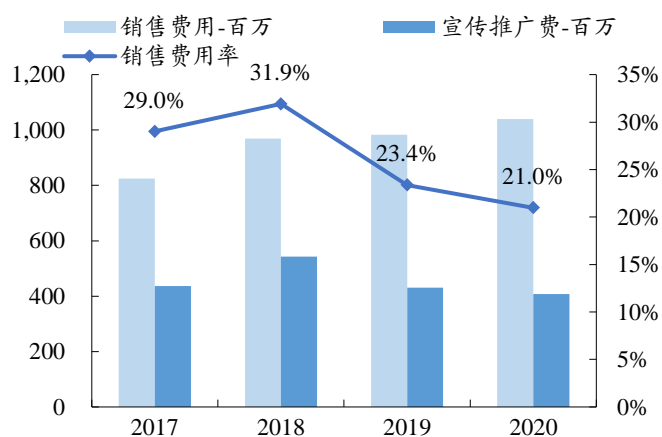
图 17: 主流影视综艺植入


资料来源: 腾讯网, 搜狐网, 信达证券研发中心

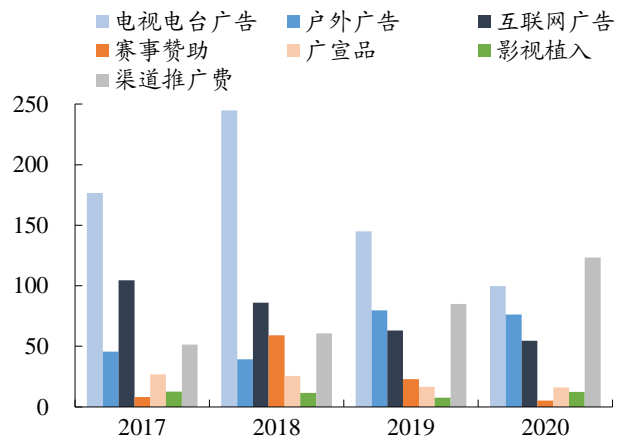
频繁地广投放, 打造高强度的品牌记忆。除了在央视、卫视、影视剧植入等提升品牌形象的领域投放“高空广告”之外, 公司重点加强了与消费者日常距离更近、接触更频繁的“地面广告”领域投放, 全年户外共投放 1,800 多辆公交, 1,700 多块候车亭, 400 多块 T 牌、2,800 多块墙体等, 极大的提升了公司的品牌辨识度。

图 18: 东鹏特饮地面广告投放


资料来源: 深圳之窗, 信达证券研发中心

图 19: 销售费用以宣传推广费为主


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 2017-2020 年宣传推广费构成情况


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

较早引入二维码促销, 形成与消费者间的互动。2015 年, 东鹏特饮率先开展扫描瓶盖二维码赢取红包的新营销体验活动, 且每年玩法换新, 2019 年开启“壹元乐享”实物兑换活动, 保持消费者持续参与活动的积极性, 增加消费者复购率。2021 年, 公司活动再度变化, 扫码红包并非直接到账, 而是在复购时发放, 进一步提高消费者的复购意愿。随着“四码关联”产品的推出, 2020 年公司新增终端门店的现金折扣活动, 更好的掌握终端门店销售情况, 提升终端商户销售的积极性。2018-2020 年, 公司的扫码销售折扣合计分别占公司计提折扣

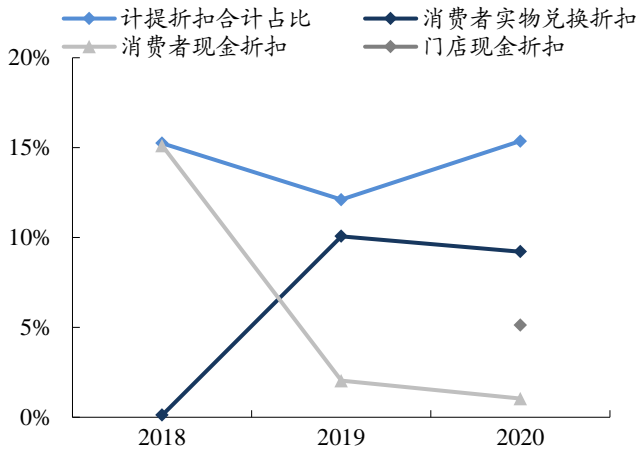
前收入的 15.3%、12.1%及 15.4%，未来形成稳定用户后，有较大收缩空间。

图 21: 扫码促销活动玩法年年换新



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 22: 每年不同的扫码玩法带来折扣构成变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 扫码加强用户粘性并为厂家提供用户数据分析



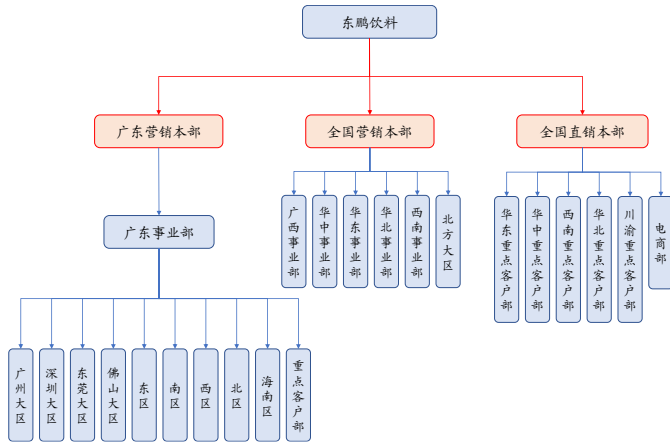
资料来源: 信达证券研发中心

分析用户数据, 辅助营销策略。通过一物一码大数据引擎, 东鹏特饮将线下的扫码用户聚拢到其微信公众号中, 然后通过后期不断的营销活动来对用户持续经营, 形成营销闭环。目前东鹏特饮微信公众号的粉丝数超 1000 万, 实现了消费者信息留存。在 2015 年启动瓶盖扫码战略时, 公司就设立了专门的后台开发团队, 2017 年, 这支团队独立成一家 40 人的公司——鹏讯云商, 不仅有了自己的平台, 还有了搭建平台的能力。东鹏特饮在占领用户心智的同时, 完成用户数据积累, 通过大数据引擎的用户画像系统实时分析用户的“原生数据、场景数据、行为数据、交易数据”, 全面实施用户分类、会员分级、特权分层, 将内容作为打穿社群的核心原动力, 彻底融入社群营销的海洋。

2.4 具备核心根据地市场, 从广东辐射全国

下设三个营销公司, 从广东辐射全国。公司起步于广东地区, 经过多年的市场培育, 已建立了较强的地区品牌影响力及市场竞争优势, 且广东地区收入在公司比重接近 60%, 单独设立了营销公司。除广东地区以外的全国市场设有一个营销公司, 分管全国 6 个大区的经销工作。当前, 公司在北方市场的渗透度较低, 主要业务、人员集中在长江以南, 在广东、广西、华东、华中等核心市场, 主要采取公司精耕的运营模式, 而在在其他区域, 主要采取大流通的运营模式, 精选经验丰富、实力雄厚的经销商进行合作, 由经销商主要负责终端的维护及执行。

图 24: 东鹏特饮全国营销布局



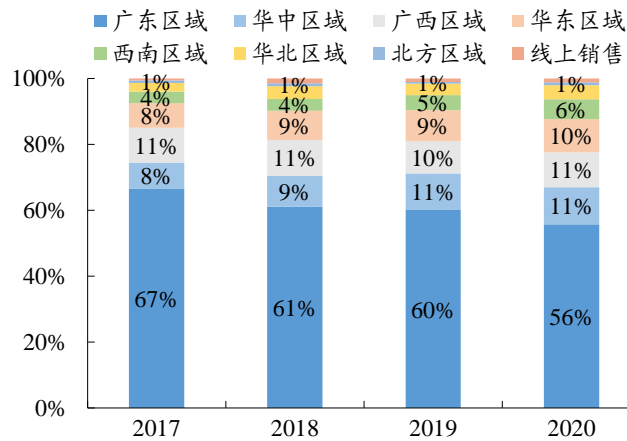
资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

图 25: 公司全国大区划分



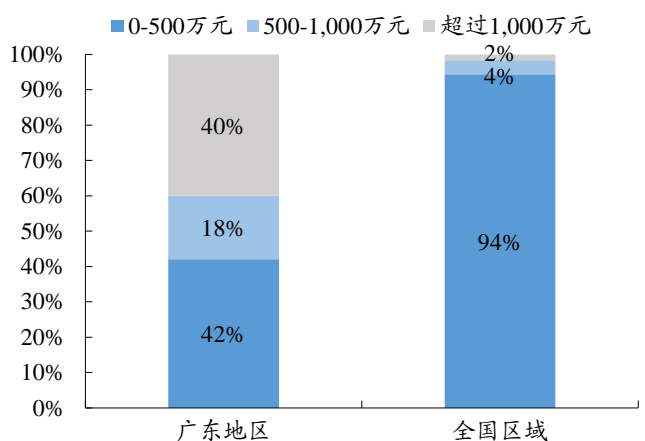
资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

图 26: 广东地区收入占比近 60%



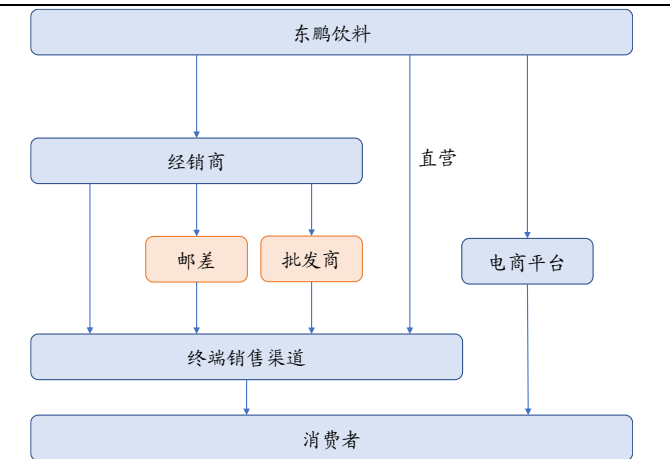
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 广东及全国的经销商规模分布



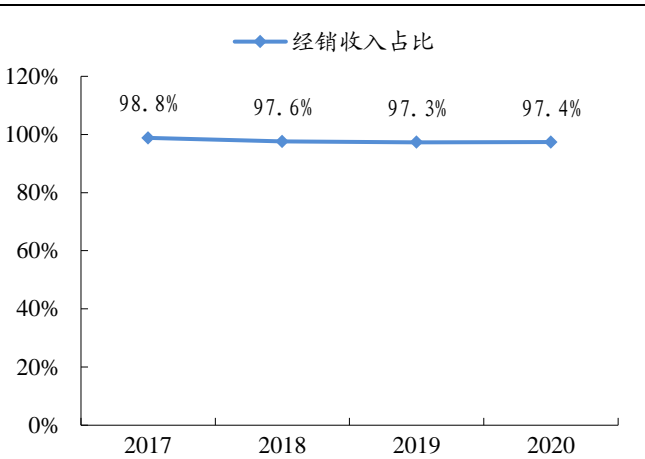
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 公司主要销售方式



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

图 29: 公司饮料销售以线下经销为主

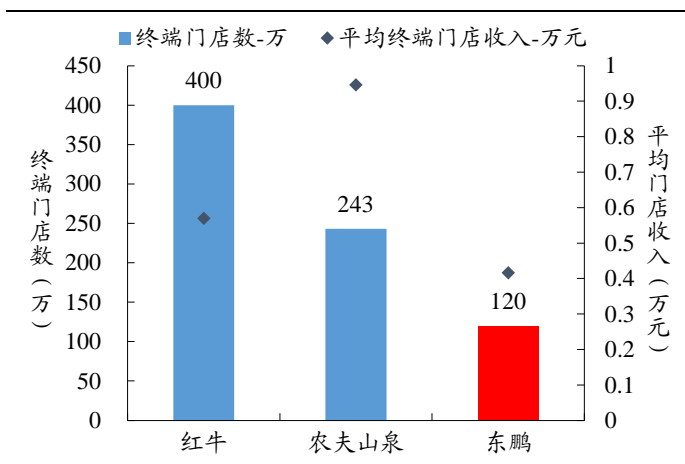


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

经销为主, 完善渠道搭建。一方面, 饮料产品通常更注重消费的即时性, 传统小卖店、便利店、商超等线下零售渠道对于消费者的触及和覆盖密集, 线下购买便捷程度较高; 另一方面, 饮料产品的重量较大, 线上购买的运费较高, 因此公司饮料销售通常以线下销售为主。多年来, 通过经验丰富的营销团队与经销商、邮差商、批发商及终端门店共同进行市场及消费者开发维护的模式, 公司在重点市场已打造出网点众多、覆盖面广、渗透力强、层次扁平的经

销网络。截至 2020 年底，公司经销商数量达 1,600 家，邮差及批发商 5 万余家，终端门店 120 万家，其中广东以外经销商 1,376 家，邮差及批发商约 4 万家，终端门店 90 万余家。在经销商招商上公司有着较为严格的标准，各经销商在公司指定的经销区域及渠道内享有独家经销权，以此实现经销商的优化布局，避免内部竞争和资源重叠。在成熟市场，原则上经销商最大的经销范围为一个县级市，而在开发市场原则上经销商最大的经销范围为一个地级市；较空白的市场，经销商可以跨地级市经营。此外，公司经销商具有排他性。

图 30：公司终端门店数仍有提升空间



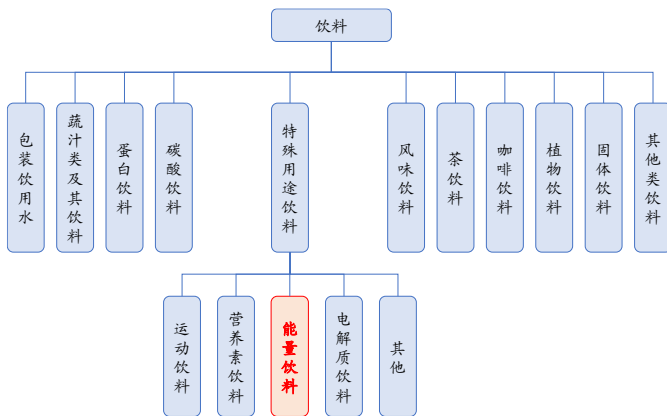
数据来源：Wind，信达证券研发中心

3. 中国能量饮料起步较晚，行业成长性较高

3.1 什么是能量饮料？





能量饮料属特殊功能饮料类，指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的饮料制品。其发展可追溯到 20 世纪 20 年代，1927 年葡萄适（Lucozade）作为第一代能量饮料于英国出现，1966 年红牛诞生于泰国，在此之后，各种能量饮料陆续问世。2002 年怪兽饮料（Monster）于美国上市并获得了巨大的成功，进入 21 世纪以来，能量饮料逐渐风靡于欧美各国。能量饮料目前已发展成为饮料行业重要的细分品类，并呈持续、稳定的发展态势。我国能量饮料市场起步较晚。1995 年底红牛进入中国标志着我国能量饮料产业的正式起步。

图 31：能量饮料属特殊功能饮料细分领域



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 32：特殊用途饮料分类

类别	区别	代表产品
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。	

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

在中国，能量饮料的含量标注及宣传用语有着严格要求。通常能量饮料的配方包含特殊成分和一般成分两类，其中特殊成分主要有牛磺酸、咖啡因、维生素 B 群。而在中国，咖啡因被列入国家管制的精神药品范围，根据食品添加剂使用标准 GB2760，除可乐型碳酸饮料外，其他食品需获得保健食品批文（俗称“蓝帽子”）才可以使用咖啡因添加剂。未取得保健食品批文的能量饮料通常在配方中列示速溶咖啡粉、瓜拉纳提取液等成分来替代。目前，国家批准的保健食品功能有 28 个，其中便包含了能量饮料所宣传的“抗疲劳”。对于没有保健食品的标志的产品，就在广告和产品介绍中宣传其各种功效，是一种违规行为，涉嫌虚假宣传。

图 33：能量饮料的常见配方

能量饮料常见配方	功能及注意事项	
特殊成分	牛磺酸	具有抑制神经传导物质及抗氧化的功效。
	咖啡因	增加注意力及反应力、促进新陈代谢，咖啡因过量会导致心律不齐、心悸、尿频。
	B群（B1、B6、B12、烟碱酸、肌醇）	促进体内能量产生，并帮助心脏和脑部的运作并协助能量代谢。
一般成分	碳酸水（水、二氧化碳）	二氧化碳会使肠胃中的括约肌幽门开放频率增加，让液体更容易进入到小肠。
	砂糖	在身体里会转化为葡萄糖，可以提供能量，也能平衡维生素B群的苦涩味。
	柠檬酸、柠檬酸钠	作为酸碱调节剂，除了调配风味，也能降低PH值使饮品更易保存。
	食用香料	调整口味

资料来源：信达证券研发中心

图 34：中国保健食品标识



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

表 2: 主流能量饮料成分含量

产品 (每 100ml 含量)	图示	保健食品批号	牛磺酸	咖啡因	肌醇	维生素 B6	维生素 B12
红牛维生素 (华彬)		卫食健字 (2001) 第 0431 号	50mg	20mg	20mg	0.4mg	1.2μg
红牛强化 (华彬)		卫食健字 (2001) 第 0406 号	148mg	5.2mg	6.8mg	0.148mg	0.376μg
红牛安奈吉 (天丝)		国食健字 G20141197	190mg	20mg	9mg	0.4mg	/
红牛风味 (天丝)		/	55mg	/	9.2mg	0.15mg	0.17μg
东鹏特饮		卫食健字 (1998) 第 580 号	50mg	20mg	20mg	0.4mg	1.2μg
乐虎		国食健注 G20150916、 G20150917	180mg	12mg	9mg	0.6mg	1.5μg
体质能量		/	50mg	/	/	0.1mg	0.1mg
战马		国食健注 G20190046、 G20190047	40mg	/	/	0.1mg	0.06μg
魔爪		/	50mg	/	/	0.13mg	0.13μg
黑卡 6 小时		/	45mg	/	/	0.11mg	/
日加满		国食健字 G20041476	381mg	9.6mg			

数据来源: 信达证券研发中心

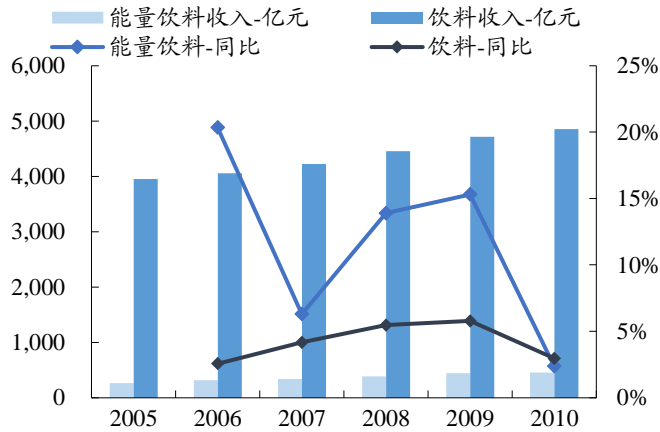
能量饮料受众主要为经常疲劳、消耗体力、工作强度大的人群。(1) 司机群体, 缓解长时间驾驶造成的疲劳。针对中国 3000 万卡车司机, 传化公益慈善研究院发布的《中国卡车司机报告》显示, 卡车司机开卡车平均年龄为 9.5 年, 其中驾龄为 10 年的司机最多。近 10 年为入行人数最多的时期。总体来说卡车司机工作强度大, 每日驾车平均时间在 8-12 个小时的占比 42.1%, 12 个小时以上的占比 9.2%。此外, 他们的最长持续开车时间的平均值为 10.8 小时。自从 2010 年出现专车服务, 中国网约车行业便迅速发展起来。滴滴平台数据显示, 网约车司机以 70、80 后为主, 30-40 岁接近 50%, 网约车司机整体年龄年轻化。(2) 白领群体, 缓解加班带来的工作疲劳。2019 年智联招聘对 11024 名职场人进行了调研, 结果发现: 对于 8 成白领来说, 加班是常态, 从不加班的白领仅占 18.05%。其中每周加班 3 小时以内的白领最多, 每周加班 10 小时及以上的超 20%。这意味着, 加班已经成为了普遍现象, 996/995 工作制度正有呈蔓延之势。(3) 蓝领劳动者, 缓解高强度体力劳动疲劳。根据 2020 年国民经济和社会发展统计公报, 2020 年全国农民工总量 2.86 亿人, 农民工多集中在大城市工地、制造业岗位, 体力工作强度较高。(4) 学生群体, 缓解长时间学习压力。

3.2 能量饮料赛道快速扩容

能量饮料是收入增速最快的饮料细分品类之一, 且单价相对较高。一直以来, 中国饮料市场以包装饮用水、即饮茶饮料和果汁饮料为主, 能量饮料起步较晚, 1995 年红牛进入中国市场后才逐步发展, 收入份额较小。2015 年以来, 能量饮料规模快速增长, 收入复合增速

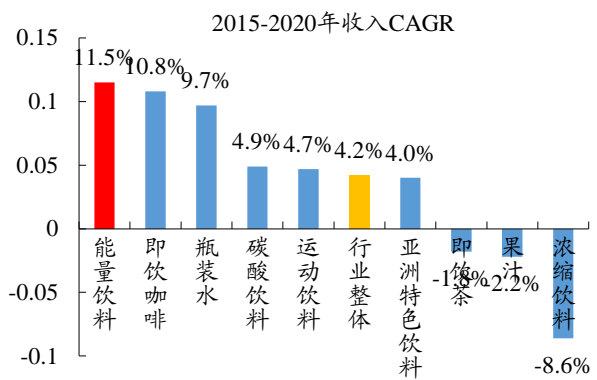
达到 11.5%，在所有饮料细分品类中增长最快。2020 年，中国能量饮料市场规模达到 452 亿元，销量 22.5 亿升，市场份额占比逐年提升至 9.3%。从单价看，能量饮料的定价在所有饮料品类中相对较高，仅次于即饮咖啡。与美日市场相比，2020 年中国的能量饮料人均消费金额仅为美国的 1/8、日本的 1/5，人均饮用量仅为美国的 1/5、日本的 1/2，随着能量饮料在国内的普及，人均消费仍有较大的提升空间。

图 35: 2015-2020 年能量饮料收入领先饮料板块



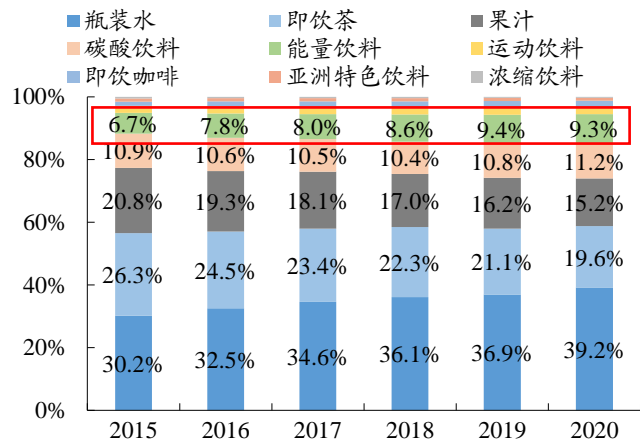
数据来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 36: 2015-2020 年能量饮料复合收入增速第一



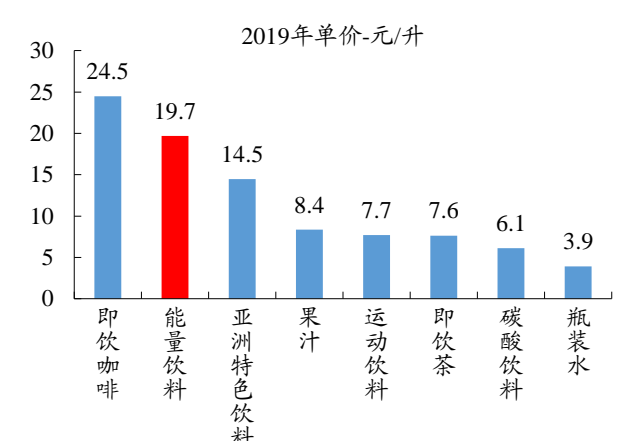
数据来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 37: 能量饮料在饮料整体中的收入比重逐年提升



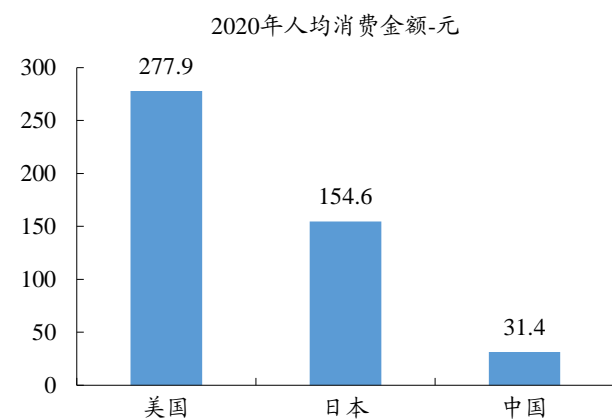
数据来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 38: 能量饮料单价相对较高



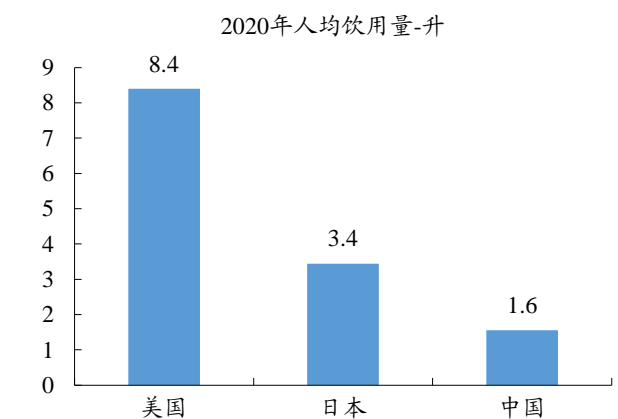
数据来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 39: 美国能量饮料人均消费水平约为中国 9 倍



数据来源: 欧睿, 国家统计局, 信达证券研发中心

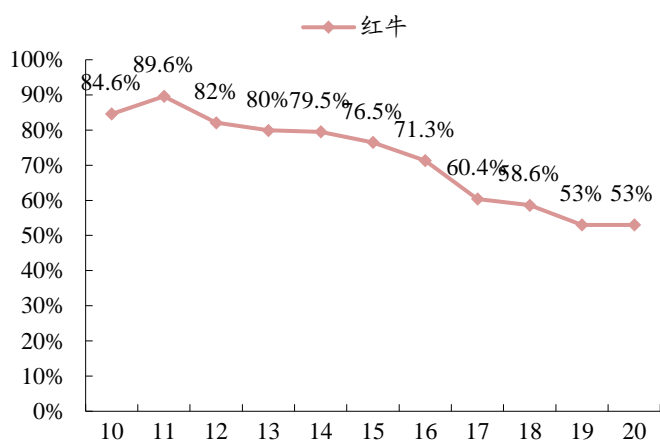
图 40: 美国能量饮料人均消费量是中国 5 倍多



数据来源: 欧睿, 国家统计局, 信达证券研发中心

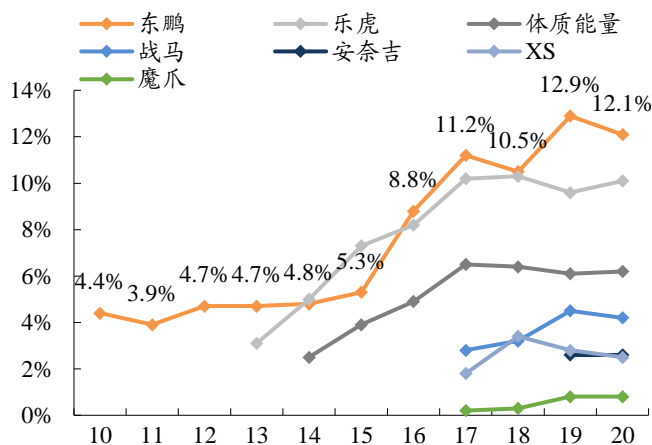
红牛长期占据主要市场，东鹏突出本土品牌重围。由于红牛进入中国市场时间较早，品牌形象多年来已深入消费者心智，在中国能量饮料市场长期占据主导地位。中国的红牛产品一直以来都是由泰国天丝授权华彬集团主导生产、经营，2012年泰国天丝创始人许书标去世后，两家公司间的合作开始出现裂痕，转折点出现在2016年，天丝公司宣布红牛商标许可合同到期，不再续约，“红牛系列商标”使用权归属成为双方争论焦点。经过双方多年诉讼，2019年华彬红牛一审败诉。此后华彬红牛推出全新能量饮料战马，天丝红牛先后联合中国市场新合作伙伴推出了红牛安奈吉和红牛风味。由于红牛商标之争，2016年后红牛的销售额停滞不前，此时给了国内本土产品一个发展机遇，东鹏、乐虎、体质能量等产品快速步入消费者视野，抢占行业扩容的红利。其中，东鹏更具创新性，大力投放广宣费用，且长期深耕广东市场，具有较强的区域根基，快速突围本土品牌，成为国内市占率第二的能量饮料品牌。

图 41：2016 年后红牛市占率下滑严重



数据来源：欧睿，信达证券研发中心

图 42：东鹏特饮 2016 年起开始突围本土品牌



数据来源：欧睿，信达证券研发中心

展望未来，蓝领消费争夺是关键。由于红牛品牌建设时间较长，品牌力具有一定优势，其定价相对较高，主要针对白领消费人群。东鹏的成功在于与红牛差异化竞争，通过性价比优势抓住蓝领阶级，以“农村包围城市”路径快速打开市场。主要如果红牛降维打击，势必会对其品牌形象产生一定损伤，而东鹏想要做高端化仍需时间沉淀，短期内二者的消费人群不存在重合问题。多年来，红牛对白领消费者的开发较为到位，而蓝领阶级则刚刚开始接触能量饮料，未来的能量饮料的市场扩容更多是依靠蓝领消费者的壮大。相比较乐虎、体质能量等本土品牌，东鹏在渠道营销能力更强，网络布局更精细。但东鹏在广东及周边市场开发较深，北方市场仍比较薄弱，需要加快布局。因此未来，北方的蓝领阶级之争是行业格局变化之关键。

4. 产能加速扩建，保障全国销售

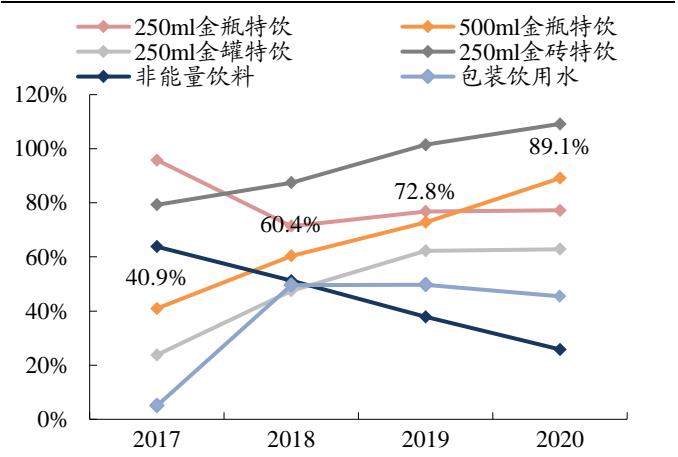
六大基地覆盖南方市场。伴随着能量饮料行业的快速发展，以及公司多年以来在产品、生产、品牌、渠道等方面积累的竞争优势，公司业务规模持续增长。目前，公司拥有增鹏、莞鹏、徽鹏、桂鹏、华鹏、渝鹏六大生产基地，主要分布在长江以南地区。其中，华鹏部分产线以及渝鹏基地正在建设中。目前公司的全产品线产能约为 180 万吨/年，能量饮料的产能利用率达 83.52%，其中主要产品 500ml 金瓶的产能利用率达 89.12%，随着公司规模的不不断扩大，产能利用率即将达到饱和，产能不足的矛盾日益凸显。

图 43: 公司六大生产基地布局长江以南



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 44: 主要产品 500ml 金瓶的产能利用率达到 89%



数据来源：公司招股书，信达证券研发中心

募集资金一半用于产能建设。此次上市共计募集资金 17.3 亿元，其中 55.4% 的募集资金用于桂鹏、华鹏、渝鹏的生产建设，建设周期为 3 年，达产周期为 5 年，计划可实现产能共 110 万吨/年，其中约 40 万吨产能已经建成投放。预计 2025 年后，在建生产基地全部达产后，公司全产品线产能可达 250 万吨/年，产能提升比例约 40%。华南生产基地以及南宁生产基地二期项目的建设，有利于缓解公司产能瓶颈，提高供货能力。根据公司的发展战略，重庆西彭生产基地建成后，将进一步满足中、西部地区的市场需求，缩短运输半径，降低运输费用，提升产品的盈利水平。

表 3: 公司募集资金用途

项目类型	项目名称	实施主体	投资总额 (亿)	拟用募集资金投入金额 (亿)	占比
生产基地建设	华南生产基地建设项目	华鹏	7.29	4.69	27.1%
	重庆西彭生产基地建设项目	渝鹏	5.08	3.40	19.6%
	南宁生产基地二期建设项目	桂鹏	2.00	1.50	8.7%
	小计		14.37	9.59	55.4%
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	6.71	3.71	21.4%
信息化升级建设	集团信息化升级建设项目	公司	0.53	0.53	3.1%
	鹏讯云商信息化升级建设项目	鹏讯云商	0.22	0.22	1.3%
	小计		0.75	0.75	4.3%
研发中心建设	研发中心建设项目	华鹏	0.31	0.31	1.8%
总部大楼建设	总部大楼建设项目	公司	2.06	2.06	11.9%
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	0.89	0.89	5.1%

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

完善营销网络和渠道建设，加大品牌推广力度。公司拟投入募集资金的 21.4%用于营销网络升级及品牌推广项目，主要包括三方面建设：**(1) 营销网点升级：**购置场地，建设华南、华东等区域多个营销大区、服务处和事业部办公场所，同时配套办公设备。**(2) 渠道建设：**通过加强广东营销、直营本部、全国营销本部等渠道的智能冰柜投放规模（包括现代渠道/特通渠道和传统渠道等），更加高效、精准地监管产品在各渠道的投放情况，提高产品铺市率、铺货率，促进渠道销售。**(3) 品牌建设：**通过投放央视、卫视等电视广告，短视频 APP、视频网站等互联网广告以及公交、地铁、高铁等户外广告等形式，加大品牌推广力度，提升品牌知名度，强化品牌领先地位。

表 4：营销网络升级及品牌推广项目明细

项目类型	投资内容	投资估算（亿元）	占比
营销网络升级及品牌推广	网点营销升级	1.05	15.64%
	渠道建设	3.26	48.55%
	品牌建设	2.35	35.03%
	基本预备费	0.05	0.78%
	合计	6.71	

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

5. 盈利预测和评级

5.1 盈利预测及假设

收入预测：我们预计东鹏饮料 2021-2023 年的收入将分别达到 65.46 亿元、83.81 亿元和 105.94 亿元，分别同比增长 32.0%、28.0%和 26.4%。

表 5: 公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
能量饮料	收入-百万元	4003	4655	6053	7637	9553
	YOY	38.7%	16.3%	30.0%	26.2%	25.1%
	毛利率	49.0%	48.7%	49.4%	50.1%	50.8%
非能量饮料	收入-百万元	148	240	414	649	928
	YOY	49.3%	62.2%	72.5%	56.8%	43%
	毛利率	-6.1%	9.3%	9.5%	10.0%	10.5%
包装饮用水	收入-百万元	41	41	54	70	86
	YOY	11.6%	-0.7%	33.9%	28.8%	23.6%
	毛利率	7.2%	16.1%	17.0%	18.0%	19.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率预测：我们预计东鹏饮料 2021-2023 年的毛利率将分别达到 46.75%、46.84%和 47.13%，分别同比上升 0.15pct、0.09pct 和 0.29pct。

费用率预测：我们预计东鹏饮料 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 24.5%、24.2%和 24.0%，基本保持平稳态势。

净利润预测：我们预计东鹏饮料 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 10.90 亿元、14.37 亿元和 18.74 亿元，分别同比增长 34.3%、31.8%和 30.5%。

5.2 投资评级

表 6: 可比公司盈利及估值对比

2021/06/10	总市值 (亿元)	EPS			CAGR	PE			PEG	PS		
		20A	21E	22E	2020-22	20A	21E	22E	20A	21E	22E	
养元饮品	370	1.25	1.83	2.07	28.7%	23.46	15.96	14.16	0.49	8.36	5.37	4.85
李子园	119	0.99	1.16	1.43	20.0%	55.28	47.01	38.39	1.92	10.91	9.22	7.65
香飘飘	74	0.86	0.96	1.12	14.3%	20.63	18.41	15.80	1.11	1.97	1.68	1.44
平均					21.0%	33.12	27.13	22.78	1.17	7.08	5.42	4.65
东鹏饮料	691	2.03	2.73	3.59	33.0%	85.12	63.42	48.10	1.46	13.94	10.56	8.25

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.73、3.59 和 4.69 元，对应 2021 年 6 月 10 日收盘价 (172.81 元/股) 市盈率 63/48/37 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，首次给予“买入”评级。

6. 风险提示

政策风险

食品饮料行业受到的监管日趋严格，进一步提高了行业准入门槛，对企业生产质量控制体系提出了更高的要求，可能不同程度地增加食品饮料制造企业的运营成本，对行业内企业的盈利能力造成影响。

消费喜好转变的风险

饮料作为快速消费品，以大众消费者的消费需求和消费习惯为基础，未来消费者对于能量饮料的消费需求和消费习惯是否发生改变，公司能否通过不断跟踪市场并及时捕捉、培养消费习惯，将对公司经营业绩产生较大影响。

食品安全的风险

食品安全是饮料制造企业是否能够稳健、持续发展的关键因素与基本要务。如果公司食品安全相关工作出现纰漏，出现产品质量纠纷、食品安全事故或食品安全违法违规，将可能对公司的品牌声誉和产品销售产生重大不利影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,452	1,959	2,827	4,276	6,206	
货币资金	945	1,225	1,909	3,170	4,878	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	26	13	18	23	29	
预付账款	159	179	244	312	392	
存货	214	273	363	464	583	
其他	107	270	293	308	324	
非流动资产	1,889	2,402	2,938	3,463	3,977	
长期股权投资	0	0	5	10	15	
固定资产(合计)	1,049	1,404	1,813	2,210	2,597	
无形资产	164	237	258	279	300	
其他	677	761	863	964	1,066	
资产总计	3,341	4,361	5,765	7,740	10,184	
流动负债	1,452	2,130	2,501	3,166	3,964	
短期借款	10	110	0	0	0	
应付票据	15	3	5	6	8	
应付账款	304	295	401	513	644	
其他	1,123	1,722	2,095	2,648	3,312	
非流动负债	254	318	358	398	438	
长期借款	237	302	342	382	422	
其他	17	16	16	16	16	
负债合计	1,706	2,448	2,859	3,564	4,402	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,635	1,913	2,906	4,175	5,782	
负债和股东权益	3,341	4,361	5,765	7,740	10,184	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,209	4,959	6,546	8,381	10,594	
同比(%)	38.6%	17.8%	32.0%	28.0%	26.4%	
归属母公司净利润	571	812	1,090	1,437	1,874	
同比(%)	164.4%	42.3%	34.3%	31.8%	30.5%	
毛利率(%)	46.7%	46.6%	46.8%	46.8%	47.1%	
ROE%	34.9%	42.4%	37.5%	34.4%	32.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.43	2.03	2.73	3.59	4.69	
P/E	0.00	0.00	63.40	48.12	36.88	
P/B	0.00	0.00	23.79	16.56	11.96	
EV/EBITDA	-0.85	-0.66	44.36	33.43	25.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,209	4,959	6,546	8,381	10,594	
营业成本	2,242	2,648	3,485	4,455	5,601	
营业税金及附加	44	50	65	84	106	
销售费用	984	1,040	1,375	1,735	2,172	
管理费用	201	184	229	293	371	
研发费用	28	36	46	59	74	
财务费用	-14	-16	-19	-38	-66	
减值损失合计	-7	0	0	0	0	
投资净收益	7	10	13	17	21	
其他	17	24	29	38	48	
营业利润	741	1,050	1,407	1,848	2,406	
营业外收支	-4	-21	-18	-18	-18	
利润总额	737	1,030	1,389	1,830	2,388	
所得税	166	217	299	393	513	
净利润	571	812	1,090	1,437	1,874	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	571	812	1,090	1,437	1,874	
EBITDA	820	1,135	1,368	1,779	2,295	
EPS(当年)(元)	1.43	2.03	2.73	3.59	4.69	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	1,211	1,340	1,428	1,951	2,486	
净利润	571	812	1,090	1,437	1,874	
折旧摊销	110	134	23	24	25	
财务费用	5	11	12	13	14	
投资损失	-7	-10	-13	-17	-21	
营运资金变动	564	445	298	476	576	
其它	-32	-52	18	18	18	
投资活动现金流	-532	-773	-341	-288	-233	
资本支出	-508	-645	-348	-298	-248	
长期投资	-30	-140	-5	-5	-5	
其他	6	12	12	15	20	
筹资活动现金流	-57	-334	-402	-403	-544	
吸收投资	57	0	0	0	0	
借款	42	227	-70	40	40	
支付利息或股息	-151	-556	-332	-443	-584	
现金流净增加额	621	234	685	1,260	1,709	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。