

东鹏饮料 (605499.SH) 能量饮料大赛道，全国化高速扩张

2021年06月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
张宇光（分析师）
方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

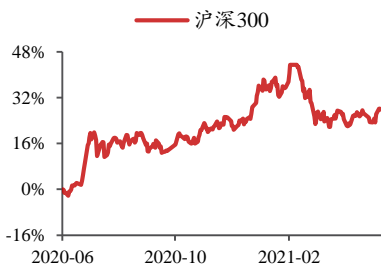
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2021/6/9
当前股价(元)	157.10
一年最高最低(元)	157.10/55.52
总市值(亿元)	628.42
流通市值(亿元)	62.86
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.40
近3个月换手率(%)	12.77

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 投资建议：优质赛道，格局明晰，东鹏饮料全国化空间广阔

看好能量饮料赛道长期的成长空间，同时东鹏饮料作为全国第二大能量饮料品牌，在中端市场竞争力突出，近几年公司着力发展省外空白市场，成长势头强劲，全国化空间广阔。预计2021-2023年归母净利润11.27、14.90、19.05亿元，对应2021-2023年EPS 2.82、3.73、4.76元，同比增38.8%、32.2%、27.8%，现价对应55.8、42.2、33.0倍PE，首次覆盖给予增持评级。

● 东鹏饮料定位差异化，主打高性价比扎根于能量饮料市场

东鹏饮料是国内能量饮料的第二大品牌，2013年启动全国化策略，奠定了全国化品牌基础。总体上看公司在产品、定价、营销、渠道拥有独特的差异化打法，东鹏特饮以差异化的PET包装、相似的口感和配方、更具高性价比很快在红牛独家垄断的市场扎根，打破能量饮料罐装的一贯印象，实现差异化的定位。在营销上，以“累了困了，喝东鹏特饮”、“年轻就要醒着拼”等直接明晰的广告语奠定了较高的知名度。在推进渠道下沉和市场扩张上，以大瓶装产品为主力单品，配合“一元乐享”及扫码赢红包等活动抢占大量市场终端、培育增量消费群体。

● 饮料呈现功能化、健康化趋势，能量饮料赛道优质，格局明晰

饮料市场规模逐渐饱和，但健康化、功能化趋势明显。能量饮料2020年销售额为448亿元，保持10%以上快速增长，细分饮料市场中增速最高。目前能量饮料集中度高，前五大品牌市占率接近90%，呈龙头主导市场格局，但分化加剧：红牛保持行业第一，但与泰国红牛品牌纠纷未定，增速放缓。而东鹏饮料正快速崛起，其他品牌发展参差不齐，格局对东鹏饮料依然有利，是重要发展机遇期。

● 全国化市场空间逐渐打开

公司主要市场集中在以两广地区为主的南方省份，华中、华东、西南等区域正在布局，虽体量不大，但增速较快。随着产品聚焦在500ml大瓶、渠道策略及激励机制、营销策略的更加成熟，全国化市场空间逐渐打开。

● 风险提示：省外市场扩张较慢风险，新品拓展失败风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,470	8,332	10,435
YOY(%)	38.6	17.8	30.5	28.8	25.2
归母净利润(百万元)	571	812	1,127	1,490	1,905
YOY(%)	164.4	42.3	38.8	32.2	27.8
毛利率(%)	46.7	46.6	47.1	47.2	47.3
净利率(%)	13.6	16.4	17.4	17.9	18.3
ROE(%)	34.9	42.4	37.1	33.9	31.1
EPS(摊薄/元)	1.43	2.03	2.82	3.73	4.76
P/E(倍)	110.2	77.4	55.8	42.2	33.0
P/B(倍)	38.4	32.9	20.7	14.3	10.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 全国第二大知名能量品牌	4
1.1、 多年精耕饮料市场， 能量行业先行者之一	4
1.2、 东鹏饮料实控人持股比例较高， 股权激励绑定公司与员工利益	6
2、 优质的能量饮料赛道， 格局集中、 龙头松动	7
2.1、 能量饮料赛道优质， 迎合饮料功能化、 健康化趋势	7
2.2、 消费场景呈现多样化， 消费群体逐步扩大	8
2.3、 格局松动， 龙头之间的差距在缩小	8
2.4、 龙头各具差异化优势， 高中低档泾渭分明	10
3、 差异化的定位， 全国化的市场逐渐打开	11
3.1、 聚焦功能性饮料， 多元化产品布局	11
3.1.1、 主打能量饮料， 产品线延伸相对缓慢	11
3.2、 差异化的大单品定位已经深入人心	12
3.2.1、 全国化营销实现品牌下沉和泛全国化	12
3.2.2、 差异化和多样化的产品设计和渗透定价	13
3.3、 精准数据化营销推动机制改革和渠道下沉， 精耕渠道完善渠道网络	14
3.4、 由南向北的全国化市场空间逐渐打开	14
3.4.1、 广东市场仍有渗透空间	16
3.4.2、 华中、 华东、 广西市场初具规模， 成长潜力大	16
3.4.3、 其他市场逐步推进， 全国化扩张有序进行	16
4、 完善全国化产能布局， 盈利能力稳步提升	17
4.1、 华南、 西南产能落地有望优化产能布局	17
5、 投资建议	19
5.1、 核心假设与盈利预测	19
5.2、 投资建议	19
6、 风险提示	20
附： 财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 东鹏饮料产品矩阵初具规模， 能量饮料仍是主打	4
图 2： 东鹏饮料多年精耕饮料市场	5
图 3： 东鹏饮料 2017-2020 年营收复合增速 14.9%	5
图 4： 东鹏饮料 2017-2020 年净利润复合增速 28.68%	5
图 5： 能量饮料仍是主打， 其他产品有待发力	6
图 6： 南方市场是主要市场	6
图 7： 上市前创始人及家族绝对控股	7
图 8： 2014-2020 年国内饮料市场规模保持小个位数增长	7
图 9： 2021 年国内能量饮料市场有望恢复快速增长	7
图 10： 2014-2020 年能量饮料增速排第二	8
图 11： 2020 年能量饮料占比仅为 7.8%	8
图 12： 国内能量饮料人均消费量远低于欧美国家	8
图 13： 国内能量饮料的人均消费额与欧美日相比较低	8

图 14: 能量饮料市场格局明晰	9
图 15: 2013-2020 年中国红牛销售额增速回落	9
图 16: 2011 年来中国红牛市场份额有所下降	9
图 17: 2020 年东鹏饮料能量饮料收入在疫情影响下仍保持正增长	12
图 18: 东鹏特饮坚持年轻化的品牌策略, 持续加大品牌宣传力度	13
图 19: 能量饮料中 500ml 金瓶收入占比快速上升	14
图 20: 2020 年广东、华中、广西市场占比最高	15
图 21: 对标广西, 其他市场人均消费额提升空间大	15
图 22: 广东市场保持较快增长	16
图 23: 广东市场渗透率快速提升	16
图 24: 华中、华东和广西市场营业额稳步提升	16
图 25: 华中、华东和广西人均消费额稳步提升	16
图 26: 西南、华北和北方销售额快速增长	17
图 27: 西南、华北和北方市场人均消费额快速增长	17
图 28: 能量、包装水产能利用率有所提升	18
图 29: 产能利用率稳步提升	18
表 1: 股权激励绑定核心员工, 实现利益一致	6
表 2: 东鹏特饮定价适中, 更具渗透性	10
表 3: 从 2020 年各区域市场人均消费额来看, 全国化仍有较大拓展空间	15
表 4: IPO 资金主要用于产能建设和营销网络升级	17
表 5: 华南、重庆生产基地有望优化全国产能布局	18
表 6: 2018-2020 年产能快速扩张	18
表 7: 500ml 金瓶、250ml 金罐产能快速提升	18
表 8: 预计 2021-2023 年收入仍将保持快速增长	19
表 9: 东鹏饮料相关财务指标	19
表 10: 可比公司 PE 估值	20
表 11: 可比公司 PS 估值	20

1、全国第二大知名能量品牌

1.1、多年精耕饮料市场，能量行业先行者之一

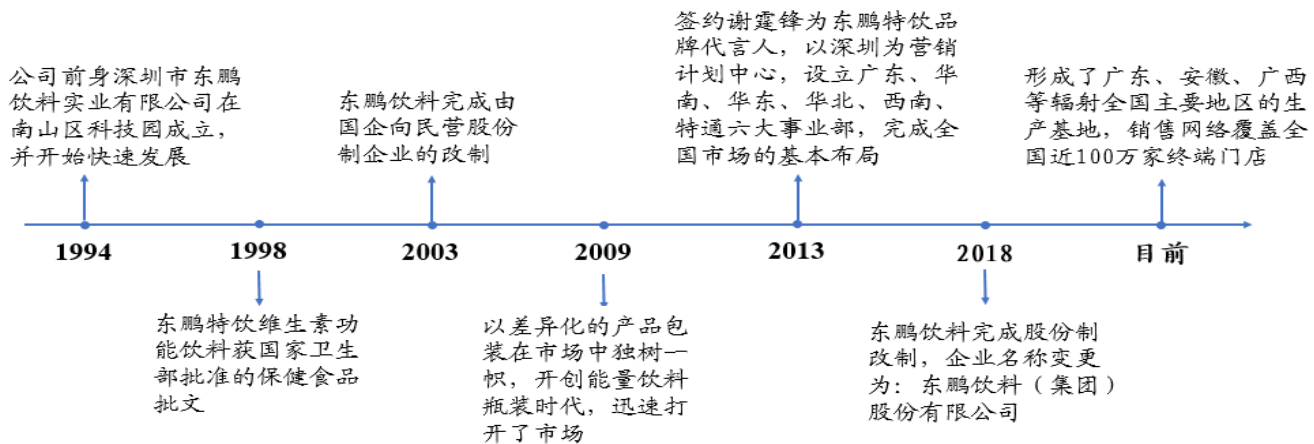
东鹏饮料是国内能量饮料的先行者之一。东鹏饮料旗下产品涵盖能量饮料、非能量饮料以及包装饮用水三大品类，主要产品包括东鹏特饮、由柑柠檬茶、陈皮特饮、包装饮用水等，其中东鹏特饮为核心产品，是全国第二大知名能量饮料品牌。1994年公司前身东鹏实业（国企体制）成立，开始致力于饮料的研发、生产与销售。1998年，自主研发的“东鹏特饮维生素功能饮料”获得保健食品批文认证。2003年企业完成国企到民企的改制。2009年，东鹏特饮首创功能饮料PET塑料瓶包装，打破了传统高端能量饮料必需罐装包装的市场局限，突出差异化打开市场。2013年，东鹏加强全国化营销，邀请谢霆锋担任品牌代言人，在央视大量投放广告，开启了东鹏全国化的步伐，显著提高了品牌知名度和影响力，并树立起“累了、困了喝东鹏特饮”、“年轻就要醒着拼”深入人心的品牌形象。经过长时间的产品研发、改良和营销推广，东鹏特饮的品牌、功效、风味逐渐获得认可，成为消费者所熟知的能量饮料品牌。目前东鹏特饮在国内排行第二，市场竞争优势突出。除能量饮料外，东鹏饮料还推出了植物饮料、乳味饮料和包装饮用水，进一步丰富产品线。

图1：东鹏饮料产品矩阵初具规模，能量饮料仍是主打



资料来源：东鹏饮料官网

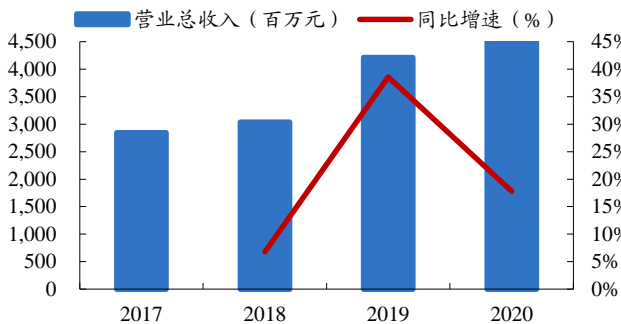
图2: 东鹏饮料多年精耕饮料市场



资料来源: 东鹏饮料官网、开源证券研究所

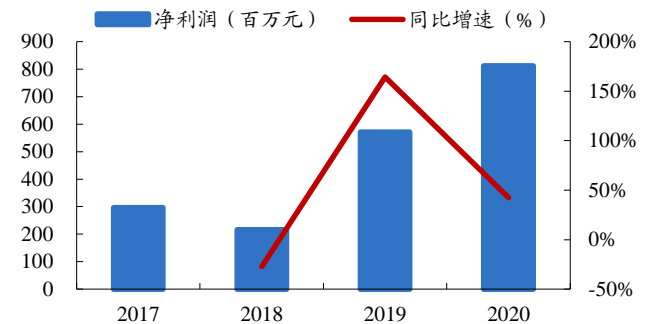
东鹏饮料营收保持快速增长, 广东是主销区。2017-2020年, 东鹏饮料营业总收入从28.44亿元增长到49.59亿元, 年均复合增长率为14.9%; 归母净利润从2.96亿元增长到8.12亿元, 年均复合增长率为28.68%。整体来看, 2020年东鹏饮料营收和净利润增速呈现快速增长趋势。从渠道上看, 东鹏饮料99%以上销售收入来自线下渠道。从区域上看, 广东地区为线下销售主销区, 销量逐年增长但销售占比逐年下降, 2020年收入占比约为六成。华中、华东、西南地区近三年中收入占比有所上升。从产品上看, 2017-2020年能量饮料贡献的收入均在95%以上, 能量饮料销售是最重要的收入来源。

图3: 东鹏饮料 2017-2020 年营收复合增速 14.9%

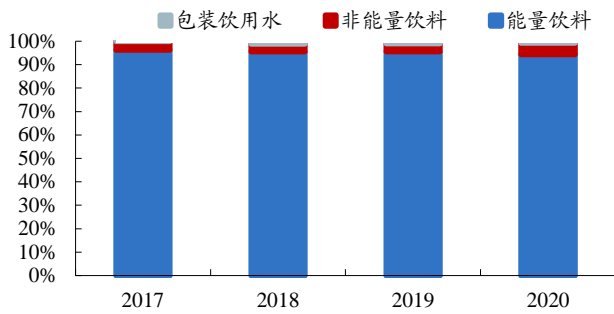


数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

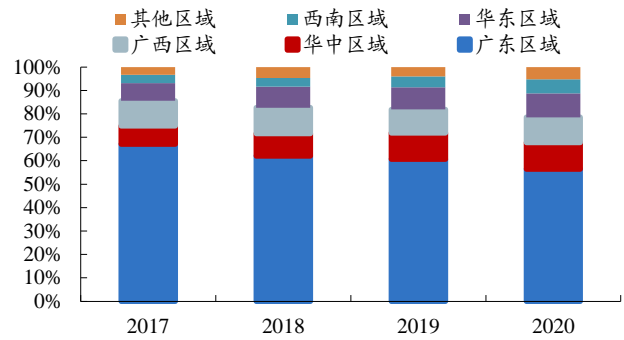
图4: 东鹏饮料 2017-2020 年净利润复合增速 28.68%



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图5：能量饮料仍是主打，其他产品有待发力


数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图6：南方市场是主要市场


数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

1.2、东鹏饮料实控人持股比例较高，股权激励绑定公司与员工利益

东鹏饮料股权集中度较高。上市前东鹏饮料创始人林木勤为公司董事长、实际控制人和控股股东，持股比例为 55.27%。其中第二大股东君正投资股东是东鹏饮料的私募股权投资机构加华资本。第三大股东鲲鹏投资的有限合伙人林煜鹏系控股股东林木勤之子，通过鲲鹏投资间接持有东鹏饮料 3.87% 的股份。创始人及其家族成员持股占比超过 60%，股权结构集中且相对稳定。

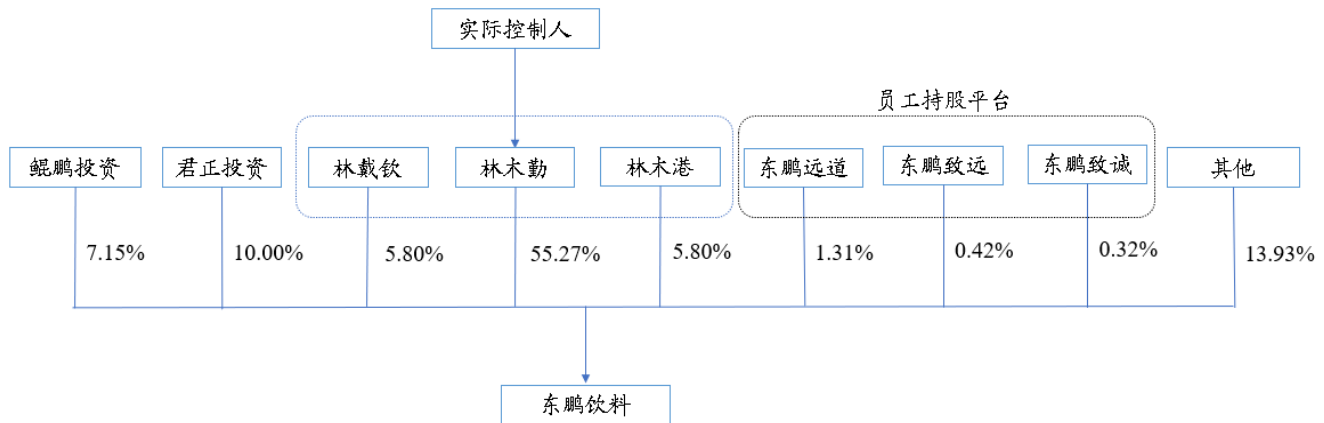
上市前实施股权激励，员工和公司利益高度一致。2019 年 4 月，为充分调动员工的积极性，东鹏饮料通过股权激励方案，并成立东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚三家投资发展合伙企业作为股权激励平台，合计持股比例为 2.06%，共形成 6052 万元股份支付费用。本次股权激励以部分核心技术、管理人员为激励对象，将公司和核心骨干员工利益绑定。

表1：股权激励绑定核心员工，实现利益一致

姓名	职务	持股平台	持股比例	主要工作经历
林木勤	董事长、总裁	鲲鹏投资	0.64%	2015 年 1 月至 2019 年 4 月任东鹏饮料及其前身董事长、总经理；2019 年 4 月至今任东鹏饮料董事长、总裁。
		东鹏远道	0.48%	
		东鹏致远	0.01%	
		东鹏致诚	0.01%	
胡海娥	总工程师	鲲鹏投资	0.06%	2015 年 1 月至今，历任东鹏饮料及其前身质量技术中心总经理、质量技术研发中心总工程师、研发管理中心总工程师。
		东鹏远道	0.06%	
李学莉	研发管理副总监	东鹏致诚	0.01%	2015 年 1 月至今历任东鹏饮料及其前身产品研发工艺工程师、质量技术中心技术经理、质量技术研发中心技术副总监、研发管理中心研发管理副总监。

资料来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图7：上市前创始人及家族绝对控股



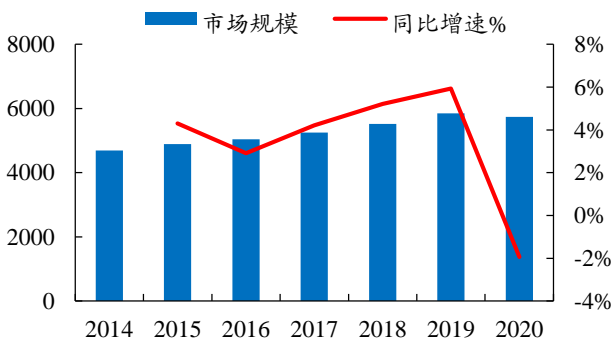
资料来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

2、优质的能量饮料赛道，格局集中、龙头松动

2.1、能量饮料赛道优质，迎合饮料功能化、健康化趋势

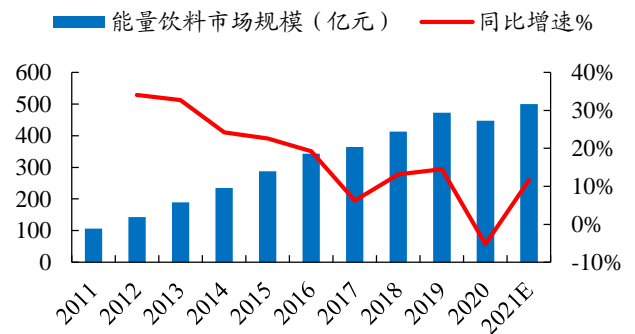
饮料市场空间巨大，呈现功能化、健康化的趋势。2014-2020年我国饮料行业销售额从4691亿元增长至5735亿元，实现3.4%的复合增长，目前我国饮料市场逐渐饱和，增速逐年放缓。但结构上，消费者对饮料的风味、健康性、功能等方面需求提升，功能性成为饮料细分品类发展的趋势，2014-2020年能量饮料在细分饮料市场中增速仅次于即饮咖啡，年均复合增长率达到11.3%，能量饮料市场保持高景气度，是饮料红海市场中的一大亮点。从规模上来看，目前销售额占比排名前五的品类依次为包装饮用水、即饮茶饮料、碳酸饮料、果汁和能量饮料，随着生活和工作节奏的加快，横向对比其他品类，能量保健饮料仍有上升空间。受疫情的影响，2020年能量饮料销售额为447.78亿。

图8：2014-2020年国内饮料市场规模保持小个位数增长



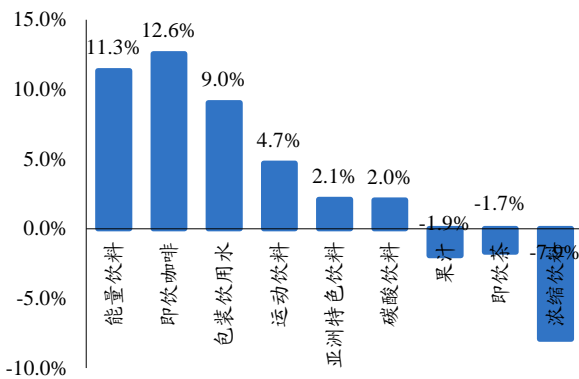
数据来源：欧睿、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图9：2021年国内能量饮料市场有望恢复快速增长



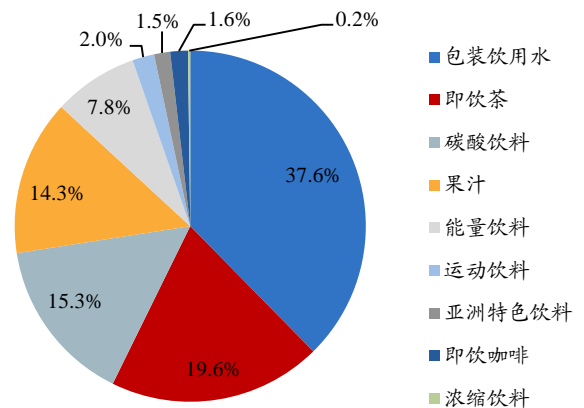
数据来源：欧睿、开源证券研究所

图10: 2014-2020年能量饮料增速排第二



数据来源: 欧睿、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

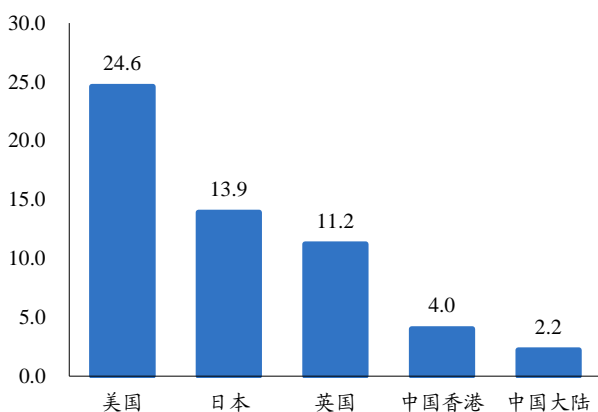
图11: 2020年能量饮料占比仅为7.8%



数据来源: 欧睿、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

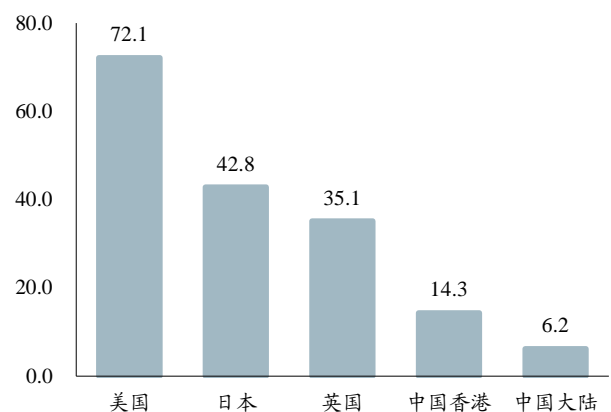
国内人均消费水平较低, 成长空间广阔。与欧美国家相比, 我国能量饮料发展尚处于前期阶段, 从量上来看, 目前国内人均能量饮料消费量较低, 仅为发达国家美、日、英等国的 10%-20%, 而市场需求仍有较大渗透和提升空间。随着我国居民可支配收入和消费水平的提高, 消费者在选购饮料时对产品的健康性、功能性需求日益提升, 消费人群也持续扩大。

图12: 国内能量饮料人均消费量远低于欧美国家



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所。单位: 升。

图13: 国内能量饮料的人均消费额与欧美日相比较低



数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所。单位: 美元。

2.2、消费场景呈现多样化, 消费群体逐步扩大

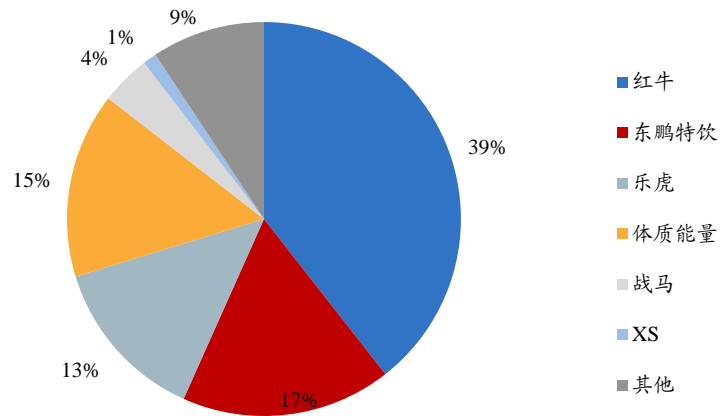
消费场景和人群持续扩大。自 20 世纪 90 年代能量饮料首次进入中国市场以来, 随着生活和工作节奏的加快, 以及各大品牌持续的广告宣传, 能量饮料逐渐从高端保健需求向大众健康需求渗透, 消费人群从普通的白领人群向蓝领人群扩张。能量饮料的消费场景从最初的运动、加班、熬夜、驾驶等疲劳场景拓展到居家保健、聚会旅行等更为休闲的场景。部分品牌对电竞、音乐节等活动提高赞助, 也使得消费群体由过去的运动员、体力劳动者向学生、白领等更多消费者扩大, 总体呈现出消费年轻化的趋势。

2.3、格局松动, 龙头之间的差距在缩小

行业准入壁垒高, 龙头主导市场格局, 高集中度下跨界品牌企业机会较小。虽

然能量饮料行业市场化程度较高，但在品牌、营销网络、规模化经营、食品安全和生产资质方面存在一定壁垒。功能饮料是具有特定保健功能，并获得《保健食品批准证书》的特殊能量饮料，而国家对于保健食品的监管力度日益加大，因此在功能饮料的细分赛道上，技术研发和生产资质方面准入门槛较高。更为关键的是，国内能量饮料历经多年的发展，已经形成几大头部企业主导的稳定格局，其他传统饮料品牌很难介入。2020年市场份额前五的企业依次为红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量和战马，CR5约为88%。而2016年因为红牛中国代理权纠纷问题出现后能量饮料市场一度吸引统一、伊利、安利等知名企业推出各自旗下的能量饮料产品，但取得市场突破的品牌几乎没有。

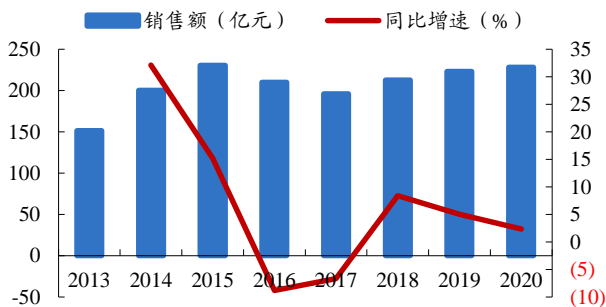
图14：能量饮料市场格局明晰



数据来源：欧睿、开源证券研究所。注：采用2020年各品牌市占率数据。

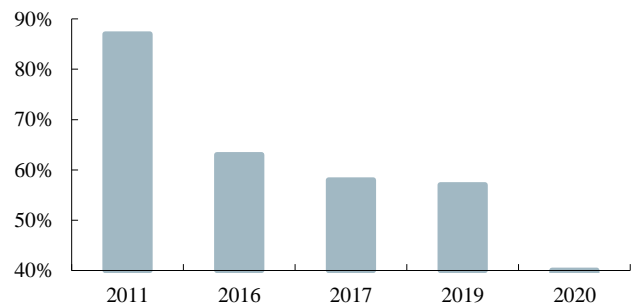
商标纠纷下的“红牛”龙头地位松动，东鹏有望最为受益。华彬集团与泰国天丝集团自2016年就“红牛”中国代理权的纠纷延续至今，作为其中之一的商标纠纷于2020年11月最高院终审判决，判决结果将“红牛”商标归泰国天丝集团所有，预计双方围绕红牛中国市场的相关经营问题短期难有定论。双方的纠纷导致红牛与天丝集团之间的相互竞争，一方面降低了华彬集团对红牛的品牌和营销投入，另一方面2016年以来双方纠纷期间天丝自主开发的红牛安奈吉产品导致了终端消费者认知混乱和产品口碑下降。近几年来红牛营收规模保持稳定，但市场份额处于下降态势，同时华彬重磅推出且寄予厚望的战马也未能承接红牛的市场，红牛品牌纠纷也就为后进者东鹏、乐虎等品牌创造更多机会。

图15：2013-2020年中国红牛销售额增速回落



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图16：2011年来中国红牛市场份额有所下降



数据来源：欧睿、开源证券研究所

2.4、龙头各具差异化优势，高中低档泾渭分明

高中低档龙头泾渭分明，红牛牢牢把控高端市场，东鹏在大众市场势头强劲。红牛精准卡位高端市场，各款产品均为 250ml 小容量且零售价在 6 元以上。东鹏特饮和乐虎紧随其后采取跟随策略，主打中端大众市场，定价则相对适中，产品单价在 2.5-4 元/250ml。2018-2019 年东鹏饮料进行了两次终端零售指导价格的下调，将 250ml 金罐由 5 元/罐下调为 4 元/罐，250ml 金瓶由 3.5 元/瓶下调为 3 元/瓶。目前东鹏特饮已形成更为宽泛的价格带，250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐和 500ml 金瓶组成“2 元-3 元-4 元-5 元”全面的产品体系，与竞品相比更具渗透力，满足多样化的市场需求。从大众市场表现来看，东鹏在大众市场的品牌力、产品力、渠道力综合表现更好，发展势头强劲。

表2：东鹏特饮定价适中，更具渗透性

红牛				
包装				
产品名称	(泰国天丝) 红牛安奈吉饮料	(泰国天丝) 红牛维生素风味饮料	(华彬红牛) 红牛维生素功能饮料	(华彬红牛) 红牛维生素功能饮料 (牛磺酸强化型)
规格 (ml)	250	250	250	250
售价 (元)	6	6	6.5	6.8
单价 (元/250ml)	6	6	6.5	6.8
东鹏特饮				
包装				
产品名称	小金瓶	大金瓶	金罐	金砖
规格 (ml)	250	500	250	250
售价 (元)	3	5	4	2
单价 (元/250ml)	3	2.5	4	2
乐虎				

包装			
产品名称	氨基酸维生素功能饮料 (牛磺酸型)	氨基酸维生素功能饮料	牛磺酸肌醇饮料
规格 (ml)	380	250	250
售价 (元)	4	4	5
单价 (元/250ml)	2.6	4	5
体质能量			
包装			
产品名称	牛磺酸型维生素饮料	牛磺酸强化维生素饮料	牛磺酸强化营养素饮料
规格 (ml)	580	600	330
售价 (元)	4	5	4
单价 (元/250ml)	1.7	2.1	3

资料来源：天猫、京东、开源证券研究所

3、差异化的定位，全国化的市场逐渐打开

东鹏饮料已经通过差异化的产品、品牌、营销已经形成了独特的品牌定位，“累了、困了，喝东鹏特饮”和“年轻就要醒着拼”等广告词深入人心，东鹏特饮作为能量饮料的第二大龙头，已经具备全国化的品牌知名度，国内市场仍然广阔。2016年以来东鹏饮料借助行业的发展机遇在产品创新、渠道机制创新和下沉、消费场景等多方面努力加快发展步伐。

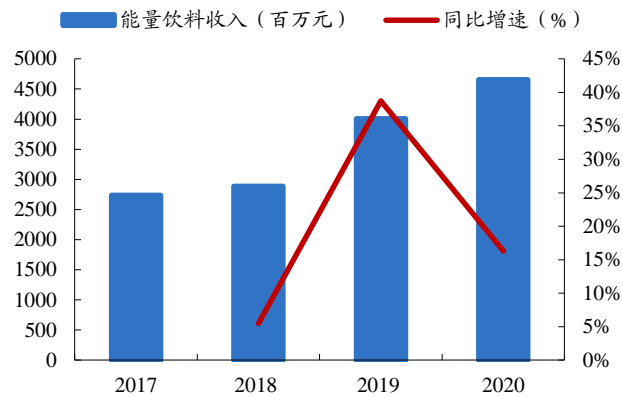
3.1、聚焦功能性饮料，多元化产品布局

3.1.1、主打能量饮料，产品线延伸相对缓慢

东鹏饮料初步形成东鹏特饮、由柑柠檬茶、陈皮特饮、包装饮用水等多品类的产品组合，其中东鹏特饮为核心产品，其主要成分为牛磺酸、赖氨酸及多种B族维生素，具有对抗疲劳、缓解困乏、促进能量代谢、补充机体所需能量的功效。东鹏特饮

从外包装设计切入，先后开发 250ml 及 500ml 瓶装、250ml 罐装和 250ml 纸软包三种包装类型，满足不同人群和不同消费场景，推动东鹏特饮收入持续快速增长，2017-2020 年，东鹏特饮销售收入从 27.35 亿元提升到 46.6 亿元，收入占比保持在 95% 以上。

图 17：2020 年东鹏饮料能量饮料收入在疫情影响下仍保持正增长



数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

其他品类拓展相对缓慢。东鹏饮料的非能量饮料主要包括由柑柠檬茶、陈皮特饮、菊花茶、冬瓜汁饮料等植物饮料、乳味饮料和包装饮用水。近年来销售收入有所增加，但整体规模相对较小，仍处于市场开发阶段，合计收入占比不足 5%。

3.2、差异化的大单品定位已经深入人心

3.2.1、全国化营销实现品牌下沉和泛全国化

创意营销，精准且年轻化的品牌定位。红牛一直秉承着进口高端的能量饮料形象，而营销的特点也突出另类顶级的极限运动为主。但对于能量饮料的需求是广泛的，尤其对于中国，大量的蓝领劳动力及年轻人群更是主力消费群体。东鹏通过更直接的产品定位和广告宣传锁定目标人群心智。东鹏饮料通过谢霆锋的代言和“累了困了，喝东鹏特饮”的央视广告宣传打下全国化品牌的认知基础，一跃成为知名的第二大能量饮料品牌。后续在品牌定位上继续强化年轻人消费场景，突出“年轻就要醒着拼”持续深耕年轻消费群体。在投放的媒体渠道方式上，集中在深受年轻人喜爱的活动和平台中提高曝光，例如赞助体育和电竞赛事、植入青春类影视综艺；内容方面也加强推广了办公室加班、朋友聚会、居家旅行等日常情景，加深消费者广泛的产品和品牌认知。

图18: 东鹏特饮坚持年轻化的品牌策略, 持续加大品牌宣传力度


资料来源: 东鹏饮料官网、开源证券研究所

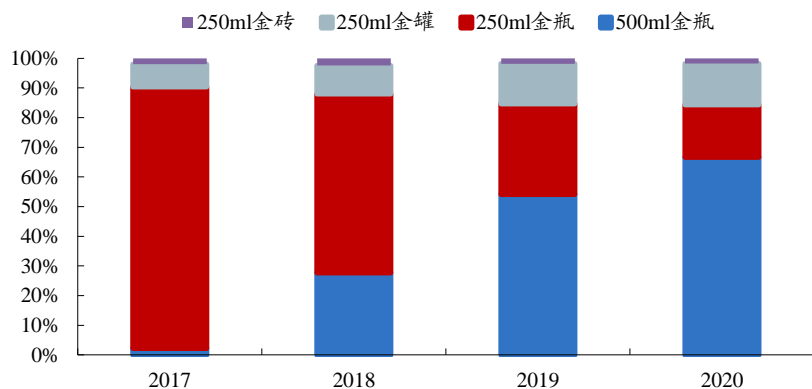
3.2.2、差异化和多样化的产品设计和渗透定价

从东鹏饮料发展历史上看, 东鹏饮料重视并善于把产品创新和设计作为一个角度突出差异化定位和营销卖点, 也通过多样化的包装来满足不同的消费场景。总结起来, 对销售有重大贡献和重大里程碑意义的设计共有以下三点:

独特差异化的瓶装设计打破能量饮料必须罐装的一贯印象。2009年东鹏特饮首创PET塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计, 并推出250ml金瓶特饮, 更好地满足了消费者对能量饮料便携、卫生的需求, 尤其受到卡车司机、蓝领工人的欢迎, 强化了瓶装能量饮料的差异化形象。在一片红海同类罐装产品中, 东鹏特饮凭借新颖的差异化包装迅速打开了市场, 瓶装特饮首次铺市后, 终端客户的返单率超过了五成, 当年销量有较大幅度提升。

大瓶装的产品创新更加饮料化、大众化, 凭借高性价比跃居为第一大单品。大瓶装500ml是继250ml后的又一大单品, 凭借更高性价比、饮料化的设计迅速打开市场。2017年下半年首先在华东、华北和西南等相对空白市场试推500ml金瓶特饮, 市场反馈积极。2018年500ml金瓶特饮开始在全国范围内上市推广, 由于其单位容量价格实惠, 性价比较高, 得到了市场的热烈反响, 销量增长达到1242%。500ml金瓶自2017年上市之后, 迅速获得消费者青睐, 销售收入大幅提升, 由2017年的0.60亿元提升至2020年的30.85亿元, 目前收入占比达到62.2%, 是销量最大的单品。

金罐强化礼品场景, 切入春节礼品市场。2018年底, 东鹏饮料开始推广小罐礼盒装, 并首先在“送礼文化”浓厚的河南市场推出春节送礼活动, 充分积累了礼品营销的经验。2020年春节假期, 东鹏继续着力在山东、安徽市场对礼盒装进行促销和堆货, 且销售情况良好, 部分地区在春节期间即达成全年销售目标的六成以上。经过两年的培育, 东鹏已逐渐打开小罐装礼品市场, 并以此推动了北方区域市场的开拓, 预计未来在礼品市场东鹏有望继续扩大份额。

图19：能量饮料中 500ml 金瓶收入占比快速上升


数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

3.3、精准数据化营销推动机制改革和渠道下沉，精耕渠道完善渠道网络

数据化营销活动加强消费者黏性，绑定渠道利益，进而推动渠道下沉。自 2016 年以来东鹏饮料不断通过创新二维码营销活动推动渠道的下沉。（1）2018 年以前的促销形式以“扫码赢红包”为主，即扫码并关注东鹏特饮公众号赢取微信红包，消费者拿到实实在在的现金优惠的同时，东鹏饮料还可通过大数据引擎获取扫码地区、消费者购买次数等信息，对多次购买的消费者颁发针对性奖励。该活动使东鹏饮料与终端消费者产生了直接互动，一方面加强了现有用户的忠诚度和消费黏性，另一方面裂变出更多精准粉丝，激励了大量消费需求。（2）2019 年下半年，东鹏饮料推出极具进攻性的“一元乐享”促销活动，即如果消费者购买到带有“一元乐享”字样的产品，即可在附近门店加一元换取一罐 250ml 金罐特饮。东鹏饮料对成熟度不同的市场灵活调整中奖率，有针对性地培育用户。活动平均中奖率为 30%，在空白市场上可达到 50%。本次活动是针对经销商和终端门店的促销补贴，在保证其利润的同时增加了销量，提高经销商和终端门店的销售积极性，期间加快开拓出大量新网点。

完善渠道网络，推广精耕模式。东鹏饮料以经销为主要销售模式，采取精耕的渠道模式对各区域市场进行经销网络管理。精耕模式即配备专业的销售人员与经销商、批发商和门店共同进行销售，全方位指导下游渠道和零售终端，从而有效提升东鹏饮料渠道渗透能力和销售网络的控制力。截至 2019 年底，东鹏饮料合计拥有 1263 家经销商和超 5000 名业务代表，每名业务代表覆盖约 200 个网点。精耕模式以前主要在广东、广西、华东和华中核心市场开展，其他区域采取大流通模式，即依靠经销商自身的市场资源和服务能力进行经销和渠道维护工作。未来东鹏饮料将逐步向其他区域推广精耕模式，因地制宜，灵活复制，推动全国化市场的开拓。

3.4、由南向北的全国化市场空间逐渐打开

东鹏饮料全国化市场布局一共分为三个阶段。（1）2006-2011 年，扎根华南市场：东鹏饮料立足广东，集中在广东区域进行市场开拓，在广东区域培育了良好的市场基础。（2）2012-2018 年，北向启动全国化：东鹏饮料启动全国化营销宣传，同时业务范围逐步向中部、西部辐射，先后在滁州、南宁、重庆设立了主营饮料生产销售子东鹏饮料，并在济南、成都和上海设立负责销售分公司。（3）2019 年-至今，深化全国化：东鹏饮料对全国区域市场的营销管理架构进行了梳理，成立了广东营销本部、全国营销本部和全国直营本部三大本部，并确立了广西、华东、华中、华北、西南五

个事业部及北方大区，针对各区域不同的市场特点，因地制宜制定销售策略。目前，东鹏饮料共拥有增鹏、莞鹏、徽鹏、桂鹏、华鹏、渝鹏等多处生产基地，其中华鹏、渝鹏基地正在建设中，产能可有效覆盖华南、西南、华东等全国主要地区。

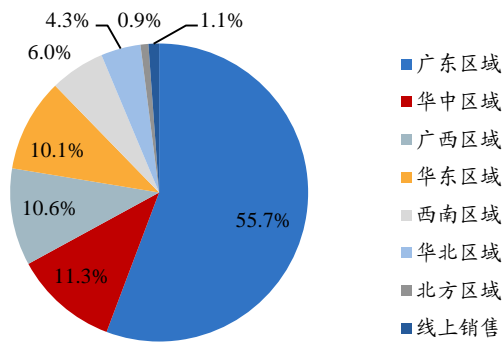
(1) 基地市场：广东地区作为东鹏饮料的基地市场，品牌影响力和竞争优势突出，贡献了六成以上的销售收入，根据城镇人口数量测算，广东地区目前人均消费额为 31.31 元，超过全国平均人均消费水平，但对标欧美国家还有较大的成长空间。2017-2020 年，随着其他区域市场的不断拓展，广东地区收入占比由 66.66% 下降到 55.7%。

(2) 成长性市场：广西和华东地区是重点培育且增速较快的成长性市场，近年来收入占比稳中有增。广西地区 2020 年人均消费额为 20.55 元，与广东市场临近，在全国各区域市场上排列第二；华东地区虽然收入增速较快，但人均消费额不足 3 元，考虑到华东地区人口众多，收入和消费水平相对较高，经济发达、工厂众多，“一元乐享”活动中参与度较高，华东市场在短期和长期内仍有非常大的成长空间。

(3) 机会市场：华中和西南地区目前有一定市场基础，但收入占比仍然较低，合计约为 15%，人均消费额分别为 4.33 元、2.71 元，是着力开发和培育的机会市场。东鹏饮料计划未来三年在重庆建设生产基地并进一步加大对中西部市场的投入，充分挖掘该地区的市场潜力。

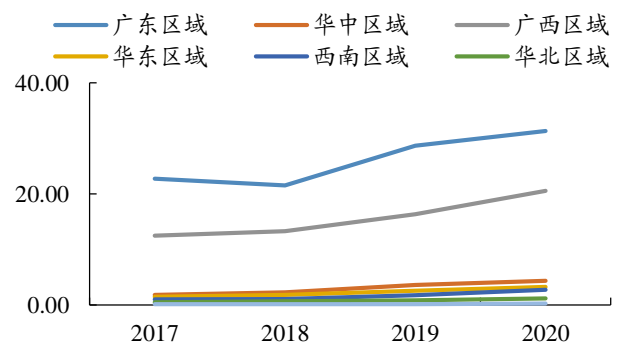
(4) 空白市场：华北、北方区域目前基本处于空白市场，合计收入占比约为 4%，人均消费额不到 1 元，市场仍需要培育，继续完善经销商体系和市场推广，但长期来看，华北和北方市场的潜力较大。

图20：2020年广东、华中、广西市场占比最高



数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图21：对标广西，其他市场人均消费额提升空间大



数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

表3：从2020年各区域市场人均消费额来看，全国化仍有较大拓展空间

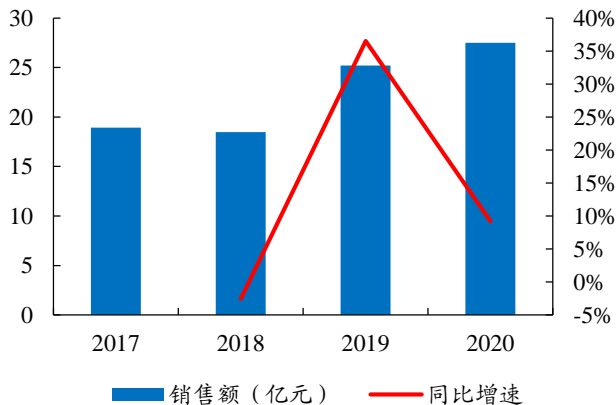
	销售收入(亿元)	城镇人口(万人)	人均消费额(元/人)
广东区域	27.51	8786	31.31
华中区域	5.58	12895	4.33
广西区域	5.21	2534	20.55
华东区域	4.99	15490	3.22
西南区域	2.94	10855	2.71
华北区域	2.13	17918	1.19
北方区域	0.42	17244	0.24

数据来源：国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

3.4.1、广东市场仍有渗透空间

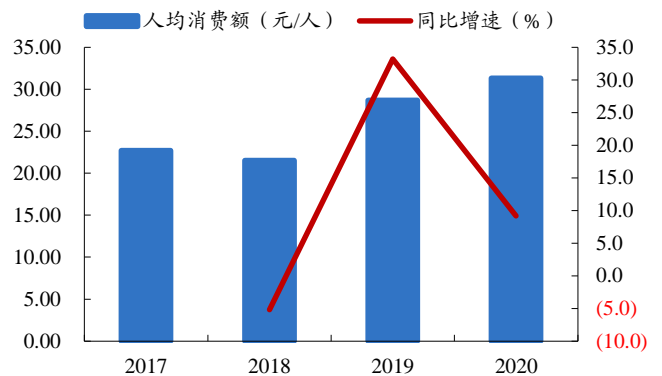
广东地区作为东鹏饮料的基地市场，品牌影响力和竞争优势突出，贡献了六成以上的销售收入，根据城镇人口数量测算，广东地区目前人均消费额为 31.31 元，超过全国平均人均消费水平，但对标欧美国家还有渗透空间。2018 年广东市场销售额小幅下降，2019 年得益于广东营销本部的成立和全渠道精耕策略的实行，广东市场销售额有较大回升，同比增长 36.52%。2017-2020 年，随着其他区域市场的不断开发，广东地区收入占比由 66.66% 下降到 55.7%。

图22：广东市场保持较快增长



数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图23：广东市场渗透率快速提升

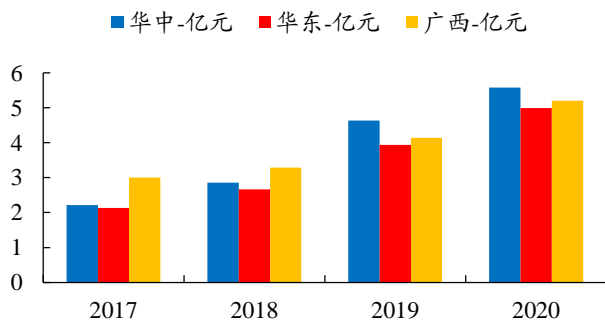


数据来源：国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

3.4.2、华中、华东、广西市场初具规模，成长潜力大

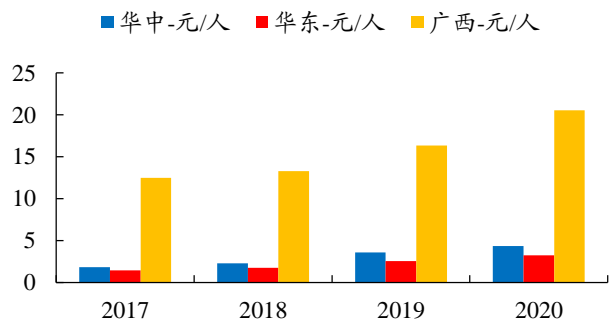
华中、华东和广西地区是重点培育且增速较快的成长性市场，近年来收入占比稳中有增，尤其在 2018 年重新梳理和确立营销本部，并持续加大营销投入后，2020 年华中、华东、广西销售额同比增 21%、27%、26%。广西地区 2020 年人均消费额为 20.55 元，在全国各区域市场上排列第二；华东地区虽然收入增速较快，但人均消费额不足 3 元，考虑到华东地区人口众多、经济发达，“一元乐享”活动中参与度较高，华东市场在短期和长期内仍有较大的成长空间。华中地区目前有一定市场基础，但收入占比仍然较低，约为 11.44%，人均消费额为 4.33 元，对标广西地区市场仍有较大的渗透空间。

图24：华中、华东和广西市场营业额稳步提升



数据来源：东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

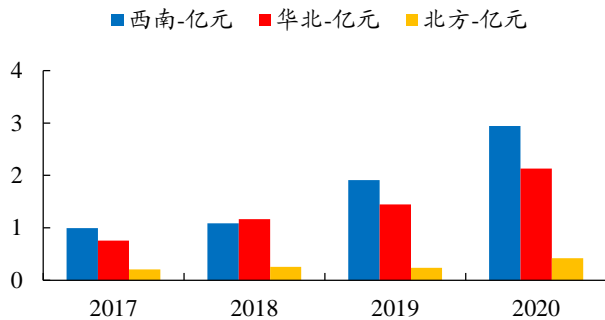
图25：华中、华东和广西人均消费额稳步提升



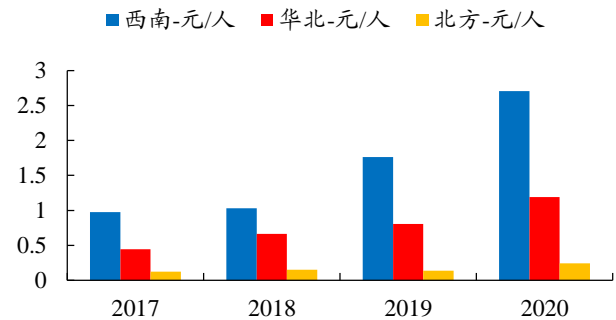
数据来源：国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

3.4.3、其他市场逐步推进，全国化扩张有序进行

西南和华北市场的开发尚处于起步阶段,虽然体量较小、占比较低,但增速较快。2020年西南、华北市场同比增53.8%、47.6%,人均消费额分别为2.71元、1.19元。西南地区随着重庆产能落地,有望重点发力、加快市场培育力度。北方地区目前基本处于空白,收入占比不足1%,人均消费额为0.24元,经销体系尚未完善,市场开拓可能是长期工作。

图26: 西南、华北和北方销售额快速增长


数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图27: 西南、华北和北方市场人均消费额快速增长


数据来源: Wind、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所。

4、完善全国化产能布局, 盈利能力稳步提升

4.1、华南、西南产能落地有望优化产能布局

IPO 募集资金主要用于产能和营销网络建设, 完善全国化产能布局。东鹏饮料IPO拟募集14.9亿元, 其中用于广州和重庆生产基地建设资金8.09亿, 占总募集资金的54%, 24%的募集资金用于营销网络建设, 其余用于研发中心、总部大楼建设。从产能建设来看, 目前总产能共160万吨, 拟建设的广州、重庆生产基地分别新建48.12万吨、39.50万吨产能, 主要是罐装和瓶装饮料生产线, 达产后总产能约250万吨, 新增约54%的产能。分别看广州产能有效缓解华南地区产能紧张、承接东莞产能, 而重庆产能有效补充西南地区产能空白, 进一步完善全国化产能布局。

表4: IPO 资金主要用于产能建设和营销网络升级

项目类型	项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	资金占比	拟用募集资金 投入金额(万元)
生产基地建设	华南生产基地建设项目	华鹏	72,878.00	37.93%	46,907.67
	重庆西彭生产基地建设项目	渝鹏	50,853.00	26.47%	33,996.10
	小计		123,731.00	64.40%	80,903.77
营销网络升级及品牌推广	营销网络升级及品牌推广项目	东鹏饮料	37,091.07	19.31%	37,091.07
信息化升级建设	集团信息化升级建设项目	东鹏饮料	5,309.18	2.76%	5,309.18
	鹏讯云商信息化升级建设项目	鹏讯云商	2,212.04	1.15%	2,212.04
	小计		7,521.22	3.91%	7,521.22
研发中心建设	研发中心建设项目	华鹏	3,147.00	1.64%	3,147.00
总部大楼建设	总部大楼建设项目	东鹏饮料	20,640.35	10.74%	20,640.35
合计			192,130.64	100%	149,303.41

资料来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

表5: 华南、重庆生产基地有望优化全国产能布局

项目名称	投入金额-万元	生产线情况	产能	生产建设周期
华南生产基地建设项目	72,878	2条罐装饮料生产线	48.12万吨	36个月
		2条瓶装饮料生产线		
		2条瓶装饮料(冷灌装)生产线		
重庆西彭生产基地建设项目	50,853	3条瓶装饮料生产线	39.50万吨	24个月
		1条瓶装饮料(冷灌装)生产线		
		1条包装饮用水生产线		

资料来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

表6: 2018-2020年产能快速扩张

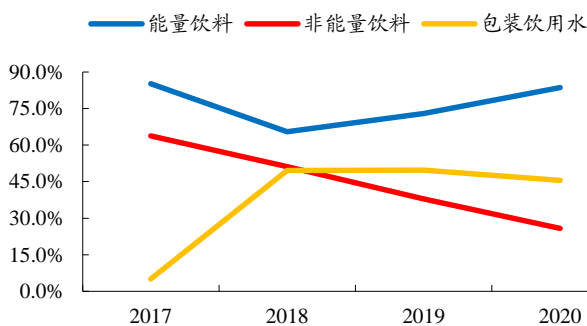
产能	2017年		2018年		2019年		2020年	
	产能(万吨)	增速	产能(万吨)	增速	产能(万吨)	增速	产能(万吨)	增速
能量饮料	57.4	-	80.7	40.72%	119.1	47.57%	129.1	8.40%
非能量饮料	10	-	10.8	8.09%	18.9	74.36%	32.3	70.90%
包装饮用水	6.7	-	13	94.76%	15.1	16.22%	15.9	5.30%
合计	74	-	104.5	41.17%	153.1	46.45%	177.3	15.81%

资料来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

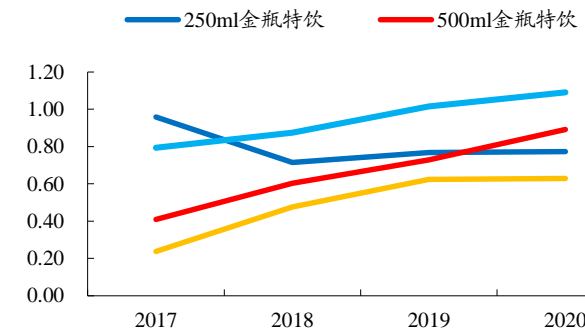
表7: 500ml金瓶、250ml金罐产能快速提升

产品	2017年		2018年			2019年			2020年		
	产能(万吨)	占比	产能(万吨)	占比	增速	产能(万吨)	占比	增速	产能(万吨)	占比	增速
250ml金瓶特饮	46.13	80%	40.38	50%	-12%	30.59	26%	-24%	22.31	17%	-27%
500ml金瓶特饮	4.5	8%	30.98	38%	588%	70.83	59%	129%	85.38	66%	21%
250ml金罐特饮	4.5	8%	7.13	9%	58%	15.48	13%	117%	19.1	15%	23%
250ml金砖特饮	2.25	4%	2.25	3%	0%	2.25	2%	0%	2.25	2%	0%

数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图28: 能量、包装水产能利用率有所提升


数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

图29: 产能利用率稳步提升


数据来源: 国家统计局、东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

5、投资建议

5.1、核心假设与盈利预测

收入将保持快速增长，盈利能力持续提升。预计未来 2-3 年公司仍保持较快的市场拓展节奏，尤其是在广东、广西以外省外空白市场的开拓潜力较大，产品上仍以 500ml 大金瓶为主。预计 2021-2023 年收入增 30.5%、28.8%、25.2%。随着公司收入规模提升、产能优化、市场渗透率提高，产品毛利率提升可期、销售费用率呈现下降趋势，公司盈利能力持续提升。

表8: 预计 2021-2023 年收入仍将保持快速增长

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-百万元	4958.5	6470.2	8332.5	10435.2
YOY	17.80%	30.50%	28.80%	25.20%
能量饮料	4655.2	6102	7896	9917
YOY	16.30%	31.10%	29.40%	25.60%
其中: 500ml 金瓶	3085.4	4518	6161	8089
YOY	42.40%	46.50%	36.40%	31.30%
其中: 250ml 金瓶	821.1	709	619	546
YOY	-33.00%	-13.60%	-12.70%	-11.80%
其中: 250ml 金罐	640.7	781	1012	1166
YOY	19.20%	21.90%	29.60%	15.20%
其中: 250ml 金砖	84.1	93	104	115
YOY	14.40%	11.10%	11.10%	11.10%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表9: 东鹏饮料相关财务指标

	2017	2018	2019	2020
营收-百万元	2843.8	3037.5	4208.7	4958.5
YOY		6.80%	38.60%	17.80%
归母净利润	296.17	215.83	570.57	812.1
YOY		-27.10%	164.40%	42.30%
毛利率	47.90%	46.00%	46.70%	46.60%
净利率	10.41%	7.11%	13.56%	16.38

数据来源: 东鹏饮料招股说明书、开源证券研究所

5.2、投资建议

我们看好能量饮料赛道长期的成长空间，同时东鹏饮料作为全国第二大能量饮料品牌，在中端市场竞争力突出，近几年公司着力发展省外空白市场，成长势头强劲。估值层面我们认为能量饮料赛道在空间上优于一般饮料赛道，给予公司高于养元饮品、承德露露的估值；对标农夫山泉来看，公司近几年的成长性较好，赛道优质，适当给予高于农夫山泉一定的估值溢价。预计 2021-2023 年归母净利润 11.27、14.90、19.05 亿元，对应 EPS 2.82、3.73、4.76 元，同比增 38.8%、32.2%、27.8%，现价对应 55.8、42.2、33.0 倍 PE，首次覆盖给予增持评级。

表10: 可比公司 PE 估值

截止日期:	2021/6/9	总市值			EPS			PE	
		(亿元)	20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600887.SH	伊利股份	2,422	1.16	1.42	1.66	34	28	24	
600963.SH	养元饮品	360	1.25	1.83	2.07	23	16	14	
9633.HK	农夫山泉	4,017	0.47	0.54	0.63	76	66	56	
公司平均值							36.5	31.4	

数据来源: Wind、开源证券研究所

表11: 可比公司 PS 估值

截止日期:	2021/6/9	总市值			EPS			PS	
		(亿元)	20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600887.SH	伊利股份	2,422	1.16	1.42	1.66	2.5	2.2	2	
600963.SH	养元饮品	360	1.25	1.83	2.07	8.3	5.3	4.8	
9633.HK	农夫山泉	4,017	0.47	0.54	0.63	17.5	14.7	12.5	
公司平均值							7.4	6.4	

数据来源: Wind、开源证券研究所

6、风险提示

省外市场扩张较慢风险。省外空白市场培育期需要较长时间，而且各地消费习惯、品牌影响力、竞争态势差异较大，无法避免其他品牌形成正面竞争，能否保持较快的省外市场拓展速度尤为关键。

新品拓展失败风险。饮料行业不排除部分企业扩张品类的可能性，但行业逐渐成熟、竞争激烈，大单品运作空间较少，品类创新机会较小，失败概率较高。

红牛纠纷后格局仍有一定的不确定性。红牛纠纷短期暂时未能落地，如果出现中国红牛无法在中国销售的情况，泰国红牛短期又不能弥补市场空白，可能造成行业格局上的变动，可能引来更多品牌的竞争，对其他品牌来讲是机会也是挑战。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1452	1959	3230	3729	6174
现金	945	1225	2455	2681	5048
应收票据及应收账款	26	13	54	20	80
其他应收款	17	15	38	23	58
预付账款	159	179	219	320	338
存货	214	273	291	473	457
其他流动资产	90	255	172	214	193
非流动资产	1889	2402	2875	3411	3970
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1049	1404	1806	2264	2750
无形资产	164	237	274	319	343
其他非流动资产	677	761	795	828	877
资产总计	3341	4361	6106	7140	10144
流动负债	1452	2130	2767	2483	3792
短期借款	10	110	60	85	73
应付票据及应付账款	319	298	506	523	766
其他流动负债	1123	1722	2201	1876	2953
非流动负债	254	318	258	226	191
长期借款	237	302	241	209	175
其他非流动负债	17	16	16	16	16
负债合计	1706	2448	3025	2709	3983
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	400	400	400
资本公积	382	388	388	388	388
留存收益	893	1165	1954	2997	4331
归属母公司股东权益	1635	1913	3081	4431	6161
负债和股东权益	3341	4361	6106	7140	10144

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1211	1340	1870	1017	3269
净利润	571	812	1127	1490	1905
折旧摊销	110	134	146	196	251
财务费用	-14	-16	-43	-70	-112
投资损失	-7	-10	-10	-9	-10
营运资金变动	502	437	623	-577	1228
其他经营现金流	50	-17	26	-13	6
投资活动现金流	-532	-773	-610	-722	-801
资本支出	508	645	457	544	555
长期投资	-30	-140	0	0	0
其他投资现金流	-54	-267	-153	-178	-246
筹资活动现金流	-57	-334	-29	-70	-101
短期借款	-145	100	-50	25	-13
长期借款	187	65	-60	-32	-34
普通股增加	10	0	40	0	0
资本公积增加	108	6	0	0	0
其他筹资现金流	-217	-505	41	-63	-55
现金净增加额	621	234	1230	225	2367

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4209	4959	6470	8332	10435
营业成本	2242	2648	3426	4398	5502
营业税金及附加	44	50	67	85	107
营业费用	984	1040	1326	1691	2097
管理费用	201	184	240	292	365
研发费用	28	36	45	58	73
财务费用	-14	-16	-43	-70	-112
资产减值损失	-7	0	-5	-7	-6
其他收益	16	23	22	20	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	10	10	9	10
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	741	1050	1446	1916	2440
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	6	23	11	13	15
利润总额	737	1030	1437	1904	2426
所得税	166	217	310	414	521
净利润	571	812	1127	1490	1905
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	571	812	1127	1490	1905
EBITDA	834	1154	1542	2035	2572
EPS(元)	1.43	2.03	2.82	3.73	4.76

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	38.6	17.8	30.5	28.8	25.2
营业利润(%)	169.4	41.8	37.7	32.5	27.4
归属于母公司净利润(%)	164.4	42.3	38.8	32.2	27.8
获利能力					
毛利率(%)	46.7	46.6	47.1	47.2	47.3
净利率(%)	13.6	16.4	17.4	17.9	18.3
ROE(%)	34.9	42.4	37.1	33.9	31.1
ROIC(%)	29.6	33.5	32.0	30.2	28.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	56.1	49.5	37.9	39.3
净负债比率(%)	-41.8	-38.5	-68.3	-52.5	-76.9
流动比率	1.0	0.9	1.2	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.6	0.9	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.3	1.2
应收账款周转率	129.3	258.1	193.7	225.9	209.8
应付账款周转率	8.5	8.6	8.5	8.6	8.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.43	2.03	2.82	3.73	4.76
每股经营现金流(最新摊薄)	3.03	3.35	4.67	2.54	8.17
每股净资产(最新摊薄)	4.09	4.78	7.60	10.97	15.30
估值比率					
P/E	110.2	77.4	55.8	42.2	33.0
P/B	38.4	32.9	20.7	14.3	10.3
EV/EBITDA	74.5	53.8	39.4	29.7	22.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn