

东鹏饮料 (605499)

证券研究报告

2021年06月14日

精准卡位功能饮料赛道，上市为全国化腾飞插上翅膀

东鹏饮料作为我国功能饮料上市第一股，从03年进行改制以及09年推出差异化功能性饮料“东鹏特饮”之后，开启了功能饮料业务快速发展之路。目前公司凭借差异化战略，与竞品形成不同的消费人群覆盖，同时凭借其较高的执行力和团队激励，未来几年有望实现快速全国化扩张。**我们从三个维度分别去分析公司未来的成长性和竞争力。**

第一，目前行业竞争格局或利于公司全国化的加速扩张。首先，功能饮料行业目前市场规模450亿左右，未来5年有望突破600亿元，是软饮料细分行业中增速靠前的品类，空间广阔。其次，功能饮料行业具备较强的粘性以及先发优势，消费者对功能属性的需求降低了消费的不确定性。最后，目前市场竞争格局呈现“一超多强”态势，通过对竞争环境的分析，我们认为东鹏目前处于较优的竞争环境，凭借其自身的能力，实现快速扩张。

第二，极致性价比打造公司差异化竞争优势。一方面，公司通过极致性价比的方式打造了较强的进入门槛，通过差异化的人群定位和广告营销，与竞品实现错位竞争。另一方面，通过信息化系统，实现消费者、渠道和生产端的互联互通，构建公司软实力，基于此系统实现一元畅饮、扫码返现等活动，增强目标消费群体的粘性和复购。

第三，公司战略目标明确，重激励和核心团队的搭建构筑全国化基础。此次IPO的募集资金投向重点在于全国化的产能布局和渠道网络建设，彰显了公司全国化拓张的战略和决心。近两年通过人才引进等方式，公司已经构建了一只富有战斗力的全国化销售团队。公司通过股权激励、超额奖励等方式，绑定核心管理层，并给予销售团队较强的积极性，助力公司全国化扩张进程。此外，公司通过聚焦500ML金瓶产品，整体战略指向性更强。

除了全国化扩张“量”的逻辑外，公司未来横向和纵向扩品能力也是公司未来发展过程当中重点观察的一环。公司未来的增长一方面来自于量，另外一方面来自于价。价格的表现，一是公司能够在功能饮料品类上做结构升级，这就需要公司加强品牌营销，提升品牌调性，扩展消费场景。目前公司正积极致力品牌年轻化，在放量过程中可持续关注此变化。二是横向扩充品类，例如由甘柠柠檬茶、矿泉水等品类。随着公司品牌调性的持续提升，公司场景、人群和品类有望打开成长空间。

投资建议：我们预计公司2021-2023年实现营收66.99/89.46/119.01亿元，同比+35.09%/33.55%/33.03%，实现归母净利润11.17/15.30/21.05亿元，同比+37.53%/36.98%/37.62%，EPS分别为2.79/3.82/5.26元。根据可比公司估值法，给予公司22年50倍PE，对应股价191元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险，产品结构相对单一，原材料价格波动风险，产品质量风险，疫情对公司经营造成不利影响，短期内股价波动风险。

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 4,208.73 | 4,958.50 | 6,698.65 | 8,946.06 | 11,900.56 |
| 增长率(%) | 38.56 | 17.81 | 35.09 | 33.55 | 33.03 |
| EBITDA(百万元) | 859.26 | 1,177.49 | 1,525.53 | 2,099.47 | 2,850.90 |
| 净利润(百万元) | 570.57 | 812.06 | 1,116.80 | 1,529.82 | 2,105.37 |
| 增长率(%) | 164.36 | 42.32 | 37.53 | 36.98 | 37.62 |
| EPS(元/股) | 1.43 | 2.03 | 2.79 | 3.82 | 5.26 |
| 市盈率(P/E) | 133.27 | 93.64 | 68.09 | 49.70 | 36.12 |
| 市净率(P/B) | 46.50 | 39.74 | 32.07 | 25.36 | 19.69 |
| 市销率(P/S) | 18.07 | 15.33 | 11.35 | 8.50 | 6.39 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 48.65 | 35.57 | 25.44 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-------------|
| 行业 | 食品饮料 / 饮料制造 |
| 6个月评级 | 增持 (首次评级) |
| 当前价格 | 190.09 元 |
| 目标价格 | 191 元 |

基本数据

| | |
|-------------|--------------|
| A股总股本(百万股) | 400.01 |
| 流通A股股本(百万股) | 40.01 |
| A股总市值(百万元) | 69,125.73 |
| 流通A股市值(百万元) | 6,914.13 |
| 每股净资产(元) | 6.2643 |
| 资产负债率(%) | 51.62 |
| 一年内最高/最低(元) | 55.52/172.81 |

作者

| | |
|----------------------------|-----|
| 刘畅 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110520010001 | |
| liuc@tfzq.com | |
| 吴文德 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110520070003 | |
| wuwende@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 能量饮料民族品牌，业绩持续领跑进入新阶段..... | 4 |
| 1.1. 能量饮料行业先行者，卡位行业趋势异军突起..... | 4 |
| 1.2. 聚焦东鹏特饮大单品，公司收入稳步提升..... | 5 |
| 1.3. 成本端持续改善，公司盈利能力整体向好..... | 8 |
| 2. 软饮料行业内部结构变化显著，能量饮料赛道具备高成长属性..... | 10 |
| 2.1. 软饮料行业进入成熟期，内部结构呈现年轻化与多样化特点..... | 10 |
| 2.2. 能量饮料增速领跑行业，行业格局“一超多强”..... | 12 |
| 3. 多管齐下打造竞争优势，公司发展可高看一线..... | 14 |
| 3.1. 规模化构筑经营优势，品牌影响力奠定市场基础..... | 15 |
| 3.2. 线上线下共同发力，渠道网络建设为公司发展提供强大保障..... | 16 |
| 3.3. 全国化和新品扩张打开公司未来发展空间..... | 18 |
| 4. 投资建议：..... | 20 |
| 4.1. 业务拆分..... | 20 |
| 4.2. 盈利预测与投资评级..... | 21 |
| 5. 风险提示：..... | 21 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1：公司历史沿革..... | 4 |
| 图 2：东鹏饮料股权结构..... | 5 |
| 图 3：公司 2017-2020 营收情况..... | 5 |
| 图 4：公司能量饮料产品营收情况..... | 6 |
| 图 5：能量饮料占公司总营收比重..... | 6 |
| 图 6：公司能量饮料销量及吨单价情况..... | 6 |
| 图 7：能量饮料各子产品营收占比..... | 6 |
| 图 8：非能量饮料与包装饮用水在公司总营收中占比情况..... | 8 |
| 图 9：公司分产品毛利率情况..... | 8 |
| 图 10：公司毛利率与行业平均水平相近..... | 8 |
| 图 11：公司成本结构中直接材料占比高..... | 9 |
| 图 12：2020 年公司原材料采购金额占比..... | 9 |
| 图 13：白砂糖价格走势..... | 9 |
| 图 14：瓶坯价格走势..... | 9 |
| 图 15：公司销售费用率带动期间费用率整体下降..... | 9 |
| 图 16：公司销售费用率与同行业对比..... | 9 |
| 图 17：公司经营活动现金流快速增长..... | 10 |
| 图 18：公司资金状况持续改善..... | 10 |
| 图 19：公司资金实力与同行业对比（货币资金/总资产）..... | 10 |
| 图 20：我国居民可支配收入与支出情况..... | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 21: 我国软饮料产量及销量情况..... | 11 |
| 图 22: 我国软饮料市场规模 (亿元) | 11 |
| 图 23: 2020 年各国软饮料零售额对比 (百万美元) | 11 |
| 图 24: 我国软饮料各子品类市场规模占比变化..... | 12 |
| 图 25: 我国能量饮料销售量及其增速 | 12 |
| 图 26: 我国能量饮料销售额及其增速 | 12 |
| 图 27: 软饮料各子品类 2014-2020 年销售额年复合增长率 | 12 |
| 图 28: 2020 年中国各类饮料销售额占比..... | 12 |
| 图 29: 2016 年中国饮料行业综合满意度指数..... | 13 |
| 图 30: 我国城镇就业人员周平均工作时间 (小时/周) | 13 |
| 图 31: 2015 年以来周平均工作时长 40 小时以上群体比重扩大..... | 13 |
| 图 32: 2020 年我国能量饮料市场竞争格局 (零售口径) | 14 |
| 图 33: 2015-2020 年红牛及东鹏特饮市占率变化 | 14 |
| 图 34: 东鹏饮料全国产能布局图 | 15 |
| 图 35: 公司全业务线产能情况 (单位: 万吨) | 15 |
| 图 36: 公司能量饮料产能及产能利用率情况 | 15 |
| 图 37: 公司经销商数量变化..... | 17 |
| 图 38: 公司经销商区域分布..... | 17 |
| 图 39: 公司“精耕细作+大流通”的渠道管理模式..... | 17 |
| 图 40: 公司积极践行新零售..... | 17 |
| 图 41: 非核心市场营收占比不断提升 | 18 |
| 图 42: 2020 年公司分区域营收占比 | 18 |
| 图 43: 公司全国市场的营销网络布局初步完成..... | 18 |
| 图 44: 公司产品端实力强劲, IPO 助力支撑业绩稳健增长 | 20 |
| | |
| 表 1: 公司产品矩阵 | 7 |
| 表 2: 2020 年我国能量饮料与海外市场量价对比..... | 14 |
| 表 3: 公司募集资金投资项目概况 | 14 |
| 表 4: 东鹏饮料营销模式..... | 16 |
| 表 5: 公司主要竞品公司情况 | 19 |
| 表 6: 主营业务拆分 | 20 |

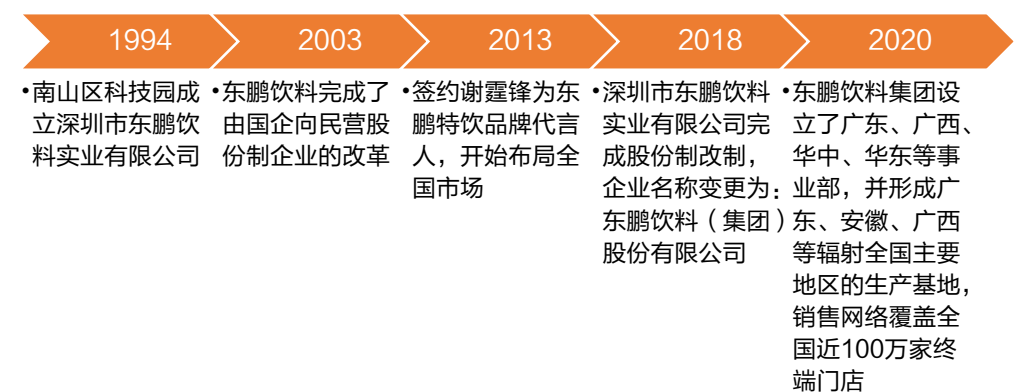
1. 能量饮料民族品牌，业绩持续领跑进入新阶段

1.1. 能量饮料行业先行者，卡位行业趋势异军突起

东鹏饮料成立于 1994 年，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，在红牛罐装一家独大的局面中，凭借差异化的价格优势和包装优势异军突起，成为能量饮料的先行者之一，市场占有率稳居第二。除此之外，近年来东鹏饮料不断丰富产品矩阵，拓宽品牌的延展性。

- ◆ **公司改制，进入发展新阶段（1994-2003）**：公司成立于 1994 年，是深圳老字号品牌。90 年代中期，功能饮料开始在中国风靡，1998 年，国内第一瓶维生素功能饮料“东鹏特饮”在深圳诞生，但是在红牛一家独大的市场境况中举步艰难。2003 年，东鹏特饮通过“员工集资持股”的方式实现了“国有转民营”，改制后东鹏饮料进入了快速发展的轨道。
- ◆ **深耕广东市场，差异化崛起（2009-2012）**：2009 年底，东鹏独具匠心推出瓶装功能饮料一举打破了罐装消费的市场局限，将卫生、方便、易带等属性融入功能饮料产品，引领新的消费浪潮，满足了一大批消费者对功能饮料的产品需求。号召包装差异化、价格差异化，推出了沿用至今、带有防尘盖的瓶装东鹏特饮，重点在大本营广东省内进行推广，一下打开了市场。
- ◆ **“品牌年轻化战略”圈粉，进攻全国市场（2013 至今）**：2013 年，东鹏特饮邀请谢霆锋作为品牌代言人，开始大举进攻全国市场，打响全国知名度，先后在广州、东莞、安徽建立三大生产基地，并筹建广西南宁、重庆等基地，也拉开了布局全国市场的序幕。东鹏特饮在 2015 年正式确定了“品牌年轻化战略”，2016 年就提出了“年轻就要醒着拼”的品牌主张，开启了品牌年轻化战略布局。到 2016 年随着东鹏特饮品牌年轻化战略的开启，“年轻就要醒着拼”的品牌口号逐渐深入人心。互联网创可贴广告的创新应用及近年来霸屏多个热剧、综艺王牌，更是让东鹏特饮火出圈外，收获无数年轻人的喜爱。

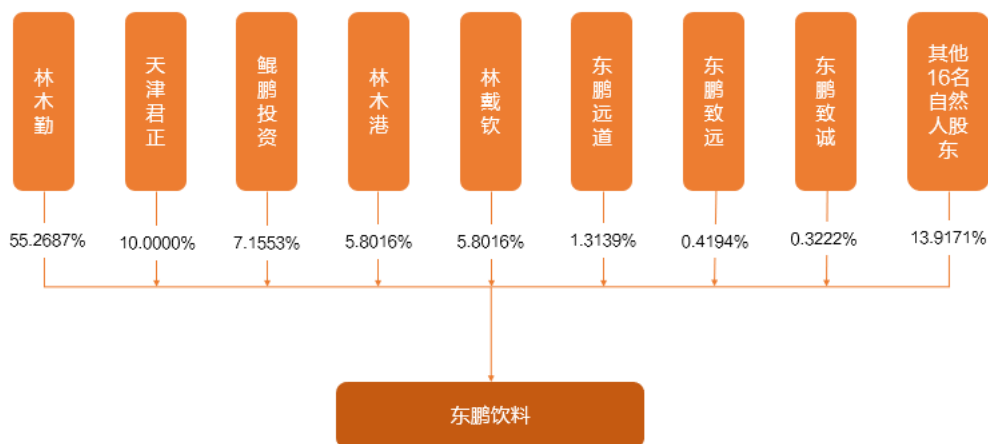
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构相对集中，股权激励提升员工积极性。东鹏饮料具有明显的家族企业特征，上市前，东鹏饮料的前五大直接股东分别是林木勤、君正投资、鲲鹏投资、林木港和林戴钦。其中最大股东林木勤直接持有 55.27% 的股份，并通过鲲鹏投资等公司间接持有 1.14% 的股份，合计 56.41%，为公司实际控制人。其关联方林木港、林煜鹏等合计持股 17.69%。公司内部非关联的管理层和员工合计持股 8.78%。**2019 年 4 月公司通过股权激励方案，对部分核心骨干人员进行股权激励**，其中，刘丽华、卢义富、蒋薇薇通过直接持股方式参与股权激励，共计以 914.28 万元认购公司 160 万股。东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚为员工持股平台，共计以 5142.86 万元认购公司 740 万股。公司中高层以上技术骨干、经营骨干等通过前述持股平台参与股权激励。

图 2：东鹏饮料股权结构

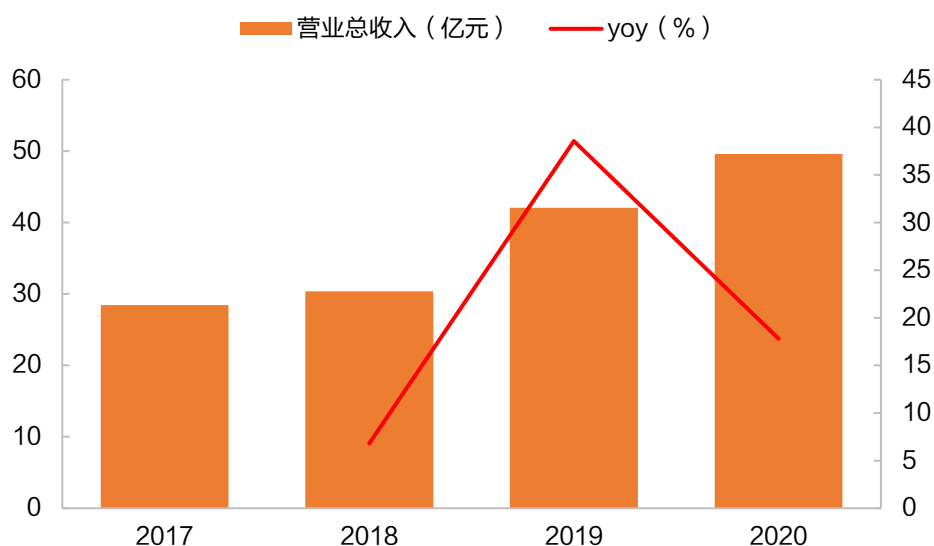


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

1.2. 聚焦东鹏特饮大单品，公司收入稳步提升

不惧疫情影响，公司 2017-2020 年收入规模稳步增长。公司营业收入由 2017 年的 28.44 亿元上升至 2020 年的 49.59 亿元，年复合增长率 20.36%；20 年疫情期间饮料行业整体受影响较大，但公司收入仍实现较快增长，2020 年公司营业收入同比+17.81%。2021 年 Q1，公司实现营业收入 17.11 亿元，同比+83.37%，公司收入规模的持续增长主要系 500ml 金瓶良好的销售势头、全国化战略的不断推进、春节档促销活动的加强以及渠道布局的不断深化等因素的驱动。上述驱动力或将支撑公司亮眼业绩持续，2021H1 营收预计达到 32.5-36.5 亿元，同比+31.61%-47.81%。**营收的持续增长主因公司把握疫情窗口期，加快全国化拓展和渠道下沉。**20 年 1 月末以来，受疫情期间交通管制等影响，春节返乡人员回到工作城市时间较往年推迟较多。公司在此期间大力发展广东以外的区域，特别是春节人口回流大省，持续开拓乡镇市场，实现渠道下沉，带动了公司在全国范围内的销量增长以及品牌推广和消费者培育。2020 年，公司在四川、贵州等西南区域，河南、山东等华北区域，广西以及北方区域，分别实现了同比 53.75%/47.61%/25.88%/77.86% 的增长速度。

图 3：公司 2017-2020 营收情况

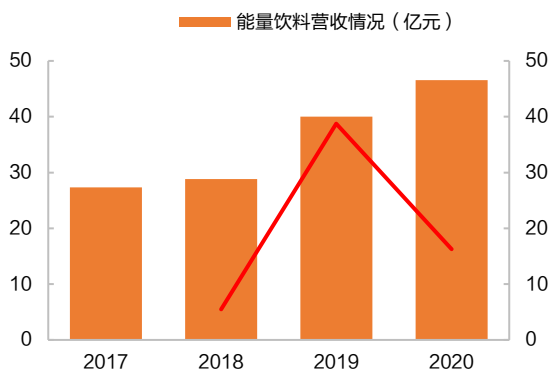


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

产品端上，公司主打大单品策略，能量饮料为其贡献主要盈利来源。2017-2020 公司能量饮料产品实现营收分别为 27.35/28.85/40.03/46.55 亿元，在总营收中贡献占比 96.28%/95.51%/95.50%/94.32%，为公司核心收入来源。

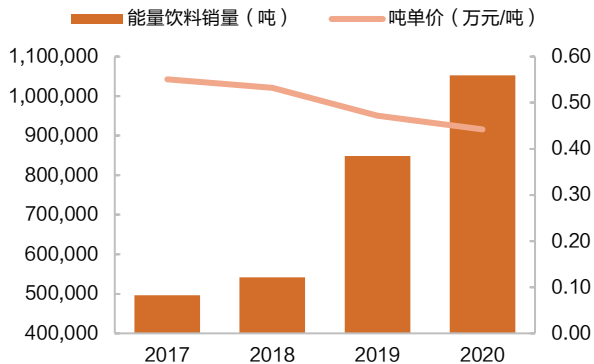
- ◆ 销量方面，营收的增长主要来源于销量的不断提升。公司能量饮料销量由 2017 年的 49.67 万吨增长至 2020 年的 105.29 万吨，年复合增长率 28.46%；500ml 金瓶在 2019/2020 年销量 50.43/73.42 万吨，同比+171.60%/45.58%。500ml 金瓶在 2019 年及 2020 年销量的快速攀升势头或将延续至 2021 年，带动公司整体销量实现快速增长。
- ◆ 价格方面，公司产品售价则相对稳定且略有下降，能量饮料吨单价由 2017 年的 0.55 万元/吨降至 2020 年的 0.44 万元/吨。**在行业竞争日益激烈的形势下，性价比战略是公司突围的重要策略。**近年来 250ml 金罐终端零售指导价由 5 元/罐下调至 4 元/罐；250ml 金瓶终端零售指导价由 3.5 元/瓶下调至 3 元/瓶，由此形成 250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐、500ml 金瓶，终端指导价 2 元/盒、3 元/瓶、4 元/罐和 5 元/瓶的产品梯队，以此满足市场的多样化需求。公司能量饮料中，500ml 金瓶市场表现最好，自 2017 年下半年推出以来销售额一路快速上涨，在能量饮料总营收中的占比由 2017 年的 2.18% 上升至 2020 年的 66.28%，可见市场对大瓶装能量饮料青睐度较高。

图 4：公司能量饮料产品营收情况



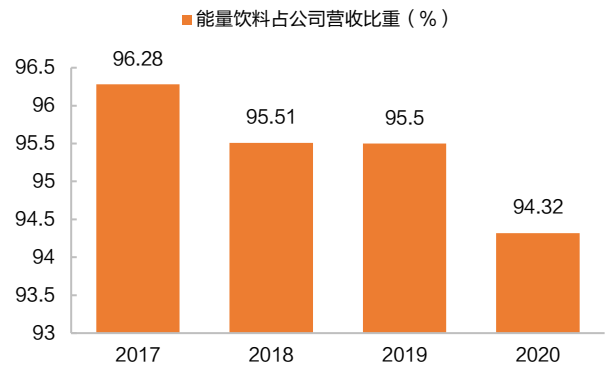
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：公司能量饮料销量及吨单价情况



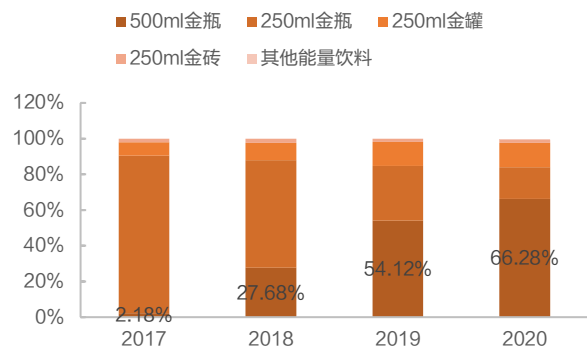
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：能量饮料占公司总营收比重



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：能量饮料各子产品营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

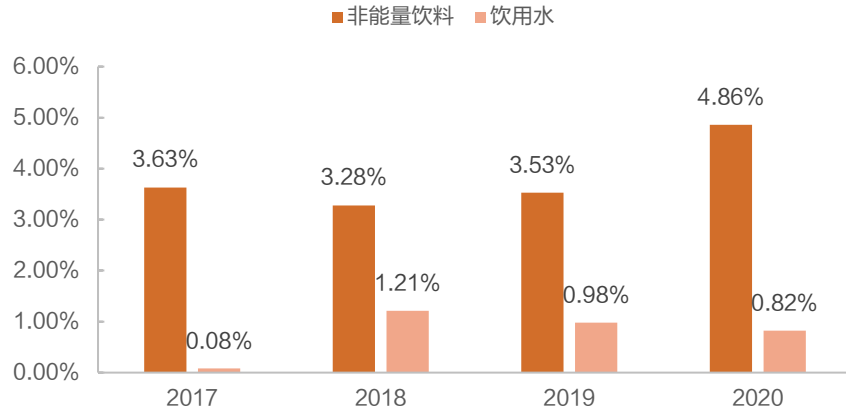
产品矩阵不断丰富，受众群体持续扩大。为进一步提升市场竞争力，拓宽消费群体，公司近年来在继续做大能量饮料主产品的同时，也在不断丰富产品线，非能量饮料和包装饮用水占营收比重逐渐增加。非能量饮料方面，其在公司总营收的占比由 2017 年的 3.63% 增长至 2020 年的 4.86%；新品推出也在持续进行，2020 年公司新推出了由柑柠檬茶系列“王炸”和“东鹏加气”两款战略新品，柑柠檬茶产品受到消费者青睐，销量增速较高，“东鹏加气”是东鹏饮料旗下首款含气产品，在含气型饮品风头正劲的当下，“东鹏加气”一上市就备受关注。包装水方面，目前公司的包装饮用水系列主要包括饮用天然水及饮用纯净水，目前营收占比仅在 1% 以下。

表 1：公司产品矩阵

| 系列 | 规格 | 价格（元） | 单价（元） | 产品图示 | |
|---------|------------|-------|----------------|-----------|---|
| 东鹏特饮 | 金瓶特饮 250ml | 24 瓶 | 61.9（活动价 54.5） | 2.27-2.57 |  |
| | 金瓶特饮 500ml | 15 瓶 | 68.9（活动价 63.4） | 4.22-5.59 |  |
| | 金罐特饮 250 | 24 罐 | 60.7（活动价 63.9） | 2.52-2.66 |  |
| | 金砖特饮 250ml | 24 盒 | 41.9 | 1.74 |  |
| 由柑柠檬茶 | 瓶装 330ml | 6 瓶 | 16.9 | 2.82 |  |
| | 盒装 250ml | 6 盒 | 9.9 | 1.65 |  |
| 陈皮特饮 | 罐装 330ml | 24 罐 | 57 | 2.37 |  |
| | 瓶装 400ml | 24 瓶 | 55.8 | 2.33 |  |
| 冬瓜汁 | 盒装 250ml | 24 盒 | 28.8 | 1.2 |  |
| 菊花茶植物饮料 | 盒装 250ml | 24 盒 | 31.9 | 1.33 |  |
| 清凉茶 | 盒装 250ml | 24 盒 | 22 | 0.92 |  |

资料来源：京东自营店，天猫旗舰店，天风证券研究所

图 8：非能量饮料与包装饮用水在公司总营收中占比情况

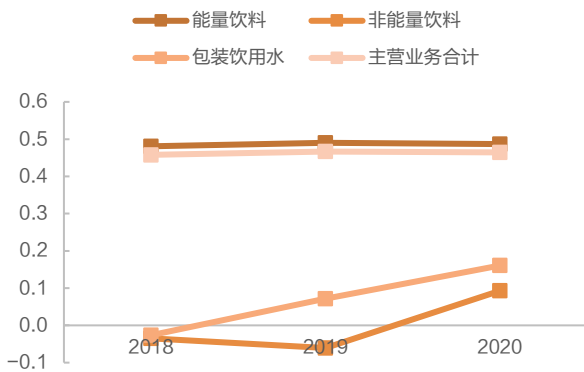


资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

1.3. 成本端持续改善，公司盈利能力整体向好

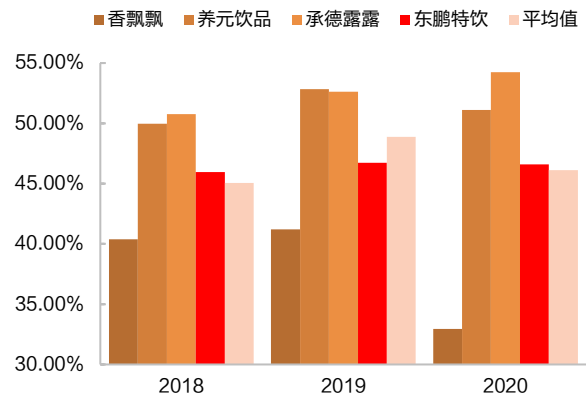
盈利水平稳步增长，能量饮料板块对毛利贡献大。公司归母净利润由 2017 年的 2.96 亿元上升至 2020 年的 8.12 亿元，年复合增长率达 40.0%，整体保持较快增长。2021Q1 公司实现归母净利润 3.42 亿元，同比+122.52%，2021H1 预计归母净利润达到 5.7-7.2 亿元，同比+29.16%-63.15%。2021 年利润规模较去年同期快速增长主要系 500ml 金瓶销量快速提升，公司持续开拓全国市场以及不断加强渠道拓展和精细化管理。毛利率稳定在 46%左右，与行业平均水平相近。分产品看，能量饮料 2020 年的毛利率为 48.67%，为公司目前毛利率最高的产品；非能量饮料和包装饮用水的毛利率较低且波动较大，2018 年甚至出现二者毛利率均为负的情形，这主要是由于该两类产品目前仍处于新品阶段，为进行市场推广，平均售价较低且搭赠等促销活动较多，导致毛利率较低；2020 年其毛利率分别提升至 15.35%/8.86%，改善明显。未来随着该两类产品度过市场推广阶段，公司整体毛利率水平有望继续提升。

图 9：公司分产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

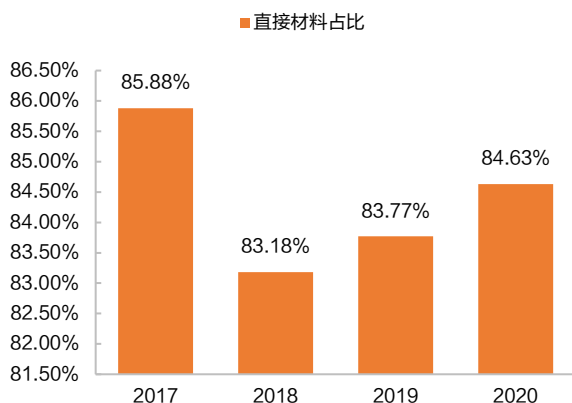
图 10：公司毛利率与行业平均水平相近



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

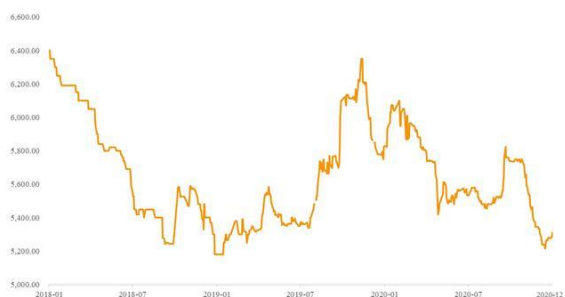
拆分生产成本来看，2017-2020 直接材料在公司主营业务成本中占比分别为 85.88%/83.18%/83.77%/84.63%，公司成本受原材料价格变动影响较大。其中白砂糖、瓶坯、纸箱 2020 年的采购金额在原材料总采购金额中分别占比 30.81%/18.94%/7.71%，为材料成本的重要组成部分。根据公司招股说明书，由于近年来国家对农业的扶持力度持续加强，白砂糖市场竞争充分且供应较为充足；瓶坯、纸箱等包装物则属于塑料制品业和造纸业，产品同质化较强，市场参与者众多，同样具有市场竞争充分、供应充足的特点。公司上游原材料价格有望保持稳定，能够保证公司盈利能力的稳定。

图 11：公司成本结构中直接材料占比高



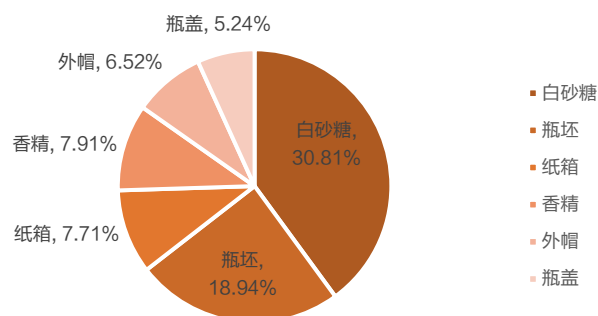
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：白砂糖价格走势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：2020 年公司原材料采购金额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

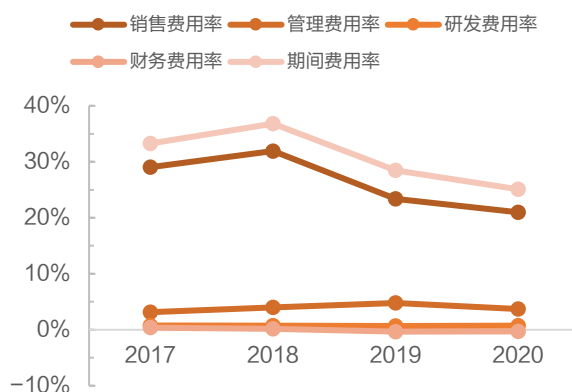
图 14：瓶坯价格走势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

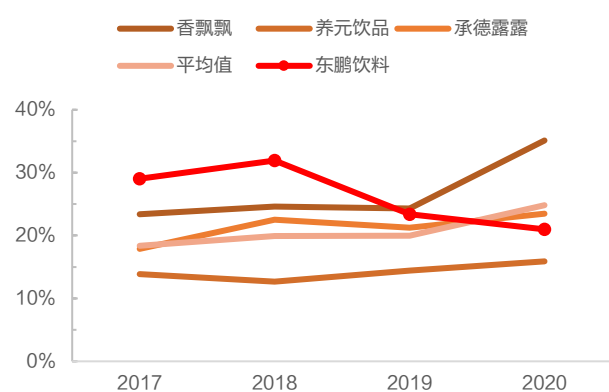
费用方面，近年来公司期间费用率总体呈下降趋势，主因广告宣传费等品牌建设投入的相对减少。公司 2017-2020 的期间费用率分别为 33.28%/36.81%/28.49%/25.09%，其中销售费用率分别为 29.02%/31.92%/23.37%/20.98%，下降最为明显。与同行业上市公司对比，2017-2019 年公司销售费用率略高于同行业上市公司平均水平，主要是由于公司处于快速发展阶段，广告宣传和品牌建设投入以及销售人员职工薪酬支出较高。2020 年公司销售费用率低于平均水平，主要系疫情期间广告宣传费支出有所下降。由于饮料行业竞争较为激烈，我们预计广告费用或维持高位，而随着公司规模的不不断提升，管理费用率等仍有改善空间。

图 15：公司销售费用率带动期间费用率整体下降



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

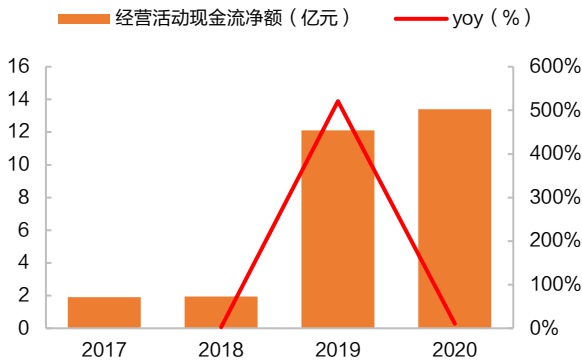
图 16：公司销售费用率与同行业对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

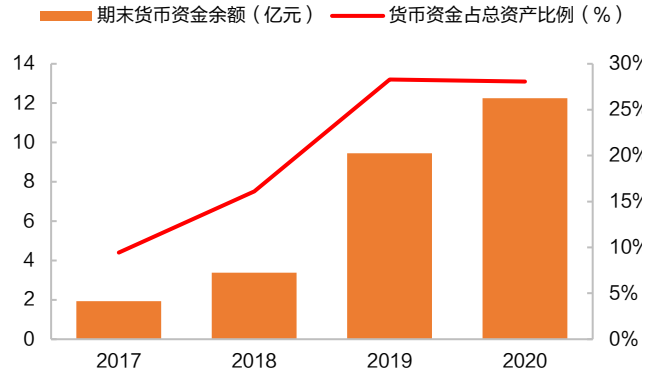
现金流方面，公司经营活动现金流快速增长，2017-2020 经营活动现金流净额分别为 1.9/1.95/12.11/13.40 亿元，期末货币资金余额分别为 1.94/3.39/9.45/12.25 亿元，占总资产比重 9.44%/16.10%/28.29%/28.08%，整体而言现金流较为充足。但与同行业上市公司相比，公司货币资金规模占比仍相对较低。未来随着公司上市后募集资金的到位，以及度过发展初期的快速拓展阶段后固定资产、在建工程项目等投入的减少，资金状况有望持续改善。

图 17：公司经营活动现金流快速增长



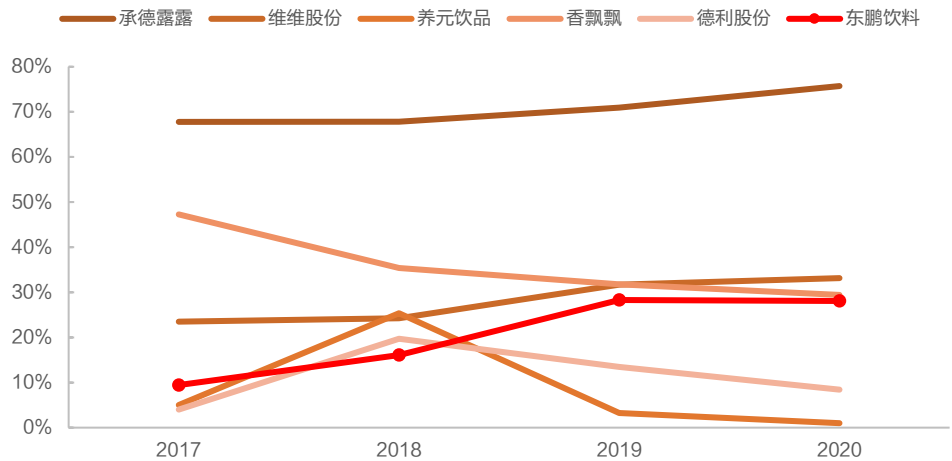
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 18：公司资金状况持续改善



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 19：公司资金实力与同行业对比（货币资金/总资产）



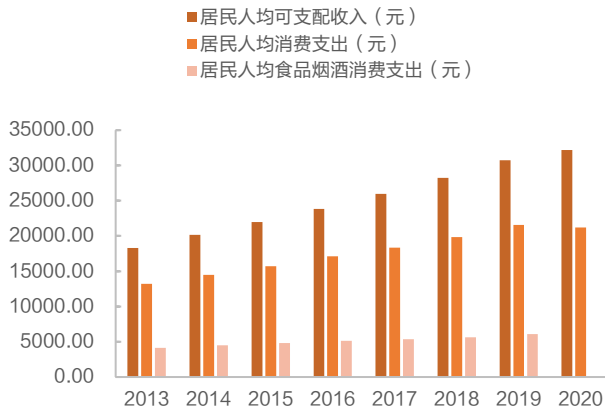
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 软饮料行业内部结构变化显著，能量饮料赛道具备高成长属性

2.1. 软饮料行业进入成熟期，内部结构呈现年轻化与多样化特点

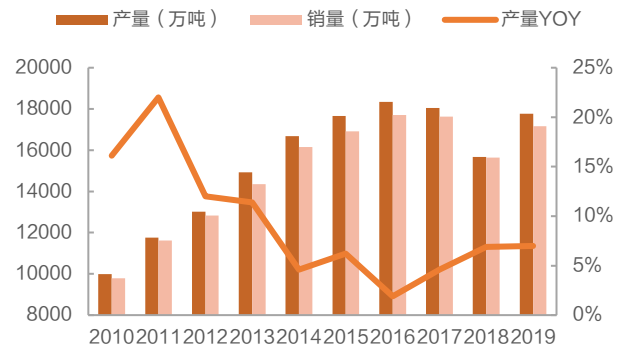
软饮料行业进入成熟期，增速有所放缓。随着我国经济的不断发展，人均可支配收入和居民消费水平不断提升，软饮料行业得到快速发展。但在经历快速增长之后，近年来消费群体、消费理念以及消费习惯的转变对软饮料市场的发展产生了一定影响，软饮料市场增速逐渐放缓。从产销状况看，我国软饮料产销量增速自 2011 年以来逐年下降，17 和 18 两年甚至出现负增长，行业进入存量竞争的成熟阶段。

图 20：我国居民可支配收入与支出情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

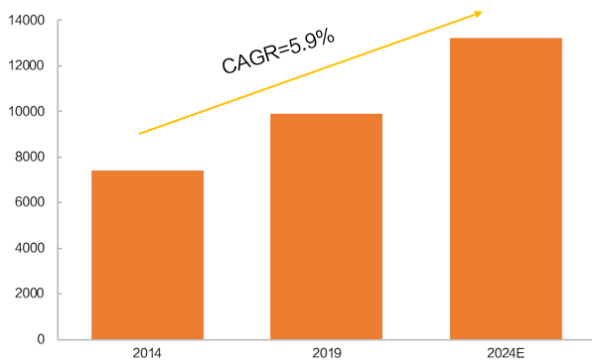
图 21：我国软饮料产量及销量情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

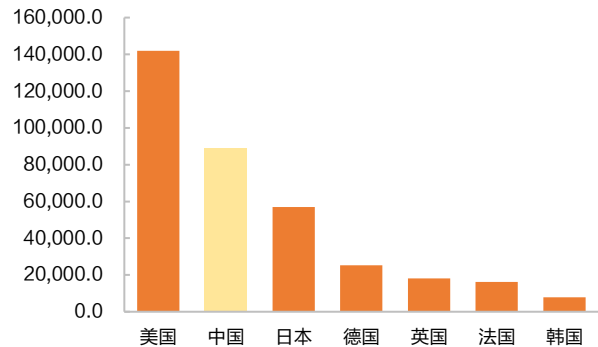
但受益于庞大的人口基数和不断提升的居民消费能力等一系列因素，我国的软饮料市场依然体量庞大，且预计未来仍将持续增长。根据农夫山泉招股说明书（第一次呈交）中所引用的弗若斯特沙利文的报告，2019 年我国软饮料市场规模约 9914 亿元，并预计 2024 年将增长至 13230 亿元，年复合增长率 5.9%；根据欧睿口径，2020 年我国软饮料市场零售额约 890.36 亿美元，是仅次于美国的第二大市场。

图 22：我国软饮料市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

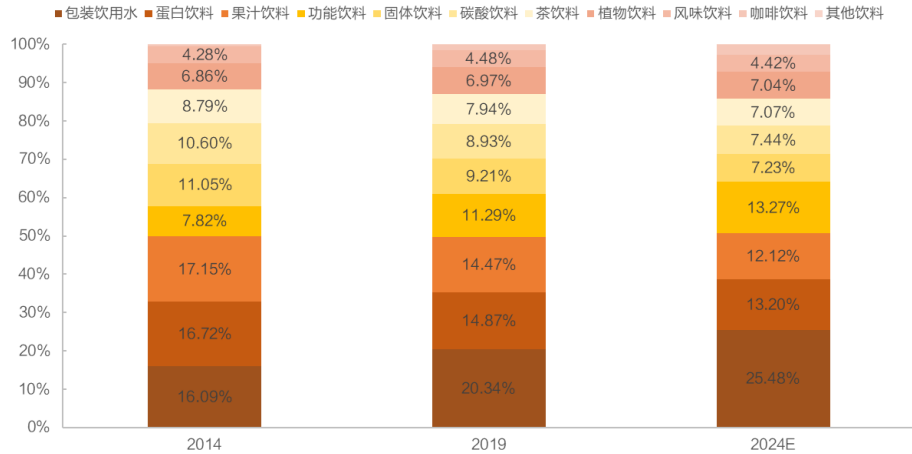
图 23：2020 年各国软饮料零售额对比（百万美元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

软饮料行业内部结构调整显著，年轻化、多样化产品受青睐。随着我国进入消费时钟的第三阶段，年轻消费群体越来越成为消费人群的主力，“Z 世代”（指出生于 95 后 00 后的新一代人）的出现使得消费需求变得更加年轻化和多元化。体现在软饮料行业中，目前我国软饮料行业消费者年龄 29 岁以下占比超过 70%，年轻消费者的需求逐渐成为市场的风向标。顺应此趋势，我国软饮料产品类别、口味日益丰富，新兴的、适合年轻人的能量饮料、咖啡饮料、风味饮料等呈现快速发展态势，传统的碳酸饮料、茶饮料等市场占比则有所下降。

图 24：我国软饮料各子品类市场规模占比变化

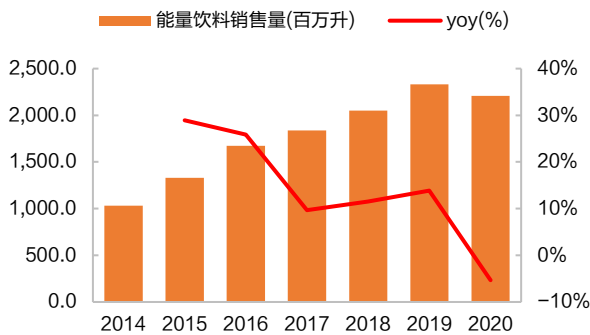


资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2.2. 能量饮料增速领跑行业，行业格局“一超多强”

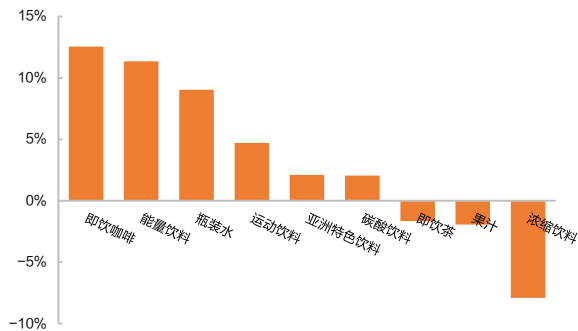
我国能量饮料行业起步较晚，但增长迅速。能量饮料是指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量或加速能量释放和吸收的饮料制品。1995 年底红牛进入中国标志着我国能量饮料产业的正式起步，此后行业呈现快速增长。根据欧睿国际测算，我国能量饮料销售额由 2014 年的 234.93 亿元增长至 2020 年的 447.78 亿元，年复合增长率高达 11.35%，在软饮料行业子赛道位居第二，2020 年能量饮料在我国饮料销售总额中的占比已达 7.8%。

图 25：我国能量饮料销售量及其增速



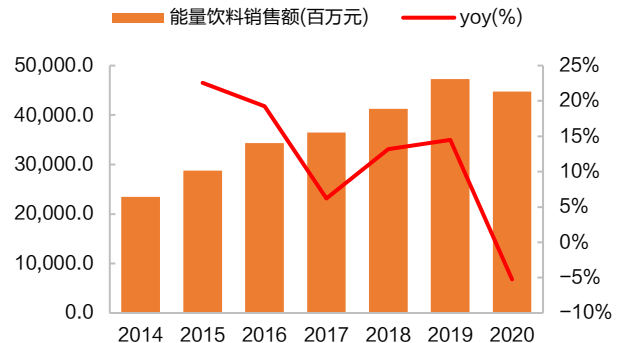
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 27：软饮料各子品类 2014-2020 年销售额年复合增长率



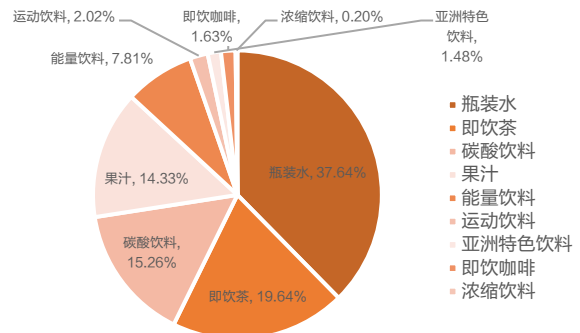
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 26：我国能量饮料销售额及其增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

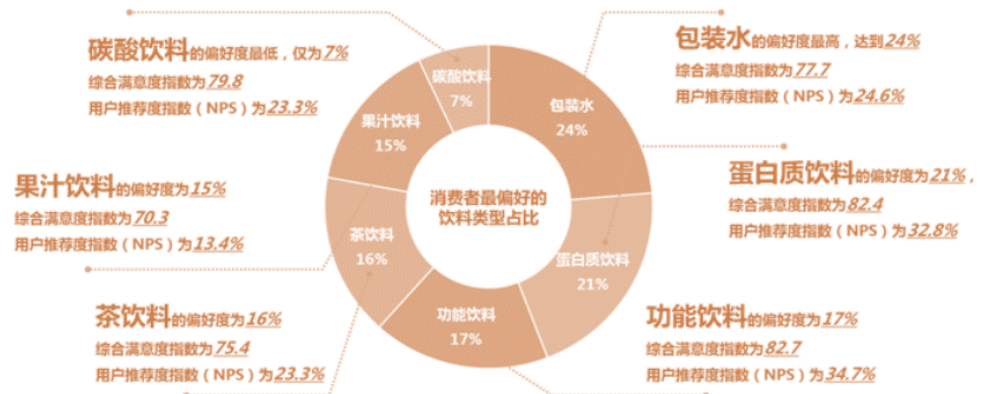
图 28：2020 年中国各类饮料销售额占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

能量饮料迎合消费者对饮料的多元化功能性诉求，未来成长空间十分广阔。在中国质量协会用户委员会发布的《2016 年中国软饮料行业满意度测评结果》中，中国质量协会通过“行业热度模型”对行业的发展现状和未来走向做出了宏观判断，其中功能饮料的热度模型呈持续升温状态，未来发展空间较大。

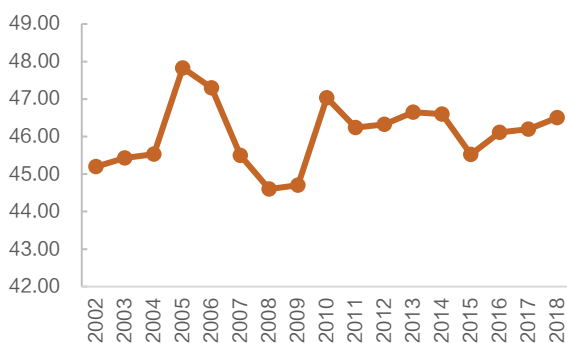
图 29：2016 年中国饮料行业综合满意度指数



资料来源：中国质量协会官网，天风证券研究所

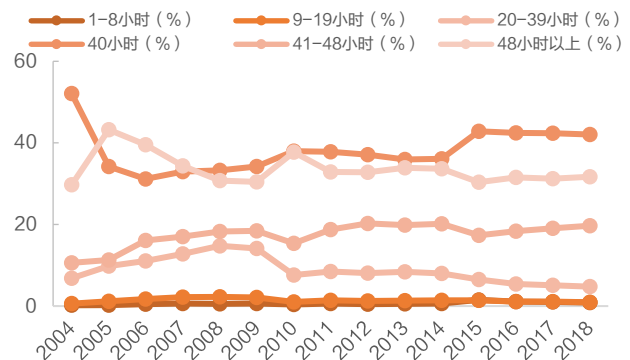
- 现代生活压力增大，能量饮料的抗疲劳属性受欢迎。国家统计局的数据显示，2015 年以来我国城镇就业人员周平均工作时长逐年提升；按工作时长划分人群结构后发现，周平均工作时长在 40 小时以上的群体比重逐年扩大，其余群体则占比有所下降。随着现代生活中人们工作时间的延长和工作压力的增大，消费者的“抗疲劳”需求将持续增长，由此将带来能量饮料市场景气度的持续提升。

图 30：我国城镇就业人员周平均工作时间（小时/周）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 31：2015 年以来周平均工作时长 40 小时以上群体比重扩大



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

- 从“疲劳”场景到“休闲”场景，能量饮料消费场景渐趋多元。在龙头品牌的引导下，我国能量饮料的消费场景不断拓展，尤其越来越能迎合年轻一代的消费需求。从职业分类上看，能量饮料的消费主力军从工作时间较长的司机、蓝领工人、快递员、医护工作者等逐渐扩大至白领、学生等更多消费群体；消费场景也从加班、熬夜、运动后等各类“疲劳”场景逐渐扩展到聚会、旅行、日常保健等更为休闲的消费场景，部分能量饮料品牌开始赞助电竞、音乐节等活动，更加符合年轻化趋势。随着消费场景的不断丰富，我国能量饮料市场的增长潜力将进一步被释放。
- 对标海外市场，我国能量饮料量价齐升可期。即使在快速增长的情况下，我国能量饮料市场规模仍与海外发达地区存在一定差距。欧睿国际数据显示，2020 年我国人均能量饮料销售量约 1.6 升，仅相当于日本的 50%和美、英、德等国的 20%；销售额约 4.6 美元，同样仅为美、英、日等市场的 10%-20%。随着我国消费者对能量饮料的消费意识不断提高以及消费场景、消费人群的不断扩大，我们认为我国能量饮料市场未来在量、价两方面均存在较大提升空间。根据欧睿预测，2025 年我国能量饮料市场

销售总额及人均销售额可达 654.85 亿元/46.3 元，较 2020 年增长 46.24%/44.69%。

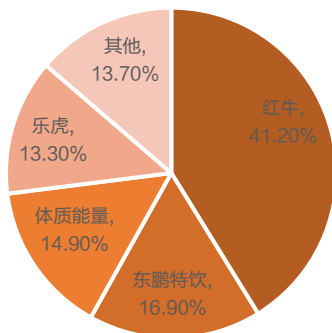
表 2：2020 年我国能量饮料与海外市场量价对比

| | 人均销售量(升) | 售价(美元/升) | 人均销售额(美元) |
|----|----------|----------|-----------|
| 中国 | 1.6 | 2.88 | 4.6 |
| 日本 | 3.5 | 6.8 | 23.8 |
| 美国 | 8.7 | 5.67 | 49.3 |
| 德国 | 7.3 | 3.64 | 26.6 |
| 英国 | 8.7 | 3.22 | 28 |
| 法国 | 1.5 | 3.73 | 5.6 |

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

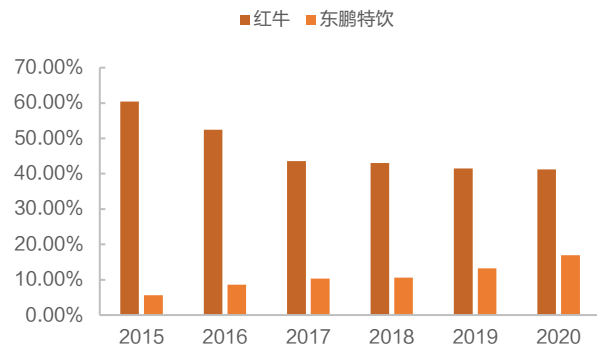
我国能量饮料市场集中度较高，整体呈现“一超多强”的竞争格局，东鹏特饮市占率逐年提升。2020 年红牛、东鹏特饮、体质能量、乐虎四大品牌共实现能量饮料零售额 386.44 亿元，在我国能量饮料市场零售总额中占比高达 86.3%。其中红牛独占 41.2% 的市场份额，为我国能量饮料第一大品牌；东鹏特饮位居第二，占比 16.9%。然而从份额变动上看，红牛的市占率从 2015 年的 60.4% 逐年下降至 2020 年的 41.2%；东鹏特饮则后劲十足，2015-2020 年间市占率由 5.6% 一路上涨至 16.9%，表现十分亮眼。

图 32：2020 年我国能量饮料市场竞争格局（零售口径）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 33：2015-2020 年红牛及东鹏特饮市占率变化



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

3. 多管齐下打造竞争优势，公司发展可高看一线

东鹏饮料作为国内能量饮料的行业龙头，我们认为其竞争优势主要体现在几个方面：第一，与竞品相比有较高的规模化水平和品牌影响力；第二，完善的渠道网络建设为公司发展提供保障；第三，全国化战略和新品扩张的持续推进赋予公司高成长性。根据公司招股说明书，本轮 IPO 募集资金将主要投入生产基地建设、营销网络建设、研发中心建设等领域，我们认为随着公司资金实力的增强，其全国化产能布局和销售体系建设将持续推进，未来品类也将不断丰富，长期发展值得看好。

表 3：公司募集资金投资项目概况

| 项目类型 | 项目名称 | 实施主体 | 投资总额 | 拟用募集资金投入金额 |
|-------------|---------------|------|-----------|------------|
| 生产基地建设 | 华南生产基地建设项目 | 华鹏 | 72878.00 | 46907.67 |
| | 重庆西彭生产基地建设项目 | 渝鹏 | 50853.00 | 33996.10 |
| | 南宁生产基地二期建设项目 | 桂鹏 | 20,000.00 | 15,000.00 |
| 营销网络升级及品牌推广 | 营销网络升级及品牌推广项目 | 公司 | 37091.07 | 37091.07 |
| 信息化升级建设 | 集团信息化升级建设项目 | 公司 | 5309.18 | 5309.18 |
| | 鹏讯云商信息化升级建设项目 | 鹏讯云商 | 2212.04 | 2212.04 |
| 研发中心建设 | 研发中心建设项目 | 华鹏 | 3147.00 | 3147.00 |
| 总部大楼建设 | 总部大楼建设项目 | 公司 | 20640.35 | 20640.35 |

补充流动资金及偿还银行借款 补充流动资金及偿还银行借款 公司、华鹏、桂鹏 8,889.27 8,889.27

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1. 规模化构筑经营优势，品牌影响力奠定市场基础

产能全国化布局和扩张奠定公司业绩增长基础。伴随着能量饮料市场不断增长的市场需求，公司已发展建成增鹏、莞鹏、徽鹏、桂鹏、华鹏、渝鹏等多处生产基地，目前全产品线产能已达约 180 万吨/年。根据公司招股书，本次 IPO 所募集资金中约 9.6 亿元将继续用于华鹏、渝鹏和桂鹏生产基地建设，建成后预计可实现产能约 250 万吨/年，规模化生产能力将进一步增强。规模化、专业化的生产一方面使得公司具有明显的规模效应优势，有利于其在降低采购成本的同时提升产品质量；另一方面使公司更容易获得产业链上游供应商及下游渠道商的认同，提升议价能力，构筑起强大的经营优势。此外，近年来随着公司销量的持续增长，公司产能利用率保持在较高水平，其中能量饮料 2017-2020 产能利用率分别为 85.20%/65.48%/73%/83.52%。未来随着公司募投产能的投产，公司业绩有望持续增长。

图 34：东鹏饮料全国产能布局图



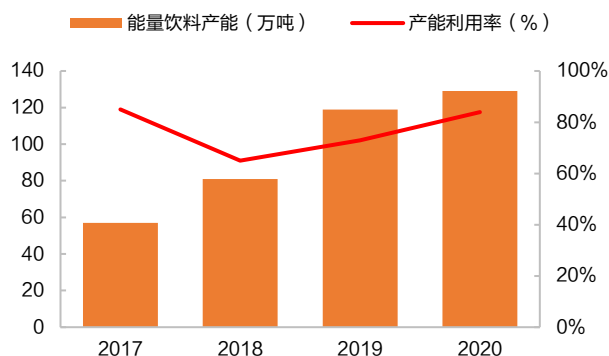
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：公司全业务线产能情况（单位：万吨）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 36：公司能量饮料产能及产能利用率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

差异化营销成就异军突起，营销发力进一步促进品牌影响力的提升。公司进入能量饮料领域的时间较早，具备一定的先发优势，长期深耕使其积累了较强的品牌口碑。瓶装设计、大容量产品（如 2017 年下半年推出的 500ml 金瓶特饮）等差异化新品的推出促进公司市场知名度进一步提升。另外，营销宣传上的一系列投入效果明显，助力公司品牌形象的打造和品牌影响力的不断扩大。

- 一方面，公司深耕饮料行业多年，自成立起一直专注于饮料的研发、生产与销售，产品受市场认可度高。1998年，公司的能量饮料产品东鹏特饮获得了卫生部颁发的《保健食品批准证书》，获国家官方认证。**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，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，迅速打开了市场。**经过多年对产品的不断打磨，公司积累了较强的品牌知名度和口碑优势，由此也在消费者群体中形成了一定的品牌忠诚度和消费粘性。
- 另一方面，公司高度重视品牌形象打造，制定了“品牌年轻化”的战略，并提出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，通过线上线下多维度、全方面、饱和式的营销宣传不断提升品牌曝光度，促进品牌影响力不断提升。经过多年积累和努力，公司现已成为能量饮料的领导品牌，品牌形象深入人心，获得了“中国驰名商标”、“广东省著名商标”、“深圳老字号”、“18-30岁年龄段消费者最喜爱的品牌”等荣誉，在市场中形成了较强的号召力。随着本次IPO募集资金进一步投入营销网络升级及品牌推广项目，公司的品牌知名度有望进一步提升。

表 4：东鹏饮料营销模式

| 时间 | 营销手段 |
|------|---|
| 2013 | 公司邀请谢霆锋作为品牌代言人，通过央视广告强势曝光，提高了品牌全国知名度 |
| 2016 | 公司的视频网站“压屏条”广告，在剧集关联的场景下，精准触发屏条形式的广告内容，传达品牌的能量功能和拼搏精神，充满趣味性和记忆点，实现了视频内容和品牌广告的完美结合和互动 |
| 2018 | 公司相继赞助了中超联赛、央视俄罗斯世界杯转播、葡萄牙国家足球队等 |
| 2019 | 东鹏抖音挑战赛获得超 60 亿曝光量。同时，公司植入、冠名了《三生三世十里桃花》、《亲爱的，热爱的》、《欢乐颂》、《人民的名义》、《高能少年团》、《欢乐喜剧人》等热门影视和综艺节目 |
| 2020 | 东鹏特饮冠名了湖南卫视第二季度的《天天向上》、由柑柠柠檬茶冠名了湖南卫视的《54 晚会》，双品牌与年轻人紧密相连，同时公司植入了《爱情公寓 5》、《安家》、《猎狐》、《盗墓笔记-重启》等热门影视；还与 B 站合作为高考生加油打气，赞助多档 B 站综艺，并携手“韩红爱心”开启百人援滇公益行动，与“韩红爱心”达成连续 3 年的公益战略合作。 |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 线上线下共同发力，渠道网络建设为公司发展提供强大保障

公司通过健全的密集性销售网络建设，充分满足消费者的便利性购买需求，为公司发展提供强大保障。东鹏饮料目前的销售模式以经销为主，与直营、线上等多种模式相结合，形成了全方位、立体化、覆盖广的销售体系，摸索出了一套完善的销售网络管理模式。截至 2020，公司共有 1600 家经销商，销售网络覆盖全国约 120 万家终端门店；并建立了线上线下共同发力、核心市场与其他市场各有侧重的渠道模式，不断完善渠道网络建设。

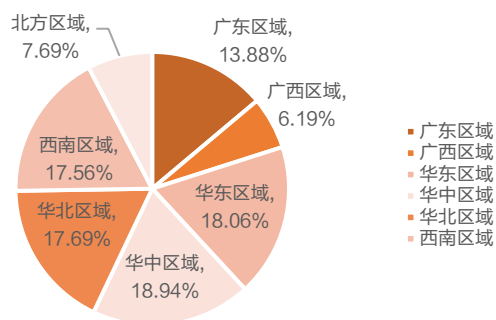
- 线下：**目前我国饮料行业仍以线下零售渠道为主流，线下销售网络的建设对于饮料企业的发展起着至关重要的作用。**针对不同区域现有市占率情况和经销网络覆盖程度的差异，公司因地制宜采取“精耕细作+大流通模式”，充分发挥经销商积极性。**在广东、广西、华东、华中等核心市场，主要采取精耕的运营模式，配备经验丰富的销售团队，全方位服务下游渠道和零售终端，与经销商、邮差/批发商及终端门店共同进行市场维护及开发，增强公司对销售网络的控制力进而提升产品市场占有率；在其他区域，主要采取大流通的运营模式，精选经验丰富、实力雄厚的经销商进行合作，公司为经销商提供广告宣传、营销培训与指导等支持，由经销商主要负责终端的维护及执行。

图 37：公司经销商数量变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：公司经销商区域分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

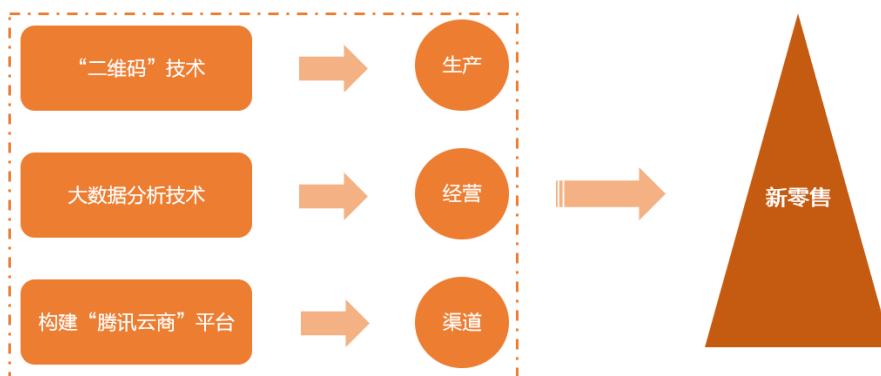
图 39：公司“精耕细作+大流通”的渠道管理模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- 线上：**除线下经销渠道的不断完善外，公司还是“新零售”的探索者和践行者。公司以互联网为依托，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，实现了公司、经销商、邮差/批发商、终端门店、消费者多方数据信息互动，从而建立起以“大数据”为基础的精细化管理和精准营销。截至 2020，公司共有约 120 万个终端销售网点注册用户，积累了过亿条消费者活动数据，为公司长远发展奠定了坚实的基础。根据公司招股书披露，本次 IPO 募集资金的一部分将继续用于“腾讯云商”平台建设，进一步促进将线下业务员管理、渠道库存监控、终端销售网点服务等融为一体，使复杂的商品流通系统透明化。

图 40：公司积极践行新零售

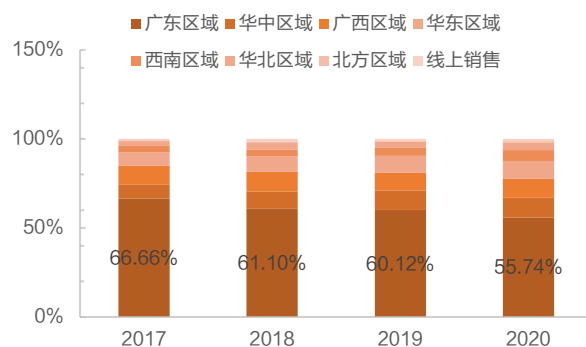


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 全国化和新品扩张打开公司未来发展空间

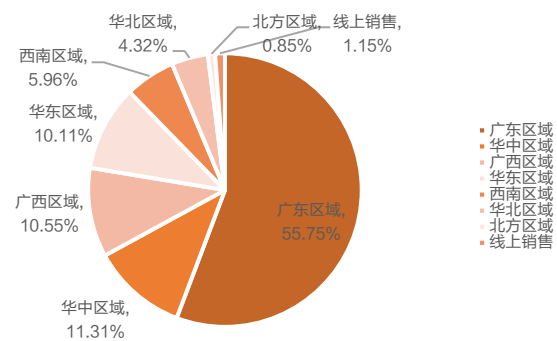
公司全国化战略持续推进，未来有望成长为全国性能量饮料品牌。近年来公司通过产能建设、销售网络布局等多方面措施不断拓展广东地区以外的市场，2017-2020 除广东市场外区域的营收占比分别为 33.34%/38.9%/39.88%/44.26%，非核心市场营收占比不断提升。产能建设方面，2013 和 2018 年安徽、广西生产基地相继投产；面对极具发展潜力的中西部市场，公司此次 IPO 募集的部分资金也将用于重庆西彭生产基地建设，以缩短在中西部地区的服务半径，降低运输费用，完善全国产能布局。销售网络方面，全国市场的营销网络布局已初步完成，2019 年度，公司进一步优化了营销管理架构及管理路径，成立了广东营销本部、全国营销本部及全国直营本部三大营销本部，并对全国营销本部进行重新梳理，确定了广西事业部、华中事业部、华东事业部、华北事业部、西南事业部以及北方大区的营销管理架构，持续推进全国化战略。

图 41：非核心市场营收占比不断提升



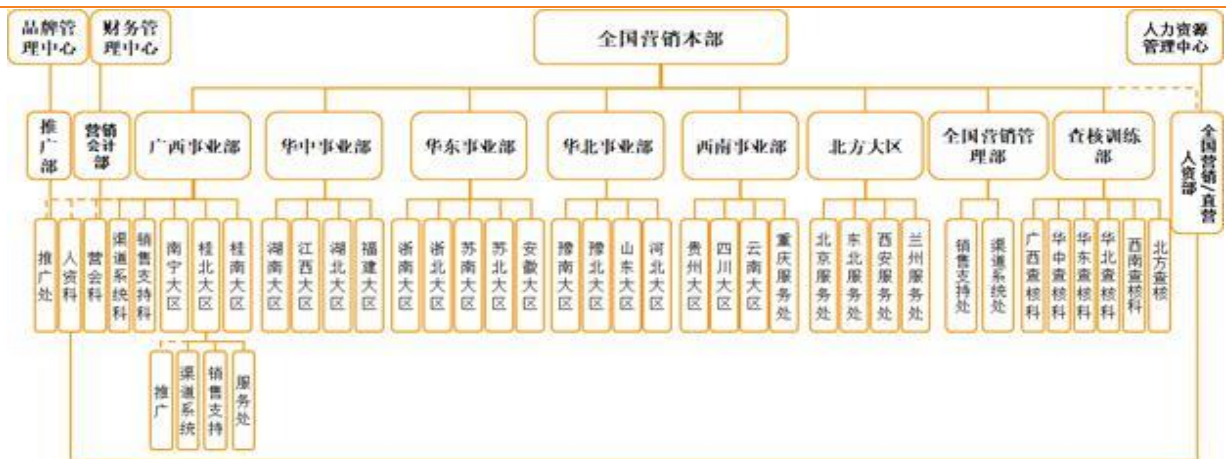
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 42：2020 年公司分区域营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 43：公司全国市场的营销网络布局初步完成



资料来源：招股说明书（申报稿），天风证券研究所

主力产品品类多样、价格亲民，性价比优势有望助力公司夺取更大市场份额。在公司的主力产品能量饮料方面，相比红牛仅推出了 250ml 罐装产品，东鹏特饮共推出了 250ml 金罐、250ml 金砖、250ml 金瓶、500ml 金瓶四款产品，更能契合消费者不同场景的消费需求；尤其是 2017 年下半年推出的 500ml 金瓶，成功填补了市场主要品牌在大容量能量饮料品类的缺口，满足了消费者对大容量产品的差异化需求。另外，与红牛、乐虎、Monster 等一系列能量饮料品牌相比，东鹏特饮系列价格相对较低，性价比优势比较明显（东鹏特饮 250ml 金罐单价约 2.9 元，低于红牛安奈吉、红牛进口装、红牛维生素功能饮料、乐虎同规格产品的 5/5.54/6.17/4.12 元）。我们认为未来东鹏特饮的市场占有率有望进一步提升。

表 5：公司主要竞品公司情况

| 公司名称 | 公司简介 | 规模 | 主要单品 | | | | 图示 |
|--------------|--|---|-------------------|------------|-------|-------|---|
| | | | 产品名称 | 规格 | 价格(元) | 单价(元) | |
| 泰国天丝医药保健有限公司 | 成立于 1956 年，总部位于泰国曼谷，是全球能量饮料领导品牌“红牛”的创始公司。2019 年携手广州曜能量饮料和北京普盛食品销售有限公司先后在中国市场推出了红牛安奈吉品牌和红牛进口装（红牛维生素风味饮料）。 | 2019 年上半年在中国市场销量超过 10 亿元，覆盖了 227 个城市 | 红牛安奈吉 | 250ml*24 罐 | 120 | 5 |  |
| | | | 红牛进口装 | 250ml*24 罐 | 132.9 | 5.54 |  |
| 华彬集团 | 成立于 1984 年，旗下拥有能量饮料企业红牛维他命饮料有限公司和战马（北京）饮料有限公司。红牛维他命饮料有限公司成立于 1998 年，推出了红牛维生素功能饮料，将“红牛”品牌从泰国引入中国。战马（北京）饮料有限公司成立于 2016 年，产品战马能量型维生素饮料于 2017 年上市。 | 2019 年度，“红牛”能量饮料实现销售金额 223 亿元，“战马”销售金额 13.3 亿元，总计销售额 236 亿元 | 红牛维生素功能饮料 | 250ml*24 罐 | 148 | 6.17 |  |
| | | | 红牛强化型 | 250ml*24 罐 | 158 | 6.58 |  |
| | | | 战马维生素功能饮料 | 310ml*24 罐 | 139.9 | 5.83 |  |
| 达利食品集团有限公司 | 成立于 1993 年，拥有糕点类、薯类膨化食品、饼干、凉茶、复合蛋白饮料及能量饮料。 | 2018 年度实现能量饮料营收 30.79 亿元，占总营收比例为 14.76% | 乐虎功能饮料罐装 | 250ml*24 罐 | 98.9 | 4.12 |  |
| | | | 乐虎功能饮料瓶装 | 380ml*15 瓶 | 54.9 | 3.66 |  |
| 河南中沃实业有限公司 | 成立于 2001 年，总部位于河南，旗下拥有能量饮料品牌“体质能量” | 年生产能力 100 余万吨 | 体质能量功能饮料 330ml 罐装 | 330ml*24 罐 | 108 | 4.50 |  |
| | | | 体质能量功能饮料 500ml 罐装 | 500ml*12 罐 | 70 | 5.83 |  |
| | | | 体质能量功能饮料 600ml 瓶装 | 600ml*15 瓶 | 59.9 | 3.99 |  |

资料来源：招股说明书（申报稿），京东网，天风证券研究所

除聚焦主导产品外，公司也在着力培养具有成长潜力的新品，产品矩阵不断丰富。公司一直积极布局其他类别的饮料产品，并在茶饮料、植物浸提饮料领域有所突破，分别推出了由柑柠檬茶和陈皮特饮。根据公司招股说明书，未来公司将加大由柑柠檬茶等新品投入，并持续关注市场动向，以消费者需求为导向，推出具有成长潜力的新品。随着 IPO 募集的部分资金投入研发中心建设项目，我们认为公司的品类扩展能力将持续提升，从而逐步扭转收入来源单一的形式，为公司的长久稳定发展增添动力。

图 44：公司产品端实力强劲，IPO 助力支撑业绩稳健增长



资料来源：天风证券研究所

4. 投资建议：

4.1. 业务拆分

核心假设：

- 1) 500ml 产品仍为主力大单品；
- 2) 整体吨价呈现小幅下滑，但成本控制使得毛利率小幅提升；
- 3) 销售费用率随着规模效应会有所改善。

表 6：主营业务拆分

| 分产品 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 营业收入（万元） | 420,872.85 | 495,850.26 | 669,864.88 | 894,606.18 | 1,190,056.30 |
| yoy | 38.56% | 17.81% | 35.09% | 33.55% | 33.03% |
| -主营业务 | 419,180.73 | 493,566.31 | 667,009.97 | 891,037.54 | 1,185,595.50 |
| yoy | 38.75% | 17.75% | 35.14% | 33.59% | 33.06% |
| 能量饮料 | 400,303.06 | 465,515.40 | 621,594.55 | 826,911.39 | 1,098,087.62 |
| yoy | 38.73% | 16.29% | 33.53% | 33.03% | 32.79% |
| -500ml 金瓶 | 216,663.24 | 308,535.13 | 471,056.01 | 676,200.90 | 941,947.86 |
| yoy | 171.24% | 42.40% | 52.68% | 43.55% | 39.30% |
| -250ml 金瓶 | 122,528.44 | 82,110.38 | 58,503.65 | 43,471.13 | 32,468.59 |
| yoy | -29.60% | -32.99% | -28.75% | -25.70% | -25.31% |
| -250ml 金罐 | 53,757.74 | 64,066.91 | 79,545.48 | 93,068.21 | 107,624.07 |
| yoy | 95.28% | 19.18% | 24.16% | 17.00% | 15.64% |
| -250ml 金砖 | 7,353.63 | 8,412.85 | 9,705.06 | 10,921.11 | 12,253.48 |
| yoy | 3.50% | 14.40% | 15.36% | 12.53% | 12.20% |
| -其他能量饮料 | | 2,390.11 | 2,784.36 | 3,250.04 | 3,793.61 |

| | | | | | |
|-------|-----------|-----------|-----------|-------------|-------------|
| yoy | | | 16.49% | 16.73% | 16.73% |
| 非能量饮料 | 14,789.16 | 23,992.69 | 40,007.81 | 57,211.17 | 78,665.36 |
| yoy | 49.30% | 62.23% | 66.75% | 43.00% | 37.50% |
| 包装饮用水 | 4,088.52 | 4,058.24 | 5407.6048 | 6914.974638 | 8842.523818 |
| yoy | 11.63% | -0.74% | 33.25% | 27.88% | 27.88% |
| -其他业务 | 1,692.12 | 2,283.93 | 2,854.91 | 3,568.64 | 4,460.80 |
| yoy | 3.44% | 34.97% | 25% | 25% | 25% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年实现营收 66.99/89.46/119.01 亿元，同比+35.09%/33.55%/33.03%，实现归母净利润 11.17/15.30/21.05 亿元，同比+37.53%/36.98%/37.62%，EPS 分别为 2.79/3.82/5.26 元。采用可比公司估值法，选取可比公司香飘飘和维他奶国际，考虑到公司目前处于大单品放量阶段，我们选取（1）香飘飘 2019 年 4 月-9 月估值中枢，该阶段公司果汁茶快速放量；（2）维他奶国际 2019 年 1 月-6 月估值中枢，该阶段公司维他柠檬茶处于快速放量阶段，两段区间估值中枢中值的平均值为 47 倍。考虑到公司新股溢价和快速增长的预期，给予公司 2022 年 50 倍 PE，对应目标价 191 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5. 风险提示：

市场竞争风险：伴随行业的快速发展，能量饮料有力竞争者不断涌现。公司未来能否保持市场竞争优势、持续及时应对市场变化，仍然存在一定的不确定性。

产品结构相对单一：能量饮料占公司营收比例超过九成，若其市场环境、消费者偏好及行业监管政策等发生不利变化，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

原材料价格波动风险：公司产品原材料占生产成本比重高，主要原材料供求关系或价格出现异常波动将对公司生产经营及利润水平产生一定影响。

产品质量风险：将对公司的品牌声誉和产品销售产生不利影响。

疫情对公司经营造成不利影响：随着国外疫情蔓延以及我国境外输入性病例增加，疫情的持续时间及影响范围尚不明朗，疫情反复或加剧将对公司盈利水平造成不利影响。

短期内股价波动风险：该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 945.10 | 1,224.85 | 1,501.62 | 1,789.21 | 3,152.90 |
| 应收票据及应收账款 | 25.57 | 12.85 | 78.42 | 31.46 | 102.05 |
| 预付账款 | 159.28 | 178.75 | 236.65 | 314.99 | 437.35 |
| 存货 | 214.23 | 272.70 | 303.42 | 477.25 | 587.26 |
| 其他 | 107.36 | 189.82 | 245.60 | 225.26 | 190.01 |
| 流动资产合计 | 1,451.54 | 1,878.98 | 2,365.71 | 2,838.17 | 4,469.57 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 1,048.97 | 1,404.38 | 1,639.66 | 2,214.66 | 2,612.34 |
| 在建工程 | 340.58 | 456.27 | 618.98 | 389.50 | 394.50 |
| 无形资产 | 163.55 | 236.58 | 233.11 | 243.93 | 236.21 |
| 其他 | 336.05 | 305.08 | 266.88 | 298.33 | 284.21 |
| 非流动资产合计 | 1,889.16 | 2,402.31 | 2,758.62 | 3,146.42 | 3,527.27 |
| 资产总计 | 3,340.70 | 4,361.29 | 5,151.00 | 6,020.15 | 8,044.24 |
| 短期借款 | 10.00 | 110.00 | 0.00 | 778.27 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 319.40 | 297.98 | 536.27 | 574.36 | 889.45 |
| 其他 | 1,122.61 | 1,722.02 | 2,228.00 | 1,652.98 | 3,277.21 |
| 流动负债合计 | 1,452.01 | 2,130.00 | 2,764.27 | 3,005.61 | 4,166.66 |
| 长期借款 | 236.88 | 301.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 16.63 | 16.30 | 15.58 | 16.17 | 16.02 |
| 非流动负债合计 | 253.51 | 318.03 | 15.58 | 16.17 | 16.02 |
| 负债合计 | 1,705.52 | 2,448.03 | 2,779.85 | 3,021.78 | 4,182.68 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 360.00 | 360.00 | 400.01 | 400.01 | 400.01 |
| 资本公积 | 382.47 | 388.48 | 348.47 | 348.47 | 348.47 |
| 留存收益 | 1,275.18 | 1,553.25 | 1,971.13 | 2,598.36 | 3,461.56 |
| 其他 | (382.47) | (388.48) | (348.47) | (348.47) | (348.47) |
| 股东权益合计 | 1,635.18 | 1,913.25 | 2,371.14 | 2,998.37 | 3,861.57 |
| 负债和股东权益总 | 3,340.70 | 4,361.29 | 5,151.00 | 6,020.15 | 8,044.24 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| 净利润 | 570.57 | 812.06 | 1,116.80 | 1,529.82 | 2,105.37 |
| 折旧摊销 | 109.72 | 134.44 | 129.65 | 179.70 | 220.03 |
| 财务费用 | 5.40 | 11.24 | (26.61) | (27.94) | (47.76) |
| 投资损失 | (7.19) | (9.84) | (10.03) | (9.02) | (9.63) |
| 营运资金变动 | 505.47 | 1,392.91 | 606.27 | (753.32) | 1,676.19 |
| 其它 | 27.00 | (1,000.46) | (5.00) | 5.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 1,210.98 | 1,340.36 | 1,811.08 | 924.23 | 3,944.20 |
| 资本支出 | 394.22 | 676.05 | 524.89 | 535.46 | 615.14 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (926.58) | (1,448.70) | (975.69) | (1,081.37) | (1,232.35) |
| 投资活动现金流 | (532.36) | (772.65) | (450.80) | (545.92) | (617.21) |
| 债权融资 | 246.88 | 473.70 | 22.49 | 806.42 | 37.54 |
| 股权融资 | 131.63 | 21.94 | 26.61 | 27.94 | 47.76 |
| 其他 | (435.91) | (829.67) | (1,132.61) | (925.08) | (2,048.59) |
| 筹资活动现金流 | (57.40) | (334.03) | (1,083.51) | (90.72) | (1,963.29) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 621.22 | 233.68 | 276.77 | 287.59 | 1,363.69 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 营业收入 | 4,208.73 | 4,958.50 | 6,698.65 | 8,946.06 | 11,900.56 |
| 营业成本 | 2,241.72 | 2,647.85 | 3,543.05 | 4,727.23 | 6,241.68 |
| 营业税金及附加 | 44.31 | 50.36 | 66.99 | 89.46 | 119.01 |
| 营业费用 | 983.59 | 1,040.35 | 1,406.72 | 1,833.94 | 2,415.81 |
| 管理费用 | 201.23 | 183.90 | 241.15 | 322.06 | 416.52 |
| 研发费用 | 28.03 | 35.54 | 46.89 | 62.62 | 83.30 |
| 财务费用 | (13.97) | (15.93) | (26.61) | (27.94) | (47.76) |
| 资产减值损失 | (7.41) | 0.00 | 3.00 | 5.00 | 3.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | (5.00) | 5.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 7.19 | 9.84 | 10.03 | 9.02 | 9.63 |
| 其他 | (16.60) | (43.70) | (10.06) | (28.04) | (19.26) |
| 营业利润 | 740.63 | 1,050.30 | 1,422.49 | 1,947.71 | 2,678.63 |
| 营业外收入 | 1.80 | 1.97 | 1.73 | 1.83 | 1.85 |
| 营业外支出 | 5.93 | 22.73 | 10.55 | 13.07 | 15.45 |
| 利润总额 | 736.50 | 1,029.55 | 1,413.67 | 1,936.48 | 2,665.02 |
| 所得税 | 165.93 | 217.49 | 296.87 | 406.66 | 559.66 |
| 净利润 | 570.57 | 812.06 | 1,116.80 | 1,529.82 | 2,105.37 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 570.57 | 812.06 | 1,116.80 | 1,529.82 | 2,105.37 |
| 每股收益(元) | 1.43 | 2.03 | 2.79 | 3.82 | 5.26 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 38.56% | 17.81% | 35.09% | 33.55% | 33.03% |
| 营业利润 | 169.41% | 41.81% | 35.44% | 36.92% | 37.53% |
| 归属于母公司净利润 | 164.36% | 42.32% | 37.53% | 36.98% | 37.62% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 46.74% | 46.60% | 47.11% | 47.16% | 47.55% |
| 净利率 | 13.56% | 16.38% | 16.67% | 17.10% | 17.69% |
| ROE | 34.89% | 42.44% | 47.10% | 51.02% | 54.52% |
| ROIC | 70.74% | 135.77% | 151.68% | 274.02% | 127.38% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 51.05% | 56.13% | 53.97% | 50.19% | 52.00% |
| 净负债率 | -42.70% | -39.26% | -62.38% | -32.78% | -80.68% |
| 流动比率 | 1.00 | 0.92 | 0.87 | 0.96 | 1.08 |
| 速动比率 | 0.85 | 0.79 | 0.76 | 0.80 | 0.94 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 129.27 | 258.10 | 146.79 | 162.84 | 178.28 |
| 存货周转率 | 25.21 | 20.37 | 23.25 | 22.92 | 22.36 |
| 总资产周转率 | 1.54 | 1.29 | 1.41 | 1.60 | 1.69 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.43 | 2.03 | 2.79 | 3.82 | 5.26 |
| 每股经营现金流 | 3.03 | 3.35 | 4.53 | 2.31 | 9.86 |
| 每股净资产 | 4.09 | 4.78 | 5.93 | 7.50 | 9.65 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 133.27 | 93.64 | 68.09 | 49.70 | 36.12 |
| 市净率 | 46.50 | 39.74 | 32.07 | 25.36 | 19.69 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 48.65 | 35.57 | 25.44 |
| EV/EBIT | 0.00 | 0.00 | 53.17 | 38.90 | 27.57 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |