

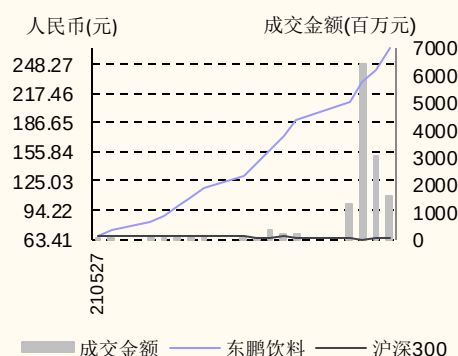
东鹏饮料 (605499.SH) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格(人民币): 265.65 元
目标价格(人民币): 291.15-291.15 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.40
总市值(亿元)	1,062.63
年内股价最高最低(元)	265.65/66.63
沪深 300 指数	5102
上证指数	3525



乘势而上，能量饮料龙头大有可为

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,479	8,173	10,039
营业收入增长率	38.56%	17.81%	30.67%	26.14%	22.84%
归母净利润(百万元)	571	812	1,202	1,530	1,941
归母净利润增长率	164.36%	42.32%	48.07%	27.27%	26.84%
摊薄每股收益(元)	1.58	2.26	3.01	3.83	4.85
每股经营性现金流净额	3.16	3.71	3.91	4.84	6.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.89%	42.44%	26.66%	27.48%	28.19%
P/E	NA	NA	88.38	69.44	54.74
P/B	NA	NA	23.56	19.08	15.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕能量饮料，业绩持续兑现。**公司于 97 年推出东鹏特饮，经多年深耕，成功在该赛道站稳脚跟，目前市占率位居行业第二，同时业绩持续兑现。2017-20 年，营收从 28.44 增至 49.59 亿元 (CAGR 为 20.36%)，归母净利润 CAGR 为 39.96%，21Q1 营收/归母净利润同比+83.37%/+122.52%，21Q1 主营收入较 19Q1 增 153.11%，公司预计 21H1 营收同比 31.61%-47.81%。
- **赛道广而优，未来大有可为。**1) 广：对标海外，我国能量饮料人均消费量不及美英的 20%，提升空间广阔。经各品牌多年营销推广，消费者主动消费意识逐步提高，随消费群体扩大和消费场景多元化，加之年轻人口基数大，需求将继续释放；虑及我国能量饮料市场仍未成熟，市场竞争激烈，当前均价趋稳，预计市场扩容首先主要源于量增而非价升。2) 优：抗疲劳和成瘾属性加持，用户粘性较高；14-19 年能量饮料销售额 CAGR 约 15%，是增速最快的软饮品类，疫情致 15-20 年 CAGR 降至 9.2%，但仍领跑软饮行业。
- **红牛深陷商标纷争，格局松动孕育机遇。**多方入局+商标纷争导致红牛市占率逐步下滑，一家独大局面淡化。目前商标之争仍未平息，红牛品牌力受损的同时，市场份额存在变动可能。而东鹏市占率第二，据于优势地位，且聚焦能量饮料多年，筑深品牌力护城河，有望乘势奋起直追。
- **多措并举拓展增长空间：1) 差异化策略避红牛锋芒：**推出不同规格能量饮料，覆盖 2-5 元低价格带，与红牛错位竞争，凭高性价比开疆拓土；2) **培育新单品：**拟加大由柑柠檬茶投入，创造新增长点，降低依赖单品的风险；3) **全国化前景广阔：**通过 IPO 增加股本 0.4 亿股，募资 17.3 亿元。其中，9.6 亿元用于生产基地建设，以缓解产能瓶颈，进一步满足中西部需求；3.7 亿元用于升级营销网络、加强渠道建设和品牌推广，激发全国市场潜力。

投资建议与估值

- 预计 21-23 年公司营收同比增长 30.7%/26.1%/22.8%，归母净利润同比增长 48.1%/27.3%/26.8%，对应 EPS 为 3.01/3.83/4.85 元，PE 为 88/69/55 倍，给予 23 年 60 倍 PE，目标价 291.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 市场竞争加剧、宣传推广效果不及预期、原材料价格波动、产品结构单一、销售区域集中

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司简介：能量饮料先行者，东鹏特饮大单品带动业绩持续攀升	5
1.1 以东鹏特饮为核心，不断丰富产品矩阵	6
1.2 经销模式为主，产能及渠道辐射全国主要地区	7
1.3 营收屡创新高，500ml 金瓶弯道超车	8
1.4 加强产能、营销渠道、品牌力建设，募投项目全方位助力全国化	10
二、行业分析：能量饮料赛道快速发展，市场空间广阔	11
2.1 市场现状：软饮市场规模稳步扩大，能量饮料增速领跑软饮	11
2.2 成长空间：从量、价看国内能量饮料市场，未来大有可为	13
2.3 市场格局：红牛市占率下降，国产能量饮料走势强劲	17
三、公司优势：多措并举强化竞争力，未来前景向好	18
3.1 产品端：聚焦主导产品培育新品，差异化策略提升竞争力	18
3.2 产能端：募投项目缓解产能瓶颈，优化生产基地全国布局	19
3.3 渠道端：持续优化全国布局，促进渠道进一步下沉	21
3.4 品牌端：线上线下营销结合，不断提升品牌影响力	21
四、财务分析：盈利能力良好，营运效率较高	22
4.1 业绩快速增长，毛利率稳定，净利率稳中有升	22
4.2 存货周转率保持在较高位，款到发货结算方式利于应收账款管理	25
五、投资建议	25
5.1 投资逻辑	25
5.2 盈利预测	26
六、风险提示	28

图表目录

图表 1：东鹏饮料发展历程	5
图表 2：东鹏饮料股权结构	6
图表 3：公司非能量饮料及包装饮用水产品矩阵	6
图表 4：2018-2020 年公司不同销售模式的收入（单位：亿元）	7
图表 5：2017-2021Q1 公司营业收入及同比增速	8
图表 6：2017-2021Q1 公司归母净利润及同比增速	8
图表 7：2017-2020 年公司各类产品营收	9
图表 8：2020 年公司各类产品营收占比	9
图表 9：2017-2020 年能量饮料细分产品收入结构	9
图表 10：2020 年能量饮料细分产品收入占能量饮料比例	9
图表 11：2017-2020 年各区域销售收入（单位：亿元）	10
图表 12：2017-2020 年公司各区域销售收入占比	10
图表 13：募投资金用途	10
图表 14：2011-2020 全球及我国软饮料市场规模与增速	11

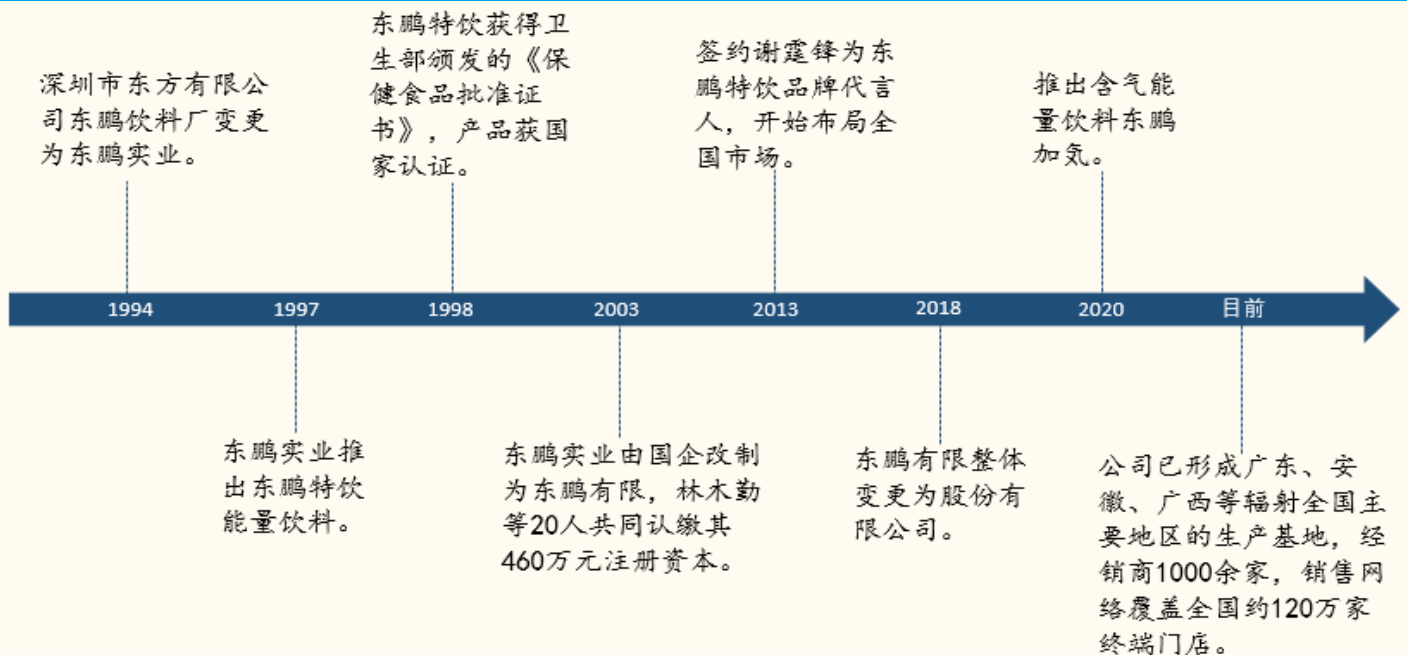
图表 15: 2011-2020 全球及我国软饮料销量和增速	11
图表 16: 2011-2020 我国及全球软饮料市场均价	11
图表 17: 2015-2020 年亚太及北美软饮料销售额占比	12
图表 18: 2020 年全球软饮料销量国家分布	12
图表 19: 2016-2020 全球软饮料产品结构（按销售额）	12
图表 20: 2006-2020 我国能量饮料市场规模及同比增速	12
图表 21: 2014-2019 年我国各类软饮料销售额复合增速	13
图表 22: 2015-2020 年我国各类软饮料销售额复合增速	13
图表 23: 2016-2020 年我国软饮料市场各细分品类结构（按销售额）	13
图表 24: 2006-2020 年我国能量饮料销量及其同比增速	14
图表 25: 中美日英人均能量饮料消费量（单位：升）	14
图表 26: 2007-2020 年我国规模以上快递业务量及同比增速	14
图表 27: 2000-2019 年中美日英 15-64 岁人口占比变化	15
图表 28: 2000-2019 年中美日英 65 岁及以上人口占比	15
图表 29: 2006-2020 我国能量饮料均价（单位：元/升）	16
图表 30: 中美日英能量饮料均价（单位：美元/升）	16
图表 31: 2020-2025E 我国能量饮料市场总销售额及同比增速	16
图表 32: 2011-2020 年我国能量饮料竞争格局变动（按线下销售额）	17
图表 33: 2020 我国能量饮料市场份额（按线下销售金额）	17
图表 34: 国内主要能量饮料品牌价格	18
图表 35: 公司各主要产品产能情况（单位：万吨）	19
图表 36: 公司各主要产品产能利用率	19
图表 37: 生产基地建设项目内容	20
图表 38: 公司各产品产销率	20
图表 39: 500ml 金瓶与 250ml 金罐未来产能利用率估测	20
图表 40: 2018-2020 年公司各区域经销商数量	21
图表 41: 公司品牌宣传方式	22
图表 42: 品牌推广项目投资明细	22
图表 43: 公司与同行业上市公司营收增速对比	23
图表 44: 公司与同行业上市公司归母净利润增速对比	23
图表 45: 2017-2021Q1 公司销售毛利率及净利率	23
图表 46: 2018-2020 能量饮料及其细分产品销售毛利率	23
图表 47: 2017-2021Q1 公司毛利率与同行业上市公司的对比	24
图表 48: 2017-2020 年公司期间费用率	24
图表 49: 2017-2020 与同行业上市公司销售费用率对比	24
图表 50: 2017-2020 与同行业上市公司管理费用率对比	25
图表 51: 2017-2020 与同行业上市公司财务费用率对比	25
图表 52: 公司与同行业可比上市公司存货周转率对比（单位：次）	25
图表 53: 公司应收账款（左轴）及与同行业可比上市公司应收账款周转率对比	

（单位：次）	25
图表 54：东鹏饮料收入预测.....	27
图表 55：可比公司估值情况.....	28

一、公司简介：能量饮料先行者，东鹏特饮大单品带动业绩持续攀升

东鹏饮料是国内能量饮料行业的先行者之一，致力能量饮料赛道，成功塑造“东鹏特饮”品牌。1994年，深圳市东方有限公司东鹏饮料厂变更为东鹏实业，即东鹏有限前身。继红牛1995年底在国内上市后，东鹏实业于1997年推出东鹏特饮。此后，东鹏饮料首先在广东市场取得瞩目成就，13年签约谢霆锋为品牌代言人，正式布局全国市场。为使东鹏特饮逐步走出广东市场，公司自12年起在安徽、重庆、广西设立负责生产销售的子公司，在上海成立营销公司，并设立鹏讯云商进行信息化管理，推动发展迈上新台阶。目前东鹏特饮已是国内仅次于红牛的第二大能量饮料品牌，公司已形成基于广东、安徽、广西辐射全国主要地区的生产基地，共有经销商1000余家，销售网络覆盖全国约120万家终端门店。

图表 1：东鹏饮料发展历程

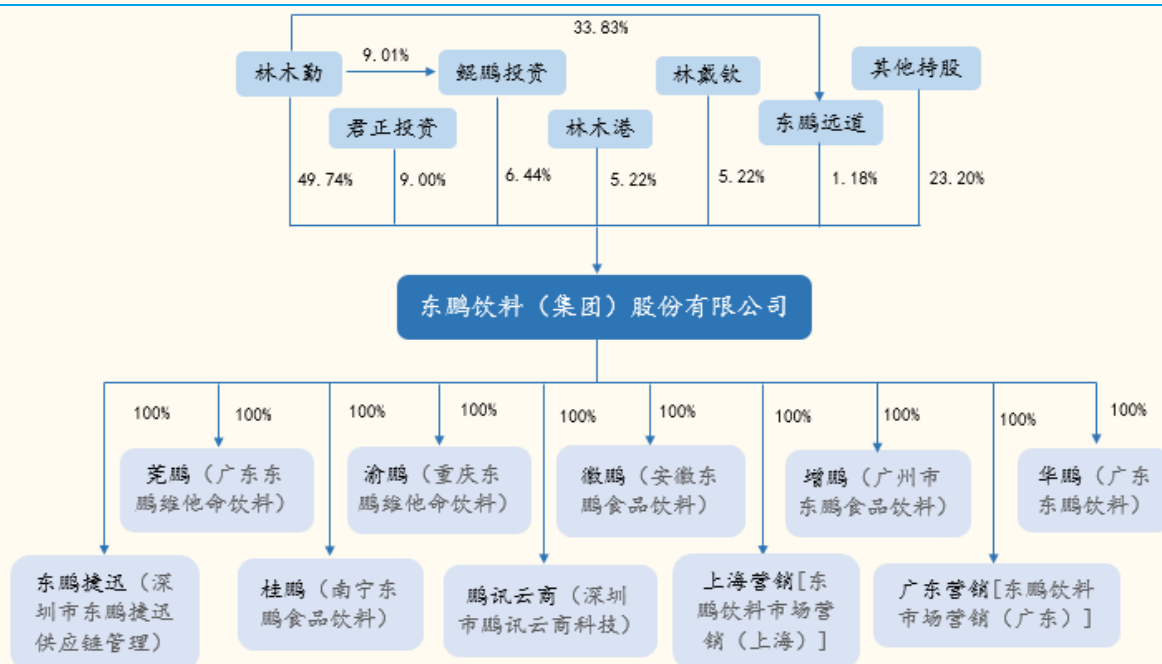


来源：公司官网，招股说明书，国金证券研究所

股权结构清晰且较集中，表现出家族企业特征。林木勤是公司控股股东及实际控制人，发行后直接持股49.74%。公司第二大股东—君正投资2017年以增资及股权转让的方式入股，发行后持股9.00%。鲲鹏投资、林木港、林戴钦发行后的直接持股比例分别为6.44%、5.22%、5.22%。其中，前五大直接股东中的自然人股东间存在亲属关系：林木勤与林木港为兄弟关系，与林戴钦为叔侄关系。此外，鲲鹏投资、东鹏远道、东鹏致远的合伙人中亦有自然人与林木勤、林木港存在亲属关系，公司表现出家族企业的特征。

股权激励计划增添活力。为建立员工、股东与公司共同发展的长效机制，调动公司技术和管理人员的积极性和创造性，公司于2019年通过了股权激励议案，通过员工持股的方式实施股权激励。其中，刘丽华、卢义富、蒋薇薇通过直接持股的方式参与激励，三人系公司高管；东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚为员工持股平台，激励对象通过这三个平台参与股权激励。发行后，上述三个自然人股东持股比例约0.20%、0.20%、0.10%，上述三个员工持股平台持股比例分别为1.18%、0.38%、0.29%。

图表 2：东鹏饮料股权结构



来源：Wind，招股说明书，国金证券研究所

1.1 以东鹏特饮为核心，不断丰富产品矩阵

东鹏特饮规格、价位多样，可满足市场多样化需求。自 1997 年推出“东鹏特饮”能量饮料后，公司深耕该赛道，不断满足消费者需求。目前公司形成了 250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐、500ml 金瓶的产品梯队，终端零售指导价格分别为 2 元/盒、3 元/瓶、4 元/罐和 5 元/瓶，能够满足市场多样化的需求。其中，公司于 2017 年下半年推出 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。500ml 金瓶自上市后，凭借高性价比迅速获得消费者青睐，销售收入快速增长，2020 年占能量饮料的比例达到 66.28%。此外，2020 年，公司推出含气能量饮料东鹏加汽。

公司亦在布局非能量饮料及包装饮用水品类。1）非能量饮料：公司先后推出清凉系列饮品、陈皮特饮、乳味饮料、由柑柠檬茶，并计划以由柑柠檬茶切入千亿级茶饮料市场，打造非能量饮料新单品。2）包装饮用水：2000 年初推出纯净水，2018 年推出天然水，销售区域主要是广东、华北、华东、华中等。公司近几年在非能量饮料及包装饮用水领域布局，带动其销售收入由 2018 年的 1.36 亿元增至 2020 年的 2.81 亿元，CAGR 达到 43.74%。

图表 3：公司非能量饮料及包装饮用水产品矩阵

品类	推出时间	产品定位	消费人群	主要销售地域	零售价	战略规划	产品图片
由柑柠檬茶	2017 年小范围推出，2019 年 380ml 瓶装上市，大面积极推广	健康时尚茶饮	老少皆宜，核心消费人群偏年轻，16-30 岁	广东、广西、华东、华北等区域	250ml 盒装 2 元/盒，330ml 瓶 3 元/瓶，310ml 罐装 3.5 元/罐，380ml 瓶装 3.5 元/瓶，555ml 瓶装 5 元/瓶	切入千亿级茶饮料市场，打造非能量饮料战略新单品，以多产品梯队加大消费者培育；以礼盒装带动节日送礼消费；罐装带动餐饮去油解油腻；330ml 小瓶以中小学生、女性为目标消费群体，定位于 3 元价格带的饮品份额；555ml 大瓶切入饮料主流价格带	

品类	推出时间	产品定位	消费人群	主要销售地域	零售价	战略规划	产品图片
陈皮特饮	2000 年初推出, 2018 年改良上市, 2019 年 310ml 罐装上市	去油腻、助消化的健康饮品	老少皆宜, 核心消费人群偏年轻, 16-30 岁	广东、广西等区域	250ml 盒装 2-2.5 元/盒, 310ml 罐装 3-3.5 元/罐, 400ml 瓶装 3-4 元/瓶, 1.25L 瓶装 10 元/瓶	继续巩固对陈皮功效及口感有消费偏好的局部市场, 培育忠实消费人群; 结合陈皮去油解腻的独特价值加大餐饮场景布局	
清凉系列饮品	90 年代	口味清甜、清凉解渴、预防上火, 具备中国风味的健康饮品	老少皆宜	广东区域	250ml 盒装 1 元/盒	巩固局部市场	
乳味饮料	2009 年上市	早餐奶饮	老少皆宜	广东区域	250ml 盒装 1-1.5 元/盒	巩固局部市场	
包装饮用水	2000 年初纯净水上市, 2018 年天然水上市	补充水分	老少皆宜	广东、华北、华东、华中等区域	380ml 瓶装 0.5-1 元/瓶, 555ml 瓶装 1-1.5 元/瓶, 750ml 瓶装 2 元/瓶	巩固局部市场, 挖掘业绩增长点	

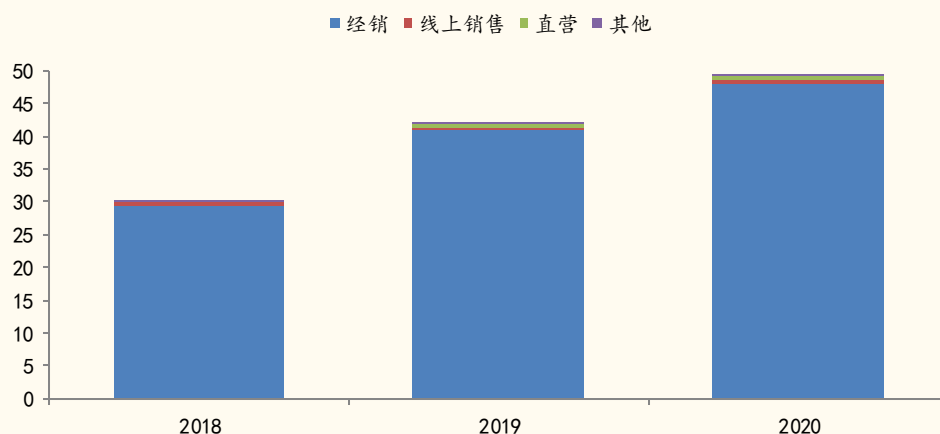
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

1.2 经销模式为主, 产能及渠道辐射全国主要地区

生产基地辐射全国主要地区。公司旗下子公司莞鹏、华鹏、增鹏、徽鹏、渝鹏、桂鹏负责饮料的生产与销售。其中, 莞鹏、华鹏、增鹏位于广东, 徽鹏、渝鹏、桂鹏分别位于安徽、重庆和广西, 2013、2018 年安徽、广西生产基地相继投产, 目前华鹏、渝鹏正在按计划建设中, 其中华鹏部分产线已投产。随着上述基地各产线陆续投产, 周边市场覆盖能力将逐渐变强。公司正在建成从广东、安徽、广西等地辐射全国主要地区的生产基地。

侧重经销模式, 经销商合作稳定。2018-2020 年, 公司经销模式营收占主营业务收入比重始终超过 95%, 分别为 97.57%、97.30%、97.38%。至 2020 年末, 公司拥有 1600 家经销商, 较 2018 年末增长 477 家, 侧面印证公司加速推进全国化进程的决心。此外, 2018-20 年, 各期退出的经销商收入占主营收入的比例为 0.64%/0.77%/1.57%, 新增经销商收入占比 6.63%/5.58%/4.03%, 占比较小, 表明公司经销商合作稳定, 收入主要源于持续合作的经销商。

图表 4: 2018-2020 年公司不同销售模式的收入 (单位: 亿元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

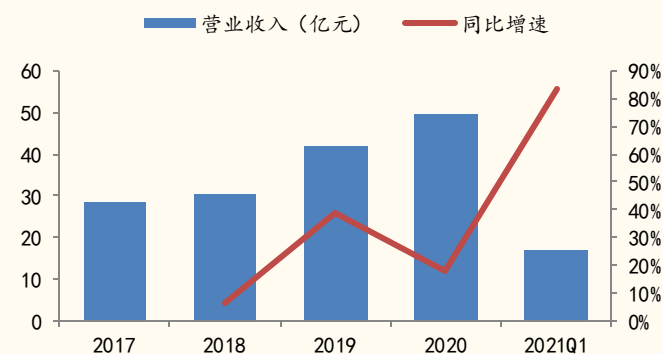
公司因地制宜，采取公司精耕和大流通两种运营模式管理经销网络。在广东、广西、华东、华中等核心市场，主要采取公司精耕的模式，配备经验丰富的销售业务人员与经销商、邮差/批发商及终端门店共同维护和开发销售市场和消费者，以不断满足客户需求，提高市占率；在其他区域，主要采取大流通模式，由经销商主要负责指定区域市场的产品经销及渠道的维护与执行。

梳理营销管理架构，加速深化全国市场。公司在广东、安徽、广西、重庆等地建设生产基地的同时，在这些地方布局营销网络，并另设上海营销和广东营销子公司负责饮料销售。2019年，公司进一步优化营销管理架构，成立广东营销本部、全国营销本部及全国直营本部三大营销本部，确定了广西事业部、华中事业部、华东事业部、华北事业部、西南事业部及北方大区的营销管理架构。2018-2020年间，广东区域收入同比增速为-2.53%/36.52%/9.18%，广东外市场增速为24.10%/42.24%/30.66%，省外市场收入近几年的增速超过广东市场，体现出公司增强全国渠道渗透力度和深化全国化战略的成果。

1.3 营收屡创新高，500ml 金瓶弯道超车

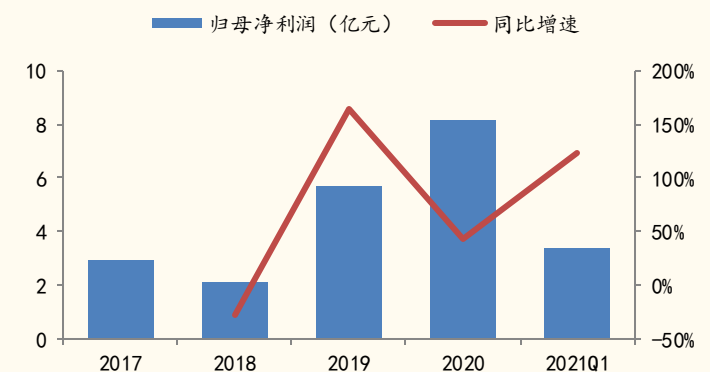
营业总收入屡创新高，20年逆势增长。2017-2020年间，公司营收逐年增长，从28.44亿元增至49.59亿元，CAGR为20.36%。2020年公司营收同比增长17.81%，主要因为疫情期间快递及外卖业务量快速发展，而快递小哥、货运司机及外卖小哥是公司能量饮料产品的典型用户群；同时公司加速渠道下沉，开拓人口回流大省及乡镇市场。21Q1公司营收为17.11亿元，同比增长83.37%，公司预计21H1营收为32.5-36.5亿元，同比增长31.61%-47.81%，主要系渠道持续下沉，20年新增536家经销商，净增364家，年末经销商总数量较19年同比增长29.45%，新增经销商全面开展铺货使销量逐步兑现。

图表 5：2017-2021Q1 公司营业收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2017-2021Q1 公司归母净利润及同比增速



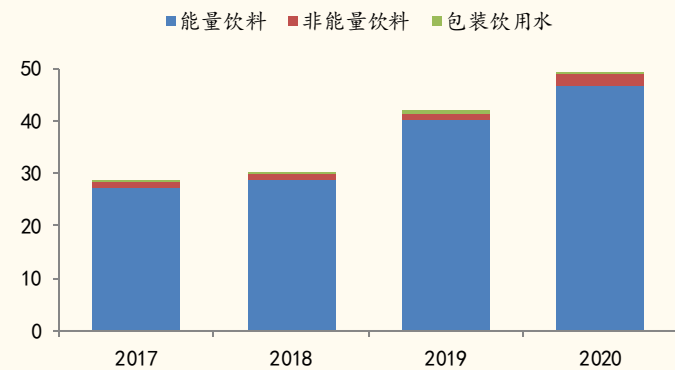
来源：Wind，国金证券研究所

归母净利润持续增长。公司归母净利润仅2018年同比略有下滑，主要系因赞助中超联赛等体育赛事而导致销售费用大幅增长所致。2019、2020年均保持高速增长，同比增速分别为164.36%/42.32%，其中2020年公司归母净利润8.12亿元，18-20年间CAGR高达93.97%。21Q1公司实现归母净利润3.42亿元/yoy+122.52%，公司预计21H1归母净利润为5.7-7.2亿元，相应的同比增速为29.16%-63.15%。

■ 分产品看，瓶装特饮收入占比突出，500ml 金瓶深受青睐

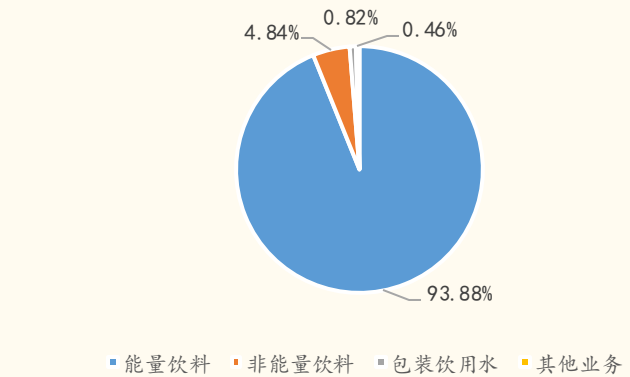
从产品品类看，能量饮料营收占比最高。1) 能量饮料：作为公司核心产品，2017-2020年间，该产品的营收贡献虽然由于非能量饮料及包装饮用水销售收入增加而有所下滑，但均超过了90%，2020年营收占比93.88%。2) 非能量饮料：2018年公司该类产品收入占比3.26%，2019/2020年该比例均有所上升，分别为3.51%/4.84%。其中，2020年的增长主要是因为公司新推出的由柑柠檬茶系列产品受到消费者青睐，销量增速较高。

图表 7：2017-2020 公司各类产品营收



来源：Wind，国金证券研究所

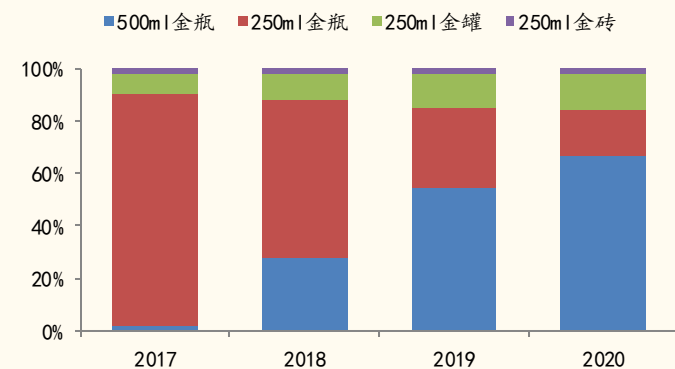
图表 8：2020 年公司各类产品营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

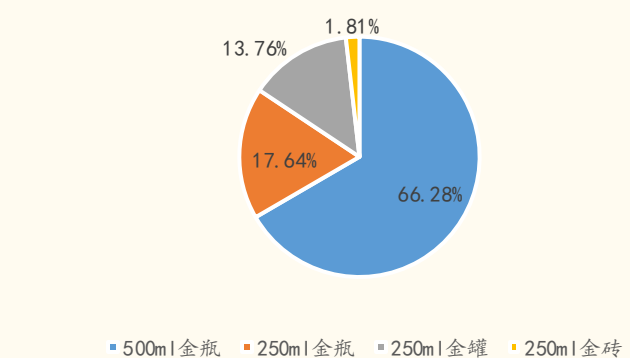
从能量饮料类别看，金瓶特饮营收占比领先，500ml 金瓶自 2017 年上市后广受欢迎。2017-2020 年间，金瓶特饮作为公司一直以来的旗舰及主导产品，销售收入占能量饮料总收入的比例超过 80%。其中，500ml 金瓶 2017 年上市，2019 年便超过 250ml 金瓶的销售收入，凭高性价比实现弯道超车，2020 年占能量饮料总收入的比例达到 66.28%。此外，金罐及金砖作为瓶装产品的补充，能够满足部分消费者的差异化需求，销售收入保持稳定增长。

图表 9：2017-2020 年能量饮料细分产品收入结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2020 年能量饮料细分产品收入占能量饮料比例

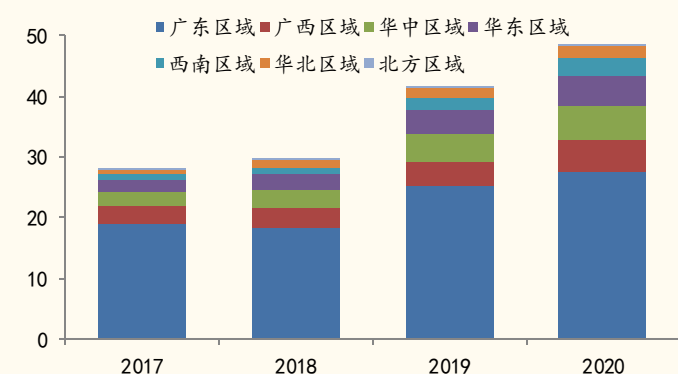


来源：Wind，国金证券研究所

■ 分地区看，广东基地市场占比过半，省外持续发力

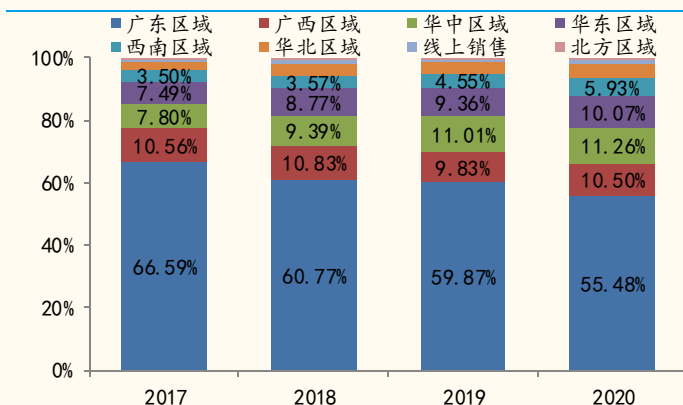
扎根大本营市场，广东收入占比超 50%。2017-2020 年间，公司主要销售区域为广东、广西、华中、华东市场，合计收入占比约 90%。其中，广东区域销售收入占比过半：2017-2019 年占比超过 60%，2020 年为 55.74%，有所下滑，但销售收入仍较 2019 年有所增长，占比下滑主要系其他区域销售收入增长快于广东区域所致。

图表 11：2017-2020 年各区域销售收入（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：2017-2020 年公司各区域销售收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

省外贡献提升，全国化进程推进。全国化战略指引下，公司对广东区域外市场的渠道布局等方面投入较大，2018 年末-2020 年末，这些区域的经销商数量从 912 家增至 1378 家，占比由 81.21%增至 86.12%；公司也在建设渝鹏等生产基地以进一步满足中、西部需求。这些措施推动华中、华东、华北等区域在 2017-2020 年间不断发力，收入占比持续提高。

1.4 加强产能、营销渠道、品牌力建设，募投项目全方位助力全国化

IPO 募资约 17.3 亿元，为推进全国化再度加码。募投项目涵盖产能、营销渠道、品牌等多角度，全方位支持全国化战略。其中，**1) 生产基地建设：**计划投入 14.37 亿元，拟投入募集资金 9.59 亿元，在广东、重庆、广西建设三个生产基地。三个生产基地的建设一方面可以缓解产能瓶颈，加强规模效应，另一方面能够以重庆西彭生产基地为据点进一步满足中西部需求。**2) 营销网络升级及品牌推广：**投资总额约 6.71 亿元，拟投入募集资金 3.71 亿元，主要包括营销网点升级、渠道建设、品牌建设三部分，投入资金分别为 1.05/3.26/2.35 亿元，用于升级现有营销网络和渠道，加大特通/现代渠道开发和推广，促进多消费场景下的销量释放，并推进渠道进一步下沉；通过线上线下宣传结合的方式持续提升品牌影响力。**3) 其他：**主要包括信息化升级建设和研发中心建设，前者可通过鹏讯云商平台推进“新零售”，辅助公司生产运营、营销管理；后者从产品研发角度为未来发展夯实基础。

图表 13：募投资金用途

项目类型	项目名称	实施主体	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
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	渝鹏	50853.00	33996.00
	南宁生产基地建设	桂鹏	20000.00	15000.00
小计			143731	95903.77
营销网络升级及品牌推广	营销网点升级	公司	10491.30	
	渠道建设	公司	32565.74	
	品牌建设	公司	23500.00	
小计			67081.61	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
小计			7521.22	7521.22
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项目	公司、华鹏、桂鹏	8889.27	8889.27
合计			251010.50	173192.70

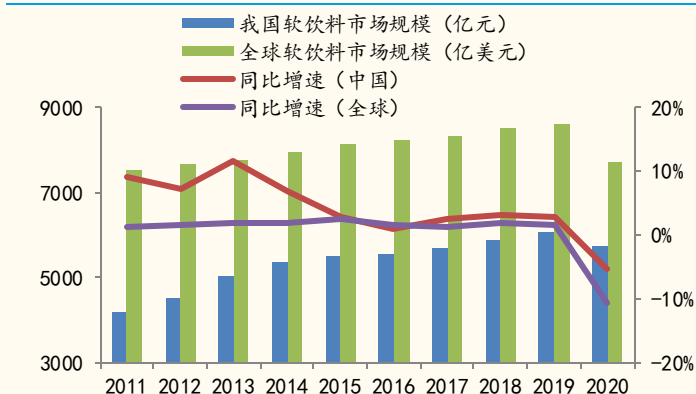
来源：招股说明书，国金证券研究所

二、行业分析：能量饮料赛道快速发展，市场空间广阔

2.1 市场现状：软饮市场规模稳步扩大，能量饮料增速领跑软饮

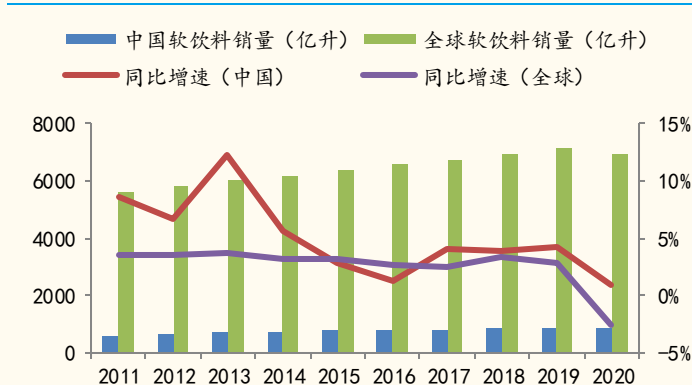
我国软饮市场稳步增长，但增速仍快于全球市场，发展潜力相对较大。随着居民收入不断增长，消费者观念逐渐转变，我国软饮料市场规模不断扩大，2011-2020 年，由 4194.45 亿元增至 5735.49 亿元，CAGR 为 3.54%，高于同期全球软饮市场规模 CAGR 约 3.27%。剔除 20 年疫情影响因素，2011-19 年我国软饮市场规模 CAGR 为 4.69%。分量价来看，1) 量：2011-2020 年，软饮料销量增长趋势与市场规模一致，20 年疫情影响下也实现小幅增长，同比增速约 0.8%，2011-2020 年间 CAGR 为 4.57%，高于全球软饮销量 CAGR 约 2.12%。2) 价：据销量和销售规模数据测算软饮均价，发现 2011-2020 年我国及全球软饮均价呈下降趋势，2020 年疫情影响下，价格下降尤其明显，表明近十年，我国及全球软饮市场规模扩大主要来自量增而非价升。

图表 14：2011-2020 全球及我国软饮料市场规模与增速



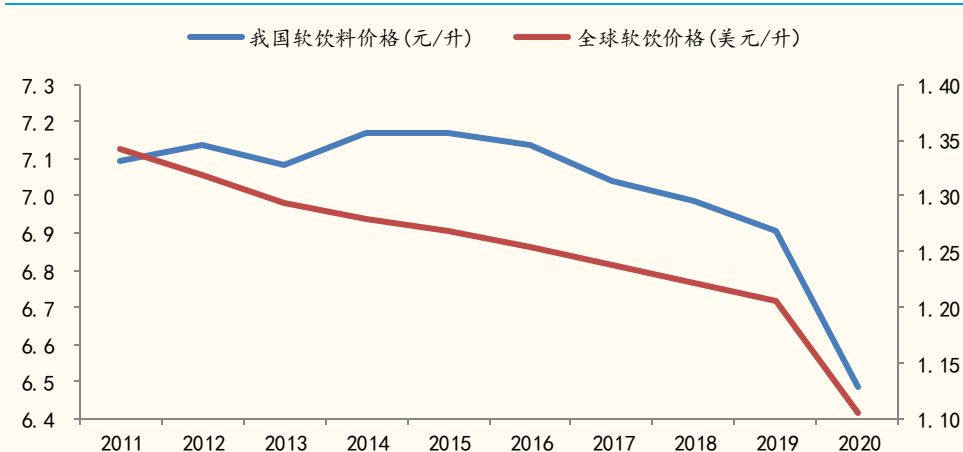
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 15：2011-2020 全球及我国软饮料销量和增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

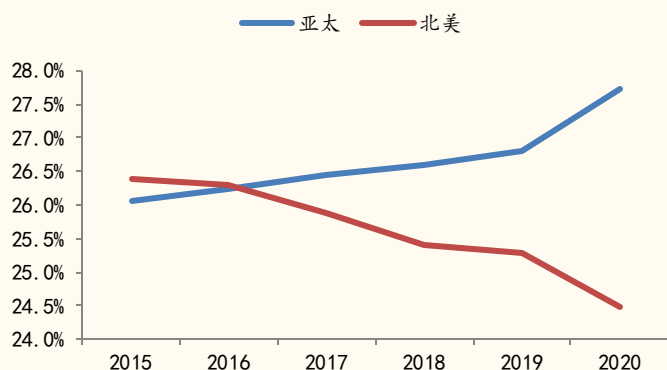
图表 16：2011-2020 我国及全球软饮料市场均价



来源：Euromonitor，国金证券研究所

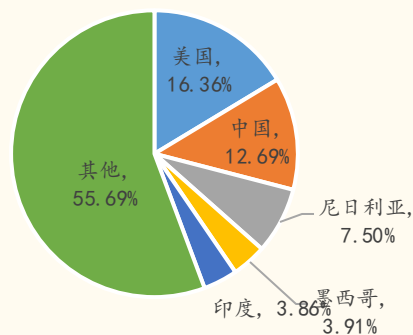
分区域看，亚太地区成为全球第一大软饮市场，发展势头较强劲。北美和亚太是全球软饮销售额最大的两个市场，北美软饮行业发展较早且较成熟，而亚太软饮行业仍在快速发展，2015-2020 年，亚太区域软饮料销售额占比逐年增长，北美区域则连续下降，17 年亚太地区反超北美，成为全球第一大软饮市场，20 年亚太市场占比 27.73%，北美为 24.49%。

图表 17：2015-2020 年亚太及北美软饮料销售额占比



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 18：2020 年全球软饮料销量国家分布

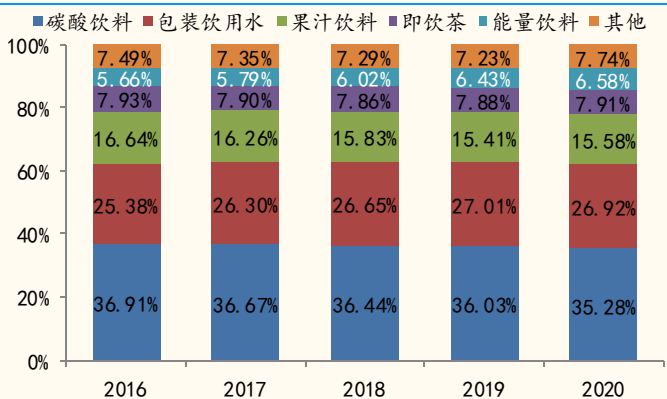


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

分国家看，我国是软饮消费第二大国，成长前景向好。美国市场较成熟，一直以来是软饮消费第一大国，2020 年市场份额为 16.36%。不过，由于庞大的人口数量及近年来软饮行业自身的发展，我国软饮市场规模不断追赶美国，目前稳居世界第二，20 年市场份额为 12.69%。随着居民消费水平的提高、消费意识的增强，加之庞大的人口基数，预计我国软饮市场份额将继续增长。

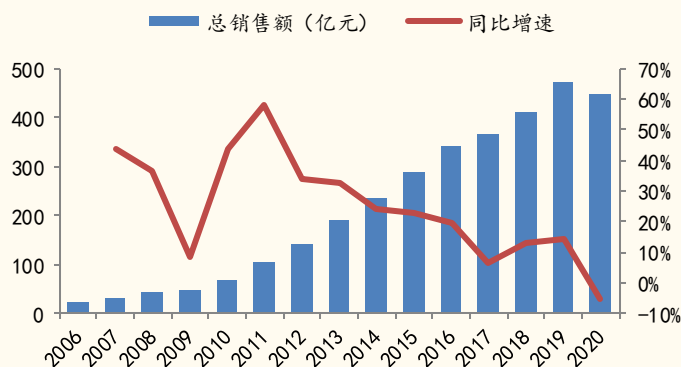
能量饮料占全球软饮市场比重提升，20 年达到 6.58%。欧睿国际将软饮料分为包装饮用水、即饮茶、果汁饮料、碳酸饮料、能量饮料、运动饮料、即饮咖啡等 9 个子类别。能量饮料指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的饮料制品。1927 年葡萄适作为第一代能量饮料于英国出现，1966 年红牛诞生于泰国，此后，各种能量饮料陆续问世。2002 年怪兽饮料 (Monster) 于美国上市并获得巨大成功，进入 21 世纪以来，能量饮料逐渐风靡于欧美各国。受益于各品牌宣传引导，消费者健康意识和消费意识提高，叠加能量饮料自身的抗疲劳、成瘾属性，2016-20 年间，全球能量饮料销售额占软饮销售额的比重从 5.66% 上升至 6.58%。

图表 19：2016-2020 全球软饮料产品结构 (按销售额)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

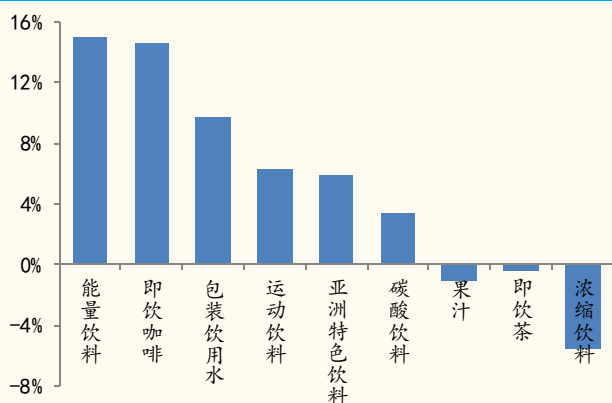
图表 20：2006-2020 我国能量饮料市场规模及同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

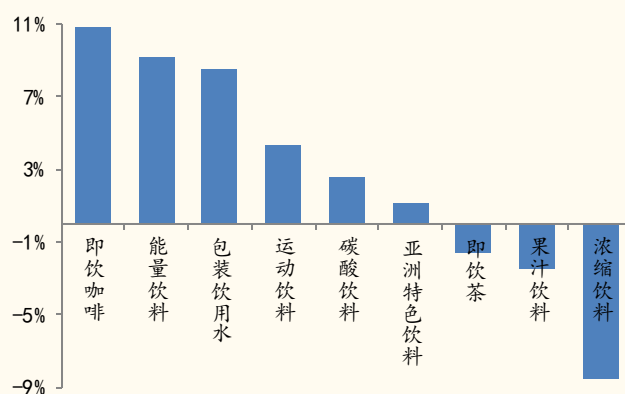
我国能量饮料起步较晚，但市场规模增速多年超过 10%。1995 年底红牛进入中国，标志着我国能量饮料产业正式起步，此后发展迅速，东鹏特饮、乐虎等多个品牌强势入局，并通过各种营销宣传方式持续进行消费者教育，加之居民消费能力不断提高，国内能量饮料市场快速扩容。2006-2020 年间，能量饮料总销售额从 22.15 亿元增至 447.78 亿元，同比增速几乎每年高于 10%，期间的 CAGR 达到 23.95%；剔除 2020 年疫情影响下的异常值，2006-2019 年销售额 CAGR 更高，为 26.54%。

图表 21：2014-2019 年我国各类软饮料销售额复合增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所（注：按总销售额计）

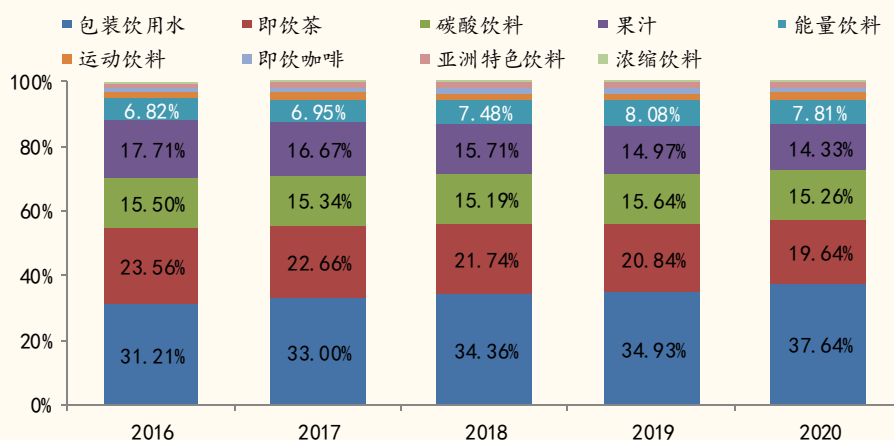
图表 22：2015-2020 年我国各类软饮料销售额复合增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所（注：按总销售额计）

能量饮料近 5 年销售额 CAGR 位于细分品类前列，占软饮比重持续提升。2014-2019 年间我国能量饮料总销售额 CAGR 约 15.00%，是增速最快的细分品类，2015-2020 年间总销售额 CAGR 为 9.20%，有所下滑主要系 2020 年疫情影响所致，不过年均复合增速仍领跑软饮行业，高出同期软饮销售额 CAGR 约 8.4%。此外，2015-2020 年间能量饮料销售额 CAGR 低于即饮咖啡主要原因在于价格因素，按销量计，能量饮料近五年 CAGR 为 11.2%，高出即饮咖啡 5.7%。2016-2020 年，能量饮料销售额占软饮比重从 6.82% 升至 7.81%，仅 20 年有所下降，主要系疫情导致户外活动场景中的能量饮料消费受到较大影响，预计未来能量饮料市场有望随软饮市场的扩大而快速扩容。

图表 23：2016-2020 年我国软饮料市场各细分品类结构（按销售额）



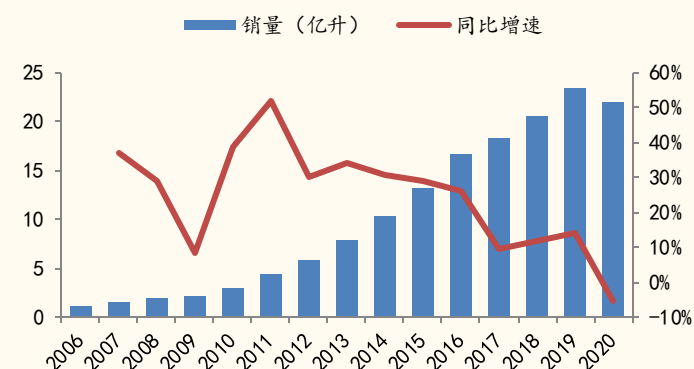
来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.2 成长空间：从量、价看国内能量饮料市场，未来大有可为

■ 量：消费群体扩大+消费场景增多，能量饮料需求有望继续释放

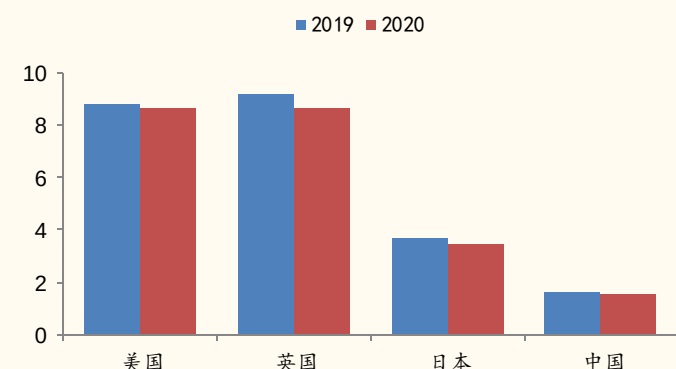
能量饮料销量连年增长，近十年 CAGR 为 22.18%。国内能量饮料销量与销售规模增长趋势一致，各品牌多年的消费者培育、产品营销宣传推动其销量在 2020 年达到 22.09 亿升，2006-20 年间的 CAGR 为 23.76%，若不考虑疫情所导致的异常值，2006-19 年销量 CAGR 为 26.94%，体量快速扩大，近几年伴随销量基数的扩大，增速整体而言有所降低，但仍处于较高位，远高于软饮不及 5% 的增速。

图表 24：2006-2020 年我国能量饮料销量及其同比增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 25：中美日英人均能量饮料消费量 (单位：升)

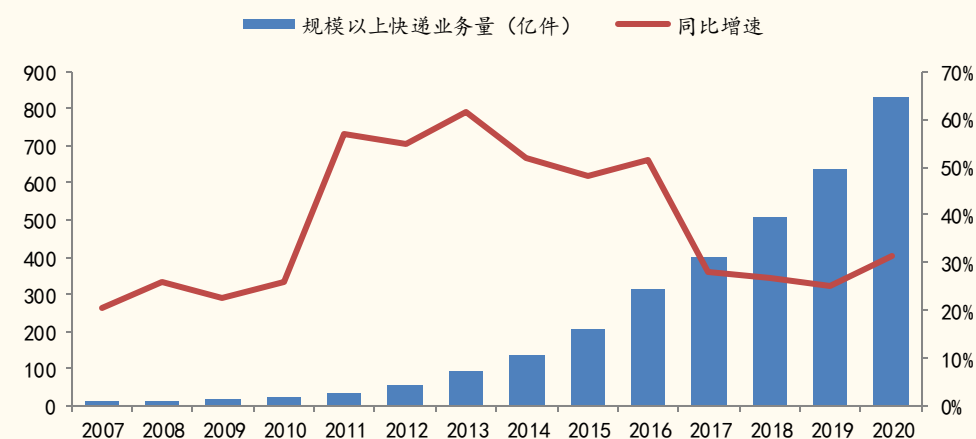


来源：Euromonitor，Wind，国金证券研究所

我国人均能量饮料消费量不及美英的 20%，提升空间广阔。2020 年我国能量饮料人均消费量仅 1.56 升，不及日本的 1/2 (约 3.49 升)，与美国的 8.67 升、英国的 8.66 升相差更大。剔除疫情影响因素，分析 2019 年中美日英人均消费量可发现，我国 1.67 升的量仍然不及美英的 20%。我们认为主要原因是我国能量饮料起步较晚，美日英市场相对成熟；我国消费者消费意识和消费能力与美日英仍有距离，预计未来我国能量饮料消费量将保持良好增长态势。

高劳动强度和压力催生需求，驱动能量饮料消费群体逐步扩大。能量饮料具有抗疲劳属性，其受众包括高劳动强度的人群，比如工作时间较长的司机、医护人员、运动员、健身人士等，亦包括生活、学业或工作压力较大的人群，因为压力易催生疲惫感。随着经济的发展，许多工作者的劳动强度在加大。以快递员为例，从其业务量看，2007-2020 年间，规模以上快递量从 12.02 亿件增至 833.6 亿件，CAGR 高达 38.56%，尤其是 2011-2016 年间，快递量同比增速基本均超过 50%，快递业的高速发展增加了快递员的工作强度。劳动强度和压力增加，加之各品牌在国内市场的宣传和对消费者意识的持续培育，以及能量饮料的成瘾属性，其消费群体有望持续扩大。

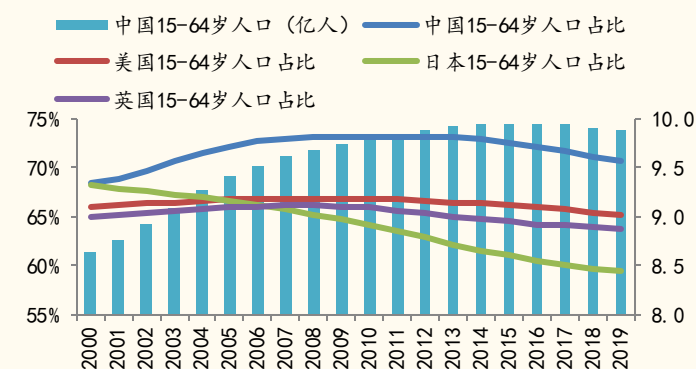
图表 26：2007-2020 年我国规模以上快递业务量及同比增速



来源：国家邮政局，国金证券研究所

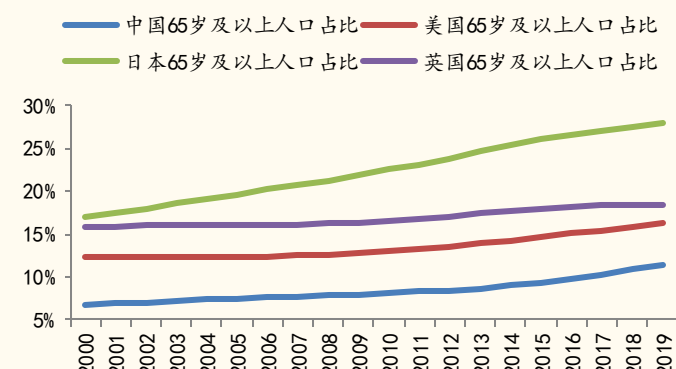
潜在消费群体基数较大，为需求扩容提供良好基础。能量饮料的消费群体较年轻化，从人口结构来看潜在消费者基数，虽然近几年我国 15-64 岁人口数值有所下降，但是该年龄段的总人口在 2019 年仍达到了约 9.9 亿，基数较大。从不同年龄段人口占比来看，中美日英均已呈现老龄化趋势，65 岁及以上人口占比上升的同时，15-64 岁人口占比逐年下降，2019 年中美日英 65 岁及以上人口占比分别为 11.47%、16.21%、28.00%、18.51%，四国 15-64 岁人口占比分别为 70.72%、65.24%、59.42%、63.80%，横向来看，我国老龄化状况尚不及美日英严重，15-64 岁人口占比相对仍处于高位。

图表 27：2000-2019 年中美日英 15-64 岁人口占比变化



来源：世界银行，国金证券研究所

图表 28：2000-2019 年中美日英 65 岁及以上人口占比



来源：世界银行，国金证券研究所

从城镇就业人员的工作时长看，“疲劳”场景下的需求将继续增长。据人力资源和社会保障部的数据，2001 年以来，我国城镇就业人员平均每周工作时长均大于 40 小时，2015 年以来更是连年增长；此外，2015 年以来，25-54 岁的就业人员中每周工作时长高于 40 小时的比例逐年增长，16-24 岁的就业人员周平均工作时长超过 40 小时的比例虽有所波动，但是一直处于高位，55-64 岁年龄段中该比例在 2019 年接近 50%。总体来看，我国城镇就业人员平均每周工作时长较长，且随着经济的发展，此状况很大可能会持续，预计“疲劳”场景下的能量饮料需求将因此而继续扩大。

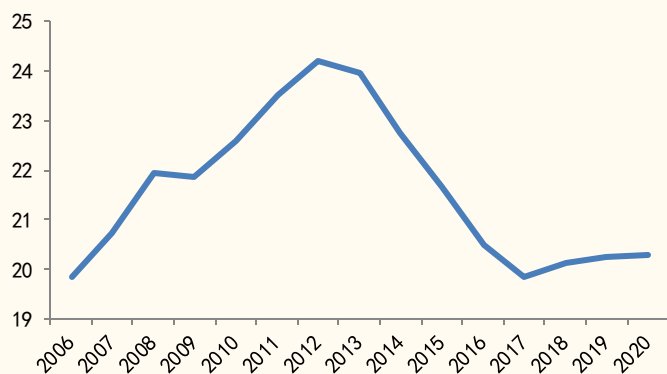
各品牌宣传推广促进消费意识增强，推动需求向“休闲”场景拓展。自红牛、达利食品、农夫山泉等各大品牌涉足能量饮料领域，消费者对能量饮料的接触增多，对其“能量激活”、“提神醒脑”、“抗疲劳”印象加深，并通过口碑传播给潜在消费者，增强了消费者对能量饮料的接受度和主动消费意识。另外，伴随销售渠道的不断铺设、下沉和自动售卖机、互联网等新销售渠道的引入，越来越多消费者可以方便购买到能量饮料，市场接受度不断提高。红牛等品牌对多场景下能量饮料的消费进行宣传推广，推动能量饮料的消费场景从加班、熬夜、运动后等各类“疲劳”场景逐渐扩展到聚会、旅行、日常保健等更为“休闲”的场景；此外，部分品牌开始赞助游戏电竞、音乐节等活动，开发新消费场景，更加符合消费年轻化的趋势。

城镇化率提升将进一步促进消费场景增多，拉动量增。城镇化进程是每个国家或地区经济发展过程中重要的一环。2000 年以来，我国城镇化率不断提高，据 2020 年人口普查数据，2020 年我国城镇化率为 63.89%，而美日英的城市化率在 2010 年均超过了 80%，日本甚至超过了 90%，此后美日英的城市化率仍在不断提高。我国城镇化率与其相差较大，预计会继续提升。在经济发展和城镇化率提高的过程及之后，能量饮料的消费场景会随之增多。

■ 价：价升空间较大，但真正到来仍需时间

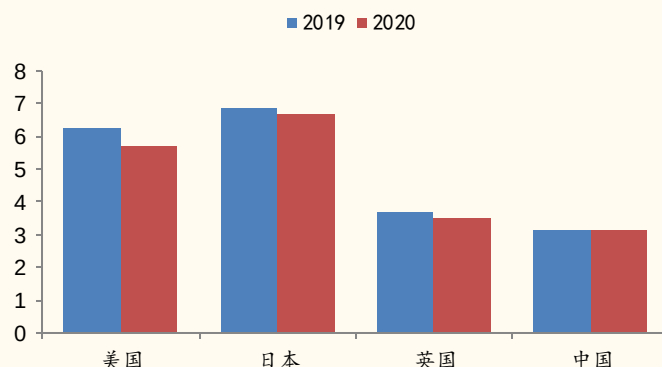
我国能量饮料均价呈现先升后降，再趋稳的态势。据 2006-2012 年间能量饮料销售额和销量计算其均价，发现 06 年以来，能量饮料价格不断上扬，于 2012 年达到 24.21 元/升左右的峰值。此后开始快速下滑，2017 年降至 19.86 元/升，我们认为主要原因是多个品牌入局加剧了市场竞争。以 17 年为分界点，能量饮料均价趋于稳定。我们认为原因主要在于：1) 2016 年起的红牛版权纷争给其他品牌的发力带来窗口期，其他品牌采取低价策略之外的方式抢夺市场份额的空间更大；2) 持续 5 年的降价使得能量饮料价格在 17 年已经降低到一定程度，仅比 06 年的均价（19.85 元/升）高 0.012 元/升，几乎将 06 年后十年左右的涨幅抹平，此时继续快速下降的空间已不大。

图表 29：2006-2020 我国能量饮料均价（单位：元/升）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 30：中美日英能量饮料均价（单位：美元/升）



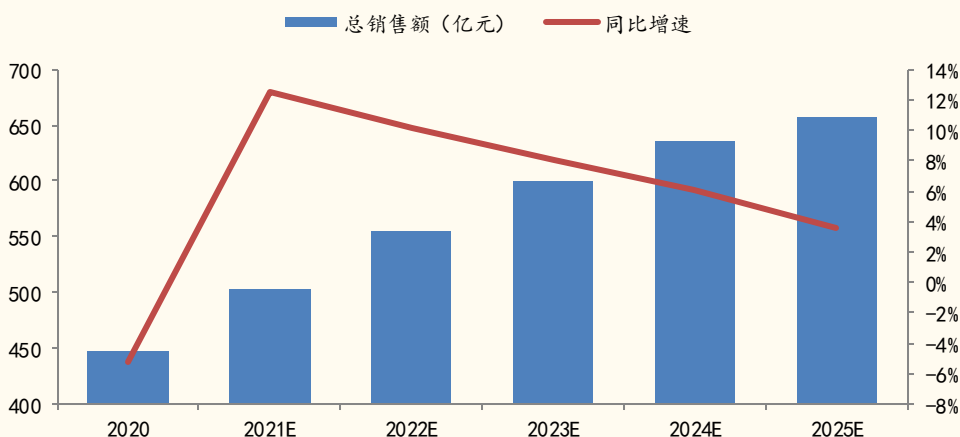
来源：Euromonitor，Wind，国金证券研究所

我国能量饮料价格约为美日的 1/2，存在提升空间。2020 年，我国能量饮料均价约 3.14 美元/升，大概是美日价格的 1/2，与英国差距相对较小。由于 20 年有疫情影响，我们也将 2019 年中美日英能量饮料的价格进行对比，发现 19 年我国能量饮料与美日英的差距相较 20 年更大。预计伴随国内能量饮料市场发展趋于成熟，消费者消费能力提高，能量饮料价格有望上涨。

居民可支配收入增长将推动消费升级，为能量饮料价升提供基础。据国家统计局数据，2010-2020 年间，我国城镇及农村居民人均可支配收入逐年增长，2020 年分别达到 43834 元和 17131 元，CAGR 分别为 8.66% 和 11.21%。不过，我国人均收入与美日英等国家仍有较大差距，提升空间较大。随着经济的发展及 GDP 的增长，预计我国居民人均可支配收入将持续增长，进而促进消费升级，能量饮料价格也有望随之提升。

价格提升的真正到来仍需时间。对标海外，我国能量饮料市场人均消费量较低，仍处于较快发展阶段；且市场中存在红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量、战马等多品牌，一方面竞争格局未定，红牛深陷版权之争，其他品牌必定会抓住此次契机抢夺市场份额，或许还会有新品牌入局，市场竞争依然激烈甚至有可能加剧；另一方面，我国能量饮料价格高低并存，二元价格下各品牌发展策略不同，比如：红牛定位高端，而东鹏特饮集中于低价格带，这也降低了均价真正提升的可能性。因此，我们认为国内能量饮料价格有较大提升空间，但当前发展阶段真正价升（即价格相较于稳定于较高点，而不是持续的震荡）可能性较小，市场扩容将首先主要来自量增，后续在消费升级及市场发展的推动下，价格有望出现整体性的上移，进而迎来量价齐升。欧睿国际预测 2021 年我国能量饮料总销售额迎来较大反弹，同比 20 年增长 12.5%，此后随着销售额基数的增大，同比增速有所下滑，至 2025 年，总销售额将达到 658.11 亿元。

图表 31：2020-2025E 我国能量饮料市场总销售额及同比增速

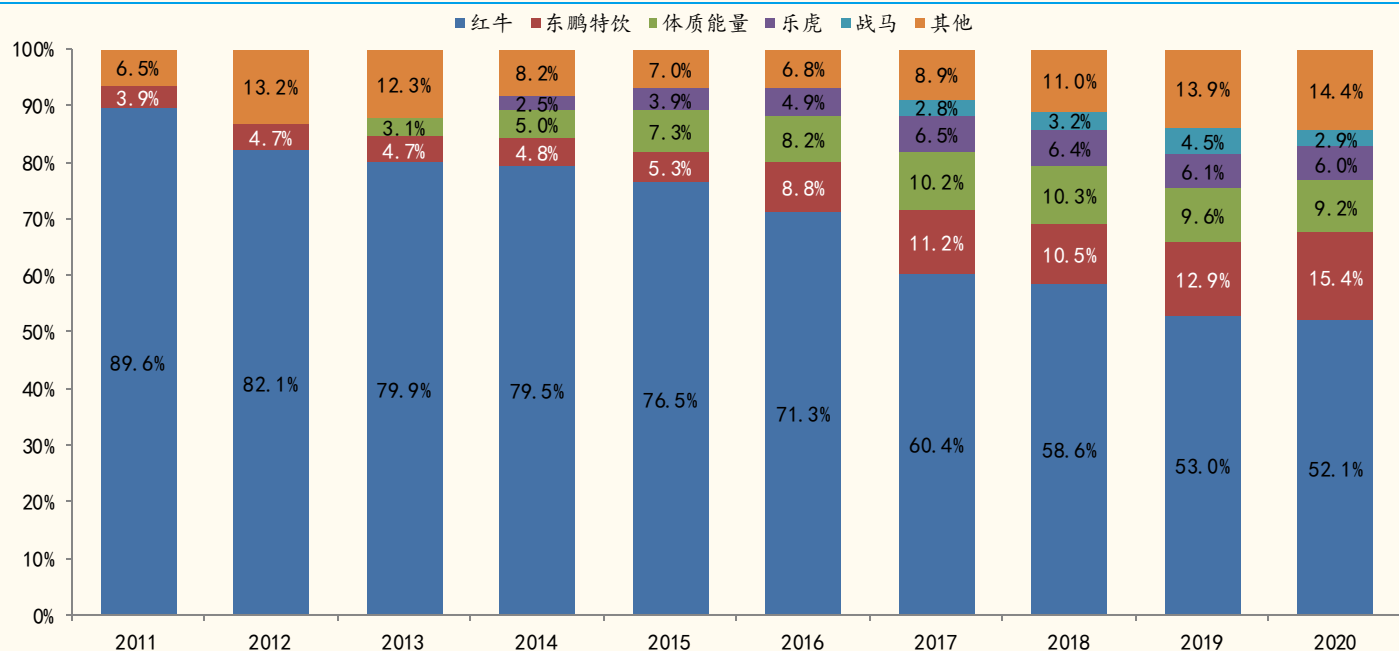


来源：Euromonitor，国金证券研究所

2.3 市场格局：红牛市占率下降，国产能量饮料走势强劲

国产能量饮料不断发力，红牛市场占有率下降。2013 年之前，红牛几乎一家独大，市占率超过 80%，随着东鹏特饮持续发力，体质能量、乐虎、战马等相继入局抢占市场份额，红牛市占率逐年下降，2020 年降至 52.1%，较 2011 年减少 36.5%。与此同时，2011-20 年间，东鹏市占率从 3.9% 升至 15.4%，根据线下销售额所统计出的竞争格局中，2016 年，东鹏特饮市占率在连续两年低于体质能量后成功实现反超，此后其市场份额一直居于第二位。此外，2016 年以来，“其他”品牌市占率也在不断提升，侧面印证了市场竞争的激烈。

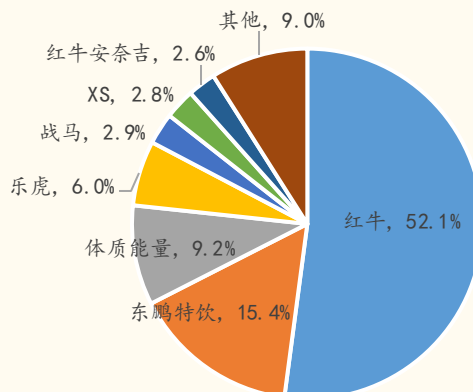
图表 32：2011-2020 年我国能量饮料竞争格局变动（按线下销售额）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

目前国内能量饮料行业呈现一超三强的格局。根据线下销售额数据，2020 年，我国市场占有率超过 2% 的品牌共 7 个，分别为：红牛（红牛维他命饮料有限公司）、东鹏特饮（东鹏饮料）、体质能量（河南中沃实业有限公司）、乐虎（达利食品集团有限公司）、战马（战马（北京）饮料有限公司）、XS（安利集团）和红牛安奈吉（泰国天丝集团）。其中，红牛、东鹏特饮排名分别为第一、第二，市场占有率为 52.1%、15.4%，排名前四的品牌市场占有率 82.7%，当下的竞争格局呈现出一超三强的局面。

图表 33：2020 我国能量饮料市场份额（按线下销售金额）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

红牛版权之争为其市场地位带来更多不确定性。1995 年，我国华彬集团将泰国天丝医药保健有限公司的“红牛”品牌引入国内，但 2016 年二者开始就“红牛”的授权期限产生矛盾，展开版权之争。诉讼期间，泰国天丝将“红牛”、“Red Bull”商标授权给广州曜能量饮料有限公司，并于 2019 年上市红牛安奈吉和红牛进口装（红牛维生素风味饮料），19H1，以上产品在中国的销售超过 10 亿元；而华彬集团一方面继续销售红牛维生素饮料（中国红牛），另一方面在 2017 年推出自己的能量饮料品牌——“战马”，19 年两种能量饮料销售金额分别为 223 亿元、13.3 亿元。虽然 21 年泰国天丝和华彬集团的商标诉讼以华彬集团旗下红牛维他命饮料有限公司上诉请求被驳回作为终审判决而结束，但二者的商标之争远未结束，红牛市场地位存在较大不确定性。从红牛安奈吉 2020 年 2.6% 的市占率亦可看出，二者的纷争仍在继续，这给其他品牌带来发展契机，而市占率居于第二的东鹏特饮更有可能乘势向上，突围而出。

三、公司优势：多措并举强化竞争力，未来前景向好

3.1 产品端：聚焦主导产品培育新品，差异化策略提升竞争力

聚焦能量饮料，推出多规格产品，可满足市场多样化需求。长期以来，公司在能量饮料投入大量资金、资源，成功塑造东鹏特饮大单品。同时，公司采取差异化策略，不断优化产品定位，推出不同规格产品，目前已形成 250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐、500ml 金瓶，终端零售指导价格 2 元/盒、3 元/瓶、4 元/罐和 5 元/瓶的产品梯队，能够满足市场的差异化需求。

东鹏特饮价格定位亲民，与红牛错位竞争。比较目前国内能量饮料市场主流品牌的价格可以发现，红牛定价较高，主攻高端市场，而东鹏特饮、乐虎、体质能量等第二梯队更倾向于下沉市场。东鹏特饮作为国内能量饮料行业市占率第二的品牌，与红牛错位竞争，避其锋芒，凭高性价比开疆拓土；而中低价格带中，乐虎、体质能量等在品牌影响力、销量等方面与东鹏仍有一定距离，消费者接受度不及东鹏特饮。这种发展策略不仅利于公司快速抢占市场份额，站稳脚跟，同时也留下未来向高端市场拓展的空间。

图表 34：国内主要能量饮料品牌价格

产品名称	规格	单价	产品图片	产品名称	规格	单价	产品图片
红牛维生素功能饮料	250ml 罐装	6 元		乐虎	250ml 罐装	4-5 元	
红牛安奈吉饮料	250ml 罐装	6 元			380ml 瓶装	4 元	
红牛维生素风味饮料	250ml 罐装	7 元		体质能量	330ml 罐装	3 元	
奥地利红牛	250ml 罐装	12 元			600ml 瓶装	5 元	
东鹏特饮	250ml 罐装	4 元		战马	310ml 罐装	6 元	
	500ml 瓶装	5 元			400ml 瓶装	5 元	

来源：天猫商城，京东商城，招股说明书，国金证券研究所

加大由柑柠檬茶投入力度，挖掘非能量饮料潜力。公司在茶饮料、植物浸提饮料领域有所突破，分别推出由柑柠檬茶和陈皮特饮。近几年，公司加大由

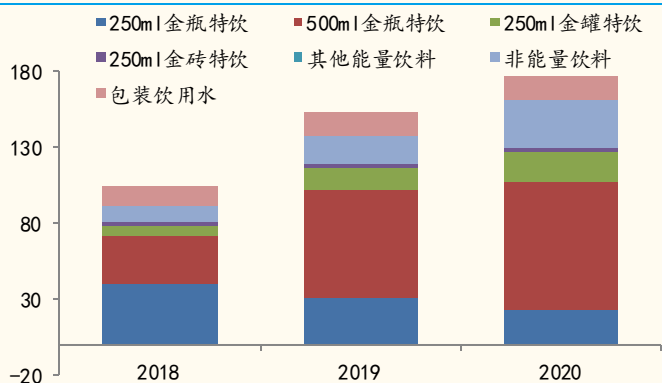
柑柠檬茶投入，比如：品牌打造方面，2019 年聘请杨紫为品牌形象代言人；2020 年，冠名湖南卫视《54 晚会》及其他卫视多档综艺节目。未来公司也会从品牌、渠道等角度加大由柑柠檬茶等新品投入，持续关注市场动向，以消费者需求为导向，挖掘非能量饮料潜力，为公司长久发展持续提供动力，同时降低产品结构单一的风险。

3.2 产能端：募投项目缓解产能瓶颈，优化生产基地全国布局

现有生产基地立足广东、广西、安徽辐射两广、华中和华东等主要销售地区。目前公司在广东、广西和安徽均建有生产基地，分别由各地区的子公司负责，全产品线产能约 180 万吨/年。从生产基地全国范围的分布看，已投产建设基地主要辐射范围在广东、广西、华中、华东地区，这也是公司前四大销售市场，产能分布与销售结构（按地区分）相匹配，省外生产基地的建设也符合公司推进东鹏特饮走向全国的战略。

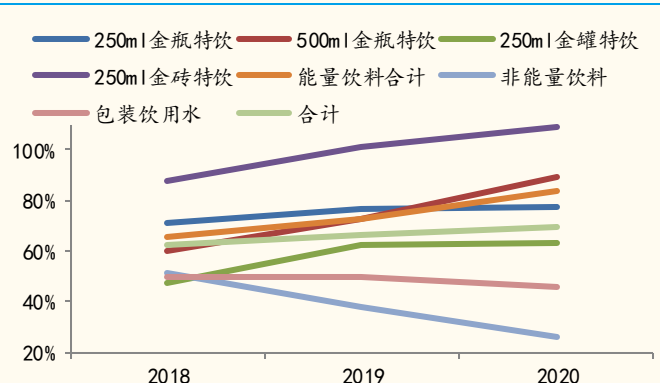
分产品看，能量饮料产能利用率持续增长，20 年超过 80%，产能趋紧。近三年，公司产能从 104.5 增至 177.3 万吨，同时产能利用率不断提高，主要产品合计产能利用率从 2018 年的 62.03% 增至 2020 年的 69.61%，而 2019 年同行业上市公司的产能利用率大概处于 50%-60%，整体而言，公司产能趋紧。其中，公司营收贡献最大的产品—500ml 金瓶在产能快速扩大的同时，产能利用率也在快速增长，2020 年达到 89.12%，同年公司能量饮料产能利用率亦超过了 80%。从产品产能利用率来看，公司亟需扩大产能。

图表 35：公司各主要产品产能情况（单位：万吨）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 36：公司各主要产品产能利用率



来源：招股说明书，国金证券研究所

分地区看，广东及广西区域产能利用率一度接近 80%，几近饱和。2020 年，公司整体产能利用率已接近 70%。其中，广东及广西地区是公司最大的市场，两地区各生产基地 18-20 年合计产能利用率为 76.55%/79.22%/75.76%，处于高位。同时安徽生产基地产能利用率亦提升迅速，2018-2020 年分别为 40.01%/37.52%/52.51%，主要原因是安徽生产基地主要覆盖公司在华东、华中、华北等地区的产品供应，这些地区处于持续开拓市场、不断增长阶段。

华南和南宁二期生产基地可缓解两广产能瓶颈，西彭生产基地立足重庆进一步满足中西部需求。公司此次 IPO 募资约 17.3 亿元，拟将其中的 9.59 亿元用于三个生产基地建设项目：1) 华南生产基地建成后形成年产 48.12 万吨的产能，可以承接莞鹏生产基地相关产能，降低因莞鹏租赁土地、房屋及自有房屋产权瑕疵给公司生产经营造成损失的风险；2) 南宁生产基地二期项目能与华南生产基地形成呼应，一起缓解广东及广西地区产能瓶颈。3) 重庆西彭生产基地建于重庆，可进一步满足中、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，其建成后，公司在华南、华东、西南均有生产基地，将形成完善的产能布局。此外，上述三个生产基地建设期 3 年，达产期 5 年，届时将为公司带来约 110.12 万吨的产能，生产规模的进一步扩大将强化规模效应，降低单位生产成本，提高生产运营能力。

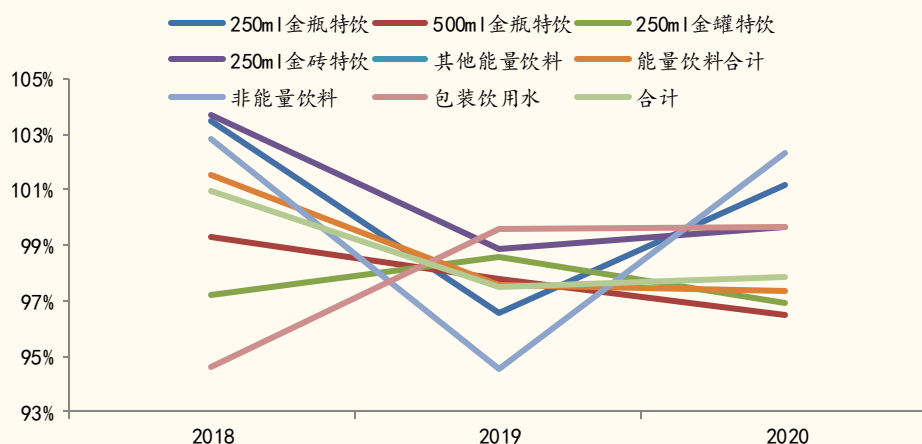
图表 37：生产基地建设项目内容

项目名称	建设地区	实施主体	生产线	产能 (万吨)	辐射区域 (省份)	建设期 (年)	达产期 (年)	投资总额 (万元)	拟投入募 集资金 (万元)
华南生产基地 建设项目	广东	华鹏	2 条罐装生 产线, 2 条瓶装生 产线, 2 条瓶装 饮料(冷罐装) 生产线	48.12	广东、海 南、湖南、 福建、江西 (赣州、吉 安)	3	5	72878	46907.67
重庆西彭生产 基地建设项目	重庆	渝鹏	3 条瓶装生 产线, 1 条瓶装饮 料(冷罐装)生 产线, 1 条包装 饮用水生产线	39.5	四川、重 庆、陕西、 青海、甘 肃、宁夏、 西藏	3	5	50853	33996
南宁生产基地 二期建设项目	广西	桂鹏	3 条瓶装生 产线	22.5	广西、贵 州、云南、 广东(金罐 产品)	3	5	20000	15000
合计				110.12				143731	95903.77

来源：招股说明书，国金证券研究所

各产品产销率较高且需求旺盛，扩张的产能不会拉低现有产能利用率。公司各产品产销率均超过 93%，处于高位，主要系公司采取“以销定产”的生产模式，且产品销量增速仍较快所致。公司依据往年产能及销量情况估测扩产后 500ml 金瓶特饮和 250ml 罐装的产能利用率，在谨慎假设这两款产品的增速与往年持平的情况下，预计其产能利用率不会因为募投项目的投产而被拉低。此外，重庆西彭基地及南宁生产基地的 250ml 金瓶特饮生产线完成后，会形成 9 万吨/年的产能，约为 2019 年产能的 29.42%，伴随中、西部地区市场需求进一步释放，预计能够有效消化新增产能。由柑柠檬茶销量近几年增速较快，随着公司加大由柑柠檬茶投入力度，运用已有营销渠道及经验培育该产品，预计其新增产能将来也会被消化。

图表 38：公司各产品产销率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：500ml 金瓶与 250ml 金罐未来产能利用率估测

项目	计算过程	500ml 瓶装	250ml 罐装
2019 年度产能	A	70.83	15.48
新增产能	B	78	9
扩产后产能	C=A+B	148.83	24.48
2019 年销量	D	50.43	9.5
预计未来销售增速	E	20.97%	20.97%

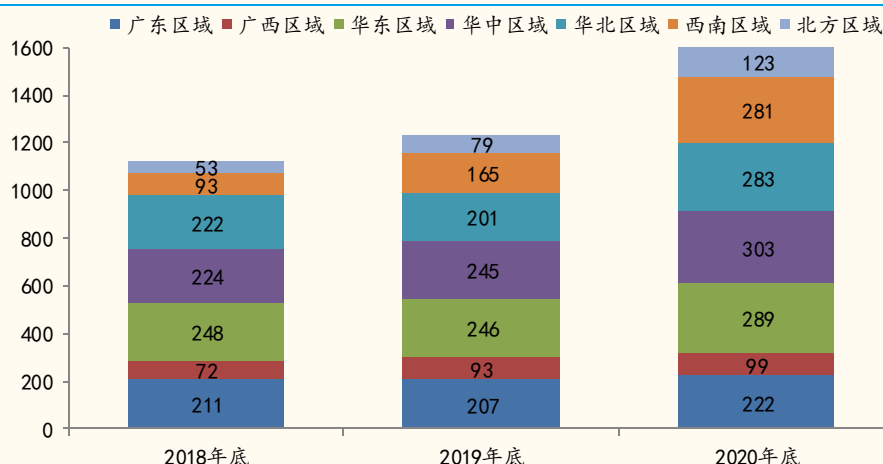
项目	计算过程	500ml 瓶装	250ml 罐装
3 年后销量	$F=D*(1+E)^3$	89.27	16.82
3 年后产能利用率	$G=F/C$	59.98%	68.70%
5 年后销量	$H=D*(1+E)^5$	130.6404	24.61002
5 年后产能利用率	$I=H/C$	87.78%	100.53%

来源：招股说明书，国金证券研究所

3.3 渠道端：持续优化全国布局，促进渠道进一步下沉

加速渠道全国布局，打通广东外市场放量的通道。2020 年公司进一步完善“经销商—邮差/批发商—终端门店”的整体渠道搭建，至 20 年末，经销商数量共计 1600 家，邮差及批发商约 5 万余家，终端门店约 120 万家。分区域看渠道布局，1) 广东区域：2019/2020 年较前一年经销商数量变动分别为-4/+15 家，变化不大，邮差及批发商、终端门店数量也较为稳定；2) 广东区域外市场：2018-20 年，经销商数量分别为 912/1029/1376 家，近两年增量为 117/347 家，侧面表明 20 年公司在广东外市场的渠道投入较大。此外，2019-20 年，邮差及批发商由 2 万余家提升至约 4 万家，终端门店由约 60 万余家提升至 90 万余家，也印证了公司在加速渠道布局，推动广东外市场需求释放。

图表 40：2018-2020 年公司各区域经销商数量



来源：招股说明书，国金证券研究所

加大特通渠道投入，促进渠道进一步下沉。传统零售门店是饮料行业最主要的销售渠道；随着人们消费水平的提高和消费场景的多元化，连锁超市、大型卖场、连锁便利店等特通/现代渠道也成为饮料行业重要销售渠道。公司计划投入约 3.26 亿元加强渠道建设：1) 加大全国范围内各传统渠道和特通/现代渠道的冰柜投放，推动多场景下东鹏特饮的消费放量；2) 积极开发和重点销售渠道，促进销售渠道进一步下沉，预计能够更好发挥东鹏的高性价比优势，促进销量持续增长。

3.4 品牌端：线上线下营销结合，不断提升品牌影响力

线上线下宣传推广构筑品牌影响力优势。公司高度重视品牌形象，制定了“品牌年轻化”战略，提出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，在线上线下进行多维度、全方面、饱和式的营销宣传，提升品牌曝光度。1) 线上：除传统的电视广告宣传外，还包括影视植入、体育赛事赞助、电竞赞助等方式，其中抖音挑战赛、电竞赞助、赞助 B 站综艺等是公司结合当代年轻人的生活方式、消费习惯及媒介变化所进行的新型营销模式，符合东鹏特饮产品年轻化定位。2) 线下：借助公交车身、地铁、高铁站、候车亭、墙体等进行户外宣传，在重点市场的旺季，公司还会灵活调整，加大“地面广告”的投放力度。电视广告、影视植入等“高空广告”+与消费者密切接触的“地面广告”，共同推动东鹏特饮品牌辨识度提升，并且目前品牌红利正逐步释放，直观的表现即为 2019 年公司实现营收 42.09 亿元/yoy+38.56%，2020 年疫情影响下营收亦逆势增长，同比增速达到 17.81%。

图表 41：公司品牌宣传方式

年份	品牌宣传方式
2013	邀请谢霆锋作为品牌代言人，做央视广告
2016	公司视频网站中的“压屏条”广告
2018	赞助中超联赛、央视俄罗斯世界杯转播、葡萄牙国家足球队等
2019	举办东鹏抖音挑战赛 植入冠名《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 聘请杨紫为由柑柠檬茶品牌形象代言人
2020	东鹏特饮冠名湖南卫视第二季度的《天天向上》，由柑柠檬茶冠名湖南卫视《54 晚会》及其他卫视多档综艺节目 植入《爱情公寓 5》、《安家》、《猎狐》、《盗墓笔记-重启》等热门影视 与 B 站合作为高考生加油打气，赞助多档 B 站综艺 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

来源：招股说明书，国金证券研究所

拟投入 2.35 亿元用于品牌建设，进一步筑深品牌力护城河。品牌建设为公司此次募投项目之一，公司计划投放央视、卫视广告、互联网以及户外广告来进一步提升品牌辨识度，继续采用“高空广告”和“地面广告”相结合的方式推广产品，加强品牌建设，强化品牌影响力，进而抢夺更多市场份额。

图表 42：品牌推广项目投资明细

投放类型	投资内容	投资总额（万元）
电视广告	央视、卫视等	5500
互联网广告	视频网站、短视频 APP、新闻资讯等	7500
户外广告	公交、地铁、高速、高铁等	10500
合计		23500

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 总结上述分析，我们认为公司未来几年的增长有以下几点核心逻辑：一是红牛版权纷争带来发展契机：多方入局能量饮料加剧竞争，打破红牛一家独大的格局，其市占率逐步下滑；红牛版权之争仍未平息，稀释市场份额的同时影响其品牌力，东鹏特饮据于市占率第二的优势地位，有望乘势而上，在激烈的市场竞争中成功突围。二是差异化策略强化竞争优势：1) 能量饮料：推出 250ml 罐装、500ml 瓶装等多规格产品，覆盖 2-5 元价格带，与定价较高的红牛错位竞争，利于品牌培育，亦带来向高价格带拓展的增长空间；2) 产品矩阵：聚焦主导产品的同时，布局由柑柠檬茶和陈皮特饮等其他非能量饮料，计划着力培养具有成长潜力的新品，公司将持续加大由柑柠檬茶投入，这在降低依赖单品风险的同时，有望带来新的业绩增长点。三是全国化布局前景广阔：目前公司拥有增鹏、华鹏、莞鹏、徽鹏、渝鹏等多处生产基地，并拥有 1000 余家经销商，初步完成广东、广西、华中、华东等重要市场的销售布局与渠道渗透。未来仍将推进全国化进程，1) 产能：计划在广东、重庆、广西完成三个生产基地建设，缓解产能瓶颈，优化产能全国布局；2) 营销渠道：升级营销网络及渠道建设，完善其全国布局，进一步促进渠道下沉。四是持续筑深品牌力护城河：目前“东鹏特饮”品牌及“年轻就要醒着拼”品牌主张深入人心，品牌红利正逐步释放，未来拟投入 2.35 亿元用于品牌建设，通过央视、卫视广告、互联网以及户外广告方式推广产品，用线上线下宣传结合的方式持续提高品牌影响力。

四、财务分析：盈利能力良好，营运效率较高

4.1 业绩快速增长，毛利率稳定，净利率稳中有升

- 相比同行业公司，业绩增速较快

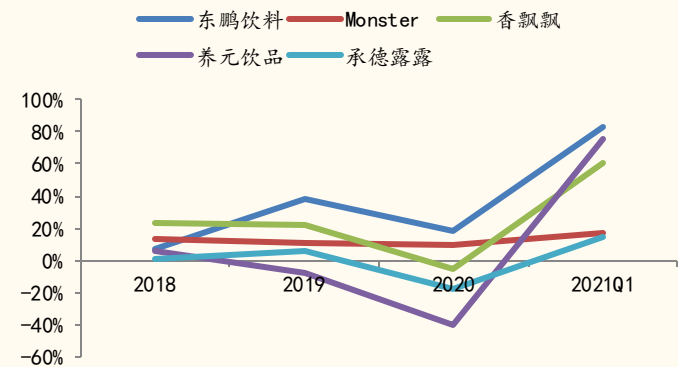
同行业上市可比公司中，Monster（怪物饮料）是美国能量饮料行业的龙头；而香飘飘、养元饮品及承德露露均长期专注于软饮料行业细分领域，集中力量将某一特定系列产品做大做强。2020 年，香飘飘奶茶产品收入占总营收的

99.03%，养元饮品的“六个核桃”核桃乳产品收入占比达到 98.62%，承德露露的“露露”杏仁露产品收入占比 99.27%，这三家公司专注软饮料细分领域的策略及营收结构（按产品分）与公司具有一定相似性。

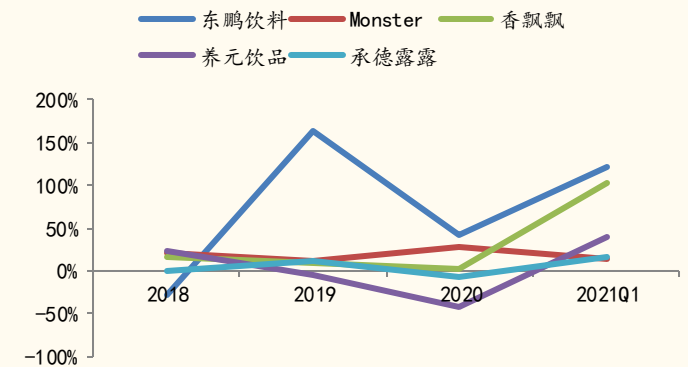
营收增速及归母净利润处于同行业上市公司中的高位。2018-2020 年间，公司的营收增速整体而言高于同行业可比上市公司，且呈现增速加快的态势。归母净利润亦然，2018 年的同比下跌主要系公司加大营销投入，销售费用大增所致。不过，加大营销投入力度的作用对于 2019、2020 年营收及净利润的快速提高起到了促进作用。相较怪物饮料较平稳的增速而言，公司业绩增长迅速，符合当前处于发展较快阶段的特点。

图表 43：公司与同行业上市公司营收增速对比

图表 44：公司与同行业上市公司归母净利润增速对比



来源：Wind，国金证券研究所



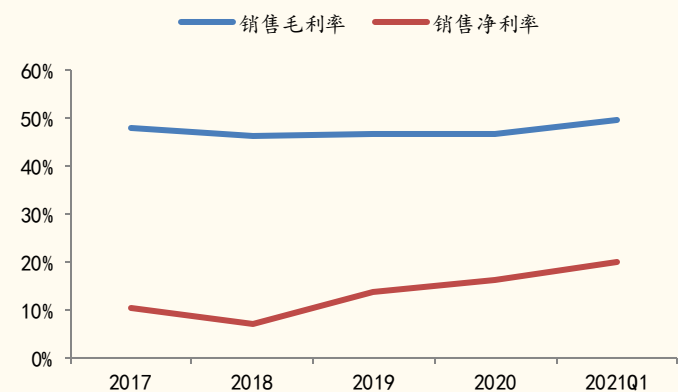
来源：Wind，国金证券研究所

■ 毛利率稳定于合理区间

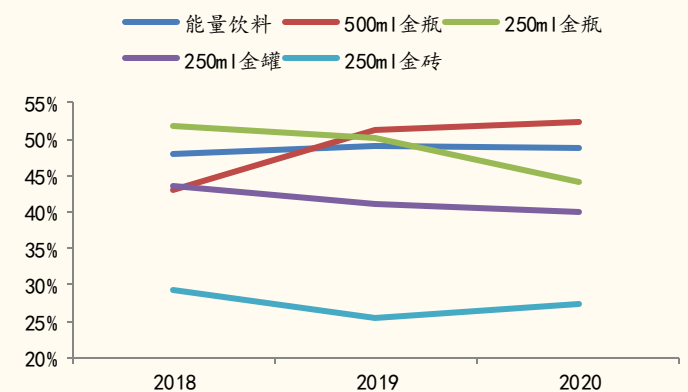
毛利率保持稳定，净利率稳中有升。2017-2021Q1，公司销售毛利率保持稳定，在 45%-50% 的区间内小幅波动，净利率从 2017 年的 10.41% 增至 2021Q1 的 19.98%。由于能量饮料收入占公司总营收较大比重，综合毛利率受能量饮料毛利率影响较大，2018-2020 年，能量饮料毛利率稳定在 48%-50% 区间亦可反映出这一点。

图表 45：2017-2021Q1 公司销售毛利率及净利率

图表 46：2018-2020 能量饮料及其细分产品销售毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

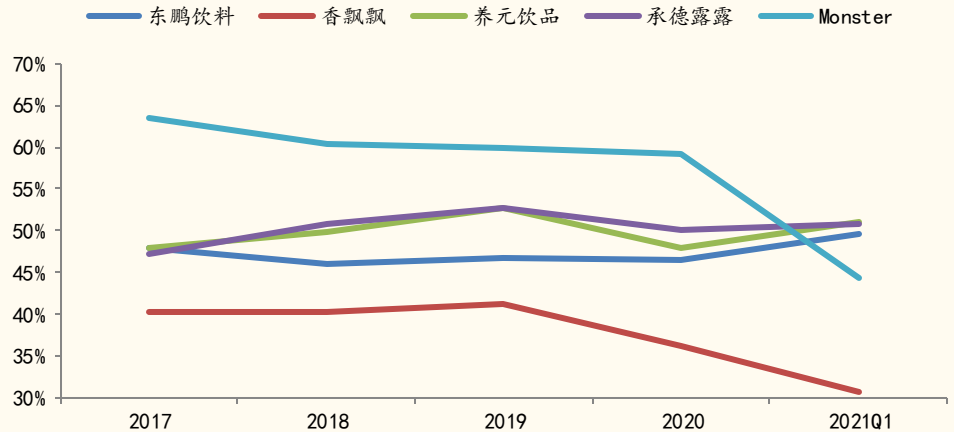


来源：Wind，国金证券研究所

公司优势产品—500ml 金瓶的毛利率呈上升态势。四种能量饮料毛利率存在差异主要系其销售定价与单位成本存在一定差异。其中，作为近两年营收占比最高的优势产品，500ml 金瓶毛利率呈上升趋势，对于综合毛利率的稳定起到重要作用。2019 年 500ml 金瓶上升 8.06%，增速较大，主要是因为当年原材料聚酯切片的市场价格下降较快，且产量大幅提升使单位人工成本及制造费用均有所下降。2020 年，250ml 金瓶毛利率下降的原因主要系公司于 2019 年末下调其出厂价格致使单价有所下降。

相较同行业上市公司，公司毛利率位于合理范围且较稳定。公司毛利率与国内同行业上市公司均值水平相当，不过公司毛利率较稳定且有提升趋势。与 Monster 相比，公司毛利率较低，有一定提升空间。待公司生产基地建设完成，规模效应进一步加强，单位成本有望降低，进而推动毛利率提升。

图表 47：2017-2021Q1 公司毛利率与同行业上市公司的对比

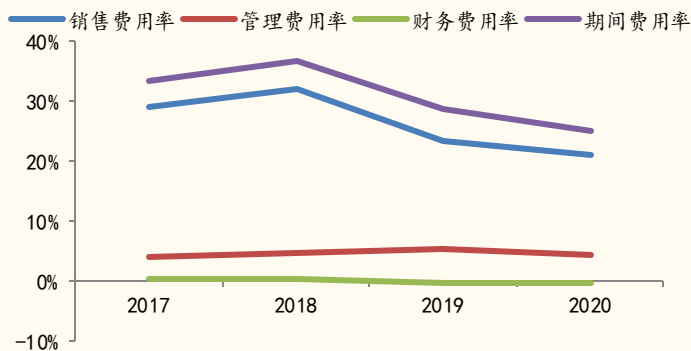


来源：Wind，国金证券研究所

■ 期间费用率处于合理范围，整体呈下降态势

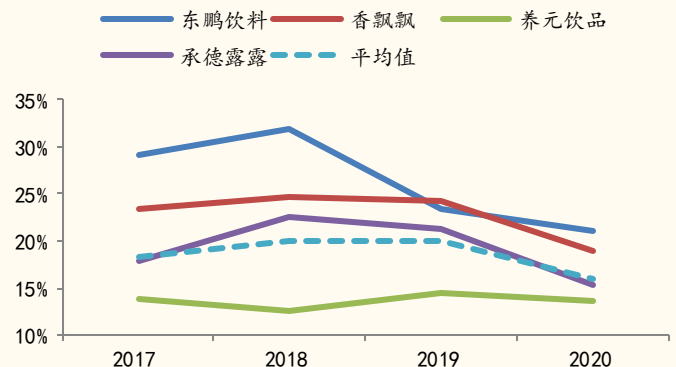
公司期间费用率整体呈下降趋势。销售费用占据公司期间费用的较大比例，且逐年增长，主要系伴随规模提升，公司逐步加大在广告、渠道、人员等方面的投入，同时，产品销量增长导致运输费有所增加。2018 年公司为进一步提升品牌形象与地位，在俄罗斯世界杯期间投入大量广告宣传费，销售费用大幅提升，不过营收的增长使销售费用提升对费用率的影响减小，最终销售费用率仅以较小幅度提升。2019、2020 年，伴随公司营收快速增长，销售费用率呈下降趋势，受其影响，期间费用率亦在降低。

图表 48：2017-2020 年公司期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

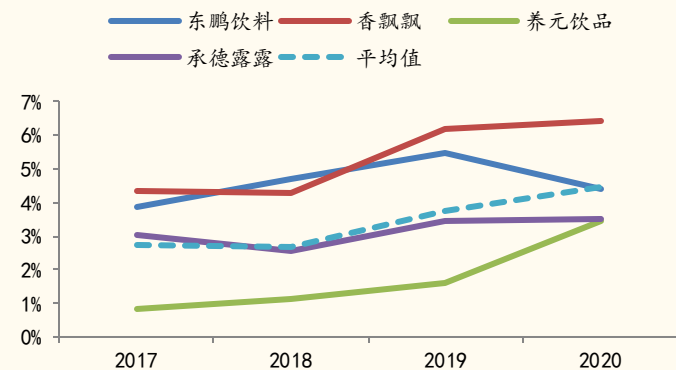
图表 49：2017-2020 与同行业上市公司销售费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

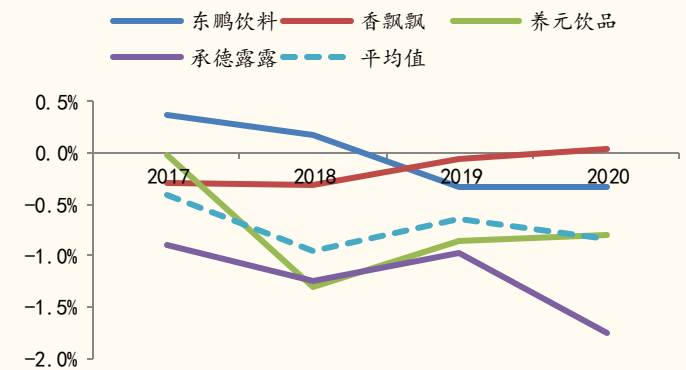
公司费用率较同行业上市公司略高，但处于合理水平。1) 销售费用率：较同行业上市公司高，原因在于公司目前处于快速发展阶段，广告宣传和品牌建设投入及销售人员的薪酬支出较高。2) 管理费用率：也略高于同行业上市公司，原因主要是管理人员整体薪酬随公司快速发展而有所增加。此外，2019 年公司对核心员工进行了股权激励，扣除股份支付的影响，当年管理费用率为 3.70%，略高于同行业上市公司平均值。至 2020 年，公司管理费用率已略低于同行业上市公司均值。随着公司业绩持续提升及规模效应进一步显现，管理费用率有望继续下降。3) 财务费用率：高于同行业上市公司，主要原因是经营规模增长较快，新增部分借款用于日常营运以及构建固定资产。整体而言，公司费用率略高，但仍符合其处于快速发展阶段的特征，处于合理水平。

图表 50：2017-2020 与同行业上市公司管理费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 51：2017-2020 与同行业上市公司财务费用率对比

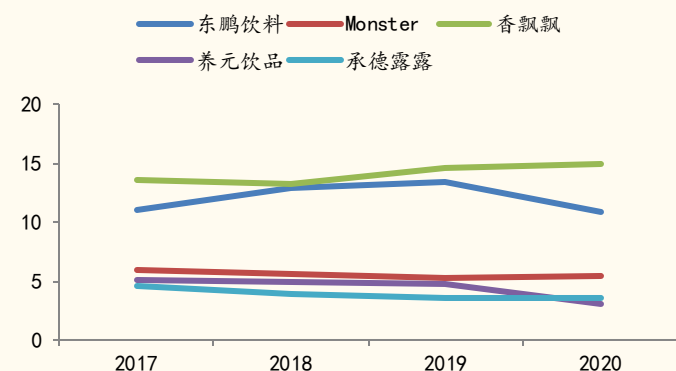


来源：Wind，国金证券研究所

4.2 存货周转率保持在较高位，款到发货结算方式利于应收账款管理

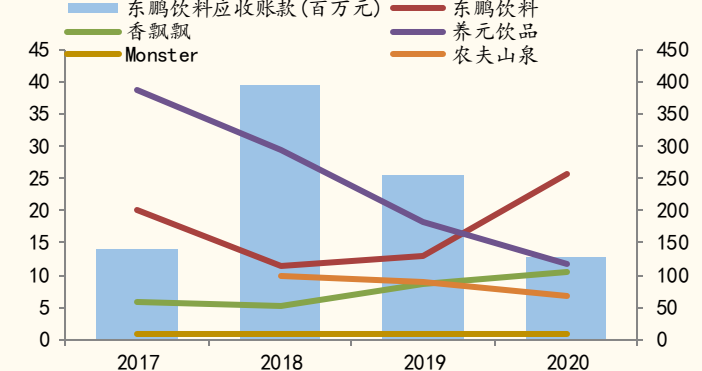
存货周转率较高，表明存货管理良好。2017-2020 年间，公司存货周转率分别为 10.99、12.90、13.43、10.88 次，处于同行业中较高水平，主要系公司采取“以销定产”生产模式和“以产定购”采购模式，期末存货数量较少；同时养元饮品和承德露露 Q1 及 Q4 为销售旺季，为满足旺季生产和销售所需，年末保持较高的安全库存。此外，公司存货周转率亦高于 Monster，再次反映出公司较高的存货管控能力。

图表 52：公司与同行业可比上市公司存货周转率对比（单位：次）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：公司应收账款（左轴）及与同行业可比上市公司应收账款周转率对比（单位：次）



来源：Wind，国金证券研究所

应收账款管理受益于款到发货结算方式，周转率维持在较高水平。2017-2020 年，公司应收账款分别为 1408.4、3954.23、2557.18、1285.17 万元，占同期营业收入的比例分别为 0.50%、1.37%、0.64%和 0.27%，保持在较低水平。同时，应收账款周转率分别为 201.92、113.29、129.27、258.10 次，在同行业可比公司中维持在较高水平，主要系公司深耕饮料行业多年，产品深受下游经销商认同，一般采用“款到发货”的结算方式。

五、投资建议

5.1 投资逻辑

- 深耕能量饮料，业绩持续兑现。公司于 97 年推出东鹏特饮，经多年深耕，成功在该赛道站稳脚跟，目前市占率位居行业第二，同时业绩持续兑现。2017-20 年，营收从 28.44 增至 49.59 亿元（CAGR 为 20.36%），归母净利 CAGR 为 39.96%，21Q1 营收/归母净利同比+83.37%/+122.52%，主营收入较 19Q1 增长 153.11%，公司预计 21H1 营收同比 31.61%-47.81%。
- 赛道广而优，未来大有可为。1) 广：对标海外，我国能量饮料人均消费量不及美英的 20%，提升空间广阔。经各品牌多年营销推广，消费者主动消

费意识逐步提高，随消费群体扩大和消费场景多元化，加之年轻人口基数大，需求将继续释放；虑及我国能量饮料市场仍未成熟，市场竞争激烈，当前均价趋稳，预计市场扩容首先主要源于量增而非价升。**2) 优：**抗疲劳和成瘾属性加持，用户粘性较高；14-19 年能量饮料销售额 CAGR 约 15%，是增速最快的软饮品类，疫情致使 15-20 年 CAGR 降至 9.2%，领跑软饮行业。

- **红牛深陷商标纷争，格局松动孕育机遇。**多方入局+商标纷争导致红牛市占率逐步下滑，一家独大局面淡化。目前商标之争仍未平息，红牛品牌力受损的同时，市场份额存在变动可能。东鹏市占率第二，据于优势地位，且聚焦能量饮料多年，筑深品牌力护城河，有望乘势奋起直追。
- **多措并举拓展增长空间：1) 差异化策略避红牛锋芒：**推出不同规格能量饮料，覆盖 2-5 元低价格带，与红牛错位竞争，凭高性价比开疆拓土；**2) 培育新单品：**拟加大由柑柠檬茶投入，创造新增长点，降低依赖单品的风险；**3) 全国化前景广阔：**通过 IPO 增加股本 0.4 亿股，募资 17.3 亿元。其中，9.6 亿元用于生产基地建设，打破产能瓶颈，进一步满足中西部需求；3.7 亿元用于升级营销网络、加强渠道建设和品牌推广，激发全国市场潜力。

5.2 盈利预测

- **收入预测：1) 能量饮料：500ml 金瓶：**自 2017 年推出后，以高性价比优势深受消费者青睐，收入迅速扩张，19 年收入占比超过 250ml 金瓶，跃居首位，20 年实现营收 30.85 亿元，达到较大体量。预计伴随公司全国化布局，500ml 金瓶收入仍将保持增长态势，但是由于体量不断增长，增速略有下滑，我们谨慎假设 500ml 金瓶收入增速分别为 43.3%、32.9%、26.6%。**250ml 金瓶：**自 500ml 金瓶推出后，250ml 金瓶销售收入受到一定影响，我们预计该影响会持续，但随着时间发展会趋于平缓，假设 2021-2023 年 250ml 金瓶营收增速为-12.8%、-10.6%、-6.9%。**250ml 金罐、250ml 金砖：**与 250ml 金瓶容量相同，三者之间存在一定取代效应，而前二者收入一直不及 250ml 金瓶，故我们谨慎假设 250ml 金罐 2021-2023 年收入增速为 24.2%、17.0%、15.6%，250ml 金砖 2021-2023 年收入增速为 10.4%、4.9%、3.5%。**其他能量饮料：**主要指公司 2020 年推出的东鹏加汽，虑及欧美市场加气能量饮料较受欢迎，且东鹏加汽收入目前处于低位，预计未来该产品收入以较快速度增长，假设 2021-23 其收入增速为 83.8%、60.4%、58.4%。**2) 非能量饮料：**该品类主要包括由柑柠檬茶和陈皮特饮等，虑及公司采取差异化策略，聚焦主导产品的同时，着力培育有成长潜力的新品，计划加大由柑柠檬茶的投入，依靠公司现有营销渠道、丰富经验，我们预计非能量饮料收入有望快速攀升，参考 2020 年非能量饮料销量 40.4%的增速，我们假设 2021-2023 年销量增速为 48%、39%、30%，在产品吨价略有下滑的假设下，2021-23 年非能量饮料收入增速为 128.1%、43.2%、32.6%。
- **利润预测：1) 毛利率：500ml 金瓶：**2019、2020 年，500ml 金瓶毛利率为 51.12%、52.25%，虑及能量饮料赛道竞争较激烈，未来产品价格也许会略有下降，且原材料价格或许会增高，但 500ml 金瓶产销较高，有一定规模效应，且公司已建立完善的采购管理体系，实现了优质稳定的生产物料供给，因此预计 2021 年 500ml 金瓶毛利率较 20 年小幅下滑，为 52.1%。随公司产能利用率进一步提高，规模效应加强，管理能力提高，估计 2022、2023 年该产品毛利率有所回升，为 52.2%/52.4%。**250ml 金瓶：**2020 年吨价较 19 年下滑 12.8%，在连续两年较大幅度的下降后，预计 2021 年吨价下降幅度会减小，因此估计 2021 年 250ml 金瓶毛利率较 20 年有所回升，为 46.6%，随着规模效应的加强，管理能力的提升，估计 2022、2023 年稳中有升，为 46.7%、46.9%。**250ml 金罐、250ml 金砖：**考虑到公司的规模效应、完善的采购管理及生产管理体系，我们估计 250ml 金罐、250ml 金砖 2021-2023 年毛利率水平将在近两年的基础上稳中有升，250ml 金罐毛利率分别为 41.7%、41.8%、41.9%，250ml 金砖毛利率为 27.6%、27.9%、28.0%。**非能量饮料：**伴随公司加大由柑柠檬茶等产品的投入，该产品有望实现产销两旺，产能利用率仍有提升空间，届时规模效应的加强会使得单位生产成本有所降低，一定程度抵消品牌营销等方面的

费用投入，因此预计 2021 年非能量饮料毛利率较 20 年小幅下滑，为 8.0%，随品牌影响力的提升，估计 2022、2023 年该产品毛利率有所回升，分别为 8.4%、8.7%。**综合：**我们预计 2021-2023 年公司综合毛利率稳中有升，分别为 47.3%、47.5%、47.7%。**2) 费用率：**为进一步提升品牌影响力，完善营销渠道，公司销售费用也许会上升，但随着收入的扩大，预计 2021-2023 年销售费用率会小幅下滑，分别为 19.42%、19.40%、19.20%。虽然规模的扩大可能会增加管理难度，进而增加管理费用，但随着收入增长，预计管理费用率亦将逐步降低，假设 2021-2023 年管理费用率为 3.21%、3.18%、3.12%。

- 预计 2021-2023 年公司收入同比增长 30.7%/26.1%/22.8%，归母净利润分别同比增长 48.1%/27.3%/26.8%，对应 EPS 为 3.01/3.83/4.85。我们选取香飘飘、百润股份和农夫山泉作为估值参考，由于可比公司 PE 值相差较大，故以中位值作为参考，可比公司 2021-2023 年预测 PE 的中值分别为 65/56/48 倍，给予公司 2023 年 60 倍 PE 估值，目标价 291.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 54：东鹏饮料收入预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总销售收入	4208.73	4958.50	6479.24	8172.62	10038.90
YOY	38.56%	17.81%	30.67%	26.14%	22.84%
500ml 金瓶收入	2166.63	3085.35	4421.70	5874.59	7436.00
YOY	171.24%	42.40%	43.31%	32.86%	26.58%
250ml 金瓶收入	1225.28	821.10	715.84	639.93	595.78
YOY	-29.60%	-32.99%	-12.82%	-10.60%	-6.90%
250ml 金罐收入	537.58	640.67	795.56	930.86	1076.44
YOY	95.28%	19.18%	24.18%	17.01%	15.64%
250ml 金砖收入	73.54	84.13	92.85	97.43	100.82
YOY	3.50%	14.40%	10.36%	4.94%	3.48%
其他能量饮料收入		23.90	43.92	70.44	111.57
YOY			83.75%	60.38%	58.40%
能量饮料销售收入合计	4003.03	4655.15	6069.87	7613.25	9320.62
YOY	38.73%	16.29%	30.39%	25.43%	22.43%
非能量饮料收入	147.89	239.93	337.34	482.97	640.41
YOY	49.30%	62.23%	128.10%	43.17%	32.60%
综合毛利率	46.74%	46.60%	47.32%	47.50%	47.72%
500ml 金瓶	51.12%	52.25%	52.10%	52.20%	52.40%
250ml 金瓶	50.12%	44.10%	46.60%	46.70%	46.90%
250ml 金罐	41.23%	40.11%	41.70%	41.80%	41.90%
250ml 金砖	25.30%	27.30%	27.60%	27.90%	28.00%
其他能量饮料		47.90%	45.00%	46.50%	46.70%
非能量饮料	-6.10%	9.30%	8.00%	8.40%	8.70%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：包装饮用水和其他业务 2020 年收入占比分别为 0.8%、0.5%，占比较低。）

图表 55：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			PB (倍)	EPS CAGR
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
603711.SH	香飘飘	17.22	71.71	0.88	0.96	1.12	1.28	18	15	13	2	13%
002568.SZ	百润股份	89.82	673.46	1.03	1.01	1.36	1.84	89	66	49	20	21%
9633.HK	农夫山泉	34.86	3,920.13	0.48	0.54	0.62	0.72	65	56	48	19	15%
平均								57	46	37	14	16%
中值								65	56	48	19	15%
605499.SH	东鹏饮料	265.65	1062.63	2.26	3.01	3.83	4.85	88	69	55	21	29%

来源：Wind，国金证券研究所（东鹏饮料为国金证券研究所预测，其余均为 wind 一致预期，截止至 2021 年 6 月 20 日，单位全部为人民币，汇率为 1RMB=1.2031 港元）

六、风险提示

- **市场竞争加剧：**经过多年发展，我国能量饮料已形成红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量、战马等多个品牌竞争的局面，同时行业的快速发展也吸引了其他众多参与者，比如统一旗下的够燃、安利旗下的 XS 等，竞争较激烈。虽然目前公司已凭借自身优势达到市占率第二的位置，但未来能否持续保持市场竞争优势存在不确定性。
- **宣传推广效果不及预期：**能量饮料市场竞争激烈，需要进行持续、大量的宣传推广，但这些投入是否能够取得预期效果，存在不确定性。如果不能有效提升品牌力，将对公司盈利能力和长期发展造成不利影响。
- **原材料价格波动：**公司产品原材料主要包括瓶坯、瓶盖、白砂糖等，上述原材料占生产成本比重较高。如果主要原材料的供求发生较大变化或价格异常波动，公司生产经营及利润率水平可能会受到一定冲击。
- **产品结构单一：**2017 年以来，公司 90%以上的收入都来自与东鹏特饮能量饮料收入，虽然近几年公司在培育由柑柠檬茶等单品，但目前非能量饮料收入占比仍较低。若能量饮料市场出现重大不利变化或消费者口味转变等不利于能量饮料发展的因素出现，那么公司过于依赖单品的产品结构将导致业绩面临较大风险。
- **销售区域集中：**2017 年以来，公司半数销售收入来自于广东地区，虽然公司积极开拓广东区域外市场并取得一定成果，但广东区域收入占比仍处于较高位。若广东区域外市场拓展不及预期，那么公司业绩增长可能会较为乏力。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,038	4,209	4,959	6,479	8,173	10,039
增长率		38.6%	17.8%	30.7%	26.1%	22.8%
主营业务成本	-1,641	-2,242	-2,648	-3,413	-4,291	-5,248
%销售收入	54.0%	53.3%	53.4%	52.7%	52.5%	52.3%
毛利	1,396	1,967	2,311	3,066	3,882	4,791
%销售收入	46.0%	46.7%	46.6%	47.3%	47.5%	47.7%
营业税金及附加	-40	-44	-50	-55	-75	-93
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-969	-984	-1,040	-1,258	-1,585	-1,927
%销售收入	31.9%	23.4%	21.0%	19.4%	19.4%	19.2%
管理费用	-122	-201	-184	-208	-260	-313
%销售收入	4.0%	4.8%	3.7%	3.2%	3.2%	3.1%
研发费用	-22	-28	-36	-44	-58	-68
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	244	710	1,001	1,501	1,903	2,389
%销售收入	8.0%	16.9%	20.2%	23.2%	23.3%	23.8%
财务费用	-5	14	16	16	47	69
%销售收入	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	2	7	-1	1	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	7	10	13	9	11
%税前利润	4.8%	1.0%	1.0%	0.8%	0.5%	0.4%
营业利润	275	741	1,050	1,531	1,963	2,471
营业利润率	9.1%	17.6%	21.2%	23.6%	24.0%	24.6%
营业外收支	-2	-4	-21	-8	-15	-10
税前利润	273	737	1,030	1,523	1,948	2,461
利润率	9.0%	17.5%	20.8%	23.5%	23.8%	24.5%
所得税	-57	-166	-217	-321	-418	-520
所得税率	21.0%	22.5%	21.1%	21.1%	21.5%	21.1%
净利润	216	571	812	1,202	1,530	1,941
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	216	571	812	1,202	1,530	1,941
净利率	7.1%	13.6%	16.4%	18.6%	18.7%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	216	571	812	1,202	1,530	1,941
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	83	102	134	185	235	260
非经营收益	19	-39	-48	22	16	9
营运资金变动	-127	502	437	155	155	277
经营活动现金净流	190	1,136	1,335	1,564	1,936	2,487
资本开支	-392	-508	-645	-982	-531	-299
投资	392	-30	-140	-225	-25	-20
其他	10	6	12	13	9	11
投资活动现金净流	11	-532	-773	-1,195	-547	-308
股权募资	0	57	0	1,734	0	0
债权募资	33	42	227	-240	-46	35
其他	-85	-157	-561	-359	-482	-634
筹资活动现金净流	-52	-57	-334	1,135	-528	-599
现金净流量	149	547	229	1,505	862	1,580

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	339	945	1,225	2,729	3,592	5,171
应收账款	69	43	28	44	51	61
存货	120	214	273	309	382	460
其他流动资产	155	249	434	688	731	765
流动资产	682	1,452	1,959	3,770	4,756	6,457
%总资产	32.4%	43.5%	44.9%	54.3%	57.9%	64.9%
长期投资	0	130	100	205	240	225
固定资产	1,108	1,390	1,861	2,481	2,682	2,679
%总资产	52.6%	41.6%	42.7%	35.7%	32.6%	26.9%
无形资产	175	187	261	310	360	412
非流动资产	1,425	1,889	2,402	3,176	3,462	3,497
%总资产	67.6%	56.5%	55.1%	45.7%	42.1%	35.1%
资产总计	2,108	3,341	4,361	6,947	8,219	9,954
短期借款	160	10	172	83	52	74
应付款项	631	887	709	994	1,220	1,512
其他流动负债	166	555	1,249	1,186	1,219	1,311
流动负债	957	1,452	2,130	2,263	2,491	2,897
长期贷款	50	237	302	154	131	144
其他长期负债	14	17	16	20	28	28
负债	1,021	1,706	2,448	2,437	2,650	3,069
普通股股东权益	1,087	1,635	1,913	4,510	5,568	6,885
其中：股本	350	360	360	400	400	400
未分配利润	426	804	1,052	1,915	2,973	4,290
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,108	3,341	4,361	6,947	8,219	9,954

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.62	1.58	2.26	3.01	3.83	4.85
每股净资产	3.11	4.54	5.31	11.27	13.92	17.21
每股经营现金净流	0.54	3.16	3.71	3.91	4.84	6.22
每股股利	0.11	0.15	0.20	0.85	1.18	1.56
回报率						
净资产收益率	19.86%	34.89%	42.44%	26.66%	27.48%	28.19%
总资产收益率	10.24%	17.08%	18.62%	17.31%	18.62%	19.50%
投入资本收益率	14.82%	29.20%	33.05%	24.92%	25.95%	26.49%
增长率						
主营业务收入增长率	6.81%	38.56%	17.81%	30.67%	26.14%	22.84%
EBIT增长率	-36.02%	191.35%	40.95%	50.01%	26.80%	25.51%
净利润增长率	-27.13%	164.36%	42.32%	48.07%	27.27%	26.84%
总资产增长率	2.76%	58.51%	30.55%	59.28%	18.31%	21.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.2	2.8	1.4	1.3	1.2	1.1
存货周转天数	28.3	27.2	33.6	33.0	32.5	32.0
应付账款周转天数	39.0	40.6	41.3	40.8	40.0	41.7
固定资产周转天数	111.9	91.0	103.4	107.3	89.1	68.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.87%	-42.70%	-41.87%	-63.47%	-68.22%	-77.83%
EBIT利息保障倍数	47.9	-50.8	-62.8	-92.7	-40.5	-34.4
资产负债率	48.43%	51.05%	56.13%	35.08%	32.25%	30.83%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	19	19	19	19
增持	1	5	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.21	1.24	1.24	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402