

605499.SH

增持

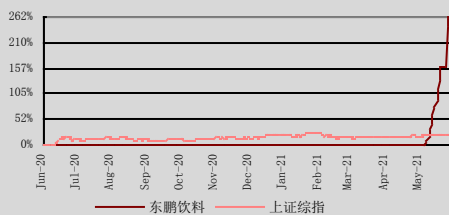
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 241.50

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 东鹏饮料首次覆盖报告

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	262.4	0.0	0.0	0.0
相对上证指数	261.8	0.1	(1.8)	(19.9)

发行股数(百万)	400
流通股(%)	10
总市值(人民币 百万)	96,602
3个月日均交易额(人民币 百万)	788
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
林木勤	55

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 6 月 17 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

联系人: 董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

东鹏饮料

能量饮料后起之秀, 市占率有较大提升空间

东鹏饮料迎来发展机遇, 丰富的产品体系和创新型营销支撑业绩增长。

支撑评级的要点

- **能量饮料市场发展空间广阔。**2020 年中国能量饮料市场规模接近 450 亿元, 是饮料中增速最快的细分品类之一, 呈现快速发展的良好态势。此外, 红牛近年来深陷于泰国红牛的商标权纠纷, 市场份额下滑趋势明显, 2019 年市占率下滑至 57%, 给东鹏等后入者创造了机会。
- **丰富的产品体系和创新型营销定位构筑可持续竞争优势。**(1) 产品: 能量饮料方面, 500ml 金瓶跻身 30 亿级大单品, 带动能量饮料快速增长。未来随着公司产能持续释放, 能量饮料销量将保持快速的增长, 预计未来 3 年内复合增速为 25% 左右, 市占率有望突破 20%。非能量饮料方面, 由柑柠檬茶推出后在广东市场反响较好, 带动非能量饮料销售收入由 2017 年的 1.1 亿元增加至 2020 年的 2.8 亿元, 未来或成为东鹏第二增长曲线。(2) 产能布局优化: 2018-2020 年, 东鹏饮料产能利用率分别为 62%、66% 及 70%, 呈现稳中有升的发展趋势。2020 年公司募资建设华南生产基地和重庆西彭生产基地, 未来将形成完善的产能分布。(3) 创新型营销: 公司主打“品牌年轻化”, 建立多层次、立体化的营销宣传体系, 以互联网为依托, 运用大数据、二维码等技术, 对产品生产、营销和渠道管理进行升级改造, 逐步实现精细化管理和精准营销。
- **完善产品销售网络, 有序拓展全国市场。**公司销售模式以经销模式为主, 与直营、线上等多种销售模式相结合, 形成了全方位、立体化的销售体系, 目前共有 1,600 家经销商, 销售网络覆盖全国约 120 万家终端门店。目前公司的销售区域主要集中在广东, 2020 年广东区域贡献 55.6% 的收入, 随着近年来公司不断拓展广西、华中、华东等市场, 未来广东省外市场销售占比有望持续提升。

估值

- 预计公司 2021-23 年 EPS 为 2.88、3.69、4.55 元, 同比增 41.6%、28.4%、23.3%, 对应 PE 为 88.5、69.2、56.3 倍, 首次覆盖给予 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 市场竞争风险; 原材料价格波动风险; 消费需求和消费习惯改变的风险; 市场开拓不及预期的风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,209	4,959	6,768	8,619	10,614
变动(%)	38.6	17.8	36.5	27.4	23.1
净利润(人民币 百万)	571	812	1,150	1,476	1,820
全面摊薄每股收益(人民币)	1.43	2.03	2.88	3.69	4.55
变动(%)	164.4	42.3	41.6	28.4	23.3
全面摊薄市盈率(倍)	178.5	125.41	88.55	69.19	56.28
价格/每股账面价值(倍)	84.1	76.0	45.3	68.4	35.3
每股现金流量(人民币)	3.03	3.35	5.62	3.72	7.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	123.5	89.2	64.1	49.7	40.4
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.75	1.00	1.25
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

能量饮料行业：好赛道，优势企业发展空间广阔	5
中国能量饮料市场规模接近 450 亿元，维持两位数增长	5
饮料行业销售区域性明显，渠道趋于多元化	6
中国红牛深陷商标权纠纷，市场份额下滑明显	6
公司简介：能量饮料后起之秀，快步追赶	9
家族企业，充分调动核心员工的积极性	9
能量饮料为主导，营收快速增长	10
丰富的产品体系和创新型营销定位构筑可持续竞争优势	12
深耕能量饮料市场，多种规格包装切割细分市场	12
非能量饮料牛刀小试，有望成为东鹏第二增长曲线	14
产能利用率稳中有升，完善全国产能分布	15
主打“品牌年轻化”，建立多层次、立体化的营销宣传体系	16
完善产品销售网络，有序拓展全国市场	18
完善销售网络，推动渠道下沉	18
销售起步于广东，有序拓展全国市场	19
盈利预测与投资评级	21
关键假设	21
相对估值和投资评级	21
风险提示	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 中国饮料市场规模增速缓慢.....	5
图表 2. 2020 年国内能量饮料市场规模接近 450 亿元.....	5
图表 3. 2014-2019 年能量饮料复合增速第一.....	5
图表 4. 2019 能量饮料销售额占比仅为 7.9%.....	5
图表 5. 2017 年中国功能饮料人均饮用量为 2.2 升.....	6
图表 6. 2017 年中国功能饮料人均消费金额为 6.2 美元.....	6
图表 7. 饮料行业销售渠道以线下店面销售为主 (2019).....	6
图表 8. 广东省饮料产销量最高 (2019).....	6
图表 9. 2019 年红牛市占率依然遥遥领先.....	7
图表 10. 红牛商标权纠纷案始末.....	7
图表 11. 三款“红牛”产品混淆消费者视线.....	8
图表 12. 中国红牛销售额 (2014-2020).....	8
图表 13. 中国红牛市占率逐年下滑.....	8
图表 14. 东鹏饮料股权结构 (截至招股说明书签署日).....	9
图表 15. 东鹏饮料董事会持股比例.....	9
图表 16. 2017-2020 营业收入增速较快.....	10
图表 17. 2017-2020 净利润增速较快.....	10
图表 18. 公司收入结构: 能量饮料对收入贡献最大.....	11
图表 19. 东鹏特饮定价较低, 更具竞争力.....	12
图表 20. 500ml 金瓶销量占比快速提升.....	13
图表 21. 不同品类单品实行差异化产品定位.....	14
图表 22. 东鹏饮料产品产量逐年增加.....	15
图表 23. 能量饮料产能利用率进一步提升.....	15
图表 24. 东鹏饮料持续开展新型营销模式.....	16
图表 25. 东鹏饮料开展“壹元乐享”活动.....	16
图表 26. 东鹏特饮跨界联合相关平台, 精准沟通人群.....	17
图表 27. 销售费用率下降带动整体费用率下降.....	17
图表 28. 公司宣传推广费投入占比逐年降低.....	17
图表 29. 经销模式收入占比最高.....	18
图表 30. 东鹏饮料销售体系.....	18

图表 31. 经销商数量变化情况	19
图表 32. 东鹏饮料的产品销售区域主要集中在广东地区	20
图表 33. 2017 年东鹏各销售区域收入占比	20
图表 34. 2020 年东鹏各销售区域收入占比	20
图表 35. 东鹏饮料收入预测表	21
图表 36. 可比公司估值表 (倍)	21

能量饮料行业：好赛道，优势企业发展空间广阔

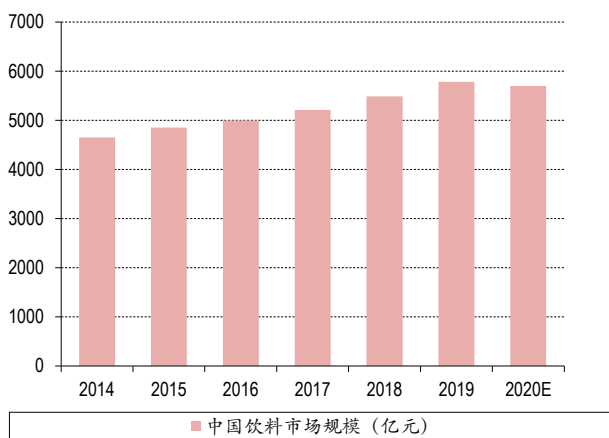
中国能量饮料市场规模接近 450 亿元，维持两位数增长

中国饮料市场行业规模超过 5700 亿元，增速不快。根据 Euromonitor 数据，2014 年到 2019 年中国饮料市场规模由 4652 亿元增长至 5786 亿元，复合增长率为 4.5%。从饮料市场结构构成来看，包装饮用水、即饮茶饮料和碳酸饮料占据大部分市场份额，而能量饮料仅占 7.9%。

能量饮料消费意识提高，市场规模维持两位数增长。中国能量饮料市场起步较晚，但随着消费观念的转变与消费需求的升级，消费者越来越倾向健康化、功能化的饮品，因而像即饮咖啡、能量饮料这些具有特殊功能的饮料近年来呈现快速发展的良好态势。根据公司招股书数据，2019 年中国能量饮料市场规模约为 428 亿元，是饮料中增速最快的细分品类之一，预计 2020 年市场规模接近 450 亿元，未来五年可保持中高单位数的增速。

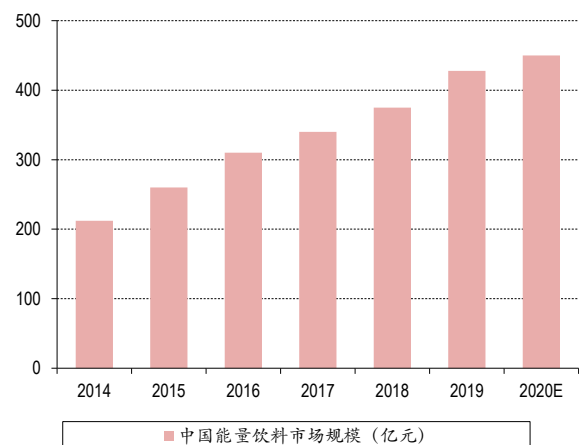
中国能量饮料人均消费水平偏低，仍有较大提升空间。根据公司招股说明书，2017 年中国功能饮料（包含能量饮料及运动饮料两类，其中主要为能量饮料）人均消费量为 2.2 升，人均消费金额为 6.2 美元，能量饮料消费水平仅为美、日、英等发达国家的 10%-20%，与中国香港相比也仅有 50% 左右的水平，仍有较大提升空间。

图表 1. 中国饮料市场规模增速缓慢



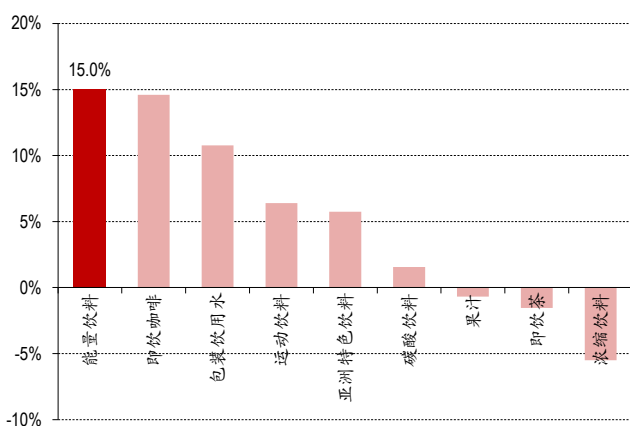
资料来源：公司招股说明书，Euromonitor，中银证券

图表 2. 2020 年国内能量饮料市场规模接近 450 亿元



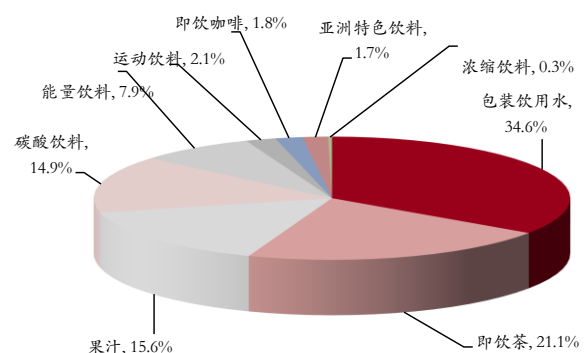
资料来源：公司招股说明书，Euromonitor，中银证券

图表 3. 2014-2019 年能量饮料复合增速第一



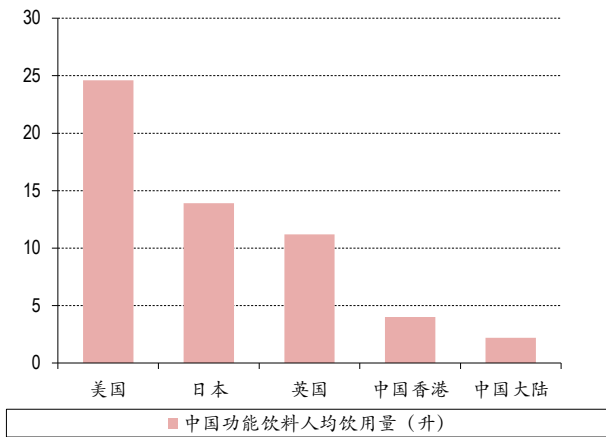
资料来源：公司招股说明书，Euromonitor，中银证券

图表 4. 2019 年能量饮料销售额占比仅为 7.9%



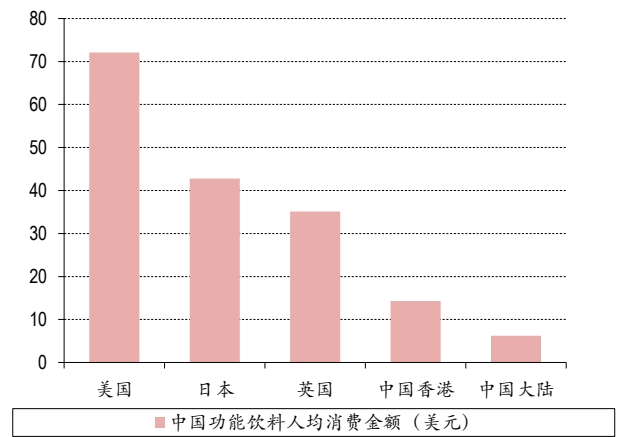
资料来源：公司招股说明书，Euromonitor，中银证券

图表 5. 2017 年中国功能饮料人均饮用量为 2.2 升



资料来源：公司招股说明书，Euromonitor，中银证券

图表 6. 2017 年中国功能饮料人均消费金额为 6.2 美元



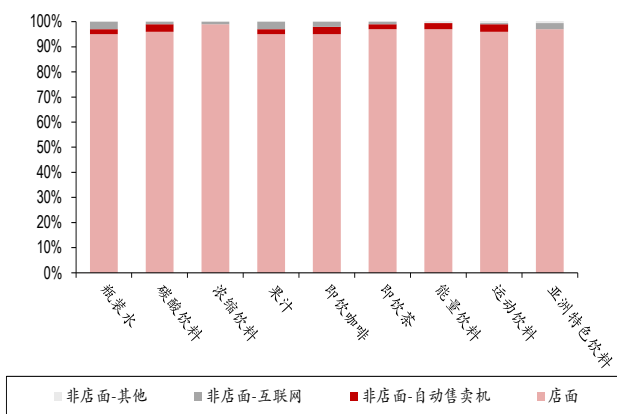
资料来源：公司招股说明书，Euromonitor，中银证券

饮料行业销售区域性明显，渠道趋于多元化

中国饮料行业的销售渠道以线下店面为主，呈现多元化的发展趋势。根据 Euromonitor 数据，2019 年中国各类饮料的线下店面渠道销售量占比均为 90% 以上。但近年来随着互联网和电商平台的发展，自动售卖机和互联网销售的饮料占比有所提升，未来线上销售将带来新的发展动力。

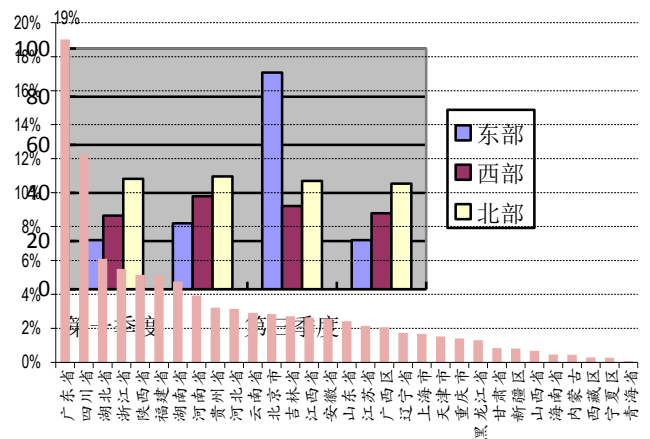
销售区域性明显，广东省饮料产销量最高。基于经济发展水平、人口总量和消费观念的不同，饮料在不同区域之间的生产、消费水平存在较大差异。总体上，经济发达、人口较多地区饮料的生产、消费水平高于其他地区，其中广东省的产量最高，2020 年占全国饮料生产总量的 19%。随着国内经济的发展和人均收入的不断增加，其他地区对饮料的整体需求将逐步释放，具备更大的发展潜力。

图表 7. 饮料行业销售渠道以线下店面销售为主 (2019)



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 8. 广东省饮料产销量最高 (2019)



资料来源：国家统计局，中银证券

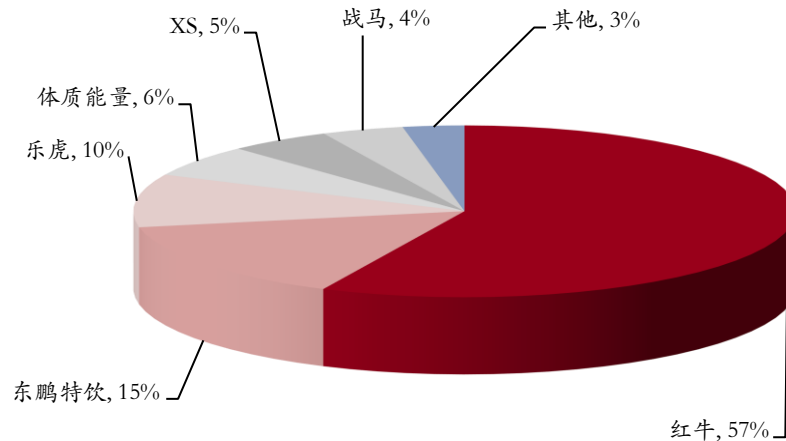
中国红牛深陷商标权纠纷，市场份额下滑明显

能量饮料市场集中，红牛市占率最高

根据 Euromonitor 的统计数据，2019 年，在我国市场占有率超过 1% 的企业共有 6 家，分别为：红牛维他命饮料有限公司（红牛）、公司（东鹏特饮）、达利食品集团有限公司（乐虎）、河南中沃实业有限公司（体质能量）、安利集团（XS）和战马（北京）饮料有限公司（战马）。其中，红牛的市场份额为 57%，远超其他品牌，东鹏特饮紧随其后，市占率为 15%。

根据红牛官网，红牛（Red Bull）是全球较早推出且较成功的功能饮料品牌之一。1966年，红牛维生素功能饮料诞生于泰国，迄今已有近半个世纪的发展历史。1995年12月，红牛来到中国，成立了红牛维他命饮料有限公司，大力开拓国内市场。2020年是中国红牛成立的第25个年头，作为国内老牌的功能饮料巨头，中国红牛已在国内构建起拥有60万核心终端、400多万节点的销售网络。

图表 9. 2019 年红牛市占率依然遥遥领先



资料来源：Euromonitor，中银证券

商标权期限存在争议，中国红牛陷于长达四年的商标权诉讼案中，让其他玩家“有机可乘”。2016年起，中国红牛商标权期间存在争议，陷入了与泰国天丝集团长达四年的诉讼纠纷，直至2020年12月，最高人民法院作出终审判决，明确天丝集团为红牛系列商标的所有者。虽然最终判决已出，但中国红牛并不服，称会继续上诉，且判决中关于商标权的年限是20年还是50年也没有一个明确的结果。我们认为，中国红牛的商标权纠纷短期内仍难有定论，能量饮料头号玩家还将经历一段时间的混沌与调整，给了东鹏等其他后入品牌接管部分市场、快速发展规模的机会。

图表 10. 红牛商标权纠纷案始末

1995	华彬集团将红牛引入中国，成立了红牛维他命饮料有限公司（以下简称“合资公司”）
1998	天丝集团授权中国红牛在中国境内生产销售红牛系列饮料
2016/10/16	授权到期，合资公司没有停止生产销售，为此天丝集团发起商标侵权诉讼，合资公司也向北京市高级人民法院（以下简称“北京高院”）发起商标权属之争
2019/6/24	泰国天丝医药保健有限公司起诉中国红牛生产商及销售商的一起诉讼被浙江省高级人民法院依法驳回
2019/11/25	北京高院做出一审判决，驳回中国红牛请求确认“享有所有者的合法权益”，以及要求天丝集团向其支付37.53亿元广告费的全部诉讼请求，中国红牛随后向中华人民共和国最高人民法院（最高院）提出上诉
2020/12/21	最高院就中国红牛与天丝集团“红牛系列商标”权属纠纷一案，做出终审判决：驳回中国红牛上诉，维持一审判决，明确天丝集团为红牛系列商标的所有者

资料来源：中国经济网，中国红牛官网，中银证券

为承接红牛流失的市场份额，华彬推出战马品牌，但效果并未达理想预期。华彬集团2016年底推出了战马品牌，战马包含两种规格：310ml的红罐和400ml的红/蓝瓶。据华彬集团年报披露，2019年，战马实现13.3亿元的销售额，仅花费三年就取得10亿的成绩，对于战马来说发展速度喜人，但作为新的入局者，品牌市占率偏低，2019年市占率仅为4%，远低于东鹏特饮、乐虎等新兴崛起的功能性饮料品牌。

市场现身三款红牛饮料，导致消费者对红牛产品认知混乱，中国红牛口碑受损。在与中国红牛的四年来拉锯战中，泰国天丝集团 2019 年陆续推出红牛安奈吉与红牛维生素风味饮料，意图抢占中国市场。然而三款红牛产品的包装十分相似，都是金罐，唯一可以从外观区分的只有瓶身下面一排小字，中国红牛显示“红牛维生素功能饮料”，而来自泰国公司的两款饮料显示“红牛维生素风味饮料”、“红牛安奈吉饮料”。此外，三款红牛产品的成分不一样，口感也存在差别，但外表相似的产品给消费者造成了买到“高仿”的错觉，损害了红牛的口碑和品牌形象，导致消费者对红牛的忠诚度下降。

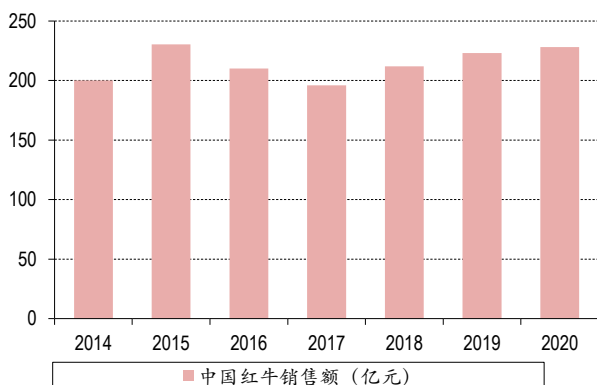
图表 11. 三款“红牛”产品混淆消费者视线



资料来源：公司官网，京东，中银证券

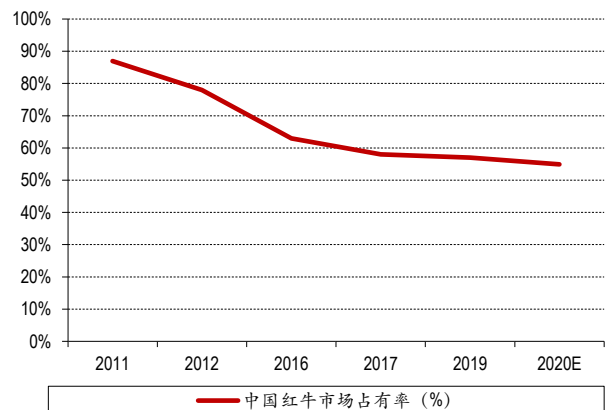
中国红牛近年来增速缓慢，市场份额下滑明显，给东鹏特饮等后入者创造了机会。根据华彬集团年报披露，虽然中国红牛 2017 年以来销售额继续增长，但增速缓慢，市场占有率呈现下滑趋势，于泰国天丝集团的诉讼纠纷更是给品牌带来了负面影响。种种原因导致中国红牛的市占率从 2011 年的接近 90% 下滑至 2019 年的 57%。中国红牛市场份额流失，为其他能量饮料品牌抢占市场提供了机会。

图表 12. 中国红牛销售额 (2014-2020)



资料来源：华彬集团，中银证券

图表 13. 中国红牛市占率逐年下滑



资料来源：尼尔森，Euromonitor，中银证券

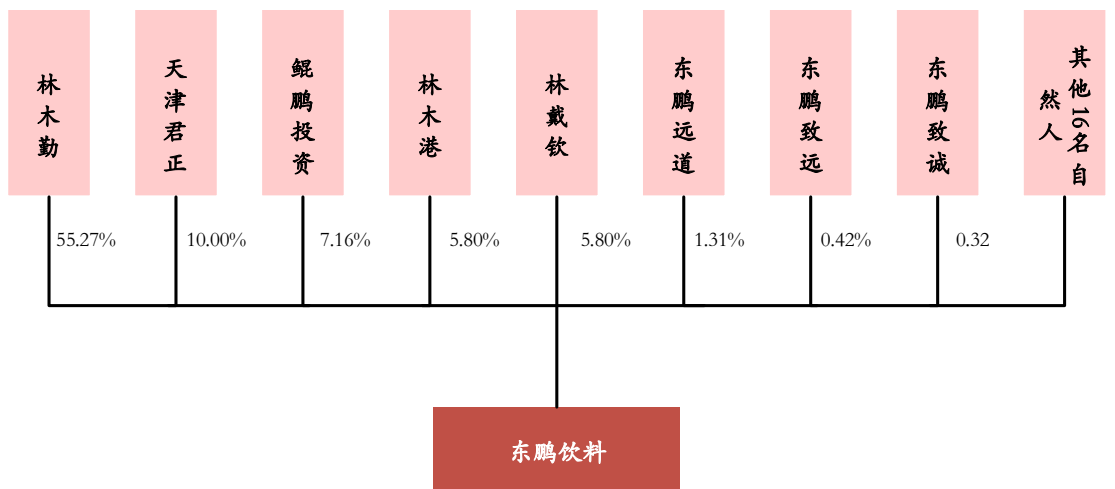
公司简介：能量饮料后起之秀，快步追赶

家族企业，充分调动核心员工的积极性

东鹏饮料系由东鹏有限整体变更设立的股份有限公司，而东鹏有限的前身是东鹏实业。1994年6月30日东鹏实业成立，2003年10月，东鹏实业完成全民所有制企业改制，东鹏有限成立，2018年3月15日，东鹏有限整体变更设立东鹏饮料，注册资本为36000万元。

东鹏饮料的股权主要集中在林家手中，是典型的“家族式”治理模式。根据招股说明书披露，东鹏饮料持股5%以上的股东“治”为林木勤、君正投资、鲲鹏投资、林木港、林戴钦，其中，林木港系林木勤兄弟，持股比例为5.8%；林戴钦和实控人系叔侄关系，比例5.8%；股东鲲鹏投资的有限合伙人林煜鹏系林木勤之子，间接持股比例为3.87%。而股东陈海明、股东鲲鹏投资的有限合伙人陈焕明、股东东鹏远道的合伙人陈韦鸣均是林木勤之配偶之兄弟；股东东鹏致远的有限合伙人陈响武、陈响松系林木港配偶之兄弟；股东东鹏远道的有限合伙人郑智勇系林木勤外甥。因此，发行前林氏家族的持股比较超过了70%，相对稳定的股权结构有利于东鹏的持续发展。

图表 14. 东鹏饮料股权结构（截至招股说明书签署日）



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 15. 东鹏饮料董事会持股比例

姓名	职位	持股比例 (%)	说明
林木勤	董事长、总裁	55.27	董事、高级管理人员直接持股
陈海明	海丰水厂厂长	1.93	林木勤配偶陈惠玲之兄弟直接持股
林木港	董事、执行总裁	5.8	董事、高级管理人员直接持股
林戴钦	董事、大区销售总监	5.8	董事直接持股
刘美丽	董事、副总裁	0.58	董事、高级管理人员直接持股
李达文	董事、服务处经理	1.42	董事直接持股
蔡运生	监事、广东事业部总经理	2.58	监事直接持股
陈义敏	监事、重点客户部客户经理	0.99	监事直接持股
黎增永	监事、供应链中心采购部高级采购经理	0.64	监事直接持股
刘丽华	副总裁、财务总监、董事会秘书	0.22	高级管理人员直接持股
卢义富	副总裁	0.11	高级管理人员直接持股
蒋薇薇	副总裁	0.11	高级管理人员直接持股

资料来源：公司招股说明书，中银证券

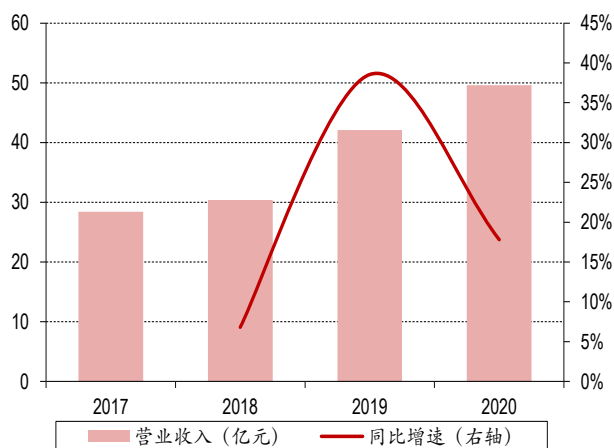
为建立员工、股东与公司共同发展的长效机制，2019年4月东鹏饮料通过员工持股的方式实施股权激励。根据招股说明书，刘丽华、卢义富、蒋薇薇通过直接持股方式参与股权激励，东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚为员工持股平台，公司中高层以上技术骨干、经营骨干等通过前述持股平台参与股权激励。2019年7月，君正投资、刘丽华、卢义富、蒋薇薇、东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚分别与东鹏饮料签署《增资协议》，合计认购公司1,000万股股本。其中，君正投资以571.43万元新增认购100万股；刘丽华以457.14万元认购80万股；卢义富以228.57万元认购40万股；蒋薇薇以228.57万元认购40万股；东鹏远道以2,702.86万元认购473万股；东鹏致远以862.86万元认购新增股本151万股；东鹏致诚以662.86万元认购116万股。通过员工持股将公司利益与员工利益绑定，有效提升公司的管理和经营效率。

能量饮料为主导，营收快速增长

东鹏饮料专注能量饮料市场，旗下品牌“东鹏特饮”在我国能量饮料市场占有率排名第二，已成为国内能量饮料市场销售规模第一的民族品牌。根据招股说明书，公司作为能量饮料的先行者之一，一直致力于推动能量饮料发展，经过多年努力，成功塑造了广大消费者熟知的品牌“东鹏特饮”，2009年开创了能量饮料瓶装时代，“年轻就要醒着拼”的品牌主张深入人心，目前拥有金瓶特饮（250ml和500ml）、金罐特饮（250ml）和金砖特饮（250ml）三大系列。据新京报报道，董事长林木勤透露，“未来，公司将继续专注于做功能饮料，使东鹏成为以能量饮料为主、集其他功能饮料为一体的民族品牌。”

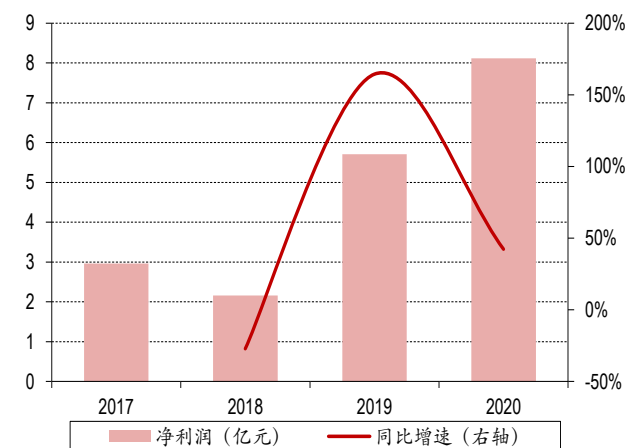
公司近年来营收增速较快，其中能量饮料贡献最大。2017年至2020年东鹏饮料的销售收入和净利润增长迅速，2019年营收同比增长38.6%、净利润同比增长164.4%，2020年受疫情影响营收和净利润增速有所下滑，但绝对值仍在增长。能量饮料作为公司的核心产品，为公司最主要的收入来源，2017-2020年分别贡献收入27.4、28.9、40.0及46.6亿元，占公司总收入的96.2%、95.0%、95.1%及94.3%。此外，非能量饮料及包装饮用水的销售收入有所增加，近四年合计占比分别为3.7%、4.5%、4.5%及5.7%。2020年占收入比例增加，主要为公司新推出的由柑柠檬茶系列产品受到消费者青睐，带动非能量饮料及包装饮用水销售收入由2017年的1.1亿元增加至2020年的2.8亿元。

图表 16. 2017-2020 营业收入增速较快



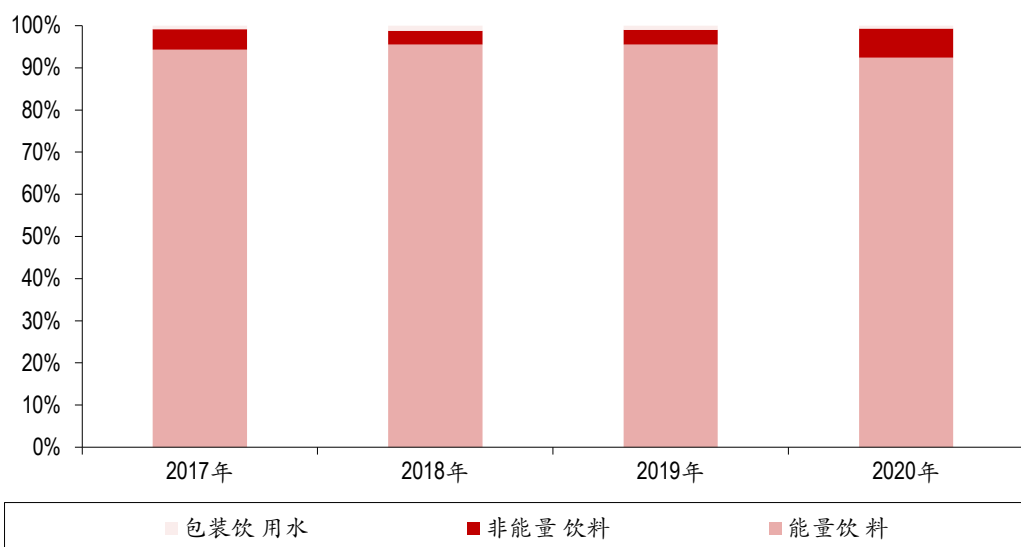
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 17. 2017-2020 净利润增速较快



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 18. 公司收入结构：能量饮料对收入贡献最大



资料来源：公司招股说明书，中银证券

丰富的产品体系和创新型营销定位构筑可持续竞争优势

深耕能量饮料市场，多种规格包装切割细分市场

为进一步提升市场竞争力，拓宽消费群体，公司不断丰富产品线，推出不同包装不同规格的单品，以满足消费者差异化的需求。2009年底，公司首次推出了沿用至今、带有防尘盖的250ml东鹏特饮，跟其他功能饮料比，250ml东鹏特饮具有同等的品质和更亲民的价格，一下子在广东市场打开了局面。2017年公司又推出性价比更高的500ml，上市后市场接受度较高。2018年底公司大力推广东鹏特饮礼盒装，获得了市场的青睐，销售情况良好。根据招股说明书，东鹏目前已形成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，以多产品梯队加大消费者培育，满足市场的多样化需求。其中，250ml金罐是逢年过节送礼必备，250ml金砖价格实惠，250ml金瓶便于携带，500ml金瓶主打性价比，充分满足大众需求。整体来看，对比其他品牌（红牛、战马、乐虎等）的销售价格，东鹏的价格水平位于市场中等水平，在二三线城市更具竞争力。

图表 19. 东鹏特饮定价较低，更具竞争力

产品	红牛维生素功能饮料	红牛维生素功能饮料 (牛磺酸强化型)	战马红罐	乐虎金罐
				
规格	250ml	250ml	310ml	250ml
价格(元)	6-6.5	6.8-7.5	6	4

产品	东鹏金罐	东鹏金砖	东鹏金瓶	东鹏金瓶
				
规格	250ml	250ml	250ml	500ml
价格(元)	4	2	3	5

资料来源：公司官网，京东，中银证券

500ml 金瓶跻身 30 亿级大单品，带动能量饮料快速增长。在能量饮料产品各细分品类中，500ml 金瓶销量增长迅速，由 2017 年仅占能量饮料销售收入的 2.2%，到 2020 年增长至 66.3%，贡献了超过六成的收入。500ml 金瓶的成功，归因于以下三点：

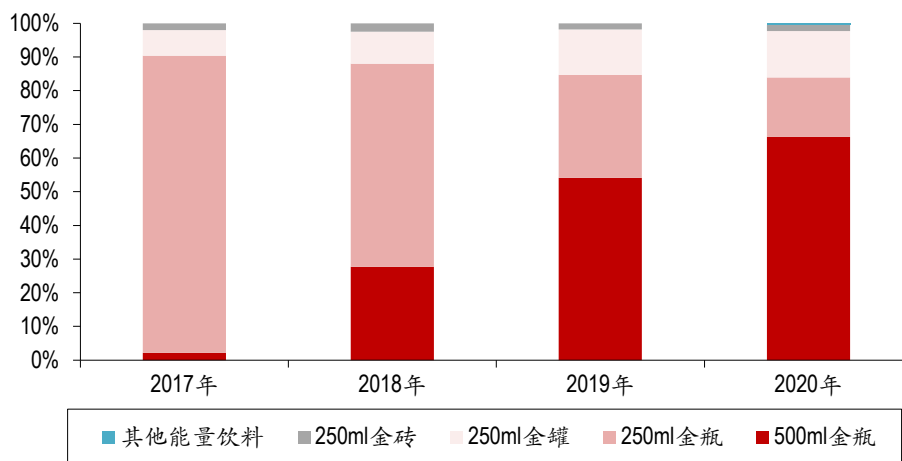
- **产品容量：**500ml 的金瓶与 250ml 金瓶相比，容量整整大了一倍。目前能量饮料市场上类似大容量能量饮料的竞品较少，市场龙头红牛只有 250ml 罐装，战马的容量是 310ml，而乐虎直至 2019 年才推出 500ml 激醒装，因此东鹏推出 500ml 金瓶，恰好填补了大容量能量饮料的市场缺口。
- **产品定位：**据北京商报新闻，东鹏饮料市场主要集中在南方市场，北方市场拓展遇到困难，林木勤将原因归结于南北文化、生活习惯存在显著差异，小瓶装在北方吃不开，所以东鹏饮料面向北方市场，推出了 500 毫升大瓶装。500ml 的金瓶主打“大瓶喝到爽”的概念，更符合北方人的生活习惯，同时 500ml 金瓶也主打性价比，在广东市场的反馈也较好。
- **推广策略：**据食品饮料招商网新闻，在 500ml 金瓶上市初期，东鹏特饮在旗下覆盖的全区域中，采用送货车辆挂招贴、终端门店上悬挂条幅等方式，将 500ml 大金瓶快速曝光于市场终端；在市场操纵过程中，东鹏主打“单体战术”，即零瓶售卖模式；在终端陈列上，采用货架陈列、冰柜陈列和紧贴竞品 PET 瓶装陈列多种陈列模式相结合，增强市场曝光率；在铺货上，企业将采取给终端老板“免费试饮 1 瓶，搭赠 2 元水”的方式快速铺货，在南阳、许昌、驻马店等河南区域铺货十分迅速。在促销方式上，通过大手笔进行红包营销的方式，做到“瓶瓶有奖”，而且推出“壹元乐享壹罐”活动，增加产品的热度。

250ml 金瓶销量逐年下滑。通过分析公司招股说明书，公司对相关生产线调整，导致 250ml 金瓶产能利用率由 2017 年的 95.8% 下降至 2020 年的 77.2%，且性价比高的 500ml 金瓶对 250ml 金瓶有较强替代性，随着公司不断开拓北方市场，500ml 金瓶销量将进一步突破，我们预计未来 250ml 金瓶销量占比将继续下降。

受红牛纷争影响，250ml 金罐销量持续上涨。产能利用率从 2017 年的 23.8% 上升至 2020 年的 63.9%，且受红牛市场份额下滑的影响，销量持续增长。250ml 金罐的产能仍有释放空间，再加上红牛商标权争论未定，未来 250ml 金罐销售收入有望进一步增加。

综合来看，公司上市后产能扩张和渠道下沉速度将加快，未来一段时间内 500ml 金瓶依旧对公司营收起支撑作用，且随着公司产能持续释放，能量饮料销量将保持快速的增长，预计未来 3-5 年内平均符合增速为 25% 左右，市占率有望突破 20%。

图表 20. 500ml 金瓶销量占比快速提升



资料来源：公司招股说明书，中银证券

非能量饮料牛刀小试，有望成为东鹏第二增长曲线

公司的非能量饮料带有岭南特色，产品定位清晰。公司非能量饮料产品主要包括茶饮类产品由柑柠檬茶、陈皮特饮、清凉饮料（菊花茶、冬瓜汁饮料、清凉茶）等植物饮料以及乳味饮料，公司包装饮用水系列主要包括饮用天然水及饮用纯净水。其中由柑柠檬茶和陈皮特饮的主要目标消费群体偏年轻化，其他清凉系饮品和乳味饮料面向各个年龄段的消费者，主要为了巩固局部市场。

图表 21. 不同品类单品实行差异化产品定位

品类	产品定位	消费人群	2020 年零售价	战略规划
由柑柠檬茶	健康时尚茶饮	老少皆宜，核心消费人群偏年轻，16-30 岁	250ml 盒装 2 元/盒	切入千亿级茶饮市场，打造非能量饮料战略新品，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腻场景；330ml 小瓶以中小学生、女性为目标消费群体，定位于 3 元价格带饮品份额；555ml 大瓶切入饮料主流价格带
			330ml 瓶装 3 元/瓶	
			310ml 罐装 3.5 元/罐	
			380ml 瓶装 3.5 元/瓶	
陈皮特饮	去油解腻、助消化的健康饮品	老少皆宜，核心消费人群偏年轻，16-30 岁	555ml 瓶装 5 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；同时结合陈皮去油解腻的独特价值加大餐饮场景布局
			250ml 盒装 2-2.5 元/盒	
			310ml 罐装 3-3.5 元/罐	
清凉系列饮品	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	400ml 瓶装 3-4 元/瓶	巩固局部市场
			1.25L 瓶装 10 元/瓶	
乳味饮料	早餐奶饮	老少皆宜	1-1.5 元/盒	巩固局部市场
包装饮用水	补充水分	老少皆宜	380ml 瓶装 0.5-1 元/瓶	巩固局部市场，挖掘业绩增长点
			555ml 瓶装 1-1.5 元/瓶	

资料来源：公司招股说明书，中银证券

新品由柑柠檬茶 2019 年推出后，在广东市场反馈较好，成为柠檬茶市场的一匹黑马。

在产品成分、包装、规格和营销方面，公司对由柑柠檬茶进行了一定程度的创新：

- 产品成分：由柑柠檬茶采用神奇水果油柑，搭配物理鲜榨柠檬汁而成，有去油解腻、清热解毒等功效，满足当下年轻人对健康化饮品的需求。
- 产品包装：由柑柠檬茶采用全新的“王炸”包装，采用扑克牌的大小王形象，给人眼前一亮的感觉，更具识别度，加深消费者的印象。
- 产品规格：在原有三种规格的基础上，东鹏新推出了 555ml 的大瓶装，从而拓宽了产品的应用场景。
- 产品营销：针对由柑柠檬茶推出“一元乐享”活动，消费者购买由柑柠檬茶，有机会参加一元送一瓶的活动；聘请当红女星杨紫担任品牌代言人，拍摄“王炸”广告宣传片，增加产品热度；冠名湖南卫视的《54 晚会》综艺节目，增强产品曝光度。

在产品定价方面，由柑柠檬茶采用了东鹏特饮的差异化定价战略，价格区间在 2 元-5 元之间，充分满足消费者的差异化需求。

由柑柠檬茶突破了原有的包装形象，迎合了健康化的潮流趋势，推出不久就取得良好的口碑，虽然整体运作思路与东鹏特饮相差不大，但公司对由柑柠檬茶的布局更快。随着由柑柠檬茶产能持续放量，渠道建设加快，或将成为东鹏新的盈利增长点。

产能利用率稳中有升，完善全国产能分布

同行业上市公司产能利用率基本处于 50%-60%，东鹏饮料产能利用率高于同行业上市公司平均水平。2017-2020 年，东鹏饮料总产量分别为 57.5 万吨、65.4 万吨、101.6 万吨及 123.4 万吨，产能利用率分别为 75.1%、62.0%、66.4%及 69.6%，近三年呈现稳中有升的发展态势。

整体来看，虽然 2018 年、2019 年产能利用率较 2017 年明显下滑，但 2020 年，公司产能利用率已接近 70%。据招股说明书，广东及广西各生产基地近三年合计产能利用率分别为 76.6%、79.2%及 75.8%，保持在较高水平，安徽生产基地产能利用率提升迅速，分别为 40.0%、37.5%及 52.5%，徽鹏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，销售收入占比从 2018 年的 22.1%上升至 2020 年的 25.7%，处于不断增长阶段，产能利用率不断提升。

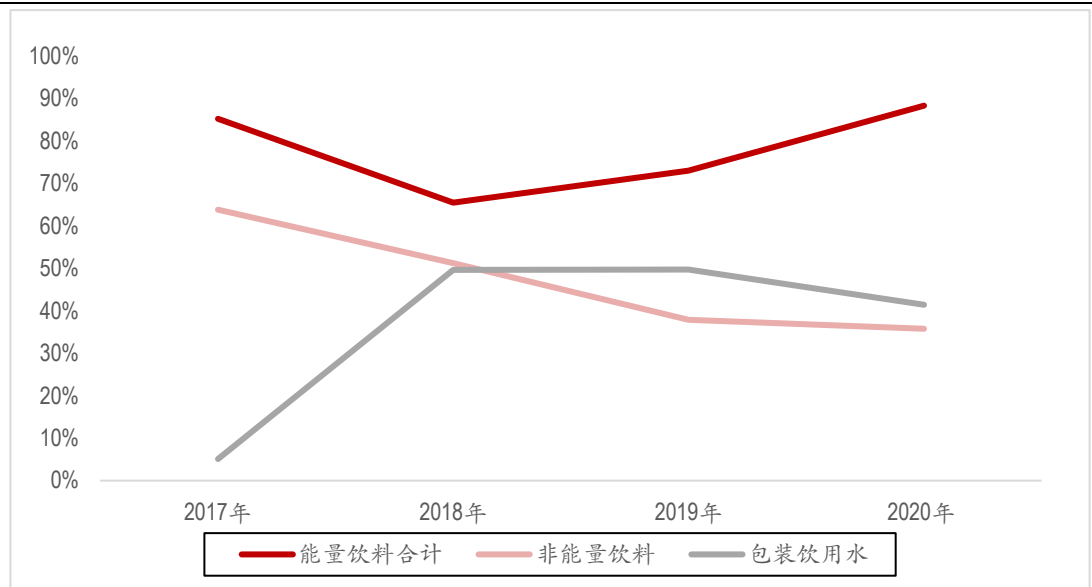
目前公司广东地区生产基地能量饮料的产能利用率已经趋于饱和，为缓解产能不足的矛盾，公司募投资建设新的生产基地，形成完善的产能分布。2020 年广东及广西各生产基地合计产能利用率已超 70%，保持在较高水平。据招股说明书，为缓解公司产能瓶颈，提高供货能力，公司拟用 9.6 亿元募集资金投入生产基地建设项目。生产基地建设包括华南生产基地建设项目、重庆西彭生产基地建设项目和南宁生产基地二期建设项目，分别拟投入募集资金 4.7、3.4 和 1.5 亿元，投资总额分别达到 7.3、5.1 和 2.0 亿元。三个项目建成后，将分别形成年产 48.12、39.5 和 22.5 万吨的生产能力。

图表 22. 东鹏饮料产品产量逐年增加

单位 (万吨)	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
能量饮料合计	50.8	53.4	87.0	108.2
非能量饮料	6.4	5.5	7.1	9.3
包装饮用水	0.3	6.4	7.5	7.2
合计	57.5	65.3	101.6	124.7

资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 23. 能量饮料产能利用率进一步提升



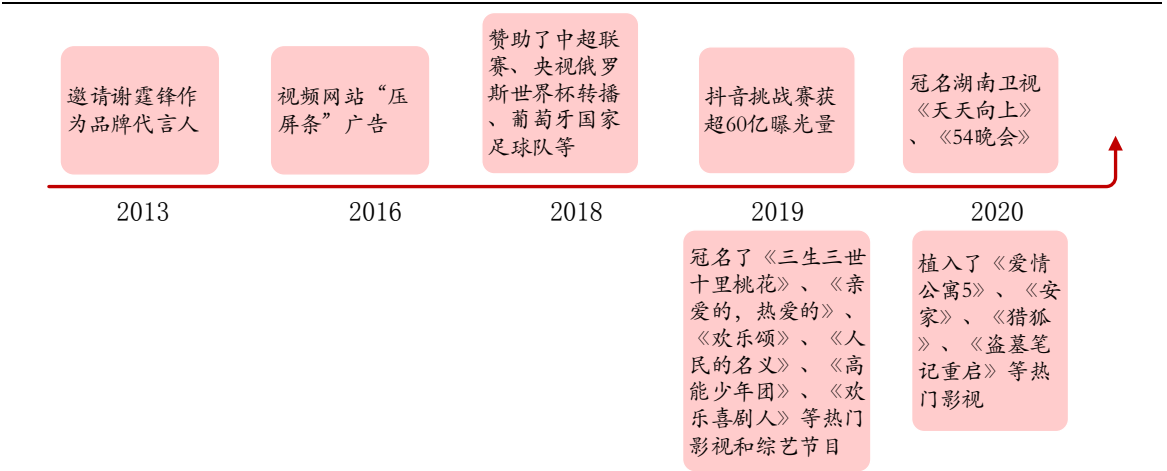
资料来源：公司招股说明书，中银证券

主打“品牌年轻化”，建立多层次、立体化的营销宣传体系

公司在宣传推广方面大力投入，提升品牌形象和品牌地位。公司的销售费用主要由宣传推广费、职工薪酬、运输费等项目构成，其中宣传推广费主要包括电视广告、互联网广告、户外广告及专题活动费用等支出。2018-2020年，公司宣传推广费用投入分别为5.4、4.3和4.1亿元。2018年，公司在俄罗斯世界杯期间投入1.5亿元与央视、今日头条等媒体合作，进一步提升品牌形象和地位。

公司高度重视品牌形象，制定了“品牌年轻化”的战略，提出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，注重品牌宣传投入，在线上线下进行了多维度、全方面、饱和式的营销宣传，提升品牌曝光度。除了传统的电视广告宣传以及公交车身、地铁、高铁站等户外宣传方式外，公司结合当代年轻人的生活方式及消费习惯，开展了互联网、影视植入、体育电竞赞助等新型营销模式。

图表 24. 东鹏饮料持续开展新型营销模式



资料来源：公司招股说明书，中银证券

线下大力开展促销活动，增加产品热度。东鹏大力开展“壹元乐享”活动，该活动针对东鹏特饮和由柑柠檬茶两款产品。消费者购买250ml/500ml的瓶装东鹏特饮，若开盖发现“壹圆乐享壹罐”字样，即可用一元换购一罐250ml东鹏金罐；消费者购买330ml或555ml瓶装“由柑柠檬茶”，开盖发现“壹元乐享壹瓶”，即可用一元换购一瓶相同容量的由柑柠檬茶。该活动综合中奖率达20%，吸引了许多消费者参与，带动两款产品的销量上升。

图表 25. 东鹏饮料开展“壹元乐享”活动



资料来源：公司官网，中银证券

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，逐步实现精细化管理和精准营销。公司抓住机遇，与新零售平台展开积极合作，深度沟通目标消费群体。在媒体碎片化时代，东鹏饮料通过跨界联合这些平台，精准沟通人群，达到了良好的营销效果。

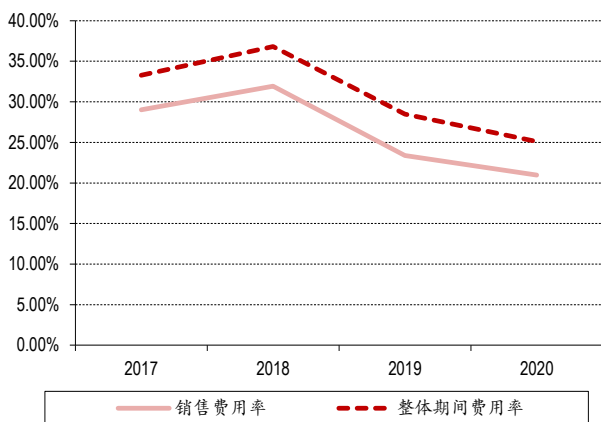
图表 26. 东鹏特饮跨界联合相关平台，精准沟通人群



资料来源：公司官网，中银证券

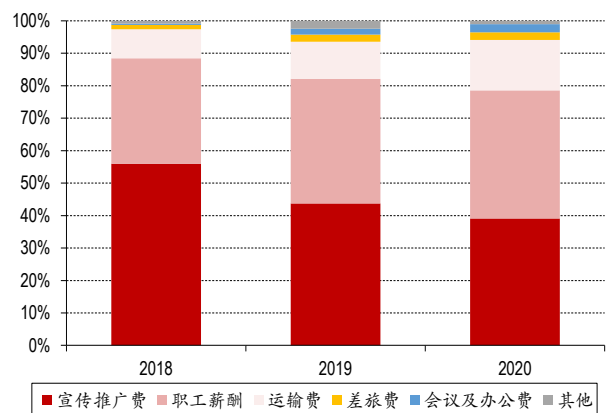
品牌辨识度提高，投放策略改变，销售费用率呈现下降趋势。宣传推广方面的大力投入初见成效，公司费用投放策略也有所改变。2019年，公司推行饱和式营销策略，重点加强了与消费者日常更贴近、接触更频繁的“地面广告”的投放，而减少了电视台、互联网广告以及赛事赞助的投入。2020年新冠肺炎疫情影响下，公司进一步放缓销售费用投放，宣传推广费的降低拉低了销售费用率。2017-2020年，公司销售费用率从29.0%下降至21.0%。我们判断，公司前期的费用投放已经建立起不错的品牌辨识度，未来费用投放将延续缓和态势，费用增速慢于收入增速，费用率继续降低。

图表 27. 销售费用率下降带动整体费用率下降



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 28. 公司宣传推广费投入占比逐年降低



资料来源：公司招股说明书，中银证券

完善产品销售网络，有序拓展全国市场

完善销售网络，推动渠道下沉

据招股说明书，公司销售模式以经销模式为主，与直营、线上等多种销售模式相结合，形成了全方位、立体化的销售体系。

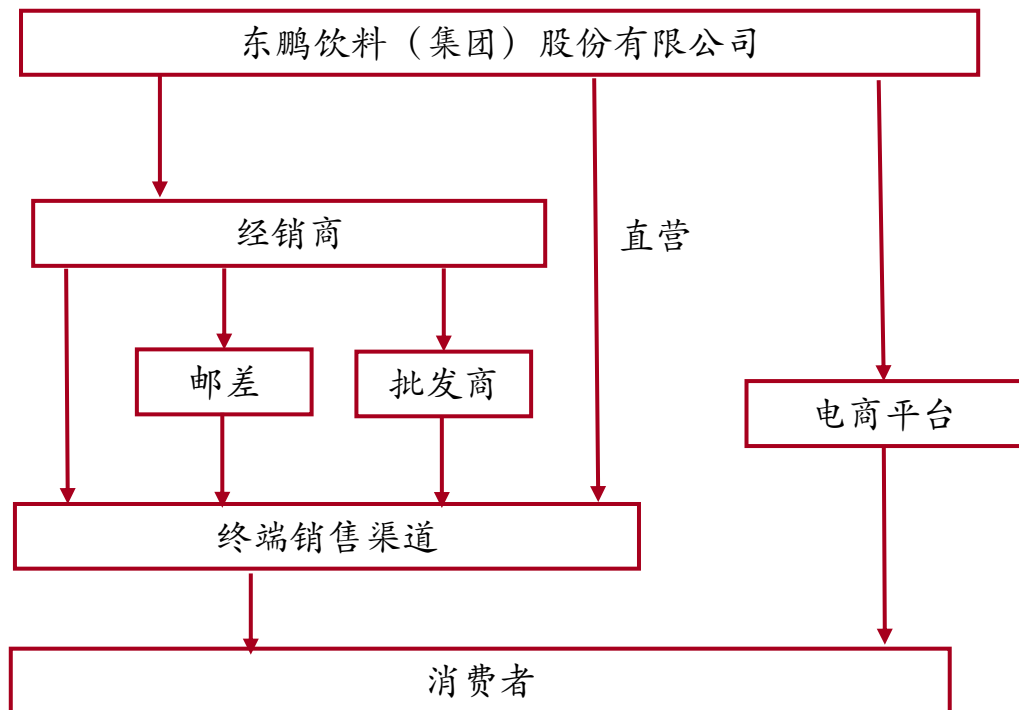
经过多年的市场拓展与精耕，公司已建立起由经销商、邮差和批发商、零售终端商组成的网点众多、覆盖面广、渗透力强、层次扁平的经销网络。截至目前共有约 120 万个终端销售网点注册用户，积累了过亿条消费者活动数据，为公司长远发展奠定了坚实的基础。

图表 29. 经销模式收入占比最高

单位(百万)	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
经销	2806.73	98.80	2947.76	97.57	4078.71	97.30	4806.13	97.4
线上销售	16.55	0.58	44.32	1.47	41.44	0.99	56.70	1.15
直营	1.08	0.04	10.50	0.35	48.71	1.16	47.88	0.97
其他	16.59	0.58	18.61	0.62	22.95	0.55	24.96	0.51
合计	2840.95	100.00	3021.18	100.00	4191.81	100.00	4935.66	100.00

资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 30. 东鹏饮料销售体系



资料来源：公司招股说明书，中银证券

“精耕与大流通”相结合，渠道下沉明显

公司精耕饮料市场，是“新零售”的探索者和践行者。根据招股说明书，公司已形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，共有 1,600 家经销商，销售网络覆盖全国约 120 万家终端门店。

在广东、广西、华东、华中等核心市场，东鹏饮料主要采取公司精耕的运营模式，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，提升产品铺市率，加强产品陈列辨识度和精准度，提高品牌影响力，提高渠道渗透能力，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，由经销商主要负责终端的维护及执行，公司为经销商提供广告宣传、营销培训与指导等支持。

随着销售规模和销售网络的扩大，西南、北方等区域经销商数量不断增加，公司也要对经销商实行精细化管理，以适应销售规模的扩张。否则，若经销商实力跟不上公司的发展，会阻碍公司的品牌推广和渠道建设。

图表 31. 经销商数量变化情况

区域	2017 年 12 月末		2018 年 12 月末		2019 年 12 月末		2020 年 12 月末	
	数量	比例(%)	数量	比例(%)	数量	比例(%)	数量	比例(%)
广东区域	178	18.70	211	18.80	207	16.80	222	13.90
广西区域	69	7.20	72	6.40	93	7.50	99	6.20
华东区域	185	19.40	248	22.10	246	19.90	289	18.10
华中区域	180	18.90	224	20.00	245	19.80	303	18.90
华北区域	193	20.30	222	20.00	201	16.30	283	17.70
西南区域	92	9.70	93	8.30	165	13.40	281	17.60
北方区域	56	5.90	53	4.70	79	6.40	123	7.70
合计	953	100	1,123	100.00	1,236	100.00	1,600	100

资料来源：公司招股说明书，中银证券

销售起步于广东，有序拓展全国市场

东鹏饮料起步于广东，经过多年的市场培育，已建立了较强的品牌影响力及市场竞争优势。东鹏来源于广东地区的销售收入占比超过了一半，2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年广东区域销售收入占公司主营业务收入比例分别为 66.7%、61.1%、60.1%及 55.7%。虽然近年来广东区域收入占比不断下降但整体而言公司在广东区域的销售占比仍然较高，销售区域较为集中。

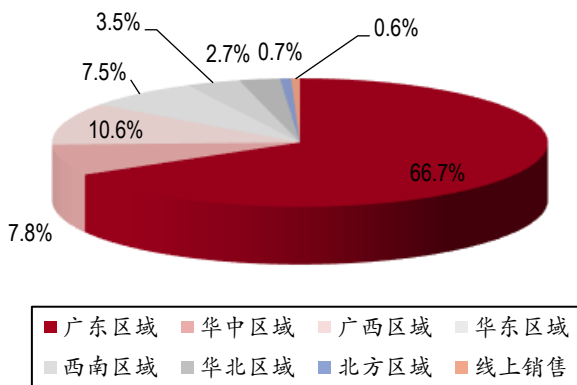
为了更好的布局全国市场，扩大市场占有率，满足下游客户需求，公司也在积极开拓其他市场，加快了“北上”的道路。2013 年、2018 年安徽、广西生产基地相继投产，目前华鹏、渝鹏也正在按计划建设中，随着上述基地的建设投产，周边市场覆盖能力逐渐变强，此外，500ml 金瓶的设计初衷也是为了更好地打开北方市场。东鹏广东区域以外的市场销售收入占比逐年上升，至 2020 年已达到了 44.3%。随着公司开拓全国市场的进程加快，未来其他区域占比将持续提升。

图表 32. 东鹏饮料的产品销售区域主要集中在广东地区

单位 (亿元)	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
广东区域	18.94	66.7	18.46	61.1	25.20	60.1	27.51	55.7
华中区域	2.22	7.8	2.85	9.5	4.63	11.1	5.58	11.3
广西区域	3.00	10.6	3.29	10.9	4.14	9.9	5.21	10.6
华东区域	2.13	7.5	2.66	8.8	3.94	9.4	4.99	10.1
西南区域	0.99	3.5	1.08	3.6	1.91	4.6	2.94	6.0
华北区域	0.76	2.7	1.16	3.9	1.44	3.4	2.13	4.3
北方区域	0.20	0.7	0.26	0.9	0.24	0.6	0.42	0.9
线上销售	0.17	0.6	0.44	1.5	0.41	1.0	0.57	1.2
合计	28.41	100.0	30.21	100.0	41.92	100.0	49.36	100.0

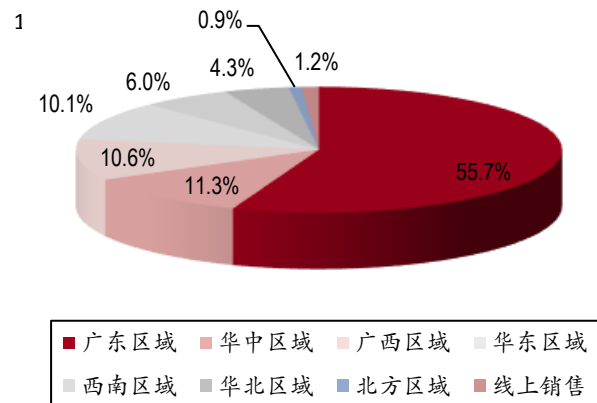
资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

图表 33. 2017 年东鹏各销售区域收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

图表 34. 2020 年东鹏各销售区域收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

盈利预测与投资评级

关键假设

基于前文的分析，我们对东鹏饮料未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入保持较快增长。预计未来能量饮料维持较快增速，新品拓展带动非能量饮料收入高速增长。目前公司销售主要集中在广东区域，随着市场开拓，省外销售对业绩增量的贡献将加大。我们预计 2021 年和 2022 年营业收入增长率为 36%、27%。
- 2、公司华南生产基地建设项目、重庆西彭生产基地建设项目、南宁生产基地二期建设项目建成后，预计将分别形成年产 48.12、39.5 和 22.5 万吨的生产能力。
- 3、成本方面，原材料价格近年来小幅下跌，2021 年开始出现反弹，但在公司的有效管控下，总体影响不大。
- 4、费用率整体稳定。20 年受疫情影响较大销售费用率有所下滑，随着疫情逐渐缓解，预计 2021-2023 年营销投入会有所增加。

图表 35. 东鹏饮料收入预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	4,209	4,959	6,768	8,619	10,614
同比增速(%)	39	18	36	27	23
毛利率(%)	46.7	46.6	46.4	46.0	45.3
能量饮料	4,003	4,655	6,284	7,856	9,427
同比增速(%)	39	16	35	25	20
毛利率(%)	49.0	48.7	48.9	49.0	49.0
非能量饮料	148	240	408	673	1,077
同比增速(%)	49	62	70	65	60
毛利率(%)	-6.1	9.3	10.0	12.0	14.0
包装饮用水	41	41	45	49	54
同比增速(%)	12	-1	10	10	10
毛利率(%)	7.2	16.0	17.0	19.0	20.0

资料来源：万得，中银证券

相对估值和投资评级

我们选取 6 家软饮料行业 A 股上市公司进行对比，东鹏饮料 2021、2022 年 PE 高于行业中位值。

图表 36. 可比公司估值表 (倍)

证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	PE(2020)	PE(2021E)	PE(2022E)
东鹏饮料	1018	254.6	125.41	88.55	69.19
中位值	-	-	34.84	39.08	32.61
养元饮品	382	30.22	20.72	16.49	14.63
均瑶健康	106	24.72	45.00	39.08	32.61
李子园	139	64.20	-	51.53	40.84
香飘飘	73	17.51	24.67	18.16	15.58

资料来源：万得，中银证券

注：股价为 6 月 23 日收盘价，净利润为万得一致预期

公司 2021-23 年 EPS 为 2.88、3.69、4.55 元，同比增 41.6%、28.4%、23.3%，对应 PE 为 88.5、69.2、56.3 倍，首次覆盖给予 **增持** 评级。

风险提示

市场竞争风险。未来公司能否持续保持市场竞争优势，能否持续及时应对市场变化，仍存在一定不确定性。

原材料价格波动风险。

消费需求和消费习惯改变的风险。

市场开拓不及预期的风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,209	4,959	6,768	8,619	10,614
销售成本	(2,242)	(2,648)	(3,630)	(4,657)	(5,802)
经营费用	(1,147)	(1,176)	(1,559)	(1,926)	(2,303)
息税折旧前利润	820	1,135	1,580	2,036	2,508
折旧及摊销	(110)	(134)	(178)	(230)	(296)
经营利润(息税前利润)	710	1,001	1,402	1,806	2,212
净利息收入/(费用)	14	16	43	52	82
其他收益/(损失)	13	13	13	13	13
税前利润	737	1,030	1,458	1,872	2,307
所得税	(166)	(217)	(308)	(395)	(487)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	571	812	1,150	1,476	1,820
核心净利润	595	805	1,143	1,469	1,813
每股收益(人民币)	1.43	2.03	2.88	3.69	4.55
核心每股收益(人民币)	1.49	2.01	2.86	3.67	4.53
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入增长(%)	38.6	17.8	36.5	27.4	23.1
息税前利润增长(%)	191.3	40.9	40.1	28.9	22.5
息税折旧前利润增长(%)	149.4	38.5	39.2	28.9	23.2
每股收益增长(%)	164.4	42.3	41.6	28.4	23.3
核心每股收益增长(%)	217.3	35.2	42.0	28.5	23.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	737	1,030	1,458	1,872	2,307
折旧与摊销	110	134	178	230	296
净利息费用	5	11	0	0	0
运营资本变动	502	437	838	(197)	797
税金	(205)	(269)	(308)	(395)	(487)
其他经营现金流	62	(2)	81	(15)	(17)
经营活动产生的现金流	1,211	1,340	2,247	1,494	2,897
购买固定资产净值	(508)	(645)	(819)	(1,040)	(1,321)
投资减少/增加	568	830	0	0	0
其他投资现金流	(592)	(957)	(28)	(31)	(34)
投资活动产生的现金流	(532)	(773)	(847)	(1,071)	(1,355)
净增权益	57	0	89	58	69
净增债务	42	227	11	12	13
支付股息	(151)	(556)	0	0	0
其他融资现金流	(6)	(4)	1	1	1
融资活动产生的现金流	(57)	(334)	101	71	84
现金变动	621	234	1,501	494	1,625
期初现金	339	945	1,225	2,726	3,219
公司自由现金流	636	676	1,248	347	1,431
权益自由现金流	689	853	1,292	398	1,506

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	945	1,225	2,726	3,219	4,844
应收帐款	26	13	79	27	93
库存	214	273	317	452	538
其他流动资产	267	449	488	527	679
流动资产总计	1,452	1,959	3,611	4,224	6,154
固定资产	1,413	1,885	2,645	3,435	4,437
无形资产	164	237	119	139	162
其他长期资产	313	280	308	339	373
长期资产总计	1,889	2,402	3,072	3,913	4,972
总资产	3,341	4,361	6,682	8,137	11,126
应付帐款	1,442	933	2,003	1,910	2,995
短期债务	10	110	121	133	146
其他流动负债	0	1,087	1,087	1,087	1,087
流动负债总计	1,452	2,130	3,211	3,130	4,229
长期借款	237	302	302	302	302
其他长期负债	17	16	17	18	19
股本	360	360	400	400	400
储备	1,275	1,553	2,753	4,287	6,177
股东权益	1,635	1,913	3,153	4,687	6,577
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,341	4,361	6,682	8,137	11,126
每股帐面价值(人民币)	4.09	4.78	7.88	11.72	16.44
每股有形资产(人民币)	6.37	8.40	9.75	11.67	16.37
每股净负债/(现金)(人民币)	1.90	3.06	2.01	0.58	(0.74)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.5	22.9	23.3	23.6	23.6
息税前利润率(%)	16.9	20.2	20.7	21.0	20.8
税前利润率(%)	17.5	20.8	21.5	21.6	21.6
净利率(%)	13.6	16.4	17.0	17.1	17.0
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.1	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	-	-	-	-	-
净权益负债率(%)	-	-	-	-	-
速动比率(倍)	0.7	0.6	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	178.5	125.4	88.5	69.2	56.3
核心业务市盈率(倍)	171.1	126.5	89.1	69.5	56.5
市净率(倍)	62.3	53.2	32.3	23.2	17.4
价格/现金流(倍)	84.1	76.0	45.3	68.4	35.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	123.5	89.2	64.1	49.7	40.4
周转率					
存货周转天数	26.8	33.1	29.3	29.7	30.7
应收帐款周转天数	2.8	1.4	2.5	2.2	2.0
应付帐款周转天数	42.5	42.0	42.4	42.3	42.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	26.1	27.2	27.6
净资产收益率(%)	41.9	45.8	45.4	39.1	35.3
资产收益率(%)	20.9	21.1	20.8	20.3	19.8
已运用资本收益率(%)	20.9	21.3	25.3	24.5	26.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371