

公司研究

能量饮料风起，东鹏展翅正当时

——东鹏饮料（605499.SH）投资价值分析报告

要点

国内能量饮料先行者。东鹏饮料成立于1994年，以能量饮料“东鹏特饮”为核心产品，此后进军茶饮料、包装水等行业。根据欧睿，2020年东鹏市场份额约15.4%，位居第二，能量饮料是公司的基本盘，2020年收入占比达94.3%；广东市场是公司的基地市场（2020年收入占比约55.7%），当前东鹏开启了全国化拓展，未来广东与非广东地区占比有望达到2:8。

能量饮料赛道维持高景气度，已形成一超多强的市场格局。由于成分中含有牛磺酸和咖啡因，能量饮料兼具成瘾性和功能性，因此产品生命周期更长、品牌粘性更高。**1) 从市场规模来看**，2020年中国能量饮料零售市场规模约447.8亿元，2014-2020年CAGR高达11.35%，是软饮料中增速最快的细分品类。能量饮料的核心消费群体对性价比要求较高，因而我们认为行业未来的增长将以量增为驱动力，当前功能饮料的消费人群和场景都在不断扩大，预计2021-2025年细分赛道增速仍将快于软饮行业整体；**2) 从竞争格局来看**，2020年中国能量饮料市场CR3高达80%，其中红牛/东鹏/乐虎/体质能量的市占率分别为55%/15%/9%/6%，呈现一超多强的局面。红牛占据高端市场，东鹏等本土品牌定位中端。目前华彬红牛和泰国红牛的内部之争尚未尘埃落定，市场上同时存在着四种红牛产品，内部损耗对红牛品牌力或有影响。我们认为未来行业格局发展或存变数，以东鹏为首的内资中端品牌有望抢占更多份额。

东鹏作为后起之秀，通过性价比和差异化策略成功突围。公司深耕能量饮料赛道二十余年，在产品、渠道、品牌上塑造出了较强能力。**1) 产品端：**公司精准把握目标客群的核心需求，以低价格和大容量铸就高性价比，通过差异化包装解决市场痛点。同时抓住风口升级产品，进行多元化布局，未来有望突破单一品类局限。**2) 渠道端：**公司持续深化渠道建设，划分核心和弱势区域因地制宜扩张销售网络。同时借助数字化系统实现全链条精细化管理，不断加强渠道管控能力。**3) 品牌端：**公司定位年轻一代，借助符合产品调性并能引发共鸣的广告语，不断强化品牌定位。通过多维度营销使东鹏的全国知名度显著提升。**展望未来：**募投项目扩大产能；品牌具备全国化基因；公司主观能动性高，且终端销售意愿较高；多因素共振下公司将加速全国化扩张，助力收入维持较快增长。此外，中国能量饮料赛道景气度高，公司作为行业领导品牌，未来将持续享受行业高增红利。

盈利预测、估值与评级：我们预测东鹏饮料2021-2023年EPS分别为2.63/3.38/4.27元。能量饮料是软饮料中的优质赛道，东鹏作为业内第二的优质企业具备长期增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：全国化进程不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；次新股股价波动的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,209	4,959	6,300	7,845	9,549
营业收入增长率	38.56%	17.81%	27.05%	24.54%	21.72%
净利润（百万元）	571	812	1,050	1,354	1,709
净利润增长率	164.36%	42.32%	29.31%	28.94%	26.19%
EPS（元）	1.58	2.26	2.63	3.38	4.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.89%	42.44%	35.43%	31.36%	28.35%
P/E	158	111	95	74	59
P/B	55.0	47.0	33.7	23.2	16.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-01 注：IPO前总股本3.6亿股，IPO后总股本4.0亿股

增持（首次）

当前价：250.00元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

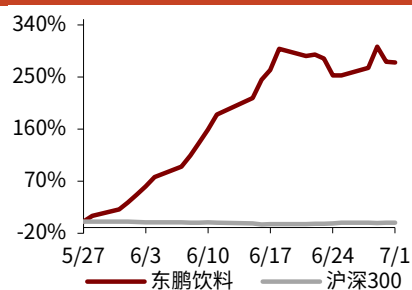
021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元)	1000.03
一年最低/最高(元)	55.52/270.00
近3月换手率	26.32%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	184.01	NA	NA
绝对	181.91	NA	NA

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

我们针对公司主营项目能量饮料、非能量饮料和包装饮用水分别进行预测，我们估计 2021 年能量饮料、非能量饮料和包装饮用水收入分别为 58.8/3.4/0.4 亿元，预计 2021-2023 年能量饮料、非能量饮料及包装饮用水的营收增速分别为 26%/24%/20%、40%/40%/40%及 10%/10%/10%。我们预计公司整体收入分别为 63.0/78.5/95.5 亿元，同比增速分别为 27.1%/24.5%/21.7%。

我们的核心观点

能量饮料的成分中含有牛磺酸和咖啡因，提神见效快，在诉求明确的年轻群体中广受欢迎；同时兼具成瘾性，因此能量饮料行业的品牌粘性高、产品周期长。根据欧睿，2020 年我国能量饮料销售额/销售量分别达到 447.8 亿元/22.1 亿升，2014-2020 年 CAGR 为 11.4%/ 13.5%。中国能力饮料人均消费量仍处于较低水平，随着消费群体&场景的不断扩容，能量饮料赛道景气度将持续提升，根据 Euromonitor，2021E-2025E 销售额增速 CAGR 有望达到 6.90%。

自 2016 年开始，我国能量饮料行业的头号玩家——红牛就深陷内部争斗之中，市面上 4 种红牛饮料并存，对整体品牌力是一个较大的消耗。根据欧睿，红牛的市场份额从 2015 年的 76.5%下降至 2020 年 55.0%。而在这一过程中，本土品牌把握机遇不断追赶，2020 年东鹏/乐虎/体质能量的市占率分别达到 15%/9%/6%。

东鹏饮料作为我国能量饮料行业上市的第一股，深耕能量饮料二十余年，已构筑了较强的产品力、渠道力和品牌力。通过对比美国市场上魔爪的突围之旅，我们发现，当前东鹏所处状况和采取策略与 21 世纪初的魔爪类似，但瞄准了更为大众的普通上班族。自 2017 年推出 500ml 金瓶以来，东鹏采用低价策略，错位竞争，首推大容量，强调性价比，因此获得了巨大成功。在全链条精细化渠道管理系统的帮助下，我们认为东鹏有望在全国化过程中，尽享行业红利，掘金能量饮料赛道。

股价上涨的催化因素

我们认为公司自身增长逻辑清晰，且能享受行业扩容红利，兼具 α 和 β 。1) 行业层面：中国能量饮料赛道景气度高，消费人群和场景的扩大驱动市场扩容。东鹏作为本土领先品牌，有望享受行业发展红利。2) 公司层面：募投项目投产后将突破产能限制，叠加不断增强的品牌拉力及渠道推力，公司望加速全国化扩张。

盈利预测

我们预测东鹏饮料 2021-2023 年 EPS 分别为 2.63/3.38/4.27 元。中国能量饮料赛道景气度高，东鹏饮料作为本土的中端品牌，深耕能量饮料二十余年，已构筑较强的产品力&渠道力&品牌力。首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、国内能量饮料先行者	6
1.1、二十余载精耕，黑马异军突起	6
1.2、收入持续向好，业绩增长向上	7
2、能量饮料方兴未艾，一超多强格局形成	9
2.1、谈属性：成瘾性&功能性兼具，品牌粘性更高	9
2.2、论空间：中国市场高景气，首要追求性价比	10
2.2.1、行业景气度高，中国市场未来可期	10
2.2.2、加班文化盛行，消费人群&场景扩大，驱动市场扩容	13
2.3、探格局：红牛内部鏖战，中端品牌迎来机遇	14
2.3.1、红牛地位日渐式微，本土品牌逐步崛起	14
2.3.2、内部之争久矣，四罐红牛并存	16
3、鲲化为鹏：后起之秀如何突围？	18
3.1、析产品：极致性价比，精准差异化	18
3.2、观渠道：精细化管理，数字化赋能	20
3.3、看品牌：年轻化定位，饱和式营销	21
3.4、展未来：万事俱备，东风已来，大鹏振翅待高飞	24
3.4.1、复盘 Monster：性价比&资源聚集策略或为突围锦囊	24
3.4.2、展望东鹏：趁势扩张，逐鹿全国	25
4、盈利预测和估值	28
4.1、关键假设及盈利预测	28
4.2、相对估值	29
4.3、估值结论与投资评级	30
5、风险提示	31

图目录

图 1: 东鹏饮料发展历程	6
图 2: 东鹏饮料股权结构 (截至 2021 年 6 月)	7
图 3: 2017-2020 年营业收入 (百万元) 及增速 (%)	8
图 4: 2017-2020 年公司收入结构 (按产品)	8
图 5: 2017-2020 年公司收入结构 (按地区)	8
图 6: 2017-2020 年公司综合毛利率及各产品毛利率	8
图 7: 2017-2020 年期间费用率及净利率 (%)	8
图 8: 2017-2020 年归母净利润 (百万元) 及增速 (%)	8
图 9: 2020 年全球软饮料品牌价值 TOP10 (亿美元)	9
图 10: 2020 年中国软饮料细分行业集中度-按零售销售额	9
图 11: 2018 年红牛消费群体的年龄结构	10
图 12: 2018 年红牛的消费人群占比	10
图 13: 中国各类软饮料的均价变化 (元/升)	10
图 14: 全球能量饮料市场销售额	11
图 15: 全球能量饮料市场销售量	11
图 16: 中国能量饮料市场销售额	11
图 17: 中国能量饮料市场销售量	11
图 18: 中国软饮料各细分品类的市场规模占比及各自的 CAGR 情况-按销售额	12
图 19: 全球能量饮料主要消费国占比变化-按销售量	12
图 20: 各国能量饮料人均消费变化-按销售量 (升/人)	12
图 21: 中国能量饮料销售额 YoY、销售量 YoY 及均价 YoY	13
图 22: 2011-2020 年全球主要市场销售量和均价的变动	13
图 23: 2018 年中国大陆与全球主要国家及地区的法定节假日天数和年工作时长	13
图 24: 中国快递业务量及快递员人均每年业务量变化	14
图 25: 中国考研人数及同比增速	14
图 26: 2020 年中国能量饮料市场格局-按销售额	14
图 27: 中国能量饮料主要品牌市占率变化-按销售额	14
图 28: 2020 年全球主要市场上市占率前三的品牌和主打产品-按零售额	15
图 29: 华彬集团和泰国天丝的“红牛”商标之争历程	17
图 30: 2016 年以来红牛销售额 YoY 低于行业 YoY	17
图 31: 目前在华销售的“四罐红牛”	17
图 32: 2017-2020 年 500ml 金瓶收入 (百万元) 及增速 (%)	18
图 33: 2017-2020 年公司能量饮料产品结构-按收入	18
图 34: 主流品牌能量饮料产品价格对比	19
图 35: 2017-2020 年公司收入结构 (按销售模式)	20
图 36: 2018-2020 年经销商数量变化 (家)	20
图 37: 鹏讯云商的示意图	21
图 38: 早期广告语突出产品功效	22
图 39: 正能量广告语引发年轻一代共鸣	22

图 40: 东鹏传统营销方式一览	22
图 41: 东鹏通过贴片广告&产品植入加深消费者印象	23
图 42: 东鹏互联网新媒体营销案例	23
图 43: Monster 魔爪的历史发展阶段和营业收入增长	25
图 44: 美国能量饮料的市场格局-按零售额	25
图 45: 美国市场上红牛与魔爪的均价对比	25
图 46: 2017-2020 年产能利用率 (%)	26
图 47: 一元乐享活动海报及扫码赢红包活动截图	26

表目录

表 1: 市面上主要能量饮料品牌的成分和规格的对比	15
表 2: 2018 年以来各大能量饮料品牌推广项目对比	16
表 3: 东鹏能量饮料产品对比	18
表 4: 东鹏新品上市时间表	19
表 5: 2016-2020 年东鹏赞助及植入营销一览	23
表 6: 2017-2020 年东鹏慈善活动一览	24
表 7: 东鹏饮料主要业务营收 (亿元) 预测	28
表 8: 东鹏饮料主要产品的吨价 (元/吨) 及其毛利率 (%) 预测	28
表 9: 东鹏饮料期间费用率预测	29
表 10: 软饮料行业主要公司 PE 及 PEG 估值表	29
表 11: 软饮料行业主要公司 PS 估值表	29

1、国内能量饮料先行者

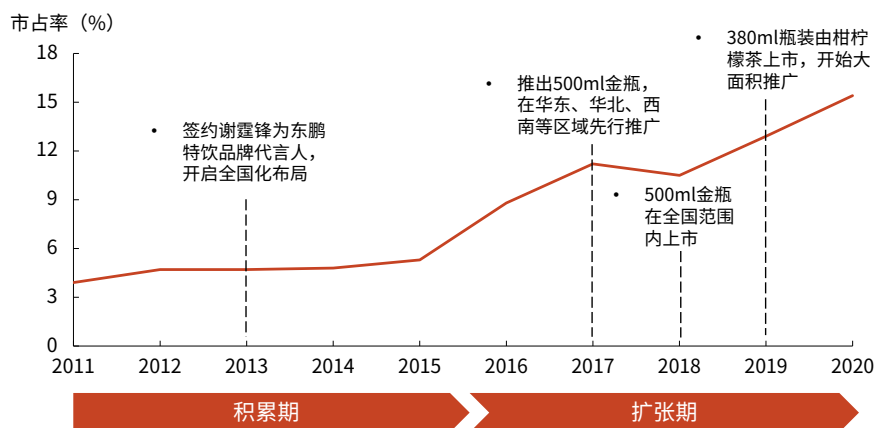
1.1、二十余载精耕，黑马异军突起

国内能量饮料先行者。东鹏饮料成立于1994年，是深圳老字号饮料生产企业。公司以能量饮料“东鹏特饮”为基本盘，陆续布局茶饮料、包装水等多个赛道，现已成为国内能量饮料领导品牌。根据欧睿数据，按零售市场销售额计算，2020年公司能量饮料市占率约15.4%，位列行业第二。

三阶段渐进发展，市场份额逐步提高。回顾公司20余年的发展历史，可以分为三个阶段：

- **1994-2008年，初创期：进军能量饮料。**1994年公司前身东鹏实业在深圳成立，主要销售清凉系列饮品和利乐包豆奶。1997年公司推出能量饮料东鹏特饮，并于次年获得保健食品批文。2003年林木勤等20名员工受让东鹏实业100%股权，公司完成了由国企向民营企业的改制。
- **2009-2015年，积累期：差异化&全国化均有看点。**2009年公司推出PET瓶装东鹏特饮，与市场上主流的罐装能量饮料形成差异，踏准目标人群饮用需求。2013年公司加强品牌建设，签约谢霆锋为代言人，同时走出广东，推进全国化扩张。根据欧睿数据，2011-2015年公司市占率提升约1.4pcts至5.3%。
- **2016年至今，扩张期：把握机遇快速崛起。**2016年起行业龙头红牛陷入商标之争，公司抓住发展机遇，于2017H2推出拳头产品500ml金瓶，打造极致性价比。在爆品的推动下，公司2017年市占率同增2.4pcts至11.2%，经营实力不断提升，发展驶入快车道。

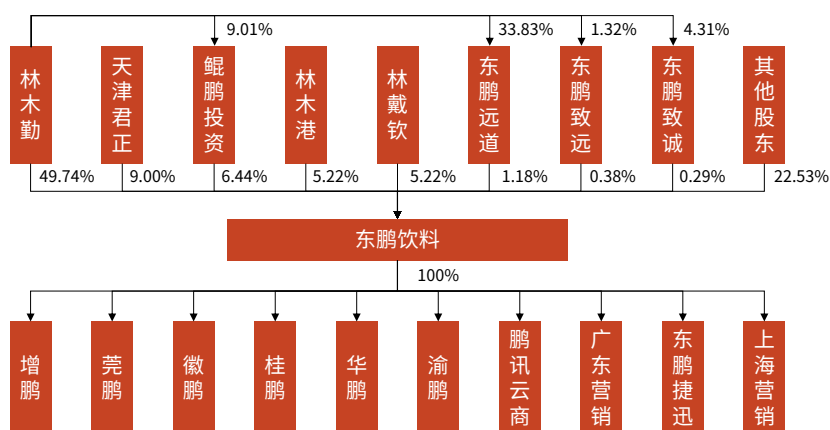
图1：东鹏饮料发展历程



资料来源：Euromonitor，公司官网，公司招股说明书，光大证券研究所

持股集中&控制力强，员工持股提升经营活力。截至2021年6月，林木勤为公司实际控制人，直接持有公司49.7%的股权、通过鲲鹏投资、东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚间接持有1.0%，合计50.7%，股权集中度高，控制力较强。另外，公司设有员工持股平台，即东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚，激励对象包括技术骨干、经营骨干、高级管理人员等，能够绑定核心员工，调动团队积极性，助力公司中长期发展。

图 2: 东鹏饮料股权结构 (截至 2021 年 6 月)



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

1.2、收入持续向好，业绩增长向上

收入稳步增长。随着大单品 500ml 金瓶的落地，叠加渠道推力&品牌拉力的不断提升，公司收入维持增长态势。2017-2020 年，营业收入由 28.4 亿元提高至 49.6 亿元，CAGR 达 20.4%。其中，2018-2020 年收入分别同增 6.81%/38.56%/17.81%。

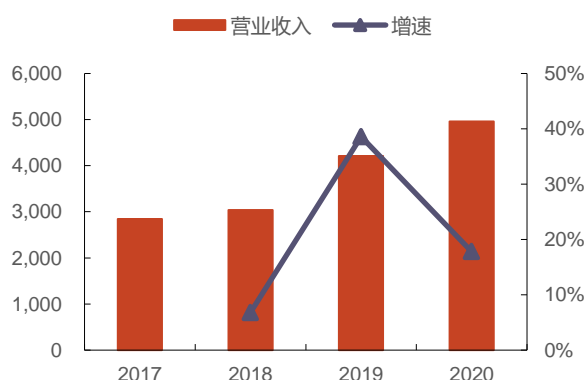
- **分产品看: 能量饮料是公司最核心的产品。**2020 年能量饮料收入 46.6 亿元，约占公司主营业务收入的 94%，2017-2020 年 CAGR 达到 19.4%。此外，公司自 2017 年起推出由柑柠檬茶等新品，进一步丰富产品矩阵，2017-2020 年非能量饮料/包装水业务占比分别由 3.6%/0.1% 提升至 4.9%/0.8%。
- **分区域看: 广东市场为大本营，逐步拓展至全国。**2020 年广东区域实现收入 27.5 亿元，占比超 55%。公司亦在推进全国化扩张，2017-2020 年广西区域占比维持在 10.6%，华中/华东区域占比则分别提升 3.5pcts/2.6pcts 至 11.3%/10.1%。目前公司覆盖了 170 万终端网点，较红牛 400-500 万终端网点仍有较大的提升空间。

毛利率基本稳定。2017-2020 年综合毛利率为 47.9%/46.0%/46.7%/46.6%，基本保持稳定。分产品看：能量饮料毛利率超 48%，其中 500ml 金瓶毛利率最高（2020 年达到 52.3%）。非能量饮料及包装饮用水销售量较小，此前尚未实现规模效应，毛利率为负，随着产品放量均已于 2020 年转正。

费用率略有下降。2017-2020 年销售费用率由 29% 下滑至 21%，管理费用率维持在 3-4% 区间。期间费用率整体呈现下降态势，主要系宣传推广费用有所下降，叠加收入规模增加费用摊薄所致。

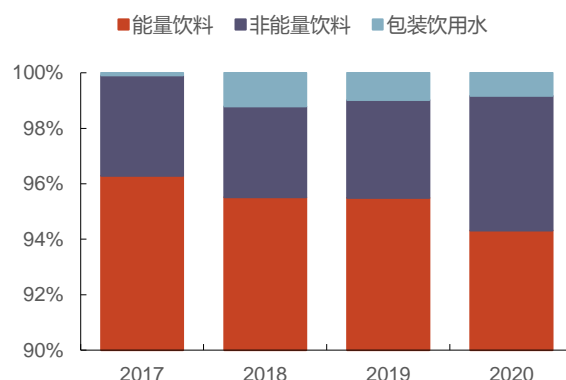
净利润短遇调整，后趋势向好。2017-2020 年公司归母净利润由 3.0 亿元快增至 8.1 亿元，CAGR 高达 40.0%，净利率提升 6.0pcts 至 16.4%。2018-2020 年净利率显著提升主要系公司前期采用高举高打的营销模式打响品牌全国知名度，广告宣传投入高企；2019 年起精细化投放费用，增加地面广告对消费者进行高密度覆盖，降低宣传推广成本，推动净利率不断提高。

图 3: 2017-2020 年营业收入 (百万元) 及增速 (%)



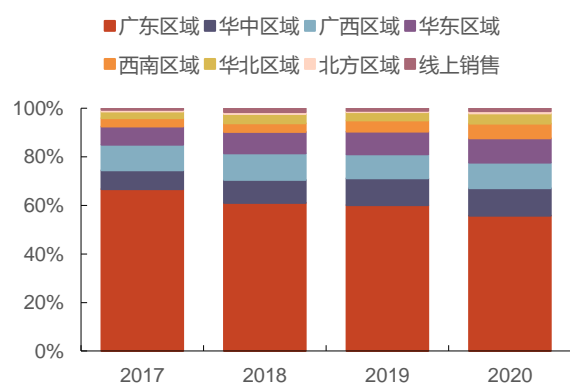
资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 4: 2017-2020 年公司收入结构 (按产品)



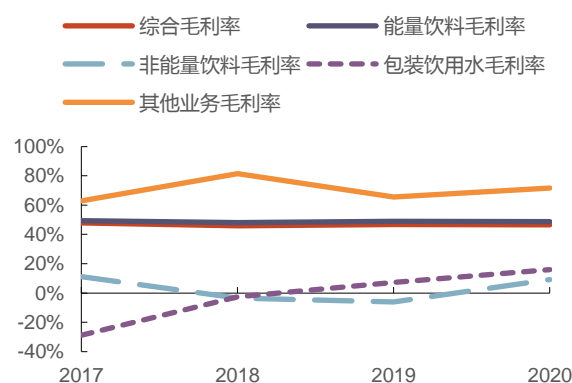
资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 5: 2017-2020 年公司收入结构 (按地区)



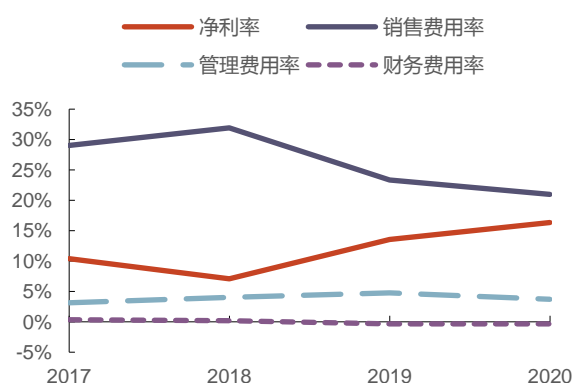
资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 6: 2017-2020 年公司综合毛利率及各产品毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 7: 2017-2020 年期间费用率及净利率 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 8: 2017-2020 年归母净利润 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

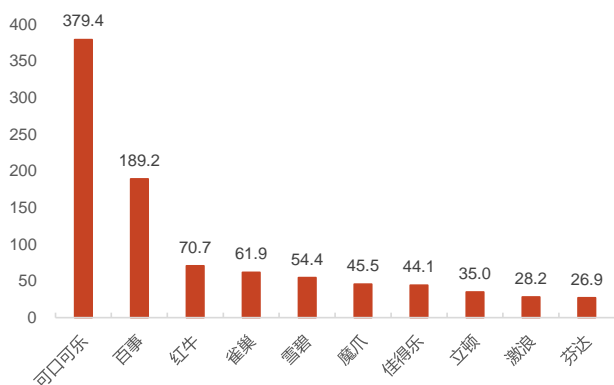
2、能量饮料方兴未艾，一超多强格局形成

2.1、谈属性：成瘾性&功能性兼具，品牌粘性更高

能量饮料的成分中含有牛磺酸和咖啡因，兼具成瘾性和功能性。能量饮料是通过加入牛磺酸、赖氨酸、精制白砂糖、咖啡因等功能因子，在 B 族维生素的辅助下，及时补充人体能量。同时，牛磺酸和咖啡因能促使中枢神经变得活跃，各种功能因子在人体新陈代谢中协同作用，获得抗疲劳功效。

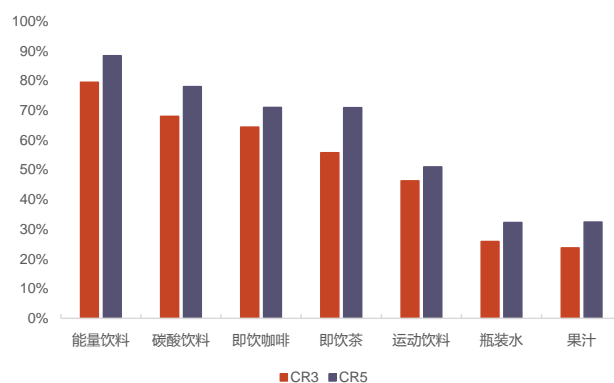
能量饮料具备长生命周期和高品牌粘性，市场集中度高，中国 CR3 为 80%。由于能量饮料的功能性和口味单一性，消费者会弱化对口味的追求，因此能量饮料快速迭代的风险较低；同时，能量饮料含有咖啡因，具有成瘾性，在叠加精神需求下，能量饮料的生命周期长。此外在中国，咖啡因属于第二类精神药品，能量饮料具备药用属性，因此消费者在选购时会更注重品牌。根据欧睿数据，按零售销售额统计，2020 年中国碳酸饮料和能量饮料市场 CR3 分别为 68%、80%，高于大部分非上瘾性的软饮料品类。

图 9：2020 年全球软饮料品牌价值 TOP10 (亿美元)



资料来源：Brand Finance，光大证券研究所；注：纵轴即品牌价值，单位为亿美元，排名由英国品牌评估机构“品牌金融”(Brand Finance)评出

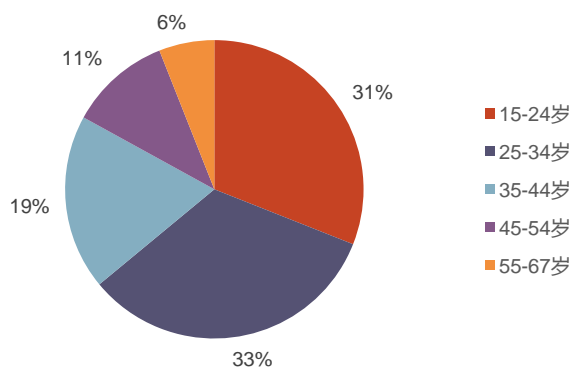
图 10：2020 年中国软饮料细分行业集中度-按零售销售额



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

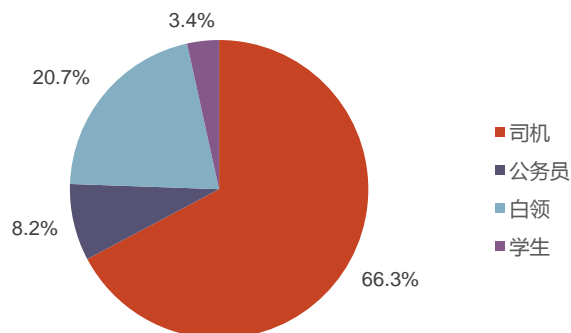
能量饮料消费群体主要是 15-34 岁的年轻人，倾向追求极致性价比。能量饮料的消费群体主要是司机、蓝领工人、快递员及运动人士，年龄大部分处于在 15-34 岁之间。这类群体往往消费能力不高，对价格的敏感性较高，在满足功能性的前提下往往会追求极致性价比。根据欧睿，2006-2020 年间，中国能量饮料均价呈现出小幅增长后下跌的走势，这与大量本土品牌为目标消费者推出了性价比较高的产品密切相关；而在消费升级的驱使下，其他大部分饮料的均价逐渐上升。

图 11: 2018 年红牛消费群体的年龄结构



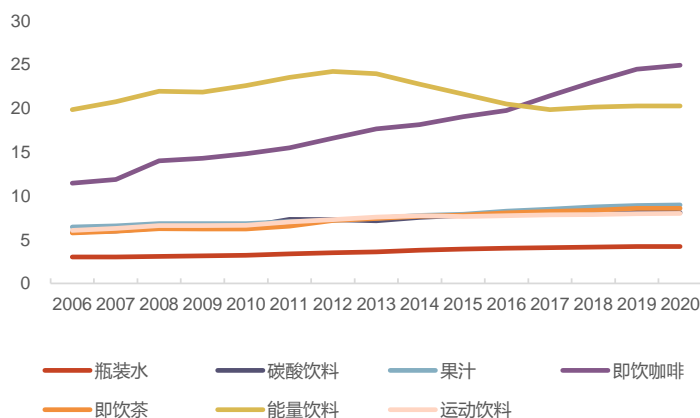
资料来源: 尼尔森, 光大证券研究所

图 12: 2018 年红牛的消费人群占比



资料来源: 新思界产业研究, 光大证券研究所

图 13: 中国各类软饮料的均价变化 (元/升)



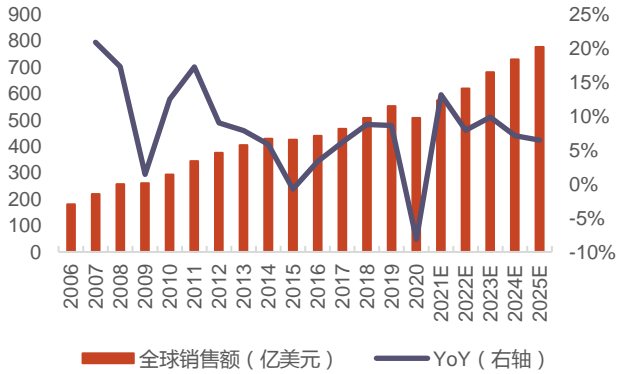
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

2.2、论空间: 中国市场高景气, 首要追求性价比

2.2.1、行业景气度高, 中国市场未来可期

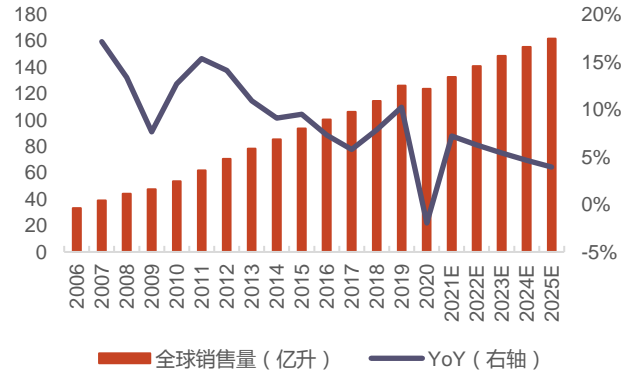
能量饮料市场不断扩容, 中国市场规模 2014-2020 年 CAGR 达 11.4%。根据欧睿, 2020 年全球能量饮料销售额/量分别达 507.9 亿美元/ 123.8 亿升, 2014-2020 年 CAGR 达 2.8%/ 6.4%。得益于我国居民消费水平的提升及消费结构的升级, 2020 年我国能量饮料销售额/销售量分别达到 447.8 亿元/22.1 亿升, 2014-2020 年 CAGR 为 11.4%/ 13.5%。根据欧睿预测, 到 2025 年, 全球/中国能量饮料的市场规模将分别达到 778.0 亿美元和 658.1 亿元, 2021-2025 年的 CAGR 分别为 7.9%/6.9%。

图 14: 全球能量饮料市场销售额



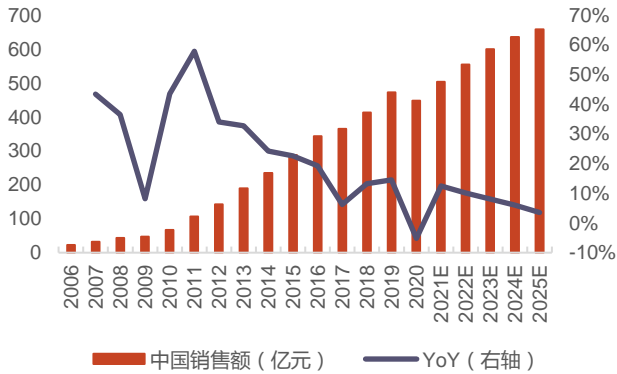
资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所

图 15: 全球能量饮料市场销售量



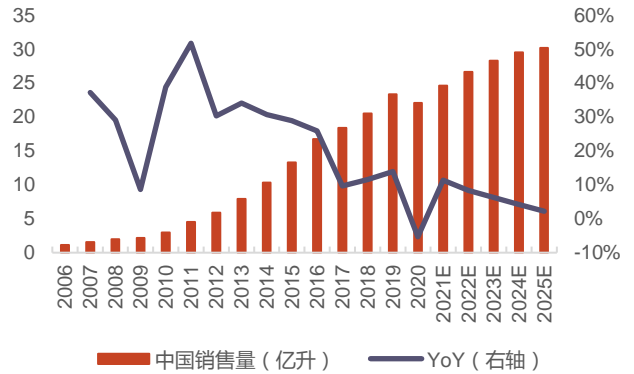
资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所

图 16: 中国能量饮料市场销售额



资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所

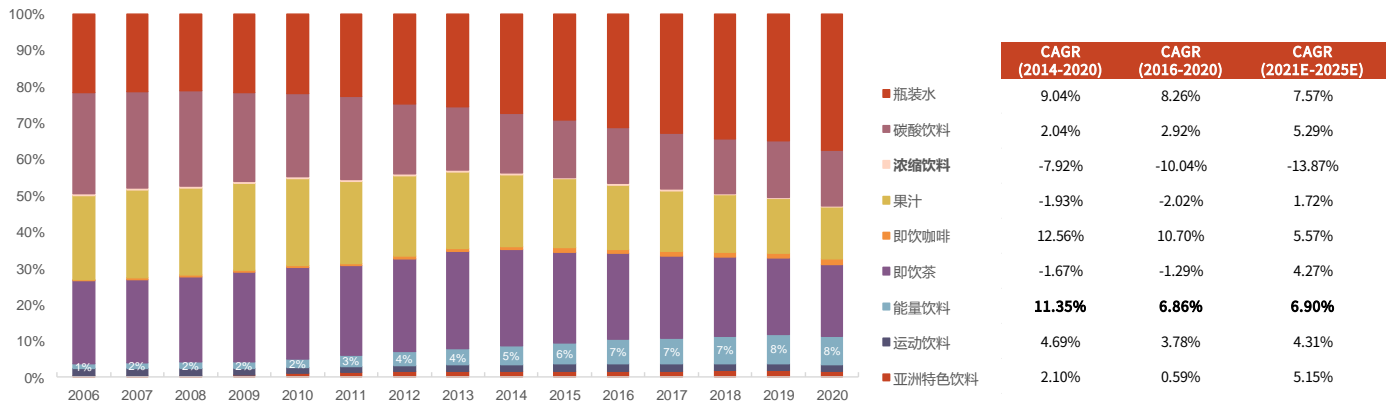
图 17: 中国能量饮料市场销售量



资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所

软饮料中, 2020 年中国能量饮料市场规模占比已增至 7.8%, 较 2006 年增长 6.5pcts。一直以来, 中国饮料市场以瓶装水、即饮茶饮料和碳酸饮料为主, 根据欧睿, 2020 年三者占中国软饮料销售额的比重分别为 38%、20%、15%, 然而随着消费者对饮料功能属性需求的日益提升, 能量饮料市场快速扩容, 根据欧睿, 2014-2020 年中国能量饮料销售额 CAGR 达 11.4%, 能量饮料是软饮细分赛道中增速最快的细分品类之一, 2020 年能量饮料销售额占比达 7.8%。

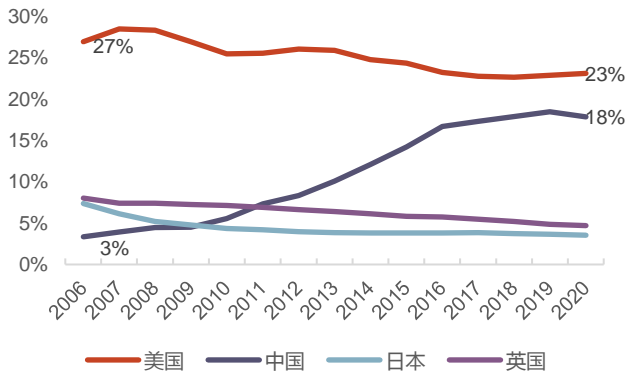
图 18：中国软饮料各细分品类的市场规模占比及各自的 CAGR 情况-按销售额



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所

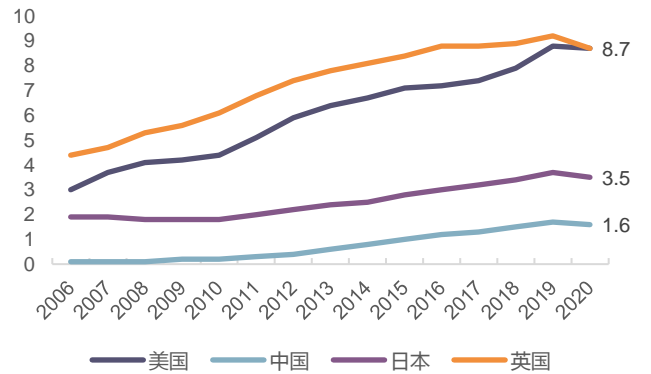
2020 年中国能量饮料人均消费量仅为美国的 18%，未来有较大增长空间。能量饮料在我国最早可追溯到 1995 年进入中国市场的红牛，伴随着红牛的引入，能量市场获得了快速增长。然而从人均消费量的角度看，我国远低于美国/日本，2020 年中国人均能量饮料消费量为 1.6 升，仅为美国的 18%，日本的 46%，未来随着中国居民消费水平提升、以及消费人群/消费场景扩容后对功能饮料需求的增加，我国功能饮料的人均消费量有望持续提升。根据 Euromonitor，2021E-2025E 销售额增速 CAGR 有望达到 6.90%。

图 19：全球能量饮料主要消费国占比变化-按销售量



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 20：各国能量饮料人均消费变化-按销售量 (升/人)

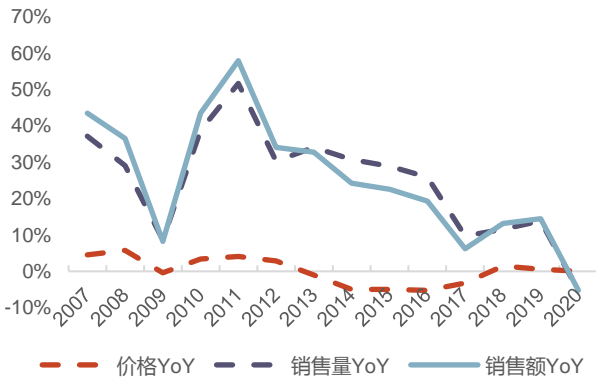


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

2.2.2、加班文化盛行，消费人群&场景扩大，驱动市场扩容

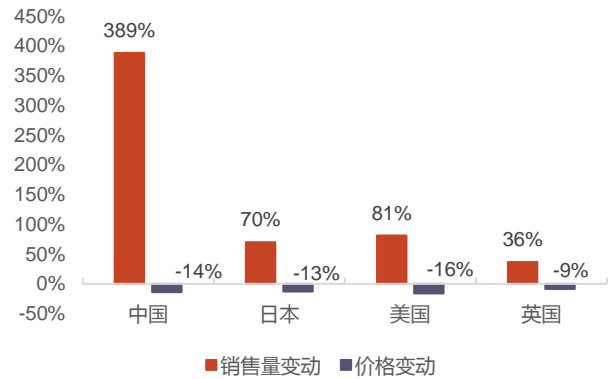
行业增长主要以量驱动，追求极致性价比是主题。与 2011 年相比，2020 年中国能量饮料市场销售额增长 3.2 倍，其中销售量增长 3.9 倍，而均价下跌 14%，在日本、美国、英国等市场均有类似现象，这说明行业规模主要以量驱动，极致性价比是消费者追求的主题。

图 21：中国能量饮料销售额 YoY、销售量 YoY 及均价 YoY



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

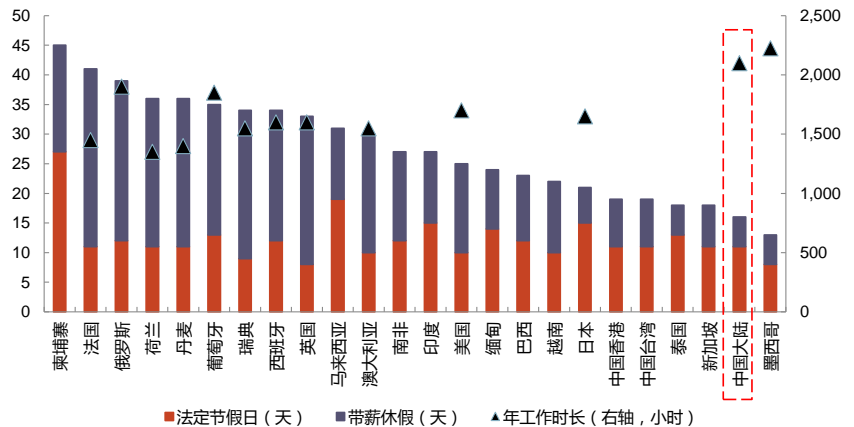
图 22：2011-2020 年全球主要市场销售量和均价的变动



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

中国人的假期少且工作时间极长，高强度劳作催化对功能饮料的需求。根据 OECD 数据，刨除周末休假，2018 年中国大陆法定休假天数为 16 天，在全球主要国家及地区中仅高于墨西哥（13 天），不仅远低于欧美发达国家，而且比素以加班著称的日本（21 天）还要短。从工作时长看，根据 OECD，2018 年中国大陆人均工作时长达 2100 个小时，仅次于墨西哥的 2225 小时，远高于其他国家及地区的工作时长。我们认为在高强度、长时间的劳动下，消费者对补充能量的饮料的需求会愈发强烈。

图 23：2018 年中国大陆与全球主要国家及地区的法定节假日天数和年工作时长



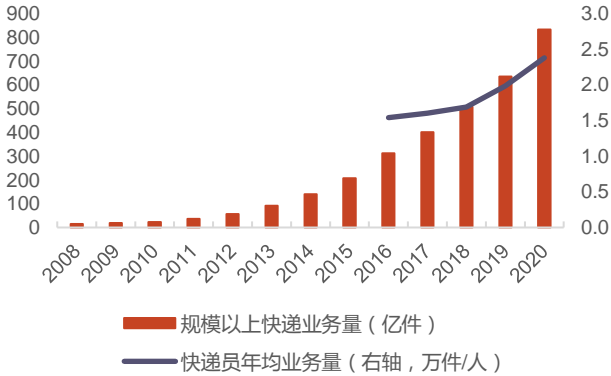
资料来源：OECD 数据，光大证券研究所

消费人群不断扩大，消费场景不断丰富，驱动能量饮料市场扩容。随着工作生活节奏日益加快，使用能量饮料的群体和场景也愈加多元化，能量饮料的主力消费人群从之前的长途司机、蓝领工人、快递员等扩大到白领、学生等高文化程度群体；消费场景也从过往的加班、运动辐射到电竞、聚会等休闲娱乐场景。

快递员是能量饮料的主要消费群体之一，根据国家邮政局，2020 年每位快递员的业务量达到 2.38 万件，较 2016 年提高 0.84 万件/人，随着人均快递业务量不

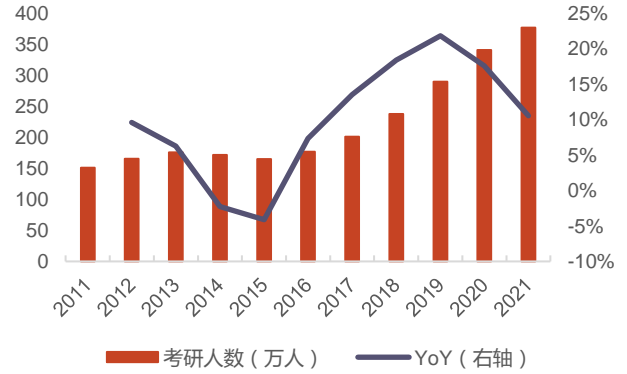
断增长，快递员的体力消耗更大，对能量饮料的需求也更大。考研复习的强度较大，很多学生会熬夜甚至通宵，为了提神醒脑抗疲劳会选择饮用能量饮料，因此学习强度高的考研人群也是能量饮料的消费人群。而根据教育部，2021 届考研人数已达 377 万人。我们认为消费群体的持续扩大、消费场景趋于多元化以及人们劳动强度的提升，是中国能量饮料市场不断发展的重要驱动因素。

图 24：中国快递业务量及快递员人均每年业务量变化



资料来源：CBN，国家邮政局，光大证券研究所

图 25：中国考研人数及同比增速



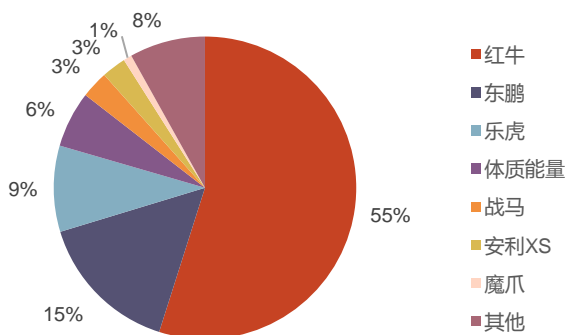
资料来源：教育部，光大证券研究所

2.3、探格局：红牛内部鏖战，中端品牌迎来机遇

2.3.1、红牛地位日渐式微，本土品牌逐步崛起

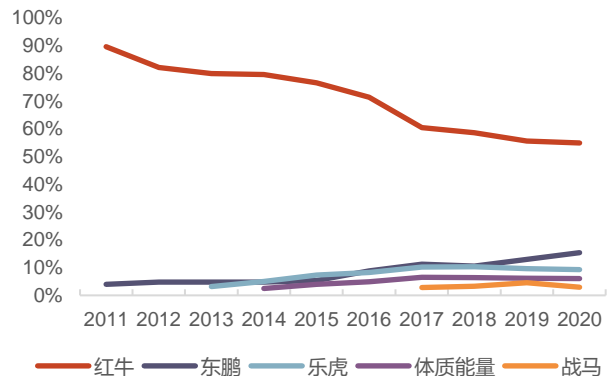
红牛“一家独大”地位日渐式微，本土品牌后来居上。红牛自 1995 年进入中国以来，曾在各类体育赛事、春晚等活动上投放大量广告，为中国能量饮料行业培育了一批消费者，2012 年中国红牛全国销售额突破百亿元，市场占有率超过 80%。2016 年红牛陷入商标之争，增长趋于停滞；同时东鹏、乐虎、体质能量等本土品牌凭借差异化和资源聚集策略，逐步抢占部分市场份额。2020 年，红牛（含中国红牛、泰国红牛）、东鹏、乐虎、体质能量的市占率（按零售额）分别为 55%/15%/9%/6%，市场竞争格局呈现“一超多强”的局面。

图 26：2020 年中国能量饮料市场格局-按销售额



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 27：中国能量饮料主要品牌市占率变化-按销售额



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

红牛在全球处于高端地位，各地本土品牌占据一定市场。通过梳理全球主要消费国/地区的能量饮料市场格局，我们发现：在市占率方面，魔爪、红牛在全球主要消费国/地区均为主要品牌，但各国/地区的本土品牌也占据一定份额，如中国的东鹏饮料（2020 年本国市场份额约 15%）、日本的奥乐蜜（2020 年本国市场份额约 16%）、韩国的 Hot 6（2020 年本国市场份额约 60%）。在价格方面，

红牛在全球的价位均处于相对高的地位，魔爪的价格相对低。在功能方面，几乎所有产品都主打提神抗疲劳，但葡萄适和奥乐蜜还有补充葡萄糖、提高免疫力的功能。

图 28：2020 年全球主要市场上市占率前三的品牌和主打产品-按零售额

市占率前三	中国	中国香港	日本	美国	韩国
TOP1	 红牛 (华彬集团) 市占率: 55% 价格: 6元/250ml 功能: 提神抗疲劳	 奥地利红牛 (红牛) 市占率: 46% 价格: 23.9港币/453.6ml 功能: 提神抗疲劳	 魔爪 (怪兽饮料) 市占率: 21% 价格: 200日元/355ml 功能: 提神抗疲劳	 魔爪 (怪兽饮料) 市占率: 42% 价格: 1.8美元/453.6ml 功能: 提神抗疲劳	 Hot 6 (乐天集团) 市占率: 60% 价格: 1444.0韩元/250ml 功能: 提神抗疲劳
TOP2	 东鹏特饮 (东鹏饮料) 市占率: 15% 价格: 5元/500ml 功能: 提神抗疲劳	 葡萄适 (三得利) 市占率: 21% 价格: 54.4港币/380ml 功能: 补充葡萄糖	 奥乐蜜C (大家控股) 市占率: 16% 价格: 100日元/120ml 功能: 提高免疫力	 奥地利红牛 (红牛) 市占率: 37% 价格: 2.3美元/250ml 功能: 提神抗疲劳	 魔爪 (怪兽饮料) 市占率: 25% 价格: 2080.3韩元/453.6ml 功能: 提神抗疲劳
TOP3	 乐虎 (达利) 市占率: 9.2% 价格: 5元/380ml 功能: 提神抗疲劳	 红牛无糖 (红牛) 市占率: 15% 价格: 17.7港币/250ml 功能: 提神抗疲劳	 奥地利红牛 (红牛) 市占率: 14% 价格: 150日元/250ml 功能: 提神抗疲劳	 Bang (Vital 医药) 市占率: 8.4% 价格: 1.9美元/453.6ml 功能: 提神抗疲劳	 奥地利红牛 (红牛) 市占率: 14% 价格: 2655.2韩元/250ml 功能: 提神抗疲劳

资料来源: 亚马逊, 淘宝网, Euromonitor, 光大证券研究所 *注: 价格统计时间为 2021.6, 海外商品已做汇率换算处理

红牛占据高端，东鹏等本土品牌占据中端，收入规模的差距仍较大。在市场定位方面，作为全国化品牌的红牛定位高端，站住了 6 元/250ml 的产品地带；中端品牌则包括东鹏、乐虎、体质能量，主打产品每 100ml 均价是红牛的 35-55%。在市场规模方面，根据欧睿，2020 年红牛/东鹏/乐虎/体质能量/战马在中国的零售额分别为 233/65/39/25/12 亿元，可见本土品牌与红牛的差距仍较大。

保健食品批文壁垒限制了可添加的成分上限和销售渠道。能量饮料需要通过保健食品认证才能添加药用合成咖啡因，这类咖啡因见效快且显著，合成的成本更低，而且牛磺酸、B 族维生素等成分的可添加上限更高；而未获得批文的品牌只能添加瓜拉纳提取液这类天然咖啡因作为提神物质，但其提取成本更高，且不能在药店销售。目前中国市场上主要的品牌中，红牛维生素风味、体质能量和魔爪尚未获得保健食品认证批文。

表 1：市面上主要能量饮料品牌的成分和规格的对比

成分 (每 100ml)	红牛				东鹏	乐虎	战马	体质能量	魔爪
	安奈吉	维生素风味	维生素功能	奥地利红牛					
零售价/规格	6 元/250ml	6 元/250ml	6 元/250ml	12.5 元/250ml	5 元/500ml	5 元/380ml	6 元/310ml	5 元/580ml	6 元/330ml
是否获保健食品认证	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✗	✗
咖啡因 (mg)	20	23	20	20	20	12	15	2	28
咖啡因来源	咖啡因	瓜拉纳提取液	咖啡因	咖啡因	咖啡因	咖啡因	速溶咖啡粉	瓜拉纳提取液	瓜拉纳提取液
牛磺酸 (mg)	190	55	50	400	50	180	40	50	50
肌醇 (mg)	9	9.2	20	20	20	9	/	/	/
烟酰胺/烟酸 (mg)	4	1.7	4	4	1.3	6.5	1.5	0.5	1.55
泛酸 (mg)	1.7	/	/	2.4	/	/	/	/	/
维生素 B6 (mg)	0.4	0.15	0.4	0.4	0.4	0.6	0.1	0.1	0.13
维生素 PP (mg)	/	/	/	/	4	/	/	/	/
维生素 B12 (μg)	/	0.17	1.2	0.4	1.2	1.5	0.6	0.1	0.13
赖氨酸 (mg)	/	/	20	/	20	/	/	/	/
L-赖氨酸盐酸盐 (mg)	/	/	/	/	/	43	/	/	/

资料来源: 各品牌淘宝旗舰店, 光大证券研究所 *注: 价格统计时间为 2021 年 6 月

其他品牌左右掣肘，营销重点不一。通过对比不同企业的情况，我们发现：1) 乐虎是达利旗下能量饮料产品，而达利除乐虎外亦有烘焙、豆奶等业务；公司为家族企业，业务推进缓慢，乐虎可获得的资源相对有限。2) 体质能量的业务人员数量有限，渠道费用投入不足，而且尚未获得保健食品认证批文，成分添加上限受限。3) 魔爪主要由可口可乐代销，并非其主要推广产品。4) 战马作为早期捆绑红牛销售的产品，于 2018 年获得保健食品认证，通过赞助电竞比赛和俱乐部，聚焦年轻消费群体，在 2020 年的市场份额达到了 3%。5) 东鹏饮料在运动、影视、综艺领域投入大量费用，营销方式更为多元。

表 2：2018 年以来各大能量饮料品牌推广项目对比

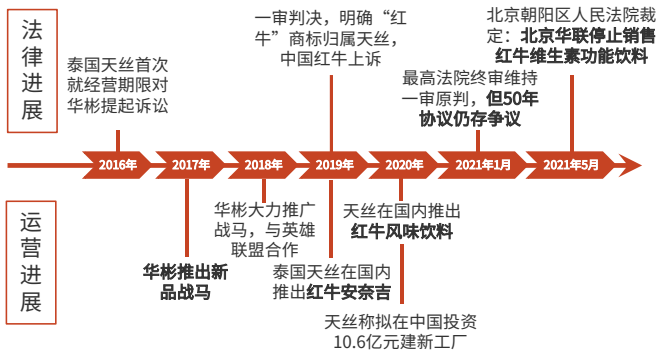
渠道	红牛	东鹏特饮	Monster 魔爪	乐虎
广告	抖音短视频+直播、电视广告、户外广告、门店陈列堆头	抖音、高德地图导航、门店陈列堆头、户外广告、电视广告、高铁广告等	/	/
影视推广	/	《三生三世十里桃花》《亲爱的，热爱的》《欢乐颂》《人民的名义》《爱情公寓 5》《安家》《猎狐》《盗墓笔记-重启》《唐人街探案 3》《赘婿》	/	《破冰行动》
综艺推广	《中国新说唱》《今晚 80 后脱口秀》	《高能少年团》《欢乐喜剧人》《天天向上》等	/	《乐虎·虎啸传奇》英雄联盟真人综艺
代言人	林丹、周震南、李晓峰、潘晓婷、希林娜依·高	谢霆锋	王一博、滑板手尼亚·休斯敦、F1 方程式赛车手汉密尔顿、UFC 的康纳·麦格雷戈等	/
赞助	极限运动、中国田径协会、RedBullHalfCourt 街头篮球赛、F1 红牛车队、2020 中国篮球公开赛等	2018 年中超联赛、央视俄罗斯世界杯转播、葡萄牙国家足球队、RNG、户外竞技《摇啊笑啊桥》等	UFC 终极格斗冠军赛、万里达雅马哈车队等极限运动及选手；越野摩托锦标赛游戏版、电竞上海大师赛、2020 广州动漫游戏盛典等游戏赛事及队伍；CNY 国际电子音乐节、北京 330 金属音乐节等演出活动	CBA 联赛、2018 国际足球俱乐部超级杯、2018 腾讯 TGA 大奖赛夏季总决赛、2019 FIBA 篮球世界杯、2020 珠峰高程测量登山队、国际汽联 F4 中国锦标赛
展览会	中国国际进口博览会展台、中国国际消费品博览会	2021 中国便利店大会	/	/
游戏推广	《尘埃 5》	/	《死亡搁浅》《绝地求生全军出击》	/

资料来源：各公司官网，光大证券研究所

2.3.2、内部之争久矣，四罐红牛并存

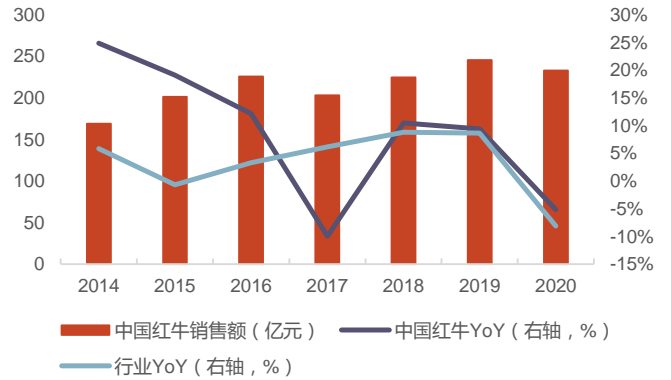
“红牛”商标归属于天丝，但授权期限仍尘埃未定。1995 年，华彬集团和泰国天丝合资成立了中国红牛饮料公司（北京），用于独家运营中国红牛。授权期限争议的焦点在于，泰国天丝认为商标授权为 20 年，并于 2016 年到期，华彬集团认为授权期限为 50 年。2016 年 10 月，泰国天丝对华彬集团提起商标侵权及不正当竞争诉讼。在诉讼期间，华彬集团不能为中国红牛进行广告宣传，于是推出自有品牌“战马”，并继续运营“红牛维生素功能饮料”。在此背景下，中国红牛的市场投放力度减弱的同时，其他品牌也在加速布局，根据欧睿，红牛的市场份额从 2015 年的 76.5% 下降至 2020 年的 55.0%。2021 年 1 月，最高法院终审判决“红牛”商标归属泰国天丝，但对于授权期限为 20 年还是 50 年仍无定数。

图 29：华彬集团和泰国天丝的“红牛”商标之争历程



资料来源：雷达财经，犀牛财经，光大证券研究所

图 30：2016 年以来红牛销售额 YoY 低于行业 YoY



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

市面上“四罐红牛”并存，红牛正在用红牛打败红牛。为应对华彬在中国持续运营“红牛维生素功能饮料”这一举措，2019 年开始，泰国天丝在国内陆续推出“红牛安奈吉”和“红牛维生素风味饮料”两款饮料，前者多添加了西洋参提取物，而后者未获得保健食品认证。但二者的包装与华彬运营的产品极其相似，价格和规格相同，可见竞争意味浓厚。此外，奥地利红牛作为红牛商标的合法使用者，2014 年开始进入中国市场，并在 2021 年签约百威中国，共享分销渠道。但奥地利红牛含有大量牛磺酸（400mg/100ml），售价远高于其他红牛（12.5 元/250ml），且曾陷入山寨风波，在中国的销售不见起色。

图 31：目前在华销售的“四罐红牛”



资料来源：淘宝网，光大证券研究所



老商家寸土不让，新进者另辟赛道，新旧势力并行之下，功能饮料市场充满变数。目前本土品牌在积极布局罐装能量饮料，如东鹏特饮推出“金罐特饮”、乐虎加大 250ml 铝罐产品的销售力度。此外，元气森林在 2020 年 6 月推出子品牌外星人，进军能量饮料领域，主打“0 糖 0 牛磺酸”；新希望推出“即刻闪耀”功能性饮料，旨在为女性打造温和的“抗疲劳饮品”。红牛的内部之争仍尘埃未定，我们认为在此期间其他品牌有望抢占更多份额。

3、鲲化为鹏：后起之秀如何突围？

3.1、析产品：极致性价比，精准差异化

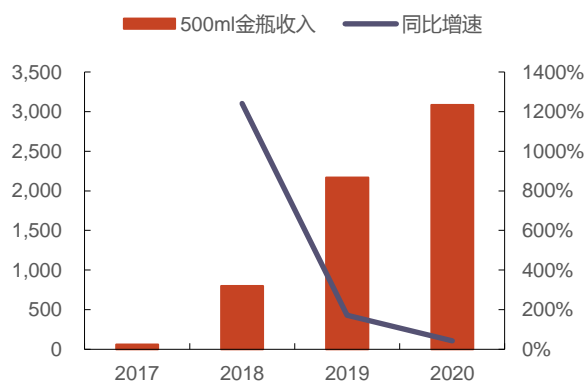
大单品 500ml 金瓶，切入市场一炮打响。公司于 2017H2 推出 500ml 金瓶，在包装上沿用了 PET 瓶+防尘盖的搭配，同时将饮料容量增加至 500ml，进一步丰富了原有 250ml 的产品品相，并在华东、华北、西南等区域率先进行试点。2018 年在全国范围内推广 500ml 金瓶，该产品上市后迅速放量成为核心大单品。2018-2020 年 500ml 金瓶收入 CAGR 高达 197%，其在主营业务收入中的占比也由 26%持续提升至 63%。

表 3：东鹏能量饮料产品对比

产品名称	规格	零售指导价	包装	图片
金砖特饮	250ml	2 元	利乐包	
金罐特饮	250ml	4 元	易拉罐	
金瓶特饮	250ml	3 元	PET 瓶身+防尘盖	
	500ml	5 元		

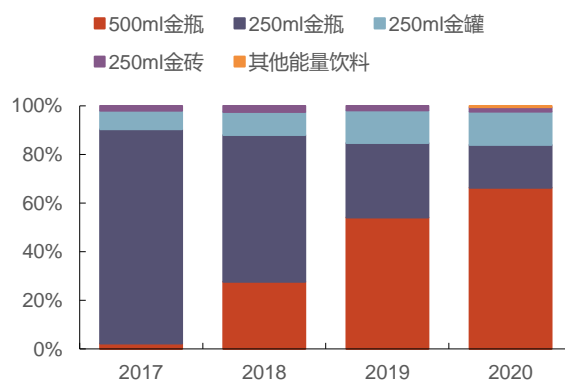
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 32：2017-2020 年 500ml 金瓶收入（百万元）及增速（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 33：2017-2020 年公司能量饮料产品结构-按收入



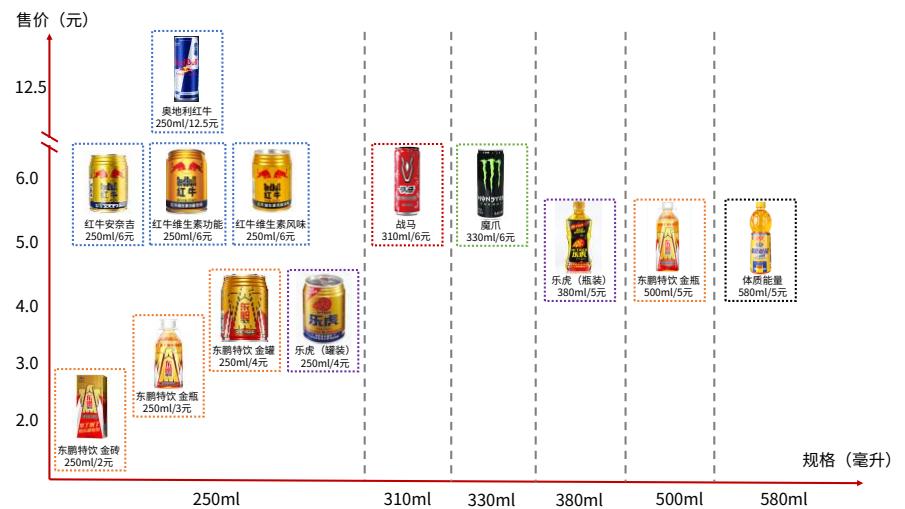
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

500ml 金瓶的成功在于其找准了核心消费人群，通过低价+大容量做到了极致性价比。具体来看：

- **目标人群：定位中低端消费者，追求性价比。**东鹏的目标客群为中低收入者，包括：1) 蓝领工人、货车司机、快递员等体力劳动者，通常面临长时间&高强度工作，具有提神&抗疲劳的需求；2) 网吧包夜的学生，由于没有固定收入，对他们而言价格是最重要的考量因素；3) 乡镇洗浴中心的消费者，此时东鹏可作为休闲爽口的饮品。这类人群的普遍特点为消费水平较低，性价比是他们最关注的因素。
- **价格：低价策略，错位竞争。**以红牛为首的能源饮料大多布局高价位带，终端价格以 6 元/250ml 为主流。东鹏则选择低价切入，目前已形成“2345”的清晰价格带，即 250ml 金砖/250ml 金瓶/250ml 金罐/500ml 金瓶终端零售指导价 2 元/3 元/4 元/5 元，各品相下价格均低于 6 元。公司准确地把握了目标人群的消费心理，产品定位契合其收入水平，提供更价廉物美的产品，快速抢占市场。

- **规格：首推大容量，填补市场缺口。** 能量饮料市场主流产品的规格多为 250ml 罐装。公司关注到体力劳动者等目标客群追求实惠和性价比，并且具有大量摄入的需求，遂在市场上首先推出加量不加价的 500ml 金瓶。该产品完美贴合目标客群心理，一经推广便获得消费者青睐，填补了大容量能量饮料的需求缺口。
- **包装：提高便携性，解决痛点问题。** 能量饮料大多以金色易拉罐装的形象出现在消费者的视野中，而公司早在 2009 年就差异化地推出了 PET 瓶装。瓶装提高了产品便携性，能够适应驾车或外出等多个饮用场景。以货车司机为例，瓶装在长途颠簸下饮料不易外洒，防尘盖既具备卫生防灰属性、又可充当“烟灰缸”的角色。此外，PET 瓶装与大容量相得益彰，解决了一次饮用不完难以储存的痛点问题。

图 34：主流品牌能量饮料产品价格对比



资料来源：京东，天猫，光大证券研究所 *注：价格统计时间为 2021 年 6 月

抓住风口升级产品，多元化品类布局，未来发展值得期待。 公司以能量饮料为基，及时把握消费趋势，进行产品升级迭代。例如：公司抓住“气泡水”这一市场潮流，在 2020 年推出含气能量饮料东鹏加气；顺应健康消费观念，在 2021 年推出 0 糖特饮。针对细分市场，公司计划推出会议专用能量饮料，完善产品矩阵。此外，公司也在努力突破单一品类局限，2018 年起陆续推出由柑柠檬茶、包装天然水等产品，进一步丰富产品线，期待新品成为公司业绩的新增长点。

表 4：东鹏新品上市时间表

时间	产品名称	产品特色	图片
2018 年	饮用天然水	天然山泉水，主打自然&纯净	
	陈皮特饮 (改良上市)	精选优质原料，通过复杂工艺制成；是一款去油解腻、多喝多润、有助消化的健康饮品	
2019 年	由柑柠檬茶	由柑+柠檬打造清爽口感，富含 VC，酸甜解腻，唤醒味蕾	
2020 年	东鹏加气	加入碳酸气泡，调制为蔓越莓风味，打造新口感	
2021 年	东鹏 0 糖特饮	0 糖 0 脂，采用天然代糖，主打无负担&够能量&好口感的概念	

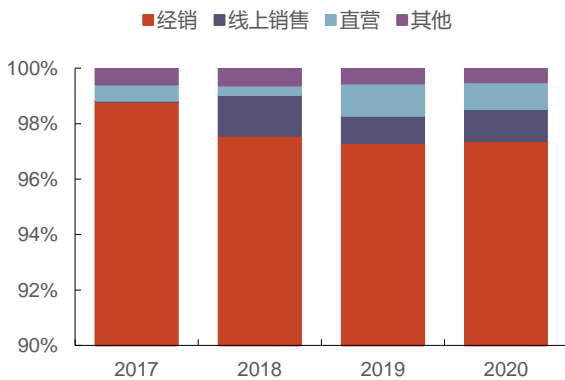
资料来源：公司招股说明书，东鹏饮料京东旗舰店，光大证券研究所

3.2、观渠道：精细化管理，数字化赋能

经销为主，经销商&终端数量持续提高。公司销售模式以经销为主，2020年经销模式下收入占比约97.4%。经销商数量逐年提高，2018-2020年经销商总数由1123家增加至1600家，其中广东省内经销商由211家小幅增加222家，省外拓展速度更快。公司持续推进渠道建设，在2020年完善了“经销商—邮差/批发商—终端门店”的整体渠道搭建，助力产品下沉&规模扩张。截至2021年6月，公司已覆盖全国170万家终端销售网点，较2020年末增加了约50万家。

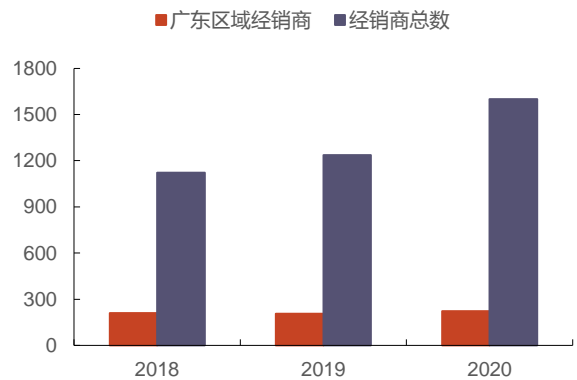
另外，公司在直营模式下和中石油昆仑好客等达成合作，加速开发加油站便利店、高速服务区等特通渠道，并开设京东旗舰店、积极布局线上电商等新兴渠道。2017-2020年直营&线上销售在主营收入中的占比分别提高0.4pct/1.1pcts至1.0%/1.2%。

图 35：2017-2020 年公司收入结构（按销售模式）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 36：2018-2020 年经销商数量变化（家）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

深化渠道建设，因地制宜扩张销售网络。公司高度重视渠道开拓和建设，根据市场成熟度和规模等特点，将各地市场分为核心区域及弱势区域两类，因地制宜，采用不同的方式拓展经销网络。具体看：

- **核心区域精耕。**对于广东/广西/华东/华中等核心市场，公司沿用精耕模式。区域内配备以经验丰富的销售团队，业务人员协同经销商、邮差/批发商及终端门店共同开发并维护市场，力争提高产品铺市率。
- **弱势区域大流通管理。**对于其他弱势区域，公司采用大流通模式。公司和经验丰富、实力雄厚的经销商合作，并赋予经销商较大自主权，公司提供必要的广告宣传、营销培训等支持，主要由经销商负责终端的维护和执行，有助于开拓空白网点。

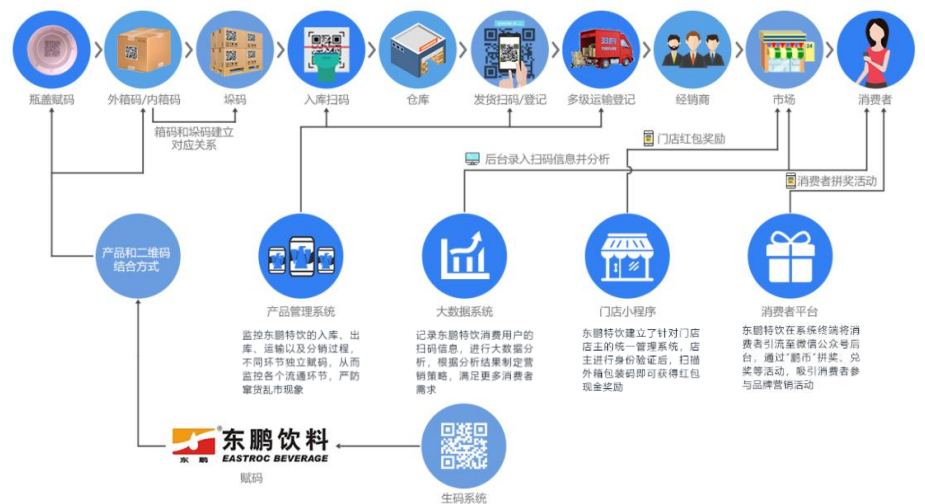
全链条精细化管理，数字化建设支持渠道精耕。公司拥有行业领先的信息系统，运用大数据&二维码等技术，实现了“公司—经销商—邮差/批发商”之间的数据和信息互通，从以下三大方面为公司渠道精耕赋能：

- **一物一码防止窜货：**公司借助二维码技术实现商品一物一码，在生产—仓储—运输—销售等环节扫码记录商品流转信息，可以有效防止窜货现象，加强公司对渠道的控制能力。
- **鹏讯云商打通链条：**公司于2017年设立子公司鹏讯云商，构建包括产品管理、门店管理、消费者平台在内的综合化营销信息系统，同时亦为其他快消品企业提供商品防伪&营销管理解决方案。通过鹏讯云商，业务人员管理—渠道库存监控—终端销售网点服务的链条得以打通，公司能够及时检查产

品陈列效果、跟踪渠道库存情况、获得网点动销信息，使得商品流通过程透明化，增强公司的渠道管理力度。

- **大数据辅助决策：**公司已构建一套较为完整的新零售体系，积累了丰富的数据资产，拥有超百万个终端注册及过亿条消费者活动数据。通过对各流通环节数据的综合分析，能够将有限资源更加合理地分配至各个环节，提升决策效率。例如通过消费者扫描二维码，收集消费者偏好及消费习惯的信息，为营销决策提供依据。

图 37：鹏讯云商的示意图



资料来源：鹏讯云商官网，光大证券研究所

阿米巴模式放权区域经理，激发组织活力。2018年末公司进行销售体制改革，引入阿米巴模式，主要变化包括以下两大方面：1) 业务人员薪酬由固定薪资改为底薪+提成制；2) 充分放权，要求每位区域经理以合伙人的形式参与市场经营，由区域经理自负盈亏。公司给予一定费用支持，区域经理根据市场状况自行分配资源，超额完成部分的利润在公司和区域团队之间按一定比例分成。阿米巴模式下，盲目投放费用的情况减少，费投效率提高，有效的激励措施亦能够提升员工销售积极性。此外，公司还将阿米巴模式延伸至生产端，对于原材料成本、人工成本、出品率均有要求，如有结余将给予相应奖励；同时鼓励厂长等管理层自己找到提升生产效率的项目进一步改革。

3.3、看品牌：年轻化定位，饱和式营销

朗朗上口 slogan，符合调性&引发共鸣。公司早期采用和红牛广告语相仿的“累了困了喝东鹏特饮”，突出提神醒脑抗疲劳的产品功效，打下全国化品牌的认知基础。2015年正式确定品牌年轻化战略，补充“年轻就要醒着拼”的广告语，通过拼搏向上的正能量语录引发年轻人共鸣，强化品牌定位。

图 38：早期广告语突出产品功效



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 39：正能量广告语引发年轻一代共鸣

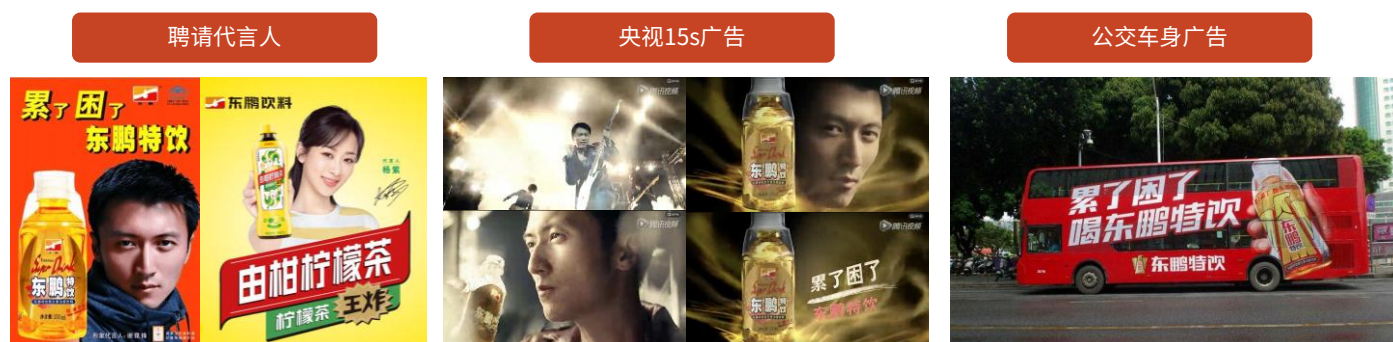


资料来源：公司官网，光大证券研究所

全方位&多维度&饱和式营销，品牌形象深入人心。公司高度重视品牌形象建设，多维度&全方面地进行品牌推广宣传，比如聘请代言人、赞助与品牌调性相契合的综艺节目、在当红影视剧中植入贴片广告等，并且公司敏锐捕捉到年轻一代喜好，2019年起加大在抖音、B站等新媒体上的投放力度。通过上述线上&线下结合的饱和式营销，东鹏持续占领消费者心智，品牌知名度显著提升。除此之外，公司连续多年赞助慈善活动，不断提升品牌美誉度。

- **传统营销方式：多措并举，打开知名度。**1) 代言人：2013年公司开启全国化进程，聘请谢霆锋作为品牌代言人，俊朗外形&高知名度契合整体调性；2019年推广以18-35岁女性为目标人群的由柑柠檬茶，签约杨紫作为新品代言人，符合产品年轻定位。2) 电视广告：在央视及各大卫视投放主题广告，提高品牌在全国的知名度。3) 户外宣传：2019年全年公司共投放1800余辆公交、1700余块候车厅、400余块T牌、2800余块墙体，打造高强度品牌记忆，深化品牌形象。

图 40：东鹏传统营销方式一览



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

- **活动赞助&影视植入：创新性&饱和式营销，现身热门影视节目。**1) 赛事赞助：2018年以俄罗斯世界杯为契机，公司投入约1.5亿与中央电视台、广东体育频道等媒体，赛事直播赞助、广告投放等方面进行合作，并赞助葡萄牙国家队，实现品牌形象升级。2) 影视植入：2016年东鹏在《老九门》中创新性地采用了压屏条广告，此后又相继植入《亲爱的，热爱的》、《爱情公寓5》、《猎狐》等多部热播影视剧，涵盖青春爱情、喜剧、悬疑、刑侦等多类年轻人喜爱的影视题材。3) 综艺植入：东鹏近年来不断在热门节目中出镜，例如2016年冠名东方卫视《欢乐喜剧人》、2020年冠名湖南卫视《天天向上》。通过以上饱和式营销，品牌形象日益深入人心。

表 5：2016-2020 年东鹏赞助及植入营销一览

时间	赛事赞助	影视植入	综艺植入
2016 年		老九门	欢乐喜剧人
2018 年	中超联赛 央视俄罗斯世界杯转播 ICC 国际冠军杯新加坡站 RNG 官方合作伙伴		
2019 年	珠海 WTA 超级精英赛 CEC 中国汽车耐力锦标赛	三生三世十里桃花 亲爱的，热爱的 欢乐颂 人民的名义 时间都知道	高能少年团 守护解放西 我们的师父 图鉴中国 更上一层楼
2020 年		爱情公寓 5 安家 猎狐 盗墓笔记—重启	天天向上 我的白大褂 欢天喜地好哥们 破圈吧！变形兄弟 起舞吧！齐舞

资料来源：公司招股说明书，公司官网，光大证券研究所

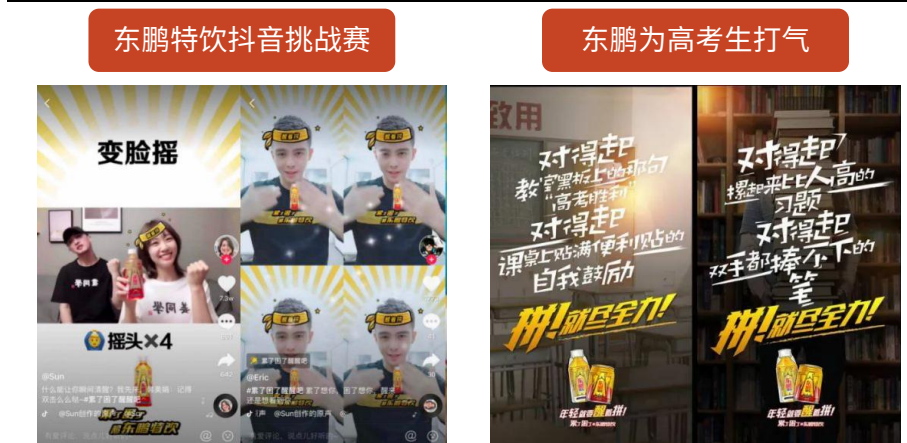
图 41：东鹏通过贴片广告&产品植入加深消费者印象



资料来源：公司官网，公司招股说明书，光大证券研究所

- **互联网新媒体：贴合年轻消费者。** 公司敏锐地捕捉到流量的迁移，逐渐加大在新媒体平台上的推广力度，以更贴合年轻一代的营销方式进行宣传。例如：2019 年东鹏紧跟短视频风口，开展“累了困了醒醒吧”抖音挑战赛，和 KOL 合作产出内容，调动全民积极性，获得超 60 亿曝光量。2020 年，和 B 站合作为高考生打气，并在广东 300 多家美宜佳门店贴心设置了“东鹏加气高考能量站”，以“打气”之旗号推广“加气”新品。

图 42：东鹏互联网新媒体营销案例



资料来源：抖音，光大证券研究所

- **慈善合作：走心更暖心。**除常规营销方式外，公司亦坚持赞助慈善活动，以期提升品牌美誉度。例如：2019 年，东鹏聚焦其目标客群外卖小哥，开展“助力骑手圆梦计划”。2020 年携手“韩红爱心”开启百人援滇公益行动，向云南省捐赠 3 所复明中心及 20 辆救护车。

表 6：2017-2020 年东鹏慈善活动一览

时间	慈善活动
2017 年	携手韩红爱心百人援宁公益，累计捐赠现金 300 余万元
2018 年	开展“回家醒着拼，鹏友更暖心”东鹏特饮 2018 春节助力返乡团聚公益活动
2019 年	联合美团外卖，发起“助力骑手圆梦计划”，全程支持并纪录了一位外卖小哥的求婚过程
	联合京东物流、日日顺物流及百世快运开展“11.11 背后的男人·东鹏特饮，陪你一起扛”公益活动，为物流人提供能量支持
2020 年	联合东呈酒店，为服务武汉的一线工作者提供能量支持
	为全国的货拉拉司机免费送出 25 万瓶饮料，并联合货拉拉发起线上抽奖、冲单等活动
	携手韩红爱心，助力百人援滇大型医疗援助公益行动，捐赠 3 所复明中心和 20 辆救护车

资料来源：公司招股说明书，公司官网，光大证券研究所

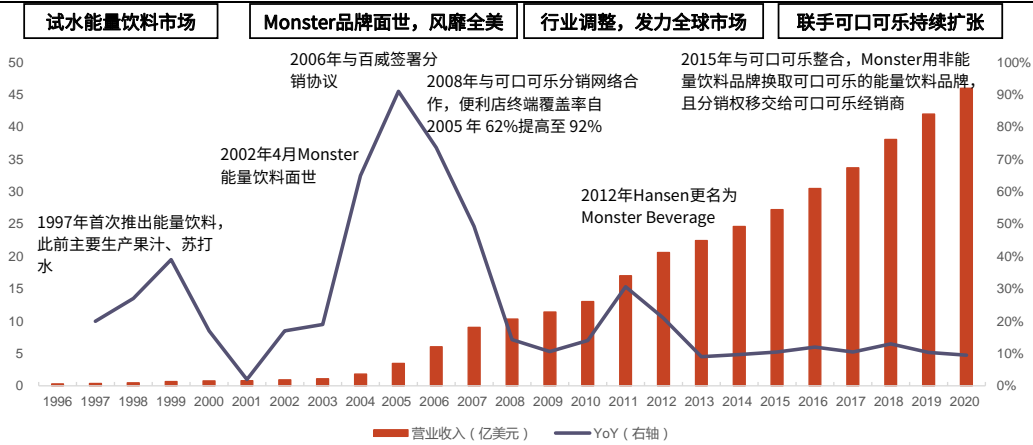
3.4、展未来：万事俱备，东风已来，大鹏振翅待高飞

3.4.1、复盘 Monster：性价比&资源聚集策略或为突围锦囊

Monster 魔爪公司的崛起之路主要经历了以下四个阶段：

- **第一阶段（1997-2001 年）：试水能量饮料。**Hansen 公司是加州地区果汁与苏打水龙头，于 1997 年推出了 8.3 盎司的碳酸能量饮料。
- **第二阶段（2002-2007 年）：推出 Monster 魔爪品牌。**2002 年正式推出 Monster 能量饮料品牌，采用不同于主流的 16 盎司包装，针对美国 18-24 岁年轻人群体，主要冠名赞助摩托车越野赛、沙漠赛车等极限运动，积极推出新品，打造前卫的品牌形象。根据欧睿，公司 2002-2007 年收入 CAGR 达 58%，市场占有率提升至 23%。
- **第三阶段（2008-2014 年）：行业调整，进军全球市场。**2008 年金融危机后，美国能量饮料行业需求乏力。公司于是加快海外扩张，到 2014 年底，魔爪所覆盖的国家数量从 2009 年的 40 个增至 116 个。
- **第四阶段（2015 年至今）：联手饮料巨头可口可乐，深耕全球渠道。**2015 年，Monster 与可口可乐公司达成协议，用非能量饮料品牌置换可口可乐公司的能量饮料品牌，并且将绝大部分装瓶与分销业务转交可口可乐装瓶商负责，公司的运输效率持续提升。

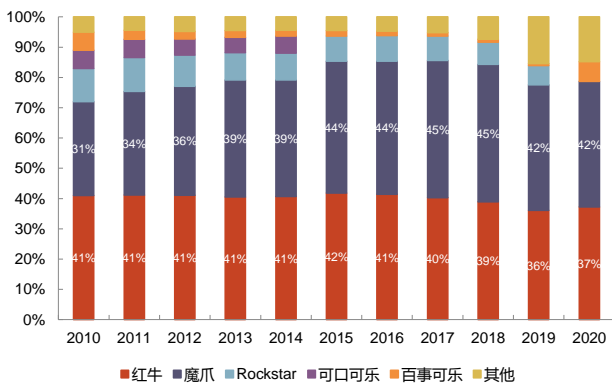
图 43: Monster 魔爪的历史发展阶段和营业收入增长



资料来源: Wind, 魔爪官网, 光大证券研究所

凭借差异化包装、性价比等策略，魔爪在美国市场突围登顶。2002年4月，Hansen公司推出monster品牌，采用差异化包装策略（规格为16盎司，两倍于红牛）换道竞争，但单罐售价与红牛相同，有助于维持品牌高定价的形象。根据欧睿，魔爪在2012-2020年期间的均价为4.51美元/升，仅为红牛均价的59%；在推出以来，凭借着差异化包装、性价比等策略，魔爪的市占率逐渐提升；并且在2015年整合了可口可乐公司的能量饮料业务后，其在美国的市场份额首次超过红牛，达到44%，此后一直保持领先。

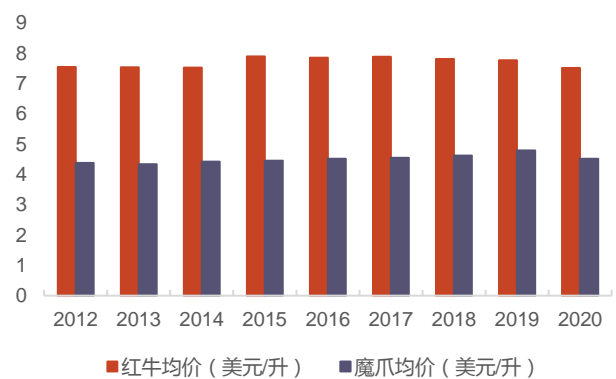
图 44: 美国能量饮料的市场格局-按零售额



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

*注: 可口可乐能量饮料部门 2015 年起与 Monster 合并

图 45: 美国市场上红牛与魔爪的均价对比



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

美国能量饮料行业发展历程值得借鉴，适当的策略有望助力东鹏成长。21世纪以来在健康化消费的趋势下，美国市场上碳酸饮料逐渐式微，能量饮料迎来发展机遇，最初红牛占据主要市场，魔爪、可口可乐、百威英博等企业纷纷跨界进入。20年来，魔爪通过产品差异化、瞄准年轻群体、加快产品推新等策略，逐渐成为美国能量饮料市场的第一大品牌。通过对比我们发现，东鹏目前所处状况类似，当前中国的能量饮料市场景气度高，红牛占据大部分高端市场。东鹏采取与魔爪类似的策略，瞄准更为大众的普通上班族，我们认为，东鹏通过渠道的持续扩张、产品的持续推新等，有望在能量饮料市场的竞争中愈战愈勇。

3.4.2、展望东鹏：趋势扩张，逐鹿全国

渠道扩张稳步推进，掘金能量饮料市场，兼具 α 和 β 。公司以极致性价比&精准差异化的产品切入快速发展的能量饮料赛道，通过二十余年精耕积累了较强的品牌

力，同时公司锐意进取，持续推进全国化进程。我们认为其自身增长逻辑清晰，且能享受行业扩容红利。具体看：

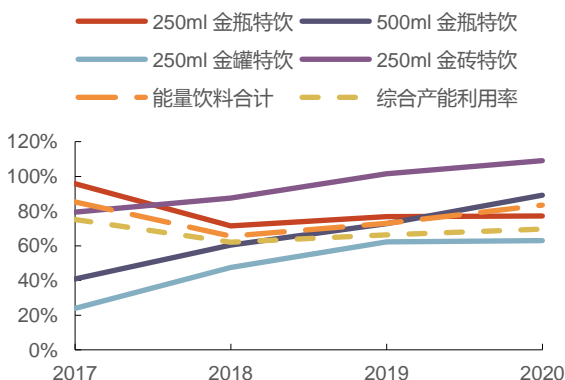
α：全国化箭在弦上，业绩增长望持续。我们认为，募投项目投产后将突破产能限制，叠加不断增强的品牌拉力及渠道推力，公司望加速全国化扩张：

- **募投项目扩大产能，支撑产品放量。**公司能量饮料的产能利用率较高，2020年末250ml金瓶/500ml金瓶/250ml金罐/250ml金砖的产能利用率分别达77%/89%/63%/109%。目前公司总年产能约177.3万吨，募投项目计划新增年产能110.1万吨，其中华鹏&渝鹏&桂鹏分别新增48.1/39.5/22.5万吨。项目投产后预计突破产能瓶颈，助力核心产品放量。
- **品牌知名度较高，具备全国化基因。**通过线上线下结合、全方位多角度的饱和式营销，东鹏已在全国范围内具备一定知名度，同时公司借助新兴媒介不断深化品牌形象、借助慈善活动提升品牌美誉度，已形成较强品牌力。
- **精耕渠道，铺市率有望提高。**截至2021年6月，公司已覆盖约170万终端网点，较同行业竞争对手红牛仍有一定差距（红牛终端网点数量约400-500万），尚有较大提升空间。未来随着终端网点的不断增加，望持续助力公司业绩增长：

一方面，公司主观能动性高，积极推进全国化。公司从广东起家，2013年开启全国化征程，目前广东省内&省外市场收入之比约为5:5，公司将稳步推进省外扩张计划，预计未来省内：省外收入将达到2:8。

另一方面，得益于“一元乐享”/扫码赢红包活动，终端销售意愿/消费者购买欲得到进一步激发。公司的活动按营销/直营本部有所区分。营销本部推行“一元乐享”营销活动：消费者中奖后需支付1元换购金额，每瓶饮料的利润约1.2元，因此终端店可获得约2.2元的利润。2020年该政策进化为一元享加红包政策，终端店可再领取1.58元红包，利润进一步提升至3.78元。与同行业竞争对手的“一元乐享”策略相比，东鹏给予终端的利润更高，有助于增强终端店老板的售卖意愿；直营本部（覆盖中石化/中石油、KA以及线上渠道）推出扫码赢红包活动，有利于促进消费者的购买意愿。根据公司招股说明书，2018-2020年扫码赢红包活动对消费者吸引力有所下滑，而终端消费者层面“一元乐享”活动占比逐年提升。

图 46：2017-2020 年产能利用率 (%)



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 47：一元乐享活动海报及扫码赢红包活动截图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

β：能量饮料景气赛道，东鹏尽享行业红利。中国能量饮料赛道景气度高，根据欧睿，2020年我国能量饮料销售额/销售量分别达到447.8亿元/22.1亿升，

2014-2020 年 CAGR 为 11.4%/ 13.5%。我们认为，2021-2025 年能量饮料市场将延续景气，根据欧睿预测 CAGR 将达到 6.9%。东鹏作为中国本土的中端品牌，深耕能量饮料二十余年，已经构筑了较强的产品力&渠道力&品牌力，我们认为，公司有望凭借其极致性价比、差异化包装以及渠道扩展能力，持续抢占市场份额，在全国化过程中尽享行业红利，掘金能量饮料赛道。

4、盈利预测和估值

4.1、关键假设及盈利预测

收入方面：我们针对公司主营项目能量饮料、非能量饮料和包装饮用水分别进行预测，我们估计 2021 年能量饮料、非能量饮料和包装饮用水收入分别为 58.8/3.4/0.4 亿元。

目前中国能量饮料行业景气度高，东鹏饮料作为行业第二的本土品牌，有望充分享受行业红利、加速全国化扩张，同时积极开发非能量饮料类的新品，助力公司成长。我们预计 2021-2023 年东鹏的能量饮料、非能量饮料及包装饮用水的营收增速分别为 26%/24%/20%、40%/40%/40%及 10%/10%/10%，公司整体收入分别为 63.0/78.5/95.5 亿元，同比增速分别为 27.1%/24.5%/21.7%。

表 7：东鹏饮料主要业务营收（亿元）预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	42.1	49.6	63.0	78.5	95.5
yoy	38.6%	17.8%	27.1%	24.5%	21.7%
能量饮料	40.0	46.6	58.8	72.7	87.6
yoy	38.7%	16.3%	26.4%	23.6%	20.4%
非能量饮料	1.5	2.4	3.4	4.7	6.6
yoy	49.3%	62.2%	40.0%	40.0%	40.0%
包装饮用水	0.41	0.41	0.45	0.49	0.54
yoy	11.6%	-0.7%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

毛利率方面：2018-2020 年公司整体毛利率分别为 46.0%/46.7%/46.6%，总体处于相对平稳。其中能量饮料作为公司的主要业务，2018-2020 年的吨价分别为 5,323/4,717/4,421 元/吨，同比下跌 3.34%/11.38%/6.27%，主要系公司调低部分产品的出厂价和终端零售价，叠加加大促销力度引起；同期能量饮料的毛利率分别为 48.1%/49.0%/48.7%，保持相对平稳，这主要系公司的原材料成本、单位人工成本及制造费用均有所下降，对冲了吨价下跌的影响。

能量饮料中 500ml 金瓶的毛利率最高，2020 年达到 53%，我们估计随着 500ml 金瓶在收入中的占比的继续提升，2021-2023 年能量饮料毛利率将稳中有升，分别达到 48.7%/49.4%/49.8%。规模效应下成本进一步摊销，我们估计非能量饮料和包装水的毛利率将有所提高，2021-2023 年分别达到 12.3%/13.3%/14.3%、22.1%/25.1%/27.1%。2021-2023 年公司综合毛利率为 46.8%/47.3%/47.4%。

表 8：东鹏饮料主要产品的吨价（元/吨）及其毛利率（%）预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
能量饮料	5,507	5,323	4,717	4,421	4294	4178	4158
yoy		-3.34%	-11.38%	-6.27%	-2.88%	-2.70%	-0.48%
毛利率	49.4%	48.1%	49.0%	48.7%	48.7%	49.4%	49.8%
非能量饮料	1,694	1,740	2,188	2,529	2,529	2,529	2,529
yoy		2.72%	25.79%	15.68%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	11.2%	-3.5%	-6.1%	9.3%	12.3%	13.3%	14.3%
包装饮用水	658	601	548	563	563	563	563
yoy		-8.53%	-8.94%	2.77%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-28.7%	-2.6%	7.2%	16.1%	22.1%	25.1%	27.1%
综合毛利率	47.9%	46.0%	46.7%	46.6%	46.8%	47.3%	47.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

期间费用方面：随着公司费用投放更加精细化、效率不断提升，我们估计2021-2023年期间费用总体上维持稳中略降的态势。其中，销售费用率为20.2%/20.1%/20.1%，管理费用率为3.2%/2.9%/2.7%，研发费用率和财务费用率分为稳定在0.7%/0.0%。

表 9：东鹏饮料期间费用率预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	23.4%	21.0%	20.2%	20.1%	20.1%
管理费用率	4.8%	3.7%	3.2%	2.9%	2.7%
研发费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.2、相对估值

根据东鹏招股说明书所列举的可比公司和申万行业分类下的软饮料公司，我们选取养元饮品、李子园、均瑶健康、香飘飘作为可比公司。其中，养元饮品主营核桃露、李子园主营甜牛奶、均瑶健康主营乳酸菌饮品、香飘飘主营杯装奶茶，在产品结构、业务拓展等方面具有一定可比性。同时选择农夫山泉、中国食品两家软饮料行业港股上市公司作为可比公司。

参考行业的估值水平：2021/2022年A股可比公司平均PE分别为29x/24x，2021年PEG为1.4x，2021/2022年A股可比公司平均PS分别为6x/5x。2021/2022年港股可比公司平均PE分别为36x/32x，2021年PEG为2.5x，2021/2022年港股可比公司平均PS分别为7x/6x。东鹏饮料的PE、PEG、PS均高于行业平均水平。

公司估值高于行业可比公司的原因主要是：东鹏作为能量饮料赛道领导品牌之一，正处于全国化扩张、市场份额持续提升的成长阶段，市场预期较高，能够享受一定估值溢价，未来有望通过业绩的增长逐步消化估值。

表 10：软饮料行业主要公司 PE 及 PEG 估值表

公司名称	代码	收盘价	EPS (元)			PE (倍)			PEG (倍)		CAGR
			2021/7/1	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	
养元饮品	603156.SH	28.6 元	1.83	2.09	2.28	16	14	13	1.1	1.5	11%
李子园	605337.SH	61.1 元	1.32	1.71	2.13	46	36	29	1.6	1.4	27%
均瑶健康	605388.SH	23.1 元	0.63	0.76	0.92	36	30	25	1.8	1.4	21%
香飘飘	603711.SH	17.3 元	0.97	1.15	1.23	18	15	14	0.9	2.3	13%
A 股平均						29	24	20	1.4	1.7	
农夫山泉	9633.HK	39 港元	0.54	0.62	0.72	60	52	45	3.7	3.3	16%
中国食品	0506.HK	2.8 港元	0.19	0.21	0.23	12	11	10	1.3	0.9	11%
港股平均						36	32	27	2.5	2.1	
东鹏饮料	605499.SH	250.0 元	2.63	3.38	4.27	95	74	59	3.3	2.8	28%

资料来源：WIND，光大证券研究所，可比公司取自 WIND 一致预期，东鹏饮料盈利数据为光大证券研究所预测，CAGR 为 2021-2023 年 EPS 复合增长率，HKD/CNY=0.83

表 11：软饮料行业主要公司 PS 估值表

	收盘价	总股本 (百万股)	营业收入 (百万元)			PS (倍)			CAGR	
			2021/7/1	2021	2022	2023	2021	2022		2023
养元饮品	603156.SH	28.6 元	1,265.5	6,950.6	7,645.6	8,394.9	5	5	4	10%

李子园	605337.SH	61.1 元	216.7	1,425.0	1,785.0	2,260.5	9	7	6	26%
均瑶健康	605388.SH	23.1 元	430.0	1,257.0	1,498.0	1,798.0	8	7	6	20%
香飘飘	603711.SH	17.3 元	416.5	4,369.5	5,043.5	5,952.6	2	1	1	17%
A 股平均							6	5	4	
农夫山泉	9633.HK	39 港元	11,246.5	27,155.0	31,956.4	37,100.6	13	11	10	17%
中国食品	0506.HK	2.8 港元	2,797.2	19,151.0	20,469.0	21,230.0	0.3	0.3	0.3	5%
港股平均							7	6	5	
东鹏饮料	605499.SH	250.0 元	400.0	6,299.6	7,845.3	9,548.9	16	13	10	23%

资料来源：WIND，光大证券研究所，可比公司取自 WIND 一致预期，东鹏饮料盈利数据为光大证券研究所预测，CAGR 为 2021-2023 年营业收入复合增长率，HKD/CNY=0.83

4.3、 估值结论与投资评级

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 63.0/78.5/95.5 亿元，归母净利润分别为 10.5/13.5/17.1 亿元，对应 EPS 为 2.63/3.38/4.27 元。中国能量饮料赛道景气度高，东鹏作为本土的中端品牌，深耕能量饮料二十余年，已经构筑了较强的产品力&渠道力&品牌力。我们认为，公司有望凭借其极致性价比、差异化包装以及渠道扩展能力，持续抢占市场份额，在全国化过程中尽享行业红利，掘金能量饮料赛道。参考结合相对估值法，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

1、全国化进程不及预期的风险

东鹏从广东起家，目前正积极开拓省外市场，如果省外扩张进度不及预期，可能会对其经营业绩造成影响。

2、行业竞争加剧的风险

行业当前正处于快速扩容阶段，如果出现边际竞争激烈度迅速增加，可能会影响东鹏作为头部企业的表现。

3、次新股股价波动的风险

东鹏市场关注度较高，上市不足 1 个月，股价持续上涨，当前估值水平较高，可能出现股价波动的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,209	4,959	6,300	7,845	9,549
营业成本	2,242	2,648	3,354	4,135	5,019
折旧和摊销	107	132	119	144	174
税金及附加	44	50	64	80	97
销售费用	984	1,040	1,271	1,575	1,917
管理费用	201	184	202	228	259
研发费用	28	36	46	57	69
财务费用	-14	-16	72	94	69
投资收益	7	10	0	0	0
营业利润	741	1,050	1,326	1,712	2,161
利润总额	737	1,030	1,331	1,717	2,166
所得税	166	217	281	363	458
净利润	571	812	1,050	1,354	1,709
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	571	812	1,050	1,354	1,709
EPS(按最新股本计)	1.58	2.26	2.63	3.38	4.27

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,211	1,340	1,077	1,388	1,735
净利润	571	812	1,050	1,354	1,709
折旧摊销	107	132	119	144	174
净营运资金增加	338	187	1,105	1,286	1,409
其他	196	210	-1,197	-1,396	-1,556
投资活动产生现金流	-532	-773	-333	-470	-520
净资本支出	-508	-645	-470	-470	-520
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-24	-128	137	0	0
融资活动现金流	-57	-334	2,441	164	-22
股本变化	10	0	40	0	0
债务净变化	37	227	2,512	258	47
无息负债变化	648	516	136	55	74
净现金流	621	234	3,185	1,082	1,193

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	46.7%	46.6%	46.8%	47.3%	47.4%
EBITDA 率	20.0%	23.4%	23.9%	24.9%	25.2%
EBIT 率	17.4%	20.6%	22.0%	23.0%	23.4%
税前净利润率	17.5%	20.8%	21.1%	21.9%	22.7%
归母净利润率	13.6%	16.4%	16.7%	17.3%	17.9%
ROA	17.1%	18.6%	13.0%	13.9%	14.8%
ROE (摊薄)	34.9%	42.4%	35.4%	31.4%	28.4%
经营性 ROIC	15.1%	18.0%	18.4%	18.9%	18.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51%	56%	63%	56%	48%
流动比率	1.00	0.92	1.13	1.32	1.58
速动比率	0.85	0.79	1.02	1.19	1.42
归母权益/有息债务	6.62	4.04	0.99	1.33	1.83
有形资产/有息债务	12.44	8.37	2.57	2.87	3.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,341	4,361	8,060	9,726	11,556
货币资金	945	1,225	4,410	5,492	6,684
交易性金融资产	0	50	0	0	0
应收帐款	26	13	16	20	25
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	214	273	537	662	803
其他流动资产	107	140	207	284	369
流动资产合计	1,452	1,959	5,396	6,737	8,221
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,049	1,404	1,602	1,861	2,122
在建工程	341	456	511	518	539
无形资产	164	237	252	266	281
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	101	47	60	60	60
非流动资产合计	1,889	2,402	2,663	2,989	3,336
总负债	1,706	2,448	5,096	5,408	5,530
短期借款	10	110	2,622	2,880	2,927
应付账款	304	295	374	461	559
应付票据	15	3	0	0	0
预收账款	265	0	0	0	0
其他流动负债	568	486	486	486	486
流动负债合计	1,452	2,130	4,778	5,090	5,212
长期借款	237	302	302	302	302
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15	15
非流动负债合计	254	318	318	318	318
股东权益	1,635	1,913	2,964	4,318	6,026
股本	360	360	400	400	400
公积金	471	501	548	548	548
未分配利润	804	1,052	2,015	3,369	5,078
归属母公司权益	1,635	1,913	2,964	4,318	6,026
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	23.37%	20.98%	20.17%	20.07%	20.07%
管理费用率	4.78%	3.71%	3.21%	2.91%	2.71%
财务费用率	-0.33%	-0.32%	1.14%	1.20%	0.72%
研发费用率	0.67%	0.72%	0.73%	0.73%	0.73%
所得税率	23%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	3.36	3.72	2.69	3.47	4.34
每股净资产	4.54	5.31	7.41	10.79	15.07
每股销售收入	11.69	13.77	15.75	19.61	23.87

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	158	111	95	74	59
PB	55.0	47.0	33.7	23.2	16.6
EV/EBITDA	109.8	80.2	68.4	52.9	42.9
股息率	0.0%	-	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE