

东鹏饮料 (605499.SH)

于展翅起舞时再论东鹏

继我们在新股报告《东鹏饮料 (605499.SH): 乘东风起舞, 见鲲鹏展翅》中就能量饮料行业发展态势及公司基本面进行分析后, 我们在此篇报告中进一步就市场关注的问题进行研究分析。

三问行业: 对能量饮料行业还有什么疑问?

- 1) “红牛案”到底是怎么一回事? 梳理双方核心矛盾以深化理解, 归属权已明确归泰国天丝方, 预计未来双方将在使用权上延续争论;
- 2) 王老吉与加多宝的竞争对当前能量饮料行业是否存在借鉴意义? 通过复盘凉茶行业相关案件走向及影响, 我们认为更应关注法律诉讼争议在法庭外的影响, 渠道竞争若恶化为价格战将没有赢家;
- 3) 能量饮料产品与一般饮料产品有何不同? 能量饮料较一般饮料的独特性主要体现在消费目的性, 这决定了能量饮料产品在生命周期与设计宣发等方面明显不同, 也是能量饮料企业较一般软饮料企业有估值溢价的原因。

五问东鹏: 对东鹏饮料还有什么疑问?

- 1) 营业收入、合同负债与存货为什么都在同比增长? 根本原因在于公司当前仍处于势能不断释放的加速成长期;
- 2) 经销商持股情况如何? 关联方对销售的影响有多大? 持股经销商于 2011 年便已入股, 当前股东经销商对公司收入贡献仅 6.5%, 经营正常;
- 3) 公司渠道利润及货折情况如何? 利润空间充足, 渠道及终端推力强, 数字化赋能公司精准营销, 费用准确投向终端和消费者;
- 4) 公司当前产能及募投产能投放节奏如何? 本次上市募投产能合计贡献 110.1 万吨产能, 当前能量饮料产能仅 129.1 万吨, 其中 500ml 金瓶产能将翻倍增长, 夯实公司发展根基;
- 5) 公司成本结构如何? 年内成本端是否有压力? 通过具体拆分公司包装、白砂糖及香精的成本占比, 我们认为年内公司成本压力不大, 看好公司一如既往地保持毛利率稳定。

盈利预测及估值分析: 500ml 金瓶带动新发展, 生产基地扩建助力省外开拓, 叠加行业仍处于快速增长期, 预计公司 2021-23 年营业收入分别为 65.3 亿元/82.7 亿元/99.5 亿元, 同比+31.8%/+26.5%/+20.4%; 归母净利润分别为 11.2/15.2/18.9 亿元, 同比+38.1%/+35.2%/+24.4%, 对应 PE 为 89/66/53 倍, 公司深耕根能量饮料赛道, 考虑到当前行业仍处于扩容期, 同时公司极具性价比的产品在市场上深受消费者喜爱, 当前东鹏饮料的全国化亦正在进行中, 看好公司未来的成长性, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 省外扩张受阻风险, 原材料价格上涨风险, 行业竞争加剧风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,209	4,959	6,534	8,267	9,951
增长率 yoy (%)	38.6	17.8	31.8	26.5	20.4
归母净利润 (百万元)	571	812	1,122	1,516	1,886
增长率 yoy (%)	164.4	42.3	38.1	35.2	24.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.43	2.03	2.80	3.79	4.72
净资产收益率 (%)	34.9	42.4	37.0	34.8	30.7
P/E (倍)	175.8	123.5	89.4	66.2	53.2
P/B (倍)	61.4	52.4	33.1	23.1	16.3

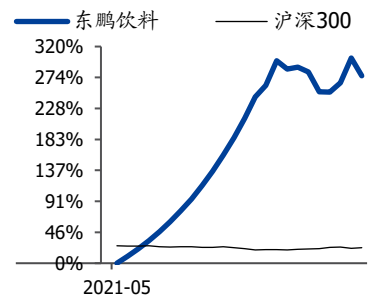
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 30 日收盘价

增持 (首次)

股票信息

行业	饮料制造
6月30日收盘价(元)	250.80
总市值(百万元)	100,322.51
总股本(百万股)	400.01
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	4.41

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 郝宇新

邮箱: haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 1、《东鹏饮料 (605499.SH): 乘东风起舞, 见鲲鹏展翅》2021-05-16



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1452	1959	3610	3994	6319
现金	945	1225	2660	2958	5077
应收票据及应收账款	26	13	38	26	51
其他应收款	17	15	28	26	39
预付账款	159	179	267	297	382
存货	214	273	363	431	516
其他流动资产	90	255	255	255	255
非流动资产	1889	2402	2862	3363	3777
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1049	1404	1808	2229	2586
无形资产	164	237	269	317	354
其他非流动资产	677	761	785	817	836
资产总计	3341	4361	6472	7357	10095
流动负债	1452	2130	3140	2742	3737
短期借款	10	110	110	110	110
应付票据及应付账款	319	298	508	499	702
其他流动负债	1123	1722	2522	2132	2925
非流动负债	254	318	258	224	182
长期借款	237	302	241	208	165
其他非流动负债	17	16	16	16	16
负债合计	1706	2448	3398	2966	3918
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	400	400	400
资本公积	382	388	388	388	388
留存收益	893	1165	1933	3210	4650
归属母公司股东权益	1635	1913	3075	4391	6177
负债和股东权益	3341	4361	6472	7357	10095

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1211	1340	2019	1155	2831
净利润	571	812	1122	1516	1886
折旧摊销	110	134	148	196	247
财务费用	-14	-16	-38	-58	-75
投资损失	-7	-10	-9	-9	-9
营运资金变动	502	437	796	-491	783
其他经营现金流	50	-17	0	0	0
投资活动现金流	-532	-773	-599	-688	-652
资本支出	508	645	460	501	414
长期投资	-30	-140	0	0	0
其他投资现金流	-54	-267	-139	-187	-238
筹资活动现金流	-57	-334	16	-169	-61
短期借款	-145	100	0	0	0
长期借款	187	65	-60	-33	-43
普通股增加	10	0	40	0	0
资本公积增加	108	6	0	0	0
其他筹资现金流	-217	-505	36	-135	-18
现金净增加额	621	234	1435	298	2119

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4209	4959	6534	8267	9951
营业成本	2242	2648	3457	4320	5151
营业税金及附加	44	50	68	85	102
营业费用	984	1040	1335	1644	1959
管理费用	201	184	229	280	332
研发费用	28	36	45	58	69
财务费用	-14	-16	-38	-58	-75
资产减值损失	-7	0	0	0	0
其他收益	16	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	10	9	9	9
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	741	1050	1447	1948	2422
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	6	23	14	19	16
利润总额	737	1030	1435	1931	2407
所得税	166	217	313	415	521
净利润	571	812	1122	1516	1886
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	571	812	1122	1516	1886
EBITDA	858	1184	1588	2127	2647
EPS (元/股)	1.43	2.03	2.80	3.79	4.72

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	38.6	17.8	31.8	26.5	20.4
营业利润 (%)	169.4	41.8	37.8	34.6	24.4
归属母公司净利润 (%)	164.4	42.3	38.1	35.2	24.4
获利能力					
毛利率 (%)	46.7	46.6	47.1	47.7	48.2
净利率 (%)	13.6	16.4	17.2	18.3	19.0
ROE (%)	34.9	42.4	37.0	34.8	30.7
ROIC (%)	30.5	34.5	32.5	31.9	28.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.1	56.1	52.5	40.3	38.8
净负债比率 (%)	-41.8	-38.5	-73.6	-58.8	-76.8
流动比率	1.0	0.9	1.1	1.5	1.7
速动比率	0.7	0.6	0.9	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	129.3	258.1	258.1	258.1	258.1
应付账款周转率	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.43	2.03	2.80	3.79	4.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.03	3.35	5.05	2.89	7.08
每股净资产 (最新摊薄)	4.09	4.78	7.59	10.88	15.34
估值比率					
P/E	175.8	123.5	89.4	66.2	53.2
P/B	61.4	52.4	33.1	23.1	16.3
EV/EBITDA	116.2	84.0	61.7	45.9	36.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 30 日收盘价

内容目录

1、东鹏饮料：国产能量饮料领军者，全国化稳步推进中	5
2、三问行业：对能量饮料行业还有什么疑问？	7
2.1“红牛案”到底是怎么一回事？	7
2.2 王老吉与加多宝的竞争对当前能量饮料行业是否存在借鉴意义？	8
2.3 能量饮料产品与一般饮料产品有何不同？	9
3、五问东鹏：对公司还有什么疑问？	12
3.1 营业收入、合同负债与存货为什么都在同比增长？	12
3.2 经销商持股情况如何？关联方对销售的影响有多大？	14
3.3 公司渠道利润及货折情况如何？	15
3.4 公司当前产能及募投产能投放节奏如何？	16
3.5 公司成本结构如何？年内成本端是否有压力？	17
4、盈利预测	20
风险提示	22

图表目录

图表 1: 东鹏饮料发行后股权结构图	5
图表 2: 近年公司营收及净利润情况	6
图表 3: 近年公司毛利率、期间费用率及净利率情况	6
图表 4: 东鹏饮料各产品近年销量占比图	6
图表 5: 近年东鹏饮料各区域经销商数量情况（家）	6
图表 6: 华彬集团方面展示的五十年代理协议	7
图表 7: 商务部文件称合营公司合营期限一般不超过 30 年	7
图表 8: 中国市场上的三种红牛	8
图表 9: 东鹏饮料 PE (TTM) 明显高于 A 股其他软饮料公司	9
图表 10: 怪兽饮料 (Monster) PE (TTM) 常较可口可乐存在溢价	9
图表 11: 2019 年中国软饮零售额 CR5 与 CR3 情况	10
图表 12: 中国市场上主流茶饮料产品	10
图表 13: 保健食品与非保健食品在添加咖啡因的方式上明显不同	11
图表 14: 美日中三国市场能量饮料到手价与可乐对比	11
图表 15: 东鹏特饮较竞品极具性价比	12
图表 16: 250ml 瓶装产品明显被 500ml 瓶装产品替换（亿元）	12
图表 17: 2020 年东鹏饮料各地区收入及占比（亿元）	13
图表 18: 东鹏饮料各地区近年营收增速	13
图表 19: 东鹏饮料近年预收款项金额及占营收比变化	13
图表 20: 公司预收货款余额前五大客户情况（万元）	13
图表 21: 东鹏饮料存货拆解（万元）	14
图表 22: 东鹏饮料近年能量饮料产品产能利用率	14
图表 23: 东鹏饮料 7 名持股经销商情况	14
图表 24: 7 名股东经销商销售收入占公司营收比	15
图表 25: 持股经销商销售收入平（万元）	15
图表 26: 东鹏饮料产品渠道加价率	15
图表 27: 东鹏饮料近年报表收入与折扣冲抵收入（亿元）	16
图表 28: 东鹏饮料销售折扣活动的计提情况（亿元）	16
图表 29: 东鹏饮料近年产能、产量及销量情况（万吨）	16
图表 30: 公司近年来持续投入产能建设（万元）	16
图表 31: 公司募投产能详细拆分（万吨）	17
图表 32: 东鹏饮料目前产能布局情况	17
图表 33: 2020 年公司成本拆分	17
图表 34: 东鹏饮料原材料采购情况	17
图表 35: 成本中白砂糖及香精采购数量计算	18

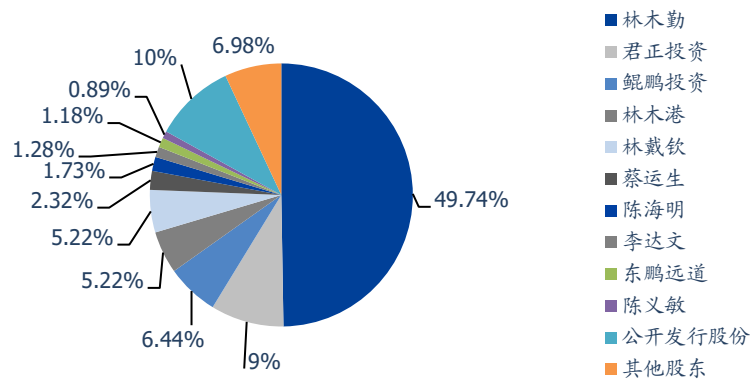
图表 36: 近年来各类产品吨成本变化情况 (元/吨)	18
图表 37: 近年来各类产品毛利率变化情况	18
图表 38: 2020 年东鹏饮料聚酯切片采购价格高于市场价格	19
图表 39: 近年来 PET 和白砂糖价格走势 (元/吨)	19
图表 40: 东鹏饮料广东及非广东区域收入对比 (亿元)	20
图表 41: 东鹏饮料广东及非广东区域收入同比增速对比	20
图表 42: 公司营业收入拆分及预测 (单位: 百万元)	20
图表 43: 公司主要财务指标	21
图表 44: 可比公司估值比较	21

1、东鹏饮料：国产能量饮料领军者，全国化稳步推进中

东鹏饮料发展历程复盘，从濒临破产到国产能量饮料领军者。东鹏饮料前身东鹏饮料厂一度经营不善濒临破产，2003年公司现任董事长林木勤及一众高管以254元价格受让公司100%股权，自此东鹏有限成立。在公司发展早期以广式茶饮为主力产品，“没有资源、没有渠道、没有资本”的境遇练就了东鹏过硬的成本控制能力与市场开拓能力，2009年公司首创瓶装能量饮料、加码东鹏特饮产品推广，经过多年深耕能量饮料行业，根据中国产业信息网数据，2020年东鹏特饮当前零售额市占率为15.4%、位居第二，是名副其实的国产能量饮料领军者。

东鹏饮料股权结构复盘，林总持股近半，多方激励体制完善。公司董事长林木勤合计持有公司2.03亿股、持股近半，主导公司发展，林总历任基层生产、技术、采购和销售等工作，工作经验丰富、对饮料行业具备深入认识和独特见解。同时公司通过2011年引入经销商持股、2017年引入君正投资作为战投、2019年推出股权激励引入东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚三家员工持股平台，搭建较为完备的激励体制，使得公司内外多方均能分享公司成长红利，同心聚力谋发展。

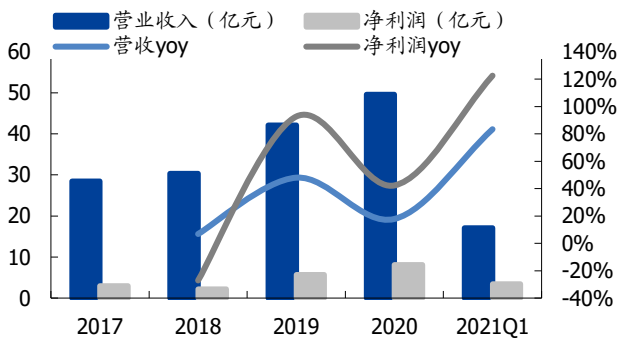
图表1：东鹏饮料发行后股权结构图



资料来源：东鹏饮料招股说明书，国盛证券研究所

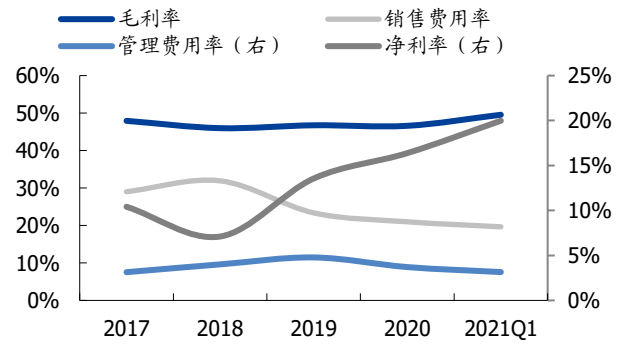
东鹏饮料基本情况复盘，大单品战略，稳健增长。东鹏饮料是一家以能量饮料产品为核心收入来源的公司，公司能量饮料产品收入占比常年高达90%以上，公司首创瓶装能量饮料产品，后推出500ml瓶装产品，深受消费者喜爱，当前公司主力产品东鹏特饮共有四款包装可供消费者选择，以满足不同消费者的需求，其中500ml金瓶/250ml金罐/250ml金瓶/250ml金砖产品分别定价5/4/3/2元，形成阶梯式价格体系。公司近年来保持强劲增长势头，毛利率较为平稳，销售费用率在营收的规模效应影响下逐年走低，净利率因此逐年上行，公司整体盈利能力提高。

图表 2: 近年公司营收及净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

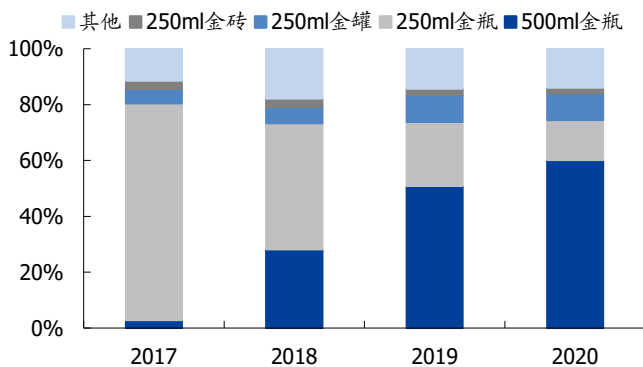
图表 3: 近年公司毛利率、期间费用率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

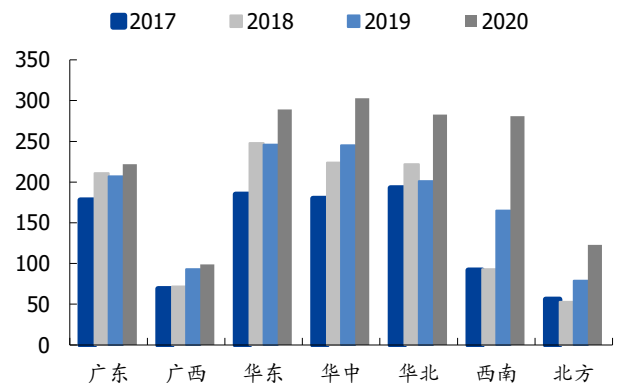
东鹏饮料发展路径复盘: 全国化进行中, 看好公司未来成长性。东鹏于 2017 年推出 500ml 金瓶产品, 2018 年全国推广, 定价 5 元的 500ml 金瓶产品相较 6 元 250ml 的红牛构成了高性价比的差异化竞争, 凭借该产品公司持续挖掘增量消费群体。公司当前营业收入构成中, 56% 的收入来自于核心市场广东地区, 近年来公司凭借过硬的产品力持续推进全国化, 广东省外地区经销商数量增长明显, 考虑到部分新市场处于培育期、新经销商仍处于规模上升阶段, 看好公司全国化带来的未来成长性。

图表 4: 东鹏饮料各产品近年销量占比图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 近年东鹏饮料各区域经销商数量情况 (家)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、三问行业：对能量饮料行业还有什么疑问？

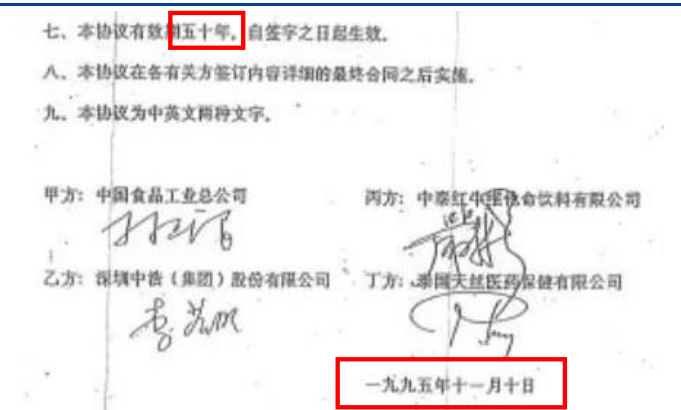
2.1 “红牛案”到底是怎么一回事？

能量饮料行业作为软饮料中的“黄金赛道”，考虑到我国人口基数大、经济发展带动个人可支配收入提高会进一步释放消费意愿以及咖啡等高效提神饮品在饮用习惯中相对缺口，我们看好行业未来持续扩容的发展趋势。当前行业竞争态势中，市场普遍关注中国市场上市占率第一产品红牛的法律纠纷一案，作为市占率超 50% 的产品，红牛对我国能量饮料行业未来发展具有重大影响，我们就此争议进行分析。

这场争论中的主体是谁？两个“泰国人”在中国市场上争夺“红牛”，争议主体分别为泰国企业华彬集团旗下在中国的合资公司红牛维他命饮料有限公司，以及泰国企业天丝集团，其中红牛维他命自 1995 年便开始在中国市场上代理经营红牛产品，泰国天丝集团则是红牛产权所有方，其在泰国推出并生产红牛可追溯至 20 世纪 70 年代。

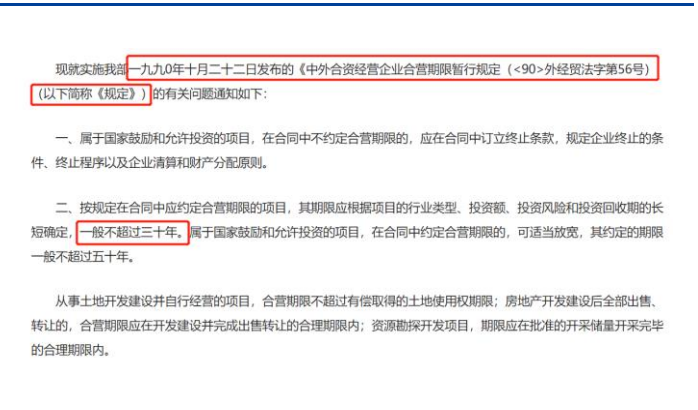
双方根本性争议是什么？华彬方从天丝方取得了多长时间的中国市场上红牛独家代理权。目前双方各执一词，据公开资料显示，华彬集团方展示过由中泰多方（当年共同成立合资公司运作红牛）共同签署的有效期为 50 年的协议，据法院判决来看，华彬方未能出具这份 50 年协议书的原件，但以其他方式进行展示且已获得除泰国天丝方外其他三方的确认函，而泰国天丝方则坚持双方仅有 20 年的合作协议，根据《中外合资经营企业合营期限暂行规定》，合营企业合营期限一般原则上为 10-30 年，双方在当时签订了一份 30 年、附带具备公章及签署地（50 年协议中未见公章）的代理协议，1998 年四方将 30 年协议改为 20 年协议，泰国天丝方认为华彬集团所出示的 50 年代理协议是一份经营开始前的“意向性”文件，后续签署的新代理协议才具有法律效力。

图表 6：华彬集团方面展示的五十一年代理协议



资料来源：中国红牛，国盛证券研究所

图表 7：商务部文件称合营公司合营期限一般不超过 30 年



资料来源：商务部官网，国盛证券研究所

目前法院做出了哪些关键性判决？红牛商标权归属于泰国天丝集团。2020 年 12 月 21 日最高人民法院宣布驳回红牛上诉，维持一审原判，即明确“红牛系列商标”所有权归泰国天丝方所有。尽管华彬方称产品商标应为合资公司资产，同时认为二审判决并非法律关系的终局，但考虑到最高法院判决的法律效力以及该案件已被最高法纳入“2020 年中国法院 10 大知识产权案件”，我们预计在商标归属权的争议上或难生变局。

目前还有哪些争议正在法律诉讼流程中？使用权归于何方、华彬方是否仍处于独家代理期限内。在中国红牛微博的相关声明中，华彬方明确提出“中国红牛在本案中的核心诉求为请求法院确认本公司对‘红牛系列商标’享有合法权益，并非请求法院确认公司为登记注册的商标所有权人”，双方目前仍在许多细节之处仍在法律诉讼过程中，预计这种状态在短期内将会持续。

在法院之外，市场上双方冲突体现在何处？**冲突 1：**三种红牛并存，消费者认知模糊。当前市场上存在华彬方红牛，即中国市场上传统红牛——红牛维生素功能饮料，也存在泰国天丝方的两款产品，即红牛维生素风味和红牛安耐吉，三类产品包装区分度较低，一般消费者难以辨认，双方很难通过品牌力及产品认知胜出，渠道或成未来决胜关键；**冲突 2：**华彬方由于深陷商标争议，被禁止投放“空中广告”，当前传统媒体及新媒体的“红牛广告”均为泰国天丝方针对其旗下产品投放的，华彬方无法投放相关广告，甚至在百度等搜索引擎的搜索结果中，泰国天丝方刻意抹除维生素能量饮料产品，仅展示其他两款产品；**冲突 3：**泰国天丝方正在通过法律手段威胁华彬红牛渠道，泰国天丝方通过在地方法院就部分商超及连锁超市销售华彬方红牛产品提起诉讼，要求相应终端下架商标争议产品（华彬方红牛产品），北京朝阳区人民法院于2021年5月12日裁定北京华联超市停止销售涉案被诉侵权商品，即停售华彬方红牛产品，此判决为公开资料中最早的判定，考虑到一般区域性超市或无精力应对泰国天丝方提起的诉讼，预计在其他地区将对华彬方渠道起到负面冲击。

图表 8：中国市场上的三种红牛

产品名称	红牛维生素能量饮料	红牛安耐吉	红牛维生素风味饮料
产品图片			
口味特点	经典红牛口味	加入了西洋参提取物，口味与经典红牛有较大差距，多数消费者难以接受	继承红牛维生素能量饮料口味
上市时间	1996年	2019年6月	2019年10月
生产地	中国	中国	泰国
代理商	红牛维他命饮料公司	广东曜能量	深圳普盛
渠道覆盖度	覆盖度最高，拥有400多个销售网点、60万家核心终端。主要销售区域为华南、华东、西北、东北、西南	销售覆盖全国24省、直辖市的227个城市	销售覆盖全国17个省、直辖市共计123个城市。主要销售区域为华南、华东、西北、东北
红牛市占率	85%	5%	10%

资料来源：养元饮品公告，国盛证券研究所

2.2 王老吉与加多宝的竞争对当前能量饮料行业是否存在借鉴意义？

同样是赛道内市占率第一产品、同样是商标及产品相关权利的纠纷，市场普遍认为早年间王老吉与加多宝的纠纷案对当前红牛案有非常大的借鉴意义，通过复盘王老吉与加多宝纠纷的案件走向以及行业影响，有利于更充分了解红牛案对能量饮料行业的意义，因此我们总结分析了王老吉与加多宝纠纷案，借此推演红牛案对能量饮料行业的影响。

王老吉与加多宝双方根本性纠纷是什么？“王老吉”商标和包装装潢的所用及使用权。从商标归属的角度看，“王老吉”商标归广药集团所有，“加多宝”是鸿道集团旗下商标，但在2011年之前鸿道集团却是“王老吉”的生产者，这是因为羊城药业（后被纳入广药集团旗下）于1995年将红罐与红瓶凉茶的生产经营权租赁给鸿道集团，2011年开始广药集团通过法律手段要求鸿道集团停止使用“王老吉”商标，鸿道集团转而生产一面标注“王老吉”一面标注“加多宝”的凉茶产品，双方自此开始进入法律纠纷过程，直至2017年8月最高法院判决，要求加多宝和王老吉共同享有“红罐王老吉凉茶”包装

装潢的权益，双方纠纷自此告一段落。

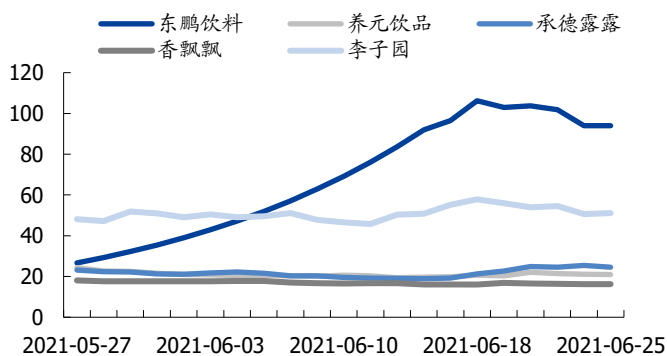
在法院之外，市场上双方冲突体现在何处？渠道竞争恶化为价格战。2007年王老吉凉茶销售量突破50亿元，成为超越红牛和可口可乐的饮料产品，全国罐装茶饮料销售额第一。在广药集团与鸿道集团就商标和包装装潢相关权力进入法律争议的阶段，双方在广告宣传以及渠道布局上开展直接竞争，以广告宣传为例，双方不仅在赞助各类知名活动上大打出手，同时在宣传语上双方也剑拔弩张，如“怕上火，喝王老吉/加多宝”，双方一度就该广告词闹上法庭，而加多宝方也打出“全国销量领先的红罐凉茶改名加多宝”的标语，双方均力求抢占消费者心智。由于双方产品同质化严重，渠道竞争最终恶化为价格战。据公开资料显示，2013年开始双方价格战加剧，广药集团买赠活动从2012年的10箱送1箱，升级为10送3、100送130等，鸿道集团方选择跟进降价，双方凉茶产品整箱价格从72元左右一路下滑至42元左右，单罐价格低至3.5元，既有价格体系被严重破坏，经营双方压力倍增，整个凉茶行业的新进入者由于难以承受双龙头价格战带来的经营压力纷纷退出，恶化的竞争环境最终导致行业增速逐年呈下滑趋势。

王老吉与加多宝的纠纷对当前能量饮料行业中的“红牛案”是否有借鉴意义？价格战中难有赢家，却是渠道竞争的可能结果，价格战是能量饮料行业或有的“黑天鹅”事件，需要持续跟踪关注。当前针对“红牛”商标的使用权也存在争议，市场上同时存在双方的三种红牛产品，参考加多宝与王老吉的纠纷发展历程，如果双方渠道竞争进一步加剧，能量饮料头部产品内部亦有可能发生价格战，当前红牛普遍定价6元/罐，在市场上与其竞争者（东鹏、乐虎和体质能量）存在定价差异化，竞争者多为性价比之选，如果泰国天丝方与华彬集团方在渠道布局上的竞争进入价格战阶段，将非常大程度挤压红牛竞争者的发展空间，由于华彬方和泰国天丝方较其他能量饮料生产方更具资金实力，价格战或将导致其他竞争对手退出竞争，进而可能导致行业发展缺乏活力与可持续性，同时由于消费者缺乏辨别三类红牛的能力，价格战亦会损害三类红牛产品品牌力，对行业长远发展百害无一利，是行业潜在风险，需引起重视。

2.3 能量饮料产品与一般饮料产品有何不同？

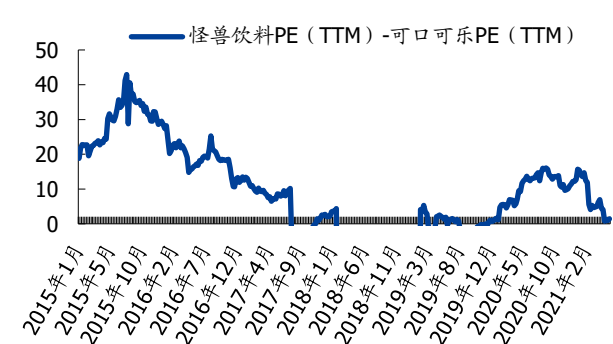
从二级市场的表现来看，上市后东鹏估值迅速上行，动态估值明显高于A股其他软饮料公司，从海外市场来看，2015年以来怪兽饮料（Monster）在大部分时间内亦较可口可乐存在溢价。在上一篇报告中我们分析了能量饮料的消费需求，尽管软饮料均为可选消费品，但能量饮料的成瘾性以及功能性明显不同于其他饮料，我们认为能量饮料的特性是其估值溢价的来源。

图表9：东鹏饮料PE（TTM）明显高于A股其他软饮料公司



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：怪兽饮料（Monster）PE（TTM）常较可口可乐存在溢价

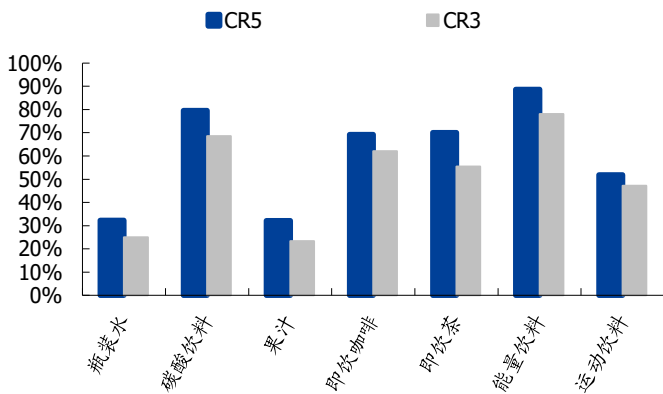


资料来源：Wind，国盛证券研究所

以茶饮为例，能量饮料产品与一般软饮料有何不同？从需求端拆解能量饮料与一般软

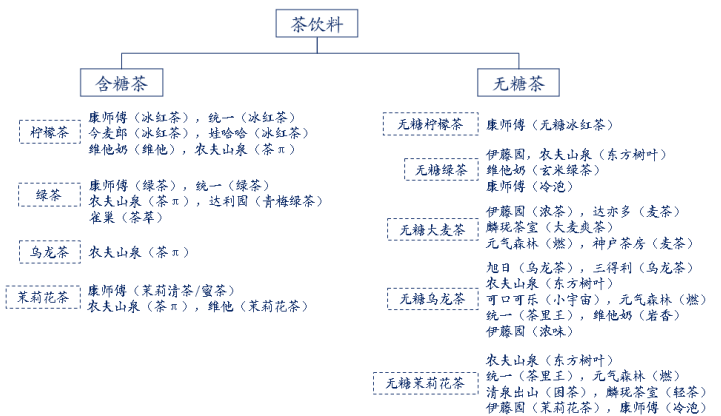
饮料消费——消费目的显著不同。前者消费具备极强目的性（提神），后者消费具备口味性需求，所以茶饮 SKU 明显多于能量饮料；能量饮料产品在中国市场上难与其他软饮赛道产品形成相互替代。这种不同导致了：**1）生命周期不同**：前者配方固定，因为宣发要将功能性与产品相绑定，导致能量饮料产品生命周期明显长于一般软饮料（华彬红牛 96 年引入后从未更换包装），行业集中度也明显高于一般软饮料；茶饮多为茶底之上口感创新，包装迭代以及突出口味重点则十分关键，叠加口味型消费者定期会有尝鲜冲动，产品生命周期相对较短；**2）产品设计与宣发不同**：前者意图强化、强调饮用效果，后者意图多 SKU 抓住口味趋势；**3）核心壁垒不同**：前者强调产品认知，如何强化消费者对产品“提神抗疲劳”认知是提高消费者复购率的关键；后者强调口味认同，提供口味新鲜感与满足感更为重要，SKU 品类繁多、产品迭代速度快。

图表 11: 2019 年中国软饮零售额 CR5 与 CR3 情况



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 12: 中国市场上主流茶饮产品



资料来源：淘宝，国盛证券研究所

获得“保健食品”认证的**能量饮料**产品与一般饮料有何不同？**1）信用背书**：能量饮料产品在中国市场上的发展过程中，得益于红牛在行业起步期通过高强度广告词“累了困了喝红牛”，使得能量饮料产品消费与特殊消费场景（多为身体处于疲劳状态却需要保持注意力集中的场景）具备较强关联性，使之难以与一般软饮料消费进行替换，所以“保健食品”的信用背书强化了消费者对于其“功能性”的认知；**2）针对性宣传**：“保健食品”能量饮料经过动物实验评价并获得批准文号后，在宣传中可以按照其备案功能宣传，如缓解体力疲劳的保健功能，目前获得批文的知名能量饮料产品有：红牛维生素功能、红牛安耐吉、东鹏特饮、乐虎、战马和力保健；**3）配方添加**：目前除碳酸饮料及备案后获得“保健食品”批文的饮料外，其他饮料不得添加外源咖啡因，目前市场上部分非“保健食品”能量饮料仅可通过添加茶粉或茶类提取物的手段提高咖啡因含量；**4）区别陈列**：《中华人民共和国食品安全法实施条例》第 39 条规定：特殊食品不得与普通食品或药品混放销售，获得“保健食品”认证的**能量饮料**产品不可以与一般饮料陈列，这导致了部分终端**能量饮料**产品被区隔陈列、曝光度或有降低。

图表 13: 保健食品与非保健食品在添加咖啡因的方式上明显不同



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

能量饮料定价与一般饮料有何不同? 能量饮料行业内部均存在高低线之分。在美国市场上, Monster 相较于红牛具备性价比, 日本市场上, Monster 相较于传统本土能量饮料单品奥乐蜜 C (Oronamin C) 具备较强性价比, 中国市场上, 东鹏等产品较红牛亦存在较强性价比。主流市场上均形成了“高端+大众”的能量饮料价格结构, 从消费端来看, 定价高产品多为品牌培育期长、知名度高的产品, 如享誉世界的红牛, 消费者更认同其品牌力并愿意为此支付溢价, 定价相对较低的产品则主打年轻消费群体与高工作强度、低收入群体, 减少与一般碳酸饮料的定价区隔度, 如各国市场上非红牛产品每 100ml 到手价与可口可乐定价几乎一致, 借此来抢占其有限的用于可选消费品的支出, 实现差异化竞争。

图表 14: 美日中三国市场能量饮料到手价与可乐对比

美国市场	到手价 USD/100ml	较可乐 价格	日本市场	到手价 JPY/100ml	较可乐 价格	中国市场	到手价 RMB/100ml	较可乐 价格
Redbull	0.69	128%	Monster	44.09	120%	红牛	2.00	270%
Monster	0.47	86%	Oronamin C	87.50	239%	东鹏	0.88	119%
Bang	0.48	88%	Real gold	41.83	114%	乐虎	0.86	116%
ockstar	0.44	81%	Dodekamin	43.87	120%	体质能量	0.63	85%
NOS	0.82	152%	Redbull	67.93	185%	战马	1.25	169%

资料来源: 淘宝, 亚马逊, 国盛证券研究所

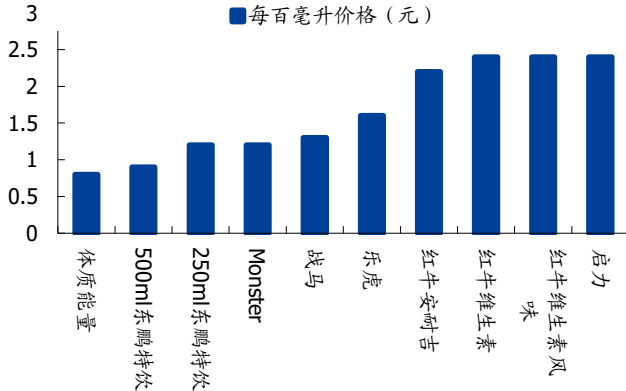
3、五问东鹏：对公司还有什么疑问？

3.1 营业收入、合同负债与存货为什么都在同比增长？

在上一篇报告中我们详细拆解东鹏饮料成长性的来源，公司近年呈现出良好发展势头主要得益于产品创新+全国化两大因素，我们坚定看好公司未来的成长性。在营收快速增长之外，报表端公司存货与合同负债等项目均呈现同比增长态势，扩建产能加码生产、招商布局以及经销商成长是推动报表端发生变化的原因，根本原因在于公司当前仍处于势能不断释放的加速成长期，下文我们将通过报表分析对其原因进行进一步论述。

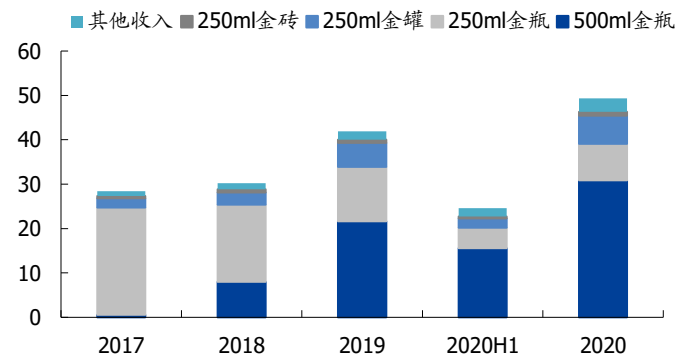
在产品创新上，公司多方面发力共同构筑差异化竞争力。差异化一方面体现在产品包装设计上，公司推出 PET 瓶装解决传统罐装能量饮料产品的消费痛点，即以高工作强度劳动群体（主力消费者）的工作环境往往不利于存放二次封装的易拉罐，如卡车司机在运输途中罐装产品可能侧翻、外卖小哥需饮用完毕再进行送餐等，同时公司独特设计的防尘盖为饮用的卫生性多了一层保护伞，在部分场景中可化身水杯或烟灰缸；另一方面体现在定价策略上，公司 2017 年首次推出 500ml 大容量瓶装能量饮料产品，2018 年经过试点验证后全国推广，500ml 大容量产品定价仅 5 元，极大程度上提高了产品性价比，迅速在下沉市场挖掘到增量消费群体，这部分消费群体工作强度大、收入相对较低，高性价比东鹏逐渐进入他们消费的可承受范围内，相应能量饮料可选消费需求被释放，同时 500ml 瓶装产品的性价比对既有消费群体也形成了更大的吸引力，250ml 瓶装产品收入占比从 2017 年的 84.9% 下滑至 2020 年的 18.7%，同期 500ml 瓶装产品收入占比从 2.1% 提高至 63.4%。

图表 15：东鹏特饮较竞品极具性价比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

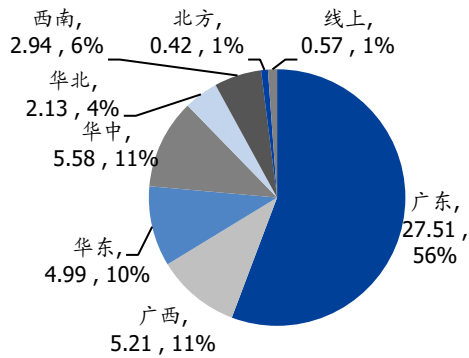
图表 16：250ml 瓶装产品明显被 500ml 瓶装产品替换 (亿元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

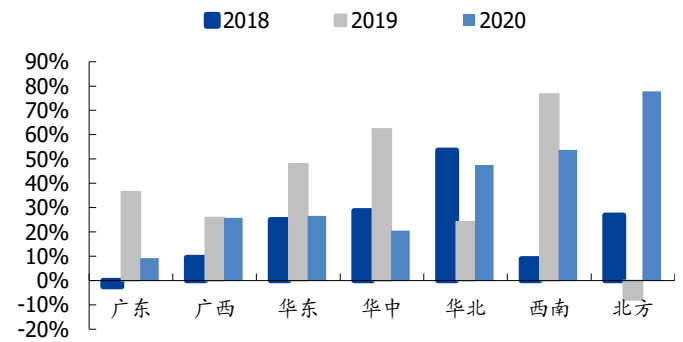
在全国化方面，以广东为核心市场广招商推动全国化。公司深耕广东市场，早年经营广式凉茶等产品起家，2009 年公司经营重心转移至能量饮料赛道，稳步经营扎根广东市场，2020 年广东市场上营收占比过半，广西、华东和华中市场亦有不错表现。近年来公司招商集中于非广东地区，2017-2020 年广东/广西/华东/华中/华北/西南/北方区域经销商分别净增加 44/30/104/123/90/189/67 家，同增 25%/43%/56%/68%/47%/205%/120%，部分地区新经销商仍处于培育期，2020 年末公司已打通 120 万家终端，较华彬红牛的近 400 万家终端数量仍有差距，未来随着全国化推进，省外市场将成为公司增长核心。

图表 17: 2020 年东鹏饮料各地区收入及占比 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

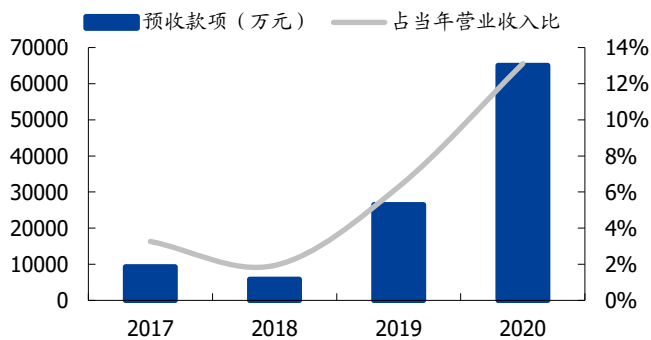
图表 18: 东鹏饮料各地区近年营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

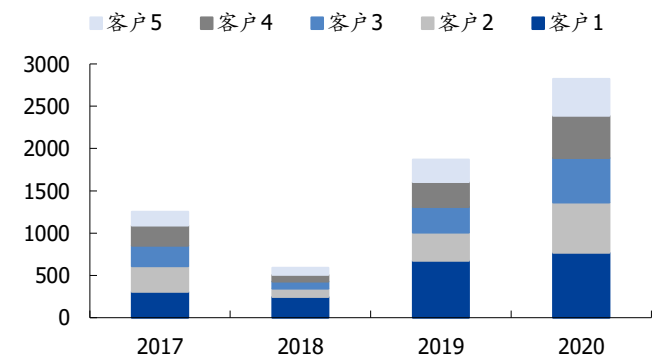
合同负债为什么能够快速增长? 通过拆解东鹏饮料合同负债可见, 其中包括经销商预付款 (预收货款)、销售商品发生的应付销售返利与折扣 (其他应付款) 和预收销项税款等 (其他流动负债), 其中预收款项和其他应付款为合同负债的主要构成部分, 2020 年末二者分别占合同负债总额的 68.4%、39.5%。近年来公司预收款项增速较快, 主要与小经销商规模做大有关。2019、2020 年公司预收款项分别同增 350.4%、145.5%, 我们预计这与公司成长性突显、经销商队伍迅速扩大有直接关系, 2017-2020 年公司净增加 294、170、113、364 家经销商, 而前五大客户 2019、2020 年打款增速 217.5%、50.9%, 低于同期公司整体预收款项同增 350.4%、145.5%, 所以我们认为部分合作初期规模较小的经销商营收逐渐提高, 贡献了打款增量, 带动报表端预收款项高企。**2020 年末预收款项占当年营收比高达 13.1%, 主要系错期影响所致。**2020 年预收款项占营收比较 2019 年的 6.3% 增长较快, 我们预计主要与 2020 年疫情影响公司动销导致营收增速较 2019 年同降 20.7pct 至 17.8%, 营收规模效应影响减弱, 但经销商对 2021 年动销前景乐观, 积极打款推高此数据。**其他流动负债 (应付销售返利与折扣款) 也得益于公司近年营收的规模效应与加大促销投放而有所提高。**

图表 19: 东鹏饮料近年预收款项金额及占营收比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

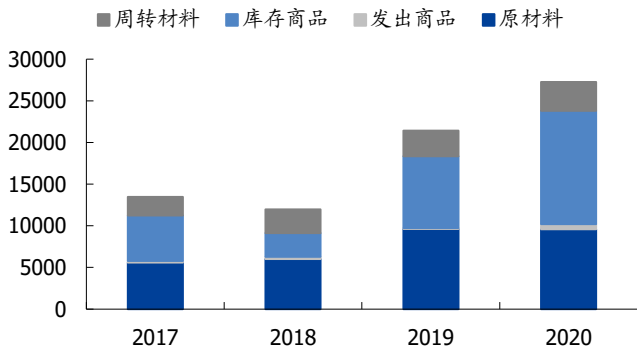
图表 20: 公司预收货款余额前五大客户情况 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

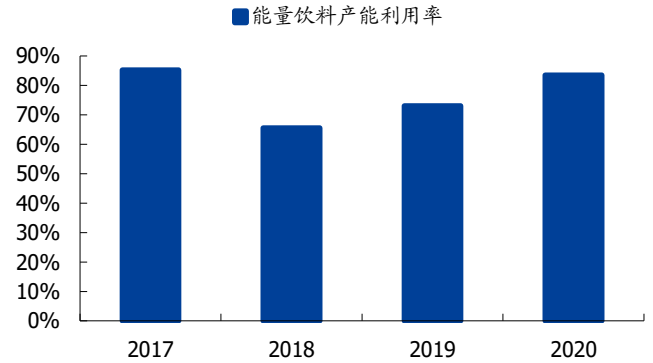
公司近年来库存亦呈增长趋势。通过拆解公司存货可见, 2019 年公司营收增长明显提速, 带动存货中库存商品与原材料同步提高, 原材料由 2018 年的 5998 万元提高至 2019 年年末的 9615 万元, 主要系公司销售规模扩大对应准备原材料, 同时春节礼品装表现较好, 公司备货应对春节产品销售, 库存商品 2019、2020 年分别同增 202.7%、58.4%, 主要系公司逐步提高产能利用率备货以应对旺季动销。

图表 21: 东鹏饮料存货拆解 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 东鹏饮料近年能量饮料产品产能利用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 经销商持股情况如何? 关联方对销售的影响有多大?

在上一篇报告中我们通过分析公司股权结构以及发展历程, 认为公司激励体制完善、内部齐心聚力谋发展, 公司股东中有经销商的身影, 市场对于股东经销商的身份以及其对公司发展的影响充满好奇, 通过复盘可见, 这部分经销商均早在 2011 年便入股公司, 在早年间与公司“同风雨”, 当前股东经销商收入占公司整体收入比例已降至低位, 打款、销售和库存情况均属正常。

东鹏饮料经销商持股情况如何? 公司合伙人经销商共有 7 位, 2011 年便通过股东李达文代持的方式持有公司股权, 当时 7 位经销商合计出资 10.33 万元获得公司 2.24% 股权, 2016 年代持还原等比例并通过持股平台鲲鹏投资持股。整体来看, 公司仅有 7 名经销商持股且进入时间较早, 在公司刚转型发力能量饮料赛道之际便与公司“共创业”, 在 2010-2012 年这 7 位经销商股东合计公司营收的 22.24%、26.07%、14.47%, 是公司能量饮料产品起步初期的中坚力量, 公司通过经销商入股的方式绑定利益, 反应出公司优秀的激励体制。

图表 23: 东鹏饮料 7 名持股经销商情况

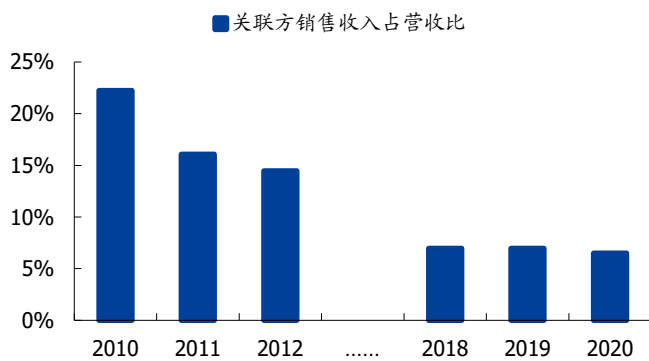
姓名	持有公司股份	与公司关系	合作起始时间
林景照	0.32%	公司经销商实控人	2004 年
蔡顺源	0.32%	公司经销商实控人父亲	2004 年
杨健群	0.32%	公司经销商实控人	2004 年
陈赛贤	0.32%	公司经销商实控人配偶	2004 年
郑细强	0.13%	公司经销商实控人	2004 年
王焕杨	0.13%	公司经销商股东配偶	2004 年
林建锋	0.06%	公司经销商实控人配偶	2014 年

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

持股经销商对公司收入影响如何? 2020 年公司前五大客户中排名第二、第三的经销商为股东经销商, 分别占公司营收的 1.89%、1.5%, 持股经销商对公司整体收入影响较小, 7 名持股经销商名下共有 6 家经销商与公司持续合作, 2018-2020 年 6 家持股经销商营收合计为 2.1、2.9、3.2 亿元, 占公司营业收入的 6.95%、6.96%、6.51%, 较 2011 年的 26.07% 下降明显, 且同期股东经销商出货数量与进货数量之比分别为 96.81%、100.90%、98.65%, 动销畅通且库存水平合理, 期末库存均不超过 1 个月,

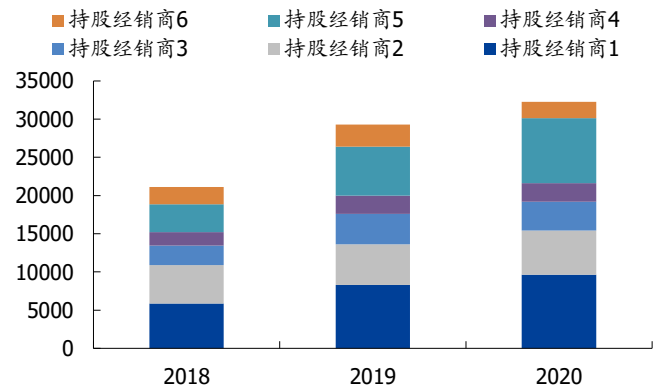
整体来看当前持股经销商并未有异常进货或动销情况，随着公司的发展持股经销商对公司的影响程度日益降低。

图表 24: 7 名股东经销商销售收入占公司营收比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 持股经销商销售收入 (万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 公司渠道利润及货折情况如何?

由于公司仍处于招商铺货推进全国化的阶段，市场普遍关心东鹏特饮在经销商和终端层面的利润水平，这决定了渠道和终端推力，通过计算公司招股说明书中披露的到岸价及零售价，东鹏特饮利润水平较高，同时公司当前通过开展“一元乐享”活动非常灵活且精准地向终端及消费者投放费用，提高终端积极性以及消费者复购率。

公司渠道利润情况如何? 根据公司招股书披露的产品到岸价(经销商提货价)以及公司建议零售价，在不考虑终端额外加价的情况下，公司各产品渠道及终端加价率均超过 50%，其中金罐与金砖产品加价率超 70%明显高于两种容量的瓶装产品，考虑到公司“一元乐享”活动对消费者及终端的返利，与竞品相比，东鹏特饮拥有较强的渠道推力。

图表 26: 东鹏饮料产品渠道加价率

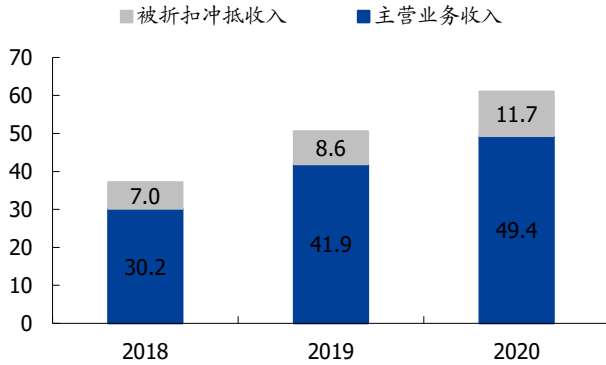
	到岸价 (元/ 箱)	包装 (瓶/ 箱)	单瓶到岸价 (元/瓶)	单瓶零售价 (元/瓶)	期间加价率
250ml 金瓶	46	24	1.9	3	56.5%
500ml 金瓶	80	24	3.3	5	50.0%
250ml 金罐	56	24	2.3	4	71.4%
250ml 金砖	27	24	1.1	2	77.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司货折情况如何? 终端销售东鹏的利润不仅来自于产品价差，还来自于公司的销售折扣与补贴，具体表现为消费者参与“一元乐享”活动中奖后，消费者可以话费 1 元加购一瓶终端零售价 4 元的金罐产品，在终端兑奖的过程中终端门店亦可以获得“商户红包”，通过促销活动极大程度上激发了消费者的复购率、提高了品牌认知度。近年来折扣比例保持相对稳定，每年折扣冲抵对报表端收入的影响稳定在 20%左右。从具体折扣情况来看，近年来东鹏折扣投入亦发生较大转变。**转变 1: 现金折扣改实物折扣，加强消费者产品认知。**过去公司采用扫码领红包的方式刺激消费者复购(扫码得红包，但需要再次扫描同类产品二维码才能提现)，现在则通过“一元乐享”活动实现当场实物兑换，进而避免消费者事后忘记二次复购而减少产品体验经历;**转变 2: 让利终端，强**

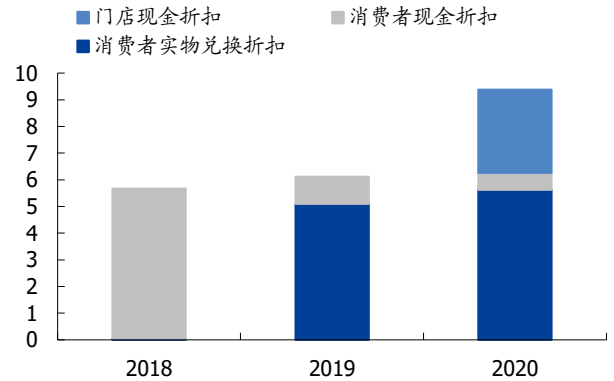
化门店推力。过去东鹏更关注让利消费者，2020年开始凭借优秀的数字化系统，公司为终端接入扫码领红包的环节、增厚终端销售利润，进而刺激终端店主动营销、推荐东鹏特饮，有利于挖掘新消费者、转换其他产品消费者。随着东鹏品牌力与产品力日益提高，未来也不排除公司通过降低一定销售折扣增厚收入。

图表 27: 东鹏饮料近年报表收入与折扣冲抵收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 东鹏饮料销售折扣活动的计提情况 (亿元)

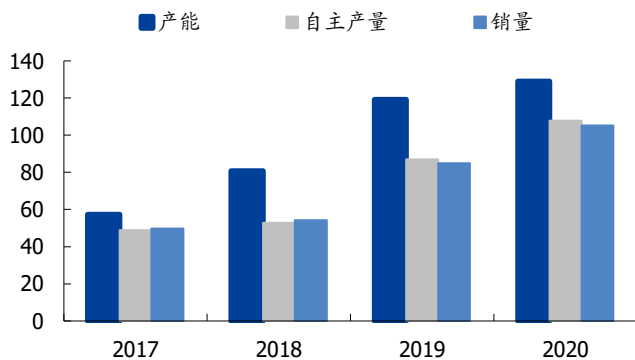


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 公司当前产能及募投产能投放节奏如何?

公司当前产能利用率情况如何? 公司实行以产定销, 2017年以来产销率维持在97%以上, 2017-2020年公司能量饮料整体产能利用率分别为85.2%/65.5%/73.0%/83.5%, 其中2018年产能利用率相对较低主要系当年桂鹏、徽鹏等生产基地达成可用状态投入使用产能有所提高, 考虑到公司产销具备季节性, 二三季度为生产旺季、收入占全年的60%左右, 旺季产能或处于较高水平, 公司生产线休假停机时间明显减少, 产能扩建迫在眉睫。公司近年来在持续推进产能扩建。2017-2020年公司能量饮料产能实现翻倍增长, 2020年较2017年增长125%, 报表端在建工程与固定资产明细中的机器设备连年走高。

图表 29: 东鹏饮料近年产能、产量及销量情况 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 公司近年来持续投入产能建设 (万元)

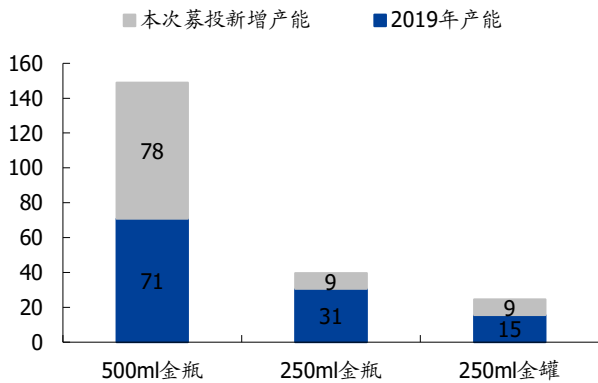
项目	2020年12月31日	2019年12月31日	2018年12月31日
华鹏基地建设工程	17,218.32	24,667.41	4,847.85
渝鹏基地建设工程	20,591.28	9,299.88	382.79
桂鹏基地产能提升工程 (II)	6,299.98	-	-
桂鹏基地产能提升工程	-	-	10,962.11
徽鹏基地产能提升工程	-	-	1,496.05
深圳东鹏公司总部大楼建设工程	1,019.13	-	-
海丰水厂产能提升工程	-	9.61	14.08
其他	498.41	81.15	-
合计	45,627.12	34,058.05	17,702.88

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本次募投产能情况如何? 本次上市公司募投华南、重庆和南宁三大产能, 华南与南宁产能旨在强化优势地区产能布局, 重庆产能则为公司进一步开拓中西部地区市场潜力做好准备, 三个建设项目完成后预计将合计形成年产110.1万吨产能, 相较于2020年129.1万吨的能量饮料产能和32.3万吨的非能量饮料产能有较大提升, 其中500ml金

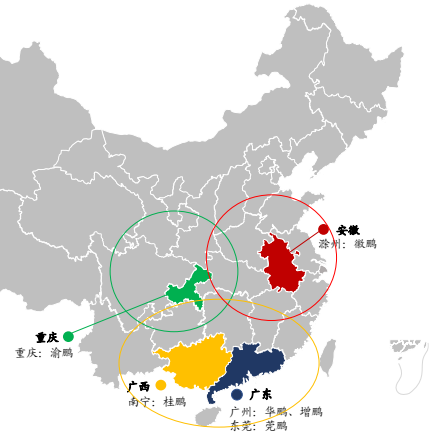
瓶产品的产能将实现翻倍增长。从产能投产节奏来看，华南、重庆和南宁三大产能将分别于6个月、18个月和16个月开始试运营并逐渐进行产能爬坡。

图表 31: 公司募投产能详细拆分 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 东鹏饮料目前产能布局情况

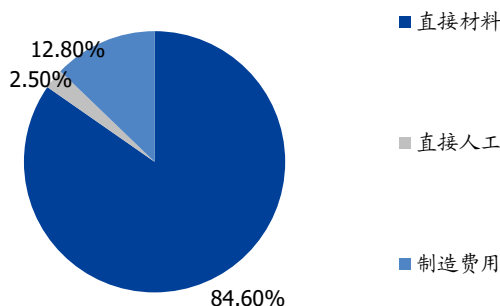


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.5 公司成本结构如何? 年内成本端是否有压力?

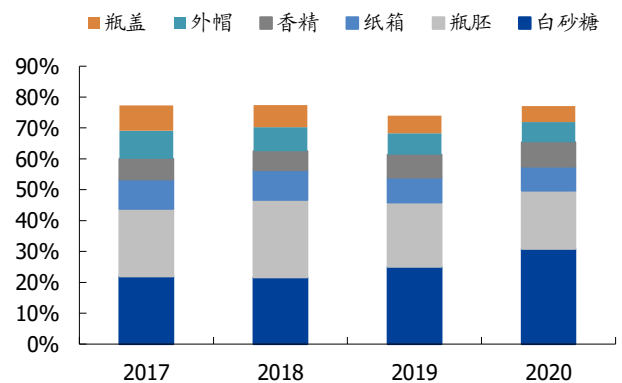
能否详细拆分公司成本结构? 2020 年公司直接材料/直接人工/制造费用占主营业务成本比分别为 84.6%/2.5%/12.8%，其中直接材料包括白砂糖、香精、瓶包装及纸箱等，从公司原材料采购情况可见，2020 年公司采购支出中白砂糖/瓶盖/纸箱/香精/外帽/瓶盖分别占 30.8%/18.9%/7.7%/7.9%/6.5%/5.2%，根据招股书中白砂糖与香精的采购单价及金额数据，我们测算二者采购数量与当年能量饮料产量具备较强的正相关性，考虑到瓶胚、瓶帽及纸箱等原材料与当年产品产量亦具备较强相关性，我们认为原材料采购金额构成对成本拆解具备参考价值，预计占公司成本 84.6%的直接材料中，白砂糖/瓶盖/纸箱/香精/外帽/瓶盖分别约占成本的 21.0%/18.3%/7.4%/5.9%/6.4%/5.6%。

图表 33: 2020 年公司成本拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 东鹏饮料原材料采购情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

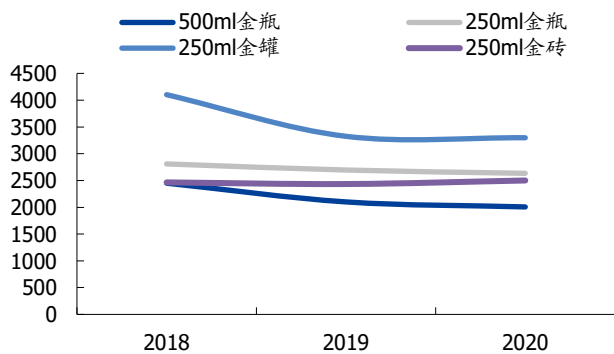
图表 35: 成本中白砂糖及香精采购数量计算

原材料采购支出 (万元)	2017	2018	2019	2020
白砂糖	27754.4	29064.1	49901.0	70386.2
香精	8457.5	8306.3	14503.4	18072.1
单价 (万元/吨)				
白砂糖	6.0	5.2	5.1	5.0
香精	86.6	86.4	89.2	88.3
数量 (吨)				
白砂糖	4627.9	5595.9	9880.2	14076.4
香精	97.6	96.1	162.7	204.6
采购数量 YoY				
白砂糖		20.9%	76.6%	42.5%
香精		-1.5%	69.2%	25.8%
能量饮料产量		5.2%	62.9%	24.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

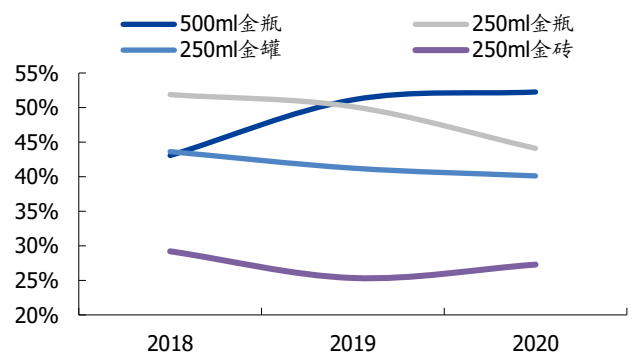
500ml 产品接棒 250ml 产品, 成本端是如何变化的? 500ml 产品相较于 250ml 产品, 相同产量下消耗的瓶胚、瓶盖和纸箱等原材料的使用数量下降明显, 进而导致 500ml 产品吨成本明显低于 250ml 产品, 2020 年 500ml 金瓶和 250ml 金瓶产品单位成本分别为 2007 和 2634 元/吨, 500ml 产品对降低整体吨成本贡献明显, 同时得益于规模效应, 500ml 金瓶产品毛利率逐年走高, 250ml 金瓶产品由于替代效应导致销量下滑, 进而摊厚成本导致毛利率下滑。

图表 36: 近年来各类产品吨成本变化情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

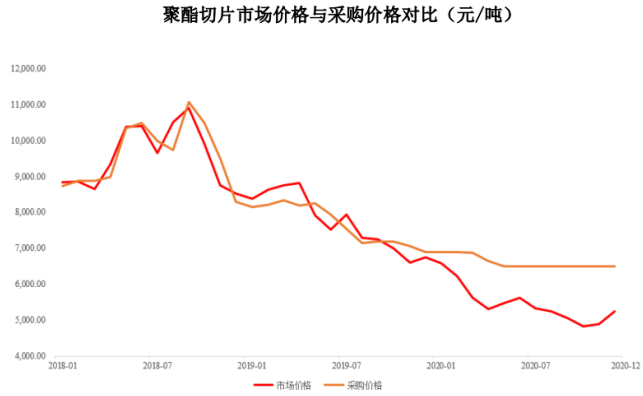
图表 37: 近年来各类产品毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

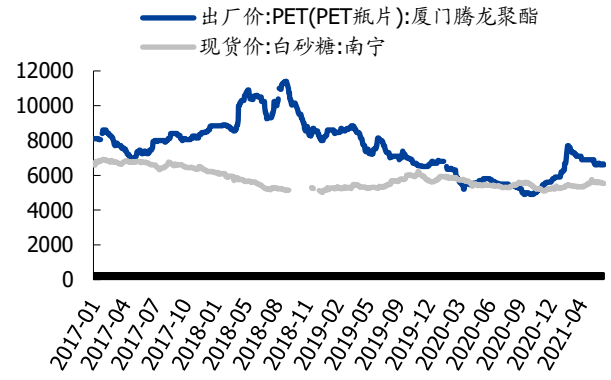
年内成本端是否存在压力? 尽管 2021 年 PET 瓶片与白砂糖价格有所上行, 分别上涨 17%、6%左右, 但考虑到 2020 年公司通过锁价手段导致聚酯切片采购价格略高于市场价格, 据测算若不考虑 2021 年公司对聚酯切片的锁价操作, 当前聚酯切片市场价预计与 2020 年公司采购价相当, 预计 2021 不会对公司造成过大成本压力, 看好公司全年一如既往地保持毛利率相对稳定。

图表 38: 2020 年东鹏饮料聚酯切片采购价格高于市场价格



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 近年来 PET 和白砂糖价格走势 (元/吨)

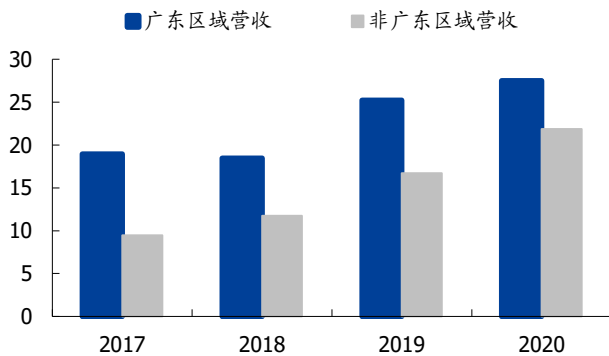


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、盈利预测

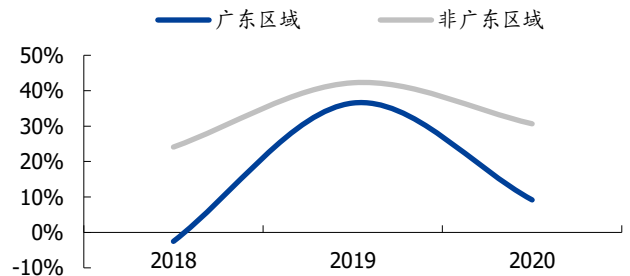
营收端：500ml 金瓶带动新发展，生产基地扩建助力省外开拓。2017-2020 年广东区域销售收入分别占总收入的 67%/61%/60%/56%，省外市场增速较快，叠加 500ml 金瓶产品的高性价比优势，我们看好生产基地扩建后公司的持续发展，预计公司 2021-23 年营业收入分别为 65.3 亿元 /82.7 亿元 /99.5 亿元，分别同比 +31.8%/+26.5%/+20.4%，其中能量饮料销量分别为 142.4/182.4/221.1 万吨，分别同比+35.3%/28.1%/21.2%，能量饮料吨价分别为 4357.9/4338.5/4327.6 万元/吨，分别同比-1.4%/-0.4%/-0.3%。

图表 40：东鹏饮料广东及非广东区域收入对比（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 41：东鹏饮料广东及非广东区域收入同比增速对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 42：公司营业收入拆分及预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,209	4,959	6,534	8,267	9,951
YoY	38.6%	17.8%	31.8%	26.5%	20.4%
能量饮料	3,482	4,037	5,397	6,895	8,394
YoY	32.6%	15.9%	33.7%	27.8%	21.7%
能量饮料销量（吨）	848,596	1,052,849	1,424,250	1,823,953	2,210,999
yoy	56.5%	24.1%	35.3%	28.1%	21.2%
能量饮料吨价（元/吨）	4,717.24	4,421.48	4,357.91	4,338.53	4,327.56
yoy	-11.4%	-6.3%	-1.4%	-0.4%	-0.3%
非能量饮料	148	240	257	275	295
YoY	49.3%	62.2%	7.1%	7.1%	7.1%
包装饮用水	41	41	48	56	65
YoY	11.6%	-0.7%	17.3%	17.3%	17.3%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

盈利端：毛利率保持稳健，费用有的放矢。毛利率方面，根据我们前文对公司成本端及毛利率走势判断，预计 2021 年公司毛利率降延续平稳走势。**销售费用率方面**，预计公司将坚定投入助力全国化，预计 2021-2023 年销售费用率为 20.4%/19.9%/19.7%，但随着营收增长预计规模效应将逐步显现，叠加管理效率的提升，整体盈利能力仍有改善空间。**管理费用率方面**，考虑到公司管理水平较高、管理费用率常年处于低位，预计

未来将会延续较高的治理水平，预计 2021-2023 年公司管理费用率分别为 3.5%/3.4%/3.3%。

投资建议：

预计公司 2021-23 年营业收入分别为 65.3 亿元/82.7 亿元/99.5 亿元，同比 +31.8%/+26.5%/+20.4%；归母净利润分别为 11.2/15.2/18.9 亿元，同比 +38.1%/+35.2%/+24.4%，对应 PE 为 89/66/53 倍，公司深耕根能量饮料赛道，考虑到当前行业仍处于扩容期，同时公司极具性价比的产品在市场上深受消费者喜爱，当前东鹏饮料的全国化亦正在进行中，我们坚定看好公司未来的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 43: 公司主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,534	8,267	9,951
增长率 YoY(%)	38.6	17.8	31.8	26.5	20.4
净利润(百万元)	571	812	1,122	1,516	1,886
增长率 YoY(%)	164.4	42.3	38.1	35.2	24.4
EPS(元)	1.43	2.03	2.80	3.79	4.72
净资产收益率(%)	34.9	42.4	37.0	34.8	30.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 可比公司估值比较

代码	证券简称	PE				EPS				总市值 (亿元)
		2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E	
603711.SH	香飘飘	31	25	18	15	0.83	0.86	0.96	1.12	71
603156.SH	养元饮品	11	21	16	14	2.56	1.25	1.83	2.07	362
605337.SH	李子园	-	-	38	28	1.85	1.25	1.57	2.13	129
605499.SH	东鹏饮料	-	-	89	66	1.43	2.03	2.80	3.79	1,003

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (香飘飘、养元饮品和李子园预测数据采用 wind 一致预期, 其中历史年份 PE 计算公式为“历史年份最后一天股价/历史年份当年每股盈利”, 总市值为 2021 年 6 月 30 日收盘市值)

风险提示

省外扩张风险。广东区域内营收占比较大，为公司核心收入来源，未来在业务外延扩张的过程中，对公司推广能力、渠道和市场管理能力、人力资源等方面要求较高，省外扩张或面临对当地消费者消费习惯及能力的误判，存在风险。

原材料价格上涨风险。公司直接材料占成本比重较高，白砂糖、PET等原材料价格波动会对产品毛利率产生直接影响，同时由于公司定价低于竞品，成本压力或影响公司未来产品毛利率。

行业竞争加剧风险。华彬集团在红牛运营权出现争议后，泰国天丝也参与到了中国市场上红牛产品的运营，同时其他饮料公司正陆续推出能量饮料产品，未来行业竞争格局或发生改变，对公司发展产生负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com