

# 东鹏饮料（605499）能量潮起，鲲鹏展翅——中国功能饮料第一股

## 报告要点

**从深耕南粤到走向全国。**东鹏饮料是一家深圳老字号饮料生产企业，也是中国首批饮料企业，在 2003 年通过员工集资持股的方式完成了国企转民企的改制后，公司进入了发展的快车道，2009 年成功切入并聚焦能量饮料赛道，在东莞本埠市场取得成功后开始向全国化推进，截至 2021Q3，销售网络覆盖全国 179 万家终端门店，2020 年实现营收近 50 亿元，稳居中国能量饮料市场第二的地位。

**能量饮料：品类上**，不同于以果汁为代表的口感型软饮，能量饮料作为功能饮料的一种，兼具功能性和一定的成瘾性，因此在功能性得到消费者认可的前提下生命周期往往较长，且容易形成大单品。**空间上**，在软饮料整体增速放缓的大背景下，能量饮料异军突起，根据欧睿国际，2010-2020 年中国能量饮料年复合增速达 21.9%，位居所有软饮料赛道首位，2020 年零售规模为 448 亿元且预计至 2026 年达到 760 亿元。对标海外成熟市场，我们认为中国能量饮料市场空间依然广阔，未来五年有望翻倍。**竞争格局上**，向上看，能量饮料龙头红牛受制于商标纠纷，市占率从高点 80% 持续下降至 55% 附近，向下看，虽然追赶者乐虎，体制能量，战马等各具特色，但东鹏综合实力更佳，有望尽享行业扩容和市场份额提升的双重红利。

**差异化成效显著，全国化层层推进。****产品上**，公司匠心独具，避开与红牛的正面对决，率先推出 500ml 规格弥补了中国大容量能量饮料的空缺，具备先发优势，且与竞品相比具有极高的性价比，在 500ml 金瓶的带动下公司产品渗透率快速提升。**品牌端**，公司自 2016 年全面开启品牌年轻化战略，通过一系列符合年轻人心理的营销手段精准对话年轻群体，在年轻人中获得了极高的认同感，品牌认知度大幅提升。**渠道上**，经过 2018 年销售体系的调整，公司通过引进人才以及数字化的营销技术赋能，目前已初步理顺了全国化市场扩张的思路和机制，且在全国层面公司有近 75% 的网点有待开拓，潜力巨大。

**未雨绸缪提前扩建产能，盈利能力有望持续提升。**截至 2020 年，公司全产品线产能约 180 万吨/年，其中大单品 500ml 金瓶产能利用率接近 90%，逼近产能上限，随着 14 亿上市募集资金布局产能扩建，待全部达产后预计新增产能 110 万吨/年，为全国化夯实基础。

**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**公司作为能量饮料的龙头企业，一方面有望持续受益于能量饮料行业高景气所带来的红利，另一方面在红牛商标纠纷短期难以落地的大背景下，公司有望凭借高性价比的产品、创新的营销手段叠加渠道推力实现差异化突围，伴随全国化的稳步推进迎来最好的发展机遇，我们预计公司 2021-2023 年 eps 分别为 2.98 元、3.95 元和 4.99 元，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

**风险提示：** 1、红牛商标之争落地，中国红牛继续拥有商标使用权，导致市场竞争加剧 2、公司全国化拓展不及预期，终端动销放缓 3、人们生活习惯的改变导致能量饮料的消费场景，消费频次不及预期，行业增速放缓 4、原材料成本波动导致毛利率短期承压

食品饮料

评级： 买入 首次覆盖

日期： 2022.02.25

分析师 葛军

登记编码： S0950519050002

☎： 021-61097705

✉： gejun@w.kzq.com.cn

联系人 刘艺帆

☎： 18217026088

✉： liuyifan@w.kzq.com.cn

**公司基本数据** 2022/2/25

总股本（万股）	40,001.00
流通 A 股/B 股(万股)	40,001.00
资产负债率（%）	39.49
每股净资产（元）	10.10
市盈率（当前）	67.95
市净率（当前）	16.75

**公司表现** 2022/2/25


资料来源：Wind，聚源

相关研究

## 内容目录

一、深圳老字号企业，能量饮料后起之秀 .....	5
(一) 聚焦能量饮料，改制焕发活力 .....	5
(二) 股权份额集中，激励充分 .....	6
(三) 管理层经验丰富，引入外来人才助力公司发展 .....	7
(四) 业务概况：能量饮料为主，非能量饮料、矿泉水为辅 .....	8
二、能量饮料赛道优良，千亿空间可期 .....	9
(一) 探本源：能量饮料的本质 .....	9
(二) 看空间：软饮中的黄金赛道，千亿空间可期 .....	11
(三) 判格局：龙头松动，弯道超车机会涌现 .....	16
三、极致差异化塑造东鹏核心竞争优势 .....	20
(一) 产品高性价比下渗透率快速提升，高端多样化未来可期 .....	20
(二) 品牌定位清晰，营销手段多样化，年轻化 .....	22
(三) “一物一码”数字化赋能渠道，高渠道利润推力十足 .....	24
(四) 产能扩建在途中，全国化未来可期 .....	27
四、盈利预测和投资建议 .....	29
风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1：东鹏饮料主要里程碑 .....	6
图表 2：公司股权结构稳定 .....	6
图表 3：公司前后进行四次增资 .....	6
图表 4：东鹏高管团队经验丰富，年富力强 .....	7
图表 5：公司产品以能量饮料为主 .....	8
图表 6：公司近年来营收快速提升 .....	9
图表 7：能量饮料贡献主要业绩增量 .....	9
图表 8：功能饮料包括能量饮料，运动饮料，营养素饮料和其他类型饮料 .....	9
图表 9：能量饮料中含有的成分具有缓解疲劳，提神醒脑的功效 .....	9
图表 10：带有咖啡因，具备成瘾性的饮料生命周期往往较长 .....	10
图表 11：“口感”型饮料一般生命周期较短 .....	10
图表 12：具备成瘾性的软饮集中度较高 .....	10
图表 13：具备成瘾性，功能性的软饮更易打造大单品 .....	10
图表 14：中美日能量饮料对比 .....	11
图表 15：中国软饮增速持续放缓 .....	12
图表 16：中国软饮产量 2015 年见顶 .....	12
图表 17：能量饮料体量快速提升 .....	12
图表 18：能量饮料在软饮中增速最高 .....	12
图表 19：能量饮料增量主要由销量端贡献 .....	12
图表 20：能量饮料在软饮中占比逐步提升 .....	12
图表 21：红牛的宣传以极限运动为主 .....	13
图表 22：能量饮料消费场景逐步多元化 .....	13
图表 23：Monster 产品种类丰富 .....	13
图表 24：Monster 增量大部分靠新品贡献（单位：百万美元） .....	14
图表 25：日本能量饮料基于多元化功能推出新品 .....	14
图表 26：中国人均能量饮料消费较美日英仍有较大差距 .....	14

图表 27: 中国人均能量饮料饮用量较美日英仍有较大差距.....	14
图表 28: 体育产业近年来保持高增.....	14
图表 29: 运动健身获国家政策大力支持.....	14
图表 30: 外卖骑手, 快递员熬夜频繁.....	15
图表 31: 新蓝领月活跃用户迅速增加.....	15
图表 32: 互联网+的兴起催生出的大批新蓝领人群.....	15
图表 33: 中国人工作时间最长.....	15
图表 34: 当代年轻人加班严重.....	15
图表 35: 红牛份额自 2014 年起逐步下降.....	16
图表 36: 中国能量饮料市场格局集中.....	16
图表 37: 能量饮料价格带分层明显, 错位竞争.....	16
图表 38: 众多食品饮料企业龙头近年来纷纷入局能量饮料.....	16
图表 39: 新品通过在口感, 包装, 营养成分上创新.....	17
图表 40: 红牛商标纠纷至今仍未落下帷幕.....	18
图表 41: 目前在中国销售的三种红牛比较.....	18
图表 42: 京东中国红牛下架.....	19
图表 43: 线下多地多渠道开始逐渐下架中国红牛.....	19
图表 44: 东鹏主要竞品市占率逐步下降.....	20
图表 45: 中国能量饮料行业集中度仍有提升空间.....	20
图表 46: 公司在产品上追求差异化.....	21
图表 47: 500ml 金瓶自推出后迅速成为公司战略大单品.....	21
图表 48: 500ml 金瓶性价比突出.....	21
图表 49: 500ml 金瓶增长主要依靠销量端贡献.....	21
图表 50: 规模效应下 500ml 金瓶毛利率稳步提升.....	21
图表 51: 500ml 金瓶推出后产能利用率迅速提升.....	21
图表 52: 公司研发费用保持稳定.....	22
图表 53: 公司推出新品东鹏加气, 东鹏 0 糖, 摇摇拿铁, 她能.....	22
图表 54: 公司赞助年轻人热播综艺《天天向上》.....	22
图表 55: 公司与抖音联合发起共创大赛.....	22
图表 56: 公司的目标人群逐步扩散.....	23
图表 57: 公司的品牌力稳步提升.....	23
图表 58: 短视频, 直播等新媒体渠道对消费者的影响力日渐提升.....	23
图表 59: 公司广告投放渠道多样, 覆盖面广.....	23
图表 60: 精细化营销下公司销售费用率开始下降.....	23
图表 61: 公司饱和式营销覆盖场景众多.....	23
图表 62: 公司频繁开展体育, 娱乐营销活动.....	24
图表 63: 经销商数量快速提升.....	25
图表 64: 西南, 北方经销商占比稳步提升.....	25
图表 65: 公司渠道结构清晰.....	25
图表 66: 公司在强势地区齐头并进.....	26
图表 67: 公司在西南, 北方市场增速较高.....	26
图表 68: 渠道精耕利弊兼具.....	26
图表 69: 广东地区外地务工人员较多.....	26
图表 70: 东鹏特饮礼盒装.....	26
图表 71: “一物一码” 对公司销售各环节均产生帮助.....	27
图表 72: 消费者可以通过扫码直接领取红包.....	27
图表 73: 项目建成后将增加 110 万吨产能.....	27

图表 74: 生产基地扩建后将覆盖全国大部分地区 .....	28
图表 75: 公司产能利用率在行业中位居前列 .....	28
图表 76: 2019 年公司运输费用明显下降 .....	28
图表 77: 公司将募投资金用于一系列增强公司未来核心竞争力的领域 .....	28
图表 78: 公司分产品盈利预测 .....	30

## 一、深圳老字号企业，能量饮料后起之秀

### （一）聚焦能量饮料，改制焕发活力

东鹏饮料发迹于深圳，是中国能量饮料的代表品牌。东鹏饮料是一家深圳老字号饮料生产企业，也是中国首批饮料企业，成立于1987年，在2003年通过员工集资持股的方式完成了国企转民企的改制后，公司进入了发展的快车道，2009年公司匠心独具推出瓶装能量饮料，极具差异化的定位一举打破了以红牛为代表的罐装消费市场局限，自此，公司开始聚焦能量饮料赛道，在东莞本埠市场取得成功后开始向全国化推进，目前，公司设立了广东、广西、华中、华东等事业部，并形成广东、安徽、广西等辐射全国主要生产地区的生产基地，销售网络覆盖全国179万家终端门店，稳居能量饮料市场第二的地位，具体来看，公司发展主要分为如下四个阶段。

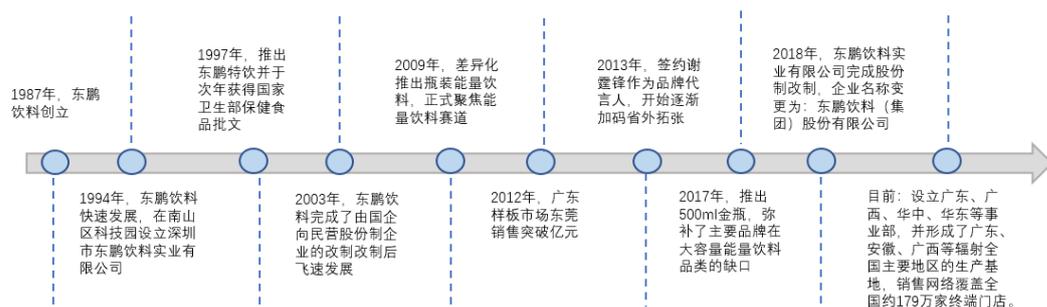
**1987-2003：能量饮料初现，企业经营陷入困境。**1987年，东鹏饮料创立于深圳，起初以生产利乐包豆奶、清凉系列饮料为主，随着1995年红牛进入中国打开了中国的能量饮料市场后，公司也顺势于1997年首次推出能量饮料东鹏特饮并于次年获得国家卫生部保健食品批文，然而彼时能量饮料并不是公司的主营产品，由于公司经营体制的僵化，到了21世纪初，公司曾一度因跟不上市场的步伐而处于破产边缘。

**2003-2009：改制释放活力，深耕东莞打造样板市场。**2003年，在“国退民进”的国企改革大背景下，公司创始人林木勤带领企业完成了私有化改革，通过员工集资持股的方式实现了“国有转民营”的蜕变，彼时公司的核心产品是利润微薄的菊花茶，稍有不慎便会陷入亏损，在林木勤的带领下，公司一方面将重心落在降本增效，打磨团队上并将东莞作为广东的样板城市进行深耕，另一方面林木勤也在留意消费者需求，寻求切入利润较高的新赛道。

**2009-2015：差异化定位，全国化扩张。**2009年公司正式聚焦能量饮料赛道，为了避免与红牛的正面竞争，公司在包装上采用了有别于红牛罐装的PET瓶装，且售价仅为3.5元/瓶，相较于红牛6元/瓶极具性价比，新产品一经推出就吸引了大量司机，蓝领工人等消费群体，2012年东鹏特饮在东莞的销量首次突破亿元，2013年起，公司签约谢霆锋作为东鹏特饮品牌代言人，开始逐渐加码省外拓张，差异化的包装，极高的性价比叠加品牌上的大力宣传使得公司进入快速发展期。

**2015至今：红牛陷入官司纠纷，公司借上市之机谋求新发展。**2015年华彬集团与泰国天丝就红牛在大陆的品牌运营权产生纠纷，华彬集团开始减少红牛市场端的投入，随着红牛的品牌力受损，其在华的市占率逐步下降，公司抓住机遇，一方面继续推出500ml大金瓶，加气，无糖等新品满足消费者多样化的需求，另一方面公司采用品牌年轻化战略，采用“年轻就要醒着拼”这一宣传标语定位年轻消费群体，并通过大手笔投放央视广告，赞助体育赛事，综艺节目等方式提升品牌认知度，2021年，公司成功在上交所上市，进入发展新阶段。

图表 1: 东鹏饮料主要里程碑

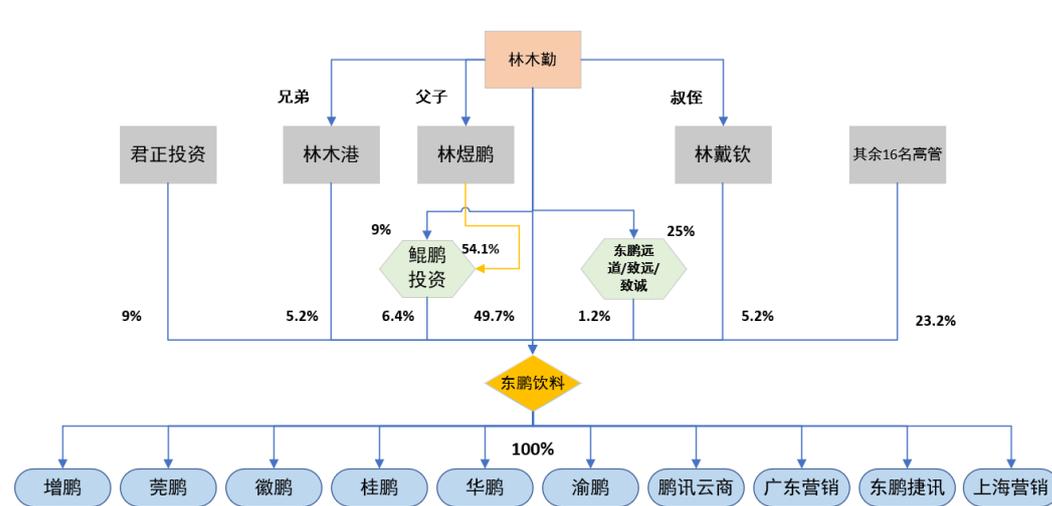


资料来源：东鹏饮料官网，五矿证券研究所

## (二) 股权份额集中，激励充分

**股权结构相对稳定，绑定经销商，员工，高管利益。**截至2021年Q3，公司创始人林木勤直接持有公司49.74%的股份，并通过东鹏远道，东鹏致远，东鹏致诚，鲲鹏投资间接持有0.88%的股份，共计持股占比达50.62%，为公司的实际控制人。另外，林木勤之子林煜鹏通过控制东鹏全资子公司鲲鹏投资而间接持股3.46%，股权结构相对集中且稳定。除此之外，2016年公司引入鲲鹏投资实现了经销商和部分公司高管持股，我们认为在公司发展前期通过让经销商持股，分享公司发展成果有助于提升公司自身的凝聚力和市场竞争能力，2019年在前三次增资的基础上推出股权激励，引入东鹏远道、东鹏致远和东鹏致诚三家员工持股平台，绑定多数公司中高层，核心骨干的利益，使得公司上下心往一处想，劲往一处使。

图表 2: 公司股权结构稳定



资料来源：公司招股说明书，五矿证券研究所

图表 3: 公司前后进行四次增资

事件	时间	增资背景及结果
		本次增资系
第一次增资	2013年6月6日	东鹏有限进入了快速发展期，为了扩大生产，拓展市场，东鹏有限原股东、管理人员对东鹏有限进行增资，增资价格为1元/元出资额

第二次增资	2013年7月18日	本次增资主要系东鹏有限进入了快速发展期，为了扩大生产，拓展市场，由全体股东同比例增资，增资价格为1元/元出资额
第三次增资	2017年4月28日	公司引入战投君正投资，君正投资在公司的战略规划、规范运作、业务拓展、人才引进等方面均提供了重要帮助和促进作用，本次增资主要系东鹏有限进入高速发展期，存在资金需求，增资价格为23.21元/元注册资本
第四次增资	2019年4月28日	本次增资系公司发展形势良好，为建立员工、股东与公司共同发展的长效机制，通过员工持股的方式实施股权激励。其中，公司高管刘丽华、卢义富、蒋薇薇通过直接持股方式参与股权激励，其他公司中高层以上技术骨干、经营骨干通过东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚参与股权激励。另外，君正投资本次也对公司进行了增资

资料来源：公司招股说明书，五矿证券研究所

### (三) 管理层经验丰富，引入外来人才助力公司发展

**管理层出身一线，诉求强烈。**公司董事长林木勤商业经验丰富，在奥林天然饮料工作期间，林木勤从基层生产线的领导班干起，做过销售，搞过生产，研究过技术，十年间形成了对软饮行业的深刻认知，在1997年接手濒临倒闭的东鹏后，林总凭借过人的商业天赋，独到的眼光带领团队经过二十余年的发展，化腐朽为神奇，将东鹏做成了如今年入50亿的饮料巨头。另外，公司其余高管也均在软饮行业中深耕多年，具备扎实的实践经验，且自2003年公司改制以来核心团队人员未发生变化，我们认为稳定且具备敏锐洞察眼光的高管团队是经验战略落地的必要条件，有利于公司长期发展，除此之外，为了实现全国化的顺利扩张，公司先后挖来了曾在加多宝负责市场推广的两位大将卢义富，吴兴海负责公司的销售，又挖来了在广告传媒领域具备丰富经验的蒋薇薇负责公司的品宣，我们认为在股权激励的作用下，新鲜血液的注入极大增强了公司的战斗力，凝聚力。

图表4：东鹏高管团队经验丰富，年富力强

公司领导	年龄	职务	主要履历
林木勤	57	董事长，总裁	1988-1997年历任奥林天然饮料有限公司部门经理，1997-2003年任东鹏实业副总经理，2003-2019年任东鹏饮料及其前身董事长、总经理，2019年4月至今任东鹏饮料董事长，总裁
林木港	51	董事，执行总裁	2001-2019年历任东鹏饮料及其前身经理，副总裁，营销计划中心总经理并任董事，2019年至今任东鹏饮料董事，执行总裁
刘美丽	51	董事，副总裁	1991-2000年历任太原化学工业集团公司有机化工厂工程师、工艺员，2000-2003年就职于东鹏实业，2003-2019年历任东鹏饮料及其前身董事并任综合办主任，副总经理，2019年至今任东鹏饮料董事，副总裁
刘丽华	48	副总裁、董事会秘书	历任齐鲁石化公司助理工程师，中铁信托有限公司高级研发经理，2018-2019年任东鹏饮料财务管理中心负责人，现任东鹏饮料副总裁、董事会秘书
卢义富	49	副总裁	历任湖南化学试剂总长副科长，长沙吉人乳业食品有限公司销售部经理，加多宝有限公司分公司总经理，香飘飘食品股份有限公司营销中心总经理，现任东鹏饮料副总裁
蒋薇薇	41	副总裁	历任金鹏传媒科技股份有限公司创意文案职员，广东平成广告有限公司创意文案职员，盛世长城国际广告有限公司文案指导，平成竞介广告有限公司总经理，昌荣传媒股份有限公司广州公司副总经理，2017-2019年历任东鹏饮料及其前身品牌中心负责人，现任东鹏饮料副总裁

资料来源：公司招股说明书，五矿证券研究所

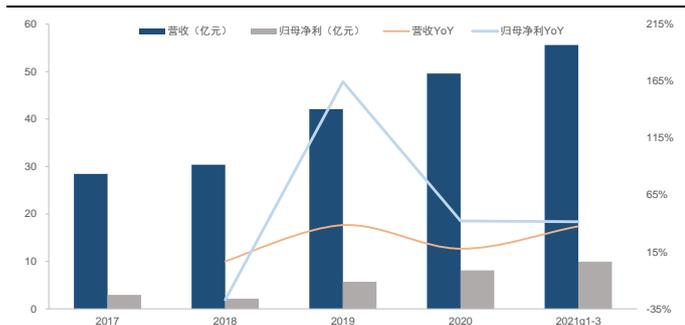
#### (四) 业务概况：能量饮料为主，非能量饮料、矿泉水为辅

公司业务扎根能量饮料，辅以非能量饮料和矿泉水。公司旗下产品涵盖能量饮料，非能量饮料以及瓶装水三大类型，其中，能量饮料东鹏特饮是公司的主导产品，占了近95%左右的份额，按照包装，规格的不同具体可分为金瓶特饮（250ml、500ml）、金罐特饮（250ml）和金砖特饮（250ml）。500ml金瓶特饮为公司的战略大单品，贡献了60%以上的份额，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，乳味饮料酸酸甜甜以及2021年10月刚上市的即饮咖啡摇摇拿铁。总体上看，公司聚焦能量饮料赛道，在深耕传统能量饮料的基础上亦通过口味的换新以及功能的多元化推出新品寻求新的增量。

图表 5：公司产品以能量饮料为主

系列	名称	产品	规格
能量饮料	金瓶特饮		250ml; 500ml
	金罐特饮		250ml
	金砖特饮		250ml
	东鹏加汽		355ml
	东鹏0糖		335ml
	她能		300ml（葡萄油柑，茉莉油柑，草莓油柑）
	由柑柠檬茶		250ml 利乐装、380ml 瓶装、310ml 罐装，500ml 大瓶装
非能量饮料	陈皮特饮		250ml 纸盒装，310ml 罐装，400ml 瓶装
	摇摇拿铁		330ml 迷你装，500ml 畅饮装
	冬瓜汁饮料		250ml
	菊花茶植物饮料		250ml
	清凉茶		250ml
	乳味饮料		250ml
	天然水	东鹏水	

资料来源：公司官网，五矿证券研究所整理

**图表 6：公司近年来营收快速提升**


资料来源：公司招股说明书，五矿证券研究所

**图表 7：能量饮料贡献主要业绩增量**


资料来源：公司招股说明书，五矿证券研究所

## 二、能量饮料赛道优良，千亿空间可期

### (一) 探本源：能量饮料的本质

**能量饮料一般具有缓解疲劳，提神醒脑的功效。**根据国标《饮料通则》，能量饮料是功能饮料的一种，指的是含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，能为机体补充能量，或加速能量释放和吸收的产品。从原料上看，中国的能量饮料一般含有牛磺酸，咖啡因，赖氨酸，烟酰胺，B 族维生素等物质满足人们缓解疲劳，补充体力，提高注意力等诉求。消费人群一般包括快递员，外卖员，司机以及经常熬夜的学生，蓝领白领，主要的代表品牌为红牛，东鹏，乐虎，体质能量。

**图表 8：功能饮料包括能量饮料，运动饮料，营养素饮料和其他类型饮料**

分类	定义	成分	代表产品
能量饮料	含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，为机体补充能量，或加速能量释放和吸收	牛磺酸，咖啡因，赖氨酸，烟酰胺，B 族维生素	红牛，东鹏特饮，乐虎，体质能量
运动饮料	营养素的成分和含量能适应运动员或参加体育锻炼人群的运动生理特点、特殊营养需要的软饮料	电解质，维生素，氨基酸	宝矿力水特，佳得乐，
营养素饮料	指在饮料中加入人体日常所需要的一些维生素及矿物质，具有和保健品类似的功效，大多以抗疲劳、提精神为主	硒、锗、铬等微量元素	脉动
其他类型功能性饮料	满足除上述功能外的其他功能的饮料	膳食纤维，低聚糖，活性益生菌等	大豆膳食纤维饮料、魔芋可食性膳食纤维饮料等

资料来源：国际饮料行业协会，五矿证券研究所

**图表 9：能量饮料中含有的成分具有缓解疲劳，提神醒脑的功效**

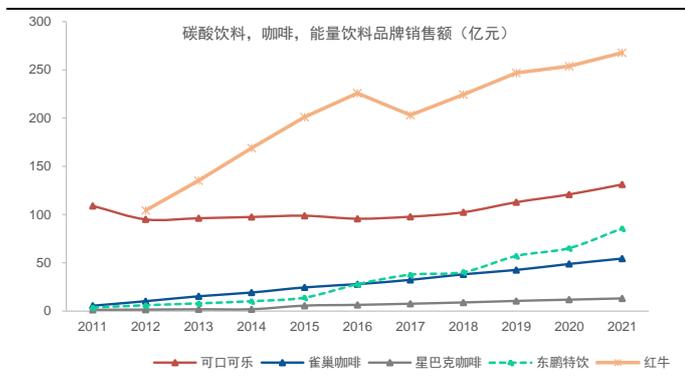
成分	机理&功效
牛磺酸	可与胰岛素受体结合，增强胰岛素的作用，促进细胞摄取和利用葡萄糖，产生能量；保护心肌维持心脏功能，使血液循环正常，从而消除疲劳生成物
咖啡因	抑制大脑中的腺苷受体，加速多巴胺能和胆碱能神经传递，进而提升大脑灵敏度、提高神经兴奋性
赖氨酸	参与体蛋白合成，当体内缺乏碳水化合物时，可被分解为葡萄糖或酮体来提供能量；帮助其他营养物质被人体充分吸收和利用
B6	参与多种代谢途径，与抗疲劳相关功能包括加速肝糖原分解成葡萄糖，促进辅酶 A 的合成

B12	功能广泛，参与代谢途径极多。与抗焦虑，集中注意力和记忆力，增强平衡感
肌醇	结构与葡萄糖相似，以磷脂形式存在于动物体内。参与多种信号通路传导和能量代谢途径
烟酰胺	辅酶 I 和辅酶 II 参与氧化呼吸链中氢的传递，能够促进生物氧化过程，抗氧化应激反应，改善能量代谢

资料来源：知网，五矿证券研究所

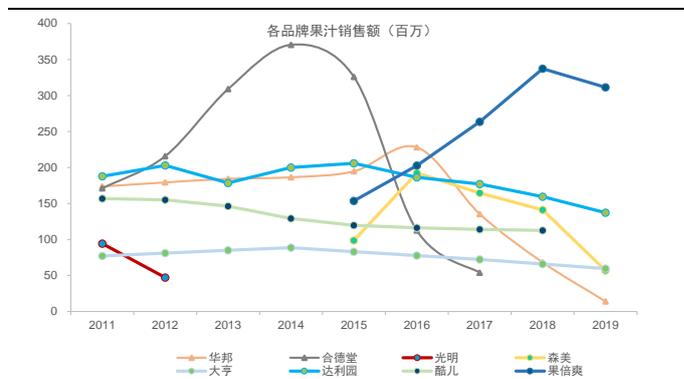
**能量饮料的功能性和轻成瘾性使其集中度较高，生命周期较长。**基于以上对能量饮料的梳理，我们认为不同于以果汁为代表的口感型软饮，消费者在选购能量饮料时最看重的是其“功能性”即能否迅速缓解疲劳，提神醒脑，其次才是口感，价格，包装等次要因素，因此，在功能性得到认可的前提下，消费者对能量饮料的复购粘性往往较高，另一方面，由于能量饮料含有咖啡因，因此其与可口可乐，咖啡等饮品一样具备一定的成瘾性，在功效过后消费者为了维持相同的状态，往往会增加消费频次和消费量，因此对于商家来说，能量饮料的生命周期较长，易打造大单品，根据欧睿数据，2020年可口可乐，红牛在中国的体量分别达到了400亿元和200亿元，而反观众多果汁品牌，由于消费者的口味难以把握且变化莫测，对于同一单品往往忠诚度较低，因此超过5亿的单品寥寥无几，且生命周期也较为短暂。

图表 10：带有咖啡因，具备成瘾性的饮料生命周期往往较长



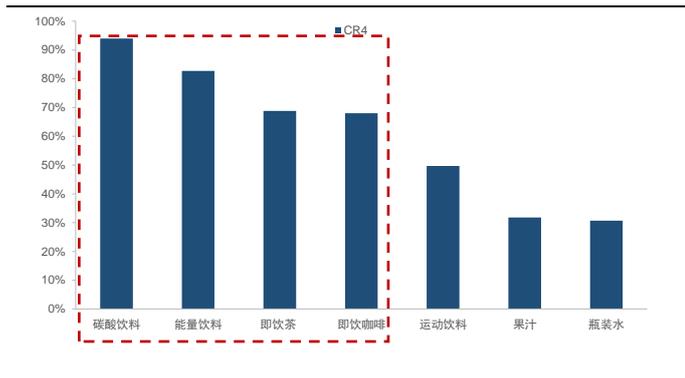
资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所（零售口径）

图表 11：“口感”型饮料一般生命周期较短



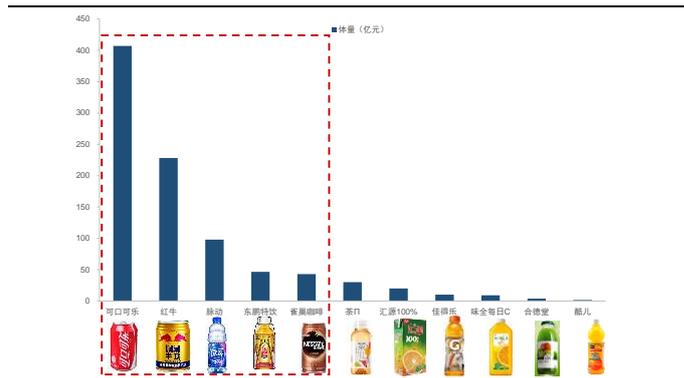
资料来源：Euromonitor，尼尔森，五矿证券研究所（零售口径）

图表 12：具备成瘾性的软饮集中度较高



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 13：具备成瘾性，功能性的软饮更易打造大单品



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所（基于各单品的历史最高零售额）

**能量饮料核心成分相似，蓝帽子认证助推营销。**我们对目前中，美，日三国能量饮料产品做了梳理，就中国主流能量饮料而言，成分较为相似，其中除了奥地利红牛和日本的力保健外，其余产品牛磺酸含量均在40mg-60mg/100ml之间，咖啡因除了中沃体质能量含量较低(2mg/100ml)，其余产品均保持在10mg-30mg/100ml，含糖量普遍在10g-15g/100ml，含糖量和牛磺酸的差异造就了各自产品口感的细微差别，但总体上各产品在口感上同质化程度较高，另一方面，各产品的差异亦来源于其是否取得了保健品批文即“蓝帽子”标志，根据中国法律规定，只有具备“蓝帽子”标志的产品才能在宣传中突出相应的功能性，对应能量饮料即抗疲劳，提神醒脑的功效，而在中国申请保健品往往审批过程复杂且耗时较长，一个

保健食品从上报到最后完成审批大约需要两年的时间，而饮料作为快消费品更新迭代快，因此绝大多数功能饮料并未申报保健品，目前中国的能量饮料产品获得保健品批文的仅有力保健，奥地利红牛，红牛维生素功能饮料，东鹏，乐虎，战马，因此上述产品在品牌宣传时能更加突出其功效，在消费者心目中打下更明晰的定位。与美国和日本主流能量饮料相比，我们发现中美日能量饮料含糖量差异不大，而咖啡因和牛磺酸含量美日要远高于中国，其中咖啡因平均含量美国和日本为中国的2-3倍，牛磺酸含量美国为中国的8倍，而日本由于能量饮料偏药性，牛磺酸含量甚至高达中国的20倍，因此美国和日本能量饮料功能性更强，提神抗疲劳效果更佳，另外，在其他成分上美日能量饮料与中国亦有不同，如美国的AMP添加了人参根提取物，日本Tough Man添加了蜂王浆提取物，维生素b1,b2，导致口感与中国能量饮料略有差别。

图表 14：中美日能量饮料对比

国家	产品	含糖量(g/100ml)	咖啡因 (mg/100ml)	牛磺酸 (mg/100ml)	其他成分	蓝帽认证
中国	力保健	15.2	19	1020	肌醇，烟酰胺，维生素 b1,b2,b6	有
	卡拉宝	14.1	12	57.2	肌醇，赖氨酸，维生素 b6, b12	无
	红牛维生素风味饮料	12.7	23	56	肌醇、维生素 b6,12、赖氨酸，烟酰胺	无
	中沃体质能量	12.6	2	51.5	烟酸，维生素 b6, 12, 赖氨酸	无
	红牛维生素功能饮料	12.1	19	48.4	肌醇，赖氨酸，烟酸，维生素 b6, b12	有
	东鹏特饮	11.9	20	50	肌醇，赖氨酸，烟酸，维生素 b6, b12	有
	乐虎	11.5	13	42	肌醇，赖氨酸，烟酸，维生素 b6, b12	有
	战马	10.9	15	48.6	肌醇，赖氨酸，烟酸，维生素 b6	有
	奥地利红牛	10.2	19	394	肌醇，烟酰胺，泛酸，维生素 b6	有
	国产魔爪	5.8	28	54.2	维生素 b6, b12, 烟酰胺, L-肉碱	无
美国	Monster	10.8	33.8	80	人参根提取物, L-肉碱, 肌醇	-
	Bang Energy	0	63	400	辅酶 Q10、BCAA、专利超级肌酸等	-
	Roskstar	0	32	400	维生素 b2,b3,b5,b6,b12	-
	NOS	10.8	42.3	-	维生素 b6, b12,肌醇	-
	AMP	12.1	30.1	3	人参根提取物, 维生素 b3	-
日本	奥乐蜜 C	16.3	15	-	维生素 c, b2,b3,b6,蜂蜜	-
	S-CUP E	-	50	500	维生素 b1,b2,b6,E, 肌醇	-
	TIOVITA GOLD	-	100	4000	蜂王浆提取物, 维生素 b1,b2,b6, 烟酰胺, 淫羊藿 (日本传统中药)	-
	2000	-	50	1000	维生素 b1,b2,b6, 烟酰胺, L-天冬氨酸	-

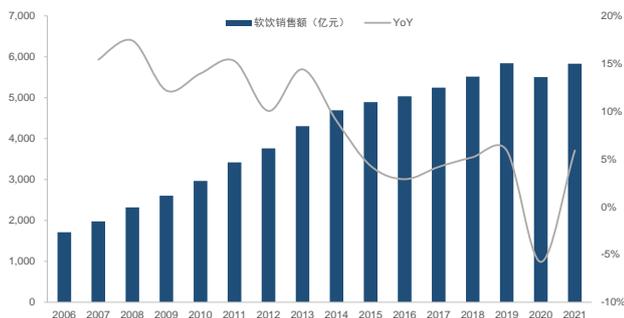
资料来源：各产品配料表，五矿证券研究所

## （二）看空间：软饮中的黄金赛道，千亿空间可期

**能量饮料价减量增，渗透率不断提升，是软饮中的黄金赛道。**中国软饮料行业经历了从2001-2010十年高速发展后，目前已经成为全球最大的软饮料市场之一，但根据欧睿数据，自2014年起中国软饮料行业增速明显放缓，且软饮产量自2015年起开始见顶，表明随着市场规模的不断扩大，市场逐步趋于饱和。目前软饮行业已进入到温和增长期，近十年的复合增速保持在5%左右，从软饮行业的细分赛道来看，能量饮料近十年异军突起，2020年中国能量饮料市场零售规模达448亿元，2010-2020年复合增速达20.9%，位居所有软饮料赛道首位，量价拆分来看，受益于消费升级以及能量饮料消费场景的多元化，能量饮料销量从2010年的29.8万吨大幅提升至220.8万吨，年复合增速达22.2%，价格由22.6万元/吨降至20.3万元/吨，降幅为11.3%，主要由于近年来以东鹏，乐虎为代表的品牌纷纷推出高性价比的能量饮料产品与行业龙头红牛形成错位竞争，我们认为未来短期内随着东鹏，乐虎等二三线品

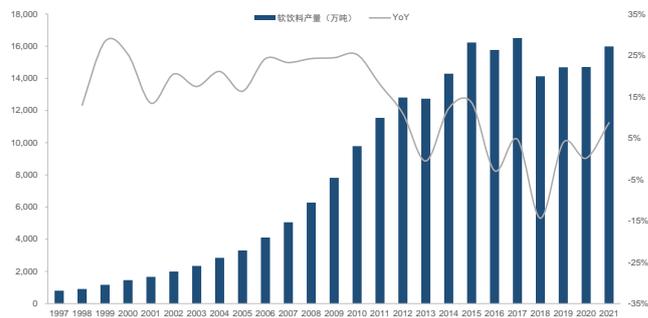
牌持续以高性价比的打法抢占市场份额，能量饮料仍以量增为主，中长期来看，由于中国  
人均能量饮料消费与美日仍有较大差距，伴随着持续的消费升级以及一系列差异化，高端化  
产品的推出，我们认为能量饮料价格后期具备上行空间。

图表 15: 中国软饮增速持续放缓



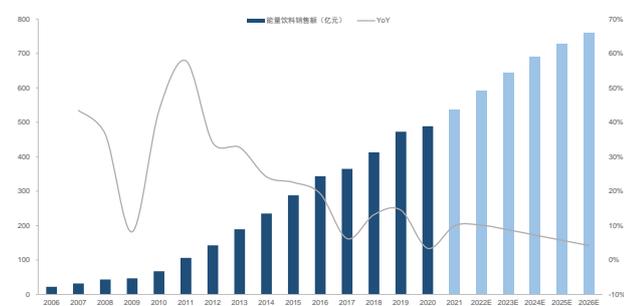
资料来源: Euromonitor, 五矿证券研究所

图表 16: 中国软饮产量 2015 年见顶



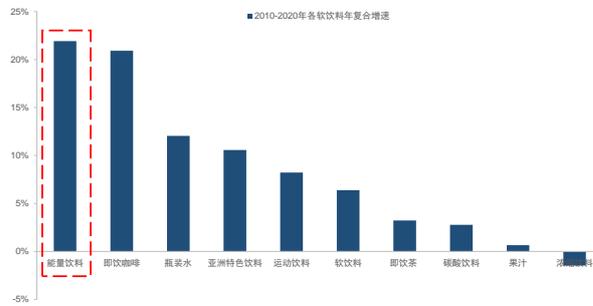
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 17: 能量饮料体量快速提升



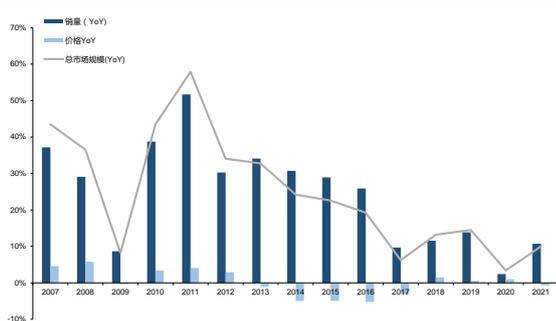
资料来源: Euromonitor, 五矿证券研究所

图表 18: 能量饮料在软饮中增速最高



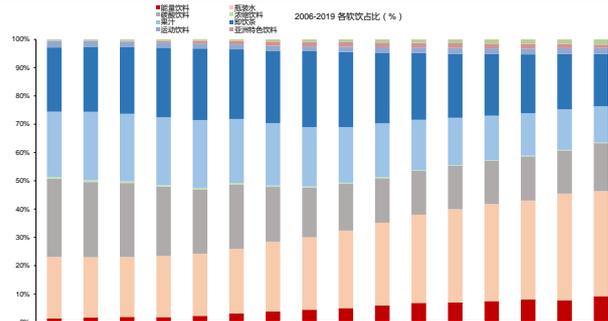
资料来源: Euromonitor, 五矿证券研究所

图表 19: 能量饮料增量主要由销量端贡献



资料来源: Euromonitor, 五矿证券研究所

图表 20: 能量饮料在软饮中占比逐步提升



资料来源: Euromonitor, 五矿证券研究所

根据欧睿数据预测，2026 年中国能量饮料体量将达到 760.3 亿元，2021-2025 年复合增速  
达 7.2%，我们认为未来能量饮料市场前景依然广阔，若对标与中国饮食习惯较为相似的日  
本，中长期甚至有翻倍的空间，下面我们从供给，需求两侧进行分析。

**供给侧看，商家的不断营销和培育将构建更多能量饮料的消费场景。**产品营销的核心在于消  
费场景的构建，通过对极限运动领域各运动场景的深耕，红牛在奥地利消费者心中成功塑造  
了激动人心和前卫的形象，基于在奥地利的成功营销，红牛进入中国后宣传仍以运动场景尤  
其是极限运动为主，而随着近年来以东鹏为代表的其他能量饮料入局，商家通过植入广告，

活动赞助等一系列营销宣传手段将能量饮料的消费场景逐步拓展至加班，驾驶，聚会甚至电竞，音乐节等其他更加贴近生活的领域，我们认为未来随着细分消费场景的不断挖掘，在商家的引导下将创造出更多消费空间。

图表 21：红牛的宣传以极限运动为主



图表 22：能量饮料消费场景逐步多元化



资料来源：中国红牛官网，五矿证券研究所

资料来源：东鹏特饮，外星人官网，五矿证券研究所

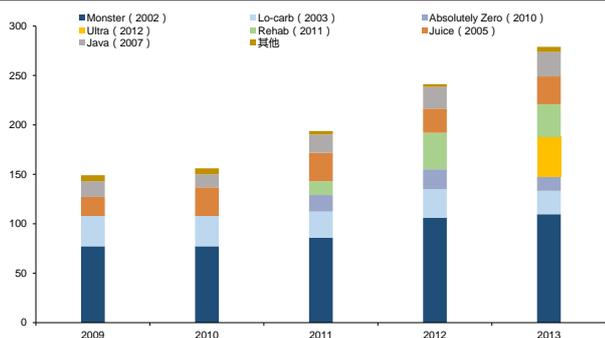
对标日本，美国，当前中国能量饮料种类较为单一，未来有望通过在成分，风味，功能等方面推出新品创造更多消费空间。与美国，日本能量饮料市场相比，目前中国的能量饮料无论在口感，功能上都较为单一，消费者可选择范围较小，以美国的 Monster 为例，自 2002 年推出经典系列 Monster Energy 后每年公司会推出 1-4 款新品，至今 Monster 旗下的能量饮料系列共有 8 种，每个系列又通过推出在口感上具有细微差别的产品进行裂变，目前产品数量高达 55 种。经过梳理，我们发现 Monster 推新的手法主要分为减法和加法两种，减法即通过降低糖，卡路里，咖啡因等物质的含量推出更健康的饮品，加法则是通过与咖啡、茶，果汁等其他软饮结合或在其中直接添加营养成分如蛋白质，电解质，植物草药而获得新的口感和功效，我们认为产品的快速迭代是 Monster 营收保持快速增长的重要原因。从 2009 年起，为了应对美国能量饮料行业整体增速的放缓，Monster 加快了产品推新的速度，根据尼尔森数据，2009-2013 年推出的新品 (Ultra, Rehab, Absolutely Zero) 贡献了近 30% 的增量。而对于日本能量饮料市场，由于其诞生于二战后的初期，初衷是为了给战后经济复苏的劳动大众补充能量，缓解疲劳，因此日本的能量饮料“保健药品”属性始终较强，企业在推出新品时则善于从功能的多样性入手，除了传统的牛磺酸，咖啡因外，很多产品会通过添加如中药，蜂王浆，生姜萃取物等成分满足不同体质，不同症状人群的需求。基于以上与美国，日本能量饮料市场的对比，我们认为中国能量饮料市场在产品推陈出新上仍有较大空间，且从数据上看，不考虑价格，中国人均能量饮料饮用量仅为 1.6 升，较日本的 3.5 升有近一倍的空间，较美国的 8.8 升有近四倍的空间。

图表 23：Monster 产品种类丰富

系列	口味数量	简介
Monster Energy	9	最经典的怪兽饮料系列，包括原味，不含气，零糖，反建制等产品
Ultra	11	0 糖 0 卡，含气
Java	10	Monster+优质咖啡，奶油
Juice	5	Monster+果汁
Hydro	9	Monster+电解质，补水
Rehab	5	Monster+植物草药，电解质
Dragon Tea	4	融入了中国龙元素，Monster+茶
Muscle	2	定位健身人群，加入蛋白质有助于剧烈运动后的肌肉恢复

资料来源：Monster 官网，五矿证券研究所

图表 24: Monster 增量大部分靠新品贡献 (单位: 百万美元)



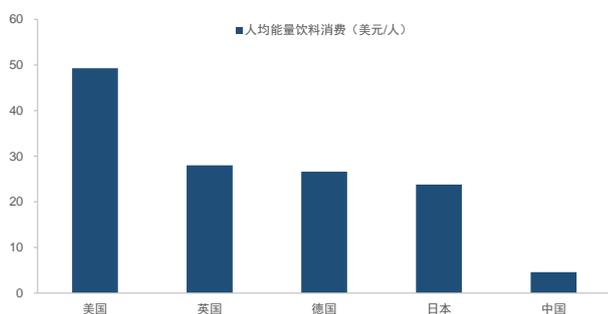
资料来源: AC 尼尔森, 五矿证券研究所

图表 25: 日本能量饮料基于多元化功能推出新品



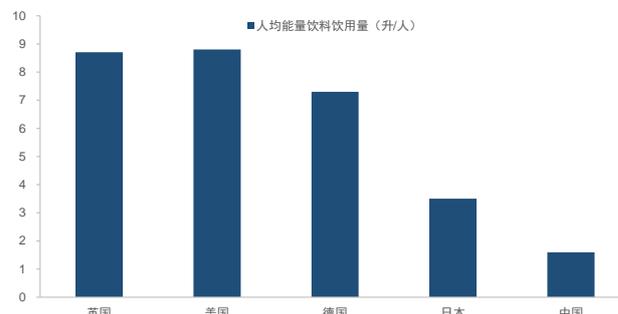
资料来源: 各产品官网, 五矿证券研究所

图表 26: 中国人均能量饮料消费较美日英仍有较大差距



资料来源: Euromonitor, 五矿证券研究所

图表 27: 中国人均能量饮料饮用量较美日英仍有较大差距

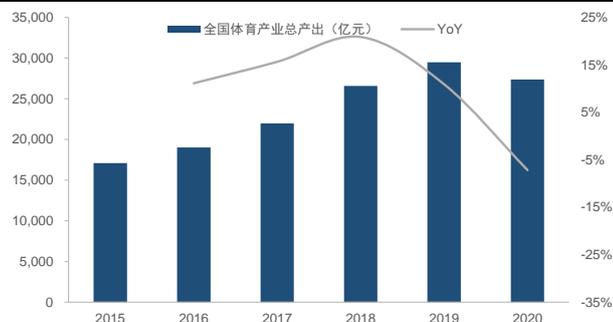


资料来源: Euromonitor, 五矿证券研究所

需求端看, 我们认为健身运动人群, “新蓝领” 的日益增多以及人们生活节奏的加快使得中国能量饮料未来需求端依旧旺盛。

- 人们健康意识加强, 健身运动人群日益增多。近年来, 伴随着消费升级, 人们的健康意识逐渐觉醒, 运动健身人数快速增加, 根据国家体育总局数据, 中国经常参加体育锻炼的人数由 2015 年的 3.6 亿人增至 2020 年的 4.35 亿人, 且预计至 2025 年达到 5 亿人, 政府层面, 体育健身被列入国民幸福产业, 全民运动健身成为顶层国家战略。另一方面, 随着通讯, 网络技术的发展, 大量运动健身 APP 的涌现亦帮助了人们利用碎片化时间健身, 我们认为, 庞大的运动健身人群作为能量饮料的潜在客户将助推能量饮料市场渗透率逐渐提升。

图表 28: 体育产业近年来保持高增



资料来源: 国家统计局, 五矿证券研究所

图表 29: 运动健身获国家政策大力支持

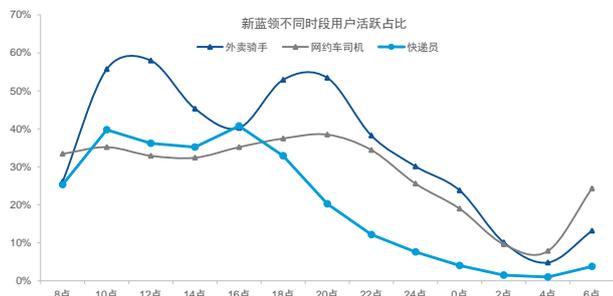


资料来源: 国家体育总局, 国家统计局, 五矿证券研究所

- 伴随着互联网+的兴起, 催生出一系列“新蓝领”人群, 休息时间短, 强度大, 拓宽了能量饮料的受众群体。随着电商经济的迅速发展, 以网约车司机, 外卖骑手, 快递员为

代表的“新蓝领”劳动人群与日俱增，根据 QuestMobile 数据，新蓝领月活跃用户由 2016 年的 1548 万人增至 2020 年的 3379 万人，年复合增速高达 21.5%，我们认为“新蓝领”相较于传统体力劳动者由于工作时间不固定，且休息时间短，工作待命时间长，因此需要及时缓解疲劳，补充能量，是能量饮料重要的消费群体，未来随着“新蓝领”逐步下沉至三线及以下城市，对能量饮料的需求会日益增加。

图表 30：外卖骑手，快递员熬夜频繁



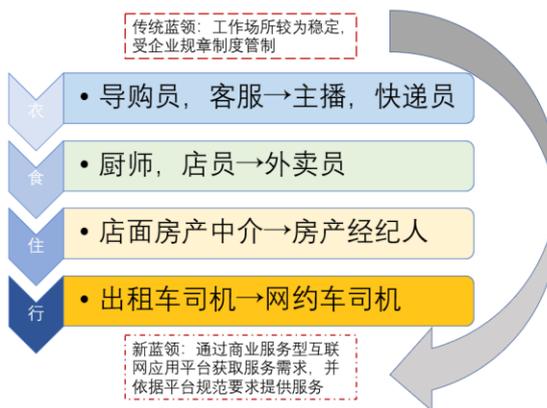
资料来源：QuestMobile, 五矿证券研究所

图表 31：新蓝领月活跃用户迅速增加



资料来源：QuestMobile, 五矿证券研究所

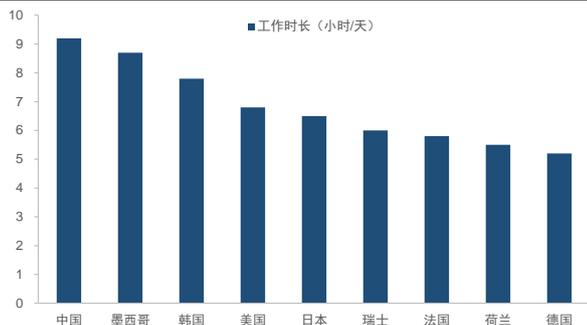
图表 32：互联网+的兴起催生出的大批新蓝领人群



资料来源：QuestMobile 五矿证券研究所整理

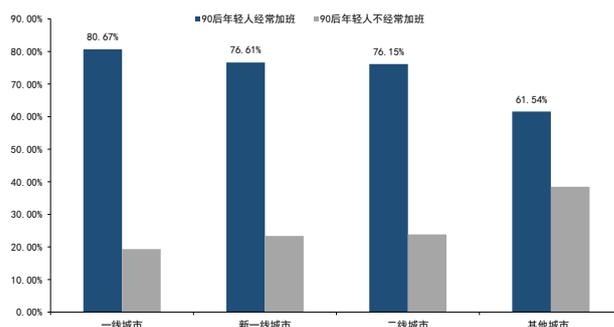
现代人生活节奏的加快，加班熬夜成为日常。随着中国经济的高速发展，科技进步便捷我们生活的同时亦加快了当代人的工作和生活节奏，OECD 的数据表明中国是世界上工作时长最多的国家，另外，根据猎聘《当代年轻职场人现状洞察报告》，90 后年轻人加班已逐渐趋于常态，我们认为随着社会竞争的日益激烈，人们会逐渐向更快的生活节奏过渡，对缓解疲劳，保持专注度的能量饮料需求也会有增无己。

图表 33：中国人工作时长最长



资料来源：勾股大数据, OECD, 国家统计局, 五矿证券研究所

图表 34：当代年轻人加班严重

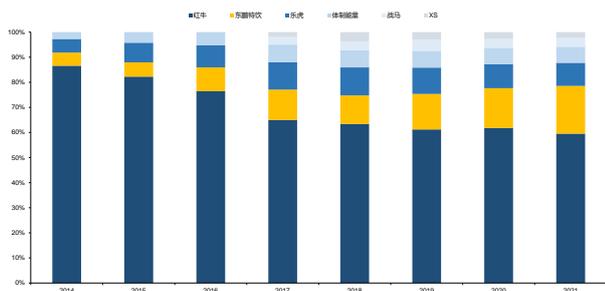


资料来源：猎聘《当代年轻职场人现状洞察报告》，五矿证券研究所

### (三) 判格局：龙头松动，弯道超车机会涌现

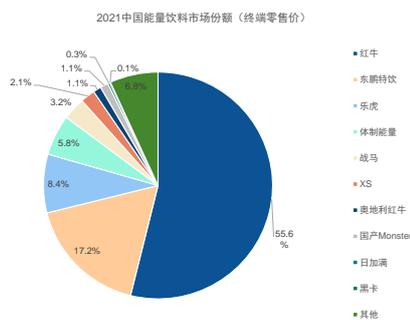
从体量上看，中国能量饮料市场竞争格局一超多强。根据欧睿数据，2020年中国能量饮料市占率超过1%的共有6家企业，其中红牛以254亿的体量遥遥领先，其余5家企业分别是东鹏（65亿），乐虎（39亿），体质能量（27亿），战马（14亿）和XS（11亿），价格带上目前亦有了明显的分层。总体上看，一方面行业集中度较高，CR2和CR4分别为68.5%和82.6%，另一方面，由于红牛自2016年陷入商标纠纷，以东鹏为代表的二三线品牌抓住时机全方位发力抢占市场份额，内忧外患下红牛的市场份额逐步下降。

图表 35：红牛份额自 2014 年起逐步下降



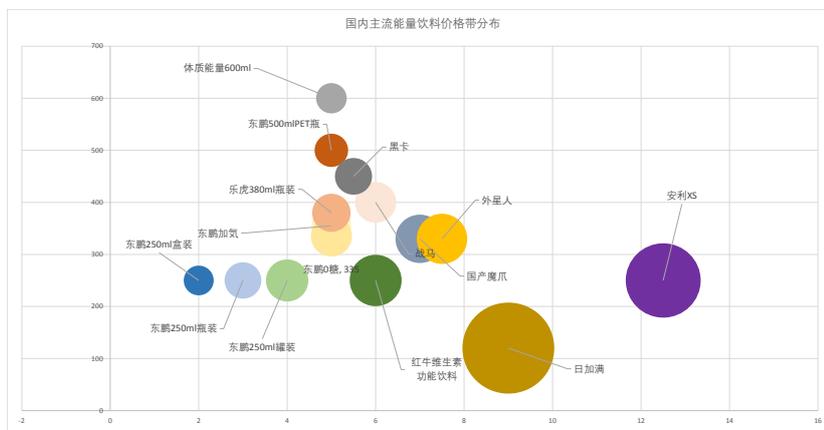
资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 36：中国能量饮料市场格局集中



资料来源：Euromonitor，五矿证券研究所

图表 37：能量饮料价格带分层明显，错位竞争



资料来源：饮料招商网，5号网（气泡大小代表了100ml价格，即气泡越大，单位毫升价格越高），五矿证券研究所整理

除了主流能量饮料公司，众多食品饮料龙头也纷纷入局能量饮料市场。受益于能量饮料行业的高景气，除了市面上主流的能量饮料产品，我们注意到近年来许多食品饮料龙头公司如统一，伊利，娃哈哈，中粮等通过在口感，包装，营养成分上创新主动切入能量饮料赛道，不同于红牛、东鹏等聚焦并深耕能量饮料的企业，我们认为食品饮料巨头布局能量饮料一方面是为了扩充其自身品类的多样性，另一方面如若推广顺利，公司亦可适当加大资源投放使其成为新的业绩增量，从结果上看，我们认为多方入局能量饮料为能量饮料行业注入了新鲜血液，通过各自的大力宣传进行消费者教育，做大了蛋糕的同时促进了能量饮料行业的良性竞争。

图表 38：众多食品饮料企业龙头近年来纷纷入局能量饮料

公司	产品	推出时间	零售价（元）	容量（ml）	特点
娃哈哈	启力	2012年3月	6	250	与传统能量饮料相比添加了左旋肉碱，D-氨基葡萄糖盐酸盐，引入了减肥的概念
中粮集团	嗨棒	2016年10月	6.9	250	瓜拉纳提取天然咖啡因，更健康

统一	够燃	2017年5月	6	300	哑铃造型独特，突出植物元素（南非线叶金雀花，绿咖啡，人参），更健康；无牛磺酸，人工色素，防腐剂
伊利	焕醒源	2018年4月	6	350	添加了清凉因子，提升产品的瞬凉口感
汤臣倍健	F6	2018年7月	12	60	浓缩能量饮料，炫彩铝罐包装，阿拉比卡绿咖啡豆，原生萃取，不添加牛磺酸、色素、防腐剂、人工甜味剂
盼盼食品	豹发力	2019年3月	8	250	创新性融入药食同源的植物能量枸杞子和枳椇子，0脂肪、0防腐剂、0甜味剂，瓜拉纳提取天然咖啡因，更健康
昆仑好客	好客之力	2020年1月	5	310	天然咖啡因成分（瓜拉纳，绿茶粉），纯定位司机，仅在加油站销售
统一	焕神	2020年9月	5	460	0糖，0脂肪

资料来源：Foodaily 每日食品，五矿证券研究所

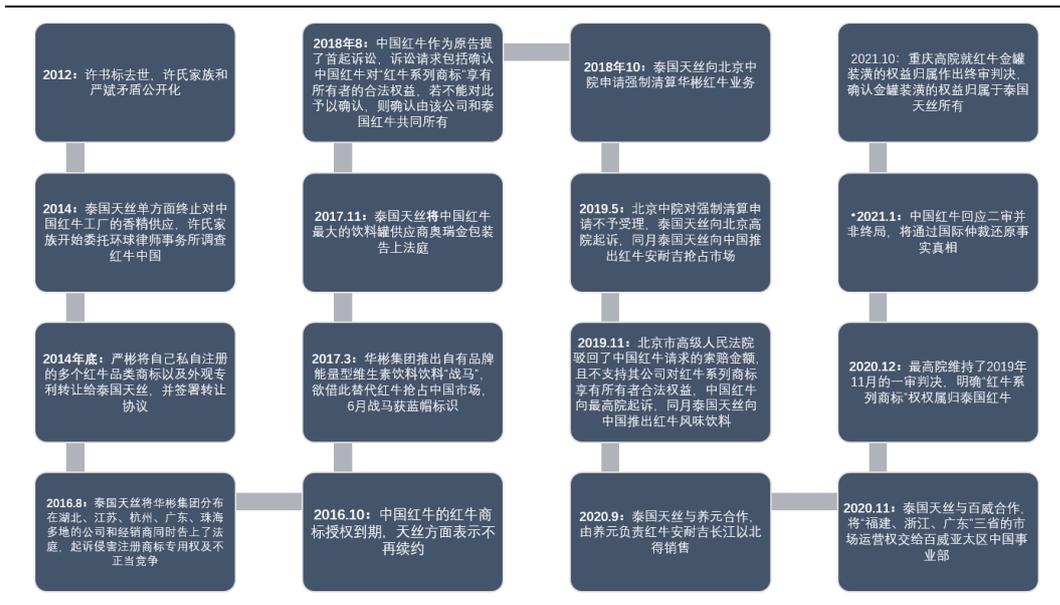
图表 39：新品通过在口感，包装，营养成分上创新



资料来源：京东，五矿证券研究所整理

向上看，红牛陷入商标混战，中国红牛品牌力严重受损。1966年，泰国正值第五届亚运会，需要大规模整修，为了帮助高强度工作的工人快速恢复体力投入工作，泰籍华人许书标让自己的药厂研发出了一款帮助恢复体力的保健品，红牛自此诞生，且迅速在泰国获得成功，成为泰国市占率第一的软饮。为了扩大版图，打开中国市场，许书标与当时知名的中泰贸易商人严斌合作，在1995年成立了合资公司，并许诺只是“名义持股”，不参与日常经营管理且不承担损失，只通过收取香料费用和销售提成获得收益，另外，中国红牛与泰国天丝签署的《协议书》和《合资合同》表明中国红牛依法享有五十年内在中国市场独家生产和销售红牛饮料的权利，并拥有中国红牛商标的所有权，在严斌的不懈努力下，中国红牛于2003年销售额首次突破10亿，并在之后的每一年保持高速增长，最高时中国红牛占据了80%以上的能量饮料市场，然而在2012年许书标去世后，其子许馨雄眼红于中国红牛的高速发展，便利用了当时签合同的漏洞，咬定根据法律规定中外合资企业登记政策的最高年限只有20年向中国红牛开刀，2014年，泰国天丝以中国红牛“商标侵权”为由单方面终止了对中国红牛工厂香料的供应，并于2016年将中国红牛告上法庭，要求中国红牛禁止使用商标，并要求将公司的法定代表人由严斌换成许馨雄，另一方面天丝又以正宗红牛为卖点在中国接连推出“红牛安耐吉”和“红牛维生素风味饮料”两款产品抢占中国红牛的市场份额，目前根据2021年1月和10月北京和重庆两次最新的判决结果，红牛系列的商标权和金罐装潢权均归属泰国天丝所有，虽然中国红牛声称会申请国际仲裁，但就目前的结果而言，泰国红牛可以彻底终止对中国红牛的商标和装潢授权，中国红牛的生存岌岌可危。

图表 40：红牛商标纠纷至今仍未落下帷幕



资料来源：经济观察报，新浪财经，五矿证券研究所整理

图表 41：目前在中国销售的三种红牛比较

	红牛维生素功能饮料（中国红牛）	红牛安耐吉	红牛维生素风味饮料
外观			
推出时间	1995年12月	2019年6月	2019年11月
价格	148/24罐	119/24罐	129/24罐
销售体量	227亿	13亿	27亿
有无“蓝帽子”认证	有	有	无
品牌来源	泰国天丝授权	泰国天丝与曜能量合作	泰国进口红牛
中国运营商	华彬集团	北方市场授权给养元饮品, 南方授权给百威中国	普盛食品
渠道拓展情况	5000家以上核心分销商, 60万家终端门店	目前已覆盖全国24个省份和直辖市的227个城市, 700多家经销商及1万家批发商的销售网络, 直接服务的销售终端超过30万家	推出4个月, 已经在17个省、直辖市共计123个城市上市
优劣势分析	<b>优:</b> 推出时间早, 先发优势, 团队运作成熟, 渠道广; <b>劣:</b> 丧失商标权, 资源投入弱化	<b>优:</b> 引入百威亚太, 渠道有望进一步开拓; <b>劣:</b> 含西洋参, 消费者对口感不适应	<b>优:</b> 口感上最接近中国红牛, 作为天丝集团“亲儿子”未来有望获得更多资源投入; <b>劣:</b> 目前未获得蓝帽子认证

资料来源：天猫商城，渠道调研，五矿证券研究所

**红牛维生素风味饮料有望接替中国红牛，中国自主品牌迎来发展窗口期。** 泰国天丝为了抢占中国红牛的市场份额在华先后推出了红牛安耐吉和红牛维生素风味饮料两款产品，我们认为风味红牛作为泰国天丝直接切入中国市场的产品最有望成为取代中国红牛的产品，而对于安耐吉而言，一方面在口味上由于其加入了西洋参提取物且味道较重，经销商，商超以及消费者短时间难以接受，另一方面在渠道上，安耐吉在北方和南方分别授权养元和百威作为运营商，但我们认为，由于养元和百威旗下分别有以六个核桃，百威啤酒为代表的拳头产品，而安耐吉作为一款刚切入市场的产品，在没有表现出强竞争力前养元和百威大概率会以销售自

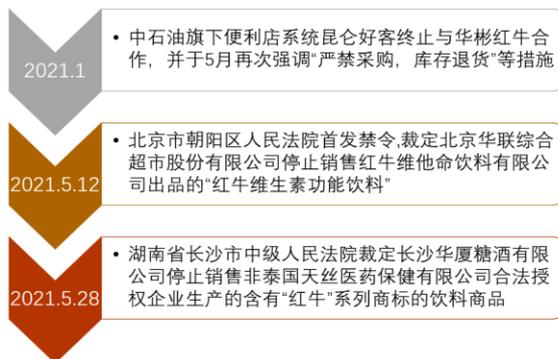
己的拳头产品为主，不会在安耐吉上投入较大的资源。而对于中国红牛，自 2016 年被起诉后，由于商标诉讼期间对商标进行宣传法律风险较大，因此华彬集团逐渐减少对中国红牛市场端的投入，尤其是最近两年投入几乎为零，品牌的受损叠加渠道端投入的弱化导致中国红牛在中国能量饮料市场的市占率连年下滑，另外，2021 年年初，昆仑好客，北京华联，长沙华夏糖酒先后终止了对中国红牛的供应和销售，且我们认为后续会有更多的渠道相继下架中国红牛，根据尼尔森数据，中国红牛销量的下滑将释放出近 70 亿元的市场空间，为中国其他能量饮料品牌打开结构性增长空间。

图表 42：京东中国红牛下架



资料来源：京东，五矿证券研究所

图表 43：线下多地多渠道开始逐渐下架中国红牛



资料来源：食品饮料行业微刊，五矿证券研究所整理

向下看，虽然其他追赶者各具特色，但东鹏综合实力更佳。根据欧睿数据，除了红牛，东鹏，目前中国能量饮料体量在 10 亿以上的主要有三家，分别是达利旗下的乐虎，中沃体质能量和华彬的战马，作为公司潜在的竞品，我们认为尽管三者在产品，营销，渠道打法上思路有所不同，但与东鹏相比综合实力欠佳，短期难以撼动东鹏第二的地位，下面我们具体分析。

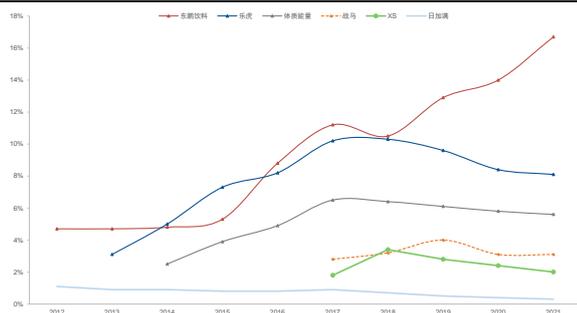
- 乐虎：跟随者迅速入局，但难以倾力一战。** 达利集团作为一家中国深耕休闲食品和饮料 30 余年的企业，在 2013 年推出乐虎并切入能量饮料赛道，公司采用全国同步铺货的模式，并借助集团多年来在全国范围内建立的完善渠道外加优秀的营销团队，助推乐虎迅速成为能量饮料市场的黑马，次年销售额便达到了近 8 亿，2016 年，伴随消费升级，达利又推出了强效型瓶装乐虎并卡位“更强劲的功能饮料”这一品牌定位，为了强化在消费者心中的认知，公司赞助了一系列包括足球，篮球，电竞，赛车等多元化赛事并于 2018 年成功突破 30 亿大关，跻身能量饮料主流玩家。然而从 2019 年开始乐虎份额开始连续下降，我们认为这与达利前期对自身的定位和打法密切相关，一方面，达利自始至终均以“跟随策略”作为主要打法，不主动推出新品，当一款产品被竞争对手做大后，达利就迅速切入模仿并以低价推广至三四线城市，与头部企业错峰竞争，而回归能量饮料，“跟随策略”也决定了达利与主营能量饮料的东鹏相比在市场开拓，品牌打造上不会倾斜过多资源，另一方面，在乐虎导入市场前期，凭借较高的渠道利润，达利大肆抛货给经销商和自贩机客户，而随着抛货量的不断加大，销售的压力会使得经销商，自贩机客户要求以更低的价格拿货，因此我们认为从长期来看，随着规模的扩大，在乐虎全国化的推广过程中或将伴随渠道价格体系紊乱的风险。
- 体质能量：稳扎稳打聚焦下沉市场，蓝帽认证与品牌调性或为掣肘。** 中沃作为河南的一家专注能量饮料的企业，在 1999 年切入能量饮料赛道，目前整体市场体量接近 30 亿，产品上，中沃采用了与东鹏相似的大容量高性价比打法，成功培育了大单品 580ml 和 600ml 经典球形体质能量。另外，凭借中沃较强的产品创新力，公司在产品，包装，口味和功效上不断迭代，单品种类高达 20 余种，为消费者提供了灵活多样的选择。2018 年，在经典产品的基础上，公司推出玻璃瓶体质能量新品卡位中高端能量饮料市场寻求向上突破，然而，由于至今体质能量没有蓝帽子认证，因此在宣传时不能直接突出其提神醒脑的功效，效果欠佳，渠道拓展上，公司全面实行“大区经理+区域经理制”，聚焦优势乡镇市场，近年来伴随着中高端新品的推出公司开始逐步向一二线城市寻求突破，

整体上，我们认为体质能量稳扎稳打，在传统消费地区河南，河北，苏北等地基本盘稳定，但与东鹏相比，体质能量在营销宣传上较为传统，品牌调性仍有较大提升空间。

- 战马：强绑定红牛策略加持渠道，但品牌力式微。**红牛陷入商标混战后，华彬集团于2017年推出了战马并于2019年获得了蓝帽子认证，定位中高端，从战马推出的意图看，我们认为短期是为了和东鹏，乐虎等竞品对抗，而中长期则定位当红牛全方位被下架禁售后的替代品，然而从效果看，近年来战马的表现不温不火，始终没能突破20亿大关，我们认为战马没能突破瓶颈有两方面原因，一方面，战马的口感与红牛相差较大，作为对标红牛的一款产品消费者接受程度不高，动销平且复购率较低，另一方面，由于战马在推广时所选的经销商渠道，通路资源均依赖红牛，甚至在战马刚推出时华彬将红牛和战马做了强绑定，叠加战马的消费者认知度不强，实则降低了战马的品牌力。

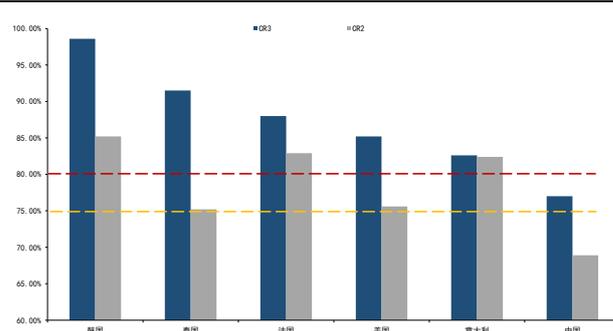
整体上，我们认为以上主流能量饮料品牌均有望受益于能量饮料行业的扩容实现销售收入的提升，但同时考虑到市场集中度的进一步增加，我们认为东鹏有望凭借更强的综合实力成为最大受益者。通过对标美国，欧洲，韩国等更加成熟的能量饮料市场，我们发现其最终形成的竞争格局均为寡头垄断，且CR2和CR3往往在75%和80%以上（高集中度源于我们此前提到的能量饮料功能性和成瘾性所带来的高复购粘性），目前中国能量饮料的CR2，CR3为68%和77%，因此我们认为中国能量饮料的市场集中度仍将进一步提升，而通过以上对中国能量饮料竞争格局的分析，向上看，红牛受制于商标纠纷品牌力严重受损，短期内难以修复，向下看，虽然乐虎，体质能量，战马等竞品各有所长，但与东鹏相比综合实力欠佳，市占率逐步下降，因此东鹏有望尽享行业扩容和市场份额提升的双重红利。

图表 44：东鹏主要竞品市占率逐步下降



资料来源：Euromonitor, 五矿证券研究所

图表 45：中国能量饮料行业集中度仍有提升空间



资料来源：Euromonitor, 五矿证券研究所整理

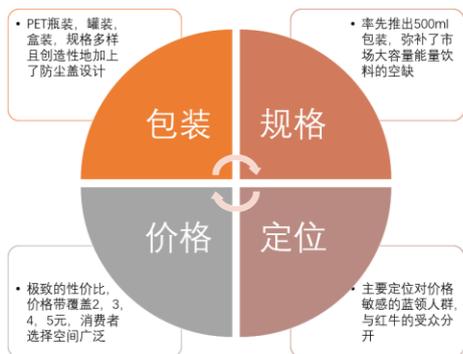
### 三、极致差异化塑造东鹏核心竞争优势

#### (一) 产品高性价比下渗透率快速提升，高端多样化未来可期

**500ml 大金瓶是公司的战略大单品，类红牛产品的代表。**2003-2009年间，市面上当时仅有红牛一款高端能量饮料产品，终端零售价为6元，林木勤凭借敏锐的商业洞察力意识到随着人们生活节奏的加快，能量饮料未来的市场注定是一片蓝海，而红牛的零售价较高，无法充分满足年轻消费群体对于能量饮料的需求，因此，公司采用差异化战略，在包装上避开了价格较高的红牛三片罐金属包装，采用PET塑料包装，且创造性地配上防尘盖以适应户外，长途，旅行等多样性场景，在此基础上于2009年正式切入能量饮料赛道，推出了系列第一款产品250ml金瓶特饮，定价3.5元/瓶，凭借与红牛几乎一致的配料，相似的功效而价格是红牛的近一半，产品推出后迅速获得市场好评，为了满足消费者更加多样的需求，公司又于2017年推出了250ml金砖，250ml金罐和500ml金瓶三款产品，其中500ml金瓶一方面率先填补了市场上大容量能量饮料的空缺，另一方面将公司性价比的优势发挥到极致，与竞品红牛

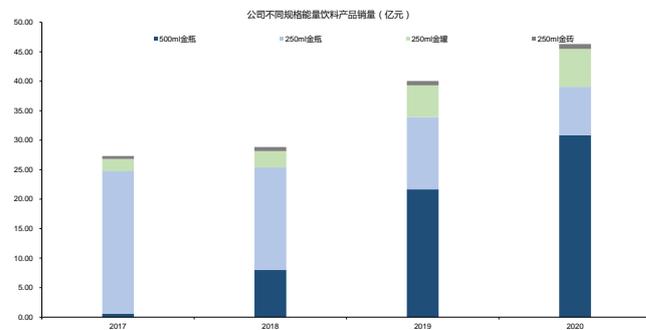
相比在容量加倍的情况下价格仍便宜 1 元，因此 500ml 金瓶收获了大批对价格敏感的蓝领人群如货车司机，快递员，外卖员的喜爱，近年来逐步取代 250ml 金瓶成为了公司新的战略大单品，此外，为了迅速抢占市场，公司采用以价换量的策略在 2018 年将 250ml 金罐和 250ml 金瓶零售价分别从 5 元, 3.5 元下调至 4 元和 3 元, 形成了 2/3/4/5 元的产品矩阵, 整体上看, 我们认为公司产品包装规格多样, 为消费者提供了广阔的选择空间, 且 500ml 金瓶率先切入大容量市场, 具备较强的先发优势, 与竞品相比性价比极高, 且随着产销率的不断提升规模优势凸显, 毛利率稳中有升, 未来在 500ml 金瓶的拉动下公司产品渗透率有望进一步提升。

图表 46: 公司在产品上追求差异化



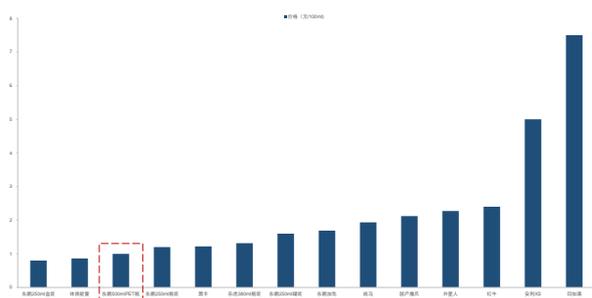
资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所整理

图表 47: 500ml 金瓶自推出后迅速成为公司战略大单品



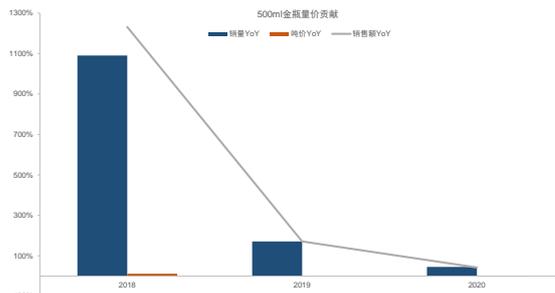
资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

图表 48: 500ml 金瓶性价比突出



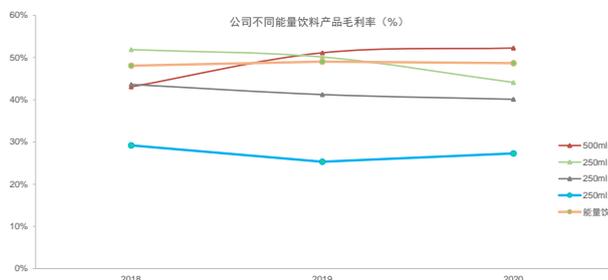
资料来源: 饮料招商网, 5号网 五矿证券研究所

图表 49: 500ml 金瓶增长主要依靠销量端贡献



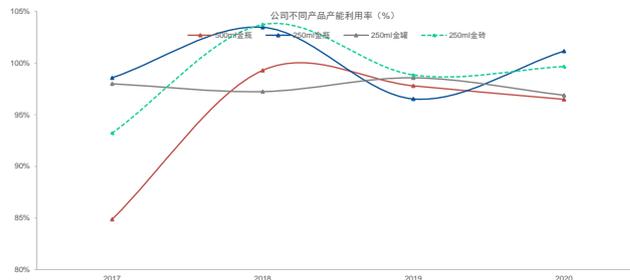
资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

图表 50: 规模效应下 500ml 金瓶毛利率稳步提升



资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

图表 51: 500ml 金瓶推出后产能利用率迅速提升

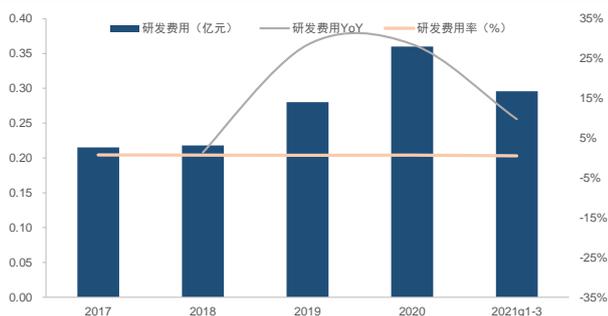


资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

产品推陈出新在途中, 看好公司未来随着产品的更新迭代所带来的新增量。为了避免单一品类所带来的公司动能不足以及消费者的审美疲劳, 公司于 2020 年 6 月, 2021 年 4 月, 2021 年 12 月相继推出了三款中高端新品东鹏加气、东鹏 0 糖和她能, 分别在口感和功能上进行创新, 作为对传统消费群体的延深, 0 糖主要定位在 CBD, 高新科技园区工作的白领, 加气

主要针对年轻电竞群体在校园和网吧进行推广，她能则另辟蹊径选择了女性群体进行营销，随着民众对健康管理的需求日益高增，叠加以元气森林为代表的玩家带动了无糖潮流，我们认为0糖有望成为公司的第二增长曲线。对标因含气而口感劲爽的Monster在美国畅销，尽管中国含气能量饮料市场有待培育，但由于玩家较少，我们认为加气在中国这片蓝海市场仍存在较大的增量。2021年上半年0糖和加气的销售收入均突破3000万元。此外，高冲动、高消费能力的女性市场一直是饮料巨头的觊觎之地，我们认为她能将油柑果汁、鱼胶原蛋白肽与能量饮料融合、叠加全新设计的小清新包装迎合女性需求，采取线上售卖的方式试水，辅以小红书、微博等推广，未来亦有望贡献新增量。通过前文对标美国和日本能量饮料市场，我们认为公司在产品推陈出新上潜力较大，一方面可以通过与咖啡，茶，果汁等软饮混合推出具备差异化口感的单品，另一方面亦可以通过直接在能量饮料中添加蛋白质，电解质等其他营养物质打造功能的多元化。

图表 52：公司研发费用保持稳定



资料来源：公司招股书,五矿证券研究所

图表 53：公司推出新品东鹏加气，东鹏0糖，摇摇拿铁，她能



资料来源：公司官网,五矿证券研究所

## (二) 品牌定位清晰，营销手段多样化，年轻化

**品牌定位年轻化，精准对话年轻群体，在年轻人中认同感强。**根据2017年中国消费市场发展年会上的数据，目前消费市场80后(含90后)消费人群占到近50%，对消费的贡献率高达74%，其中90后消费群体的快速增长对消费贡献率有极大拉动，因此近年来各大品牌纷纷加强了对年轻人营销力度，试图在年轻人的消费市场中分一杯羹，公司作为深耕年轻人市场的一家企业，在2016年以“年轻就要醒着拼”这一品牌主张全面开启品牌年轻化战略，覆盖的消费群体由传统的蓝领工人向学生，年轻的白领阶层扩散，公司一方面围绕年轻人聚集的平台如抖音，b站开展一系列强互动活动如与抖音联合发起共创大赛，挑战赛，在b站上联合up主为高考生加油，另一方面积极通过赞助年轻人爱看的综艺如《天天向上》，《我家小两口》，在热门影剧如《猎狐》、《安家》插入广告的方式传递出一种活力向上、努力拼搏的品牌精神，在年轻人中建立了极强的认同感。

图表 54：公司赞助年轻人热播综艺《天天向上》



资料来源：《天天向上》，五矿证券研究所

图表 55：公司与抖音联合发起共创大赛



资料来源：抖音，五矿证券研究所

图表 56: 公司的目标人群逐步扩散



资料来源: 五矿证券研究所整理

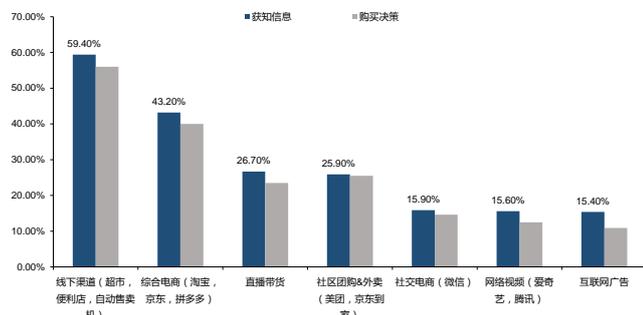
图表 57: 公司的品牌力稳步提升



资料来源: Chnbrand, 五矿证券研究所

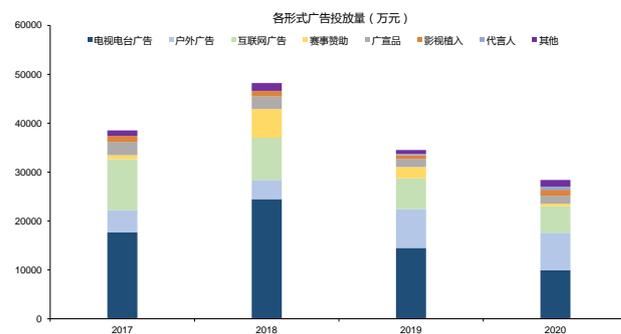
**饱和式广告营销，“高空投放+地面拉动”提高品牌认知度。**对于快消品行业而言，通过持续不断地广告宣传增强消费者的认知度，提升公司品牌形象具有不可替代的作用，公司采用了饱和式营销策略，线上方面，除了传统地在央视、卫视、热播的影视剧植入广告外，公司顺应媒介环境的变化，加强了与短视频平台的合作，其中东鹏抖音挑战赛获得了超 60 亿的曝光量，除了“高空”投放广告，公司亦加强了与消费者日常距离更近、接触更频繁的“地面广告”领域的投放，将广告渗透到公交车，候车厅，地铁站等所有人员密集的区域，深化“累了困了喝东鹏特饮”的品牌形象，我们认为公司前期大手笔的广告轰炸很大程度上提升了品牌的认知度，且公司的宣传视频直击人心，接地气，将功能利益点直接呈现给消费者，一经推出便迅速霸屏湖南卫视等各大电视台及腾讯、爱奇艺等互联网视频平台，未来随着公司逐步由饱和式营销向精细化营销的过渡，销售费用率有望稳中有降。

图表 58: 短视频，直播等新媒体渠道对消费者的影响力日渐提升



资料来源: 《巨量引擎: 2021 食品饮料行业白皮书》, 五矿证券研究所

图表 59: 公司广告投放渠道多样，覆盖面广



资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

图表 60: 精细化营销下公司销售费用率开始下降



资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

图表 61: 公司饱和式营销覆盖场景众多



资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所

**营销手段紧随时代潮流，在业内具备示范效应。**除了直接大规模的广告投放，我们认为公司深谙营销之道，善于不断开拓新的营销模式且往往在业内具备标杆效应，让人耳目一新。在

2016年播出《老九门》之时，公司独创出一种全新的互动广告形式“创可贴”，即用产品图片加文字的弹幕形式出现在《老九门》画面的下方，文字配合剧中人物当时的状态和剧情将广告植入得自然且不让人反感，除此之外，公司针对年轻群体推出了固定的内容输出平台“犯困研究院”，从“困点”出发，提出了一系列围绕产品属性的犯困经济学、犯困改写历史等观点，并辅以病毒视频，MG动画等鲜活的形式承载内容，自然建立起东鹏特饮在消费者心目中的品牌专属标签，因此我们认为公司具备永恒的创新基因，在未来有望通过更多富有创意，紧随时代潮流的营销形式持续为品牌赋能。

图表 62：公司频繁开展体育，娱乐营销活动

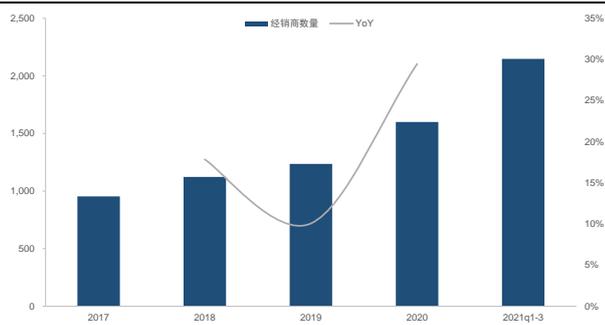
时间	营销事件
2013	签约著名演员谢霆锋作为品牌代言人，开始出现在央视等各大全国性媒体平台
2014	与优酷土豆战略合作全线升级，大手笔投入视频内容营销，尤其是以《轻松时刻》为核心的内容营销，精准卡位目标人群
2016	开创互联网创可贴广告形式
2017	赞助 ICC 国际冠军杯，涉足体育营销；采用“一物一码”打造“一罐夺宝拼奖 888”经典活动
2018	深化体育营销，牵手中超，成为中超联赛官方能量饮料，并斥巨资成为 CCTV.2018 年 FIFA 世界杯转播赞助商；成为 RNG 战队官方合作伙伴
2019	植入《亲爱的，热爱的》、《时间都知道》、《暗恋橘生淮南》等众多年度大戏，抢占《图鉴中国》、《中国达人秀》、《守护解放西》等综艺节目 IP，题材涉及广泛；延伸体育营销布局，赞助 2019 年 CEC 中国汽车耐力锦标赛
2020	植入了《盗墓笔记重启》、《安家》、《猎狐》等热门影剧，霸屏湖南卫视《天天向上》、深圳卫视《我的白大褂》、广东卫视《流淌的歌声》多档卫视综艺；举办美团骑手首届篮球联赛，多场龙舟赛主题活动，助力 2019 年高考
2021	植入贺岁档热门电影《唐人街探案 3》，赞助霹雳舞国家队，RNG 电子竞技俱乐部及其参与的英雄联盟 S11 等赛事，湖南卫视消防综艺《勇往直前的我们》，世界互联网大会，极限挑战宝藏行，爱奇艺网剧《谁是凶手》

资料来源：腾讯新闻，美通社，微博，五矿证券研究所整理

### （三）“一物一码”数字化赋能渠道，高渠道利润推力十足

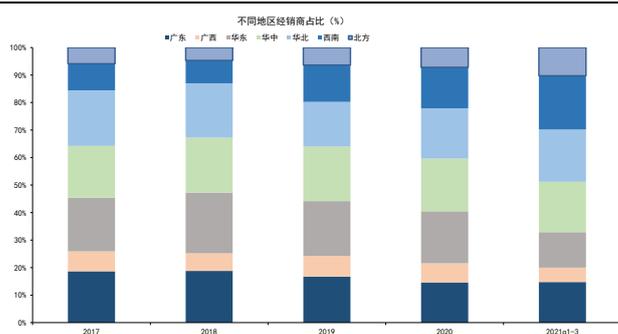
**精耕与大流通结合，渠道网络初见雏形。**公司在渠道上采用精耕和大流通相结合的模式，在广东、广西、华东、华中等核心市场，采用精耕的运营模式，配备经验丰富的销售团队全方位服务下游渠道和零售终端，与经销商、邮差/批发商及终端门店共同进行市场维护及开发，提升产品铺市率，在其他区域主要采取大流通的运营模式，精选经验丰富、实力雄厚的经销商进行合作，由经销商主要负责终端的维护和执行，公司为经销商提供广告宣传、营销培训与指导等支持。截至 2021 年 Q3 公司已有经销商 2148 家，覆盖终端门店约 179 万个，根据公司股东大会所透露，在全国层面目前公司网点仅开拓了约 25%，仍有较多空白区域有待开拓，且得益于公司日益提升的品牌力，目前网点存活率较高，接近 60%-70%。

图表 63: 经销商数量快速提升



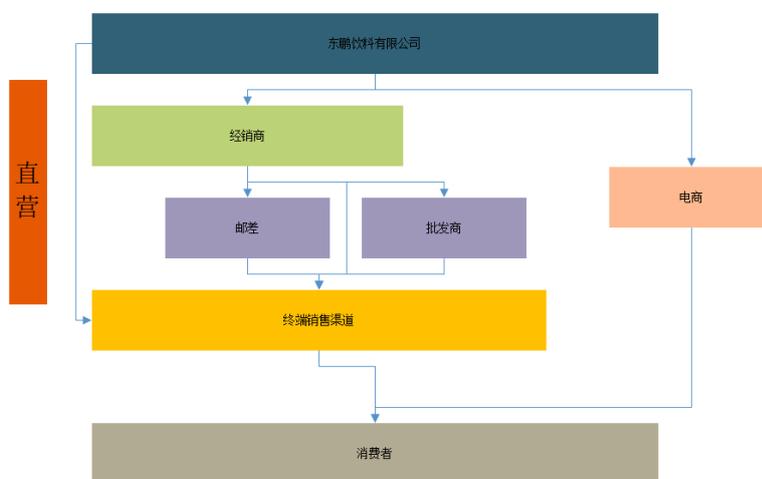
资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

图表 64: 西南, 北方经销商占比稳步提升



资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

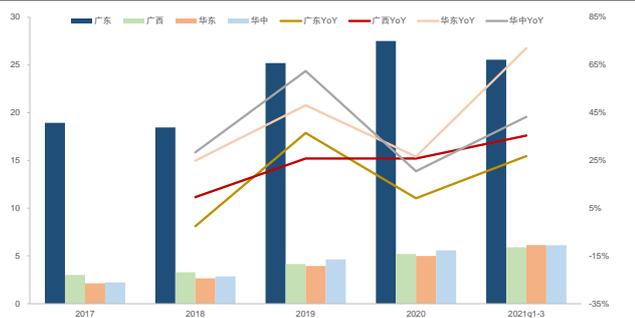
图表 65: 公司渠道结构清晰



资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所整理

**渠道架构因地制宜, 全国化思路逐步理顺。**2019年, 公司进一步优化了营销管理架构及管理路径, 成立了广东营销本部、全国营销本部及全国直营本部三大营销本部, 并对全国营销本部进行重新梳理, 确定了广西事业部、华中事业部、华东事业部、华北事业部、西南事业部以及北方大区六大营销管理架构, 持续推进全国化战略。同时, 公司进一步加强了营销管理精细度, 针对不同市场的发展阶段和市场特点, 因地制宜制订经销策略, 在传统强省内区域, 公司持续实行全渠道精耕、细化乡镇市场产品全系列覆盖的策略并加强执行管控, 2021年前三季度广东地区实现营收 25.5 亿元, 同增 26.9%。针对华东、华中及西南等具有较大消费潜力的成长市场区域, 公司 2018 年下半年进行了战略梳理, 加大了在这些区域的开拓力度, 完善销售网络, 引入了部分资金实力强、渠道广、市场开拓能力较好的经销商, 并对经销商的人员配备车辆部署、仓储能力等方面的条件都进一步做出了规范和标准化, 我们认为公司自 2018 年以来经过销售体系的调整, 引进人才以及数字化的营销技术赋能, 目前已初步理顺了全国化市场扩张的思路和机制, 未来在省内和省外均有望保持高增。

图表 66: 公司在强势地区齐头并进



资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

图表 67: 公司在西南, 北方市场增速较高



资料来源: 公司招股书, 五矿证券研究所

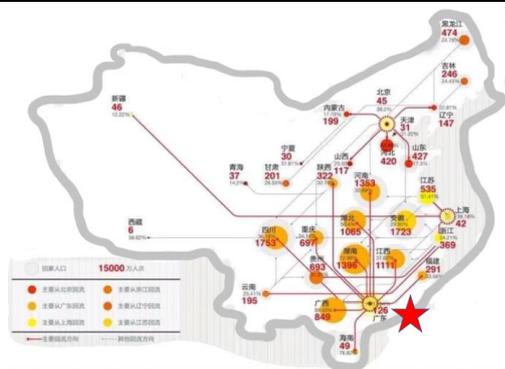
图表 68: 渠道精耕利弊兼具

	公司精耕	经销商精耕
经销商质量	参差不齐	较高
资源利用效率	较低	较高, 物流配送成本较低, 减少助销人员的调剂难度
经销商业绩压力	压力分散, 相对较低	经销商深度分销压力较大
公司配合度	需要公司投入较高的人力, 物力	较低, 仅需要将资金打包给大经销商

资料来源: 五矿证券研究所整理

**省内发力餐饮&交通渠道, 省外通过礼盒实现差异化突围。**公司在 2018 年底成立了重点客户部, 负责除了传统渠道以外的其他渠道 (CVS, 加油站, 电商等), 在重点客户部的推动下公司在交通渠道实现了极高的占有率, 公司通过在加油站, 高速公路休息区等地采用小瓶, 小罐的低价产品完成高占领, 做基础量, 在毛利较高的传统渠道用大瓶做增量, 我们认为这样不仅可以迅速提高铺市率, 而且可以让竞争对手意识到在能量饮料的核心渠道很难与公司展开竞争, 从而逐渐退出市场, 目前从交通渠道来看, 省内地区未来仍有较大的发展空间, 另外, 公司亦在省内成立了餐饮大区, 通过重点发力连锁餐饮店加大对客户的覆盖, 未来有望贡献新的增量, 对于省外市场而言, 由于公司知名度不及两广, 除了传统的单瓶销售外, 公司创造性地采用礼盒形式将罐装, 小瓶, 大瓶打包式出售, 目前从效果上看对于中部一些送礼大省如河南, 山东销量较高, 另外由于两广地区外地务工人员较多, 在节假日返乡时亦有机会采购东鹏礼盒送给家人, 朋友, 拓宽了礼盒的消费场景, 我们认为礼盒装一方面可以提升公司产品的认知度, 另一方面亦带动了小瓶和小罐销量的增长。

图表 69: 广东地区外地务工人员较多



资料来源: 网易, 五矿证券研究所

图表 70: 东鹏特饮礼盒装



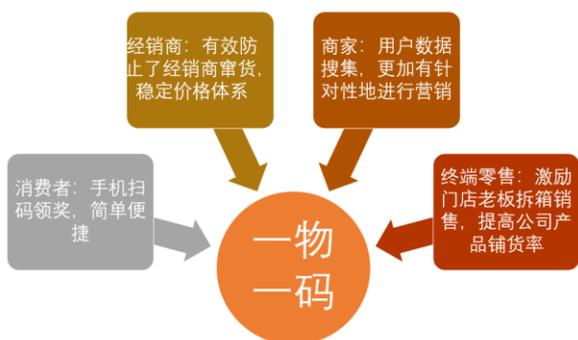
资料来源: 五矿证券研究所整理

与竞品相比渠道利润较高, 经销商动力十足。对于任何以经销为主的消费品企业尤其是正处于市场开拓期的公司, 高渠道利润是渠道拓展是否顺利的关键因素, 以公司 500ml 金瓶特饮为例, 其出厂价和终端零售价大致为 82 元/箱和 120 元/箱, 其中一批商和二批商利润分别为

8元和12元左右，剩余近20元的利润归终端零售商，而对于竞品红牛而言，其出厂价和终端零售价分别为108元/箱和132元/箱，整个渠道利润仅为24元，是东鹏利润的近一半，且大部分归终端零售店，经销商利润较低，因此，与竞品相比的高渠道利润保证了公司产品的渠道推力。

**“一物一码”数字化赋能，价格体系稳固。**公司作为新零售的探索者和践行者，是继恒大冰泉之后第二个全品类推行“一物一码”，将“一物一码”持续进行到底的公司，我们认为一方面，“一物一码”可以帮助公司更有针对性地进行营销，公司可以根据不同市场，不同消费人群按照产品的生产批次、码段、流水号随时在后台发起促销活动，此外，消费者的每一次扫码可以帮助公司动态化自动构建用户画像并针对不同用户形成相应的会员权益体系，另一方面，“一物一码”可以有效规避经销商窜货进而稳定公司的价格体系，后台一经发现经销商窜货，公司会直接予以重罚，对于终端零售店，公司会对每一箱产品附上配有红包的二维码，如果门店老板想要领取红包，则必须完全拆箱才能找到二维码，而拆箱则意味着必须上架销售，因此“一物一码”亦增加了终端门店的铺货积极性。

图表 71：“一物一码”对公司销售各环节均产生帮助



资料来源：搜狐新闻，五矿证券研究所整理

图表 72：消费者可以通过扫码直接领取红包



资料来源：五矿证券研究所整理

#### (四) 产能扩建在途中，全国化未来可期

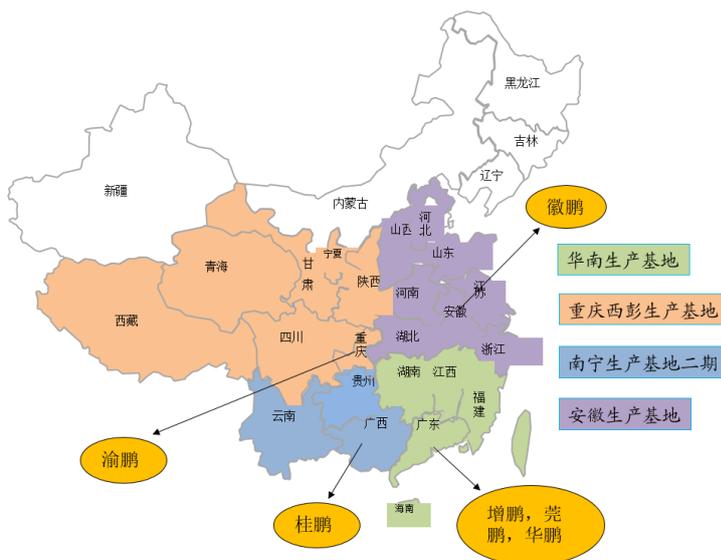
**募投项目大幅提升产能，缓解产能瓶颈。**目前公司全产品线产能约为180万吨/年，产能利用率接近70%，其中广西，广东等重要生产基地产能利用率已经接近80%，相较于同行业上市公司保持在较高的水平，此外，公司的大单品500ml大金瓶产能利用率接近90%，逼近产能上限，根据公司招股书，公司拟将近14亿上市募集的资金用于产能扩建，建设项目包括华南生产基地，重庆西彭生产基地以及南宁生产基地二期，待全部达产后预计可实现新增产能110万吨/年，我们认为公司布局前瞻，在全国化扩张阶段提前扩建产能不仅可以有效缓解公司产能压力，缩短运输半径，降低运输费用，而且可以进一步加强公司的规模效应，降本增效，提升公司整体盈利水平，为公司未来全国化打下良好基础。

图表 73：项目建成后将增加110万吨产能

生产基地建设项目	新增产能 (万吨)	投资金额 (万元)	募投金额 (万元)	实施主体	具体项目规划
华南生产基地建设项目	48.12	72878	46908	华鹏	2条罐装饮料生产线、2条瓶装饮料生产线以及2条瓶装饮料（冷灌装）生产线，建设周期36个月
重庆西彭生产基地建设项目	39.5	50853	33996	渝鹏	3条瓶装饮料生产线、1条瓶装饮料（冷灌装）生产线以及1条包装饮用水生产线
南宁生产基地二期建设项目	22.5	20000	15000	桂鹏	3条瓶装饮料生产线
合计	110.12	143731	95904		

资料来源：公司招股书，五矿证券研究所整理

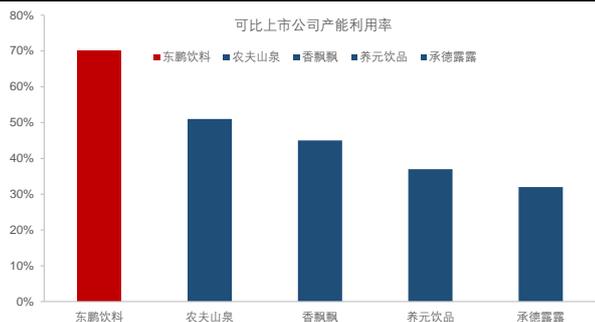
图表 74：生产基地扩建后将覆盖全国大部分地区



资料来源：公司招股书，五矿证券研究所整理

**扩建生产基地叠加生产线的逐步完善，物流成本有望持续下行。**物流成本对于软饮企业至关重要，随着辐射半径的增加，运输成本往往会成为公司能否盈利的制约因素，根据公司招股书，广东省外客户由公司负责承担运输费用，且 2017-2020 年公司省外运输费用占省外营收比例分别为 7.08%，7.36%，6.74% 和 7.39%，其中，2018 年前西南地区主要由徽鹏，莞鹏，增鹏发运，距离较远，2019 年由于桂鹏产销量的提升且直接供货西南地区，辐射半径的减少使得公司运输费率明显下降，另一方面，2018 年前，受制于包装规格，生产工艺等因素，东鹏加气，由柑柠柠檬茶分别由湖北奥瑞金，鸿全食品委托加工并发货，亦导致了公司运输费率高企。因此，我们认为随着华南，重庆西彭，南宁二期生产基地的投产以及产线的完备，公司费用率仍有下行空间。

图表 75：公司产能利用率在行业中位居前列



资料来源：公司招股书，五矿证券研究所整理

图表 76：2019 年公司运输费用明显下降



资料来源：公司招股书，五矿证券研究所整理

除了扩建产能，公司亦将募集的资金用于品牌宣传，渠道铺货，产品研发，信息化建设等一系列增强公司未来核心竞争力的领域。

图表 77：公司将募投资金用于一系列增强公司未来核心竞争力的领域

项目类型	项目名称	实施主体	投资金额 (万元)	募投资金 (万元)	具体项目规划
营销网络升级及品牌推广	营销网络升级及品牌推广项目	公司	67082	37091	用于营销网络升级及品牌推广项目，完善营销网络和渠道建设，加大品牌推广力度，分为营销网点升级、渠道建设和品牌建设三部分。

<b>信息化升级建设</b>	集团信息化升级建设项目	公司	5309	5309	包括决策控制与报表平台，企业 ERP 系统，人事管理，供应链管理，固定资产管理，配方，物流，档案管理，WMS 仓储管理系统以及大数据分析平台
	鹏讯云商信息化升级建设项目	鹏讯云商	2212	2212	包括 DMS 经销商管理，终端商户管理，消费者营销互动管理，客户关系管理，促销推广管理，数据墙展示和监控系统
<b>研发中心建设</b>	研发中心建设项目	华鹏	3147	3147	拟以公司现有的研发管理中心为基础，整合资源在华南生产基地组建软硬件水平高，研发环境规范的研发中心，研究、储备关于饮料行业的新材料、新工艺、新产品配方等方面的技术，持续提升公司的研发能力。
<b>总部大楼建设</b>	总部大楼建设项目	公司	20640	20640	公司投资新建总部大楼，扩大公司办公面积，改善员工办公环境，提高管理效率，提升企业形象，满足公司快速发展的需求
<b>补充流动资金及偿还银行借款</b>	补充流动资金及偿还银行借款	公司、华鹏、桂鹏	8889	8889	为了进一步优化财务结构，提升风险抵御能力，满足生产规模不断扩大带来的资金需求

资料来源：公司招股书，五矿证券研究所整理

## 四、盈利预测和投资建议

### 模型中对公司业务的关键假设：

**收入端：**能量饮料方面，公司当前已经形成了以 500ml 金瓶为主，250ml 金瓶，金砖，金罐为辅的产品矩阵，满足消费者多样化的需求，2021-2023 年我们预计 500ml 金瓶将步入品牌势能的高速释放期，随着全国化的层层推进，500ml 金瓶将作为核心单品保持 35%以上的高增速，另一方面，公司 2020 年 6 月和 2021 年 4 月推出的新品东鹏加气和 0 糖随着在本埠试点结束后逐步导入广东以外的省市地区，有望成为公司的第二成长曲线，非能量饮料方面，我们预计公司仍将积极探索符合时代潮流的新品，导入市场后借助公司目前已经形成的销售网络有望增厚公司业绩。

**毛利率端：**一方面，我们认为随着 500ml 金瓶占比的提升，规模效应的凸显将带动整体毛利率稳中有升，另一方面，我们亦看好公司后续不断推出 0 糖，加气等高附加值的新品，带动产品结构持续优化，提振毛利率，我们预测 2021-2023 年公司整体毛利率分别为 47.55%/48.03%/48.27%。

**费用端：**考虑到当前公司在广告投放上逐步由过去粗犷的饱和式营销过渡到更加贴近目标客户的精细化营销，且随着前期大量的消费者培育，当前公司品牌势能渐起，我们认为公司对产品补贴的力度将逐步走低，销售费用率有望步入下行通道；管理费用率上，由于当下公司仍处于全国化的扩张阶段，对管理人员&销售人员的高激励下薪酬仍有望维持在高位，而随着公司业绩的快速提升以及规模效应的持续显现，管理费用率有望稳中有降，我们预测 2021-2023 年公司销售费用率和管理费用率分别为 21.62%/21.4%/21.3%；3.55%/3.54%/3.53%。

**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**公司作为中国能量饮料的龙头企业，一方面在未来有望持续受益于能量饮料行业高景气所带来的红利，另一方面，经过近年来的消费者培育，公司当下品牌势能渐起，在能量饮料核心单品的带动下叠加渠道网点的持续开拓，公司全国化稳步推进，营收端确定性强且具备较高的弹性，在红牛商标纠纷短期难以落地的大背景下，公

司有望实现弯道超车，因此，我们预计 2021-2023 年收入分别为 69.78/89.47/111.53 亿元，同增 40.7%/28.2%/24.6%，归母净利为 11.93/15.78/19.94 亿元，同增 46.9%/32.3%/26.4%，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 78：公司分产品盈利预测

产品	项目	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
250ml 金瓶	营收（百万元）	1,740.39	1,225.28	821.10	656.88	525.50	420.40
	YoY	-27.87%	-29.60%	-32.99%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
	吨价（吨/元）	5,837.14	5,403.80	4,712.52	4,833.35	4,894.54	4,894.54
	YoY	5.37%	-7.42%	-12.79%	2.56%	1.27%	0.00%
	销量（吨）	298,158.00	226,744.00	174,238.00	135,905.64	107,365.46	85,892.36
	YoY	-31.55%	-23.95%	-23.16%	-22.00%	-21.00%	-20.00%
	毛利率	51.87%	50.12%	44.11%	44.00%	43.00%	42.00%
	占比	57.30%	29.11%	16.56%	9.41%	5.87%	3.77%
500ml 金瓶	营收（百万元）	798.78	2,166.63	3,085.35	4,813.15	6,497.75	8,317.12
	YoY	1241.59%	171.24%	42.40%	56.00%	35.00%	28.00%
	吨价（吨/元）	4,302.06	4,296.45	4,202.59	4,429.76	4,333.46	4,202.14
	YoY	12.96%	-0.13%	-2.18%	5.41%	-2.17%	-3.03%
	销量（吨）	185,674.00	504,284.00	734,154.00	1,086,547.92	1,499,436.13	1,979,255.69
	YoY	1087.63%	171.60%	45.58%	48.00%	38.00%	32.00%
	毛利率	43.05%	51.12%	52.25%	53.00%	53.50%	53.70%
	占比	26.30%	51.48%	62.22%	68.98%	72.62%	74.57%
250ml 金罐	营收（百万元）	275.28	537.58	640.67	832.87	1,007.77	1,209.33
	YoY	32.37%	95.28%	19.18%	30.00%	21.00%	20.00%
	吨价（吨/元）	7,275.42	5,658.02	5,506.64	5,726.91	5,633.78	5,541.43
	YoY	0.99%	-22.23%	-2.68%	4.00%	-1.63%	-1.64%
	销量（吨）	37,837.00	95,012.00	116,345.00	145,431.25	178,880.44	218,234.13
	YoY	31.07%	151.11%	22.45%	25.00%	23.00%	22.00%
	毛利率	43.62%	41.23%	40.11%	40.00%	40.00%	40.00%
	占比	9.06%	12.77%	12.92%	11.94%	11.26%	10.84%
250ml 金砖	营收（百万元）	71.05	73.54	84.13	92.54	99.02	103.97
	YoY	30.18%	3.50%	14.40%	10.00%	7.00%	5.00%
	吨价（吨/元）	3,481.31	3,260.33	3,438.09	3,469.63	3,437.50	3,373.25
	YoY	6.07%	-6.35%	5.45%	0.92%	-0.93%	-1.87%
	销量（吨）	20,409.00	22,556.00	24,470.00	26,672.30	28,806.08	30,822.51
	YoY	22.72%	10.52%	8.49%	9.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	29.20%	25.33%	27.28%	26.00%	25.00%	24.00%
	占比	2.34%	1.75%	1.70%	1.33%	1.11%	0.93%
其他能量饮料	营收（百万元）	0.00	0.00	23.90	178.06	267.08	373.92
	YoY				645.00%	50.00%	40.00%
	吨价（吨/元）				7,521.44	7,623.08	7,905.42
	YoY					1.35%	3.70%
	销量（吨）			3,642.00	23,673.00	35,036.04	47,298.65
	YoY				550.00%	48.00%	35.00%
	毛利率			47.82%	46.00%	45.00%	46.00%

	占比	0.00%	0.00%	0.48%	2.55%	2.99%	3.35%
非能量饮料	营收 (百万元)	99.05	147.89	239.93	359.90	503.85	680.20
	YoY	-4.02%	49.31%	62.24%	50.00%	40.00%	35.00%
	吨价 (吨/元)	1,739.52	2,188.24	2,529.28	2,598.58	2,561.98	2,600.50
	YoY	2.30%	25.80%	15.59%	2.74%	-1.41%	1.50%
	销量 (吨)	56,941.00	67,584.00	94,861.00	138,497.06	196,665.83	261,565.55
	YoY	-6.18%	18.69%	40.36%	46.00%	42.00%	33.00%
	毛利率	-3.51%	-6.07%	9.28%	9.00%	8.00%	7.80%
	占比	3.26%	3.51%	4.84%	5.16%	5.63%	6.10%
包装饮用水	营收 (百万元)	36.63	40.89	40.58	44.64	46.42	47.82
	YoY	1445.57%	11.63%	-0.76%	10.00%	4.00%	3.00%
	吨价 (吨/元)	601.47	547.69	562.74	589.54	595.26	607.05
	YoY	9051.45%	-8.94%	2.75%	4.76%	0.97%	1.98%
	销量 (吨)	60,901.00	74,659.00	72,111.00	75,716.55	77,988.05	78,767.93
	YoY	1588.88%	22.59%	-3.41%	5.00%	3.00%	1.00%
	毛利率	-2.65%	7.19%	16.07%	15.00%	15.00%	15.00%
	占比	1.21%	0.97%	0.82%	0.64%	0.52%	0.43%

资料来源：公司招股书，五矿证券研究所预测

## 风险提示

- 1、红牛商标之争落地，中国红牛继续拥有商标使用权，导致市场竞争加剧
- 2、人们生活习惯的改变导致能量饮料的消费场景，消费频次不及预期，行业增速放缓
- 3、公司全国化拓展不及预期，终端动销放缓
- 4、原材料成本波动导致毛利率短期承压

**主要财务指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,959	6,978	8,947	11,153
增长率(%)	17.8%	40.7%	28.2%	24.6%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	812	1,193	1,578	1,994
增长率(%)	42.3%	46.9%	32.3%	26.4%
每股收益(元)	2.030	2.982	3.946	4.986
净资产收益率 (%)	42.4%	38.4%	33.7%	29.9%

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4,959</b>	<b>6,978</b>	<b>8,947</b>	<b>11,153</b>	货币资金	1,225	2,027	3,900	5,836
营业成本	2,648	3,660	4,650	5,769	交易性金融资产	50	50	50	50
<b>毛利</b>	<b>2,311</b>	<b>3,318</b>	<b>4,298</b>	<b>5,384</b>	应收账款	13	38	47	55
%营业收入	46.6%	47.6%	48.0%	48.3%	存货	273	381	497	632
营业税金及附加	50	70	89	112	预付账款	179	256	325	404
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	220	224	229	235
销售费用	1,040	1,509	1,915	2,376	<b>流动资产合计</b>	<b>1,959</b>	<b>2,977</b>	<b>5,048</b>	<b>7,213</b>
%营业收入	21.0%	21.6%	21.4%	21.3%	可供出售金融资产				
管理费用	184	248	317	394	持有至到期投资				
%营业收入	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-16	-20	-15	-14	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	固定资产合计	1,404	2,204	2,954	3,654
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	237	237	237	237
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	10	14	18	22	递延所得税资产	134	134	134	134
<b>营业利润</b>	<b>1,050</b>	<b>1,510</b>	<b>1,998</b>	<b>2,524</b>	其他非流动资产	628	770	906	1,041
%营业收入	21.2%	21.6%	22.3%	22.6%	<b>资产总计</b>	<b>4,361</b>	<b>6,321</b>	<b>9,279</b>	<b>12,278</b>
营业外收支	-21	0	0	0	短期贷款	110	-180	80	0
<b>利润总额</b>	<b>1,030</b>	<b>1,510</b>	<b>1,998</b>	<b>2,524</b>	应付款项	295	491	650	822
%营业收入	20.8%	21.6%	22.3%	22.6%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	217	317	420	530	应付职工薪酬	104	146	186	231
净利润	812	1,193	1,578	1,994	应交税费	120	174	242	335
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>812</b>	<b>1,193</b>	<b>1,578</b>	<b>1,994</b>	其他流动负债	1,501	2,264	3,119	3,895
少数股东损益	0	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>2,130</b>	<b>2,897</b>	<b>4,276</b>	<b>5,282</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>2.030</b>	<b>2.982</b>	<b>3.946</b>	<b>4.986</b>	长期借款	302	302	302	302
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	1	1	1	1
					其他非流动负债	15	15	15	15
					<b>负债合计</b>	<b>2,448</b>	<b>3,215</b>	<b>4,594</b>	<b>5,600</b>
					归属于母公司	1,913	3,106	4,684	6,679
					少数股东权益	0	0	0	0
					<b>股东权益</b>	<b>1,913</b>	<b>3,106</b>	<b>4,684</b>	<b>6,679</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>4,361</b>	<b>6,321</b>	<b>9,279</b>	<b>12,278</b>
					<b>基本指标</b>				
					EPS	2.030	2.982	3.946	4.986
					BVPS	4.78	7.76	11.71	16.70
					PE	0.00	58.70	44.36	35.11
					PEG	0.00	1.25	1.37	1.33
					PB	0.00	22.54	14.95	10.48
					EV/EBITDA	-0.66	42.39	30.97	23.62
					ROE	42.4%	38.4%	33.7%	29.9%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译若与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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保持在最新状态。同时,本公司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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

### 上海

地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室  
 邮编:200120

### 深圳

地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层  
 邮编:518035

### 北京

地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室  
 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

		Ratings	Definitions
<b>The rating criteria of investment recommendations</b> The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
 Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
 Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
 Postcode: 100037