

龙头式微，诸侯并起，“鹏”在起时

——东鹏饮料首次覆盖报告

买入|首次评级

报告要点：

● 能量饮料：软饮料中优质赛道，龙头式微诸侯并起

能量饮料的刚需属性和轻度成瘾性造就了高消费者粘性，国内能量饮料市场经过多年的培育，当前仍处于快速增长期。根据欧睿的数据，2021年中国能量饮料的销售额达513亿元，近五年CAGR超10%，且预计至2026年市场规模将达713亿元。长期以来，中国红牛是国内能量饮料市场的绝对龙头，但始于2016年的旷日持久的商标纠纷使品牌受损，市占率从75%以上迅速下滑至2021年的52.2%，这也为本土品牌的崛起创造了战略机遇期。而红牛入华之初便采取的高定价策略以及主流客群的高价格敏感性则为后来者靠高性价比策略破局创造了较大空间。近年来以东鹏为代表的一众本土品牌持续蚕食红牛市场份额，且强劲的增长势头仍在延续。

● 东鹏饮料：战略嗅觉敏锐，以高性价比破局能量饮料赛道

2009年，曾任红牛代工厂厂长的林木勤先生敏锐地抓住了能量饮料行业的爆发窗口，通过极致的性价比（东鹏特饮单位售价仅红牛的一半但有效成分含量基本相同）和创新产品包装直击主流消费者痛点，在能量饮料重镇广东市场大获成功。2021年，东鹏饮料营收达69.8亿元，实现归母净利润11.9亿元，近5年CAGR超过40%，在国内能量饮料市场占有率仅次于红牛。除了高成长性，东鹏在优异的营运能力等驱动下还保持着高盈利能力，近年来ROE均保持在35%以上，显著优于同行。

● 延续优秀产品力与品牌宣传力，战略机遇期大力扩渠道加速全国化

目前，红牛商标纠纷再起波澜，对于竞争者而言，战略机遇期将在较长时间继续存在。而东鹏饮料在上市后，全国化扩张的决心和能力进一步加强：产品方面，除了继续推广高性价比大单品，公司持续丰富产品矩阵，重点发力东鹏加气、0糖特饮系列，紧跟年轻化和健康化趋势。渠道方面，除了大力扩展渠道数量，还通过引进优秀销售团队提升管理水平，进一步让利终端激发渠道商积极性。营销方面，利用上市公司的资金优势，维持高强度品牌推广投入，同时不断进行品牌宣传创新，打造年轻化品牌形象。产能方面，公司产能利用率常年维持在高位，本次IPO募集的近10亿元资金将用于支撑产能扩张。目前公司已在广东、广西、重庆和安徽等地布局生产基地，为全国化扩张奠定产能基础。

● 投资建议与盈利预测

我们预计2022-2024年实现营收89.2/110.2/135.3亿元，同比增速分别为27.80%/23.60%/22.73%；实现归母净利润15.3/20.1/24.9亿元，同比增速分别为27.89%/31.84%/23.70%，对应EPS分别为3.81/5.03/6.22元，当前股价对应PE38/29/23X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

全国化进程不及预期、扩产能进程不及预期、市场竞争加剧等。

附表：盈利预测

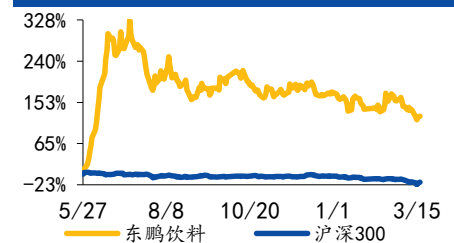
财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4958.50	6977.82	8917.86	11022.07	13527.09
收入同比(%)	17.81	40.72	27.80	23.60	22.73
归母净利润(百万元)	812.06	1192.96	1525.72	2011.55	2488.28
归母净利润同比(%)	42.32	46.90	27.89	31.84	23.70
ROE(%)	42.44	28.15	26.47	25.87	24.24
每股收益(元)	2.03	2.98	3.81	5.03	6.22
市盈率(P/E)	70.61	48.07	37.58	28.51	23.04

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元)	285.0 / 66.63
A股流通股(百万股)	40.01
A股总股本(百万股)	400.01
流通市值(百万元)	5900.67
总市值(百万元)	58993.47

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究：于模糊中寻找确定性—2022年食品饮料行业年度策略》2021.12.10

报告作者

分析师 徐偲
执业证书编号 S002052105003
电话 021-51097188
邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 丁旺
电话 021-51097188
邮箱 dingwang@gyzq.com.cn

联系人 童杰
电话 021-51097188
邮箱 tongjie@gyzq.com.cn

目录

1. 能量饮料：软饮料高光赛道，本土品牌加速崛起.....	5
1.1 消费场景刚性+轻度成瘾性，能量饮料步入高速增长期.....	5
1.2 行业格局：龙头式微，诸侯并起.....	6
1.2.1 泰国红牛深度绑定重体力群体，开创大众化能量饮料市场.....	6
1.2.2 红牛高举高打培育中国市场，一度成为国内能量饮料代名词.....	7
1.2.3 红牛商标之争旷日持久，本土品牌乘势崛起.....	9
1.3 行业空间：大众化趋势延续推动消费者基数提升，人均消费量相对成熟市场仍有较大空间.....	11
1.3.1 能量饮料消费场景多元化，助力消费者基数持续提升.....	11
1.3.2 对标成熟市场，国内人均能量饮料消费量提升空间广阔.....	14
2. 东鹏饮料：战略嗅觉敏锐，以高性价比破局能量饮料赛道.....	15
2.1 东鹏团队深耕饮料行业，私有化改制释放企业活力.....	15
2.2 战略嗅觉敏锐，以极致性价比站稳能量饮料赛道脚跟.....	16
2.3 以经销为主，精耕搭配大流通运营双管齐下.....	18
2.4 财务视角：强营运能力助推高 ROE，盈利能力改善驱动 ROE 上升.....	19
2.4.1 盈利能力：500ML 金瓶放量，业绩持续兑现.....	19
2.4.2 品牌处于高速成长期，高营销投入下公司净利率略低于同业.....	20
2.4.3 产能释放充足，营运能力强于同业.....	24
2.4.4 强营运能力助推高 ROE，盈利能力改善驱动 ROE 上升.....	24
3. 延续优秀产品力与品牌宣传力，战略机遇期大力扩渠道加速全国化.....	25
3.1 极致性价比持续蚕食红牛份额，丰富产品矩阵紧跟消费潮流.....	25
3.2 多维度打造全国化高效营销网络，支撑新兴市场扩张.....	27
3.2.1 加多宝团队赋能渠道管理，重激励打造渠道推力.....	27
3.2.2 渠道数量快速扩张，渠道管理能力同步提升.....	28
3.2.3 让利终端，终端网点覆盖广度深度有望持续优化.....	31
3.3 新零售探索践行者，创新营销打造品牌力.....	33
3.4 募资扩产支撑营收高增，发力营销构建品牌护城河.....	35
4. 盈利预测及投资建议.....	37
5. 风险提示.....	37

图表目录

图 1：2021 年中国网民喝能量饮料的原因（%）.....	5
图 2：软饮料咖啡因、糖含量.....	5
图 3：软饮料行业热度模型.....	5
图 4：软饮料行业满意度测评结果.....	5
图 5：能量饮料增速稳居软饮料赛道第一（亿元）.....	6
图 6：软饮料细分行业市场集中度.....	6
图 7：1999-2001 年泰国市场能量饮料竞争格局.....	7

图 8: 泰国红牛发展历程.....	7
图 9: 固定资产投资增速显著提升.....	8
图 10: 劳动力由农业向第二产业转移.....	8
图 11: 红牛发展历程 (亿元).....	9
图 12: “红牛”商标之争梳理.....	10
图 13: 2020 年中国能量饮料市场竞争格局 (按销售额计算).....	10
图 14: 功能/运动饮料消费人群月收入.....	11
图 15: 后发者纷纷入局.....	11
图 16: 2012-2021 年能量饮料行业市场份额变化 (按销售额, %).....	11
图 17: 中国劳动人口结构.....	12
图 18: 货车司机劳动强度大.....	12
图 19: 2016-2021 年中国快递业务量 CAGR 达 28%.....	12
图 20: 快递人员普遍工作时间长、强度大.....	12
图 21: 职场人加班现状调查.....	13
图 22: 各年龄段加班情况调查.....	13
图 23: 中美健身人口渗透率对比 (%).....	13
图 24: 能量饮料消费新场景.....	13
图 25: 亚太地区国家能量饮料市场发展状况 (亿美元).....	14
图 26: 中美两国能量饮料市场发展状况 (亿美元).....	14
图 27: 各国能量饮料人均消费量(升).....	15
图 28: 各国能量饮料人均消费额(美元).....	15
图 29: 中国能量饮料市场规模及预测.....	15
图 30: 东鹏饮料发展历程.....	16
图 31: 500ML 东鹏特饮包装的细节创新.....	17
图 32: 能量饮料是东鹏的核心收入来源 (万元).....	17
图 33: 500ml 金瓶已成为东鹏核心单品 (万元).....	17
图 34: 各销售渠道销售收入情况 (万元).....	18
图 35: 公司销售模式.....	19
图 36: 2017-2021 营收和归母净利润.....	19
图 37: 2017-2021 年销售毛利率、销售净利率 (%).....	19
图 38: 公司能量饮料产品毛利率.....	20
图 39: 公司 2020 年原材料结构白砂糖和瓶胚占比较高.....	20
图 40: 公司毛利率高于行业均值 (%).....	20
图 41: 公司销售净利率略低于行业均值 (%).....	21
图 42: 2017-2021 年公司费用率结构.....	21
图 43: 公司销售费用率略高于行业均值.....	21
图 44: 公司 2017-2021 年销售费用构成.....	22
图 45: 公司广宣费投入较大.....	23
图 46: 公司销售人员薪酬支出占比高于同业均值.....	23
图 47: 公司人均创收仍有较大优化空间 (万元/人).....	24
图 48: 公司人均创利仍有较大优化空间 (万元/人).....	24
图 49: 公司存货周转率远高于行业均值.....	24

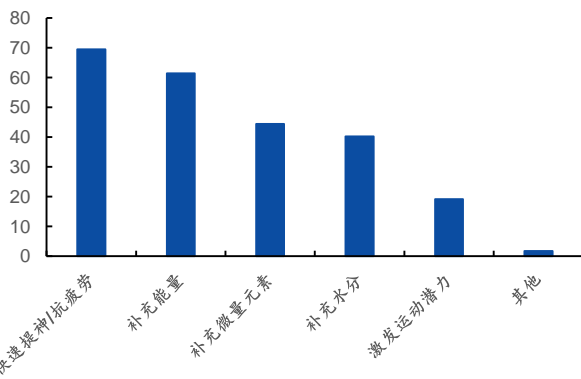
图 50: 公司总资产周转率远高于同业均值	24
图 51: 盈利能力改善驱动 ROE 上升	25
图 52: 东鹏 ROE 高于同业均值	25
图 53: 东鹏加气带来全新口感	27
图 54: 顺应“0 糖”潮流推出新品, 动销良好	27
图 55: 公司全国营销本部管理架构	27
图 56: 2017-2021 年公司各区域营业收入 (万元)	28
图 57: 公司经销商数量	29
图 58: 公司 2021 年经销商区域分布	29
图 59: 2017-2021 年公司各区域经销商数量变化	29
图 60: 公司经销商数量已达行业中上游, 单经销商规模较大 (家; 万元) ..	30
图 61: 鹏讯云商解决方案	31
图 62: 东鹏产品终端毛利率可达 36%	32
图 63: 东鹏春节终端陈列	32
图 64: 对比同业, 东鹏渠道广度/深度仍有较大扩容空间	33
图 65: 对标广东, 东鹏渠道深度仍有较大优化空间	33
图 66: 广告词突出产品满足体力需求	33
图 67: 广告词突出产品满足精神诉求	33
图 68: 功能饮料品牌力变化	34
图 69: 功能饮料类微博信息热度东鹏位列第三	34
图 70: 公司加强地推布局 (万元)	34
图 71: 公司电视台广告占比下降 (万元)	34
图 72: “饱和地推”叠加多元化营销方式	35
图 73: “壹元乐享”扫码促销活动	35
图 74: 公司扫码红包促销活动	35
图 75: 公司全业务线产能及产能利用率情况	36
图 76: 公司能量饮料产能及产能利用率	36
表 1: 各大品牌拓展电竞、音乐节、极限运动等消费场景	14
表 2: 东鹏饮料核心管理团队从业经验丰富	16
表 3: 东鹏在当前主流能量饮料产品中性价比明显	26
表 4: 公司能量饮料产品矩阵持续丰富	26
表 5: 公司各区域单经销商规模 (万元)	30
表 6: 行业销售人员数量对比, 东鹏领先	31
表 7: 募投项目介绍 (万元)	36
表 8: 2021 年产能扩张进展	36
表 9: 2021 年公司目前产能情况	37
表 10: 可比较饮料企业估值对比	37

1. 能量饮料：软饮料高光赛道，本土品牌加速崛起

1.1 消费场景刚性+轻度成瘾性，能量饮料步入高速增长长期

能量饮料兼备刚需属性和轻度成瘾性，消费者粘性高。能量饮料成分多包含咖啡因、牛磺酸和水溶性维生素，以实现提神、提升运动表现的效果，适合的消费场景为体力工作、运动健身、加班熬夜等，可满足消费者缓解疲劳、提振精神和补充能量的刚性诉求。根据艾媒咨询数据，2021年中国消费者喝能量饮料的原因中，快速提神与抗疲劳、补充能量分别占比 69.4%、61.4%，其次补充微量元素、补充水分分别占比 44.4%、40.2%，19.2%的消费用于激发运动潜力。可见，国内能量饮料的消费场景非常明确且具有刚需属性。此外，能量饮料的咖啡因含量和咖啡相仿，明显高于茶类饮品，而糖含量和可乐相仿。因此，能量饮料同样表现出轻度的成瘾性，使得这一赛道具有较高的用户粘性和更长的生命周期。

图 1：2021 年中国网民喝能量饮料的原因 (%)



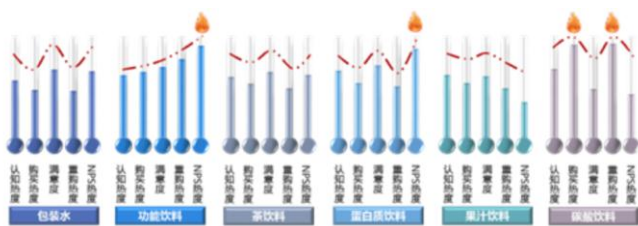
资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所

图 2：软饮料咖啡因、糖含量

软饮料品类	咖啡因含量 (/100g)	糖 (/100g)
能量饮料	31mg	9g
可乐	8mg	12g
咖啡	40mg	0g
茶	11mg	0g

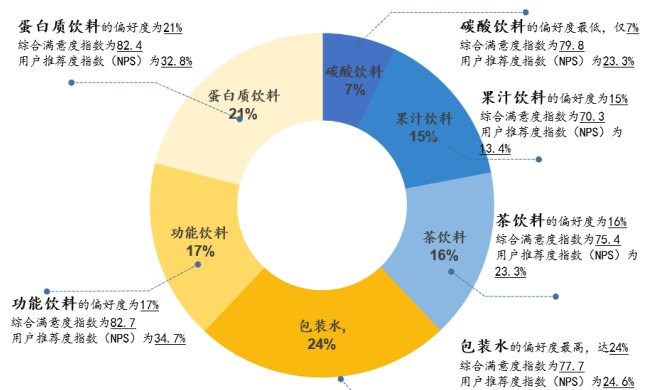
资料来源：USDA、国元证券研究所

图 3：软饮料行业热度模型



资料来源：《2016 年中国饮料行业满意度测评结果》、国元证券研究所

图 4：软饮料行业满意度测评结果



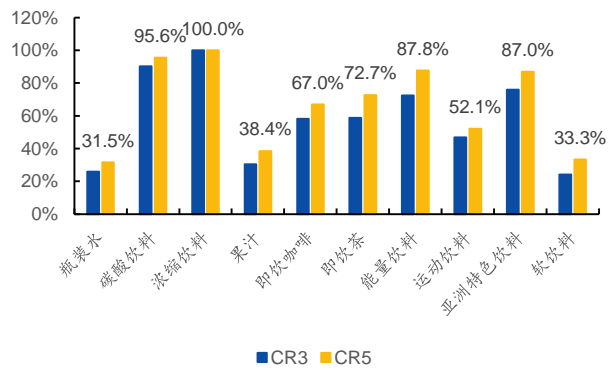
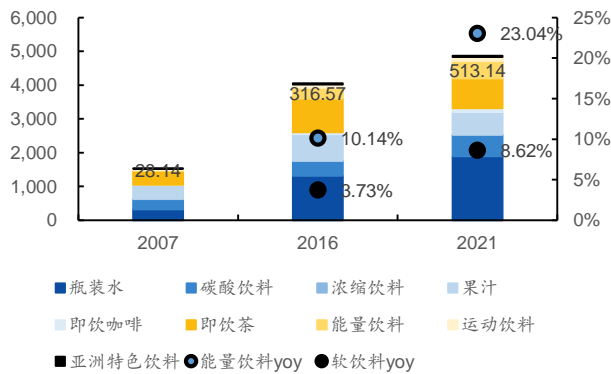
资料来源：《2016 年中国饮料行业满意度测评结果》、国元证券研究所

经过多年培育，能量饮料市场进入快速渗透期。根据欧睿咨询的数据，2021年我国软饮料市场规模已经达到 4868.33 亿元人民币，近五年的复合增速达 8.62%，预计到 2025 年市场规模将达到 7753 亿元左右。软饮料细分板块中，口味型饮料发展更

为成熟，但竞争更为激烈且整体增速放缓。相比之下，我国能量饮料市场起步较晚，1995年红牛进入中国市场以后投入了大量的资金与精力进行消费者培育并逐步进入收获期。根据欧睿咨询的数据，2021年我国能量饮料的市场规模为513.14亿人民币，2007至2021年的CAGR高达23.04%，增速稳居软饮料赛道第一，近五年持续渗透，CAGR超过10%。

图 5：能量饮料增速稳居软饮料赛道第一（亿元）

图 6：软饮料细分行业市场集中度



资料来源：Euromonitor、国元证券研究所（注：2016列为2007-2021年CAGR，2021列为2016-2021年CAGR）

资料来源：Euromonitor、国元证券研究所

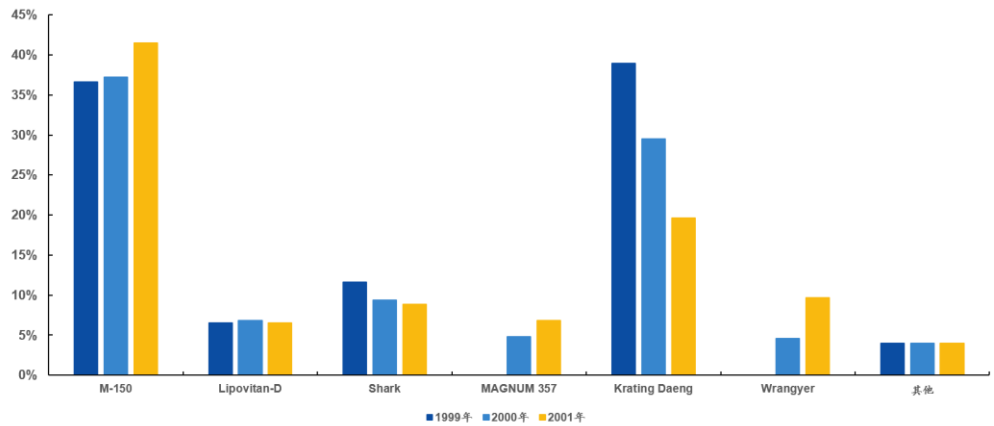
1.2 行业格局：龙头式微，诸侯并起

1.2.1 泰国红牛深度绑定重体力群体，开创大众化能量饮料市场

能量饮料可追溯至1962年日本大正制药推出的“力保健”（Lipovitan-D），其通过加入牛磺酸和B族维生素以实现抗疲劳等功效。但从产品定位看，早期的力保健更接近于药品而非饮料。1965年，力保健开始进入泰国市场，虽然在相当长的时间内，其在泰国市场都被作为药品进行监管，但不妨碍精明的商人在其中看到的市场前景。1975年，泰国天丝制药的创始人许书标创立了红牛品牌，1979年推出功能性饮料品牌红牛（Krating Daeng），配方与力保健类似，但同时加入咖啡因以提神，改进口味。

泰国红牛在创立之初，便定位广大的劳动者市场，除了产品提神和补充体力的功能与体力劳动者的需求高度吻合，其定价亦较为亲民（10泰铢/150ML，当时其消费人群的收入约为5,000-10,000泰铢/月，可以负担每天购买1-2瓶）。1976-1995年，红牛在泰国市场快速渗透，自1984年其市场占有率以大约10%-15%的速度发展，1994年红牛的市场占有率达53%。随后，泰国红牛开启出海战略，走向国际市场，2007年在全球的销售额超过40亿美元，销量超过40亿罐。

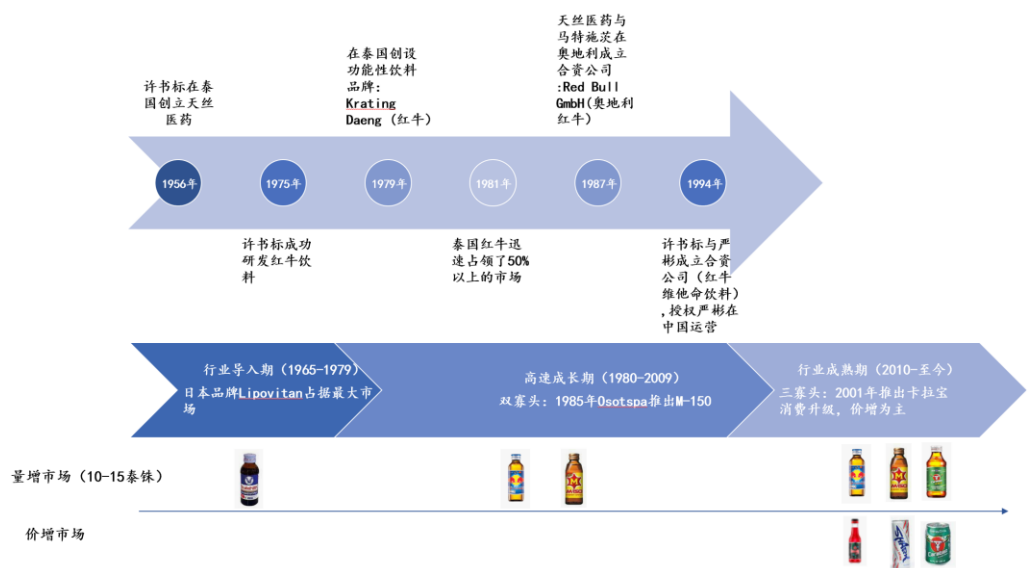
图 7：1999-2001 年泰国市场能量饮料竞争格局



营销活动	终端海报	拳击赛赞助商	线下活动（抽奖）	线下活动
营销内容	红牛搭配白酒蕴含威士忌味道	著名拳击手作为代言人；赠送冠军金项链	奖品从纪念品到黄金	以向卡车司机免费派发试饮的方式抢占曼谷外国的市场
效果	海报画像绑定农民群体	深度绑定国民运动	“喝红牛得奖”成了流行口号	接受度上升后逐渐通往曼谷等大城市

资料来源：《A Studying Marketing Structure and Strategy of Energy Drink》、国元证券研究所

图 8：泰国红牛发展历程



资料来源：中国知网、国元证券研究所

1.2.2 红牛高举高打培育中国市场，一度成为国内能量饮料代名词

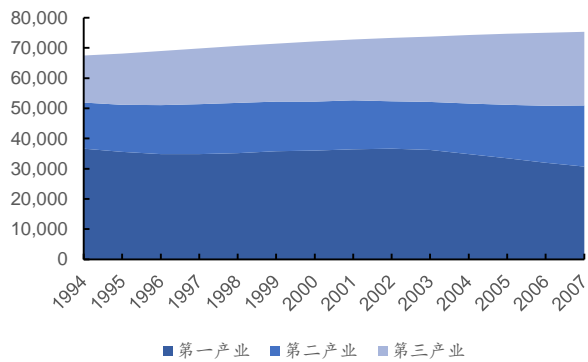
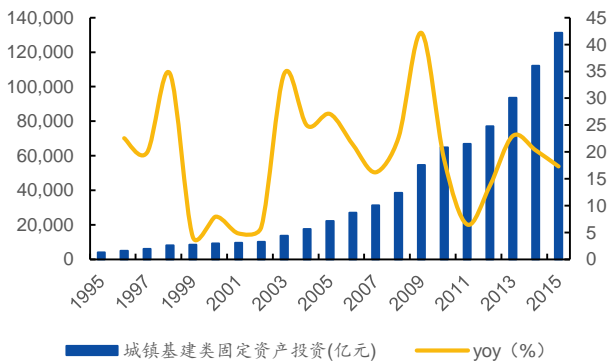
（1）1995-1998 年：红牛高举高打培养消费者认知，能量饮料在国内市场处于导入期。1995 年，泰国华商严彬将红牛（红牛维他命饮料）引入中国，并在 1996 年斥资一亿，以一句“红牛来到中国”首次在央视春晚广告中亮相，以高举高打的姿态开启了国内能量饮料市场的消费者培育之路。不过，由于红牛维他命饮料的高定价（1996-1999 年为 7 元/250ml，后降价为 6 元/250ml，而当时百事可乐和可口可

乐的售价皆为 2-3 元)，与彼时国内消费水平脱节，红牛在国内市场陷入长达多年的导入期。

(2) 1999-2007 年：固定资产投资持续高景气，体力劳动者基数与劳动强度扩大，带动能量饮料市场需求爆发，红牛维他命饮料进入收获期。2003 年开始，基建和房地产等固定资产投资增速显著提升，大量劳动力转向第二产业，从而刺激了能量饮料的需求。截至 2007 年，能量饮料市场规模达 28.14 亿元，1999 至 2007 年 CAGR 高达 42%。虽然这一时期市场规模的快速扩大吸引了不少国内企业入局，但由于市场绝对体量仍然较小且消费群体相对小众，大多数参与者仅是山寨红牛的小作坊而非独立品牌，红牛维他命饮料市场占有率维持在 90% 以上，是当之无愧的能量饮料代名词。

图 9：固定资产投资增速显著提升

图 10：劳动力由农业向第二产业转移

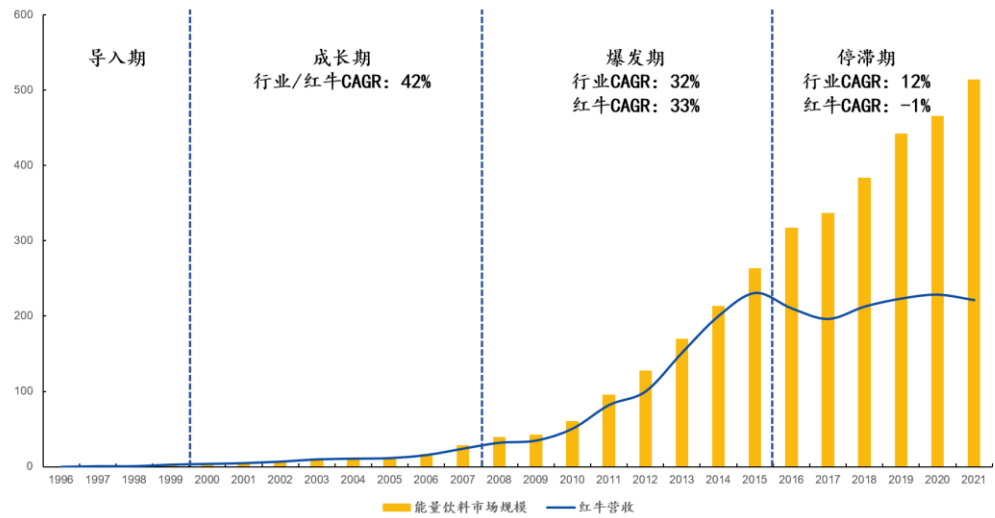


资料来源：Wind、国家统计局、国元证券研究所

资料来源：Wind、国家统计局、国元证券研究所

(3) 2008-2015 年：国内居民消费水平显著提升，北京奥运会催化全民体育热情，能量饮料向大众消费者渗透，CAGR 达 32%。随着国民收入的持续增长以及北京奥运会带动全民体育热情的提升，能量饮料开始向大众消费者加速渗透，市场规模从 39 亿增长至 263 亿元，CAGR 仍然高达 32%。虽然这一时期国内能量饮料的绝对龙头仍是红牛维他命饮料（市占率保持在 75% 之上），但其逾百亿体量的市场规模以及持续多年的超高速增长使得同行觊觎已久，其中既包括东鹏等本土的竞争者，也包括能量饮料的鼻祖泰国红牛。红牛维他命饮料在享受行业红利的同时，即将面临行业格局的剧变。

图 11：红牛发展历程（亿元）

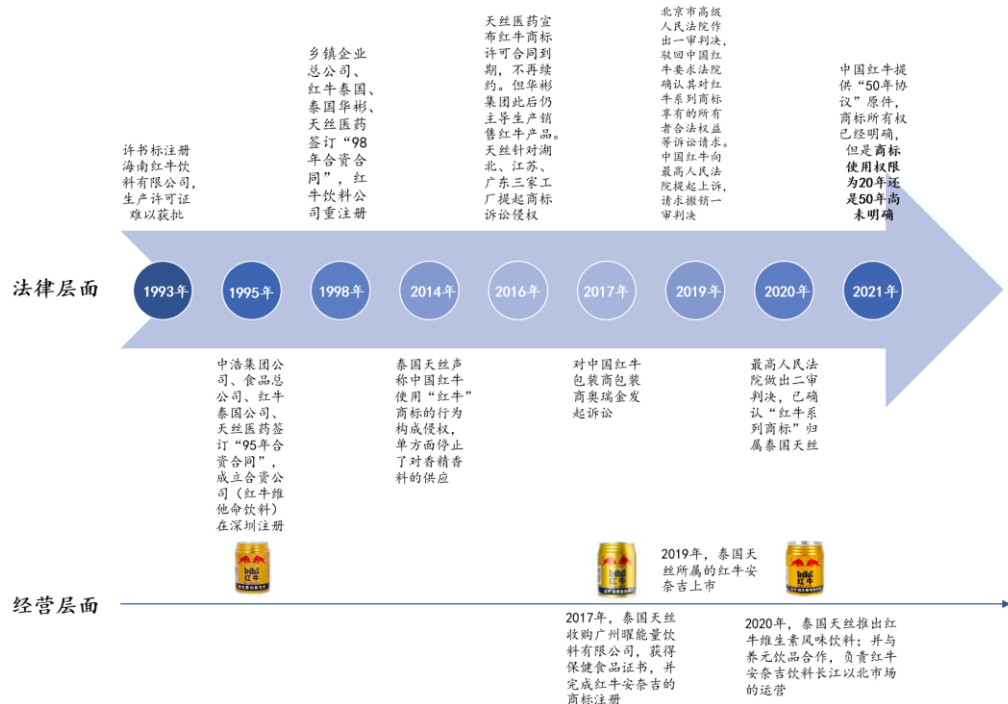


资料来源：无冕财经、欧睿、国元证券研究所

1.2.3 红牛商标之争旷日持久，本土品牌乘势崛起

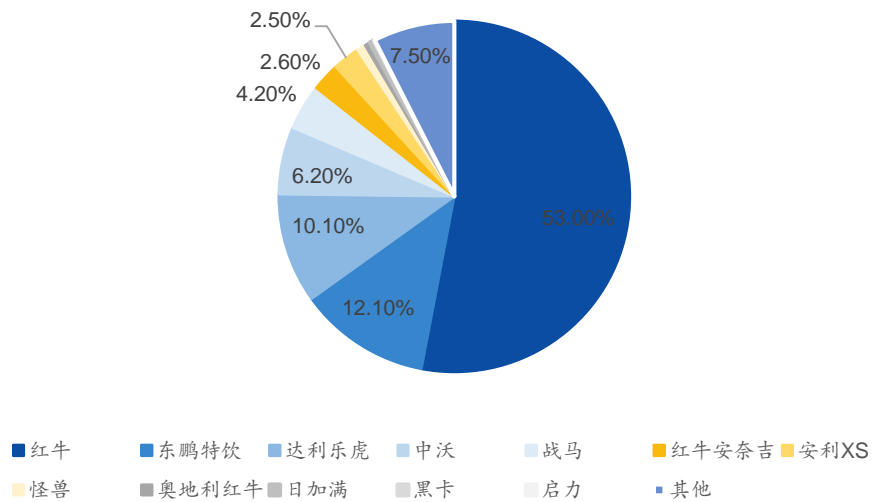
2016 年爆发的红牛商标之争旷日持久，“红牛”品牌在国内市场形象受损。借着红牛在泰国市场的风靡，1993 年许书标在海南设立海南红牛饮料有限公司（简称“海南红牛”），意图中国市场。但囿于彼时中国消费者收入水平、消费心理以及外商投资政策等，海南红牛举步维艰。1995 年，中浩集团公司、食品总公司、红牛泰国公司、天丝医药签订 95 年合资合同，成立合资公司（红牛维他命饮料），授权严彬先生负责管理合资公司在中国当地运营。2016 年，泰国天丝医药宣布商标许可合同到期，但中国红牛仍在继续生产红牛产品，自此，围绕商标之争，中泰双方展开了一系列的诉讼，2021 年最高人民法院作出二审判决，认定商标归属于泰国天丝，但是对于商标权限究竟 20 年还是 50 年的判定仍不明确。2022 年 3 月，中国红牛公告提供 50 年协议原件（其中明确约定：1995 年开始的 50 年之内，只有中国红牛才能独家生产销售红牛饮料），给红牛商标纠纷再添变数。旷日持久的商标纠纷使得“红牛”品牌在国内市场严重受损，停止重金投入的中国红牛无法保持足够的品牌露出，渠道商囿于未来的不确定性以及潜在的法律风险而积极性受到打击，国内市场同时存在的三款包装和名字高度一致的红牛产品亦使得消费者产生困惑。2016 年之前，红牛在国内能量饮料市场的占有率一直保持在 75% 以上，而仅仅 5 年后的 2020 年，中国红牛的市占率已下滑至 53%，其在国内的强劲发展势头戛然而止。

图 12：“红牛”商标之争梳理



资料来源: 裁判文书网、虎嗅网、中国红牛官网、国元证券研究所

图 13: 2020 年中国能量饮料市场竞争格局 (按销售额计算)

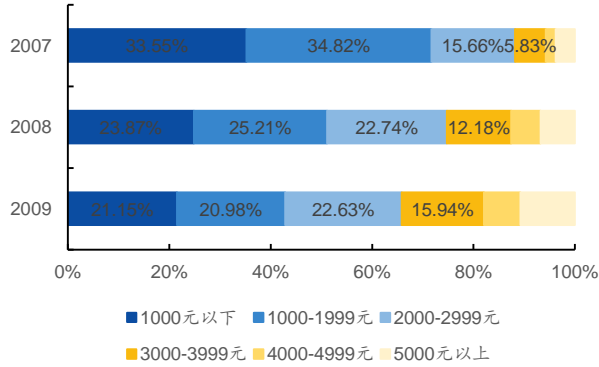


资料来源: 欧睿咨询、国元证券研究所

龙头式微，诸侯并起。红牛进入中国市场之初，一方面为了保持品牌调性，另一方面为了弥补市场培育所需的大量营销投入，采取了高定价策略。虽然后来红牛在国内大获成功，但其消费人群大部分为价格敏感型消费者，根据 CNRS 的数据，消费人群中月收入低于 3000 元的占比较高，2007-2009 年均超过六成，充足的利润空间和消费者对平替产品的潜在需求吸引众多后来者入局，而红牛的商标纠纷为诸侯

的崛起创造了天时。近年来，本土品牌代表东鹏特饮/达利乐虎/中沃/战马等持续蚕食红牛市场份额，2020年上述品牌占率分别达到12.10%/10.10%/6.20%/4.20%。

图 14：功能/运动饮料消费人群月收入



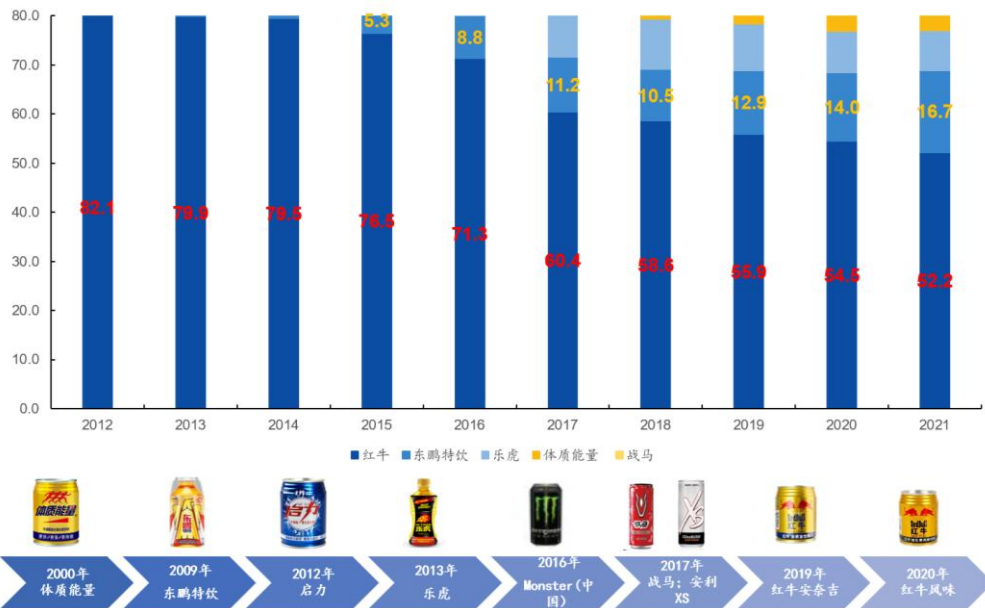
资料来源：CNRS、国元证券研究所

图 15：后发者纷纷入局



资料来源：国元证券研究所

图 16：2012-2021 年能量饮料行业市场份额变化（按销售额，%）



资料来源：欧睿、各公司官网、国元证券研究所

1.3 行业空间：大众化趋势延续推动消费者基数提升，人均消费量相对成熟市场仍有较大空间

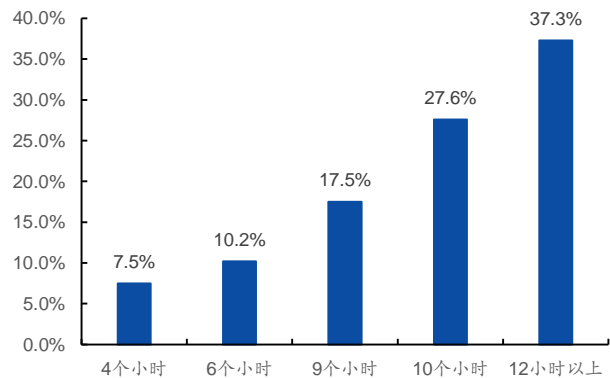
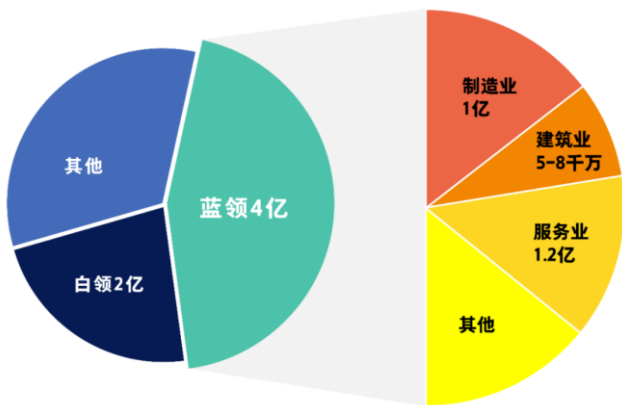
1.3.1 能量饮料消费场景多元化，助力消费者基数持续提升

蓝领工人数量庞大且工作强度高，支撑能量饮料消费基本盘。目前中国蓝领工人达到 4 亿人，广泛分布在制造业、建筑业及服务业等领域。虽然我国蓝领数量增长趋缓，但其工作强度日益提升，仍能支撑对能量饮料的消费需求。**长途驾驶**：根据《2021 年货车司机从业状况调查报告》，37.3%的货车司机日均工作时长在 12 小时以上；工作时长在 10 小时和 8 小时左右的分别为 27.6%和 17.5%，可见其普遍工

作时间长、劳动强度大。**快递、外卖等服务业**：随着电商的蓬勃发展，快递业务量不断增长，快递员的人数及其平均工作时长也随之增长。2021年，我国快递年业务量首次突破千亿件，2016年至2021年的复合增长率达到28%。而从2016年至2018年，中国快递员数量增长了50%，总数量已经突破300万人。并且，我国快递从业人员每天工作8-10小时的占46.85%，每天工作10-12小时的占33.69%，近两成从业人员工作12小时以上，末端揽投人员每天工作10小时以上的比例更高。根据美国2020年财报和《2020饿了么蓝骑士调研报告》，两大平台合计外卖骑手已超过1200万人，在疫情背景下，外卖配送人员有望进一步扩张。

图 17：中国劳动人口结构

图 18：货车司机劳动强度大

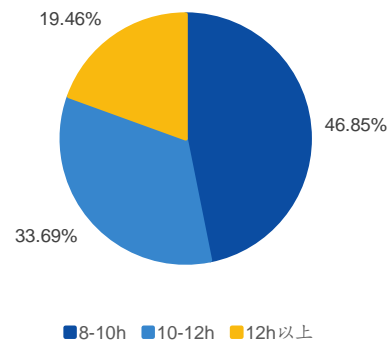
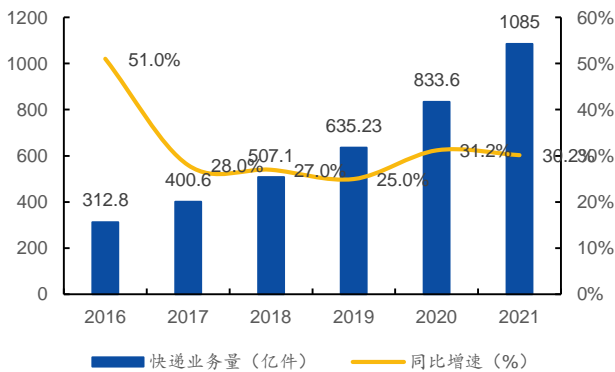


资料来源：时代数据、国家统计局、国元证券研究所

资料来源：《2021年货车司机从业状况调查报告》、国元证券研究所

图 19：2016-2021 年中国快递业务量 CAGR 达 28%

图 20：快递人员普遍工作时间长、强度大



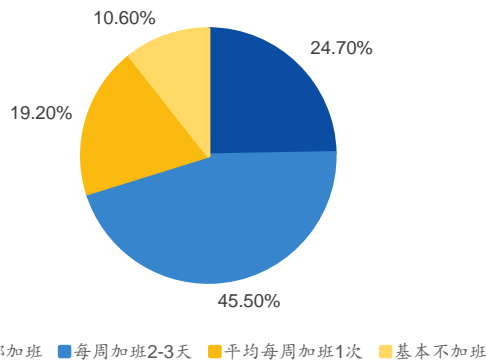
资料来源：中华人民共和国交通运输部、前瞻物流产业研究院、国元证券研究所

资料来源：中华人民共和国交通运输部、前瞻物流产业研究院、国元证券研究所

能量饮料向新型休闲化消费场景渗透，支撑消费者基数扩大。随着消费者教育的持续推进，能量饮料不仅从传统的蓝领工人向经常需要熬夜加班的白领群体延伸，还开始渗透进运动健身、考试培训、聚会派对、电竞、旅行等更多休闲化的消费场景，消费者基数持续扩大。**加班熬夜**：根据 BOSS 直聘联合微博职场得出的《2019 职场人加班现状调查报告》，仅一成的职场人可以基本不加班，24.7%的职场人每天都加班，其中年龄越小的群体加班的比例越高，95 后的职场新人每周都加班的占比达

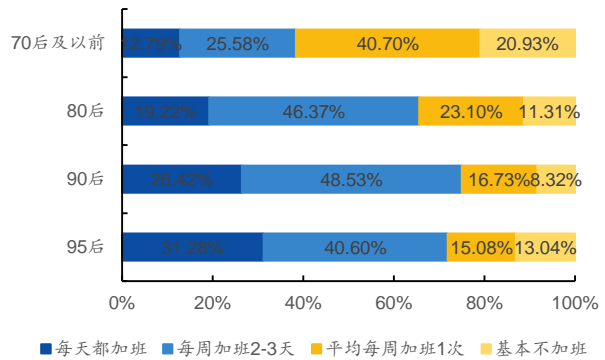
到31%。并且从加班时长来看，“90后”职场人加班时长在1-3小时的占比超9成，其次为3小时以上，占比5.83%。**运动健身：**功能饮料与运动场景存在强连接，健身场景的即饮需求旺盛，并且货柜低SKU促使消费者一旦产生购买，就有可能形成复购行为。此外，随着国民健康意识不断增强，我国的健身场景也在不断扩大，根据《2018-2019 健身行业白皮书》中显示，2018-2019 年全国健身房总数量达97746家，2020年经常参加体育锻炼的人数达到约4.35亿人。**电竞市场：**根据电竞分析公司Newzoo的数据，在中国市场有36%的玩家会在玩游戏时喝功能饮料，能量饮料厂商赞助电竞、音乐节等活动更能贴合新时代年轻人的消费场景，符合年轻化趋势。

图 21：职场人加班现状调查



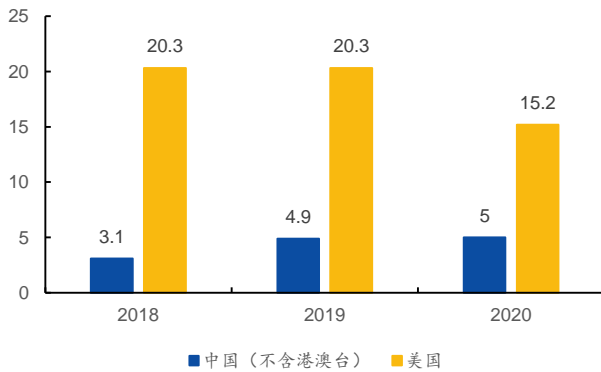
资料来源：《2019 职场人加班现状调查报告》、国元证券研究所

图 22：各年龄段加班情况调查



资料来源：《2019 职场人加班现状调查报告》、国元证券研究所

图 23：中美健身人口渗透率对比 (%)



资料来源：《2021 年中国健身行业数据报告》、国元证券研究所

图 24：能量饮料消费新场景



资料来源：天猫、国元证券研究所

表 1: 各大品牌拓展电竞、音乐节、极限运动等消费场景

	电竞	音乐节	极限运动
东鹏特饮	2016 年赞助七彩虹 CGU; 2017 年赞助 NESO 全国电子竞技公开赛; 2018 年至今成为 RNG 指定官方能量饮料	2017 年中国大学生音乐节	-
乐虎	-	-	2017 年, 赞助国际汽联 F4 中国锦标赛, 成为官方战略合作伙伴、官方指定功能性饮料、中国方程式大奖赛总冠军及 2017 赛季漂移活动冠名
战马	2017 年成为 LPL 官方赞助商; 2018 年赞助 EDG 电竞俱乐部	2020 年西湖音乐节	2021 战马 X 潮运汇极限运动嘉年华
Monster	2017 年牵手 LPL 著名战队 WE; 2018 年成为 PSG.LGD 的官方饮料合作伙伴; 2019 年与《王者荣耀》合作推出了联名款瓶罐; 2021 年赞助滔博电竞俱乐部	多次赞助音乐节如草莓音乐节、330 金属音乐节等; 赞助多支国内乐队, 如窒息乐队、夜叉乐队等	-
奥地利红牛	2021 年赞助 EDG 战队征战英雄联盟 S11; 推出手游电竞赛事 Red Bull M.E.O.	-	截止到 2012 年, 红牛在全球赞助了 600 名极限运动员, 涉及了 160 种惊险的运动项目
XS	-	-	2018 年成为环塔拉力赛的特约赞助商
外星人	2021 年赞助 KPL 王者荣耀职业联赛春季赛 (KPL)	2020 年北京草莓音乐节	-

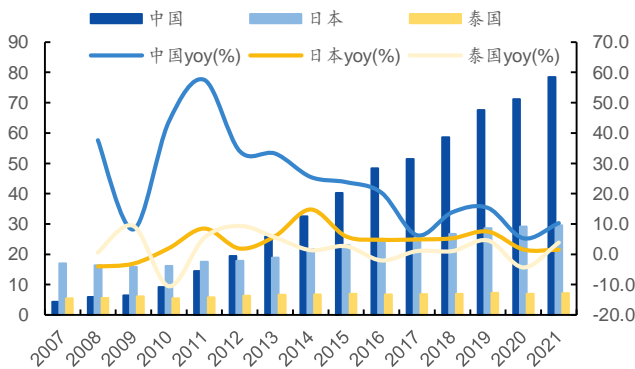
资料来源: 各公司官网、国元证券研究所

1.3.2 对标成熟市场, 国内人均能量饮料消费量提升空间广阔

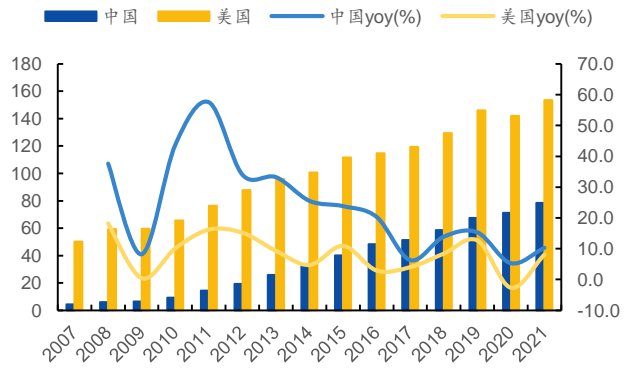
根据欧睿的数据, 2021 年美国、日本和泰国的人均能量饮料消费量分别为 8.9L、3.9L 和 4.5L, 而中国人均消费量仅为 1.8L。同期美国、日本和泰国的人均能量饮料消费额更是中国市场的 8.3 倍、4.2 倍和 1.9 倍。可见, 相比成熟市场, 我国能量饮料还有广阔的发展空间。根据欧睿的数据, 2021 年中国能量饮料的销售量/销售额已经达到 25.79 亿升/513 亿元, 预测 2021-2026 年的销售量/销售额 CAGR 可以达到 6%/7%。

图 25: 亚太地区国家能量饮料市场发展状况 (亿美元)

图 26: 中美两国能量饮料市场发展状况 (亿美元)

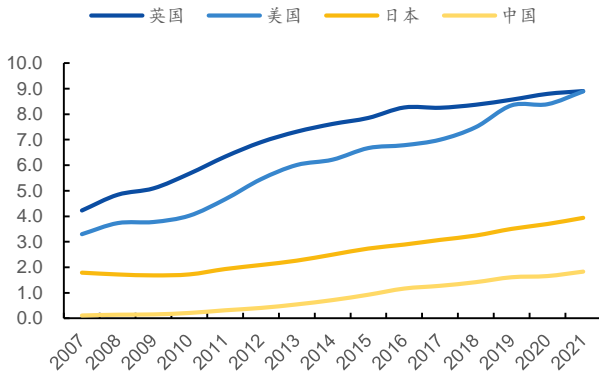


资料来源: Euromonitor、国元证券研究所



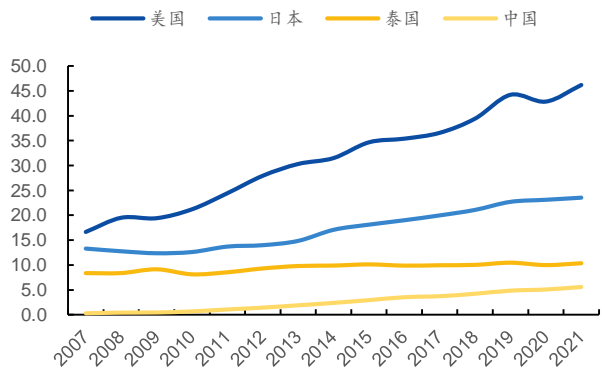
资料来源: Euromonitor、国元证券研究所

图 27：各国能量饮料人均消费量(升)



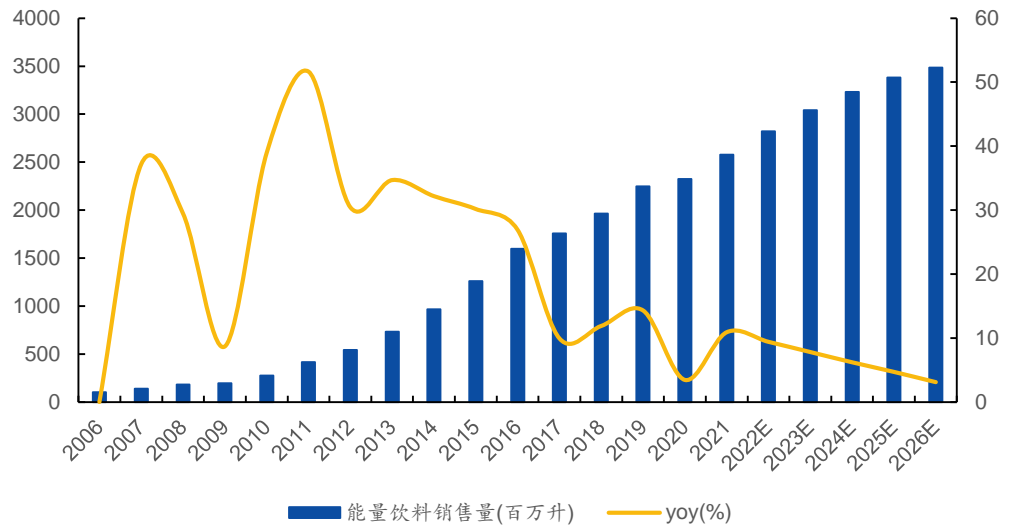
资料来源：Euromonitor、国元证券研究所

图 28：各国能量饮料人均消费额(美元)



资料来源：Euromonitor、国元证券研究所

图 29：中国能量饮料市场规模及预测



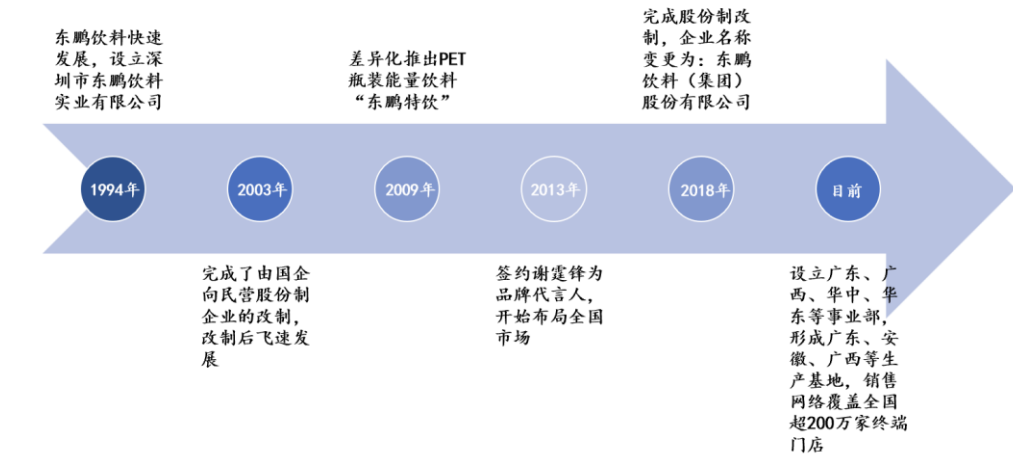
资料来源：Euromonitor、国元证券研究所

2. 东鹏饮料：战略嗅觉敏锐，以高性价比破局能量饮料赛道

2.1 东鹏团队深耕饮料行业，私有化改制释放企业活力

深圳本土老牌饮料企业，私有化后释放活力。东鹏饮料起步于 1994 年，是深圳本土的老牌饮料企业但经营效益长期不佳。2003 年，时任销售总经理的林木勤接手东鹏并进行私有化改制。2010 年，东鹏的产值达到 2.5 亿元，而 2003 年仅有 1500 万元，公司私有化后经营活力得以释放。东鹏核心管理团队均拥有丰富的软饮料行业从业经验，且通过股权激励深度绑定团队利益。2003 年改制至今，公司管理团队稳定，核心管理成员均未流失。

图 30：东鹏饮料发展历程



资料来源：公司官网、国元证券研究所

表 2：东鹏饮料核心管理团队从业经验丰富

姓名	职务	背景
林木勤	董事长、总裁	毕业于中山大学工商管理专业，硕士学历；深耕饮料行业 23 年。
林木港	董事、执行总裁	毕业于北京大学工商管理专业，硕士学历；深耕饮料行业 21 年。
林戴钦	董事、大区销售总监	2008 年加入公司，历任区域经理、事业部副总经理；深耕饮料行业 13 年。
李达文	董事、服务处经理	1992 年加入公司，历任大区销售总监；深耕饮料行业 29 年。
刘美丽	董事、副总裁	2000 年加入公司，深耕饮料行业 21 年。
刘丽华	副总裁、董事会秘书	毕业于四川大学工商管理专业，硕士学历；历任中铁信托高级研发经理、招商证券投行部董事；2018 年加入公司历任财务管理中心负责人。
卢义富	副总裁	历任加多宝分公司总经理、香飘飘营销中心总经理；2018 年加入公司，历任全国营销本部负责人。
蒋薇薇	副总裁	2017 年加入公司，从事营销类工作逾 19 年。
胡海斌	核心技术人员	2001 年加入公司，历任品控部经理、质量技术中心总经理、质量技术研发中心总工程师、研发管理中心总工程师；拥有 3 项发明专利、5 项实用新型专利。
李学莉	核心技术人员	2014 年加入公司，历任东鹏饮料及其前身产品研发工艺工程师、质量技术中心技术经理、质量技术研发中心技术副总监、研发管理中心研发管理副总监；拥有 1 项发明专利、3 项实用新型。

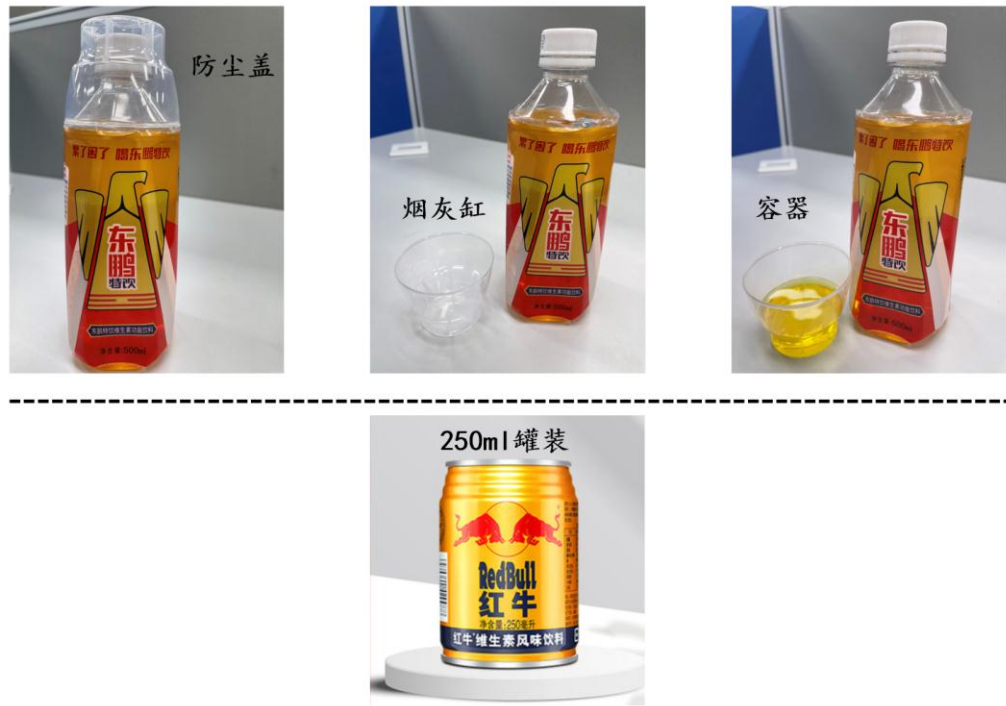
资料来源：公司公告、国元证券研究所

2.2 战略嗅觉敏锐，以极致性价比站稳能量饮料赛道脚跟

前瞻布局能量饮料赛道，以极致性价比站稳脚跟。2009 年，国内能量饮料行业虽然正处于高速发展期，但总体规模相对于软饮料行业仍然很小，且红牛一家独大的地位看似难以撼动，因此彼时本土能量饮料品牌大多是红牛的山寨品。而曾任红牛代工厂厂长的林木勤先生敏锐地抓住了能量饮料行业的爆发窗口，打着“同样的品质，零售价只有别人一半”的旗号，以包装和价格的极致差异化产品入局能量饮料市场。虽然红牛在产品研发、品牌宣传以及渠道布局等方面具有多年的先发优势，但能量饮料的主要客群广大体力劳动者属于价格敏感者，东鹏通过推出售价仅 2.5 元的 250ml 金瓶东鹏特饮，直击消费者痛点并大获成功。渠道方面，东鹏饮料则避开了红牛的“大本营”北方区域和一部分重点城市，选择以广东省为主要根据地和地级市、县乡镇等下沉市场。2013 年，能量饮料市场同比增长 36%，而东鹏特饮则以

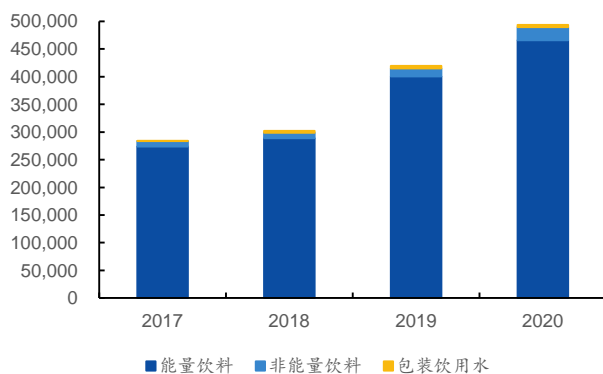
100%的年增长率创下了华南销售支数第一、全国销量领先的市场业绩。自 2018 年起，东鹏开始大力推广 500ml 金瓶，新包装一方面以 PET 为材料降低成本从而保证产品的高性价比售价，另一方面通过众多细节的创新更好地满足消费者需求。500ml 金瓶东鹏快速接棒 250ml 金瓶产品成为公司爆品，2017-2021 年的销售收入同比增长 1241.53%、171.24%、42.40%和 60.84%，至 2021 年，其占能量饮料的比例达到 76.21%。

图 31：500ML 东鹏特饮包装的细节创新



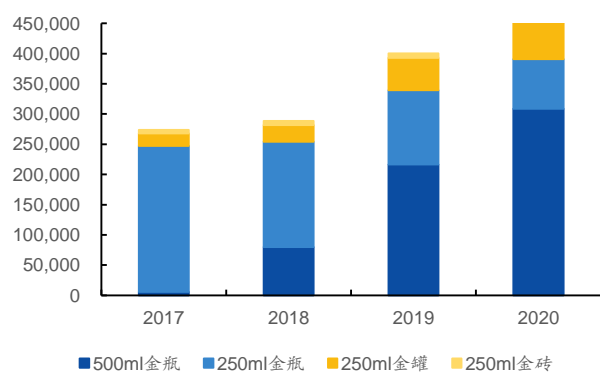
资料来源：天猫、国元证券研究所

图 32：能量饮料是东鹏的核心收入来源（万元）



资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

图 33：500ml 金瓶已成为东鹏核心单品（万元）

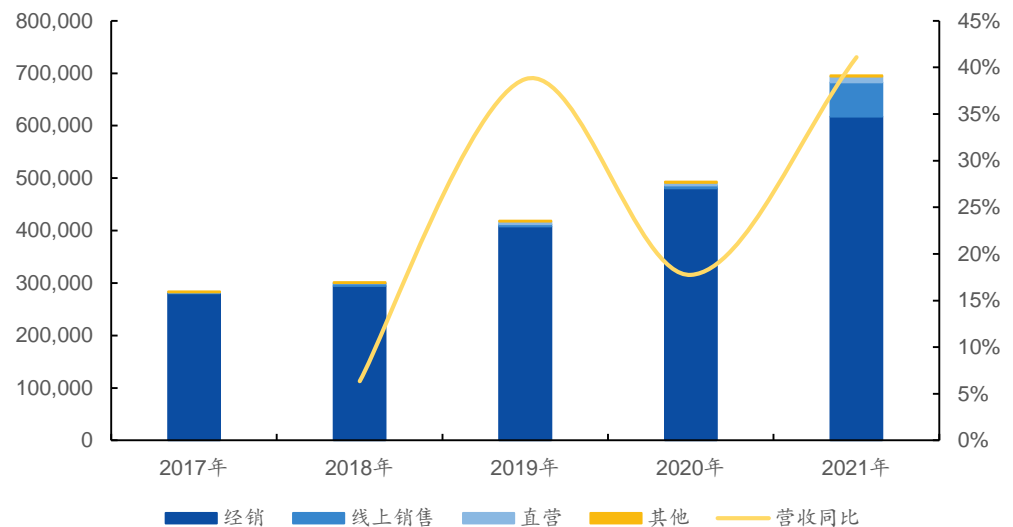


资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

2.3 以经销为主，精耕搭配大流通运营双管齐下

公司销售模式以经销模式为主，与直营、线上等多种销售模式相结合，形成了全方位、立体化的销售体系。截至 2021 年年末，公司已形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，共有 2,312 家经销商，销售网络覆盖全国超 200 万家终端门店。2017-2021 年经销渠道的销售收入占比均超过 85%，同比增长迅速。此外，公司发力线上销售，与天猫、京东等主流线上销售平台建立合作关系，2021 年线上销售金额同比增长 88.42%，增速超过主营收入增长一倍。

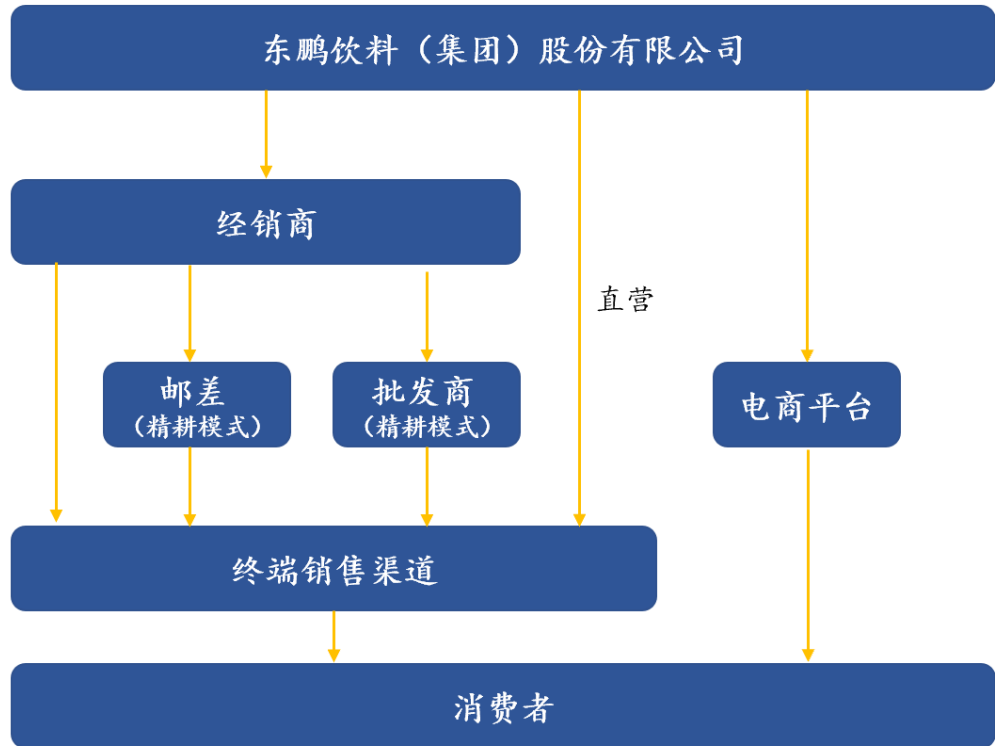
图 34：各销售渠道销售收入情况（万元）



资料来源：公司公告、东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

全国化战略进行时，精耕搭配大流通运营双管齐下。公司针对全国不同的区域，因地制宜，采用精耕和大流通两种模式进行渠道铺设和运营。**精耕模式：**公司在广东、广西、华东、华中等核心市场采取精耕运营模式，通过配备经验丰富的销售业务人员与经销商、邮差/批发商及终端门店共同进行销售市场和消费者的维护及开发。**大流通模式：**公司在华北、西南、北方等潜力市场采取大流通运营模式。公司先让直营团队进行开拓，进入加油站、商超、连锁便利店等渠道建立品牌形象，随后与拥有强势资源的经销商进行紧密合作，采取大流通模式开始铺货，在此期间公司也会支持该区域的广告费用，如公交站、地方电台、T 牌广告等。随着区域渗透率提升，会逐步转为精耕模式。

图 35：公司销售模式



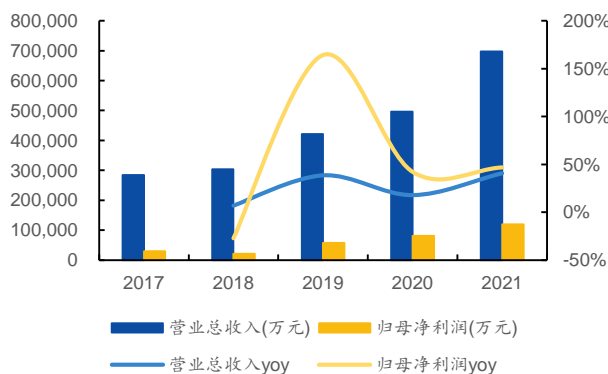
资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

2.4 财务视角：强营运能力助推高 ROE，盈利能力改善驱动 ROE 上升

2.4.1 盈利能力：500ML 金瓶放量，业绩持续兑现

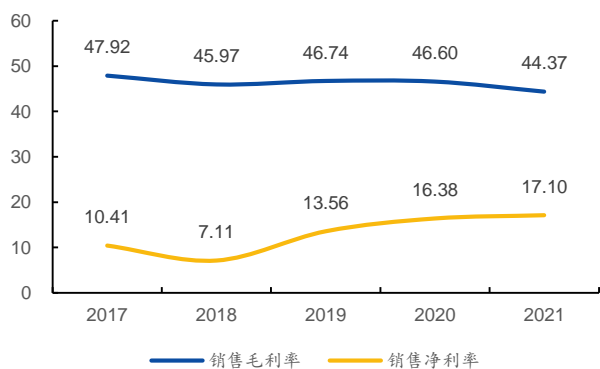
营收层面：500ML 金瓶放量，营收持续增长。2017 年至 2021 年，公司营业收入从 28.44 亿元增长至 67.78 亿元，CAGR 超过 25%，归母净利润从 2.96 亿元增长至近 12 亿元，CAGR 超过 40%。其中，500ml 金瓶在 2019 年-2021 年销量的快速攀升，带动公司整体销售收入实现快速增长。

图 36：2017-2021 营收和归母净利润



资料来源：Wind、国元证券研究所

图 37：2017-2021 年销售毛利率、销售净利率 (%)



资料来源：Wind、国元证券研究所

成本层面：公司毛利率总体保持高位稳定，且高于行业平均水平。2017-2021 年，

公司的销售毛利率稳定在 45%以上。从 2020 年公司的产品成本结构来看，白砂糖和瓶胚占比较高，合计达 43%，公司通过锁价等方式降低采购成本，原材料价格保持稳定。从能量饮料产品的毛利率来看，其总体与公司主营收入毛利率保持一致，稳定在高位 49%左右。其中，公司大单品 500ml 金瓶毛利率上升系原材料市场价格下降，250ml 金瓶特饮和 250ml 金罐特饮毛利率有所下降系公司下调出厂价格和单价。此外，2017-2020 年非能量饮料和包装饮用水的毛利率均有一定程度的改善，系产量上升，单位成本同比下降，市场不断扩大。

图 38：公司能量饮料产品毛利率

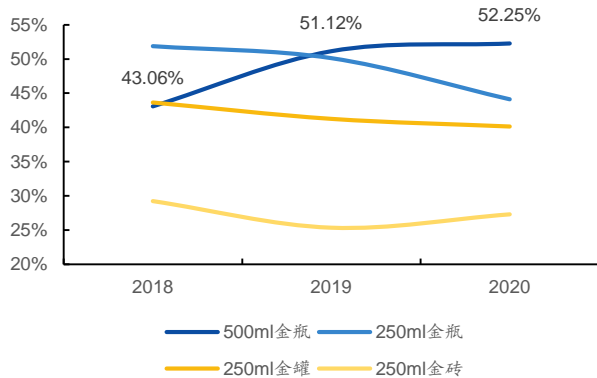
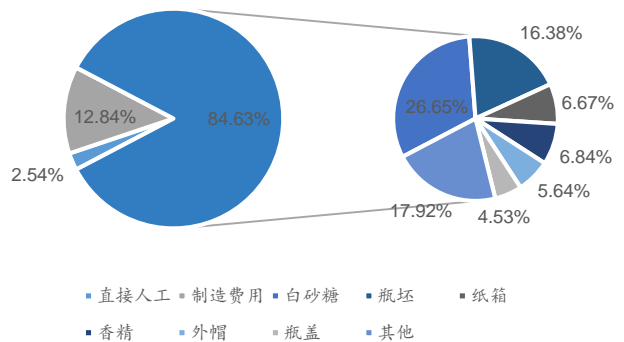


图 39：公司 2020 年原材料结构白砂糖和瓶胚占比较高

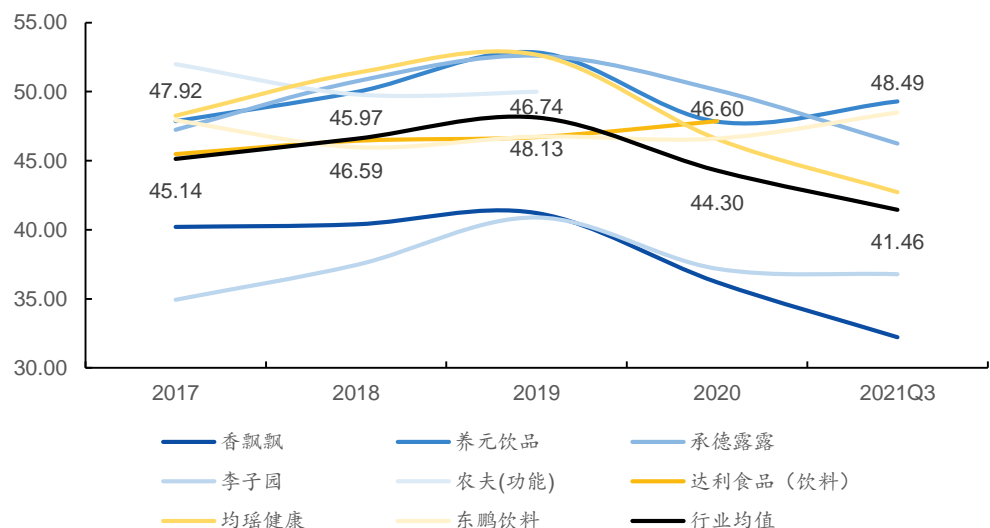


资料来源：Wind、国元证券研究所

资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

规模效应优势放大，毛利率高于行业平均水平。在贯彻执行定位大众市场的低价策略同时，公司通过严格的成本管控保持优异的盈利能力，并且规模效应优势不断放大，2021 年毛利率接近 45%，远高于行业平均水平，优秀的盈利能力为企业后续深耕渠道以及塑造品牌力赢得空间。

图 40：公司毛利率高于行业均值 (%)



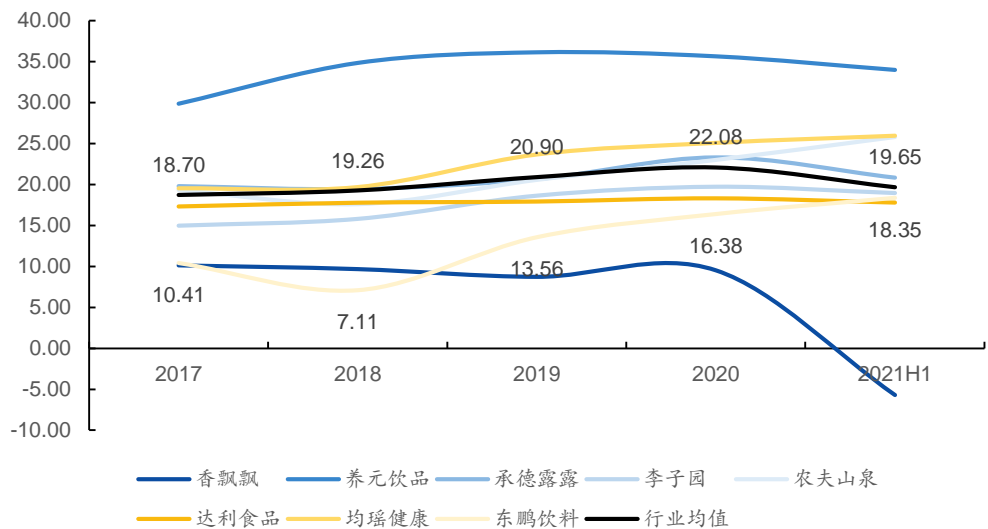
资料来源：Wind、国元证券研究所

2.4.2 品牌处于高速成长期，高营销投入下公司净利率略低于同业

净利率层面：稳步上升，高营销投入下略低于行业均值。公司的销售净利率自

2018年起稳步上升，截至2021年已达到17.1%。由于公司正处于高速成长期，在能量饮料行业快速扩容的时期，公司对于品牌宣传和营销的需求和投入较大，因而净利率受销售支出拖累，略低于行业均值，相比于同业如农夫山泉、达利等大型企业处于成熟期，存在规模效应，收入规模可以较好的摊薄销售费用支出，并且其产品线较为完备稳定，净利率相对较高。

图 41：公司销售净利率略低于行业均值（%）

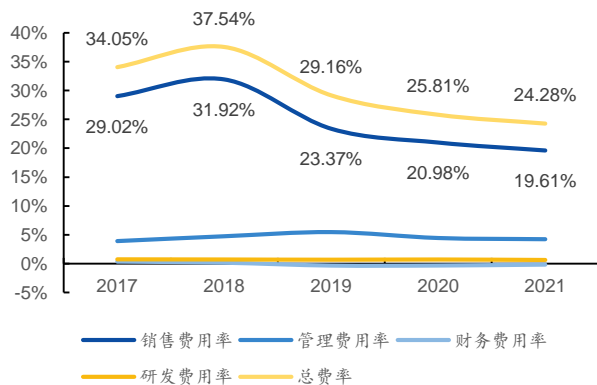


资料来源：Wind、国元证券研究所

由于高销售费用是公司净利率尚不及同业的主要原因，下文主要从公司销售费用的构成、横向对比和纵向对比三个方面进行阐述分析，得出公司的销售费用费率、支出产生的效能方面均存在较大的优化空间。

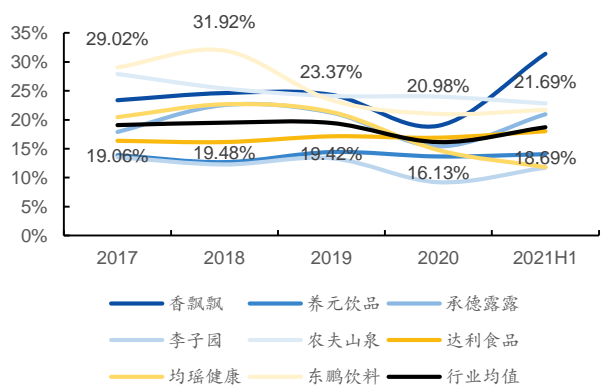
销售费用率因规模效应呈下降趋势，未来仍存在优化空间。2019-2021年，公司总体的费用率从28.49%下降至24.38%，销售费用率从23.37%下降至19.61%，原因系收入快速增长且运输费重分类至营业成本。从绝对值来看，2021年因上市增加了专案推广1.2亿元的支出，销售费用同比上升58%，从同业比较看，其销售费用率略高于行业平均值，但是差距在逐渐缩小。

图 42：2017-2021 年公司费用率结构



资料来源：Wind、国元证券研究所

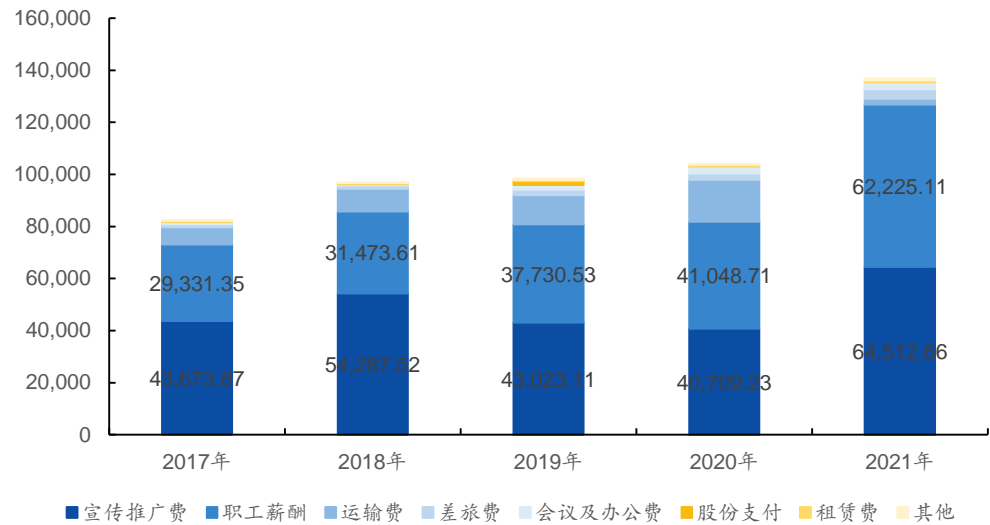
图 43：公司销售费用率略高于行业均值



资料来源：Wind、各公司公告、国元证券研究所

从销售费用构成来看：职工薪酬逐年上升，广告宣传费占比未来存在缩小趋势。

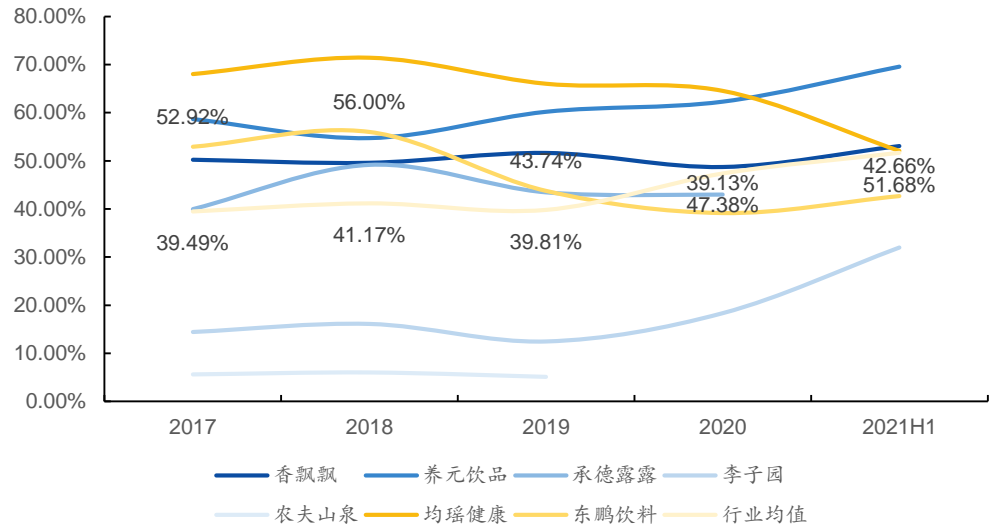
图 44：公司 2017-2021 年销售费用构成



资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所

(1) 宣传推广费有望随公司规模上升而费率摊薄。公司宣传推广支出较大，但 2020 年-2021H1 已经低于行业的平均水平，未来有望随着公司营收拉升，宣传推广费占比进一步下降。2018 年，公司广告宣传费支出较 2017 年上升 1.4 亿元，拉升销售费用率上升至 31.92%，系俄罗斯世界杯期间，公司投入约 1.5 亿元与中央电视台、广东体育频道、今日头条、优酷等媒体平台在赛事直播赞助、广告投放、内容运营等方面开展合作。2019 年，公司宣传推广费有所下降系采用饱和式营销策略，加强地推户外广告，使用“地面广告”直接对消费者进行高密度覆盖，提升了公司品牌辨识度的同时，降低了公司宣传推广的成本。2020 年，公司宣传推广费支出减少系新冠疫情影响，公司对于电视电台的广告投入降低。2021 年，由于上市专案传播支出和户外渠道推广费用上市，拉升销售费用。

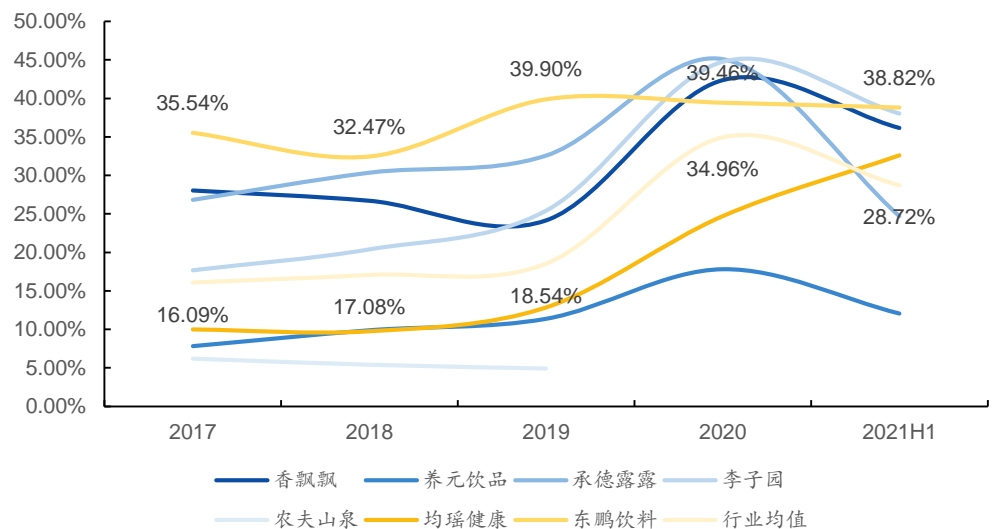
图 45：公司广宣费投入较大



资料来源：Wind、各公司公告、国元证券研究所（注：农夫山泉仅 2017-2019 数据）

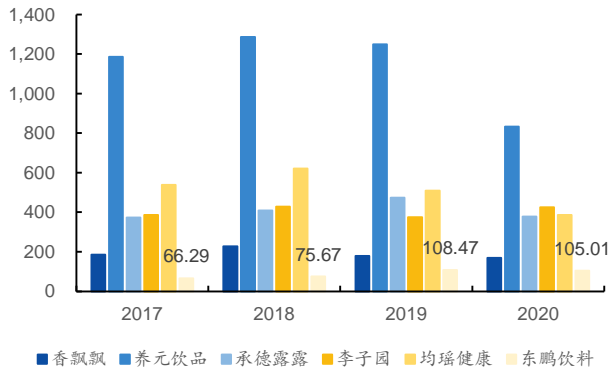
(2) 职工薪酬高于同业均值，产品放量后人均创收/创利还有较大拉升空间。公司销售人员薪酬支出占比高于同业均值，2021 年达 45%，人均薪酬达 11.49 万元，而公司销售人员人均创收/人均创利分别为 128 万元、22 万元，同比增长 23%和 30%。从横向比较看，公司人均效益仍低于行业平均水平，主要原因系：1) 精耕战略下，公司主攻县乡镇等下沉市场，在各个深耕区域有较多的基层销售人员；2) 为促进公司的销售人员的积极性，其薪酬制度为底薪+提成，上不封顶。3) 部分市场仍属于开拓阶段，需要大量的人力资源投入，而空白市场的培育需要 2-3 年，产品尚未完全导入和放量。因此公司销售人员薪酬支出占比高于同业均值，存在较多优化增效空间。

图 46：公司销售人员薪酬支出占比高于同业均值



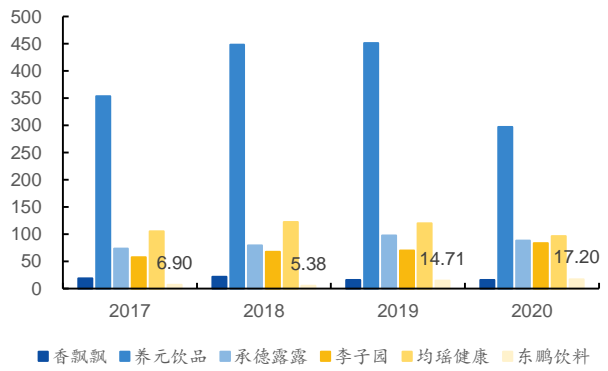
资料来源：Wind、国元证券研究所（注：农夫山泉仅 2017-2019 数据）

图 47：公司人均创收仍有较大优化空间（万元/人）



资料来源：Wind、各公司公告、国元证券研究所

图 48：公司人均创利仍有较大优化空间（万元/人）

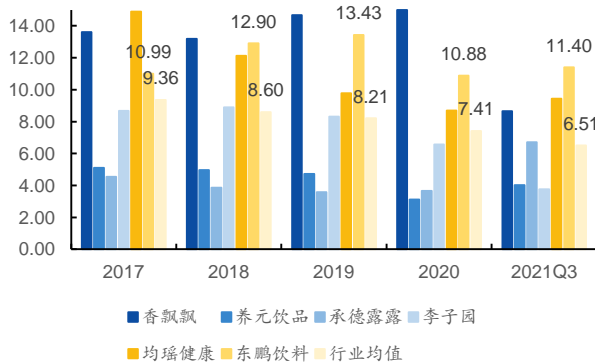


资料来源：Wind、各公司公告、国元证券研究所

2.4.3 产能释放充足，营运能力强于同业

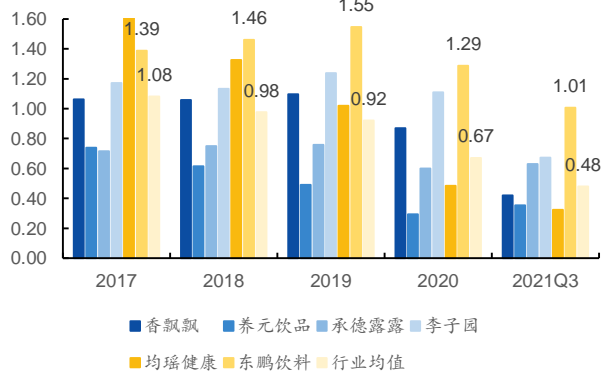
库存保持良性，高周转验证产品销售良好。公司全渠道库存存在在两个月左右，渠道库存比较良性。公司主要采取“以销定产”的生产模式、“以产定购”的采购模式，减少库存积压，产销率基本保持在约 100%的水平，2017-2021Q3，公司的存货周转率远高于行业均值。区域业务员每个月都会对经销商库存进行盘点，同时也会有公司内部系统记录相关数据能够通过渠道库存的把控保证产品的新鲜度。公司的总资产周转率于 2018-2021Q3 连续位列同业第一，远高于行业均值，验证了公司的销售能力较强，资产投资的效益较为优秀。

图 49：公司存货周转率远高于行业均值



资料来源：Wind、国元证券研究所

图 50：公司总资产周转率远高于同业均值



资料来源：Wind、国元证券研究所

2.4.4 强营运能力助推高 ROE，盈利能力改善驱动 ROE 上升

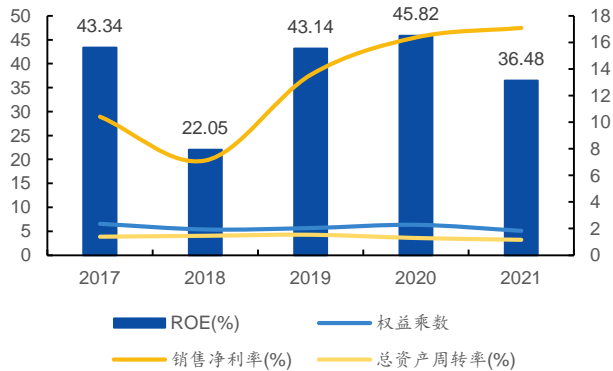
强营运能力助推高 ROE。受益于产能饱满的情况下，公司固定资产周转较快，且由于公司“以销定产”的生产模式和“以产定购”的采购模式，存货周转率较高，2021 年达 12.67，同比上升 16.45%。同时应收账款周转率相较于 2020 年显著上升，达 372.89，同比上升 44.48%，说明公司的回款能力进一步增强。因此公司的总资产周转率保持高位，助推公司 ROE 拉升，随着公司全国化扩张，未来有望延续。

盈利能力改善驱动 ROE 上升。公司主营业务能量饮料有望随着规模效应毛利率进

一步上升，新品的扩张包括由柑柠檬茶、能量饮料新品的推广与放量，公司毛利率存在上行空间。销售费用层面广告宣传费和运输费有一定的下降空间，未来盈利能力仍有上升空间。

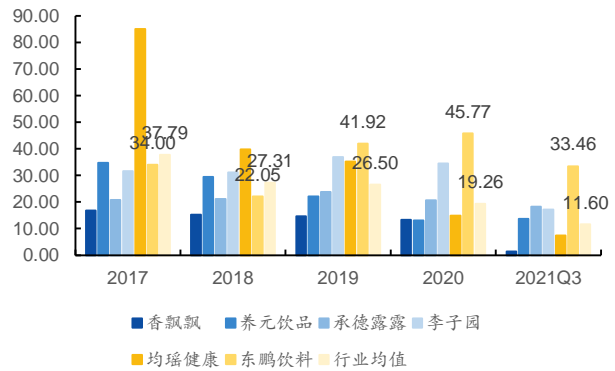
近四年 ROE 均值超 37%，未来仍有上升空间。2017-2021 年，公司的 ROE 均值超过 37%，自 2019 年以来远超同业均值。展望未来，ROE 在销售净利率和总资产周转率上升的情况下，权益乘数由于上市募资的原因略有稀释，总体仍有一定的优化和上升空间。

图 51：盈利能力改善驱动 ROE 上升



资料来源：Wind、国元证券研究所

图 52：东鹏 ROE 高于同业均值













资料来源：Wind、国元证券研究所

3. 延续优秀产品力与品牌宣传力，战略机遇期大力扩渠道加速全国化

3.1 极致性价比持续蚕食红牛份额，丰富产品矩阵紧跟消费潮流

东鹏特饮功效与红牛看齐，价格极具优势，性价比有望持续凸显。能量饮料行业的持续扩容吸引了众多企业入局，但与一众竞品相比，东鹏特饮具有极致的性价比。根据我们统计，每 100ml 东鹏特饮定价为 1 元，在主流竞品中仅高于体质能量，而每 100ml 东鹏特饮的牛磺酸与咖啡因与华彬红牛一致。根据尼尔森零研数据显示，中国四线及以下城市运动饮料增长率达到 11.7%，功能型饮料热度持续升温。东鹏特饮显著的性价比优势有望在价格敏感度高的人群中持续扩大优势。

表 3：东鹏在当前主流能量饮料产品中性价比明显

产品名称	大众市场				高端市场					
	体质能量	东鹏特饮	乐虎	战马	Monster	红牛功能性	红牛风味	红牛安奈吉	奥地利红牛	XS
外观										
公司	中沃	东鹏饮料	达利食品	华彬集团	可口可乐	华彬集团	泰国天丝	泰国天丝	Red Bull	安利
容量规格	600ml	500ml	380ml	310ml	330ml	250ml	250ml	250ml	250ml	250ml
终端零售价(/元)	5	5	5	6	6	6	6	6	15	16
元/100ml	0.83	1	1.32	1.94	1.82	2.4	2.4	2.4	6	6.4
包装	瓶装	瓶装	瓶装	二片罐	二片罐	三片罐	三片罐	三片罐	罐装	罐装
牛磺酸含量 (mg/100ml)	51	50	180	49	54	50	56	190	394	40
咖啡因含量 (mg/100ml)	2	20	12	15	28	20	22	20	19	32
是否有保健品批文	否	是	是	是	否	是	否	是	是	是

资料来源：天猫、国元证券研究所

规格矩阵持续完善，大力推广 0 糖系列顺应年轻化趋势。东鹏在 2009 年推出 250ml 金瓶装的基础上，于 2017 年推出 250ml 金砖、250ml 金罐及 500ml 金瓶，终端零售价格覆盖 2、3、4、5 元，并针对不同消费场景进行了包装创新。此外，面对年轻化以及近年来愈演愈烈的健康化趋势，公司于 2020 年 6 月和 2021 年 4 月先后推出东鹏加气、0 糖特饮系列，未来将成为公司发力的重点之一。

表 4：公司能量饮料产品矩阵持续丰富

	容量	终端零售价(/元)	包装	推出时间	样式
金砖特饮	250ml	2	盒装	2017 年	
金瓶特饮	250ml	3	PET 瓶	2009 年	
金罐特饮	250ml	4	罐装	2017 年	
金瓶特饮	500ml	5	PET 瓶	2017 年	
东鹏加气	355ml	6	罐装	2020 年 6 月	
0 糖特饮	335ml	6	罐装	2021 年 4 月	

资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

图 53：东鹏加气带来全新口感



资料来源：公司官网、国元证券研究所

图 54：顺应“0 糖”潮流推出新品，动销良好



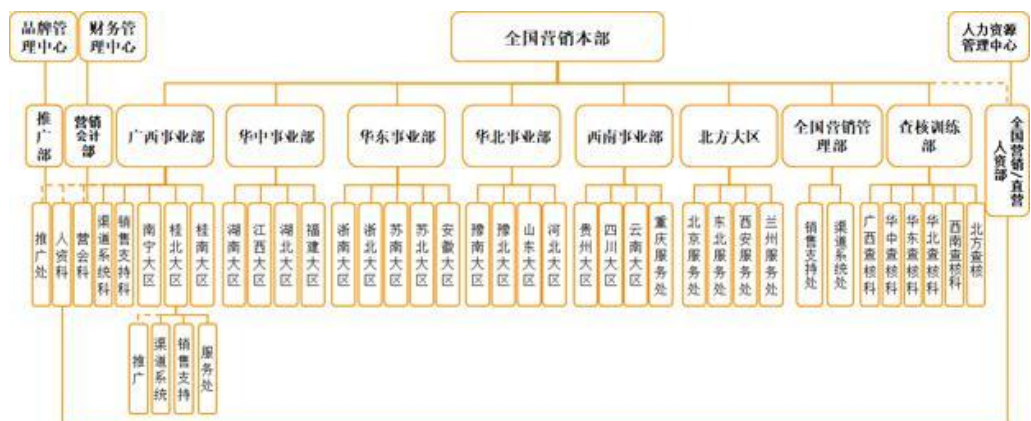
资料来源：公司官网、国元证券研究所

3.2 多维度打造全国化高效营销网络，支撑新兴市场扩张

3.2.1 加多宝团队赋能渠道管理，重激励打造渠道推力

加多宝团队赋能，渠道管理持续变革。2018 年公司聘用卢义富任全国营销本部负责人，于 2019 年聘用吴兴海任全国推广总监，二人均来自加多宝核心团队，公司借鉴优质企业的管理模式赋能公司渠道精细化管理，推进全国化战略的进程。**2018 年：阿米巴模式赋能人均创收提升。**2018 年公司对于省外市场进行阿米巴变革，鼓励全员参与生产经营，激发各个区域活力。一方面业务员薪酬制度从底薪+绩效的考核制度上引入提成制；另一方面充分放权区域经理，要求区域经理以合伙人形式参与经营，公司给予一定费用支持，区域经理根据市场情况灵活分配资源完成既定目标，推动省外市场快速放量。**2019 年：梳理事业部，推进全国化战略。**公司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的营销管理架构，持续推进全国化战略。**2020 年：完善整体营销体系构建。**公司完善了“经销商—邮差/批发商—终端门店”的整体渠道搭建，形成了以经销模式为主，与直营、线上等多种销售模式相结合全方位、立体化的销售体系。**2021 年：重激励机制打造渠道推力。**公司推出超额倍数激励模式，按超出业绩目标的百分比来进行激励提取，去除地区营收基数大小对销售人员绩效的影响，有利于提高各地区销售人员的积极性，从而提高公司业绩。

图 55：公司全国营销本部管理架构



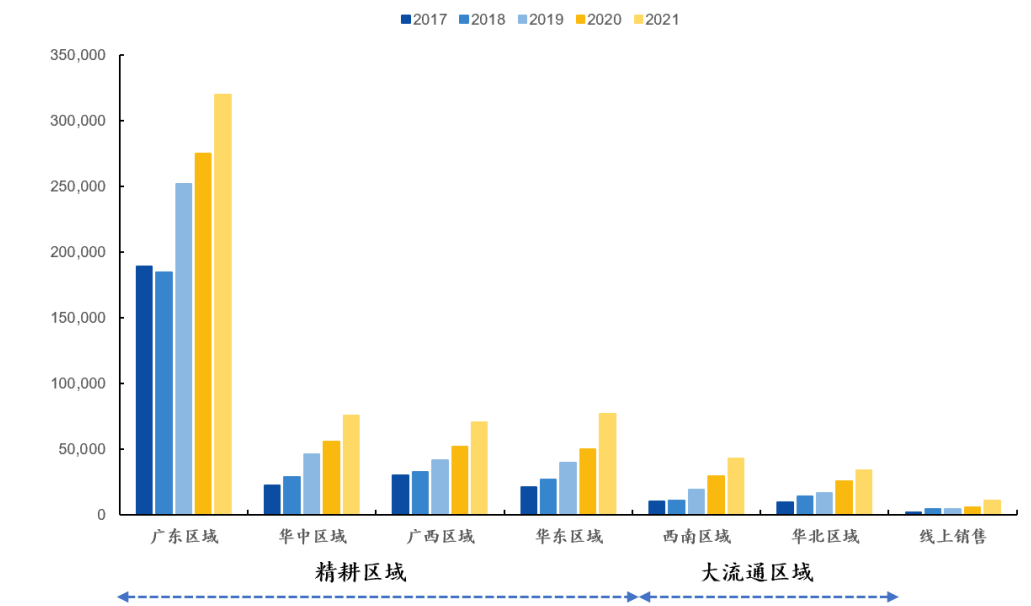
资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

3.2.2 渠道数量快速扩张，渠道管理能力同步提升

(1) 渠道广度和深度不断上升

渠道精耕模式覆盖深入，大流通模式加速渗透。分销售区域看，2017-2021 年精耕区域中广东区域的营收保持可观增速，但占比持续下降，2021 年占比为 46%；2017-2021 年华中区域、华东区域 CAGR 分别达 35.76%、37.95%。大流通区域内，西南区域营业收入增长迅猛，2019 年、2020、2021 年同比增幅分别达到 76.59%、53.75%和 46.75%，营收占比不断攀升。

图 56：2017-2021 年公司各区域营业收入（万元）



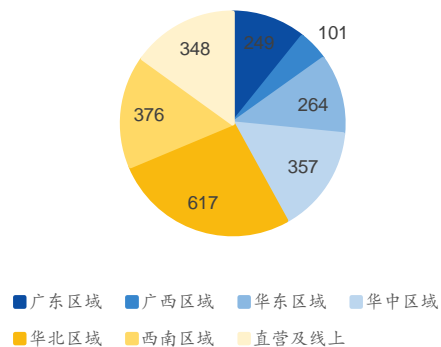
资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所（注：华北区域含北方大区）

经销商数量扩张迅速，各区域经销商/邮差/批发商数量迅速上升，经销商数量已达行业中游。目前东鹏渠道扩展进度迅速，2017-2021 年，经销商数量由 953 家拓展至 2,312 家，其中 2021 年经销商数量增长快速，同比达 44.50%。2020 年，邮差及批发商数量 3 万余家增加至 5 万余家，终端门店由不足 90 万家增加至约 120 万家。特别是在除广东以外的其他全国渠道的布局方面，公司投入较多，经销商由 2019 年末的 1,029 家提升到 1,376 家，邮差及批发商由 2 万余家提升至约 4 万家，终端门店由 60 万余家提升至 90 万余家。

图 57：公司经销商数量



图 58：公司 2021 年经销商区域分布



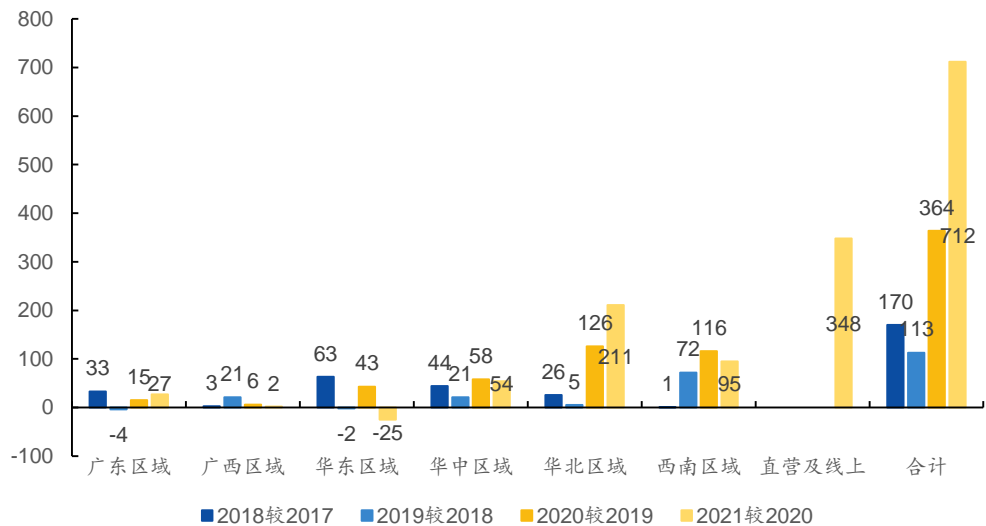
资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所

资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所（注：华北区域含北方大区）

从区域维度看，直营及线上、西南区域、华北区域、华中区域的经销商新增较多，发展较为迅猛。并且，精耕区域与大流通区域的经销商数量占比差距不大，华北、西南、华中区域经销商数量布局较多。

餐饮渠道扩张，有望持续贡献收入。广东营销本部在 2022 年设立了餐饮大区，重点布局餐饮渠道，与连锁餐饮店达成紧密合作，直达重度客户群体，由柑柠柠檬茶、东鹏特饮等将成为突破主力。2021 年公司直营及线上经销商数量拓展顺利，新增经销商 348 家，加速特通渠道和餐饮渠道布局。

图 59：2017-2021 年公司各区域经销商数量变化



资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所（注：华北区域含北方大区、直营包括全国直营客户及广东省南区特通渠道及餐饮渠道）

经销商管理持续优化，单经销商收入规模上升，对标广东区域，各地经销商规模仍有突破空间。从各区域单经销商的收入规模来看，2017-2021 年精耕区域的单经销商收入规模均有一定程度的上升，大流通区域的单经销商收入规模还有较大的优化空间。广东区域的经销商质量较高，2021 年单经销商规模达到 1,284 万元，其次是广西区域，达到 698 万元。其中，部分经销商规模较小的原因有：1) 东鹏的渠道

主要建设在杂货店、工厂超市等，并且集中于地级市、县乡镇等下沉市场，对于功能饮料的需求和区域市场规模参差不齐；2) 迅速增长的经销商数量部分为县级市场改经销商，市场较小，消费者购买力不足。

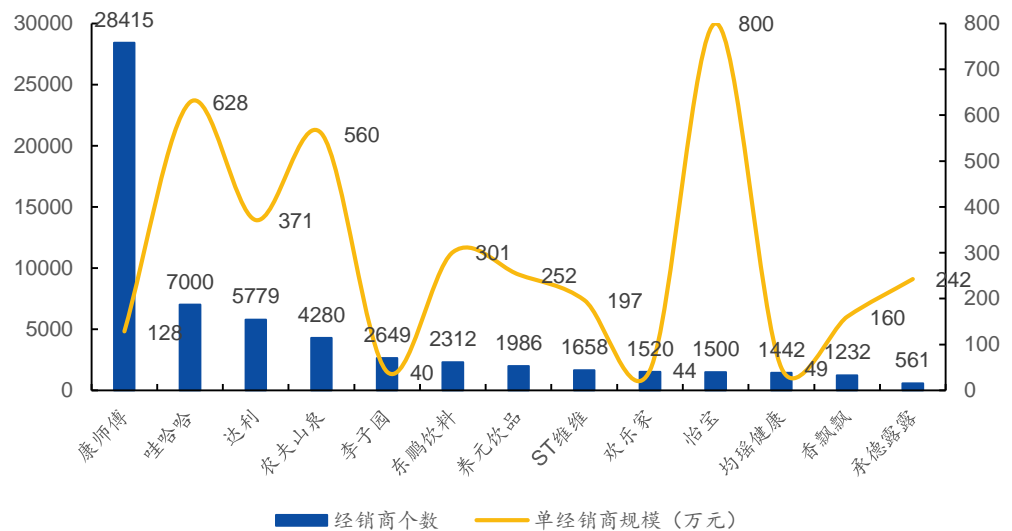
表 5：公司各区域单经销商规模（万元）

	2017	2018	2019	2020	2021 年	其它规定	
精耕区域	广东区域	1,063.94	874.80	1,217.36	1,239.27	1284.77	经销商排他
	华中区域	123.16	127.39	189.06	184.26	210.96	
	广西区域	435.24	456.79	444.81	526.00	698.67	
	华东区域	115.18	107.39	160.21	172.74	292.30	
	西南区域	108.13	116.51	115.97	104.70	114.82	
大流通区域	华北区域	39.25	52.41	71.83	75.31	55.02	
	北方区域	36.19	48.53	30.01	34.28	/	
直营及线上					188.59		

资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所（2021 年华北区域包含北方大区，西南区域重划分为精耕区域）

公司经销商数量已到达行业中上游，单经销商规模较大。从行业层面对比观察，公司经销商数量已到达行业中上游水平，超过养元饮品、怡宝、香飘飘等经营多年、有全国性单品的饮料行业公司，但较农夫山泉、达利食品等头部企业，仍有较大的发展空间。此外，公司的单经销商规模达到 301 万元，在经销商数量相仿的企业中位于前列，说明公司的经销商总体而言较为优质，且公司对于经销商的管理较强。

图 60：公司经销商数量已达行业中上游，单经销商规模较大（家；万元）



资料来源：Wind、各公司公告、各公司官网、国元证券研究所（注：农夫山泉数据为 2019 年，达利食品数据为 2020 年）

(2) 渠道管理能力稳步提升

专业人员操盘渠道掌控，构筑竞争壁垒。在精耕模式下，公司配备经验丰富的专业销售团队与经销商、邮差/批发商及终端门店共同进行市场维护及开发，其业务员直接与东鹏饮料签订合同，编制齐全，人员覆盖到位，且激励到位，薪酬为底薪+提成，上不封顶，加强了渠道的下沉深度。

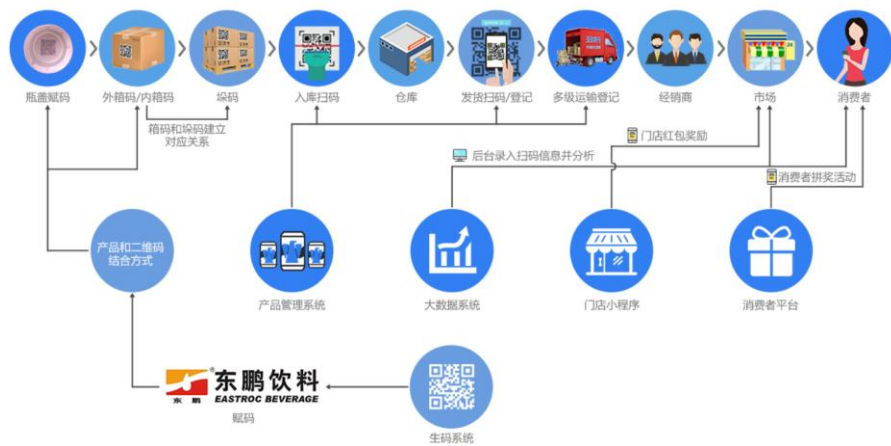
表 6：行业销售人员数量对比，东鹏领先

公司名称	2020 年销售人员数量
东鹏饮料	4,722
养元饮品	531
香飘飘	2,227
李子园	256
ST 维维	832
均瑶健康	221
承德露露	492
欢乐家	275
达利	12,302

资料来源：各公司公告、Wind、国元证券研究所

数据化程度远超同业，助力市场洞察和精准营销。公司率先构建“鹏讯云商”平台，将线下业务员管理、渠道库存监控、终端销售网点服务等融为一体，形成信息汇总和交互的平台。通过该系统，公司可以及时跟踪流通渠道中的库存情况、产品铺市情况及终端陈列效果，迅速决策并反馈到各销售服务处，使复杂的商品流通系统透明化，对于渠道的管控加强。截至 2020 年 6 月 30 日，公司共有约 120 万个终端销售网点注册用户，积累了过亿条消费者活动数据，为公司长远发展奠定了坚实的基础。

图 61：鹏讯云商解决方案



资料来源：鹏讯云商官网、国元证券研究所

3.2.3 让利终端，终端网点覆盖广度深度有望持续优化

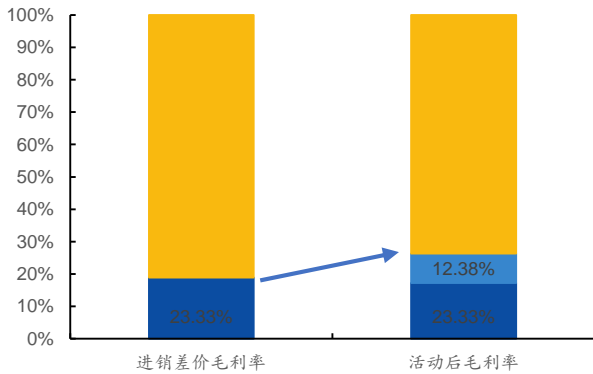
激励机制充足，终端毛利率可达 36%。2018 年末，公司根据市场情况推出了“壹元乐享”新型促销活动，经前期宣传推广，2019 年第二季度消费者参与度逐步提升，带动公司 2019 第二、三、四季度主营业务收入同比增长 36.02%、65.94%、56.67%。2020 年公司在“一元乐享”的基础上推出终端门店微信红包（扫码补贴）的活动，两项活动叠加，消费者中奖后，终端门店可获得额外的 2.58 元收入，由此激发终端门店的铺货热情和积极性，同时培育消费者习惯。考虑到 30% 中奖率，我们预计 80% 左右的消费者参与率，终端门店的毛利率可以达到 36% 左右。对比同业，公司让利终端，使得终端的网点利润率较高。体质能量虽然同样有“壹元换购”

活动，但没有扫码补贴活动，达利食品旗下的乐虎未开展活动。

促销活动核销迅速，经销商反馈良好。公司采用“二维码+点盖器”的创新方式解决“再来一瓶”核销成本大、货款回转周期慢的问题，消费者中奖后终端门店扫码即时返还现金，周期很短，有效避免营销活动成本的无谓浪费。

图 62：东鹏产品终端毛利率可达 36%

图 63：东鹏春节终端陈列



资料来源：国元证券研究所

资料来源：国元证券研究所

网点加速铺开渗透，渠道广度对标同业/市场仍有较大扩容空间。从终端网点数量分析：东鹏饮料的终端网点个数已经达到 209 万个，目前其终端网点家数超过了养元饮品、怡宝等有全国性单品的公司，对标能量饮料龙头红牛，其拥有 400 万余个终端网点，仍有约一倍的发展空间。根据尼尔森数据，我国饮料终端售点约 600 万，且深度下沉至县、乡一级低线市场，4 线及以下城市级别小店占比超过 80%，对标我国饮料终端售点数量，目前东鹏仅覆盖约 35%的网点，渠道广度有较大扩容空间。

发力终端陈列布局，渠道深度仍有较大优化空间。资源不断下沉，发力商品陈设端，在 2019 年的基础上，公司 2020 年继续秉持“陈列就是最好的广告”的营销策略，打造“销量高、会造势、能做终端形象”的“高势能”网点，进一步加强门店的陈列堆头、冰冻化以及形象布建标准，创造消费场景、提升消费意愿。从终端单网点收入分析：2021 年东鹏饮料的终端网点单网点收入为 0.33 万元，对标行业龙头红牛，其 400 万个终端中有高势能核心网点 60 万个，单网点收入达到 0.57 万元。对标公司各区域的单网点收入，广东区域单网店销售收入达到 0.92 万元，远超广东省外 0.23 万元。复刻广东，东鹏渠道布局走向全国化，渠道深度仍有较大优化和成长空间。

图 64：对比同业，东鹏渠道广度/深度仍有较大扩容空间

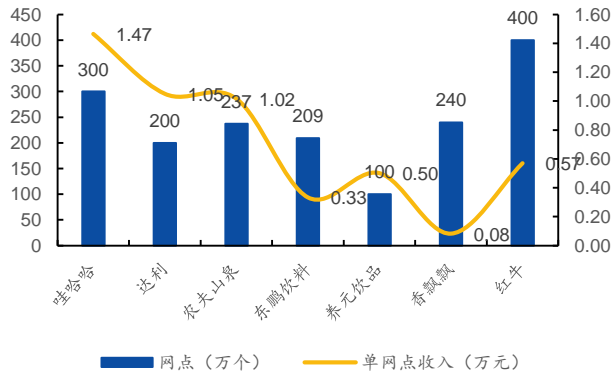
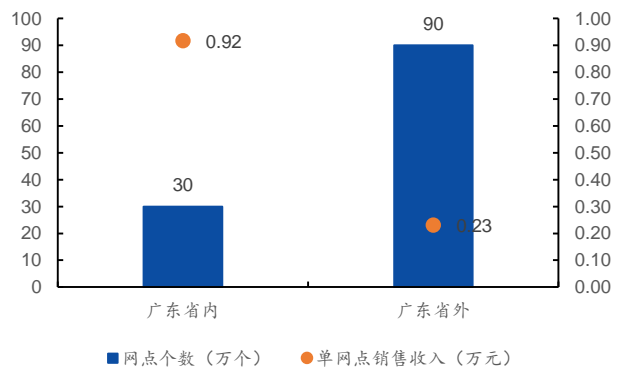


图 65：对标广东，东鹏渠道深度仍有较大优化空间



资料来源：各公司公告、官网、国元证券研究所

资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

3.3 新零售探索践行者，创新营销打造品牌力

紧随流量变迁，广告词兼顾体力需求和精神需求。2013 年，红牛将其自 2005 年开始使用的广告词“困了累了喝红牛”改为“你的能量超乎你想象”，东鹏特饮将广告词改为“累了困了喝东鹏特饮”，借助红牛给消费者留下的功能饮料印象进行消费者培育。2015 年，林木勤将“年轻就要醒着拼”作为东鹏特饮的 Slogan，将原本功能饮料满足体力需求变为体力和精神需求兼顾。2022 年，公司绑定体育赛事杭州亚运会、汕头亚青会，以官方指定功能饮料为的品牌传播机会持续打造品牌年轻化，塑造体育健儿“为国争光，东鹏能量”的拼搏形象。

图 66：广告词突出产品满足体力需求



资料来源：公司官网、国元证券研究所

图 67：广告词突出产品满足精神诉求

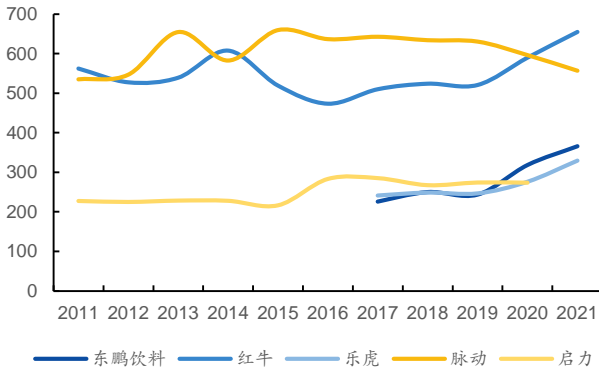


资料来源：苏宁易购、国元证券研究所

多年创新营销，公司品牌具备全国影响力。2013 年，公司邀请谢霆锋为代言人，东鹏饮料走向全国。2016 年公司创新营销，首创视频网站“压屏条”广告，效果显著，2017 年的营收增长 40%且百度指数提升、微博热搜的次数显著增加；2019 年度东鹏抖音挑战赛获得超 60 亿曝光量。后期，公司加大对地推广告的投入，占比从 2017 年的 11.75%增长至 2020 年的 30.26%，2019 年户外共投放 1,800 多辆公交，1,700 多块候车亭、400 多块 T 牌、2,800 多块墙体等。经过多年创新营销，东鹏饮料的品牌力不断上升，逐渐具备全国影响力。2017 年微博信息热度排名东鹏饮料位列功能饮料榜单第三；根据 Chn-brand 数据，东鹏饮料的品牌力从 2016 年的榜上

无名跃升至 2021 年的第四名。

图 68：功能饮料品牌力变化



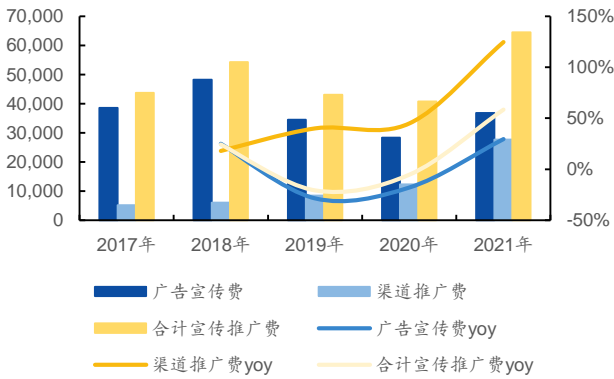
资料来源：chn-brand、国元证券研究所

图 69：功能饮料类微博信息热度东鹏位列第三

固体饮料类	蛋白饮料类	咖啡饮料类	功能饮料
香飘飘	蒙牛	星巴克	红牛
优乐美	伊利	雀巢	脉动
雀巢能恩	三元	旧街场 OLDTOWN	东鹏特饮
合生元	养元	太平洋	Monster Energy魔爪
美赞臣	露露	意大利 illy	海之言
碳酸饮料类	茶饮料	果汁和蔬菜汁类	饮用水类
可口可乐	加多宝	美汁源	农夫山泉
雪碧	王老吉	汇源	娃哈哈
百事可乐	康师傅	盼盼饮料	昆仑山
北冰洋	统一	维他奶 Vitasoy	恒大冰泉
七喜	天喔茶庄	Hey Juice	怡宝

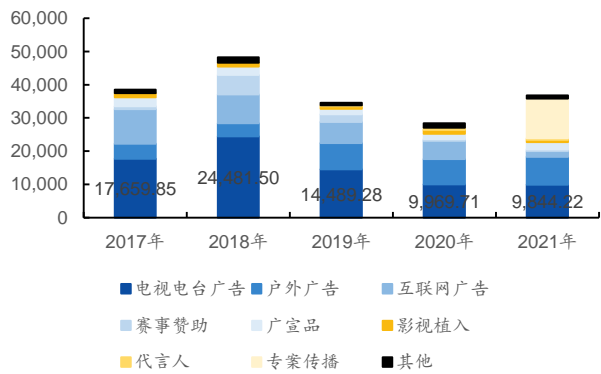
资料来源：微博数据中心、国元证券研究所

图 70：公司加强地推布局 (万元)



资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所

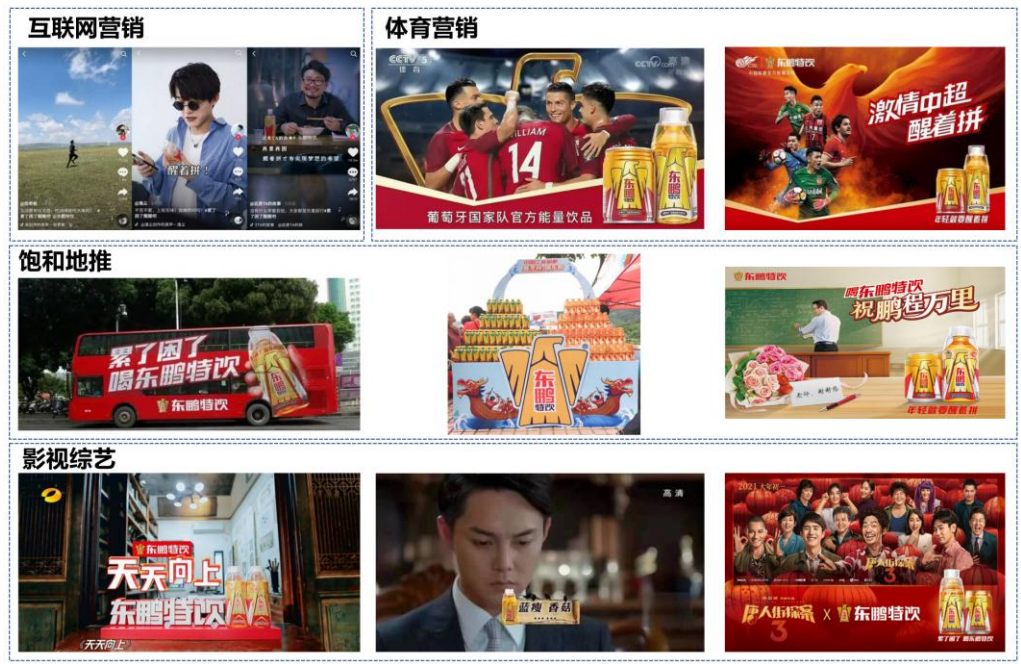
图 71：公司电视电台广告占比下降 (万元)



资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所

践行年轻化战略，“饱和地推”叠加多元化营销方式。公司发力多元营销场景：体育+互联网+影视综艺+场景地推，贴近年轻消费群体，精准锚定各类消费场景，消费者持续扩容。体育营销连线中超、世界杯等；互联网营销主攻抖音、B 站等平台，链接 Z 时代；影视综艺营销与热门好剧老九门、安家等合作；场景地推一方面大力投入终端陈列，另一方面根据不同的产品定位进行针对性的投放：东鹏特饮与高德、滴滴合作针对驾驶人群，东鹏 0 糖借助梯媒定位科技园区、CBD 白领人群；东鹏加氢针对校园，网吧等渠道重点做投放。

图 72：“饱和地推”叠加多元化营销方式



资料来源：公司官网、苏宁、数央网、国元证券研究所

营销创新，“一瓶一码”构建上亿私域流量。2015年东鹏在饮料瓶盖上加入了二维码，截至目前，公司累计不重复扫码用户达1.4亿。此外，二维码的扫码率，在最高峰的时候可以接近70%，即便是现在也不低于50%。同时，扫描二维码会触发消费者关注公众号，帮助公司和消费者建立更直接的联系。目前东鹏特饮微信公众号的粉丝已经接近1000万，私域流量不同于新媒体和地推式的营销，其消费者对于品牌有更加清晰的认识，甚至已经有了一定的忠实度。私域的留存和发展将是东鹏未来发展的重要推手。

图 73：“壹元乐享”扫码促销活动



资料来源：东鹏饮料官网、国元证券研究所

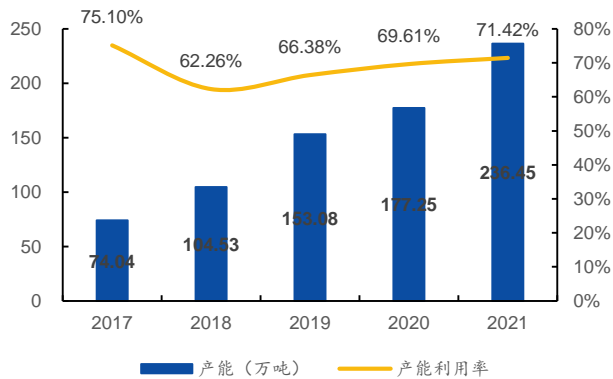
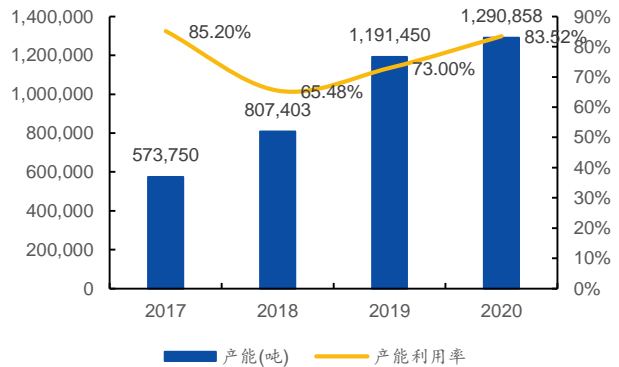
图 74：公司扫码红包促销活动



资料来源：国元证券研究所

3.4 募资扩产支撑营收高增，发力营销构建品牌护城河

募资扩产为大单品全国化提供支撑。2017-2021年，公司产能迅速扩大，目前全产品线产能为236.45万吨/年，且产能利用率处于高位，2020年能量饮料的产能利用率达到83.52%，已经趋于饱和，上市募资扩产能为大单品全国化提供粮草支撑，有效突破目前公司的产能瓶颈，提高供货能力。

图 75：公司全业务线产能及产能利用率情况

图 76：公司能量饮料产能及产能利用率


资料来源：东鹏饮料招股说明书、公司公告、国元证券研究所

资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

具体而言，公司拟投入合计 14.37 亿元（包含 IPO 募集资金 9.59 亿元）的资金建设华鹏、渝鹏和桂鹏生产基地，建设期为 3 年，建设完成合计形成 110.12 万吨/年的产能增量，在建生产基地全部达产后，预计可以实现年产能 250 万吨/年，增量接近 40%。据测算，三个项目的所得税后内部收益率分别为 22.14%、23.02%和 28.52%。

表 7：募投项目介绍（万元）

项目类型	项目名称	实施主体	投资总额	拟用募集资金投入金额	占募投总额比重	建设/投产周期
生产基地建设	华南生产基地建设项目	华鹏	72,878.00	46,907.67	27.08%	建设期3年 达产期5年
	重庆西彭生产基地建设项目	渝鹏	50,853.00	33,996.10	19.63%	建设期3年 达产期6年
	南宁生产基地二期建设项目	桂鹏	20,000.00	15,000.00	8.66%	建设期3年 达产期7年
小计			143,731.00	95,903.77	55.37%	-

资料来源：东鹏饮料招股说明书、国元证券研究所

产能扩张不断进行，预计 2022 年末实现产能 320 万吨。目前，公司有七大生产基地已投产。2021 年，公司的募投项目产能扩张进展顺利；此外，公司持续布局新的生产基地，2021 年 7 月公布建设华南区域总部生产基地，预计配备 6 条自动化智能生产线，于 2024 年 3 月投产，提前布局华中地区后续需求；新设浙江东鹏维他命饮料有限公司，于 2021 年 11 月 24 日正式签约，布局浙江生产基地。2022 年，公司将推进深圳光明、汕尾海丰两个新基地的选址、购地等工作。

表 8：2021 年产能扩张进展

公司简称	产能扩张计划	计划投资金额 (万元)	报告期内投资金额 (万元)	累积投资金额 (万元)	产能扩张进度
徽鹏	徽鹏产能提升工程	11,506.00	3,230.94	3,230.94	2020 年底完成一条产线的提速技改，灌装速度由 24,000 瓶/H 提升至 36,000 瓶/H，并于 2021 年 5 月新增 1 条利乐钻包生产线。
渝鹏 (募投主体)	渝鹏基地建设工程	50,853.34	7711.15	28,302.43	2021 年 5 月投入生产 2 条瓶装特饮生产线
华鹏 (募投主体)	华鹏基地建设工程	72,878.01	13,306.13	69,019.84	2021 年 3 月、5 月相继新增 2 条瓶装特饮生产线。
桂鹏 (募投主体)	桂鹏基地产能提升工程 (II)	20,000.00	5,130.80	14,869.84	2021 年 11 月完成一条产线提速技改，灌装速度由 24,000 瓶/H 提升至 36,000 瓶/H

资料来源：公司公告、国元证券研究所

表 9：2021 年公司目前产能情况

公司简称	公司名称	成立时间	设计产能	2021 年实际产能
徽鹏	安徽东鹏食品饮料有限公司	2012/8/28	52.78 万吨	35.92 万吨
增鹏	广州市东鹏食品饮料有限公司	2006/4/5	32.73 万吨	24.86 万吨
莞鹏	广东东鹏维他命饮料有限公司	2011/11/10	39.88 万吨	38.57 万吨
渝鹏（募投主体）	重庆东鹏维他命饮料有限公司	2015/2/3	11.96 万吨	6.87 万吨
华鹏（募投主体）	广东东鹏饮料有限公司	2017/4/26	33.52 万吨	25.21 万吨
桂鹏（募投主体）	南宁东鹏食品饮料有限公司	2017/3/1	56.34 万吨	29.52 万吨
海鹏	东鹏饮料（集团）股份有限公司 海丰云莲天然水厂（分支机构）	2017/9/29	9.24 万吨	7.93 万吨
深圳基地	深圳市东鹏维他命饮料有限公司	2021/9/30		
汕尾基地	汕尾市东鹏食品饮料有限公司	2021/10/15		
湘鹏	长沙东鹏维他命饮料有限公司	2021/8/9		
浙鹏	浙江东鹏维他命饮料有限公司	2021/11/29		
合计			236.45 万吨	168.88 万吨

资料来源：公司公告、东鹏饮料招股说明书、Wind、国元证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

东鹏饮料的崛起历史充分证明了其前瞻的战略眼光和高效的战术执行力，而借着红牛仍深陷商标之争的“天时”，公司正大力推进全国化扩张并在产品、渠道、营销及产能等多维度做好了充足的准备。我们预期未来东鹏饮料全国化战略将顺利实施，预计 2022-2024 年实现营收 89.2/110.2/135.3 亿元，同比增速分别为 27.80%/23.60%/22.73%；实现归母净利润 15.3/20.1/24.9 亿元，同比增速分别为 27.89%/31.84%/23.70%，对应 EPS 分别为 3.81/5.03/6.22 元，当前股价对应 PE38/29/23X，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比较饮料企业估值对比

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
9633.HK	农夫山泉	4,622.30	71.80	83.92	101.52	/	48.63	41.61	34.40	/
605337.SH	李子园	71.67	2.62	3.35	4.21	/	41.04	21.39	17.01	/
002568.SZ	百润股份	273.68	7.83	10.72	14.27	/	34.95	25.54	19.18	/
	均值		27.42	32.66	40.00	/	41.54	29.51	23.53	/
	中位数		7.83	10.72	14.27	/	41.04	25.54	19.18	/
605499.SH	东鹏饮料	573.41	11.93	15.26	20.12	24.88	48.07	37.58	28.51	23.04

资料来源：Wind、国元证券研究所（注：可比公司盈利预测均采用 Wind 一致预期，数据截止日为 2022/3/22，其中农夫山泉、百润股份尚未公布 2021 年度业绩）

5. 风险提示

全国化进程不及预期、扩产能进程不及预期、市场竞争加剧等。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1958.98	2851.53	3813.31	5457.42	7705.78
现金	1224.85	1019.10	2100.35	3500.67	5626.93
应收账款	12.85	24.57	29.65	35.60	41.12
其他应收款	15.02	18.48	26.98	31.97	39.23
预付账款	178.75	56.80	198.95	213.43	246.17
存货	272.70	340.04	446.61	535.10	655.85
其他流动资产	254.80	1392.53	1010.77	1140.64	1096.46
非流动资产	2402.31	4938.96	5572.89	6148.76	6560.44
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1404.38	1909.13	2062.52	2299.56	2645.59
无形资产	236.58	322.57	314.99	307.06	299.08
其他非流动资产	761.35	2707.27	3195.37	3542.14	3615.77
资产总计	4361.29	7790.49	9386.20	11606.18	14266.22
流动负债	2130.00	3415.09	3526.40	3724.21	3899.66
短期借款	110.00	623.50	700.00	750.00	712.25
应付账款	294.98	536.39	623.14	757.36	937.08
其他流动负债	1725.02	2255.20	2203.26	2216.85	2250.33
非流动负债	318.03	137.28	95.95	106.57	102.88
长期借款	301.73	25.83	15.83	15.83	15.83
其他非流动负债	16.30	111.45	80.12	90.75	87.05
负债合计	2448.03	3552.37	3622.35	3830.78	4002.54
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	388.48	2080.40	2080.40	2080.40	2080.40
留存收益	1164.77	1757.72	3283.44	5294.99	7783.27
归属母公司股东权益	1913.25	4238.13	5763.85	7775.40	10263.68
负债和股东权益	4361.29	7790.49	9386.20	11606.18	14266.22

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1340.36	2076.84	1492.06	2172.55	2732.00
净利润	812.06	1192.96	1525.72	2011.55	2488.28
折旧摊销	134.44	185.11	203.99	245.12	300.57
财务费用	-15.93	-11.39	10.70	2.69	22.65
投资损失	-9.84	-22.53	-25.89	-39.64	-53.22
营运资金变动	436.82	846.89	-131.93	-0.64	63.45
其他经营现金流	-17.20	-114.20	-90.53	-46.54	-89.73
投资活动现金流	-772.65	-3563.26	-466.28	-823.06	-543.63
资本支出	645.37	609.48	500.00	600.00	800.00
长期投资	140.00	2977.00	453.84	201.67	-97.50
其他投资现金流	12.72	23.22	487.56	-21.39	158.87
筹资活动现金流	-334.03	1306.78	55.47	50.83	-62.11
短期借款	100.00	513.50	76.50	50.00	-37.75
长期借款	64.85	-275.90	-10.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	40.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.01	1691.92	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-504.89	-662.75	-11.03	0.83	-24.36
现金净增加额	233.68	-179.64	1081.25	1400.32	2126.26

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4958.50	6977.82	8917.86	11022.07	13527.09
营业成本	2783.88	3881.56	4904.82	5951.92	7264.05
营业税金及附加	50.36	76.81	94.92	117.76	145.07
营业费用	904.32	1368.38	1694.39	2061.13	2522.80
管理费用	183.90	251.64	313.91	390.18	473.45
研发费用	35.54	42.80	50.00	57.00	70.00
财务费用	-15.93	-11.39	10.70	2.69	22.65
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	116.67	58.34	68.06	72.92
投资净收益	9.84	22.53	25.89	39.64	53.22
营业利润	1050.30	1528.56	1955.91	2571.15	3177.12
营业外收入	1.97	2.16	2.04	2.07	2.07
营业外支出	22.73	17.20	17.16	18.10	17.64
利润总额	1029.55	1513.52	1940.78	2555.11	3161.55
所得税	217.49	320.56	415.06	543.57	673.27
净利润	812.06	1192.96	1525.72	2011.55	2488.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	812.06	1192.96	1525.72	2011.55	2488.28
EBITDA	1168.81	1702.28	2170.59	2818.97	3500.33
EPS (元)	2.26	2.98	3.81	5.03	6.22

主要财务比率

会计年度	2020 A	2021 A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	17.81	40.72	27.80	23.60	22.73
营业利润 (%)	41.81	45.54	27.96	31.46	23.57
归属母公司净利润 (%)	42.32	46.90	27.89	31.84	23.70
获利能力					
毛利率 (%)	43.86	44.37	45.00	46.00	46.30
净利率 (%)	16.38	17.10	17.11	18.25	18.39
ROE (%)	42.44	28.15	26.47	25.87	24.24
ROIC (%)	46.79	79.91	80.06	88.67	92.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.13	45.60	38.59	33.01	28.06
净负债比率 (%)	19.35	19.47	20.91	21.17	19.28
流动比率	0.92	0.83	1.08	1.47	1.98
速动比率	0.79	0.74	0.95	1.32	1.81
营运能力					
总资产周转率	1.29	1.15	1.04	1.05	1.05
应收账款周转率	258.10	360.43	312.47	320.93	334.99
应付账款周转率	9.29	9.34	8.46	8.62	8.57
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.03	2.98	3.81	5.03	6.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.35	5.19	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	4.78	10.60	14.41	19.44	25.66
估值比率					
P/E	70.61	48.07	37.58	28.51	23.04
P/B	29.97	13.53	9.95	7.37	5.59
EV/EBITDA	46.63	32.02	25.11	19.33	15.57

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188