研究报告 Research Report

12 Jun 2022

# 东鹏饮料 Eastroc Beverage (605499 CH)

## 首次覆盖：区域加速全国化，能量饮料平台化，年轻就要醒着拼

## Faster Pace to A National Brand of Energy Drink: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

**首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM**

| | |
|---|---|
| 评级 | 优于大市 OUTPERFORM |
| 现价 | Rmb141.82 |
| 目标价 | Rmb162.00 |
| 市值 | Rmb56.73bn / US$8.49bn |
| 日交易额 (3 个月均值) | US$19.25mn |
| 发行股票数目 | 400.01mn |
| 自由流通股 (%) | 51% |
| 1 年股价最高最低值 | Rmb279.75-Rmb115.50 |

注：现价 Rmb141.82 为 2022 年 6 月 9 日收盘价




资料来源： Factset

| | 1mth | 3mth | 12mth |
|---|---|---|---|
| 绝对值 | 21.8% | -9.0% | -16.3% |
| 绝对值（美元） | 22.5% | -13.9% | -20.0% |
| 相对 MSCI China | 7.5% | -12.3% | 16.6% |

| 人民币百万元 | Dec-21A | Dec-22E | Dec-23E | Dec-24E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 6978 | 8573 | 11150 | 13991 |
| (+/-) | 40.7% | 22.9% | 30.1% | 25.5% |
| 净利润 | 1193 | 1296 | 1704 | 2194 |
| (+/-) | 46.9% | 8.6% | 31.4% | 28.8% |
| 全面摊薄 EPS | 2.98 | 3.24 | 4.26 | 5.48 |
| 毛利率 | 44.4% | 42.3% | 42.9% | 43.4% |
| 净资产收益率 | 28.1% | 23.4% | 23.5% | 23.3% |
| 市盈率 | 47.55 | 43.77 | 33.30 | 25.86 |

资料来源： 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- **年轻就要醒着拼，能量饮料龙头厚积薄发快速成长。**公司是我国能量饮料的头部企业，成功塑造了广大消费者熟知的品牌“东鹏特饮”，“年轻就要醒着拼”的品牌主张深入人心。截至 2021 年，东鹏特饮成为我国销售量最高的能量饮料，全国市场销售额份额排名第二。

- 公司从东莞市场起步辐射广东，经过多年的市场培育，已在广东地区建立了较强的品牌影响力及市场竞争优势。公司从广东一路发展壮大，持续加大推进全国化发展布局。据公司招股说明书，公司将不断扩大产品的品牌影响力和市场占有率，逐步发展成为领先的功能饮料企业。

- 公司近 5 年业务快速成长，17-21 年期间营业收入 CAGR=25.16%，归母净利润 CAGR=41.69%，且整体表现远超行业水平。营收快速增长也带来优异的财务指标——（1）净利润率从 2017 年的 10.41%增长至 2021 年的 17.10%，（2）ROE 于 2021 年达到 28.15%。

- **功能性+消费群体扩大驱动能量饮料较好景气，东鹏特饮份额快速提升。**能量饮料目前已发展成为全球饮料行业重要的细分品类，并呈持续、稳定的发展态势。美国是全球最大的能量饮料市场，以奥地利红牛&Monster 为主导玩家。而在国内市场，能量饮料行业经过华彬红牛的初始培育后，受益于抗疲劳需求人群基数大&场景多元化&消费者接受度提升等因素，正进入快速成长阶段。据艾媒咨询数据，2019-2024 年中国能量饮料市场规模复合增速预计达到 12.24%。

- 目前我国能量饮料市场呈现出“一超多强”的格局。2020 年红牛（华彬+天丝）市占率为 55%，排名第一。东鹏特饮市占率排名第二。2021 年东鹏特饮市场销售量占比由 27.00%上升至 31.70%（市场排名第一），销售额份额占比由 20.20%上升至 23.40%（市场排名第二）。

- 我们认为，这几年公司市场份额快速提升体现出了公司在行业内的强大竞争力，同时也反映出公司对消费者的持续培育。受益于行业整体未来良好景气度，看好公司在品牌势能逐步增加的背景下，市场份额进一步提升，表现远超行业平均水平。


**颜慧菁 Huijing Yan**
hj.yan@htisec.com

**吴岱禹 Jasmine Wu**
jasmine.wu@htisec.com



本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

差异化策略打造 500ml 超级单品，发力布局“能量+”矩阵。东鹏特饮是公司的核心产品，2021 年主营业务收入占比为 94.66%。其中 500ml 金瓶自 2017 年推出后销量迅速提升，营业收入从 2017 年的 0.60 亿元增长至 2021 年的 50.24 亿元（CAGR=202.50%），成为公司核心拳头大单品，驱动整体业绩高增。

我们认为公司先通过价格锁定消费群体，再通过贴合目标用户需求的包装设计、定价以及规格设置实现精准定位，从而不断提升消费者粘性，实现“东鹏特饮”系列产品的快速增长。

（1）差异化的 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计打破了能量饮料产品罐装包装的市场局限，迅速打开了市场。

（2）具有保健品批文，产品在抗疲劳功效以及对功效的宣传上更具优势。

（3）大容量+单位容量价格更低，性价比更高，更有利于精准锁定消费人群。

（4）不同价格带/不同规格产品覆盖更多场景。

此外公司也在不断推出面向不同人群的新产品，逐步建构“东鹏能量+”产品品牌矩阵——从含气能量饮料东鹏加氮、0 糖特饮到品牌形象升级的罐装东鹏特饮“中国金罐”，再到“东鹏气泡特饮”。此外公司也布局咖啡市场推出东鹏大咖摇摇拿铁新品。据东鹏特饮微信公众号，公司董事长林木勤在敲锣仪式现场表示：“未来，公司将继续专注于做功能饮料，使东鹏成为以能量饮料为主、集其他功能饮料为一体的民族品牌。”

**渠道网络快速扩张，因地制宜不断优化，加速全国化布局。**公司渠道网络快速拓展，2017-2021 年期间经销商数目从 956 家增至 2312 家，终端网点数也从 2019 年的不足 90 万家增至 2021 年的 209 万家，同时公司还重视通过激励来提升对渠道的质量把控。

公司一方面在广东省内持续渗透，另一方面持续推进全国化战略，积极开拓广西、华中、华东等市场——2017-2021 年期间广东区域收入占比从 66.66%降至 45.94%。

快速扩张过程中，公司对于空白市场与成熟市场采取不同的策略——渠道方面：核心市场主要采取公司精耕的运营模式，在其他区域主要采取大流通的运营模式；产品方面：空白区域开拓过程中主要推广大金瓶，而在成熟市场进行新产品的试销。另据投资者关系活动记录表，公司未来几年都会考虑持续投放冷柜，希望将陈列、冰冻化在成熟的区域做到极致，使单店的销量有实质的提高。

**品牌年轻化发展，多营销手段助力知名度提升。**品牌年轻化是公司的重要战略之一。2016 年公司提出了“年轻就要醒着拼”的全新品牌口号，在营销上不断进行创新，全面拥抱互联网，通过创意压屏条、体育电竞赞助等多种方式与年轻人积极互动和沟通。此外公司推行饱和式营销策略，在线上线下进行了多维度、全方面、饱和式的营销宣传，不断提升品牌势能，拉动业绩快速提升。随着投放策略高空转地面，2018-2020 年公司宣传费比持续下降。

**数字化赋能，“一物一码”&“一元乐享”助力增长。**公司是“新零售”的探索者和践行者，公司以互联网为依托，运用大数据分析、二维码等技术，对产品生产、营销和渠道进行管理。公司构建“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。此外公司通过“一物一码”技术不断提升管理效率，而“一元乐享”新型促销活动随着消费者参与度逐步提升，有效拉动了终端动销，促进业绩增长。

**持续布局新产能，满足全国化发展需求。**伴随不断增长的市场需求，公司产能不断提升，从 2017 年的 74.04 万吨增长至 2021 年的 236.45 万吨。同时公司 2017-2021 年平均产能利用率为 68.91%，一直保持较高水平。

为满足市场需求，公司已建成投产增城基地、华南基地、东莞基地、安徽基地、南宁基地、重庆基地、海丰基地七大生产基地。随着全国化进程的加速，公司将在增城基地、华南基地、安徽基地、重庆基地新增产品生产线，同时，长沙基地、衢州基地正在积极推进建设。此外公司亦稳步推进深圳基地和汕尾基地的选址、征地和土地招拍挂等事宜。我们认为，持续的新产能布局一方面能够不断满足当前全国化发展需求，另一方面也体现出了公司对于未来发展的充足信心。

**盈利预测与投资建议。**我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 85.73/111.50/139.91 亿元，归母净利润分别为 12.96/17.04/21.94 亿元，对应 EPS 分别为 3.24/4.26/5.48 元/股。结合可比公司估值情况，考虑到公司的业绩成长性，给予公司 2022 年 50 倍的 PE 估值，目标价 162.00 元/股，首次覆盖并给予“优于大市”评级。

**风险提示。**（1）食品安全风险，（2）市场竞争加剧，（3）新渠道、新市场拓展不及预期。

# 1. 年轻就要醒着拼，能量饮料龙头厚积薄发快速成长

## 1.1 发轫华南，能量饮料龙头全国化布局正当时

公司是我国能量饮料的头部企业，深耕饮料行业多年，自成立起一直专注于饮料的研发、生产与销售，成功塑造了广大消费者熟知的品牌“东鹏特饮”，“年轻就要醒着拼”的品牌主张深入人心。

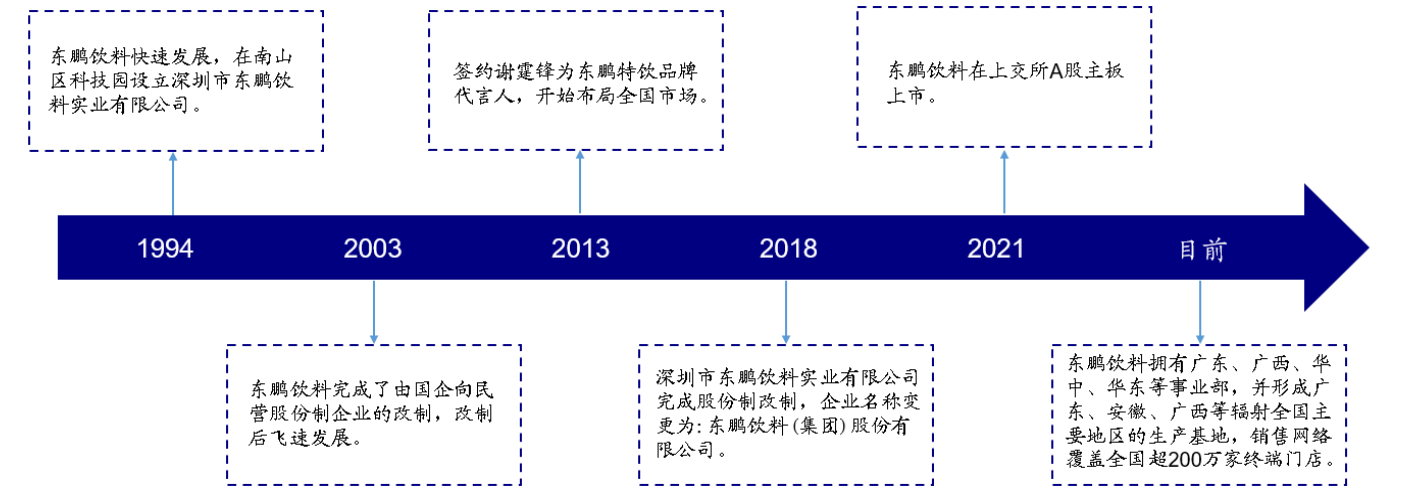
公司成立于 1994 年，前身为东鹏饮料实业公司，总部位于深圳市南山区。2009 年，公司首创 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计，以差异化的产品包装迅速打开市场，开创了能量饮料瓶装时代。2017 年下半年，公司推出 500ml 金瓶，该产品营业收入从 2017 年的 0.60 亿元增长至 2021 年的 50.24 亿元，主营业务收入占比从 2017 年的 2.10%增长至 2021 年的 76.22%，迅速成长为公司的大单品，带动公司业绩快速提升。**2021 年，东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由 2020 年的 27.00%上升至 31.70%，成为我国销售量最高的能量饮料；全国市场销售额份额占比由上年的 20.20%上升至 23.40%，市场排名第二。**

公司起步于广东地区。据同花顺财经微信公众号，公司第一个大力推广的市场选在东莞，避开当时进入深圳的百事可乐的竞争。2012 年，公司在东莞的销量突破了 1 亿元，东莞也成为了公司在三四线城市的样板市场。

据环球时讯企鹅号，公司从广东一路发展壮大，持续加大推进全国化发展布局。2013 年，公司邀请谢霆锋作为品牌代言人，通过央视广告强势曝光，提高了品牌全国知名度。目前，公司全国化发展成效显著，2021 年非广东区域（含直营及线上）营业收入占比超过广东省，区域营收结构持续优化，全国化进程显著加快。

公司设立了广东、广西、华中、华东等事业部，截至 2021 年年末，公司共拥有经销商 2312 家，全国活跃终端网点 209 万家，形成了全方位、立体化、覆盖广的销售体系，销售规模持续增长，市场占有率稳步提升。

**图1 公司发展历程**

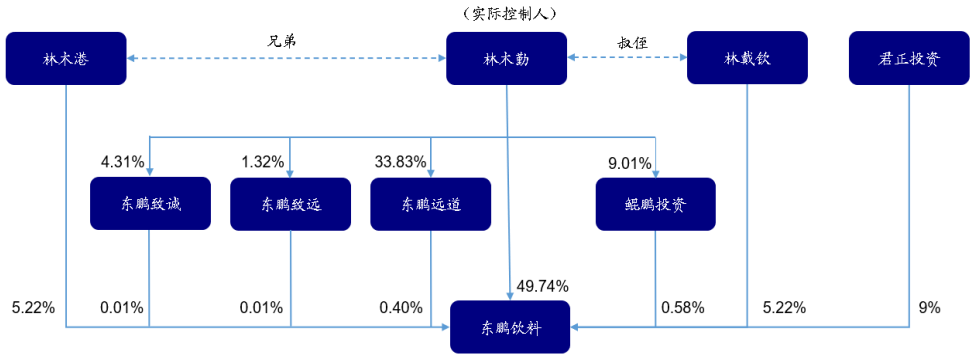



资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

据时代数据微信公众号，2003 年，以林木勤为核心的 20 名员工合伙出资 460 万元接手东鹏实业资产，成立深圳市东鹏饮料实业有限公司。其中，林木勤出资 267 万元，占比 58.04%，成为公司的控股股东。据新经销搜狐号，从 2003 年林木勤接手公司并进行私有化改制到 2010 年前后，公司的产值从 1500 万元提升至 2.5 亿元。

截至 2021 年年底，林木勤直接持有公司 19896.74 万股，占公司股份总数的 49.74%。公司第二大、第三大股东分别为君正投资和鲲鹏投资，持股比例分别为 9.00%和 6.44%。

**图2　公司股权结构示意图**




资料来源：公司 2021 年年报，HTI

君正投资为消费品领域专业私募股权投资基金，2017 年 7 月通过增资及股权转让方式入股公司。据投中网微信公众号，君正投资管理合伙企业的私募股权机构为加华资本。据福布斯微信公众号，加华资本由宋向前于 2007 年创建，已发展成为中国消费行业的头部投资机构。

鲲鹏投资为公司 2016 年 1 月设立的持股平台。据公司招股说明书（申报稿），董事长林木勤、资讯管理中心信息技术部项目专员林煜鹏、销售总监陈焕明等多名董事、高级管理人员、核心技术人员通过鲲鹏投资间接持有公司股份。

2019 年 7 月，现任董事、集团副总裁、董事会秘书刘丽华，副总裁卢义富，副总裁蒋薇薇以及东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚分别与公司签署《增资协议》，刘丽华认购 80 万股，持股比例为 0.22%；卢义富和蒋薇薇分别认购 40 万股，持股比例均为 0.11%；东鹏远道认购 473 万股；东鹏致远认购新增股本 151 万股；东鹏致诚认购 116 万股。其中，刘丽华、卢义富、蒋薇薇通过直接持股方式参与股权激励，东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚为员工持股平台，公司中高层以上技术骨干、经营骨干等通过前述持股平台参与股权激励。

公司旗下产品涵盖能量饮料、非能量饮料以及包装饮用水三大类型，主要产品包括“东鹏特饮”、“东鹏大咖”摇摇拿铁、“东鹏 0 糖特饮”和“东鹏加氖”等。东鹏特饮是公司的拳头产品，有 250ml、500ml 瓶装东鹏特饮、250ml 罐装东鹏特饮、250ml 利乐包东鹏特饮以及 2021 年推出的 250ml 钻包东鹏特饮等多种包装类型。

**图3　公司不同类型产品示意图**




资料来源：金角财经微信公众号，HTI

公司是“新零售”的探索者和践行者。公司以互联网为依托，运用大数据、二维码等技术，对产品生产、营销和渠道管理进行升级改造。目前公司已形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，生产效率和产品质量逐步提高。

公司高度重视与消费者之间的直接互动与信息反馈，不断推出各类丰富的日常促销与档期促销活动，保持消费者的参与度与新鲜感，在与消费者的充分互动中实现精准营销。公司于 2018 年 11 月引入新型的实物兑换促销活动，即“壹元乐享”活动，且于后续报告期内维持较高的投放力度，促销效果较好。随着“四码关联”产品的推出，为了更好的掌握终端门店销售情况，提升终端商户销售的积极性，公司 2020 年新增终端门店现金折扣活动。

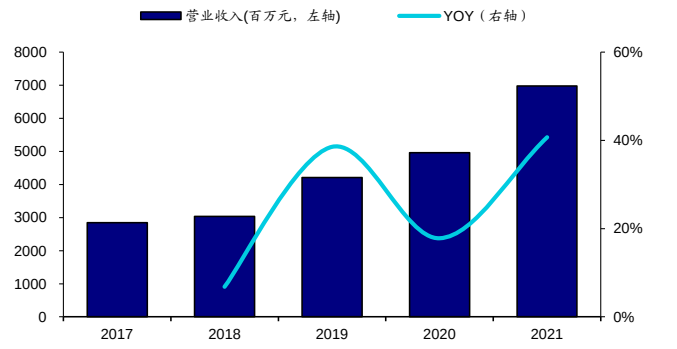
公司将继续保持和巩固能量饮料行业的领导地位，进一步加强全国市场布局，同时利用研发平台和营销网络积极发展功能饮料，不断扩大产品的品牌影响力和市场占有率，使公司逐步发展成为领先的功能饮料企业。

### 1.2　营收快速成长驱动整体财务指标优异

公司业绩增长迅速，营业收入从 2017 年的 28.44 亿元增长至 2021 年的 69.78 亿元，CAGR 为 25.16%。归母净利润从 2017 年的 2.96 亿元增长至 2021 年的 11.93 亿元，CAGR 为 41.69%。

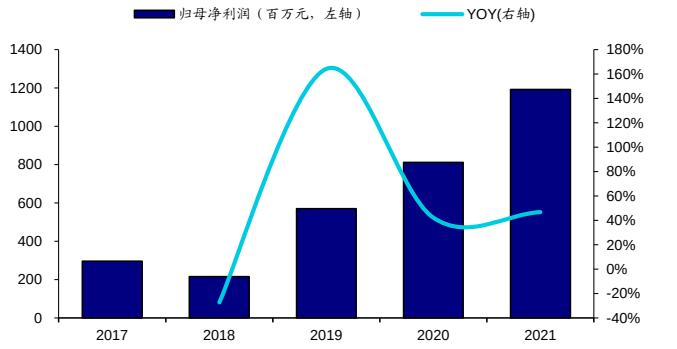
据东鹏特饮微信公众号援引尼尔森数据，2020 年 12 月—2021 年 11 月，东鹏特饮销售额同比增长 28.4%，是能量饮料行业平均增速 10.8%的近 3 倍。

**图4　2017-2021 公司营业收入及增长率**




资料来源：wind，HTI

**图5　2017-2021 公司归母净利润及增长率**

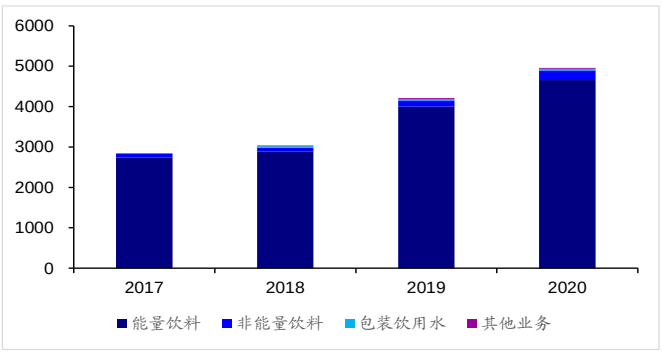



资料来源：wind，HTI

公司的销售收入主要来源于能量饮料。2017-2020 年能量饮料销售收入从 27.35 亿元增长至 46.55 亿元，CAGR 为 19.40%，平均主营业务收入占比为 95.40%。2021 年，公司销售东鹏特饮收入达到 65.92 亿元。

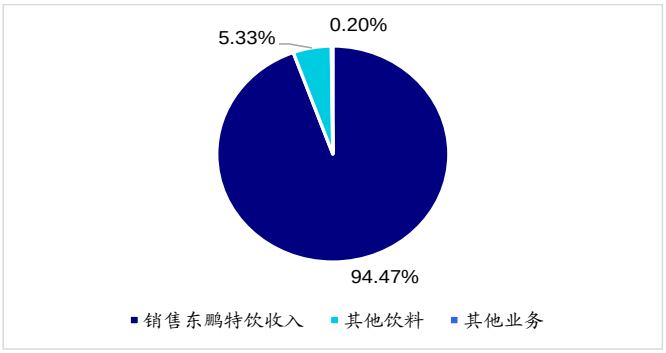
同时，公司积极布局其他类别的饮料产品，非能量饮料/包装饮用水销售收入从 2017 年的 1.03 亿元/0.02 亿元增长至 2020 年的 2.40 亿元/0.41 亿元，CAGR 分别为 32.57%/173.69%。主营业务收入占比也从 3.63%/0.08%增长至 4.86%/0.82%。

**图6　2017-2020 公司营业收入构成（百万元）**




资料来源：wind，HTI

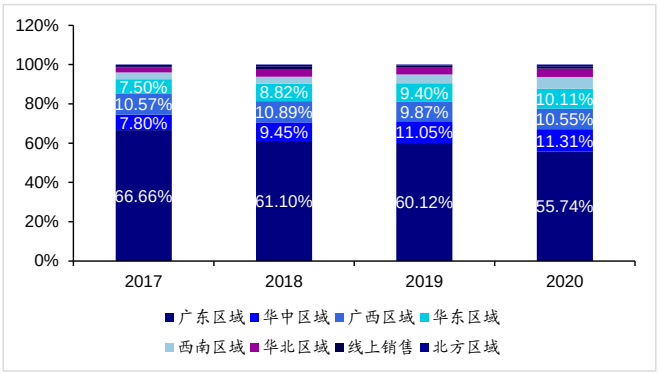
**图7　2021 年公司营业收入构成**




资料来源：公司 2021 年年报，HTI

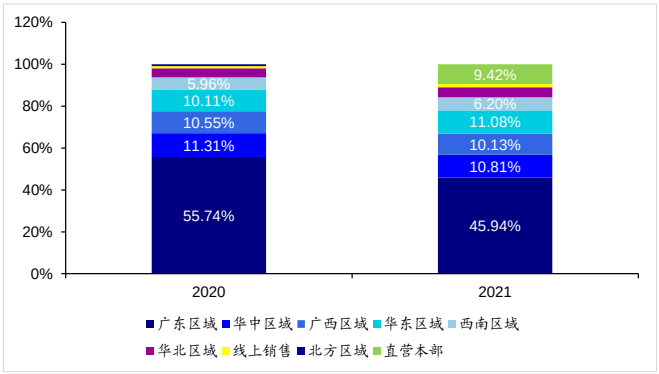
从公司不同区域营收分布来看，公司起步于广东区域，在当地建立了较强的品牌影响力和市场竞争优势，因此广东地区收入占比明显高于其他地区，2017-2021 年平均主营业务收入占比为 57.91%（2021 年新增直营收入部分）。非广东区域中，2021 年收入占比超过 10%的地区有华东、华中、广西地区，收入占比分别为 11.08%、10.81%、10.13%。随着公司积极开拓全国市场，非广东区域收入占比从 2017 年的 33.34%增长至 2021 年的 54.06%（2021 年新增直营收入部分）。

**图8 2017-2020 年公司不同地区营收占比变动情况**




资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

**图9 2020-2021 年公司不同区域营收占比变动情况**

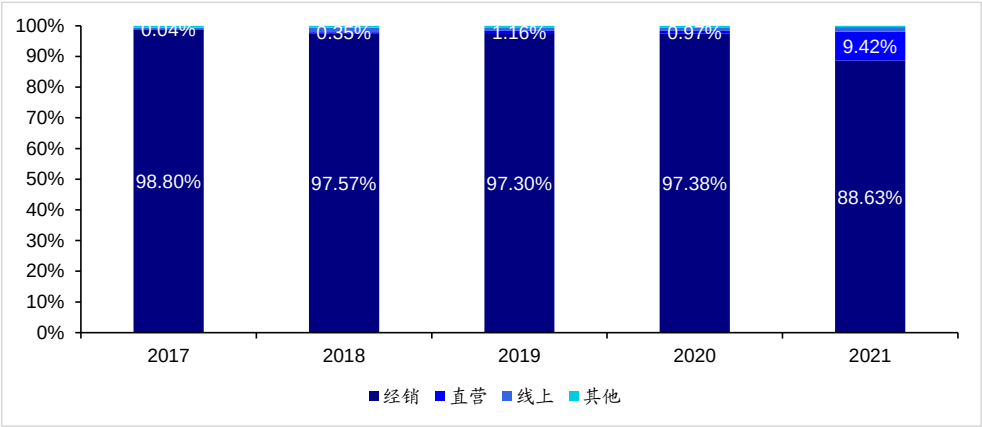



资料来源：公司招股说明书（申报稿），公司 2021 年年报，HTI
说明：2021 年新增直营收入部分，减少线上销售部分

在渠道方面，公司以经销模式为主，同时结合直营、线上等多种销售模式。2017-2020 年经销模式主营业务收入占比为 98.80%/97.57%/97.30%/97.38%。2021 年经销渠道主营业务收入占比下降为 88.63%，系公司 2021 年直营、线上收入快速增长所致。

2017 年-2021 年直营模式销售收入从 108.37 万元增长至 65629.19 万元，主营业务收入占比从 0.04%增长至 9.42%。2021 年直营和线上的收入增长较快，增长率分别达到 43.29%和 88.42%，增长速度超过公司整体收入的增长率。

**图10 2017-2021 年公司不同渠道营收占比变动**

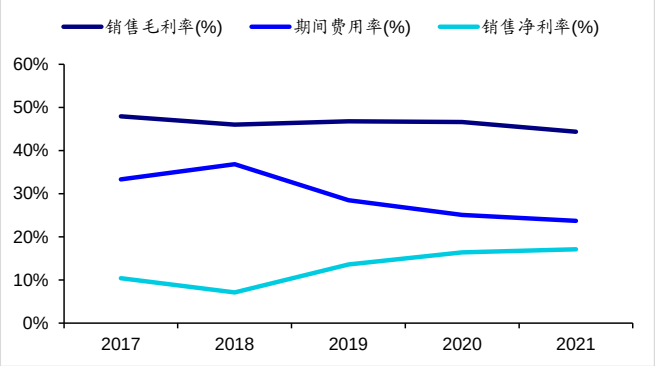



资料来源：公司招股说明书（2020 年 4 月 16 日报送稿、申报稿），公司 2021 年年报，HTI

2017-2021 年公司平均毛利率为 46.32%，较为稳定。期间费用率从 2017 年的 33.28%下降至 2021 年的 23.67%，整体呈下降趋势，主要受当期销售费用率变动影响。受益于公司期间费用率的下滑，公司净利润率整体呈上升趋势，从 2017 年的 10.41%增长至 2021 年的 17.10%。

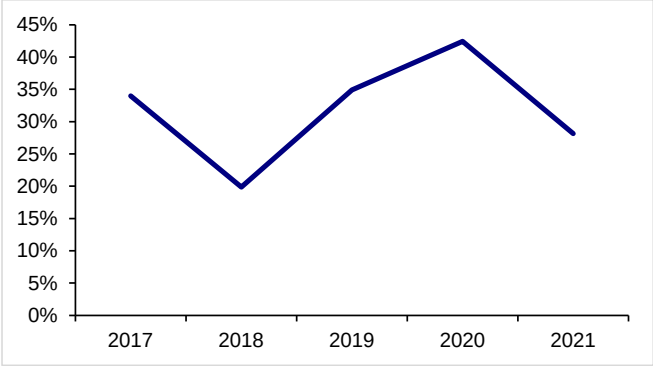
公司 2017-2021 年净资产收益率分别 34.00%/19.86%/34.89%/42.44%/28.15%，整体维持较高水平。

图11 2017-2021 公司毛利率、期间费用率、净利率变化情况




资料来源：wind，HTI

图12 2017-2021 公司 ROE（%）




资料来源：wind，HTI

表 1 可比公司 2019-2021 年毛利率、净利率对比情况

| 公司代码 | 公司名称 | 2019 | | 2020 | | 2021 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 毛利率（%） | 净利率（%） | 毛利率（%） | 净利率（%） | 毛利率（%） | 净利率（%） |
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 46.74 | 13.56 | 46.60 | 16.38 | 44.37 | 17.10 |
| 603711.SH | 香飘飘 | 41.20 | 8.73 | 36.20 | 9.53 | 33.60 | 6.42 |
| 300997.SZ | 欢乐家 | 36.82 | 14.52 | 39.41 | 14.33 | 36.05 | 12.48 |
| 605337.SH | 李子园 | 40.90 | 18.64 | 37.18 | 19.73 | 35.88 | 17.86 |
| 605388.SH | 均瑶健康 | 52.68 | 23.66 | 46.58 | 25.07 | 40.62 | 15.93 |
| 000848.SZ | 承德露露 | 52.62 | 20.66 | 50.13 | 23.30 | 46.79 | 22.51 |
| 603156.SH | 养元饮品 | 52.83 | 36.13 | 47.82 | 35.64 | 49.12 | 30.57 |
| 09633.HK | 农夫山泉 | 55.41 | 20.55 | 59.05 | 22.99 | 59.46 | 23.99 |
| KO.N | 可口可乐 | 60.77 | 24.11 | 59.31 | 23.53 | 60.27 | 25.36 |
| MNST.O | 怪物饮料 | 59.95 | 26.37 | 59.23 | 30.65 | 56.10 | 24.86 |

资料来源：Wind，HTI

表 2 可比公司 2019-2021 年 ROE（%）对比情况

| 公司代码 | 公司名称 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 34.89 | 42.44 | 28.15 |
| 603711.SH | 香飘飘 | 13.71 | 12.63 | 7.47 |
| 300997.SZ | 欢乐家 | 33.42 | 23.83 | 14.98 |
| 605337.SH | 李子园 | 35.27 | 29.41 | 16.35 |
| 605388.SH | 均瑶健康 | 26.68 | 9.06 | 4.79 |
| 000848.SZ | 承德露露 | 23.29 | 19.63 | 24.17 |
| 603156.SH | 养元饮品 | 21.71 | 13.33 | 16.94 |
| 09633.HK | 农夫山泉 | 50.08 | 34.06 | 34.53 |
| KO.N | 可口可乐 | 46.99 | 40.14 | 42.48 |
| MNST.O | 怪物饮料 | 26.56 | 27.31 | 20.98 |

资料来源：Wind，HTI

## 2. 功能性+消费群体扩大驱动能量饮料较好景气，东鹏特饮份额快速提升

### 2.1 全球能量饮料市场：饮料重要分支，美国市场红牛/Monster 主导

能量饮料是指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饮料制品，一般具有“抗疲劳”、“提神”等功效。

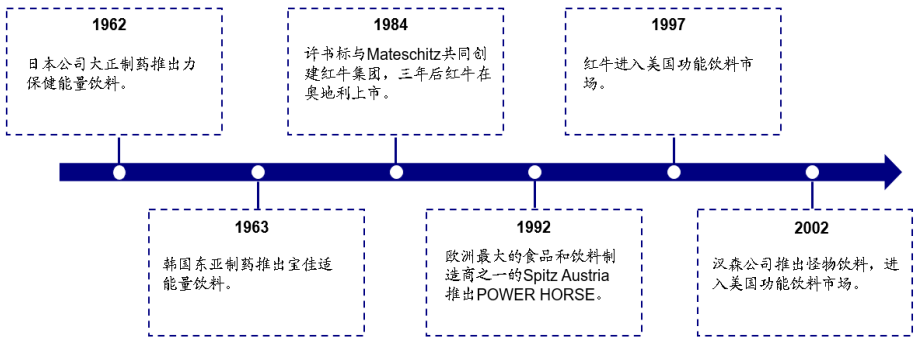
1927 年葡萄适(Lucozade)作为第一代能量饮料于英国出现。1966 年，享誉全球的红牛诞生于泰国。在此之后，各种能量饮料陆续问世。

据食品工业科技微信公众号援引 Canadean 数据库，全球能量饮料销售量自 2000 年以来快速增长，2000 年至 2016 年间复合增长率达到 13.9%，目前能量饮料已发展成为饮料行业重要的细分品类，并呈持续、稳定的发展态势。据 Global Information 的预测数据，全球能量饮料市场在 2020 年-2024 年的预测期间内，预计将以 7%的年复合成长率推移，并成长至 3541 万美元。

据长安街知事微信公众号援引欧睿咨询数据，从全球来看，美国是最大的能量饮料市场，奥地利红牛和 Monster 是美国能量饮料市场中远超其他品牌的两大头部玩家。据 Beverage Industry 援引 IRI 数据，在截至 2020 年 6 月 13 日的 52 周内，奥地利红牛在美国能量饮料市场份额位居第一，市占率达到 23.3%。Monster 排名第二，市占率达到 23.1%。

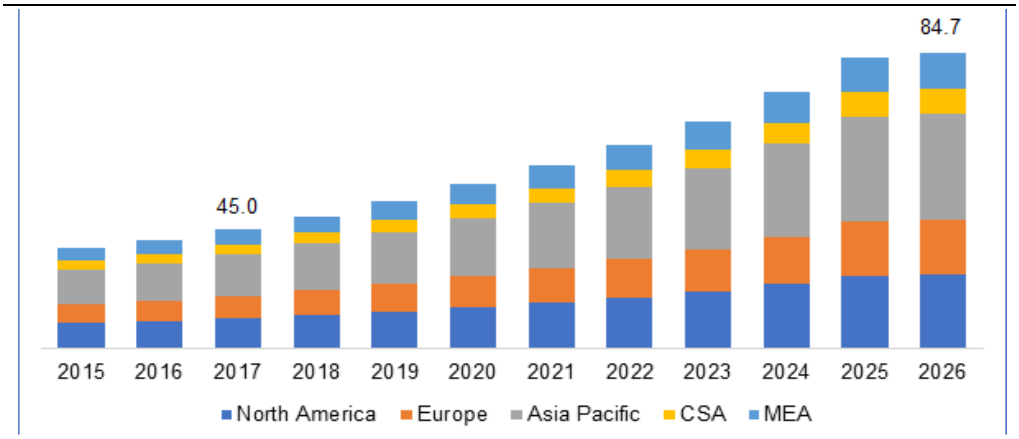
据中国食品微信公众号，2021 年奥地利红牛在全球范围内共售出 98.04 亿罐饮料，同比增长 24.3%，集团营业额达到 78.16 亿欧元。据财经国家周刊微信公众号，奥地利红牛联合创始人迪特里希依靠奥地利红牛成为奥地利首富，据福布斯发布的 2021 年全球富豪榜，他的财富达到 269 亿美元。Monster 于 2002 年在美国上市并获得了巨大的成功，据 FoodBusinessNews，Monster 在 2021 年销售额超过 55 亿美元，创下历史新高。

**图13 海外能量饮料市场发展历程**




资料来源：力保健微信公众号，宝佳适山东饮料有限公司微信公众号，新经销微信公众号，power horse 官网，纳食微信公众号，HTI

图14 2015-2026E 全球能量饮料市场增长趋势（单位：十亿美元）




资料来源：Polaris Market Research，HTI

## 2.2 中国功能饮料市场：抗疲劳+场景不断扩容，30 年培育后正快速成长

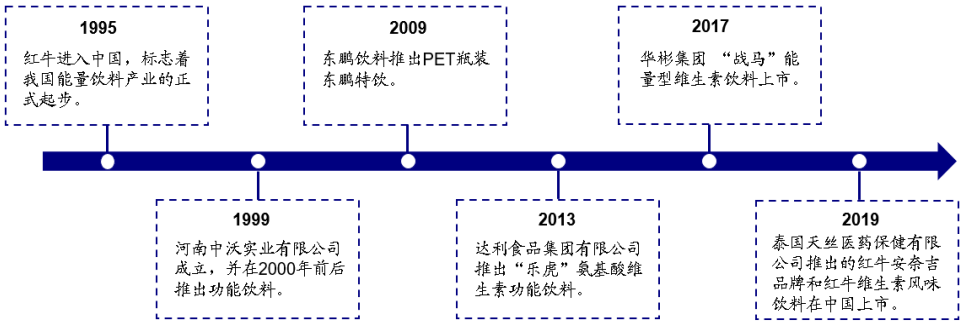
### 2.2.1 从华彬红牛初始培育到如今快速成长

据食品工业科技微信公众号，1995 年底，华彬红牛设厂，次年华彬红牛产品在国内市场上市，标志着我国能量饮料产业的正式兴起。据长安街知事微信公众号，华彬红牛开辟了国内功能饮料市场准入先河。为了打开中国市场，严彬在创业当年就为推广华彬红牛投入 2 亿人民币的广告费，并让红牛广告出现在央视春晚。我们认为，作为中国能量饮料行业的先行者，华彬红牛成功让能量饮料的概念被消费者接受，树立了发展的样板，为后来其他能量饮料品牌进入市场打下基础。

据新经销微信公众号，2004 年我国非典疫情过后，国民的健康意识被拔高。据食品工业科技微信公众号，市场对具有功能性饮料的巨大消费需求，使得能量饮料开始迎来发展契机。

据深氪新消费微信公众号，林木勤在买下公司的品牌和生产设备后于 2009 年重新推出东鹏特饮。与此同时，乐虎、盼盼、伊利等品牌也纷纷进入能量饮料赛道。2013 年，达利推出和红牛包装类似的乐虎，以更低的价格和高性价比进行销售。据新食品评介微信公众号，2016 年以后，Monster、战马、唤醒源、卡拉宝、豹发力等各路巨头推出的新品牌纷纷涌向市场，同时东鹏特饮、乐虎等头部品牌快速成长。据 36 氪财经微信公众号援引欧睿数据，2020 年，中国能量饮料市场呈现出“一超多强”的格局。

**图15 中国能量饮料行业发展历程**

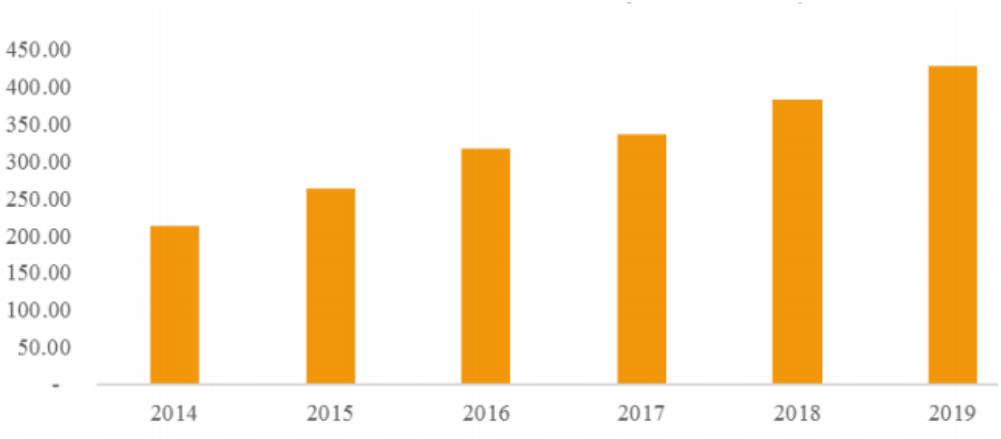



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中原品牌计划微信公众号，达利食品聆讯后资料集，HTI

能量饮料在中国市场虽然起步较晚，但增长速度较快，据长安街知事微信公众号，中国仅用 20 余年就将这个饮料品类市场从空白发展为全球第二，仅次于美国。近年来，随着我国居民消费水平的提高，消费者对饮料的健康、功能属性需求日益提升，各细分类别饮料中，能量饮料是增速最快的细分品类之一。据公司 2021 年 6 月投资者关系活动记录表，我国 2020 年功能饮料规模约为 500 亿左右。

据新财富汇微信公众号援引欧睿国际数据，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。据公司 2021 年年报援引尼尔森 IQ 相关数据，2021 年能量饮料细分市场增速为 10.80%，在饮料行业中增速领先。据 FBIF 食品饮料创新微信公众号援引艾媒咨询数据，2019-2024 年中国能量饮料市场规模复合增速预计达到 12.24%。

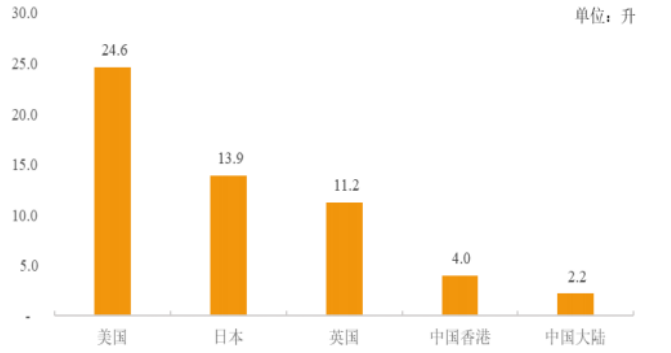
**图16 2014-2019 年中国能量饮料市场增长趋势（销售金额，亿元）**




资料来源：公司招股说明书（申报稿）援引《Energy Drinks in China》、Euromonitor International，HTI

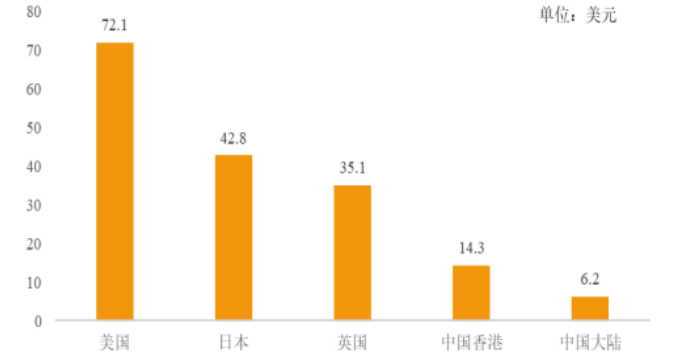
目前，中国能量饮料的人均消费水平仍显著偏低。根据公司招股说明书（申报稿）援引欧睿国际数据，2017 年中国大陆功能饮料人均消费量为 2.2 升，消费金额为 6.2 美元，人均消费金额不足中国香港的 50%，与英国、日本和美国差距更大。据 2021 年 6 月投资者关系活动记录表，目前中国大陆的人均饮用量是中国香港的 50%，日本的 20%，美国的 10%左右，成长空间广阔。

图17 功能饮料人均饮用量




资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

图18 功能饮料人均消费金额




资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

### 2.2.2 抗疲劳需求人群基数大+消费场景多样化构建高成长赛道

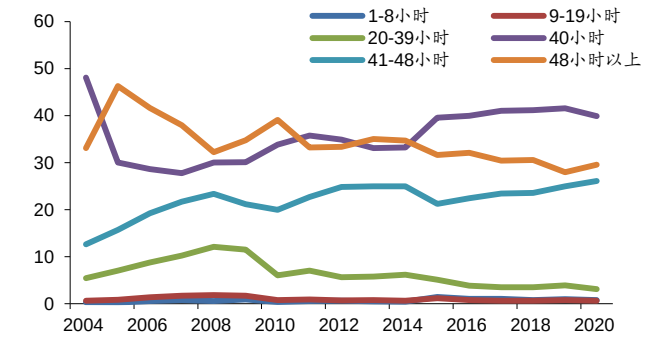
**我们认为，受益于工作时间保持在较高水平、抗疲劳需求人群有着巨大基数、消费场景多样化以及消费者接受度逐渐提高，未来我国能量饮料市场规模将继续保持较高的增长景气度。**

**一、工作时间保持在较高水平**

能量饮料产生的“抗疲劳”、“提神”功效是产品本身的核心价值体现，也是能量饮料区别于一般饮料的重要特性。据公司招股说明书（申报稿），咖啡因能够促进新陈代谢，促进脂解作用、呼吸作用，还可促进胃酸和蛋白酶的分泌，以利营养物质消化吸收；牛磺酸有助于机体对糖、氨基酸的利用以及脂肪的消化吸收；B 族维生素则可促进机体能量物质代谢，参与有氧运动时肌肉中的氧的传递。这些成分都可以帮助机体补充能量、加速能量释放和吸收。因此，能量饮料能够很好地满足用户的功能性需求，消费者粘性较强。

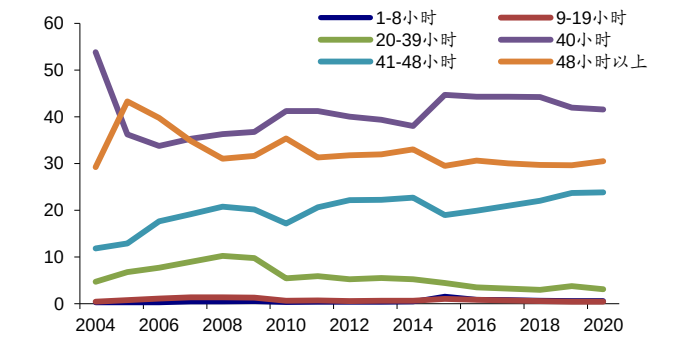
此外据 wind 的城镇就业人员平均工作时间统计数据，以“20-24 岁”、“25-29 岁”、“30-34 岁”、“35-39 岁”四个年龄段作为样本年龄段，可以看到 2015-2020 年期间，四个年龄段中，平均工作时间在 40 小时以上的比例一直保持在较高水平。

图19 我国城镇就业人员平均工作时间构成（%，20-24 岁）



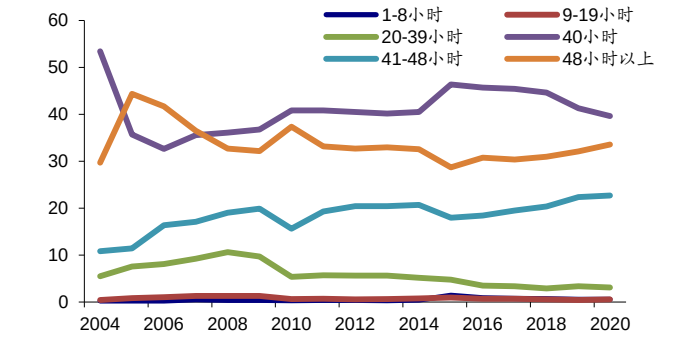

资料来源：wind，HTI
说明：已更新至最新数据

图20 我国城镇就业人员平均工作时间构成（%，25-29 岁）



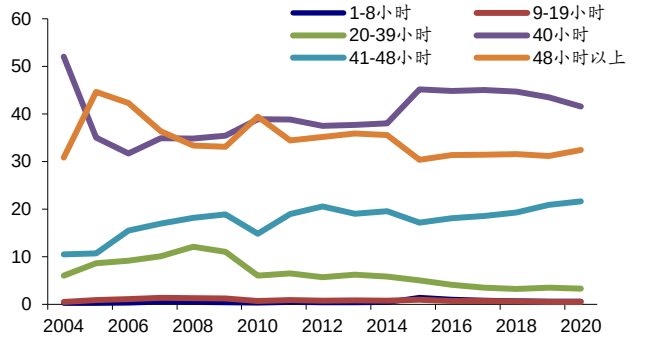

资料来源：wind，HTI
说明：已更新至最新数据

图21 我国城镇就业人员平均工作时间构成（%，30-34 岁）




资料来源：wind，HTI
说明：已更新至最新数据

图22 我国城镇就业人员平均工作时间构成（%，35-39 岁）



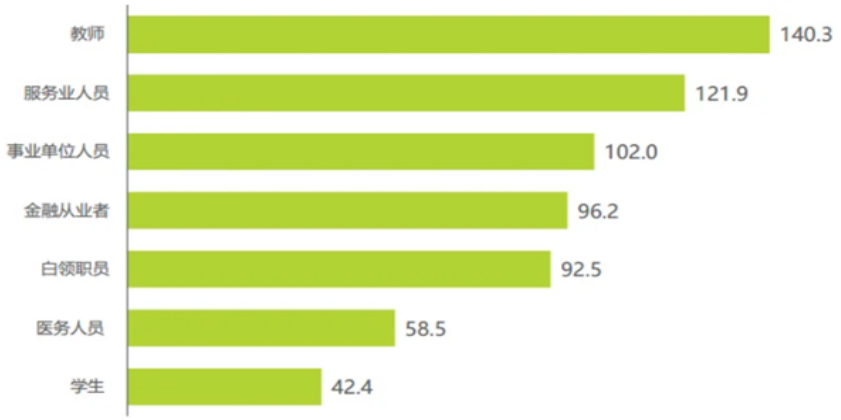

资料来源：wind，HTI
说明：已更新至最新数据

我们认为，我国消费者对于抗疲劳的需求在不断提升，能量饮料的主力消费军正在从工作时间较长的司机、蓝领工人、快递员、医护工作者等逐步扩大至白领、学生等更多的消费群体。

## 二、抗疲劳需求人群有着大基数

据腾讯网，京东健康联合南都、艾瑞咨询发布《2019 年中国大健康消费发展白皮书》。根据《白皮书》，教师、服务人员对缓解疲劳类保健品的消费需求较高，其在缓解疲劳类保健品目标人群指数分别高达 140.3 和 121.9。缓解疲劳类保健品涵盖功能饮料，胶囊及养生茶饮，其中以维生素 B 族、西洋参、牛磺酸等成分最为热门。

图23 2019 年中国缓解疲劳类保健品成交额职业分布 TGI 指数




资料来源：腾讯网，京东健康，南都、艾瑞咨询，HTI

我国教师群体规模较大。据教育部官网数据，2021 年，全国共有各级各类学校 52.93 万所，专任教师 1844.37 万人。其中，专任教师人数较 20 年增长 51.37 万人，同比增长 2.87%。

我们认为，货车司机、外卖骑手等服务业群体同样数量巨大。据中国物流与采购联合会发布的《2021 年货车司机从业状况调查报告》，2000 多万货车司机是物流行业规模最大的从业群体，加上相关辅助从业人员，其供养人口在一亿人上下。

据阿里研究院援引中国饭店协会联合饿了么发布的《2020-2021 年中国外卖行业发展研究报告》，2020 年中国在线外卖市场规模 6646.2 亿元，同比增长 15%。2020 年中国在线外卖用户规模 4.56 亿人，同比增长 7.8%。我们认为，随着外卖市场的扩大，外卖骑手的从业人员也在不断增加。据美团外卖发布的《2021 年度美团骑手权益保障社会责任报告》，2021 年美团外卖日均骑手数超过 100 万人，据阿里研究院援引饿了么发布的《2022 蓝骑士发展与保障报告》，2021 年共有 114 万骑士在饿了么平台获得稳定收入。

据艾媒网引用艾媒咨询数据，自 2017 年以来，我国网约车市场规模不断扩大，至 2020 年，中国网约车市场规模已达 2980 亿元。据交通运输部微信公众号，截至 2021 年 1 月，已有 210 余家网约车平台公司获得经营许可，日均订单量在 2100 万单左右。

目前，我国运动健身人群规模正在持续增长。据国家统计局数据，截至 2020 年年末，全国共有体育场地 371.3 万个，全年全国 7 岁及以上人口中经常参加体育锻炼人数比例达 37.2%。不断扩大的运动群体基础，让运动类场景能量饮料前景可观，有长足的成长空间。

### 三、消费场景多样化

我们认为，能量饮料的发展崛起也是伴随着我国“80”后、“90”后甚至当前的“00”后等新一代消费者的成长而来。因此除了满足最基本的抗疲劳需求外，能量饮料也在逐步满足新一代消费者对于个性、潮流、时尚的需求，消费场景也更加多元化，从加班、熬夜、运动等“疲劳”场景拓展至聚会、旅行、电竞、音乐节、日常保健等休闲性消费场景。

**图24 消费场景示意图**




资料来源：红牛微信公众号，HTI

**图25 消费场景示意图**



资料来源：MonsterEnergy 魔爪微信公众号，HTI

图26 消费场景示意图




资料来源：红牛微信公众号，HTI

图27 消费场景示意图



资料来源：红牛微信公众号，HTI

## 四、消费者接受度逐步提高

据长安街知事微信公众号，华彬红牛自 1996 年在央视春晚播出第一支红牛广告后，持续投入巨资在央视、电台宣传红牛饮料中含有的咖啡因、牛磺酸、赖氨酸、维生素等成分以及这些成分组合对人们的帮助。1995 年至 2005 年，华彬用于广宣等市场教育的投入达到 7.6 亿元。随着各大品牌逐步涉入能量饮料领域，消费者对其“能量激活”、“提神醒脑”、“抗疲劳”印象加深，并通过口碑传播给潜在的消费者，形成了正向的消费反馈，增强了消费者对能量饮料的接受度和主动消费意识。

图28 1996 年华彬红牛亮相春季全国糖酒会




资料来源：长安街知事微信公众号，HTI

图29 上世纪 90 年代拉萨街头的华彬红牛广告




资料来源：长安街知事微信公众号，HTI

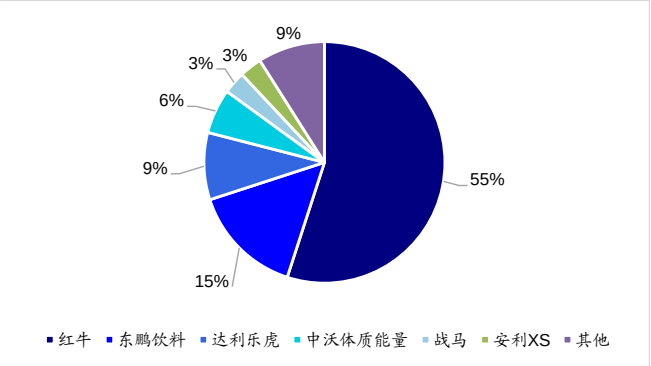
### 2.3 红牛市占率依然领先，东鹏份额快速提升

目前我国能量饮料市场呈现出“一超多强”的格局。据 36 氪财经微信公众号援引欧睿数据，2020 年红牛（华彬+天丝）市占率为 55%，排名第一。市占率排名第二、第三分别为东鹏特饮和达利乐虎，分别为 15%和 9%。CR3 市占率合计达到约 79%，行业集中度较高。

从份额变化来看，据腾讯网援引英敏特数据，2016-2018 年红牛市占率虽然保持领先地位，但是呈现逐步下滑趋势，而东鹏特饮和乐虎的市占率则有所上升，东鹏特饮的市占率从 2016 年的 9.50%增长至 2018 年的 15.10%，成为仅次于红牛的第二大能量饮料品牌。

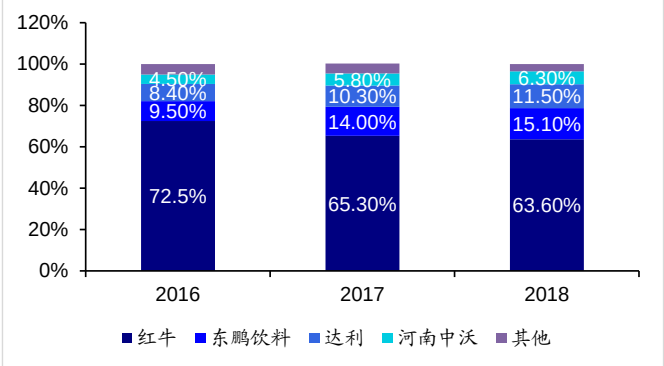
2020-2021 年，东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由 27.00%上升至 31.70%，成为我国销售量最高的能量饮料；全国市场销售额份额占比由 20.20%上升至 23.40%，市场排名第二。

**图30 2020 年中国能量饮料市场份额**




资料来源： 36 氪财经微信公众号，欧睿，HTI

**图31 2016-2018 中国能量饮料市占率变化**




资料来源：腾讯网，英敏特，HTI

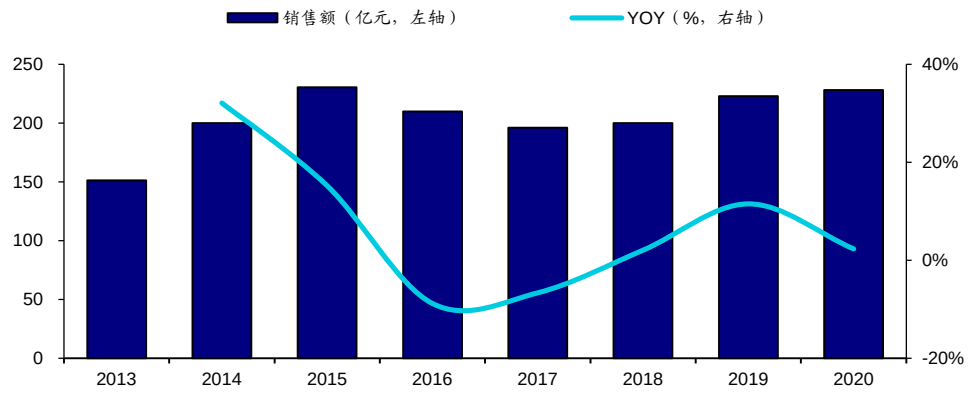
与此同时，随着能量饮料市场的兴起，一些知名饮料企业开始推出相关产品参与竞争。据饮料产业链之窗微信公众号，统一推出能量饮料新品够燃，据伊利微信公众号，伊利推出能量饮料产品唤醒源。除传统饮料企业外，元气森林等新锐品牌近年也加入了能量饮料赛道。据食品商微信公众号，元气森林 2021 年推出能量饮料“大魔王”，同期健力宝也推出了一款名为“超得能”的复合肽能量饮料新品。据饮料产业链之窗微信公众号，汤臣倍健、新希望等跨赛道选手也纷纷入局，推出 F6 能量饮、霸夫等能量饮料品牌。

随着更多企业参与能量饮料市场竞争，市场格局也受到影响。据 36 氪财经微信公众号援引欧睿数据，除红牛、东鹏特饮、乐虎、体质能量这几个主要品牌之外，其他市占率较低的品牌合计市场占有率在 2020 年达到 15%。

**受品牌纠纷影响，华彬红牛市场份额下降。**据 FINANCIAL TIMES，上世纪 90 年代，严斌与泰国天丝集团控制方 Yoovidhya 集团合作，获得了红牛饮料在中国的生产销售权。此后红牛在中国得到高速发展，据红牛微信公众号，2009 年华彬红牛销售额突破 40 亿，其后连续 5 年保持年均 25%以上的增速，2012 年销售额突破 100 亿。

据财经国家周刊微信公众号，2016 年，泰国天丝向华彬集团发起多起诉讼，2017 年，华彬红牛的销售额一度跌破 200 亿元。根据快消微信公众号援引欧睿国际数据，华彬红牛在国内功能饮料的市场份额从 2013 年以前的 80%降到 2020 年的 55%。近两年华彬集团红牛的销售量有所回升，2019 年销售额为 223 亿元，据红牛微信公众号，截至 2020 年 12 月 24 日，华彬红牛 2020 年销售额达到 228.15 亿元。

**图32 2013-2020 年华彬红牛销售收入及增长率情况**




资料来源：食品时报，尼尔森零售监测，子弹财观微信公众号，公司招股说明书（申报稿），红牛微信公众号，HTI

**泰国天丝红牛市场份额较华彬红牛仍有差距。**泰国天丝方面于 2019 年陆续在中国市场生产销售“红牛维生素风味饮料”和“红牛安奈吉”。据红牛 RedBull 微信公众号，红牛维生素风味饮料添加了天然瓜拉纳提取物和天然绿茶成分两大植物基，据红牛 RedBull 官微微信公众号，红牛安奈吉新添了西洋参提取物。2019 年上半年，以上产品在中国的销售额超过 10 亿元，覆盖了 227 个城市。

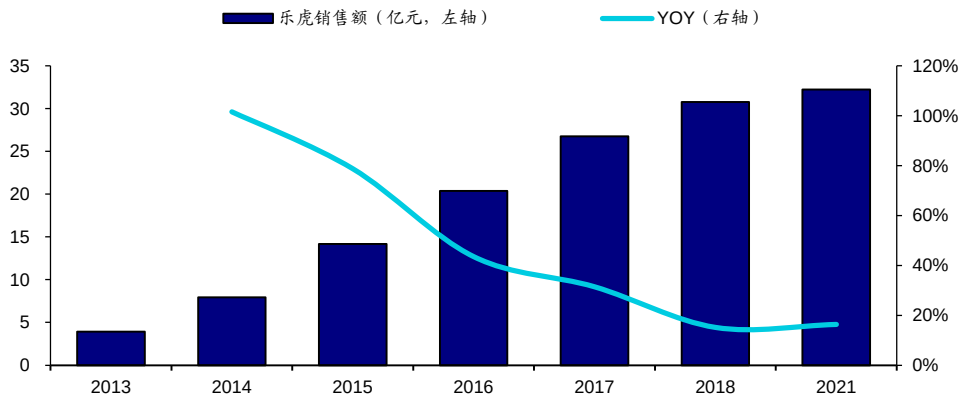
**图33 天丝集团推出红牛产品**




资料来源：红牛 RedBul 微信公众号，HTI

**乐虎近年体量维持 30 亿规模。**乐虎推出于 2013 年，主要销售人群为年轻消费者以及白领、司机等长时间工作人群。据快消微信公众号，乐虎功能饮料凭借达利的优势迅速打开销路，成为功能饮料市场的一匹黑马。据达利食品聆讯后资料集，2013 年乐虎的销售收入达到了 3.94 亿元。2016-2018 年，乐虎在激烈的竞争环境中保持较高的增速，复合增长率为 22.97%，市场份额持续提升。2021 年，乐虎销售收入实现 16.3%的同比增长，达到人民币 32.22 亿元。

图34 2013-2021 年乐虎销售收入及增长率情况




资料来源：达利食品聆讯后资料集，达利 2015-2018 年年报，达利食品集团微信公众号，HTI

**华彬战马、Monster 体量仍然较小。**华彬集团于 2017 年推出战马能量型维生素饮料，目前战马销售额较红牛有一定差距。2019 年度，华彬集团“红牛”能量饮料实现销售金额 223 亿元，“战马”销售金额 13.3 亿元。

据快消微信公众号，2016 年，Monster 借道可口可乐进入中国市场，由太古和中粮提供本地化生产，中粮旗下中国食品承担 Monster 的分销，Monster 在中国建立了团队负责营销工作。据深氪新消费微信公众号，在进入中国市场后，Monster 始终以线上渠道作为营销策略。一方面，品牌通过独家冠名嘻哈说唱音乐节目《地表 8 英里》等强调品牌酷炫、前卫、打破常规的新兴理念；另一方面，Monster 在签约电竞圈知名战队滔搏战队后，发起“超能量联盟”电竞水友赛等活动，拉近与消费者的距离，打造品牌效应。据 FoodBusinessNews，Monster 在 2021 销售额超过 55 亿美元。

我们认为，这几年公司市场份额快速提升体现出了公司在行业内的强大竞争力，同时也反映出公司对消费者的持续培育。受益于行业整体未来良好景气度，看好公司在品牌势能逐步增加的背景下，市场份额进一步提升，表现远超行业平均水平。

## 3. 差异化策略打造 500ml 超级单品，发力布局“能量+”矩阵

### 3.1 聚焦 500ml 金瓶大单品持续发力，逐步构建“能量+”矩阵

#### 3.1.1 拳头产品 500ml 金瓶快速成长驱动整体营收高增

公司的主要产品包括能量饮料（东鹏特饮、0 糖特饮以及东鹏加氖）、非能量饮料（由柑柠檬茶、陈皮特饮、清凉饮料以及乳味饮料）以及包装饮用水（饮用天然水及饮用纯净水）三大类。其中能量饮料是公司的核心产品，2017-2020 年占主营业务收入之比平均为 95.40%。2021 年公司销售东鹏特饮收入达到 65.92 亿元，占主营业务收入比例为 94.66%。

**图35 公司能量饮料产品**




资料来源：公司招股说明书（申报稿），东鹏饮料京东旗舰店，HTI

**图36 由柑柠檬茶**




资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

**图37 陈皮特饮**




资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

**图38 植物饮料及乳味饮料**

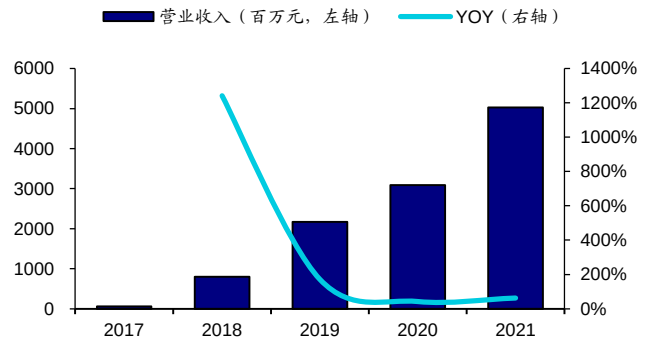



资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

**500ml 金瓶迅速成长为核心大单品。**公司的能量饮料业务以东鹏特饮为主，其中 500ml 金瓶自 2017 年推出后销量迅速提升，营业收入从 2017 年的 0.60 亿元增长至 2021 年的 50.24 亿元，CAGR 为 202.50%。主营业务收入占比从 2017 年的 2.10%增长至 2021 年的 76.22%，迅速成长为公司的拳头产品。

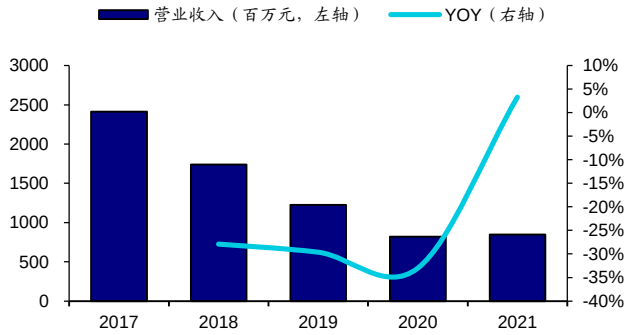
在 500ml 金瓶推出之后，250ml 金瓶的销售收入有所下降，从 2017 年的 24.13 亿元下降至 2021 年的 8.48 亿元，主营业务收入占比从 84.95%下降至 12.87%。250ml 金罐、金砖的销售收入则仍保持上升趋势，分别从 2017 年的 2.08 亿元/0.55 亿元增长至 2021 年的 5.97 亿元/1.23 亿元，2021 年的主营业务收入占比分别为 3.70%和 1.87%。

**图39 500ml 金瓶营业收入及增长率变动**



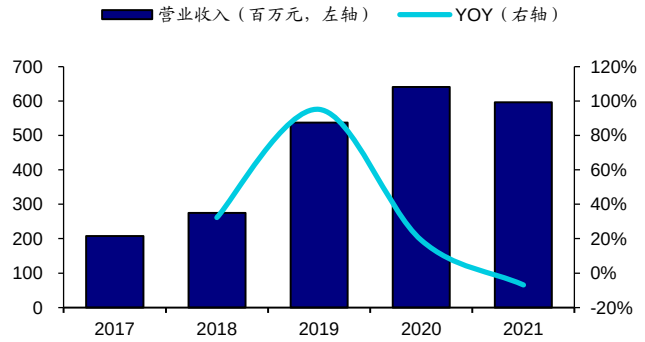

资料来源：wind，公司 2021 年年报，HTI

**图40 250ml 金瓶营业收入及增长率变动**



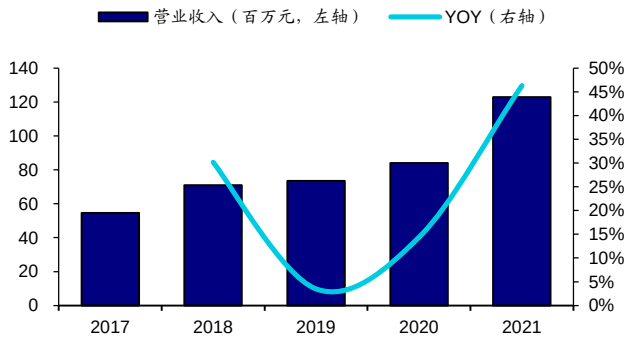

资料来源：wind，公司 2021 年年报，HTI

**图41 250ml 金罐营业收入及增长率变动**




资料来源：wind，公司 2021 年年报，HTI

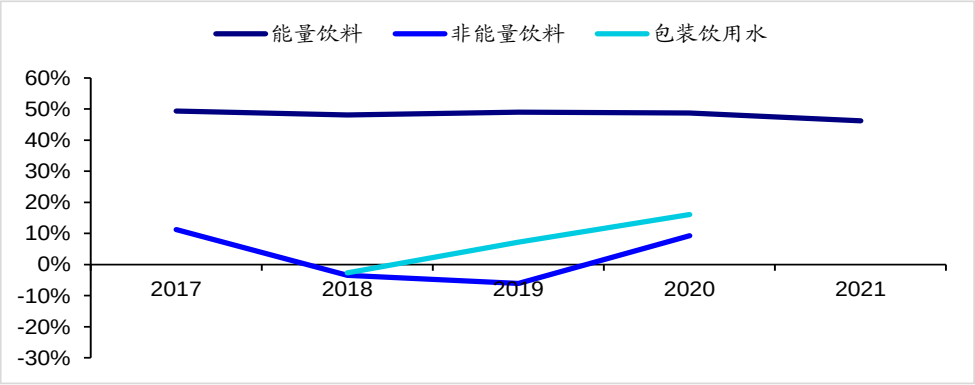
**图42 250ml 金砖营业收入及增长率变动**




资料来源：wind，公司 2021 年年报，HTI

公司 2017-2020 年能量饮料毛利率平均为 48.78%，波动幅度较小。非能量饮料和包装饮用水毛利率目前处于较低水平，2020 年毛利率分别为 9.28%/16.06%。2021 年东鹏特饮毛利率为 46.16%，其他饮料毛利率为 13.00%。

**图43 2017-2021 年公司不同产品毛利率变动（%）**




资料来源：wind，HTI
说明：2021 年能量饮料毛利率为东鹏特饮毛利率

### 3.1.2 从能量饮料到“能量+”布局

为进一步提升市场竞争力，拓宽消费群体，公司近年来也在不断丰富产品线，在对旧产品进行升级改造的同时不断推出新品。在产品品牌线的发展上，公司的策略是锁定功能饮料赛道，逐步建构“东鹏能量+”产品品牌矩阵。以能量包为基础，不断细分人群、口味、场景等需求叠加其它配方元素，以东鹏特饮为核心，将陆续开发东鹏运动特饮等产品，共享和充实东鹏的品牌资产，扩大产品竞争边界。

在能量饮料方面，公司于 2020 年 6 月推出碳酸型“东鹏加氖”，2021 年 4 月推出“东鹏 0 糖特饮”，2021 年 12 月推出顺应“她经济”，主要面向广大女性消费者的“她能”果汁能量饮料。在非能量饮料产品方面，公司在对陈皮特饮重新进行包装上市同时，也推出了由柑柠檬茶、低糖咖啡饮料“东鹏大咖”等新品。

公司在扩充品类的同时，不断对现有产品的包装材料、产品风味、产品稳定性等方面进行持续优化，提升产品稳定性、优化产品风味，打造符合市场需求且受消费者喜爱的品牌形象。据东鹏特饮微信公众号，公司董事长林木勤在敲锣仪式现场表示：“未来，公司将继续专注于做功能饮料，使东鹏成为以能量饮料为主、集其他功能饮料为一体的民族品牌。”

**表 3 公司新品推出时间表**

| 推出时间 | 产品名称 | 产品描述 | 图示 |
|---|---|---|---|
| 2018 | 东鹏天然水 | 来自海丰莲花山天然水。 |  |
| | 陈皮特饮（改良上市） | 精选优质柑橘皮为原料，口感独特、甘甜不腻。 |  |
| 2019 | 由柑柠檬茶 | 采用油柑搭配物理鲜榨柠檬汁而成。 |  |
| 2020 | 东鹏加氖 | 含气型营养素饮料，加入了碳酸气泡，为蔓越莓口味。 |  |
| 2021 | 0 糖特饮 | 采用天然的赤藓糖醇与甜菊糖苷代替白砂糖，既能满足消费者对提神的功能需求，又不失甜味带来的味蕾享受。 |  |
| | 东鹏大咖 | 采用纯正阿拉比卡咖啡豆，臻选新西兰进口奶源，不含反式脂肪酸，口感清爽顺滑。 |  |
| | 她能 | 主要面对女性消费者，特别添加≥30%的天然果汁和鱼胶原蛋白肽。 |  |
| 2022 | 中国金罐 | 品牌形象升级的罐装东鹏特饮。 |  |
| | 东鹏气泡特饮 | 劲爽气泡经典原味的能量饮料。 |  |
| | 公司还计划推出一款针对运动场景的清淡型能量饮料“东鹏运动特饮”以及“335ml 苗条罐”。 | | |

资料来源：公司招股说明书（申报稿），公司 2021 年年报，东鹏特饮微信公众号，东鹏饮料集团官网，她能微信小程序，东鹏饮料京东旗舰店，HTI

### 3.2 “东鹏特饮”系列成功基因复盘——贯彻差异化战略，锁定消费群体

我们认为，公司先通过价格锁定消费群体，再通过贴合目标用户需求的包装设计、定价以及规格设置实现精准定位，从而不断提升消费者粘性，实现“东鹏特饮”系列产品销量的快速增长。

据零售商业评论微信公众号，红牛被定位为“运动”型饮料，主攻高端能量饮料市场。而与红牛不同，公司主要面对的是以蓝领群体为主的大众市场，现有主要消费群体包括自驾车主、货车司机等“开车一族”，外卖骑手、快递小哥等“蓝领/新蓝领人群”以及医护白领、IT 程序员等“白领消费者”，锁定“累了困了”的消费场景。相较于红牛来说，走性价比路线的东鹏特饮更符合大众群体的消费需求。

**我们认为，东鹏的差异化竞争优势主要体现在一下几个方面：**

**1）差异化包装**

2009 年，公司首创 PET 塑料瓶包装和独特的防尘盖专利设计，以差异化的产品包装在市场中独树一帜，打破了能量饮料产品罐装包装的市场局限，迅速打开了市场。

双瓶盖设计能够更好地起到防尘作用。据 36 氪财经微信公众号，红牛等传统金属罐装饮料开口处不仅容易积灰，同时打开后不方便携带。东鹏的金瓶包装则有效解决了防尘问题，PET 瓶装的金瓶不仅设计了防尘盖，而且还有螺纹盖。双瓶盖设计能够更好地起到防尘作用，针对一些工况不佳的环境能更好的保证干净卫生。与此同时，瓶装设计在打开包装后可以拧上螺旋盖携带，使用更加方便，能够适应开车、旅游等多种场景。

**图44 东鹏特饮&红牛、乐虎包装形式对比**




资料来源：公司招股说明书(申报稿)，红牛京东旗舰店，乐虎京东旗舰店，HTI

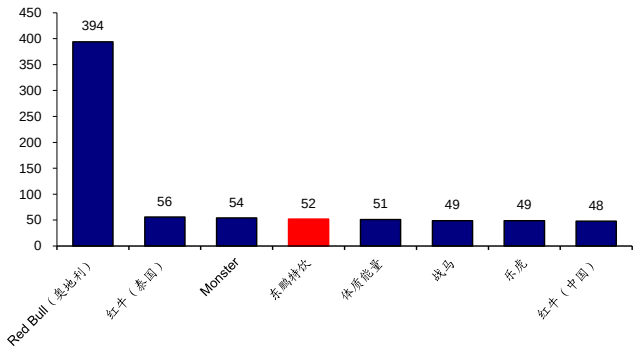
**2）保健品资质更具优势**

1998 年，公司的能量饮料产品东鹏特饮获得了卫生部颁发的《保健食品批准证书》，产品获得国家官方认证。据公司 2021 年 9 月投资者关系活动记录表，具有保健食品批文的产品能够添加药品级咖啡因，并且在宣传上更具优势，可以明确宣传产品的功效。据公司 2021 年年报援引益普索定量调研数据，89%的消费者认为食品饮料宣传中“加入功能性健康成分”可提升他们的购买意向。我们认为，保健品资质能够帮助东鹏特饮更好地触达消费者，吸引目标群体的注意力，提升产品的竞争优势。

据公司 2021 年 7 月发布的公告，公司子公司广州市东鹏食品饮料有限公司申请的“东鹏®牛磺酸 B 族维生素饮料”产品完成了国产保健食品注册工作，并获得国家市场监督管理总局发放的国产保健食品注册证书，有利于进一步补充完善公司的产品品类，丰富公司的产品线，提升公司在功能饮料领域的竞争力。

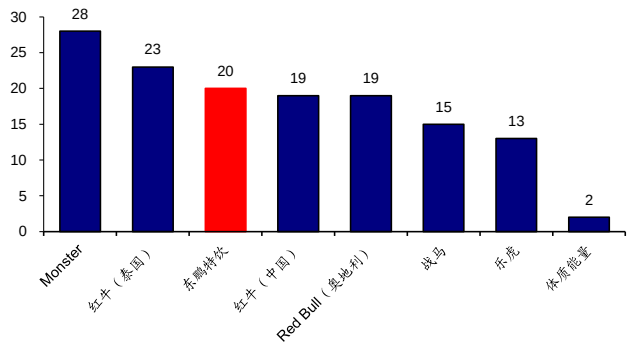
据 36 氪财经微信公众号，东鹏特饮的口感与红牛相似，为酸甜的果味，更贴合红牛培育的消费者的口味习惯。与此同时，东鹏特饮关键成分含量较高，据公司京东自营旗舰店数据，每 100ml 中牛磺酸、咖啡因的含量分别为 50mg 和 20mg，位于能量饮料企业较高水平。

**图45 主要能量饮料产品牛磺酸含量（mg/100ml）**




资料来源：中国消费者报微信公众号，HTI

**图46 主要能量饮料产品咖啡因含量（mg/100ml）**




资料来源：中国消费者报微信公众号，HTI

### 3）主打价格/规格性价比

我们认为，以蓝领群体为主的大众市场对于价格较为敏感，更加追求高性价比的商品。因此东鹏特饮相对较高的性价比有利于精准锁定消费人群。2017 年，公司推出的 500ml 金瓶填补了市场主要品牌在大容量能量饮料品类的缺口，5 元/瓶的终端零售指导价格相较其他品类单位容量的价格更低，性价比更高，使得销量迅速增长。500ml 金瓶营业收入从 2017 年的 0.60 亿元迅速增长至 2021 年的 50.24 亿元。

**表 4 公司东鹏特饮产品**

| 包装类型 | 数量 | 售价（元） | 单价（元） | 图例 |
|---|---|---|---|---|
| 250ml 金瓶 | 24 瓶 | 62.8 | 2.62 |  |
| 250ml 金砖 | 24 盒 | 35.9 | 1.50 | |
| 250ml 金罐 | 24 罐 | 66.9 | 2.79 | |
| 500ml 金瓶 | 24 瓶 | 102.9 | 4.29 | |

资料来源：东鹏饮料京东旗舰店，公司招股说明书（申报稿），HTI

说明：

（1）数据来源于公司京东自营旗舰店，日期为 2022 年 3 月 23 日，价格可能包含促销折扣

（2）价格后续可能会根据市场而不断变化或相关产品下架

**表 5 主要能量饮料产品售价情况**

| 规格 | 数量（/箱） | 售价（元） | 单价（元） | 包装 |
|---|---|---|---|---|
| **红牛** | | | | |
| 250 ml | 24 罐 | 123（含促销） | 5.1 |  |
| **乐虎** | | | | |
| 250 ml | 24 罐 | 89.9 | 3.8 |  |
| 380 ml | 15 瓶 | 54.9 | 3.7 |  |
| 500 ml | 15 瓶 | 74.9 | 5.0 |  |
| **中沃体质能量** | | | | |
| 600 ml | 15 瓶 | 75.0 | 5.0 |  |
| **Monster** | | | | |
| 330 ml | 24 罐 | 139 | 5.8 |  |

资料来源：红牛 RedBull 京东旗舰店，达利食品集团京东旗舰店，体质能量京东旗舰店，可口可乐京东旗舰店，HTI

说明：

（1）数据来源于相关各公司京东自营旗舰店，日期为 2022 年 3 月 23 日，价格可能包含促销折扣

（2）价格后续可能会根据市场而不断变化或相关产品下架

**4）不同价格带/不同规格产品覆盖更多场景**

据 2021 年 6 月投资者关系活动记录表，产品多样化是能量饮料产品未来发展的趋势。据 2021 年 8 月投资者关系活动记录表，公司在市场占有率可以进一步提升的前提下会继续专注于大单品的发展，同时通过已被市场验证的大单品带动其他的新品。公司主打的 500ml 金瓶特饮包装受到体力劳动者喜爱，与产品目标客群调性相符，因此包装不做更改。与此同时，250ml 金瓶特饮计划对包装进行优化，针对中高端人群进行渗透。据 2021 年 6 月投资者关系活动记录表，新推出的 0 糖特饮目标则主要为中高端白领人群。

目前，东鹏能量饮料产品已形成 2 元（250ml 盒装）、3 元（250ml 瓶装）、4 元（250ml 罐装）、5 元（500ml 瓶装）的产品梯队，满足市场的多样化需求，覆盖更多消费场景。据公司京东自营旗舰店，新推出的 0 糖特饮和东鹏加氖规格分别为 335ml 和 355ml，据 2021 年 7 月投资者关系活动记录表，这两款新品均处于 5 元价格带。

### 3.3 功能饮料新品持续布局，拓展新消费群体/消费场景

公司也在不断推出新产品。据东鹏特饮微信公众号，2020 年 6 月，公司推出了含气能量饮料东鹏加氪。该产品是公司旗下首款含气型能量饮料，产品中加入了碳酸气泡。在口味上，东鹏加氪选用了小清新的蔓越莓风味，与传统能量饮料含有的杂果香型有明显不同。在包装上，东鹏加氪采用了具有视觉冲击力的黑金搭配，感觉更加年轻、时尚。罐身的磨砂处理增强了色彩质感，也让消费者手持有更好的体验。东鹏加氪 2020 年全年销售收入 2138.74 万元，2021 年 1-6 月实现销售收入 3113.92 万元。

2021 年 4 月，公司推出了新品 0 糖特饮。该产品采用天然的赤藓糖醇与甜菊糖苷代替白砂糖，既能满足消费者对提神的功能需求，又不失甜味带来的味蕾享受。据食品板微信公众号，0 糖特饮在包装上以简约时尚的“质感白”为主基调，体现出清爽无负担的特质。该产品 2021 年上半年实现销售收入 3074.20 万元。

2021 年 12 月，公司官宣上线一款女性专属的能量饮料“她能 SHECAN”。该产品果汁含量达 30%，且添加鱼胶原蛋白肽。据天猫她能旗舰店，目前产品共推出了葡萄油柑、茉茉油柑和莓莓油柑三种口味。

**图47 公司推出能量饮料新品**




资料来源：东鹏饮料京东旗舰店、“她能”京东旗舰店，HTI

2022 年 2 月 28 日，公司推出品牌形象升级的罐装东鹏特饮“中国金罐”。新产品在整体设计上更加简约时尚和年轻化，罐颈处新增了“A 股主板上市 605499”和“东鹏能量，中国有金罐”的主题文字。“中国金罐”延续了东鹏特饮的经典配方和杂果香型风味。在材质上，从原来的铝制两片罐，升级为成本更高的马口铁三片罐，包装规格为 250ml。该产品将从 3 月份开始陆续在全国独立便利店等传统渠道以及连锁商超、加油站等现代渠道上架销售，建议零售价为传统渠道 4 元，CVS、加油站服务区 5-6 元不等。

**图48 东鹏特饮“中国金罐”**




资料来源：东鹏特饮微信公众号，HTI

据东鹏特饮微信公众号，2022 年 5 月 18 日，公司官宣上市能量饮料“东鹏气泡特饮”。除此之外，公司在 2022 年还计划推出针对运动场景的清淡型能量饮料“东鹏运动特饮”以及“335ml 苗条罐”，构建东鹏能量家族系列产品，提升产品品质、优化产品口感，适应消费者不同场景需求，持续提高东鹏饮料产品销售的势能。

2022 年，面对不断增长的消费需求和不断延展的消费场景，公司将在巩固好现有消费人群的基础上，挖掘更多熬夜加班、运动健身、学习备考等“累了、困了”的消费场景，与开车人群、蓝领人群、新蓝领人群、娱乐人群、白领人群、学生人群、运动人群、公务人群等消费者进行深入的互动及沟通，持续提升品牌传播的广度及深度，加深品牌价值符号。

### 3.4 发力咖啡饮料等新赛道，蓄力多元化

公司不断加大对新品的储备力度，为多元化布局蓄力。

**1）**据公司 2021 年年报援引尼尔森 IQ 相关数据，2021 年咖啡饮料细分市场增长幅度为 16.80%，在饮料行业增速领先。据新营销微信公众号援引艾媒咨询数据，2021 年中国咖啡市场规模约 3817 亿元，中国咖啡市场进入高速发展的阶段，预计行业保持 27.2%的增长率上升，2025 年中国咖啡市场规模将达 1 万亿元。

2021 年 9 月，公司推出低糖拿铁咖啡“东鹏大咖”。该产品采用纯正阿拉比卡咖啡豆，臻选新西兰进口奶源，不含反式脂肪酸，口感清爽顺滑。此外，“东鹏大咖”在国产瓶装咖啡产品中率先使用非全包标签，“雪顶瓶”环保美观，创新咖啡品类独特包装形式。

**图49 2020-2025E 中国咖啡行业市场规模及预测（亿元）**

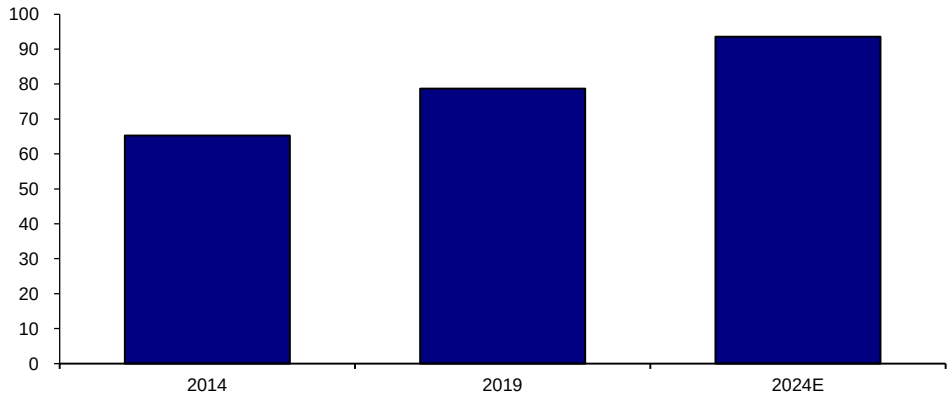



资料来源：新营销微信公众号，国际咖啡组织，艾媒咨询，HTI

**2）**即饮茶饮料是中国饮料市场的主要品类，据公司招股说明书（申报稿）援引欧睿国际的统计数据，2019 年度茶饮料的销售额占饮料销售额的比重为 21.12%，仅次于瓶装水，市场空间巨大。据农夫山泉聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，2019 年中国茶饮料市场规模为 787 亿元，预计 2024 年市场规模将达到 936 亿元。

2019 年，公司大力推广由柑柠檬茶产品，并聘请杨紫为品牌形象代言人，积极培育和开发市场。该产品包括 250ml 盒装/330ml 瓶装/310ml 罐装/380ml 瓶装/555ml 瓶装五种包装类型，以多产品梯队加大消费者培育：以礼盒装带动节日送礼消费；罐装带动餐饮去油解腻场景；330ml 小瓶以中小学生、女性为目标消费群体；555ml 大瓶切入饮料主流价格带。

**图50 2014-2024E 中国茶饮料市场规模及预测（十亿元）**




资料来源：农夫山泉聆讯后资料集，弗若斯特沙利文，HTI

**3）**据农夫山泉聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文报告，按零售额计算，2019 年包装饮用水市场规模为人民币 2017 亿元。预计到 2024 年包装饮用水市场规模将达到 3371 亿元，预计复合年增长率为 10.8%。

2018 年，东鹏天然水上市。据食品板微信公众号，公司对东鹏水饮用天然水进行升级，在焕新包装的同时，锁定泡茶场景，推出 750ml 的东鹏大瓶水，并喊出“好茶配好水，东鹏天然水”的品牌口号。随着人们健康意识的增强，包装水消费场景被扩大到家庭用水，瓶装向大桶装和箱装进阶。除日常饮用外，越来越多的人开始购买大包装水用于做饭、煲汤、泡茶、会议、母婴等多元场景。750ml 大瓶装东鹏水的上市也有效提振公司非能量饮料板块的业绩收入。

**图51 东鹏天然水**



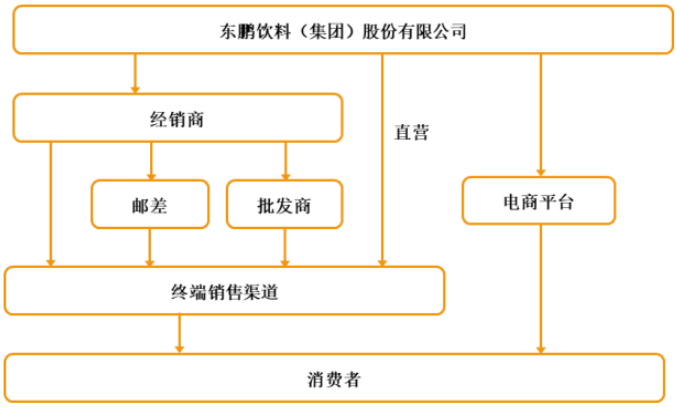

资料来源：食品板微信公众号，HTI

## 4. 渠道网络快速扩张，因地制宜不断优化，加速全国化布局

### 4.1 经销网络快速拓展，不断强化渠道掌控力

**经销模式为主，直营和线上为辅的销售模式。**公司销售模式主要以经销模式为主，同时与直营、线上等多种销售模式相结合，形成了全方位、立体化的销售体系。经过多年的市场拓展与精耕，公司已建立起由经销商、邮差和批发商、零售终端商组成的网点众多、覆盖面广、渗透力强、层次扁平的经销网络。随着公司销售规模及销售网络的不断扩大，经销商数量和销售范围不断增加。

**图52 东鹏饮料各销售模式示意图**




资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

公司与中石油昆仑好客有限公司、河北国建高速公路投资管理有限公司、幸福家佳超市等大型加油站便利店、大型连锁超市以直营模式合作。2017-2021 年直营模式销售收入从 108.37 万元增长至 65629.19 万元，主营业务收入占比从 0.04%增长至 9.42%。

在线上渠道方面，公司在淘宝、天猫、京东、拼多多、有赞微商城等传统电商渠道均设立了品牌旗舰店；在抖音、快手、小红书等短视频直播和社交电商平台通过直营、直播带货等多种形式进行产品销售。2021 年，公司线上销售模式收入占比为 1.53%。

**渠道加价率较高。**以公司招股说明书（申报稿）中 2019 年数据进行计算，公司 250ml 金瓶、500ml 金瓶、250ml 金罐、250ml 金砖的到岸价（含税）分别为 1.92 元/瓶、3.33 元/瓶、2.33 元/罐、1.13 元/盒，而对应的终端零售指导价分别为 3 元/瓶、5 元/瓶、4 元/罐、2 元/盒。因此对应渠道加价率分别为 56.52%、50.00%、71.43%、77.78%。

**表 6 公司产业链不同环节价值分布**

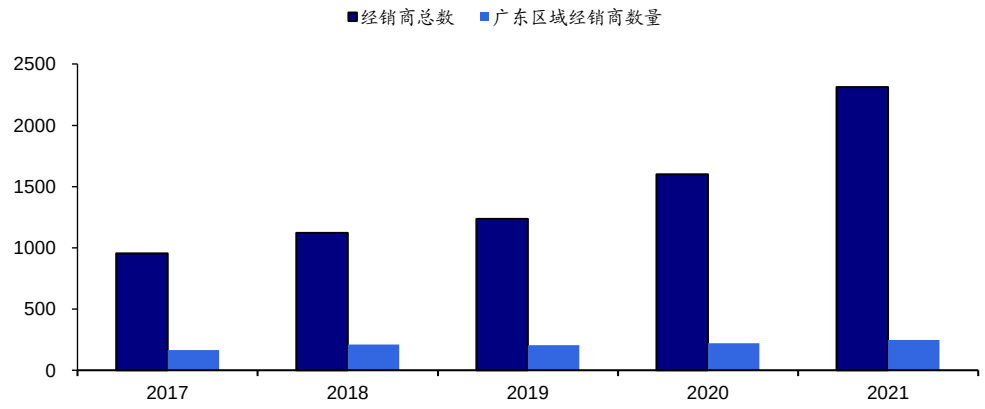
| 产品 | 到岸价（含税）情况（元/罐/盒）（2019 年口径） | 终端零售指导价（元/罐/盒） | 加价率 |
|---|---|---|---|
| 250ml 金瓶 | 1.92 | 3 | 56.52% |
| 500ml 金瓶 | 3.33 | 5 | 50.00% |
| 250ml 金罐 | 2.33 | 4 | 71.43% |
| 250ml 金砖 | 1.13 | 2 | 77.78% |

资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

**加强经销商网络建设，深化全国市场渗透。**2021 年，公司在广东区域继续实行全渠道精耕，同时进行全国化开拓。据 2021 年年报，公司在全国市场加强小卖店、独立便利店、报刊亭等传统渠道的开拓工作，加速开发高速路服务区、加油站、大型卖场、连锁商超、连锁便利店等特通/现代渠道，提升产品的整体铺市率与覆盖广度。

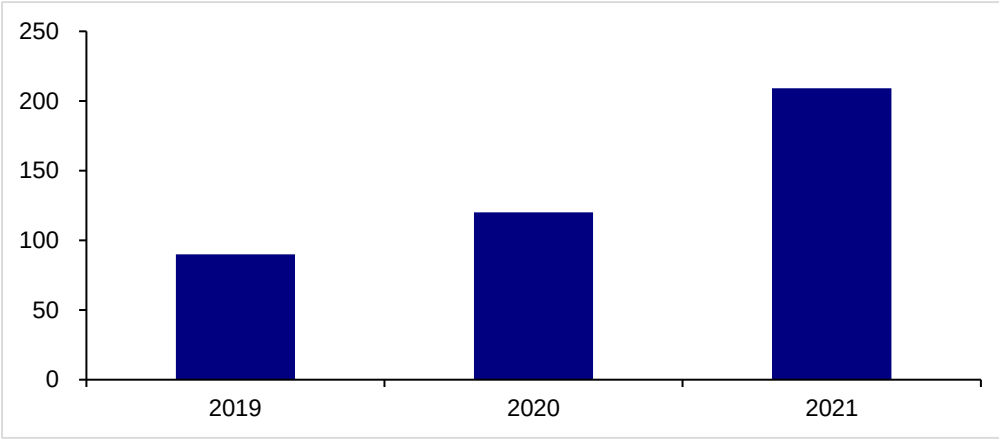
2017 至 2020 年，公司的经销商数目从 956 家增长至 1600 家。截至 2021 年末，公司的经销商数量达 2312 家，较 2020 年末增加 712 家，同比增长 45%。据新财富汇微信公众号，2019 年华彬集团经销商数目为 2300 个，公司 2021 年的经销商数目已超过华彬集团 2019 年的数目。2021 年末，公司终端网点数量达到 209 万家，同比增长 74%，进一步缩小与华彬集团的差距。

**图53 2017-2021 经销商数量变化（家）**




资料来源：公司招股说明书（2020 年 4 月 16 日报送稿、申报稿），公司 2021 年年报，HTI

**图54 2019-2021 终端门店数（万家）**




资料来源：公司招股说明书（申报稿），公司 2021 年年报，HTI

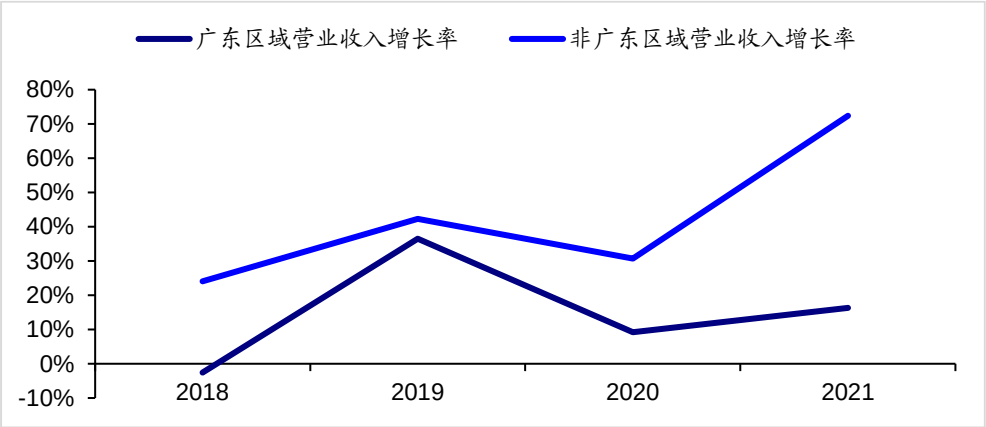
扩数量之外，公司还重视通过激励来提升对渠道的质量把控。据新财富汇微信公众号，2016 年，公司引入鲲鹏投资实现了经销商和部分公司中高层持股，从而实现公司上下，以及公司与渠道利益的捆绑。

据 2021 年 10 月投资者关系活动记录表，公司未来将在餐饮等渠道继续发力。目前广东珠三角地区很多蓝领通过便利店渠道购买东鹏特饮作为午餐饮料，因此公司未来在餐饮渠道的开拓策略是与连锁的餐饮店建立合作，通过这种方式直接触达这些重度客户群。对于 0 糖等中高端产品，公司会在科技园区等中高端人群聚集的地方布点。由于疫情原因，近两年特封通渠道不易进入，2022 年公司会考虑在校园、网吧等一些特封通渠道做推广。

### 4.2 市场策略因地制宜，从广东向全国加速扩张

**起步于广东，推进全国化战略。**公司起步于广东地区，经过多年的市场培育，已建立了较强的品牌影响力及市场竞争优势，广东区域销售收入占公司主营业务收入比例一直保持在较高的水平。公司持续推进全国化战略，积极开拓广西、华中、华东等市场，带动除广东区域外的主营业务收入不断提升，由 2017 年的 9.47 亿元提高至 2021 年的 37.65 亿元，增长 297.57%。与此同时，广东区域主营业务收入占比不断下降，从 2017 年的 66.66%下降至 2021 年的 45.94%，全国化战略已取得一定成果。

**图55 2018-2021 广东&非广东区域营业收入增长率（%）**




资料来源：公司招股说明书（申报稿 2020 年 4 月 16 日报送，申报稿），公司 2021 年年报，HTI

**分区域采取不同策略。**快速扩张过程中，经销网络主要采取公司精耕和大流通两种运营模式。

1）公司在广东、广西、华东、华中、西南等核心市场，主要采取公司精耕的运营模式，通过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和消费者的维护及开发，提升产品铺市率，加强产品陈列辨识度和精准度，提高品牌影响力，以此增强公司渠道渗透能力和对销售网络的控制力，进而提升产品市场占有率。

以广东省为例，据 2021 年 8 月投资者关系活动记录表，公司执行渠道精细化、人群拓展等策略，通过下沉乡镇市场、增加人群广度、推出新品、投放冷柜等方式进一步扩大影响力，实现销售增长。据 2021 年 10 月投资者关系活动记录表，2022 年公司预期在广东设置餐饮大区，打通餐饮渠道，除了推广东鹏特饮，也会推由柑柠檬茶、陈皮特饮、水等非能量饮料。公司在广东不断加大产品的渗透力度，加快渠道下沉的进度，分层次分重点提升渠道覆盖率和覆盖质量。

2）在全国其他区域，主要采取大流通运营模式，公司与具备较强销售团队、销售渠道且经验丰富的经销商建立合作关系，通过经销商自身的服务能力及市场资源，由经销商主要负责在指定区域市场进行公司产品经销及渠道的维护与执行，公司为经销商提供广告宣传、营销培训和指导等支持。

在经销商层面，据 2021 年 8 月投资者关系活动记录表，公司对于成熟市场和全国市场同样采取不同管理方式。对于广东、广西等成熟市场，随着销量增加，公司对经销商按体量增大进行细分。在对全国市场开拓时，公司会在没有经销商的地级市、县级市逐步增加经销商，体量达到一定程度后再对原有经销商进行切分。

在产品方面，据 2021 年 6 月以及 2022 年 1 月的投资者关系活动记录表，公司在空白区域开拓过程中主要推广大金瓶，而在成熟市场进行新产品的试销。以 0 糖特饮为例，据 2021 年 9 月投资者关系活动记录表，公司推出 0 糖初期仅在广东的三四个城市做试点，2021 年 7 月份开始在广东全省做试点，全国市场方面选择在广西区域进行试销，并依据在广西的销售情况考虑向全国其他区域推广。

得益于品牌全国化战略的深化以及针对全国范围内的渠道渗透力度增强，公司收入在 2019 年及 2020 年持续快速增长。除此之外，2020 年疫情期间，受疫情期间交通管制等影响，春节期间返乡人员回到工作城市时间较往年推迟较多。公司在此期间大力发展广东以外的区域，特别是春节人口回流大省，持续开拓乡镇市场实现渠道下沉，带动了公司在全国范围内的销量增长以及品牌推广和消费者培育。2020 年，公司在四川、贵州等西南区域，河南、山东等华北区域，广西以及北方区域，分别实现了同比 53.75%、47.61%、25.88%及 77.86%的增长速度。

### 4.3 不断优化管理结构，渠道发展提质增效

2019 年度，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的营销管理架构。

**加强渠道精细化管理。**2018 年四季度起，为进一步实现终端门店与公司的合作共赢，提升消费者对于东鹏品牌的消费感受，公司实施了增强终端门店精细化管理的一系列举措，包括：1）加强公司产品在终端门店的冰冻化陈列，提升产品的曝光度；2）增加终端陈列的牌面数量、扩张陈列覆盖的网点数量，从而提升终端的整体陈列质量和产品的覆盖面，增强消费粘性；3）加强对销售人员拜访维护终端门店的考核，提升销售团队的整体执行力；4）通过鹏讯云商平台，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，提升公司对于渠道的管理力度及透明度。

**优秀管理团队助力全国推广。**2018 年，原香飘飘营销中心总经理卢义富出任公司全国营销本部负责人。据食品板微信公众号，原加多宝全国推广总监吴兴海出任公司全国推广总监。据 2021 年 6 月投资者关系活动记录表，公司将销售分为广东市场、全国市场以及全国特通渠道三大板块，执行总裁林木港负责广东区域，卢义富负责广东以外的全国市场。吴兴海则负责全国市场的推广工作，工作重点为全国市场的推广、消费拉动以及品牌形象的建立。

与此同时，据 2021 年 07 月投资者关系活动记录表，公司也在不断下放事业部权利。一是在既定的销售预算下，公司设定了副总裁基金，可相对灵活弹性的推新品或者支持重点区域；二是除了集团层面统一制定的广告费，公司还额外设置区域广告费，事业部总经理对于区域广告费也具有一定决策权，如在不同媒体上的投放选择。我们认为，通过放权，区域管理者能够因地制宜制定推广策略，有助于公司的全国化推广。

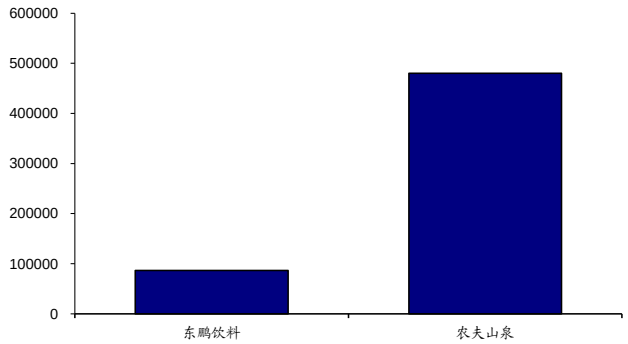
### 4.4 重视冷柜投放，陈列就是最好广告

投放冷柜是饮料厂商深化渠道建设的重要方式。据 2022 年 1 月投资者关系活动记录表，冷柜投放最主要的目的包括增加陈列、提升品牌曝光度以及冰冻，因为产品以即饮型为主，终端陈列、冰冻化对动销有直接影响。

以农夫山泉为例，据农夫山泉聆讯后资料集，截至 2020 年 5 月 31 日，有超过 48 万家终端零售网点配有农夫山泉品牌形象冷柜。而根据公司招股说明书（申报稿），公司渠道建设拟投入 32565.74 万元购买 86667 台冷柜，加大对下游渠道的冷柜投放量。我们认为，公司的冷柜投放数量较农夫山泉存在差距，有较大的提升空间。

2021 年，公司为了进一步扩大销售渠道的影响力和提升产品的市场占有率，较上年同期增加了冷柜投放等渠道推广费用约 13428.12 万元。公司向厂家定制印有东鹏 logo 的冷柜做产品陈列，对单点产出有较大的正向影响。据 2021 年 8 月投资者关系活动记录表，公司未来几年都会考虑持续投放冷柜，希望将陈列、冰冻化在成熟的区域做到极致，使单店的销量有实质的提高。

**图56 东鹏饮料&农夫山泉冷柜数量对比（台）**




资料来源：东鹏饮料招股说明书（申报稿），农夫山泉聆讯后资料集，HTI

说明：农夫山泉冷柜数目为 2020 年 5 月 31 日情况，东鹏饮料冷柜数目为招股说明书（申报稿）预期投入数目

**图57 东鹏饮料冷柜**




资料来源：第一财经微信公众号，HTI

## 5. 品牌年轻化发展，多营销手段助力知名度提升

### 5.1 贯彻品牌年轻化策略，布局 Z 时代消费者

据 NBS 新品略微信公众号，公司于 2015 年开始实施“品牌年轻化战略”，2016 年提出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，开启了品牌年轻化战略布局。

**图58 东鹏特饮“年轻就要醒着拼”**




资料来源：东鹏饮料京东旗舰店，HTI

公司结合当代年轻人的生活方式及消费习惯，开展了互联网、影视植入、体育电竞赞助等新型营销模式。2016 年，公司的视频网站“压屏条”广告实现了视频内容和品牌广告的完美结合和互动，充满趣味性和记忆点。2019 年，东鹏抖音挑战赛获得超 60 亿曝光量。公司一系列的新型营销模式迅速吸引了年轻消费群体的目光,打造了较强的品牌知名度，提升了品牌美誉度。

**图59 东鹏特饮赞助 RNG 赛事**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**图60 东鹏特饮抖音挑战赛**




资料来源：东鹏特饮微信公众号，HTI

**图61 东鹏特饮助力高考**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**图62 东鹏特饮赞助《守护解放西》第 2 季**




资料来源：东鹏特饮微信公众号，HTI

## 5.2 饱和式营销提升品牌势能

2019 年度，公司推行饱和式营销策略，在线上线下进行了多维度、全方面、饱和式的营销宣传，建立了多层次、立体化的营销宣传体系。“高空广告”的传播效应与品牌红利的逐步释放以及“地面广告”对消费者正面的高密度覆盖带动公司业绩快速提升。

2021 年，公司把握上市契机，携手 16 位国内一线明星大咖恭贺公司 A 股主板上市，五大卫视黄金时间高频联播，分众、新潮两大梯媒触达 3 亿都市白领及亿万城市社区，六大智能电视厂商开机广告抢占家庭人群的客厅入口，爱奇艺、腾讯两大视频平台的热播剧目贴片广告吸引年轻族群，全平台整合传播群星恭贺，让“东鹏饮料 A 股主板上市”这一信息深入人心，带来品牌美誉度及影响力的提升。

### 5.2.1 传统营销方式

1）代言人：2013 年公司邀请谢霆锋作为品牌代言人，通过央视广告强势曝光，提高了品牌全国知名度；2）电视广告：公司在央视、卫视等领域投放“高空广告”，2021 年围绕公司 A 股主板上市拍摄宣传片，在湖南卫视、东方卫视、江苏卫视、广东卫视和深圳卫视五大卫视黄金时间高频联播；3）地面广告：2019 年公司全年户外共投放 1800 多辆公交，1700 多块候车亭、400 多块 T 牌、2800 多块墙体等，同时在重点市场的地铁站、高铁大屏投放广告。

**图63 2013 年公司邀请谢霆锋担任品牌代言人**




资料来源：东鹏特饮微信公众号，HTI

**图64 高速上的东鹏特饮广告**




资料来源：通广传媒官网，HTI

### 5.2.2 新型营销方式

1）影视冠名&植入：2019 年，公司植入、冠名了《三生三世十里桃花》、《欢乐颂》等多个热门影视和综艺节目。2020 年，东鹏特饮冠名了湖南卫视二季度的《天天向上》、由柑柠檬茶冠名了湖南卫视的《54 晚会》以及其他卫视多档综艺节目，并植入了《爱情公寓 5》、《盗墓笔记-重启》等热门影视；2）体育电竞赞助：在体育赛事方面，2018 年，公司相继赞助了中超联赛、央视俄罗斯世界杯转播、葡萄牙国家足球队等。在电竞方面，据东鹏特饮微信公众号，从 2018 年至今，公司连续五年赞助 RNG 电竞战队；3）互联网：2019 年，公司加强了在短视频平台的合作，东鹏抖音挑战赛获得超 60 亿曝光量，并冠名了 B 站纪录片《守护解放西》。2020 年，公司以“东鹏 Buff 官”官方号正式入驻 B 站，并推出“Buff 官带你上分”高考活动。

**图65 东鹏特饮独家冠名湖南卫视王牌综艺《天天向上》**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**图66 东鹏特饮赞助《盗墓笔记重启》**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

图67 东鹏特饮持续赞助中超联赛




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

图68 东鹏特饮独家冠名 B 站综艺《破圈吧！变形兄弟》第三季




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

### 5.2.3 品牌联动

**公司通过与相关企业开展联动精准触及消费群体。**据凤凰网宁波综合，2019 年春节前夕，公司在高德地图投放开屏广告，打开高德地图即可看到东鹏特饮开车抗疲劳的提醒。2020 年春节，双方合作升级，公司与高德地图进行小规模语音包合作。同年 10 月，公司在高德地图推出定制语音包，打开地图驾车导航的人可以听到“开车出行，累了困了喝东鹏特饮”温馨提示。这一系列联动活动精准触达开车一族，对人们在开车场景下喝东鹏特饮进行持续性场景教育，让“累了困了喝东鹏特饮”占据更多开车人群的心智。

图69 东鹏特饮为开车人群补充能量




资料来源：凤凰网宁波综合，HTI

### 5.2.4 公益宣传

公司一直以来都致力于社会公益事业，开展各类公益活动，打造有温度、有深度的品牌，不断提升品牌美誉度。自 2017 年开始，公司携手北京韩红爱心慈善基金会助力“百人医疗援助”公益行动，并于 2020 年与韩红基金会达成为期三年的公益战略合作，每年提供 500 万元资金支持西部地区基层医疗卫生建设；公司连续五年联合广东汕尾红海湾经济开发区民政局，发起春节慰问“送温暖”活动，捐赠大米、食用油等生活物资及现金，帮助困难群众温暖过节；2021 年，公司联合深圳广播电影电视集团交通频率“伴你同行”节目，组织开展“宁夏公益助学行动”。

**图70 公司执行总裁林木港先生为捐赠的急救室揭牌**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**图71 公司 2018 春节助力返乡团聚公益活动**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**图72 公司捐助百万物资支持抗击疫情**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**图73 公司携手韩红爱心向云南捐赠 20 辆救护车**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**表 7 公司公益宣传活动**

| 时间 | 公益项目 |
|---|---|
| 2017 年 12 月 | 2017 年 12 月 13 日，公司携手共青团广东省委员会、共青团广西壮族自治区委员会等单位联合发起的青春情暖之“回家醒着拼，鹏友更暖心”2018 春节助力返乡团聚公益活动 |
| 2017 年 8 月 | 2017 年 8 月 12 日，由韩红爱心慈善基金会主办的“韩红爱心·百人援宁”捐赠仪式暨发车仪式在宁夏回族自治区省会银川市举行。公司作为“韩红爱心•百人援宁”公益行动的全程冠名赞助商，携手韩红爱心团队为宁夏提供最优质的医疗资源，切实解决当地医疗问题。 |
| 2018 年 11 月 | 2018 年 11 月 27 日，“冯潇霆和他的朋友们”公益足球赛在大连体育中心体育馆举行。公司捐款 40 万助力青少年足球发展。 |
| 2020 年 1 月 | 2020 年 1 月 28 日，公司决定通过中国红十字基金会向武汉捐赠 1200 万现金，支持抗击疫情工作。 |
| 2020 年 10 月 | 2020 年 10 月 18 日，由北京韩红爱心慈善基金会主办的 2020“韩红爱心·百人援滇”大型医疗援助公益行动启动暨捐赠仪式在云南省昆明市正式举行。公司将携手韩红基金会向云南省捐赠 3 所复明中心，分布在麻栗坡、元阳、南华三地县医院，用于当地白内障患者的疾病治疗；同时捐赠 20 辆救护车，用于云南 20 个乡镇卫生院的医患转运。 |
| 2021 年 8 月 | 2021 年 8 月 2 日，公司捐赠的第四批物资抵达河南新乡卫辉，此批物资为价值百万的医药品，由卫辉卫健委进行接收，将发放给受灾群众及防汛救灾的一线工作人员，希望有助于缓解当地洪涝灾后医疗物资紧缺的问题。 |

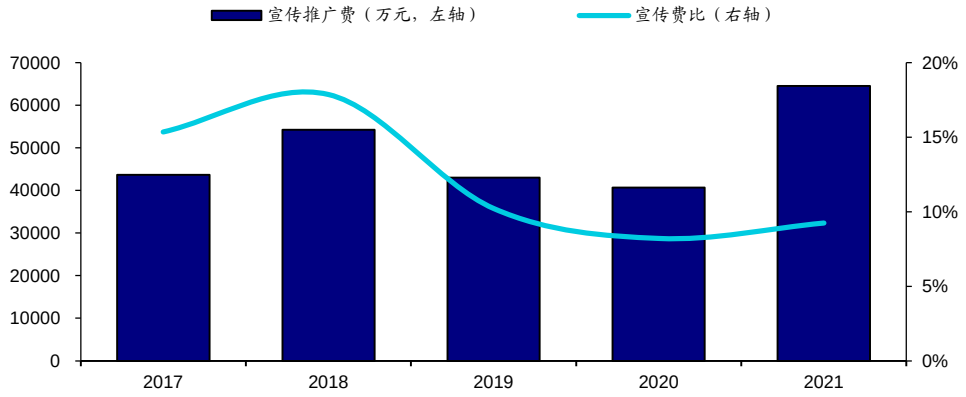
资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

### 5.3 投放策略高空转地面，宣传费比持续下降

2018 年，公司为进一步提升品牌形象与品牌地位，广告宣传费投入较大。2019 年起，公司开始推行饱和式营销策略，重点加强了与消费者日常更加贴近的、接触更频繁的“地面广告”领域投放，直接对消费者进行高密度覆盖，提升公司品牌辨识度的同时降低了公司宣传推广的成本。公司 2018-2020 年的宣传推广费分别为 5.43 亿元/4.30 亿元/4.07 亿元，宣传费比从 17.87%下降至 8.21%。

2021 年，公司借助上市成功的契机，加大对品牌建设推广活动的投入，新增上市专案推广费用 9942.49 万元，全年宣传推广费达到 6.45 亿元，较 2020 年上涨 58.47%。剔除上市专案推广费用的影响后，2021 年公司的宣传费比为 7.82%，较 2020 年的 8.21%有所下降。

**图74 2017-2021 年公司宣传推广费&宣传费比变动**




资料来源：公司招股说明书（2020 年 4 月 16 日报送稿、申报稿），公司 2021 年年报，HTI

## 6. 数字化赋能，“一物一码”&“一元乐享”助力增长

### 6.1 数字化建设&大数据赋能企业决策发展

公司是“新零售”的探索者和践行者，公司构建“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。公司以互联网为依托，运用大数据分析、二维码等技术，对产品生产、营销和渠道进行升级改造，逐步实现精细化管理和精准营销。

据 2021 年 8 月投资者关系活动记录表，鹏讯云商开发的工具实现了公司对每一瓶产品从生产到销售的追踪，使复杂的商品流通系统透明化。公司计划持续升级鹏讯云商平台，进一步完善渠道和终端信息化建设，将更多渠道商和零售终端纳入平台，通过平台进行更多数据汇总和交互，提升渠道运行效率，增强对分销过程及零售终端的掌控能力。

公司使用大数据技术，对渠道库存数据、销售网点数据以及消费者数据进行综合分析，根据分析结果合理分配采购、人员、生产、供应链等各项资源，制定针对性的营销策略，提高资源使用效率和决策质量，满足更多消费者的需求，不断开拓市场并提高市场占有率。

公司创新的使用二维码技术，实现了“一物一码、瓶箱关联”，确保生产的产品全程可溯，从而实现以“大数据”为基础的精细化管理和精准营销。2020 年，公司开始生产“四码关联”的产品。2021 年，公司在“四码关联”的基础上升级到“五码关联

（内外箱码、内外瓶码与批次码）”，对公司的产品进行全生命周期的管理，实现渠道数据透明化与销售终端数字化，实现渠道一体化与全渠道精准管理。

公司计划通过信息化建设，全面提升数据分析和决策支持能力，提高办公效率和市场反应速度，增强执行控制能力，从而有效提升公司管理水平。

经过多年努力，公司通过鹏讯云商平台与线下业务员拜访等方式，运用各项先进技术，已经构建了一套较为完善的“新零售”体系，使管理链条越来越完整，管理内容越来越精细化，营销越来越精准化，并积累了丰富的“数据资产”。截至 2021 年 5 月，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。

### 6.2 “一物一码”助力管理效率提升，“一元乐享”持续拉动消费者参与度

#### 6.2.1 “一物一码”助力管理效率提升

**1）扫码系统可记录产品动向，方便管理。**据鹏讯云商微信公众号，公司赋予每件商品独一无二的二维码作为产品标识。产品赋码后，系统即可通过后台动态监控所有产品的具体动向，控制所有产品的营销促销活动和策略，从而达到防伪溯源和智能营销的目的。

商品通过经销商往二、三级经销商流通的过程中，经销商可以批次扫描商品二维码，将商品信息快速录入大数据系统，根据已经拟定的产品分销计划将产品进行合理分配，保证商品渠道通畅的同时，高速完成分销过程，减少传统运输过程中因为信息不对称造成的运输停滞和产品错误分区。

**图75 “一物一码”流程示意图**




资料来源：鹏讯云商微信公众号，HTI

**2）扫码系统帮助企业与门店和消费者建立联系。**终端门店、消费者可以通过扫描二维码参与公司组织的各项活动，实现公司与终端门店及消费者之间的直接互动。

据鹏讯云商微信公众号，公司建立了针对门店店主的统一管理系统。店主进行身份验证后，扫描外箱包装码即可获得红包现金奖励，建立了公司与小店的链接。据米多大数据引擎微信公众号，在连接的基础上，公司可以对小店的营销与管理直接采取线上手段有效开展，同时根据不同小店的需求、商圈、销量打造不同的定制化营销方案，使小店管理变得高效、精准。

据鹏讯云商微信公众号，消费者购买产品，通过文字内容指引扫码后即可进入互动平台，在平台内消费者可进行拼奖、兑换等活动。与此同时，消费者的扫码信息也会同步到系统后台，便于企业进行后台监控。而通过引导用户到平台上参与互动游戏这种方式，最终可形成一定量的沉淀用户。

我们认为，通过使用一物一码技术，公司将企业、门店和消费者联系起来，大幅提高了信息传送效率和管理效率，更好地掌握门店销售情况以及消费者活动参与情况，减少中间环节的费用投入。

**3）“一物一码”技术可以助力促销活动。**2020 年，公司开始生产“四码关联”产品，助力实物兑换活动的高效进行。

消费者实物兑换的流程主要包括：终端门店先注册成东鹏商户会员，消费者中奖之后，终端门店扫“瓶内码”确认消费者中奖，向消费者交付实物，同时得到一张“电子返货券”。终端门店可根据电子返货券发出返货请求，邮差/批发商现场扫终端商户的二维码，确定数量后向终端门店返货。之后再由经销商扫邮差/批发商的商户码并返货给邮差/批发商，同时核销电子返货券。系统会自动推送核销数据到公司 ERP 业务系统完成核销，次日即可提货。

**4）扫码系统及时、精准反馈用户信息，描绘用户画像，沉淀私域流量，并为定制营销策略提供基础数据支持。**据米多大数据引擎微信公众号数据，截止到 2021 年上半年，公司经销商、终端门店、消费者累计扫码次数 10 亿+，小程序去重后用户约 1.2 亿。

我们认为，扫码系统可以准确、高效地收集消费者信息，让公司及时掌握促销活动的进行情况，了解用户的行为和偏好，进而及时调整促销策略，为后续的活动决策提供数据支持。扫码系统也可以助力用户沉淀，公司可以精准地将促销信息传递给相关用户，大大节省了传播成本。注册后的消费者会更乐意参与相关促销活动，从而形成稳定的用户群体。

### 6.2.2 “一元乐享”持续拉动消费者参与度

2018 年末，公司根据市场情况推出了“一元乐享”新型促销活动，得到了消费者广泛认可，经过前期宣传推广，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%。

公司利用一物一码技术对传统的“再来一瓶”促销方式进行改进。据米多大数据引擎微信公众号，“再来一瓶”是属于“破坏包装后的促销方式”，容易出现中奖瓶盖真伪难以辨别、中奖瓶盖兑换难、门店不配合核销等问题。而公司基于一物一码技术背后的在线化能力，能够将兑换流程通过线上系统完成，很大程度上解决了“再来一瓶”的痛点，能够保障活动的真实性、确保活动的合理性、提高活动的效率。

**图76 东鹏特饮“壹元乐享”活动**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**图77 由柑柠檬茶“壹元乐享”活动**




资料来源：东鹏饮料集团官网，HTI

**表 8 公司促销活动费用情况（万元）**

| 分类 | | | 2020 | 2019 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|
| 主营业务收入 | | | 493566.32 | 419180.74 | 302117.78 |
| 计提折扣前收入 | | | 610106.2 | 505437.34 | 371874.66 |
| 终端消费者 | 终端消费者的实物兑换折扣 | 计提金额 | 56239.16 | 50902.21 | 450.55 |
| | | 占计提折扣前收入的比例 | 9.22% | 10.07% | 0.12% |
| | 终端消费者的现金折扣 | 计提金额 | 6320.8 | 10305.94 | 56242.2 |
| | | 占计提折扣前收入的比例 | 1.04% | 2.04% | 15.12% |
| 终端门店 | 终端门店的现金折扣 | 计提金额 | 31235.89 | | |
| | | 占计提折扣前收入的比例 | 5.12% | | |
| | 合计 | 计提金额 | 93795.85 | 61208.15 | 56692.75 |
| | | 占计提折扣前收入的比例 | 15.37% | 12.11% | 15.25% |

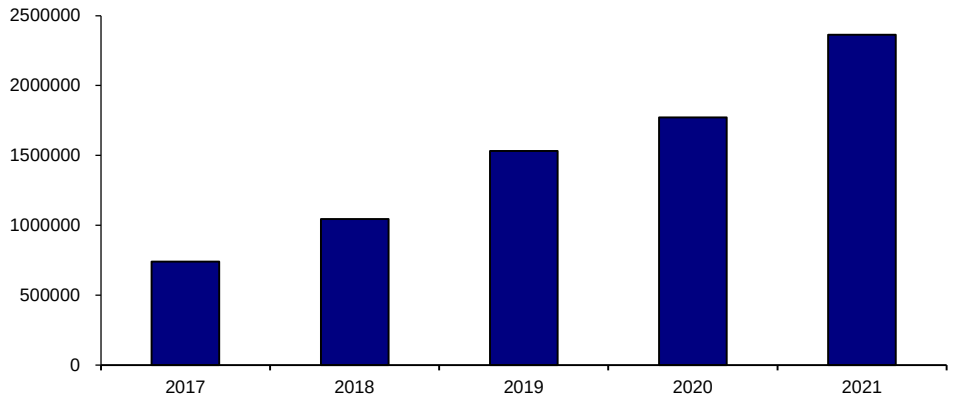
资料来源：公司招股说明书（申报稿），HTI

## 7. 持续布局新产能，满足全国化发展需求

国内能量饮料市场仍处于快速发展期。伴随不断增长的市场需求，公司已建成投产增城基地、华南基地、东莞基地、安徽基地、南宁基地、重庆基地、海丰基地七大生产基地。同时，长沙基地、衢州基地正在积极推进建设中。

2017-2021 年，公司的产能从 74.04 万吨增长至 236.45 万吨，自主产量从 55.60 万吨增长至 168.88 万吨。公司 2017-2021 年平均产能利用率为 68.91%，一直保持较高水平。

**图 78 2017-2021 年公司产能（吨）**




资料来源：公司招股说明书（2020 年 4 月 16 日报送稿、申报稿），公司 2021 年年报，HTI

表 9 2021 年公司主要工厂产能情况（万吨）

| 工厂名称 | 设计产能 | 实际产能 |
|---|---|---|
| 增鹏 | 32.73 | 24.86 |
| 莞鹏 | 39.88 | 38.57 |
| 徽鹏 | 52.78 | 35.92 |
| 桂鹏 | 56.34 | 29.52 |
| 华鹏 | 33.52 | 25.21 |
| 渝鹏 | 11.96 | 6.87 |
| 海鹏 | 9.24 | 7.93 |
| 合计 | 236.45 | 168.88 |

资料来源：公司 2021 年年报，HTI

据公司招股说明书（申报稿），公司在广东及广西地区生产基地能量饮料的产能利用率已经趋于饱和，产能不足的矛盾日益凸显。公司计划投入 9.29 亿元建设“华南生产基地建设项目”以及“南宁生产基地二期建设项目”。华南生产基地建设项目拟规划建设 6 条生产线，包括 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；南宁生产基地二期建设项目拟规划建设 3 条瓶装饮料生产线。两项工程完工后，公司预计每年能增加 70.62 万吨的产能，有利于缓解公司产能瓶颈，提高供货能力。

重庆系长江上游的经济中心，毗邻四川、贵州、陕西、湖北等地。据公司招股说明书（申报稿），公司计划投入 5.09 亿元建设“重庆西彭生产基地建设项目”，拟规划建设 5 条生产线，包括 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。该项目完工后公司预计将形成年产 39.50 万吨的生产能力。公司建设重庆西彭生产基地能够加强该区域市场的饮料供应能力，有利于公司进一步提升市场占有率和行业地位，形成完善的产能分布。

据 2021 年 07 月 30 日的投资者关系活动记录表，目前公司在华中地区销量增长相当可观，随着市场的开拓，2023 年之后可能面临一定的产能压力。据公司 2021 年 7 月发布的公告，公司拟在长沙设立子公司，专项负责推进、实施东鹏饮料华中区域总部及生产基地项目。该项目总投资约人民币 60000 万元，主要建设东鹏饮料华中区域总部生产基地，配备 6 条自动化智能生产线及相关配套设施，主要生产“东鹏特饮”等产品。该项目于 2021 年 11 月 9 日正式奠基开工，据 2021 年 7 月投资者关系活动记录表，公司预计于 2024 年 3 月投产，投产后将主要承担湖南、湖北、江西这几个省份的发货任务。

据公司 2021 年 11 月发布的公告，公司拟在衢州智造新城投资建设东鹏饮料浙江生产基地项目，项目总投资约 62500 万元。据公司 2022 年 1 月发布的进展公告，2022 年 1 月 24 日，浙江东鹏完成资质审核并与衢州市自然资源和规划局签署《国有建设用地使用权出让合同》。

随着全国化进程的加速，市场需求不断扩大，公司将在增城基地、华南基地、安徽基地、重庆基地新增产品生产线，继续推进长沙基地和衢州基地的建设工作，稳步推进深圳基地和汕尾基地的选址、征地和土地招拍挂等相关事宜，为华南、华中、华东、西南区域市场的巩固和发展提供坚实的保障，减少长距离物流运输成本。

我们认为，持续的新产能布局一方面能够不断满足当前全国化发展需求，另一方面也体现出了公司对于未来发展的充足信心。

表 10公司新增产能项目

| 日期 | 项目内容 |
| --- | --- |
| 2020 年 7 月 | 华南基地投产 |
| 2020 年底 | 徽鹏完成一条产线的提速技改，灌装速度由 24000 瓶/H 提升至 36000 瓶/H |
| 2021 年 3 月 | 华鹏新增 1 条瓶装特饮生产线。 |
| 2021 年 5 月 | 重庆基地投产<br>渝鹏投入生产 2 条瓶装特饮生产线<br>华鹏新增 1 条瓶装特饮生产线。<br>徽鹏新增 1 条利乐钻包生产线 |
| 2021 年 11 月 | 长沙基地奠基开工。该项目总投资约人民币 60000 万元，主要建设东鹏饮料华中区域总部生产基地，配备 6 条自动化智能生产线及相关配套设施，主要生产“东鹏特饮”等产品。<br>桂鹏完成一条产线提速技改，灌装速度由 24000 瓶/H 提升至 36000 瓶/H。 |
| 2022 年 1 月 | 衢州基地与衢州市自然资源和规划局签署了《国有建设用地使用权出让合同》，在浙江衢州设立全资子公司浙江东鹏维他命饮料有限公司，投资建设“东鹏饮料浙江生产基地项目”。公司在浙江衢州智造新城建设的项目总投资额约为 62500 万元。 |

资料来源：公司 2021 年年报，东鹏饮料（集团）股份有限公司关于拟投资设立全资子公司的公告（长沙），东鹏饮料（集团）股份有限公司关于全资子公司取得土地使用权暨对外投资进展公告，东鹏饮料（集团）股份有限公司关于与浙江衢州智造新城管理委员会签署投资协议的公告，HTI

## 8. 盈利预测与投资建议

（1）能量饮料/东鹏特饮业务。公司本业务 2018-2021 年期间营收 CAGR=31.70%，平均毛利率为 47.98%。我们认为受益于能量饮料行业将持续保持较好景气度，以及随着广东市场不断深耕，以及全国化市场持续扩张，看好公司本业务继续保持快速成长，市场份额不断提升。此外同时综合参照 2022 年一季报情况，我们给予本业务 2022-2024 年 22.50%/30.00%/25.00%的营收增速预测。此外考虑到成本端上行的压力，以及大单品的规模效应，我们给予本业务 2022-2024 年 44.00%/44.50%/45.00%的毛利率预测。

（2）其他饮料。公司本业务 2018-2021 年期间营收 CAGR=39.96%，毛利率分别为-3.28%/-3.19%/10.26%/13.00%。考虑到东鹏加氪、0 糖特饮、东鹏大咖摇摇拿铁等新品的推出和逐步全国化铺货带来的上量，我们给予本业务 2022-2024 年 30.00%/32.00%/34.00%的营收增速预测。此外考虑到新品上量后的规模效应，以及产品结构变化影响，我们给予本业务 2022-2024 年 15.00%/17.00%/19.00%的毛利率预测。

（3）其他业务。给予本业务 2022-2024 年 0%/0%/0%的营收增速预测，以及 35.00%/35.00%/35.00%的毛利率预测。

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 85.73/111.50/139.91 亿元，归母净利润分别为 12.96/17.04/21.94 亿元，对应 EPS 分别为 3.24/4.26/5.48 元/股。结合可比公司估值情况，考虑到公司的业绩成长性，给予公司 2022 年 50 倍的 PE 估值，目标价 162.00 元/股，首次覆盖并给予“优于大市”评级。

**表 11可比上市公司估值表（2022 年预测 PE，倍）**

| 上市公司 | 证券代码 | 收盘价（元） | PE（倍，2022E） |
|---|---|---|---|
| 农夫山泉 | 9633.HK | 41.95 | 52.11 |
| 百润股份 | 002568 | 36.30 | 33.70 |
| 妙可蓝多 | 600882 | 37.00 | 41.00 |
| 海天味业 | 603288 | 78.75 | 48.90 |
| 平均 PE（倍，2022E） | | | 43.93 |

资料来源：Wind，HTI
备注：按 2022 年 06 月 09 日收盘价计算（以上均来自 Wind 一致预测）

**表 12公司营业收入预测**

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入（百万元）** | 6977.82 | 8572.59 | 11149.85 | 13991.26 |
| 能量饮料/东鹏特饮 | 6591.90 | 8075.08 | 10497.60 | 13122.00 |
| 其他饮料 | 371.95 | 483.54 | 638.27 | 855.28 |
| 其他业务 | 13.98 | 13.98 | 13.98 | 13.98 |
| **营业收入同比增长** | 40.72% | 22.85% | 30.06% | 25.48% |
| 能量饮料/东鹏特饮 | 41.60% | 22.50% | 30.00% | 25.00% |
| 其他饮料 | 32.60% | 30.00% | 32.00% | 34.00% |
| 其他业务 | -38.79% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| **毛利（百万元）** | 3096.26 | 3630.46 | 4784.83 | 6072.30 |
| 能量饮料/东鹏特饮 | 3042.81 | 3553.03 | 4671.43 | 5904.90 |
| 其他饮料 | 48.35 | 72.53 | 108.51 | 162.50 |
| 其他业务 | 5.09 | 4.89 | 4.89 | 4.89 |
| **毛利率(%)** | 44.37 | 42.35 | 42.91 | 43.40 |
| 能量饮料/东鹏特饮 | 46.16 | 44.00 | 44.50 | 45.00 |
| 其他饮料 | 13.00 | 15.00 | 17.00 | 19.00 |
| 其他业务 | 36.45 | 35.00 | 35.00 | 35.00 |

资料来源：Wind，HTI

## 9. 风险提示

（1）食品安全风险，（2）市场竞争加剧，（3）新渠道、新市场拓展不及预期。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 2.98 | 3.24 | 4.26 | 5.48 |
| 每股净资产 | 10.60 | 13.84 | 18.09 | 23.58 |
| 每股经营现金流 | 5.19 | 5.51 | 7.00 | 8.47 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **价值评估（倍）** | | | | |
| P/E | 47.55 | 43.77 | 33.30 | 25.86 |
| P/B | 13.39 | 10.25 | 7.84 | 6.01 |
| P/S | 8.13 | 6.62 | 5.09 | 4.05 |
| EV/EBITDA | 46.69 | 34.02 | 25.79 | 19.61 |
| 股息率% | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** |
| **盈利能力指标（%）** | | | | |
| 毛利率 | 44.4% | 42.3% | 42.9% | 43.4% |
| 净利润率 | 17.1% | 15.1% | 15.3% | 15.7% |
| 净资产收益率 | 28.1% | 23.4% | 23.5% | 23.3% |
| 资产回报率 | 15.3% | 13.9% | 14.2% | 14.3% |
| 投资回报率 | 21.3% | 22.1% | 21.9% | 21.5% |
| **盈利增长（%）** | | | | |
| 营业收入增长率 | 40.7% | 22.9% | 30.1% | 25.5% |
| EBIT 增长率 | 35.6% | 17.2% | 29.1% | 27.4% |
| 净利润增长率 | 46.9% | 8.6% | 31.4% | 28.8% |
| **偿债能力指标** | | | | |
| 资产负债率 | 45.6% | 40.6% | 39.8% | 38.5% |
| 流动比率 | 0.83 | 1.09 | 1.38 | 1.65 |
| 速动比率 | 0.72 | 0.94 | 1.22 | 1.49 |
| 现金比率 | 0.30 | 0.53 | 0.90 | 1.22 |
| **经营效率指标** | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 1.29 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 存货周转天数 | 31.98 | 35.00 | 35.00 | 35.00 |
| 总资产周转率 | 0.90 | 0.92 | 0.93 | 0.91 |
| 固定资产周转率 | 3.65 | 3.86 | 4.56 | 5.41 |

| 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1193 | 1296 | 1704 | 2194 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 197 | 256 | 297 | 327 |
| 非经营收益 | -160 | 2 | -18 | -27 |
| 营运资金变动 | 847 | 649 | 817 | 895 |
| **经营活动现金流** | **2077** | **2204** | **2799** | **3388** |
| 资产 | -606 | -665 | -605 | -545 |
| 投资 | -2977 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 20 | 26 | 33 | 42 |
| **投资活动现金流** | **-3563** | **-639** | **-572** | **-503** |
| 债权募资 | 638 | -624 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 1851 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1182 | -12 | 0 | 0 |
| **融资活动现金流** | **1307** | **-636** | **0** | **0** |
| **现金净流量** | **-180** | **928** | **2228** | **2885** |

| 利润表（百万元） | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **6978** | **8573** | **11150** | **13991** |
| 营业成本 | 3882 | 4942 | 6365 | 7919 |
| 毛利率% | 44.4% | 42.3% | 42.9% | 43.4% |
| 营业税金及附加 | 77 | 94 | 123 | 154 |
| 营业税金率% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 营业费用 | 1368 | 1629 | 2152 | 2714 |
| 营业费用率% | 19.6% | 19.0% | 19.3% | 19.4% |
| 管理费用 | 252 | 257 | 379 | 490 |
| 管理费用率% | 3.6% | 3.0% | 3.4% | 3.5% |
| EBIT | 1357 | 1590 | 2053 | 2616 |
| 财务费用 | -11 | -10 | -46 | -84 |
| 财务费用率% | -0.2% | -0.1% | -0.4% | -0.6% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 23 | 26 | 33 | 42 |
| **营业利润** | **1529** | **1656** | **2172** | **2792** |
| 营业外收支 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| **利润总额** | **1514** | **1641** | **2157** | **2777** |
| EBITDA | 1553 | 1847 | 2350 | 2943 |
| 所得税 | 321 | 345 | 453 | 583 |
| 有效所得税率% | 21.2% | 21.0% | 21.0% | 21.0% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司所有者净利润** | **1193** | **1296** | **1704** | **2194** |

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1019 | 1947 | 4175 | 7060 |
| 应收账款及应收票据 | 25 | 23 | 31 | 38 |
| 存货 | 340 | 474 | 610 | 759 |
| 其它流动资产 | 1468 | 1535 | 1590 | 1649 |
| 流动资产合计 | 2852 | 3980 | 6406 | 9507 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1909 | 2220 | 2443 | 2588 |
| 在建工程 | 187 | 237 | 277 | 307 |
| 无形资产 | 323 | 355 | 385 | 414 |
| 非流动资产合计 | 4939 | 5333 | 5626 | 5829 |
| **资产总计** | **7790** | **9312** | **12032** | **15336** |
| 短期借款 | 624 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 554 | 636 | 820 | 1020 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 2237 | 3004 | 3837 | 4747 |
| 流动负债合计 | 3415 | 3641 | 4657 | 5767 |
| 长期借款 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 其它长期负债 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| 非流动负债合计 | 137 | 137 | 137 | 137 |
| **负债总计** | **3552** | **3778** | **4794** | **5904** |
| 实收资本 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 归属于母公司所有者权益 | 4238 | 5534 | 7238 | 9431 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **负债和所有者权益合计** | **7790** | **9312** | **12032** | **15336** |

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 09 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2021），HTI

**APPENDIX 1**

**Summary**

As the leading energy beverage enterprise in China, the company has successfully created the brand "Dongpeng special drink" well known by the majority of consumers, and the brand proposition of "young people should be awake to fight" has been deeply rooted in the hearts of the people. By 2021, Dongpeng special drink has become the energy drink with the highest sales volume in China, ranking second in the national market share.

The company started from Dongguan market and radiated to Guangdong. After years of market cultivation, it has established a strong brand influence and market competitive advantage in Guangdong. The company has been growing all the way from Guangdong, and continues to increase and promote the nationwide development layout. According to the company's prospectus, the company will continue to expand its brand influence and market share, and gradually develop into a leading energy beverage enterprise.

The business of the company has grown rapidly in recent 5 years. During the period from 2017 to 2021, the operating income cagr=25.16% and the net profit attributable to the parent cagr=41.69%, and the overall performance is far beyond the industry level. The rapid growth of revenue also brought excellent financial indicators - (1) the net profit margin increased from 10.41% in 2017 to 17.10% in 2021, (2) the ROE reached 28.15% in 2021.

With the growing market demand, the company's production capacity has been continuously improved, from 740400 tons in 2017 to 2364500 tons in 2021. At the same time, the average capacity utilization rate of the company from 2017 to 2021 was 68.91%, which has remained at a high level.

We estimate that from 2022 to 2024, the company's revenue will be RMB 8.573/11.50/13.991 billion respectively, the net profit attributable to the parent company will be RMB 1.296/17.04/2.194 billion respectively, and the corresponding EPS will be RMB 3.24/4.26/5.48/share respectively. In combination with the valuation of comparable companies and in consideration of the company's growth potential, we value the company with 50x 2022 PER to generate our target price of Rmb162. We initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

Risks: (1) Food safety risks, (2) market competition intensifies, (3) the expansion of new channels and new markets is less than expected.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

**HTIRL 分析师认证 Analyst Certification**:

我， 颜慧菁，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Huijing Yan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我， 吴岱禹，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Jasmine Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

**利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures**

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司 及农夫山泉浙江千岛湖有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司 and 农夫山泉浙江千岛湖有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通担任 9633.HK 有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 9633.HK.

**评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：**

海通国际（以下简称"HTI"）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

**分析师股票评级**

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

**Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):**

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

**Analyst Stock Ratings**

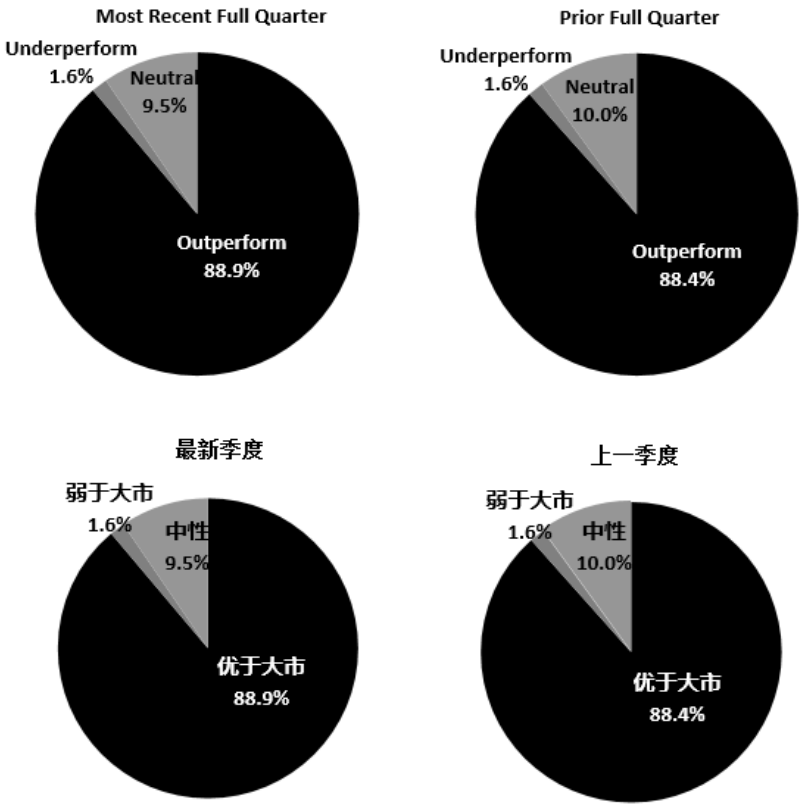
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**评级分布 Rating Distribution**




**截至 2022 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布**

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|---|---|---|---|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 88.9% | 9.5% | 1.6% |
| 投资银行客户* | 6.8% | 5.8% | 0.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

**此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：**

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

**Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2022**

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|---|---|---|---|
| HTI Equity Research Coverage | 88.9% | 9.5% | 1.6% |
| IB clients* | 6.8% | 5.8% | 0.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

**Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):**

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股（Q100）指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer**: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称"本公司"）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer**: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

**重要免责声明:**

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司（"HTISGL"）的全资附属公司海通国际研究有限公司（"HTIRL"）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（"HTIJKK"）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（"SEBI"）监管的 Haitong Securities India Private Limited（"HTSIPL"）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（"BSE"）和 National Stock Exchange of India Limited（"NSE"）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（"HTISG"）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（"HTISG"）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

**IMPORTANT DISCLAIMER**

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

**分发和地区通知:**

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（"Major U.S. Institutional Investor"）和「机构投资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。 HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（"SEC"）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（"FINRA"）的成员。 HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

**DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES**

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors**: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国（下称"中国"，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成"在中国从事生产、经营活动"。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（"NI 31-103"）的规定得到「国际交易商豁免」（"International Dealer Exemption"）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」（"Accredited Investor"），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（"Permitted Investor"）。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（"HTISSPL"）[公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》（第 110 章）（"FAA"）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（"FIEL"））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称"ASIC"）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（"SEBI"）监管的 Haitong Securities India Private Limited（"HTSIPL"）所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（"BSE"）和 National Stock Exchange of India Limited（"NSE"）（统称为「印度交易所」）研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors**: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

http://equities.htisec.com/x/legal.html