

# 大鹏展翅 志在千里

——东鹏饮料（605499.SH）

食品饮料/饮料乳品



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

东鹏饮料是国内能量饮料领导品牌。公司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。公司产品矩阵包括东鹏特饮、由柑柠檬茶等，其中东鹏特饮22H1营收占比95.97%。截至22H1，公司已形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，共有2590家经销商，销售网络覆盖全国约250万家终端门店。

我国能量饮料市场起步晚，人均消费水平显著偏低，预计我国能量饮料消费额5年CAGR为7.7%。2021年我国能量饮料人均消费额为36.3元/人，近5年CAGR为9.7%。假设未来中泰红牛商标权之争持续，考虑到能量饮料近几年渗透率显著提升叠加疫后消费复苏放缓，我们预计未来5年能量饮料人均消费额CAGR将有所放缓，假设2021年-2026年我国能量饮料人均消费额5年CAGR为7.7%，则到2026年，我国能量饮料人均消费额约为52.48元/人。

东鹏特饮与竞争对手相比具有品牌影响力强、产品性价比高、渠道全国化建设等综合优势。2021年东鹏特饮销量市占率19.2%，仅次于红牛。中国红牛与泰国红牛商标权之争尚未结束，对红牛品牌的影响仍将持续；达利集团业务涵盖范围广，营销投入未向乐虎倾斜；体质能量“农村包围城市”策略面临一定阻力；战马、Monster发展缓慢，体量较小。

预计东鹏特饮销售额市占率将达到26.7%左右。东鹏饮料于2017年推出500ML大金瓶，自该主力产品全国化扩张以来，东鹏饮料市占率由2018年的10.5%提升至2021年的16.7%，假设中泰红牛商标权之争持续，我们预计未来5年东鹏饮料市占率平均每年提升2%，则到2026年东鹏饮料市占率有望提升至26.7%。

**投资建议：**中国红牛与泰国红牛之争推动我国能量饮料行业竞争格局重塑，公司深耕能量饮料赛道，在品牌、产品及渠道各方面综合实力强于竞争对手，有望在竞争中脱颖而出。公司深耕广东进行全国化扩张，同时公司不断拓宽产品矩阵，为公司利润增长提供广阔的空间。我们预计公司22-24年营收为83.2亿元/103.7亿元/125.9亿元，同比增长19.2%/24.7%/21.4%，归母净利润为13.9亿元/17.7亿元/21.9亿元，同比增长16.3%/27.8%/23.6%，EPS分别为3.47、4.43、5.48，对应PE为41.25、32.29、26.12。与A股上市饮料公司相比公司估值偏高，考虑到公司所处能量饮料赛道具有成长性，理应具有一定的估值溢价，给予公司22年50x PE，对应目标价为173.5元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**渗透率不及预期、原材料价格上涨、产能建设不及预期、食品安全、竞争加剧风险。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,958.5	6,977.8	8,315.6	10,373.3	12,590.6
增长率（%）	17.81	40.72	19.17	24.74	21.38
归母净利润（百万元）	812.1	1,193.0	1,386.8	1,771.7	2,190.2
增长率（%）	42.32	46.90	16.25	27.75	23.63
净资产收益率（%）	42.44	28.15	28.80	31.50	33.29
每股收益（元）	2.26	3.11	3.47	4.43	5.48
PE	68.54	49.78	41.25	32.29	26.12
PB	29.15	14.62	11.88	10.17	8.69

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

增持（维持）

2022年10月27日

汪冰洁

分析师

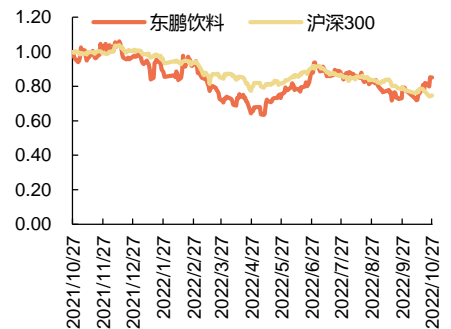
SAC执业证书编号：S1660522030003

## 交易数据

时间 2022.10.26

总市值/流通市值（亿元）	619.62/117.74
总股本（万股）	40,001
资产负债率（%）	54.47
每股净资产（元）	10.98
收盘价（元）	154.90
一年内最低价/最高价（元）	111.35/203.39

## 公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

1、《东鹏饮料公司点评：产品矩阵持续优化 渠道建设积极发力》2022-02-17

## 内容目录

1. 东鹏饮料：大鹏展翅志在千里	4
2. 财务分析：明星大单品助力公司高增	4
3. 能量饮料行业：多元化消费场景驱动能量饮料高景气	8
3.1 我国能量饮料市场成长空间广阔	8
3.2 多元化是我国能量饮料发展的重要驱动因素	9
3.3 东鹏特饮成长为行业领导品牌之一	12
3.4 市场规模：预计我国能量饮料消费量5年CAGR为8.8%	14
4. 公司凭借高性价比产品及品牌知名度推进全国化进程	15
4.1 产品：差异化包装、高性价比、产品矩阵丰富	15
4.2 品牌：新型营销打造能量饮料领导品牌	17
4.3 渠道：公司全国化进程取得成效	17
4.4 产能：生产基地全国化布局	19
5. 盈利预测与投资建议	20
6. 风险提示	23

## 图表目录

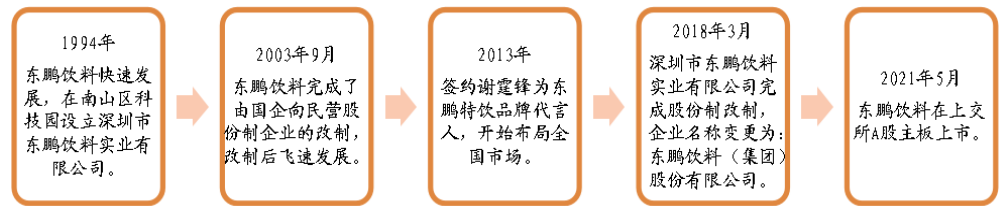
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司营收高速增长（亿元）	5
图 3：公司东鹏特饮销售收入高增长（万元）	5
图 4：公司 500ML 金瓶营收占比不断提高	6
图 5：公司各产品营收增速	6
图 6：公司毛利率边际下滑	6
图 7：公司 500ML 金瓶毛利率最高	6
图 8：公司销售费用率自 18 年开始呈下降趋势（%）	7
图 9：公司 21 年销售费用同比高增（万元）	7
图 10：公司归母净利率维持高位	7
图 11：公司归母净利润增速放缓	7
图 12：我国能量饮料 10 年销量 CAGR 最快	8
图 13：我国能量饮料消费占比仍较低	8
图 14：我国能量饮料销量增速显著快于可比国家	9
图 15：2021 年我国能量饮料销量增速约为 11%	9
图 16：我国能量饮料人均消费量显著偏低（升/人）	9
图 17：我国能量饮料人均消费额显著偏低（美元/人）	9
图 18：我国载货汽车保有量维持 8%-10% 的增长	10
图 19：我国规模以上快递业务量维持 25% 以上增速（%）	10
图 20：限额以上餐饮业送餐服务从业人数高增（人）	10
图 21：网约车驾驶员证同比高增	10
图 22：我国加班现象愈加普遍	10
图 23：2015-2020 年我国体育产业总产值 CAGR 约为 15%	11
图 24：各能量饮料销量占比	12
图 25：各能量饮料销售额占比	12
图 26：东鹏特饮零售额增速较快	13
图 27：东鹏特饮零售量增速较快	13
图 28：我国能量饮料人均消费额增速放缓（元/人）	15
图 29：近五年我国能量饮料人均消费额增速显著放缓	15
图 30：我国总人口增速放缓	15
图 31：东鹏饮料市占率显著提升（%）	15
图 32：公司不断推出新产品	16
图 33：东鹏饮料位居功能饮料品牌排行榜 TOP3	17
图 34：公司经销商数量快速增长（家）	18
图 35：公司终端门店数量快速增长	18
图 36：公司在省外市场有较大开拓空间	19
图 37：公司省外市场业务得到较快发展	19
图 38：公司产能迅速扩大	20
图 39：公司产能利用率提升	20
图 40：2021 年东鹏特饮成本构成	21
图 41：2020 年公司主要原材料采购占比	21
图 42：PET 价格自 21 年初上涨（元/吨）	22
图 43：白砂糖价格自 21 年初上涨（元/吨）	22

表 1: 截至 2022 年 6 月东鹏饮料股权结构.....	4
表 2: 公司产品种类.....	5
表 3: 东鹏特饮特定功效成分 .....	8
表 4: 四款红牛.....	13
表 5: 东鹏饮料零售规模测算 .....	15
表 6: 东鹏特饮具有高性价比 .....	16
表 7: 2021 年公司主要工厂产能 (万吨) .....	20
表 8: 东鹏特饮预测.....	22
表 9: 其他饮料预测.....	23
表 10: A 股可比上市公司估值.....	23
表 11: 公司盈利预测表 .....	24

## 1. 东鹏饮料：大鹏展翅 志在千里

东鹏饮料成立于 1994 年，于 2021 年 5 月登陆上交所 A 股主板市场。公司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。公司产品矩阵包括东鹏特饮、由柑柠檬茶、陈皮特饮、包装饮用水等，其中东鹏特饮是公司的主导产品，22H1 营收占比 95.97%。截至 22H1，公司已形成广东、安徽、广西等辐射全国主要地区的生产基地，共有 2590 家经销商，销售网络覆盖全国约 250 万家终端门店。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、申港证券研究所

公司股权较为集中，股权结构稳定。截至 2022 年 6 月，林木勤先生直接及间接持有公司 50.72% 的股份，为公司控股股东及实际控制人，公司 2011 年引入经销商入股，于 2017 年引入消费品领域专业私募股权投资基金君正投资作为战投，2019 年公司设立东鹏远道、东鹏致远、东鹏致诚作为员工持股平台，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，总体看公司股权结构较为稳定，激励机制较为完善，有利于激发员工及经销商的积极性。

表1：截至 2022 年 6 月东鹏饮料股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	林木勤	198,967,411	49.74
2	天津君正投资管理合伙企业(有限合伙)	36,000,000	9.00
3	深圳市鲲鹏投资发展合伙企业(有限合伙)	25,759,234	6.44
4	林木港	20,885,866	5.22
5	林戴钦	20,885,866	5.22
6	蔡运生	9,282,607	2.32
7	陈海明	6,961,955	1.74
8	李达文	5,105,434	1.28
9	深圳市东鹏远道投资发展合伙企业(有限合伙)	4,730,000	1.18
10	陈义敏	3,573,804	0.89
	合计	332,152,177	83.03

资料来源：wind、申港证券研究所

## 2. 财务分析：明星大单品助力公司高增

公司旗下产品主要为东鹏特饮和其他饮料两大类。其中东鹏特饮是公司的主导产品，22H1 贡献收入 41.18 亿元，占公司总收入的 95.97%，其他饮料中东鹏 0 糖、

东鹏加气、由柑柠檬茶等迅速放量，有望逐步打造公司第二增长曲线。

表2: 公司产品种类

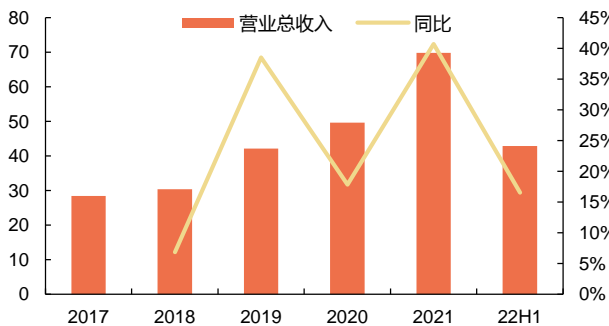
大类	主要品种	产品
东鹏特饮	金瓶特饮 (250ml 及 500ml) 金罐特饮 (250ml) 金砖特饮 (250ml)	
	其他能量饮料 东鹏加气、东鹏 0 糖特饮	
其他饮料	非能量饮料 由柑柠檬茶、东鹏大咖、她能	
	包装饮用水	

资料来源: 招股说明书、申港证券研究所

**大单品策略推动公司营收快速增长。**2018-2021年，公司营业收入由 30.38 亿元增长至 69.78 亿元，3 年 CAGR 为 31.9%。营收的高速增长主要来自于公司销售东鹏特饮的收入，2018-2021 年，公司销售东鹏特饮的收入由 28.85 亿元增长至 65.92 亿元，3 年 CAGR 为 31.7%。

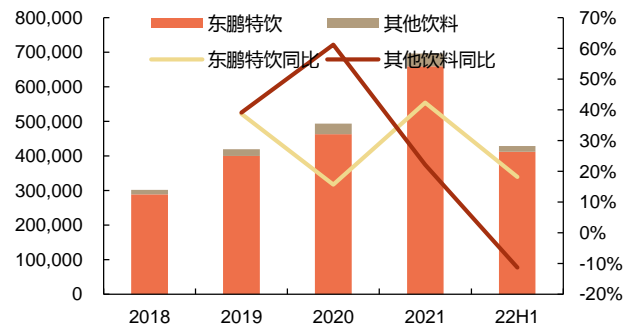
- 公司于 2017 年推出 500ml 金瓶产品，成功填补了市场主要品牌在大容量能量饮料品类的缺口，满足了消费者对于大容量产品的差异化需求。此外，5 元/瓶的终端零售指导价格相较其他品类性价比更高。
- 推出后 500ml 金瓶产品销量快速攀升成为公司大单品，2018-2021 年公司销售 500ml 金瓶收入由 7.99 亿元增长至 50.24 亿元，3 年 CAGR 为 84.59%，占营业收入的 72%。
- 22H1，公司营业收入 42.91 亿元，同比增速下滑至 16.54%，主要受疫情扩散及天气因素的影响。

图2: 公司营收高速增长 (亿元)



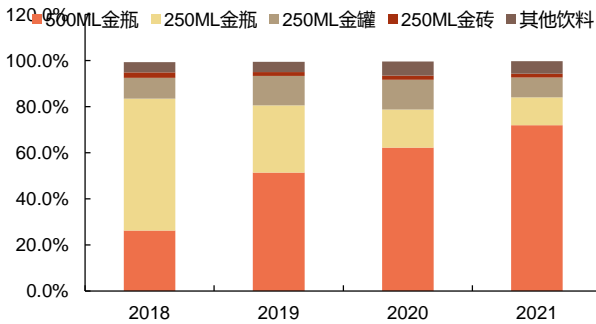
资料来源: wind、申港证券研究所

图3: 公司东鹏特饮销售收入高增长 (万元)



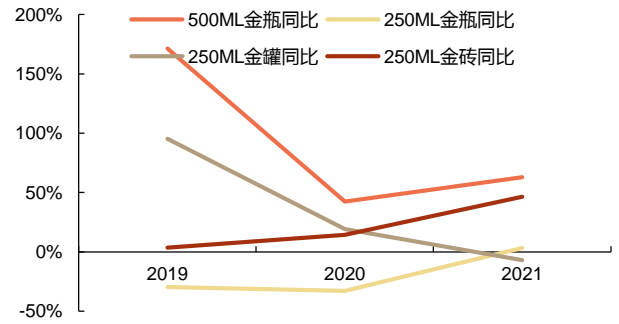
资料来源: wind、招股说明书、申港证券研究所

图4: 公司 500ML 金瓶营收占比不断提高



资料来源: Wind、招股说明书、公司年报、申港证券研究所

图5: 公司各产品营收增速



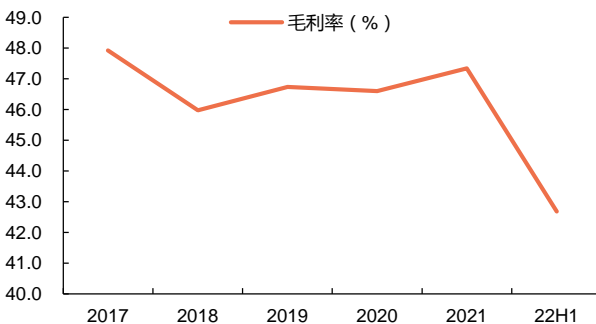
资料来源: Wind、招股说明书、公司年报、申港证券研究所

随着公司规模效应的体现及原材料成本下降, 18-21年公司毛利率稳中提升。公司自2018年以来毛利率稳中有升, 其中2021年受到会计政策变更将运输费重分类至营业成本的影响, 剔除运费后的毛利率为47.34%, 较2020年提升0.74%:

- ◆ 一方面是因为500ml金瓶收入占比持续上升, 而500ml金瓶产品毛利率为各产品中最高。500ml金瓶单位成本与其他包装规格相比较低, 主要是单位容量的包装物成本更低, 且随着500ml金瓶产量快速提升, 单位人工成本及制造费用均有所下降。
- ◆ 另一方面是因为公司购买原材料聚酯切片价格持续下降, 2019年聚酯切片市场价格下降较快, 全年降幅19.03%, 使得原材料成本有所降低, 而2021年虽然全年聚酯切片价格大幅上涨, 但由于聚酯切片采购价格提前锁价, 均价同比2020年下降12.03%。

22H1 受到原材料价格大幅上涨影响, 公司毛利率边际下滑。22H1, 公司毛利率为42.68%, 环比2021年下降1.69%, 主要受到PET等原材料价格大幅上涨, 而公司未提前进行锁价的影响, 预计原材料价格上涨的影响将贯穿2022年全年。

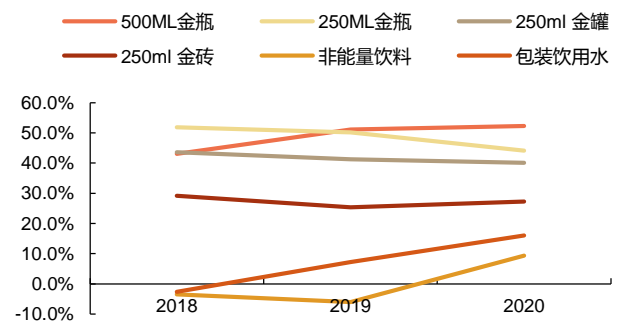
图6: 公司毛利率边际下滑



资料来源: wind、公司年报、申港证券研究所

注: 2017-2021年成本中剔除运费, 22H1成本包含运费

图7: 公司 500ML 金瓶毛利率最高

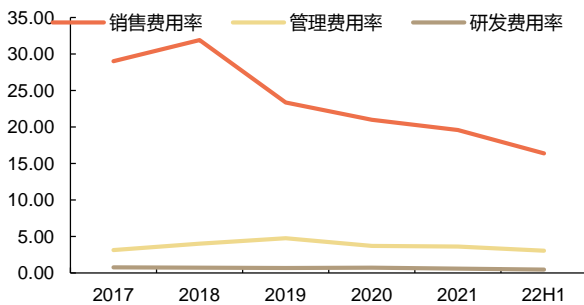


资料来源: wind、申港证券研究所

近两年公司销售费用率同比略有提升。公司期间费用主要由销售费用组成, 销售费用率18-20年呈下降趋势, 21年由于投入上市专案推广费, 且为推进全国化战略, 公司加大渠道推广费及扩建销售团队, 考虑会计准则调整后, 销售费用率同比略有上升。管理费用率和研发费用率随着业务规模的扩大略有下降, 但整体较为平稳。

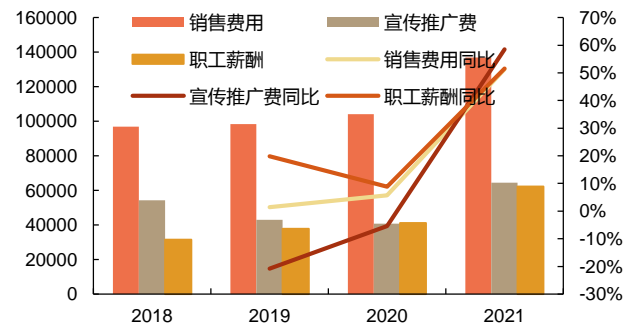
- ◆ 19 及 20 年，公司销售费用同比仅增长 1.5% 及 5.8%，主要受到宣传推广费下降的影响。2019 年公司重点加强了与消费者日常更加贴近的、接触更频繁的“地面广告”领域投放，全年户外投放较多的公交、候车亭、T 牌及墙体广告等，提升了公司品牌辨识度的同时，降低了公司宣传推广的成本。2020 年主要为新冠疫情的突发对国内消费市场影响较大，整体消费环境面临一定的不确定性，因而对公司的广告投放产生了一定的影响。
- ◆ 21 年，公司销售费用同比增长 51.3%。一是公司上市成功后加大对品牌建设推广活动的投入，新增上市专案推广费用 9942.5 万元，宣传推广费同比增长 58.5%，二是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，增加了冰柜投放等渠道推广费用约 1.34 亿元，三是公司推进全国化战略，销售人员人数增加，同时公司提升销售人员工资待遇，职工薪酬同比增长 51.6%。
- ◆ 22H1，公司期间费用率为 19.91%，其中销售费用率和管理费用率分别为 16.38% 和 3.05%，销售费用同比小幅增长 0.96%，管理费用同比小幅下降 0.89%，总体保持稳定。

图8：公司销售费用率自 18 年开始呈下降趋势 (%)



资料来源：wind、申港证券研究所

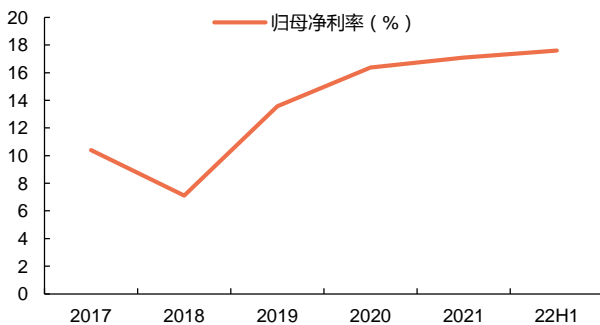
图9：公司 21 年销售费用同比高增(万元)



资料来源：招股说明书、公司年报、申港证券研究所

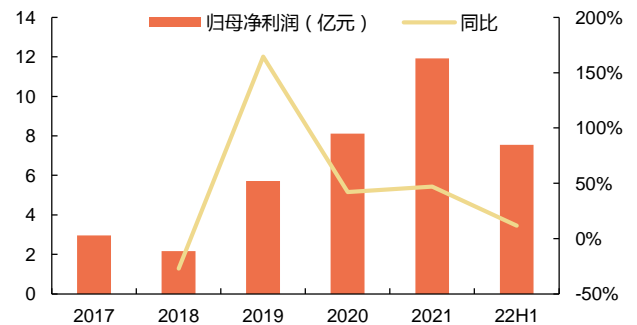
受原材料价格上涨及疫情影响，公司归母净利润增速放缓。受益于公司毛利率的提升及期间费用率的把控，公司归母净利率逐年提升，18-21 年公司归母净利率由 7.11% 提升至 17.1%，归母净利润由 2.16 亿元提升至 11.93 亿元，3 年 CAGR 为 76.8%。22H1 主要受到 PET 等原材料价格上涨的影响，公司归母净利率为 17.59%，同比下滑 0.76%，归母净利润为 7.55 亿元，同比增 11.7%。

图10：公司归母净利率维持高位



资料来源：wind、申港证券研究所

图11：公司归母净利润增速放缓



资料来源：wind、申港证券研究所

### 3. 能量饮料行业：多元化消费场景驱动能量饮料高景气

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，达到在某种程度上调节机体功能的目的，一般具有“抗疲劳”、“提神”等功效。如东鹏特饮中含有白砂糖，以及牛磺酸、赖氨酸、肌醇、咖啡因、酸烟、维生素 B6、维生素 B12 等特定功效成分。

表3：东鹏特饮特定功效成分

成分	功能
白砂糖	为机体补充能量
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
赖氨酸	有极强的通过血脑屏障的功能，促进脑组织中能量代谢
肌醇	参与合成肌酸磷脂、膜磷脂、鞘脂等前体物质，参与脂肪代谢
咖啡因	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。
烟酸、维生素 B6、 B12	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。

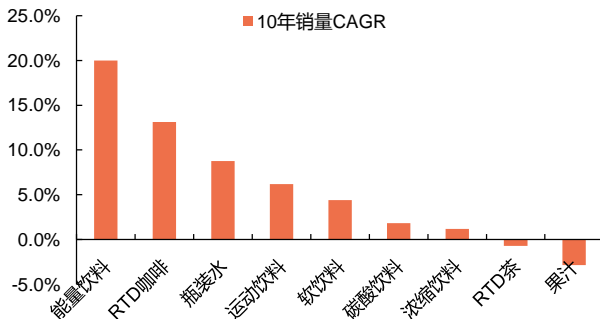
资料来源：招股说明书、申港证券研究所

#### 3.1 我国能量饮料市场成长空间广阔

我国能量饮料销量高增。随着我国居民消费水平的不断提高和消费习惯的变化，消费者对饮料的需求呈现出多样化的趋势，促使我国饮料产品类别、口味日益丰富，各细分领域的发展情况出现较大差异。从我国软饮料销量数据来看，能量饮料、RTD 咖啡及瓶装水呈现出快速发展的态势，其中能量饮料销量增长最快，10 年 CAGR 约为 20%。远高于美国、泰国及日本，我国功能性饮料仍处于渗透率提升的进程中。

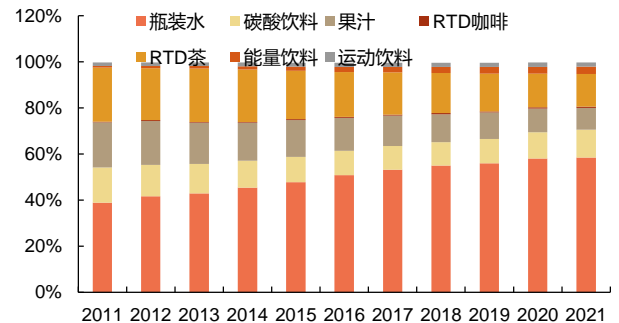
我国功能性饮料消费量占比仍较低。从消费结构来看，我国饮料市场以包装饮用水、即饮茶饮料和碳酸饮料为主，2021 年三者占我国饮料销量的比重分别为 58.5%、14.2%和 12%。经过多年的高速发展，功能性饮料占中国饮料销量的比重近由 2011 年的 0.8%提升至 2021 年的 3.2%，仍处于较低水平。

图12：我国能量饮料 10 年销量 CAGR 最快



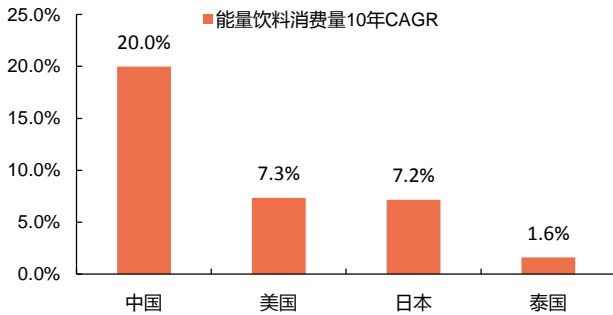
资料来源：欧睿国际、申港证券研究所

图13：我国能量饮料消费占比仍较低



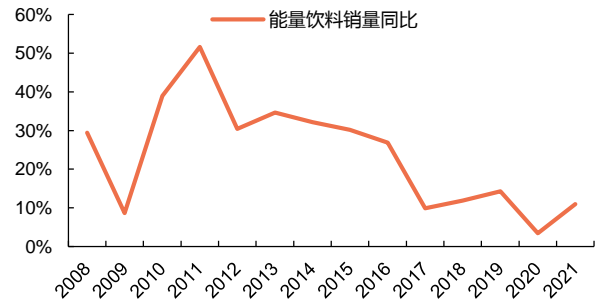
资料来源：欧睿国际、申港证券研究所

图14: 我国能量饮料销量增速显著快于可比国家



资料来源: 欧睿国际、申港证券研究所

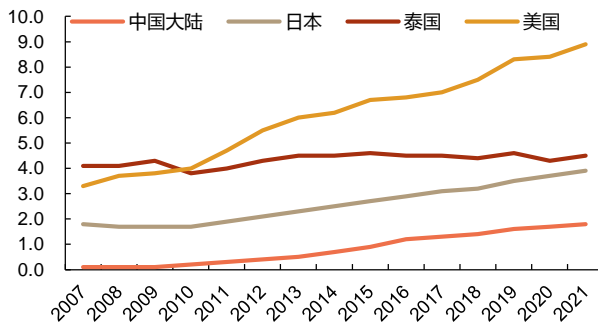
图15: 2021年我国能量饮料销量增速约为11%



资料来源: 欧睿国际、申港证券研究所

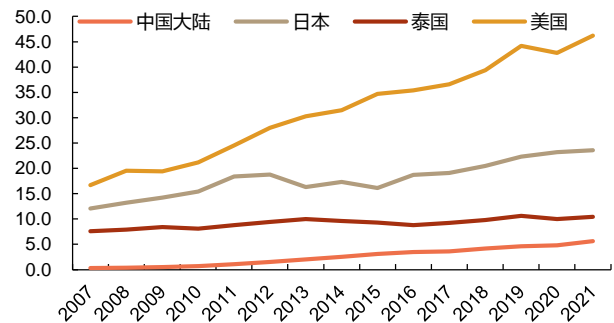
中国能量饮料市场起步晚, 能量饮料的人均消费水平仍显著偏低, 成长空间广阔。我国能量饮料市场相比欧美等发达地区起步较晚, 然而近年来, 受益于能量饮料龙头企业的宣传和引导, 消费者的意识不断提高, 消费场景和消费人群范围不断扩大。2021年中国大陆功能饮料人均消费量为1.8升, 消费金额为5.6美元, 人均消费量与日本、泰国和美国差距较大, 约为美国的20%、泰国的40%、日本的50%。

图16: 我国能量饮料人均消费量显著偏低(升/人)



资料来源: 欧睿国际、申港证券研究所

图17: 我国能量饮料人均消费额显著偏低(美元/人)



资料来源: 欧睿国际、申港证券研究所

### 3.2 多元化是我国能量饮料发展的重要驱动因素

消费群体的持续扩大、消费场景趋于多元化以及品牌不断丰富是中国能量饮料消费水平不断增长的重要驱动因素。

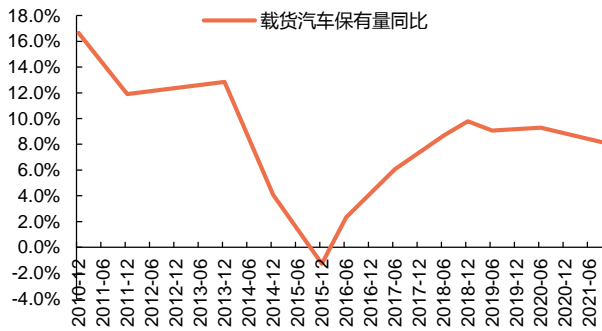
#### 提升空间一: 消费群体的持续扩大

近年来, 能量饮料的消费群体逐步扩大。从职业分类上看, 能量饮料的主力消费军从工作时间较长的司机、蓝领工人、快递员等逐步扩大至白领、学生等更多的消费群体。

- ◆ 其中驾驶员、快递员、外卖人员、网约车司机等抗疲劳需求较强, 为能量饮料目前消费的主要群体。驾驶员方面, 我国载货汽车保有量近几年同比维持 8%-10% 的增长, 侧面反映出具有抗疲劳需求的长途驾驶员数量仍不断增长; 快递员方面, 我国规模以上快递业务量同比维持 25% 以上增速, 侧面反映出快递员的数量也在不断增长; 外卖人员及网约车司机方面, 限额以上餐饮业送餐服务从业人数 20 年同比增长 41.3%, 网约车驾驶员证 22 年 9 月同比增长 34%, 均

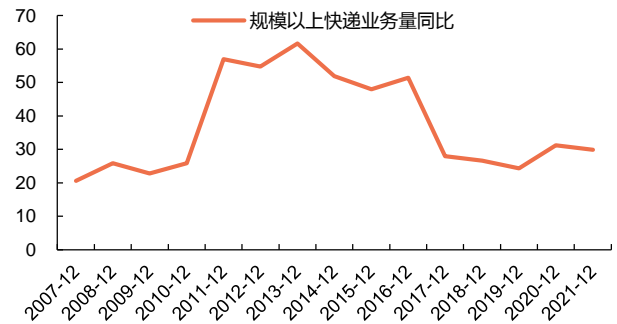
处于快速扩容阶段。随着互联网经济的下沉深入，以快递员、外卖人员及网约车司机为代表的新蓝领人员仍将成为能量饮料需求增长的重要推动力。

图18: 我国载货汽车保有量维持 8%-10% 的增长



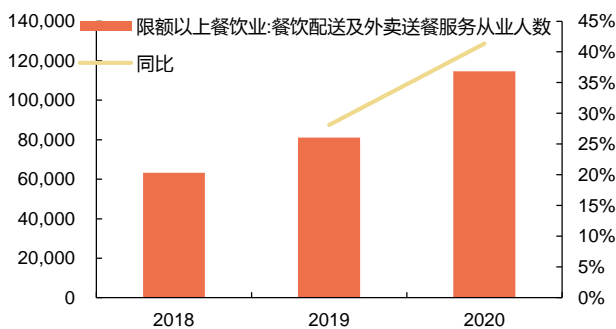
资料来源: wind、申港证券研究所

图19: 我国规模以上快递业务量维持 25% 以上增速 (%)



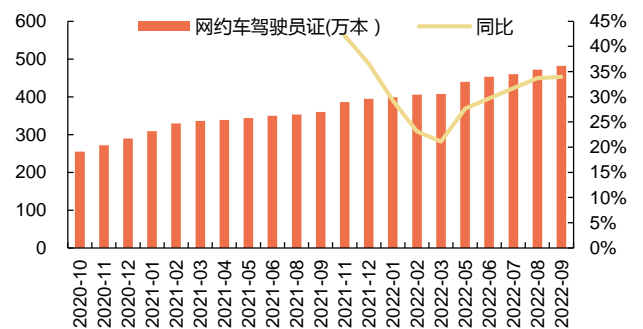
资料来源: wind、申港证券研究所

图20: 限额以上餐饮业送餐服务从业人数高增 (人)



资料来源: wind、申港证券研究所

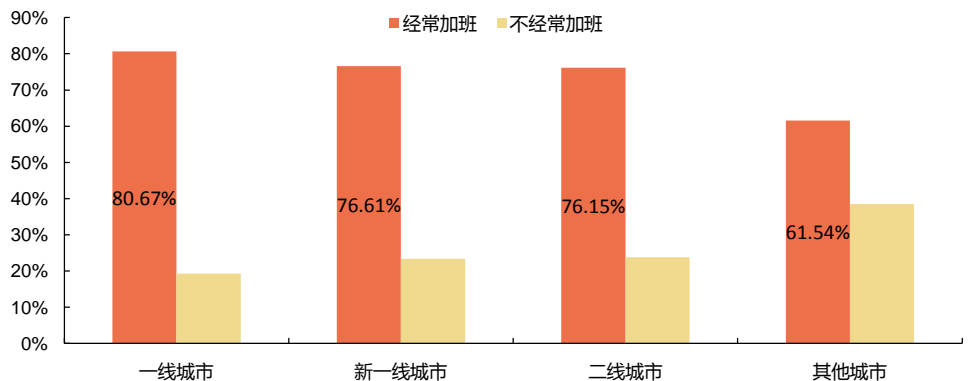
图21: 网约车驾驶员证同比高增



资料来源: wind、申港证券研究所

- 随着社会工作生活节奏的加快，能量饮料的主力消费军从工作时间较长的司机、蓝领工人、快递员等逐步扩大至白领、学生等更多的消费群体。根据猎聘发布的《当代年轻职场人现状洞察报告》，我国一线城市经常加班人群占比达到 80% 以上，新一线城市和二线城市经常加班人群占比达到 75% 以上，随着加班现象的愈加普遍，白领对于提神醒脑抗疲劳的需求日益加大，多品牌针对此推出无糖高端版及针对女性推出新版本，随着能量饮料品牌加大营销及消费者培育，有望打开在白领群体中的渗透率空间。

图22: 我国加班现象愈加普遍



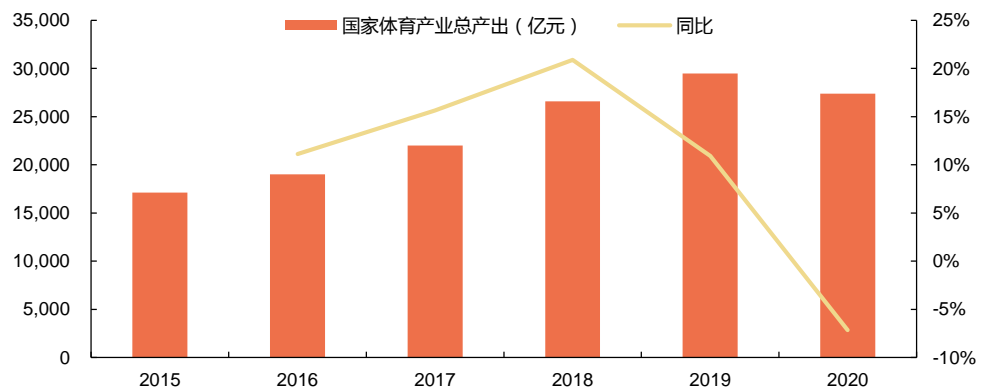
资料来源: 猎聘、申港证券研究所

## 提升空间二：消费场景趋于多元化

消费场景从加班、熬夜等各类“疲劳”场景逐渐扩展到运动及聚会、旅行、日常保健等更为休闲的消费场景，部分能量饮料品牌开始赞助游戏电竞、音乐节等活动，开发了新的消费场景，更加符合消费年轻化的趋势。

- ◆ 各能量饮料频繁赞助体育竞技场景，如战马赞助 CBA、东鹏饮料赞助杭州亚运会等。根据国家统计局数据，2020 年我国体育产业总产值达 2.74 万亿，2015-2020 年 CAGR 约为 15%。政策方面，国务院印发《全民健身计划（2021-2025 年）》，就今后一个时期促进全民健身更高水平发展，更好满足人民群众的健身和健康需求作出部署：到 2025 年经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%（目前为 37.2%），带动全国体育产业总规模达到 5 万亿元。随着居民健康意识的提升，体育行业有望保持较快增长，运动群体的扩大将对能量饮料需求景气形成部分支撑。

图23：2015-2020 年我国体育产业总产值 CAGR 约为 15%



资料来源：wind、申港证券研究所

- ◆ 近年来，各能量饮料开始赞助游戏电竞，如东鹏饮料赞助 2022 年 KPL 王者荣耀职业联赛、战马赞助 2022 年英雄联盟职业联赛及 2022 国际电玩节等。能量饮料对于游戏电竞消费场景的开发取得一定效果，根据电竞分析公司 Newzoo 的数据，在中国市场有 36% 的玩家会在玩游戏时喝功能饮料，能量饮料厂商赞助电竞、音乐节等活动更能贴合新时代年轻人的消费场景，符合年轻化趋势。

## 提升空间三：消费者对能量饮料接受度不断提高，主动消费意识增强

上个世纪 90 年代，消费者开始初步认识能量饮料，各大品牌逐步涉入能量饮料领域，消费者接触越来越多，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。

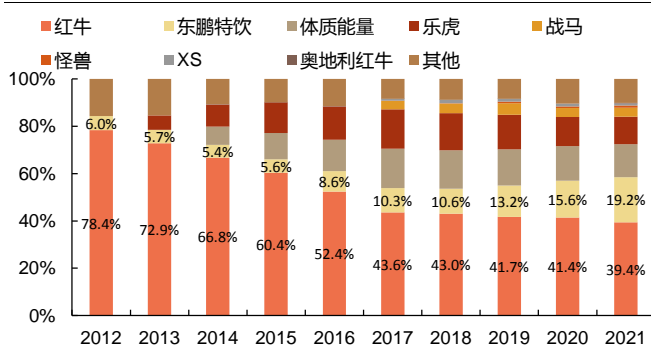
同时，随着现代社会工作和生活节奏加快，工作时长增加，加之运动、电竞、音乐节等能量饮料消费场景不断拓宽，消费者对能量饮料的需求不断增长，部分年轻一代消费者养成了对能量饮料的消费习惯。此外，销售渠道的不断铺设、下沉和自动售卖机、互联网等新销售渠道的引入，让越来越多消费者可以方便购买到能量饮料，市场接受度不断提高。

### 3.3 东鹏特饮成长为行业领导品牌之一

我国能量饮料市场起步较晚，大致经历了三个阶段：

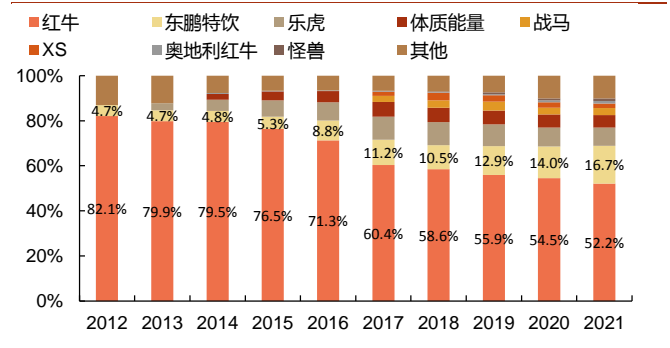
- ◆ 第一阶段（1995 年-2008 年）产业起步期：1995 年底，华彬集团与红牛品牌的所有人泰国天丝合作设立红牛维他命饮料有限公司，将“红牛”饮料品牌引入中国市场，标志着我国能量饮料产业的正式起步。
- ◆ 第二阶段（2009 年-2015 年）快速发展期：经过数十年的培育，消费者对于能量饮料的接受度逐步提高，行业步入快速发展期，根据欧睿国际数据，能量饮料销量由 2009 年的 1.98 亿升增长至 2015 年的 12.59 亿升，6 年 CAGR 为 36.1%。随着能量饮料的高速发展，出现很多新兴品牌，红牛市场地位仍较为稳固，市占率虽有下滑，但维持在 60% 以上。
- ◆ 第三阶段（2016 年至今）高度竞争期：2016 年 10 月，泰国天丝向中国红牛维他命以商标许可协议到期为由发起商标侵权诉讼，要求停止使用“红牛”品牌，目前两方诉讼之争仍未结束。为抢占中国市场，泰国红牛在中国市场推出与中国红牛包装相近的两款产品，市场上存在多个红牛品牌的情况影响了消费者和渠道商，亦对品牌带来损害。根据华彬集团公布数据，中国红牛的销售额于 2015 年达到历史最高值 230 亿元，2016 年之后，被诉讼羁绊的中国红牛销售额基本停滞，长期徘徊在 190 亿元至 230 亿元之间。此阶段东鹏特饮持续发力、体质能量、乐虎、战马等相继入局抢占市场份额，红牛市占率逐年下降至 39.4%，东鹏饮料市占率提升至 19.2%。

图24：各能量饮料销量占比



资料来源：欧睿国际、申港证券研究所

图25：各能量饮料销售额占比







资料来源：欧睿国际、申港证券研究所

东鹏特饮为能量饮料行业领导品牌，与竞争对手相比具有显著优势。2021 年，在我国销量口径市场占有率前五的企业分别为：红牛维他命饮料有限公司（红牛）、东鹏饮料(集团)股份有限公司（东鹏特饮）、达利食品集团有限公司（乐虎）、河南中沃实业有限公司（体质能量）和战马（北京）饮料有限公司（战马）。东鹏特饮市场排名第二，为行业领导品牌之一。东鹏与竞争对手相比，具有资源聚焦、发展战略明确等特点。

- ◆ 中国红牛与泰国红牛商标权之争尚未结束，对红牛品牌的影响仍将持续。2016 年 10 月，泰国天丝向华彬集团发起商标侵权诉讼，要求华彬集团停止使用“红牛”品牌，理由是其与合资公司的 20 年红牛商标许可协议已经于 2016 年 10 月 6 日到期且未续期，华彬集团在此后生产销售红牛饮料属于商标侵权。另外，泰国天丝于全国多地发起了多起针对华彬及其相关公司如经销商的侵权诉讼。但华彬集团提出，双方签订了 50 年《协议书》，授权仍未到期。目前泰国天丝与

华彬集团之间的商标侵权诉讼尚未结束，对中国红牛的市场拓展及品牌宣传带来了较大影响，同时市场上共存在三种相似包装的红牛产品，对红牛品牌带来了损害，消费者较难分辨导致红牛销量增速放缓，市占率持续降低。侵权诉讼官司持续多年，我们认为在短期内难以有结论，因此对红牛品牌的影响仍将持续。

表4：四款红牛

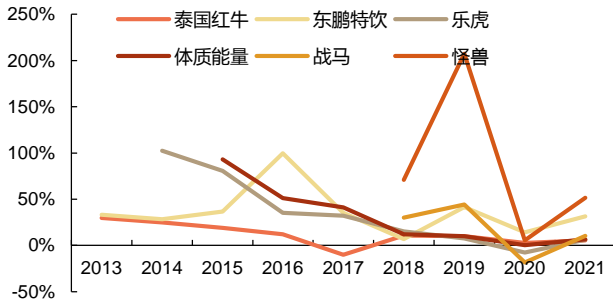
名称	运营公司	来源	说明	图片
红牛维生素功能饮料	华彬集团	上世纪90年代由华彬集团引入中国	具有蓝帽子、消费者口感接受度高	
红牛维生素风味饮料	深圳普盛	泰国天丝与中国红牛引发纠纷后，由泰国天丝2019年引入到中国市场	未获得蓝帽子	
红牛安奈吉	广州曜能量饮料有限公司	天丝集团授权国内生产的红牛安奈吉饮料	多添加了西洋参提取物	
奥地利红牛	百威中国	百威中国代理的奥地利红牛	含有大量牛磺酸（400mg/100ml），售价远高于其他红牛（12.5元/250ml），且曾陷入山寨风波	

资料来源：百度百科、申港证券研究所

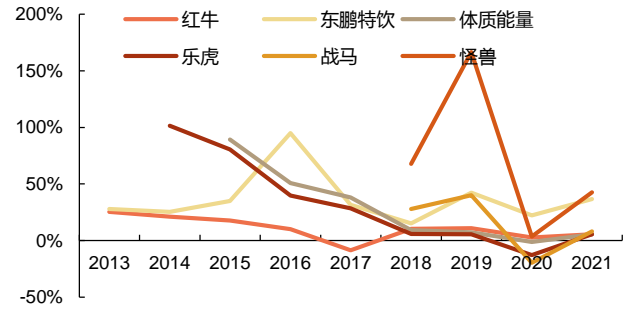
- ◆ **达利集团业务涵盖范围广，营销投入未向乐虎倾斜。**“乐虎”为达利集团旗下的能量饮料品牌，乐虎上市后借助达利集团的营销体系销量迅速上涨，2021年达利集团功能性饮料收入32.22亿元，占集团总营收的14.5%。虽然达利集团建立的“乐虎”品牌很成功，但是由于达利集团旗下业务条线众多，涵盖糕点类、薯类膨化食品、饼干、凉茶、复合蛋白饮料及能量饮料等，达利集团战略未向能量饮料倾斜，营销投入较少，因此乐虎的竞争优势不明显。
- ◆ **体质能量“农村包围城市”策略面临一定阻力。**从产品本身来看，体质能量由于缺乏蓝帽子标识，牛磺酸等有效成分含量相对较低，且无法对“抗疲劳”等保健功效进行宣传，发展相对受限。从营销策略来看，体质能量主要采取“农村包围城市”的渠道策略，以较低的价格切入乡镇市场，目前深耕于河南、江苏和安徽区域的低线市场，品牌营销相对投入较少，全国化进程面临一定阻力。
- ◆ **战马、Monster发展缓慢，体量较小。**战马为华彬集团应对红牛官司于17年新推出的功能性饮料，目前销售额较小，且华彬集团发展主力仍集中于红牛。Monster借助可口可乐渠道进入中国，但由于口感渠道营销方面的问题，发展较为缓慢。

图26：东鹏特饮零售额增速较快

图27：东鹏特饮零售量增速较快



资料来源：欧睿国际、申港证券研究所



资料来源：欧睿国际、申港证券研究所

### 3.4 市场规模：预计我国能量饮料消费量 5 年 CAGR 为 8.8%

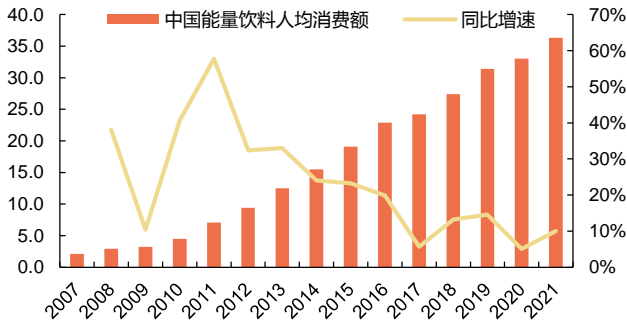
预计我国能量饮料消费量 5 年 CAGR 为 7.65%。我们以“总人口\*人均消费额”测算我国能量饮料消费空间。

- ◆ 人均消费额方面，2021 年我国能量饮料人均消费额为 36.3 元/人。自 2015 年中泰红牛开始商标权之争后，我国能量饮料人均消费额增速显著下滑，2016 年至 2021 年，我国能量饮料人均消费额 5 年 CAGR 为 9.65%，相较于 2011-2016 年 5 年 CAGR 26.39% 显著下滑。假设未来商标权之争持续，考虑到能量饮料近几年渗透率显著提升叠加疫后消费复苏放缓，我们预计未来 5 年能量饮料人均消费额 CAGR 将有所放缓，假设 2021 年-2026 年我国能量饮料人均消费额 5 年 CAGR 为 7.65%，则到 2026 年，我国能量饮料人均消费额约为 52.48 元/人。
- ◆ 人口方面，根据国家统计局数据，2021 年我国总人口为 14.13 亿人，同比增长 0.03%，近几年人口增速显著放缓，假设到 2026 年我国总人口与目前接近，即为 14.13 亿人，则到 2026 年，我国能量饮料消费额约为 741.51 亿元。

预计东鹏饮料销售额市占率将达到 26.7% 左右。东鹏饮料于 2017 年推出 500ML 大金瓶，自该主力产品全国化扩张以来，东鹏饮料市占率由 2018 年的 10.5% 提升至 2021 年的 16.7%，其中 2020 年受疫情影响，东鹏饮料市占率仅提升 1.1%，2019 年和 2021 年，东鹏饮料市占率分别提升 2.4% 和 2.7%，假设中泰红牛商标权之争持续，对红牛销量增速的影响仍将持续，东鹏饮料市占率将持续提升，我们预计未来 5 年东鹏饮料市占率平均每年提升 2%，则到 2026 年东鹏饮料市占率有望提升至 26.7%。

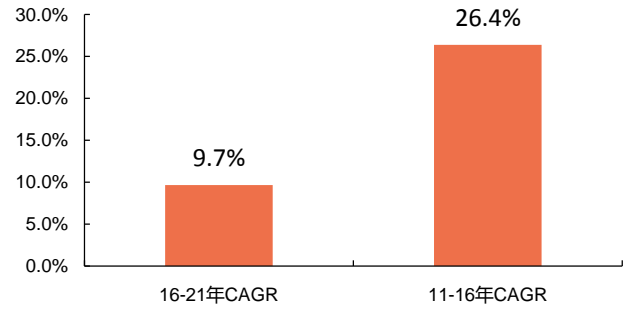
预计未来东鹏饮料零售规模 5 年 CAGR 为 18.2%。我们以“能量饮料市场规模\*东鹏饮料市占率”计算东鹏饮料的零售规模，到 2026 年，东鹏饮料零售规模有望达到 197.98 亿元，5 年 CAGR 为 18.2%。

图28: 我国能量饮料人均消费额增速放缓 (元/人)



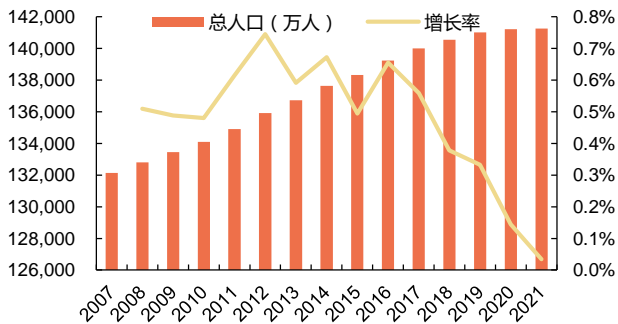
资料来源: 欧睿国际、申港证券研究所

图29: 近五年我国能量饮料人均消费额增速显著放缓



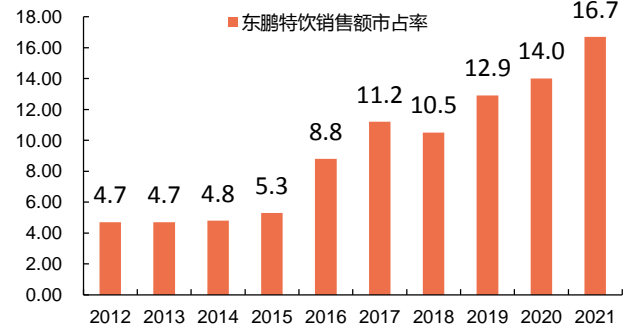
资料来源: 欧睿国际、申港证券研究所

图30: 我国总人口增速放缓



资料来源: wind、申港证券研究所

图31: 东鹏饮料市占率显著提升 (%)



资料来源: 欧睿国际、申港证券研究所

表5: 东鹏饮料零售规模测算

	2021	2026	5年 CAGR
人均消费额 (元/人)	36.3	52.48	7.7%
人口 (亿人)	14.13	14.13	-
东鹏饮料市占率	16.7%	26.7%	
零售规模 (亿元)	85.66	197.98	18.2%

资料来源: 欧睿国际、wind、申港证券研究所

## 4. 公司凭借高性价比产品及品牌知名度推进全国化进程

### 4.1 产品: 差异化包装、高性价比、产品矩阵丰富

#### 优势一: 差异化包装

公司以差异化包装切入市场。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。红牛传统的罐装产品具有开口处易积灰,且打开后不方便携带的问题。而东鹏PET瓶装的金瓶同时设计了防尘盖及螺纹盖,双瓶盖设计防尘作用强,且方便带走,符合消费者的实际需求。

#### 优势二: 高性价比

产品价格方面,红牛抢先占领能量饮料市场,新产品需要通过差异化的价格带切入市场。东鹏特饮在价格与产品规格上与红牛进行区分,主打性价比,有利于吸引对价格更敏感的蓝领等目标客户群体。东鹏饮料于2017年推出主力产品500ml金瓶,成功填补了市场主要品牌在大容量能量饮料品类的缺口,满足了消费者

对于大容量产品的差异化需求。同时 500ml 金瓶定价 5 元/瓶的终端零售指导价格，与红牛 6 元/250ml 的定价相比单位容量的价格更低。500ml 金瓶自推出以来迅速成为贡献公司销量增长的主要动力。

**表6：东鹏特饮具有高性价比**

产品	规格	牛磺酸 (每 100ml)	咖啡因 (每 100ml)	天猫售价 (元/瓶)
红牛维生素功能 (中国红牛)	250ml 金属罐	48mg	20 mg	4.17
奥地利红牛	250ml 金属罐	394 mg	19 mg	9.13
红牛维生素风味 (泰国红牛)	250ml 金属罐	56mg	23mg	4.94
东鹏特饮大金瓶	500ml PET 瓶	52mg	20mg	3.8
乐虎	500ml PET 瓶	49mg	13mg	3.87
体质能量	600ml PET 瓶	51mg	12mg	3.8
战马	310ml 金属罐	49mg	15mg	5.3
Monster	330ml 金属罐	54mg	28mg	4.96

资料来源：天猫、深圳市消费者委员会、申港证券研究所

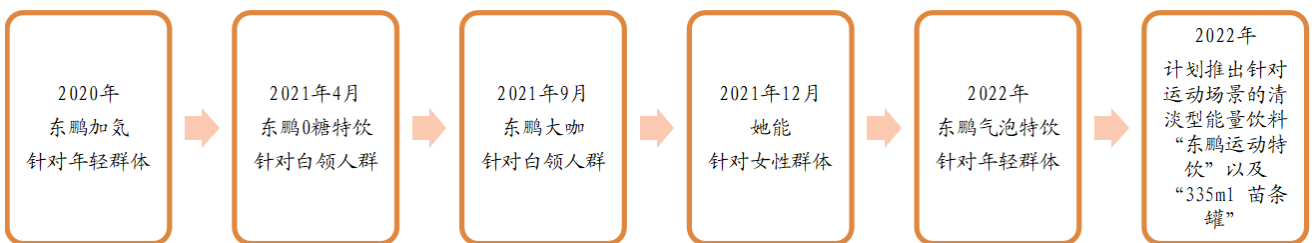
### 优势三：产品矩阵丰富

在主打产品东鹏特饮方面，公司目前形成了 250ml 金砖、250ml 金瓶、250ml 金罐、500ml 金瓶，终端零售指导价格 2 元/盒、3 元/瓶、4 元/罐和 5 元/瓶的产品梯队，满足市场的多样化需求。

此外，市面上能量饮料口味配方相对单调，为进一步开拓消费人群及消费场景，公司不断推出新产品，形成丰富的“能量+”产品矩阵。公司针对无糖化趋势推出东鹏 0 糖；针对年轻化群体推出碳酸口感的东鹏加气；针对白领群体推出东鹏大咖；针对女性消费群体推出她能；针对餐饮渠道推出由柑柠檬茶等。

公司会先在成熟区域广东率先推出的新产品，得到积极反响后会向全国销售，如公司 21 年推出的东鹏 0 糖特饮产品取得了较好的业绩后，公司引进全国销售，稳步发展。

**图32：公司不断推出新产品**



资料来源：招股说明书、年报、申港证券研究所

## 4.2 品牌：新型营销打造能量饮料领导品牌

公司高度重视品牌形象，制定了“品牌年轻化”的战略，提出“年轻就要醒着拼”的品牌主张，注重品牌宣传投入，在线上线下进行了多维度、全方面、饱和式的营销宣传，提升品牌曝光度。

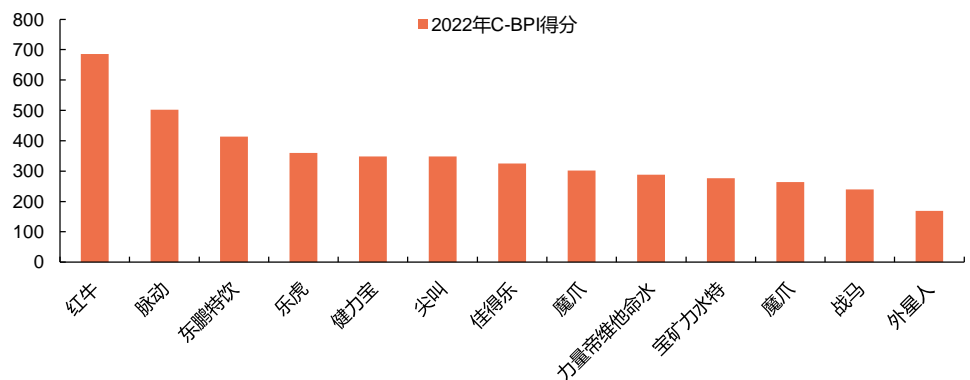
公司抓住时机进行传统的电视广告宣传。2018 年公司为进一步提升品牌形象与品牌地位，在俄罗斯世界杯期间，投入约 1.5 亿元与中央电视台、广东体育频道、今日头条、优酷等媒体平台在赛事直播赞助、广告投放、内容运营等方面开展合作。

公司调整饱和式营销策略提升公司品牌辨识度。2019 年度公司根据过往推广经验与效果，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，全年户外投放较多的公交、候车亭、T 牌及墙体广告等。公司饱和式的营销策略，更多的使用“地面广告”直接对消费者进行高密度覆盖，提升了公司品牌辨识度的同时，降低了公司宣传推广的成本。

公司顺应年轻人生活方式开展新型营销。除了传统的电视广告宣传以及公交车身、地铁、高铁站等户外宣传方式外，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。例如公司与 B 站合作为高考生加油打气，赞助多档 B 站综艺，携手“韩红爱心”开启百人援滇公益行动，与“韩红爱心”达成连续 3 年的公益战略合作。

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。经过多年的积累和努力，公司的品牌影响力不断提升，已成为能量饮料的领导品牌，品牌形象深入人心，获得了“中国驰名商标”、“广东省著名商标”、“深圳老字号”、“18-30 年龄段消费者最喜爱的品牌”等荣誉，在市场中形成了较强的号召力。根据品牌评级机构 Chnbrand 发布 2022 年中国品牌力指数(C-BPI)品牌排名和分析报告，东鹏饮料比 2021 年的排名提升一位，位居功能饮料(含能量饮料、运动饮料及营养补充类等)品牌排行榜 TOP3。

图33：东鹏饮料位居功能饮料品牌排行榜 TOP3



资料来源：Chnbrand 官网、申港证券研究所

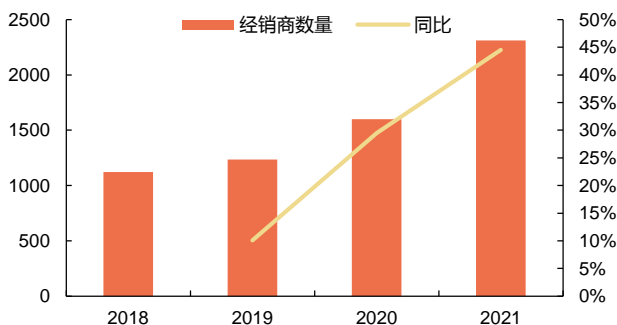
## 4.3 渠道：公司全国化进程取得成效

公司销售模式以经销模式为主，与直营、线上等多种销售模式相结合，形成了全方位、立体化的销售体系。22H1 公司经销模式收入占比 90.2%、直销模式收入占

比 8.1%、线上模式占比 1.7%。

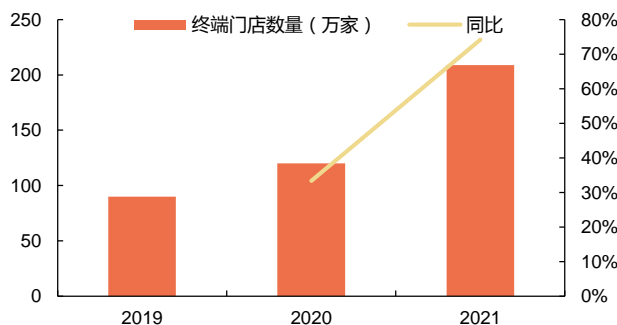
- ◆ 经过多年的市场拓展与精耕，公司已建立起由经销商、邮差和批发商、零售终端商组成的网点众多、覆盖面广、渗透力强、层次扁平的经销网络。随着全国化战略的推进，公司因地制宜在空白市场采取大流通模式，在成熟市场采取全渠道精耕模式。随着公司业务规模的扩大，经销商数量快速增长，截至 2021 年，公司经销商数量同比增长 44.5% 至 2312 家，终端门店数量同比增长 74.2% 至 209 万家。22H1，公司经销商数量环比增长 12.02% 至 2590 家，终端网点数量环比增长 19.62% 至 250 万，产品曝光度和消费者触达能力不断提升。

图34：公司经销商数量快速增长（家）



资料来源：招股说明书、公司年报、申港证券研究所

图35：公司终端门店数量快速增长



资料来源：招股说明书、公司年报、申港证券研究所

- ◆ **直营方面**，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，公司直营模式销售收入占主营业务收入的比例较低。
- ◆ **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。线上渠道收入占比较小，与饮料产品的消费即时性与线上购买的运费较高有关。

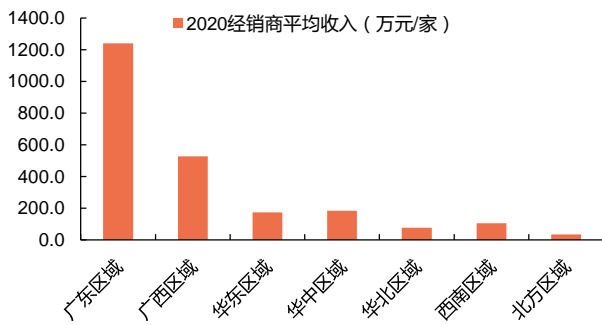
**公司以广东为大本营，进行全国化扩张。**从各区域经销商平均收入规模来看，2020 年广东区域经销商平均销售收入为 1239.3 万元，是第二名广西区域的 2 倍多，其他地区仍存在较大开拓空间。为了打开全国市场，公司实施三项重大举措：

- ◆ 2018 年、2019 年东鹏饮料先后邀请加多宝原北方市场负责人卢义富先生和加多宝前推广总监吴兴海先生加盟，主要负责东鹏特饮在全国的推广运营工作。卢义富先生到任后带领着东鹏特饮的团队在 2019 年的春节大战中取得了亮眼的成绩。吴兴海先生是加多宝进军全国市场的首批销售大区经理，曾在多个重要岗位任职。2003 年负责东北、西北、华北等 13 个省的市场。2007 年后，先后出任全国餐饮经理、华中四省大区经理。2014 年出任加多宝全国推广总监。
- ◆ 公司于 2018 年引入阿米巴模式，对于业务人员而言，薪酬制度在底薪+绩效的考核基础上引入提成制，激发其业务推进的积极性，对于区域负责人充分放权，将区域变成小的利润中心，公司给予一定费用支持，区域经理根据市场情况进行资源调配以完成目标，超量完成具有额外奖励。
- ◆ 2019 年，公司进一步优化了营销管理架构及管理路径，成立了广东营销本部、全国营销本部及全国直营本部三大营销本部，并对全国营销本部进行重新梳理，

确定了广西事业部、华中事业部、华东事业部、华北事业部、西南事业部以及北方大区的营销管理架构，持续推进全国化战略。

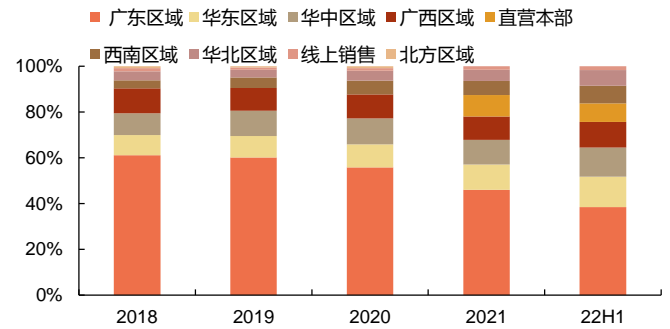
以上改变对于公司省外业务发展起到了较大推动作用。从公司营收占比来看，由于近几年广东外区域增长较快，广东区域营收占比从 2018 年的 61.1% 下降至 21H1 的 38.5%，其中，华东区域和西南区域的收入增长较为迅猛，22H1 增长率分别达到 46.38% 和 45.06%。

图36：公司在省外市场有较大开拓空间



资料来源：招股说明书、申港证券研究所

图37：公司省外市场业务得到较快发展



资料来源：招股说明书、公司年报、公司半年报、申港证券研究所

公司通过扫码活动增加渠道推广动力并加强对窜货的管控力。公司推出了实物兑换及现金折扣形势的“壹元乐享”活动。公司通过消费者、终端门店及经销商积极参与扫码：一是可以收集大数据，掌握终端消费的部分数据以优化运营，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；二是可以实现对窜货现象的有力管控，三是降低消费者够买成本，提高消费者的首次购买动力及复购率，四是能增加终端门店的利润，提高门店销售的积极性。

- ◆ 实物兑换版：终端门店先注册成东鹏商户会员，消费者中奖后，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”，并逐级通过扫码方式往上报，数据将被自动推送到公司 ERP 业务系统，完成核销的次日即可提货。消费者支付的 1 元兑换金额归商户所有。
- ◆ 现金折扣版：消费者/终端门店扫描二维码，取得现金折扣后，公司微信扫码系统自动记录该消费者/终端门店的 openID 与该次折扣金额，实时形成唯一的财付通发放指令订单，财付通平台接到公司的订单指令后，实时向指定的 openID 微信号发放现金。

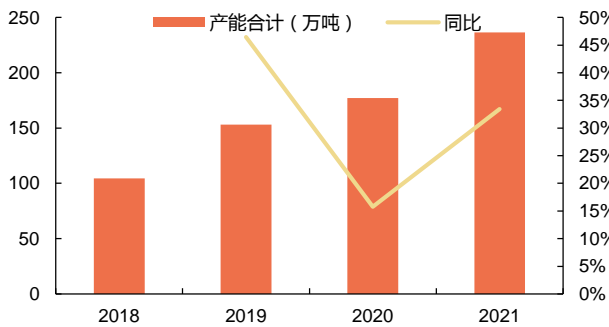
#### 4.4 产能：生产基地全国化布局

为满足公司日益扩大的业务规模，公司持续扩充产能，在产品单位成本、生产管理效率、产品质量等方面持续巩固公司的竞争优势，提升生产运营能力。2018-22H1 公司产能从 104.53 万吨迅速扩大至 280 万吨。随着公司全国化进程的加速，市场需求不断扩大，公司持续进行产能全国化布局及扩张，提供全国范围内的供货能力。目前公司已发展为拥有增鹏、莞鹏、徽鹏、桂鹏、华鹏、渝鹏、华中 7 大生产基地，形成广东、安徽、广西、重庆等辐射全国的产能布局。

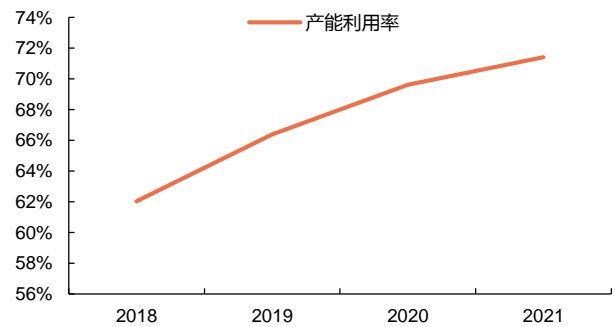
- ◆ 公司上市募资建设华南、南宁二期及重庆西彭三大生产基地项目。随着本次募

投项目建成达产，公司将进一步扩充广东、广西区域的生产能力，并建成重庆生产基地，拓展中西部地区，完善产能布局。

- ◆ 在新生产基地建设方面，公司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。此外，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，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。

**图38：公司产能迅速扩大**


资料来源：招股说明书、公司年报、申港证券研究所

**图39：公司产能利用率提升**


资料来源：招股说明书、公司年报、申港证券研究所

**表7：2021年公司主要工厂产能（万吨）**

主要工厂名称	主要经营地	设计产能	实际产能
增鹏	广东广州	32.73	24.86
莞鹏	广东东莞	39.88	38.57
徽鹏	安徽滁州	52.78	35.92
桂鹏	广西南宁	56.34	29.52
华鹏	广东广州	33.52	25.21
渝鹏	重庆	11.96	6.87
海鹏	广东省汕尾市	9.24	7.93
合计		236.45	168.88

资料来源：公司年报、申港证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

预计 22-24 年公司营业收入分别为 83.2 亿元/103.7 亿元/125.9 亿元，同比增长 19.2%/24.7%/21.4%。22 年增速相对较低一方面因为疫情大范围扩散对公司产品销售及运输均带来一定程度影响，另一方面因为公司主战场广东雨水较多减少了消费场景。

公司东鹏特饮产品具有四种包装规格，预计未来仍以 500ml 金瓶为主，中国金罐具有承接中高端消费者的潜力：

- ◆ **500ml 金瓶**：500ml 金瓶是公司明星大单品，贡献了公司主要销售收入。随着公司渠道和终端网点的快速开拓，未来三年有望处于快速放量阶段，预计 500ML 金瓶 22-24 年销量增速为 25%/30%/25%。500ML 金瓶仍处于开拓省外市场的阶段，预计将维持较高的“壹元乐享”中奖率及较高的返利力度促进终端动销，预计 500ML 金瓶 22-24 年单价基本与 21 年持平。
- ◆ **250ml 小金瓶**：250ml 小金瓶性价比低于 500ml 金瓶，自 500ml 金瓶推出后取

代了部分小金瓶的销量，19-20年250ml小金瓶销量持续大幅下滑，21年250ml小金瓶销量略有增长。未来公司主要将小金瓶定位中高端人群进行推广，预计250ml小金瓶22-24年销量增速为5%/4%/3%。考虑到小金瓶消费者接受度相对较低，预计将加大返利和促进的力度，预计250ml小金瓶22-24年单价增速为-1.5%/-1%/-0.7%。

- ◆ **250ml 金罐：**250ml金罐产品对标红牛，于22年将包装变成和红牛一样的3片铁罐，目标为承接部分红牛中高端消费者。宣传语定位“东鹏能量，中国有金罐”，突出民族品牌理念，并成为“杭州亚运会官方指定功能饮料”，将借力杭州亚运会契机，实现在罐装市场上的重大突破。预计250ml金罐22-24年销量增速为10%/15%/15%。考虑到中国金罐处于刚上市状态，预计将加大返利和促进的力度，预计250ml金罐22-24年单价增速为-1%/-0.7%/-0.3%。
- ◆ **250ml 金砖：**250ml金砖非公司主推产品，预计250ml金砖22-24年销量增速为8%/6%/4%。考虑到250ml金砖单价本身较低，且非主推产品，预计250ml金砖22-24年单价基本与21年持平。

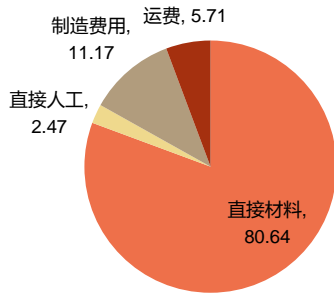
其他饮料产品主要包括其他能量饮料、非能量饮料及包装饮用水，目前整体占比较小，但随着新品的推出及产品的培育，未来有望打造出新的大单品。预计其他饮料22-24年销量增速为14.6%/12.6%/9.3%。随着推广效果显现，搭赠促销力度减弱，预计其他能量饮料22-24年单价增速为-14.5%/0.6%/0.8%。

由于PET聚酯切片及白砂糖价格持续上涨，预计公司22年毛利率承压。从公司成本构成来看，公司成本主要由直接材料构成，2021年东鹏特饮直接材料占成本比重为80.64%。原材料主要包括白砂糖、瓶胚、香精、纸箱等，其中白砂糖及PET瓶胚占到原材料采购金额约50%，对公司生产成本影响较大。

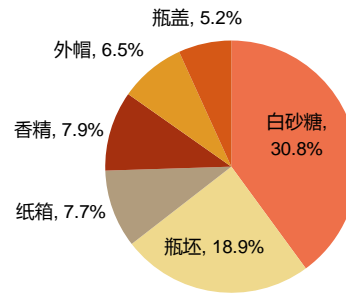
- ◆ 白砂糖价格自21年初开始持续攀升，21年均价较20年提升1.1%，22年白砂糖价格加速上涨，截至22年9月29日，白砂糖22年均价较21年提升4.2%，由于公司仅对白砂糖成本进行部分锁价，预计22年白砂糖价格上涨将对成本造成一定影响。
- ◆ 公司瓶胚原材料为PET聚酯切片，PET聚酯切片价格自21年初开始持续上涨，21年PET聚酯切片均价较20年大幅提升26.9%，由于公司于21年初对PET聚酯切片进行锁价，公司实际采购均价同比2020年下降12.03%。22年PET聚酯切片价格持续上涨，截至22年10月17日，PET聚酯切片22年均价较21年提升18.2%，由于公司22年末对PET聚酯切片进行锁价，预计PET聚酯切片价格上涨将使得公司成本端承压。

图40：2021年东鹏特饮成本构成

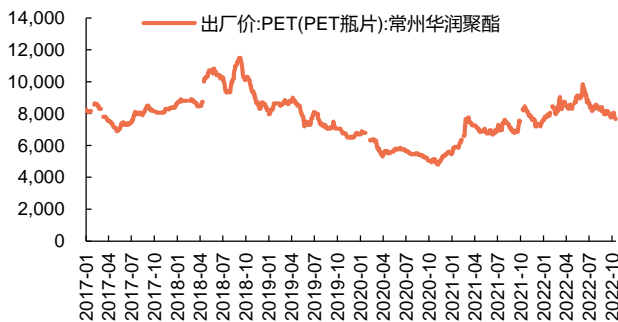
图41：2020年公司主要原材料采购占比



资料来源: 公司年报、申港证券研究所



资料来源: 招股说明书、申港证券研究所

**图42: PET 价格自 21 年初上涨 (元/吨)**


资料来源: wind、申港证券研究所

**图43: 白砂糖价格自 21 年初上涨 (元/吨)**


资料来源: wind、申港证券研究所

**表8: 东鹏特饮预测**

500ml 金瓶	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	185,674	504,284	734,154	1,181,988	1,477,485	1,920,730	2,400,913
YOY		171.6%	45.6%	61.0%	25.0%	30.0%	25.0%
单价(元/吨)	4,302.0	4,296.5	4,202.6	4,250.8	4,250.8	4,250.8	4,250.8
YOY		-0.1%	-2.2%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入(万元)	79,878	216,663	308,535	502,434	628,043	816,456	1,020,570
毛利率	43.06%	51.12%	52.25%	49.33%	48.80%	49.31%	49.31%
250ml 金瓶	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	298,158	226,744	174,238	165,526	173,802	180,755	186,177
YOY		-24.0%	-23.2%	-5.0%	5.0%	4.0%	3.0%
单价(元/吨)	5,837.1	5,403.8	4,712.5	5,125.3	5,048.5	4,998.0	4,963.0
YOY		-7.4%	-12.8%	8.8%	-1.5%	-1.0%	-0.7%
营业收入(万元)	174,039	122,528	82,110	84,838	87,743	90,341	92,399
毛利率	51.87%	50.12%	44.11%	40.88%	44.21%	44.49%	44.10%
250ml 金罐	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	37,837	95,012	116,345	127,980	140,777	161,894	186,178
YOY		151.1%	22.5%	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%
单价(元/吨)	7,275.4	5,658.0	5,506.6	4,656.3	4,609.7	4,577.4	4,563.7
YOY		-22.2%	-2.7%	-15.4%	-1.0%	-0.7%	-0.3%
营业收入(万元)	27,528	53,758	64,067	59,591	64,894	74,106	84,966
毛利率	43.62%	41.23%	40.11%	19.19%	14.29%	14.55%	14.29%
250ml 金砖	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	20,409	22,556	24,470	32,770	35,392	37,516	39,016
YOY		10.5%	8.5%	33.9%	8.0%	6.0%	4.0%
单价(元/吨)	3,481.3	3,260.2	3,438.0	3,761.6	3,761.6	3,761.6	3,761.6
YOY		-6.4%	5.5%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业收入(万元)	7,105	7,354	8,413	12,327	13,313	14,112	14,676
毛利率	29.20%	25.34%	27.28%	26.58%	28.05%	28.77%	28.77%
东鹏特饮	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	542,078	848,596	1,049,207	1,508,264	1,827,457	2,300,895	2,812,285

YOY		56.5%	23.6%	43.8%	21.2%	25.9%	22.2%
单价(元/吨)	5,323.0	4,717.2	4,414.1	4,370.5	4,344.8	4,324.5	4,311.8
YOY		-11.4%	-6.4%	-1.0%	-0.6%	-0.5%	-0.3%
营业收入(万元)	288,550	400,303	463,125	659,190	793,994	995,014	1,212,612
YOY		38.7%	15.7%	42.3%	20.4%	25.3%	21.9%
成本(元/吨)	2,763.6	2,405.3	2,265.7	2,353.1	2,384.3	2,335.6	2,319.3
YOY		-13.0%	-5.8%	3.9%	1.3%	-2.0%	-0.7%
毛利率	48.08%	49.01%	48.67%	46.16%	45.12%	45.99%	46.21%

资料来源: wind、申港证券研究所

表9: 其他饮料预测

其他饮料	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	117,842	142,243	170,614	184,665	211,710	238,437	260,643
YOY		20.7%	19.9%	8.2%	14.6%	12.6%	9.3%
单价(元/吨)	1,151.4	1,327.1	1,784.2	2,014.2	1,721.5	1,732.3	1,745.6
YOY		15.3%	34.4%	12.9%	-14.5%	0.6%	0.8%
营业收入(万元)	13,568	18,878	30,441	37,195	36,446	41,305	45,497
YOY		39.1%	61.3%	22.2%	-2.0%	13.3%	10.1%
成本(元/吨)	1,189.1	1,369.5	1,548.4	1,752.3	1,799.3	1,748.5	1,747.2
YOY		15.2%	13.1%	13.2%	2.7%	-2.8%	-0.1%
毛利率	-3.28%	-3.19%	13.22%	13.00%	-4.52%	-0.93%	-0.10%

资料来源: wind、申港证券研究所

我国能量饮料行业仍处于渗透率提升的过程, 中国红牛与泰国红牛之争推动我国能量饮料行业竞争格局重塑, 公司深耕能量饮料赛道, 在品牌、产品及渠道各方面综合实力强于竞争对手, 有望在竞争中脱颖而出, 成为我国能量饮料龙头企业。公司深耕广东进行全国化扩张, 同时公司不断拓宽产品矩阵, 为公司利润增长提供广阔的空间。我们预计公司 22-24 年营收为 83.2 亿元/103.7 亿元/125.9 亿元, 同比增长 19.2%/24.7%/21.4%, 归母净利润为 13.9 亿元/17.7 亿元/21.9 亿元, 同比增长 16.3%/27.8%/23.6%, EPS 分别为 3.47、4.43、5.48, 对应 PE 分别为 41.25、32.29、26.12。与 A 股上市饮料公司相比, 公司估值偏高, 考虑到公司所处能量饮料赛道具有成长性, 理应具有一定的估值溢价, 给予公司 22 年 50x PE, 对应目标价为 173.5 元/股, 维持“买入”评级。

表10: A 股可比上市公司估值

代码	名称	总市值	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605337.SH	李子园	52 亿	0.92	1.16	1.43	18.83	14.94	12.07
603156.SH	养元饮品	234 亿	1.63	1.94	2.23	11.3	9.51	8.29
603711.SH	香飘飘	45 亿	0.5	0.64	0.77	22.25	17.32	14.39
605499.SH	东鹏饮料	620 亿	3.47	4.43	5.48	41.25	32.29	26.12

资料来源: wind、申港证券研究所

## 6. 风险提示

渗透率不及预期、原材料价格上涨、产能建设不及预期、食品安全、竞争加剧风险。

表11: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4959	6978	8316	10373	12591	流动资产合计	1959	2852	4210	4780	5410						
营业成本	2648	3882	4745	5797	6984	货币资金	1225	1019	1634	2039	2475						
营业税金及附加	50	77	4	112	135	应收账款	13	25	25	34	40						
营业费用	1040	1368	1520	1887	2300	其他应收款	0	18	22	27	33						
管理费用	184	252	284	341	405	预付款项	179	57	66	81	98						
研发费用	36	43	46	55	63	存货	273	340	452	530	652						
财务费用	-16	-11	37	46	21	其他流动资产	125	105	150	209	253						
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	2402	4939	4714	4554	4409						
公允价值变动收益	0	117	58	88	73	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	10	23	16	19	18	固定资产	1404	1909	1737	1561	1388						
营业利润	1050	1529	1777	2264	2795	无形资产	237	323	313	304	296						
营业外收入	2	2	2	2	2	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	23	17	20	19	19	其他非流动资产	47	138	121	151	184						
利润总额	1030	1514	1759	2247	2778	资产总计	4361	7790	8924	9334	9819						
所得税	217	321	372	476	588	流动负债合计	2130	3415	5425	5078	4654						
净利润	812	1193	1387	1772	2190	短期借款	110	624	2200	1384	676						
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	295	536	584	714	860						
归属母公司净利润	812	1193	1387	1772	2190	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	1396	2013	2006	2508	3017	一年内到期的非流动负	62	42	42	42	42						
EPS (元)	2.26	3.11	3.47	4.43	5.48	非流动负债合计	318	137	137	137	137						
主要财务比率						长期借款	302	26	26	26	26						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	2448	3552	5562	5215	4792						
营业收入增长	17.81%	40.72%	19.17%	24.74%	21.38%	少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业利润增长	41.81%	45.54%	16.24%	27.41%	23.47%	实收资本(或股本)	360	400	400	400	400						
归属于母公司净利润增长	42.32%	46.90%	16.25%	27.75%	23.63%	资本公积	388	2080	2080	2080	2080						
获利能力						未分配利润	1052	1558	2064	2762	3593						
毛利率(%)	46.60	44.37	42.93	44.11	44.53	归属母公司股东权益合	1913	4238	4815	5624	6580						
净利率(%)	16.38	17.10	16.68	17.08	17.40	负债和所有者权益	4361	7790	10377	10839	11371						
总资产净利润(%)	18.62	15.31	15.54	18.98	22.31	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	42.44	28.15	28.80	31.50	33.29	经营活动现金流	1340	2077	1731	2122	2372						
偿债能力						净利润	812	1193	1387	1772	2190						
资产负债率(%)	56	46	54	48	42	折旧摊销	132	182	192	198	202						
流动比率	0.92	0.83	0.78	0.94	1.16	财务费用	-16	-11	37	46	21						
速动比率	0.79	0.74	0.69	0.84	1.02	应付账款减少	13	-12	-1	-9	-6						
营运能力						预收账款增加	-265	0	0	0	0						
总资产周转率	1.29	1.15	0.92	0.98	1.13	投资活动现金流	-773	-3563	-523	15	-14						
应收账款周转率	258	373	333	348	340	公允价值变动收益	0	117	58	88	73						
应付账款周转率	16.55	16.79	14.84	15.99	16.01	长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股指标(元)						投资收益	10	23	16	19	18						
每股收益(最新摊薄)	2.26	3.11	3.47	4.43	5.48	筹资活动现金流	-334	1307	-593	-1733	-1922						
每股净现金流(最新摊薄)	0.65	-0.45	1.54	1.01	1.09	应付债券增加	0	0	0	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	5.31	10.60	12.04	14.06	16.45	长期借款增加	65	-276	0	0	0						
估值比率						普通股增加	0	40	0	0	0						
P/E	66.02	47.94	43.04	33.69	27.25	资本公积增加	6	1692	0	0	0						
P/B	28.07	14.08	12.39	10.61	9.07	现金净增加额	234	-180	615	404	436						
EV/EBITDA	37.95	29.49	30.07	23.56	19.21												

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上