

食品饮料

行业研究/深度报告

泰国市场启示：国内能量饮料正处于“黄金时代”

——能量饮料行业深度报告（海外篇）

深度研究报告/食品饮料

2021年06月15日

报告摘要：

● 研究缘起：为何以泰国作为海外研究对象？

在众多海外市场中，我们认为泰国市场的经验对国内能量饮料市场极具指导意义，原因在于：(1) 红牛品牌诞生于泰国，随后华彬集团通过代理红牛品牌实现了国内能量饮料市场的培育；(2) 泰国能量饮料以大众市场为主，呈现出大众定位、价格带偏低特征，与国内东鹏饮料所处的市场环境较为相符。

● 泰国市场经验：蓝领阶层决定行业周期，差异化策略+高费用投入为突围之策

(1) **成长经验**：我们复盘泰国能量饮料成长历程，识别出“蓝领”人数是驱动行业增长与周期转换的关键因子。2009年泰国蓝领阶层人数、人均消费量达到上限，直接导致能量饮料触及第一个天花板。而能否突破天花板取决于行业升级的可能性，泰国经验展示了一条可能的路径，即通过新消费群体挖掘与品类迭代推动行业升级。

(2) **竞争经验**：泰国能量饮料产品同质化、大众市场定位决定了竞争率先在价格战层面展开，但随着主流价格带再无下降空间，渠道与品牌成为各个企业拉开差距的关键点。先发企业具备领先优势并且建立一定规模效应，后发者则必须通过渠道、品牌上的差异化策略进行突围，但成功与否需结合客观的行业竞争环境以及主观的高费用投放。

● 国内经验映射：从三条逻辑看国内能量饮料正处于“发展黄金期”

(1) **泰国一元价格结构 VS 中国二元价格结构**：不同于泰国初期便展开价格竞争，华彬红牛的高定价策略给予其他价格带产品充分发展空间。中国消费市场具有典型的多层级属性，具有先发优势的红牛虽获取了绝大部分头部市场份额，但身后大片的空白价格带与大众消费群体也哺育了主打性价比的大众品牌。

(2) **泰国同质化竞争 VS 中国差异化竞争**：国内竞争格局近年来趋缓，差异化路线给予东鹏等国内厂商较大的生存空间。不同于泰国的高度同质化竞争，国内能量饮料分为高端与大众两个市场，消费群体、渠道结构存在明显差异，“大包装+低价”的差异化策略可以在一定程度上规避与红牛的直面竞争。同时，由于天丝与华彬的品牌授权之争，近年来华彬明显降低了费用投放，也在一定程度上利好于东鹏的低费用扩张。

(3) **泰国自下而上升级 VS 中国自上而下渗透**：不同于泰国能量饮料市场自下而上升级，国内市场由高端向低端渗透，后者难度小于前者。东鹏顺应行业“自上而下”的成长路径，宏观层面受益于红牛商标纠纷带来的行业费用战趋缓，微观层面受益于自身渠道下沉力度加大。

● 投资建议

推荐通过差异化策略与渠道下沉实现全国快速扩张的国内大众能量饮料领导者**东鹏饮料**以及代运营红牛安奈吉、有望贡献第二增长曲线的**养元饮品**。

● 风险提示

竞争格局趋紧风险、监管政策风险、食品安全风险。

盈利预测与财务指标

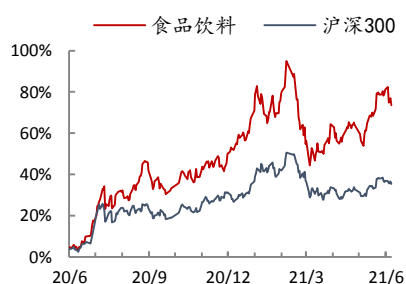
代码	重点公司	现价 6月11日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
605499	东鹏饮料	190.09	2.84	3.88	4.84	66.9	49.0	39.3	推荐
603156	养元饮品	28.78	1.79	2.11	2.36	16.1	13.6	12.2	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 民生食品饮料行业周报 20210531：6月是配置白酒板块最佳时间
2. 民生食品饮料行业周报 20210524：当前时点下持续看好白酒及啤酒板块

目录

核心观点	3
1 成长复盘：典型大众消费市场，“蓝领”阶层驱动增长.....	4
1.1 成长概览：三大发展阶段，步入生命周期尾声	4
1.2 驱动因素：“蓝领人数”是成长切换的关键因子	5
1.3 行业趋势：从“同质竞争”到“品类升级”	8
1.4 经验小结：能量饮料的天花板在哪里？	8
2 竞争复盘：“一元价格维度”与“同质化竞争”	10
2.1 格局演变：从“完全竞争”到“三寡头垄断”	10
2.2 一元价格维度：大众定位，价格透明	11
2.3 同质化竞争：产品雷同，营销模仿	13
2.4 突围之策：差异化策略配合高费用投入	14
3 经验映射：国内能量饮料正处于“发展黄金期”	17
3.1 成熟期 VS 成长期：预计国内未来 3~5 年仍处于放量阶段	17
3.2 一元市场结构 VS 二元市场结构：国内市场下沉空间巨大	18
3.3 同质化竞争 VS 差异化竞争：国内处于竞争阶段性缓和窗口期	18
4 风险提示	20
插图目录	21
表格目录	21

核心观点

1、为什么以泰国作为研究对象？

在众多海外市场中,我们认为泰国市场的经验对国内能量饮料市场极具指导意义:(1) 红牛品牌诞生于泰国,随后华彬红牛借助代理红牛品牌实现了能量饮料这一品类在国内市场的培育;(2) 泰国能量饮料以大众市场为主,呈现出大众定位、价格带偏低特征,与国内东鹏所处的市场环境较为符合。

2、泰国能量饮料的发展经验？

(1) 成长经验：我们复盘泰国能量饮料成长历程,根据行业增速、集中度将其划分为三个阶段,并且发现“蓝领”人数是驱动行业增长与周期转换的关键因子。因此,2009年泰国蓝领阶层人数、人均消费量达到上限,直接导致泰国能量饮料市场规模触及第一个天花板,2010年行业销售规模有所下滑。而能否突破天花板取决于行业升级成功的可能性,泰国市场经验展示了一条可能的路径,即通过新消费群体挖掘与品类迭代推动行业升级,行业销售额2019年增加至229亿泰铢,相较2010年增加33%。

(2) 竞争经验：泰国能量饮料产品高同质化、大众市场定位决定了竞争最先在价格层面展开,但随着市场主流价格带再无下降空间(10泰铢/150ml已触及盈亏低点),渠道与品牌成为各企业竞争的关键点。先发企业具备一定优势,后发者则必须通过渠道、品牌上的差异化策略进行突围,但成功与否需结合客观的行业竞争环境及主观的高费用投放。

3、对中国的指导意义？

(1) 泰国一元价格结构 VS 中国二元价格结构：华彬红牛的高定价策略给予国内市场巨大下沉空间。不同于泰国在行业初期便展开价格竞争,国内华彬红牛在中国市场采取高定价策略,主打高端饮品路线,同时也给予其他价格带产品充分的发展空间。中国消费群体具有典型的多层级属性,具有强大先发优势的红牛虽然获取了大部分头部市场份额,但身后大片空白的价格带也哺育了东鹏、体质能量等主打性价比的大众品牌。

(2) 泰国同质化竞争 VS 中国差异化竞争：国内竞争格局近年来有所缓和,差异化路线使得东鹏等厂商生存发展空间扩大。不同于泰国市场的高度同质化竞争,国内能量饮料分为高端与大众2个市场,消费群体、渠道结构存在明显差异,因此“大包装+低价”的差异化策略可以在一定程度上规避与红牛的直面竞争。同时,由于天丝与华彬的品牌授权矛盾之争,近年来华彬明显降低了费用投放,也在一定程度上利好于东鹏的低费用扩张。2018年以来东鹏在毛利率稳定的大背景下实现净利率的提升,主要系广告费用下降,这正是受益于华彬红牛近年来大幅缩减空中费用投放带来的阶段性市场红利。

(3) 泰国“自下而上”升级 VS 中国“自上而下”渗透：东鹏顺应行业发展趋势,成长路径清晰。泰国能量饮料行业成长路径是由低端向高端升级,而国内则是由高线向低线渗透,后者难度小于前者。东鹏定位精准,顺应行业“自上而下”的成长路径,在宏观层面受益于行业持续扩容及费用战趋缓,在微观层面则受益于自身渠道下沉力度加大。

1 成长复盘：典型大众消费市场，“蓝领”阶层驱动增长

我们复盘泰国能量饮料行业成长过程的意义在于两点：

(1) 寻找大众市场的驱动因素，以此判断国内行业增速是否会下降以及未来增长空间还有多大；

(2) 当行业规模触及天花板之时，行业发展趋势与企业出路将在哪里？

1.1 成长概览：三大发展阶段，步入生命周期尾声

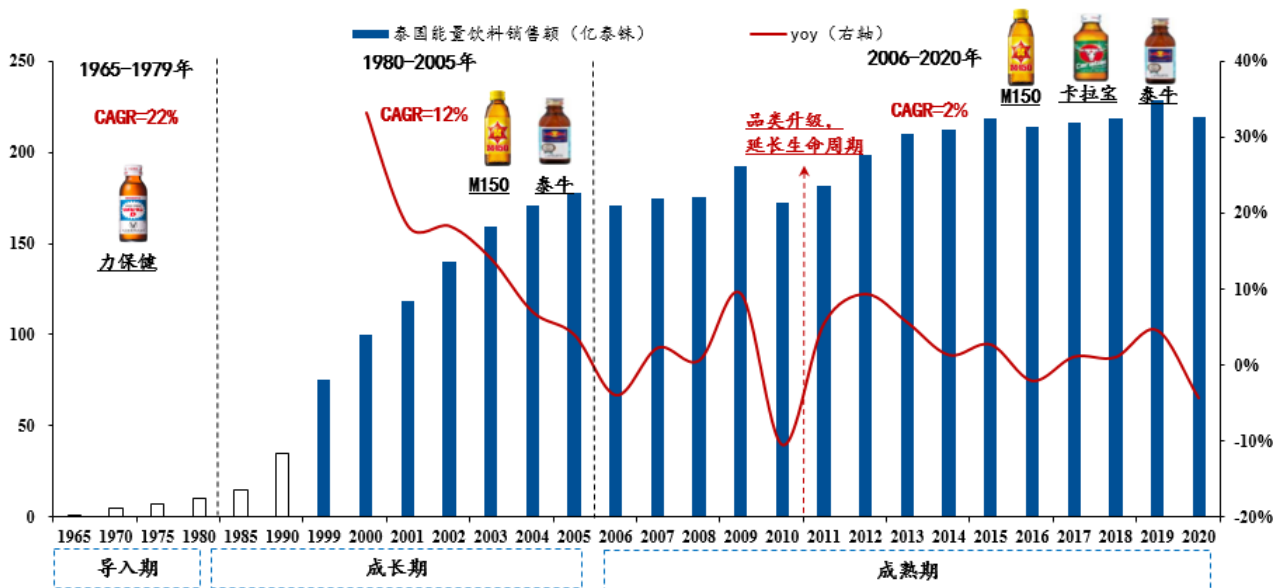
我们复盘泰国能量饮料成长历程，根据行业增速、集中度将其划分为三个阶段，并且发现“蓝领”人数是识别行业阶段更替、周期转换的关键因子。

(1) 导入期 (1965-1979)：品类培育，泰牛诞生。泰国能量饮料市场启蒙源于日本品牌，1962 年日本大正制药推出“力保健” (Lipovitan-D)，1965 年销往泰国市场，此后泰国能量饮料市场长期由日韩品牌主导。这一阶段行业处于品类导入期，消费者对于能量饮料的认知逐渐培育，能量饮料的“保健药品”属性更加浓厚。随着行业形成一定规模，本土品牌也进入能量饮料行业，1975 年天丝制药创立泰国红牛 (Krating daeng)。

(2) 成长期 (1980-2005)：渗透提升，高速增长。1980 年开始，伴随劳动力增量与渗透率的提升，泰国能量饮料逐渐成为一个独立细分市场。1985 年，Osotspa 作为“力保健”泰国代理商，推出了自有的能量饮料品牌“M-150”，在此后二十年间与泰牛展开了激烈的市场竞争。

(3) 成熟期 (2006-2021)：品类升级，价增驱动。随着泰国劳动力与渗透率达到天花板，行业增速边际放缓。为避免竞争加剧，能量饮料三大品牌主动开启品类升级运动，包括产品增加添加物、挖掘白领消费者等，价增取代量增成为成长驱动因子。

图 1：泰国能量饮料发展历程



资料来源：Euromonitor, Bloomberg, *A Study of Market structure and Marketing Strategy of Energy Drink Industry in Thailand*, 民生证券研究院 (1965-1990 年为拟合数据)

表 1: 泰国能量饮料各发展阶段特征

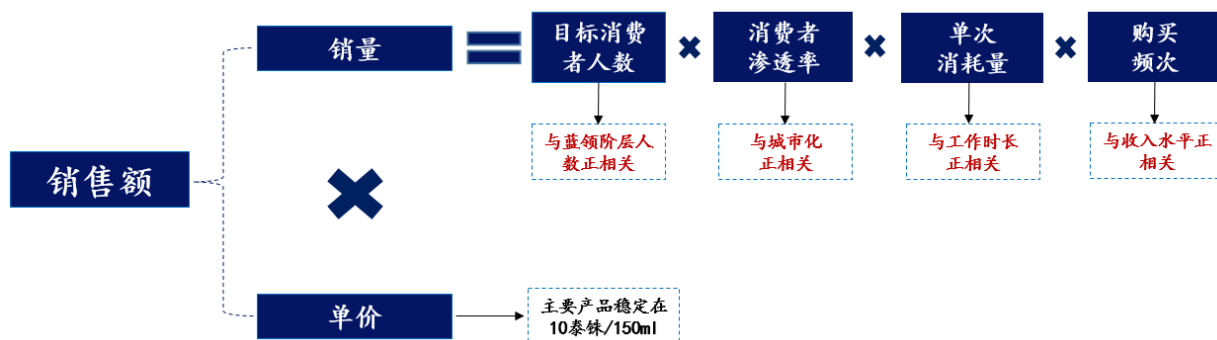
特征	1965-1979 年	1980-2005 年	2006-2020 年	小结
发展阶段	导入期	成长期	成熟期	行业生命周期步入尾声，创新延长周期
行业销售额 CAGR	22%	12%	2%	期间复合增速为 12%
驱动力	劳动力	劳动力+渗透率	白领+女性新消费群体，产品升级	从量增驱动到价增驱动
竞争格局	日韩品牌占主导，泰牛诞生	泰牛、M150 双寡头垄断格局	M150、卡拉宝、泰牛三寡头	寡头垄断，但内部排序变化较大
企业策略	本土品牌尚未觉醒	线下高举高打	线下高举高打+品牌价值培育	产品高度同质化，从渠道竞争到品牌竞争
毛利率	30%	30%	30%~40%	价格战导向，毛利率偏低但边际改善
净利率	5%~10%	5%~10%	10%~20%	营销费用高投入，净利率偏低但边际改善

资料来源：Euromonitor, Bloomberg, *A Study of Market structure and Marketing Strategy of Energy Drink Industry in Thailand*, 民生证券研究院

1.2 驱动因素：“蓝领人数”是成长切换的关键因子

与欧美日市场有所不同，泰国能量饮料是典型的大众消费市场，“蓝领”阶层是最主要的消费群体，因此我们建立一个五因素模型（“ $\text{销售额} = \text{劳动力数量} * \text{人群渗透率} * \text{单次消耗量} * \text{购买频次} * \text{单价}$ ”），识别出“蓝领”人数是贯穿行业成长的决定性因素，此外渗透率、监管政策对行业成长影响也较大。

图 2: 行业成长驱动因素拆解



资料来源：民生证券研究院整理

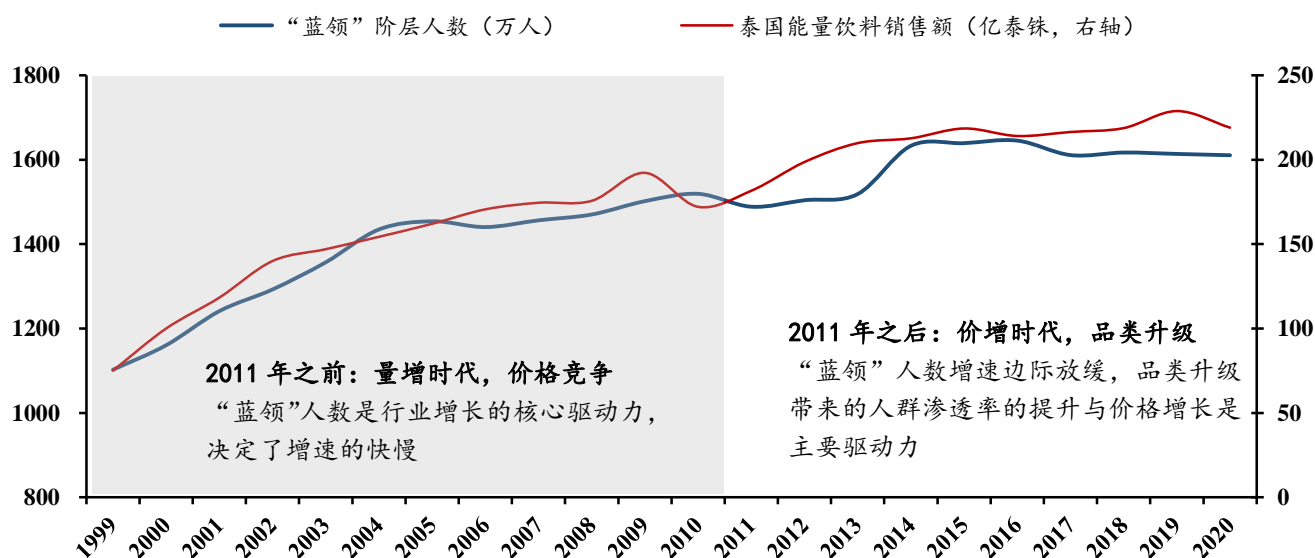
1.2.1 “蓝领”人数：决定行业生命周期的变量

泰国能量饮料市场为典型的大众市场，“蓝领”阶层与能量饮料目标消费者高度重合。我们通过复盘发现，泰国“蓝领”人数与能量饮料销售额呈高度线性正相关（系数为 0.98），即蓝领的增长直接决定了行业生命周期的长短，影响行业趋势向上或向下。

(1) 2010 年前：“蓝领”人数正增长，行业处于价格竞争与量增时代。其中逻辑在于上世

纪 80-90 年代泰国经济的快速增长导致了泰国劳动力需求的增加，尤其是“蓝领”阶层人数的壮大。背后逻辑在于长时间从事高体力消耗的工作，需要能量饮料来提神抗疲劳、激发活力。

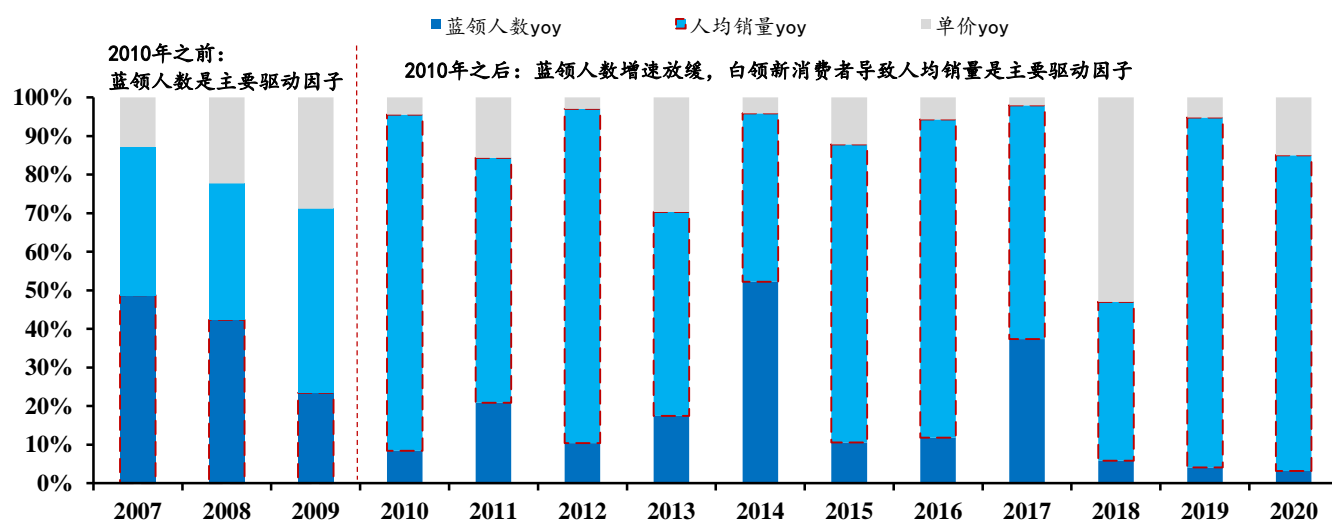
图 3：劳动力是泰国能量饮料生命周期切换的关键因子



资料来源：Euromonitor, *A Study of Market structure and Strategy of Energy Drink Industry in Thailand*, CEIC, 民生证券研究院
注：由于泰国能量饮料销售额数据难以获得，此处只回溯至 1999 年；“蓝领”人数=采矿业+制造业+建筑业+运输业+批发与车辆维修+电力、燃气和空调供应+供水、污水处理、废物管理就业人数（下文同）

(2) 2010 年后：“蓝领”人数增速边际放缓，行业步入品类升级与价增时代。2010 年之后，蓝领人数的增长已经慢于能量饮料销售额，这一时期出现了新的驱动因子——白领人群的兴起，直接表现为 2010 年之后人均销量成为行业增长主要动力，背后逻辑在于新消费人群白领贡献增量，拉高人均消费量。与之对应，根据 Frost & Sullivan 数据，高端品在能量饮料市场的占比由 5.4% 提升至 7.8%。

图 4：2010 年泰国能量饮料销售额第一驱动因子由蓝领人数切换至人均销量

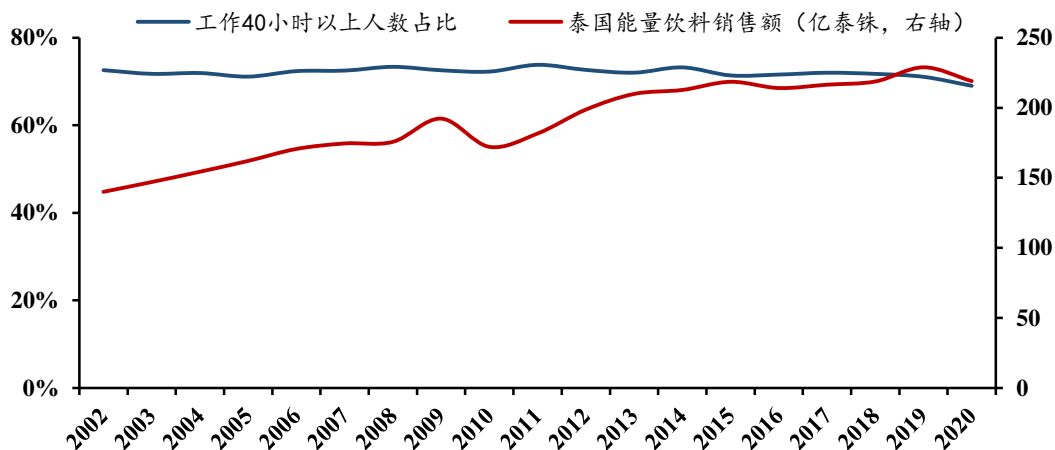


资料来源：Euromonitor, *A Study of Market structure and Marketing Strategy of Energy Drink Industry in Thailand*, CEIC, 民生证券研究院

1.2.2 工作时长：影响行业渗透率

蓝领阶层高频消费能量饮料，背后逻辑在于长时间从事高体力消耗的工作，需要能量饮料来提神抗疲劳、激发活力。CEIC 数据显示，泰国劳动者工作时长在全球范围领先，每周工作时间在 40 小时以上的人员占比达到 70%。

图 5：泰国劳动者每周工作 40 小时以上人数占比较高

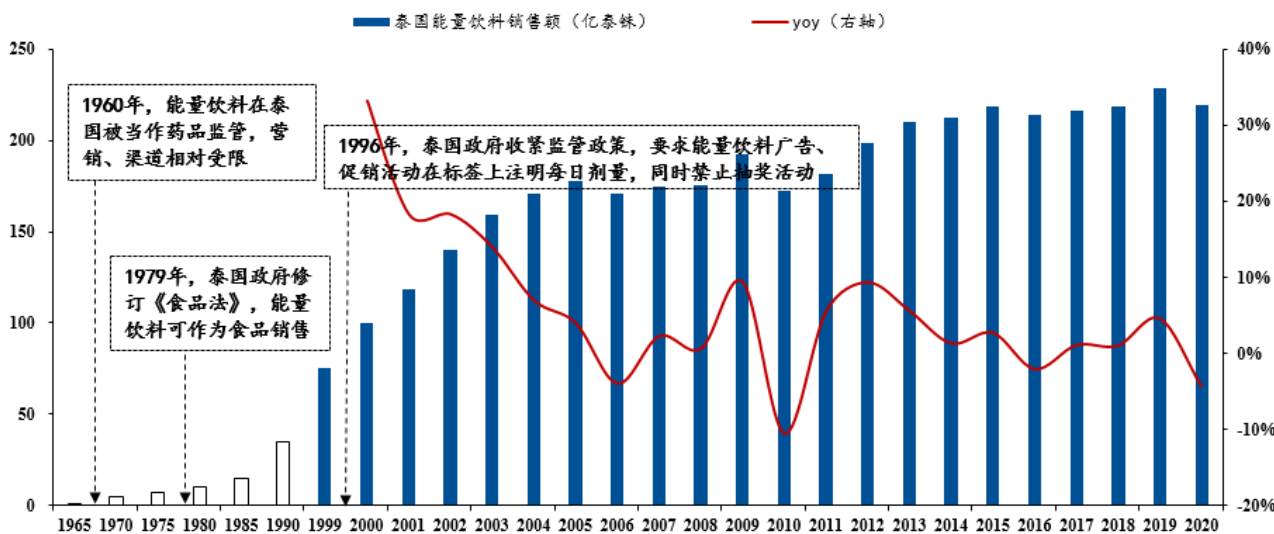


资料来源：Euromonitor, CEIC, 民生证券研究院

1.2.3 监管政策：影响行业景气度

1960 年-1979 年，能量饮料在泰国被当作药品监管，因此产品在营销、渠道等方面相对受限。1979 年，泰国修订政府《食品法》，能量饮料可作为食品进行生产、销售，直接促进了 1980-1990 年代市场的繁荣。1996 年，泰国政府收紧监管政策，针对能量饮料销售作出限制性规定，包括要求广告、促销活动在标签上注明建议的每日剂量，同时禁止推广抽奖活动，间接导致泰国红牛销售额在 1996 年之后大幅下降。

图 6：泰国能量饮料行业景气度受监管政策影响较大



资料来源：Euromonitor, A Study of Market structure and Marketing Strategy of Energy Drink Industry in Thailand, 民生证券研究院

1.3 行业趋势：从“同质竞争”到“品类升级”

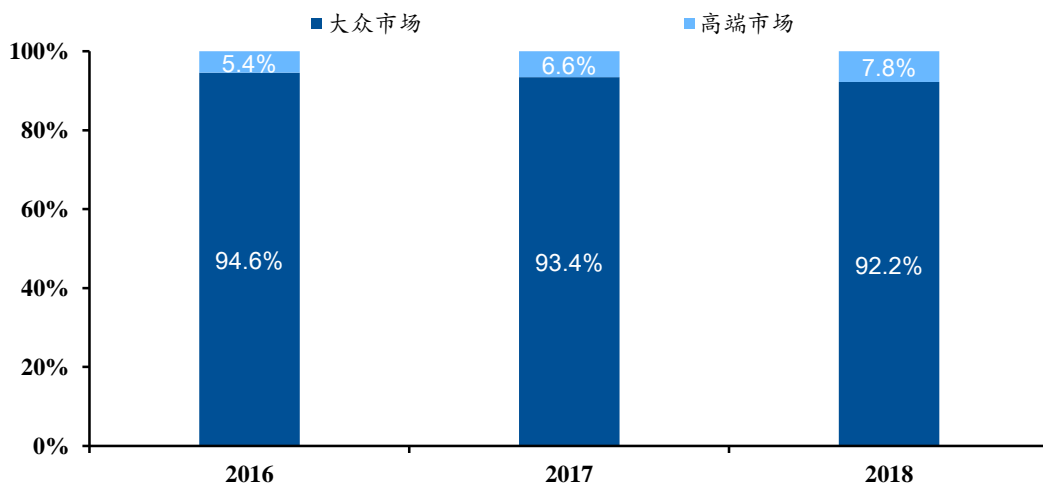
泰国能量饮料发展趋势呈现典型的“自下而上”产品结构升级走势。2010年之后，随着市场日益饱和，为避免竞争态势恶化以及渠道推力下降，三大品牌均开始着手推动产品升级，泰国能量饮料中高端市场占比从2016年5.4%提升至2018年7.8%。

(1) 升级方式一，增加添加物：2011年，M150、卡拉宝相继在能量饮料中添加蜂蜜、人参和维生素B-12，主打健康、天然概念，此后各自市占率有所提升。

(2) 升级方式二，打造高端子品牌：2010年，M-150母公司推出Shark品牌，随后Lonfa Group推出E饮料品牌，TC Pharma推出Ready，成为大众能量饮料高端品牌的先锋。

(3) 升级方式三，品牌文化塑造：2010年以来，泰国主要企业均加大费用支持品牌文化的塑造，例如M-150将品牌与步枪武器联系起来，以塑造强硬和有男子气概的品牌形象；卡拉宝则通过与流行摇滚和乡村乐队的主题化，专注于品牌营销。二者通过品牌形象塑造，独特的营销主题进行定位，强调对不同消费群体的实际利益。

图7：泰国能量饮料市场高端占比不断提升



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

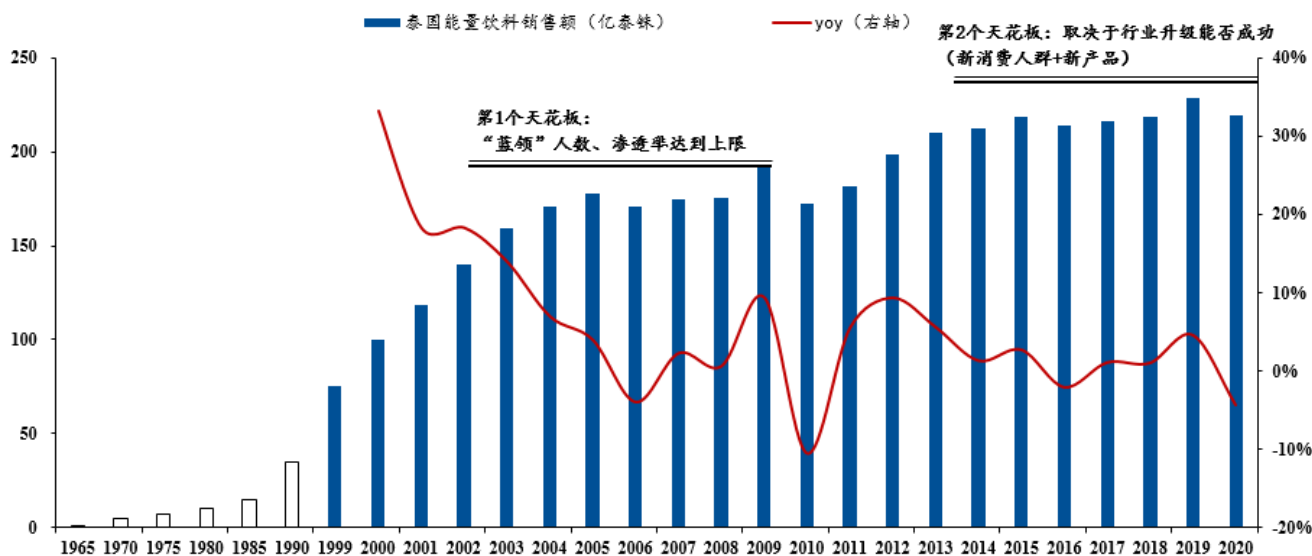
1.4 经验小结：能量饮料的天花板在哪里？

通过泰国成长复盘，我们总结出了大众能量饮料行业增长的3个影响因子：消费群体人数、渗透率、监管政策，因此行业的天花板问题便细化为三大驱动因子何时见顶。

(1) 第一个天花板：蓝领阶层人数、人均消费量达到上限。对于大众市场而言，行业增长主要依靠量增驱动，因此主要消费群体人数、人均消费量是判别天花板的关键指标。2009年泰国能量饮料市场面临的第一个天花板，对应“蓝领”人数增速边际放缓至1%左右，人均消费量也达到17升/年。相较于泰国，目前国内大众能量饮料市场虽然也面临消费群体人数增速放缓的困境，但由于国内能量饮料产品结构及渗透路径“自上而下”的发展趋势与泰国市场大相径庭，因此品类的渗透率在国内市场仍然较低，增长空间依然巨大。

(2) 第二个天花板：取决于行业升级能否成功。进一步，我们思考大众能量饮料市场如何突破天花板，泰国经验展示了一条可能的路径——即通过新消费群体挖掘与品类迭代推动行业升级。2010年之后，泰国三大品牌一方面对老品在口味、添加物上进行产品升级，另一方面开拓新消费群体（女性、年轻白领），推出数个细分领域的高端品牌（shark、M-storm），推动行业销售额从2010年的172亿泰铢增加至2019年的229亿泰铢（2020年因新冠疫情，行业销售额小幅下降至219亿泰铢）。

图8：泰国能量饮料的“天花板”



资料来源：Euromonitor, Bloomberg, *A Study of Market structure and Marketing Strategy of Energy Drink Industry in Thailand*, 民生证券研究院（1965-1990年为拟合数据）

2 竞争复盘：“一元价格维度”与“同质化竞争”

2.1. 格局演变：从“完全竞争”到“三寡头垄断”

泰国能量饮料市场呈现多寡头竞争格局，M-150、卡拉宝、泰牛三大品牌市占率接近 90%，过去三十年行业格局变化呈现出 2 大趋势：

(1) **市场向头部集中**：行业 CR3 从 30% 提升到 90%，主要得益于成本领先策略与规模经济。先发企业具备优势，抓住行业放量红利形成规模，利用成本领先策略把价格带打低，通过高费用投入塑造强品牌形象与渠道壁垒。

(2) **头部内部次序变化较大**：行业增速、政策冲击与企业策略直接决定了竞争格局的松紧度，优势企业地位并不完全巩固，后者者仍可通过高频费用战、差异化策略突破壁垒。

A. 阶段一（1965-1985）：初期日本品牌主导，后期本土品牌逐步觉醒，CR3=30%~60%。

泰国能量饮料源于日本，1965 年力保健开始在泰国销售，此后泰国能量饮料市场长期由日本品牌主导。1975 年天丝制药推出泰国红牛，随后泰牛依靠户外广告轰炸及线下大规模活动（抽奖、免费品尝）迅速夺得市场高位，市占率在 80 年代中期前后最高曾达 50%。

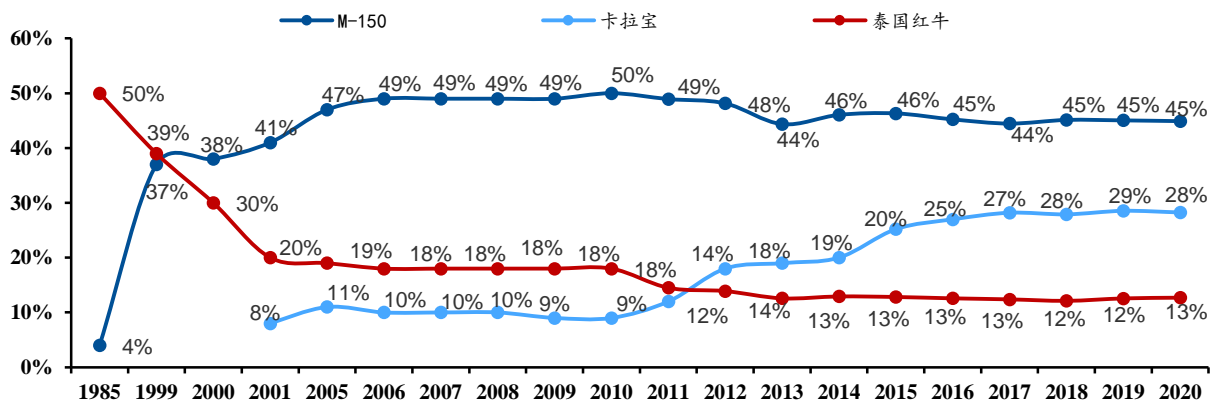
B. 阶段二（1986-2000）：M-150 VS 泰牛，双寡头垄断，CR3=60%~80%。

市场由 M150 与泰牛两大本土品牌主导，M150 跃居第一，泰牛跌至第二，原因在于：1) M150 擅长线上营销，针对年轻人大面积开展体育与音乐营销活动，一方面强化了品牌形象，另一方面对终端动销有明显拉动作用；2) 红牛早年通过抽奖活动迅速打开市场，但 1996 年后政府禁止能量饮料开展“抽奖”活动，对红牛动销造成较大打击；3) 市场高速增长导致出现较多小品牌，行业竞争明显加剧，因此 20 世纪末泰牛主动将战略转向海外，进军越南等临近市场。

C. 阶段三（2001-2020）：卡拉宝异军突起，双寡头演变为三寡头格局，CR3=90%。

头部品牌次序发生较大变化，2002 年成立的卡拉宝超越泰牛成为第二，市占率攀升至最高 29%。主要依托于差异化的高举高打营销策略（强大的自营配送中心+车队营销+"Sao Bao Dang"女性销售团队）及更加清晰的品牌形象定位（与摇滚乐队合作，主打激情、活力等新特色）。

图 9：泰国能量饮料三大主要品牌市占率变化



资料来源：Euromonitor, A Study of Market structure and Marketing Strategy of Energy Drink Industry in Thailand, 民生证券研究院

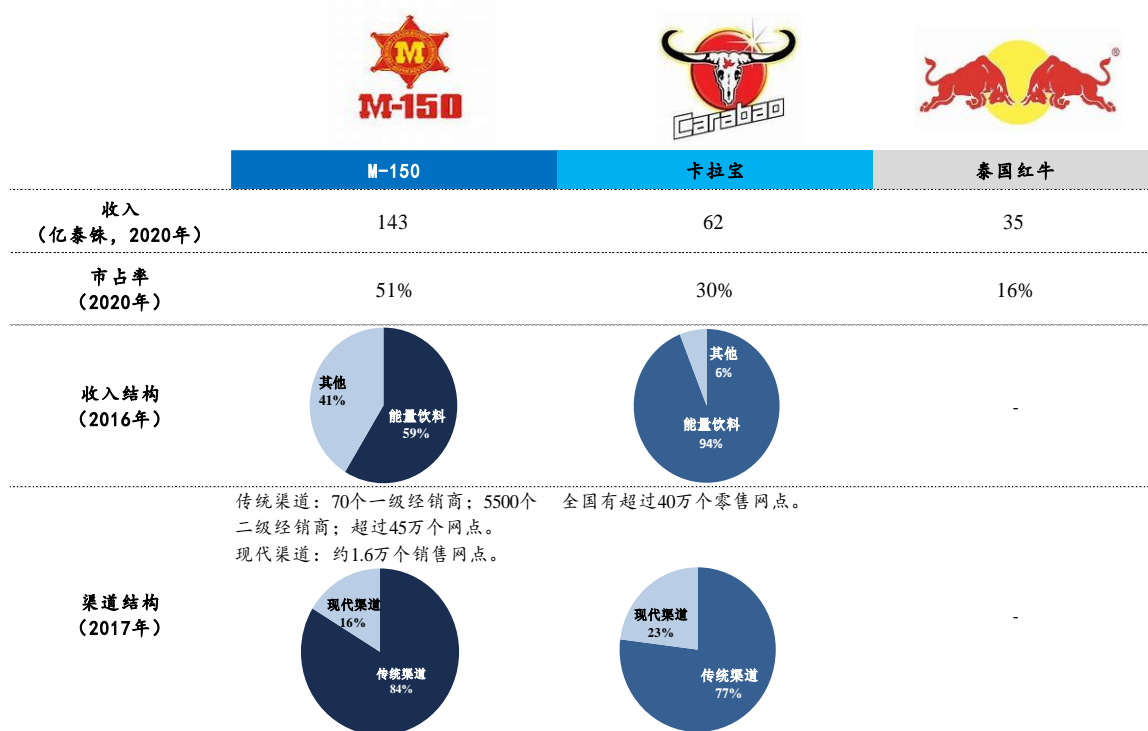
企业比较：三大品牌各有长短，在行业不同阶段抓住机遇快速成长

第一名，OSP：成立于 1891 年，2020 年能量饮料销售额 143 亿泰铢（欧睿终端口径），产品包括市场份额第一的 M-150（针对大众市场），Shark、Lipovitan-D（针对高端市场）。公司长板在于广告营销以及明显的规模优势。

第二名，卡拉宝：成立于 2002 年，2020 年能量饮料销售额 62 亿泰铢（欧睿终端口径），过去二十年泰国最具成长性的企业。公司擅长渠道管理、高频营销战、差异化品牌形象，收入导向与高费用投入下，市占率快速从 0% 攀升至行业第二（2020 年 28%）。

第三名，泰国红牛：成立于 1975 年，2020 年能量饮料销售额 35 亿泰铢（欧睿终端口径），泰国能量饮料本土先驱品牌，2000 年之后受监管政策与出海策略影响，市场份额从第一下降至第三。

图 10：泰国能量饮料三大主要品牌具体情况介绍、对比



资料来源：Euromonitor, Bloomberg, 民生证券研究院

2.2. 一元价格维度：大众定位，价格透明

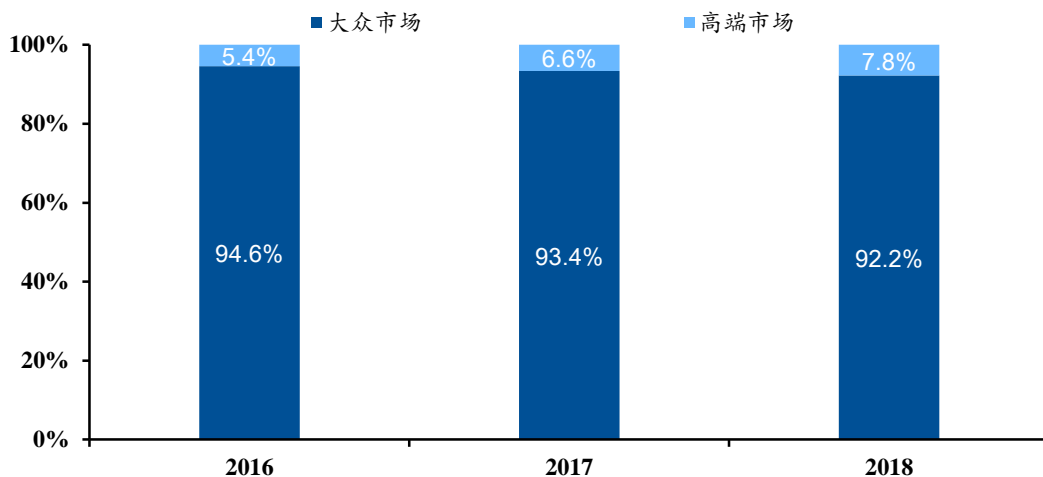
与世界大部分地区不同，泰国能量饮料市场为特殊的一元价格结构，呈现出大众定位、价格带透明两大特征，这也与目前国内大众能量饮料市场环境较为相似。

2.2.1. 市场结构：大众市场份额占 90%

泰国能量饮料市场结构以大众市场为主，即消费群体多“蓝领”阶层，产品价格带集中在较低水平，市场竞争模式以价格促销、抽奖赠送、大面积广告推动等高举高打的策略为主。根据

沙利文数据，2018 年泰国能量饮料市场份额中大众品占比为 92.2%，高端品占比为 7.8%。

图 11：泰国能量饮料以大众市场为主

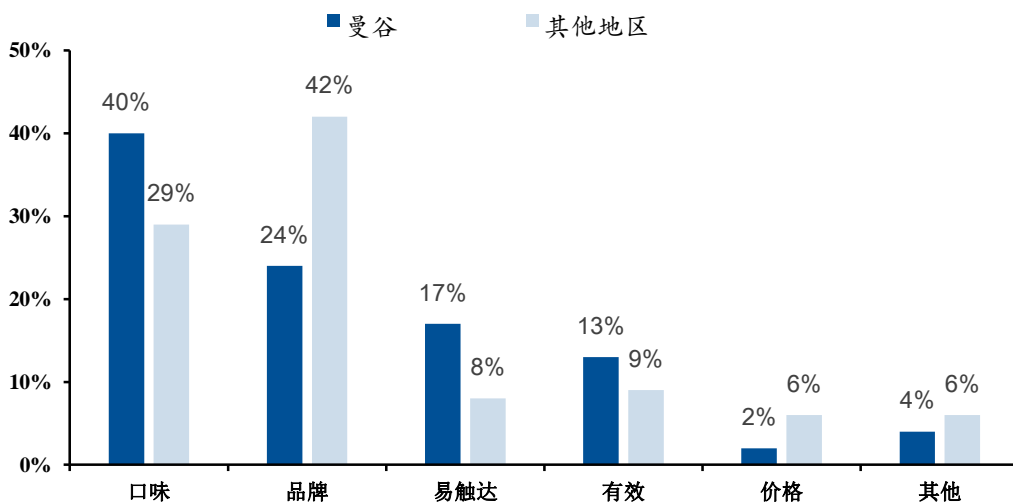


资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.2.2. 大众定位：消费群体以“蓝领”为主

不同于欧美市场，泰国能量饮料消费群体集中在“蓝领阶层”，包括建筑工人、司机、农民等体力消耗较大的人群。消费者以男性群体为主，收入水平相对较低，对于价格更为敏感。根据尼尔森调查数据，泰国能量饮料消费者在选择产品时优先考虑口味、品牌印象等二大因素。

图 12：泰国能量饮料消费者偏好

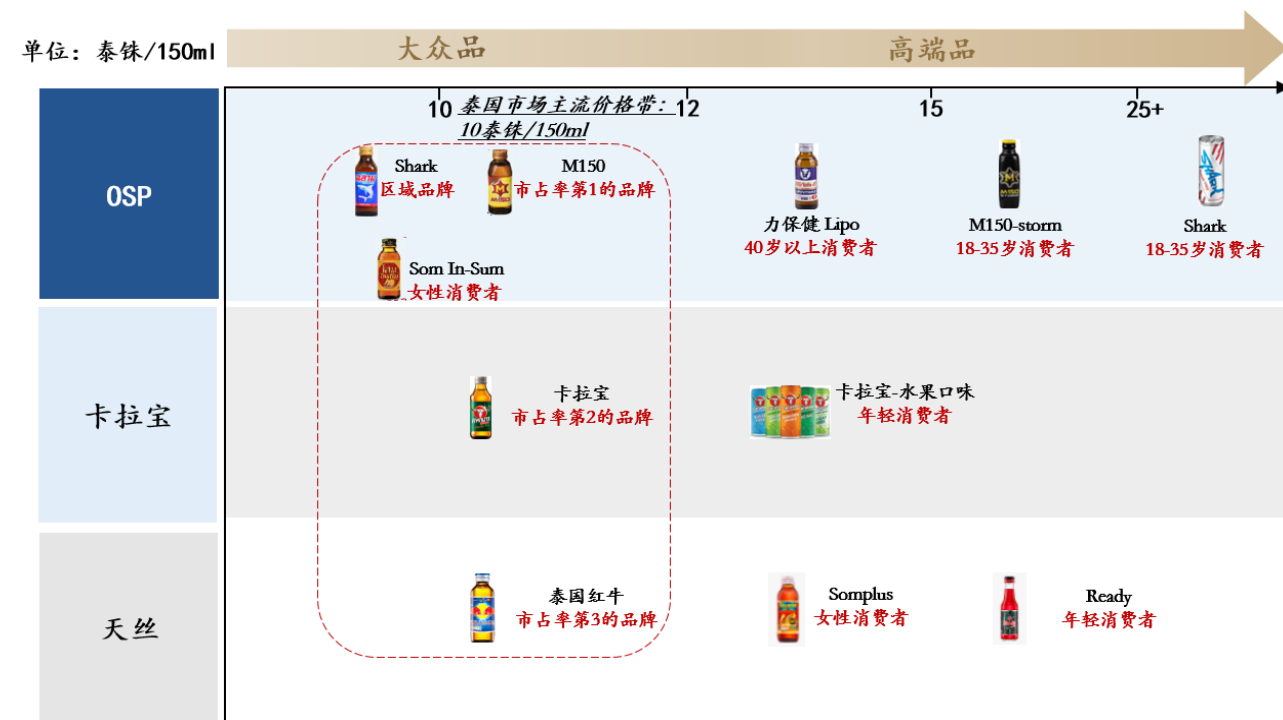


资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.2.3. 价格带透明：集中在 10 泰铢/150ml 低价区位

由于能量饮料产品同质化较为明显，并且“蓝领”对价格较为敏感，因此泰国 M-150、泰国红牛在 1980-1990 年代展开了较为频繁的价格战，最终导致核心单品终端价格落在 10-15 泰铢/150ml 价格带区间，约合 2-3 元人民币/150ml。即使是 2000 年之后兴起的卡拉宝，也将进攻型产品定价在 10 泰铢/150ml。

图 13: 泰国能量饮料价格带偏低, 集中在 10-15 泰铢/150ml



资料来源: 民生证券研究院整理




2.3. 同质化竞争: 产品雷同, 营销模仿

大众市场定位决定了泰国能量饮料呈现高度同质化竞争, 表现为产品在包装设计、使用价值方面高度雷同, 在营销手段上相互模仿, 采取基本一致的打法。

2.3.1. 产品同质化: 包装设计、内容物与使用价值雷同

由于市场定位的特殊性, 泰国能量饮料各大品牌在产品上都呈现出大众特色。从包装来看, 主流产品均采用 150ml 的透明玻璃瓶, 外观呈明黄色, 设计风格较为朴素, 以此贴合主流民众审美。从内容物来看, 主流产品均含有牛磺酸、咖啡因、烟酰胺等具备提神功效的成分, 并且容量也基本一致。

图 14: 三大品牌产品在包装设计、内容物、使用价值方面均高度雷同

	M150	卡拉宝	泰国红牛	备注
包装				棕色玻璃的瓶身和丝口式的铝盖, 商标也均采用了鲜明的红色
内容物 (mg/250ml)	牛磺酸	1000	1000	成分和含量相似, M150也有一定的泛醇、维生素B6含量, 其他三者相同的微量成分还有维生素B12
	咖啡因	80	80	
	烟酰胺	33	33	
	泛醇	-	8	
	维生素B6	-	8	

资料来源: reize club, Asian food lovers, Rochester medical center, 亚马逊, 民生证券研究院

2.3.2. 营销同质化：营销手段相互模仿

营销同质化也是泰国能量饮料市场竞争形态的另一大特征。同质化竞争从产品端向营销段蔓延，表现为各个品牌营销手段大同小异：**线下方面**，1990 年代泰国红牛通过亲民的抽奖活动快速拉动终端动销，随后 M-150 也开始迅速模仿打开市场；**线上方面**，2000 年以来各大品牌均展开了激烈的广告战，泰国红牛与 M-150 均冠名赞助拳击比赛，M150 与卡拉宝均采取了与乐队合作的方式来实现品牌力的提升。

图 15: M150 采取与乐队合作的营销方式



资料来源：OSP 公司公告，民生证券研究院

图 16: 卡拉宝同样也选择与传奇乐队合作



资料来源：卡拉宝公司官网，民生证券研究院

2.4. 突围之策：差异化策略配合高费用投入

泰国能量饮料产品高同质化、大众市场定位决定了竞争最先在价格战层面展开，但随着市场主流价格带再无下降空间（10 泰铢/150ml 已触及盈亏平衡线），渠道与品牌成为各个企业拉开差距的关键点。早进入行业的企业具备先发优势并且建立一定规模效应，后者则必须通过渠道、品牌上的差异化策略进行突围，但成功与否需结合客观的行业竞争环境以及主观的高费用投放。

2.4.1. 营销差异化：高举高打，模式创新

大众能量饮料市场竞争壁垒较弱，核心竞争力在于**高举高打的营销政策，通过高费用投入实现渠道的突破与终端的渗透。**

泰国红牛的差异化：抽奖活动打开大众市场。泰国红牛 1980-1999 年成为市场份额第一，主要凭借抽奖活动打开了底层劳动者的市场，“喝红牛得奖”成为当时流行口号。同时，公司结合大面积的线下广告，药店、小卖部、杂货市场等做海报招贴。

卡拉宝的差异化：车队营销+配送中心，实现渠道密集渗透。卡拉宝在 2002 年之后迅速成为行业第二，主要策略也是通过车队营销和直销中心实现了终端的密集覆盖。车队营销(cash vans)：主要作用在于覆盖、渗透传统经销商空白市场，虽然销量小于经销渠道，但出厂毛利率高于经销渠道。此外，车队营销的优势在于可推广新品，相较之下经销商对推广新品的积极性并不强。自建配送中心(DC)：卡拉宝配送中心在 2012-2014 年从 4 个增加到 30 个，以此改善国内分销覆盖率，并展开积极的营销动作以提高市场份额。

图 17: 泰国卡拉宝的车队营销



资料来源: 卡拉宝公司官网, 民生证券研究院

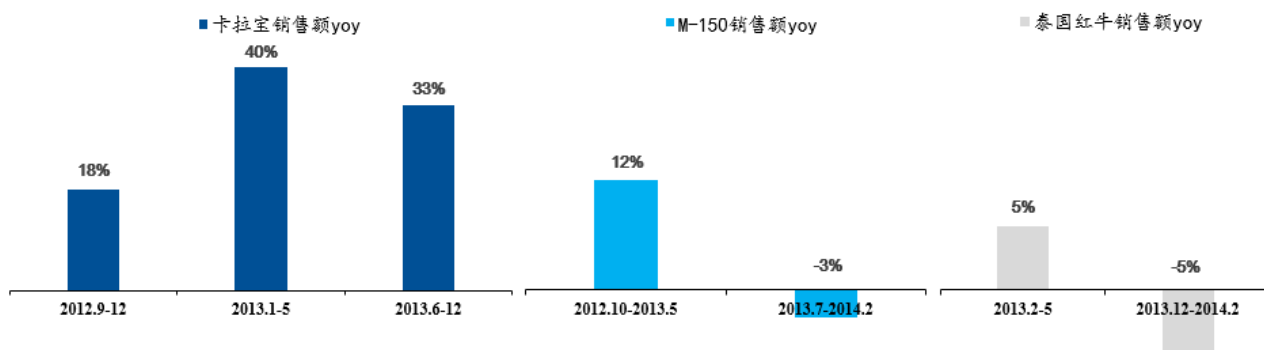
营销活动能够明显提振终端销售额, 并且其密集程度与销售额大小正相关。根据尼尔森数据, 2012 至 2014 年泰国能量饮料三大品牌均开展不同程度的营销活动, 其中卡拉宝营销力度最大, 因此其销售额增速达到 40%。

图 18: 卡拉宝的三大市场营销活动

Promotion	Prize	Total budget												
	<table border="1"> <tr> <th colspan="3">PRIZE</th> </tr> <tr> <td>1st Prize</td> <td>1,000,000 THB</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>2nd Prize</td> <td>100,000 THB</td> <td>20</td> </tr> <tr> <td>3rd Prize</td> <td>10,000 THB</td> <td>200</td> </tr> </table>	PRIZE			1 st Prize	1,000,000 THB	1	2 nd Prize	100,000 THB	20	3 rd Prize	10,000 THB	200	Bt35 mn
PRIZE														
1 st Prize	1,000,000 THB	1												
2 nd Prize	100,000 THB	20												
3 rd Prize	10,000 THB	200												
	<p>Total members: 60,005 members About 2,500 members attend the event each year</p> <p>MAJOR PRIZE is Bao Dang Taxi worth more than 800,000 THB</p>	Bt 5 mn												
	<p>55 Bao Dang Motorbike Have been given away</p>	Bt15 mn												

资料来源: 卡拉宝公司官网, 民生证券研究院

图 19: 大面积营销活动对销售额有明显提振作用



资料来源: 尼尔森, 民生证券研究院

2.4.2. 品牌差异化: 凝练品牌形象, 绑定忠诚消费者

2000 年前后随着同质化竞争趋紧, 泰国能量饮料厂商寻求差异化突破, 表现为凝练品牌文化内涵, 通过品牌形象塑造与独特的营销主题进行定位, 聚焦细分消费人群。

泰国红牛的定位: 红牛品牌诞生较早, 1990 年代通过广告实现了品牌与农民、底层劳动者的深度绑定, 虽然当时获取了这些忠诚消费者, 但在 2000 年之后行业品牌升级的背景下也受制于品牌形象, 未能跟上行业发展步伐。

M-150 的定位: M-150 的发展略晚于泰国红牛, 因此为实现品牌差异化, 将品牌与步枪武器联系起来, 以塑造强硬和有男子气概的品牌形象。

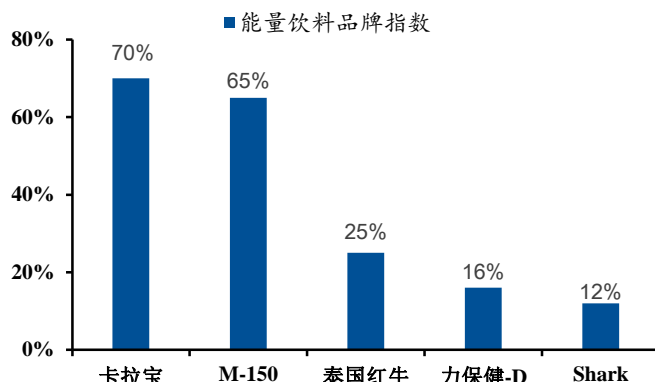
卡拉宝的定位: 卡拉宝创始人之一为泰国著名乐队歌手, 在品牌定位上则通过与流行摇滚和乡村乐队的主题化, 专注于音乐营销。

图 20: 卡拉宝与泰国传奇乐队合作



资料来源: 卡拉宝招股书, 民生证券研究院

图 21: 泰国能量饮料品牌影响力指数对比

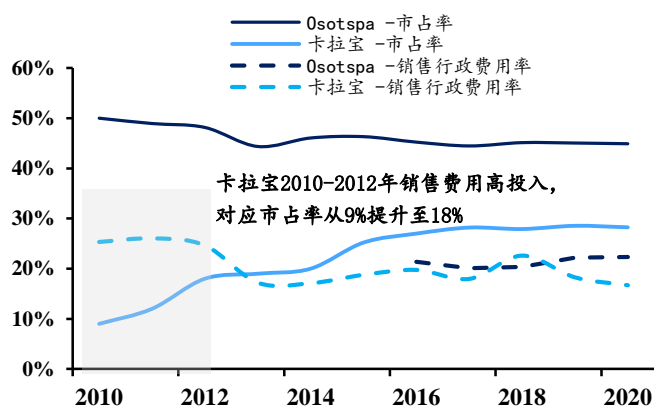


资料来源: 卡拉宝招股书, 民生证券研究院

2.4.3. 高费用投入: 正面提升市占率, 负面压制盈利能力

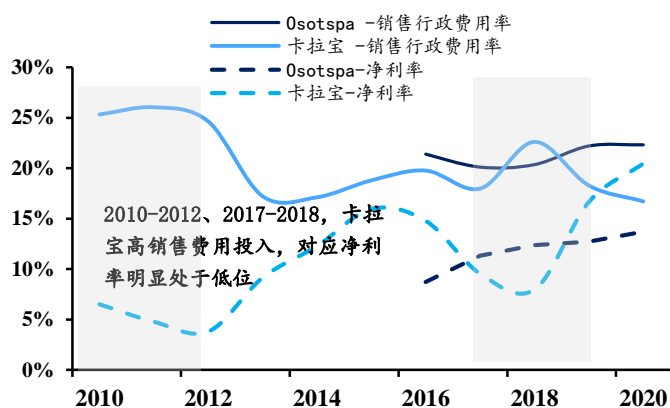
泰国市场高度同质化竞争, 品牌之间上演激烈的费用战, 直接导致企业盈利能力承压。2010至 2012 年间, 卡拉宝凭借密集的营销与渠道下沉动作实现了市占率的快速提升 (从 9% 提高至 18%), 但对应的销售费用率高企 (保持在 25%), 导致其净利率亦从 6.5% 下降至 2.8%。

图 22: 卡拉宝在抢占市场阶段投入较高销售费用



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 23: 销售费用率提升直接导致净利率下降



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

3 经验映射：国内能量饮料正处于“发展黄金期”

对泰国市场历史经验进行总结归纳，我们认为国内能量饮料目前正处于发展黄金期，表现为行业处于量增驱动的成长期，市场竞争格局相对缓和，且低线市场下沉空间巨大。部分企业通过差异化策略与渠道下沉正快速实现规模扩张，行业有望诞生第二个百亿企业。

表 2：能量饮料发展的 3 条经验映射

	泰国	中国	国内企业策略
生命周期	处于成熟期，行业由量增驱动向品类升级过渡	处于高速成长期，渠道渗透率与下沉空间巨大	抓住行业放量高增的窗口期，迅速抢占市场，实现规模效应
价格维度	一元价格结构：主要集中于 10-15 泰铢/150ml	二元价格结构：高端产品集中在 5.5-6 元/250ml，中低端产品集中在 4-6 元/500ml	价格下沉空间巨大，保证东鹏等大众品牌的成长空间
竞争格局	同质化竞争	差异化竞争	大容量+低价的差异化策略，给予东鹏等大众品牌生存空间

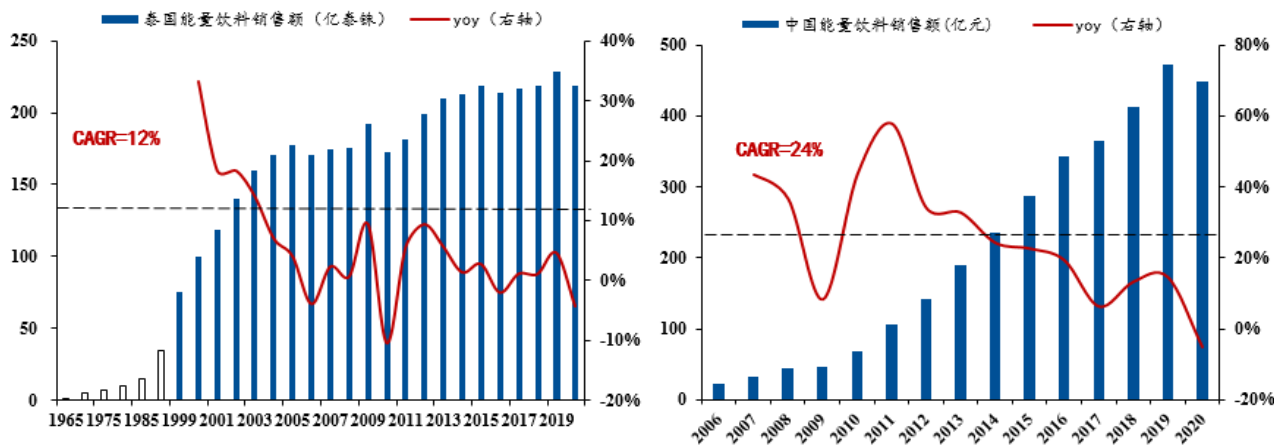
资料来源：民生证券研究院整理

3.1. 成熟期 VS 成长期：预计国内未来 3~5 年仍处于放量阶段

通过复盘泰国市场发展经验，我们识别出“蓝领”人数、消费者渗透率是能量饮料行业生命周期切换的关键因子，并且泰国已从行业放量过渡至品类升级阶段，驱动力也从量增转移为价增。

与泰国市场不同，我们判断国内能量饮料市场目前处于量增驱动的阶段，并且未来 3-5 年量增仍然是行业主要增长动力。在 2008-2015 年高速增长，对应劳动力增速边际放缓，因此国内驱动行业增长的关键因素是消费者渗透率而非劳动力，即新增消费者数量与消费频次的提高推动行业量增。我们认为目前国内消费者渗透率尤其是下沉市场渗透空间仍然巨大，市场未来一段时间仍将处于量增阶段。

图 24：泰国能量饮料处于成熟期，国内处于成长期且未来 3~5 年仍处于量增阶段



资料来源：Euromonitor, Bloomberg, A Study of Market structure and Marketing Strategy of Energy Drink Industry in Thailand, 民生证券研究院

3.2. 一元市场结构 VS 二元市场结构：国内市场下沉空间巨大

泰国能量饮料市场的价格体系为特殊的一元结构，市场特征为大众定位与价格带透明，品牌商通过长期的价格博弈，将市场主流价格带降低至 10-15 泰铢/150ml。

与泰国的一元价格结构不同，华彬红牛在国内市场培育初始阶段便采取高定价策略，给予其他厂商巨大的下沉空间，因此国内功能饮料市场呈现出与泰国市场完全不同的二元价格结构。不同于泰国在行业初期便展开价格竞争，国内华彬红牛跟随奥地利红牛经营策略，主打高端饮品路线，但同时也给予其他价格带产品充分发展空间。中国市场存在广泛的“蓝领阶层”，对价格更为敏感，因此哺育了东鹏、体质能量等主打性价比的大众品牌。

图 25：泰国与中国能量饮料价格带比较



资料来源：民生证券研究院整理

3.3. 同质化竞争 VS 差异化竞争：国内处于竞争阶段性缓和窗口期

大众定位决定了泰国能量饮料市场呈现高度同质化竞争，即包装设计与使用价值均雷同，价格水平较低，营销互相模仿。与泰国有所不同，国内二元市场结构背景下差异化竞争，叠加红牛官司纠纷导致行业费用战温度下降，短期竞争格局阶段性趋缓。但是我们认为由于高成长与弱壁垒，国内大众能量饮料市场终将回归激烈竞争，此时泰国经验的参考意义便十分重要，企业胜出关键仍然在于营销与品牌的差异化策略和高费用投入。

3.3.1. 短期：差异化竞争+红牛官司纠纷，近年来竞争阶段性趋缓

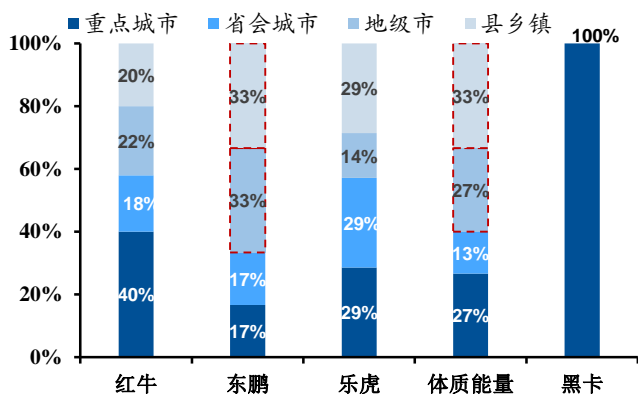
(1) 差异化竞争：与泰国市场高度同质化竞争不同，国内市场为二元价格结构，差异化给予各个品牌较充分的生存空间。我们认为国内能量饮料分为高端与大众 2 个市场，不仅直

接表现在价格带的区分，同时在消费群体、渠道模式、广告营销层次方面均有明显不同。这种差异性导致高端品牌与大众品牌都有自己的消费群体，两者有一定重叠，但范围不大。

消费群体差异化：红牛消费者心智占领时间长，集中在上端且重度，以 25-45 岁的消费者为主。东鹏的消费者较为年轻，和红牛消费者小部分重合，价格敏感相对更高，更看重性价比。

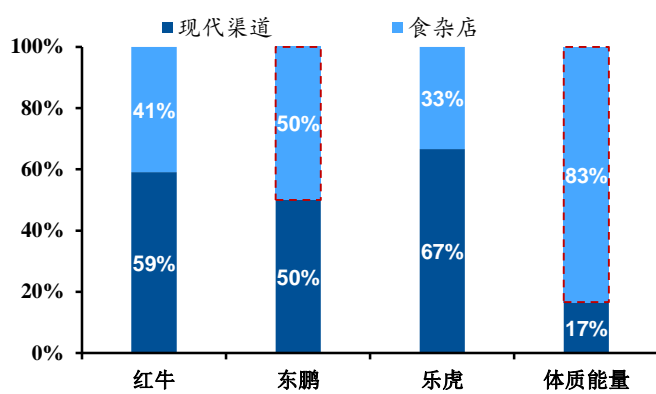
渠道差异化：以红牛为主的高端品牌主要系现代渠道，集中在重点城市、省会城市等；以东鹏为主的大众品牌主要系食杂店、工厂超市等，集中于地级市、县乡镇等下沉市场。

图 26：大众品集中在下线城市，高端品集中在高线城市



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

图 27：大众品渠道多食杂店，高端品渠道多 KA 超市

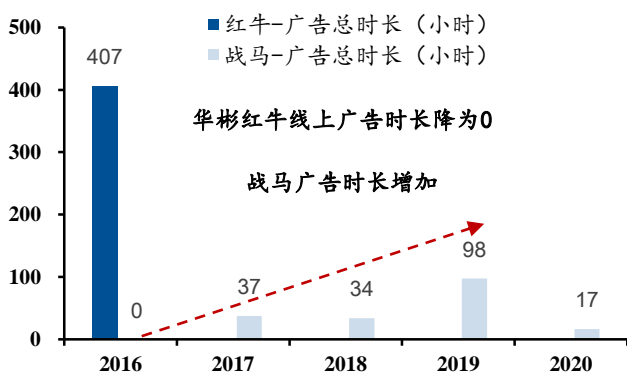


资料来源：尼尔森，民生证券研究院

(2) 红牛官司纠纷：龙头大幅缩减空中费用，近年来行业费用战边际缓和。2016 年，泰国天丝起诉华彬商标侵权与不正当竞争。2020 年北京高级人民法院终审判决“红牛系列商标”所有权归泰国天丝所有。此外，2021 年 5 月北京华联被判定暂停销售华彬红牛，商标之争影响已进一步扩大。

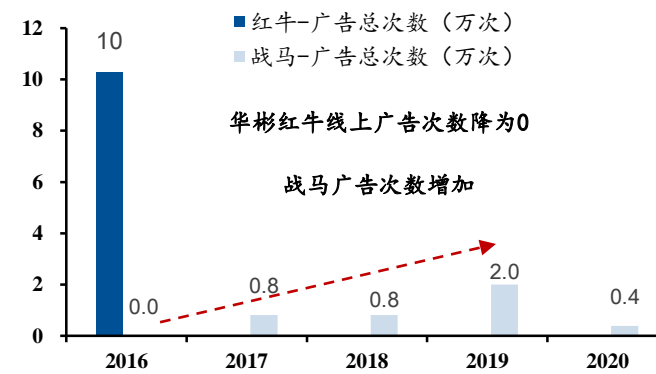
我们认为虽然红牛的商标纠纷对能量饮料大众市场的空间容量与景气度不会造成直接影响，但 2016 年以来华彬主动大幅降低空中广告费用投放力度，尽管在空中及地面同时加强了对自有品牌“战马”的扶持力度，但总体来看行业整体竞争是边际趋缓态势，在结构上呈现“线上降温&线下升温”。得益于此，东鹏在 2019-2020 年间也明显减小了费用投放力度，净利率水平明显提升。

图 28：华彬将红牛线上费用部分转向战马（广告时长）



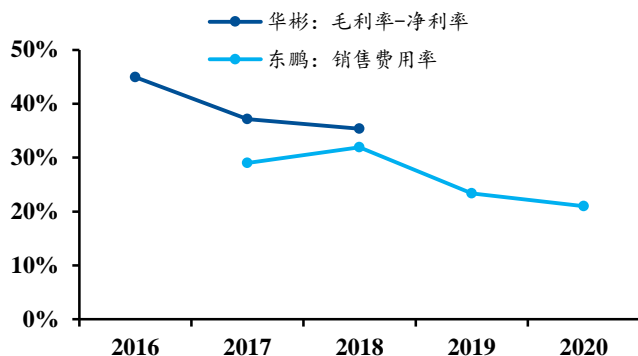
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 29：华彬将红牛线上费用部分转向战马（广告次数）



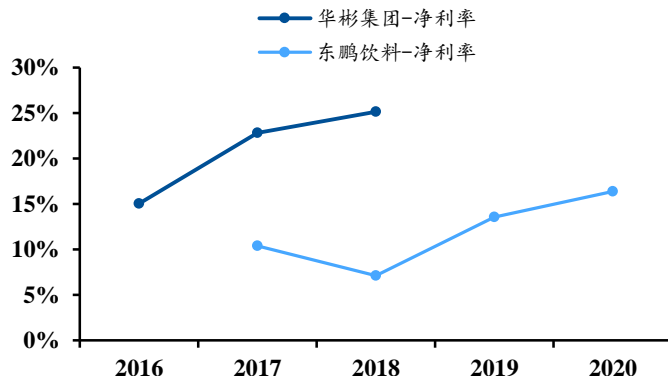
资料来源：CTR，民生证券研究院

图 30：华彬、东鹏 2016-2020 年费用率呈现下降趋势



资料来源：中国知网，公司公告，民生证券研究院

图 31：华彬、东鹏 2016-2020 年净利率呈现上升趋势



资料来源：中国知网，公司公告，民生证券研究院

3.3.2. 长期：高成长+弱壁垒，预计竞争终将趋紧，但危险与机会并存

我们认为随着国内能量饮料高速增长，将吸引越来越多竞争者进入，目前已经观察到一些竞争格局的边际变化：

(1) 战马：若华彬在红牛运营权争夺中全面失利，则预计将全面转向扶持自有品牌“战马”。因“战马”品牌大众品的定位，我们预计将会直接影响东鹏等大众品牌的竞争格局。因华彬红牛本身收入体量巨大以及资金实力雄厚，大众市场竞争或将由松转紧，不排除在这一价格带形成新一轮的费用战。

(2) 泰国天丝：相较于战马，天丝旗下的“红牛风味饮料”、“红牛安奈吉”两款产品在定价、品牌形象上和华彬的红牛维生素完全趋同，仍属高端产品，因此目前更多是冲击华彬红牛的存量市场份额。在当下运营权官司仍然胶着的情况下，预计风味和安奈吉对华彬影响短期相对有限。但若华彬全面失利，预计风味与安奈吉两款产品将继承“红牛”商标正统身份，其各自的运营商也将全面发力，全面收割华彬的存量市场份额。不过，我们认为这对于国内厂商也将是一个重要的切入或加码高端市场的机会。因此，结合前述我们对“战马”的判断，我们认为华彬若全面失利，对于一众国内厂商来说将是危与机并存的机会。

(3) 奥地利红牛：2021年5月签约百威中国为其国内运营方，但受制于其15元的高定价，消费场景更多集中在夜场等特殊渠道，预计对现有及未来市场格局冲击将极其有限。

4 风险提示

(1) 竞争格局趋紧风险：由于国内能量饮料高速增长，且行业门槛不高，终将吸引越来越多竞争者进入，长期竞争格局或有加剧的风险。

(2) 监管政策风险：如果政府加强对能量饮料的监管政策，可能会影响相关公司的营销策略，如果不能相应地改变，则可能对业务产生负面影响。

(3) 食品安全风险：部分科学研究表明，饮用过多能量饮料一定概率对青少年身体产生危害，可能会造成需求端负面影响。

插图目录

图 1: 泰国能量饮料发展历程.....	4
图 2: 行业成长驱动因素拆解.....	5
图 3: 劳动力是泰国能量饮料生命周期切换的关键因素.....	6
图 4: 2010 年泰国能量饮料销售额第一驱动因子由蓝领人数切换至人均销量.....	6
图 5: 泰国劳动者每周工作 40 小时以上人数占比较高.....	7
图 6: 泰国能量饮料行业景气度受监管政策影响较大.....	7
图 7: 泰国能量饮料市场高端品牌占比不断提升.....	8
图 8: 泰国能量饮料的“天花板”.....	9
图 9: 泰国能量饮料三大主要品牌市占率变化.....	10
图 10: 泰国能量饮料三大主要品牌具体情况介绍、对比.....	11
图 11: 泰国能量饮料以大众市场为主.....	12
图 12: 泰国能量饮料消费者偏好.....	12
图 13: 泰国能量饮料价格带偏低, 集中在 10-15 泰铢/150ml.....	13
图 14: 三大品牌产品在包装设计、内容物、使用价值方面均高度雷同.....	13
图 15: M150 采取与乐队合作的营销方式.....	14
图 16: 卡拉宝同样也选择与传奇乐队合作.....	14
图 17: 泰国卡拉宝的车队营销.....	15
图 18: 卡拉宝的三大市场营销活动.....	15
图 19: 大面积营销活动对销售额有明显提振作用.....	15
图 20: 卡拉宝与泰国传奇乐队合作.....	16
图 21: 泰国能量饮料品牌影响力指数对比.....	16
图 22: 卡拉宝在抢占市场阶段投入较高销售费用.....	16
图 23: 销售费用率提升直接导致净利率下降.....	16
图 24: 泰国处于成熟期, 国内处于成长期且未来 3~5 年仍处于量增阶段.....	17
图 25: 泰国与中国能量饮料价格带比较.....	18
图 26: 大众品集中在下线城市, 高端品集中在高线城市.....	19
图 27: 大众品渠道多食杂店, 高端品渠道多 KA 超市.....	19
图 28: 华彬将红牛线上费用部分转向战马 (广告时长).....	19
图 29: 华彬将红牛线上费用部分转向战马 (广告次数).....	19
图 30: 华彬、东鹏 2016-2020 年费用率呈现下降趋势.....	20

表格目录

表 1: 泰国能量饮料各发展阶段特征.....	5
表 2: 能量饮料发展的 3 条经验映射.....	17

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、乳制品及软饮料板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。