

“二元结构市场”与“差异化竞争”

——能量饮料行业深度报告（国内篇）

深度研究报告/食品饮料

2021年06月21日

报告摘要:

● 能量饮料：“核心功能价值”与“二元结构市场”

核心功能价值: 相较于传统饮料，能量饮料得益于需求粘性与品牌溢价，不仅具备饮料行业高盈利能力的特征，同时兼具高成长、长生命周期、高集中度的投资价值。

二元结构市场: 能量饮料市场存在典型的二元结构，即高端市场与大众市场共存，消费群体差异较大，一方面在于红牛高定价策略锁定了行业价格天花板，给予其他品牌下沉空间，另一方面在于劳动密集型产业结构培育了庞大注重性价比的消费群体。

● 解码成长：高景气度+长生命周期，渗透率提升下市场规模仍有倍增空间

我们认为公路运输业的发展及学生数量的增加是能量饮料行业高增长的核心推动力。展望未来，多元化的功能定位和消费场景拓展带来消费群体持续扩容，叠加渗透率不断提升，将推动行业规模快速增长。**中短期看**，乐观假设下未来3年行业收入将实现12%以上的增长；**远期看**，参考广东能量饮料人均消费量水平，全国能量饮料销量较2019年仍至少有一倍以上成长空间。

● 竞争推演：预计中短期内仍处于宽松窗口期，但判断宽松格局难以长期维持

我们认为，行业景气度、上游成本、龙头策略三个因素将决定竞争格局：(1) 1996-2009年，华彬红牛主导行业格局，相较之下东鹏、体质能量体量较小，对格局无法造成较大影响。(2) 2010-2015年，华彬红牛延续主导地位，通过十年品牌积淀后开启渠道全国下沉之路，配合费用扩张战略，行业竞争明显升温。(3) 2016-2020年，华彬红牛因商标纠纷无法投放广告叠加红牛安奈吉、红牛风味进入内地，行业费用战线上降温&线下升温。**预计中短期竞争格局处于较宽松的窗口期，但这种宽松格局难以长期维持。此外，未来行业竞争在结构上将会有所分化：**(1) 高端市场，天丝两款产品将是华彬红牛存量份额的主要威胁，而奥地利红牛则预计因定位问题对格局影响有限；(2) 大众市场，若华彬未来全面转向扶持战马，凭借其体量优势不排除会对东鹏等厂商造成直接冲击。

● 企业比较：能量饮料四大品牌的长短板比较

(1) **华彬红牛** 优势在于品牌力与渠道力，全国范围内均处于领导地位；(2) **东鹏** 优势在于产品力和线下营销，渠道在广东地区具备明显优势；(3) **乐虎** 曾凭借达利的渠道资源快速扩张，但近期价盘混乱导致渠道利润受损，市场份额下滑；(4) **体质能量** 优势在于产品创新与渠道精耕，在中原具备地域优势，但品牌力制约其全国扩张。

● 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**以及代理运营红牛安奈吉、有望培育为中期第二增长曲线的**养元饮品**。

● 风险提示

竞争格局趋紧的风险、监管政策风险、行业食品安全风险。

盈利预测与财务指标

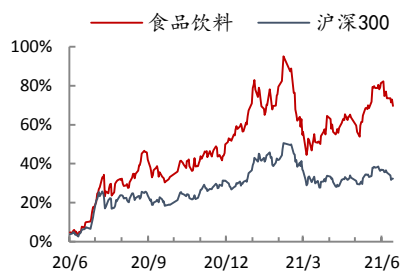
代码	重点公司	现价 6月18日	EPS			PE			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
605499	东鹏饮料	265.65	2.84	3.88	4.84	93.5	68.5	54.9	推荐
603156	养元饮品	29.10	1.79	2.11	2.36	16.3	13.8	12.3	推荐

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. 能量饮料行业深度报告（海外篇）：泰国市场启示——国内能量饮料正处于“黄金时代”

2. 东鹏饮料（605499）深度报告：差异化竞争与渠道下沉并举，竞争力持续强化

目录

核心观点：能量饮料行业五问五答	3
1 生意本质：功能核心价值与二元结构市场	4
1.1 品类起源：多点开花，繁花似锦	4
1.2 投资价值：能量饮料 VS 传统饮料，需求粘性与品牌溢价	5
1.3 二元结构：高端市场 VS 大众市场，消费群体差异较大	8
2 市场空间：高成长+长生命周期，未来仍有倍增空间	12
2.1 纵向分析：能量饮料发展的三阶段	12
2.2 驱动因素：消费场景持续拓宽，渗透率支撑景气度	13
2.3 空间展望：天花板与增速拐点何时到来？	15
3 竞争格局：差异化竞争，预计中短期处于宽松窗口期	17
3.1 格局现状：垄断竞争，趋于离散	17
3.2 竞争复盘：从寡头垄断到垄断竞争，红牛主导行业竞争格局	18
3.3 格局推演：商标纠纷使行业中短期处于宽松窗口期，但预计宽松格局难以长期维持	24
4 公司比较：能量饮料五大品牌多维度剖析	26
4.1 产品比较：同质中寻求差异化，大单品战略 VS 多元矩阵	26
4.2 渠道比较：华彬“联销体”，东鹏渠道精耕	27
4.3 品牌比较：华彬红牛>东鹏>乐虎~战马>体质能量	29
5 投资建议：建议关注“东鹏饮料”与“养元饮品”	31
5.1 东鹏饮料：差异化策略叠加渠道下沉，竞争力持续强化	31
5.2 养元饮品：红牛安奈吉长期成长空间值得期待	31
6 风险提示	32
插图目录	33
表格目录	34

核心观点：能量饮料行业五问五答

第一问，成长复盘，能量饮料行业过去二十年高增长的驱动力？我们认为公路运输行业的发展以及学生群体的增加是能量饮料实现高增速的核心推动力，表现为汽车司机、学生数量是行业量增的关键因素；展望未来，多元化的功能定位和消费场景拓展带来消费群体持续扩容，叠加渗透率不断提升，助力行业规模快速增长。

第二问，解构成长，能量饮料行业的天花板&下沉市场空间还有多大？乐观假设下，基于渗透率持续提升带来的量增，预计行业收入未来3年将实现12%以上的双位数增长；远期来看，参考广东能量饮料人均消费量以及美国、日本消费水平，全国能量饮料销量较2019年至少有一倍以上成长空间。

第三问，竞争复盘，决定行业竞争松紧度的核心变量？我们认为，行业景气度、上游成本、龙头策略三因素直接决定了竞争松紧度。（1）1996-2009年，华彬红牛寡头垄断，相较之下东鹏、体质能量体量较小，对格局无法造成较大影响。（2）2010-2015年，竞争趋紧，华彬红牛延续主导地位，通过十年品牌积淀后开启渠道全国下沉之路，配合费用扩张战略，行业竞争明显升温。（3）2016-2020年，行业竞争整体宽松，结构上表现为线上降温&线下升温；华彬红牛因商标纠纷无法在线上投放广告，行业费用战热度下降；红牛安奈吉、红牛风味进入内地，华彬为反击而将线上费用转移至线下，即费用战线上降温，线下升温。

第四问，竞争推演，商标纠纷之后的竞争格局将如何演绎？我们预计商标纠纷长期胶着，因此中短期行业仍处于整体偏宽松的窗口期，但高成长+弱壁垒将导致长期终将回归紧张状态。此外，我们认为未来竞争格局在结构上会有所分化：（1）**高端市场**，天丝旗下2款产品主要冲击华彬红牛的份额，而奥地利红牛受限于百威的渠道限制，主要系夜场等特殊渠道，预计对格局影响有限；（2）**大众市场**，若华彬加大力度扶持战马，由于其体量的巨大优势，大概率会对东鹏造成直接冲击。

第五问，企业比较，能量饮料四大品牌的长短板？（1）**华彬红牛**优势在于品牌力与渠道力，全国范围内均处于领导地位；（2）**东鹏**优势在于产品力和线下营销，渠道在广东地区具有明显的优势；（3）**乐虎**曾凭借达利集团的渠道资源快速扩张，但近期价盘混乱导致渠道利润受损，收入下滑；（4）**体质能量**优势在于产品创新与渠道精耕，在中原具备地域优势，但品牌力制约其全国扩张。

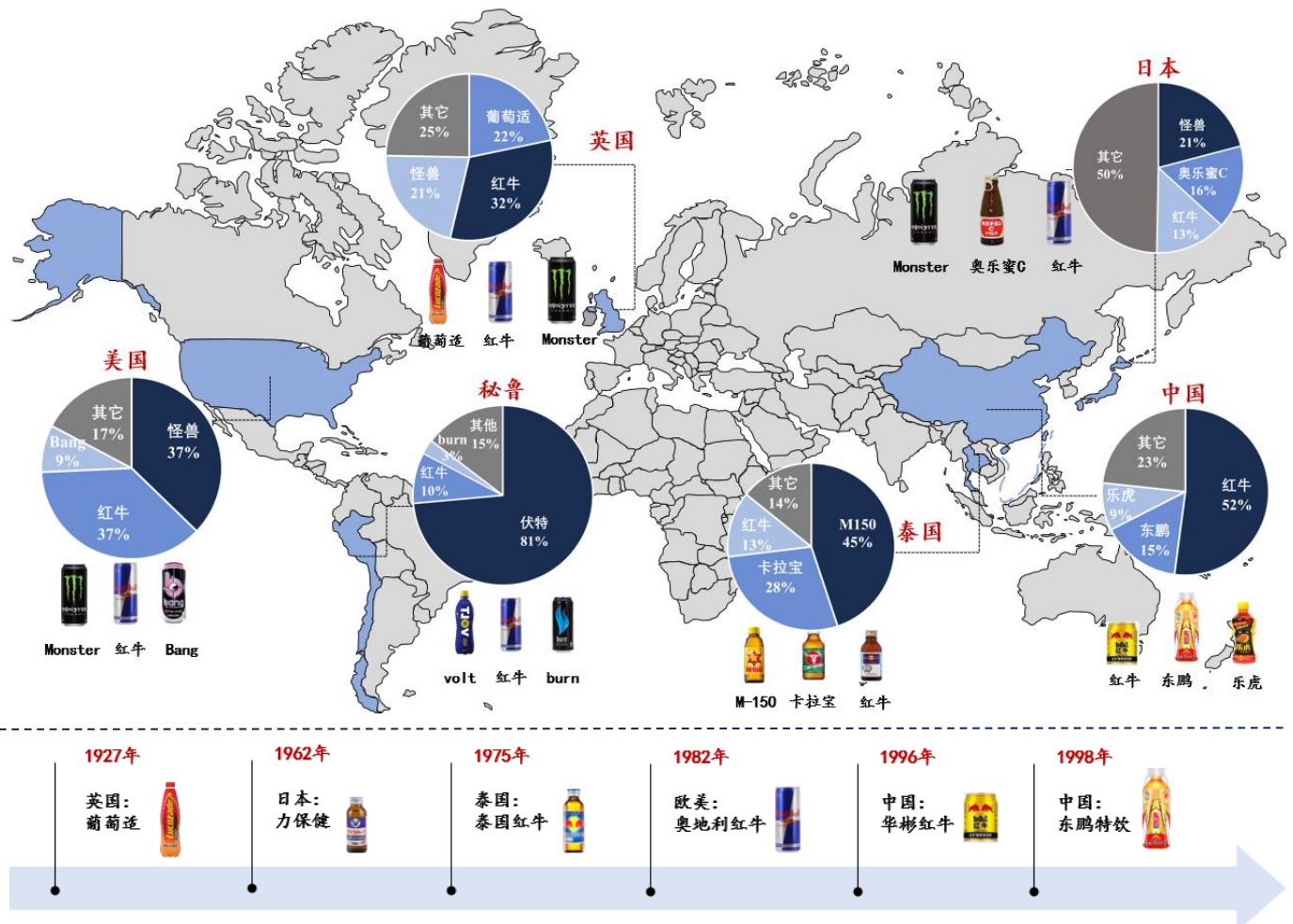
1 生意本质：功能核心价值与二元结构市场

1.1 品类起源：多点开花，繁花似锦

全球视角：源头多点开花，红牛完成全球品类教育。我们通过梳理能量饮料发展历史，发现共有2条发展脉络：(1) **英国葡萄适**：1927年，化学家威廉·欧文首次制造了葡氮化物，并将其制成饮料“Lucozade”。(2) **日本力保健→泰国红牛→奥地利红牛&华彬红牛**：1962年，大正制药销售第一代能量饮料力保健(Lipovitan)；1965年，OSP在泰国开始经销力保健；1975年，天丝制药创建泰国红牛，并在1982年与梅特舒兹达成合作，创立奥地利红牛，开始实现能量饮料的全球化。

国内视角：从外资品牌主导到本土品牌参战。(1) 1996-2009年，华彬集团将红牛产品从泰国引入国内，通过十年消费者教育不断壮大品类，最终红牛确立了绝对主导地位，但同时也存在诸多外资品牌区域割据，例如日本力保健、韩国宝佳适、英国葡萄适等。(2) 2010-2020年，红牛延续主导地位，本土品牌东鹏、体质能量探索出差异化竞争路线，主攻下沉市场实现快速扩张。

图1：能量饮料的世界地图（销售额市占率）



资料来源：Euromonitor，公司官网，民生证券研究院

1.2 投资价值：能量饮料 VS 传统饮料，需求粘性与品牌溢价

相较于传统饮料，我们认为能量饮料更具投资价值，主要得益于能量饮料不仅具备饮料行业高盈利的特征，同时还兼具高成长、长生命周期、高集中度、易诞生大单品的行业属性。

1.2.1 产品属性：需求粘性与品牌溢价

(1) 属性一：需求粘性=成瘾性+功能性

能量饮料的需求粘性明显强于传统饮料，表现为**高复购率、长生命周期**，主要得益于：

成瘾性消费：市场上大部分能量饮料含有咖啡因成分，能够暂时驱走睡意并恢复精力，是能量饮料成瘾性的根源。

功能性需求：能量饮料底层需求系消费者的功能需求（提神抗疲劳），相比于其他饮料，功能饮料的风味偏爱需求较低，功能需求作为基础性需求更稳定和持久。实际上，咖啡同样具有激活唤醒功能，需求粘性也明显强于传统饮料。

图 2：能量饮料具备“成瘾性”成分

单位：mg/100ml	牛磺酸	咖啡因	肌醇	赖氨酸	烟酰胺	产品
红牛	50	20	20	20	4	
东鹏特饮	50	20	20	20		
乐虎	180	12	9	43	6.5	
体质能量	50					
战马	40	15			1.5	

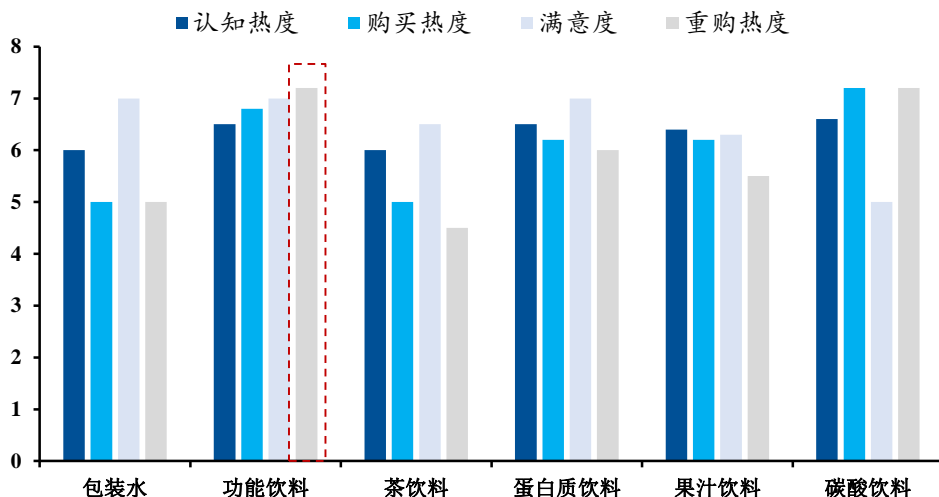
资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图 3：能量饮料的底层需求主要系功能性（提神抗疲劳）

	包装水	果汁	茶饮	功能饮料
解渴	60	23.4	33.6	32.4
激活唤醒	1.2	2.9	4.1	18.4
健康天然	5.4	12.1	4.6	4.8
解饿	2.1	1.2	1.7	1.5
其他功能	7.8	10.3	10.7	8.3
风味偏爱	4.8	23.6	21.9	14
自我满足				
店内停歇	2.4	2.1	2.8	2.2
自我奖励	0.7	2	2.2	2.3
社交满足				
广告包装	2.5	5	4.3	3.1
朋友推荐	1.1	2.8	2.2	1.4
其他	11.9	14.6	11.9	11.6

资料来源：Kantar，民生证券研究院

图 4：能量饮料复购率高于传统饮料（单位：热度指标）



资料来源：中国质量协会，民生证券研究院

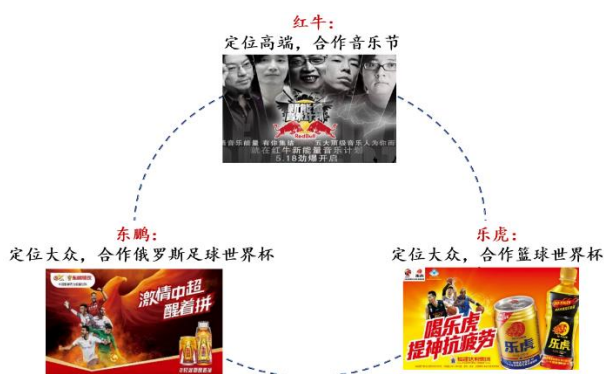
(2) 属性二：品牌溢价=消费者忠诚溢价+食品风险溢价

我们认为能量饮料具备品牌溢价，表现为**较高毛利率**，主要得益于：

消费者忠诚的溢价：能量饮料虽然口感和包装的可复制性较强，但是可通过价值认同、追求时尚与刺激的心理形成消费惯性，培育出一批忠诚的消费者，愿意为认同的品牌支付溢价。例如红牛与极限运动绑定，俘获了广大运动爱好者；monster 与拳击、摇滚乐队绑定；东鹏通过线下活动与快递配送员、卡车司机绑定。

食品风险的溢价：由于能量饮料具备保健药用功能，相较于其他一般饮料，消费者态度更加谨慎，不会随意扩大品牌选择范围。同时，行业监管对能量饮料定义为保健食品，保健食品的“蓝帽子”具备一定进入壁垒，也导致部分能量饮料品牌具备较高的议价能力。

图 5：能量饮料品牌与消费者文化绑定



资料来源：民生证券研究院整理

图 6：拥有“蓝帽子”的能量饮料品牌

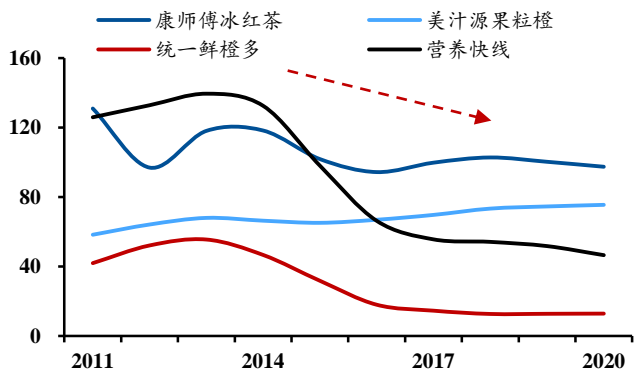


资料来源：民生证券研究院整理

1.2.2 生命周期：能量饮料>传统饮料

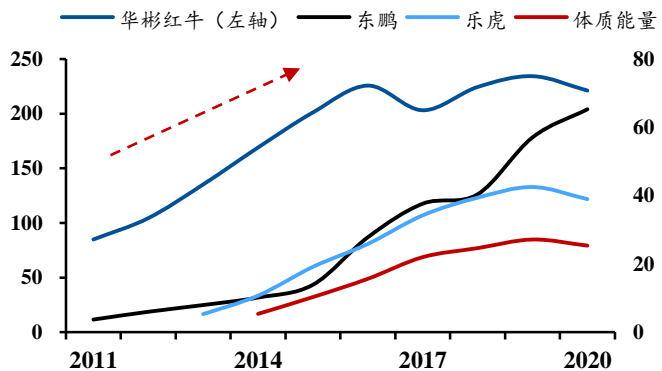
能量饮料需求粘性较强，决定其产品的生命周期相对较长，厂商一般采用大单品模式实现业绩长效增长。相较之下，传统饮料（果汁、乳饮料、茶饮料）虽然不乏鲜橙多、小茗同学等初期高增的品类，但最终都难逃 5 年步入成熟期的困境。

图 7：传统饮料销售额下滑，处于生命周期尾声



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 8：能量饮料销售额高增长，处于生命周期前段

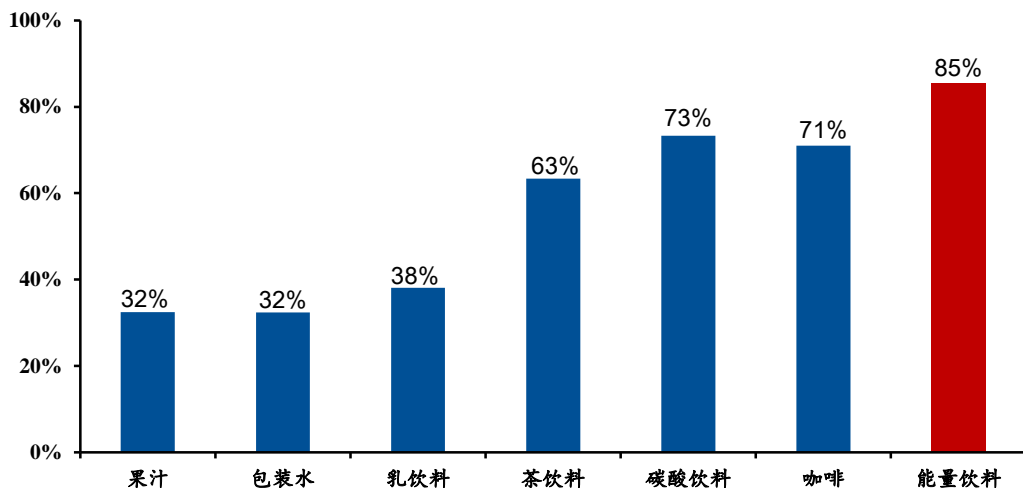


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

1.2.3 行业集中度：能量饮料>传统饮料

能量饮料较强的需求粘性&品牌溢价，决定了行业头部企业优势更加明显，更易呈现出高集中度的竞争格局，过去十年行业 CR5 均维持在 80%~90%左右。相较之下，传统饮料竞争格局较为分散，如茶饮料 CR5 为 63%，果汁 CR5 为 32%，乳饮料 CR5 为 38%。

图 9：能量饮料与传统饮料的行业 CR5 比较

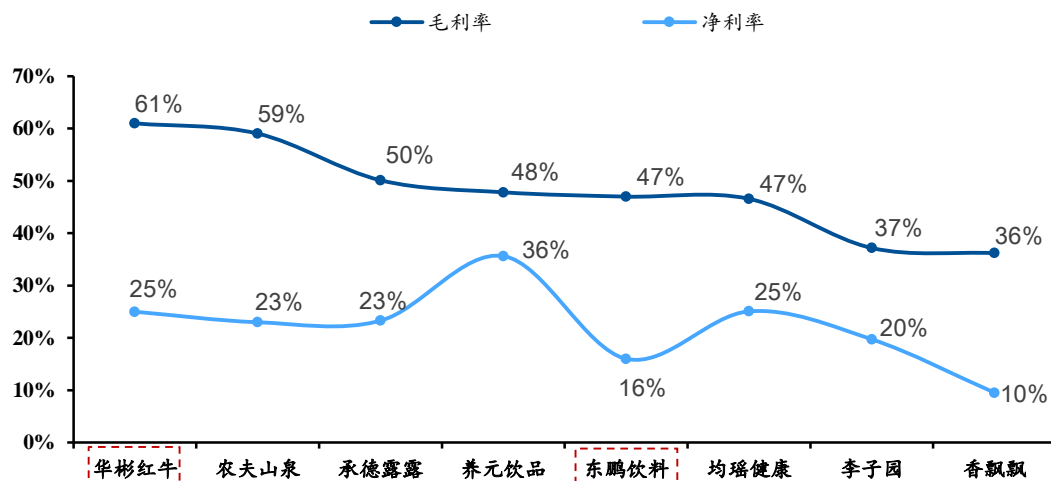


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

1.2.4 盈利能力：能量饮料龙头>传统饮料龙头

能量饮料具备品牌溢价的属性，表现为能量饮料品牌商盈利能力优于传统饮料，例如龙头华彬红牛的毛利率、净利率均高于传统饮料龙头，即便是采取大众定位的东鹏饮料也具备 47% 的毛利率。

图 10：能量饮料与传统饮料的盈利能力比较



资料来源：各公司公告，《R 饮料公司战略转型研究》，民生证券研究院

注：华彬红牛系 2018 年数据，其余为 2020 年数据

1.3 二元结构：高端市场 VS 大众市场，消费群体差异较大

我们认为国内外多个能量饮料市场存在二元价格结构，即高端市场与大众市场并存，二者存在明显的消费群体差异。总结供需两方面原因：(1) 供给端，红牛在持续维持的高定价策略锁定了行业主流价格天花板，给予了其他品牌充分的下沉空间；(2) 需求端，部分经济体（尤其是以劳动密集型产业为经济支柱的发展中经济体）存在大量看重性价比的消费人群。

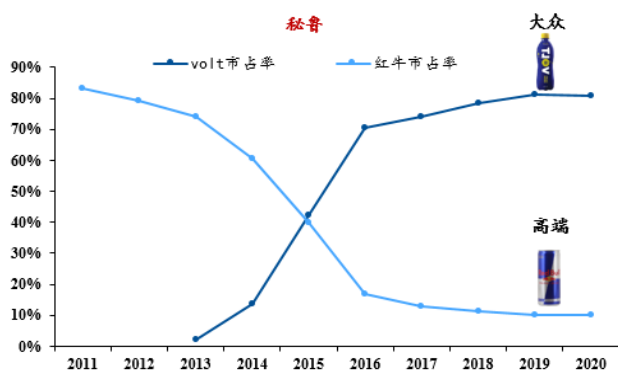
1.3.1 现状：二元价格结构市场的非特殊性

(1) **海外视角**：我们梳理全球各国能量饮料发展概况，发现二元价格市场结构在一些发展中国家较为典型。

A. 秘鲁：本土饮料 **Volt** 代表的大众市场，国际品牌**红牛**代表的高端市场。与中国市场相似，早期秘鲁市场也呈现出单一的红牛垄断结构。2012 年，本土饮料集团 Aje 推出低价定位的 Volt，主要面向工人阶级、出租车司机等，成功激活红牛之前忽略的下沉市场消费群体。2013-2020 年，Volt 市占率从 2% 攀升至 81%，红牛市占率则从 2011 年的 74% 降至 2016 年的 10%。不过红牛销量总体保持稳定，即核心消费群体并未被 Volt 抢占。

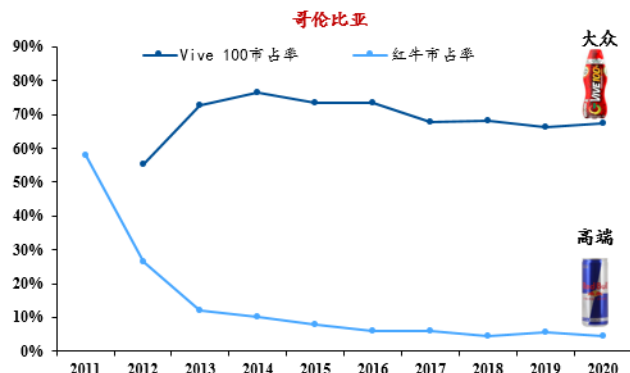
B. 哥伦比亚：本土饮料 **Vive100** 代表的大众市场，国际品牌**红牛**代表的高端市场。2012 年，主要面向中低收入群体的 Vive 100 上市，市占率最高时达 77%，并长期保持在 65% 以上水平。与秘鲁市场一样，红牛虽然在哥伦比亚的市占率大跌，但是销量仅略有下降。

图 11：秘鲁能量饮料市场的二元价格结构



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 12：哥伦比亚能量饮料市场的二元价格结构



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

(2) **国内视角**：经过二十余年发展，国内能量饮料价格带不断扩容，从 2010 年之前的红牛一元价格结构市场，发展为 2010 年之后的“高端 VS 大众”二元价格结构市场。

A. 高端市场，价格带集中在 5.5-6 元/250ml，主要玩家是红牛系，华彬红牛一直系最有竞争力的品牌，但随着天丝红牛、奥地利红牛加大中国市场开拓力度，呈现出“四牛之争”的局面。同时，一些新品牌聚焦年轻消费群体需求，产品成分主打天然无添加，0 糖健康化，也在加紧布局高端品市场，例如元气森林外星人、monster 等。此外，卡拉宝等海外品牌也在布局 5.5-6 元/250ml 价格带，未来高端市场竞争更加激烈将不可避免。

B. 大众市场，价格带集中在 4-6 元/500ml，参与品牌多为国内品牌，如东鹏特饮、达利乐虎、体质能量等，在产品成分和产品定位上多为红牛的追随模仿者，采取价格差异化、包装差

异化的战略，主打超高性价比，瞄准“蓝领”阶层。但近年来下线市场的潜力愈加得到重视，2016年华彬推出战马产品，定位大众市场，战略为“打东鹏、保红牛”；2021年，中石油旗下好客便利店推出自有能量饮料品牌“好客之力”，也将直接冲击大众市场竞争格局。

图 13：能量饮料二元市场结构与价格带



资料来源：民生证券研究院整理

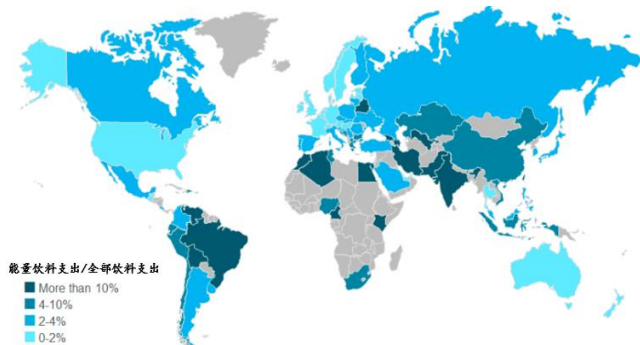
1.3.2 原因：红牛高价策略与劳动密集型产业结构

微观因素：红牛的高定价策略。我们认为二元价格结构市场的直接成因系红牛的经营策略，奥地利红牛在成立之初便定位高端品牌，通过高定价、强广告营销、极限运动塑造能量文化，这一模式在西欧、北美取得了较大的成功，但在进入南美等发展中地区时，较高的定价也给予了其他品牌巨大的下沉空间，表现为能量饮料支出占全部饮料支出比重较高，如 10 年前的中国大陆、秘鲁、哥伦比亚。

宏观因素：劳动密集型产业结构。除红牛高定价策略之外，我们认为产业经济结构决定的需求结构分层对于能量饮料的二元结构市场也有较大影响。秘鲁经济支柱为采矿业，哥伦比亚主要为咖啡种植业，泰国主要为稻米、橡胶种植业，这些产业均属于劳动密集型产业，存在大量劳动力，体力消耗较大并且收入水平相对较低，消费群体更为注重性价比，因此主打低价的能量饮料品牌得以开辟新的市场。

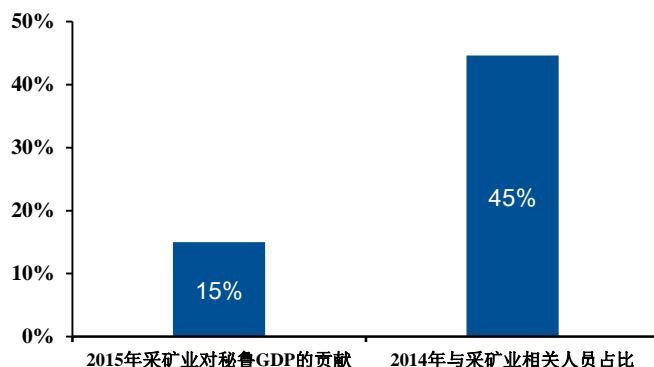
综合以上两点，我们总结出一个观点：“先发品牌高定价策略对下沉市场的留白”+“劳动密集型产业结构催生对性价比产品的大量需求”将极易催化出当地能量饮料市场演化为二元价格结构，且后发下沉品牌中极易跑出一个未来的强势品牌甚至是绝对领导品牌。

图 14：红牛高价策略导致部分国家能量饮料支出占比高



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 15：秘鲁经济结构以采矿业为主

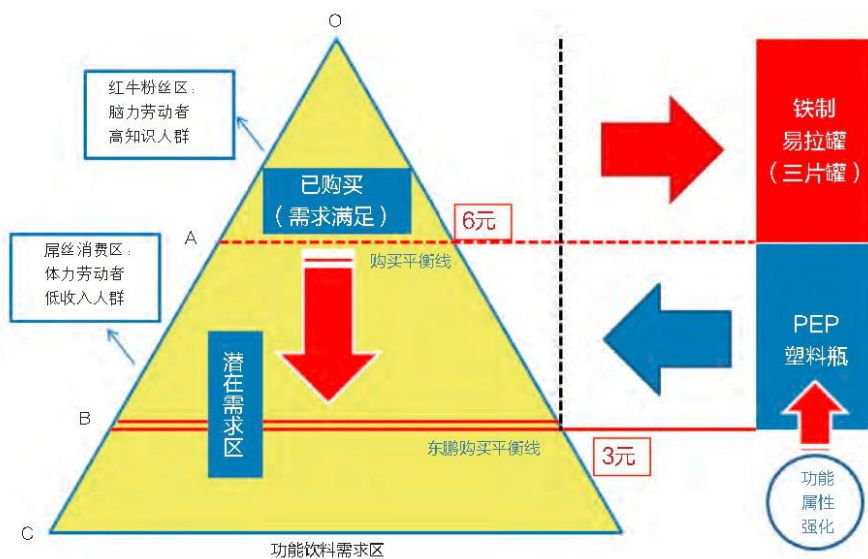


资料来源：《秘鲁矿业投资环境及风险分析报告》，民生证券研究院

1.3.3 差异化：消费群体与渠道结构的异与同

能量饮料高端市场与大众市场存在明显差异，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。我们认为这种差异性导致高端市场与大众市场都有自己的核心势力范围，两者消费群体有一定重叠，但重叠范围并不大。

图 16：能量饮料高端市场与大众市场的差异化



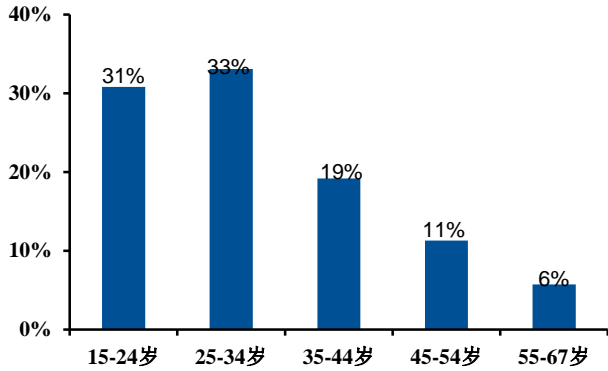
资料来源：《5 小时读懂快消品营销》，民生证券研究院

(1) 消费群体差异：红牛偏重度消费者，东鹏偏“蓝领”阶层

以红牛为代表的高端市场，对消费者心智占领时间长，消费群体集中在上端且重度，以 25-45 岁的消费者为主，运动爱好者、摇滚音乐爱好者、城市白领等是核心消费群体。

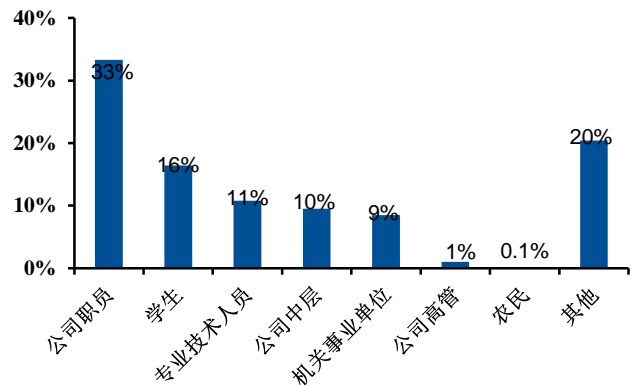
以东鹏为代表的大众市场，消费者较为年轻，和红牛小部分重合，价格敏感相对更高，更看重性价比，包括：(1) 15—22 岁的学生群体，消费场景在学习精神紧张导致需要熬夜；(2) 23—40 岁的工薪群体（汽车司机、工厂工人、快递员等），处在事业的发展期，白天从事高强度工作，晚上则需要加班或者参加应酬活动。

图 17: 红牛消费群体年龄结构



资料来源: 尼尔森, 民生证券研究院

图 18: 红牛消费群体职业结构



资料来源: 尼尔森, 民生证券研究院

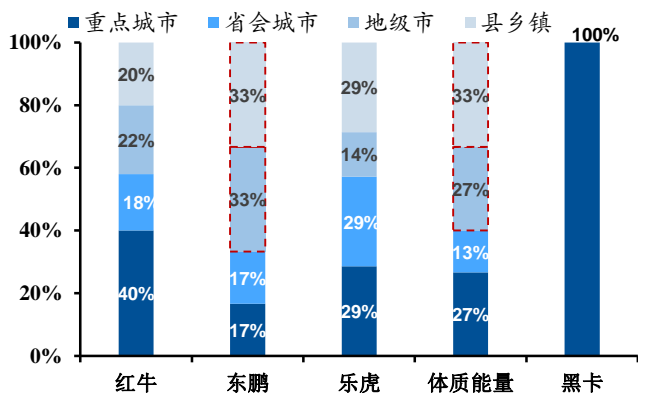
(2) 渠道差异: 红牛偏现代渠道, 东鹏偏下沉市场

以红牛为主的高端市场, 主要系现代渠道, 并且在重点城市、省会城市等占据较为明显的优势地位。此外, 红牛在夜场、高端餐饮、健身房、洗浴等特殊渠道具备较强的壁垒, 已通过强品牌力与高端定位形成粘性。

以东鹏为主的大众市场, 渠道主要系食杂店、工厂超市等, 并且集中于地级市、县乡镇等下沉市场。此外, 在网吧、部队、监狱、工业厂区等特殊渠道, 性价比较高的东鹏、体质能量占有率高高于红牛。

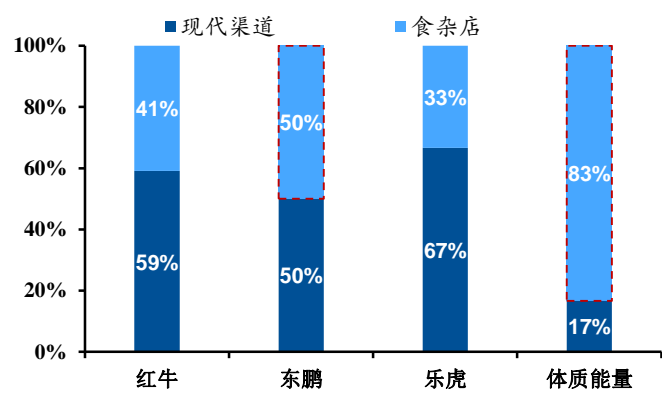
总体看, 中低端渠道以东鹏等大众品牌为主, 高端渠道以红牛为主, 中间超市、流通小店存在部分重叠。

图 19: 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 20: 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

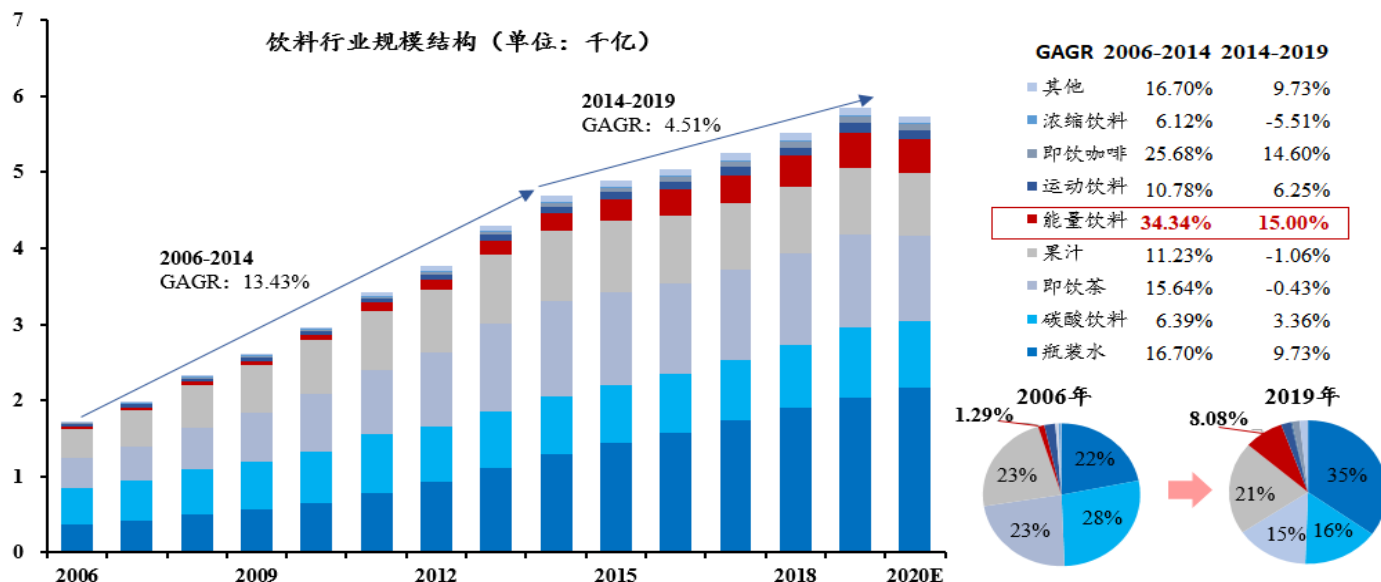
2 市场空间：高成长+长生命周期，未来仍有倍增空间

我们在本章主要从 2 方面分析能量饮料的空间与成长性：（1）国内能量饮料在去过 25 年高速增长，其背后的核心驱动力以及未来的持续性？（2）行业天花板何时到来，行业的发展趋势哪里？

2.1. 纵向分析：能量饮料发展的三阶段

能量饮料是饮料行业中最具成长性的“赛道”，2006-2014 年收入 GAGR 为 34%，2014-2019 年收入 GAGR 为 15%（剔除 2020 年疫情影响），能量饮料在饮料行业收入占比也从 2006 年的 1% 增长至 2019 年的 8%。剔除 2020 年疫情影响，2019 年能量饮料行业规模达到 472 亿元（零售终端数据）。

图 21：能量饮料 GAGR 领跑软饮料行业



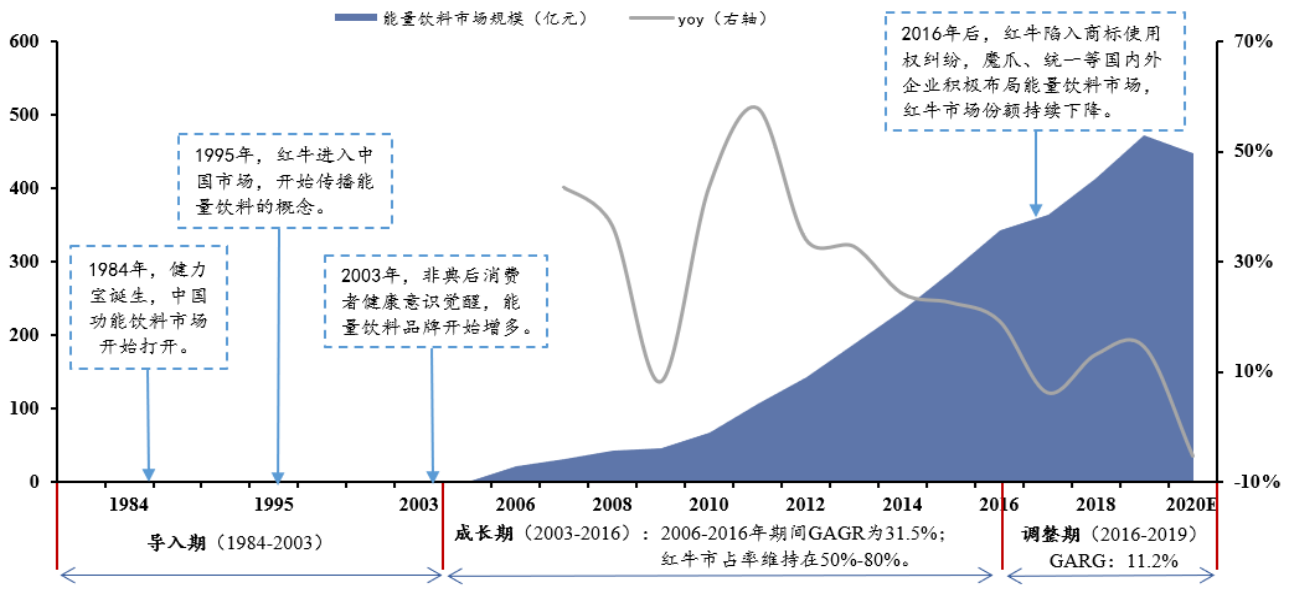
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

导入期（1984-2003）：1995 年红牛维生素功能饮料进入中国，开始了对中国能量饮料市场的持续培育；2003 年是中国能量饮料市场的重要转折点，非典疫情之后国民健康意识觉醒，以脉动（乐百氏）、他十她（汇源）、激活（娃哈哈）等为代表的运动饮料品牌也纷纷出现。

成长期（2003-2016）：经过红牛 10 余年的市场培育，能量饮料市场进入快速成长期，2006-2015 年维持 20% 以上的增速，GAGR 为 32%。与此同时红牛成为能量饮料的代名词，2016 年之前红牛一直占据行业 50% 以上的份额，市场上没有可以和红牛直接竞争的对手。

调整期（2016 年至今）：行业增速放缓，但仍维持双位数增长，剔除 2020 年疫情影响，2016-2019 年期间复合增长率为 11.2%。2016 年，行业龙头华彬红牛与泰国天丝陷入商标使用权纠纷，众多饮料品牌趁机布局和发力能量饮料市场，Monster 在 2016 年进入中国市场，此外统一的“够燃”、娃哈哈的“速然”、华润怡宝的“魔力”以及安利 XS 等众多品牌紧随其后，共同抢夺红牛市场份额，行业进入格局调整期。

图 22：能量饮料行业发展历程

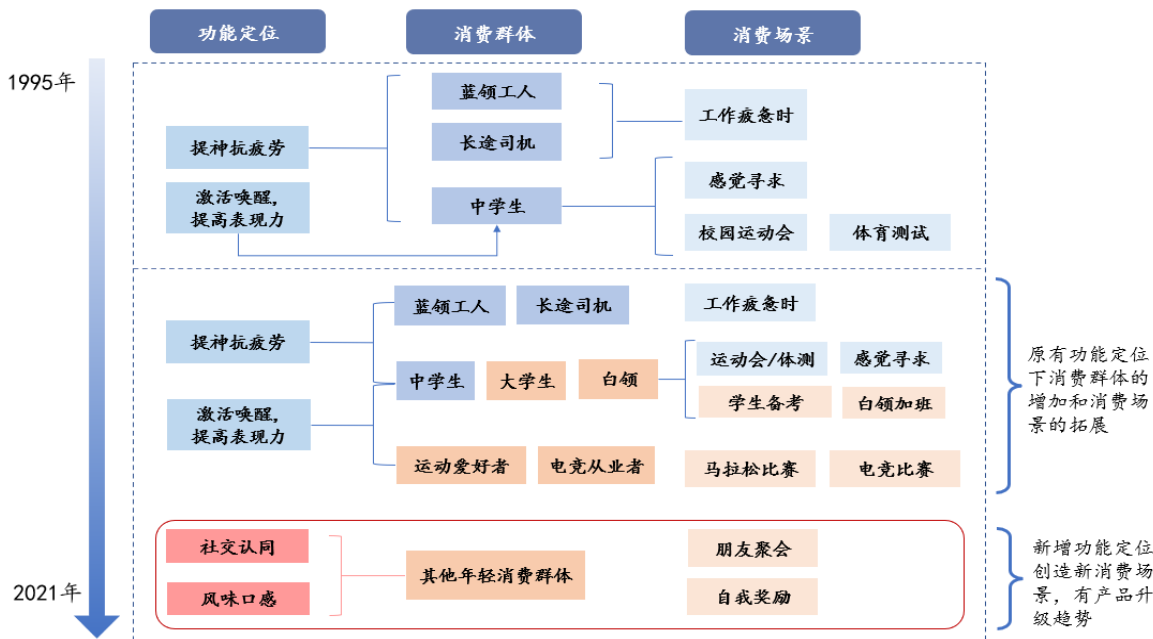


资料来源：Euromonitor，华彬红牛官网，民生证券研究院

2.2. 驱动因素：消费场景持续拓宽，渗透率支撑景气度

我们认为公路运输行业的发展以及学生数量的增加是能量饮料实现高速增长的核心推动力，表现为汽车司机、学生数量是能量饮料实现量增的关键因素；展望未来，多元化的功能定位和消费场景拓展带来消费群体持续扩容，叠加渗透率不断提升，将推动行业规模快速增长。

图 23：能量消费群体和消费场景总结

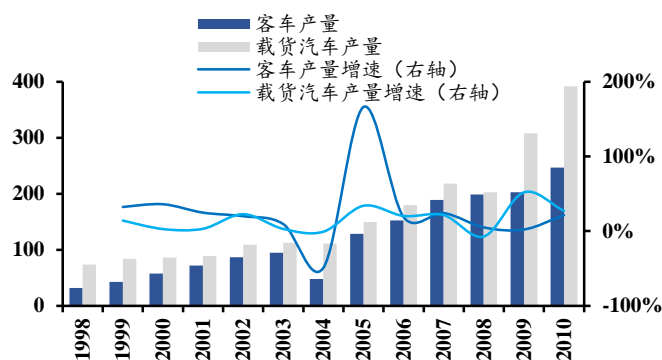


资料来源：Euromonitor，华彬红牛官网，民生证券研究院

2.2.1 长途司机：提神抗疲劳，消费主力群体

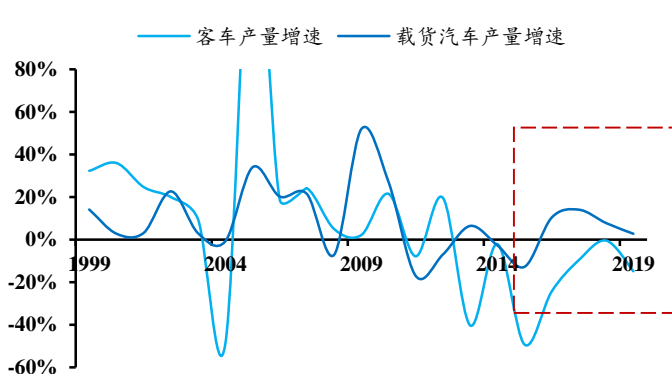
红牛进入中国市场时正是中国公路运输行业发展的黄金期，其发展初期就投入大量广告，能量饮料提神抗疲劳功效深入人心，蓝领工人、长途车司机群体成为能量饮料的主要消费群体。根据交通部数据，我国客车产量和载货汽车产量分别由1998年的32.11万辆和73.56万辆增加至2010年的246.53万辆和391.57万辆，期间复合增长率分别为18.51%和36.28%。能量饮料的出现切中长途司机疲劳驾驶的消费痛点，随着能量饮料在长途司机这一群体中的渗透，该群体较为稳定的需求量使得能量饮料实现高速发展。

图 24：载货汽车和客车产量持续上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：载货汽车产量 2016 年开始回升

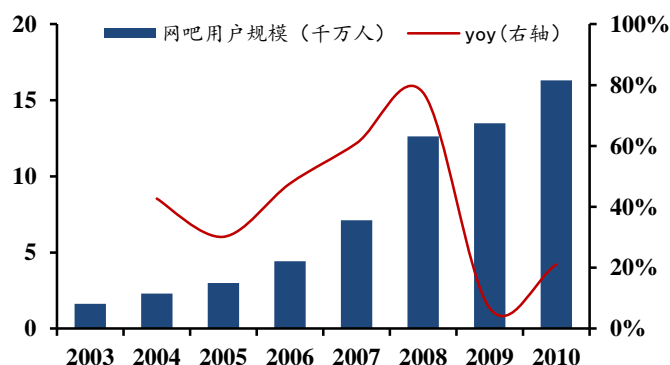


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2.2 网吧&电竞：重要特殊渠道

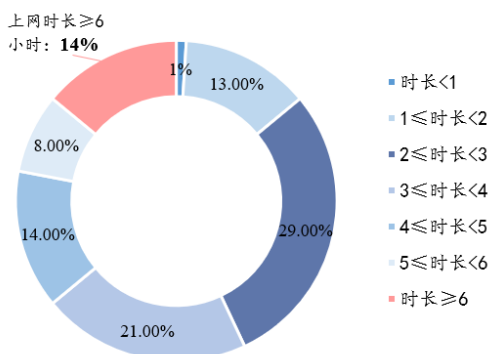
已有研究表明，有网瘾的学生群体能量饮料饮用率更高。根据文化部数据，我国网吧用户规模在2003-2010年期间是高速增长状态，复合增长率达到47.04%，届时数量庞大的网吧网民为能量饮料行业贡献了消费量。电竞市场于2015年异军突起，成为能量饮料量增新动力。红牛、战马、东鹏特饮、魔爪等能量饮料品牌等积极赞助电竞赛事及电竞俱乐部，能量饮料的概念与电竞场景深度捆绑。

图 26：03-10 年期间网吧用户规模 GAGR 为 47%



资料来源：Wind，文化部，民生证券研究院

图 27：网吧网民上网时长（小时）



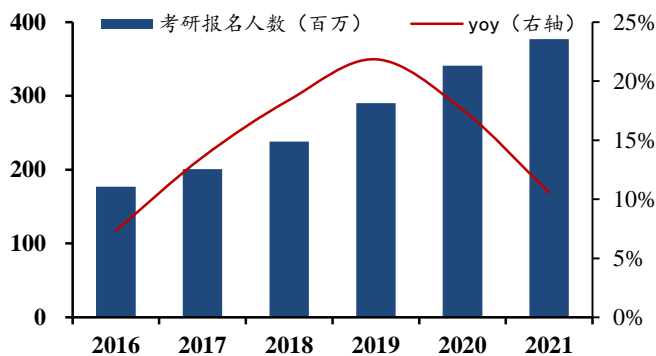
资料来源：易观国际，民生证券研究院

2.2.3 学生&白领：备考与加班打开消费场景

随着我国经济的高速发展，各个群体的工作和生活压力都显著增大，抗疲劳需求不仅限于体力劳动者，学生面临备考压力、白领面临加班压力使得能量饮料的消费群体增多。考研热于

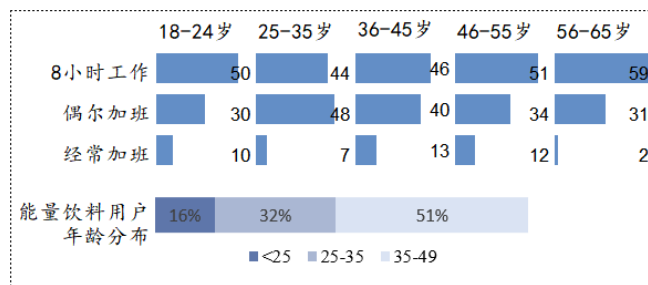
2017年兴起后考研报名人数一直维持高双位数增长,2021年硕士研究生报考人数达到377万,是2017年的1.88倍。

图 28: 考研报名人数



资料来源: 教育部, 民生证券研究院

图 29: 加班成为各年龄阶段消费者常态

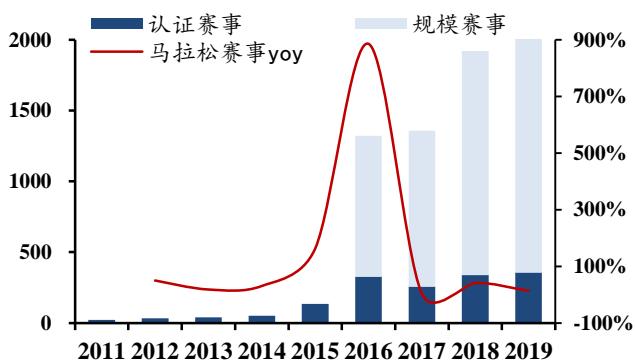


资料来源: 凯度咨询, 民生证券研究院

2.2.4 体育: 国民运动热情攀升

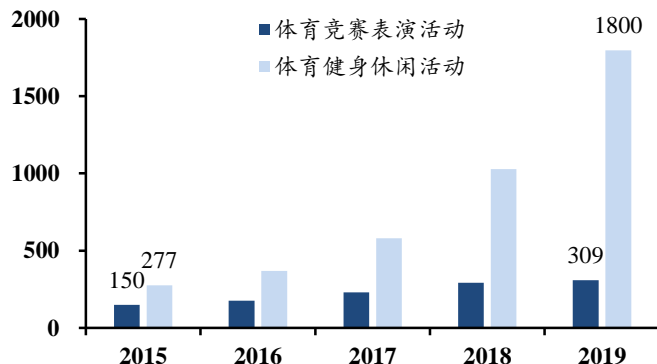
我国一直高度重视国民身体素质和健康状况,自1995年起就出台多项政策鼓励国民加强体育锻炼,提高身体素质。据中国体育总局统计,我国体育竞赛表演活动总产值由2015年的149.5亿元增加至2019年的308.5亿元,年复合增长率为19.85%;体育健身休闲活动总产值由2015年的276.9亿元增加至2019年的1796.6亿元,年复合增长率为59.6%。各类马拉松赛由2011年的22场到2019年的2185场,期间GAGR为77.86%,其中2016年是马拉松赛事爆发期,马拉松总赛事是2015年的9.86倍。

图 30: 马拉松赛事场数 (次)



资料来源: 《2019中国马拉松蓝皮书》, 民生证券研究院

图 31: 体育产业总产出 (亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.3. 空间展望: 天花板与增速拐点何时到来?

2.3.1 中短期: 预计维持双位数增长

在乐观估计下,基于下文所述假设,能量饮料市场规模在2023年达到687亿元,具体测算过程见表1。

➢ **量增:** (1) 预期我国体育产业和电竞市场将继续保持蓬勃发展态势,国民体育锻炼参与度继续提升,考研考公竞争激烈程度只增不减,日益频繁的加班情况短期内得不到改善,

从而推动能量饮料行业的量增，乐观假设下 2020-2023 年人均消费量增速为 12%，保守假设下增速为 9%；(2)参考近几年我国人口增速，假设 2020-2025 年期间人口增速设为 0.3%。

- **价增：**能量饮料价增趋势不明显，但随着新式能量饮料入局，预计能量饮料或出现产品升级趋势，推动行业价格缓慢增长，因此假设 2020-2023 年平均单价增速为 0.5%。

表 1：能量饮料行业空间预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	假设	2021E	2022E	2023E	
量	消费总量 (亿升)	18.37	20.49	23.32	22.07	乐观	26.47	29.73	33.40
		保守	24.08	26.33	28.78				
	人均消费量(升/人)	1.32	1.47	1.67	1.56	乐观	1.87	2.09	2.34
		保守	1.70	1.85	2.02				
	yoy	9.08%	11.04%	13.44%	-6.50%	乐观	12.0%	12.0%	12.0%
		保守	9.0%	9.0%	9.0%				
人口数量 (亿人)	13.86	13.93	13.98	14.12	-	14.16	14.20	14.25	
	yoy	0.56%	0.46%	0.36%	1.02%	-	0.3%	0.3%	0.3%
价	平均单价 (元/升)	19.86	20.15	20.26	20.28	-	20.37	20.47	20.57
	yoy	-3.17%	1.46%	0.57%	0.08%	-	0.5%	0.5%	0.5%
市场规模	销售额 (亿元)	364.73	412.78	472.59	447.58	乐观	539.00	608.52	687.00
		保守	490.45	538.87	592.08				

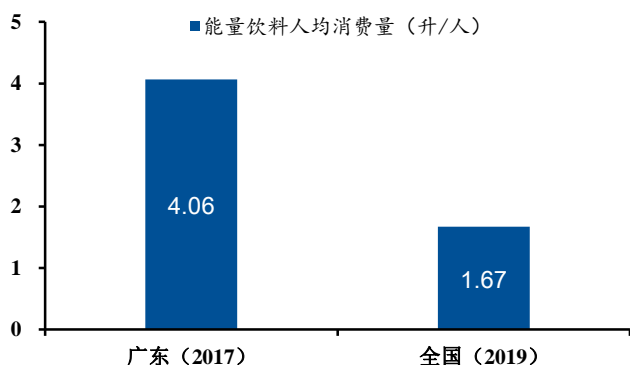
资料来源：民生证券研究院整理

2.3.2 远期：对标海内外，仍有翻倍空间

国内对标：广东为国内饮料人均消费量最高的省份，2017 年人均消费量为 4.06 升/人，相较之下 2019 年全国人均消费量为 1.67 升/人（不考虑 2020 年疫情影响）。若以广东省作为参考标准，国内能量饮料远期空间为 56 亿升，较 2019 年仍有 142% 的增长空间。

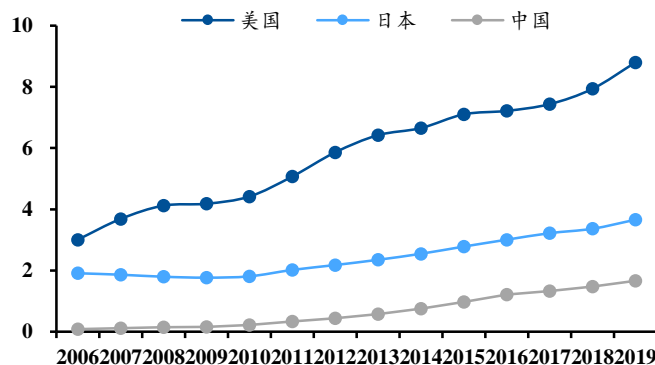
海外对标：剔除疫情影响，2019 年国内能量饮料人均消费量为 1.67 升/人，美国人均消费量（8.8 升/人）是我国的 5.3 倍，消费文化相似的日本人均消费量（3.66 升/人）是我国的 2.2 倍，远期来看还有广阔的成长空间。

图 32：国内能量饮料人均消费量对比



资料来源：欧睿，国家统计局，东鹏饮料公告，民生证券研究院

图 33：中日美能量饮料人均消费量对比 (升/人)



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

3 竞争格局：差异化竞争，预计中短期处于宽松窗口期

我们在本章主要讨论 3 大核心问题：（1）能量饮料竞争格局的决定因素是什么？（2）行业未来竞争趋紧 or 趋缓？（3）红牛商标纠纷对竞争格局的影响？**短期看**，二元市场结构背景下差异化竞争叠加红牛官司纠纷，2016 年以来行业整体竞争格局相对偏松，但结构上是线上降温&线下升温，预计未来中短期偏宽松态势仍将延续。**长期看**，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，参考泰国发展经验，胜出关键仍在于营销与品牌的差异化策略和高费用投入。

3.1. 格局现状：垄断竞争，趋于离散

（1）垄断竞争：国内能量饮料市场呈现典型的垄断竞争格局，CR5 约为 89%，龙头华彬红牛销售规模 230 亿以上（终端零售口径），虽然近年来市占率持续下滑，但仍保持在 50% 以上。第二梯队主要系东鹏、乐虎、体质能量，规模在 30 至 70 亿元左右（终端零售口径），其中东鹏领先优势逐渐显现。

（2）趋于离散：能量饮料具备高成长性，近年来吸引众多厂商进入，导致竞争格局持续发生变化，从此前红牛单寡头垄断逐步向多寡头垄断演变，具体表现为：

A. 品牌数量增加，国内品牌包括伊利、农夫山泉、汤臣倍健，海外品牌包括 monster、奥乐蜜、卡拉宝、M150 均在近年来入局中国市场；

B. 集中度下降，2011-2020 年间，CR1 从 90% 下降至 55%，CR5 从 94% 下降至 89%，原因一方面在于大众市场规模增加，东鹏、乐虎等大众品牌稀释了华彬红牛的份额，另一方面在于新兴高端品牌也对市场造成冲击。

图 34：国内能量饮料品牌市占率变化（销售额口径，2011-2020 年）

序号	品牌	成立/入华年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	市占率趋势
1	华彬红牛	1996年	89.6%	82.1%	79.9%	79.5%	76.5%	71.3%	60.4%	58.6%	53.0%	52.1%	
2	东鹏	1998年	3.9%	4.7%	4.7%	4.8%	5.3%	8.8%	11.2%	10.5%	12.9%	15.4%	
3	乐虎	2013年	-	-	3.1%	5.0%	7.3%	8.2%	10.2%	10.3%	9.6%	9.2%	
4	体质能量	2014年	-	-	-	2.5%	3.9%	4.9%	6.5%	6.4%	6.1%	6.0%	
5	战马	2017年	-	-	-	-	-	-	2.8%	3.2%	4.5%	2.9%	
6	XS	2017年	-	-	-	-	-	-	1.8%	3.4%	2.8%	2.6%	
7	Monster	2017年	-	-	-	-	-	-	0.2%	0.3%	0.8%	0.9%	
8	日加满	2013年	-	-	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%	
9	黑卡	2013年	-	-	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
10	启力	2011年	-	7.1%	7.2%	2.3%	1.1%	0.7%	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%	
11	奥地利红牛	2014年	-	-	-	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	
12	红牛安奈吉	2018年	-	-	-	-	-	-	-	-	2.6%	2.8%	

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

注：红色字体代表高端品牌，蓝色字体代表大众品牌

3.2. 竞争复盘：从寡头垄断到垄断竞争，红牛主导行业竞争格局

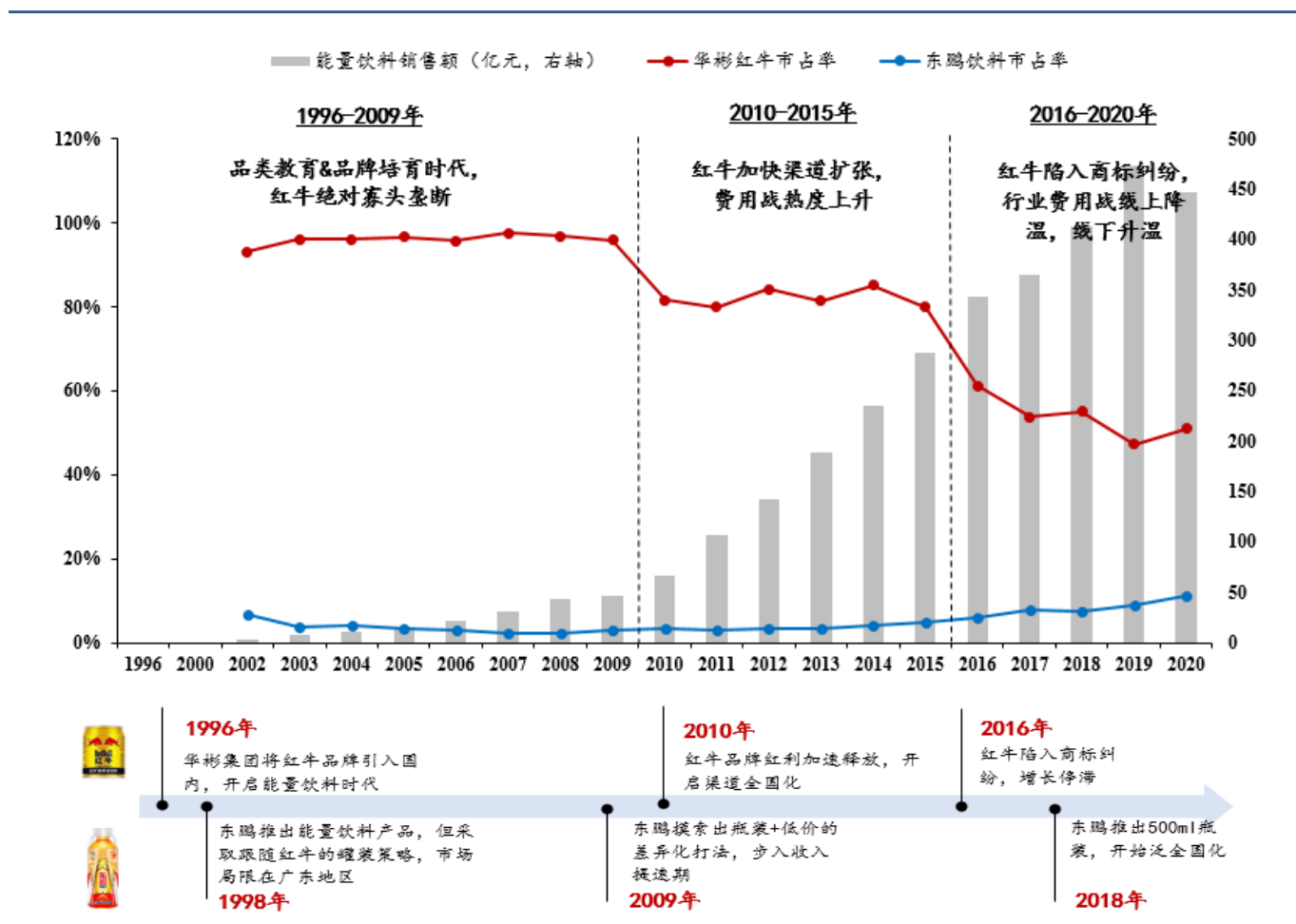
“红牛-东鹏”视角+三因素框架分析：我们沿着“红牛-东鹏”视角对行业竞争格局进行复盘，同时在三因素框架（景气度、成本、龙头策略）下将行业演变梳理为3个阶段，发现各阶段竞争环境、龙头策略差异较大，决定竞争松紧度各有不同。

表 2：三因素框架下能量饮料不同竞争阶段特征

特征	1996-2009 年	2010-2015 年	2016-2020 年
景气度	CAGR=61%	CAGR=35%	CAGR=10%
成本	包材、白糖价格上行	包材、白糖价格下行	包材、糖类价格震荡
龙头策略	品牌培育期，费用投入大	渠道扩张期，费用投入大	红牛商标纠纷，整体费用投入下降，线上降温，线下升温
竞争格局	宽松	偏紧	宽松
核心矛盾	红牛品类培育&品牌教育，其他品牌同质化模仿红牛但品牌力又被封锁	红牛渠道铺设配合全国化，大众品牌差异化策略+渠道下沉	红牛商标纠纷引起混乱，高端品四牛之争，大众品东鹏天时+地利突围

资料来源：民生证券研究院整理

图 35：红牛-东鹏视角下能量饮料行业发展阶段划分



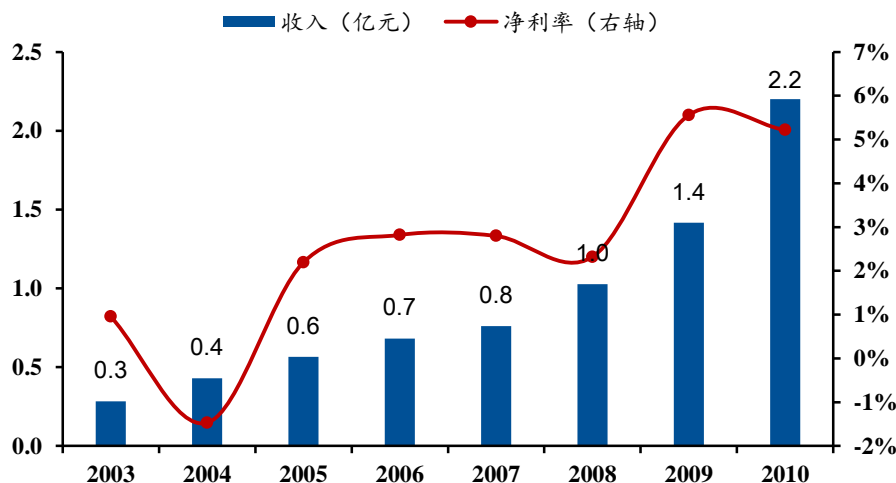
资料来源：东鹏饮料公司公告，Euromonitor，《东鹏特饮的营销战略分析》，民生证券研究院

3.2.1. 阶段一（1996-2009）：红牛寡头垄断，东鹏区域摸索

红牛绝对寡头垄断，通过品类教育形成品牌封锁，东鹏在广东地区仍处于产品摸索期。1996年，华彬集团将红牛引入中国，国内能量饮料行业开始从无到有。在后续十年时间中，华彬投入巨额销售费用，“红牛”品牌成为品类代名词，形成品牌封锁。这一时期红牛拥有绝对优势地位，东鹏等其他竞争者规模较小，大部分采取跟随红牛的产品策略，包装、品牌、口号全方位模仿，还未探索出属于自己的差异化打法。

由于红牛收入占行业绝大部分（占比最高达90%以上），因此其竞争策略直接决定这一阶段行业竞争格局，相较之下东鹏、体质能量等其他品牌体量较小（2009年东鹏饮料能量饮料规模约5000万），对竞争格局无法造成较大影响。

图 36：2003-2010 年间东鹏饮料收入快速增长，净利率持续改善



资料来源：《东鹏特饮的营销战略分析》，民生证券研究院

注：东鹏饮料收入包含菊花茶、冬瓜茶等其他品类

3.2.2. 阶段二（2010-2015）：红牛加快渠道扩张，费用战热度上升，东鹏找准差异化策略

行业步入渠道竞争时代，费用战热度上升。行业高景气度吸引众多新玩家进入，高端 VS 大众的市场结构初步形成。高端市场中红牛通过十余年高费用投入形成品牌封锁，格局十分稳固，表现为启力、东鹏冲击红牛价格带失败，三因素具体展开：

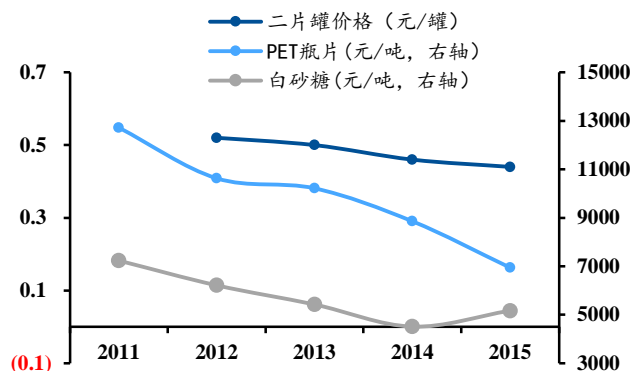
(1) 景气度：渗透率提升驱动行业放量扩容，终端销售额 CAGR 为 35%，同时市场规模扩张到 100 亿元，足以吸引众多外来竞争者。

(2) 成本端：能量饮料主要成本来自白糖与瓶胚（2020 年占东鹏成本约 50%），2010-2015 年，白砂糖、两片罐、PET 瓶价格均步入长期下行通道，给下游饮料企业带来较为丰厚的利润空间，足以支撑各饮料企业展开积极的费用扩张战。

(3) 费用端（龙头策略）：华彬红牛开启全国化扩张+渠道下沉，以费用扩张战略加以配合，仍是行业费用投放的主要来源，但其费用结构出现一些变化，线下渠道费用权重有所提升，以支撑全国化布局与应对日渐激烈的竞争。相较之下，东鹏因其品牌调性定位大众市场，费用更多向线下倾斜，大面积开展抽奖活动、户外广告、店招等。

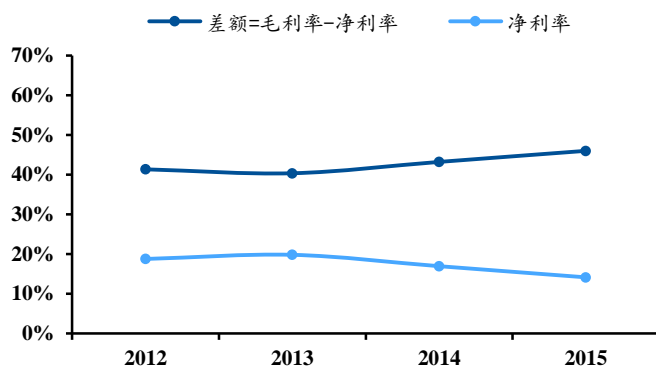
综上所述，这一阶段行业发展仍保持快速增长但竞争格局整体略“趋紧”：行业高增长和规模效应（市场体量达到 100 亿元）吸引众多玩家，高端 VS 大众的市场结构初步形成，高端市场新品牌包括 XS、Monster、启力、日加满，大众市场新品牌包括乐虎、体质能量。

图 37：能量饮料原料、包材价格步入长期下降通道



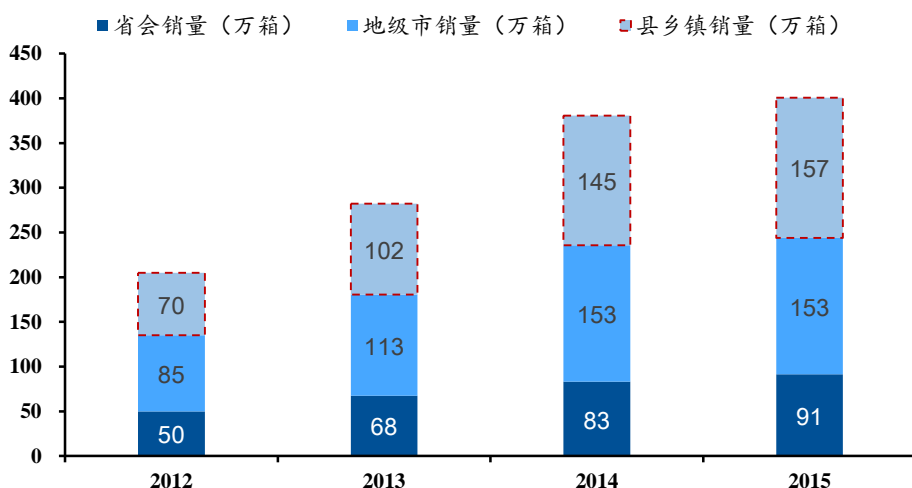
资料来源：宝钢包装公司公告，wind，民生证券研究院

图 38：华彬扩大费用投放力度，毛利率与净利率差额扩大



资料来源：《R 饮料公司战略转型研究》，民生证券研究院

图 39：2012-2015 年华彬红牛辽宁地区主要增量来自县乡镇市场



资料来源：《红牛功能饮料辽宁地区营销策略研究》，民生证券研究院

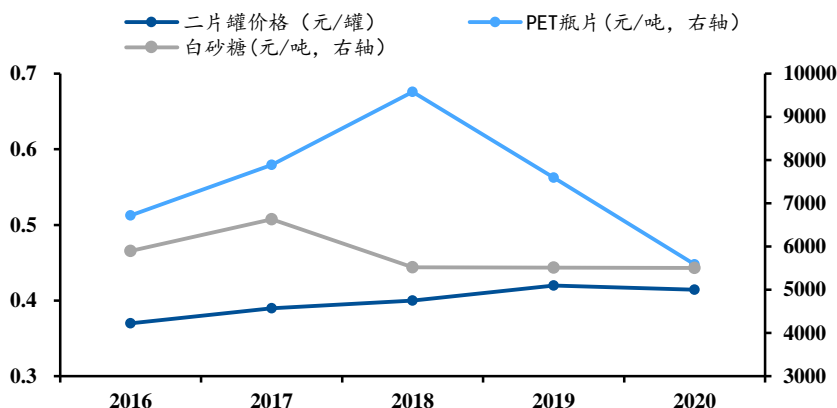
3.2.3. 阶段三（2016-2020）：红牛商标纠纷，竞争整体宽松，线上降温&线下升温

相较于此前，我们认为 2016 年之后行业进入一个对大众品牌较为友好的状态，即商标纠纷导致华彬红牛收缩线上费用投放，上游成本压力在可控范围之内，叠加必选消费品需求处于旺盛态势，行业处于竞争宽松期，盈利明显改善，红牛、东鹏净利率在 2016-2020 年间均有提升。

(1) 景气度：行业整体因红牛发展停滞（商标纠纷）而增速放缓，终端销售额 CAGR 为 10%，但大众市场由于下沉空间较大仍然保持较高双位数增长，CAGR 为 33%。

(2) 成本端：包材、白砂糖价格维持区间震荡态势，其中 2016-2018 年略有上升，2018-2020 年有所回落，总体成本压力不大。

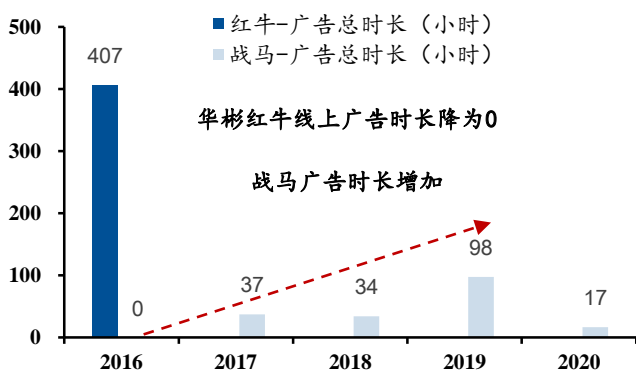
图 40：2016 年之后能量饮料原料、包材价格维持区间震荡态势



资料来源：宝钢包装公司公告，wind，民生证券研究院

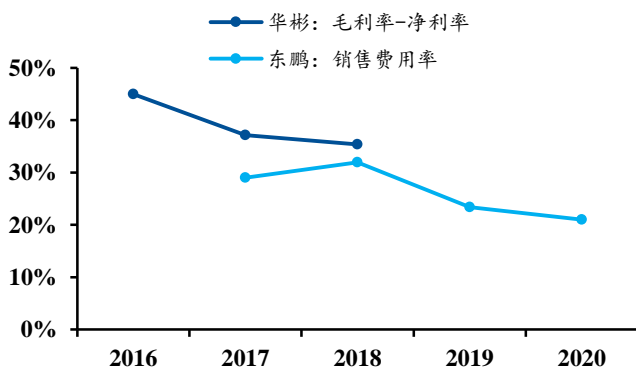
(3) 费用端 (龙头策略)：商标纠纷导致华彬红牛无法投放广告，部分线上费用向战马倾斜，总体费用投入明显减少，行业费用战热度下降。此外，东鹏逐渐冲出第二阵营，配合广告、促销高频投入，销售费用率在 2017-2018 年处于高位，但受益于行业竞争热度下降，2019-2020 年也有所回落。

图 41：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

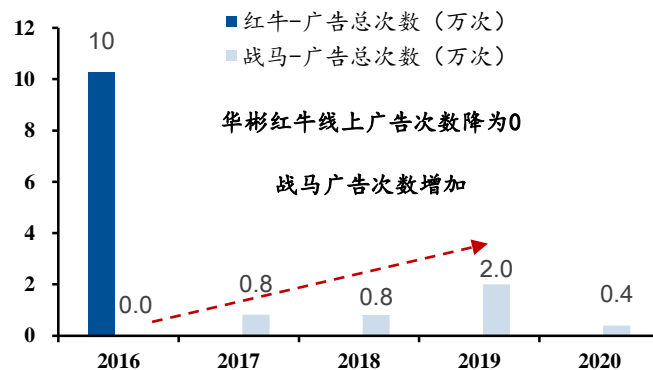
图 43：华彬、东鹏在 2016-2020 年间费用率下降



资料来源：中国知网，东鹏饮料公司公告，民生证券研究院

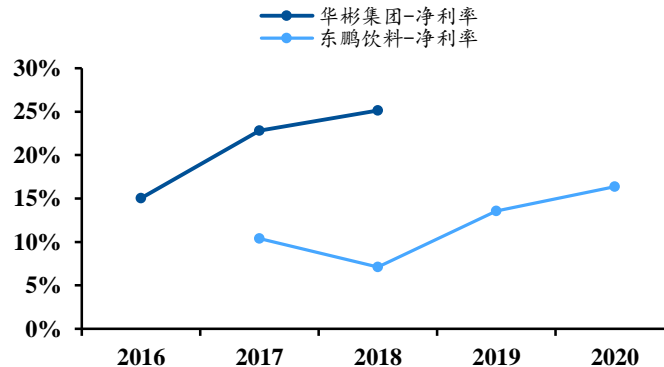
行业竞争手段出现较大变化，费用战线上降温但线下升温。线下方面，华彬的红牛维生素、天丝的红牛风味、东鹏特饮、体质能量、乐虎、战马均展开了激烈的促销活动，包括主要

图 42：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 44：华彬、东鹏在 2016-2020 年净利率呈现上升趋势



资料来源：中国知网，东鹏饮料公司公告，民生证券研究院

面对个人消费者的“一元换购/再来一罐”，主要面向夫妻店主、便利店老板的“扫码红包”。

图 45：能量饮料各大品牌均加大了线下费用投放力度

品牌	公司	一元换购/再来一罐	扫码红包
-	-	<p>活动详情：购买产品后拉环（瓶盖）印有“1元畅享”，即加1元换购1罐（瓶）饮料。</p> <p>活动详情：购买产品后拉环印有“再来一罐”，即可免费兑换一罐饮料。</p> <p>参与者：以C端消费者为主。</p>	<p>活动详情：通过微信扫描箱内二维码即有机会获得现金红包。</p> <p>参与者：以夫妻店、便利店老板为主。</p>
红牛维生素功能饮料	华彬		
红牛维生素风味饮料	天丝		
东鹏特饮	东鹏		
体质能量	中沃		
乐虎	达利		-
战马	华彬		-

资料来源：民生证券研究院整理

3.2.4. 小结：行业竞争格局的规律

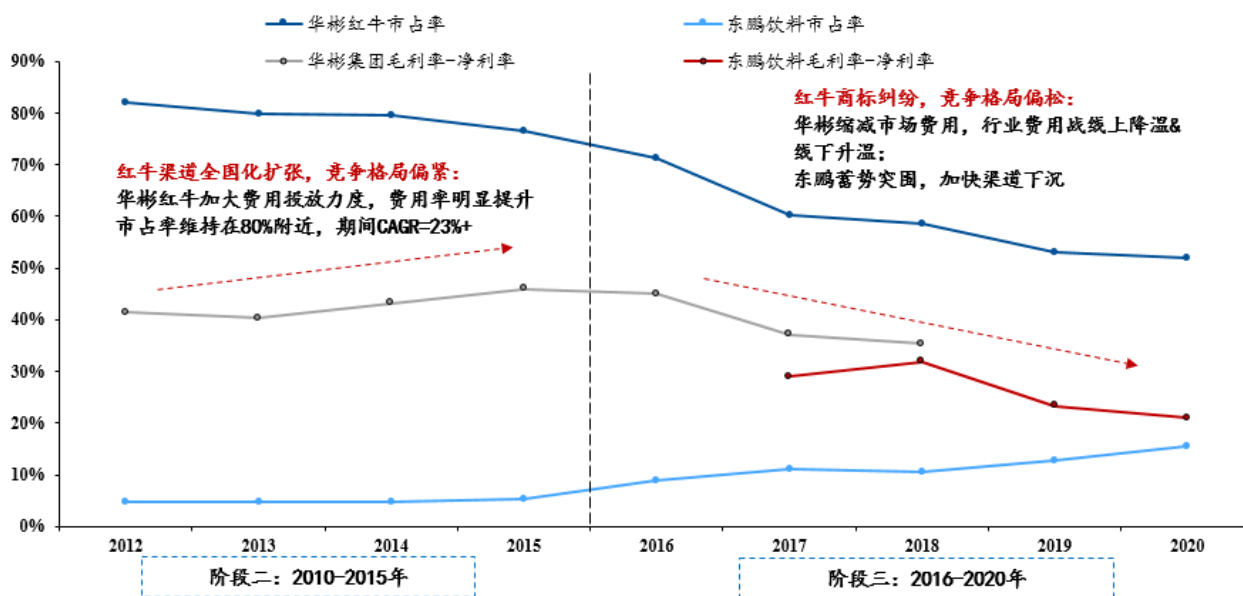
综上，我们对上文分析内容进行总结，织出一幅能量饮料竞争格局演变全景图：

（1）1996-2009 年，华彬红牛寡头垄断，其竞争策略直接决定这一阶段行业竞争格局，相较之下东鹏、体质能量等其他品牌体量较小，对竞争格局无法造成较大影响。

（2）2010-2015 年，行业快速扩容背景下竞争略紧张：华彬红牛延续行业主导地位，通过十年品牌积累后开启渠道全国扩张下沉之路，以费用扩张战略加以配合，行业费用战明显升温。东鹏在广东地区也投入较多费用，加快渠道下沉与裂变。

(3) 2016-2020年，竞争显著宽松，线上降温&线下升温：2016-2018年，华彬因红牛商标纠纷无法在线上投放广告，行业费用战热度有所下降；2018年之后，红牛安奈吉、红牛风味入市，华彬为反击而将线上费用投放重心逐步转移至地面，即线上费用战显著降温，线下费用战升温明显。

图 46：能量饮料竞争格局复盘总结（2012-2020年）



资料来源：东鹏饮料公司公告，Euromonitor,《R 饮料公司战略转型研究》，民生证券研究院

此外，我们根据竞争复盘，总结出关于行业竞争格局的4点思考：

A. 格局趋于离散：能量饮料具备高成长性，近年来吸引较多厂商进入，竞争格局趋于离散，从寡头垄断到垄断竞争，表现为行业品牌数量增加及集中度下降。

B. 红牛策略决定竞争松紧度：红牛是能量饮料的代名词，其费用投入力度决定了行业营销战的热度，虽然不会直接影响大众品牌的需求景气度，但会间接导致大众品牌跟随费用投入。

C. 费用战贯穿行业发展：营销高举高打与费用战是贯穿行业竞争格局的关键因素。

D. 不可能三角：由于企业早期规模限制，存在“产品-品牌-渠道”的不可能三角，高端定位下红牛是先塑造品牌力再提升渠道力（品牌拉力型企业），大众定位下东鹏是先塑造渠道力再提升品牌力（渠道推力型企业）。

3.3. 格局推演：商标纠纷使行业中短期处于宽松窗口期，但预计宽松格局难以长期维持

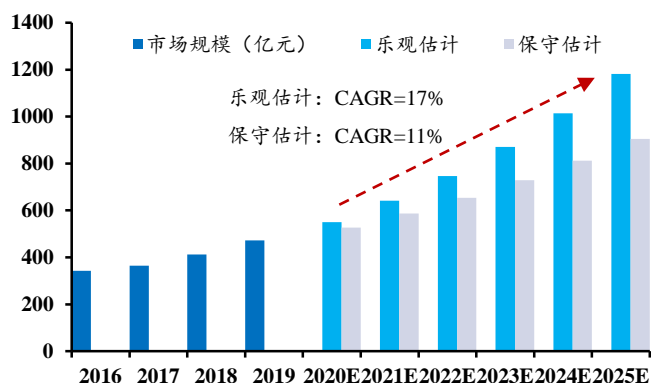
承接上文的竞争复盘，我们仍然沿用中观层面的景气度、上游成本、龙头策略三因素框架，同时微观层面重点分析红牛商标纠纷、外来竞争者实力&策略，预计中短期行业将处于整体较为宽松的窗口期，但这种宽松格局难以长期维持。当然，我们认为在当下行业酝酿大变局的中继期，东鹏等品牌将存在加速渠道扩张及下沉以及开始逐步加码高端的两大机遇。

3.3.1. 中观：需求高景气+成本压力可控，利润空间有保障

景气度，预计延续旺盛态势。行业正处于渗透率高速提升阶段，随着体育产业和电竞市场将继续保持蓬勃发展态势，考研考公竞争热度只增不减，日益频繁的加班情况短期内得不到改善，预计能量饮料市场规模将在2025年突破千亿，未来5年复合增速落在11%-17%区间。

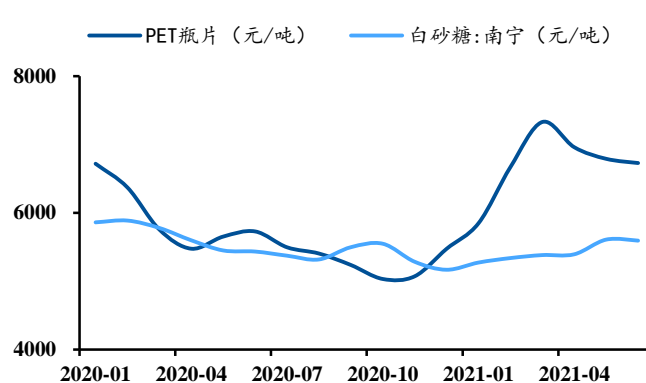
成本端，预计仍在可控范围。**白砂糖：**价格目前处于底部，判断2021年将步入缓慢上涨通道，主要系供给减少：(1)内糖，甘蔗收购价下调叠加种植成本攀升，利润缩水，国内糖产量或将稳中有降；(2)外糖，巴西甘蔗种植面积连年下滑，印度受干旱天气影响，糖产量大幅减少。**包材：**受疫情冲击，PET塑料瓶价格在20Q1大幅下跌，但也形成低基数，2021年包材价格快速上行，但相较于2020年之前仍处于价格可控范围内。

图 47：预计能量饮料行业延续较高景气度



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 48：2021 年白糖与包材价格变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.3.2. 微观：商标之争胶着期，战马冲击大众市场，天丝冲击高端市场

最新进展：“红牛”商标所有权归属天丝，但使用权年限仍不明确。2016年，泰国天丝起诉华彬商标侵权与不正当竞争。2020年12月，最高人民法院终审判决“红牛系列商标”所有权归泰国天丝所有，但对于华彬所有的商标使用权年限判定仍不明确（20年/50年）。最高法判决在国内民事诉讼体例中具有示范效果，同时数据统计显示，对最高法抗诉的成功率极低。

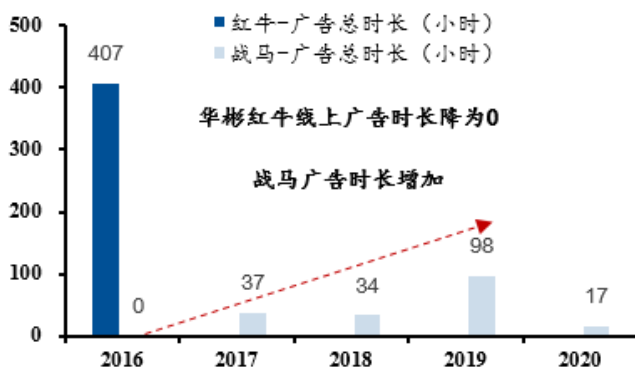
官司展望：预计使用权之争持续胶着，华彬红牛市场份额、品牌力、渠道力持续退化。(1) 无法广告推广：使用权尚无定论之前，华彬不能以任何线上线下形式做广告推广，对红牛的市场拓展非常不利；(2) 超市下架产品：天丝上诉部分连锁超市与经销商，北京华联、昆仑好客、华夏糖酒等为避免承担法律风险，逐渐下架华彬红牛产品。

华彬对策：部分费用转向线下，同时加快扶持战马冲击大众市场格局。由于商标纠纷，

华彬加快扶持“战马”品牌，一方面将红牛的线上费用部分转移到战马，另一方面在线下经销商中将红牛与战马绑定销售。战马定位偏大众，未来不排除华彬丧失红牛商标使用权的情况，则战马大概率全面承接红牛资源，形成新一轮的费用战，大概率会对东鹏等品牌造成直接冲击。

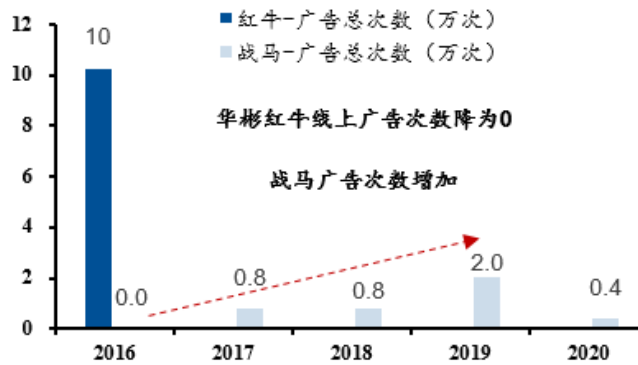
泰国天丝：“红牛风味饮料”、“红牛安奈吉”冲击高端市场格局。两款产品在定价、品牌形象上和红牛维生素完全趋同，因此更多是冲击华彬存量市场份额。在当前官司仍胶着情况下，预计短期风味和安奈吉对华彬冲击相对有限。但若华彬全面失利，风味与安奈吉将继续“红牛”正统身份，其各自的运营商也将全面发力，收割华彬的存量市场份额。不过，我们认为这对于国内厂商也将是一个重要的切入或加码高端市场的黄金机会。因此，结合此前我们对“战马”的判断，若华彬全面失利，对于国内厂商来说将是危与机并存，但我们认为是机大于危。

图 49：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 50：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

3.3.3. 微观：新品牌加速进场，对局部战场有所扰动

2020年以来，行业出现较多新品牌，包括外星人、即可闪耀、好客之力，但我们认为其竞争力相对有限，更多是扰动局部战场。此外，奥地利红牛2021年在内地市场由百威经销，但受制于其15元的高定价，消费场景集中在夜场等特殊渠道，预计对市场格局冲击将极其有限。

表 3：2017 年之后新推出的能量饮料品牌

品牌	公司	推出时间	卖点
REVIVE 唤醒	统一	2016 年	植物成分
XS	安利	2017 年	维生素 B2 含量高、0 糖
燃力士	摄氏饮料	2017 年	0 糖、0 热量、0 脂、轻运动
够燃	统一	2017 年	植物成分、不添加牛磺酸、合成色素、防腐剂
唤醒源	伊利	2018 年	—
Buff	霸服	2018 年	电竞
豹发力	盼盼	2019 年	0 蔗糖、0 脂、植物
外星人	元气森林	2020 年	0 糖
即刻闪耀	新希望	2020 年	植物元素、女性
焕神	统一	2020 年	0 蔗糖、0 卡
BIG BUFF	新希望	2021 年	植物元素、0 蔗糖
好客之力	中石油	2021 年	中石油便利店

资料来源：民生证券研究院整理

4 公司比较：能量饮料五大品牌多维度剖析

华彬红牛优势在于品牌力与渠道力，全国范围内具备领导地位；东鹏优势在于产品力和线下营销，渠道在广东具有明显优势；乐虎曾凭借达利的渠道资源快速扩张，但近期价盘混乱导致渠道利润受损，市场份额下滑；体质能量优势在于产品与渠道，在中原具备地域优势，但品牌力制约其全国扩张；战马虽背靠华彬，但定位与打法出现一定偏差，表现暂不尽人意。

4.1 产品比较：同质中寻求差异化，大单品战略 VS 多元矩阵

(1) 同质化&差异化：尽管能量饮料在口味、使用价值方面高度同质化，但国内品牌为突破红牛的产品封锁，在包装、价格方面形成差异化。红牛聚焦高端市场，二片罐+明黄色外观深入人心，封锁 6 元/250ml 高端核心价格带；东鹏、体质能量、乐虎、战马聚焦大众市场，PET 瓶装+扩大容量形成差异化外观，同时在红牛价格带以下广阔空间开辟新战场。

(2) 产品策略：大单品 VS 多元矩阵。红牛践行大单品思路，250ml 铁罐产品贡献绝大部分收入，历史上仅尝试过强化型、无糖型、纤体型三款新品；东鹏、乐虎、战马同样以大单品为主，其中东鹏在 2009 年之前 50% 以上收入由九制陈皮、菊花茶等其他品类贡献，但此后战略聚焦于 PET 瓶装东鹏特饮；体质能量形成多元矩阵，在包装上延展为 PET 瓶装、玻璃瓶装、金罐装，在口味上裂变为含气、果味、咖啡混合。

(3) 产品能力排序：从 SKU 数量与产品推新速度，体质能量>东鹏>红牛~乐虎~战马。

图 51：五大能量饮料品牌的产品比较

企业	产品	单瓶容量 (ml)	单价(元/L)	产品图片
华彬集团 (1995年)	红牛	250	20.0	
东鹏饮料 (1998年)	东鹏特饮 (瓶装1)	500	11.6	
	东鹏特饮 (瓶装2)	250	9.2	
	东鹏特饮 (盒装)	250	7.2	
	东鹏特饮 (罐装)	250	11.1	
河南中沃 (1999年)	体质能量 (罐装)	250	22.4	
	体质能量 (罐装)	330	-	
	体质能量 (瓶装)	600	6.7	
	体质能量 (玻璃瓶)	180	-	
	体质能量 (咖啡口味)	368	-	
	体质能量维生素饮料	580	6.2	
乐虎 (2013年)	乐虎(PET瓶)	380	10.5	
	乐虎(罐装)	250	16.6	
华彬集团 (2016年)	战马(罐装)	310	19.0	
	战马(瓶装)	400	7.5	

资料来源：民生证券研究院整理

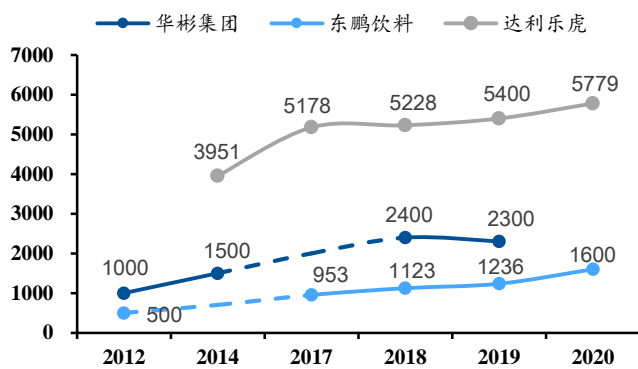
4.2 渠道比较：华彬“联销体”，东鹏渠道精耕

由于红牛、战马均系华彬旗下产品，共享渠道资源，因此在经销商数量、渠道结构比较分析时统一为华彬集团。

(1) 终端网点数量：华彬>乐虎>东鹏

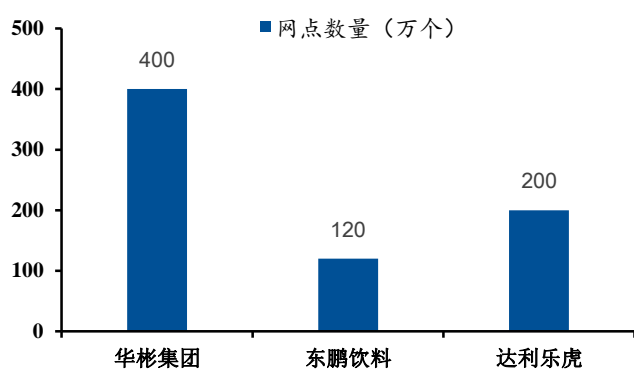
从经销商数量来看，华彬拥有 2300+家（2018 年），达利乐虎拥有 5779 家（2020 年），东鹏拥有 1600 家（2020 年）。从销售网点来看，华彬拥有 400+万个网点，达利乐虎拥有 200 万个，东鹏拥有 120 万个（数据时间均同前）。总体看，华彬销售网点远高于乐虎、东鹏，充分说明其“品类代名词”在市场拥有高度渗透率。实际上，达利乐虎虽然经销商数量、收入体量均优于华彬，但其渠道重传统流通而轻现代，尤其在大 KA 产品渗透率较低，这也是其终端网点少于华彬的重要原因。

图 52：能量饮料三大品牌经销商数量（家）



资料来源：各公司公告，中国知网，民生证券研究院
注：虚线表示拟合趋势

图 53：能量饮料三大品牌终端网点数量



资料来源：各公司公告，中国知网，民生证券研究院
注：东鹏、乐虎均为 2020 年数据，华彬为 2018 年数据

(2) 渠道结构：华彬联销体，乐虎扁平化，东鹏、体质能量精耕

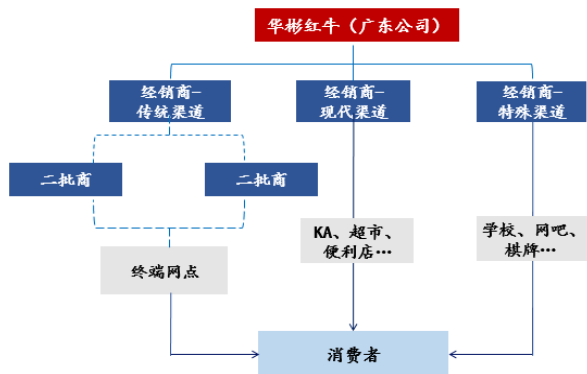
A. 华彬集团“联销体”制度，采用联销体配合区域销售团队终端推广的方式，一方面通过渠道价格体系给予经销商逐级保障的利润空间，吸引优质的经销商，稳定营销体系。另一方面，终端推广执行力强的销售团队，业务员配合经销商开发的市场帮经销商跑终端销售业务。

B. 东鹏饮料精耕+大商，经销商类似“配送商”。核心市场采取精耕模式，全力提升市占率；其他区域主要采取大流通模式，通过实力强大的经销商快速开拓空白市场。此外，公司近年来组建邮差体系，部分替代二批商，加强了渠道下沉深度。

C. 达利乐虎渠道扁平，经销商承担市场费用。在不同城市依据市场规模设立不同数量的一级二级经销商，保障每个区域都有涉及，提高覆盖面和渗透度，同时在每个地级市、区和县、服务终端网点都相应设置城市经理、主管和业务代表，对经销商进行管理。

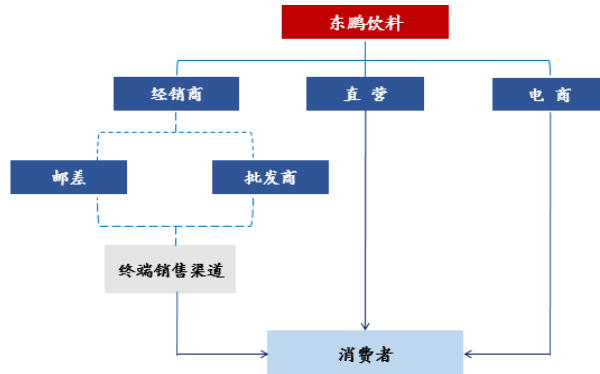
D. 体质能量渠道精耕，经销商承担市场费用。全面实行大区经理+区域经理制，要求销售更加深入一线，更加细化，精确指导，“一户一时一品一策”及时帮助经销商销售下沉。

图 54：华彬红牛渠道结构



资料来源：中国知网，民生证券研究院

图 55：东鹏饮料渠道结构



资料来源：东鹏饮料公司公告，民生证券研究院

(3) 渠道利润：东鹏~体质能量 > 红牛~乐虎

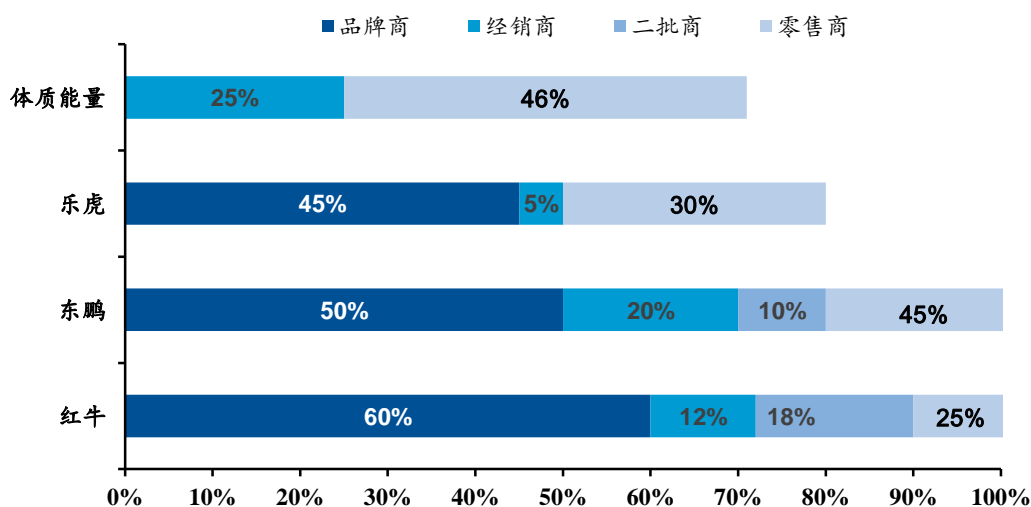
华彬红牛：品牌拉动型企业，品牌商毛利率最高，经销商与零售商毛利率偏低，主要系红牛品牌溢价，在终端作为硬通货可以为其他产品引流。

东鹏饮料：渠道推动型企业，经销商、零售商毛利率偏高，产品品牌力有限，公司处于快速扩张阶段，策略主要系让利渠道终端来拉动销售。

达利乐虎：渠道推动型企业，经销商、零售商毛利率偏低，主要系公司此前价盘混乱导致。

体质能量：渠道推动型企业，经销商、零售商毛利率偏高，公司策略主要系让利渠道终端来拉动销售。

图 56：能量饮料品牌渠道各个层级毛利率比较



资料来源：《广州红牛营销渠道冲突管理研究》，草根调研，民生证券研究院

(4) 渠道能力排序：华彬（红牛&战马） > 东鹏~乐虎~体质能量。

4.3 品牌比较：华彬红牛>东鹏>乐虎~战马>体质能量

(1) **红牛：高端定位，品牌调性较高，线上线下载并举。**红牛的品牌力毋庸置疑，已成为能量饮料的品类代名词，主要得益于长达二十年的资源投入。

(2) **东鹏：大众定位，营销前期重线下，后期线上与线下并举。**大众产品定位，线下是公司极为重视的营销领域，抽奖、户外广告、车体广告帮助公司在广东拉动终端销售并建立群众影响力。但品牌在全国影响力较弱，因此公司后期逐渐重视线上广告宣传，2013年签约谢霆锋作为代言人，2014-2019年间通过卫视广告、电视剧植入实现品牌高频率触达，同时与俄罗斯世界杯合作，逐渐扩大品牌国际影响力。

(3) **乐虎：大众定位，渠道力远大于品牌力。**乐虎收入体量尽管与东鹏接近，但主要得益于背后达利集团的渠道效应，实际上乐虎在费用投入与品牌影响力上均不及东鹏。我们梳理后发现乐虎的广告投放主要集中在体育赛事、线上广告，在线下的资源投入明显不足。

(4) **体质能量：大众定位，营销重线下而轻线上。**费用投入主要集中在线下，且线下打法与东鹏高度相似，均采用抽奖、买赠、车体广告等手段。

(5) **战马：新潮+年轻定位，品牌力仍在塑造，难以借力红牛品牌红利。**作为华彬第二支能量饮料产品，战马在品牌定位上与红牛有所不同，更偏向年轻化群体，因此在广告宣传上大部分投向线上综艺、电竞赛事。

品牌力排序：根据费用投入与定性考量，红牛>东鹏~乐虎~战马>体质能量。

图 57：红牛、东鹏、乐虎在品牌方面的营销措施（线下）

	东鹏	红牛	乐虎
体育和电竞赛事赞助	电竞：2018年与英雄联盟RNG战队达成三年合作关系； 足球 ：2017年ICC国际冠军杯赛中国站、18年赞助中超联赛、2018俄罗斯世界杯中赞助葡萄牙国家足球队； 赛车 ：CEC中国汽车耐力锦标赛；其他：世界无人机锦标赛；	篮球 ：NBA美国职业篮球联盟中国大陆签约战略合作伙伴； 足球 ：2017年前为中超联赛官方合作伙伴； 羽毛球 ：羽毛球赛“红牛羽林争霸赛”； 赛车 ：红牛漂移大赛； 其他 ：铁人三项赛、红牛翼装飞行世锦赛、世界单板滑雪巡回赛中国站“红牛南山公开赛”	篮球 ：2013年CBA联赛官方供应商、2019年FIBA篮球世界杯； 赛车 ：2017年国际汽联F4中国锦标赛、乐虎中国方程式大奖赛、2017与2018年赛季漂移活动； 足球 ：2018国际足球俱乐部超级杯赞助商； 电竞 ：2018 TGA大奖赛
音乐节		赞助各类音乐节，从2010年开始推出“红牛新能量音乐计划”	
线下户外广告	主要在2019年投放于公交、候车亭、T牌、墙体、地铁、高铁、美国站点	公交站	
地面推广	工厂、大学城、写字楼、加油站、美国站点	高校、俱乐部、酒吧、音乐会、沙滩、高速公路服务区、大型颁奖典礼	
公益活动	援滇医疗、一线劳动者群体新年回家、物流从业者	高考考生	高考公益行动

资料来源：民生证券研究院整理

图 58：红牛、东鹏、乐虎在品牌方面的营销措施（线上）

	东鹏	红牛	乐虎
代言人	谢霆锋 	周震南、希林娜依·高 	
电视广告	央视、湖南卫视、广东卫视等；2013年“累了，喝东鹏特饮”、2017年改为“年轻就要醒着拼！” 	央视、湖南卫视、广东卫视、江苏卫视、浙江卫视等；“困了、累了，喝红牛！”、“提神醒脑，补充体力”，2014年后改为“红牛，你的能量超乎你想象” 	“乐虎，释放你的能量”、“喝乐虎激发正能量”、“喝乐虎提神抗疲劳” 
综艺赞助	以湖南卫视、热门流量节目为主：《偶像来了》、《我想和你唱》、《我家小两口》、《天天向上》、《极限挑战第三季》、《极速前进》、《中国达人秀》、《中国梦想秀》、《欢乐喜剧人》等 	以竞技、闯关、益智类综艺为主：《最强大脑》、《极限挑战》(第二季)、《全能星战》、《一站到底》、《芝麻开门》、《红牛星剧社》、《笑傲江湖》、《两天一夜》等 	赞助《奔跑吧》、《中国新歌声2》、旅行探险综艺节目《地球之极·侣行》 
影视植入	以大IP和热门流量影视为主：《老九门》、《旋风少女》、《微微一笑很倾城》、《三生三世十里桃花》、《亲爱的热爱的》、《欢乐颂》、《人民的名义》、《唐人街探案》、《盗墓笔记重启》、《安家》、《爱情公寓》、《猎狐》 	2010年红牛对《让子弹飞》价值5000万的赞助额度创下了华语电影单家赞助之最、《007大破天幕杀机》上海取景的场景中植入广告、《变形金刚4》、《小时代3》、《杉杉来了》、《不一样的美男子》、《盗墓笔记》、《暗行者》 	《外科风云》、《白夜追凶》、《那年花开月正圆》、《破冰行动》等热播剧 

资料来源：民生证券研究院整理

5 投资建议：建议关注“东鹏饮料”与“养元饮品”

5.1 东鹏饮料：差异化策略叠加渠道下沉，竞争力持续强化

产能扩张强化规模优势，夯实成长基础。募投项目有效扩张现有产能，生产基地建设稳步推进。公司募投项目中华南生产基地、南宁生产基地和重庆西彭生产基地项目均意在扩充产能。目前，公司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。华南生产基地以及南宁生产基地二期项目的建设，有利于缓解公司产能瓶颈，提高供货能力。面对极具发展潜力的中西部市场，公司计划建设重庆西彭生产基地，加大对中西部市场的投入，缩短在中西部地区的服务半径，降低运输费用，完善全国产能布局。

品类开拓及渠道扩张同步推进，主业竞争力有望进一步强化。公司将利用 IPO 募资新建研发中心，持续提升产品质量控制技术及工艺，完善产品质量安全控制体系，增强产品竞争力。同时公司积极完善营销网络和渠道建设。公司拟投入 IPO 资金用于营销网络升级及品牌推广项目。营销网点升级上，公司将建设华南、华东等多个营销大区、服务处和事业部办公场所，通过加强营销服务网点建设进一步实现产品营销和服务的本地化。渠道建设上，公司将加大对各传统渠道和特通/现代渠道的冰柜投放，积极促进销售渠道进一步下沉。品牌建设上，公司将通过电视、互联网以及户外广告等形式，加大品牌推广力度。

盈利预测及投资建议：预计 2021-2023 年公司实现收入 70.51/93.14/117.55 亿元，同比 +42.2%/+32.1%/+26.2%；实现归母净利润 11.35/15.52/19.34 亿元，同比 +39.8%/+36.7%/+24.7%，对应 EPS 为 2.84/3.88/4.84 元，目前股价对应 PE 为 94/69/55X，估值高于中信非乳饮料板块 2021 年 43X（Wind 一致预期，算术平均法）。我们认为 IPO 募投项目建成投产后公司产能、产品、渠道等方面将得到全方位强化，中长期成长性良好，给予“推荐”评级。

5.2 养元饮品：红牛安奈吉长期成长空间值得期待

引入红牛安奈吉培养中期第二增长曲线。养元孙公司鹰潭智慧健饮品有限公司于 20H2 获得红牛安奈吉饮料系列产品经销商资质，在长江以北地区全渠道进行独家经销。红牛安奈吉由泰国天丝医药保健有限公司授权广州曜能量饮料有限公司负责国内运营，广州曜能量授权曜尊饮料（上海）有限公司进行销售。目前国内在售的红牛产品（黄罐）有三款，分别为红牛维生素功能饮料（华彬）、红牛维生素风味饮料（泰国天丝）及公司获得经销权的红牛安奈吉饮料，市占率分别为 85%/10%/5%。占 90% 份额以上的华彬红牛及天丝风味强势区域均为华南和华东，北方市场为相对弱势市场。我们认为双方合作将有望实现共赢。一方面，安奈吉将借助养元在北方强大的分销网络实施快速扩张；另一方面，养元也将借助安奈吉进一步增强产品布局、强化经销体系尤其是上线城市经销商盈利能力，有利于持续加固厂商关系，同时也能够在一定程度上缓解核心业务短期增长乏力的困局，培养中期第二增长曲线。

安奈吉短期贡献有限，看长期成长空间仍值得期待。据安奈吉核心供应商昇兴股份披露，其中山、成都、西安三大生产基地合计制罐产能 10 亿罐，灌装能力 7 亿罐（安奈吉另有部分灌装由紫江提供），满产产值折合销售口径约 60 亿元。自 2019 年 5 月推出以来，安奈吉基本

完成第一轮铺货，2019 年实现终端口径收入超 15 亿元（折合约 2.5 亿+罐）。但 2020 年受疫情影响铺货进度受阻，养元 20H2 成为北方总代理，但因代理时间有限，2020 年贡献收入有限。短期看安奈吉尚处培育期、较华彬红牛差距明显，加之目前红牛官司前景尚不明朗，因此预计养元对安奈吉投入力度有限，但考虑到天丝旗下产品具备更强的正统性及合法性，预计其未来有望在近 300 亿收入规模（终端口径）的红牛市场中逐渐取得更高的份额。

盈利预测及投资建议：预计 2021-2023 年公司实现收入 70.42/79.10/85.95 亿元，同比分别 59.1%/+12.3%/+8.7%；实现归母净利润 22.60/26.67/29.92 亿元，同比分别 43.2%/+18.0%/+12.2%，折合 EPS 为 1.79/2.11/2.36 元，目前股价对应 PE 分别为 16/14/12X。公司估值显著低于中信非乳饮料行业 2021 年 43X（Wind 一致预期，算术平均法），考虑到公司核心业务今年有望重回增长及新业务有望逐步带来业绩增量，维持“推荐”评级。

6 风险提示

(1) 行业竞争加剧、费用率大幅提升的风险：由于国内能量饮料行业高速增长，并且进入门槛不高，终将吸引越来越多竞争者进入，存在行业中长期竞争格局加剧的风险。

(2) 监管政策风险：如果政府加强对能量饮料的监管政策与规章制度，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) 行业食品安全风险：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: 能量饮料的世界地图 (销售额市占率)	4
图 2: 能量饮料具备“成瘾性”成分	5
图 3: 能量饮料的底层需求主要系功能性 (提神抗疲劳)	5
图 4: 能量饮料复购率高于传统饮料 (单位: 热度指标)	5
图 5: 能量饮料品牌与消费者文化绑定	6
图 6: 拥有“蓝帽子”的能量饮料品牌	6
图 7: 传统饮料销售额下滑, 处于生命周期尾声	6
图 8: 能量饮料销售额高增长, 处于生命周期前段	6
图 9: 能量饮料与传统饮料的行业 CR5 比较	7
图 10: 能量饮料与传统饮料的盈利能力比较	7
图 11: 秘鲁能量饮料市场的二元价格结构	错误!未定义书签。
图 12: 哥伦比亚能量饮料市场的二元价格结构	错误!未定义书签。
图 13: 能量饮料二元市场结构与价格带	9
图 14: 红牛高价策略导致部分国家能量饮料支出占比高	10
图 15: 秘鲁经济以采矿业为主	10
图 16: 能量饮料高端市场与大众市场的差异化	10
图 17: 红牛消费群体年龄结构	11
图 18: 红牛消费群体职业结构	11
图 19: 大众品集中在下线城市, 高端品集中在高线城市	11
图 20: 大众品渠道多食杂店, 高端品渠道多 KA 超市	11
图 21: 能量饮料 GAGR 领跑软饮料行业	12
图 22: 能量饮料行业发展历程	13
图 23: 能量消费群体和消费场景总结	13
图 24: 载货汽车和客车产量持续上升	14
图 25: 载货汽车产量 2016 年开始回升	14
图 26: 03-10 年期间网吧用户规模 GAGR 为 47%	14
图 27: 网吧网民上网时长 (小时)	14
图 28: 考研报名人数	15
图 29: 加班成为各年龄阶段消费者常态	15
图 30: 马拉松赛事场数 (次)	15
图 31: 体育产业总产出 (亿元)	15
图 32: 国内能量饮料人均消费量对比	16
图 33: 中日美能量饮料人均消费量对比 (升/人)	16
图 34: 国内能量饮料品牌市占率变化 (销售额口径, 2011-2020 年)	16
图 35: 红牛-东鹏视角下能量饮料行业发展阶段划分	18
图 36: 2003-2010 年间东鹏饮料收入快速增长, 净利率持续改善	19
图 37: 能量饮料原料、包材价格步入长期下降通道	20
图 38: 红牛、东鹏、乐虎在品牌方面的营销措施 (线上)	30
图 39: 华彬扩大费用投放力度, 毛利率与净利率差额扩大	20
图 40: 2016 年之后能量饮料原料、包材价格维持区间震荡态势	21
图 41: 华彬将红牛线上费用部分转向战马 (广告时长)	21
图 42: 华彬将红牛线上费用部分转向战马 (广告次数)	21
图 43: 华彬、东鹏在 2016-2020 年间费用率下降	21
图 44: 华彬、东鹏在 2016-2020 年净利率呈现上升趋势	21
图 45: 能量饮料各大品牌均加大了线下费用投放力度	22
图 46: 能量饮料竞争格局复盘总结 (2012-2020 年)	23

图 47: 预计能量饮料行业延续较高景气度.....	24
图 48: 2021 年白糖与包材价格变化.....	24
图 49: 华彬将红牛线上费用部分转向战马 (广告时长)	25
图 50: 华彬将红牛线上费用部分转向战马 (广告次数)	25
图 51: 五大能量饮料品牌的产品比较.....	26
图 52: 能量饮料三大品牌经销商数量 (家)	27
图 53: 能量饮料三大品牌终端网点数量.....	27
图 54: 华彬红牛渠道结构.....	28
图 55: 东鹏饮料渠道结构.....	28
图 56: 能量饮料品牌渠道各个层级毛利率比较.....	28
图 57: 红牛、东鹏、乐虎在品牌方面的营销措施 (线下)	29
图 58: 红牛、东鹏、乐虎在品牌方面的营销措施 (线上)	30

表格目录

表 1: 能量饮料行业空间预测.....	16
表 2: 三因素框架下能量饮料不同竞争阶段特征.....	18
表 3: 2017 年之后新推出的能量饮料品牌.....	25

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。