

# 寻找能量饮料企业的第二增长曲线

## ——能量饮料行业深度报告（战略篇）

深度研究报告/食品饮料

2021年08月05日

### 报告摘要:

#### ● 从海外复盘看能量饮料的三条成长曲线

复盘海外发展经验，我们总结了三条能量饮料行业的成长曲线，依次为内部维度（产品裂变）、外部维度（品类扩张）、区域维度（出海战略）。**(1) 产品裂变：**我们认为能量饮料自身有较好的内部延展性，表现为横向的健康化、口味化、细分化以及纵向的高端化，具体选择哪条方向延伸主要取决于产品自身定位（功能定位、价格定位等）及所在市场情况。**(2) 品类扩张：**品类扩张路径具备更大的成长空间，但难度也远大于内部裂变，海外能量饮料公司的典型品类扩张分为三个层次，依次是泛功能饮料→唤醒饮料→其他饮料（与能量饮料的产品属性相似度递减），但也有部分公司将业务延伸至饮料之外，例如泰国 Osotspa 也经营个人洗护产品。**(3) 出海战略：**海外能量饮料公司优先选择经济水平、消费文化、地缘位置较为接近的海外市场作为桥头堡，美国怪兽饮料战略重心在欧美日韩发达地区，泰国天丝、Osotspa、卡拉宝重心在东南亚市场。

#### ● 新增长曲线对公司经营有何影响，产品裂变与扩张的成功要素有哪些？

在开启新增长曲线动作之后，不同公司取得的成长绩效差异也较大：**(1) 成长绩效突出：**美国怪兽饮料，通过产品裂变和出海策略成功延长企业生命周期，并传导至股票最高价上涨 1000 倍；泰国天丝集团，通过品类扩张，早于竞争对手切入运动饮料、其他功能饮料，成为细分行业第一，并为公司贡献近 45% 收入；卡拉宝，通过出海战略，在 2014 年之后仍保持双位数增长，海外业务占收入比重近 47%；Osotspa，通过产品裂变+品类扩张+出海战略，企业生命周期得以延长；**(2) 成长绩效不突出：**美国红牛，通过产品裂变，2012-2015 年实现收入提速与市占率提升，但持续时间不长，2016 年再次陷入增长乏力困境。通过产业、企业三大层面的复盘，我们总结出“市场经济结构”与“资源协同效应”是决定新成长曲线能否成功的重要因素。

#### ● 经验映射：东鹏饮料的“产品裂变”与“品类扩张”

我们认为，产品裂变与品类扩张是东鹏寻找新增长曲线较好的方向。**(1) 产品裂变：**横向维度（口味化+健康化+细分化）优于纵向维度（高端化），原因在于国内能量饮料 SKU 单一，横向裂变更易实现，而红牛在高端市场品牌形象牢固导致东鹏高端化难度较大，但不排除红牛商标纠纷期间东鹏通过差异化产品不断逼近高端价格带的可能性（而非直接进攻）；**(2) 品类扩张：**向运动饮料、功能饮料等品类扩张优于咖啡、茶、包装水，原因在于运动饮料行业过去 10 年复合增速接近 10%，高于即饮茶；CR5 为 50%，龙头市占率 30%，竞争格局优于即饮咖啡；且产品属性、品牌形象与能量饮料更为接近。

#### ● 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

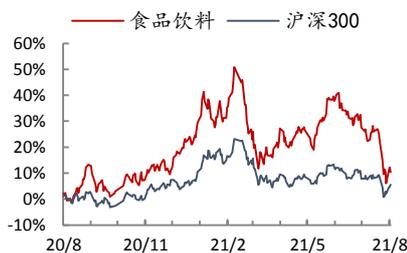
代码	重点公司	现价 8月4日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
605499	东鹏饮料	210.07	2.26	2.84	3.88	93.0	74.0	54.1	推荐
603156	养元饮品	27.32	1.25	1.79	2.11	21.9	15.3	12.9	推荐

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（国内篇）：“二元结构市场”与“差异化竞争”
2. 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”

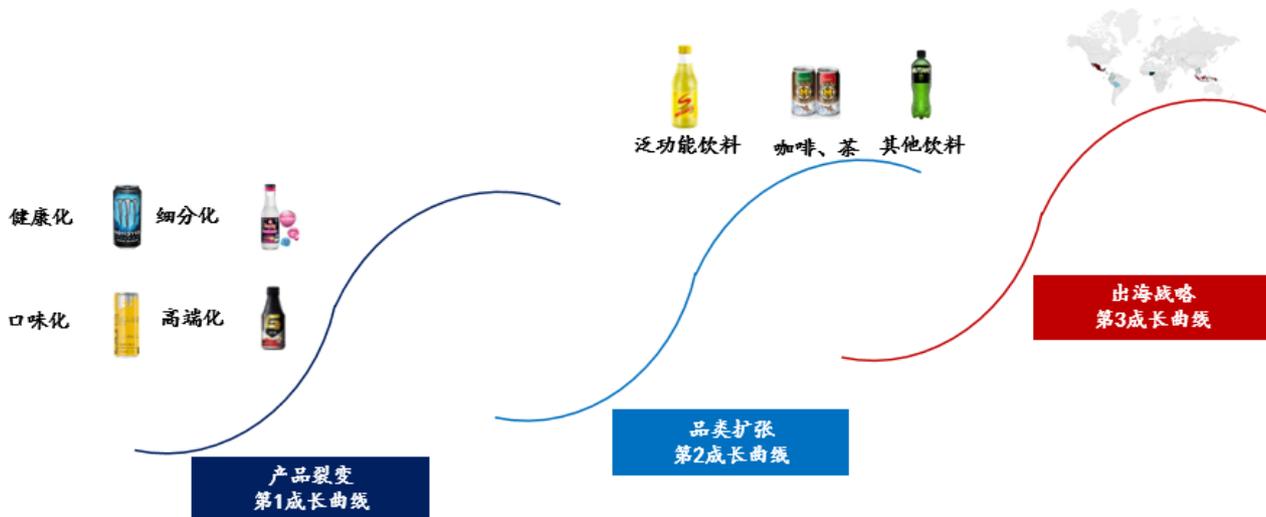
## 目录

<b>1 海外复盘：能量饮料企业的三条成长曲线</b>	<b>3</b>
1.1 产品裂变：从四个方向看能量饮料的内部升级	3
1.2 品类扩张：从三个维度看能量饮料外部的突破路径	6
1.3 出海战略：海外远期成长空间广阔	9
<b>2 成长绩效：“三条成长曲线”与“企业生命周期”</b>	<b>11</b>
2.1 怪兽饮料：产品裂变+出海战略，提振企业生命周期	12
2.2 天丝集团：品类扩张+出海战略，再造一个天丝	14
2.3 OSOTOSPA：品类扩张+出海战略，企业生命周期延长	16
<b>3 成功要素：“市场经济结构”与“资源协同效应”</b>	<b>18</b>
3.1 市场结构：“品类空间”与“竞争格局”	18
3.2 协同效应：消费品的三要素是否协同？	19
<b>4 经验映射：东鹏饮料的“产品裂变”与“品类扩张”</b>	<b>21</b>
4.1 产品裂变：口味化与健康化更易，高端化实现难度较大	21
4.2 品类扩张：运动饮料与泛功能饮料具备较大潜力	23
<b>5 投资建议：建议关注“东鹏饮料”与“养元饮品”</b>	<b>24</b>
5.1 东鹏饮料：差异化策略叠加渠道下沉推动全国扩张	24
5.2 养元饮品：红牛安奈吉成长空间值得期待	24
<b>6 风险提示</b>	<b>25</b>
附录	26
插图目录	32
表格目录	33

# 1 海外复盘：能量饮料企业的三条成长曲线

通过复盘海外能量饮料企业的发展经验，我们总结了三条能量饮料行业的成长曲线，依次为——内部维度（产品裂变）、外部维度（品类扩张）、区域维度（出海战略）。

图1: 从海外经验看能量饮料的三条成长曲线

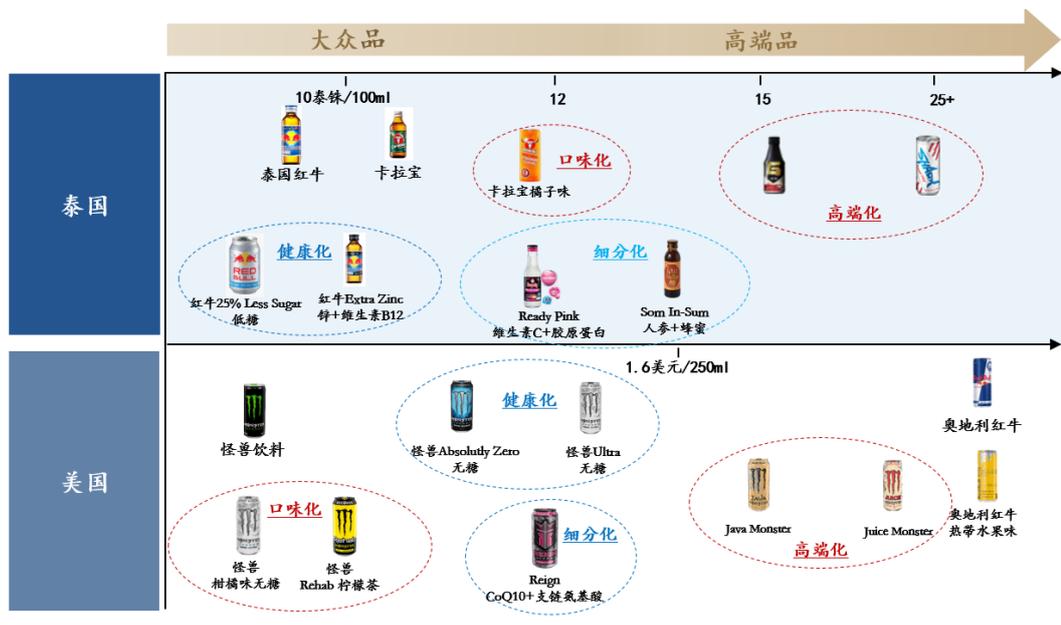


资料来源：民生证券研究院整理

## 1.1 产品裂变：从四个方向看能量饮料的内部升级

通过海外行业经验总结，我们发现能量饮料品类有较大的成长空间，主要得益于自身具备较好的品类延展性，表现为横向的口味裂变以及纵向的品牌高端化，具体选择哪条方向延伸裂变则主要取决于其产品自身定位（功能定位、价格定位等因素）及其所在市场情况。

图2: 从海外经验看能量饮料产品裂变的4个方向



资料来源：民生证券研究院整理

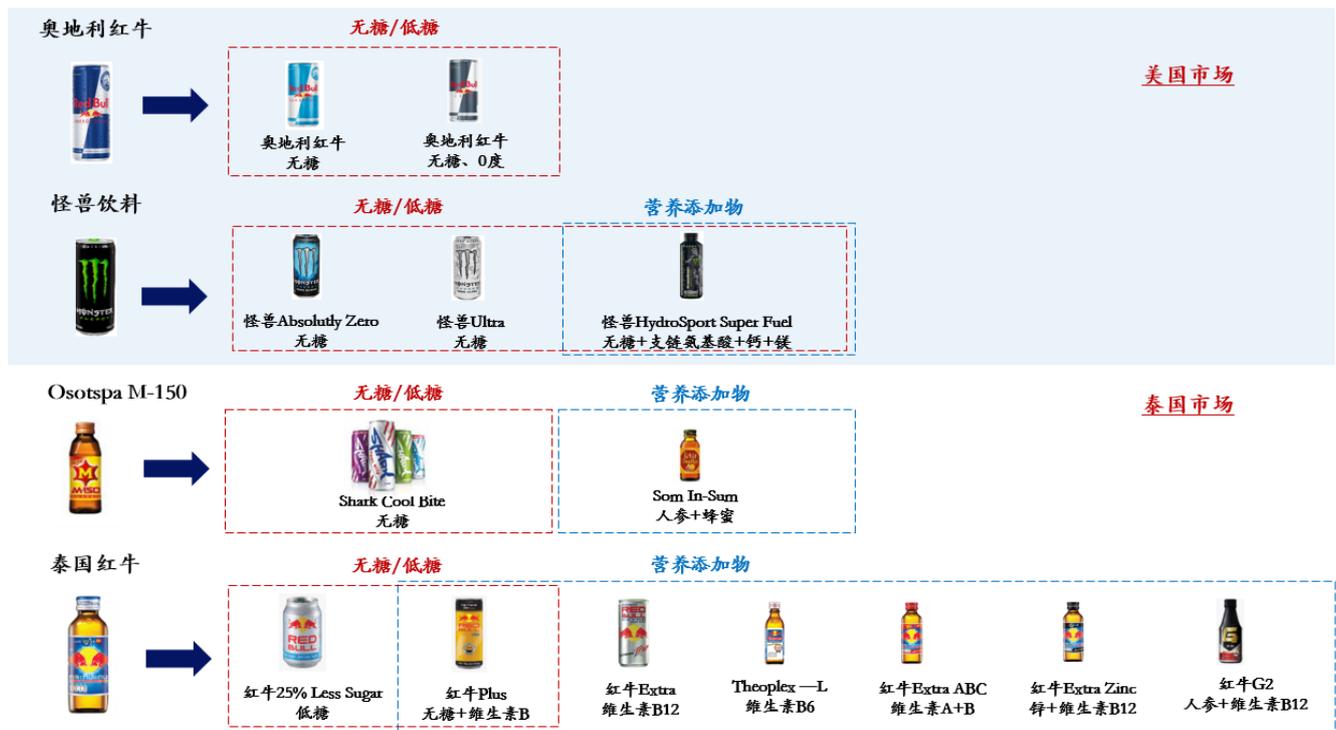
### 1.1.1 健康化：“无糖/低糖”与“营养添加物”

海外市场健康消费趋势兴起较早，美国、泰国能量饮料品牌为挖掘健康消费市场增量，持续推出低糖与无糖产品，并且在饮料中添加各种营养物以改变能量饮料“非健康”的固化标签。

(1) **无糖产品**：美国市场，怪兽饮料在 2006 至 2020 年间推出多款“0 糖”产品，随后红牛也在 2013 年推出无糖产品；泰国市场，行业龙头 Osotspa 早在 2000 年便推出 Shark Cool Bite，主打年轻化+无糖+含气，天丝也在 2003 年推出无糖配方版红牛。

(2) **营养添加物**：相较于美国市场的能量饮料更强调饮料属性，泰国能量饮料则多以 150ml 小瓶产品为主，产品功能性诉求更加突出。因此当面对健康消费趋势，泰国品牌采取的策略是添加人参、维生素 B、锌等营养添加物，核心诉求在于满足消费者的体力补充、用脑需求，突破了原先提神的单一场景局限。

图3：海外能量饮料品牌推出无糖产品与添加其他营养物



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

### 1.1.2 细分化：“白领/女性群体”与“健身运动”

当原有市场面临增长天花板，能量饮料寻求增量的有效手段是挖掘细分市场，包括打开新消费场景与俘获新消费人群，但具体路径的选择需结合人群渗透率与消费趋势。

(1) **女性群体**：泰国品牌采取的策略之一是推出针对女性消费群体的能量饮料，如 M-150 母公司 Osotspa 在 2010 年推出 Som In-Sum，天丝在 2017 年推出 ready。背后原因在于泰国能量饮料主力消费群体是蓝领、男性，但在城市女性群体的渗透率非常低。

(2) **健身运动**：美国能量饮料品牌更多是抓住健身运动热潮，新兴品牌 Bang 将能量饮

料功能进一步细分化，主打改善运动表现、塑造肌肉，2018 年成立后市占率迅速从 0% 攀升至 8%（欧睿销售额口径）。随后，怪兽饮料也 2019 年推出 Reign 品牌，主要针对健身运动场景。

图4: 泰国白领/女性群体能量饮料品牌



图5: 美国针对运动健身场景的能量饮料品牌



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

### 1.1.3 口味化：果汁+咖啡+茶饮

能量饮料的品类优势在于其核心需求是提神、抗疲劳等功能性，本身口味较为单一，因此可以在原有口味基础上做加法。复盘美国能量饮料行业，我们发现主要品牌怪兽饮料、奥地利红牛、rockstar 均采取了口味裂变的策略来打开成长空间。

图6: 海外能量饮料推出多种口味的产品



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

(1) 怪兽饮料最为擅长在原有口味基础上做延展，推出的新口味种类最多，推出果汁、咖啡、茶饮、柠檬等多个“能量饮料+子品类”，直接推动了过去二十年收入增速高于行业。

(2) 奥地利红牛在 2012 年之后也改变了大单品策略，跟随怪兽饮料推出了多种口味，包括蔓越莓、热带水果等 7 种水果风味的产品。

相较之下，泰国能量饮料并未在能量饮料上做口味的裂变，仅有卡拉宝在海外推出水果口味产品，我们认为原因在于一方面泰国能量饮产品的饮料属性明显弱于功能属性，另一方面泰

国地处热带、水果资源丰富，果汁类饮料品类供给丰富，其他市场中能量饮料所倚重的水果口味加成并不能给与消费者带来太多新鲜感。

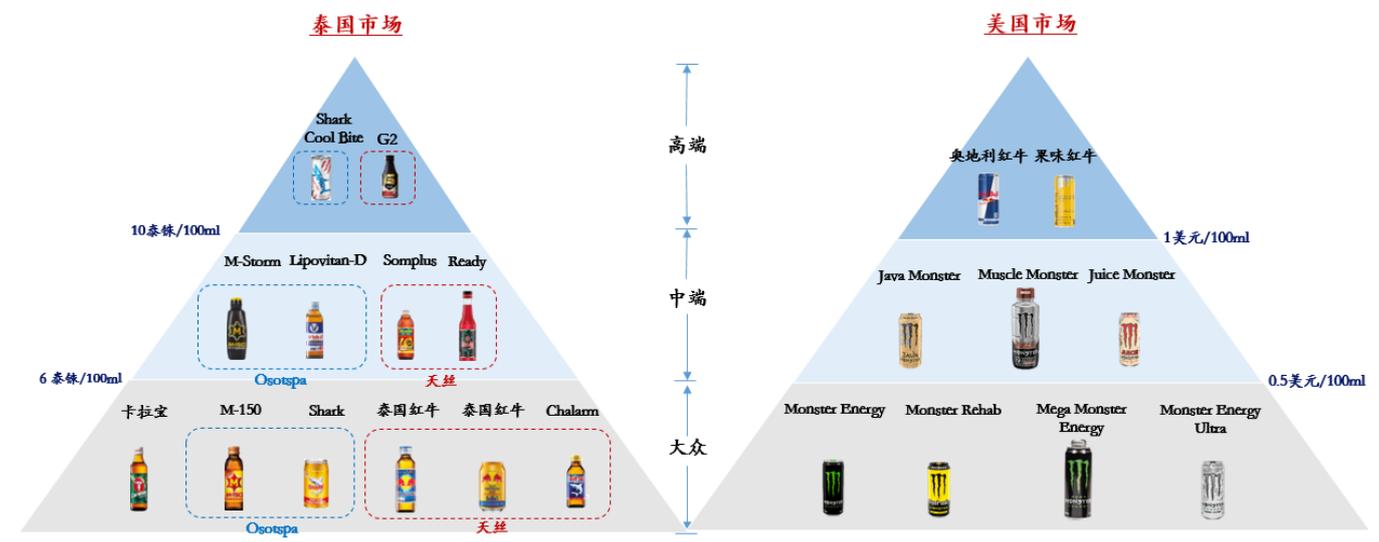
### 1.1.4 高端化：抬升价格中枢与挖掘增量空间

相较于横向裂变，我们认为纵向高端化是更长期、更具价值的发展路径，能够增厚品牌商与渠道端的利润空间，但实现高端化难度更大，能否顺利升级取决于市场结构与收入水平。

**(1) 美国市场：**虽然美国消费者收入水平较高，但是市场结构却并不利于怪兽饮料展开产品高端化升级，原因在于红牛的高定价策略与高端品牌形象俘获消费者心智，牢固占据 1.6 美元/250ml 价格带（折合 0.19 美元/盎司），成为其他品牌高端化的阻碍。因此，怪兽饮料采取的是间接高端化策略，推出 Monster Rehab、Juice Monster 等定价更高的新品以实现结构升级，但是价格离红牛仍有一定差距。

**(2) 泰国市场：**相较于美国市场，泰国能量饮料的产品高端化进程相对更为顺利，正如我们此前深度报告《泰国市场启示：国内能量饮料正处于“黄金时代”》（2021.06.14）中的核心观点——此前泰国市场主流品牌主要围绕 10 泰铢/150ml 价格带开展竞争，高端价格带则基本属于空白区域。随着泰国消费者收入提升，高端市场空间逐渐扩容。因此，2010-2020 年间，Osotspa 一方面在 M-150 品牌内部推出 M-storm 高端化产品，另一方面推出 shark 等高端子品牌。泰国红牛也推出了 G2、ready、som plus 等高端子品牌（高端化与细分化交叉进行）。

图7：海外能量饮料的价格升级与高端化



资料来源：各公司官网，亚马逊，Lazada，民生证券研究院

## 1.2 品类扩张：从三个维度看能量饮料外部的突破路径

理论上来说，走出品类扩张路径对企业而言意味着打开了更广阔的成长空间，但难度也显著大于在品类内部寻求产品裂变。通过复盘海外经验我们发现，能量饮料公司的典型品类扩张分为三个层次，依次是泛功能饮料→唤醒饮料→其他饮料（与能量饮料产品属性相似度逐步递减），但也有部分公司将业务延伸至饮料之外，如泰国 Osotspa 也经营个人洗护产品。

图8: 从海外经验看能量饮料的品类扩张的三层空间

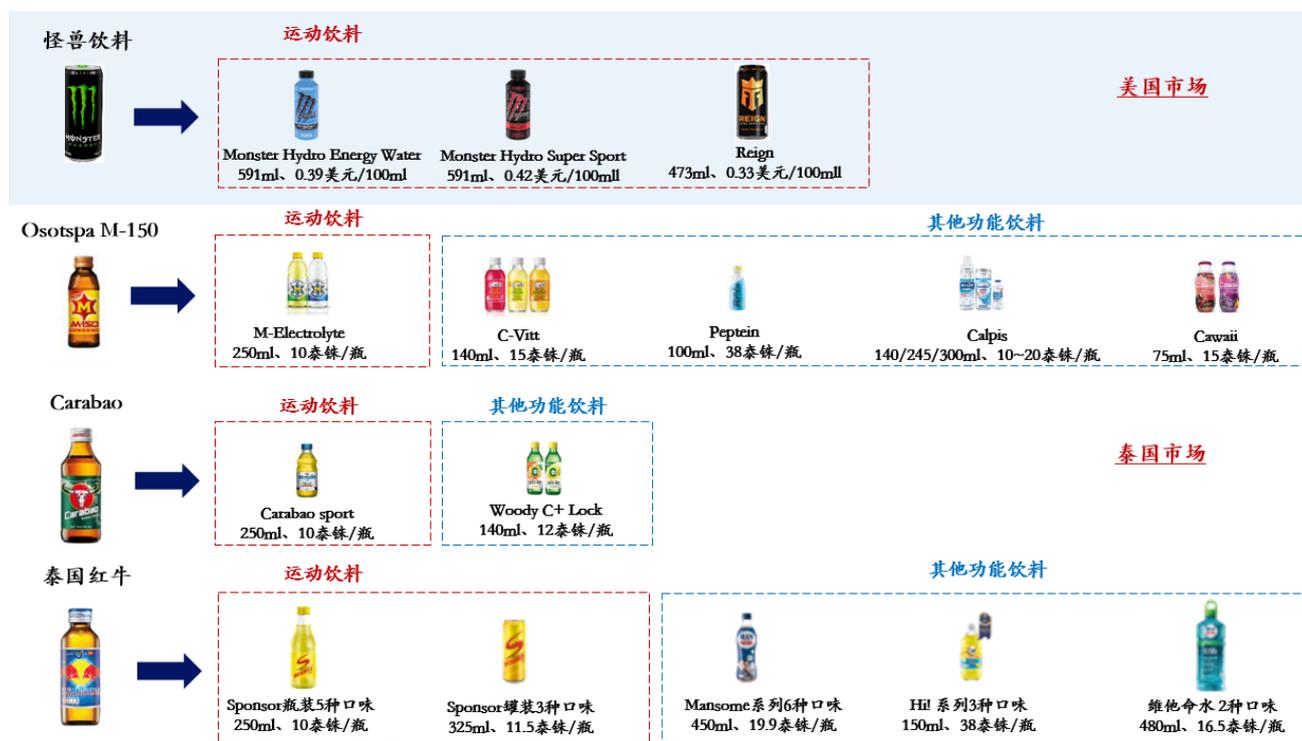


资料来源: 民生证券研究院整理

### 1.2.1 第一层: 泛功能饮料——产品诉求与能量饮料最为接近

我们认为, 在广义的功能饮料定义下, 寻求近似品类扩张的扩张路径难度最小, 原因在于其产品属性、消费者认知均较为接近, 能够充分利用原有资源优势。

图9: 泰国、美国能量饮料企业均向泛功能饮料扩张



资料来源: 各公司官网, 亚马逊, Lazada, 民生证券研究院

(1) 运动饮料: 泰国市场, 天丝在 1980 年代较早推出 sponsor 电解质饮料, 抓住当时运动员将电解质粉与水混合饮用的需求, 产品主打补充体力消耗, 2020 年在泰国运动饮料市占率接近 70% (欧睿销售额口径); Osotspa 在 1994 年也推出 M-Electrolyte 电解质饮料, 卡拉宝在 2014 年推出 Start Plus, 不过较具有显著先发优势的 sponsor 均较为弱势。美国市场, 得益

于健身运动行业高速发展,怪兽饮料在2018年之后相继推出 Reign、Monster Hydro Super Sport, 内容物包括支链氨基酸+钙+镁, 有利于强化健身效果。

(2) **维生素饮料:** 泰国市场, 维生素饮料是能量饮料公司发力的另一大品类, 包括 Osotspa 在2012年推出的 C-Vitt (公告披露2020年市占率第一), 天丝2017年推出的 Mansome 系列, 卡拉宝2020年推出的 Woody C+ Lock。维生素饮料属于典型的近水饮料, 其轻口味特点也较为符合东南亚市场的特定需求。

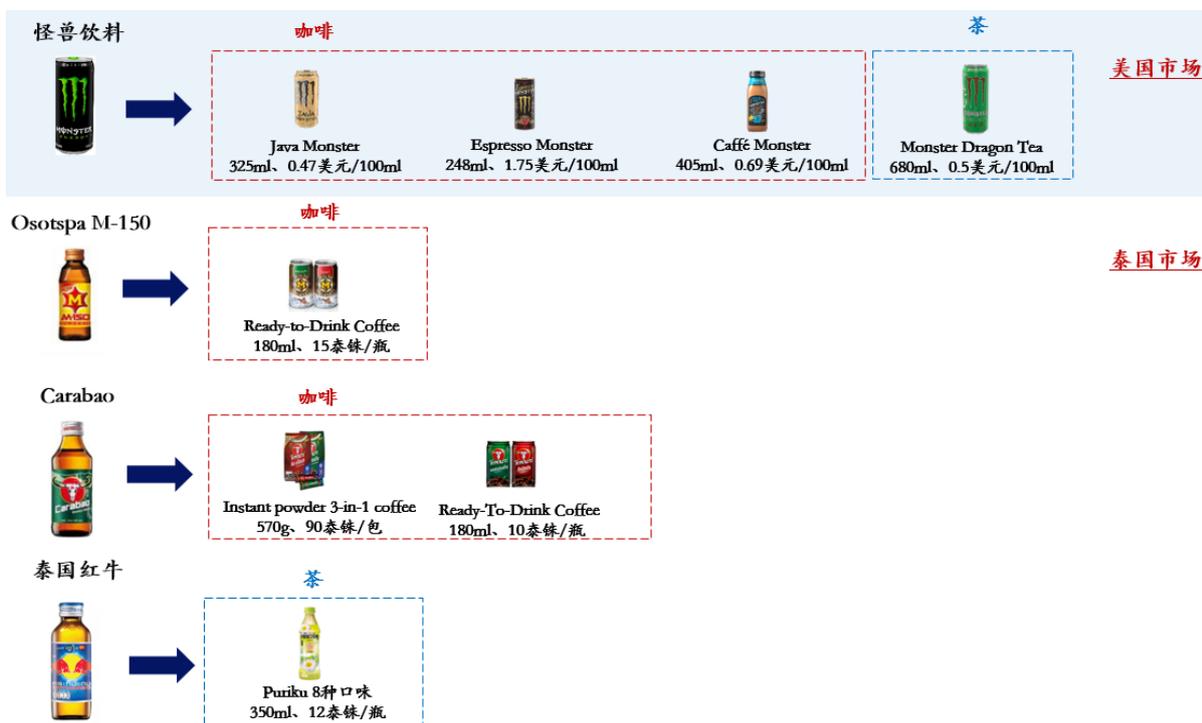
### 1.2.2 第二层: 唤醒类饮料(咖啡+即饮茶)——产品诉求与能量饮料次接近

相较于功能饮料, 海外能量饮料公司也在即饮咖啡、即饮茶市场探索、寻求增量, 其核心逻辑在于三种产品具备类似的消费者需求, 即提神、唤醒精力。

(1) **泰国市场,** 卡拉宝2016年推出罐装咖啡产品 Carabao Ready-To-Drink Coffee, Osotspa 也在2018年推出 M-Presso ready-to-drink coffee, 天丝也推出果汁茶产品, 但收入占比均较小。

(2) **美国市场,** 怪兽饮料采取间接的进攻策略, 将咖啡、茶与能量饮料结合, 2005至2019年相继推出 Java Monster、Caffé Monster、Monster Dragon Tea, 已为公司贡献10%的收入。

图10: 泰国、美国能量饮料企业均向即饮咖啡、即饮茶扩张

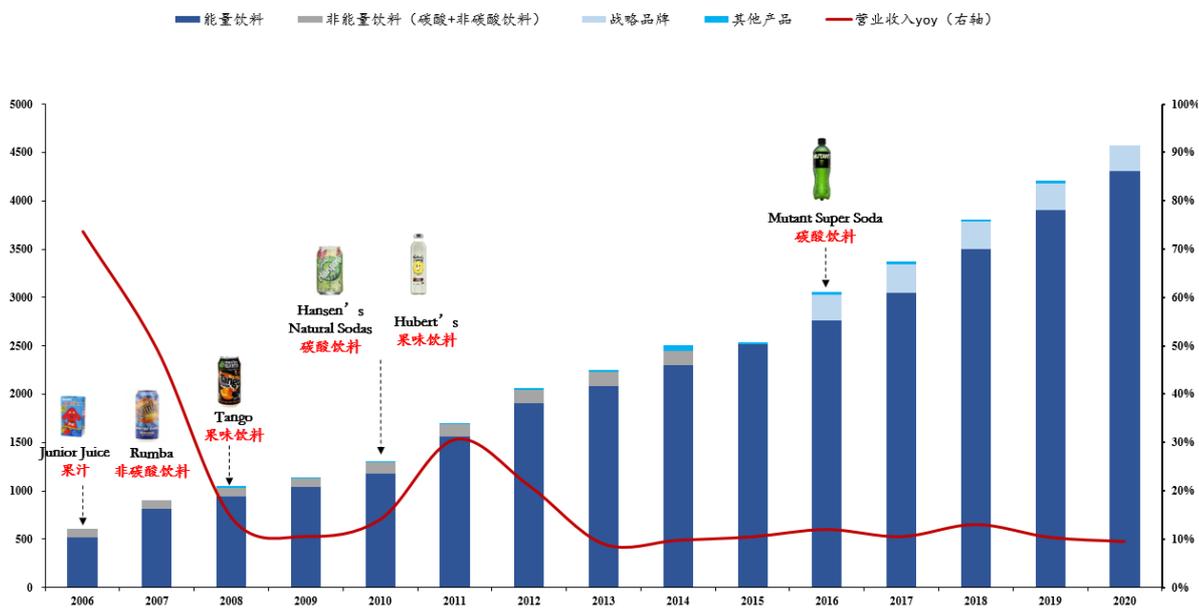


资料来源: 各公司官网, 亚马逊, Lazada, 民生证券研究院

### 1.2.3 第三层: 其他饮料——借用渠道资源优势

除泛功能饮料之外, 海外能量饮料公司还尝试布局其他饮料品类, 以便充分利用原有渠道优势, 实现品类的杠杆效应。美国市场, 怪兽饮料在2014年之前一直经营果汁、气泡水, 但2014年被可口可乐收购之后便置换出非能量饮料业务, 2016年再次推出碳酸饮料品牌 Mutant Super Soda, 不过总体表现欠佳。泰国市场, 卡拉宝在2015年推出包装水, 长期放量不明显。

图11: 美国怪兽饮料曾推出果汁、碳酸饮料、果味饮料等



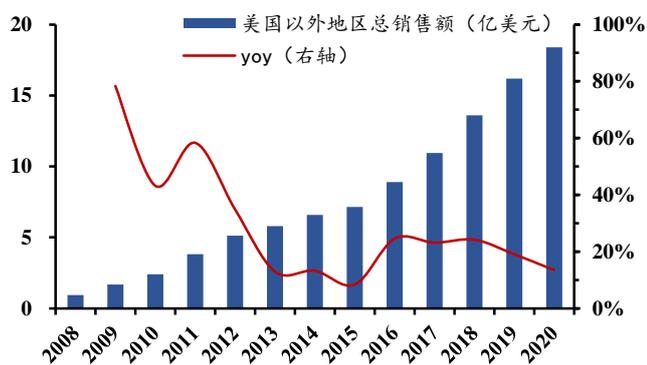
资料来源: Bloomberg, 公司官网, 民生证券研究院

### 1.3 出海战略: 海外远期成长空间广阔

#### 1.3.1 美国: 怪兽饮料主攻欧美市场

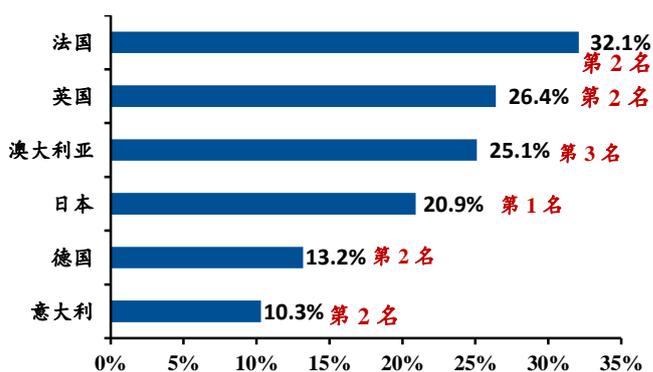
欧洲、加拿大、日本等市场的消费者收入水平、消费文化与美国较为相近, 因此怪兽饮料在出海时以上述地区作为优先战略布局市场。2008 年怪兽饮料正式开启出海战略, 海外收入占比从 9% 攀升至 2020 年 40%, 期间收入复合增速接近 28%, 并在 2016 年之后成为公司增长最重要的引擎。

图12: 怪兽饮料海外收入保持高增速



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图13: 怪兽饮料在多个国家市占率靠前 (销售额口径)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

#### 1.3.2 泰国: OSP、卡拉宝、天丝三巨头主攻东南亚市场

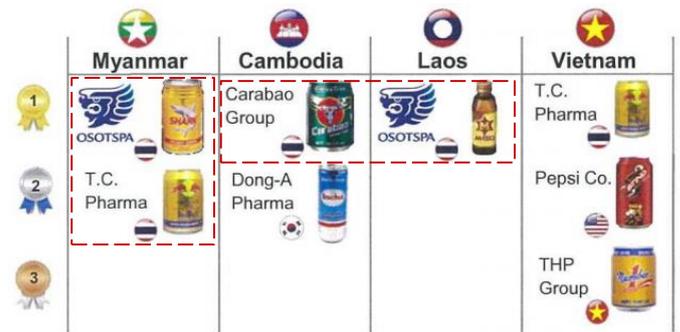
与怪兽饮料的出海战略相似, 泰国能量饮料品牌同样选择了经济水平、消费文化、地缘位置较为接近的东南亚市场作为海外桥头堡。具体看, Osotspa 在缅甸、老挝能量饮料行业占据行业第一, 卡拉宝在柬埔寨占据领先优势, 天丝则在越南成为能量饮料第一品牌。

图14: Osotospa 在东南亚三国的布局



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图15: 泰国能量饮料三大品牌在东南亚市场占主导



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

### 1.3.3 秘鲁: Aje 主攻拉美市场

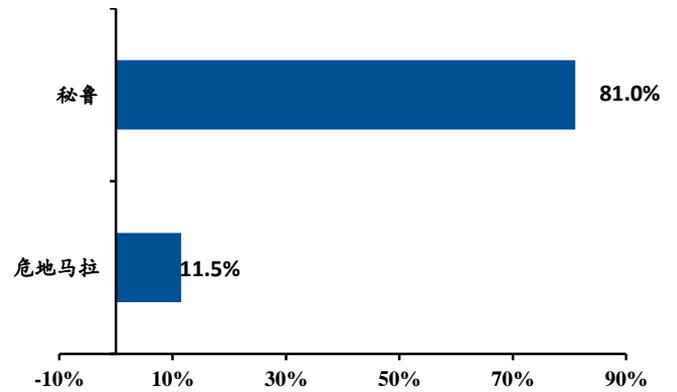
秘鲁的能量饮料市场发展时间晚于美国、泰国, 呈现出产品 SKU 较少、品牌竞争相对不激烈等特征。龙头企业 Aje 作为南美饮料龙头, 通过低价+大包装的市场战略, 在南美碳酸饮料、包装水行业占据领导地位。因此, Aje 凭借规模效应及渠道优势, 把秘鲁能量饮料 volt 的成功经验 (瓶装+低价) 复制到危地马拉、厄瓜多尔、墨西哥, 并取得一定的效果。

图16: Aje 饮料在全世界的布局情况



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图17: Aje 在秘鲁能量饮料市场占主导 (销售额口径)



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

## 2 成长绩效：“三条成长曲线”与“企业生命周期”

本章聚焦海外能量饮料产品裂变、品类扩张、出海战略的成长绩效，从基本面角度探究，开启新增长曲线动作之后是否对公司收入、毛利率、利润有较大正面影响？对企业生命周期是否有延续作用？

研究表明，在开启新增长曲线动作之后，不同公司取得的成长绩效差异也较大：

**(1) 成长绩效较突出：怪兽饮料**，通过产品裂变和出海策略，成功提振企业生命周期，并推动股价上涨 8 倍（2010.3 至 2016.6）；**天丝集团**，通过较早的品类扩张，早于竞争对手切入运动饮料与其他功能饮料，成为细分行业第一，并为公司贡献近 45% 收入；**Osotspa**，产品裂变+品类扩张+出海战略三驾马车，总体看对收入有一定贡献，企业生命周期得以延续；**卡拉宝**，主要通过出海战略，使得公司在 2014 年之后仍能保持较高增长，2019 年海外业务收入占比也接近 47%。

**(2) 成长绩效不突出：美国红牛**，通过产品裂变，2012-2015 年收入提速与市占率提升，但持续时间不长，2016 年再次陷入增长乏力的困境。

图18： 海外能量饮料各个品牌的成长效应存在较大差异

	成长曲线	具体策略	收入占比（2019）	收入复合增速	复合增速年份
	产品裂变	口味化+健康化+细分化	67%	17%	2006-2019
	品类扩张	碳酸饮料、运动饮料、气泡水	5%	13%	2009-2013
	出海战略	欧美日澳等发达市场	28%	30%	2008-2019
	产品裂变	健康化+细分化+高端化	19%	-2%	2011-2019
	品类扩张	运动饮料、功能饮料、茶	45%	8%	2011-2019
	出海战略	东南亚、中国	31%	2%	2011-2019
	产品裂变	健康化+细分化+高端化	51%	1%	2011-2019
	品类扩张	运动饮料、功能饮料、咖啡	17%	20%	2011-2019
	出海战略	东南亚	32%	8%	2011-2019
	产品裂变	口味化+健康化	35%	11%	2013-2019
	品类扩张	运动饮料、功能饮料、咖啡、包装水	3%	46%	2014-2019
	出海战略	东南亚、英国、也门、阿富汗	47%	29%	2013-2019
	产品裂变	口味化+健康化	-	-	-
	品类扩张	无	-	-	-
	出海战略	全球大部分市场	-	-	-
	产品裂变	无	-	-	-
	品类扩张	碳酸饮料、运动饮料、包装水、果汁	-	-	-
	出海战略	厄瓜多尔、危地马拉、墨西哥、印尼等发展中国家	-	-	-

资料来源：民生证券研究院整理

备注：天丝、OSP 数据为欧睿销售额口径；卡拉宝品类扩张不包括代理的第三方产品；为剔除疫情影响，收入数据取 2019 年；图中产品裂变所涉及的数据均剔除了海外收入。

## 2.1. 怪兽饮料：产品裂变+出海战略，提振企业生命周期

### 2.1.1. 基本面：收入提速，盈利改善

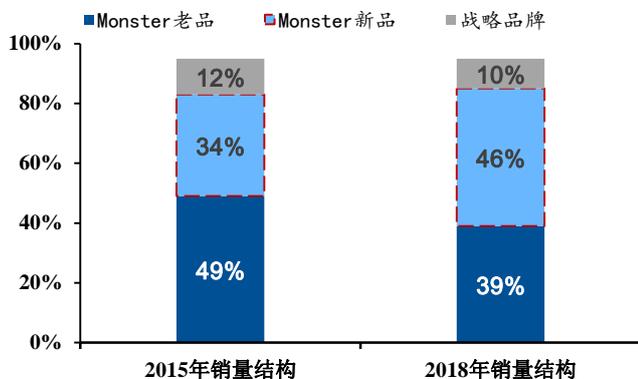
怪兽饮料主要通过产品裂变与出海战略来寻找增量空间，但品类扩张较为曲折，具体如下。

**第一曲线——产品裂变，持续贡献收入增量：**通过口味+健康+高端+细分这四大策略，monster energy 的 SKU 从 2002 年的 1 个裂变为 2020 年的数十个。新品收入占比从 2015 年的 34% 提升至 2018 年的 46%，期间新品收入复合增速为 19%，而老品仅为 4%。

**第二曲线——品类扩张，仍处于迂回摸索中：**相较于产品裂变取得的巨大成功，怪兽饮料的品类扩张路径较为曲折，公司创立之初便经营果汁、气泡水等品类，2009-2013 年间非能量饮料 CAGR 为 13%。但 2014 年公司被可口可乐并购后，剥离了所有非能量饮料品牌。2016 年再次尝试品类扩张，碳酸饮料新品 Mutant 表现疲软，2019 年之后推出的运动饮料 Reign、Monster Hydro Energy Water 与原有产品属性相似，或许有望形成协同效应。

**第三曲线——出海战略，取得巨大成功：**2008 年，怪兽饮料开启出海战略，优先进入欧洲、加拿大、日本等收入水平与美国较为相似的市场，这一战略取得巨大成功。美国以外收入从 2008 年的 0.94 亿美元增长至 2020 年 18.4 亿美元，这一收入相当于 2008 年美国市场收入规模的 2 倍，2008-2020 年美国以外收入复合增速高达 28%，而同期美国本土复合增速为 13%。

图19： 怪兽饮料推出的新品占比提升（产品裂变）



资料来源：IRI, Bloomberg, 民生证券研究院

图20： 怪兽饮料的非能量饮料收入占比下降（品类扩张）



资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

图21： 怪兽饮料美国以外收入占比与增速（出海战略）



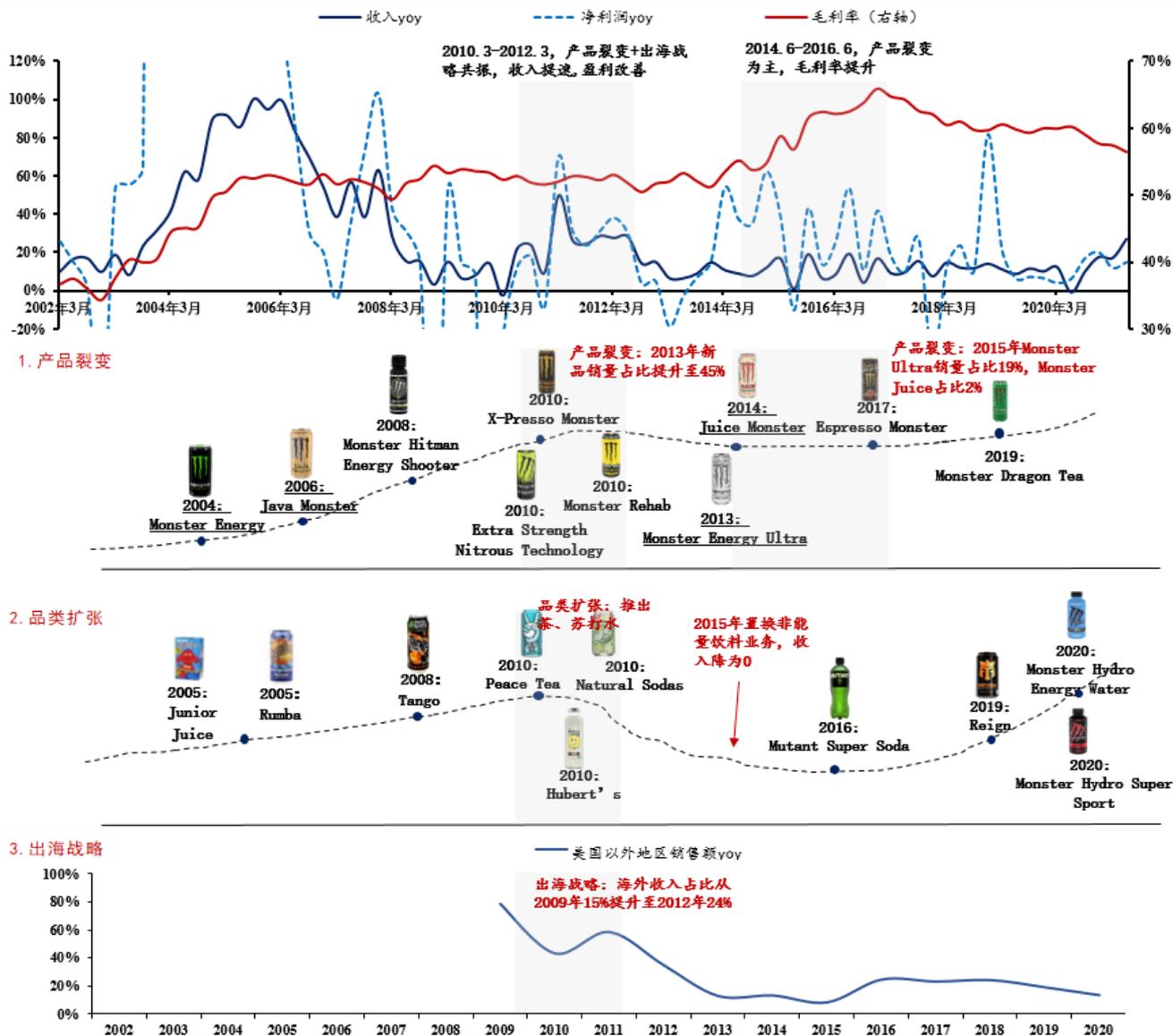
资料来源：Bloomberg, 民生证券研究院

产品裂变与出海战略在2个时间段对企业生命周期有明显提振作用(收入提速+盈利改善):

阶段一，产品裂变+出海战略，收入端提速推动利润高增（2010.3~2012.3）：新品 SKU 较多，2010 年推出 X-Presso Monster、Monster Energy 等，贡献国内增量，2012 年末国内新品销量占比提升至 45%（IRI 数据）；加拿大、欧洲等市场拓展顺利，贡献海外增量，海外收入占比从 2009 年 15% 提升至 2012 年 24%，期间复合增速 45%。2010Q2~2012Q2，产品裂变与出海战略共同推动整体单季度收入增速提升至 20%~50%，净利润增速提升至 20%~70%。

阶段二，产品裂变，高毛利率产品推动盈利能力改善（2014.6~2016.6）：产品持续裂变，13H2 开始推出毛利率更高的 Monster Juice、Monster Ultra 等，2014 年开始快速放量，2015 年 Monster Ultra 销量占比 19%，Monster Juice 占比 2%（IRI 数据）。产品结构优化推动整体毛利率从 14Q2 的 55% 提升至 16Q2 的 63%（当然也与产品提价、成本下降有关）。2014Q2~2016Q2，产品持续裂变推动单季度净利润增速提升至 30%~60%。

图 22： 怪兽饮料产品裂变与出海战略在 2 个时间段提振企业生命周期



资料来源：Bloomberg，公司公告，公司官网，民生证券研究院

### 2.1.2. 股价：产品裂变+出海战略共振，二个时间段迎来戴维斯双击

从股价角度来看，怪兽饮料产品裂变、出海战略取得的巨大成功，推动了业绩的改善与估值的提升，并推动公司股价走出戴维斯双击态势：

阶段一：2010.6-2012.6，产品裂变+出海战略共同推动单季度净利润增速提升至20%~70%；PE从18倍提升至40倍，股价从7美元上涨至24美元（涨幅260%、年化收益率91%）；

阶段二：2014.6-2016.6，产品持续裂变推动单季度净利润增速提升至30%~60%；PE从30倍提升至48倍，股价从24美元上涨至54美元（涨幅126%、年化收益率50%）。

此外，2012.7-2013.12，期间美国出现消费者饮用怪兽饮料过多致死事件，对公司造成较大冲击，单季度利润增速放缓至个位数，PE从60X回落至30X，股价回调幅度较大。

图 23：怪兽饮料产品裂变、海外战略推动估值拔高



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

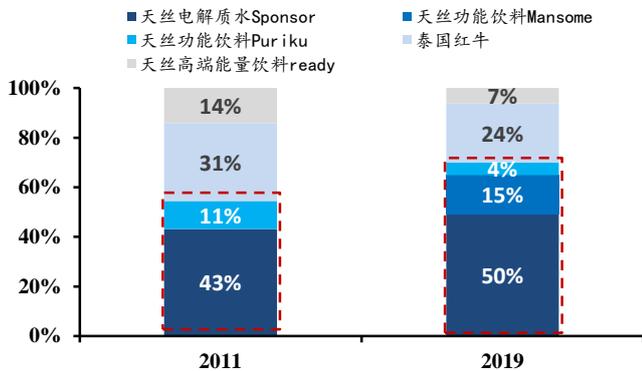
## 2.2. 天丝集团：品类扩张+出海战略，再造一个天丝

**第一曲线——产品裂变，拿下泰国高端能量饮料份额第一：**天丝在2000年之后推出针对白领的高端化品牌 Ready，定价15泰铢/150ml，拿下泰国高端能量饮料市场份额第一（市占率50%），2018年底销售额9亿泰铢，保持两位数增长，并贡献约7%收入（欧睿零售额口径）。

**第二曲线——品类扩张，运动饮料、功能饮料贡献50%收入。**1990年代天丝布局运动饮料，推出电解质水 sponsor，2010-2020年稳居泰国运动饮料市场份额第一，但2016年后增长增速有所放缓。2012年天丝切入功能饮料行业，推出维生素水 mansome，2013-2017年持续保持双位数高增长。天丝品类扩张战略成果突出，2020年运动饮料、功能饮料贡献约50%收入占比（欧睿零售额口径）。

**第三曲线——出海战略，成为东南亚市场能量饮料领军玩家：**2000年之后天丝开启海外布局，利用大众产品“泰国红牛”进入东南亚市场，目前在越南确立行业龙头地位。2019年利用升级版产品“Red bull plus”布局新加坡市场。

图 24：天丝非能量饮料收入占比提升



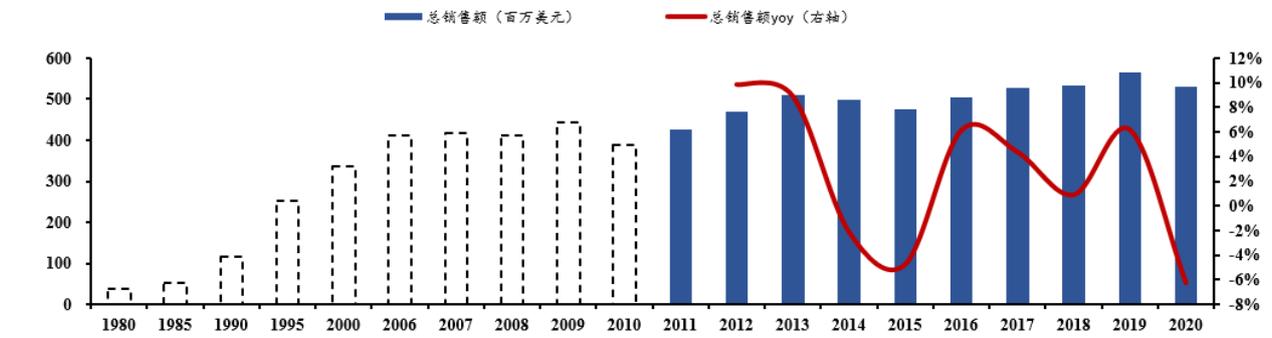
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 25：天丝非能量饮料产品收入增速

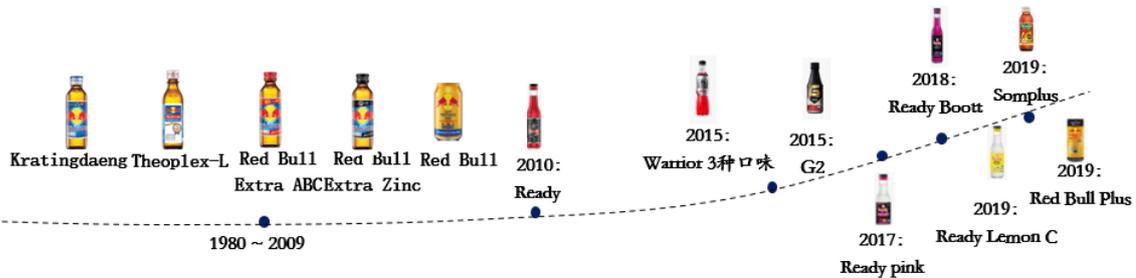


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

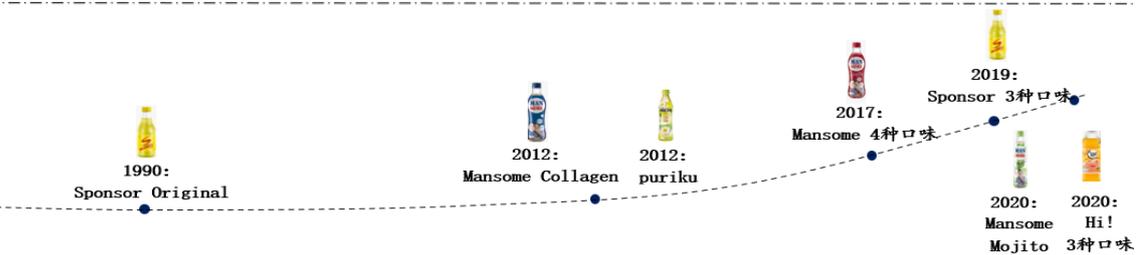
图 26：天丝产品裂变、品类扩张、出海战略与收入波动



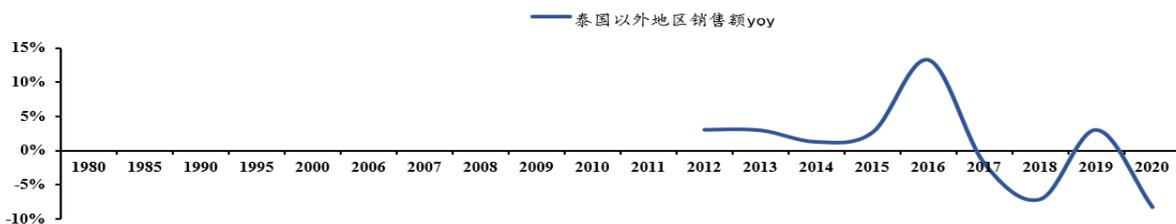
1. 产品裂变



2. 品类扩张



3. 出海战略



资料来源：Euromonitor，公司官网，民生证券研究院（备注：1980-2010 年为拟合数据）

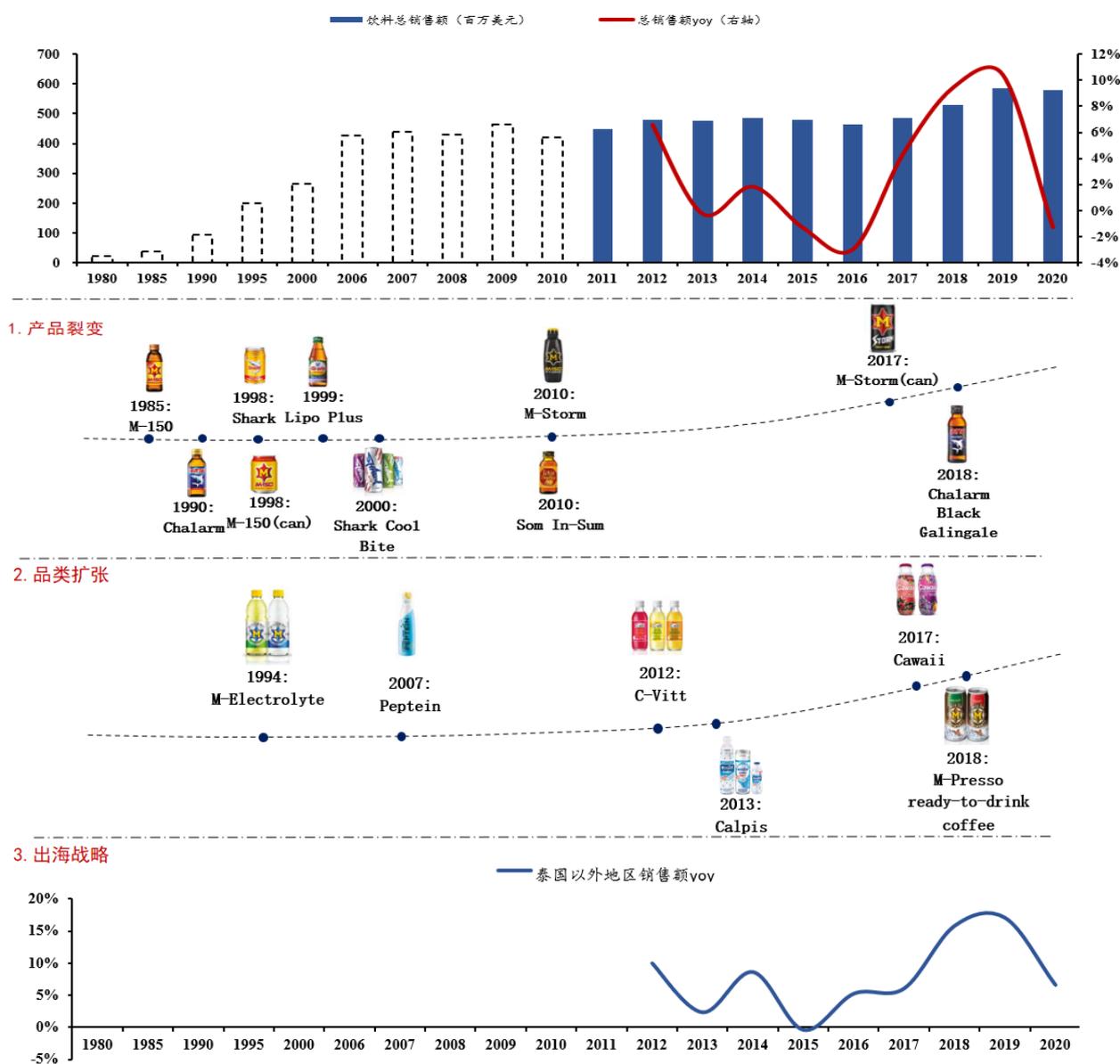
## 2.3. Osotospa: 品类扩张+出海战略, 企业生命周期延长

**第一曲线——产品裂变, 高端化为主要升级方向:**OSP 在 2010 年推出高端产品 M-Storm, 2018 年推出 Chalarm Black Galingale, 虽然短期增速较高, 但占收入比重仍然偏小。

**第二曲线——品类扩张, 运动饮料、功能饮料贡献 22% 收入。**1994 年 OSP 布局运动饮料, 2012 年布局维生素 C 饮料取得成效, 2019 年共计收入占比 22% (欧睿零售额口径)。

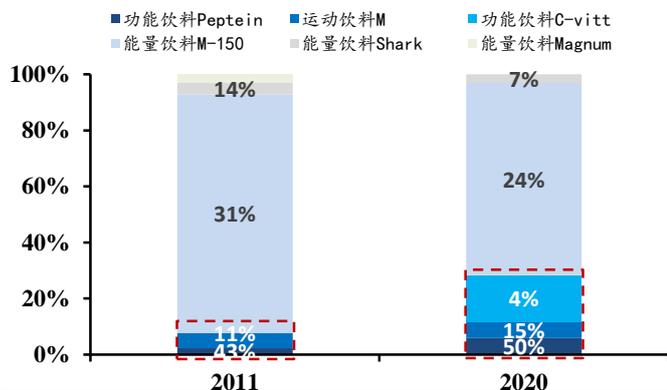
**第三曲线——出海战略:**2000 年之后布局东南亚市场, 目前在缅甸、老挝市占率第一, 2019 年为公司贡献 32% 收入 (欧睿零售额口径)。

图 27: Osotospa 产品裂变、品类扩张、出海战略与收入波动



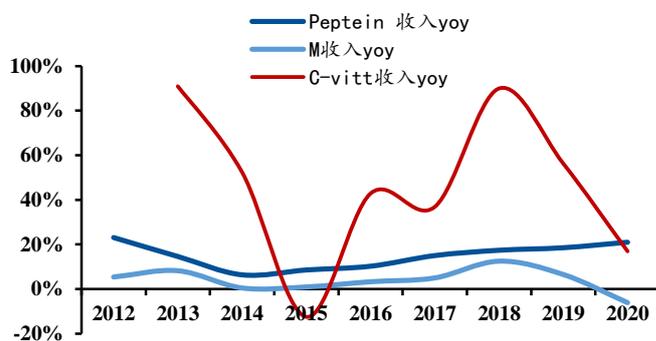
资料来源: Euromonitor, 公司官网, 民生证券研究院 (备注: 1980-2010 年为拟合数据)

图 28: Osotospa 非能量饮料收入占比提升



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图 29: Osotospa 非能量饮料收入增速



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

### 3 成功要素：“市场经济结构”与“资源协同效应”

本章中我们将进一步讨论，为何某些品牌在产品裂变、品类扩张方面取得了成功，但也有部分品牌的战略成效不尽人意。通过产业、企业三大层面的复盘，我们总结出“市场经济结构”与“资源协同效应”是决定新成长曲线能否成功的重要因素。

#### 3.1. 市场结构：“品类空间”与“竞争格局”

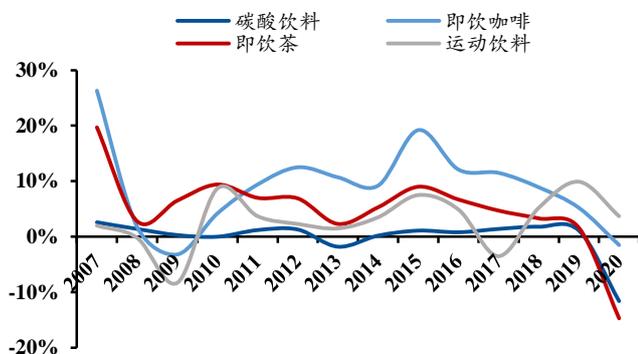
##### 3.1.1. 新品类的空间是否足够大？

新的成长曲线应尽可能在蓝海市场开辟，行业空间足够大且可以保持较高增速。

(1) **美国市场**，碳酸饮料已步入成熟期，行业规模长期停滞不增；运动饮料也已步入成长后期，过去 10 年复合增速为低个位数。因此，面对这一困境，怪兽饮料的品类扩张之路并不顺利。当然我们也不否认少数品牌仍可以在红海行业中开辟出具备高成长性的细分市场，如 2018 年 Bang 通过主打运动健身的能量饮料产品，使其在美国能量饮料市场市占率在一年内从 0% 提升至 8%。

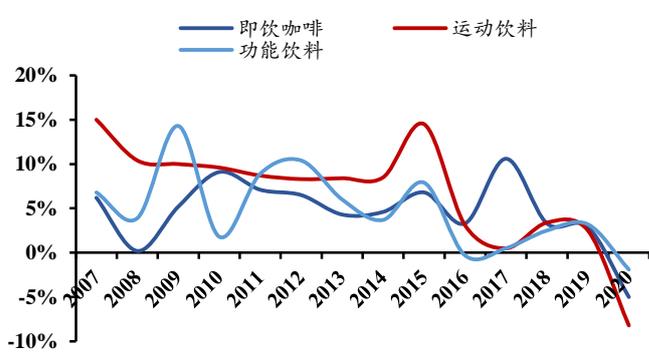
(2) **泰国市场**，运动饮料在 2015 年之前仍能保持双位数增速，这也是天丝集团 Sponsor 品类扩张前期能取得成功的重要基础因素。

图 30：美国碳酸饮料、运动饮料、茶、咖啡销售额 yoy



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 31：泰国运动饮料、功能饮料、咖啡销售额 yoy



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

##### 3.1.2. 新进入品类的竞争格局是否固化？

饮料行业的进入门槛相对较低，新介入品类的原有竞争格局是否固化直接决定了成功概率的高低。

(1) **美国市场**，2016 年怪兽饮料推出 Mutant Super Soda，进军碳酸饮料失败，很重要的原因在于美国碳酸饮料的市场竞争格局已完全固化，可口可乐+百事可乐（可乐+激浪）的双寡头格局难以颠覆，其通过规模效应早已建立后来者难以进入的超高壁垒。

(2) **泰国市场**，卡拉宝 2014 年推出的运动饮料 Start Plus 表现较差，核心原因便在于泰国运动饮料增速放缓以及天丝具备强大的先发优势已实现单寡头垄断（占据 70% 份额）。相反，泰国维生素饮料市场玩家较少，远未形成稳固的竞争格局。

图 32： 美国碳酸饮料、运动饮料集中度（19 年收入）

排名	碳酸饮料		运动饮料		茶		咖啡	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	可口可乐	14.30%	佳得乐	64.10%	Arizona	16.20%	星巴克	63.00%
2	百事	9.80%	Powerade	19.00%	Pure Leaf	13.90%	怪兽咖啡	13.00%
3	激浪	7.30%	G Zero	7.90%	Brisk	10.10%	International Delight	5.20%
4	健怡可乐	7.40%	Body Armor	6.80%	Gold Peak	9.40%	唐恩都乐	4.50%
5	胡椒博士	6.50%	自有品牌	0.50%	立顿	8.30%	Stok	2.30%
CR5	45.30%		98.30%		57.90%		88.00%	

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 33： 泰国运动饮料、功能饮料、咖啡集中度（19 年收入）

排名	运动饮料		功能饮料		咖啡	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	Sponsor	72.70%	M-150	21.20%	Birdy	60.50%
2	M	10.60%	Carabao Dang	13.40%	雀巢	25.10%
3	Aquarius	3.60%	Sponsor	12.10%	Carabao	4.80%
4	Gatorade	2.60%	Minute Maid	7.60%	Arabus	3.90%
5	100 Plus	2.60%	Ovaltine	5.60%	D7	2.20%
CR5	92.10%		59.90%		96.50%	

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

## 3.2. 协同效应：消费品的三要素是否协同？

### 3.2.1. 产品属性：能量饮料与运动饮料、功能饮料高度相似

能量饮料、运动饮料、功能饮料在产品属性上具备较多的相似性，表现为内容物、消费场景、消费群体、功能价值基本一致。同时，在消费者认知中，能量饮料、运动饮料与功能饮料相似，原因也在于三者均为人工添加物的功能性饮品。因此泰国天丝能够在运动饮料市场、OSP 能够在维生素饮料市场取得成功。相较之下，咖啡、茶与能量饮料在消费场景与消费群体存在较大差异，天丝与 OSP 在咖啡市场表现疲软，怪兽饮料也采取的是能量饮料+咖啡的折中策略。

此外，我们认为，能量饮料的官方保健认证能够为产品带来较为确定的溢价，消费者对于具备保健标志的运动饮料、功能饮料有更高的认可度。

图 34： 能量饮料、运动饮料、功能饮料在内容物、使用价值、消费场景方面具备高度相似性

	能量饮料 (红牛)	运动饮料 (佳得乐)	功能饮料 (农夫山泉维他命水)	即饮咖啡 (雀巢咖啡)	即饮茶 (冰红茶)
内容物	 咖啡因 (mg/250ml) 50 牛磺酸、维生素 B6、维生素 B12、烟酸 其他成分	 0 钠	 0 维生素 E、维生素 B6、维生素 B12、烟酸、钙、锌、牛磺酸	 90 丹宁酸、纤维	 12 维生素 B6、维生素 A、维生素 K、胡萝卜素、钙、磷、钾、镁等
消费场景	 开车、加班、熬夜、剧烈运动（前程）	 各项体育运动（全程）	 日常	 工作、休闲、熬夜	 工作、休闲、熬夜
消费群体	男性、司机、工人	运动人员、大众	大众	大众	大众
功能价值	提神、抗疲劳	抗疲劳、补充体力	补充营养物质	提神	提神

资料来源：民生证券研究院整理

### 3.2.2. 品牌形象：存在一定差异，需要推出子品牌

我们认为品牌形象相近更容易获取消费者心智与认同，虽然能量饮料与运动饮料、功能饮料的产品属性十分相似，但海外公司在打造能量饮料品牌形象的时候往往突出其力量感+狂野感，并且与特殊人群绑定（摇滚+拳击），与运动饮料的消费者认知存在一定差异（健康感+活力感，常规运动+极限运动）。因此，在运动饮料、功能饮料行业取得成功的公司采取的策略多是推出差异化的子品牌：

(1) 美国市场，怪兽饮料在运动饮料市场推出的品牌为“Monster Hydro”、“Reign”，其中后者的品牌形象与 Monster 差别非常大，主要定位健身场景，更加强调整健康化的生活态度。

(2) 泰国市场，天丝集团在运动饮料推出品牌“sponsor”，在功能饮料推出品牌“Mansome”、“Hi!”，品牌形象削弱了狂野感与力量感，增强了品牌的健康感、活力感。

图 35： 品类形象存在一定差异，需要推出子品牌加以弥补



资料来源：民生证券研究院整理

## 4 经验映射：东鹏饮料的“产品裂变”与“品类扩张”

通过对海外市场的复盘,我们认为产品裂变与品类扩张是东鹏饮料寻找新增长曲线较为适合的方向,其中横向维度的产品裂变(口味化+健康化)优于纵向维度(高端化),向运动饮料、功能饮料等品类扩张优于咖啡、茶、包装水等。

### 4.1. 产品裂变：口味化与健康化更易，高端化实现难度较大

国内能量饮料企业运作 SKU 大多较为单一,横向裂变更易实现。类似于 2000-2010 年的美国市场,目前国内能量饮料企业运作的 SKU 大多较为单一,主流品牌均采用大单品策略:红牛 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,但此后聚焦于 PET 瓶装东鹏特饮;仅体质能量拥有较多的 SKU,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。

因此参考海外品牌经验,我们认为东鹏可通过横向维度挖掘增长点,包括口味化(水果口味+咖啡口味+柠檬茶口味+加气)、健康化(无糖+营养添加物)、细分化(女性群体、健身人士)。东鹏在 2020 年以来推出加气、无糖 2 个新品,并在今年 7 月公告将推出牛磺酸维生素 B 族饮料,与我们的判断不谋而合。我们认为东鹏的产品裂变空间大于泰国品牌,有望向美国怪兽靠拢,究其原因在于中国、美国的能量饮料消费相对更偏向饮料化,在追求功能性诉求同时并未放弃追求口感与饮用性,相较之下泰国能量饮料主打小包装、功能性过于突出,且市场所处环境也不利于口味创新。

图 36: 国内五大能量饮料品牌的 SKU 均较为单一

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

图 37：东鹏在 2020 年之后推出的加气、无糖新品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 38：东鹏 7 月公告将推出牛磺酸维生素 B6 功能饮料

产品名称	东鹏®牛磺酸B族维生素饮料
注册人	广州市东鹏食品饮料有限公司
注册人地址	广州市增城石滩镇三江荔三路750号
注册号	国食健注G20210087
有效期至	2026年7月4日
保健功能	本品经动物实验评价，具有缓解体力疲劳的保健功能
适宜人群	易疲劳者
不适宜人群	少年儿童、孕妇、乳母
规格	250mL/罐（盒、瓶）、500mL/罐（瓶）
保质期	18个月/罐、12个月/瓶、12个月/盒

资料来源：公司公告，民生证券研究院

东鹏向纵向高端化发展的难度显著高于横向维度，但也不排除红牛商标纠纷期间逐步加码高端的可能性。正如我们在此前深度报告——《能量饮料行业深度报告（国内篇）：“二元结构市场”与“差异化竞争”》(2021.06.20)中所分析——国内能量饮料呈现典型的“二元结构”，红牛在高端市场地位较为牢固。因此，在高端市场结构基本固化的大背景下，我们认为东鹏饮料中短期内顺利推进高端化的难度较大。从行业层面来看，中国能量饮料市场也不太可能出现类似于泰国市场中三大领军品牌共同推动高端化的行业走势（中泰市场环境、主流产品价格定位等核心要素条件均相差甚远）。不过，由于红牛商标纠纷短期内得到根本解决的概率极低，东鹏也可参考美国怪兽饮料的经验，通过推出差异化新品来不断逼近红牛价格带而非直接进攻，以此实现逐步加码高端的长远目标。从其他品牌的具体市场实操动作来看，如元气森林的“外星人”系列，从口味、成分、包装到消费场景均实现了差异化定位，从而使得“外星人”较为顺利地切入了高端能量饮料赛道。

图 39：红牛在国内高端能量饮料市场地位牢固



资料来源：民生证券研究院整理

## 4.2. 品类扩张：运动饮料与泛功能饮料具备较大潜力

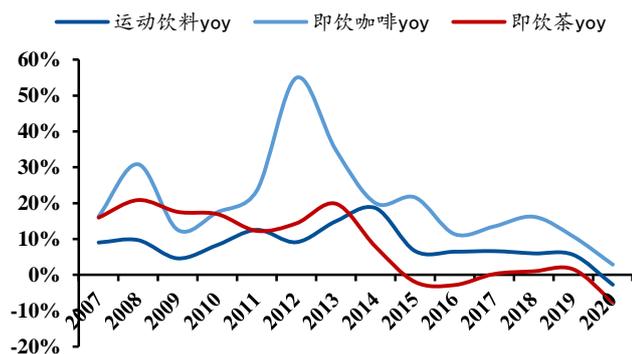
参考海外能量饮料品牌发展经验，综合行业空间与竞争格局因素，我们认为运动饮料、泛功能饮料对于东鹏是可选性较强的品类扩张路径。

从行业空间看，剔除 2020 年疫情影响因素，2019 年国内运动饮料/即饮咖啡/即饮茶市场规模分别为 119/91/1219 亿元，过去 10 年复合增速分别为 9%/22%/7%（欧睿销售额口径）。

从竞争格局看，剔除 2020 年疫情影响因素，按照销售额口径，2019 年国内运动饮料/即饮咖啡/即饮茶市场 CR5 分别为 51%/69%/62%（欧睿销售额口径）。其中，即饮咖啡的寡头垄断格局较为明显，雀巢市占率达到 47%。

综上所述，运动饮料目前仅百亿规模，行业过去 10 年复合增速接近 10%，高于即饮茶；CR5 为 50%，龙头市占率 30%，竞争格局优于即饮咖啡；且产品属性、品牌形象与能量饮料更为接近，更有可能成为第二条成长曲线。

图 40：国内运动饮料、咖啡、茶收入 yoy (2006-2020 年)



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 41：国内运动饮料、咖啡、茶市占率分布 (2019 年收入)

运动饮料			即饮咖啡		即饮茶	
排名	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	健力宝	30.90%	雀巢	47.10%	加多宝	19.60%
2	佳得乐	10.60%	星巴克	11.60%	王老吉	17.20%
3	宝矿力	5.20%	贝纳颂	3.40%	康师傅冰红茶	10.10%
4	水瓶座	3.40%	三得利利趣	3.80%	康师傅	8.70%
5	怡宝	1.30%	雅哈	3.30%	统一阿萨姆	6.80%
CR5		51.40%	69.20%		62.40%	

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

## 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推动全国扩张

中短期看，行业高景气度+竞争格局中短期趋缓，战略窗口期快速抢占市场。(1) 行业高景气：随着消费场景拓宽叠加渗透率提升，预计行业未来 1~3 年保持双位数增长。(2) 竞争中短期趋缓：预计红牛商标纠纷仍将持续胶着，竞争格局处于较宽松的窗口期，因此东鹏面临承接非红牛核心市场与加码高端市场的机会。

长期看，积极培育第二增长曲线，打开成长与估值空间。能量饮料内部，公司近年来培育加汽、零糖二款偏高端产品，7 月 15 日公告将推出“东鹏牛磺酸 B 族维生素饮料”，产品线日益完善；能量饮料之外，公司培育有油柑柠檬茶、陈皮特饮等品类，我们认为公司优势在于能量饮料基础上的延展，未来不排除切入功能饮料等相近赛道，复制“东鹏特饮”成熟的大单品运作经验。

**盈利预测及投资建议：**预计 2021-2023 年公司实现营收 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，对应 PE 为 74/54/43X（以 2021 年 8 月 4 日股价为基准，下同）。公司 2021 年估值高于非乳饮料可比公司 16X 的估值水平（Wind 一致预期，算术平均法）。考虑到行业处于高景气和竞争趋缓的窗口期，公司有望通过产能与渠道下沉实现全国化战略，维持“推荐”评级。

### 5.2 养元饮品：红牛安奈吉成长空间值得期待

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，对应 PE 分别为 15/13/12X。公司 2021 年估值显著低于非乳饮料可比公司 36X 的估值水平（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。

## 附录

表1: 怪兽饮料产品明细表

推出时间	品牌	单瓶容量(ml)	单价(美元/100ml)	产品图
		473	0.3	
2006	Java Monster	325	0.47	
		444	0.56	
2008	Monster Hitman Energy Shooter	89	-	
2010	X-Presso Monster	284	—	
2010	Monster Energy Extra Strength Nitrous Technology	355	—	
2010	Monster Rehab	458	0.44	
2013	Muscle Monster	444	0.56	
2014	Juice Monster	473	0.59	
2015	M3	147	-	
2015	Übermonster	550	-	

2016	Mutant Super Soda	591	0.45	
2017	Caffé Monster	405	0.69	
2013	Monster Energy Ultra	311	0.56	
		473	0.30	
2017	Espresso Monster	248	1.75	
2018	Predator	500	—	
2018	Live+	500	—	
2019	Reign Total Body Fuel	473	0.33	
2019	Monster Dragon Tea	680	0.50	
2020	Fury	440	—	

2020	Monster Hydro Energy Water	591	0.39	
2020	Monster Hydro Super Sport	591	0.42	
2020	Monster Super Fuel	550	—	

资料来源：民生证券研究院整理

**表2: Osotspa 产品明细表**

产品系列	推出时间	产品名称	单瓶容量 (ml)	单价(泰铢/瓶)	产品图
能量饮料	1985	M-150	150	10	
	2010	M-Storm (glass bottle)	150	15	
	2017	M-Storm (can)	180	15	
	1965	Lipovitan-D	100	12	
	1999	Lipo Plus	150	15	
	1990	Chalarm	150	10	
	2018	Chalarm Black Galingale	100	10	
	2010	Som In-Sum	100	10	
	2000	Shark Cool Bite	250	25~70	
	1998	Shark	250	14	

运动饮料	1994	M-Electrolyte	250	10	
即饮咖啡	2018	M-Presso ready-to-drink coffee	180	15	
功能饮料	2012	C-Vitt	140	15	
	2007	Peptein	100	38	
	2013	Calpis	140 (bottle) 300 (bottle) 245 (can)	10~20	
	2017	Cawaii	75	15	

资料来源：民生证券研究院整理

表3: 天丝集团产品明细表

产品系列	推出时间	产品名称	单瓶容量 (ml)	单价(泰铢/瓶)	产品图
能量饮料					
	1976	Kratingdaeng	150	10	
	1976	Theoplex —L	100	10	
	—	Red Bull Extra ABC	145	10	
	—	Red Bull Extra Zinc	145	10	
泰国红牛	—	G2	140	15	
	—	Red Bull Extra	170	13	
	—	Red Bull	250	14	
	—	Red Bull Gold	250	15.75	

	—	Red Bull 25% Less Sugar	250	16.76	
	—	Red Bull Plus	250	18.29	
	—	Red Bull Vitamin Flavor Drink	250	27.53	
	—	Red Bull Supreme	150	38.5	
	—	Red Bull	150	7.07	
<b>ready</b>	2017	Ready	150	14.26	
<b>Somplus</b>	2021	Somplus	95	9.5	
<b>Warrior</b>	—	Warrior Strawberry	330	11.67	
<b>Red Bull Extra</b>	—	Red Bull Extra	170	13	
<b>电解质饮料</b>					
<b>sponsor</b>	1990 年代	Sponsor Original	250	10	
<b>功能饮料</b>					
<b>Mansome</b>	2017	Mansome Collagen	450 330	19.9 13.17	
<b>Hi !</b>	2020	Hi! Yuzu Oranges	150	38	
<b>Mansome 维他命水</b>	2021	Mansome Vitamin Water Multi – Vitamin Formula	480	16.5	

资料来源：民生证券研究院整理

表4: 卡拉宝产品明细表

推出时间	产品名称	单瓶容量 (ml)	单价(泰铢/瓶)	产品图
2012	Bottled Carabao Dang	150	10	
—	Canned Carabao Dang(non-carbonated)	250	10	
2014	Start Plus	250	10	
2015	Carabao Drinking Water	600 1500	10 15	
2015.5	Canned Carabao (carbonated)	325	12	
2016	Canned Carabao (carbonated)	330	14	
2016	instant powder 3-in-1 coffee	( 1 ) red : 19grams/packet ( 2 ) green : 18grams/packet	90	
2016.11	Carabao Ready- -Drink Coffee	180	10	
2018.6	Carabao green apple (carbonated)	330	14	
2020.3	Woody C+ Lock	140	12	

资料来源: 民生证券研究院整理

## 插图目录

图 1: 从海外经验看能量饮料的三条成长曲线 .....	3
图 2: 从海外经验看能量饮料产品裂变的 4 个方向 .....	3
图 3: 海外能量饮料品牌推出无糖产品与添加其他营养物 .....	4
图 4: 泰国白领/女性群体能量饮料品牌 .....	5
图 5: 美国针对运动健身场景的能量饮料品牌 .....	5
图 6: 海外能量饮料推出多种口味的产品 .....	5
图 7: 海外能量饮料的价格升级与高端化 .....	6
图 8: 从海外经验看能量饮料的品类扩张的三层空间 .....	7
图 9: 泰国、美国、日本能量饮料企业均向泛功能饮料扩张 .....	7
图 10: 泰国、美国能量饮料企业均向即饮咖啡、即饮茶扩张 .....	8
图 11: 美国怪兽饮料曾推出果汁、碳酸饮料、果味饮料等 .....	9
图 12: 怪兽饮料海外收入保持高增速 .....	9
图 13: 怪兽饮料在多个国家市占率靠前 (销售额口径) .....	9
图 14: Osotospa 在东南亚三国的布局 .....	10
图 15: 泰国能量饮料三大品牌在东南亚市场占主导 .....	10
图 16: Aje 饮料在全世界的布局情况 .....	10
图 17: Aje 在秘鲁能量饮料市场占主导 (销售额口径) .....	10
图 18: 海外能量饮料各个品牌的成长效应存在较大差异 .....	11
图 19: 怪兽饮料推出的新品占比提升 (产品裂变) .....	12
图 20: 怪兽饮料的非能量饮料收入占比下降 (品类扩张) .....	12
图 21: 怪兽饮料美国以外收入占比与增速 (出海战略) .....	12
图 22: 怪兽饮料产品裂变与出海战略在 2 个时间段提振企业生命周期 .....	13
图 23: 怪兽饮料产品裂变、海外战略推动估值拔高 .....	14
图 24: 天丝非能量饮料收入占比提升 .....	15
图 25: 天丝非能量饮料产品收入增速 .....	15
图 26: 天丝产品裂变、品类扩张、出海战略与收入波动 .....	15
图 27: Osotospa 产品裂变、品类扩张、出海战略与收入波动 .....	16
图 28: Osotospa 非能量饮料收入占比提升 .....	17
图 29: Osotospa 非能量饮料收入增速 .....	17
图 30: 美国碳酸饮料、运动饮料、茶、咖啡销售额 yoy .....	18
图 31: 泰国运动饮料、功能饮料、咖啡销售额 yoy .....	18
图 32: 美国碳酸饮料、运动饮料集中度 (19 年收入) .....	19
图 33: 泰国运动饮料、功能饮料、咖啡集中度 (19 年收入) .....	19
图 34: 能量饮料、运动饮料、功能饮料在内容物、使用价值、消费场景方面具备高度相似性 .....	19
图 35: 品类形象存在一定差异, 需要推出子品牌加以弥补 .....	20
图 36: 国内五大能量饮料品牌的 SKU 均较为单一 .....	21
图 37: 东鹏在 2020 年之后推出的加气、无糖新品 .....	22
图 38: 东鹏 7 月公告将推出牛磺酸维生素 B6 功能饮料 .....	22
图 39: 红牛在国内高端能量饮料市场地位牢固 .....	22
图 40: 国内运动饮料、咖啡、茶收入 yoy (2006-2020 年) .....	23
图 41: 国内运动饮料、咖啡、茶市占率分布 (2019 年收入) .....	23

## 表格目录

表 1: 怪兽饮料产品明细表 .....	26
表 2: Osotspa 产品明细表 .....	28
表 3: 天丝集团产品明细表 .....	29
表 4: 卡拉宝产品明细表 .....	31

## 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、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

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。