

## 行业深度报告

## 能量饮料好赛道，后发企业迎突围机遇

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 证券分析师

**张晋溢** 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

## 研究助理

**陈昕晖** 一般证券从业资格编号  
S1060121090034  
CHENXINHUI167@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **能量饮料需求景气、单品规模在软饮料中占优**，随着消费群体和消费场景的裂变成长空间广阔，2016年以来红牛商标权之争给后发企业带来突围机遇，我们认为差异化品牌定位、战略资源聚焦的后发企业有望实现全国化快速扩张，建议关注东鹏饮料。
- **品类特征：软饮料中的高景气、大单品赛道。**1) 随着居民健康意识提升、消费升级，消费者对口味型饮料需求逐渐下滑，而能量饮料符合健康化、功能化趋势，在软饮料中保持较高景气，2015-2020年CAGR分别为7%。2) 消费者口味往往多变，而功能性诉求较为稳定，能量饮料企业能够享受更长产品生命周期；同时能量饮料的成瘾性带来高消费频次、强定价权。大单品为饮料企业发展基石，产品长生命周期、高消费频次和高价格带的特点使得能量饮料赛道易于打造大单品，从2020年软饮料各大单品流通渠道零售额来看，红牛高达230亿元的体量远超其他品类。
- **行业需求：高景气有望持续，成长空间广阔。**当前能量饮料行业尚处成长期，2016年至今受红牛商标权之争影响行业增速放缓，未来行业增长驱动力在于：1) 外卖快递和网约车行业的发展、市场教育、运动群体扩容加速能量饮料在现有消费场景下的渗透；2) 产品创新以及消费者培育催生消费场景裂变，向电竞、旅游、聚会等休闲类场景延伸。2020年我国能量饮料人均消费量1.6升，仅为美国/日本的18%/45%，长期空间广阔。另一方面，咖啡、茶饮等替代品对能量饮料需求影响有限，由于1) 能量饮料独享体力劳动和运动类消费场景，二者占比约70%，能量饮料需求基本盘牢固；2) 替代场景中，有望通过错位竞争共同做大蛋糕。
- **竞争格局：有望从单寡头向多寡头演变。**2016年至今红牛商标权之争使得龙头发展陷入停滞，后发品牌有望迎来数年发展窗口期，我们认为二线品牌中东鹏特成长路径最为清晰：1) 相比同样以性价比切入的体质能量，东鹏更注重品牌势能的打造，消费群体和场景调性持续拔高，在全国化扩张中占优；2) 相比背靠达利集团的乐虎，东鹏战略聚焦，资源投入占优；3) 战马优势在于渠道资源，但其产品定价及品牌定位直接对标红牛，红牛强品牌力下短期难以突围，并且目前华彬对战马资源投入尚未完全聚焦；4) Monster定价和红牛接近，产品口味丰富但在国内整体接受度较低，同时品牌定位延续美国市场策略，聚焦于个性化群体，但当前在中国并非主流群体。
- **风险提示：食品安全事故、行业需求景气不及预期、行业竞争加剧。**

# 正文目录

<b>一、 品类特征：软饮料中的高景气、大单品赛道</b>	<b>5</b>
1.1 能量饮料主要功效为提神醒脑、补充体力	5
1.2 软饮料行业呈现健康化、功能化趋势，能量饮料需求景气较高	6
1.3 功能性+成瘾性加持，能量饮料企业易于打造大单品	6
<b>二、 行业需求：高景气有望持续，成长空间广阔</b>	<b>8</b>
2.1 能量饮料行业当前尚处成长期	8
2.2 随着消费群体扩容与消费场景裂变，行业需求有望保持景气	9
2.3 咖啡、茶饮等替代品对能量饮料需求影响有限	13
<b>三、 竞争格局：有望从单寡头向多寡头演变</b>	<b>14</b>
3.1 2016年之前：强品牌力下华彬红牛一家独大	14
3.2 2016年至今：红牛商标权之争使得龙头发展陷入停滞	15
3.3 复盘美国 Monster：差异化竞争和战略资源聚焦为后发制胜因素	16
3.4 东鹏特饮、体质能量等后发品牌在差异化策略、战略资源聚焦方面占优	19
3.5 逐步向多寡头格局演进，二线品牌中东鹏确定性最强	23
<b>四、 投资建议</b>	<b>24</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图表 1 我国能量饮料产品功效成分主要包括牛磺酸、咖啡因等	5
图表 2 取得保健食品批文的产品在配方和营销方面具备优势	6
图表 3 能量饮料在软饮料行业中景气度较高	6
图表 4 能量饮料、瓶装水生命周期更长（亿元）	7
图表 5 软饮料中多数产品需求景气持续较短（亿元）	7
图表 6 能量饮料属于我国软饮料中高价格带品类（元/升）	7
图表 7 能量饮料行业更易打造大单品	8
图表 8 能量饮料行业需求持续增长	9
图表 9 我国能量饮料行业销量保持增长势头	9
图表 10 我国能量饮料均价缓慢下滑	9
图表 11 2018 年红牛消费群体拆分：以司机、白领和公务员为主	10
图表 12 2010 年至今我国客车、货车销量增长停滞	10
图表 13 2016-2020 年新蓝领人群 CAGR 达 22%	10
图表 14 我国就业人员工作时长位居世界前列水平	11
图表 15 我国体育产业尚处成长期	11
图表 16 近年能量饮料品牌积极培育电竞、音乐节等休闲类消费场景	11
图表 17 美国软饮料消费结构变迁	12
图表 18 日本软饮料消费结构变迁	12
图表 19 我国能量饮料人均消费量、单价较发达国家而言较低	12
图表 20 与咖啡和茶饮相比，能量饮料独享体力劳动、运动类场景	13
图表 21 我国咖啡消费量快速增长	13
图表 22 我国咖啡渗透率提升空间较大	13
图表 23 我国茶叶消费量稳步增长	14
图表 24 我国年人均茶叶消费量 1.55 千克	14
图表 25 红牛收入规模一度突破 250 亿元	14
图表 26 其他品牌跟随红牛，纷纷入局	15
图表 27 红牛商标权之争起源及进展梳理	15
图表 28 红牛流通渠道收入份额持续下滑	16
图表 29 红牛流通渠道销量份额持续下滑	16
图表 30 美国能量饮料市场迅速壮大	16
图表 31 2012 年前 Monster 收入快速增长	17
图表 32 Monster 与红牛零售额市占率持平	17
图表 33 Monster 销量市占率领先红牛	17

图表 34 Monster 产品规格大、品类丰富.....	18
图表 35 Monster 赞助各类边缘极限运动比赛.....	18
图表 36 红牛在功能饮料中品牌力较强.....	18
图表 37 我国城镇化进程在途.....	18
图表 38 各品牌零售额：传统食饮巨头对能量饮料业务战略定位、资源投入往往不足.....	19
图表 39 东鹏特饮、体质能量性价比最高.....	19
图表 40 东鹏饮料、体质能量、乐虎在包装、规格方面相比竞品更为多元.....	20
图表 41 各能量饮料企业品牌营销对比.....	21
图表 42 各能量饮料企业渠道对比.....	22
图表 43 我国能量饮料格局展望.....	23

## 一、 品类特征：软饮料中的高景气、大单品赛道

### 1.1 能量饮料主要功效为提神醒脑、补充体力

能量饮料是指含有一定能量并添加适量营养成分或其他特定成分，为机体补充能量、加速能量释放和吸收的制品。中国市场能量饮料产品主要功效成分包括牛磺酸、赖氨酸、咖啡因、B族维生素等，其中牛磺酸、咖啡因赋予其“提神醒脑、补充体力”的功能属性，咖啡因赋予其轻度成瘾属性。

图表1 我国能量饮料产品功效成分主要包括牛磺酸、咖啡因等

	牛磺酸 (mg/100ml)	咖啡因 (mg/100ml)	咖啡因来源	其他成分	保健食品 注册批件	终端指导价	产品图例
主要功效	提高抗氧化能力、免疫力	活跃神经中枢		促进代谢和吸收等			
华彬红牛	50	20	合成咖啡因	赖氨酸、B族维生素	有	6元/250ml	
红牛安奈吉	190	20	合成咖啡因	西洋参提取物、B族维生素	有	6元/250ml	
红牛风味	55	23	瓜拉纳提取物、绿茶浓缩粉	B族维生素	无	6元/250ml	
东鹏特饮	50	20	合成咖啡因	赖氨酸、B族维生素	有	5元/500ml	
体质能量	50	2	绿茶粉、瓜拉纳提取物	L-赖氨酸盐酸盐、B族维生素	无	5元/600ml	
乐虎	42	13	合成咖啡因	B族维生素	有	5元/250ml	
战马	40	15	速溶咖啡粉	B族维生素	有	6元/310ml	
安利 XS	40	34	速溶咖啡	B族维生素	无	12.5元/250ml	
Monster	50	34	瓜拉纳提取物、红茶/绿茶/咖啡豆浓缩粉	B族维生素	无	6.5元/330ml	
奥地利红牛	400	20	合成咖啡因	B族维生素	有	15元/250ml	
日加满	381	10	瓜拉纳提取物	L-赖氨酸盐酸盐等	有	10元/120ml	

资料来源：天猫，药智数据，平安证券研究所

“蓝帽子”产品具备配方及营销优势。我国主流能量饮料产品均取得保健食品批文，其外包装主要展示版面左上方将标注“蓝帽子”标志与保健食品批准文号，一般而言批文申请周期长达数年。“蓝帽子”产品优势在于：**1) 产品配方优势**：可添加合成咖啡因，相比天然咖啡因起效更快且强劲，由于瓜拉纳提取物在我国被列为食品用天然香料，且其添加量没有明确限制，因此未取得批文的产品主要通过添加瓜拉纳提取物引入天然咖啡因；**2) 营销优势**：可在终端渠道的保健食品专区销售并明确宣传缓解体力疲劳的功效。

图表2 取得保健食品批文的产品在配方和营销方面具备优势

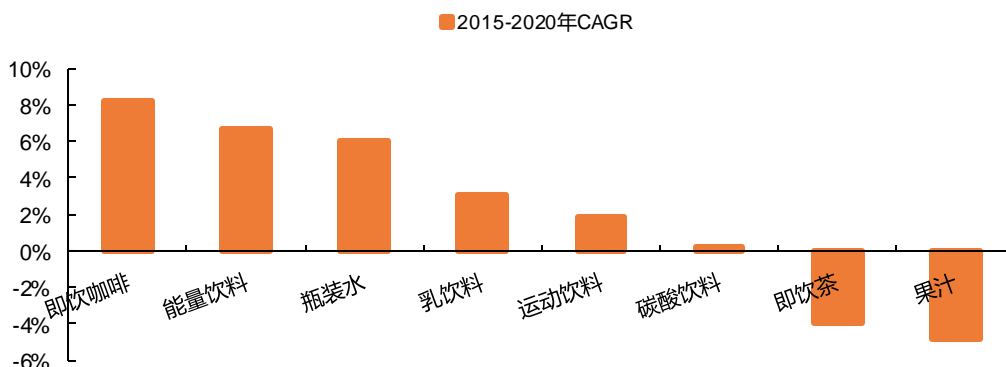


资料来源：平安证券研究所

### 1.2 软饮料行业呈现健康化、功能化趋势，能量饮料需求景气较高

随着居民健康意识提升、消费升级，消费者对糖分较高的口味型饮料需求逐渐下滑，根据 Euromonitor，2015-2020年碳酸饮料、茶饮料、果汁品类 CAGR 分别为 0%、-4%、-5%，呈下滑趋势；而即饮咖啡、能量饮料、瓶装水等品类符合健康化、功能化趋势，在软饮料中保持较高景气，2015-2020年 CAGR 分别为 8%、7%、6%。

图表3 能量饮料在软饮料行业中景气度较高

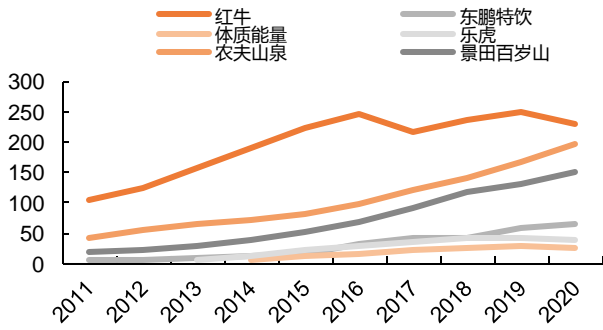


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

### 1.3 功能性+成瘾性加持，能量饮料企业易于打造大单品

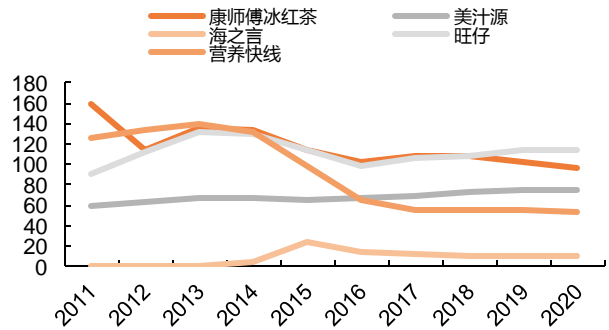
功能性需求稳定，能量饮料企业享受更长的产品生命周期。软饮料中果汁、茶饮料、乳饮料等品类主要满足口感需求，而消费者口感往往多变，使得口感型软饮料单品生命周期较短，如娃哈哈营养快线、统一海之言等。而消费者抗疲劳功能性诉求稳定，红牛和东鹏特饮自推出后持续增长，目前仍处成长期。

图表4 能量饮料、瓶装水生命周期更长（亿元）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所（注：上述数据为中国流通渠道零售额）

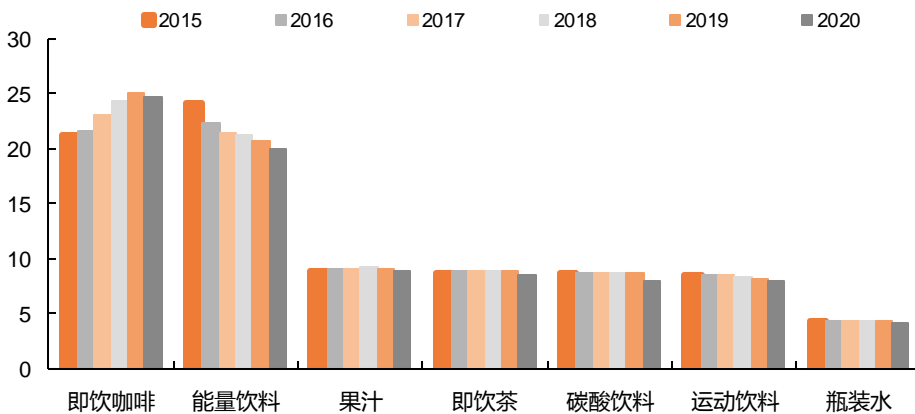
图表5 软饮料中多数产品需求景气持续较短（亿元）



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所（注：上述数据为中国流通渠道零售额）

成瘾性带来能量饮料产品的高消费频次、强定价权。能量饮料属于轻度成瘾性产品，其消费群体具备更高的消费频次和品牌粘性，品牌粘性带来高定价权，根据 Euromonitor，2020 年我国能量饮料终端价格水平在软饮料中位列第二，高达 20 元/升。

图表6 能量饮料属于我国软饮料中高价格带品类（元/升）










资料来源：Euromonitor，平安证券研究所（注：上述价格数据为终端价格）

大单品为饮料企业发展基石，产品长生命周期、高消费频次和高价格带的特点使得能量饮料赛道易于打造大单品，从 2020 年软饮料各大单品流通渠道零售额来看，红牛高达 230 亿元的体量远超其他品类。



图表7 能量饮料行业更易打造大单品

品类	产品	2020年零售额(亿元)	近5年CAGR	市占率	产品图例
能量饮料	红牛	230	1%	55%	
瓶装水	农夫山泉	196	20%	10%	
碳酸饮料	雪碧	146	7%	27%	
即饮茶	康师傅冰红茶	97	-3%	10%	
果汁	美汁源	75	3%	10%	
即饮咖啡	雀巢	45	10%	48%	
运动饮料	健力宝	34	3%	30%	

资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所(注:上述市占率数据采用流通渠道零售额测算)

## 二、行业需求：高景气有望持续，成长空间广阔

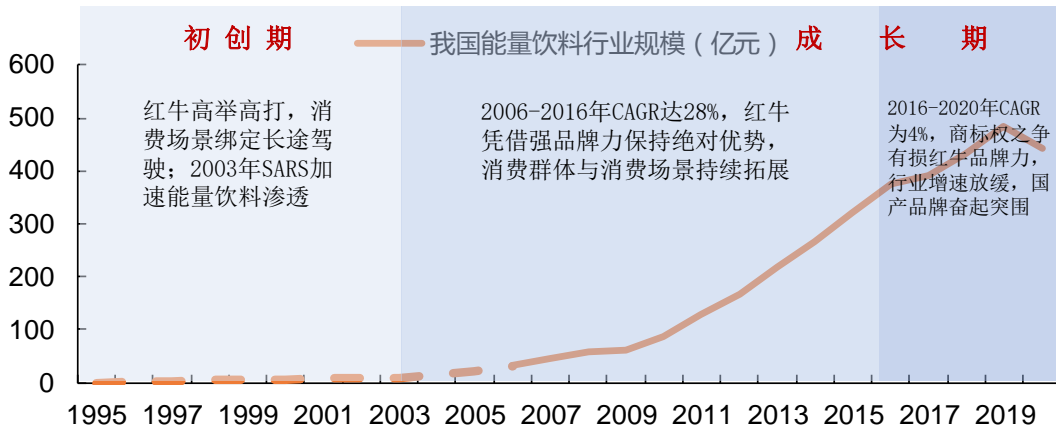
### 2.1 能量饮料行业当前尚处成长期

**初创期(1995-2003年):** 1995年红牛携手华彬成立合资公司进入中国, 品牌营销高举高打, 1996年斥巨资拿下全国糖酒商品交易会的开幕式冠名权, 并与花费1.3亿赞助春晚, 宣告“红牛来到中国”。由于6元/250ml的高价以及消费者对能量饮料尚未建立认知, 产品初期销售并不顺利, 此后红牛提出“市场无盲点, 逢店必经”的铺货策略, 并将消费群体定位至出租车司机, 通过“汽车要加油, 我要喝红牛”、“渴了喝红牛, 困了累了更要喝红牛”等广告文案构建出长途驾驶的核心消费场景, 后续逐步拓展至运动、加班等, 消费人群也由司机拓展至蓝领工人、年轻人和白领。2003年非典疫情催化居民健康意识觉醒, 对含维生素、矿物质的保健食品热情高涨, 能量饮料渗透加速。

**成长期(2004年至今):** 随着人均收入水平提升、公路运输业的发展、体育活动的普及和加班文化的盛行, 能量饮料消费群体及消费场景迎来双升, 2006-2016年行业收入CAGR达28%(销量CAGR为31%, 单价CAGR为-3%, 量增为主要驱动力, 单价下滑主要由于红牛强品牌力锁定行业定价天花板, 国产品牌通过性价比差异化竞争切入市场), 期间红牛长期为我国能量饮料代名词, 份额一度近90%; 2016年红牛商标权之争令华彬对红牛资源投入陷入停滞, 国产品牌迎来突围机遇, 剔除疫情影响, 2016-2019年行业CAGR放缓至9%(销量CAGR为12%, 单价CAGR为-3%), 2020年受新冠疫情影响, 行业销售额442亿元, 同比减少8%(销量同比减少5%, 单价同比减少3%)。

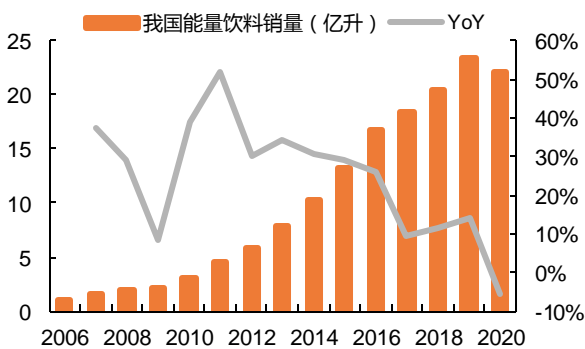


图表8 能量饮料行业需求持续增长



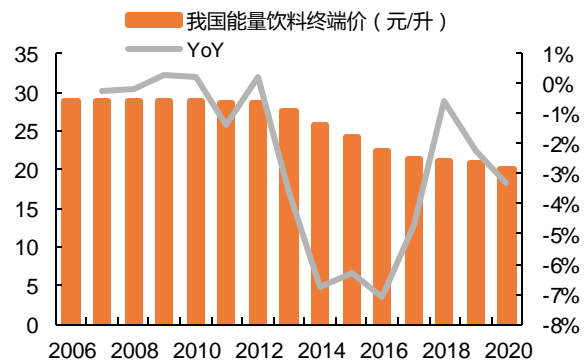
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 我国能量饮料行业销量保持增长势头



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表10 我国能量饮料均价缓慢下滑

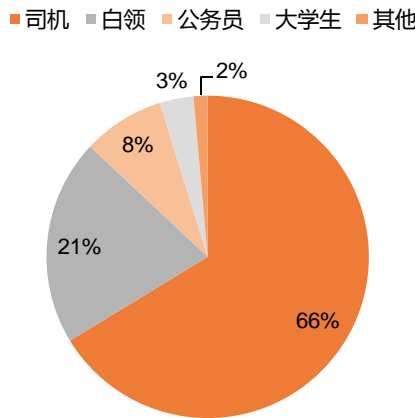


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

## 2.2 随着消费群体扩容与消费场景裂变，行业需求有望保持景气

分拆下游消费群体来看，我国能量饮料目前主要包括司机、公务员、白领和学生，对应长途驾驶、加班、运动等抗疲劳类消费场景，我们认为未来行业增长驱动力在于：1) 外卖快递和网约车行业的发展、市场教育、运动群体扩容加速能量饮料在现有消费场景下的渗透；2) 产品创新以及消费者培育催生消费场景裂变，向电竞、旅游、聚会等休闲类场景延伸。

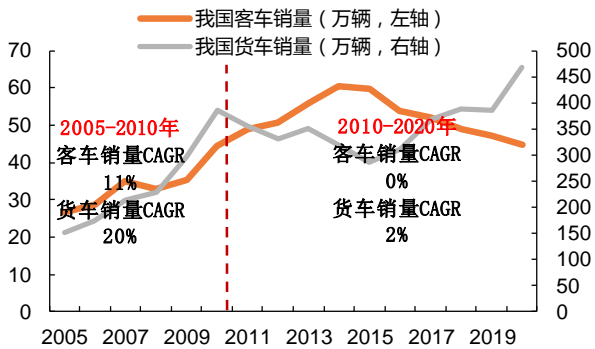
图表11 2018年红牛消费群体拆分：以司机、白领和公务员为主



资料来源：新思界产业研究中心，平安证券研究所

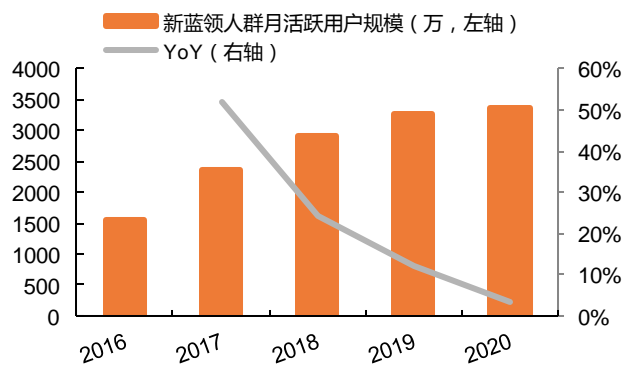
长途驾驶等体力劳动场景：快递、外卖及网约车行业方兴未艾，推动消费群体持续扩容。1) 能量饮料进入我国初期便以长途司机等高强度、高时长的蓝领为核心消费群体，受益于 2000-2010 年公路运输业的快速发展能量饮料消费的基本盘不断扩大，2011 年起我国运输业步入成熟期，客车及货车销量增长陷入停滞，预计未来长途司机等消费群体为能量饮料需求的高粘性基本盘；2) 随着互联网经济的兴起，2016 年起以外卖骑手、快递员和网约车司机为代表的新蓝领人群逐步壮大，2016-2020 年 CAGR 达 22%，2020 年受疫情影响增速有所放缓，未来随着市场消费下沉，三线及以下城市新蓝领职业增长潜力巨大，为能量饮料需求增长的重要驱动力。

图表12 2010年至今我国客车、货车销量增长停滞



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

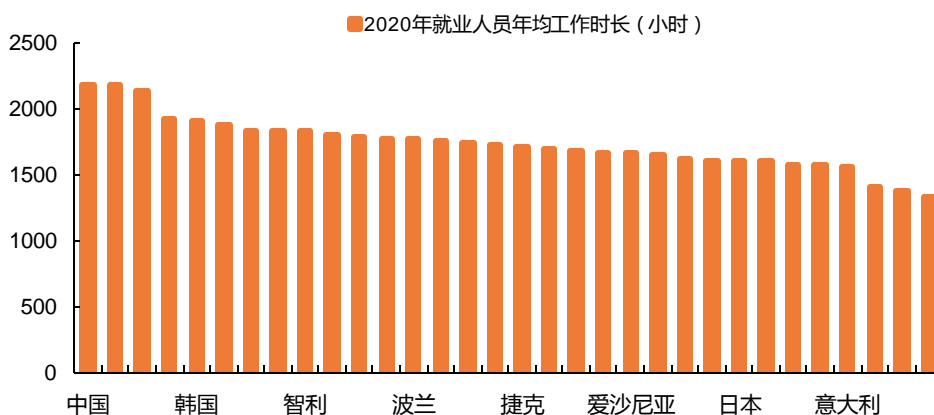
图表13 2016-2020年新蓝领人群 CAGR 达 22%



资料来源：QuestMobile，平安证券研究所

加班熬夜等脑力劳动场景：我国消费群体基数较大，能量饮料渗透率有较大提升空间。我国经济的发展带来社会竞争日益加剧、加班文化盛行，从 2020 年就业人员年均工作时长来看我国高于 OECD 主要成员国，我国白领、公务员、教师和学生等群体抗疲劳需求旺盛，而以上群体在当前红牛消费中的占比约 30%，不足司机群体的 1/2，我们认为未来随着能量饮料品牌营销及消费者培育，在白领、公务员、学生等群体中存在较大渗透空间。

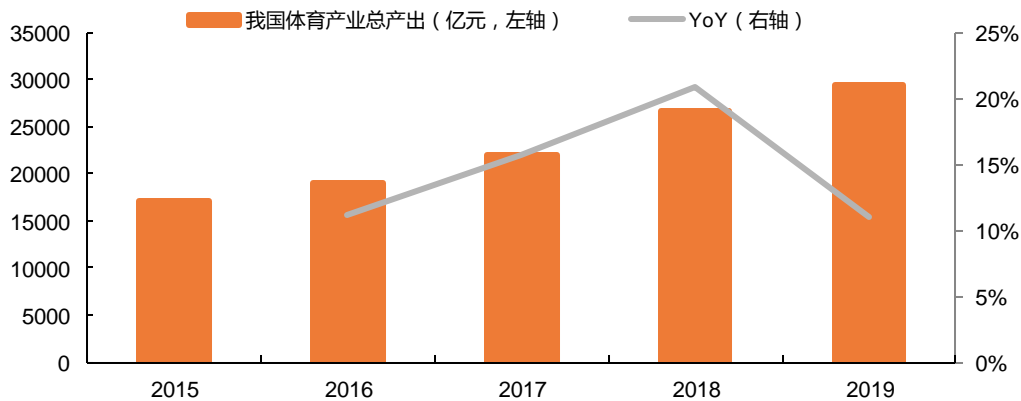
图表14 我国就业人员工作时长位居世界前列水平



资料来源: OECD, 国家统计局, 平安证券研究所

**运动场景：运动群体扩容支撑需求景气。**根据国家统计局数据，2019年我国体育产业总产值达2.95万亿，2015-2019年CAGR达15%，随着居民健康意识的提升体育行业有望保持较快增长，运动群体的扩大支撑能量饮料需求景气。

图表15 我国体育产业尚处成长期



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

**近年下游开始向休闲类场景拓展。**部分能量饮料品牌近年开始赞助电竞、音乐节等活动，消费场景愈发年轻化，从传统抗疲劳类场景拓展至聚会、旅游、电竞、音乐节、夜场等休闲类场景，但整体而言，目前我国能量饮料产品在功能和口味方面较为单一，仅聚焦于抗疲劳功能、杂果口味。

图表16 近年能量饮料品牌积极培育电竞、音乐节等休闲类消费场景

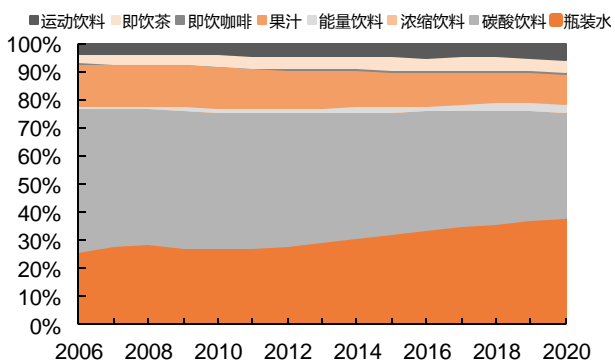
品牌	电竞赞助	音乐节赞助
红牛	C9、TSM、100Thieve、FW等俱乐部赞助商；2019年LOL职业联赛欧洲赛区LEC官方赞助商	-

东鹏特饮	2017年 NESO 全国电子经济公开赛官方赞助商；2018年 RNG 俱乐部赞助商	-
Monster	2017-2018 赛季 WE 俱乐部赞助商、LGD 俱乐部赞助商；2018年 RW 俱乐部赞助商；2019UECL 高校电子竞技联赛官方赞助商	多次赞助草莓音乐节、330 金属音乐节、窒息乐队、夜叉乐队
战马	2017-2020LPL 官方赞助商；2018年 EDG 俱乐部赞助商	赞助 2020年内蒙古青年说唱音乐节
日加满	2019年 LGD 俱乐部赞助商	2020年国潮音乐嘉年华

资料来源：公司官网，平安证券研究所

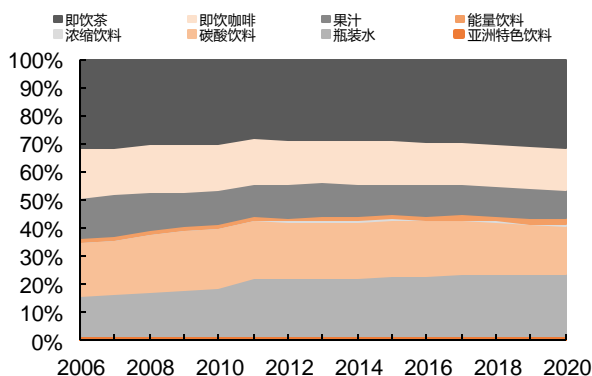
随着产品创新及消费者培育带来消费场景裂变，我国能量饮料行业长期空间广阔。从海外发达国家案例来看，美国如 Monster 等品牌除了传统的果味，还推出咖啡、巧克力、牛奶、茶饮等风味；日本能量饮料品牌则延伸出改善食欲、强健体质等功能属性，带来消费场景的拓展，根据 Euromonitor，美国和日本能量饮料消费量在软饮料中的占比持续提升。2020年我国能量饮料人均消费量 1.6 升，仅为美国/日本的 18%/45%，随着产品创新及消费者培育，能量饮料消费场景有望进一步拓展，长期成长空间广阔。

图表 17 美国软饮料消费结构变迁



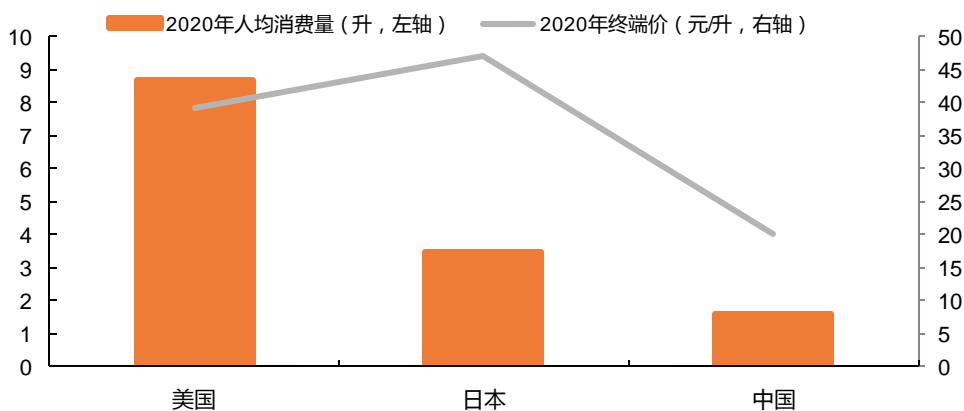
资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表 18 日本软饮料消费结构变迁



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表 19 我国能量饮料人均消费量、单价较发达国家而言较低



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

### 2.3 咖啡、茶饮等替代品对能量饮料需求影响有限

能量饮料独享体力劳动和运动类消费场景，需求基本盘牢固。能量饮料满足消费者提神、体力补充需求，咖啡、茶饮则满足消费者提神、情感和社交需求，消费诉求决定消费场景，因而能量饮料独享长途驾驶等体力劳动、运动类场景，咖啡、茶饮则独享到店消费的社交类场景，能量饮料同咖啡和茶饮的替代主要发生在熬夜加班等脑力劳动场景以及非到店消费的休闲类场景。体力劳动、运动类场景在能量饮料消费结构中占比近 70%，为其需求景气提供强支撑。

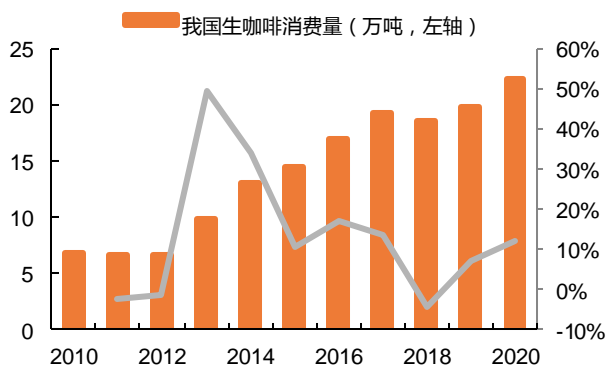
图表 20 与咖啡和茶饮相比，能量饮料独享体力劳动、运动类场景



资料来源：平安证券研究所

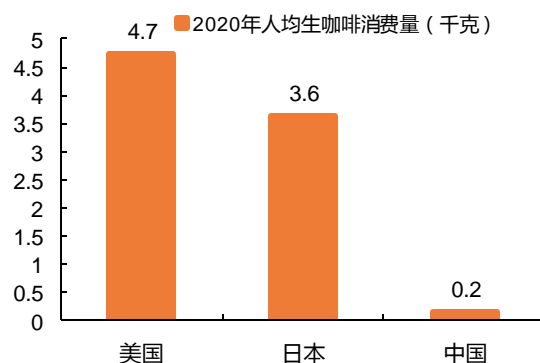
替代场景中，有望通过错位竞争共同做大蛋糕。1) 脑力劳动场景下，能量饮料、咖啡等产品在白领、学生等群体中渗透率仍然有较大提升空间，以当前白领群体中的主流提神产品咖啡为例，2020年我国人均生咖啡消费量仅 0.2 千克，仅为日本/美国的 4%/3%，未来能量饮料和咖啡天花板较高。2) 休闲场景下，近年现磨咖啡、现制茶饮快速渗透，其中现磨咖啡商务休闲属性较强，现制茶饮倾向下午茶等休闲场景，而能量饮料品牌通过赞助电竞、音乐节等方式实现导入，更强调激情与活力属性，我们认为在消费升级趋势下，消费者对于健康、口感以及更好的社交体验需求有望快速增长，能量饮料、咖啡和茶饮在产品创新、品牌打造方面将展开错位竞争，绑定各自的细分场景与群体，共同做大蛋糕而非切割份额。

图表 21 我国咖啡消费量快速增长



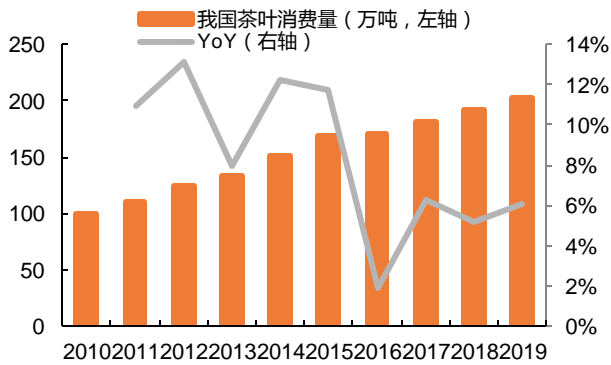
资料来源：USDA，平安证券研究所

图表 22 我国咖啡渗透率提升空间较大



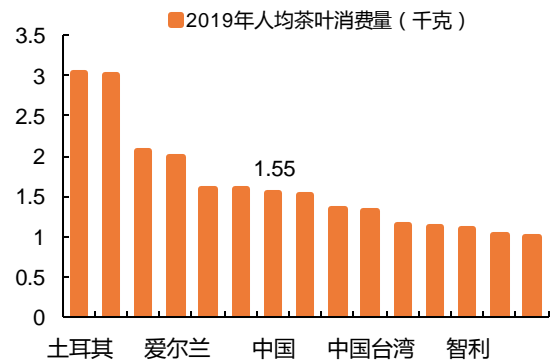
资料来源：USDA，各国统计局，平安证券研究所

图表23 我国茶叶消费量稳步增长



资料来源：中国茶叶流通协会，平安证券研究所

图表24 我国年人均茶叶消费量1.55千克



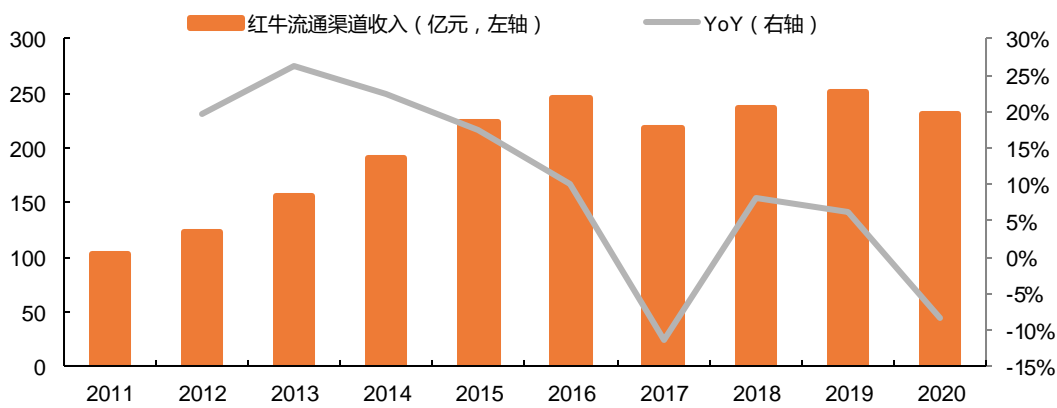
资料来源：中国茶叶流通协会，平安证券研究所

### 三、竞争格局：有望从单寡头向多寡头演变

#### 3.1 2016年之前：强品牌力下华彬红牛一家独大

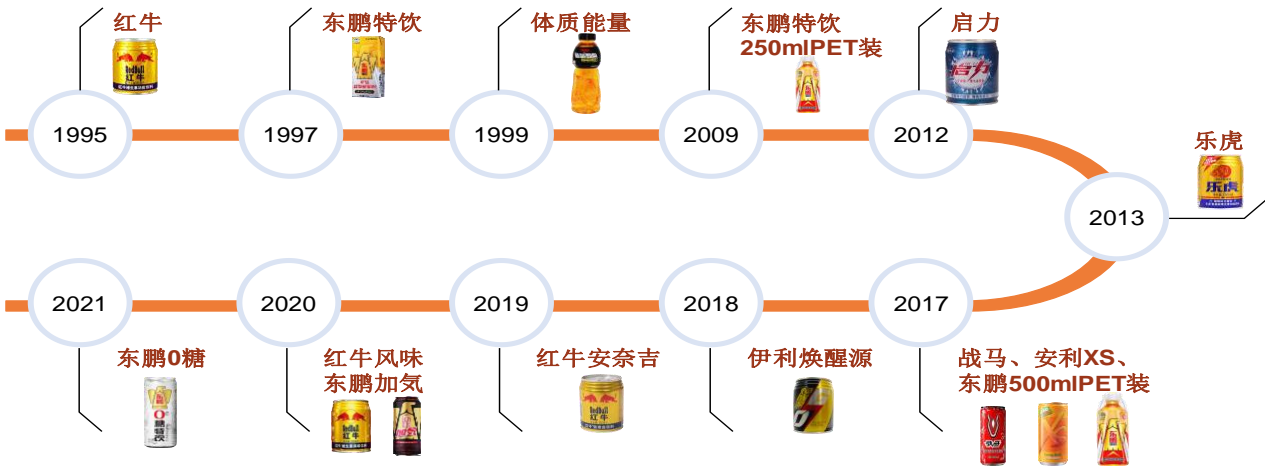
红牛 1995 年进入中国后以一己之力完成市场培育，先发优势下凭借密集的品牌营销牢牢占据消费者心智，成为收入体量突破 200 亿元的超级大单品，拥有渠道网点 400 万家、核心终端 60 万家，2011 年流通渠道收入份额高达 89.6%。随着能量饮料行业高速增长，其他品牌也纷纷入局，除传统能量饮料企业如东鹏、中沃、Monster 外，综合性饮料巨头也加入竞争，如娃哈哈启力、达利乐虎、伊利焕醒源等。

图表25 红牛收入规模一度突破 250 亿元



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表26 其他品牌跟随红牛，纷纷入局



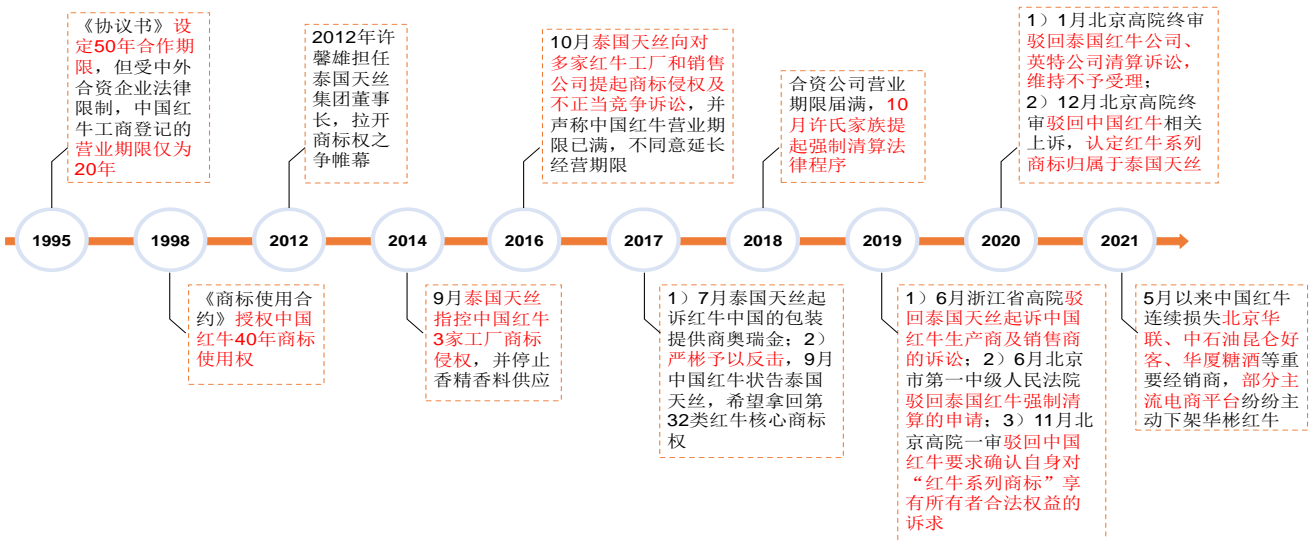
资料来源：公司官网，平安证券研究所

### 3.2016年至今：红牛商标权之争使得龙头发展陷入停滞

**起因：“50年协议”给商标权之争埋下隐患。** 1) 1995年泰国红牛与泰国天丝等各方签订的《协议书》中约定50年合作期限，但限于当时法规，中国红牛工商登记的营业期限仅20年；2) 由于泰国天丝未按照约定将商标权过户给中国红牛，1998年又签署《商标使用合约》。上述系列操作下，商标权和合资公司营业期限分别于2016年、2018年到期，为后续华彬和泰国天丝关于商标权侵权、经营期限之争埋下隐患。

**进展：高院认定商标权属于泰国天丝，华彬红牛失去3家重要经销商。** 2012年许馨雄担任泰国天丝董事长后开始调查中国红牛，并发起侵权诉讼、强制清算程序，期间华彬也起诉反击。2020年12月北京高院认定红牛系列商标归属于泰国天丝，天平开始向泰国天丝倾斜，2021年5月起华彬红牛陆续丢失多个重要经销商。

图表27 红牛商标权之争起源及进展梳理



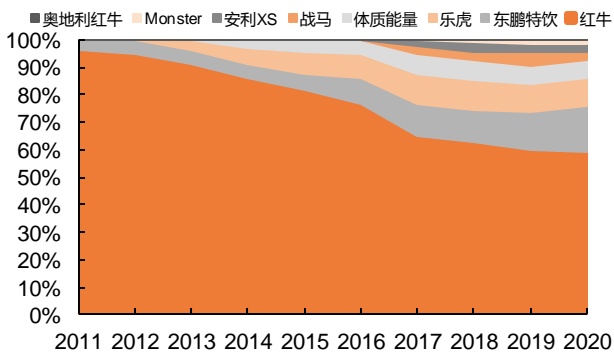
资料来源：wind，平安证券研究所



**影响：华彬红牛份额稀释、红牛品牌力受损。**受商标权之争影响，华彬红牛自 2016 年起不能再进行广告营销，并于 2017 年推出战马，启动多元化战略，对华彬红牛造成资源分流，此外泰国红牛也推出 2 款产品，导致市面上同时存在华彬红牛、红牛安奈吉、红牛维生素风味 3 款包装基本一致的金罐红牛，稀释华彬红牛份额，同时诸如“英国红牛”、“德国红牛”等山寨产品频出，红牛品牌力持续受损，2016 年起红牛收入增长陷入停滞，收入份额从 2011 年 89.6% 下滑至 2020 年 54.9%，行业增量被二线品牌瓜分。

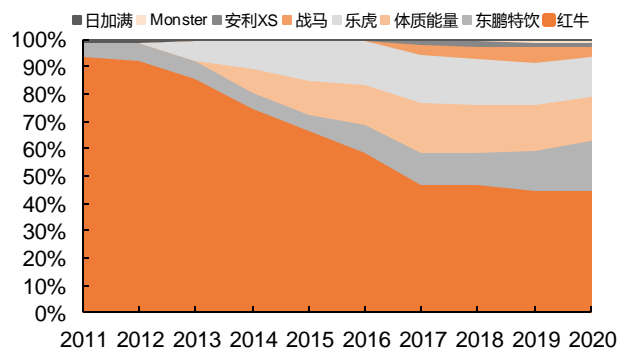
**展望：国产品牌有望迎来数年发展窗口期。**当前商标权及营业期限之争尚未落定，预计内耗仍将持续数年，华彬红牛份额或进一步下滑，后续若更多经销商停止销售华彬红牛，则冲击更大，而目前泰国红牛在中国规模尚小，难以承接华彬红牛出让的全部份额，利好差异化定位的第二梯队品牌份额提升，但考虑到红牛强品牌粘性 & 渠道资源深耕，预计红牛的龙头地位短期难以撼动。

图表 28 红牛流通渠道收入份额持续下滑



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表 29 红牛流通渠道销量份额持续下滑

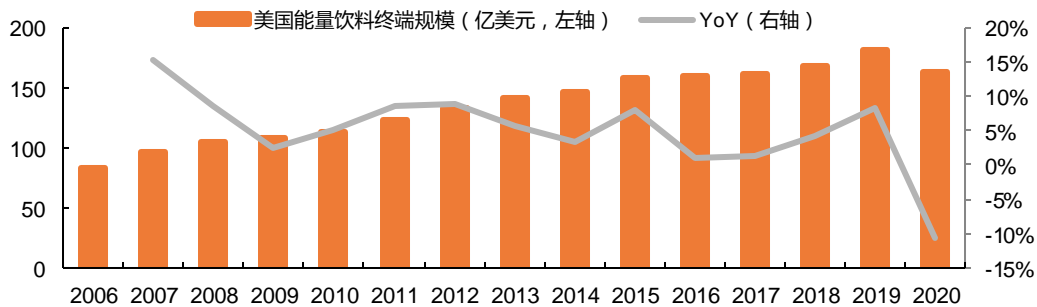


资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

### 3.3 复盘美国 Monster：差异化竞争和战略资源聚焦为后发制胜因素

**红牛引领美国能量饮料消费者教育。**美国能量饮料行业兴起于后碳酸饮料时代，随着居民健康意识提升、个性化需求增强，美国软饮料市场无糖化、品类多元化趋势明显。1997 年奥地利红牛进入美国市场，重点铺设便利店、时尚前卫的酒吧等渠道，依托小型分销商以及带红牛标识的物流车进行深度分销，市场初步培育后通过投放广告来强化品牌知名度，此后红牛在美国消费者中快速渗透，推动行业增长，2000 年起各类玩家相继进入能量饮料赛道，如 Monster、Rockstar 等新兴品牌，以及传统饮料巨头培育的能量饮料品牌，如可口可乐的 KMX、百事可乐的 SoBe、AMP 等，至 2006 年美国能量饮料行业规模高达 84 亿美元，近年行业步入成熟期，受疫情影响 2020 年规模 163 亿美元，同比减少 10%。

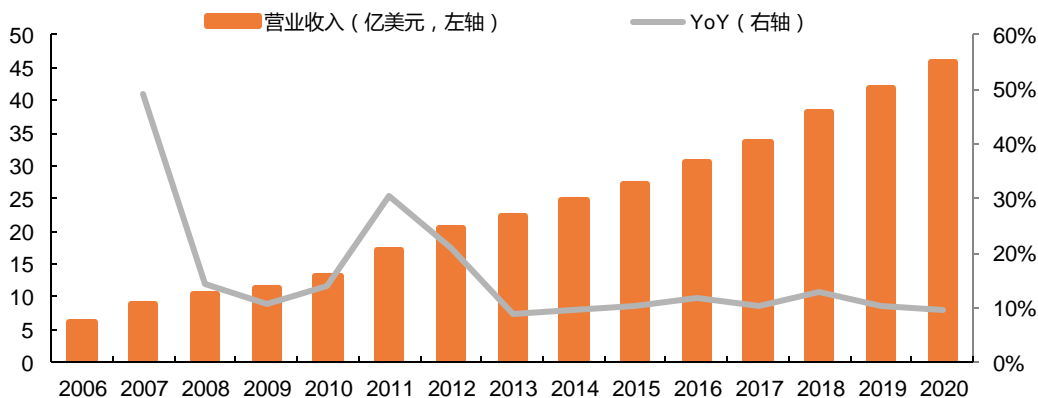
图表 30 美国能量饮料市场迅速壮大



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

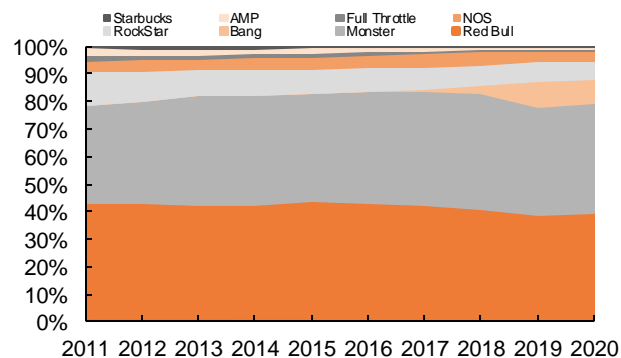
Monster 后来者居上，美国能量饮料双寡头格局已现。Monster 前身为果汁厂商汉森，2002 年转型能量饮料并推出 Monster 品牌，强辨识度绿色魔爪标识及其“释放野性 (Unleash the Beast)”内涵向消费者输出狂野的品牌形象，聚焦于 18-34 岁年轻消费群体，通过赞助小众的极限运动赛事实现低成本精准营销，与红牛的赛事营销相区分。2002-2012 年公司迎来 10 年快速成长期，2008 年销量份额首次超过红牛，零售额份额 2018 年超过红牛，近年二者基本持平，2020 年行业 CR2 为 74.3%，形成双寡头垄断格局。

图表31 2012 年前 Monster 收入快速增长



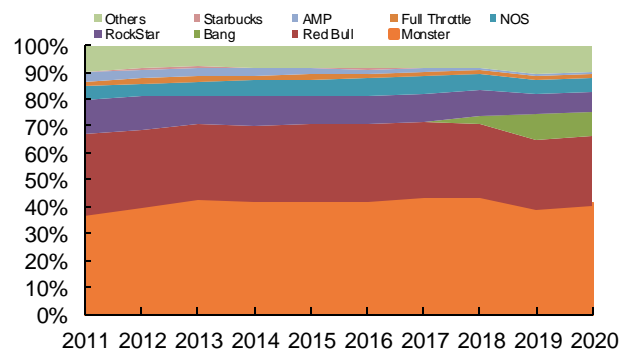
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表32 Monster 与红牛零售额市占率持平



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表33 Monster 销量市占率领先红牛



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

Monster 凭借差异化竞争策略实现后发制胜。1) 产品：高性价比、新品推陈出新。Monster 主打的 16 盎司大规格装相比红牛 8.4 盎司的罐装性价比更高，同时几乎每年均有新品推出，产品在规格、口味、功效方面类别丰富，并且常推出运动员、赛事及 IP 联名款；2) 品牌营销：围绕年轻消费群体精准营销。Monster 主要赞助边缘极限运动如越野摩托车赛、一级方程式赛车、格斗等赛事，成本相对较低，并且相对传统运动项目更能向消费者传递出年轻、狂野不羁的个性态度，与红牛重视内容输出，偏好赞助顶级赛事和亲自策划如街舞比赛、帆船比赛等营销方式形成区别，同时 Monster 也尤其注重地推，实现精准营销；3) 借助巨头分销网络低成本铺设渠道。2006、2008 年分别于百位、可口可乐签订分销协议，依托巨头发达的分销网络快速铺设终端渠道，2015 年可口可乐成为 Monster 大股东，同时 Monster 收购了可口可乐全球能量饮料业务，将非能量饮料业务售给可口可乐，资产置换完成后提高分销渠道协同性。

图表34 Monster 产品规格大、品类丰富



资料来源：天猫，平安证券研究所

图表35 Monster 赞助各类边缘极限运动比赛

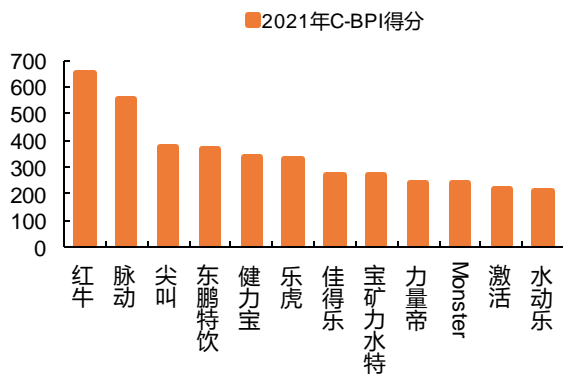


资料来源：公司官网，平安证券研究所

我国能量饮料企业启示：

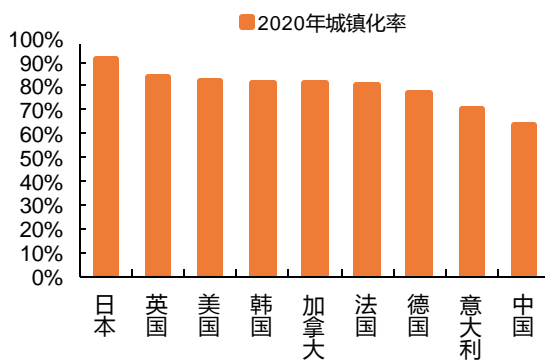
差异化定位为制胜因素之一。1) 红牛先发优势下强品牌力明显，后发企业品牌定位直接对标红牛较难成功，比如娃哈哈启力、统一唤醒、伊利焕醒源等品牌在产品定位、营销方式上直接对标红牛甚至进一步提升品牌调性，导致发展停滞不前；2) 目前我国城镇化率、人均 GDP 水平相比发达国家而言较低，对价格敏感、能量饮料需求尚未被满足的低收入群体占比较高。因此通过差异化的品牌定位，在产品性价比、包装规格、精准营销方面差异化竞争，聚焦细分消费群体和场景，为后发品牌制胜因素之一。

图表36 红牛在功能饮料中品牌力较强



资料来源：Chnbrand，平安证券研究所

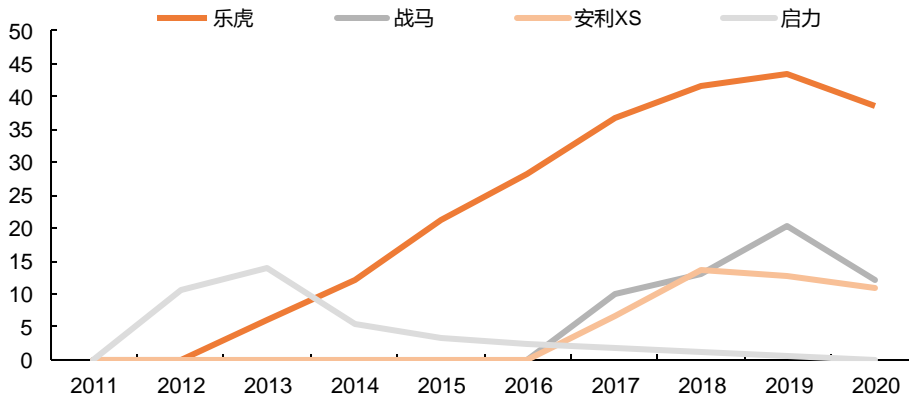
图表37 我国城镇化进程在途



资料来源：各国统计局，平安证券研究所

战略资源聚焦为制胜因素之二。品牌力的打造需要持续的营销费用投入，同时差异化策略下目标消费人群和场景往往更为细分，以低收入蓝领、低线城市为主，需要企业渠道精耕，战略资源聚焦。如达利乐虎等品牌虽相比红牛具备性价比，但在集团内部的战略定位、资源投入不足以支撑其进入行业前列。

图表38 各品牌零售额：传统食饮巨头对能量饮料业务资源投入往往不足（亿元）

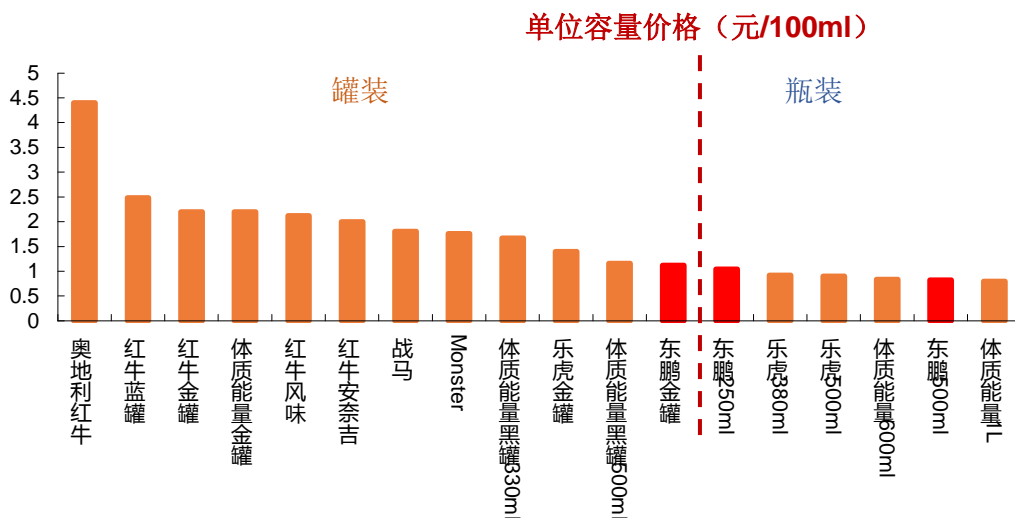


资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

### 3.4 东鹏特饮、体质能量等后发品牌在差异化策略、战略资源聚焦方面占优

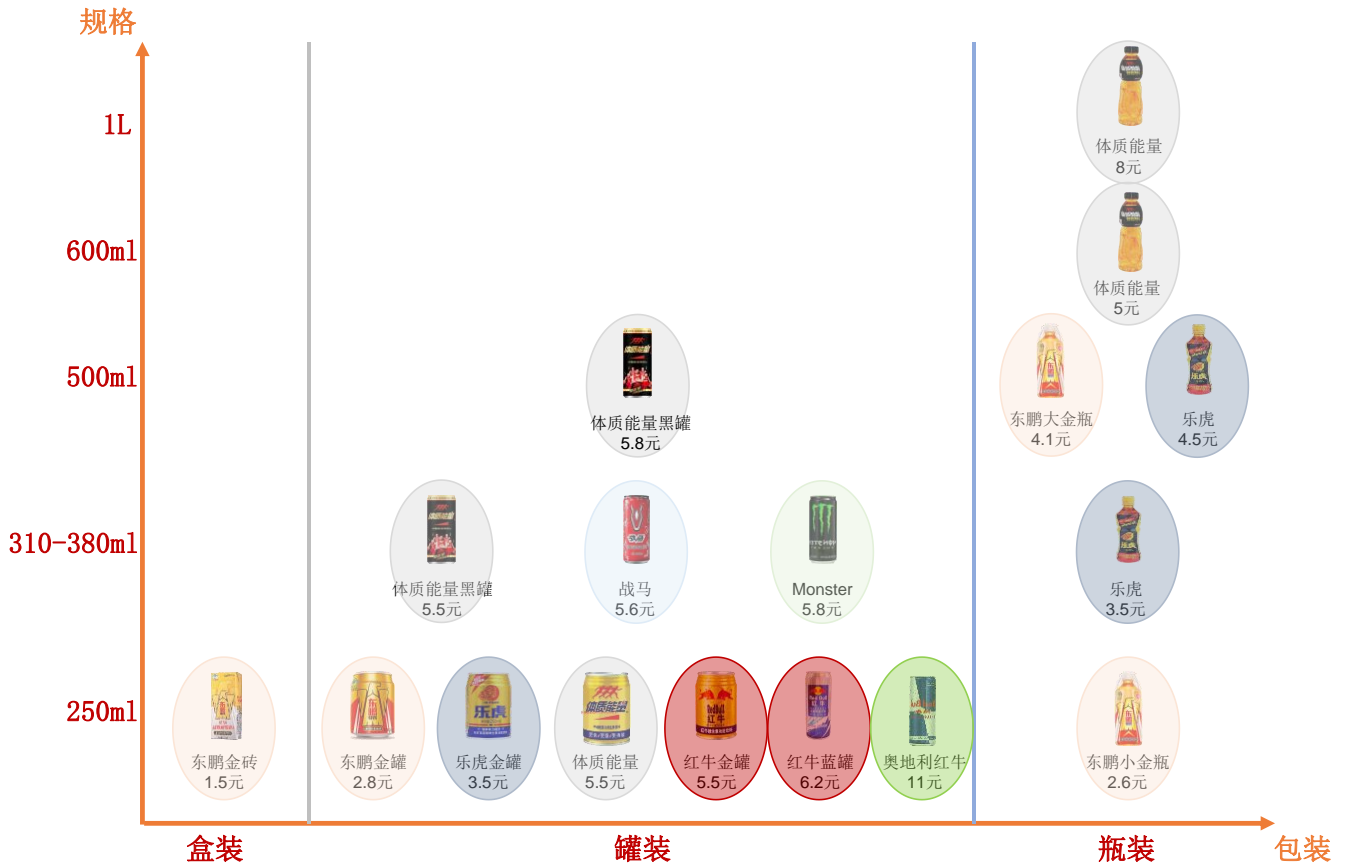
产品定位为品牌定位的基础，能量饮料产品生产并无明显壁垒，国内主流品牌间口味功效差异较小，均以华彬红牛为代表的杂果香型口味为主，红牛安奈吉（配方含西洋参，香精味较浓）、Monster（国内共5种口味）、奥地利红牛（加气口感、牛磺酸和咖啡因含量较高）等品牌口感接受度较低，后发企业差异化的产品定位主要体现在性价比、包装规格等方面。其中，东鹏特饮、体质能量性价比和便携性较好。1) 性价比方面：目前国内4款红牛产品锁定行业定价天花板，250ml金罐终端价在5-6元，奥地利红牛250ml蓝罐定价高达11元。第二梯队中，战马、Monster定价对标红牛，东鹏特饮和体质能量性价比较高，其中东鹏产品全面涵盖2-5元价格带。2) 包装规格方面：配合高性价比策略，东鹏、体质能量和乐虎等品牌均推出大规格PET瓶装，提升消费者便携性的同时降低成本，并且东鹏还拥有防尘盖专利设计，增强卫生属性及外观辨识度；而红牛包装规格仅有250ml金罐和蓝罐。

图表39 东鹏特饮、体质能量性价比最高



资料来源：天猫，平安证券研究所

图表40 东鹏饮料、体质能量、乐虎在包装、规格方面相比竞品更为多元



资料来源：天猫，平安证券研究所

品牌营销方面，东鹏特饮通过差异化定位切入并持续拔高品牌调性，体质能量聚焦于低线城市群体，乐虎通过高端化体育营销向上升级，战马深度绑定电竞。1) 东鹏特饮跑通广东样板市场后在 2013 年开启全国化战略，通过“累了困了喝东鹏特饮”的宣传语关联红牛，打造“性价比版红牛”的品牌形象，并签约谢霆锋为品牌代言人通过央视强势曝光，2015 年起进行品牌年轻化升级，提出“年轻就要醒着拼”的宣传语，通过多元化营销拓展一二线城市年轻群体，2019 年起推行饱和式营销策略；2) 体质能量营销聚焦于低线城市群体，营销打法较为传统，通过赞助体育赛事、投放地面公交广告等提升在运动、长途驾驶等场景的消费粘性；3) 乐虎侧重于体育营销，赞助过 CBA、F4，助力首个“双国家队”均参与的斯坦科维奇杯洲际篮球赛，2019 年开启品牌升级战略，通过更换新 LOGO、新产品形象，赞助 FIBA 篮球世界杯，捆绑篮球赛事 IP 进行年轻化、高端化升级，但至今市场反响平平；4) 战马早期捆绑红牛销售，以“牛”扶“马”，买战马抽红牛，体育赞助围绕篮球展开，并重点在电竞场景进行营销，赞助如 LPL 赛事、EDG 俱乐部等；促销活动来看，东鹏特饮、体质能量、战马等品牌促销活动较频繁，均开展扫码领微信红包、一元换购等促销活动，其中东鹏的“壹元乐享”实现扫码核销，而体质能量“一元换购”、战马“拉环/瓶盖抽奖”为传统核销方式，需门店回收拉环/瓶盖送至总部核销，周期较长且商户兑换积极性较差。



图表41 各能量饮料企业品牌营销对比

	营销口号	营销方式	目标群体
华彬红牛	“汽车要加油，我要喝红牛”、“渴了喝红牛，困了累了更要喝红牛”	高举高打，赞助各类极限运动，举办羽林争霸赛，但 <b>2016年以来营销投入中断</b>	蓝领、白领、运动人群、年轻人
东鹏特饮	通过“累了困了喝东鹏特饮” <b>关联红牛</b> ，“年轻就要醒着拼” <b>向品牌年轻化升级</b>	2013年签约谢霆锋为代言人，并通过央视广告强势曝光；拍摄宣传片在 <b>五大卫视黄金时段</b> 播出；通过分众、新潮两大梯媒触达119座城市的白领人群；植入《高能少年团》等 <b>综艺和电视剧</b> ； <b>体育赛事</b> 方面合作中国女排、赞助国际冠军杯中国赛、俄罗斯世界杯、中超联赛、葡萄牙国家队等； <b>电竞领域</b> 赞助RNG战队、NESO；举办 <b>抖音挑战赛</b> 获得60亿曝光量； <b>促销方式</b> ：扫码抽红包、壹元乐享（ <b>扫码核销</b> ） <b>体育赛事</b> ：FIBA官方合作伙伴、赞助中国男篮、女篮； <b>媒体</b> ：在央视投放广告，入驻抖音； <b>公路</b> ：投放城市交通、高速广告； <b>促销方式</b> ：扫码抽红包，一元换购（ <b>传统核销</b> ）	低线城市蓝领、白领、运动人群、年轻人
体质能量	“中沃体质能量，勇往直前的力量”	以 <b>体育赛事</b> 为主：赞助CBA联赛、壳牌喜力杯FIA F4中国锦标赛、CFGP、斯坦科维奇杯洲际篮球赛、FIBA篮球世界杯； <b>电竞</b> 方面冠名2017年LOLS7全球总决赛直播；2019年起提升品牌调性，但市场反响一般	低线城市蓝领、运动人群、年轻人
乐虎	通过“喝乐虎，提神抗疲劳，激发正能量”传达功能性定位	<b>深耕极限运动领域</b> ，在运动员与垂直粉丝群体中打造权威地位，已在中国引进Red Bull BC One、Red Bull Rubik's Cube魔方世锦赛等国际系列赛、与中国自由式滑雪运动员谷爱凌签约	运动人群、年轻人
奥地利红牛	“你的能量，超乎你想象”	<b>体育+娱乐</b> ：签约代言人王一博，突出赛车手、滑板和舞者标签； <b>电竞</b> 方面赞助WE、LGD俱乐部； <b>音乐节</b> 方面多次赞助草莓音乐节及各类乐队	运动人群、电竞、个性年轻群体
战马	“有能量，放马来”	早期捆绑红牛销售，以“牛”扶“马”，买战马抽红牛，中奖率高达50%； <b>电竞</b> 为重点领域，赞助LPL、EDG俱乐部； <b>体育赛事</b> 方面围绕篮球展开，与CUBA深度合作、冠名《这就是灌篮》第二季； <b>音乐节</b> 方面赞助2020年内蒙古说唱音乐节； <b>促销方式</b> ：扫码抽红包，拉环/瓶盖抽奖（ <b>传统核销</b> ）	电竞、篮球群体、年轻人
红牛安奈吉	“无所畏惧，红牛挺你”	<b>体育赛事</b> 方面成为中国田径协会官方合作伙伴； <b>直播</b> 方面联合罗永浩直播带货打入IT群体； <b>与雅迪跨界合作</b>	运动人群、IT群体、蓝领及白领

红牛风味 “你真牛，红牛挺你” **体育赛事**方面为中国田径协会官方合作伙伴、赞助中国篮球公开赛；**线下推广**：运动人群、年轻人、蓝领及“易”起突破牛人挑战赛、参展首届消费品博览会；**娱乐代言**：签约周震南 白领

资料来源：公司官网，平安证券研究所

东鹏全渠道运作，由广东向全国化扩张；体质能量以低线城市传统渠道为主，逐步向一二线城市渗透；乐虎强于渠道广度，但费用投入较少，渠道推力有限；战马坐拥华彬渠道优势。1) 东鹏特饮兼顾传统渠道+现代/特通渠道，传统渠道促动销，现代渠道拉升品牌势能，精耕两广、华东、华中等核心市场，采用大流通模式快速开拓非核心市场，开箱扫码、壹元乐享等活动较好地增厚渠道利润；2) 体质能量以县乡镇低线地区传统渠道为主，深耕河南、江苏和安徽，通过性价比、渠道高利润空间促进产品动销；3) 乐虎采用区域大商模式分销，依靠达利 200 万终端铺货，西北、西南、华北和华东为优势区域，渠道广度占优，但渠道费用投入较少，渠道推力不强；4) 战马依靠华彬全国化渠道铺货，华彬以“牛”扶“马”，捆绑红牛销售战马，集团内部资源逐步向战马倾斜。泰国天丝旗下两款红牛均全国化布局，其中 5) 红牛安奈吉北方市场经销权全权交给养元饮品，6) 红牛维生素风味由华彬前总裁王睿成立的普胜食品运营。

东鹏特饮、体质能量占比战略资源聚焦制高点。在第二梯队中，东鹏特饮、体质能量分别为东鹏饮料和中沃的核心业务，占据战略资源投入的制高点，乐虎、战马分别背靠达利和华彬集团，当前均非核心业务，存在一定程度资源分流。

图表42 各能量饮料企业渠道对比

品牌	集团内部定位	渠道模式	渠道布局、终端数量	渠道利润
华彬红牛	核心业务	深度分销	全国化布局（南方收入占比更高），终端网点 400 万，核心终端 60 万；近年费用投入停滞	1) 渠道利润率较低，依靠高动销高周转；2) 预付款及库存压力较大
东鹏特饮	核心业务	核心市场深度分销，其余采取大流通	以广东（收入占比 45%）、广西为基地市场泛全国化扩张；21H1 末拥有经销商 2002 家，覆盖终端门店 179 万；全渠道运作，注重品牌建设	1) 近年组建邮差体系部分替代原有二批商，增厚渠道利润；2) 渠道利润较高
体质能量	核心业务	深度分销	以河南、江苏和安徽为基地市场泛全国化扩张；深耕县乡镇低线市场传统渠道，终端陈列投入较高，依靠性价比提升动销	渠道利润较高
乐虎	非核心业务	区域大商	泛全国化布局，西北及西南（销量市占率第一）、华北及东北（销量市占率第二）为优势区域；依靠达利 200 万终端铺货，整体渠道推广投入较少，对价盘管控及终端陈列维护较弱	旗下产品统一考核，经销商偏好其动销更好的产品
奥地利红牛	核心业务	通过百威开展深度分销	主打 40 个一二线城市；百威中国全权运营，百威在夜店、KTV 等特通渠道份额领先	-
Monster	核心业务	通过可口可乐开展深度分销	布局一二线城市；依托可口可乐渠道铺货，通过太古和中粮两大装瓶商实现本地化生产	-
战马	非核心业务	深度分销	依靠红牛渠道铺货	-
红牛安奈吉	核心业务	通过曜能量、养元饮品开展深度分销	30 万家渠道网点，养元饮品拥有北方区域经销权，通过六个核桃经销商铺货，养元共有经销商 2000 家，优势	-



		渠道在三四线城市；南方由广州曜能量拓展渠道	
红牛风味	核心业务	通过普胜开展深度分销	普胜运营

资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

### 3.5 逐步向多寡头格局演进，二线品牌中东鹏确定性最强

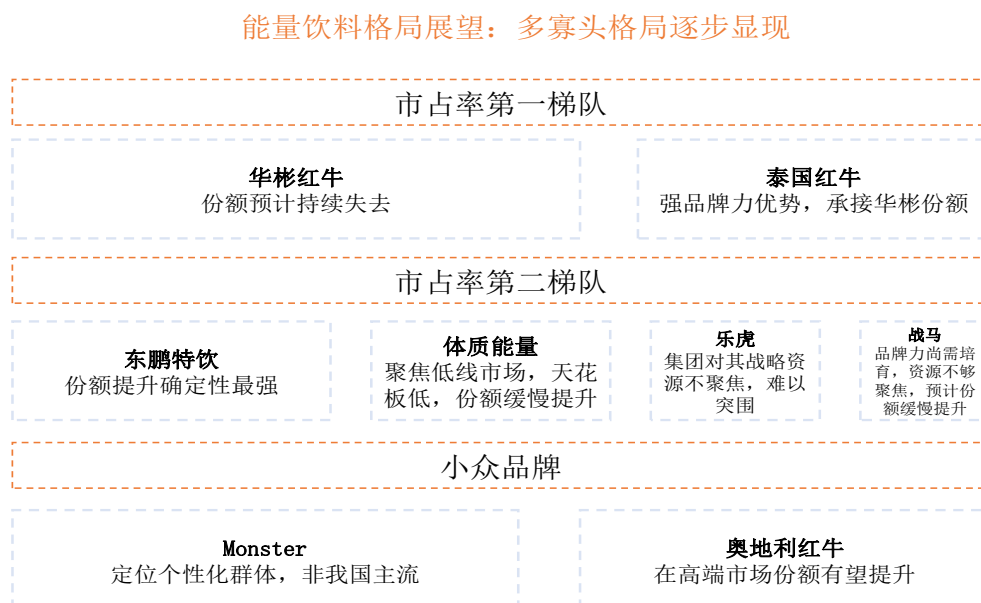
预计华彬红牛份额持续失去。当前泰国天丝已拿到红牛系列商标所有权，未来随着华彬红牛资源投入向战马倾斜、进一步失去经销商资源，预计其份额持续下滑。

泰国红牛强品牌力，有望承接大部分华彬红牛份额。泰国天丝旗下两款红牛品牌力较强，但由于：1) 红牛安奈吉口感接受度有限，红牛风味缺少保健食品批文，功效宣传受限；2) 泰国红牛产能、渠道尚处建设过程中；预计泰国红牛难以全部承接华彬红牛出让的份额，利好第二梯队品牌。

奥地利红牛高定价接受度低，预计维持小而美的定位。奥地利红牛罐装定价高达 11 元/250ml，消费群体局限于一二线城市高端人群，虽然其在海外品牌知名度较高，但中国本土市场仍有待培育，未来凭借百威在夜店、KTV 等特通渠道的优势，在高端休闲场景份额有望持续提升。

第二梯队品牌中东鹏特饮份额提升途径最清晰。差异化定位的品牌中，东鹏特饮和体质能量性价比最优，其中东鹏特饮更注重品牌势能的打造，采取全渠道运营及多元的营销方式，消费群体和场景调性持续拔高，深耕广东本埠市场的基础上，快速铺设省外渠道，全国化扩张可期；而体质能量聚焦于低线县乡镇市场，品牌建设投入减少，难以全国化扩张，天花板较低；乐虎拥有渠道广度优势，但在达利集团中的定位并非明星业务，战略资源投入受限，难以与其他二线品牌抗衡；战马优势在于渠道资源，但其产品定价及品牌定位直接对标红牛，红牛强品牌力下短期难以突围，并且目前华彬对战马资源投入尚未完全聚焦，预计其份额缓慢提升；Monster 定价和红牛接近，产品口味丰富但在国内整体接受度较低，拥有可口可乐的渠道优势，品牌定位延续美国市场策略，聚焦于个性化群体，但当前在中国并非主流群体，预计未来维持较小体量缓慢增长。

图表 43 我国能量饮料格局展望



资料来源：平安证券研究所

## 四、投资建议

能量饮料需求景气、单品规模在软饮料中占优，随着消费群体和消费场景的裂变成长空间广阔，2016 年以来红牛商标权之争给后发企业带来突围机遇，我们认为差异化品牌定位、战略资源聚焦的后发企业有望实现全国化快速扩张，建议关注东鹏饮料。

## 五、风险提示

- 1) 食品安全事故：若能量饮料行业发生食品安全事故，则对行业需求将产生较大影响。
- 2) 行业需求景气不及预期：若消费者对能量饮料接受度有限、替代品替代明显，则行业需求景气可能下滑。
- 3) 行业竞争加剧：近年能量饮料行业入局者增加，随着泰国红牛和华彬红牛竞争加剧，可能引发行业价格战。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033