



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·深度专题

拥抱极致性价比与下沉时代

——东鹏饮料投资探讨

2024. 02. 04

分析师：邓欣 S0010524010001

华安证券研究所

核心结论

- ✓ **顺势而为，拥抱极致性价比与下沉时代。** 当前我国经济环境与90年代日本有相似之处，日本经济泡沫破灭后，性价比消费逆势增长，我们认为回归理性、追求极致性价比也是我国下一阶段的重要消费趋势。上述变化为寻找消费投资机会提供了重要逻辑线索：**①在高线城市寻找符合极致性价比趋势的产品，②在下沉市场寻找未被满足的升级需求，极致性价比是前提，为此我们将推出一系列专题，深度探讨食饮领域中符合性价比时代机遇的顺势标的。**
- ✓ **格局之争，东鹏何以成功突围？** 能量饮料是600亿市场的高景气好生意，东鹏从一超三强格局中抓住战略窗口成功逆袭，原因为何？性价比+无死角竞争力。产品端具性价比（**每100ml售价仅为可口可乐的139%/红牛为370%**），功效上具蓝帽子并以独特设计提供附加值；渠道端管理精细化，阿米巴模式激发狼性，数字化直控终端；品牌端主张年轻化，一元乐享刺激终端积极性。反观其余二线梯队玩家，体质在功效（无蓝帽子）和渠道作战力上，乐虎在性价比和渠道投入上皆有所不及，背后反映的是**团队战斗力**的差距。
- ✓ **无独有偶，Monster美日打法同样奏效。** Monster在美国20年间市占率从不到5%到50%反超红牛，靠的就是性价比（more-for-less）+渠道借力（AB&可口可乐）；进入日本短短6-7年间势如破竹反超本土领军者力保健和奥乐蜜C，同样靠的性价比（**每100ml售价为可口可乐的170%/力保健为425%/红牛为227%**）+渠道借力（朝日）。Monster的快速成长已成就其超过千倍的股东回报，A股是否存下一个Monster可能？
- ✓ **说清未来，从投资阶段看东鹏定价空间。** Monster千倍回报历经三大阶段“全国化-全球化-整合化”，当前东鹏处全国化进程（对应Monster第一阶段）并审时度势蓄力平台化（第二阶段），我们测算中期维度3-5年公司主业及第二曲线收入空间250亿，远期维度不止于此，具提盈利可能，假定稳态净利率25%对应利润超60亿，考虑能量饮料高增长高粘性属性和公司平台化届时成型，20xPE设定下市值尚存翻倍空间，**什么时代投什么，东鹏潜力正当其时。**

风险提示：新品拓展不及预期；全国化布局不及预期；原材料成本上涨；市场竞争加剧

目录

- 01. 开篇：拥抱极致性价比与下沉时代
- 02. 探讨：东鹏何以成功突围？
- 03. 延伸：Monster美日打法无独有偶
- 04. 未来：从投资阶段看东鹏定价空间

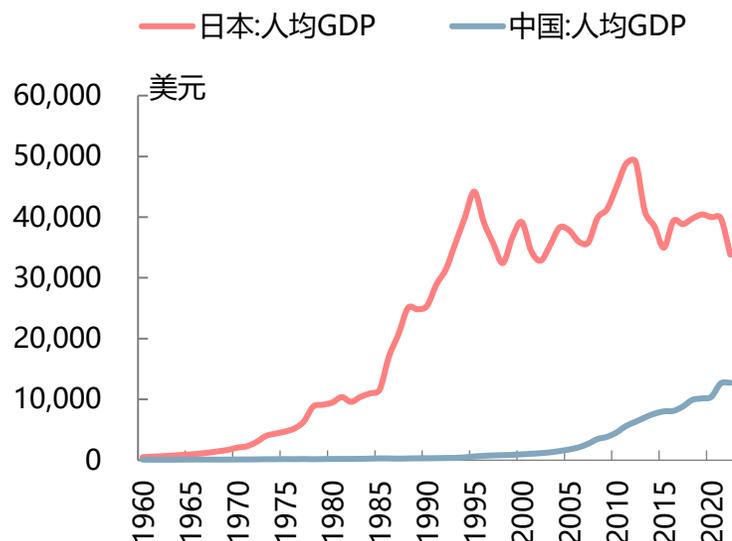
PART 1

开篇：拥抱极致性价比与下沉时代

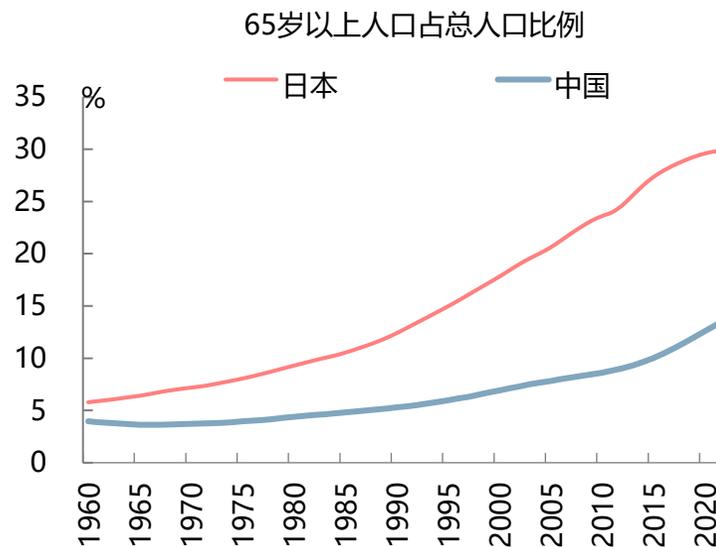
当前经济环境与90年代日本相似

- **人均GDP水平接近。**据世界银行，2022年我国人均GDP1.27万美元，接近日本1985年水平。
- **人口结构/老龄化相当。**据世界银行，2022年我国65岁+人口占比15%，类似日本1995年，老龄化水平接近；2022年中国0-14岁、15-64岁、65岁+人口占比分别为16.9%、68.2%和14.9%，接近日本1995年，**人口结构的变化将带来消费结构的变化。**
- **外部环境有所类似。**我国坚持“房住不炒”，地产刺激经济时代结束，而日本泡沫经济破灭之后地产崩溃，也标志着一个时代的结束；2018年中美开始竞争加剧，而日本则在1980s-1990s与美国的汽车、半导体贸易纠纷达到高潮。

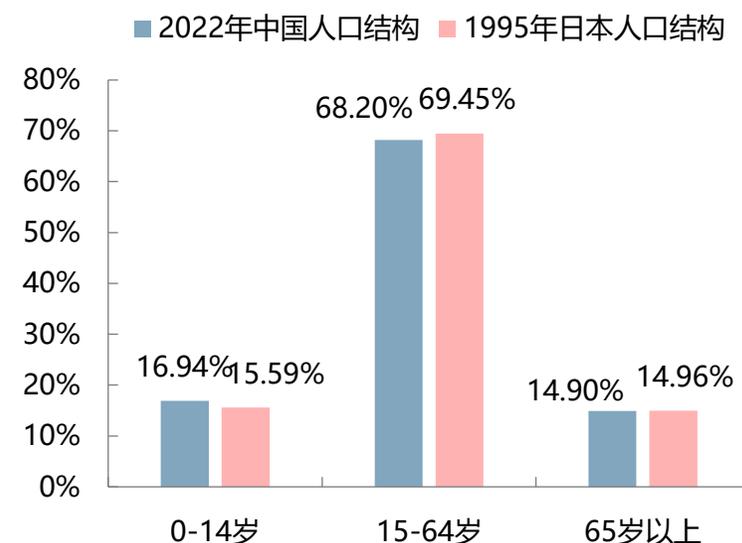
中国22年人均GDP1.27万美元相当于日本1985年水平



中国22年65岁+人口占比15%相当于日本1995年水平



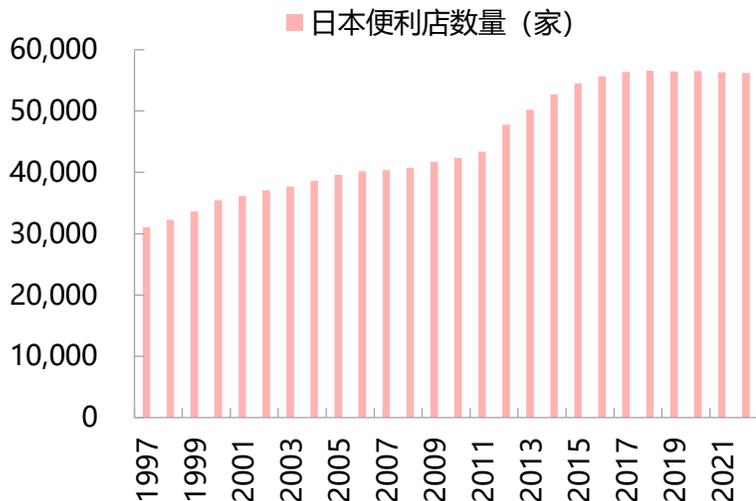
2022年中国人口结构类似于日本1995年



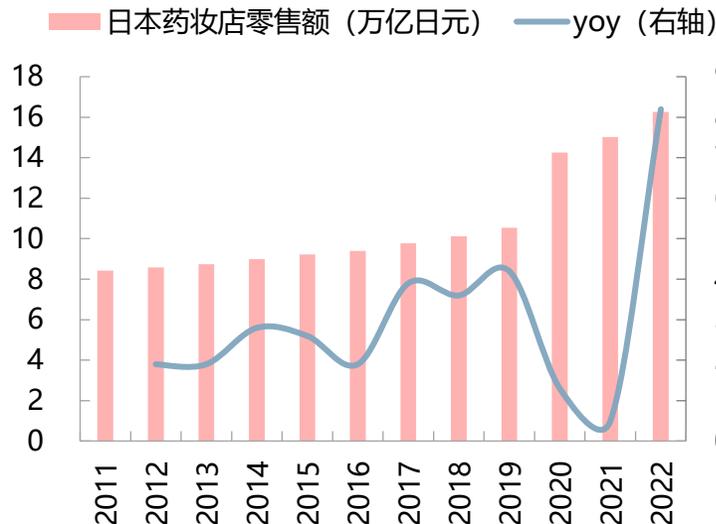
日本：性价比消费逆势增长

- ❑ 日本90年代经济泡沫破灭后，“失去的三十年”呈现极致性价比消费趋势。
- ✓ 便利店：迎合消费需求小型化、便捷高效，如7-11、全家等。据日本特许经济协会，日本便利店占零售业总店数比重逐年上升，从1980年代末的40%到2000年的超50%。
- ✓ 药妆店：售卖廉价日用品药品，如松本清、克诺斯、唐吉坷德等。2022年日本药妆店零售额已超16.3万亿日元（7800亿元）。
- ✓ 百元店：所有商品标价均为100日元的综合商店，如大创、Seria、Cando和Watts“四大金刚”。据帝国数据库调查，2022年日本百元店规模突破1万亿日元，门店数量已经超过9000家，四大金刚份额超50%。
- ✓ 新良品：优衣库以崇尚物美价廉简约异军突起，此外无印良品Muji等高性价比业态崛起。优衣库从1990-2000年的10年间，收入年均增速46.1%，店铺数年均增速为33.0%，“低价良品”完好契合了时代的消费需求。

日本便利店数量1990s后快速增长



日本药妆店零售额已达16万亿日元



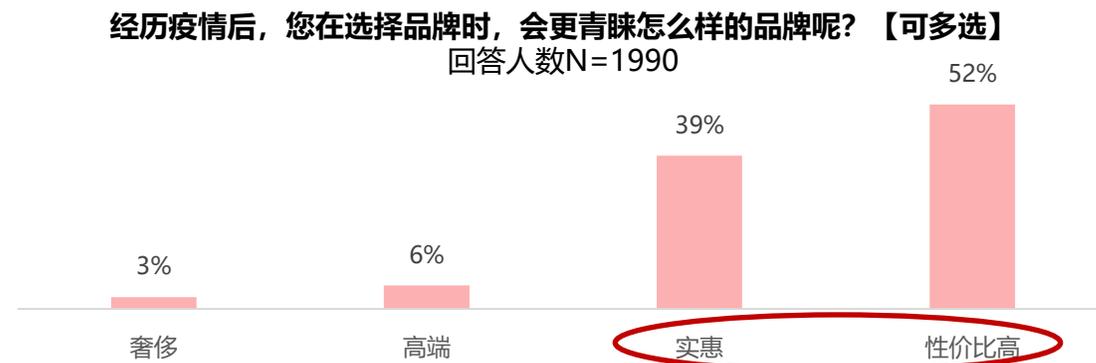
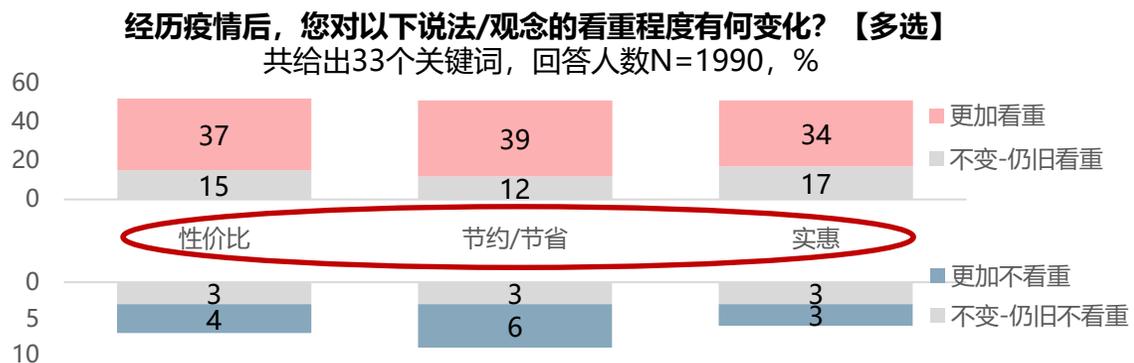
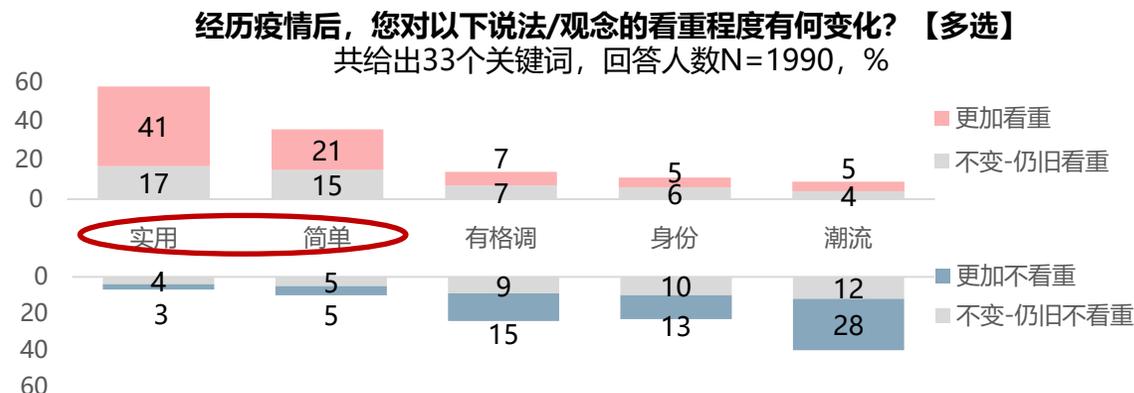
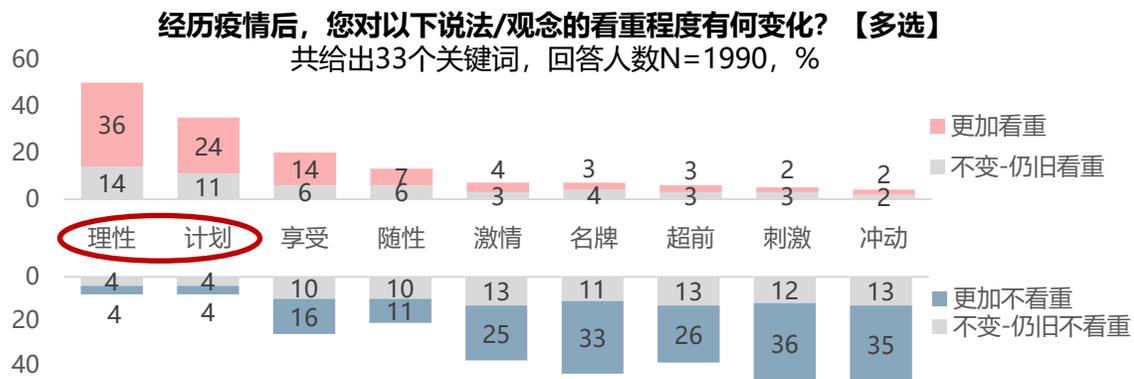
1997年和2019年日本服装营收排名

排名	1997年	亿日元	排名	2019年	亿日元
1	Renown	1920	1	迅销/优衣库	8730
2	Onward Kashiyama	1836	2	青山商事	2503
3	青山商事	1694	3	World	2499
4	Itokin	1582	4	Onward Kashiyama	2406
5	World	1496	5	GU	2387
6	三阳商会	1345	6	Adastria	2227
7	BIGI	1061	7	TSI	1650
8	FIVE FOXes	1020	8	United Arrows	1589
9	NAIGAI	892	9	Bay Crews	1310
10	Aoki	839	10	PAL	1305
11	Leilian	809	11	AOKI	1103
12	迅销/优衣库	750	12	Strip	915
13	铃丹	673	13	BEAMS	828
14	小杉产业	659	14	MASH	787
15	东京Style	597	15	Light On	740

中国：回归理性实惠性价比

□ **消费回归理性，追求实惠性价比。**据数字100发布的《2023消费趋势洞察报告》，疫情后更加看重**理性、计划的**受访者分别为36%、24%，表现出不盲目、不攀比的消费观念；更加看重**实用、简单的**受访者分别为41%、21%，同时有55%的受访者表示在选择品牌时会更青睐品牌的**实用性**；更加看重**性价比、节约/节省、实惠**的受访者均超过30%，同时在选择品牌时会更青睐**性价比高、实惠**的品牌，选择比例分别为52%、39%。

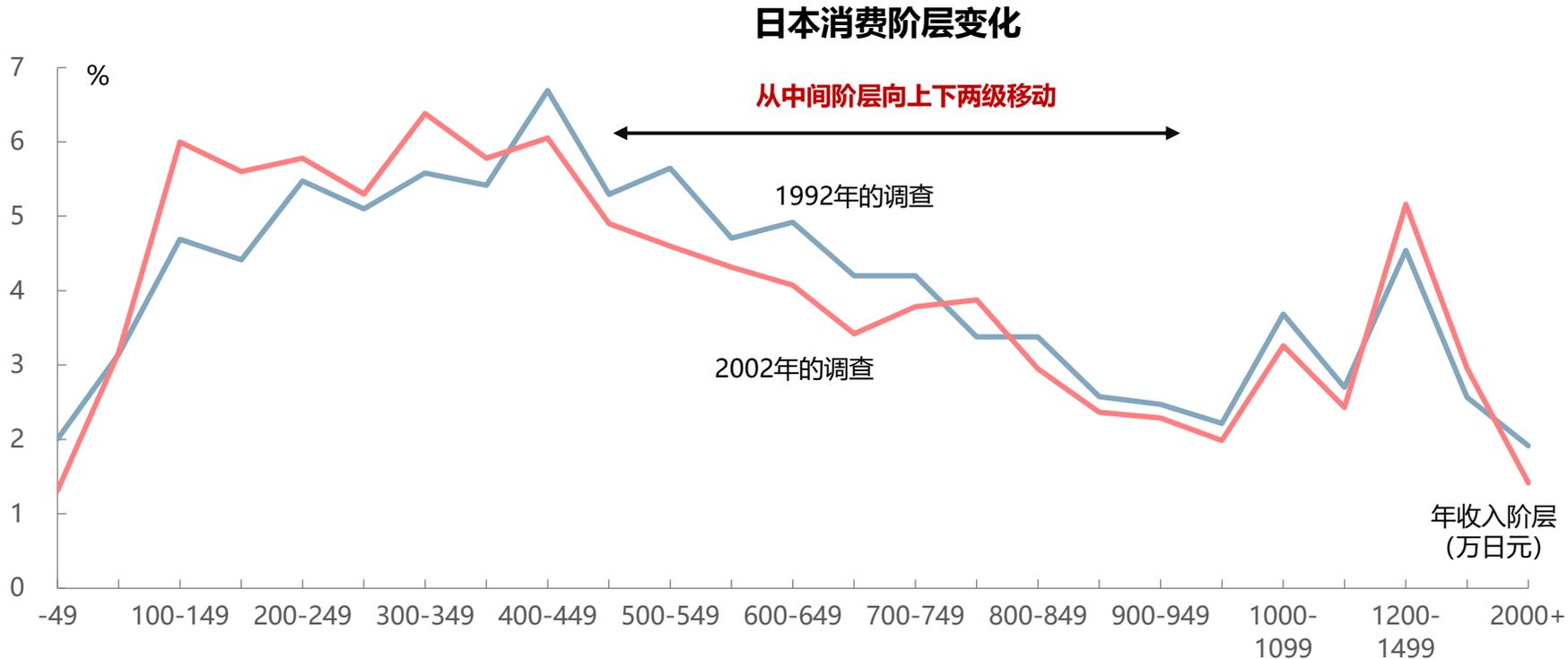
□ **中国消费趋势已接近日本第四消费时代。**



探讨：两极化背后、提效为核心

□ 透过日本深究性价比之风的背后原因：可能是中产阶级的分化。1992年日本处于中产阶级社会，年收入400万日元的中间阶层为社会中心；但2002年，占人口多数的收入阶层向收入较低的方向偏移，年收入600万日元的中间阶层减少，年收入超1200万日元的反而增加。

□ 提高性价比+提升运营效率为企业经营核心。收入阶层两极分化后，中低阶层扩大为主要增量。企业须重新定位赢得中低阶层的客户青睐，把握最大的客群市场，企业经营更多围绕**开发高性价比产品，将经营效率做到极致，推动价廉物美“新奢华”商品。**



探讨：消费投资顺势而为

✓ 当前我国经济环境与90年代日本有相似之处，日本经济泡沫破灭后，性价比消费逆势增长，我们认为回归理性、追求极致性价比也是我国下一阶段的重要消费趋势。

✓ 结合日本经验和我国趋势，企业经营策略将集中于开发性价比产品，发挥极致效率，并拓展下沉市场。

上述变化为寻找消费投资机会提供了重要逻辑：

✓ **在高线城市寻找符合性价比趋势的产品。**高线城市以往房价上涨产生的财富效应不再，同时高房贷压力还带来消费挤占效应，消费更加理性、实用和追求性价比，故满足极致性价比趋势的公司仍会结构性增长，若赛道还处于成长期则将快速增长，典型品牌为**瑞幸咖啡**。

✓ **在下沉市场寻找未被满足的升级需求。**下沉市场没有高房贷压力带来的消费挤占，同时有大量追求品质消费的需求尚未满足，意味着更广阔的消费群和购买力，典型品牌为**蜜雪冰城**。对品牌而言，下沉市场扩张可有效对冲高线城市的压力。

✓ **极致性价比是发展前提，为此我们将推出一系列专题探讨餐饮领域中符合时代机遇的顺势标的。**东鹏饮料就是一家所属赛道处成长期、产品符合性价比趋势、下沉空间远大的公司，以此为系列专题开篇。

PART 2

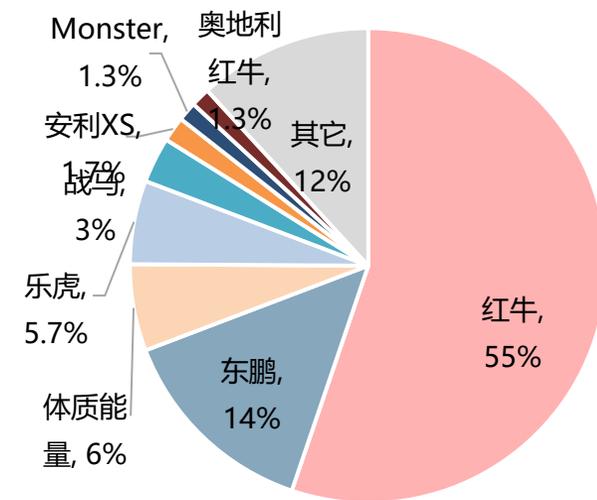
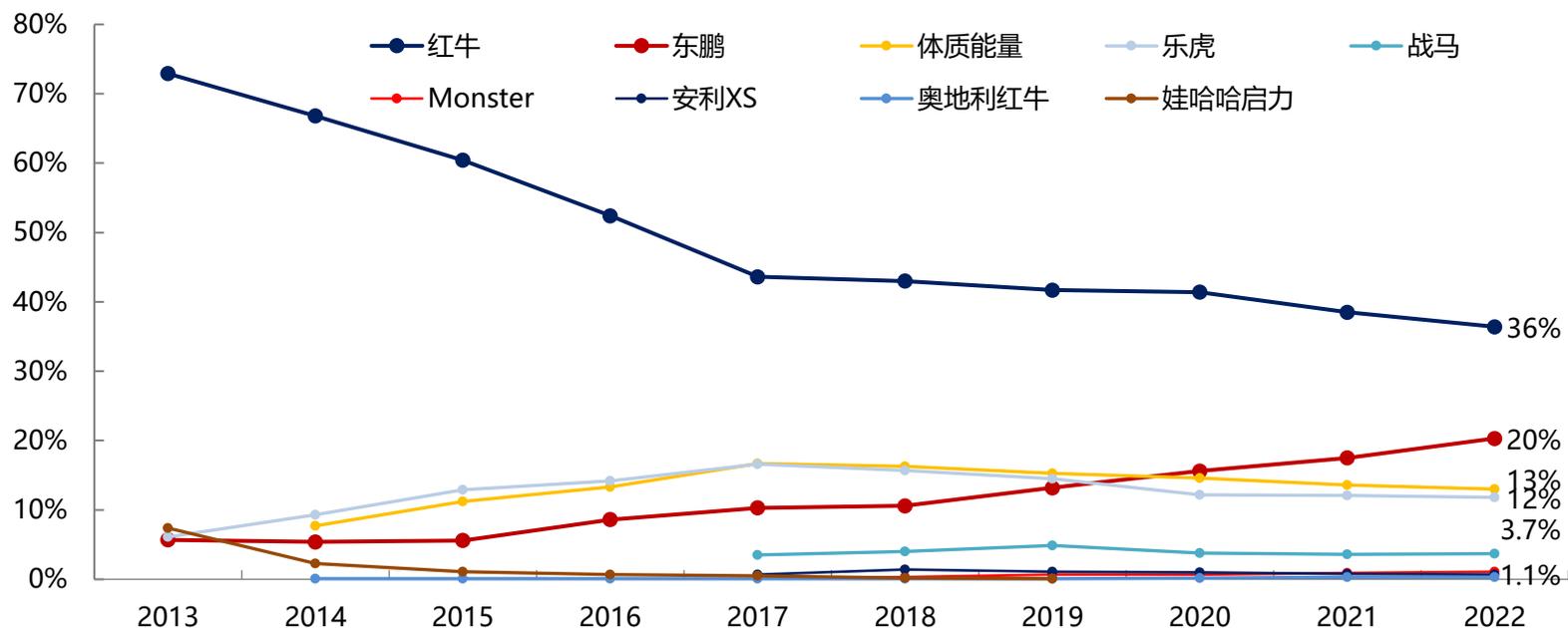
探讨：东鹏何以成功突围？

格局之争：东鹏何以成功突围？

能量饮料600亿市场，格局一超三强，近年东鹏从第二梯队中成功逆袭，其余玩家份额则停滞。

- ❑ **红牛**为绝对龙一，销量份额36%，销额份额55%，但2016年起华彬集团陷入与泰国天丝的商标权纠纷且仍未解决，导致红牛含税收入停滞在200亿规模，份额持续下滑。
- ❑ **东鹏、体质能量、乐虎三强**为第二梯队，销量份额20%、13%、12%，其中东鹏抓住了红牛停滞战略窗口，2016年起迅速从第二梯队突围，反观剩余二线玩家体质能量和乐虎则份额停滞。
- ❑ **战马、Monster**为第三梯队，销量份额3.7%、1.1%，战马为华彬集团在红牛陷入商标权纠纷后推出的新品，Monster为可乐旗下品牌，美国销量份额43%高于红牛27%排名第一，但在中国份额落后。

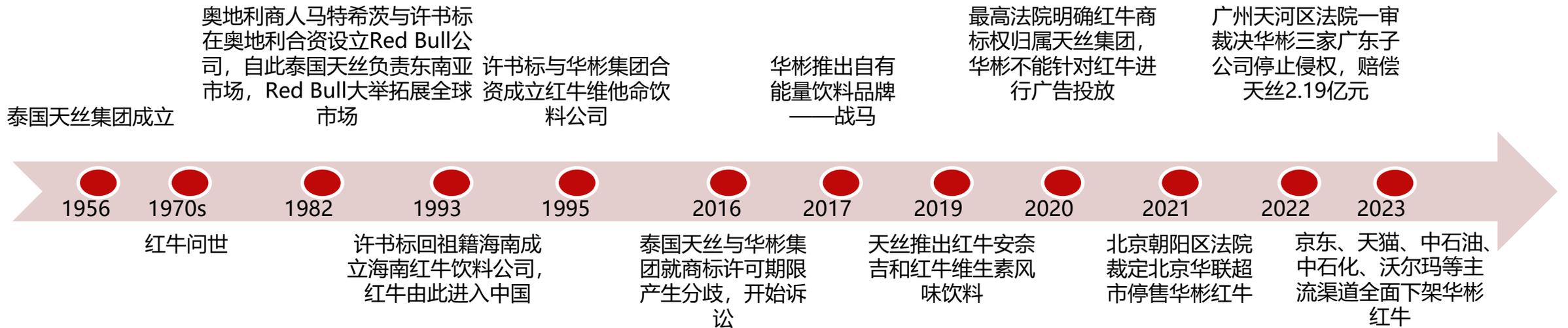
能量饮料厂商销量市占率（左）、销额市占率（右，2022）



格局之争：红牛停滞为战略窗口

- **华彬红牛面临产品、品牌、渠道多方限制。** 泰国天丝集团由泰籍华人许书标于1956年成立，红牛于70年代研发问世。1995年泰国天丝和华彬集团合资成立红牛维他命公司，红牛自此进入中国。2016年10月泰国天丝诉讼华彬集团商标侵权，理由是约定授权期限20年现已到期，华彬需停止使用红牛品牌，而华彬反驳称双方最初协商经营期限50年，注册因规定限制将期限定为20年，华彬仍就50年协议申请国际仲裁，案件影响至今未完全结束。
- **当前华彬红牛份额多为天丝红牛吸收。** 华彬因不得对红牛进行广告投放，另择“战马”品牌投放资源，部分地区红牛上架受限，商超便利店面临下架且面临泰国红牛的产品竞争。

华彬红牛与泰国天丝商标经营年限纠纷



产品端：东鹏极具性价比、设计独特强功效

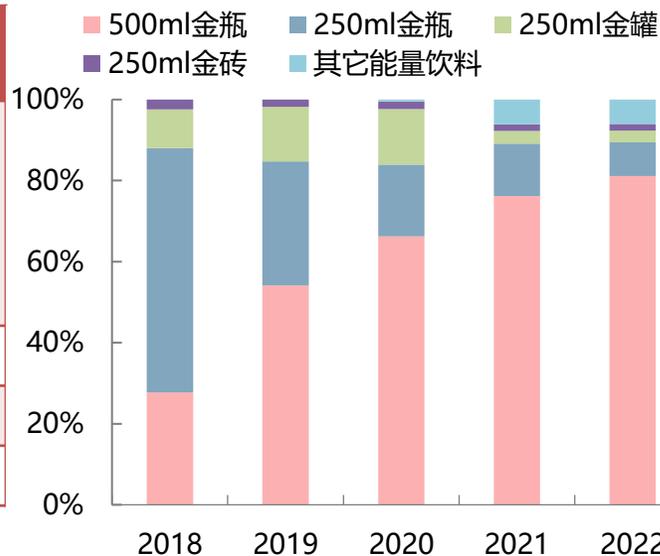
东鹏成功逆袭原因为何？ 我们分析是其产品的高性价比+无死角的竞争力。

- 产品价格低且全。** 每100ml价格不足红牛一半且对红牛以下价格带全面覆盖，500ml装进一步提升性价比，“再来一瓶”抽奖活动更拉动消费者。
- 设计独特有效。** 2009年首创250mlPET瓶包装和防尘盖专利，降低成本并解决拉罐产品须一次喝完的痛点，临时烟灰缸契合司机需求。2017年上市500ml5元大规格金瓶较250ml3元规格的性价比更进一步，迅速放量。
- 强功效具蓝帽子。** 对比定价更低尚无蓝帽子的体质能量，东鹏优势在于**配方**和**营销**：产品配方添加**合成咖啡因**，相比天然咖啡因起效快更强劲；可在终端保健食品专区销售**宣传抗疲劳**功效；添加药品级咖啡因富含牛磺酸、赖氨酸、多种维B，既保证口感又形成了完整科学的抗疲劳体系。

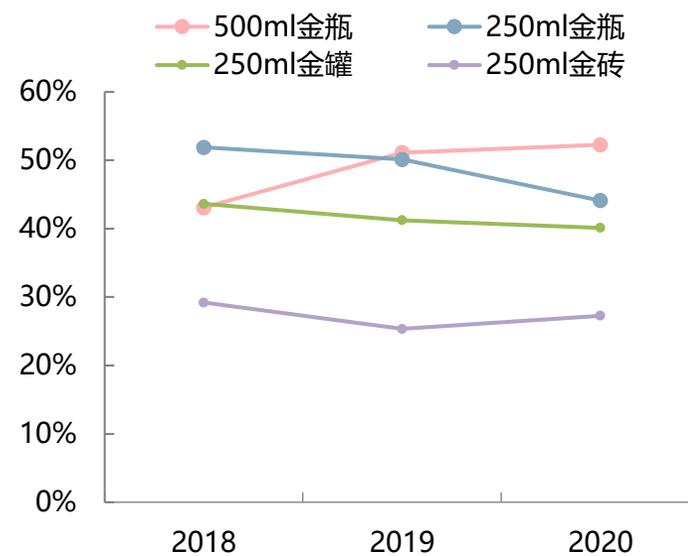
东鹏特饮包装规格丰富独特，低价全覆盖

东鹏特饮	250ml金瓶	500ml金瓶	250ml金罐	250ml金砖	335ml金罐	250ml金钻
形态						
上市时间	2009	2017	2017	2017	2022	2021
价格	3	5	4	2	3.5	
100ml单价	1.2	1.0	1.6	0.8	1.04	

东鹏500ml金瓶占比持续提升



东鹏500ml金瓶毛利率最高



同业视角看定价功效

东鹏特饮具极致性价比

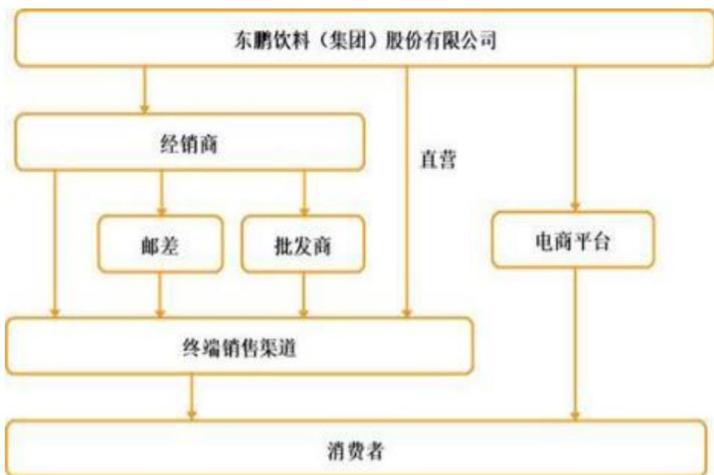
饮料	有无蓝帽子	主打产品	京东价格	每100ml价格	相对可口价格	咖啡因来源	每100ml 咖啡因	每100ml 牛磺酸
红牛-中	有	红牛维生素功能饮料250ml	5元/罐	2元	370%	咖啡因	20mg	50mg
红牛-泰	有	红牛维生素牛磺酸饮料250ml	5.5元/罐	2.2元	407%	咖啡因	15mg	150mg
	无	红牛维生素风味饮料250ml	5.5元/罐	2.2元	407%	瓜拉纳提取液	-	55mg
东鹏	有	东鹏特饮维生素功能饮料500ml	3.75元/瓶	0.75元	139%	咖啡因	20mg	50mg
体质	无	牛磺酸强化维生素饮料600ml	3.8元/瓶	0.63元	117%	瓜拉纳提取液、绿茶粉	2mg	51mg
乐虎	有	氨基酸维生素功能饮料380ml	3.85元/瓶	1.0元	185%	咖啡因	12mg	180mg
战马	有	能量型维生素功能饮料310ml	5.9元/罐	1.9元	352%	速溶咖啡粉	15mg	40mg
Monster	无	魔爪能量风味饮料330ml	5.4元/罐	1.6元	296%	瓜拉纳提取液, 红茶、咖啡豆浓缩粉	28mg	50mg
可口可乐		可口可乐330ml	1.8元/罐	0.54元	100%			

渠道端：东鹏阿米巴激励、直控终端保利润

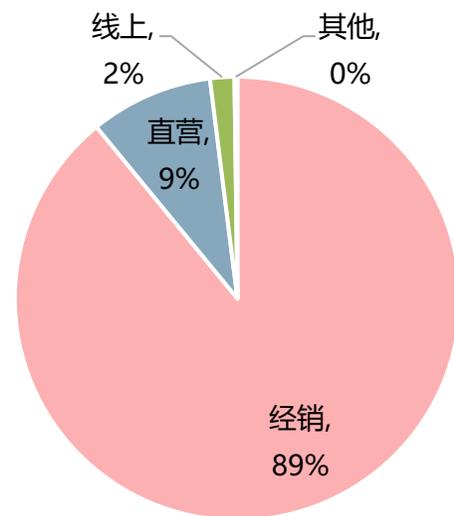
2018年时任加多宝销售负责人卢义富加盟后，销售体系及激励快速完善，加速公司份额提升。

- 全渠道精耕阿米巴激励。** 公司此前为大经销大流通制，改为在核心市场 广东、广西、华东、华中 采取 全渠道精耕 直控终端，配备销售人员和经销商/批发商/邮差及终端共同开发；在待开拓市场沿用 大流通模式，选择实力大商主导销售及终端维护。2018年推行阿米巴模式，类合伙人机制将区域经理纳入分红，授权区域经理灵活调节促销活动及费用安排，年度预算有节省的团队可自由分配。
- 数字化直控终端。** 2015年起使用二维码技术“一瓶一码” & “一箱一码”，商家扫码可获奖励，“鹏讯云商”平台将业务员管理、库存监控、网点服务融合，有效防止窜货乱价（发现后取消经销权），并规划业务员拜访路线时间，提升终端管控。
- 保渠道利润空间。** 因红牛增长停滞、渠道利润空间面临下滑态势，东鹏已成能量饮料经销商的不二之选。当前经销收入占比89%，23H1共2796家经销商覆盖全国330万终端。

东鹏渠道结构



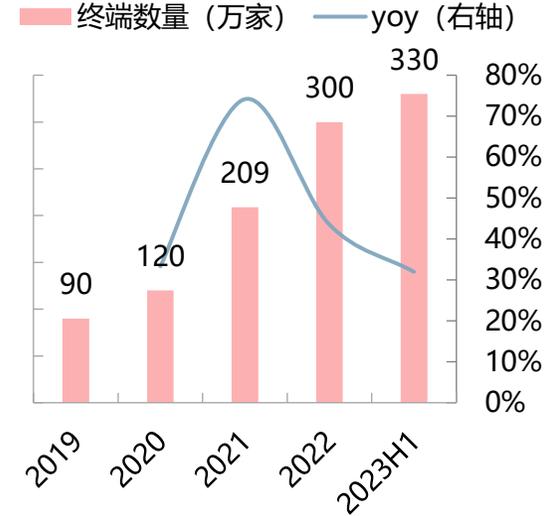
东鹏渠道结构以经销为主



23H1东鹏有2796家经销商



23H1东鹏覆盖330万终端



同业视角看渠道活性

东鹏高性价比定位下仍为渠道留下充足利润空间

品牌	规格	出厂价	批价	终端价	经销商毛利率	终端毛利率	经销商数量	终端数量
红牛-中	250ml*24	104	108-115	144	~10%	20%	3000个	400万+终端，因官司纠纷商超便利店下架，渠道投入受限
红牛-泰	250ml*24	94	103-110	144	15%	24%	700+个	30万+终端
东鹏	500ml*24	80	92	120	13%	23%	2796个	330万终端，广东广西向全国拓展
体质	600ml*15	43	48-50	75	15%	33%	3000+个	110万终端，华北为主，大本营河南
乐虎	500ml*24	80	96	120	17%	20%	达利6000个	依靠达利渠道（达利350万终端），但达利产品线多，后续乏力，费用投入不持续
战马								依靠华彬原有渠道
Monster								依靠可口渠道推广，但资源倾斜不明显

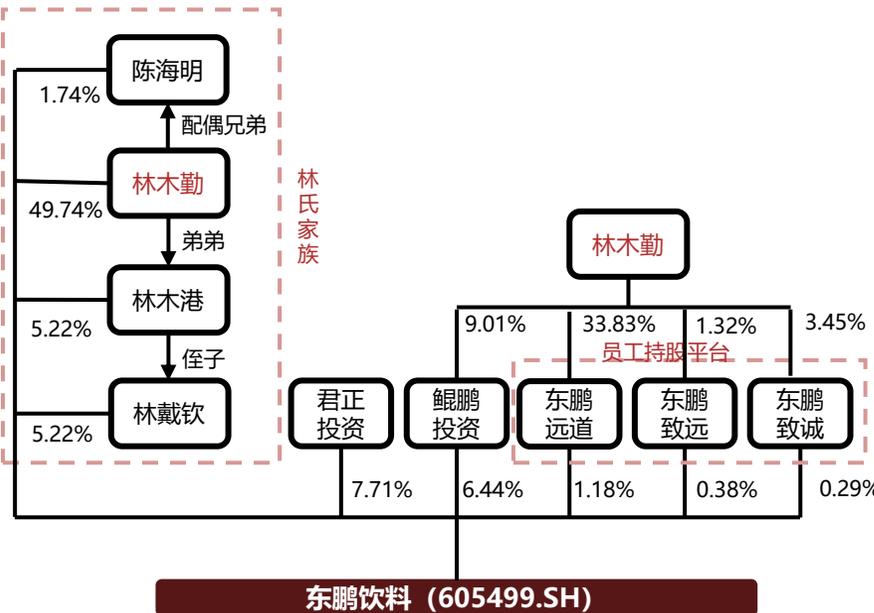
品牌端：东鹏主张年轻化、充满战斗力

❑ **团队稳定，充分激励。** 董事长林木勤直接持股49.74%，其弟林木港、其侄林戴钦各直接持股5.22%，东鹏远道、致远、致诚为员工持股平台。林木勤曾为红牛代工厂厂长，负责生产研发，重视成本控制，副总卢义富曾任加多宝分公司总经理、香飘飘营销中心总经理。高效稳定的团队战斗力为带来持续业绩回报。

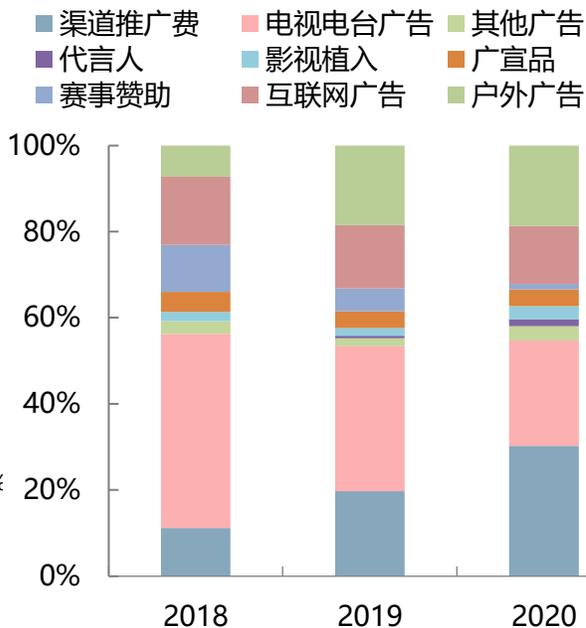
❑ **品牌年轻化，差异化：** 东鹏早期定位类红牛，红牛口号“困了累了喝红牛”，东鹏为“累了困了喝东鹏特饮”，突出抗疲劳功效。15年确定“品牌年轻化战略”，16年新增“年轻就要醒着拼”，营销往娱乐发力，拓展消费场景如运动、加班、驾车电竞等。

❑ **一元乐享激发购买欲，提高终端进货积极性。** 东鹏最早实施二维码营销，2018年起“一元乐享”活动，消费者中奖后额外支付一元即可获得一罐原价3元的金罐特饮，其中消费者额外支付的一元归属商家，而金罐成本由厂家承担。

东鹏饮料股权结构



东鹏广告营销投入多元



东鹏为杭州亚运会官方指定功能饮料



东鹏公交车体广告贴近司机群体



东鹏推出王者荣耀联名款



东鹏特饮植入热门电视剧



格局之争：东鹏具性价比、无竞争短板

相较东鹏：

- 第二梯队其余玩家**体质能量**在功效（无蓝帽子）和**渠道作战力**有所不及，**乐虎**在**性价比**和**渠道投入**上有所不足。
- 反映的是背后**团队战斗力**的差距。

高性价比是三强成功基础，东鹏竞争力无短板

品牌	集团	22年收入	推出时间	主打产品	定价	每100ml定价	竞争力优劣
红牛-中	华彬集团	华彬215亿 红牛200亿, -8%	1996	红牛维生素功能 饮料250ml	5元/罐	2元	面临官司纠纷, 无广告渠道投入, 产品下架
红牛-泰	泰国天丝	30亿+	2019/ 2020	红牛维生素牛磺 酸饮料250ml 红牛维生素风味 饮料250ml	5.5元/罐	2.2元	安奈吉含西洋参, 口感差, 与曜能量合作; 风味饮料无蓝帽子, 不含咖啡因; 产能在泰 国; 终端覆盖少
东鹏	东鹏饮料	82亿(不含税), +24%	2009	东鹏特饮维生素 功能饮料500ml	3.75元/瓶	0.75元	从广东广西向全国发展, 性价比高; 团队作 战能力强, 营销动作大
体质	河南中沃实业	中沃30亿 体质能量20亿+	2000	牛磺酸强化维生 素饮料600ml	3.8元/瓶	0.63元	华北为主, 河南是大本营, 价格低; 但团队 战斗力不足, 渠道动作不大
乐虎	达利食品	达利200亿 乐虎28亿(不含税), - 12%	2013	乐虎氨基酸维生 素功能饮料 380ml	3.85元/瓶	1.0元	依靠达利渠道快速铺货; 但达利产品线多, 后续乏力, 费用投入不持续, 营销投入少
战马	华彬集团	10亿+	2017	战马能量型维生 素功能饮料 310ml	5.9元/罐	1.9元	依靠华彬原有渠道; 但价格高, 且与华彬红 牛利益冲突, 因而策略保守
monster	可口可乐	8亿	2016	魔爪能量风味饮 料330ml	5.4元/罐	1.6元	依靠可口渠道, 但可乐产品线多资源无倾斜; 定价高难下沉; 气泡口味不符合消费习惯

格局之外：生意属性重功效、高成长

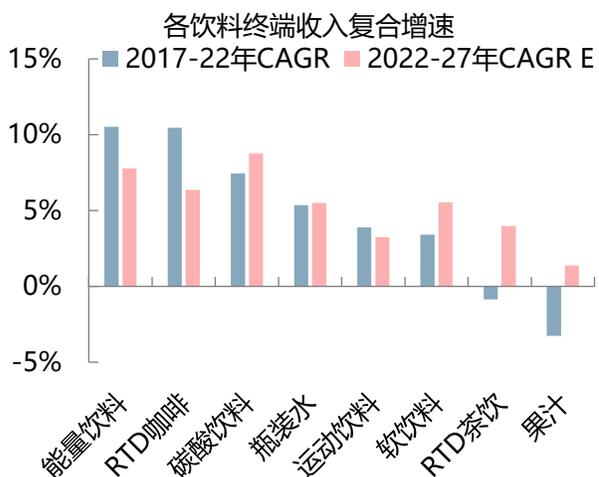
□ 能量饮料生意属性：

- ✓ **场景关联：**场景为驾驶、加班、熬夜、运动等，**消费诉求清晰稳定，长生命周期；**
- ✓ **画像：**20-40岁货车和出租车司机、蓝领工人、外卖员、快递员以及网吧年轻人，多为男性，因此**注重价格和功效；**
- ✓ **上瘾：**由于含有咖啡因，叠加消费场景强相关，导致具有轻上瘾属性，因此**高复购、强粘性**，华彬红牛收入依然维持200亿+也能侧面说明粘性强；
- ✓ **壁垒：**仅有获得**“蓝帽子”**的能量饮料才可声称其功效性，且可添加合成咖啡因，使得具备一定准入壁垒。

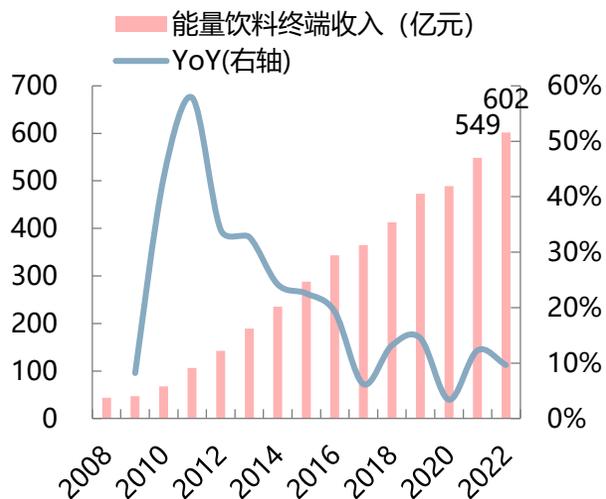
□ 能量饮料生意空间：

- ✓ **软饮增速最快品类：**能量饮料2022年终端收入规模602亿，17-22年CAGR为11%，为各软饮料增速最快品类。
- ✓ **量增为核心驱动：**渗透率提升，量增仍为行业主要驱动力，加之行业参与者以低价切割红牛份额，导致均价增长停滞。
- ✓ **对标海外量价均低：**对比美国，量有4-5倍空间、价有翻倍空间。
- ✓ **未来行业增长逻辑：**生活节奏不断提速，能量饮料的高成长性来自**1) 人群扩容。**从特定扩大至**白领、学生**等更多消费群体；**2) 场景增加。**从疲劳场景扩展到**电竞、音乐节、聚会、旅行、保健**等休闲场景。

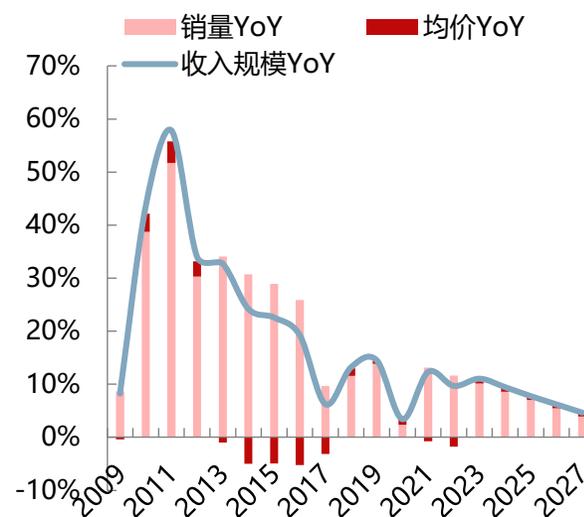
能量饮料为软饮料增速最快品类



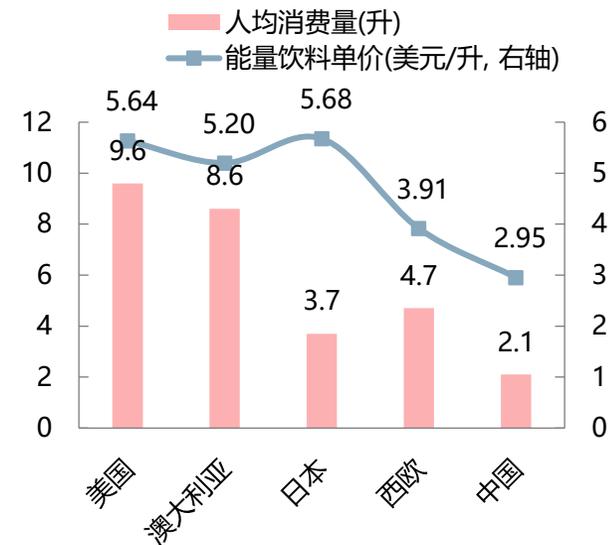
22年能量饮料收入602亿元(+10%)



销量为增长主要驱动力



量价均有增长空间

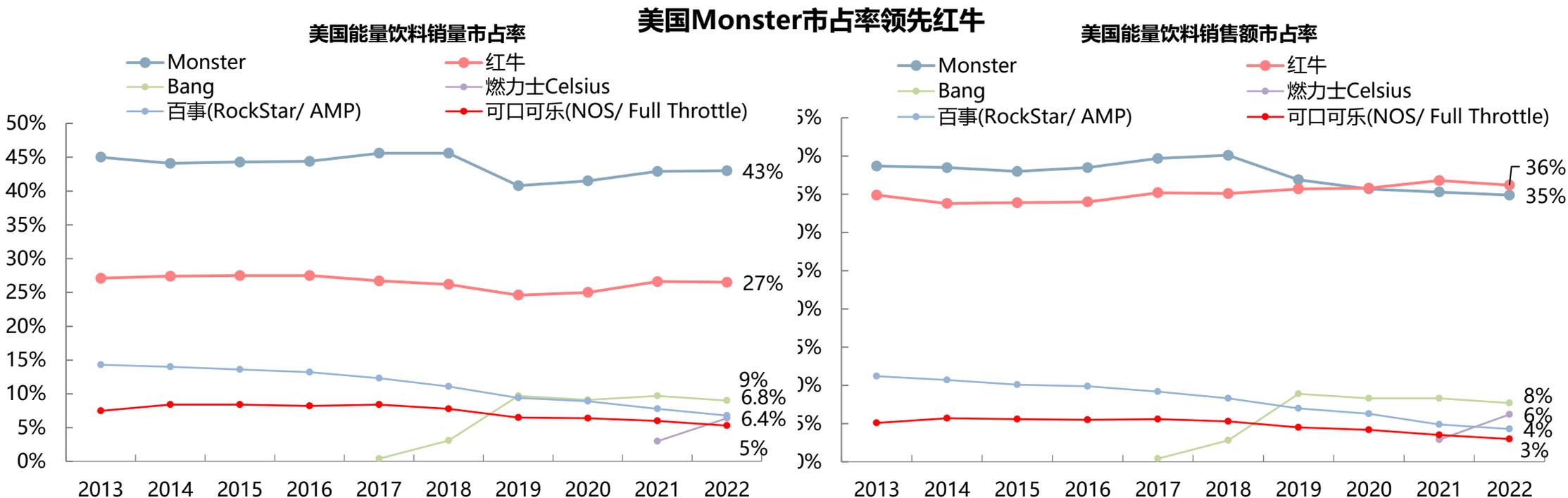


PART 3

延伸：Monster美日打法无独有偶

美国：Monster拉开与龙二差距

- 美国能量饮料呈双寡头格局，**Monster反超红牛并拉开差距**。Monster销量份额(43%+5%)远超红牛(27%)、销额份额(35%+3%)与红牛(36%)相当，随2023年7月龙三Bang被Monster收购，Monster在销量、销额上均拉开了与红牛差距。
- Monster2002年推出，彼时先发优势的红牛(1997年进入)全美份额过半，20年间Monster份额从5%到约50%，如何做到？
- 红牛较Monster定价更高且在美国为自建渠道（红牛经销子公司负责北美销售，目前全美27个州109个仓库3000名员工），渠道仅仅覆盖重点州，扩张下沉速度不Monster。



注：2014年8月可口可乐以21.5亿美元入股Monster 16.7%股权，此后可口可乐旗下NOS/Full Throttle并入Monster；Bang于23年7月被Monster以3.6亿美元收购；RockStar于20年3月被百事以38.5亿美元收购

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

背后为高性价比+渠道借力

Monster超越红牛如何做到？ 高性价比为战略基础，渠道借力为全国化乃至全球化拓展的关键。

产品极致性价比。 从Monster推出第一天，公司将其定位为极致性价比（more-for-less），在有竞争力价格下提供更多的量与咖啡因。

低定价：即使今天，Monster相对红牛性价比依旧突出。据亚马逊，每盎司Monster 0.11美元，每盎司红牛0.18美元，仅为红牛的61%。

大包装：Monster独创性推出16盎司/罐包装，与主流的8.4盎司/罐的包装形成鲜明的对比（普遍8-12盎司）。

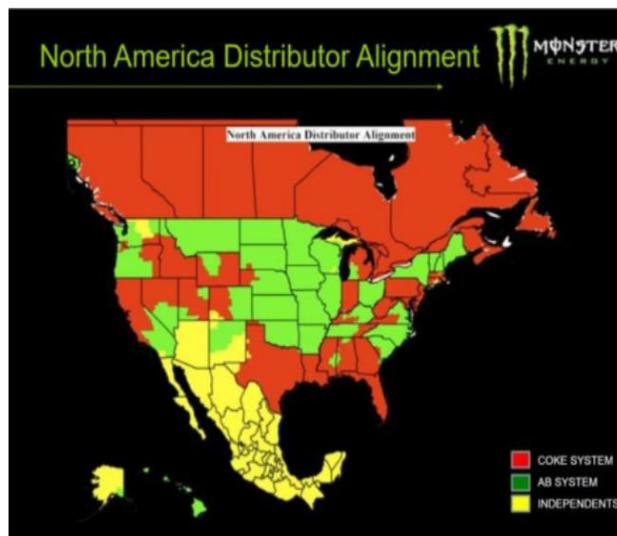
更高咖啡因：16盎司的Monster含有160mg的咖啡因（10mg/盎司），8.4盎司的红牛咖啡因含量80mg（9.5mg/盎司）。

渠道借力AB与可口可乐。 2002年时公司以直销为主。06Q2公司与美国安海斯-布希(AB)合作纳入AB分销体系，全国化迅速展开，渠道下沉加速。08Q2又与可口可乐合作，自此西海岸及南部由可口可乐分销，其余地方由AB分销，完成了全国化。09年后开始借助可乐渠道全球化，进入欧洲、澳洲市场；12年借助朝日渠道进入日本市场；14年可口可乐入股后合作更紧密；16年进入中国市场。

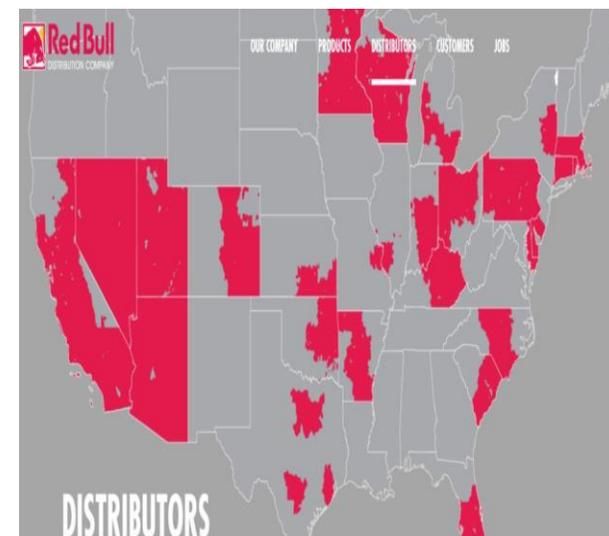
美国Monster相对红牛性价比突出

	Monster	Red Bull
产品名称	Monster Energy Drink, Green, Original	Red Bull Energy Drink, 12Fl Oz
包装(罐)	16盎司(约473ml)	12盎司(约355ml)
价格(美元/罐)	1.80	2.17
咖啡因含量(mg)	160mg	114mg
糖分含量(g)	54	37
每盎司价格(美元)	0.11	0.18
每盎司咖啡因(mg)	10	9.5
每盎司糖分(g)	3.38	3.08
每盎司卡路里(kcal)	14.38	13.33

Monster借AB与可口分销全国化



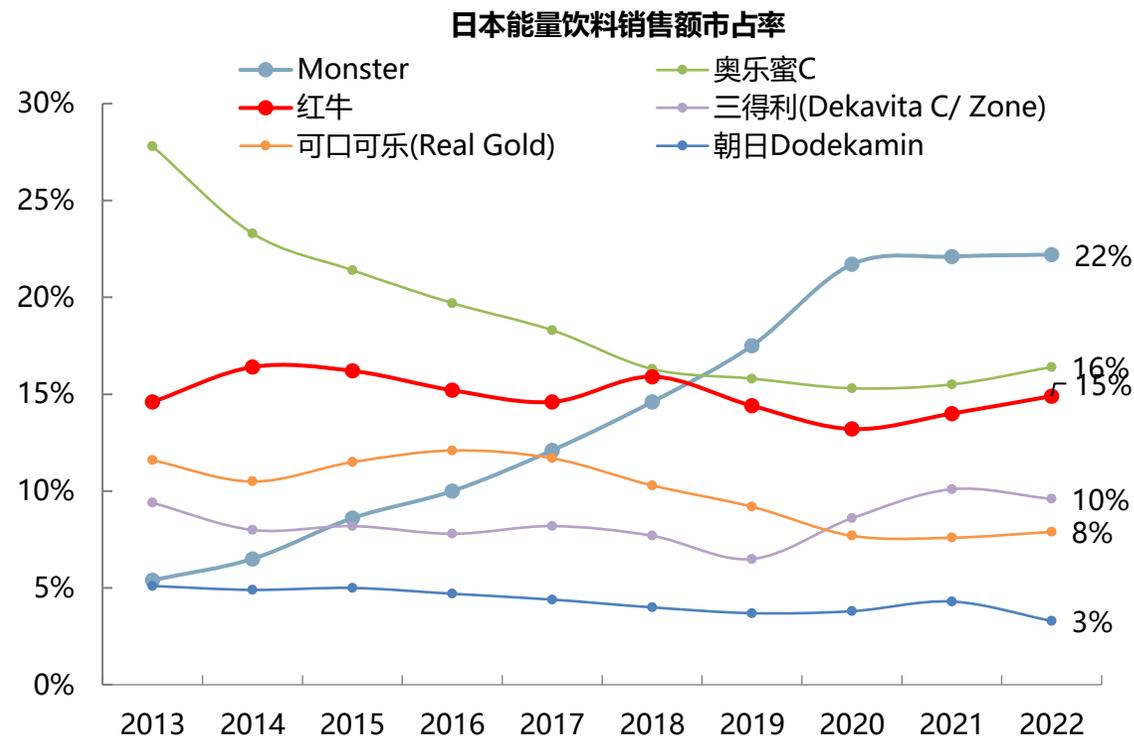
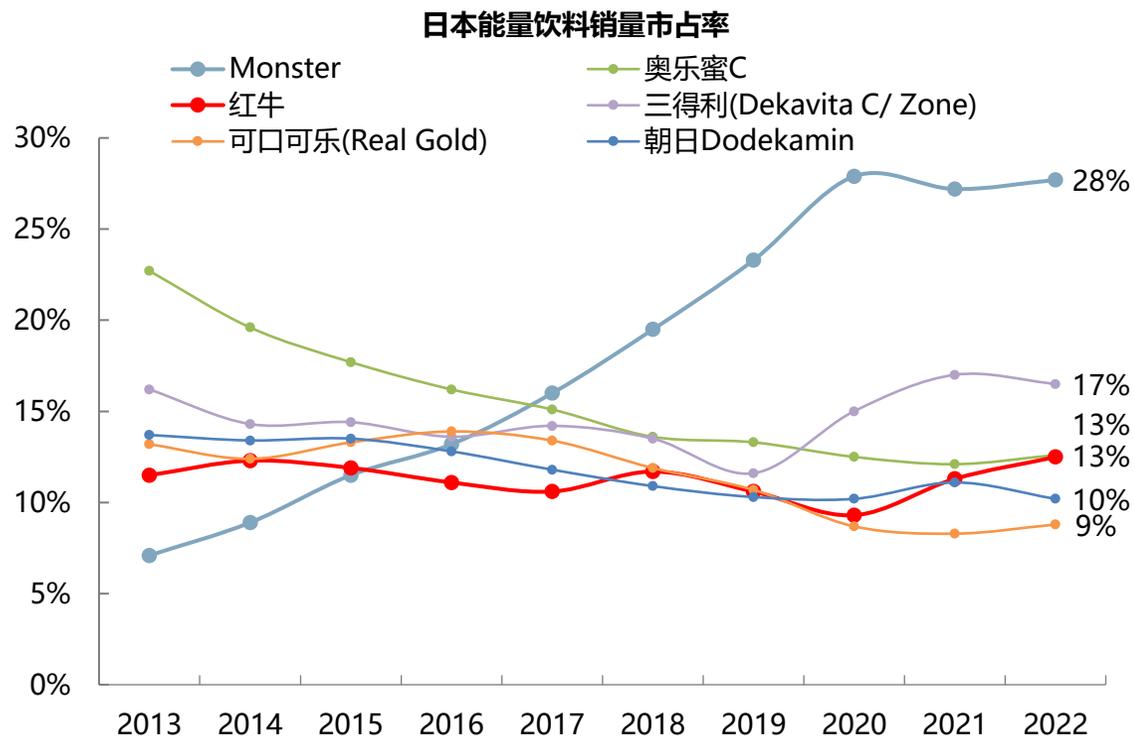
红牛销售网络仍未遍布全美



日本：Monster反超本土品牌

日本能量饮料市场，Monster快速反超本土品牌跻身第一。Monster于2012年进入日本由朝日进行独家销售。在2018-2019年就超过日本传统品牌，成为日本能量饮料第一。据欧睿，目前Monster占日本能量饮料销量份额28%，销额份额22%。短短6-7年间，势如破竹反超日本本土品牌，并拉开差距。

Monster在日本市场份额升至第一



同为高性价比+渠道借力

Monster如何在日本势如破竹超越本土品牌？同为高性价比和渠道借力。

□ **日本传统能量饮料类药品特征，价格高企，品牌老化。** 日本传统的能量饮料是类似口服液一样的棕色小玻璃瓶包装，具有鲜明的药品特征。由于推出时间早，在市场上长期占据一定份额，如力保健Lipovitan D于1962年便推出了，奥乐蜜C于1965年推出。由于其药品属性及包装特点，能量饮料往往与中老年人联系，面临品牌老化困局，力保健2001年后营收持续下滑，从2000年的1031亿日元下滑至2022年的503亿日元。

□ **Monster带来年轻化性价比产品，借力朝日完成布局。** 2005年奥地利红牛进入日本，2012年Monster进入后，日本能量饮料市场迎来年轻化且具性价比的产品，吸引年轻一代消费者，同时朝日软饮料在日本独家销售Monster，也帮助其快速完成渠道布局，争夺市场份额。

日本Monster性价比高、年轻化

	Monster	红牛	力保健	奥乐蜜C	可口可乐
产品					
规格	355ml/罐	250ml/罐	100ml/瓶	120ml/瓶	350ml/罐
咖啡因含量mg/100ml	40	32	20	15	10-11
牛磺酸含量mg/100ml	无	无	1000	无	无
零售价 日元/100ml	66.5	86.4	166.1	98.1	39.1
零售价 元/100ml	3.2	4.2	8.0	4.7	1.9
相对可口可乐价格比例	170%	221%	425%	251%	100%

PART 4

未来：从投资阶段看东鹏定价空间

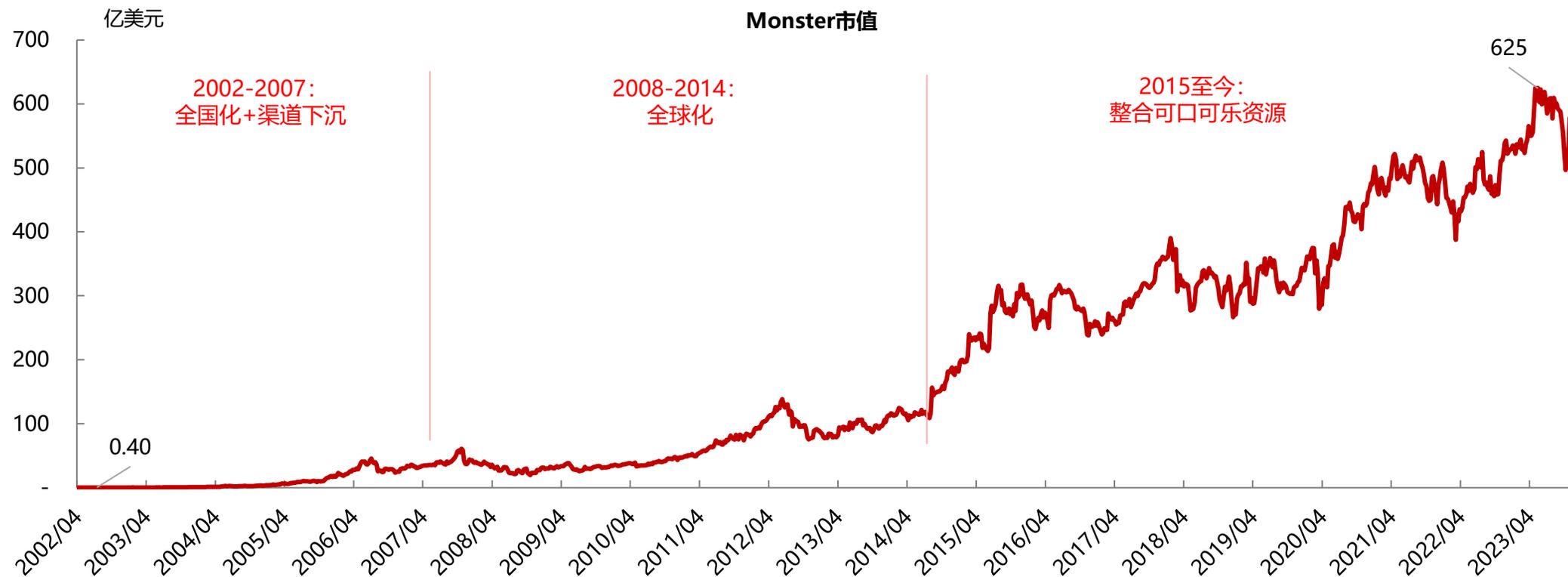
Monster投资：三大阶段收益千倍

Monster的快速成长成就其超越千倍的股东回报。

- **阶段①2002-2007年：Monster推出+全国化。**
- **阶段②2008-2014年：全球化，走出美国，站稳欧洲，布局澳洲，进入日本。**
- **阶段③2015年至今：整合化，整合可口可乐资源，再迎净利率提升。**

Monster20年回报千倍

Monster市值



Monster投资：三大阶段核心变量

- **阶段①全国化**。该阶段**戴维斯双击**，行业高增，Monster走出加州，借AB和可乐渠道完成全国化和渠道下沉业绩爆发。
- **阶段②全球化**。该阶段**估值大幅波动**，金融危机后2009年5-10月行业负增，Monster为寻增长点开始国际化，借可口渠道站稳欧洲，布局澳洲，2012年借助朝日渠道在日本势如破竹，全球份额提升。
- **阶段③整合化**。该阶段**估值维持30-45x**，2014年8月15日被可口收购，吸收可口能量饮料NOS和Full Throttle，将非能量饮料和美国分销权予以可乐。稳居龙一，Monster于**2014年和2018年分别提价**，于2017年起**减少广告促销费用**，净利率提升。

Monster 分阶段核心变量

	阶段一2002-2007	阶段二2008-2014	阶段三2015-至今
股价涨幅	0.04→5.7 142倍	5.7→1.7→13 130%(低点764%)	13→60 362%
收入USD	0.9亿→9亿 CAGR 58%	9亿→25亿 CAGR 15%	25亿→63亿 CAGR 12.5%
利润USD	303万→1.5亿 CAGR 118%	1.5亿→4.8亿 CAGR 18%	4.8亿→14亿 CAGR 20%
PE	10x→60x	60x→16x→35x	维持30x-45x
ROE	50%	36%	23%
利润率	3.3%→16.5%	维持16-17%	提至25-30%
市占率	3%→23%	23%→40%	40%→50%
行业CAGR	54%	8%	6%

东鹏探讨：当前处第一阶段（全国化）

A股是否存下一个Monster可能？

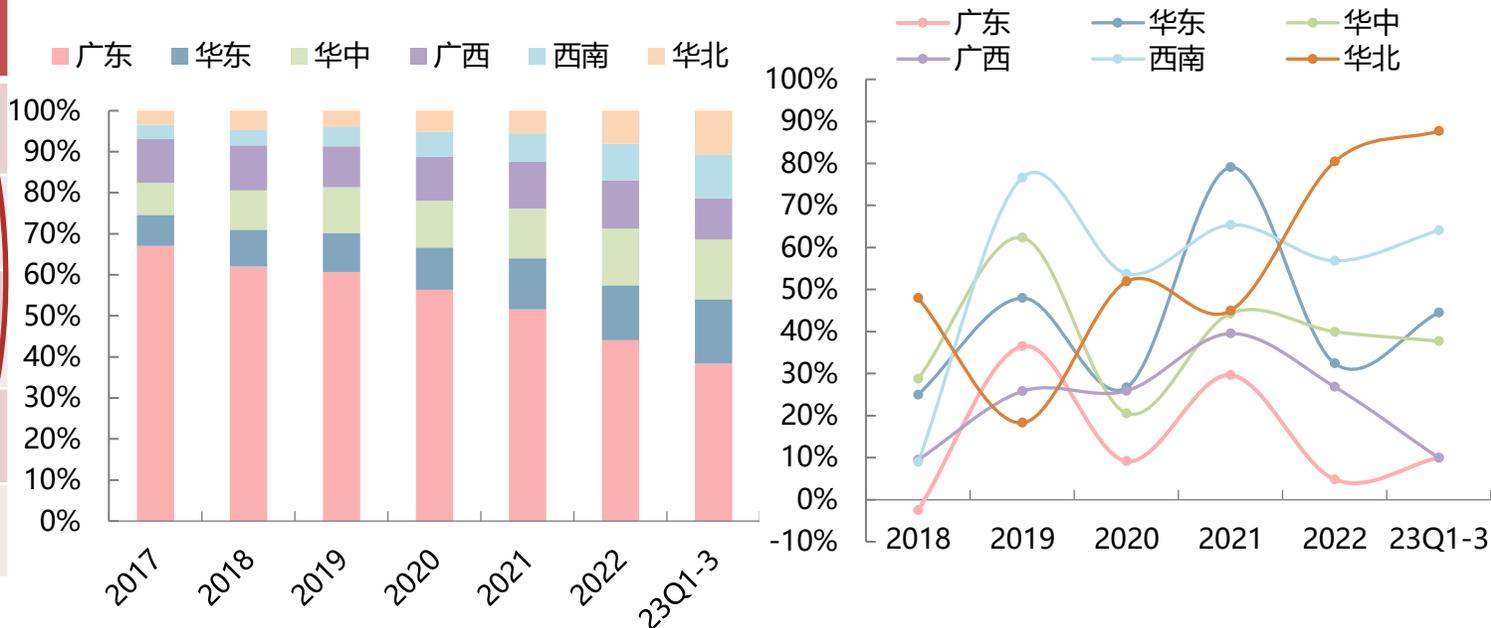
□ 对标Monster第一阶段，东鹏有所类似：行业高增之下，公司份额与盈利同步提升，收入利润双高增。

□ 东鹏正处全国化进程。东鹏2009年推出瓶装东鹏特饮后专注能量饮料，2013年在华南销售量第一并开启全国化，2016年开启年轻化战略，2021年5月上市。基地广东从2018年的18.46亿元增至2022年的33.54亿元，CAGR16%，截止2023Q3省内占比34%，省外占比55%，同比44%，其中西南和华北同比达到64%、88%。

Monster第一阶段VS东鹏相似性

	Monster 2002-2007	东鹏 2017-2023E
收入	0.9亿→9亿 CAGR 58%	28亿→112亿 CAGR 26%
利润	303万→1.5亿 CAGR 118%	3亿→20亿 CAGR 38%
ROE	50%	31%
利润率	3.3%→16.5%	10%→18%
销量 市占率	3%→23%	10%→20%
行业CAGR	54%	11%

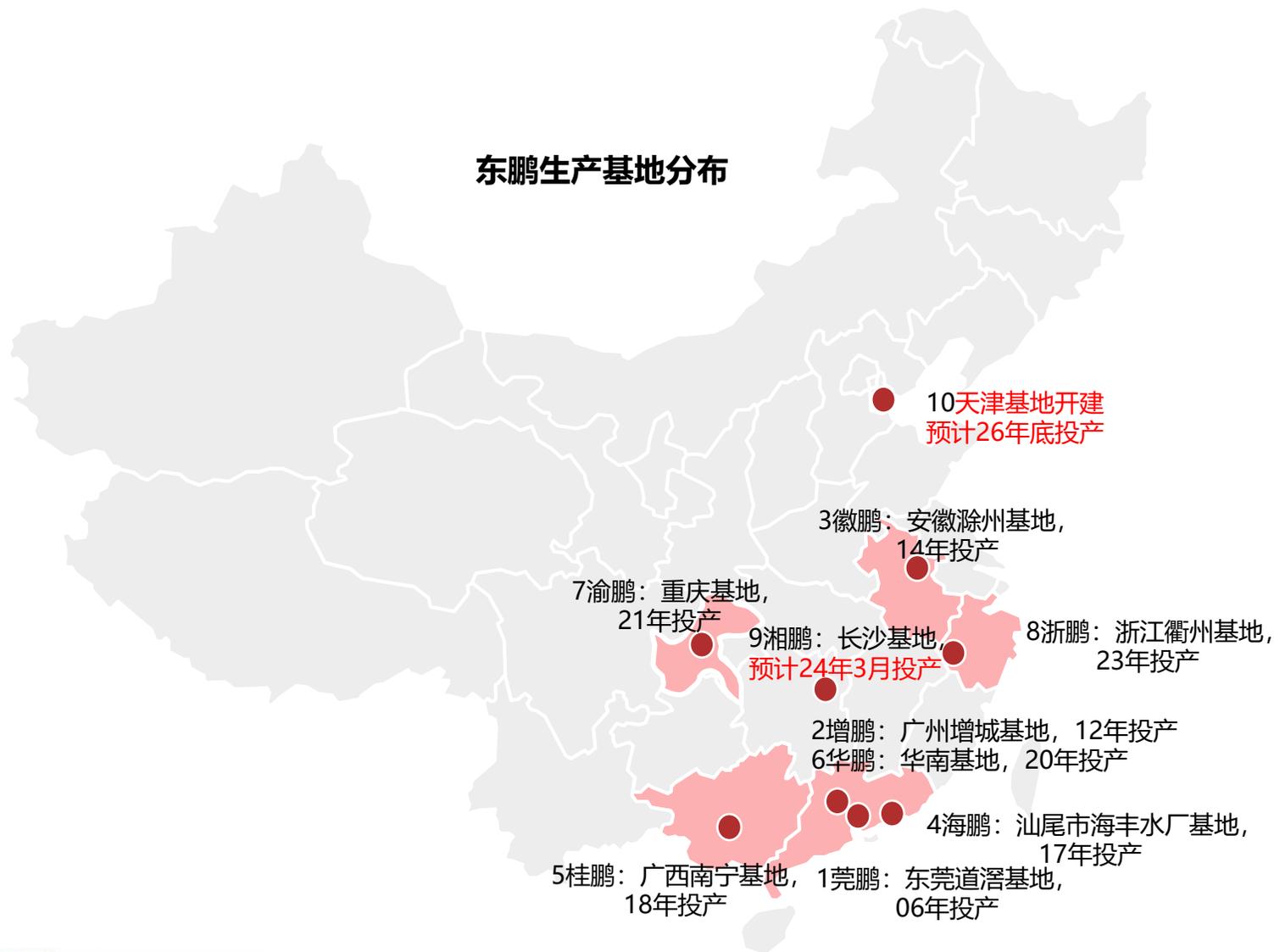
东鹏全国化进程（各省占比、增速）



注：2023年收入、利润、利润率为业绩预告中枢
资料来源：东鹏饮料年报、招股书、华安证券研究所整理

东鹏探讨：产能渠道双扩（全国化）

东鹏生产基地分布



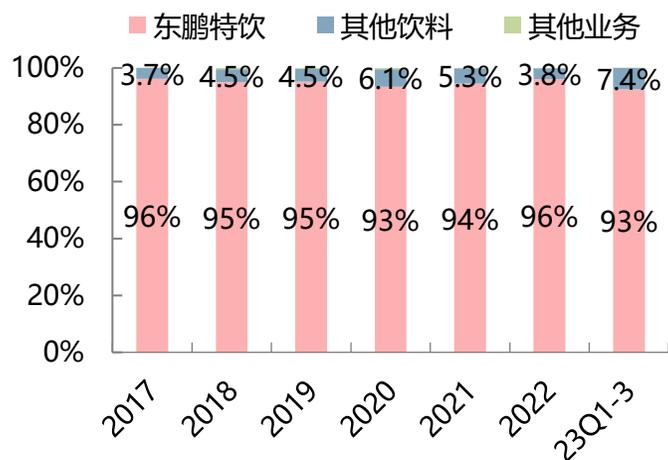
东鹏网点和经销商分布

区域	网点数 (万家)	经销商 (个)
广东	35	267
广西	24	127
华东	70	280
华中	79	398
西南	54	446
华北	67	809
直营		453
合计	330	2780

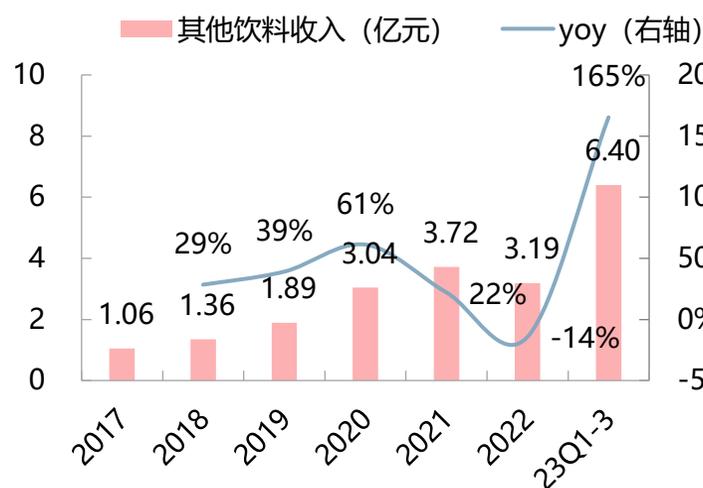
东鹏探讨：正蓄力第二阶段（平台化）

- 对标Monster第二阶段逐鹿全球：走出美国，站稳欧洲，布局澳洲，进入日本，蓄力区域多元化以寻新机。
- 东鹏全国化之外，同样正蓄力品类多元化寻求新机。公司2021年9月推低糖拿铁咖啡“东鹏大咖”，2023年1月推电解质水“东鹏补水啦”，2023年9月推出无糖茶“鹏友饮茶”，2024年1月推海岛椰汁和鸡尾酒VIVI，打造第二曲线。2023Q1-3其他饮料收入6.40亿元同比165%，占比提至7.4%。“补水啦”4月推向全国半年销额破4亿，表现亮眼。

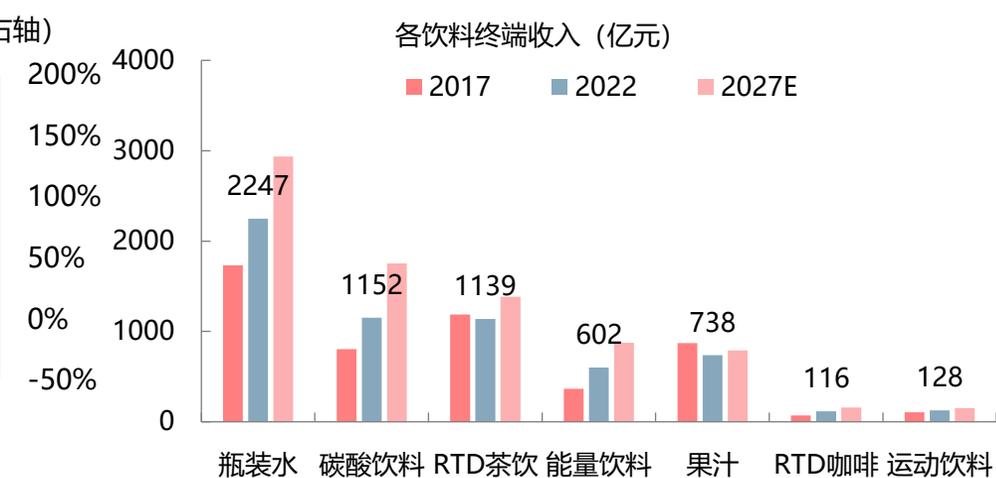
东鹏收入以能量饮料为主



东鹏第二曲线爆发增长



各饮料市场终端收入规模



第一曲线



第二曲线

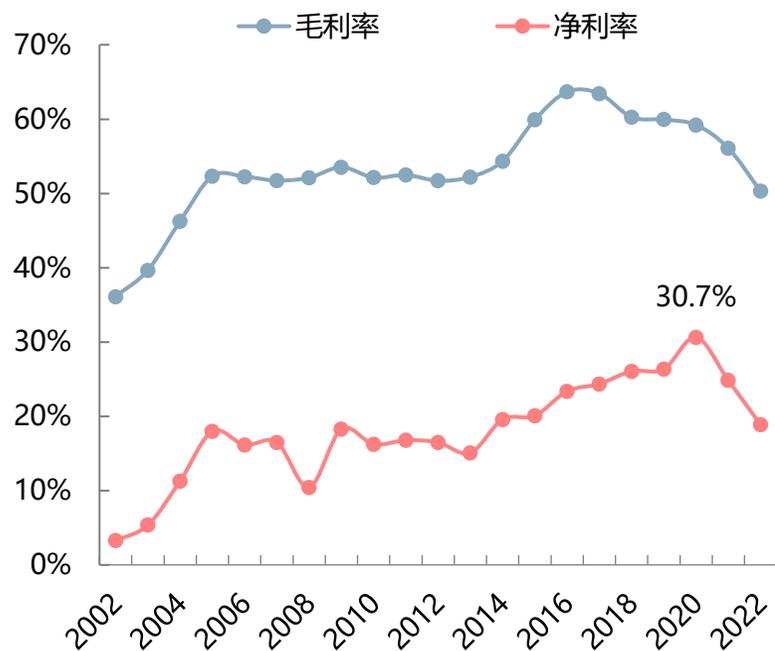


战术孵化产品

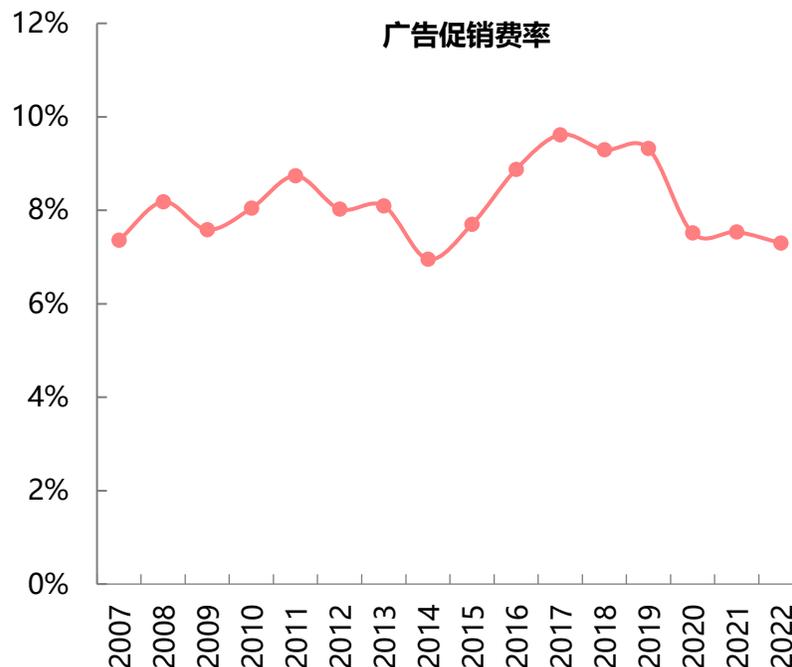
东鹏探讨：远期，不止于此（提盈利）

- ❑ 对标Monster全国化-全球化-整合化三阶段全程，东鹏远期不止于此，或有盈利进阶可能。
- ❑ **Monster在其第三阶段业绩维持CAGR20%、估值维持30-45x水平。**原因在于2014年被可乐收购后吸收能量饮料NOS和Full Throttle稳居龙一地位，于**2014年和2018年分别提价，减少广告促销费用**，净利率进一步提升至25-30%。
- ❑ 东鹏当前毛利率40%+/净利率19%，参考同业农夫或Monster，待远期格局定型后，龙一有望获得更强盈利性。

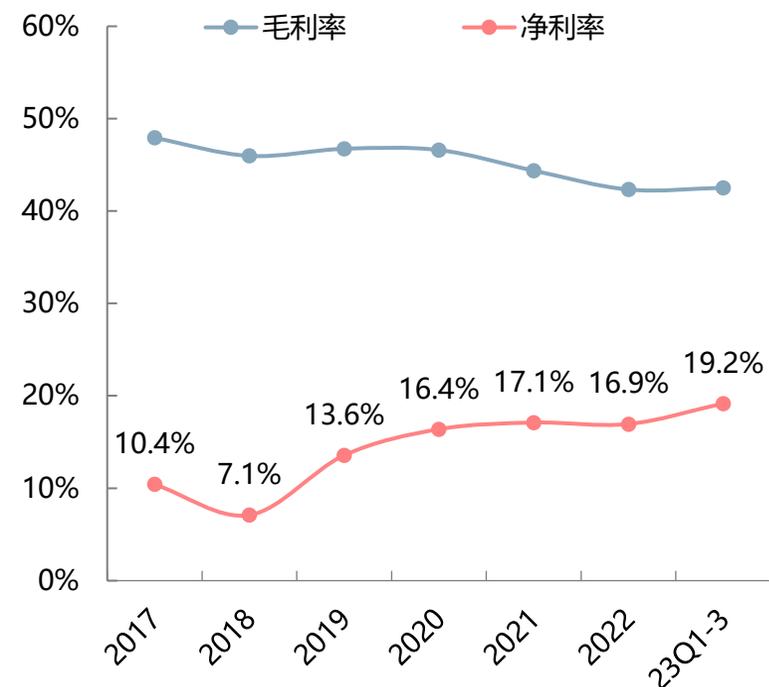
Monster2014年后净利率提升明显



Monster2017年后广告投放下降



东鹏净利率当前19%



定价探讨：收入空间

□中期维度，我们测算东鹏多个品类收入贡献有望迈向250亿门槛。

- ✓东鹏特饮：目前330万网点100亿，对标华彬红牛400万网点约200亿收入，预计26年450万网点200亿规模；
- ✓补水啦：目前110万网点销售半年5亿，对标尖叫300万网点约25亿收入，预计26年收入空间有望达到30亿；
- ✓鹏友饮茶：无糖茶市场仍处培育期，东方树叶一家独大连续翻倍已近60亿收入，对标三得利，现保守预计26年收入空间10亿；
- ✓大咖：考虑行业受现制咖啡冲击，雀巢一家独大约60亿收入，现保守预计26年收入空间5亿。

□远期维度，对标Monster500亿RMB收入，东鹏存有更大空间。

东鹏饮料重点单品空间预测

	东鹏特饮	补水啦	鹏友饮茶	大咖	Monster
细分行业	能量饮料	运动饮料	无糖茶	即饮咖啡	能量饮料
推出时间	2009	2023.7	2023.9	2021.9	2002.4
23年收入	~100亿	~5亿	~0.4亿	~1.6亿	502亿RMB
22年行业规模	602亿	~200亿	74亿	116亿	1294亿RMB
22年同业收入	红牛~200亿	脉动50-60亿 尖叫~25亿 健力宝~23亿 外星人~13亿 (23年~20亿) 水特~13亿 佳得乐~10亿	东方树叶30亿+ (23年~60亿) 三得利10亿+	雀巢~60亿 星巴克10亿+ 贝纳颂~5亿	红牛490亿RMB
东鹏预期空间	200亿	30亿	10亿	5亿	

定价探讨：盈利空间

□ 远期维度，我们测算东鹏还具盈利进阶可能。

✓ 对标Monster、农夫、养元，东鹏稳态净利率有望达25%vs当前19%，预计核心提升点来自：市场稳定后销售折扣的缩减、产能布局完成后运输费率的下降，对应利润体量超60亿。

✓ 考虑能量饮料高增长高粘性属性和公司平台化届时成型，20xPE设定下，当前市值仍存翻倍空间。

□ 什么时代投什么，东鹏成长潜力正当其时。

东鹏饮料可比公司业绩估值

证券代码	证券简称	股价	市值 亿元	利润(归母, 亿)				利润增速				PE			利润 CAGR	毛利率 22A	销售费 率22A	净利率 22A	ROE 22A	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	TTM	23E	24E						25E
605499.SH	东鹏饮料	168.18	673	14.4	20.1	26.0	32.2	21%	40%	29%	24%	35	33	26	21	31%	42.3%	17.0%	16.9%	31.0%
002568.SZ	百润股份	19.57	205	5.2	8.8	11.4	14.2	-22%	69%	29%	25%	23	23	18	14	40%	63.8%	24.1%	20.1%	13.8%
603156.SH	养元饮品	23.44	297	14.7	18.2	20.6	24.2	-30%	24%	13%	17%	17	16	14	12	18%	45.1%	14.2%	24.9%	12.3%
000848.SZ	承德露露	7.51	79	6.0	6.5	7.4	8.3	6%	9%	14%	11%	13	12	11	10	11%	44.9%	13.5%	22.4%	23.5%
9633.HK	农夫山泉	42.20	4,310	85.0	105.4	125.0	146.7	19%	24%	19%	17%	46	41	34	29	20%	57.4%	23.5%	25.6%	37.9%
MNST.O	Monster	55.94	4,133	82.2	116.4	136.1	157.0	-6%	42%	17%	15%	37	36	30	26	24%	50.3%		18.9%	17.5%

风险提示

1、新品拓展不及预期

新品运动饮料、咖啡饮料、无糖乌龙茶、椰汁等渠道反馈好，但仍存在不确定性，有低于预期风险。

2、全国化布局低于预期

公司目前主要靠外埠市场带动收入增长，渠道开拓和消费者教育进展或不及预期。

3、原材料成本上涨

公司产品原材料主要包括白砂糖和瓶胚，目前价格稳定，但仍存在上涨风险。

4、市场竞争加剧

目前各家能量饮料厂家有序竞争，价格稳定，若行业其他参与者挑起价格战迎合市场，有影响到东鹏份额的风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

邓欣 S0010524010001