



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·公司专题

# 再看东鹏： 如何看其未来成长？

## ——东鹏饮料投资探讨(605499.SH)

2024. 08. 08

分析师： 邓 欣 S0010524010001      dengxin@hazq.com

分析师： 罗越文 S0010524020001      luoyuewen@hazq.com

华安证券研究所

# 核心结论

- ✓ **一家能量饮料企业怎样讲述成长故事？** 我们复盘发现，成长曲线可来自“产品迭代+拓品外延+出海扩张”三重逻辑。
- ✓ **美国复盘：成长策略聚焦“迭代+出海”，挑战在拓品。两强之下新秀崛起，源于增量市场不断衍生出多元需求。Monster千倍回报的背后是创新基因。** 产品迭代及快速出海是Monster过去增长持续的根本，却也面临如何跨品外延的难题，最新已重启第二曲线战略布局。**Celsius/Bang借细分赛道创新弯道超车。** 美国市场需求多元，用户扩容进化出健康化/口味化等衍生需求，Celsius和Bang分别卡位减脂及健身场景异军突起，当前Celsius正试图打破单一定位迭代产品系列并开启全球化，全新成长阶段刚刚开启；Bang则因败诉破产被Monster所吞并。
- ✓ **泰国复盘：成长策略聚焦“拓品+出海”，挑战在升级。稳态市场格局固化，以致三大成熟企业的应对之法惊人相似。** 泰国市场一度触及稳态且CR3高达90%，三寡头较早步入“结构升级+拓品外延+出海扩张”的全新周期，总结看拓品以运动饮料/泛功能饮料胜率最高，咖啡/茶饮也是外延必选；出海收入占比皆高但呈区域克制，聚焦经济/文化/地缘高度接近的东南亚。
- ✓ **中国思考：“迭代+拓品”为最优选择，出海尚处初期。** 中国产业特点（目标人群+资源禀赋）近似泰国但成长特性（量增市场+格局红利）更似美国，迭代+拓品为现有土壤最优解。**再探东鹏三大疑问，①主业：**就业结构已较红牛时代变更较大，平台经济带来网约车/外卖/快递/电竞/加班白领/学生等体力、脑力补充人群快速扩容，支撑主业空间超200亿；**②拓品：**性价比定位/渠道协同/数字化/冰柜助力新品中期空间50亿，规模门槛成型更可提升新品盈利，主业+新品中期合理估值空间1250亿；**③出海：**虽非短期重点，但我们发现印非市场机会较佳，给予未来发力空间。我们曾提出A股是否存下一Monster可能？综合来看，东鹏饮料潜力正当其时。

**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



美国能量饮料的成长思路



泰国能量饮料的成长思路



中国东鹏饮料的成长思考

# ***PART 1***

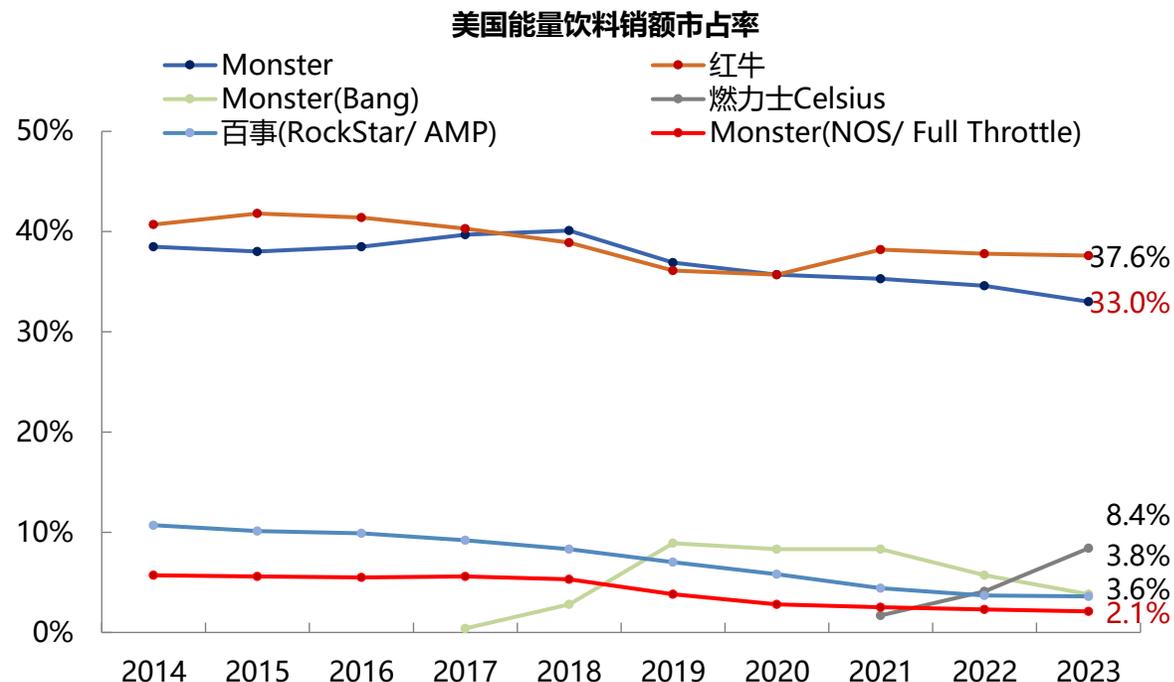
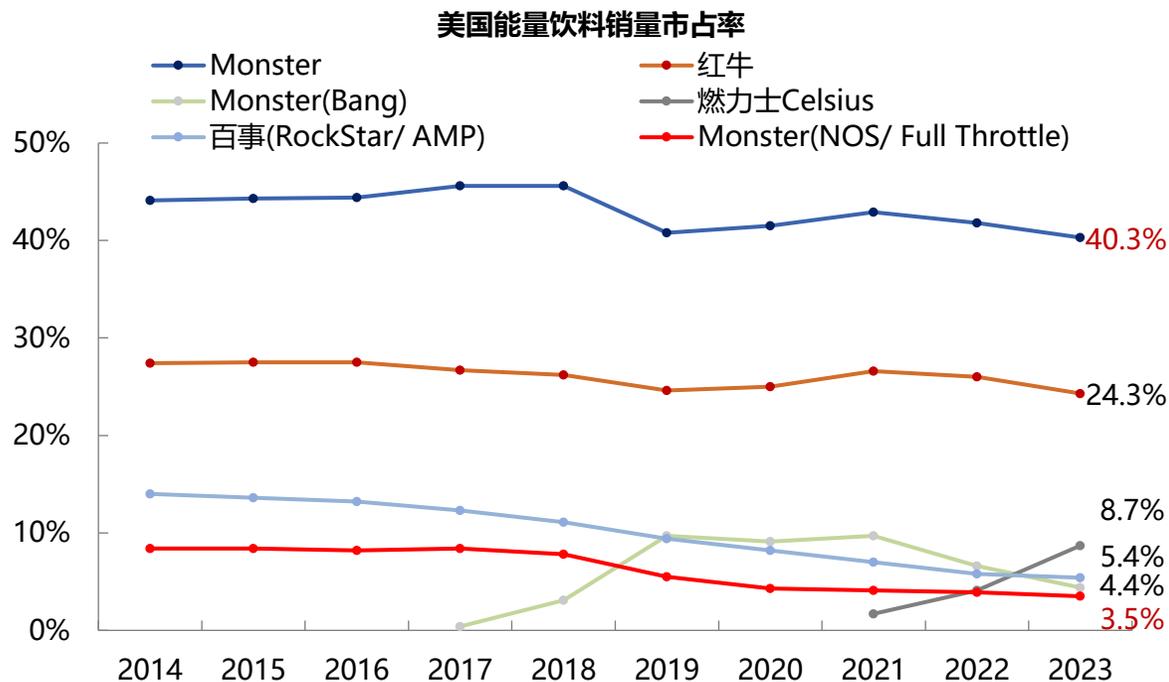
## **美国能量饮料的成长思路**

---

# 美国：两强之下，新秀崛起

- 美国能量饮料呈现两强格局，Monster从无到有反超红牛、持续领跑。Monster2002年推出，彼时红牛(1997年)凭先发优势已在全美份额过半，20年时间Monster以差异化突围，份额从5%一跃至45%+，但近年看，新秀亦有频频崛起：
- 2014-2018：CR2销量份额维持80%。双寡头借品牌、渠道、收购之力提升集中度，Rockstar等尾随品牌差异化不足。
- 2018-2023：CR2销量从80%至68%。丢失的份额来自Bang和Celsius先后占据一席之地，两强之下，新秀崛起原因为何？

美国能量饮料市占率



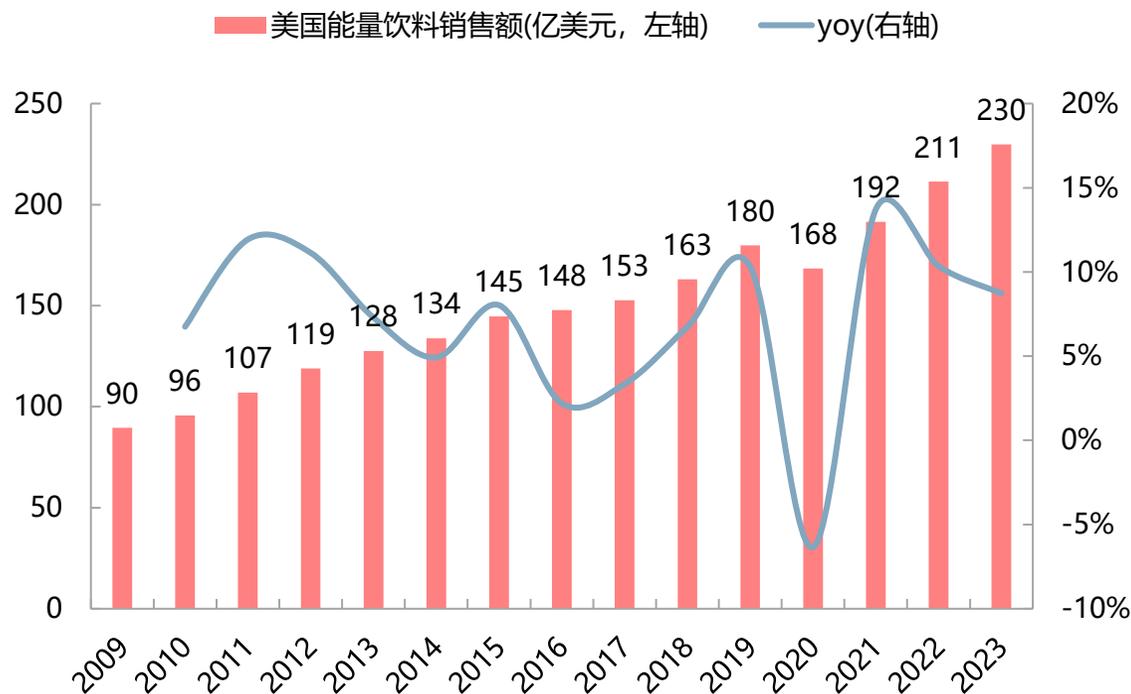
注：2014年8月可口可乐以21.5亿美元入股Monster 16.7%股权，此后可可口可乐旗下NOS/Full Throttle并入Monster；Bang于23年7月被Monster以3.6亿美元收购；RockStar于20年3月被百事以38.5亿美元收购

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

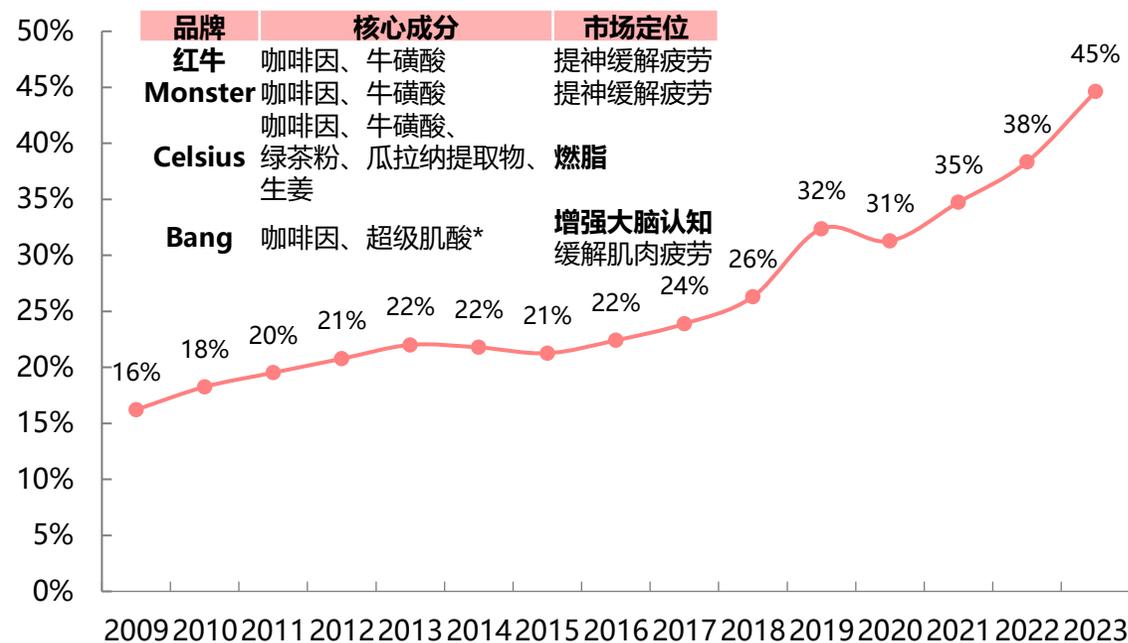
# 背景：增量市场，多元需求

- **美国市场，量增驱动价盘稳定，背后逻辑是其核心客群的持续扩容，不断衍生出多元需求。**
- **增量市场：市场规模超230亿美金且三年CAGR约10%增长。**客群从学生/白领/健身党到运动/音乐爱好者不断延伸，需求泛化。
- **多元需求：客群扩容进化出健康化、口味化等额外诉求。**行业低糖化率从18年的26%提升至23年的45%，这才有了新锐Bang、Celsius借零糖低卡崛起的机会，Monster也在零糖低卡赛道中不断深挖；另一印证，司美格鲁肽上市后甚至出现热销以致严重缺货的盛况。

美国能量饮料规模 (销额)



美国能量饮料低糖化率及品牌定位



资料来源：Euromonitor, 公司官网, 华安证券研究所

# Monster行为分析：产品迭代，挖潜用户

□ **Monster是一家极具创新基因的公司，以差异化起家并能持续占领市场在根本上源自：产品迭代。**公司每年迭代推新，某些年份甚至推出10余款新品以拓宽用户，总结其新品打法主要包括：

- ①**健康化**：早年就以“低卡零糖”切入追求健康人群；
- ②**口味化**：陆续以“能量饮料+子品类果汁/咖啡/茶”切入不同口味偏好人群；
- ③**高端化**：推出Monster Rehab、Juice Monster等相较主品牌性价比定位更高的新品；
- ④**成分化**：以“成分+品牌矩阵”拓展细分赛道，推出Reign品牌拓展运动人群、推出Mother品牌拓展细分区域。

Monster美国产品矩阵

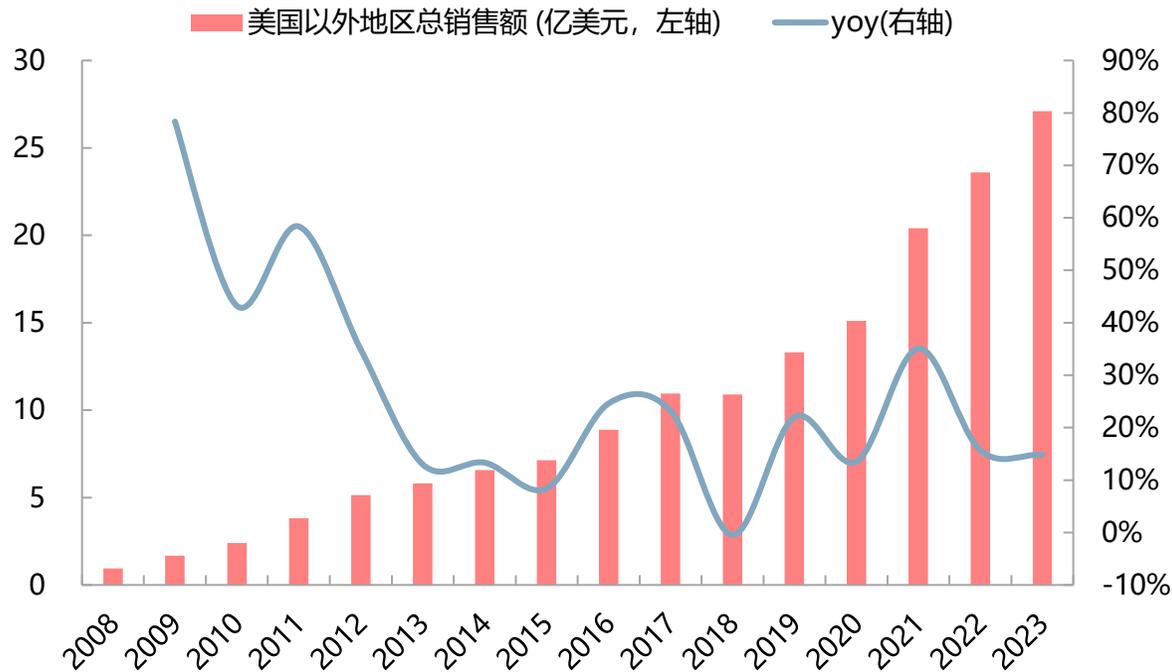
系列名称	最早推出时间	口味数量	目前主要产品
Monster经典款	2002年	12	Monster Energy
低卡零糖系列	2003年	14	Monster Zero Ultra、Monster Zero Sugar
能量饮料+果汁	2005年	6	Juice Monster
能量饮料+咖啡	2007年	7	Java Monster
能量饮料+茶	2011年	6	Rehab Monster
健身人群产品	2019年		Reign、Reign Inferno
战略品牌产品	2015年*		NOS、Full Throttle

注1：NOS、Full Throttle由可口可乐在2015年重组后注入Monster公司

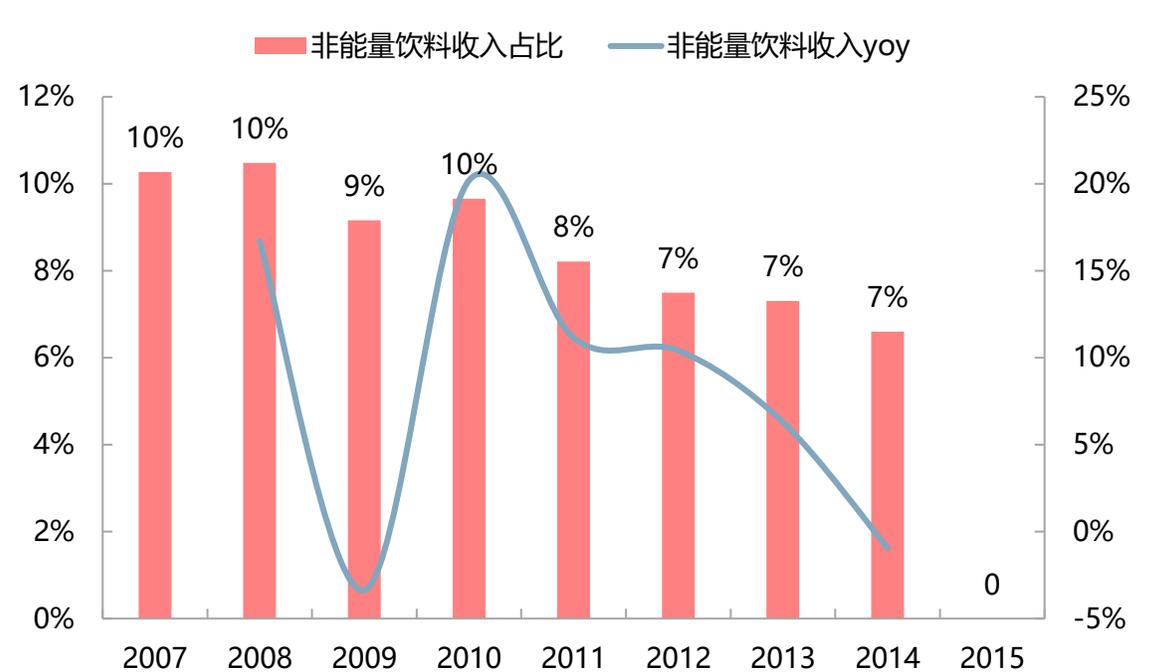
# Monster行为分析：区域扩张，出海成长

- **Monster持续增长的另一原因：区域扩张，出海成其重要增长引擎（23A海外收入占比38%）。** 公司先于本土借力吉百利/百威/可口可乐的成熟渠道实现高效扩张，后在08年后全球扩张取得成功，23年实现日韩/阿根廷份额50%+、巴西/西班牙40%+、加拿大/英国/法国30%+。
- **但需强调：强大如Monster也面临“如何跨越品类”的成长难题（主业收入占比9成），面对新秀频繁挑战公司最新已重启第二曲线并借力M&A。** 公司早在与可口可乐整合后曾一度剥离非能饮业务，又于22年重启第二曲线战略，布局①收购子品牌：以Bang覆盖运动人群；②推区域品牌：拟在中国推Predator补齐短板；③跨品类收购：收Canarchy进军酒精（手工啤酒）；创新不止，对Monster的未来仍可拭目以待。

### Monster海外收入



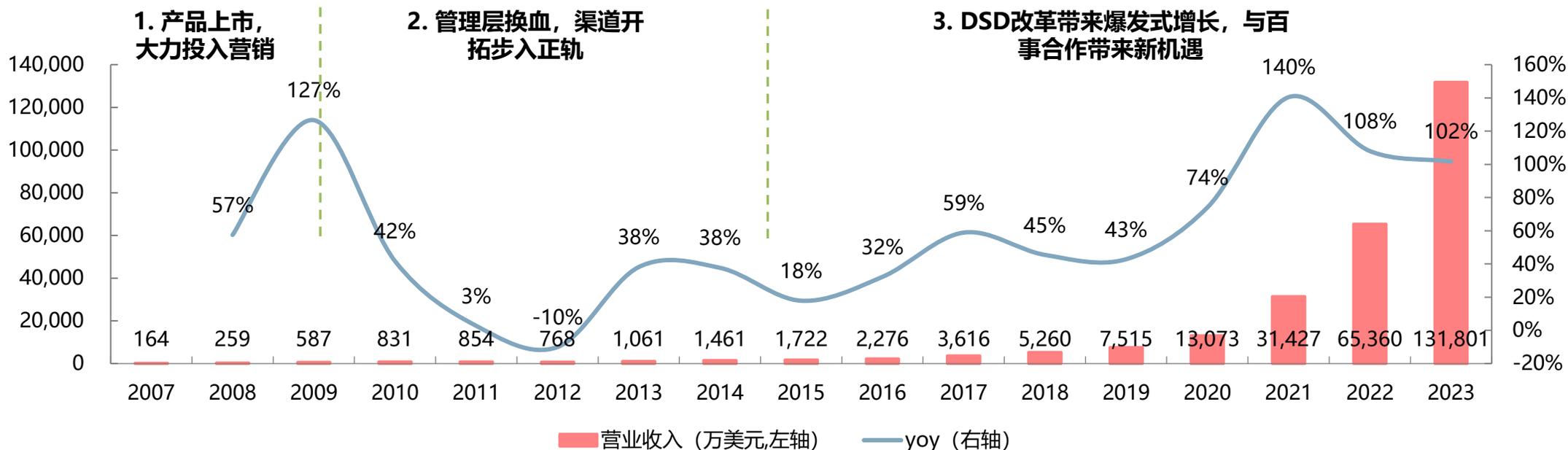
### Monster主业占比



# 新秀Celsius分析：定位“燃脂”需求井喷

- **Monster之后，Celsius创下3年10倍的销售奇迹，从19年市占率不足1%到23年市占率8.7%，跃居全美第三。**
- **燃脂新秀异军突起：**2005年美国首个研发成功的减脂型功能饮料，临床证实一罐Celsius可在运动期间多消耗100-140大卡热量，燃脂的差异化定位多年耕耘深入人心。
- **我们总结Celsius的现象级成功来自：**①差异化的零卡燃脂功能卡位；②管理聚焦5大区域打造标杆市场；③建立DSD直销网络高速扩张；④20年疫情催化燃脂需求井喷，快速跻身前三。

Celsius收入及增速



# 新秀Celsius分析：定位“燃脂”需求井喷

- 疫情之后Celsius的成长曲线并未终止，当前公司正试图打破单一定位“迭代产品”并“出海扩张”，全新篇章刚刚开启：
- 公司2022年8月获百事战略投资，以5.5亿美元现金入股建立长期战略分销，百事入股助其长远扩宽零售及餐饮渠道。
- 公司2023年推Essential系列，主打增加氨基以实现缓解肌肉疲劳提升运动表现的功能，品牌定位由过去单一“燃脂”向“积极生活方式的伴侣”延伸，客群开始从专业健身人员逐步向健康化人群泛化。
- 当前也已开启全球扩张，**公司发展路径类似Monster，Celsius的全球化挑战刚刚开启。**

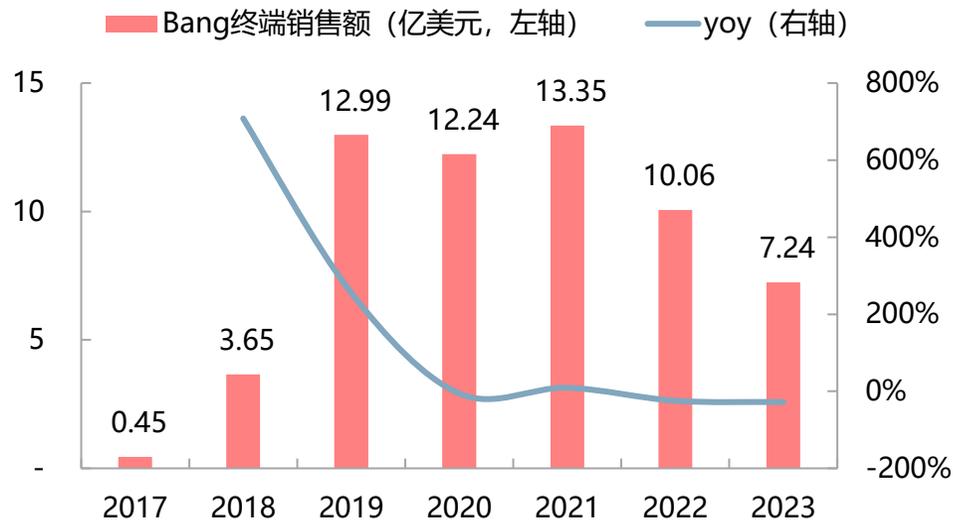
Celsius美国产品矩阵

系列名称	最早推出时间	口味数量	卖点	示意图
Original和Vibe系列	2005年	26种	1、含绿茶、瓜拉纳提取物、咖啡因，能够加快体内脂肪分解； 2、0糖、超低卡、无人工色素，健康无负担	
On-the-Go Powder	2015年	9种	配方与Original系列一致，区别在于产品形态为粉状	
Essential系列	2023年	6种	在Original系列基础上，额外加入氨基，可减少肌肉疲劳，提升运动表现	

# 新秀Bang分析：定位健身“超级肌酸”崛起

- 另一新秀Bang，创下2年29倍的增长奇迹，市占率一度达到10%跻身前三，后因陷入司法诉讼及与百事合作不佳滑落至4%。
- 健身新秀高效崛起：2017年Bang定位健身场景，主打“超级肌酸”提升大脑认知加速肌肉合成之功效，一经推出便席卷美国。
- 我们总结Bang的突围来自：①差异化的纯天然无糖能量饮料定位；②专利背书：一罐Bang含有红牛3倍咖啡因+BCAA、CoQ10&肌酸等有益肌肉塑造的配方组合（宣称协同机制效果优于普通）；③快速迭代风味百变；④社媒营销与年轻人共鸣。
- 新秀势如破竹却易分化：Monster于2018年起诉Bang虚假宣传并于2022年胜诉，Monster获赔2.93亿美元弥补失去的潜在市场，Bang在母公司VPX宣布破产且口碑受损之下，2023年销售额仅约2021年一半，同年9月为Monster所吞并。Monster的入主，有望为Bang的未来带来转机。

Bang收入及增速



Bang产品矩阵风味百变



资料来源：Euromonitor, 网易, 华安证券研究所

资料来源：网易, 华安证券研究所

# 美国总结：“迭代” + “出海”，下一步“拓品”

**美国总结：**量增市场，客群广泛、持续扩容并能衍生多元化需求，企业通过产品迭代+品牌矩阵不断强化覆盖，同时带来“两强格局”下细分品牌的成长机会。

**成长策略：**“产品迭代” + “出海扩张”，不论Monster或Celsius皆以迭代+出海为成长主轴。

①**迭代逻辑：**健康化、口味化、成分化是SKU的创新方向，减脂需求可再造一个现象级品牌。

②**出海逻辑：**皆为走出美国，面向欧澳日韩等全球年轻人市场。

**当前难题：**如何成功“拓品外延”？

美国领先企业先后试水泛功能饮料如运动饮料、维生素水，并涉足咖啡、茶饮、果汁及酒精等等，但实际效果平平。

**Monster：**主业独大占比超9成，2022年重启第二曲线拓展细分赛道+细分市场+酒精饮料以求持续成长，品类跨越在用户认知延续及内部管理融合上带来较大挑战。

**红牛：**2012年推出果味红牛但为时已晚，早期2012-2015曾获份额提升，2016年后再次陷入增长困境。长期视角看，用户需求裂变之下，更需关注公司主动适应市场及造血能力。

# *PART 2*

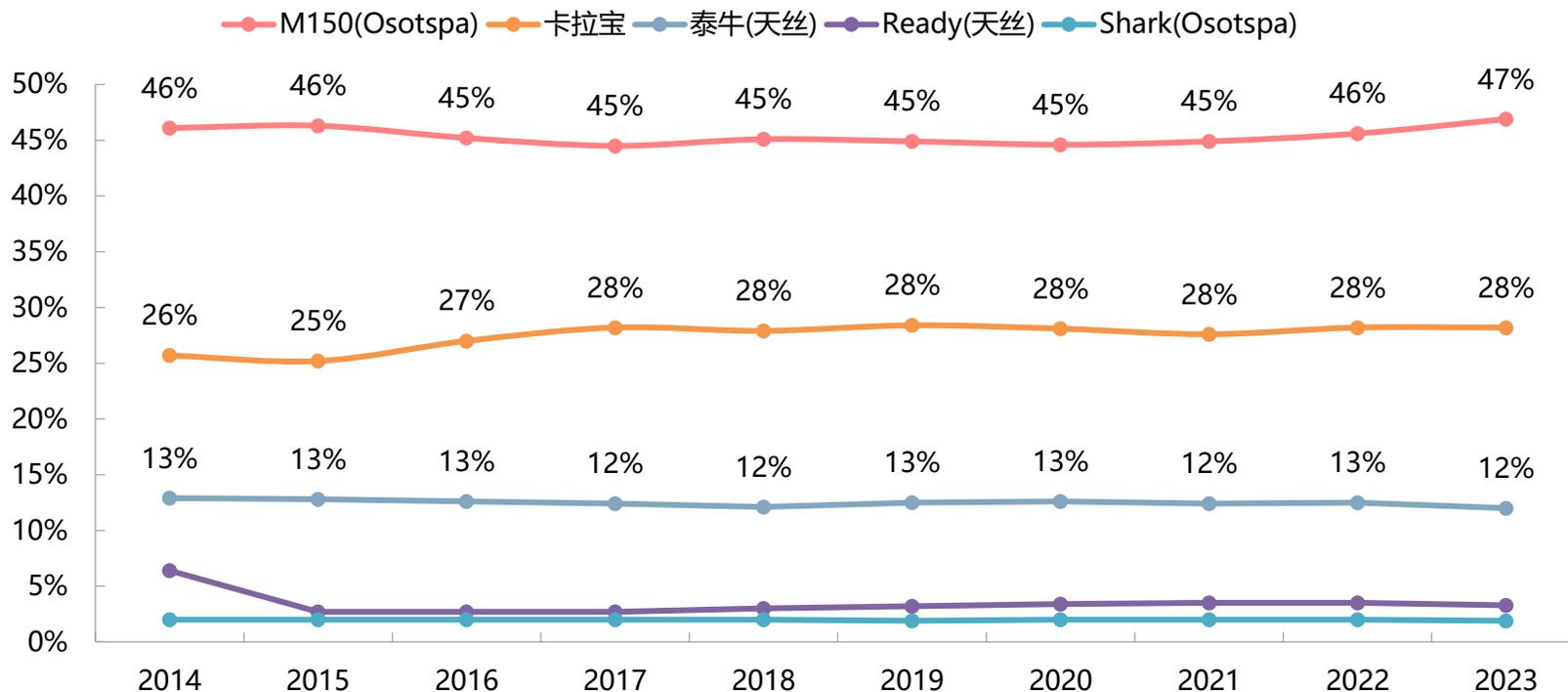
## 泰国能量饮料的成长思路

---

# 泰国：高度集中，格局固化

- 泰国能量饮料呈现三强格局，近十年高度集中格局固化。初期日牌主导(力保健1965年)，后泰牛份额一度50%(天丝1975年)。
- ✓ 2005之前，双寡头时代：CR3 60-80%，Osotspa推出M150(1985年)与红牛激烈竞争，2002年后跃居第一、泰牛滑至第二。
- ✓ 2005之后，双寡头变三寡头：CR3 90%，卡拉宝(2002年)突破性进入前三，后在泰国本土超越泰牛，市占率第二。
- 2014年后近十年格局固化：CR3 90%且高度稳定，Osotspa第一、卡拉宝第二、泰牛第三，三巨头引领市场数十年。

泰国能量饮料品牌市占率（销售额）

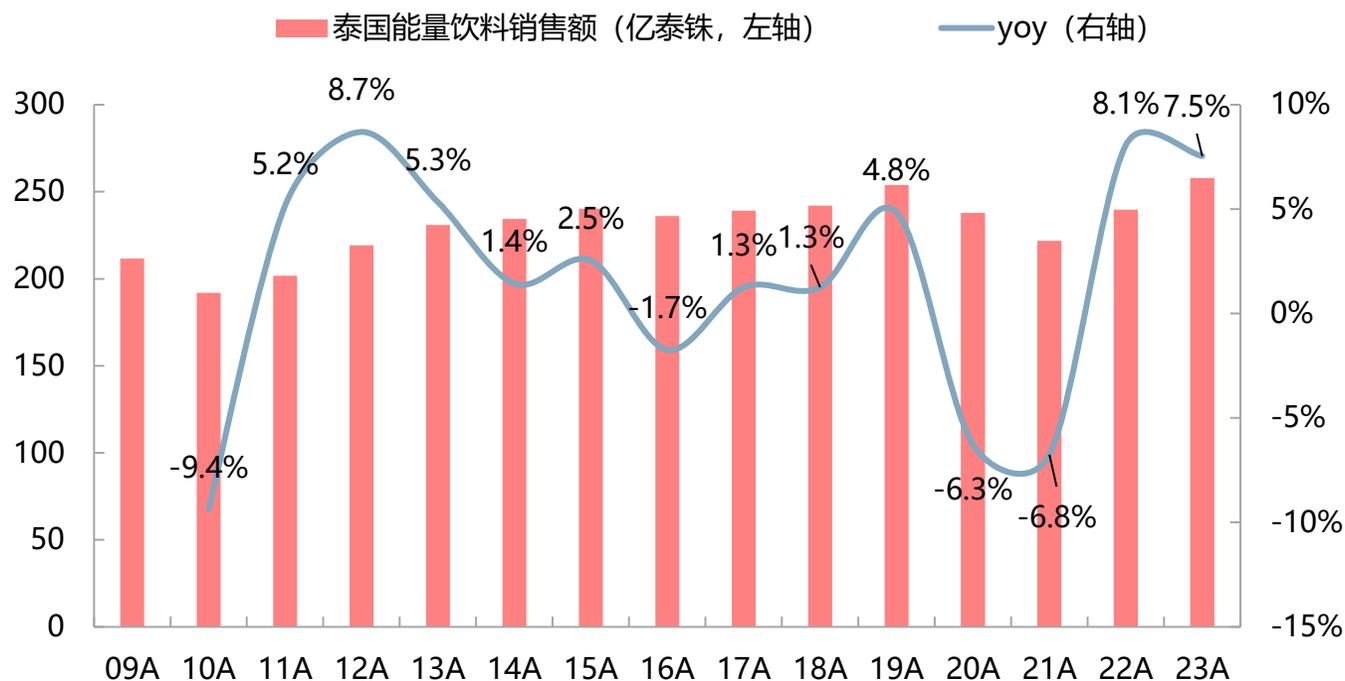


资料来源：Euromonitor, 华安证券研究所

# 背景：稳态市场，唯有升级

- 泰国市场，价增驱动取代量增，背后逻辑是行业成熟状态下蓝领主力客群渗透到顶，大众市场边际放缓。
- 格局固化的背后是规模稳态：十年间行业规模几乎维持250亿泰铢水平。稳态之下三巨头联手推动“升级拓客”以求增长，由瞄准“基层蓝领”看向更高端的“白领+女性”，具体打法：①推出高端品牌；②添加适配成分；③挖掘文化塑造。升级表现之一是企业品牌矩阵的快速成型，之二是泰国高端占比缓慢提升。
- 三巨头不约而同早早开启“拓品”+“出海”策略以求增量。

### 泰国能量饮料市场规模（销额）



# 天丝行为分析：拓品标杆，运动饮料泰国第一

- 天丝（泰牛）：能饮全球先驱，由许书标1975年成立，产品矩阵拥有4大类别（能量饮料、电解质水、功能饮料和休闲食品）9个品牌。
- 泰牛受96年后禁止抽奖政策和出海策略影响，2012年起本土份额滑落至第三，但其“拓品扩张+子品牌打造”可视为成功标杆。
- ✓ 运动饮料&泛功能饮料合计贡献收入67%：运动饮料，1990年率先教育市场，以全新子品牌Sponsor切入，目前为泰国运动饮料第一/市占率80%，贡献收入近60%；泛功能饮料，以子品牌Mansome切入，贡献收入8%；此外茶饮子品牌Puriku贡献4%。
- ✓ 成功打造女性品牌Ready贡献收入6%：目标客群为年轻都市白领女性，品牌风格突出，定义、成分、包装显著区隔于主品牌红牛。

天丝收入结构、产品矩阵 (2023年)

品类名称	品类销售占比	主打产品	产品销售占比	品类市占率	目标客群	推出时间	容量	单价/泰铢	产品特点	示意图
能量饮料	28.9%	Krating Daeng	22.6%	12.0%	劳动者、年轻人、酒吧顾客	1975	150ml	10	经典能量饮料产品	
		Ready	6.3%	3.3%	年轻白领女性	2010	150ml	12	针对女性的能量饮料产品，含咖啡因、牛磺酸、果汁、枸杞	
运动饮料	58.8%	Sponsor	58.8%	78.6%	运动人群	1990	250ml	10	含有电解质，主打运动后快速补水	
泛功能饮料	8.0%	Mansome	8.0%	-	年轻白领男性	2012	430ml	16	1. 含胶原蛋白让肌肤焕发光彩 2. 含维生素C加强胶原蛋白作用 3. 含锌元素来调节油脂同时减少痤疮和头发掉落	
茶饮料	4.3%	Puriku	4.3%	3.6%	年轻人	2012	350ml	9	用的是中国杭白菊泡的茶，有解暑降温功效（受到东南亚国家欢迎）	

# Osotspa行为分析：拓品扩张，借力合资双管齐下

- Osotspa: 1891年成立，品牌矩阵坐拥能量饮料份额第一单品M-150（定位大众）、Shark（定位健康）、Lipovitan-D（定位高端）。
- 运动饮料&泛功能饮料合计贡献收入16%：运动饮料M-Electrolyte借力M-150延伸，收入贡献7%；泛功能饮料Peptein以成分创新+功能定位，主张大豆肽提升脑力，收入贡献9%。
- 自研合资双管齐下，借力异地扩张。与日本Taisho合资Lipovitan-D（力保健）；与日本好侍和Calpis分别合资功能饮料，连同Peptein在泛功能饮料合计市占率42%。

Osotspa收入结构、产品矩阵（2023年）

品类名称	品类销售占比	主要产品	产品销售占比	品类市占率	性质	目标客群	推出时间	容量	单价/泰铢	产品特点	示意图
能量饮料	84%	M-150	81%	46.9%	自主研发	农村青年	1985	150ml	10	经典能量饮料产品	
		M Storm			自主研发	年轻男性	2010	150ml	15	基础配方上加入D-核糖，主打快速为身体提供能量	
		Lipovitan-D	3%	1.9%	合资	曼谷25岁以上公务员、公职	1965	100ml	12	与日本Taisho公司合资（Oso占40%），品牌为力保健	
		White Shark			自主研发	渔民、北方劳动者	1990	150ml	10	基础配方上添加维生素C，主打健康	
		Som In Sum			自主研发	年轻女性	2010	100ml	10	基础配方上添加高丽参和蜂蜜，主打养生+美味	
运动饮料	7%	M-Electrolyte	7%	10.4%	自主研发	运动人群	1994	250ml	10	含有电解质，主打运动后快速补水	
泛功能饮料	9%	C-vitt	9%	41.6%	合资	注重健康人群	2012	140ml	15	与日本好侍食品合资（Oso占40%）产品富含维生素，主打健康	
		Calpis			合资	注重健康人群	2012	300ml	与日本Calpis公司合资（Oso占40%）		
		Peptein			自主研发	注重健康人群	2007	100ml	含大豆肽，比其他蛋白质更易被人体吸收，主打提升脑力		

# Carabao行为分析：国民品牌，即饮咖啡泰国第三

- Carabao：典型成长股，泰国乐队主唱Aed Carabao与泰国富豪Sasien Sahasit在2002共同创立，以差异化从0%快速跻身第二，市占率28%。
- 分析Carabao的成功要素来自：①**独特定位**：摇滚乐队，主打激情四射；②**高频营销投入**：音乐营销、车队营销及在各大赛事和顶级竞技高频投入；③**渠道管理渗透**：自营直销配送中心密集渗透+车队营销+"Sao Bao Dang"女性销售团队。④**较红牛成分温和**：以性质温和和价值更高的瓜拉纳取代刺激性强依赖性强的咖啡因。
- 三巨头中起步最晚，能量饮料占收入比最高(91%)，运动饮料及即饮咖啡合计占8%：不同于其它企业的庞天子品牌矩阵，公司外延保留“Carabao”字样，其中即饮咖啡泰国份额第三，贡献收入约6%；此外**大胆涉足瓶装水及啤酒**，当前仍处培育。

卡拉宝收入结构、产品矩阵 (2023年)

品类名称	品类销售占比	主打产品	产品销售占比	市占率	目标客群	推出时间	容量	单价 (泰铢)	产品特点	示意图
能量饮料	91.1%	Carabao Dang	91.1%	28.2%	年轻男性	2002	150ml	10	经典能量饮料产品	
运动饮料	2.0%	Carabao Sport	2.0%	1.6%	年轻男性	2014	250ml	10	产品中加入锌元素作为与竞品形成差异化的手段	
即饮咖啡	5.8%	Carabao	5.8%	2.9%	年轻人	2016	140ml	12	采用最好的罗布斯塔咖啡豆手工制成，口感和香气出色	
饮用水	1.1%	CARABAO	1.1%	0.1%	大众	2016	600ml			

资料来源：Euromonitor、公司年报、华安证券研究所

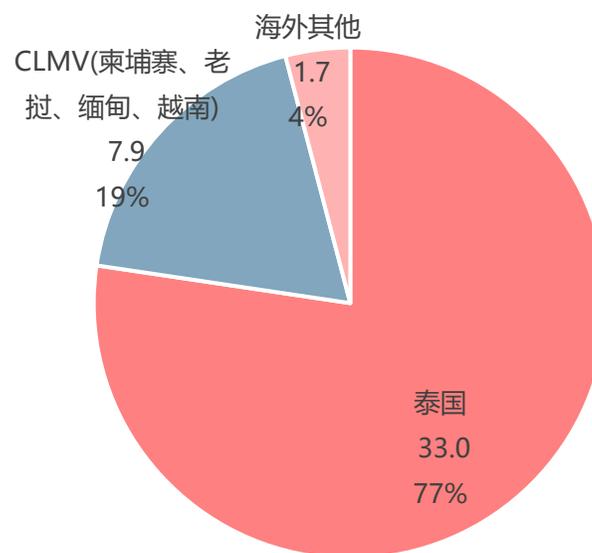
# 拓品之外的另一主轴：“出海”东南亚

- 拓品之外的另一主线逻辑：出海，早在寡头格局形成同期2000年后，三巨头开启领军东南亚。
- 天丝/泰牛：2000年出海，核心品牌红牛销往全球，东南亚市场领军品牌，越南、马来、新加坡能量饮料份额第一。
- Osotospa：2000年出海，23A海外饮料收入9.6亿RMB（占比23%），主要在东南亚，缅甸能量饮料份额第一、老挝第二。
- Carabao：2006年出海，23A海外饮料收入10.8亿RMB（占比48%），主要在东南亚，柬埔寨能量饮料份额第二、缅甸第三。

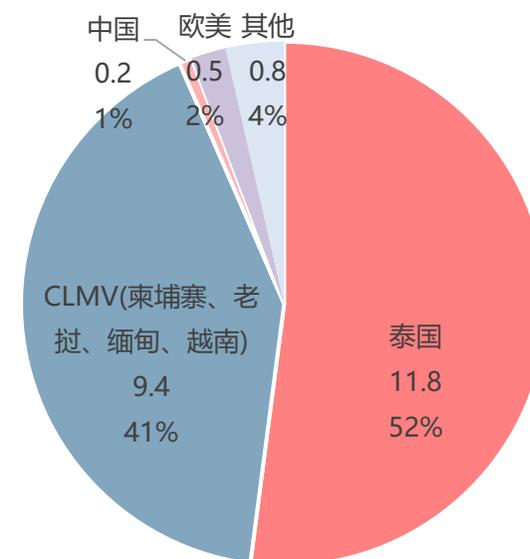
东南亚能量饮料市场格局

	越南 Vietnam	柬埔寨 Cambodia	缅甸 Myanmar	老挝 Laos
1	T.C. Pharma 37%	Pepsi Co. 58%	OSOTSPA 38%	Pepsi Co. 50%
2	Pepsi Co. 21%	Carabao Group 30%	T.C. Pharma 18%	OSOTSPA 31%
3	THP Group 15%		Carabao Group 16%	

Osotospa23A饮料收入(亿元)及占比



Carabao23A饮料收入(亿元)及占比



资料来源：公司官网、华安证券研究所

# 泰国总结：“拓品” + “出海”，以挖潜求增长

**泰国总结：**存量市场，较早触及量增天花板且格局固化，企业升级发力“价增”并向相关领域/区域拓展“进攻”以求增量。

**成长策略：**稳态市场寡头格局，“拓品外延” + “出海扩张”，三巨头的成长曲线惊人相似。

①**拓品逻辑：**皆筑第二曲线，胜率以运动饮料/泛功能饮料最高，咖啡/茶饮扩容必选，更涉足酒精、水、甚至个护。

②**出海逻辑：**海外贡献皆高30-50%，但影响力聚焦经济文化距离近似的东南亚圈。

**当前难题：**大众市场如何塑造高端？

**价格维度：**泰国属典型大众定位市场，能量饮料主流价格10泰铢(2-3RMB)/150ml水平，高端显著不足，仍待培育。

**竞争维度：**同质化竞争市场，领先企业虽有规模效应，但高端打造关键终究还在差异化和高额投入。

**泰国领先企业发力“升级”虽遇挑战，但产品思路仍可为后者借鉴：**丰富的成分创新+子品牌组合是普适性做法。如天丝以Ready（维C胶原）、Oso以SomInSum（人参蜂蜜）拓宽女性客群；天丝以G2、Oso以Shark拓宽白领客群。

# *PART 3*

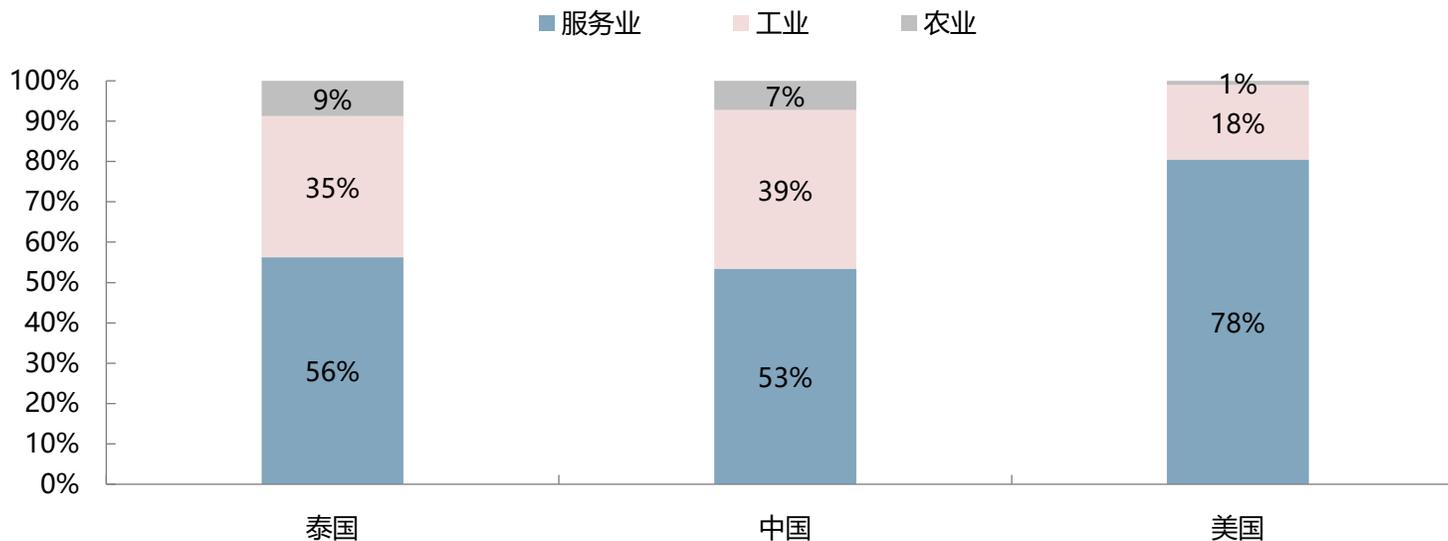
## 中国东鹏饮料的成长思考

---

# 两国经验：成长故事并不简单重复

- 美泰经验可解锁出“**产品迭代+拓品外延+出海扩张**”三重成长曲线，但并不简单重复，两国差异背后是所属市场产业结构（对应主力客群）及竞争阶段（对应资源禀赋）。红牛同一产品不同市场操作大相径庭，泰国许书标定位蓝领工人，奥地利马特希茨定位年轻人，本质是市场差异。
- 共同点：逻辑都是客群拓展场景泛化——多**产品迭代是刚性操作**，品类拓展以**泛功能/运动饮料/咖啡茶饮三类胜率最高**，途径有品牌收购+子品牌构建。
- 不同点：**美国企业重“迭代”**（主品类+多SKU开发）、**泰国企业重“拓品”**（多品类+多品牌外延）；**美国企业“出海全球”**（剑指全球年轻粉丝）、**泰国企业“出海东南亚”**（品牌力辐射东南亚）。

2021年泰国、中国、美国产业结构（产业增加值占GDP）



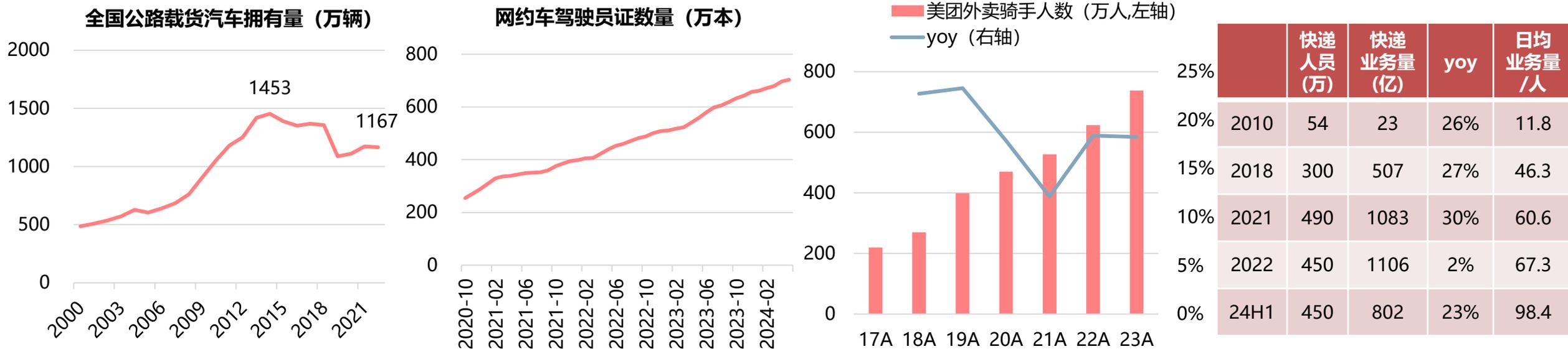
# 中国思考：“迭代” + “拓品” 为最优选择

□ 反观中国：①产业起点近似泰国，主力客群主导功能诉求；②成长特色更似美国，人口基数具量增潜力+本土市场存格局红利。综合分析，我们认为“迭代深耕+拓品外延”双重策略为当前本土企业的最优选择。

- 主业深耕：拥抱人群拓展、天然增量。网约车/外卖/快递/电竞等体力人群正值快速扩容，增量市场。
- 拓品外延：搭建第二曲线、皆可尝试。泛功能饮料/运动饮料/咖啡/茶饮为它国拓品经验的必选之项。
- 出海扩张：试水尚处初期、仍待打磨。本土品牌的出海挑战在于欧美壁垒较高/东南亚格局固化，相较迭代和拓品，出海相对滞后。

## 能量饮料各主力客群增长潜力

载货汽车14年见顶，货车司机1729万 5月持证网约车司机703万，同+26% 23A美团外卖骑手人数738万，同+18% 快递人员日均业务压力增加



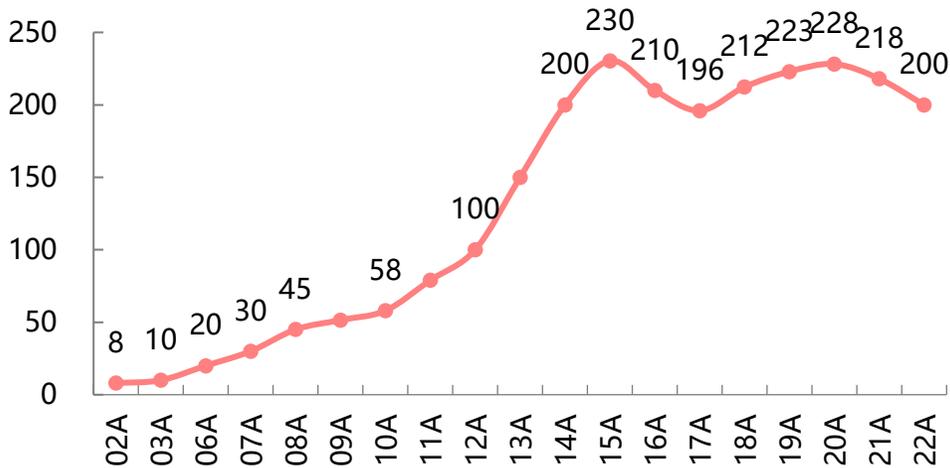
# 再看东鹏：主业空间探讨？

# 主业：空间超200亿

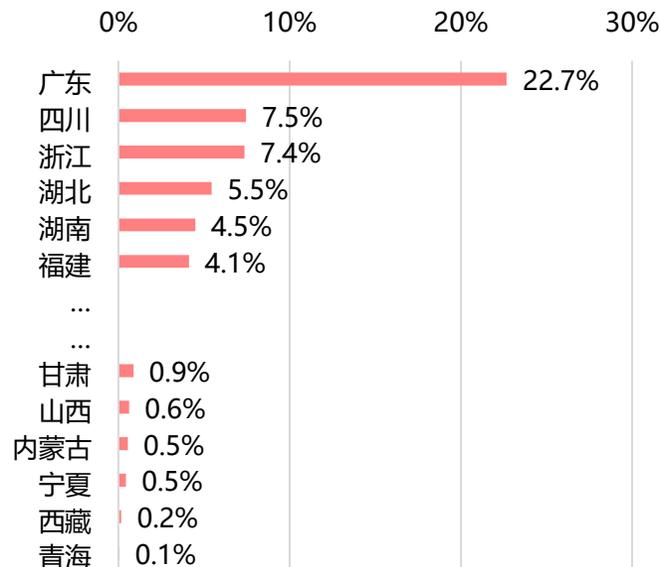
- **目标客群持续扩圈之下，我们测算东鹏主业全国化空间有望超越200亿。**
- **①终端对标测算：**红牛400万终端对应200亿收入，预计东鹏26年450万终端亦200亿收入。红牛早期天花板转折除官司纠纷外，还与货车司机14年见顶有关，但**当前就业结构已较红牛时代变更较大，平台经济带来网约车/外卖/快递/电竞/加班白领/学生等体力、脑力补充人群快速扩容。**
- **②区域对标测算：**广东软饮产量占比全国23%，而广东收入占比东鹏33%（38亿/YOY12%），如未来广东占比降至25%合理水平（26年50亿/CAGR10%），对应东鹏全国收入亦达200亿。
- **③人均消费测算：**广东区域6540万目标人群对应人均消费57.5元，全国目标人群基数为广东区域8.5倍，如未来全国人均消费达当前广东的62%/达当前的1.78倍，对应东鹏全国收入亦可超200亿。

红牛收入见顶与货车司机见顶时间一致

中国红牛销售额 (亿元)



中国主要省份软饮料产量占比



人均消费测算

广东第二、三产业人员	6182万
海南第二、三产业人员	358万
<b>合计</b>	<b>6540万</b>
23年东鹏广东区域营收	37.61亿
<b>广东区域人均消费额</b>	<b>57.5元</b>
全国第二、三产业人员	5.57亿
全国营收假设	200亿
<b>全国人均消费额</b>	<b>35.9元</b>
全国/广东	62%

# 聚焦东鹏：拓品胜率探讨？

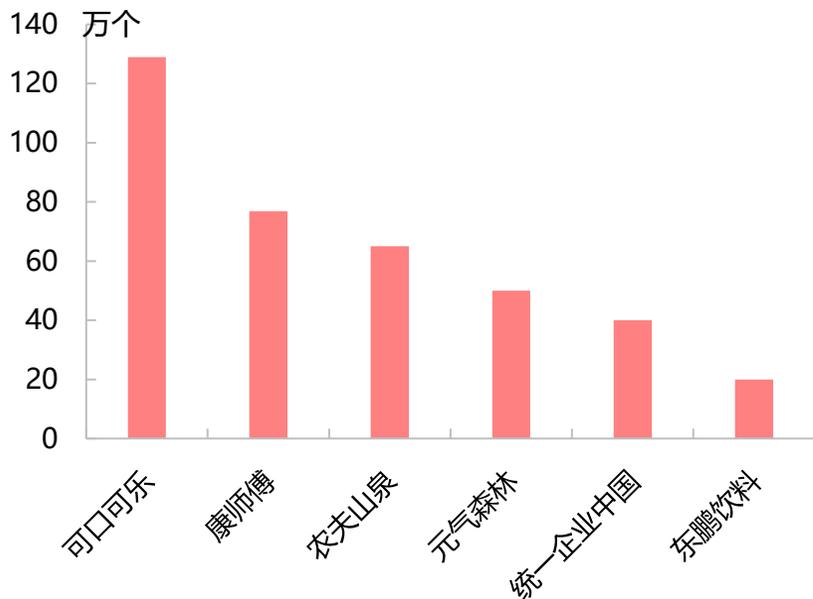
# 拓品：胜率与盈利

□ **第二曲线挑战聚焦两点：拓品胜率、拓品盈利。**

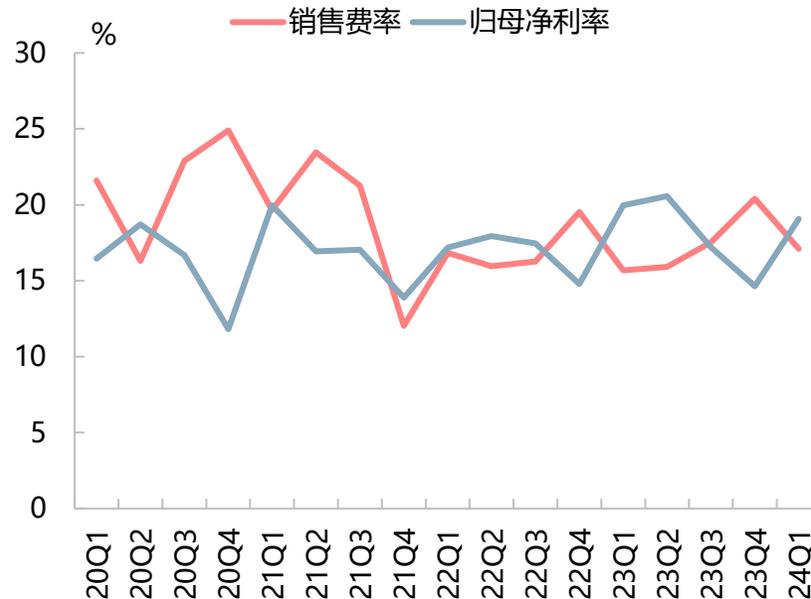
□ **胜率问题：**①选择“跟随战略”即避免盲目多元化（公司拓品法则“高成长不饱和品类+格局未定无寡头+以性价比定位切入”）；②数字化对新品胜率的赋能（公司直控终端，扫码红包可精准定位目标人群，提升影响力及复购率）；③冰柜投入对新品动销的助益（公司冰柜数量对标综合型饮料企业可口/农夫等存百万级差距，印证冰柜投放可提升品类多元化胜率）。

□ **盈利问题：**市场担忧公司主品类教育的同时兼有跨品类投入压力，但我们分析公司整体成本费用控制得当，表现①是投放克制（新品皆以区域试点为起点，观察一年后再行推广，可避免试错投入）；表现②是盈利稳定（24Q2在新品放量冰柜加码之下，净利率中值22.3%同比+1.7pct，且23-24年相较20-21年销售费用率/归母净利率中枢明显处于下移/上移通道）；③参考同业农夫&百润，运动饮料/无糖茶/鸡尾酒品类天然利润率较高，若迈过10亿规模门槛，第二曲线盈利可达主业水平。

东鹏冰柜对标软饮巨头存大量空间



东鹏销售费率、净利率稳定



同业核心品类收入盈利

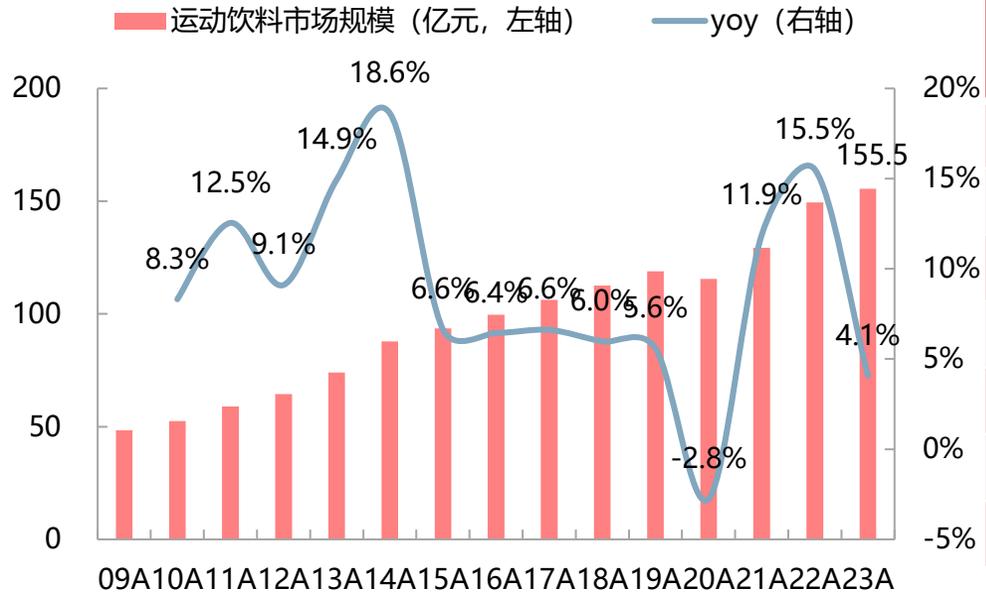
农夫山泉	23年收入/yoy	毛利率	EBIT率
瓶装水	203亿(+10.9%)	63.4%	36.3%
功能饮料	49亿(+27.7%)	51.5%	42.2%
即饮茶	127亿(+83.3%)	61.0%	44.4%
果汁饮料	35亿(+22.7%)	44.0%	26.8%
其他 (即饮咖啡/苏打水/酸奶等)	13亿(-3.2%)	58.6%	30.2%
<b>合计</b>	<b>427亿(+28.4%)</b>	<b>59.5%</b>	<b>38.4%</b>
百润股份	23年收入/yoy	毛利率	EBIT率
Rio鸡尾酒	29亿(+27.8%)	67.6%	

# 补水啦为何成功？

□ 以补水啦为例，23年收入达4-5亿，24年预计达13-15亿，增速远超行业平均（YOY+4%）原因为何？承接上文分析：

- ✓ ①**性价比定位**。补水啦延续主业定位，每500ml售价业内最低，跟随战略+高性价比使其在运动流汗场景快速上量。
- ✓ ②**渠道协同复用**。复用程度核心源于运动流汗场景（补水啦）与重体力场景（特饮）部分重叠，补水啦终端已达主业特饮的50%，可见铺货效率较高，从动销看补水啦1.6瓶/天的单点动销较主业仍有近4倍空间，可见未来即便不考虑网点持续扩容，效率空间亦可支撑补水啦翻番至30亿规模。
- ✓ ③**冰柜与数字化**。24年新增投放冰柜10万台，目前冰柜20万台进一步提升了补水啦的终端曝光率，数字化和一元乐享也以精准营销助力了目标人群的购买率和复购率。

运动饮料行业规模、增速



补水啦性价比高

	定价	每500ml售价
补水啦	4元/555ml	3.63元
宝矿力	6元/500ml	6元
外星人	6元/500ml	6元
脉动	5.5元/600ml	4.58元
佳得乐	5.5元/600ml	4.58元
尖叫	5元/550ml	4.55元
海之言	4元/500ml	4元

第二曲线终端铺货及动销提升空间

	终端	日均动销	单点动销
东鹏特饮	380w	100w箱*24瓶	6.3瓶/天
补水啦	206w	14w箱*24瓶	1.6瓶/天
大咖	83w	0.85w箱*24瓶	1瓶/4天
无糖茶	54w	0.28w箱*24瓶	1瓶/8天
vivi	24w	850箱*15瓶	1瓶/19天

资料来源：Euromonitor, 京东, 华安证券研究所

资料来源：Euromonitor, 华安证券研究所整理

# 再看东鹏：出海机会探讨？

# 出海：印非市场机会更优

- **综合美泰经验，东鹏出海选取新兴市场起步更为可取，然出海并非短期重心，公司当前在东南亚仅具雏形。**
- **初步空间：**泰国三巨头出海东南亚源于品牌力辐射；东鹏辐射国家或可更多（东南亚、中东非），但需应对各国参与者。
- ✓ **东南亚：**由于市场体量不大（整体31亿美金）且格局稳定（成熟参与者众多）——非出海最佳选择。
- ✓ **中东：**市场规模最大的沙特&以色列增长较慢，且有当地成熟参与者——暂非出海目标。
- ✓ **印度：出海绝佳选择，**市场规模爆发式增长且格局未定，百事Sting市占率第一，给东鹏以性价比定位反超机会。
- ✓ **非洲：机会仅次于印度，**市场规模最大的南非&尼日利亚高速增长，参与者为国际品牌为主，给东鹏以性价比定位反超机会。
- **未来跟踪：假如未来海外建厂，我们认为可视作公司出海战略的转折点契机。**

海外市场能量饮料零售额、格局(按销量)

	23能量饮料零售额 (亿美元)	近5年CAGR	第一	第二	第三	CR3
越南	9.4	4%	红牛37%	百事Sting 21%	Number 1 15%	73%
泰国	7.5	0%	M150/Shark 49%	卡拉宝 31%	泰牛 16%	96%
柬埔寨	3.9	11%	百事Sting 58%	卡拉宝 30%	Bacchus 5%	93%
菲律宾	3.4	3%	Cobra 69%	百事Sting 31%	红牛 1%	100%
缅甸	2.6	8%	Shark/M150 38%	泰牛 18%	卡拉宝 16%	72%
印尼	2.3	2%	泰牛 50%	Panther 20%	Power F 10%	80%
马来	0.7	-1%	红牛 56%	Power Root 19%	Livita 9%	84%
老挝	0.5	-5%	百事Sting 50%	M150 31%	泰牛 8%	89%
新加坡	0.4	3%	红牛 77%	Monster 20%		97%
<b>东南亚合计</b>	<b>30.9</b>					
<b>印度</b>	<b>9.2</b>	<b>50%</b>	<b>百事Sting 90%</b>	<b>奥地利红牛7%</b>	<b>Monster 1%</b>	<b>98%</b>
<b>南非</b>	<b>11.4</b>	<b>10%</b>	<b>Monster 20%</b>	<b>奥地利红牛18%</b>	<b>Reboost 12%</b>	<b>50%</b>
<b>尼日利亚</b>	<b>4.9</b>	<b>16%</b>	<b>Lucozade三得利 44%</b>	<b>Bullet 22%</b>	<b>Fearless 11%</b>	<b>77%</b>
沙特	10.6	-7%	Alesayi 44%	Monster 9%	Abuljadayel 4%	57%
以色列	3.0	6%	XL 51%	BLU 26%	Monster 8%	85%

资料来源：Euromonitor, 华安证券研究所

# 总结：盈利估值

- 首篇《东鹏饮料投资探讨》我们提出A股是否存下一个Monster可能？东鹏正处**全国化**并蓄力**平台化**阶段，尚处成长阶段。
- 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。
- ✓ **特饮**：23年340万网点收入103亿，预计24年超380万网点收入增25-30%；对标红牛，预计26年450万网点收入200亿；
- ✓ **补水啦**：23年110万网点收入近5亿，预计24年超200万网点收入13-15亿；对标外星人/尖叫，预计26年收入望达30亿；
- ✓ **其它**：鹏友饮茶、大咖、VIVI等其他品类更多拓展KA/便利店等非传统强势渠道，预计26年收入合计25亿。
- 远期维度，收入空间不止于此，若公司平台化属性届时成型，可再纳入出海增量。

东鹏重点单品空间预测

	主业	第二曲线			
产品	东鹏特饮	补水啦	鹏友饮茶	大咖	VIVI
细分行业	能量饮料	运动饮料	无糖茶	即饮咖啡	鸡尾酒
推广时间	2009	2023.4	2023.9	2022.3	2024.3
23年收入	103亿	4亿+	0.3亿+	~1.6亿	
23年行业规模	578亿	~235亿	180亿	107亿	32亿(出厂)
23年同业收入	红牛~200亿	脉动50亿+ 外星人35亿 尖叫20亿+	东方树叶 ~100亿 三得利25亿+	雀巢60亿+ 星巴克10亿+	Rio29亿
<b>东鹏预期空间</b>	<b>200亿</b>	<b>30亿</b>	<b>10亿</b>	<b>5亿</b>	<b>10亿</b>

东鹏合理估值1250亿

	中期收入	稳态/中期净利率	中期利润	PE	合理估值空间
主业	200亿	25%	50亿	20x	1000亿
第二曲线	55亿	15%	8.3亿	30x	250亿
<b>合计</b>	<b>255亿</b>	<b>22.8%</b>	<b>58亿</b>	<b>21x</b>	<b>1250亿</b>

# 总结：盈利估值

□ 我们测算，东鹏还具盈利进阶可能。

- ✓ 主业：对标Monster/农夫/百润/养元，稳态净利率有望达25%vs当前18%，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50亿+，考虑能量饮料高增长高粘性，后续仍存空间；
- ✓ 第二曲线：考虑铺货及投入前置，新品净利率预计15%，对应第二曲线利润体量8亿+，考虑成长属性及平台化届时成型，望给予更高估值。

□ 综上公司中期可见利润体量望超58亿（PE 16x），当前股价对应24-26年PE为34/26/21x，维持“买入”评级。

## 可比公司业绩估值

代码	简称	股价	市值 亿元	归母净利润				归母增速YOY				PE				归母 CAGR	毛利率 23A	销售费 率23A	净利率 23A	ROE 23A
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	TTM	24E	25E	26E					
605499.SH	东鹏饮料	239.88	960	20.4	28.5	36.8	46.3	42%	40%	29%	26%	43	34	26	21	31%	43.1%	17.4%	18.1%	35.8%
002568.SZ	百润股份	18.62	195	8.1	8.4	9.8	11.3	55%	4%	16%	16%	25	23	20	17	12%	66.7%	21.7%	24.7%	20.7%
603156.SH	养元饮品	20.78	263	14.7	16.7	18.9	21.6	0%	14%	13%	14%	16	16	14	12	14%	45.7%	12.0%	23.8%	13.0%
000848.SZ	承德露露	8.14	86	6.4	6.8	7.6	8.3	6%	7%	11%	10%	13	13	11	10	9%	41.5%	11.6%	21.6%	21.8%
9633.HK	农夫山泉	29.70	3058	120.8	131.9	151.4	172.1	42%	9%	15%	14%	25	23	20	18	13%	59.5%	21.8%	28.3%	45.9%
MNST.O	Monster	50.53	3547	115.8	129.7	145.3	162.2	41%	12%	12%	12%	30	27	24	22	12%	53.1%		22.8%	21.4%
CELH.O	Celsius	39.40	656	12.9	18.2	23.6	29.4	-194%	41%	29%	25%	43	36	28	22	32%	48.0%		17.2%	119.7%

# 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。