

2024年10月8日

怪物饮料 (MNST.US)

首次覆盖

证券研究报告

食品饮料

## 怪物饮料——能量饮料龙头

怪物饮料 (Monster Beverage Corporation, MNST) 是美国的一家能量饮料公司, 是全球最大的能量饮料公司, 旗下拥有 Monster Energy、Reign、Bang Energy 等多个知名品牌。可口可乐公司是其最大股东。21/22/23 年公司营业收入分别为 55.4/63.1/71.4 亿美元, 净利润 13.8/11.9/16.3 亿美元, 增速迅猛, 业绩表现亮眼。24 年上半年收入 38 亿, 同比增长 6.9%, 净利润 8.7 亿, 同比增长 6.9%。我们预期 24/25/26 年净利润为 17.0/18.4/20.2 亿美元, 对应每 EPS 收益为 1.74/1.88/2.07 美元。首次覆盖给予“买入”评级, 给予目标价 57.1 美元。

### 报告摘要

公司拥有丰富的产品线, **Monster Energy 是其最核心的品牌**。24 年上半年收入占比达到 91.3%。并且这个部门的增长也是所有业务部门里最快的, 过去三年的年化增速达到了 15%, 24 年二季度收入出现放缓, 增速降到 3.3%。除了 Monster 主品牌外, 公司也孵化和收购了一些其他能量饮料品牌, 主要针对细分人群, 以应对燃力士等新崛起的能量饮料品牌的竞争。包括 Reign、Bang Energy 等, 还有从可口可乐公司合并过来的品牌, Burn、NOS 等。

**差异化竞争, 抢占美国市场**。在与红牛的竞争中, Monster Energy 采用了全新包装, 16 盎司的容量是普通能量饮料的两倍, 价格却相差无几, **低价优势帮助公司迅速抢占了市场**。Monster 的包装设计具有辨识度, 标签上的怪兽爪痕、闪电符号等非常醒目。**赞助小众运动, 凸显“野性”、“自我”的品牌定位**。相较于其他品牌倾向于主流或广受欢迎的极限运动项目, Monster 更倾向于支持那些小众、极具挑战性、例如极限越野摩托、山地自行车、滑板、自由式小轮车等赛事。

**与可口可乐深度绑定, 借助其全球销售网络快速扩张**。2008 年公司开始了与 TCCC (可口可乐公司) 的分销协议, 随着时间的推移, TCCC 逐渐成为公司的主要销售渠道。08 年公司的收入增长为 10.6%, 而行业增速仅为 2.8%。2014 年 TCCC 收购怪物公司 16.7% 的股份, 进一步加深两者的合作关系。**16 年开始公司业绩进入了一轮新的高速增长, 尤其是海外市场得到了飞速的拓展**。2008 年, 公司海外销售的占比仅为 8%, 而在可口可乐的渠道推动下, 到 2023 年海外占比已经达到了 40%。2015 年, 公司超过红牛, 成为能量饮料行业全球销量第一的公司。

**能量饮料增速引领软饮料行业**。在所有软饮料的细分领域中能量饮料的增速引领行业, 发展势头最为强劲。从 18 年至 23 年的五年间, 能量饮料的年化增速达到了 8.1%, 其渗透率正在快速提升。**头部品牌竞争优势明显**。怪物饮料在美国占有超过 40% 的市场, 其次为红牛, 占据 25% 左右。2023 年, 北美、澳大利亚地区的 CR5 超过了 80%, 欧洲、亚太、拉丁美洲也在往更集中的趋势发展, 头部品牌的优势在未来将越来越明显。

**公司近两年保持稳健增长, 24Q2 增速放缓**。21/22/23/24H1 公司收入为 55.4/63.1/71.4/38 亿美元, 同比增长 20.5%/13.9%/13.1%/6.9%, 其中 24 年二季度业绩出现放缓, 增速增长仅 2.5%, 主要原因是消费环境承压, 公司的主要目标群体蓝领工人受到经济影响更大。但是我们认为短期的波动不改变公司的竞争优势。

综合来看, 我们认为公司所处赛道发展潜力大, 公司拥有强大的品牌优势和竞争优势。我们预期 24/25/26 年净利润为 17.0/18.4/20.2 亿美元, 对应每 EPS 收益为 1.74/1.88/2.07 美元。首次覆盖给予“买入”评级。我们综合考虑可比公司和 DCF 的估值, 给予目标价 57.1 美元, 较最新收盘价有 16.1% 的上升空间。

**风险提示: 行业竞争加剧, 成本上涨压力, 消费不及预期, 食品安全问题**

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,541	6,311	7,140	7,573	8,314	9,129
增长率(%)		13.89%	13.14%	6.06%	9.79%	9.80%
净利润	1,377	1,192	1,631	1,704	1,843	2,023
增长率(%)		-13.49%	36.87%	4.45%	8.17%	9.80%
毛利率(%)	56.10%	50.30%	53.14%	53.75%	53.64%	53.64%
净利润率(%)	24.86%	18.88%	22.84%	22.50%	22.16%	22.16%
每股收益(美元)	1.41	1.22	1.67	1.74	1.88	2.07
每股净资产(美元)	6.70	7.17	8.40	6.84	7.97	9.21
市盈率	37.1	42.9	31.3	30.0	27.7	25.3
市净率	7.8	7.3	6.2	7.6	6.5	5.7
净资产收益率(%)	23.5%	17.5%	21.4%	22.8%	25.4%	24.1%

数据来源: 公司财报, 安信国际预测

投资评级:

买入

目标价格:

57.1 美元

现价 (2024-10-7):

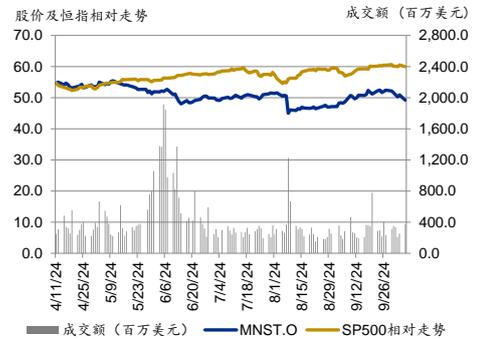
49.24 美元

总市值(百万美元)	48,232.74
流通市值(百万美元)	48,232.74
总股本(百万股)	979.54
流通股本(百万股)	979.54
12个月低/高(美元)	43.3/61.2
平均成交(百万美元)	308.65

### 股权结构 (截止 2024-4-12)

可口可乐公司	19.6%
Hilton H. Schlosberg	7.4%
Rodney C. Sacks	7.2%
其他股东	65.8%
总计	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.10	-4.08	-33.66
绝对收益	1.21	-1.87	-1.46

数据来源: wind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@eif.com.hk



## 目录

<b>1</b>	<b>怪物饮料：崛起的能量饮料品牌</b> .....	<b>3</b>
1.1	公司简介 .....	3
1.2	股权结构 .....	3
1.3	历史发展 .....	3
1.4	管理层简介.....	4
1.5	经营概况 .....	4
<b>2</b>	<b>公司投资亮点</b> .....	<b>5</b>
2.1	产品丰富，拓宽能量饮料赛道.....	5
2.2	差异化竞争，抢占美国市场 .....	11
2.3	与可口可乐合作，带来新增长.....	13
2.4	未来增长动力 .....	15
<b>3</b>	<b>行业：能量饮料行业稳定发展</b> .....	<b>15</b>
3.1	能量饮料行业成熟，上升空间显著 .....	15
3.2	竞争格局 .....	17
3.3	行业发展趋势 .....	19
<b>4</b>	<b>公司财务分析</b> .....	<b>19</b>
<b>5</b>	<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>23</b>
5.1	财务报表预测 .....	23
5.2	估值分析 .....	24
<b>6</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 1 怪物饮料：崛起的能量饮料品牌

### 1.1 公司简介

怪物饮料（Monster Beverage Corporation, MNST）是美国的一家能量饮料公司，开发并销售各种能量饮料，果汁汽水等软饮。公司是全球最大的能量饮料公司，旗下拥有Monster Energy、Reign、Bang Energy等多个知名品牌。可口可乐公司是其最大股东，两者有很深入的业务合作。21/22/23年公司营业收入分别为55.4/63.1/71.4亿美元，净利润13.8/11.9/16.3亿美元，增速迅猛，业绩表现亮眼。公司产品线差异化显著，拥有可以满足各种口味偏好的变体能量饮料，同时积极布局酒精饮料的开发，有望继续保持快速增长。24年上半年收入38亿，同比增长6.9%，净利润8.7亿，同比增长6.9%。

图表1：怪物饮料旗舰产品



资料来源：公开资料，安信国际

### 1.2 股权结构

公司股权相对分散。公司最大股东为可口可乐公司，持股19.6%。公司副董事长，总裁兼首席运营官Hilton H. Schlosberg以个人名义持股7.4%，并通过Brandon Limited Partnership间接持股1.1%。公司董事长兼首席执行官Rodney C. Sachs以个人名义持股7.2%，并通过Brandon Limited Partnership间接持股5.6%。另有机构投资者BlackRock和Vanguard分别持有5%和6.1%。

图表2：公司股权结构（截至2024年4月26日）



资料来源：公司资料，安信国际

### 1.3 历史发展

1935年，休伯特·汉森（Hubert Hansen）和他的儿子们在洛杉矶创建了一家销售新鲜果汁的公司Hansen 's。1977年，休伯特·汉森的孙子之一蒂姆·汉森（Tim Hansen）意识到了市场对果汁混合物的需求并成立了Hansen Foods, Inc.（“HFI”）。HFI把公司产品从果汁扩张到苏打水和混合果汁领域。1985年，HFI于纳斯达克上市。1990年，California Co-Packers Corporation（“CCC”）以Hansen Beverage Company的名义收购了HFI的一部分资产，包括Hansen's®的营销权品牌，更名为Hansen Natural Corporation。1992年，Hansen Natural Corporation收购了Hansen's®品牌的天然苏打水和苹果汁等来自CCC的业务。这一时期Hansen's®饮料业务得到显著扩展，尤其包括能量饮料。公司抓住90年代能量饮料兴起的浪潮，深耕市场与产品研发，于1997年推出首款

能量饮料Hansen's Energy，提早布局了公司在能量饮料行业的龙头地位。

公司旗舰产品Monster Energy于2002年上市，经过数年的经营，2012年，在能量饮料成为公司最大的收入来源后，公司从Hansen Natural Corporation更名为Monster Beverage Corporation。2014年，公司与可口可乐公司The Coca-Cola Company（“TCCC”）达成协议，TCCC收购16.7%的股权，同时公司收购TCCC旗下的所有能量饮料品牌，并将非能量饮料业务转让给TCCC。这一次关键的合作再一次拓宽了公司在能量饮料市场的业务，同时优化了产品结构。此后公司能量饮料业务继续迅速发展，2016年，公司收购了香精供应商和长期业务合作伙伴American Fruits and Flavors LLC（“AFF”）。2022年，公司完成了对Monster Brewing Company的收购，促进了公司进入酒精饮料行业。

**图表 3：公司发展历程**

时间	里程碑
1935	休伯特·汉森(Hubert Hansen)和他的儿子们在洛杉矶创建了一家销售新鲜果汁的公司Hansen's
1977	休伯特·汉森的孙子之一蒂姆·汉森(Tim Hansen)意识到了市场对果汁混合物的需求并成立了Hansen Foods, Inc. (“HFI”)
1985	HFI在纳斯达克上市
1990	California Co-Packers Corporation(“CCC”)以Hansen Beverage Company的名义收购了HFI的一部分资产，更名为Hansen Natural
1992	Hansen Natural Corporation收购了Hansen's®品牌的天然苏打水和苹果汁等来自CCC的业务
1997	Hansen Natural Corporation推出首款能量饮料产品Hansen's Energy，进军能量饮料行业
2002	公司推出旗舰产品Monster Energy
2012	公司改名为Monster Beverage Corporation
2014	The Coca-Cola Company收购公司16.7%股权，并将旗下所有能量饮料品牌转移给公司，同时收购所有非能量饮料品牌
2016	收购香精供应商和长期业务合作伙伴American Fruits and Flavors LLC
2022	完成了对Monster Brewing Company的收购，进军酒精饮料市场

资料来源：公司招股书、年报，安信国际

## 1.4 管理层简介

公司管理层长期稳定且经验丰富。

公司主要管理层简介：

Rodney C. Sacks，公司董事会主席兼首席执行官，从1990-2021年担任公司首席执行官，1992年起担任公司董事会执行委员会成员，2021年后与Hilton H. Schlosberg一同成为公司联席首席执行官。Rodney C. Sacks在怪物饮料任职超过34年，见证了怪物饮料从果汁饮料企业成长为能量饮料巨头的全过程，在食品饮料行业拥有极其丰富的经验和实战经历。在Rodney的掌控下，怪物饮料实现了转型能量饮料、与TCCC达成收购协议等重要举措。管理层对软饮行业有极其丰富的理解，也对公司的市场定位和经营状况有深度的认知，有利于继续保持公司的市场地位和增长趋势

Hilton H. Schlosberg，1990年起担任公司董事会副主席兼首席执行官，2021年后与Rodney C. Sacks一同成为公司联席首席执行官。1990年至2021年任公司首席运营官，1996年至2021年任公司首席财务官，在公司任职超过34年，拥有丰富的财务经验和对公司运营的精准把控。Hilton与Rodney共同负责对公司的日常监督，运营方案的落实和提供发展策略。

## 1.5 经营概况

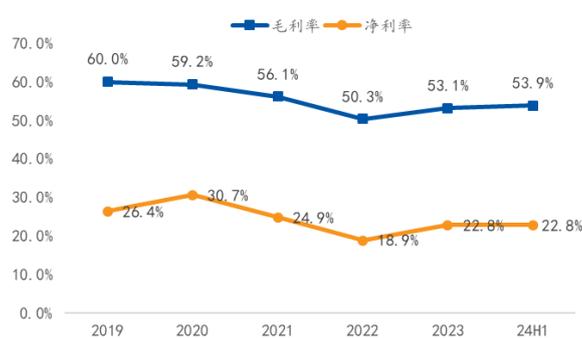
21/22/23/24H1 公司收入为 55.4/63.1/71.4/38 亿美元，同比增长 20.5%/13.9%/13.1%/6.9%。公司保持平稳的增长，从 19 年的 42 亿收入增长至 23 年的 71.4 亿，年化复合增长达到 11.2%。19-24 年经历了原材料价格的波动，以及公司为增加销售而增加促销力度，公司的毛利率有所波动。24 年上半年受益于原材料价格的下降，毛利率略有回升。但由于经营费用率略有增长，抵消了毛利率的增加，24 年上半年净利率保持稳定。

图表 4：收入及增速



资料来源：公司资料，安信国际

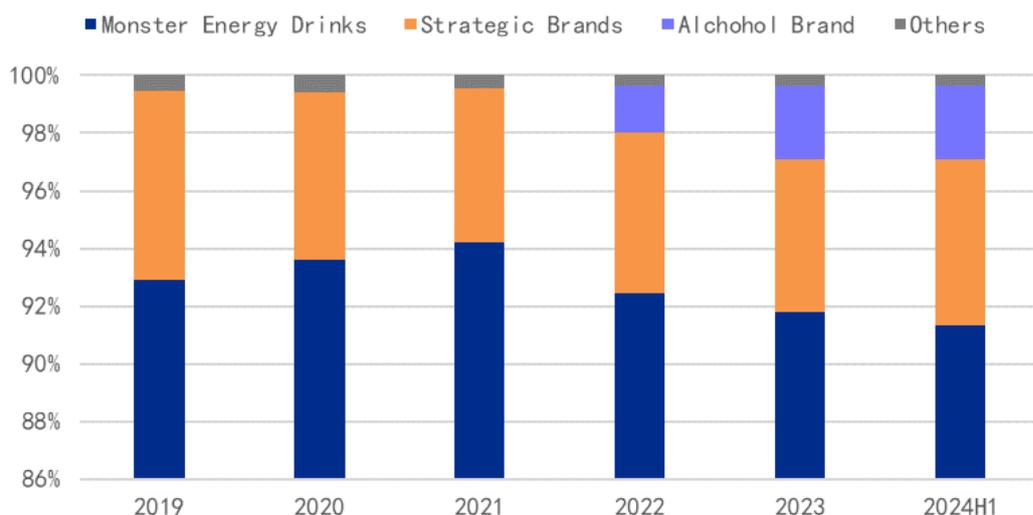
图表 5：毛利率及净利率



资料来源：公司资料，安信国际

公司收入主要来自能量饮料产品。自 2019 年起，能量饮料产品占据超过 90% 的收入，年化增长率为 10.9%，与公司收入年化基本持平。公司战略品牌 (Strategic Brands) 分区亦主要开发并生产能量饮料。此外，公司于 2022 年进军酒精饮料板块，目前产品只在北美洲销售，增长势头较好。

图表 6：公司收入构成



资料来源：公司资料，安信国际

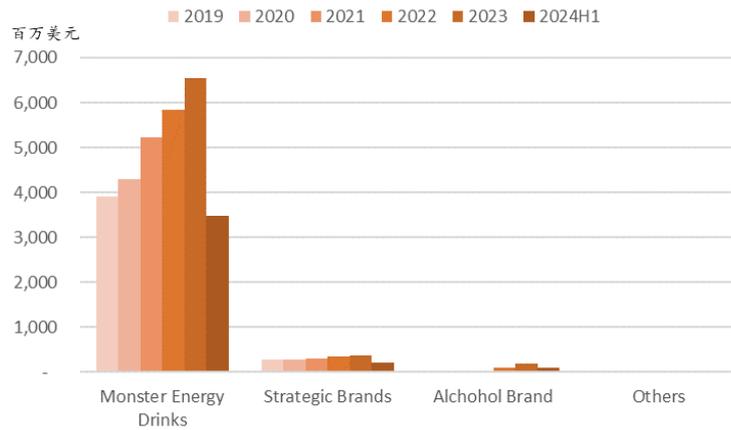
## 2 公司投资亮点

### 2.1 产品丰富，拓宽能量饮料赛道

公司主要产品系列有旗舰款的 Monster Energy，0 糖 0 卡的 Bang Energy，以及正在开发中的酒精饮料品牌 Monster Brewing 和纯净水品牌 Tour Water。可以看到公司对产品多样化的发展，以及进军其他软饮赛道的准备。多场景多触点切入消费者，不断扩大消费人群，保证了公司稳定的发展。

从收入构成来看，Monster Energy Drink 贡献了主要的收入来源，24 年上半年收入占比达到 91.3%。并且这个部门的增长也是所有业务部门里最快的，过去三年的年化增速达到了 15%，24 年二季度收入出现放缓，增速降到 3.3%。

图表 7：分部门划分的收入



资料来源：公司财报，安信国际

**Monster Energy Drink 是公司的经典能量饮料产品，也是公司最主要的收入来源。**

Monster Energy Segment 占公司收入超过 90%，也是公司唯一一款在全球都售卖的能量饮料。与红牛坚持经典口味不同，公司高度重视产品差异化，不再采取单一口味品类的策略，坚持开发不同产品争取更多消费者。Monster 产品下有多个细分系列，包括经典的 Monster Energy，零糖且口味较清新健康的 Monster Ultra，咖啡+能量饮料系列 Java Monster，果汁口味的 Juice Monster，以及茶饮口味的 Rehab Monster。每个系列下面，都有丰富的口味可供消费者选择，产品包装也较为色彩缤纷，吸引年轻人群关注。

图表 8: Monster Energy 产品系列



资料来源: 公司官网, 安信国际

除了 Monster 主品牌外, 公司也孵化和收购了一些其他能量饮料品牌, 主要针对细分人群, 以应对燃力士等新崛起的能量饮料品牌的竞争。这些品牌都记录在 Monster Energy Drinks 的收入分类中。

Reign Total Body Fuel 是怪物饮料在 2019 年推出的全新品牌, 主要在美洲销售, 针对健身人群开发, 在健身房和体育场进行营销。以其高含量的咖啡因和各种营养素著称, 具有很强的功能性。

图表 9: Reign Total Body Fuel 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

Bang Energy 是美国公司 Vital Pharmaceuticals 生产的能量饮料，在 2023 年销量排名全美第四。怪物饮料于 2023 年收购了该品牌。Bang Energy 主打低糖碳酸能量饮料，主要面向健身人群和年轻女性，宣扬健康的生活运动观。其品牌包装颜色亮丽，充满活力和健康气息，产品包括健身蛋白型能量饮料、燃脂型饮料、运动补剂型饮料等，填补了怪物饮料在新型健康能量饮料方面的空白。该品牌的加入有效帮助了怪物饮料拓宽消费面，巩固竞争地位。预测未来会成为怪物饮料主要竞品，具有很大的潜力。

图表 10: Bang Energy 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

Tour Water 是一款纯净水和苏打水品牌，却使用了与 Monster Energy 同样的营销链路，采用夸张小众的瓶身设计与运动、音乐等文化绑定，提出活动后补水的口号，是公司进军饮用水市场的尝试。

图表 11: Tour Water 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

公司的另一个收入分类 Strategic Brands，主要包含多个收购自 TCCC 的品牌和怪物饮料新创立的平价能量饮料品牌。

Burn Energy 收购自 TCCC，以音乐为宣传卖点，专注于夜店、音乐节等场所，宣扬摇滚、电音、重金属乐等。Burn 也有丰富的口味划分，主要在欧洲地区销售。

图表 12: Burn Energy 产品



资料来源: 网络资料, 安信国际

NOS Energy 同样是来自 TCCC 的品牌, 主要在欧美销售。这一品牌于赛车运动深度绑定, 多出现在 Monster 赞助的 F1、NASCAR、摩托车比赛现场, 打造速度与激情的能量饮料。

图表 13: NOS Energy 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

Full Throttle 收购自 TCCC, 主要在北美和拉美地区销售, 是一款主要面向蓝领的能量饮料, 其价格较为便宜, 成分也比较简单, 提神功能性较强。

图表 14: Full Throttle 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

Relentless 在欧洲销售, 曾经也是 TCCC 的子品牌, 主要赞助来自英国的各种球队和极限运动者, 也会在酒吧、音乐节和夜店进行营销。

图表 15: Relentless Energy 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

Mother 是 TCCC 在澳大利亚创办的能量饮料品牌, 2014 年后移交给 Monster, 主要在澳大利亚和新西兰进行销售。

图表 16: Mother Energy 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

Predator 是怪物饮料推出的面向低端市场的品牌, 其成分简单, 价格便宜, 公司期望这一品牌能在亚太区和非洲打开市场。

图表 17: Predator Energy 产品



资料来源: 公司官网, 安信国际

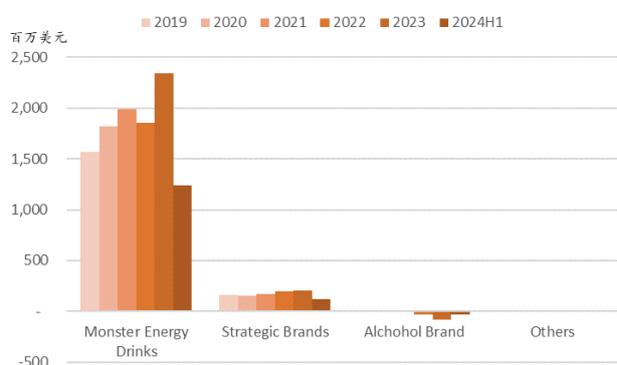
酒精饮料则是怪物饮料近年的新尝试。Monster Brewing 是怪物饮料新创立的酒精饮料品牌, 包含风味麦芽饮料 The Beast Unleashed, 含酒精硬苏打水 Wild basin, 以及传统酿造啤酒 Oskar Blue 等。酒精产品目前只在北美销售, 但是增长速度亮眼, 同时开发的产品包括多项新式发酵饮料, 与传统酒类商品差异化竞争, 具有很大的发展潜力。

其他收入则主要是怪物饮料子公司 American Fruits & Flavors 对外承包的第三方业务, 包括提

供原料生产、饮料包装等业务。

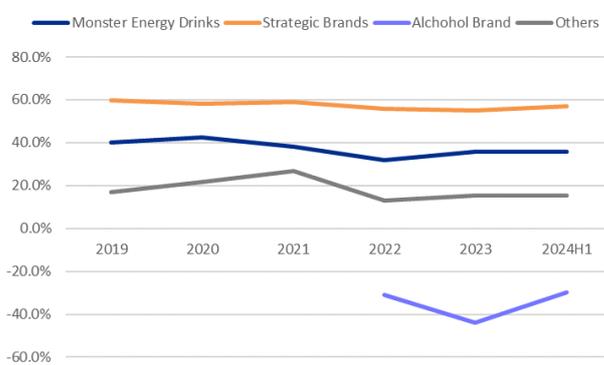
经营利润方面，Monster Energy Drinks 贡献了主要利润，Strategic Brands 的利润率最高。公司利润依然主要来自 Monster Energy Drinks，占比超过 90%。该品类的经营利润率也表现良好，维持在 35% 上下波动。Strategic Brands 主要是收购于 TCCC 的品牌，品类众多但体量有限，得益于 TCCC 经营时早已完善的生产和销售渠道，这部分产品维持了稳定的经营利润和较高的利润率，在怪物饮料的经营下也取得了利润的增长。公司的新品类 Alcohol 产品尚未脱离亏损状态，原因一方面是产品推出时间较短，市场曝光度不高且目前仅在北美销售，营业收入无法短时间快速提升。另一方面，酒精类产品目前仍处于布局阶段，大量的资本支出用于宣发和购买优质资产，前期费用较高导致亏损。各业务的利润率较 20 年及之前略有下降的原因是近几年原材料成本的上涨。

图表 18：按业务划分的经营利润



资料来源：公司资料，安信国际

图表 19：按业务划分的经营利润率



资料来源：公司资料，安信国际

## 2.2 差异化竞争，抢占美国市场

低价策略，在红牛统治下寻得生机。

公司推出中低价位产品，抢占市场并扩大用户群体，增加客户购买率。传统能量饮料如红牛定价较高，Monster Energy 推出时采用了全新包装，16 盎司的容量是普通能量饮料的两倍，价格却相差无几，容量优势帮助公司迅速抢占了市场。以美国市场为例，一瓶 12 盎司的红牛售价为 2.88 美元，而 12 盎司的 Monster Energy 售价仅为 1.79 美元。另一方面，Monster Energy 的子品牌也维持了相对较低的定价，如 Bang Energy，NOS Energy 和 Reign 的基础定价均为 1.98 美元/16 盎司，相对较低的定价帮助公司在不同领域迅速拓展。公司主要竞争对手 Celsius 的定价为 2.18 美元/12 盎司，仅有百事可乐旗下的 Rockstar Energy 更低，为 1.4 美元/12 盎司。公司全系列产品均为 16 盎司容量，保持量大管饱的理念，以极高的性价比吸引中低端客户。

图表 20: 美国能量饮料市场主要品牌在亚马逊的售价

怪兽饮料	红牛	Celsius	Rockstar
			
1.79 USD/12 Oz	2.88 USD/12 Oz	2.18 USD/12 Oz	1.4 USD/12 Oz

资料来源: Amazon, 安信国际

### 独特包装设计, 吸引年轻人关注。

Monster 的包装设计独具匠心, 充分体现了品牌的个性和创新精神。标签上的酷炫元素和个性化图案, 如怪兽爪痕、闪电符号等, 进一步强化了品牌的辨识度, 使得 Monster Energy 在众多饮料品牌中脱颖而出。

除此以外, Monster Energy 还提供了口味丰富的产品线。从经典的原味到创新的混合水果味, 再到独特的能量果味, Monster Energy 满足了不同消费者的口味需求。这种口味多样性使得其产品在市场上具有较高的吸引力, 有助于扩大市场份额。

对于丰富的产品组合, 公司也相应地设计了色彩炫丽的包装, 如电光蓝、活力橙、神秘紫等, 这些色彩不仅令人眼前一亮, 更能激发消费者的购买欲望。色彩丰富的包装设计有助于吸引年轻消费者, 提高产品的市场竞争力。相比于红牛经典的蓝白包装, monster 的设计更为年轻化。

### 赞助小众运动, 凸显“野性”、“自我”的品牌定位。

相较于其他品牌倾向于主流或广受欢迎的极限运动项目, Monster 更倾向于支持那些小众、极具挑战性、甚至在一定程度上未被大众所广泛接受的极限运动, 例如极限越野摩托、山地自行车、滑板、自由式小轮车等赛事。

这一策略不仅高度契合 Monster 所倡导的品牌形象——年轻、狂野、叛逆、不羁, 以及强烈的自我表达和对传统观念的不屑一顾——而且精准地触及了其核心目标消费群体: 美国的年轻一代。这部分人群对于新奇、刺激的活动有着天然的好感, 他们的价值观和生活方式与 Monster 的品牌精神不谋而合。

通过这样的市场定位和品牌推广策略, Monster Energy 不仅在能量饮料市场中确立了自己的独特地位, 更是逐步成长为该品类中的一个代表性品牌。

图表 21: Monster Energy 赞助极限摩托赛事



资料来源: 网络资料, 安信国际

## 2.3 与可口可乐合作, 带来新增长

公司与 TCCC 达成协议, 可以使用 TCCC 的全球供应链网络进行分销。

2008 年公司开始了与 TCCC (可口可乐公司) 的分销协议, 在美国和海外市场分销 Monster Energy 产品, 当时也与其他分销商合作, 包括百威英博、Dr Pepper、专业经销商等。随着时间的推移, TCCC 逐渐成为公司的主要销售渠道。08 年在行业增长放缓的背景下, 销售渠道扩张给公司带来了新的增长点。08 年公司的收入增长为 10.6%, 而行业增速仅为 2.8% (指另类饮料产品行业)。TCCC 在美国拥有庞大的分销链路, 同时 TCCC 的装瓶商也帮助公司实现本地装瓶, 得益于分销渠道优势, 公司得以在北美地区推进降本增效, 筑起了极高的护城河。

2014 年 TCCC (可口可乐公司) 收购怪物公司 16.7% 的股份, 进一步加深两者的合作关系。Monster 公司收购 TCCC 旗下的所有能量饮料品牌, 并将非能量饮料业务转让给 TCCC, 进一步厘清两者的产品布局, 使得 Monster 公司的产品矩阵进一步丰富。

从 2008 年至 2023 年, 美国地区的 gross sales (折扣前总收入) 年化增速达到 10.6%, 其中 2010-2012 迎来了爆发式增长的三年, 之后虽然增速回落, 但仍保持在 5-15% 的稳健增长区间内。

图表 22: 美国地区收入及增速

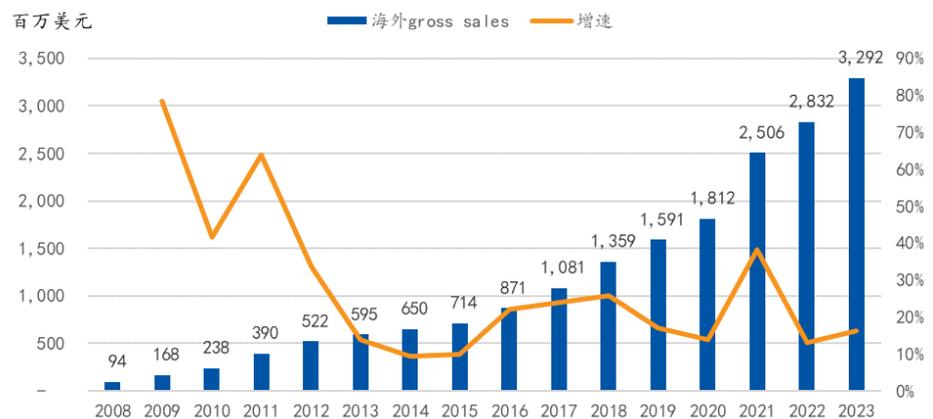


资料来源: 公司财报, 安信国际

同时，TCCC 的分销网络也顺利帮助公司实现全球化，在不同地区成功开拓市场。2008 年，公司海外销售的占比仅为 8%，而在可口可乐的渠道推动下，到 2023 年海外占比已经达到了 40%。2015 年，公司营收超过红牛，成为能量饮料行业全球销量第一的公司。从 2008 年到 2023 年，海外的 gross sales 年化增速达到 26.7%。可口可乐的全球销售网络对此的贡献功不可没。

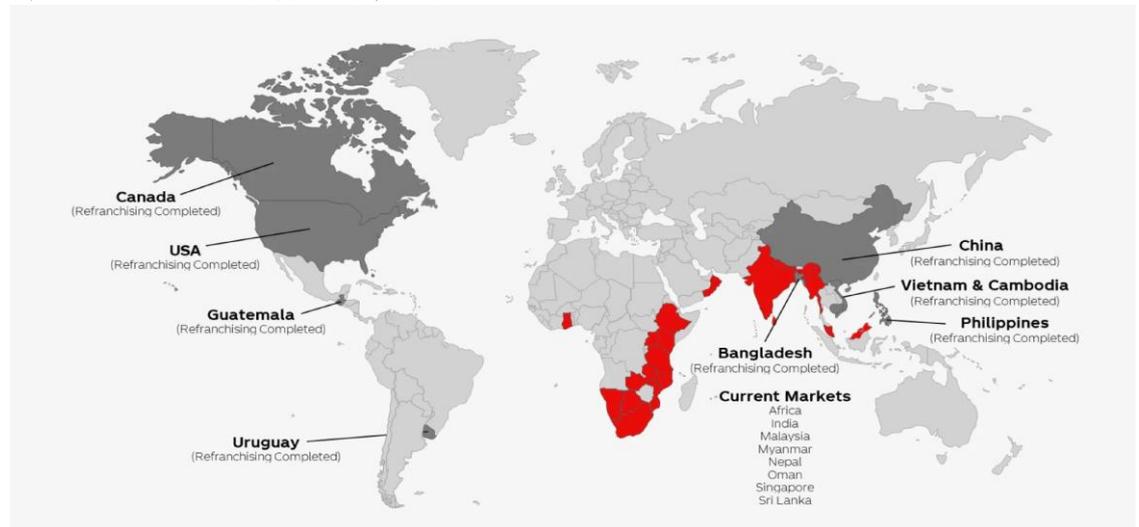
此外，公司积极打造本土化营销模式。例如在欧洲市场，公司根据欧洲年轻人对运动的喜好，赞助了热门运动如滑雪、F1 赛车和自行车等，同时针对性的与摇滚、电音合力推销，并大力开展线下营销活动，在商场、社区、运动场所等地举行免费试饮活动，迅速提升品牌知名度。Monster 于 2014 年开始赞助 Mercedes AMG F1 车队，同时在欧洲支持多支摩托车队参加其最大的赞助赛事 MotoGP。Monster 也在欧洲招募滑雪运动员参加各项滑雪世界杯，赞助社区极限运动如滑板、小轮车不断提升公司在欧洲的影响力。

图表 23：海外地区收入及增速



资料来源：公司财报，安信国际

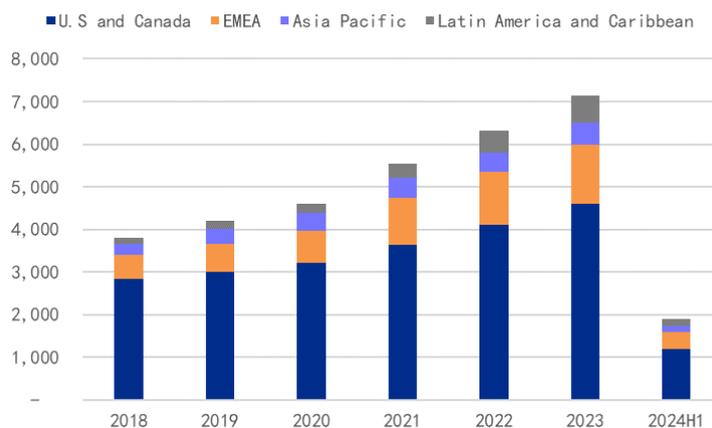
图表 24：可口可乐公司全球销售网络



资料来源：TCCC 公司官网，安信国际

2023 年，欧洲和中东市场占总收入的 19.5%，是除北美以外最大的市场，从 18-23 年的年化增速为 19.2%，增长一直都很强劲。拉丁美洲和加勒比海地区的收入占比次之，为 8.8%，过去五年的年化增速为 33.5%，增长速度惊人，极具发展潜力。亚太地区收入占比最小，为 7.2%，过去五年的年化增速为 15.4%。今年以来各地区均出现不同程度的增长放缓，拉丁美洲的表现相对更好，上半年仍保持了 15% 的增长，而亚太地区则明显放缓，基本与去年同期持平。今年增速的放缓主要是因为消费意愿的弱化，尤其是蓝领工人的需求减弱。

图表 25：分地区收入



资料来源：公司财报，安信国际

## 2.4 未来增长动力

### 国际市场拓展空间

在全球化战略中，公司的品牌推广、市场渗透及持续盈利能力构成了企业成长的核心价值。目前，公司的产品已成功打入约 158 个国家及地区市场，展现了强劲的国际扩张能力。未来国际化战略仍然是增长的核心动力，在欧洲、拉丁美洲和亚洲，凭借可口可乐的广泛分销渠道，以及行业整体持续增长的动力，公司的产品仍有持续增加渗透的空间。

### 推动盈利能力提升

公司坚定地认为，依托市场营销和创新驱动的“功能性”饮料品牌，能够精准定位多元消费群体，进而推动公司的盈利性增长。为此，公司正着力提升 Moster Energy 饮料、Strategic Brands 及酒精品牌等业务板块的利润率。通过定制化的品牌策略、包装设计、定价机制及分销渠道管理，公司旨在实现更为高效的盈利性增长，并持续实施这些策略以确保目标的达成。

在成本管理方面，公司首要关注的是抑制成本上涨及降低单位采购与生产成本，这包括但不限于原材料费用和共同包装成本。此外，通过战略性布局共同包装设施，公司有效降低了运输成本。同时，公司也在积极减少促销让利、销售及一般行政管理开支，特别是赞助费、样品费以及促销和营销费用在净销售额中的占比，以进一步提升盈利能力。

### 资本结构优化

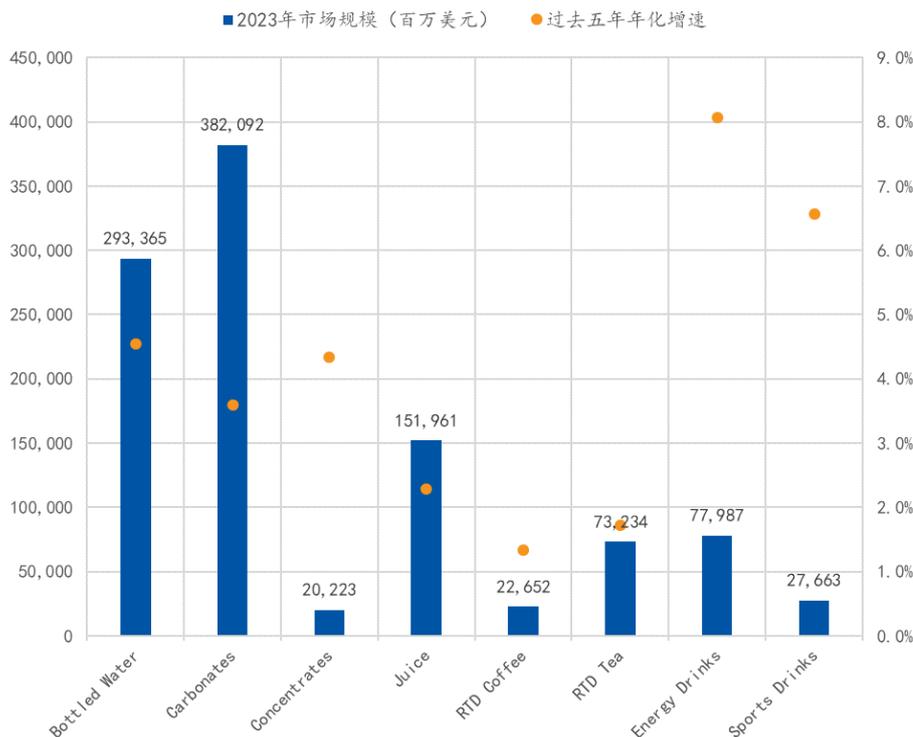
公司的资本结构经过精心设计，旨在最大化营运资金效率，从而支持国内外市场的扩张计划。凭借稳健的财务状况和强大的融资能力，公司能够在必要时以较低的成本筹集资金，这一优势在激烈的市场竞争中显得尤为关键。未来，公司将继续关注应收账款周转天数和库存天数的优化，以提升整体运营效率。

## 3 行业：能量饮料行业稳定发展

### 3.1 能量饮料行业成熟，上升空间显著

**能量饮料增速引领软饮料行业。**全球软饮料行业在 2023 年的市场规模达到 1.05 万亿美元，其中能量饮料规模为 779 亿美元，占比为 7.4%。在所有软饮料的细分领域中能量饮料的增速引领行业，发展势头最为强劲。从 18 年至 23 年的五年间，能量饮料的年化增速达到了 8.1%，其渗透率正在快速提升。

图表 26: 软饮料的细分市场规 模及增速

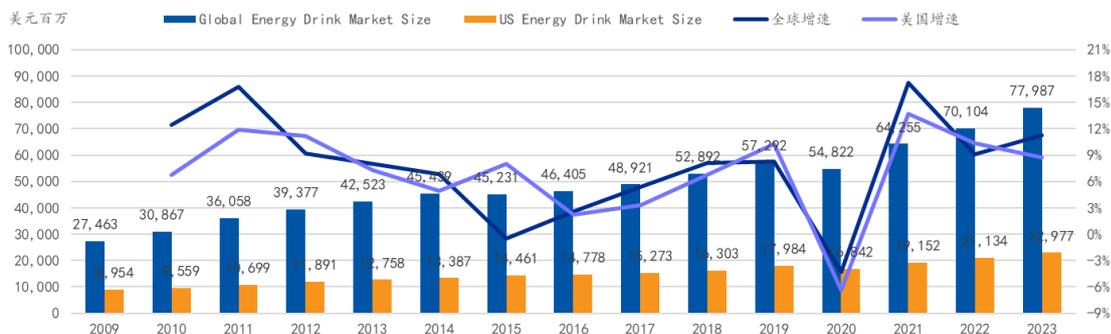


资料来源: Bloomberg, 安信国际

**能量饮料行业成熟, 不断发展创新。**能量饮料源于 60 年代的日本, 原是大正制药开发的一款用于帮助卡车司机提神的功能药物, 主要成分为牛磺酸, 后渐渐以饮料的形式在亚洲推广开来。80 年代, 奥地利商人 Dietrich Mateschitz 在泰国发现了这种功能饮料, 随后与生产商合作并推广至全球, 掀起了能量饮料的热潮。行业发展至今已脱胎原有的功能饮料定位, 从简单的提神饮料演化出了追求极限, 寻找刺激, 挑战自我的文化属性, 同时与特定活动如潮流音乐, 极限运动等结合, 以迎合充满活力的年轻人, 并以独特的赞助形式进行宣传, 营造能量满满的品牌形象。此外, 能量饮料亦演化出了多样的产品如各式水果味饮料, 碳酸饮料等, 拓宽了市场面。

**美国市场规模大, 能量饮料上升趋势明显。**全球能量饮料市场规模稳步提升, 从 2009 年的 274.6 亿美元增长到 2023 年的 779.9 亿美元, 最近五年的年化复合增速为 8.1%, 增长潜力大。美国市场作为全球规模最大、发展最早的能量饮料市场, 整体行业表现及增速与全球较为靠近, 从 2009 年的 89.5 亿美元增长到 2023 年的 229.8 亿美元, 最近五年的年化复合增速为 7.1%。受到疫情影响, 2020 年出现下滑, 但之后增速快速回升。此外, 能量饮料需求稳定, 消费者粘性大。能量饮料与运动人群和高强度工作者绑定较深, 消费群体稳定。出于较强的提神抗疲劳功能性, 消费者趋于反复购买产品, 致使用户粘性大于普通软饮。因此我们预期未来行业也将保持稳健的增长。

图表 27: 全球及美国能量饮料市场规模及增速

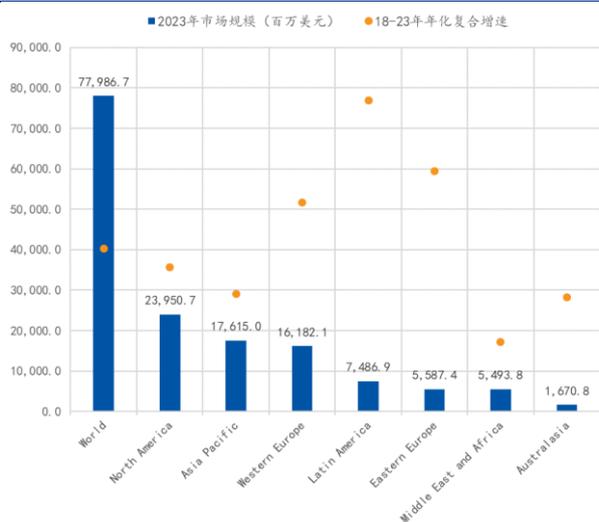


资料来源: Bloomberg, 安信国际

北美以外地区也极具发展潜力。看向其他地区，亚太地区是仅次于北美的第二大市场，规模达到176亿美元。从过去五年的增速来看，发展潜力最大的地区包括欧洲和拉丁美洲，其中拉丁美洲过去五年的年化增速达到惊人的15.4%，而东欧和西欧的增速都超过了10%。在规模体量并不算小的情况下还保持了如此高的增速，表明欧洲和拉丁美洲都极具发展潜力。

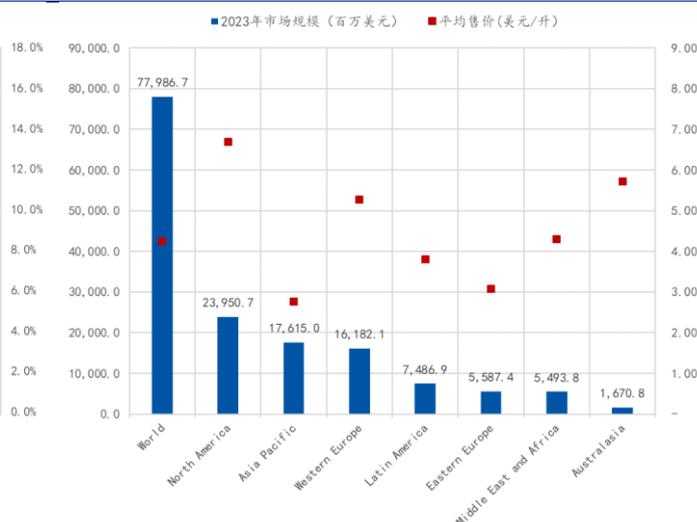
从销售单价来看，还是以消费水平较高的北美、西欧和澳大利亚较为领先，每升售价超过了5美元。而亚太地区因消费能力较低而导致平均售价显著低于其他地区，仅为2.76美元/升，使得该地区虽然人口稠密、销量较高，但规模还低于北美地区。未来如果消费能力也有提升的话，预期亚太地区将会爆发惊人的潜力。

图表 28：能量饮料分地区规模及增速



资料来源：Bloomberg，安信国际

图表 29：能量饮料分地区规模及平均售价



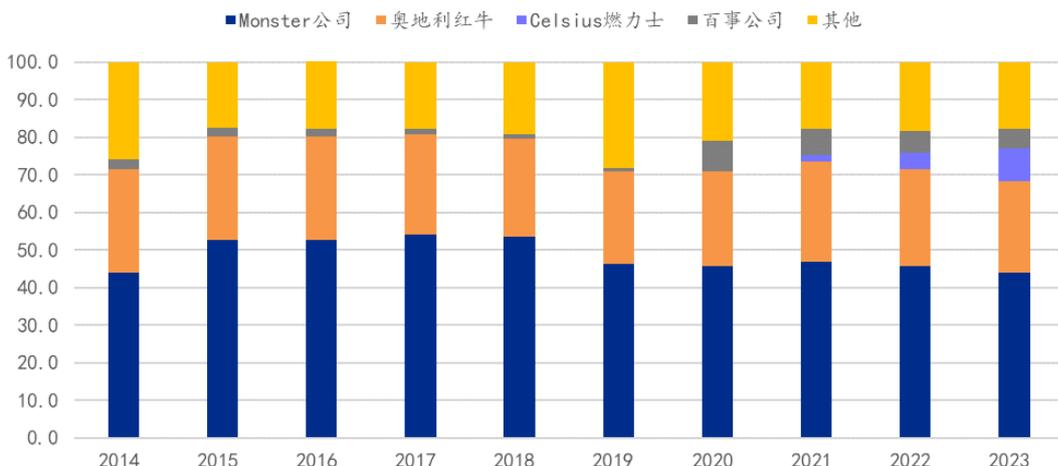
资料来源：Bloomberg，安信国际

### 3.2 竞争格局

**头部品牌竞争优势明显。**虽然能量饮料行业的进入壁垒较低，产品成分及配方复刻难度不大，但头部品牌例如红牛，怪物饮料已经建立起独特的品牌特征和文化形象，有效的提高了用户粘性并主导市场宣传方向，已在市场中占有稳定区块，形成明显的头部效应。

怪物饮料在美国占有超过40%的市场，其次为红牛，占据25%左右。两大头部厂商竞争优势明显。怪物饮料针对较小众的极限运动如滑雪，小轮车，滑板等进行赞助以打造叛逆狂放的形象，并通过Monster Army计划持续挖掘年轻运动员，同时对大型赛车赛事如NASCAR、MotoGP和Formula1等持续赞助提高曝光度，以及对摇滚乐和电子游戏进行渗透绑定，从多维度拓宽了产品营销面。红牛则以勇气为标签，致力于赞助极限运动如跳伞，翼装飞行，登山攀岩等，同时红牛也拥有自己的F1赛车队和足球队，突破极限的产品形象早已深入人心。近年来异军突起的燃力士 Celsius则以主打燃脂、合理膳食等健康生活方式，面向健身人群和年轻女性，以助力燃烧身体脂肪和卡路里的新兴概念取得了飞速发展，市占率达到了9%。在强大的营销加持下，能量饮料逐步成为年轻活力、超越自我的代名词。在这样的趋势下，头部公司对市场的掌握有增无减，行业领先地位难以撼动。

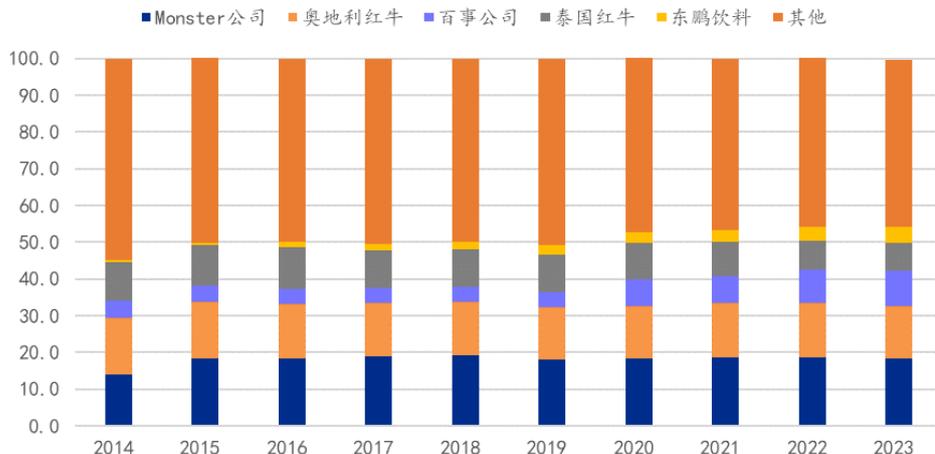
图表 30：2014–2023 年美国能量饮料行业市场占有率



资料来源：Bloomberg，安信国际

Monster 是目前市占率排名第一的能量饮料公司。从全球的市占率来看，Monster 饮料公司在 15 年的市占率达到了 18.5%，首次超过奥地利红牛，成为世界排名第一的能量饮料公司。之后它一直保持着领先优势，在 23 年市占率仍然维持在 18.4%。近几年市占率提升速度较快的为百事公司，主要是它旗下的燃力士品牌快速崛起。东鹏饮料则凭借在中国国内的发展抢占一定份额，在全球的市占率为 4.2%。

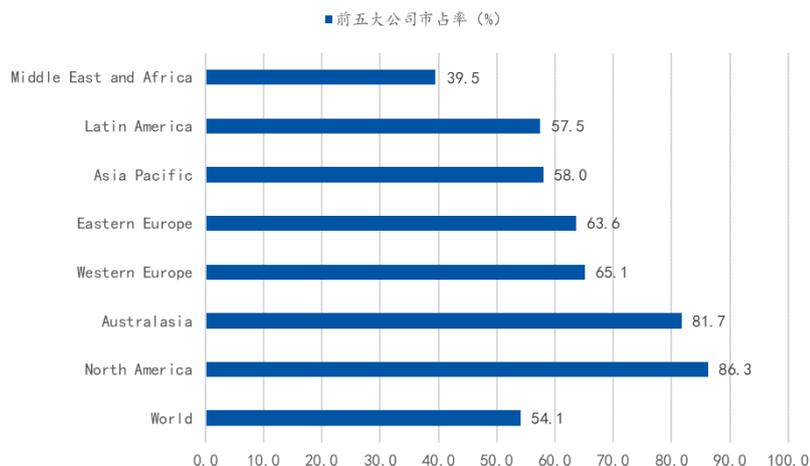
图表 31：2014–2023 年全球能量饮料行业市场占有率



资料来源：Bloomberg，安信国际

欧美市场较为成熟，亚太、拉丁美洲、中东和非洲格局未定。由于饮料品牌具有较强的地域属性，有些品牌在全球的市占率不高，但是在部分区域具有极高的市占率。因此我们按地区拆分来看不同地区的竞争格局。2023 年，北美、澳大利亚地区的 CR5（前五大公司市占率）超过了 80%，表明这两个市场已经非常成熟，新品牌很难有大的机会，现有龙头公司享有非常高的提升利润的能力。欧洲、亚太、拉丁美洲也在往更集中的趋势发展，头部品牌的优势在未来将越来越明显。

图表 32： 2023 年分地区的能量饮料前五大公司市占率 (%)

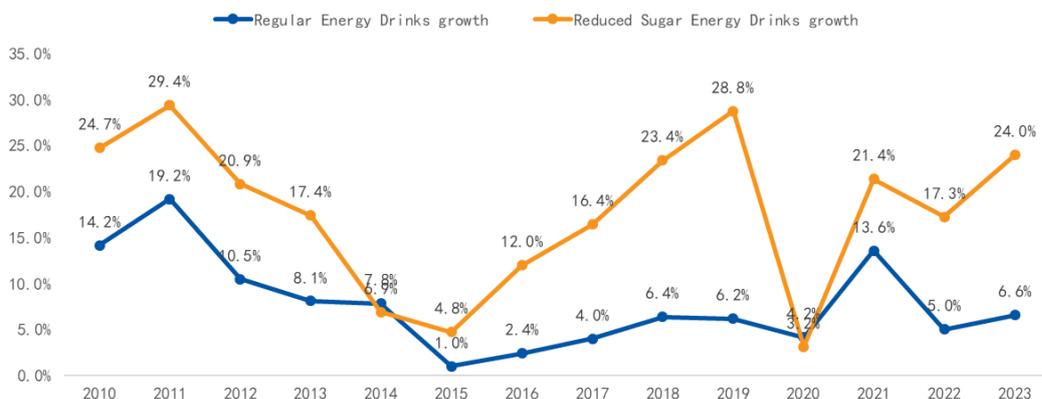


资料来源: Bloomberg, 安信国际

### 3.3 行业发展趋势

无糖、绿色来源能量饮料成为新发展方向。随着消费者健康生活观念的发展，传统高含糖量、高咖啡因的能量饮料不再受到热烈追捧，新型低糖无糖和含有更多绿色天然成分的能量饮料逐渐成为人们的首选。自 2010 年来，减糖无糖能量饮料取得了比传统能量饮料更高的同比增长，可见减糖无糖能量饮料市场潜力之大。以燃力士为例，公司近年不仅推出 0 糖 0 脂 0 热量针对健身人士的无糖能量饮料，更研发了独特的“燃脂配方”，添加不同的营养素帮助燃烧卡路里。怪物饮料亦积极布局无糖能量饮料产线，研发了 Monster Energy Green 等原有产品的无糖版本，也推出了新的清新口味无糖能量饮料以满足健康生活需求。同时，不再拘泥于单一口味的模式，出各种水果味和茶味的能量饮料成为新宠。为迎合消费者低负担饮食的趋势，清新水果等容易让人联想到绿色健康的口味层出不穷，成为新的发展态势。

图表 33： 常规能量饮料与减糖无糖能量饮料同比增长率对比



资料来源: Bloomberg, 安信国际

## 4 公司财务分析

公司营业收入持续增长，基本面稳健。公司业务长期保持稳定，得益于能量饮料行业的迅速发展和公司产品 Monster Energy 的成功营销，在过去几十年都实现了快速增长。

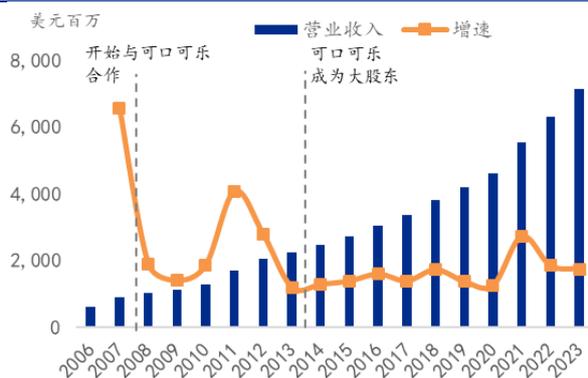
从发展阶段来看，有这样几个节点：2008 年之前，公司在美国国内主要是与百威的经销体系合作，海外和多个当地经销商合作。2008 年开始，公司与可口可乐公司 (TCCC) 系统达成合作协议，在北美和海外进行经销活动，同时保留了与百威的合作关系，以及一些其他小市场的经销商。14 年可口可乐成为大股东之后，分销工作完全由 TCCC 系统承接，百威也退出了合作协议。

公司在 2006-2012 年实现了较高速的营收增长，CAGR 达到 22.6%。2012 年后，公司改名为 Monster

Beverage，专注于能量饮料领域，得益于2014年公司与TCCC签订的供应链协议，公司成功开拓市场，营业收入保持在10%以上。在2020-2022年，即便受到疫情影响，公司依然保持了强劲的增长。原因主要是美国政府为了刺激消费所实施的疫情补助计划，使快消行业维持了增长速度，公司亦受益于此。

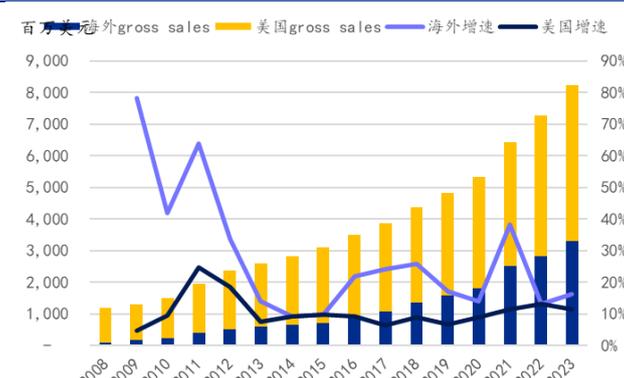
结合分销渠道的变化，我们可以看到在08年之后，公司结束了短暂的增长放缓，重新迎来了一次业绩爆发，在2010-2012三年间，收入年化增速达到25.7%，体现了可口可乐渠道对于公司业绩的强劲支撑。并且国际市场的探索也从08年开始有了较为明显的进步。14年在可口可乐成为大股东之后，海外业务经过了两年调整期之后迎来全面爆发。14、15年增速均在10%左右徘徊，而16-19年年化增速则达到了22%，是海外各地区的行业发展和可口可乐的渠道渗透共同努力的结果。

图表 34：公司收入及增速



资料来源：公司财报，安信国际

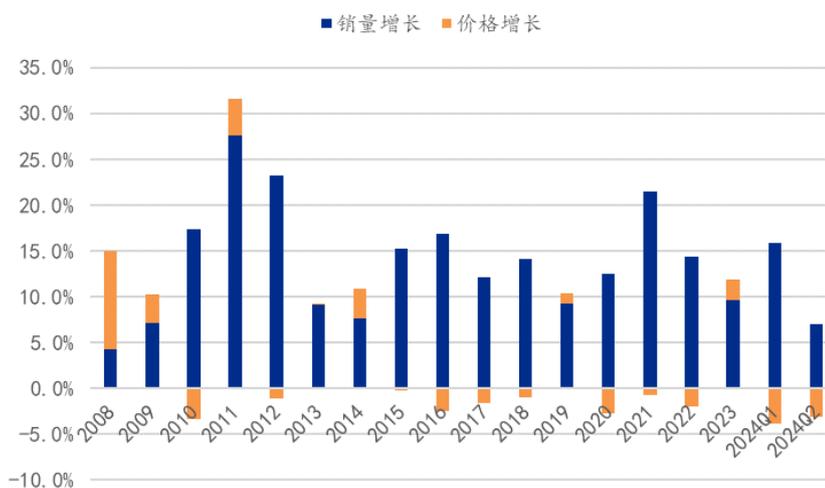
图表 35：美国及海外收入及增速



资料来源：公司财报，安信国际

销量增长是收入增长的主要驱动因素，价格呈现缓慢下降的趋势。根据公司披露的能量饮料的销量和收入数据（包括了 Monster Energy 和 Strategic Brands 的所有能量饮料产品），我们分别计算了销量和销售均价的增速。整体来看，过去十几年公司的强劲增长主要都是由销量增长所推动的，2010年之后有5年的价格是提升的，其余11年都出现了不同幅度的价格下调。从行业看平均售价大体也是呈现下降趋势的，一定程度说明行业的竞争还是比较激烈。未来我们认为销量增长也仍将会是公司长期的增长动力。

图表 36：销量和价格的增速

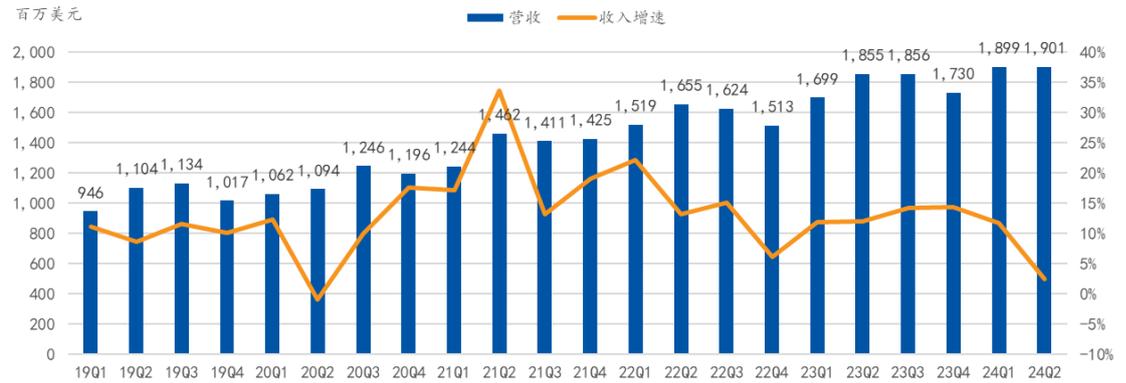


资料来源：公司财报，安信国际

24年进入二季度收入增长明显放缓。24年Q1和Q2，公司收入增速分别为11.8%和2.5%。二季度收入明显放缓的主要原因是消费环境承压，公司的主要目标群体蓝领工人受到经济影响更大，因而对能量饮料的消费产生了压力。从销量和价格的拆分来看，二季度销量还有6.9%的增长，但价

格下降较多，同比下滑了3.1%，因而使得收入增长承压。

图表 37：季度收入和增速

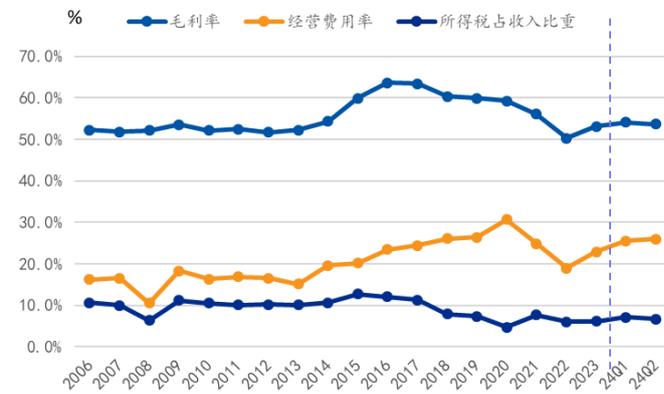


资料来源：公司财报，安信国际

24年上半年公司的毛利率为53.9%，较23年的53.1%略有提升，主要是原材料成本的下降带来。22年毛利率出现比较明显的下降，主要是加大促销以及原材料成本的上升。15、16年毛利率出现显著提升，主要是可口可乐成为大股东之后把毛利率较高的 Strategic Brands 部门合并到公司报表内。之后随着平均售价的下降以及原材料成本的上升，毛利率逐步回落，近几年在55%附近波动。经营费用率从历史来看呈现逐步上升趋势，24年上半年占收入比重达到28.1%，较23年全年0.7pct。主要是公司在加大全球化的过程中加大了营销费用的投入。所得税在较长时间内都维持在收入的10%左右，但是18年至今占比下降至6.5-7%区间，主要是18年之后美国下调了企业税率，有效所得税率从之前的31.7%下降至18年的23.2%并维持在此水平上波动。

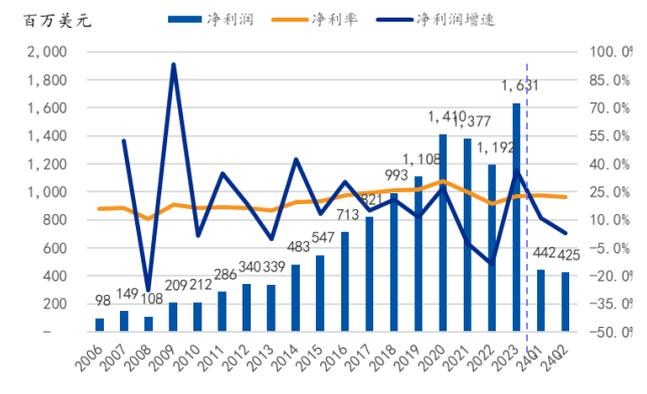
由于公司的财务费用相对较少，净利率在毛利率、经营费用率和所得税率的共同作用下，从06年至19年保持了逐步抬升的趋势，但是疫情之后因为通胀、竞争加剧等因素净利率有所回落。24年上半年净利率为22.8%。

图表 38：毛利率、经营费用率、所得税率



资料来源：公司财报，安信国际

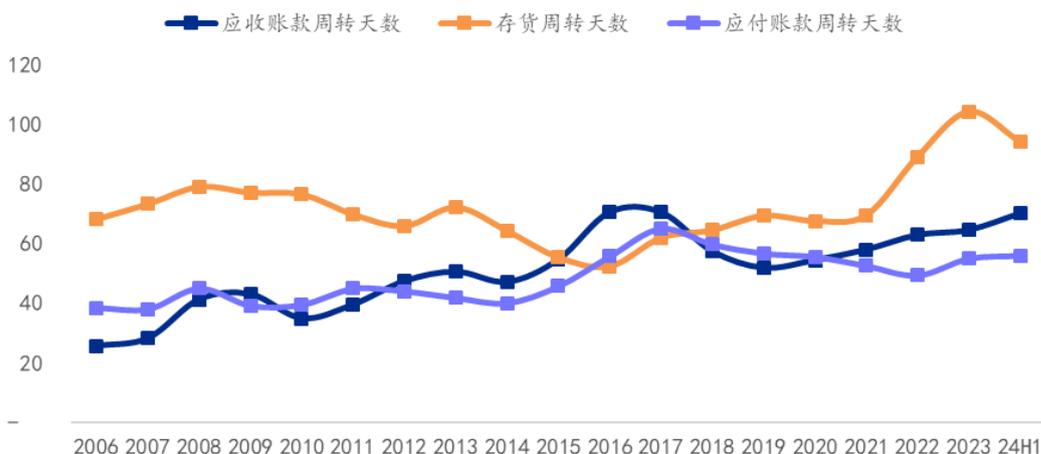
图表 39：净利润、净利率及净利润增速



资料来源：公司财报，安信国际

经营效率略有降低。22年之后存货水平出现比较明显的抬升，存货周转天数从疫情前的约69天抬升到24年上半年的94天。公司的解释是为了确保销售而提高存货，以更贴近消费者。应收周转天数也有所抬升，从疫情前的52天提升到24年上半年的70天。应付则与疫情前的水平基本持平。因此公司的资金占用较之前更多。

图表 40：公司运营效率

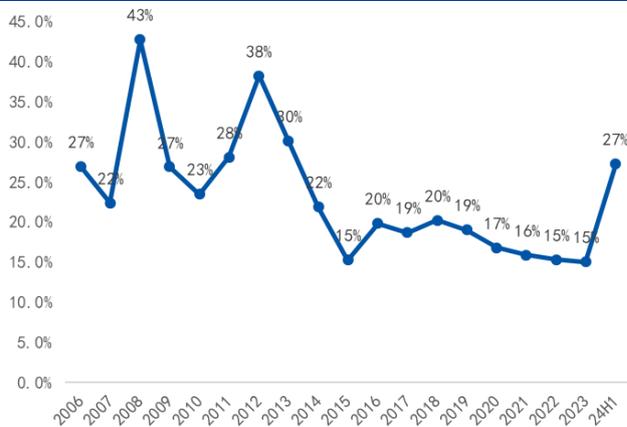


资料来源：公司资料，安信国际

公司杠杆较低，资金较为充足。公司的有息负债较少，截止 24 年 6 月有息负债为 7.5 亿美元，占总资产的 9.5%。资产负债率为 27.2%，主要是应付账款等经营负债。在 23 年及以前，公司的有息负债一直为零，表明公司具有非常保守的财务策略。

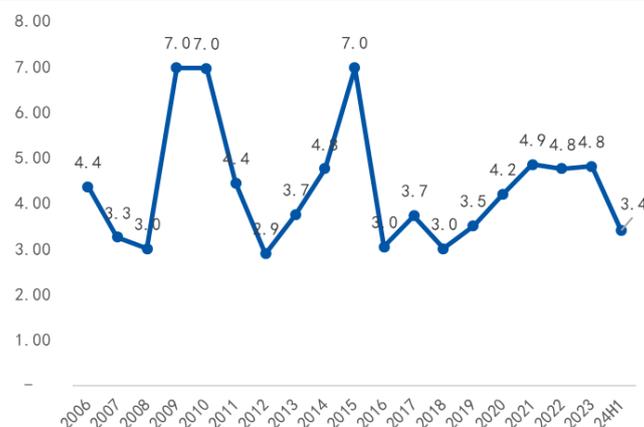
公司于 2024 年第二季度借贷 7.5 亿美元，借贷利率 6.3%，浮动利率。这是公司自成立以来最大的贷款合同，主要用于支持公司进行的股票回购计划。

图表 41：资产负债率



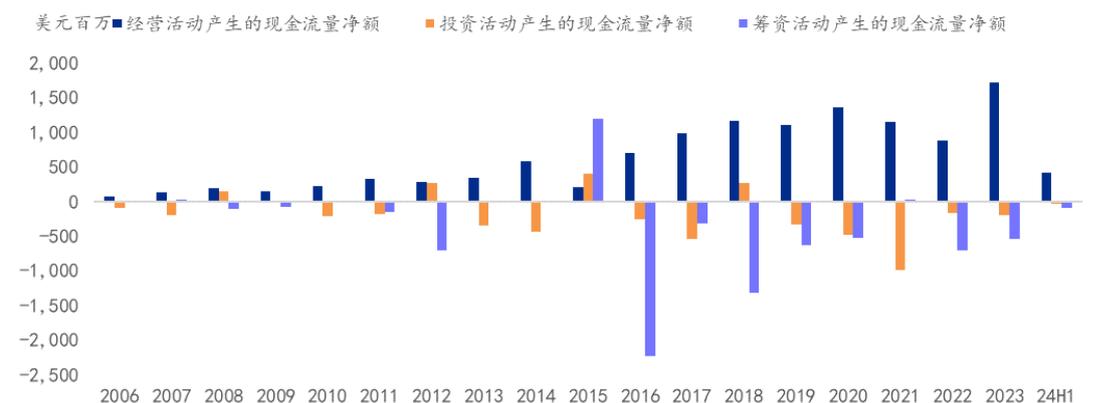
资料来源：公司财报，安信国际

图表 42：流动比率



资料来源：公司财报，安信国际

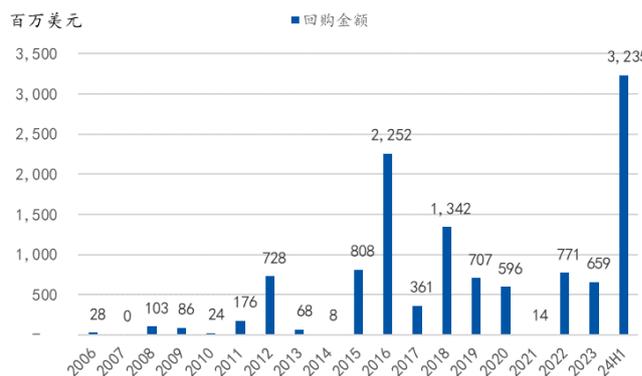
图表 43: 公司现金流情况



资料来源: 公司资料, 安信国际

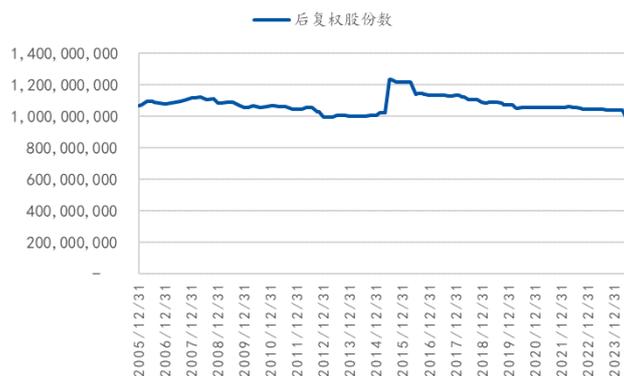
股东回报方面, 公司一直以来都没有进行过分红, 主要通过回购的方式回报投资人。24 年 5 月, 公司实施了荷兰式回购, 总额共计 30 亿美元, 其中 22.5 亿美元来自公司自有现金, 7.5 亿美元来自有息借款。此次回购为公司历史上最大规模的回购行为。上一次大额回购主要发生在 16 年, 单次荷兰式回购总额达到 20 亿美元。最近五年, 公司进行了回购, 同时因为有股权激励的抵消, 最新的股份数较 18 年初减少了 13.5%。

图表 44: 历年回购金额



资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 45: 后复权股份数



资料来源: 公司财报, 安信国际

## 5 盈利预测及估值

### 5.1 财务报表预测

进入 24 年二季度, 由于需求放缓带来收入和利润增长的放缓。下半年公司将继续执行提价计划, 有望对收入实现提振。长期来看, 我们认为行业仍处于较高速的发展阶段, 预期未来收入保持在 10%左右。同时我们预期未来净利率水平和 24 年保持一致。

综合以上关键假设, 我们预计 24/25/26 年公司收入将达到 75.7/83.1/91.3 亿美元, 净利润为 17.0/18.4/20.2 亿美元, 对应每 EPS 收益为 1.74/1.88/2.07 美元。

图表 46: 盈利预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>5,541</b>	<b>6,311</b>	<b>7,140</b>	<b>7,573</b>	<b>8,314</b>	<b>9,129</b>
Monster Energy Drink	5,221	5,833	6,555	6,944	7,638	8,402
Strategic Brands	295	353	377	427	470	517
Alcohol	-	101.4	184.9	177.1	180.7	184.3
Others	25.9	22.9	23.5	24.5	25.2	25.9
<b>主营业务收入</b>	<b>5,541</b>	<b>6,311</b>	<b>7,140</b>	<b>7,573</b>	<b>8,314</b>	<b>9,129</b>
YoY		13.9%	13.1%	6.1%	9.8%	9.8%
营业成本	-2,433	-3,136	-3,346	-3,502	-3,854	-4,232
<b>毛利</b>	<b>3,109</b>	<b>3,175</b>	<b>3,794</b>	<b>4,070</b>	<b>4,460</b>	<b>4,897</b>
毛利率	56.1%	50.3%	53.1%	53.7%	53.6%	53.6%
经营性费用	-1,311	-1,590	-1,841	-1,955	-2,154	-2,365
占收入比例	-23.7%	-25.2%	-25.8%	-25.8%	-25.9%	-25.9%
<b>经营利润</b>	<b>1,797</b>	<b>1,585</b>	<b>1,953</b>	<b>2,116</b>	<b>2,306</b>	<b>2,532</b>
占收入比例	32.4%	25.1%	27.4%	27.9%	27.7%	27.7%
利息及其他收入(支出)	4	-13	115	98	83	91
占收入比例	0.1%	-0.2%	1.6%	1.3%	1.0%	1.0%
<b>除税前溢利</b>	<b>1,801</b>	<b>1,572</b>	<b>2,068</b>	<b>2,213</b>	<b>2,389</b>	<b>2,623</b>
所得税	-424	-380	-437	-510	-547	-600
所得税率	23.5%	24.2%	21.2%	23.0%	22.9%	22.9%
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>1,377</b>	<b>1,192</b>	<b>1,631</b>	<b>1,704</b>	<b>1,843</b>	<b>2,023</b>
净利率	24.9%	18.9%	22.8%	22.5%	22.2%	22.2%
<b>EPS (美元)</b>	<b>1.41</b>	<b>1.22</b>	<b>1.67</b>	<b>1.74</b>	<b>1.88</b>	<b>2.07</b>
<b>市盈率 (倍)</b>	<b>37.1</b>	<b>42.9</b>	<b>31.3</b>	<b>30.0</b>	<b>27.7</b>	<b>25.3</b>

资料来源: 公司财报, 安信国际预测

## 5.2 估值分析

我们采用 PE 估值和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了美国公司饮料及啤酒企业进行比较。2025 年预测 PE 的平均值在 23.7x。考虑到能量饮料赛道增速较高, 公司具备比较明显的竞争优势, 我们给予公司 25 年 PE 倍数 30x。2025 年预测 EPS 为 1.74 美元, 对应股价测算为 56.4 美元。

用 DCF 方式估算时, 考虑公司的成长阶段和行业发展空间, 我们给予 WACC 为 6%, 短期增速 5%, 长期给予 2% 的增速。合理市值为 566 亿美元, 对应股价为 57.9 美元。

综合可比公司和 DCF 的估值, 我们认为公司目标价为 57.1 美元, 较最新收盘价有 16.1% 的上涨空间。

图表 47: 可比上市公司当前市盈率对比

Chi Name	Code	Mkt cap (USD mn)	Mkt cap (LC mn)	Price (LC)	Last rpt FY end	P/E (x)				EPS gth (%)			
						Rpt=Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f
百事可乐	PEP	233,576	233,576	170.05	12/23	25.8	20.9	19.5	18.2	2.2	23.6	6.9	7.3
可口可乐	KO	309,707	309,707	71.86	12/23	29.0	25.2	23.7	22.1	12.7	15.1	6.3	7.0
星岛品牌股份有限公司	STZ	46,956	46,956	257.69	02/24	27.4	18.8	17.0	15.4	n/a	45.3	10.7	10.6
百富门公司	BF/B	23,065	23,065	49.2	04/24	22.9	27.4	25.7	23.8	31.9	-16.4	6.3	8.3
Keurig Dr Pepper 有限公司	KDP	50,826	50,826	37.48	12/23	24.0	19.5	18.1	17.0	54.5	23.3	7.5	7.0
Celsius 控股股份有限公司	CELH	7,309	7,309	31.36	12/23	39.7	38.1	30.4	23.1	n/a	4.3	25.4	31.2
莫尔森库尔斯饮料公司	TAP	11,924	11,924	57.52	12/23	13.1	10.0	9.8	9.3	n/a	30.4	2.5	4.9
可口可乐装瓶有限公司	COKE	11,533	11,533	1316.4	12/23	30.2	n/a	n/a	n/a	-5.1	n/a	n/a	n/a
National Beverage 公司	FIZZ	4,394	4,394	46.94	04/24	24.8	23.5	22.8	21.8	24.3	5.8	3.0	4.4
波士顿啤酒公司	SAM	3,387	3,387	289.14	12/23	46.4	29.9	23.9	19.7	14.1	55.3	25.2	21.1
<b>行业平均</b>						<b>28.3</b>	<b>23.7</b>	<b>21.2</b>	<b>18.9</b>				

注: 时间截止 2024/9/30, 预测值为 Bloomberg 一致预测

资料来源: Bloomberg, 安信国际证券研究

图表 48:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS				
		1.52	1.69	1.88	2.07	2.28
PE	25.0	38.1	42.3	47.0	51.7	56.9
	30.0	45.7	50.8	56.4	62.1	68.3
	35.0	53.3	59.3	65.8	72.4	79.7
	40.0	60.9	67.7	75.2	82.8	91.0
	45.0	68.6	76.2	84.6	93.1	102.4

资料来源: 安信国际

图表 49: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
(年结31/12; RMB 000)	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	6,311	7,140	7,573	8,314	9,129	10,031	11,022					
增长率%		13.1%	6.1%	9.8%	9.8%	9.9%	9.9%					
EBIT	1,585	1,953	2,116	2,306	2,532	2,782	3,057					
增长率%		23.3%	8.3%	9.0%	9.8%	9.9%	9.9%					
EBIT率%	25.1%	27.4%	27.9%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%					
有效税率%	24.2%	21.2%	23.0%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%					
EBIT x (1-有效税率)	1,201	1,540	1,628	1,778	1,953	2,146	2,358					
+ 折旧	61	69	73	80	88	97	107					
+ 金融资产公允价值亏损	122	78	-	-	-	-	-					
+ 股权激励开支												
+ 营运资金变动	-487	-60	-6	-102	-110	-122	-134					
- 资本支出	-567	-602	-235	-235	-235	-235	-235					
<b>自由现金流, FCF</b>	<b>330</b>	<b>1,025</b>	<b>1,460</b>	<b>1,522</b>	<b>1,696</b>	<b>1,886</b>	<b>2,095</b>	<b>2,200</b>	<b>2,310</b>	<b>2,425</b>	<b>2,547</b>	<b>2,674</b>
增长率%		210.4%	42.4%	4.3%	11.4%	11.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.9434	0.8900	0.8396	0.7921	0.7473	0.7050	0.6651	0.6274	0.5919
<b>FCF现值</b>			<b>1,460</b>	<b>1,436</b>	<b>1,509</b>	<b>1,583</b>	<b>1,659</b>	<b>1,644</b>	<b>1,628</b>	<b>1,613</b>	<b>1,598</b>	<b>1,583</b>
FY2024-33 FCF现值总额				15,713								
永续期价值现值				40,358								
<b>企业价值</b>				<b>56,071</b>								
+ 净现金				599								
- 少数股东权益				-								
<b>DCF估值(USD 000)</b>				<b>56,670</b>								
假设:												
WACC				6%								
短期增长率				5%								
永续增长率				2%								

资料来源: 安信国际研究预测

## 6 风险提示

消费复苏情况不及预期; 成本上涨压力; 发生严重的食品安全问题; 行业竞争加剧

## 附录：财务报表预测

### 资产负债表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,307	2,298	1,348	2,197	3,154
其他短期投资	1,362	956	956	956	956
应收账款及票据	1,016	1,194	1,172	1,287	1,413
其他应收款	144	170	170	170	170
存货	936	971	998	1,098	1,206
其他流动资产	-	-	-	-	-
<b>流动资产合计</b>	<b>4,765</b>	<b>5,589</b>	<b>4,644</b>	<b>5,708</b>	<b>6,899</b>
固定资产净值	517	891	1,053	1,207	1,354
可供出售投资	-	-	-	-	-
其他长期投资	61	76	76	76	76
商誉及无形资产	2,638	2,845	2,845	2,845	2,845
其他非流动资产	312	285	285	285	285
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,528</b>	<b>4,098</b>	<b>4,259</b>	<b>4,413</b>	<b>4,560</b>
<b>总资产</b>	<b>8,293</b>	<b>9,687</b>	<b>8,903</b>	<b>10,122</b>	<b>11,459</b>
应付账款及票据	444	564	528	581	638
应交税金	13	15	15	15	15
短期借贷及长期借贷当期到期	-	-	-	-	-
其他流动负债	544	582	617	678	744
<b>流动负债合计</b>	<b>1,002</b>	<b>1,162</b>	<b>1,160</b>	<b>1,273</b>	<b>1,397</b>
长期借贷	-	-	749	749	749
其他非流动负债	266	296	296	296	296
<b>非流动负债合计</b>	<b>266</b>	<b>296</b>	<b>1,045</b>	<b>1,045</b>	<b>1,045</b>
<b>总负债</b>	<b>1,268</b>	<b>1,458</b>	<b>2,205</b>	<b>2,318</b>	<b>2,442</b>
普通股股本	3	6	6	6	6
储备	13,781	10,915	12,619	14,461	16,484
库存股	-6,600	-2,566	-5,801	-6,538	-7,347
其他综合性收益	-159	-125	-125	-125	-125
<b>股东权益合计</b>	<b>7,025</b>	<b>8,229</b>	<b>6,699</b>	<b>7,805</b>	<b>9,019</b>

### 现金流量表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,192	1,631	1,704	1,843	2,023
加：折旧与摊销	61	69	73	80	88
营运资本变动	-487	-60	-6	-102	-110
其他非现金调整	122	78	-	-	-
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>888</b>	<b>1,718</b>	<b>1,770</b>	<b>1,821</b>	<b>2,001</b>
出售固定资产收到的现金	1	3	-	-	-
减：资本性支出	-212	-235	-235	-235	-235
投资减少	2,252	2,030	-	-	-
减：投资增加	-1,847	-1,621	-	-	-
其他投资活动产生的现金流量	-356	-370	-	-	-
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-161</b>	<b>-193</b>	<b>-235</b>	<b>-235</b>	<b>-235</b>
债务增加	-	-	749	-	-
减：债务减少	-	-14	-	-	-
股本增加	64	130	-	-	-
减：股本减少	-771	-659	-3,235	-737	-809
其他筹资活动产生的现金流量	-	-	-	-	-
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-707</b>	<b>-543</b>	<b>-2,486</b>	<b>-737</b>	<b>-809</b>
汇率变动影响	-39	9	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	-19	991	-950	849	957
现金及现金等价物期初余额	1,326	1,307	2,298	1,348	2,197
<b>现金及现金等价物期末余额</b>	<b>1,307</b>	<b>2,298</b>	<b>1,348</b>	<b>2,197</b>	<b>3,154</b>

资料来源：公司财报，安信国际研究预测

### 利润表

百万美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,311	7,140	7,573	8,314	9,129
营业成本	-3,136	-3,346	-3,502	-3,854	-4,232
<b>毛利</b>	<b>3,175</b>	<b>3,794</b>	<b>4,070</b>	<b>4,460</b>	<b>4,897</b>
经营性费用	-1,590	-1,841	-1,955	-2,154	-2,365
<b>经营利润</b>	<b>1,585</b>	<b>1,953</b>	<b>2,116</b>	<b>2,306</b>	<b>2,532</b>
利息及其他收入(支出)	-13	115	98	83	91
<b>除税前利润</b>	<b>1,572</b>	<b>2,068</b>	<b>2,213</b>	<b>2,389</b>	<b>2,623</b>
所得税	-380	-437	-510	-547	-600
<b>净利润</b>	<b>1,192</b>	<b>1,631</b>	<b>1,704</b>	<b>1,843</b>	<b>2,023</b>
EPS (美元)	1.22	1.67	1.74	1.88	2.07
EBITDA	1,633	2,137	2,287	2,470	2,712

### 主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>同比增长率：</b>					
营业收入增长率 (%)		13.1%	6.1%	9.8%	9.8%
除税前利润增长率 (%)		31.6%	7.0%	7.9%	9.8%
净利润增长率 (%)		36.9%	4.4%	8.2%	9.8%
<b>盈利能力：</b>					
毛利率 (%)	50.3%	53.1%	53.7%	53.6%	53.6%
净利率 (%)	18.9%	22.8%	22.5%	22.2%	22.2%
ROE (%)	17.5%	21.4%	22.8%	25.4%	24.1%
<b>偿债能力：</b>					
资产负债率 (%)	15.3%	15.1%	24.8%	22.9%	21.3%
流动比率 (x)	4.76	4.81	4.00	4.48	4.94
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	89	104	104	104	104
应收账款周转天数	55	56	56	56	56
应付账款周转天数	49	55	55	55	55
<b>每股资料</b>					
EPS (港元)	1.22	1.67	1.74	1.88	2.07
BPS (港元)	7.17	8.40	6.84	7.97	9.21
每股经营现金 (港元)	0.91	1.75	1.81	1.86	2.04
<b>估值比率</b>					
PE	42.9	31.3	30.0	27.7	25.3
PB	7.3	6.2	7.6	6.5	5.7

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010