



东鹏饮料 (605499.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

鉴往知来拓蓝海，东鹏亚太启航可期

投资逻辑

全球能量饮料赛道以五年销量 CAGR 11.6%领跑软饮增长，红牛、Monster 双雄营收均破 500 亿印证品类爆发力。本文聚焦品类扩张优势、龙头成功路径及东鹏出海机遇展开深入讨论。

1、为什么能量饮料品类可以走出去？ 1) 需求刚性：全球经济增速换挡，劳动时间延长、强度提升催生刚需，品类渗透率持续提升。2) 普适性基因：甜味/果味基底适配全球味觉，本土化改良后文化兼容性强。3) 马太效应：功能依赖+品牌复利构筑护城河，龙头凭借供应链/渠道/品牌优势实现挤压式增长，集中度不断提升。

2、红牛和 Monster 出海分别做对了什么？ 1) 红牛：首创能量饮料新品类，抢占市场先机。奥地利红牛率先进行包装和定位的本土化改造，辅以极限运动+音乐赛事营销构建品牌生态系统，欧洲样板市场验证后向全球覆盖。2) Monster：后来者通过差异化战略实现逆袭。产品以 16oz 大包装主打性价比、品牌以魔爪图腾强调狂野和自我、渠道借力可口可乐分销网络、产品研发重视细分需求。

3、当下能量饮料出海红利在何处？ 亚太区域具备坚实的消费者基础，劳动密集型产业聚集，人口基数度大，在红牛此前教育下品类认知度高。具体而言，1) 印度/印度尼西亚（增量洼地）：上亿级核心客群、人均饮用量小于 1L/年、市场高度分散，性价比策略为制胜关键。2) 越南/泰国（结构升级）：消费习惯已培育成型、人均饮用量大于 4L/年，价增为核心驱动因素、细分化需求有待满足。

4、公司具备哪些竞争优势？ 1) 品牌势能：国内销量第一的品牌形象背书，相较竞品具备显著性价比。2) 产能布局：未来海南、印尼建厂能有效辐射周边，降低运输成本，强化产业链优势。3) 成熟经验：国内多层次渠道精耕+百万级网点数字化管理经验可复制至海外市场。4) 发展空间：结合人均消费量和市占率等假设，中性条件下公司能量饮料出海亚太有望实现百亿元以上增量。

盈利预测、估值和评级

预计 24-26 年公司归母净利润为 32.6/43.0/53.4 亿元，分别同比增长 60%/32%/24%，对应 PE 分别为 36/27/22x。公司作为能量饮料龙头，国内渗透率提升+出海成长空间可期，给予公司一定的估值溢价（25 年 PE 35x），目标价 289.1 元，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、原材料价格上涨、新品推广不及预期、测算误差、海外扩张不及预期等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

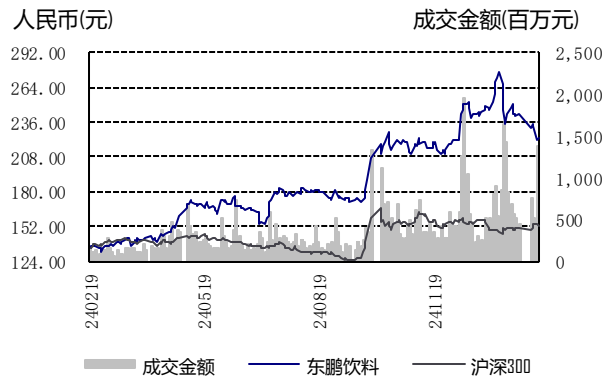
chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：223.55 元

目标价 (人民币)：289.10 元

相关报告：

- 《东鹏饮料公司点评：淡季经营稳健，全年业绩延续高增》，2025.1.21
- 《东鹏饮料公司点评：第二曲线蓄力，Q3 业绩再超预期》，2024.10.29
- 《东鹏饮料公司点评：业绩超预期，看好第二曲线成长潜力》，2024.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,505	11,263	16,043	20,492	25,008
营业收入增长率	21.89%	32.42%	42.44%	27.73%	22.04%
归母净利润(百万元)	1,441	2,040	3,261	4,296	5,339
归母净利润增长率	20.75%	41.60%	59.88%	31.73%	24.28%
摊薄每股收益(元)	3.601	5.099	6.271	8.261	10.267
每股经营性现金流净额	5.07	8.21	11.37	14.36	17.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.44%	32.26%	38.89%	37.68%	34.90%
P/E	49.40	35.79	35.65	27.06	21.77
P/B	14.05	11.54	13.86	10.20	7.60

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、能量饮料行业高增长，海外市场空间广阔.....	5
1.1 能量饮料市场持续扩容，头部企业加速海外布局.....	5
1.2 为什么能量饮料企业可以走出去？.....	6
二、能量饮料企业出海都做对了什么？.....	8
2.1 复盘红牛：抢占先机推动市场变革.....	8
2.2 复盘 Monster：精准营销驱动后来者破局.....	12
2.3 红牛与 Monster 对比：定位各有侧重，培育优势市场.....	15
三、当下能量饮料品牌出海的的市场机会：可聚焦亚太.....	16
3.1 为什么亚太地区是能量饮料品牌出海的好选择？.....	16
3.2 亚太市场各国发展现状如何？.....	18
3.3 东鹏饮料出海的核心竞争优势有哪些？.....	24
3.4 未来东鹏出海亚太收入空间有多大？.....	27
四、盈利预测与投资建议.....	27
4.1 收入和毛利率预测.....	27
4.2 三项费率预测.....	28
4.3 估值与投资建议.....	29
五、风险提示.....	29

图表目录

图表 1： 18-23 年全球能量饮料零售额复合增速为 9%.....	5
图表 2： 18-23 年全球能量饮料消费量复合增速最快.....	5
图表 3： 主要发达国家能量饮料消费单价持续提升.....	5
图表 4： 主要发展中国家能量饮料市场规模快速扩张.....	5
图表 5： 2023 年软饮料各品类全球龙头品牌中红牛的海外市场占比最高.....	6
图表 6： 海外经济体周劳动时间高于能量饮料龙头发源地.....	6
图表 7： 能量饮料中咖啡因和牛磺酸含量较高.....	6
图表 8： 主要能量饮料产品均添加白砂糖、柠檬酸等配料.....	7
图表 9： 部分国家对能量饮料的功能性成分含量有严格的限制要求.....	7
图表 10： 2023 年全球能量饮料 CR4 市场集中度较高.....	8
图表 11： 奥地利红牛的包装更加时尚精致（左泰国版，右奥地利红牛）.....	9
图表 12： 红牛在美国市场的早期竞品未能对其构成威胁.....	9
图表 13： 红牛 2015-2023 年全球零售量实现中高个位数增长.....	10
图表 14： 奥地利红牛在欧洲、中东市场占据优势.....	10



图表 15:	泰国天丝红牛聚焦中国和东南亚市场	10
图表 16:	红牛积极参与到运动和音乐领域相关活动中	11
图表 17:	红牛北美分销公司通过具有特色的分销车实现精准分销	12
图表 18:	红牛推出不同口味的产品	12
图表 19:	Monster Beverage 的收入持续增长且海外销售规模不断扩张	13
图表 20:	Monster 能量饮料的全球销量快速增长	13
图表 21:	Monster 在多个国家成为当地能量饮料销量市占率第一的品牌	13
图表 22:	Monster 具有丰富的产品矩阵	14
图表 23:	Monster 依赖可口可乐实行装瓶商主导的分销网络	15
图表 24:	Monster 通过可口可乐进行全球分销	15
图表 25:	Monster 与红牛的销量市占率差距逐步缩小	15
图表 26:	Monster 在美洲、大洋洲销量市占率高于红牛	15
图表 27:	红牛与 Monster 的品牌对比	15
图表 28:	亚洲人口密度最高	16
图表 29:	亚洲具有明显的年轻人口红利	16
图表 30:	东南亚地区重体力劳动者占比高	17
图表 31:	亚太地区经济增速快且产业结构较粗放	17
图表 32:	2023 年亚太地区能量饮料消费量为世界各区域最高	17
图表 33:	2014-2023 年亚太地区能量饮料消费量复合增速高于世界平均水平	17
图表 34:	亚太地区能量饮料人均消费量偏低	17
图表 35:	亚太地区能量饮料平均单价低于世界其他区域	17
图表 36:	亚太多数国家年轻劳动力占比在 30%以上	18
图表 37:	亚太多数国家第一二产业产比较高	18
图表 38:	越南、印度、日本、泰国和印度尼西亚能量饮料消费量较高	18
图表 39:	印度能量饮料市场总消费量快速增长	19
图表 40:	印度能量饮料人均消费量低	19
图表 41:	Sting 迅速抢占印度能量饮料市场大量份额 (销量市占率)	19
图表 42:	Sting 迅速抢占印度能量饮料市场大量份额 (销售额市占率)	19
图表 43:	Sting 入局后印度能量饮料平均单价趋于下降	19
图表 44:	印度市场主要能量饮料产品价格比较	19
图表 45:	印度尼西亚能量饮料市场销量 21 年起快速增长	20
图表 46:	印度尼西亚能量饮料人均消费量低于 1L/人	20
图表 47:	印度尼西亚能量饮料市场竞争格局分散 (销量市占率)	20
图表 48:	印度尼西亚能量饮料市场竞争格局分散 (销售额市占率)	20
图表 49:	21 年起印度尼西亚能量饮料平均单价略有提升	20



图表 50:	印度尼西亚市场主要能量饮料产品价格比较.....	20
图表 51:	14-23 年越南能量饮料市场总消费量持续增长.....	21
图表 52:	越南能量饮料市场人均消费量达 8 升/人.....	21
图表 53:	14-23 年越南能量饮料平均单价稳中有升.....	21
图表 54:	越南能量饮料市场集中度高 (销量市占率)	22
图表 55:	越南能量饮料市场集中度高 (销售额市占率)	22
图表 56:	近 10 年泰国能量饮料市场规模较稳定.....	22
图表 57:	泰国能量饮料人均消费量约 4.0L/人.....	22
图表 58:	泰国能量饮料本土品牌主导市场 (销量市占率)	23
图表 59:	泰国能量饮料本土品牌主导市场 (销售额市占率)	23
图表 60:	泰国能量饮料平均单价不断上升.....	23
图表 61:	Carabao Dang (左) 和 M-150 (右) 产品图片.....	23
图表 62:	近四年日本能量饮料市场规模趋于稳定.....	23
图表 63:	日本能量饮料市场人均消费量超过 4.0 升/人.....	23
图表 64:	日本能量饮料平均单价在 750 日元/升上下波动.....	24
图表 65:	日本能量饮料市场竞争激烈 (销量市占率)	24
图表 66:	日本能量饮料市场竞争激烈 (销售额市占率)	24
图表 67:	亚太主要能量饮料产品与国内东鹏特饮价格对比.....	25
图表 68:	东鹏饮料销售量迅速提升.....	25
图表 69:	东鹏 21 年起为中国能量饮料销量市占率第一.....	25
图表 70:	2023 年公司国内工厂产能利用率均较高.....	26
图表 71:	公司运费率显著低于同行业其他企业.....	26
图表 72:	海南和印尼工厂辐射东南亚区域.....	26
图表 73:	中性条件下公司出海印度和东南亚销售额处于 136.2-212.8 亿元之间.....	27
图表 74:	24-26 年分产品收入和毛利率预测.....	28
图表 75:	24-26E 三项费率预测.....	28
图表 76:	24-26E 可比公司 PE 估值表.....	29



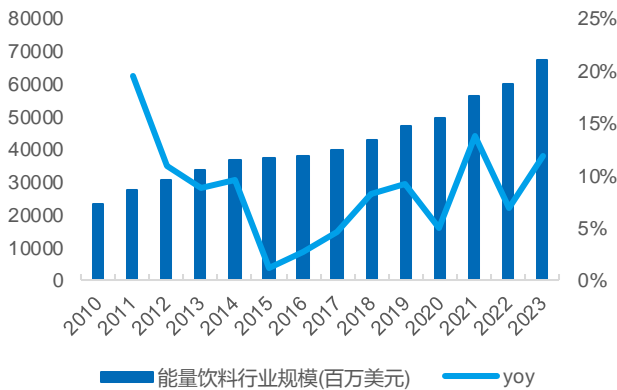
一、能量饮料行业高增长，海外市场空间广阔

1.1 能量饮料市场持续扩容，头部企业加速海外布局

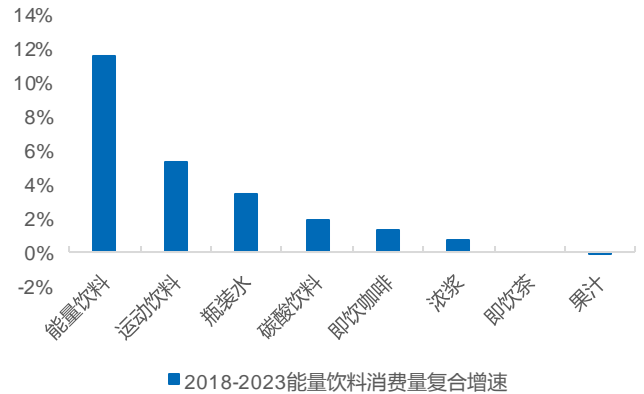
能量饮料是一种含有特定成分，旨在迅速提升身体能量水平并补充所需营养的饮品。需求端，随着现代社会生活节奏的加快，学习、工作压力增大，消费者对能量饮料的需求不断增长。供给端，随着消费向多元化、健康化趋势发展，各厂商通过原料、口味的创新组合丰富产品矩阵，满足消费者个性化需求。

能量饮料行业蓬勃发展，截至 2023 年行业零售规模达 671 亿美元，18-23 年复合增速 9%。拆分量价来看，量增贡献更为显著，18-23 年，能量饮料非现场消费量复合增速为 11.6%，位于软饮料细分赛道首位，且能量饮料消费量占软饮料总消费量的比重不断提升，近 5 年提升约 1pct。

图表1：18-23 年全球能量饮料零售额复合增速为 9%



图表2：18-23 年全球能量饮料消费量复合增速最快

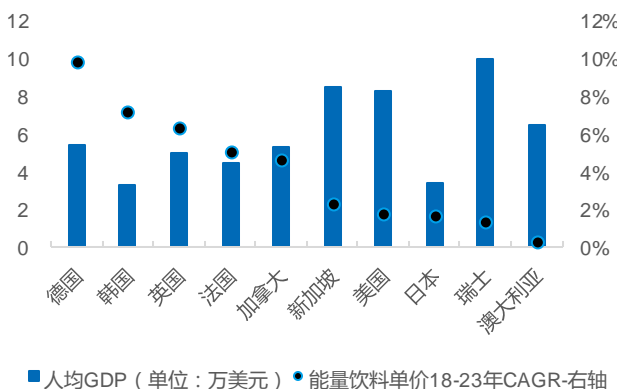


来源：欧睿，国金证券研究所

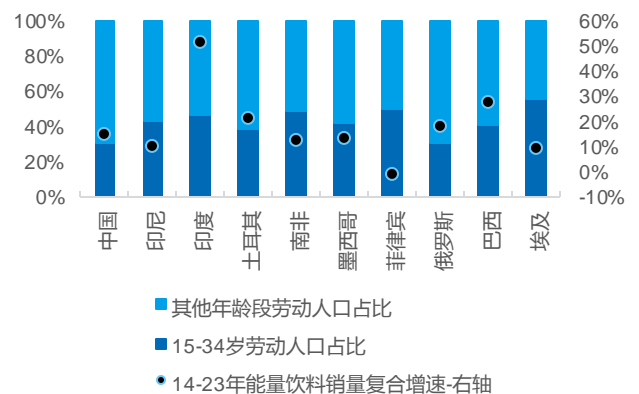
来源：欧睿，国金证券研究所

海外市场潜力巨大，头部品牌纷纷布局。受人口总量及人均饮用量等的限制，能量饮料本土市场容量有限。而海外发达经济体人均可支配收入高，消费者购买力不断增强，行业结构升级趋势明显；发展中经济体则具备劳动密集型产业转移、年轻消费群体基数庞大等红利，因此以红牛和 Monster 为代表的头部品牌纷纷布局海外市场。相较于软饮料其他品类，能量饮料全球销量第一的品牌红牛¹海外市场占比居于榜首，2023 年红牛海外零售量占其全球总零售量的 98.7%，头部企业的出海战略取得了巨大成功，海外市场在该品类发展中占据重要地位。

图表3：主要发达国家能量饮料消费单价持续提升



图表4：主要发展中国家能量饮料市场规模快速扩张



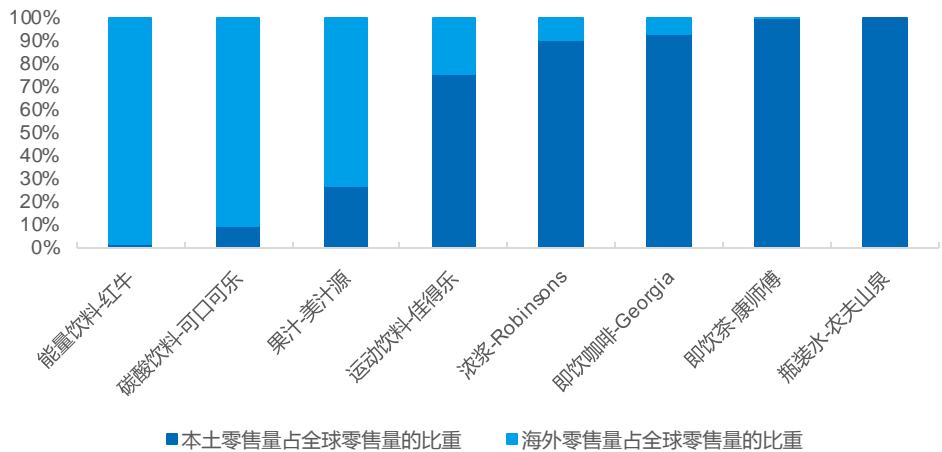
来源：世界银行，欧睿，国金证券研究所

来源：国际劳工组织(LFS)，欧睿，国金证券研究所（注：人口数据为 2020 年）

¹ 若不做特别说明，全文“红牛”均指总的红牛品牌，包括奥地利红牛和泰国天丝集团下的红牛，对应的本土市场指奥地利和泰国。



图表5: 2023年软饮料各品类全球龙头品牌中红牛的海外市场占比最高²



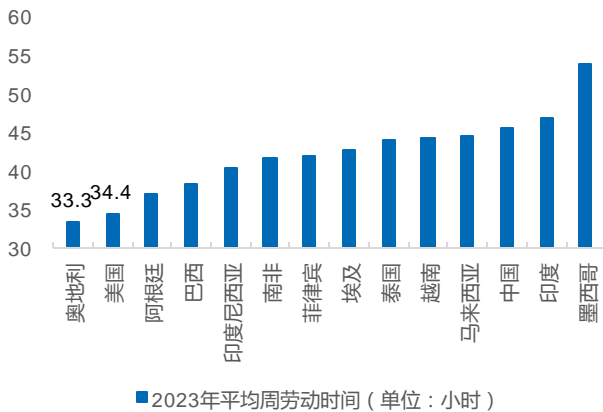
来源: 欧睿, 国金证券研究所

1.2 为什么能量饮料企业可以走出去?

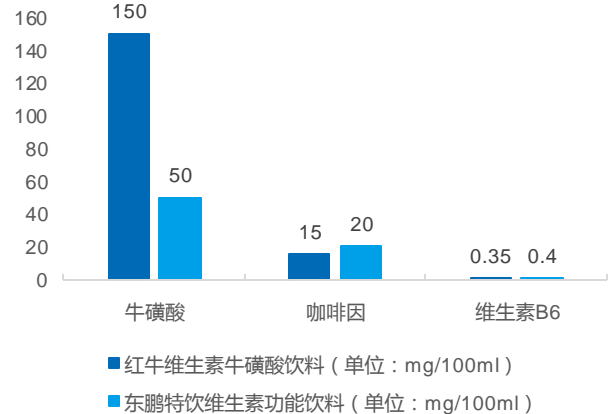
1.2.1 能量饮料具备较强功能性, 海外市场容量大

能量饮料具备提高代谢、缓解疲劳等功能, 伴随着经济快速发展, 劳动时间延长或劳动强度提升的区域催生需求。能量饮料通常含有咖啡因、牛磺酸、糖和维生素等成分, 据官网公布, Monster Energy 的经典包装产品每一罐 (330ml) 含有 160mg 咖啡因, 而咖啡因、牛磺酸等能够刺激中枢神经系统, 提高人体兴奋性和警觉性, 增强代谢能力, 帮助缓解疲劳, 迅速恢复精力。世界范围来看, 海外新兴经济体周劳动时间大幅高于能量饮料龙头发源地, 从消费者需求角度来看海外市场具备更大的红利。

图表6: 海外经济体周劳动时间高于能量饮料龙头发源地 图表7: 能量饮料中咖啡因和牛磺酸含量较高



来源: 欧睿, 国金证券研究所



来源: 天猫商城, 国金证券研究所

1.2.2 能量饮料口感好、口味较为大众化

能量饮料中添加白糖和香精, 普遍具有甜味、果味, 口感较好, 适合全球不同文化背景的消费。奥地利红牛官网显示, 每 100 毫升的红牛牌牛磺酸 B 族维生素饮料中共含有 10.7 克糖分, 含糖量相当于同等量苹果汁或橙汁的含糖水平。红牛维生素牛磺酸饮料、Monster 能量风味饮料和东鹏特饮维生素功能饮料配料表中均显示添加了白砂糖、香精、柠檬酸和柠檬酸钠, 因此功能饮料往往具有酸甜口味, 清甜爽口的口感使得能量饮料出海更容易被国外消费者接纳。

² 头部品牌的选取依据全球总零售量排序。



图表8：主要能量饮料产品均添加白砂糖、柠檬酸等配料

红牛维生素功能饮料	Monster 能量风味饮料	东鹏特饮维生素功能饮料																
<p>本品是以牛磺酸、赖氨酸、肌醇、咖啡因、烟酰胺、维生素B₆、维生素B₁₂、柠檬酸、白砂糖、水为主要原料制成的保健食品，经功能试验证明，具有抗疲劳的保健功能。</p> <p>【主要原料】牛磺酸、赖氨酸、肌醇、咖啡因、烟酰胺、维生素B₆、维生素B₁₂、柠檬酸、白砂糖、香精、柠檬酸钠、苯甲酸钠、柠檬黄、胭脂红、水</p> <p>【功效成分及含量】每罐含：牛磺酸 125mg、咖啡因 50mg、肌醇 50mg、赖氨酸 50mg、烟酰胺 10mg、维生素B₆ 1mg、维生素B₁₂ 3μg</p>	<p>配料：水、白砂糖、葡萄糖、食用香精（含瓜拉纳提取物）、柠檬酸、柠檬酸钠、二氧化碳、红茶浓缩粉、人参粉（工料≤5年以下，添加量：100毫克/罐；食用限量≤3克/天）、牛磺酸、L-肉碱酒石酸盐、柠檬酸钙、山梨酸钾、绿茶浓缩粉、咖啡豆浓缩粉、三氯蔗糖、苯甲酸钠、葡萄糖酸、食用盐、烟酰胺、柠檬黄、维生素B₆、维生素B₁₂、全乳、哺乳期妇女及14周岁以下儿童不宜食用</p>	<p>主要原料：水、白砂糖、柠檬酸、柠檬酸钠、香精、牛磺酸、赖氨酸、肌醇、咖啡因、苯甲酸钠、烟酰胺、维生素B₆、胭脂红、维生素B₁₂</p> <p>功效成分及含量（每100ml含）</p> <table border="1"> <tr> <td>牛磺酸</td> <td>50mg</td> <td>维生素PP</td> <td>4mg</td> </tr> <tr> <td>烟酰胺</td> <td>20mg</td> <td>维生素B₆</td> <td>0.4mg</td> </tr> <tr> <td>肌醇</td> <td>20mg</td> <td>维生素B₁₂</td> <td>1.2μg</td> </tr> <tr> <td>咖啡因</td> <td>20mg</td> <td></td> <td></td> </tr> </table>	牛磺酸	50mg	维生素PP	4mg	烟酰胺	20mg	维生素B ₆	0.4mg	肌醇	20mg	维生素B ₁₂	1.2μg	咖啡因	20mg		
牛磺酸	50mg	维生素PP	4mg															
烟酰胺	20mg	维生素B ₆	0.4mg															
肌醇	20mg	维生素B ₁₂	1.2μg															
咖啡因	20mg																	

来源：天猫商城，国金证券研究所

1.2.3 准入壁垒+消费粘性，优势龙头强者恒强

各国对功能性饮品的配方、标示和宣称的功能有严格的监管要求。能量饮料通常含有一定剂量的咖啡因、牛磺酸、人参等功能性成分，过量摄入这些成分可能会导致出现心悸、焦虑、失眠等不良反应，同时其宣称的功能也容易使消费者产生误解，因此能量饮料往往面临比果汁、瓶装水等其他饮料品类更严格的市场监管与准入条例。

为确保产品安全性和功能性，防止虚假宣传，保障消费者权益，许多国家都对包括功能饮料在内的保健食品设定了专门的监管标准。在中国，“蓝帽子”标识是专门用于保健食品的认证标志，代表该产品经过国家食品药品监督管理局的审查、具有特定的功能声明。但申请“蓝帽子”一般需要花费3-5年，且需要通过各种实验认证和原料检测鉴定，时间久且获批准，这在无形中增加了企业的研发和合规成本。

在欧洲，能量饮料受到欧盟食品安全局（EFSA）的监管，对于声称健康功能的饮料，必须通过EFSA的审核。在加拿大，如果能量饮料含有草药提取物等天然保健成分并声称具有特定的健康功能，需要申请天然健康产品（NHP）注册，并接受严格的审批和监管程序，才能获得产品许可证；同时加拿大规定单份量允许的最大咖啡因含量为180毫克，对含有咖啡因的能量饮料标签有英法双语要求，2023年底，因在咖啡因含量和标签规定方面存在不合要求的情况，加拿大食品检验局宣布对包含红牛、Monster在内的45个能量饮料品牌进行紧急召回。

差异化的准则使得企业出海面临挑战，准确解读各国食品监管等条例至关重要。在征税方面，不少国家也对能量饮料有额外要求。例如在沙特阿拉伯，加糖饮料被征收50%的消费税，但能量饮料却征收100%的消费税。同时，部分国家能量饮料也有着更严格的关税征收要求，马尔代夫对能量饮料征收MVR33.64/L（\$2.18）的进口关税，而软饮料只按照MVR4.60/L（\$0.30）的标准征收。在成分监管方面，各国尤其强化对咖啡因和其他功能性添加剂的含量进行控制，不断更新调整的规定也会增加企业的制造成本和质检费用。严格的市场监管使得能量饮料具备一定的生产壁垒。

图表9：部分国家对能量饮料的功能性成分含量有严格的限制要求

成分	地区	含量要求
咖啡因	加拿大	每个单份容器（500毫升）的咖啡因最大含量不得超过180毫克
	荷兰	咖啡因含量不能超过35毫克/100毫升的标准
	挪威	2020年1月1日起出台了32毫克/100毫升的咖啡因含量限值
其他功能性成分	秘鲁	对在能量饮料中使用左旋肉碱提出了质疑

部分市场限制或禁止人参和某些其他植物成分在食品中的使用

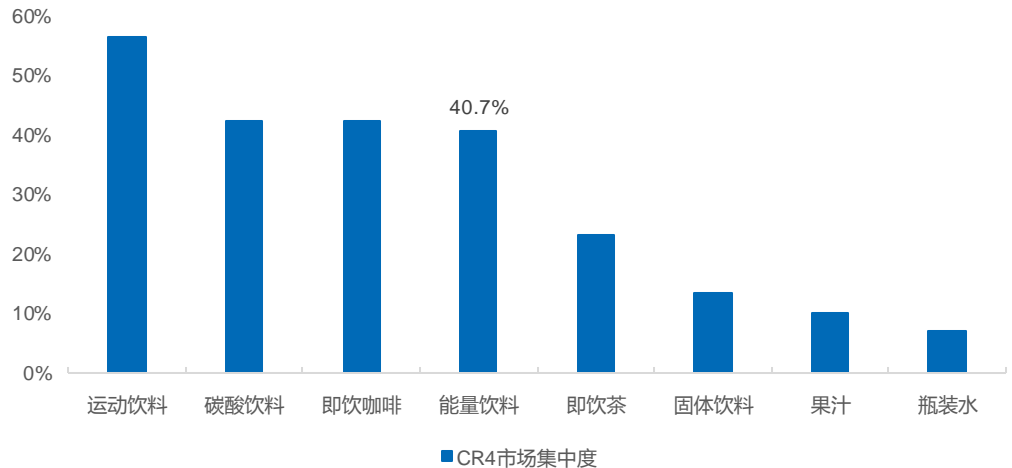
来源：Monster公司年报，国金证券研究所

能量饮料具备成瘾性、复购频次高、消费者更忠于单一品牌。能量饮料中的咖啡因是导致成瘾性的主要因素，长期大量摄入会导致机体对其产生依赖，消费者在感到疲劳或精神低迷时容易产生再次饮用的欲望，从而形成持续的消费习惯，具有较强成瘾性。基于此，消费者通常会选择自己信任的品牌，以减少功能失效的风险。



龙头率先突破前述市场准入等严苛限制，进入到海外新兴市场，同时辅以久经市场验证的产品力和强大的品牌营销能力，能够以点带面实现快速扩张。2023 年全球能量饮料市场的 CR4 市场集中度为 40.7%，远高于即饮茶、果汁、瓶装水等品类，和目前市场已发展较成熟的碳酸饮料、即饮咖啡保持相似水平。

图表10：2023 年全球能量饮料 CR4 市场集中度较高



来源：欧睿，国金证券研究所（注：以销量计市占率）

二、能量饮料企业出海都做对了什么？

2.1 复盘红牛：抢占先机推动市场变革

2.1.1 全球化历程复盘：创造饮料新品类，引领全球发展

1976-1991 年：1976 年泰国华人许书标创立“Krating Daeng”（意为“红牛”）能量饮料，内含咖啡因、牛磺酸等物质，经济实惠又兼具提神醒脑的功效，深受泰国司机和工人群体的追捧。1982 年，奥地利商人迪特里希·马特希茨造访泰国，看到了能量饮料的商机，1984 年，他和许书标组建合资公司 Red Bull GmbH，并对产品的包装和口味进行调整，去掉了一些成分并添加碳酸丰富口感，以更好适应国际需求。

1987 年第一罐红牛能量饮料在奥地利正式推出，标志着红牛品牌走向全球化。同时，红牛开始与极限运动结合，1988 年红牛首次赞助了山地极限运动大赛，并推广品牌口号“Red Bull Gives You Wings”（红牛给你翅膀），传递活力、冒险和突破极限的精神，形成独特的品牌文化，并成为一种生活方式的象征。

1992-1994 年：奥地利红牛采用“小规模市场验证”策略，通过口碑效应在欧洲逐步推广。红牛于 1994 年 3 月进入德国市场。据美联社报道，仅用 3 个月时间，它已经占据了当地运动饮料市场的 1/4，领先于佳得乐，同年红牛也在英国推出。在欧洲市场红牛的定价高于普通饮料，凸显“高端功能性”的独特定位。

1995-2000 年：红牛继续向全球拓展。1995 年红牛正式进入中国市场，在渠道端争取“逢店必进”和产品高曝光，在品牌端打出著名广告语“渴了喝红牛、困了累了更要喝红牛”，并加强跨界营销，现身于各类运动赛事，宣传品牌理念，迅速成为中国功能性饮料市场的领头羊。到 2015 年中国红牛的年销量达到 55 亿罐，一度占据了我国功能饮料市场 80% 的份额，年销售额达到数百亿元人民币。

90 年代后期红牛在东南亚市场重新推出品牌，采取本地化的营销策略。在泰国，红牛使用了本地化品牌名称“Krating Daeng”，并采用玻璃品包装，以亲民的价格吸引中低收入阶层的消费者，尤其受到卡车司机和重体力劳动者群体的欢迎。



图表11: 奥地利红牛的包装更加时尚精致 (左泰国版, 右奥地利红牛)



来源: 亚马逊, 红牛官网, 国金证券研究所

1997年红牛进入美国市场, 在美国采用了“游击营销”策略, 通过赠饮活动和赞助赛事等形式广泛渗透进大学校园、音乐节和体育赛事等场景, 培养品牌知名度, 与年轻人紧密联系。不仅如此, 红牛通过与夜店文化的紧密结合, 创造了“红牛鸡尾酒”(Red Bull and Vodka), 进一步扩大了品牌在年轻消费群体中的影响力。

渠道分销上, 红牛采用了非传统的分销模式, 不是通过大型零售商直接进入市场, 而是通过与小型分销商合作, 将产品送到酒吧、俱乐部、健身房等地方, 更快接触目标市场, 并单独成立了一家分销公司 Red Bull North America, 实行专用单一的品牌分销网络。进入美国市场初期, 红牛也面临着一定程度的市场竞争, 但其凭借独特清晰的产品定位、贴近市场的营销策略获得了市场的认可。

图表12: 红牛在美国市场的早期竞品未能对其构成威胁

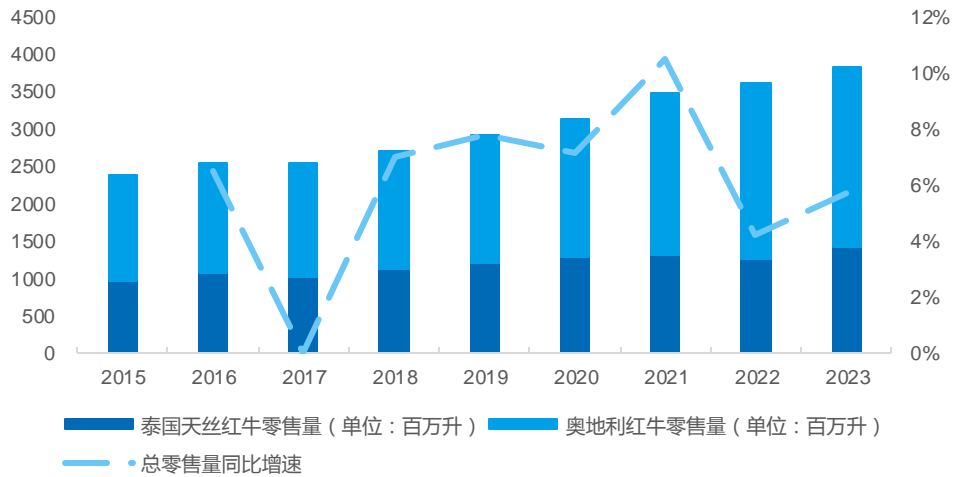
竞品品牌	产品特点	未能构成威胁的原因
Jolt Cola (1985)	主打高咖啡因和高糖分, 比普通可乐含有两倍的咖啡因。	1) 虽然定位年轻人和熬夜工作者, 但因为品牌调性过于小众, 并未成为主流市场的竞争者。 2) 与红牛相比, 更接近于碳酸饮料, 而非功能性饮料。
Lipovitan-D (1960年代开始)	来自日本的早期功能饮料, 以牛磺酸和维生素成分为主。	在美国仅有有限的亚裔消费群体知晓, 市场覆盖度低, 且口味、包装难以吸引主流消费者。

来源: Coursesidekick, Historyoasis, 国金证券研究所

2000年-至今: 红牛先后进入南非、巴西、中东等市场。到2008年红牛全球销售额达到33.2亿欧元(42.8亿美元), 销量接近40亿罐, 成为全球最大的能量饮料品牌。红牛在全球范围内持续进行产品创新, 并不断深化其在极限运动、音乐等领域的品牌影响力。2023年, 世界范围内共售出121.38亿罐奥地利红牛, 同比增长4.8%; 集团营业额从96.84亿欧元增长至105.54亿欧元, 实现9%的增幅。



图表13: 红牛 2015-2023 年全球零售量实现中高个位数增长

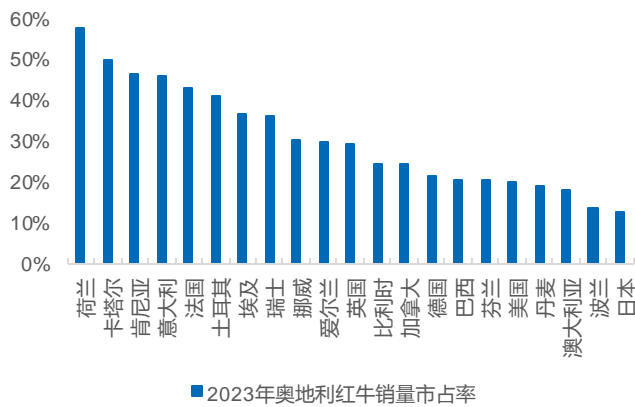


来源: 欧睿, 国金证券研究所

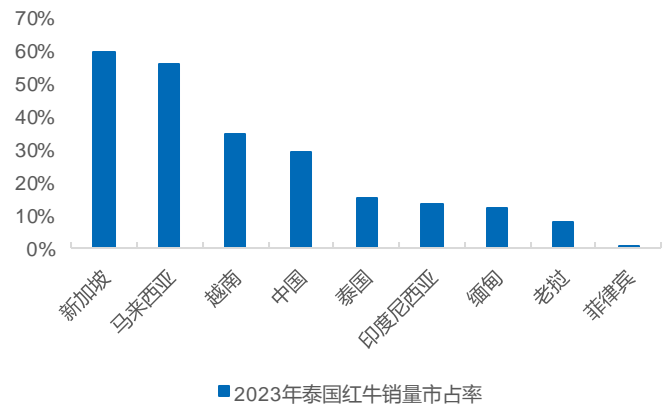
2.1.2 为什么红牛出海能够取得成功?

目前红牛已成为全球最大的能量饮料品牌, 占据全球销量第一和销售额第一的宝座。就海外市场来看, 奥地利红牛主要聚焦欧洲和美洲进行市场拓展, 在荷兰、法国等国家市占率第一; 天丝红牛则重点拓展中国和东南亚市场, 在马来西亚、新加坡等地区保持绝对优势。

图表14: 奥地利红牛在欧洲、中东市场占据优势



图表15: 泰国天丝红牛聚焦中国和东南亚市场



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

■ 创造饮料新类别, 抢占市场先机

红牛作为功能性饮料的先驱, 通过创新产品定位使得其与传统饮料品类区隔开来。作为第一个正式推出“能量饮料”概念的品牌, 红牛填补了市场空白, 在全球范围内几乎没有竞争对手, 具有显著的先发优势。凭借“咖啡因+牛磺酸”这一独特的成分组合, 红牛兼顾口感和功能性, 通过大量广告营销吸引消费者尝鲜, 掀起了能量饮料的消费热潮。

■ 强大的品牌营销策略, 打造品牌生态系统

在能量饮料发展初期, 消费者对其功能性、适用场景并不熟悉, 因此红牛还推出一系列场景式营销活动进行消费者教育。在全球化拓展进程中, 红牛提出“Red Bull Gives You Wings” (红牛给你翅膀) 广告语, 充分展示品牌形象。在中国, 也有类似“渴了喝红牛、困了累了更要喝红牛”, “你的能量超乎你想象”等广为传颂的广告词, 产品功能性深入人心, 成功塑造了能量饮料的市场认知。

红牛注重品牌与年轻人的活力、主流的文化追求贴合。在早期市场开拓阶段, 红牛有时会竖起前卫的涂鸦风格的广告牌, 以吸引年轻群体。同时, 红牛活跃在音乐节、校园活动和体育赛事, 组织各种试饮活动, 渗透到年轻人日常生活的各类场景, 增加了品牌触达的广



度和深度。

通过多年的精耕细作，红牛成功将品牌与极限运动和冒险精神紧密结合，长期赞助和组织极限运动赛事，如红牛特技飞行大赛、红牛世界悬崖跳水巡回赛、红牛坠山赛等。2004年底，红牛赛车队创立，并参与到一级方程式赛车（F1）赛事中。这些极巨视觉冲击力的活动吸引了全球年轻人，也强化了红牛挑战、超越自我的品牌形象。

红牛的品牌营销不仅局限于传统广告，而是通过内容创作和故事讲述直接吸引受众。红牛在全球拥有自己的媒体播放平台 Red Bull TV，不仅播放运动赛事，还涵盖音乐表演、电影纪录片等内容，建立了巨大的品牌生态系统，将消费者注意力从单纯的产品广告转向品牌故事和生活方式，增强品牌认知度和品牌黏性。

图表16: 红牛积极参与到运动和音乐领域相关活动中

领域	活动	相关图片
运动	2004年底，创建红牛赛车队（Oracle Red Bull Racing），并参与到一级方程式赛车（F1）赛事中；每三年举办一届 Red Bull Illume 全球极限运动摄影大赛；以及红牛 Rampage 自由骑行自行车赛，红牛特技飞行大赛，红牛世界悬崖跳水巡回赛，红牛 Hardline 山地自行车比赛等。	
音乐	1) 红牛音乐学院（Red Bull Music Academy）：红牛通过其音乐平台“红牛音乐学院”支持全球各类音乐艺术家。 2) 对音乐节的赞助。红牛音乐合作较为多样化，并不局限于某一类型的音乐风格。电子音乐节以及综合性大型音乐节均有覆盖。	

来源：红牛官网，国金证券研究所

■ 重视分销网络布局，抢占关键销售渠道

红牛在进入全球市场时，根据不同地区的消费习惯和特点，采取本土化的渠道策略切入。

欧洲市场：在商超主导背景下，红牛强化与 d 大份额销合作。红牛在欧洲市场的扩展首先瞄准大型商超，满足家庭采购和大批量购买需求，进而渗透各大城市的零售渠道，并加强与本地大型分销商合作，如与 Lekkerland 构建分销网络，实现快速广泛铺货。

美国市场：早期从酒吧、俱乐部等渠道切入。美国酒吧文化盛行，酒吧、夜店等场所年轻人集聚，且夜生活习惯带来较大的精力消耗，红牛在这类场所实现针对性分销，积累一定口碑和市场认知。中后期红牛通过自建的红牛北美分销公司（Red Bull North America）控制美国的主要市场，主要渠道也转向便利店、商超和加油站，其中便利店成为红牛在美国最为主流的销售渠道，其便捷性和覆盖广泛度能及时满足消费者需求。

中国市场：与本土华彬集团合作，从 0-1 培育消费习惯。基于中国传统零售渠道较为分散、消费者尚未具备对能量饮料的品类认知，红牛早期渠道建设效果不明显。后续依托华彬集团的资源大规模投放广告，从零开始教育消费群体，进而打开中国市场。2000 年基本站稳脚跟后，针对下沉市场网点分散的特征，红牛业务员深入每一个零售终端，铺货量从小做起，但保证显眼的陈列位置，争取更多的品牌曝光。随后产品迅速覆盖了一二线城市的小型杂货店、便利店乃至商超渠道，推动了红牛在中国市场的崛起。



图表17: 红牛北美分销公司通过具有特色的分销车实现精准分销



来源: 红牛公司官网, 国金证券研究所

■ 产品持续创新, 本土化推新口味

红牛注重产品和品牌形象的本地化, 进入不同市场时根据当地经济条件、消费习惯和文化差异不断进行产品创新。

- 1) 配料: 为了适应全球范围内的健康消费趋势, 2003 年红牛推出了无糖版本 (Red Bull Sugarfree), 丰富红牛产品线。
- 2) 包装: 红牛进入西方市场时, 将传统玻璃瓶包装改为更加时尚的蓝银色铝罐, 营销出高端和时尚的感觉。
- 3) 口味: 为满足消费者的多样化需求, 红牛推出了不同的口味系列, 如 Red Bull Editions 系列, 包括蓝莓、柑橘、热带水果等不同风味。在全球化市场扩展中, 红牛也有推出一些本地化创新口味, 如日本的限量版樱花口味, 较好的融合当地文化、有效提升品牌形象。

图表18: 红牛推出不同口味的产品



来源: 红牛公司官网, 国金证券研究所

2.2 复盘 Monster: 精准营销驱动后来者破局

2.2.1 发展历程复盘: 品牌定位差异化, 借力巨头引领潮流

2002 年之前: 专注天然果汁, 试水能量饮料。汉森公司 (Hansen Natural Company) 是一家创立于 1930 年的果汁厂, 为怪物能量饮料公司 (Monster Beverage Corporation) 的前身。1997 年公司推出首款碳酸能量饮料 Hansen' s Energy Drink, 但由于包装和口感等较为相似, 未能与当时已进入市场的红牛品牌竞争。

2002-2007 年: 2002 年, 汉森公司将旗下的能量饮料品牌改名为 Monster, 从品牌名、品牌 LOGO, 到产品包装、容量、定位、客群进行了全方位的改变, 并再次推出 Monster 能量饮料。最初 Monster 以其大容量的罐装包装 (16 盎司) 和强烈的口感、狂野激进且极具视觉冲击力的品牌标识与红牛等竞品形成鲜明差异。2005 年 Monster 在美国本土市场取得快速增长, 尤其是在年轻群体、极限运动爱好者与夜生活消费者中受到欢迎。

2008-2014 年: Monster 与可口可乐达成全球分销协议, 借助可口可乐的广泛分销网络, Monster 开始国际化扩展, 持续推出新品。后续还与多国签署分销协议, 先后进入欧洲、澳

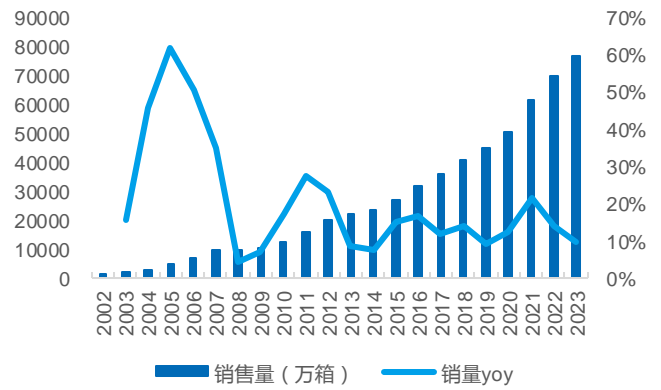
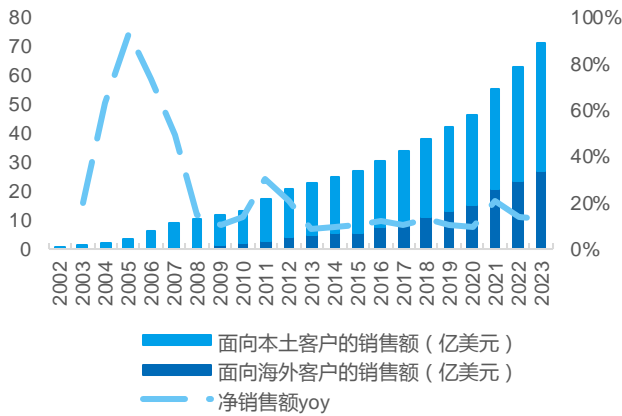


洲、拉丁美洲、亚洲和中东市场。Monster 通过赞助极限运动和当地各类体育赛事，并在音乐节、夜店等进行场景营销，将品牌打造成年轻人喜爱的时尚符号，凭借大包装和多样化产品线吸引更多消费者，不断扩大品牌知名度。2012 年，汉森公司更名为现在的怪物饮料 (Monster Beverage Corporation)。

2015 年至今：Monster 深化与可口可乐的全球合作并达成协议，用公司非能量饮料品牌置换可口可乐的能量饮料品牌，并出售自身 16.7% 的股份给可口可乐。Monster 与饮料巨头可口可乐联手，进一步依赖其全球分销网络，持续深耕全球市场，国际扩展更加迅速，海外影响力不断提升。2007 年 Monster 海外销售额占比不到 6%，到 2023 年海外占比已达 38%。在可口可乐的助力下，Monster 全球总销量快速增长，2023 年共销售约 7.7 亿箱，2015-2023 年销量年复合增长率达 13.7%。

图表19: Monster Beverage 的收入持续增长且海外销售规模不断扩张

图表20: Monster 能量饮料的全球销量快速增长



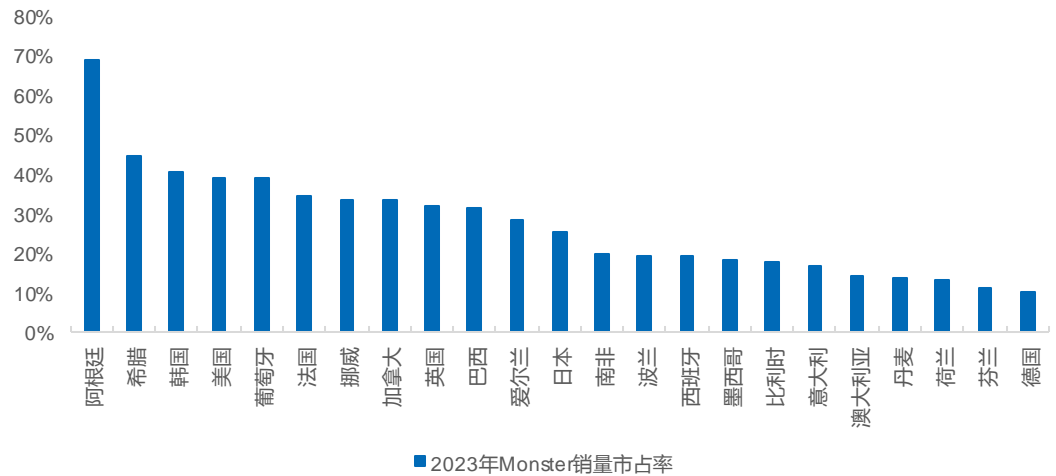
来源：Monster 公司年报，国金证券研究所（注：2006 年公司开始披露面向海外客户的净销售额）

来源：Monster 公司年报，国金证券研究所

2.2.2 为什么 Monster 出海能够迅速取得成功？

2023 年，Monster 在全球能量饮料市场的份额已达 14.9%，公司的能量饮料产品已进入约 158 个国家和地区，国际市场已成为其持续增长的重要动力。其中，Monster 在阿根廷、希腊、葡萄牙、挪威、加拿大、英国、巴西、日本、南非等市场的销量市占率为当地第一，均在 20% 以上。

图表21: Monster 在多个国家成为当地能量饮料销量市占率第一的品牌



来源：欧睿，国金证券研究所



■ 差异化营销战略

Monster 通过独特的品牌定位与市场营销策略，形成了差异化的竞争优势，尤其在多数区域超越红牛更是凭借自身独特的卖点优势。

品牌形象: Monster 通过与摇滚、重金属音乐、极限运动等文化和赛事合作，塑造了一种叛逆、酷炫、狂野、充满力量的形象，成为一种个性符号和生活方式的象征。

营销策略: Monster 的营销策略更加狂野，其目标群体偏向于张扬个性、追求极限体验的年轻人。通过深耕特定的亚文化圈子，如赞助摩托越野、滑板赛事和摇滚音乐节等，与更加小众、带有反主流文化特质的活动合作，Monster 赢得了一批忠实且高黏性的消费者。

包装规格: Monster 的罐装设计风格也显著区别于其他品牌，采用醒目的 M 字爪痕 logo 和黑绿配色形成强烈的视觉冲击力，极具辨识度，包装酷炫，品牌特征鲜明。同时采用大容量包装（16 盎司罐装），相比 Red Bull 的 8.4 盎司提供更多的饮用量。

定价: Monster 以性价比为卖点，吸引更广泛的消费群体。Monster 单罐的定价与红牛等竞品接近，但其容量约为红牛的两倍，性价比更高。

■ 产品矩阵更为丰富

Monster 的产品多样化是其进入全球市场并成功适应不同消费者需求的核心竞争力之一。自 2002 年公司推出经典款式 Monster Energy 之后，公司通过与其他软饮结合、添加新成分等不断推出新口味和子品牌，丰富产品矩阵。目前 Monster 除了经典系列外，主要有 Ultra、Java、Juice 和 Rehab 几个系列，以满足不同消费者的口味和需求。

图表22: Monster 具有丰富的产品矩阵

产品 logo	Monster Energy	Monster Energy Ultra	Java Monster	Juice Monster	Rehab Monster
产品图片					
系列名称	Monster Energy	Monster Energy Ultra	Java Monster	Juice Monster	Rehab Monster
产品特色	经典系列，后推出了 Low Carb, Absolutely Zero 和高端版本 Import, 有多种水果口味选择。	显著减少了糖分和卡路里含量，面向寻求低糖或无糖选择的消费者。	Monster+咖啡，满足咖啡爱好者对补充能量的需求。	Monster+果汁，具有热带水果风味。还推出了 Punch 鸡尾酒系列，兼顾碳酸饮料口感与补充能量的功能。	Monster+茶+柠檬，主打解渴和提神的双重功能。实行非碳酸配方，每罐不超过 25 卡路里含量。

来源: Monster 公司官网, 国金证券研究所

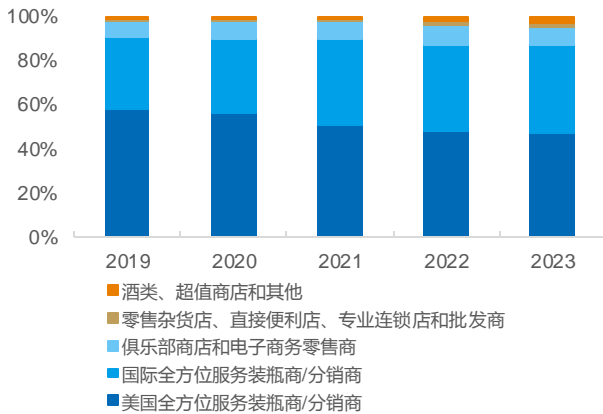
■ 渠道背靠可口可乐巨头

与本地经销商合作，因地制宜拓展市场。在 Monster 的早期扩张中，集团曾与美国本土、墨西哥、澳大利亚、韩国、日本地区经销商签订分销协议，成功进入当地市场。例如，2006 年，汉森公司与美国领先的啤酒酿造商 Anheuser-Busch 达成分销合作，使其能量饮料在美国的渗透率进一步扩大；2008 年汉森公司与墨西哥著名饮料生产分销商 Grupo Jumex 签署分销协议，实现墨西哥市场的迅速铺货，覆盖主要零售渠道。在日本，汉森集团与当地最大饮料品牌之一朝日饮料(Asahi)签订分销协议，迅速抢占市场成为份额第一。早期与本地经销商的合作为 Monster 的全球扩张奠定了一定基础。

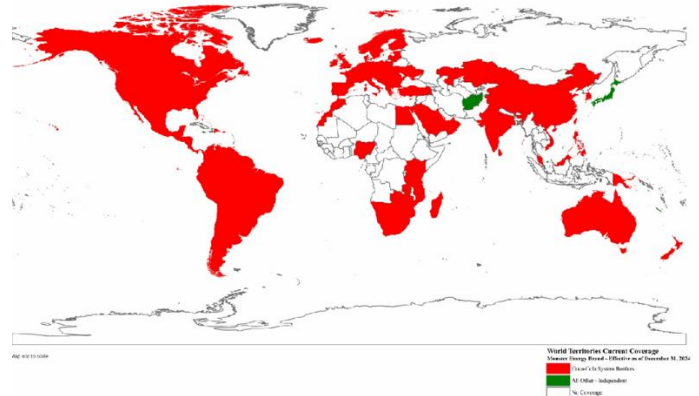
可口可乐的渠道加持，助力全国化加速扩张。在 2008 年，Monster 与可口可乐达成全球分销协议，一些地区的可口可乐瓶装商会负责当地 Monster 饮料的分销，可口可乐的广泛分销网络减少了 Monster 国际化拓展初期的阻力。在 2014 年，Monster 与可口可乐合作深化，公司收购了可口可乐旗下的能量饮料品牌补充业务线，并剥离了自身非能饮业务，厘清了二者的产品布局，使得 Monster 更加专注能量饮料赛道，同时 Monster 进一步凭借可口可乐庞大的全球分销网络迅速进入新市场，尤其是此前难以渗透的亚洲、非洲和南美洲等区域。通过可口可乐的渠道资源，Monster 产品进入更多零售终端，覆盖包括超市、便利店、加油站等多种零售场景，避免了建立全新分销渠道的高成本和复杂性。到 2024 年底，Monster 已在 142 个国家和地区进行分销，海外市场迅速发展。



图表23: Monster 依赖可口可乐实行装瓶商主导的分销网络



图表24: Monster 通过可口可乐进行全球分销



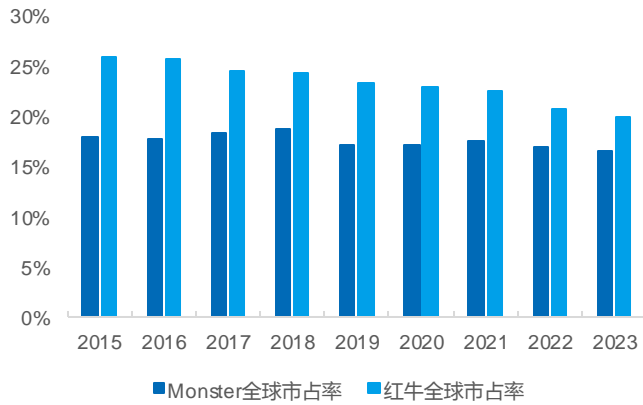
来源: Monster 公司年报, 国金证券研究所

来源: Monster 公司公告, 国金证券研究所

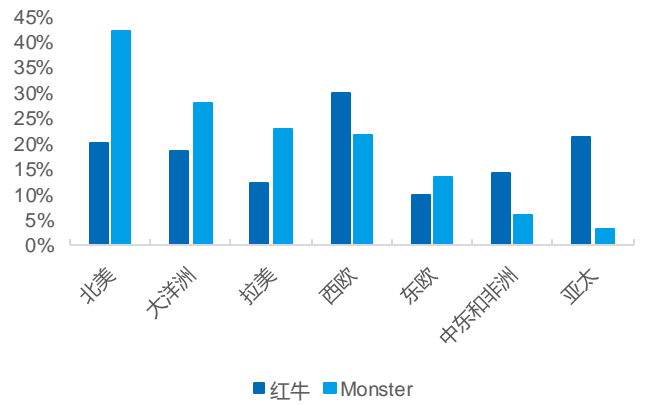
2.3 红牛与 Monster 对比: 定位各有侧重, 培育优势市场

就全球范围来看, 目前 Monster 能量饮料零售量已超过奥地利红牛, 但在泰国天丝红牛的加持下, 红牛总品牌仍保持着全球市占率第一。分区域来看, Monster 在北美、拉丁美洲和大洋洲的布局较为成功, 而亚太地区、中东和非洲以及西欧仍是红牛的优势区域。凭借 Monster 在美国市场的强势布局, 在 2009 年, Monster 反超红牛成为美国能量饮料行业市占率第一的品牌, 之后一直保持相对领先的态势。

图表25: Monster 与红牛的销量市占率差距逐步缩小



图表26: Monster 在美洲、大洋洲销量市占率高于红牛



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表27: 红牛与 Monster 的品牌对比

品牌名称	红牛	Monster
品牌形象	高端、精致、活力	狂野、叛逆、贴近年轻文化 (多元化与个性化主导)
目标市场	需要提神的都市白领、高消费群体	大众年轻人 (青少年、极限运动爱好者、学生等)
产品线	产品线较窄, 主要是经典和少数口味变化	丰富, 涵盖多种功能性饮料
价格策略	高价高端定位	经济实惠, 性价比高
分销网络	分销网络强, 但在部分地区覆盖不足	与可口可乐合作, 分销渠道广泛



品牌名称	红牛	Monster
营销策略	与极限运动深度绑定，重点赞助滑雪、悬崖跳水、自行车赛事等；赞助各风格音乐活动，覆盖多元化的音乐受众。	营销更加狂野，极限运动上偏爱赛车运动，尤其是超级越野摩托车赛（Supercross）；在格斗运动领域的赞助也非常强势，包括与UFC（终极格斗冠军赛）的合作；音乐方面，侧重于赞助摇滚和重金属音乐节，突出与摇滚文化的紧密联系。

来源：红牛官网、Monster 官网，国金证券研究所

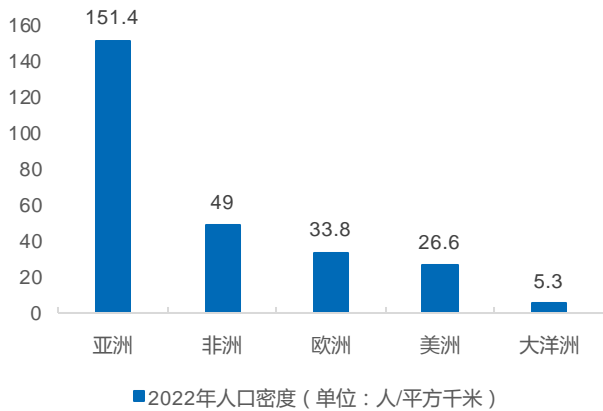
三、当下能量饮料品牌出海的市场机会：可聚焦亚太

3.1 为什么亚太地区是能量饮料品牌出海的好选择？

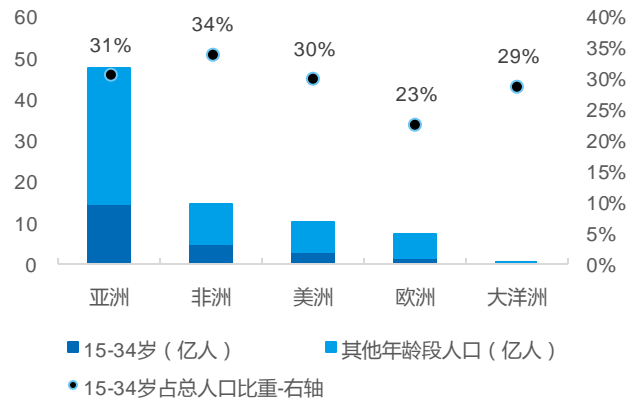
亚太地区人口密集，市场潜力大。亚太地区多为发展中国家、人口密度大、年轻人占比高，根据联合国数据，2022年亚洲平均人口密度达151.4人/平方千米，其中东南亚达153.9人/平方千米，远高于世界其他地区。2023年亚洲15-34岁年轻人口占总人口比重达30.7%，高于欧洲（22.8%）、美洲（30.0%）这些能量饮料市场发展相对成熟的地区，其中东南亚年轻人口占比达45.6%。

同时伴随着产业结构转移，亚太地区经济增速快，产业结构较为粗放，第一、二产业占比高，经济发展多依赖低成本劳动力，重体力劳动者占总就业人口比重高，2022年东南亚重体力劳动者占总就业人口的比重达52.7%，庞大且精准的能量饮料目标群体为市场扩容创造空间。

图表28：亚洲人口密度最高



图表29：亚洲具有明显的年轻人口红利



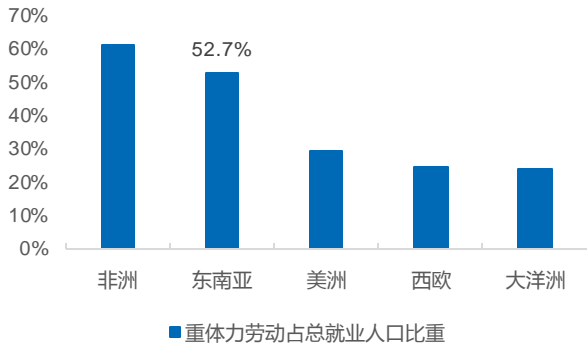
来源：联合国人口司，国金证券研究所

来源：联合国人口司，国金证券研究所

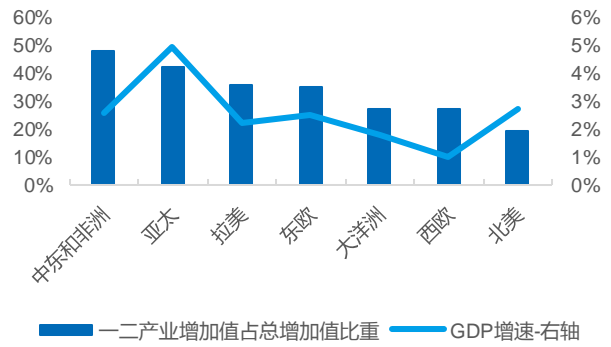
能量饮料品类认知度高，具备一定的消费者基础。20世纪90年代，红牛率先进入亚太市场，采取“功能教育+场景渗透”的双轨策略进行消费者教育，一方面通过“困了累了喝红牛”等具象化广告语，将能量饮料与抗疲劳功能强关联；另一方面深度绑定卡车司机、夜班工人等重度需求群体，在加油站、便利店等特殊渠道进行精准铺货。这种“功能诉求+场景占领”的营销组合拳，成功塑造了能量饮料的基础认知框架、培养了消费习惯。据欧睿，近十年亚太地区能量饮料消费量复合增速为12%，高于软饮料大盘增速（10%），在红牛的引领下，亚太区域能量饮料市场仍呈现高速发展态势。



图表30: 东南亚地区重体力劳动者占比高



图表31: 亚太地区经济增速快且产业结构较粗放

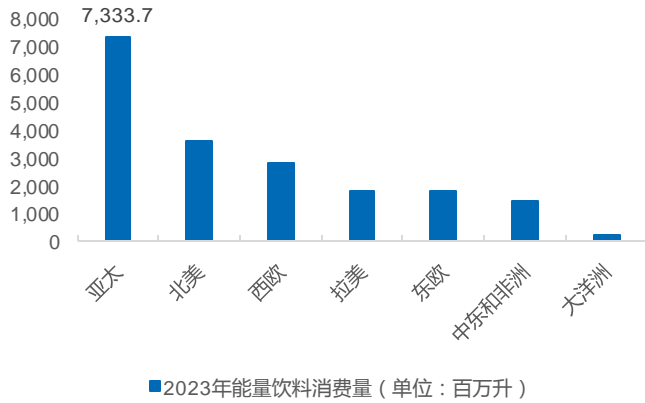


来源: 国际劳工组织 (ILO), 国金证券研究所 (注: 数据为 2022 年, 选取第一、二产业从业人数代表重体力劳动者人数)

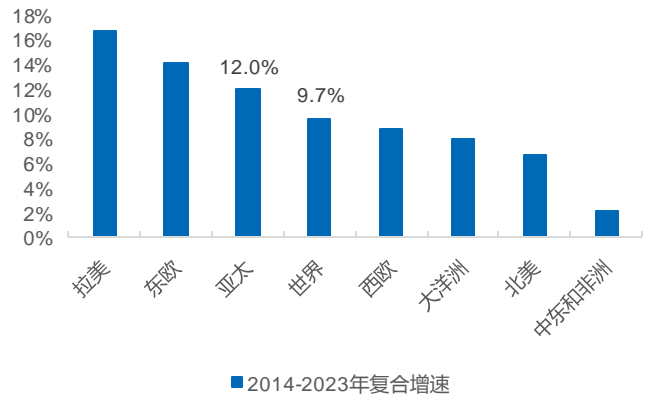
来源: 欧睿, 国金证券研究所

2023 年亚太区域能量饮料总消费量达 73 亿升, 是世界上能量饮料消费最多的地区。近十年来亚太地区能量饮料总消费量及人均消费量不断提升, 复合增速均高于世界平均水平, 消费规模持续扩张。但从量价角度来看, 2023 年亚太地区能量饮料人均消费量仅 1.7 升/人, 不到北美 (9.7 升/人) 等成熟市场的 1/5, 处于较低水平。平均价格也为世界各大区域中最低水平, 单价仅 2.3 美元/升, 亚太能量饮料市场从量价角度仍有广阔的增长空间。

图表32: 2023 年亚太地区能量饮料消费量为世界各区域最高



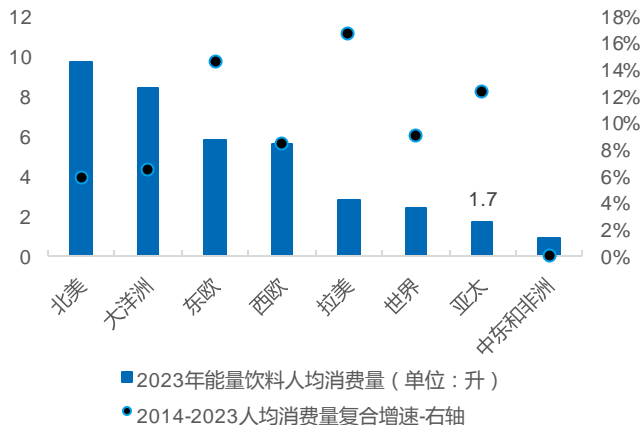
图表33: 2014-2023 年亚太地区能量饮料消费量复合增速高于世界平均水平



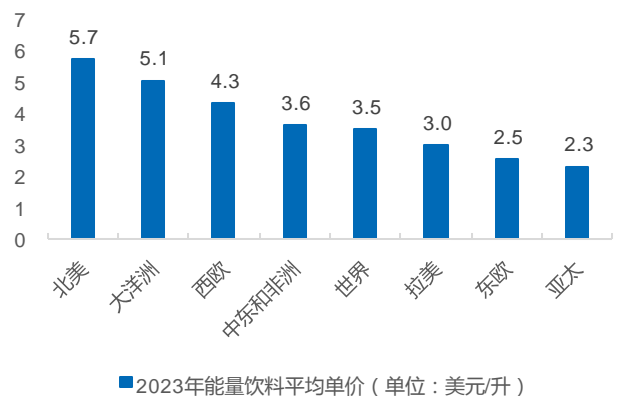
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表34: 亚太地区能量饮料人均消费量偏低



图表35: 亚太地区能量饮料平均单价低于世界其他区域



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

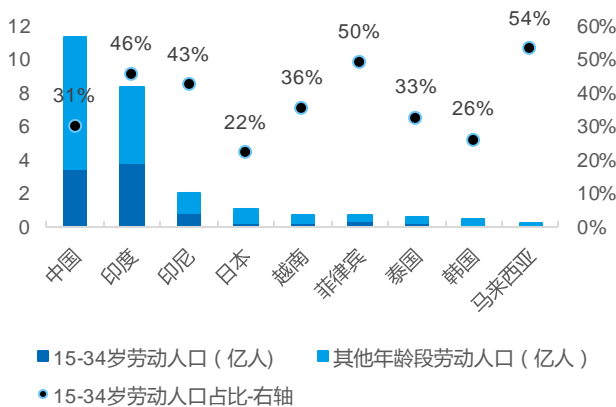


3.2 亚太市场各国发展现状如何？

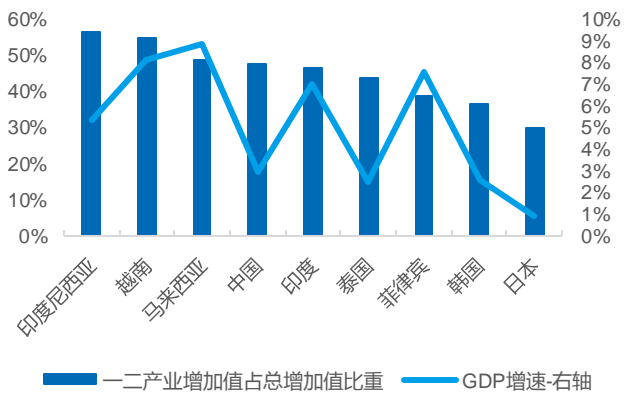
分国家来看，亚太地区除日本和韩国外，多数发展中国家 15-34 岁年轻劳动人口占比都在 30% 以上，同时印尼、越南、马来西亚等国家第一二产业占比尤其高，均在 40% 以上，相对应的重体力劳动人数庞大。综合来看，多数亚太国家对能量饮料有着较高需求。

我们重点研究了除中国外能量饮料消费量最多的五个国家，分别是越南、印度、日本、泰国和印度尼西亚。主要结论如下，1) 印度和印度尼西亚能量饮料市场均处于成长期，目前尚未形成优势龙头，消费者价格敏感度高，可凭借性价比切入。2) 泰国、越南能量饮料人均消费量均较高，更偏成熟市场。但亦有需求细分化机会，可通过差异化战略进入市场。3) 日本市场基本饱和，消费总量近年来有下滑趋势，且当地参与主体众多，竞争激烈，属于亚太区域中较难切入的市场。

图表36：亚太多数国家年轻劳动力占比在 30% 以上



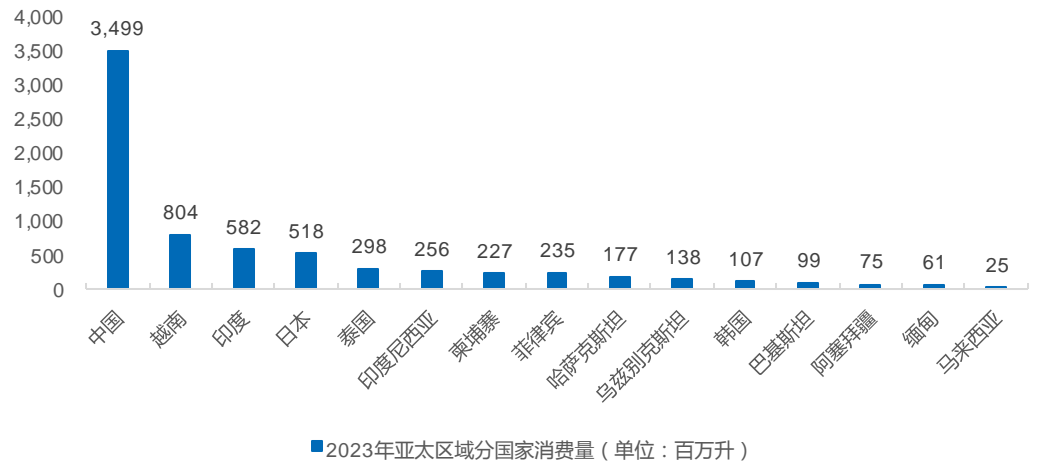
图表37：亚太多数国家第一二产业产比较高



来源：国际劳工组织 (LFS)，国金证券研究所（注：数据时间为 2020 年）

来源：联合国统计司，世界银行，国金证券研究所（注：数据时间为 2022 年）

图表38：越南、印度、日本、泰国和印度尼西亚能量饮料消费量较高



来源：欧睿，国金证券研究所

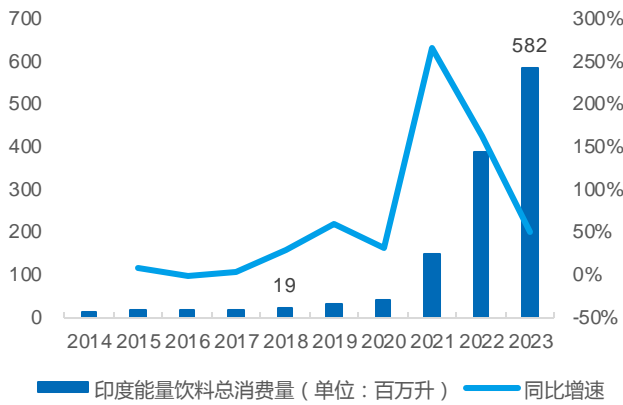
3.2.1 印度、印度尼西亚：市场处于发展初期，价格竞争为主要策略

■ 印度：市场处于起步阶段，Sting 具备绝对领先优势

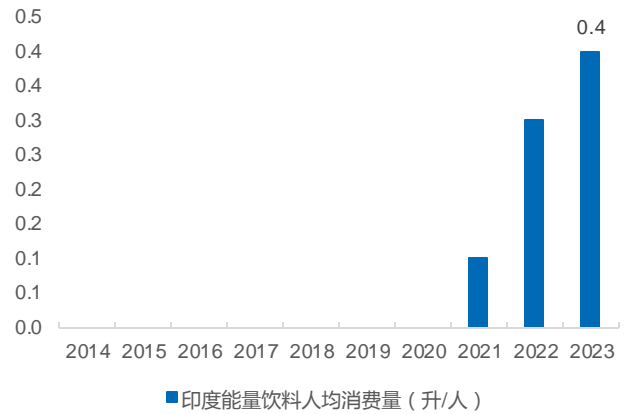
据欧睿，18-23 年印度能量饮料市场呈现爆发式增长，总销量从 0.19 亿升提升至 5.82 亿升。其中 21-22 连续 2 年同比增速超过 150%，2023 年增速相对回落但仍保持 50% 以上增长势头。在此背景下，人均消费量迅速提升，2023 年达到 0.4 升/年，但相较于成熟市场的人均饮用量仍处于低位。目前市场正处在发展初期，在庞大的人口基数支撑下，未来印度市场仍有较大增长空间。



图表39: 印度能量饮料市场总消费量快速增长



图表40: 印度能量饮料人均消费量低

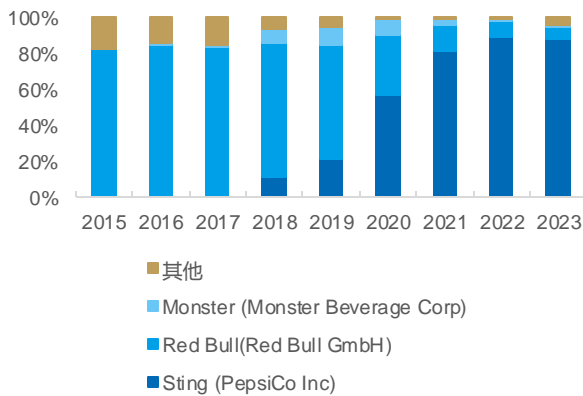


来源: 欧睿, 国金证券研究所

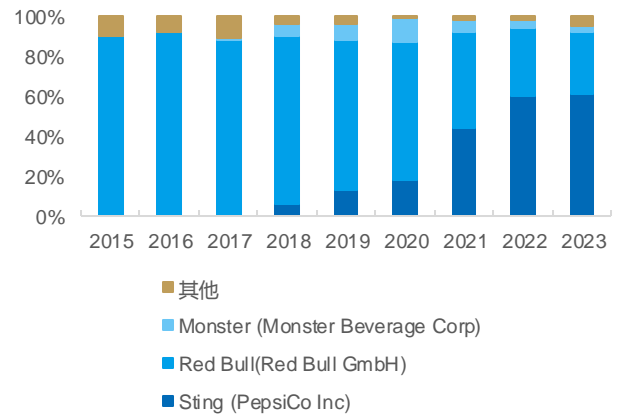
来源: 欧睿, 国金证券研究所

印度市场对价格敏感度高, Sting 凭借性价比抢占大量份额。Sting 是百事可乐旗下的能量饮料品牌, 凭借其低价策略, 迅速切入城乡各零售终端, 迅速获得了大量市场份额。在印度, 瓶装的 sting 250ml 售价为 20 印度卢比 (约合人民币 1.71 元), 而同等容量的红牛却要 115 印度卢比 (约合人民币 9.84 元)。Sting 进入市场后, 显著降低了消费门槛, 也带动了行业快速发展。仅用 2 年的时间, Sting 超过红牛成为当地销量断层第一的品牌, 2023 年销量和销售额市占率分别达到 87.9% 和 61.5%。

图表41: Sting 迅速抢占印度能量饮料市场大量份额 (销量市占率)



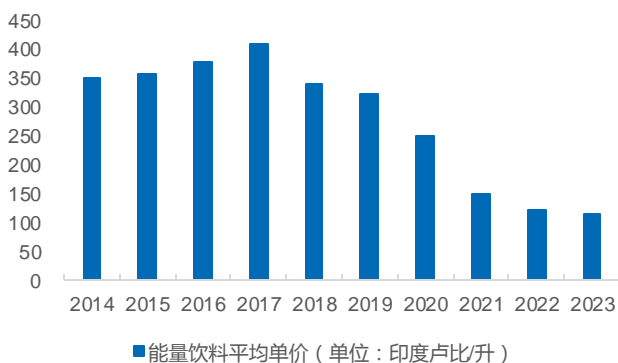
图表42: Sting 迅速抢占印度能量饮料市场大量份额 (销售额市占率)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表43: Sting 入局后印度能量饮料平均单价趋于下降



图表44: 印度市场主要能量饮料产品价格比较

产品名称	产品图片	容量	销售单价 (印度卢比/瓶)
Sting (250 ml, Bottle)		250ml	20
Sting (250 ml, Can)		250ml	22-30
Red Bull		250ml	115
		350ml	145

来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 亚马逊, 国金证券研究所

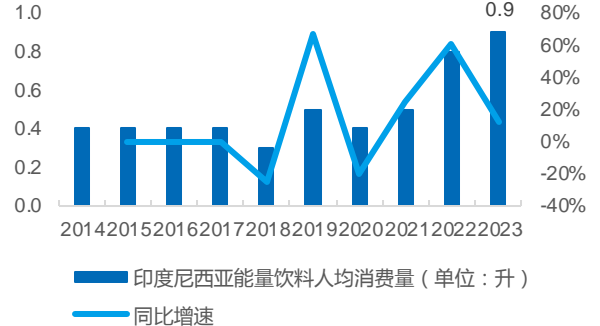
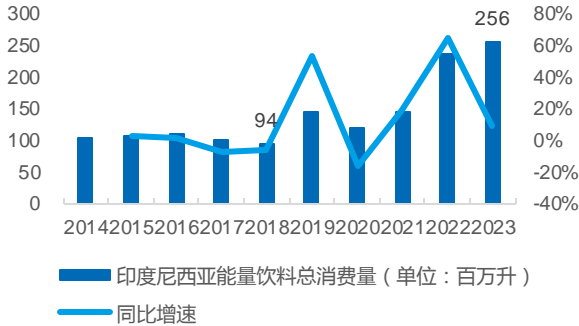


■ 印度尼西亚：市场加速扩容，竞争格局尤为分散

印尼作为东南亚地区人口数量最多的国家，加之年轻劳动力占比高，能量饮料行业具备较大增长潜力。近年印尼市场呈现加速增长态势，18-23年总销量从0.94亿升提升至2.56亿升，年复合增长率达15.4%。但目前人均消费量偏低，2年高增长后仍不到1L/人。

图表45：印度尼西亚能量饮料市场销量21年起快速增长

图表46：印度尼西亚能量饮料人均消费量低于1L/人



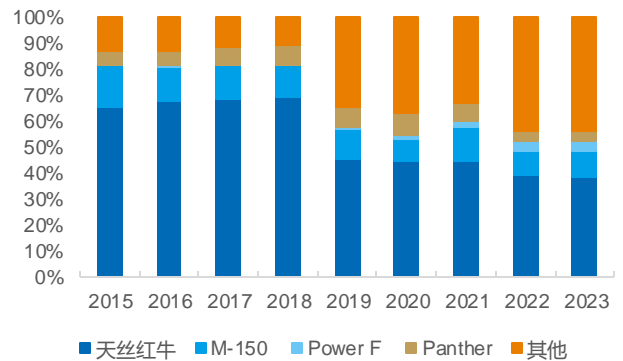
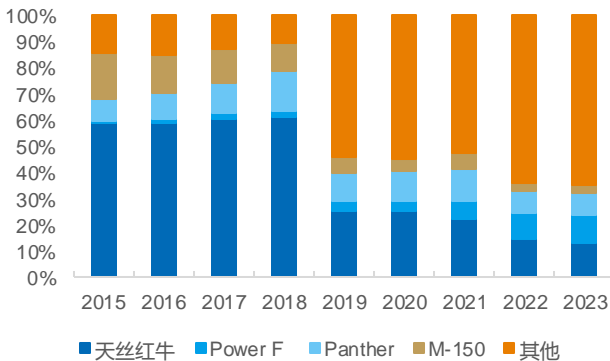
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

竞争格局分散，尚未形成优势龙头。从销量市占率来看，2023年印度尼西亚能量饮料市场龙头品牌泰国天丝红牛销量占比13.6%，市场CR4销量占比仅35.7%，相较于世界平均水平存在显著差距，目前行业集中度偏低。此外，从单价维度来看，市场尚处于依靠价格竞争份额的阶段。行业在19-23年曾出现大幅洗牌，PowerF/Panther/M-150等性价比品牌脱颖而出，显著压缩天丝红牛的市占率。

图表47：印度尼西亚能量饮料市场竞争格局分散（销量市占率）

图表48：印度尼西亚能量饮料市场竞争格局分散（销售额市占率）

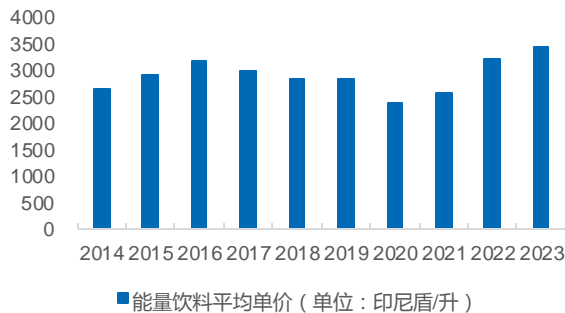


来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

图表49：21年起印度尼西亚能量饮料平均单价略有提升

图表50：印度尼西亚市场主要能量饮料产品价格比较



产品名称	产品图片	产品规格	产品单价 (印尼盾/瓶)
Kratingdaeng Botol		150ml	约5500
Power F Cup Minuman Energy grape		200ml	约1200
M-150		150ml	约5999
Panther Energy Drink-Mix Fruit		175ml	约900

来源：欧睿，国金证券研究所

来源：Tokopedia，国金证券研究所



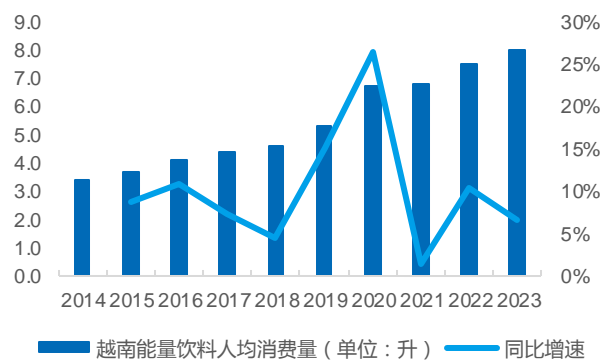
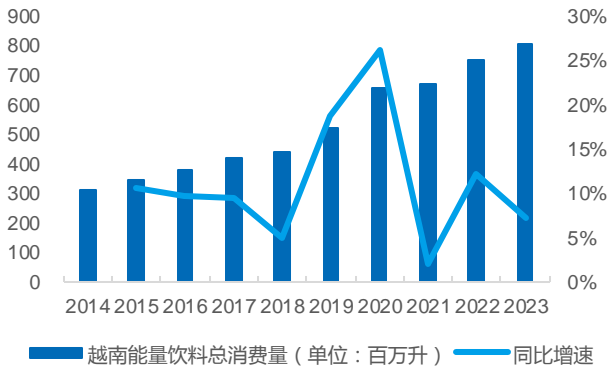
3.2.2 越南、泰国：市场偏向成熟期，消费需求细分化

■ 越南：人均消费量高，市场竞争格局稳定

近 10 年越南能量饮料市场总量实现翻倍增长，2023 年越南人均能量饮料消费量达 8.0 升/人，在整个亚太市场中居于前列，消费者能量饮料消费习惯基本形成。从价格趋势来看，近 10 年来越南能量饮料平均单价不断上升，一方面反映强劲的市场需求，另一方面，也说明市场竞争基本脱离价格战阶段，消费者愿意为高品质的产品付出溢价，高端或差异化产品在市场上占据更大份额。

图表51：14-23 年越南能量饮料市场总消费量持续增长

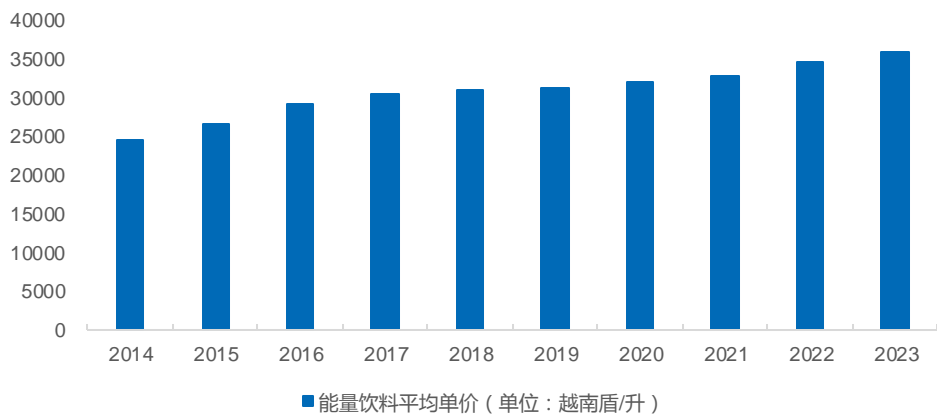
图表52：越南能量饮料市场人均消费量达 8 升/人



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

图表53：14-23 年越南能量饮料平均单价稳中有升



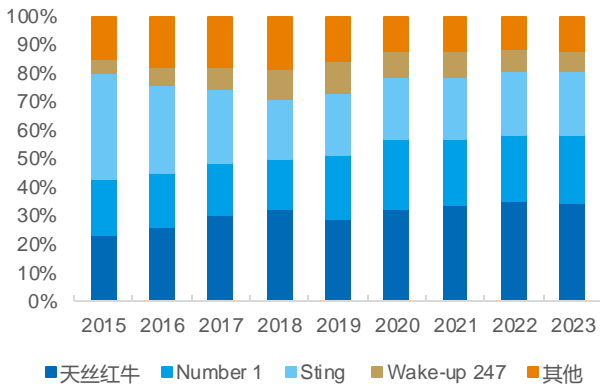
来源：欧睿，国金证券研究所

优势龙头引领市场发展，差异化定位稳固份额。越南能量饮料呈现极高的市场集中度，2023 年 CR4 销量市占率达到 88.1%，销售额市占率 90.4%，其中红牛作为长期优势龙头，销量市占率维持在 30%左右，销售额市占率在 40%左右，引领整个能量饮料市场发展。

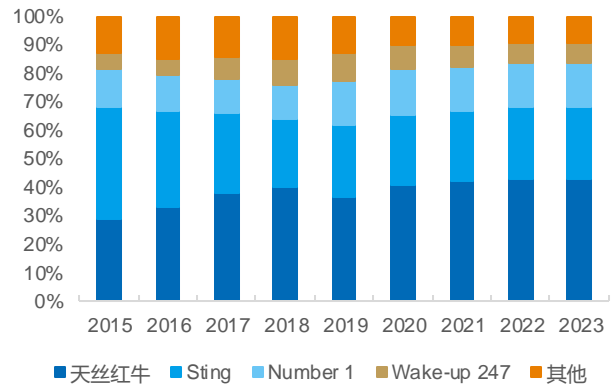
目前，越南市场基本呈现泰国天丝红牛、越南本土品牌 Number 1 和百事可乐旗下 Sting 三分天下的局面，三者定位不同，各自通过差异化战略吸引目标群体抢占市场份额。其中 1) 红牛定价相对较高，针对高端用户群，强调品牌形象。2) Number 1 注重高性价比和功能性，强调低价策略、适合工薪阶层，凭借本土化优势实现广泛覆盖。3) Sting 同样定价相对较低，具有显著价格竞争力，同时通过独特果味和包装时尚吸引年轻消费者，三个品牌不同的市场策略构建了越南市场的多元化竞争格局。



图表54: 越南能量饮料市场集中度高 (销量市占率)



图表55: 越南能量饮料市场集中度高 (销售额市占率)



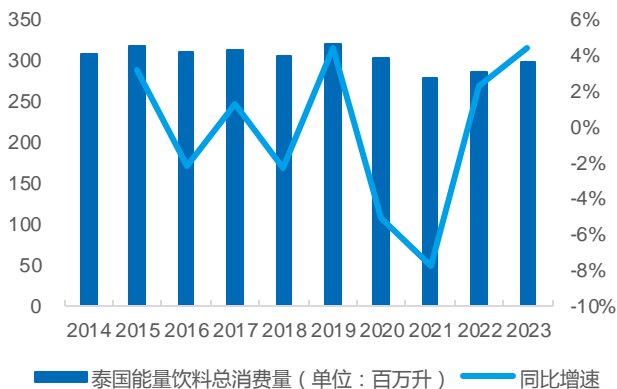
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

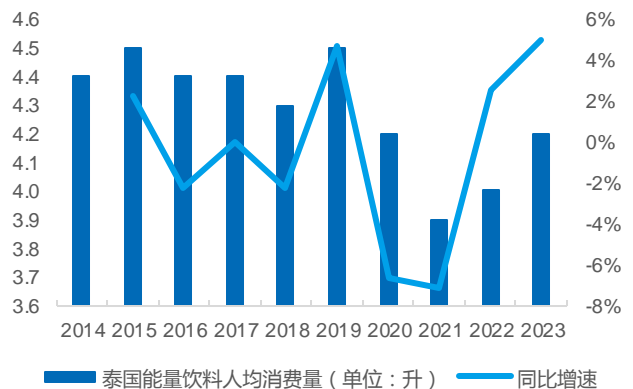
■ 泰国: 能量饮料发源地, 本土品牌主导市场

能量饮料市场起步早, 14-23 年总规模趋于稳定。作为天丝红牛品牌的发源地, 泰国能量饮料行业起步早, 市场发展已进入成熟阶段。受公共卫生事件冲击, 19-21 年泰国能量饮料市场总消费量和人均消费量有所下降, 但 21 年随着经济复苏、行业有所回春, 市场逐步恢复。长期来看, 预计泰国能量饮料市场销量趋于稳定, 人均消费量在 4.0 升/人附近。

图表56: 近 10 年泰国能量饮料市场规模较稳定



图表57: 泰国能量饮料人均消费量约 4.0L/人



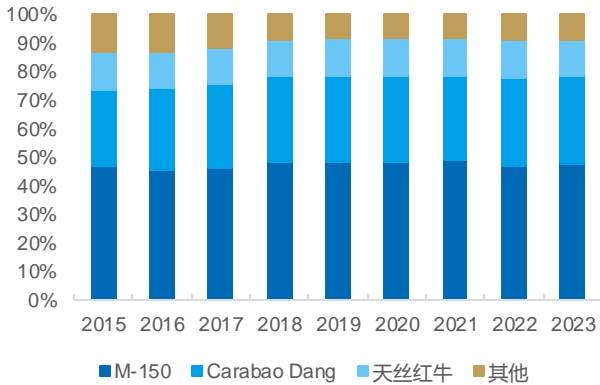
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

本土品牌主导市场, 优势龙头份额稳定。2023 年泰国能量饮料行业龙头 CR2 销量市占率为 78.3%, 销售额市占率达 72.0%, 市场高度集中。龙头本土品牌 M-150 和 Carabao Dang 的销售量市场份额分别稳定在 48%/30% 上下, 市场竞争格局基本稳定。其中 1) M-150 品牌创立时间较早, 主要面向体力劳动者和司机等, 定位较为传统, 凭借长时间的渠道积累, 深度覆盖广泛基层消费群体。2) Carabao Dang 注重品牌营销, 通过与音乐、体育尤其是足球的结合, 受到年轻消费群体的欢迎。随着市场格局基本定型, 行业龙头主导市场后, 泰国能量饮料平均单价逐年稳定提升, 18-23 年能量饮料平均单价从 71.5 泰铢/升提升至 78.5 泰铢/升。

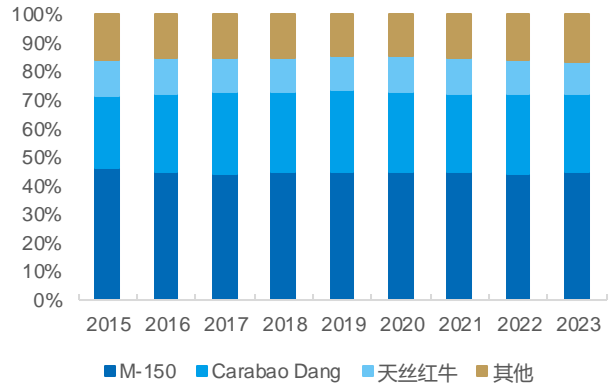


图表58: 泰国能量饮料本土品牌主导市场 (销量市占率)



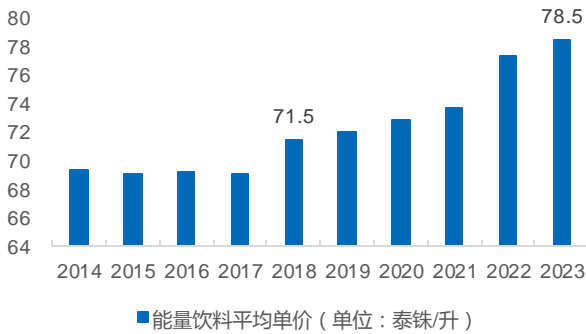
来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表59: 泰国能量饮料本土品牌主导市场 (销售额市占率)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表60: 泰国能量饮料平均单价不断上升



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表61: Carabao Dang (左) 和 M-150 (右) 产品图片



来源: Carabao 官网, Lazada, 国金证券研究所

3.2.3 日本: 市场偏向饱和, 供给众多竞争激烈

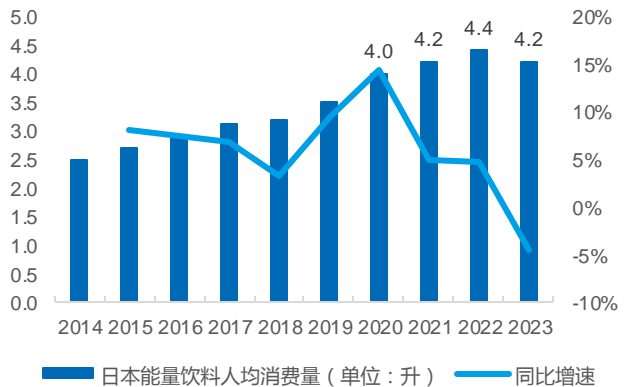
近年来日本能量饮料销量规模基本维持在 5 亿升/年, 人均消费水平稳定在 4-4.5 升/人。但受老龄化发展趋势影响, 消费者对健康、天然等概念更加重视, 水和无糖茶饮占比持续提升, 而能量饮料及其他品类在软饮料中的销售占比均有不同程度下降, 能量饮料市场总体增速也有所回落甚至为负。价格端来看, 日本能量饮料的平均单价在 750 日元/升上下波动, 单价较高且基本维持稳定。

图表62: 近四年日本能量饮料市场规模趋于稳定



来源: 欧睿, 国金证券研究所

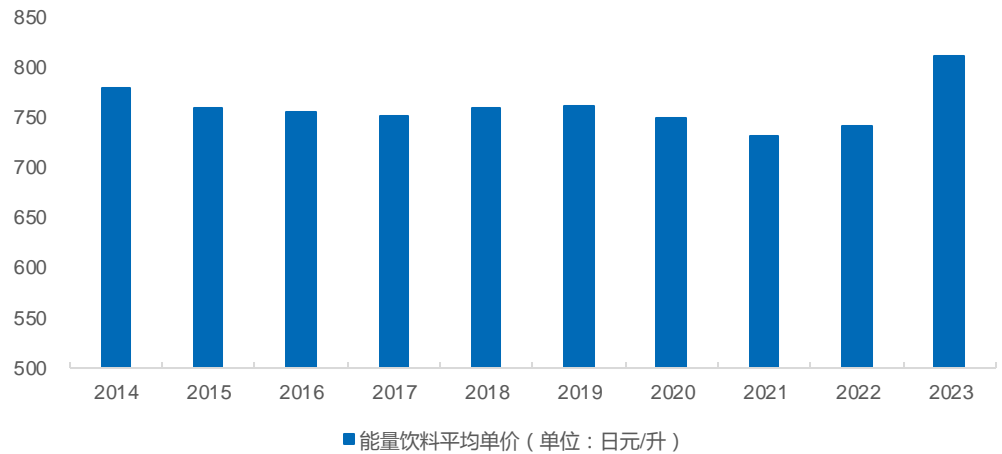
图表63: 日本能量饮料市场人均消费量超过 4.0 升/人



来源: 欧睿, 国金证券研究所



图表64：日本能量饮料平均单价在750日元/升上下波动

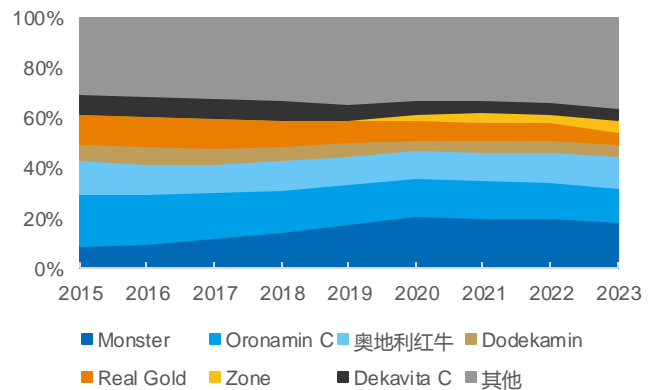
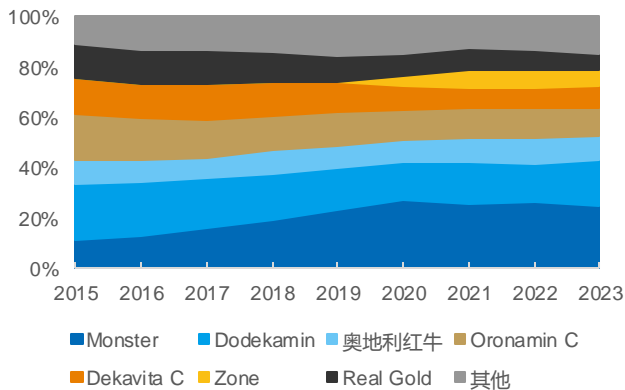


来源：欧睿，国金证券研究所

多元化企业入局，行业竞争较为激烈。日本经济发达，人均可支配收入高，消费呈现多元化特点，能量饮料市场呈现海外强势品牌与本土品牌激烈争夺市场份额的局面。目前 Monster 凭借品牌营销与持续的产品创新处于领先地位，销量/销售额市占率约 20%。但本土药企持续追赶，如 Dodekamin 主打维生素补充剂，用于短期提神和补充能量，市占率常居第二。Lipovitan D/Oronamin C 分别属于大正制药和东大制药旗下品牌，销量市占率位居前五。另外著名的酒饮企业麒麟旗下品牌 Real Gold 因单价较高，销售额市占率也位居前五。

图表65：日本能量饮料市场竞争激烈（销量市占率）

图表66：日本能量饮料市场竞争激烈（销售额市占率）



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

3.3 东鹏饮料出海的核心竞争优势有哪些？

3.3.1 产品定价弥补市场空白，差异化大包装设计

公司产品在国内市场主打性价比，价格低于国际品牌红牛和 Monster。一方面是原材料使用有差异，公司大包装产品以塑料瓶为主，而友商多以易拉罐为主。另一方面是人群定位不同，公司主要面向蓝领等重体力人群，并非友商面向的白领、学生等人群。结合东南亚人均可支配收入偏低的现状，消费者对价格敏感度较高，大包装+性价比策略能帮助公司快速打开市场，提高品牌知名度。

通过直接对比单价，我们发现公司产品定价恰好卡位高端和基础之间，在越南/泰国等市场能有效满足消费者升级需求。比如在越南，产品定位偏高端的 Monster Energy 的平均单价达到 25.4 元/升，而当地销量较高的 Number 1、Sting 价格低于 10 元/升，二者之间价格带差距巨大。在泰国，本土品牌 Carabao Dang、天丝红牛零售单价约 14.3 元/升，而国内东鹏特饮的平均价格在 10-16 元/升区间。且公司独特的 500ml PET 瓶设计具备较强的辨识度，与海外市场主流的 150-300ml 玻璃瓶/易拉罐产品形成差异化竞争。



图表67: 亚太主要能量饮料产品与国内东鹏特饮价格对比

国家	品牌	产品规格	销售单价 (每瓶)	平均单价 (元/升)
越南	天丝红牛	250ml	10500đ	12.1
	Monster Energy	355ml	31400đ	25.4
	Number 1	330ml	10000đ	8.7
	Sting	330ml	10000đ	8.7
泰国	天丝红牛 (Krating Daeng)	150ml	□10	14.3
	Carabao Dang	150ml	□10	14.3
	M-150	150ml	□13	18.6
中国	东鹏特饮	500ml 金瓶	¥ 5	10
		250ml 金罐	¥ 3-4	12-16

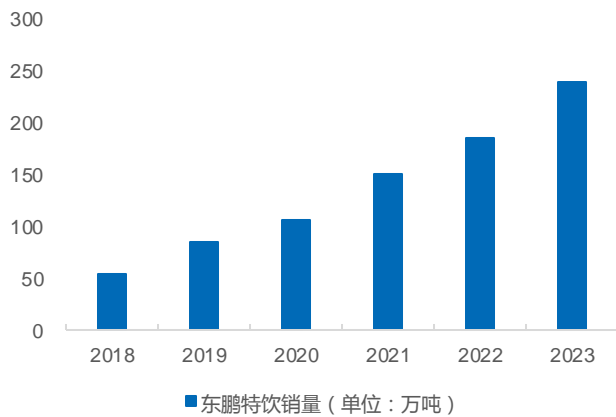
来源: Carabao 官网, Lazada, Vietmart, 天猫商城, 国金证券研究所

3.3.2 国内销量第一, 形成有效背书

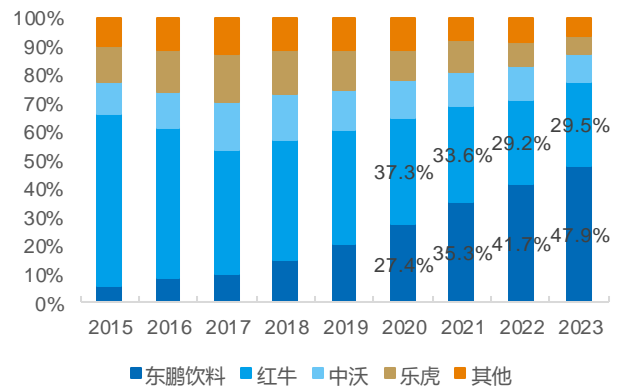
2021 年东鹏特饮在国内的销量超过红牛, 此后一直保持着国内能量饮料销量市占率第一的优势。公司在国内的成功得益于其精细化的渠道运营策略, 多层次的经销体系、合理的渠道利润划分, 促使终端网点数量及单店产出逐年增长。另外扫码赢红包的数字化建设体系帮助其掌握消费者人群画像、购买频次等信息, 公司可因地制宜制定销售策略, 高效应对消费者需求的动态变化。

伴随着中国经济的全球崛起, 中国品牌的国际影响力不断增强, 东南亚市场对中国品牌的接受度逐渐提升, 加之中国与东南亚地理邻近, 贸易往来密切, “中国第一能量饮料品牌”的形象更容易获得消费者的好感与信赖, 吸引东南亚消费者尝试。我们认为公司首先有望凭借国内第一的口碑进入亚太市场, 随着更深层次的推进, 后续有望在海外实现渠道和品牌端成功经验的复现。

图表68: 东鹏饮料销售量迅速提升



图表69: 东鹏 21 年起为中国能量饮料销量市占率第一



来源: 公司公告, 招股说明书, 国金证券研究所

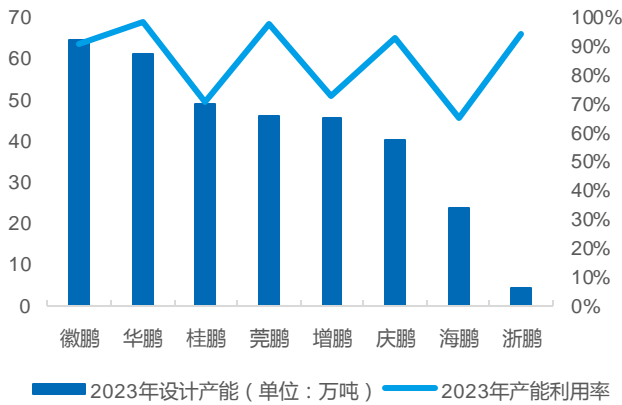
来源: 欧睿, 国金证券研究所

3.3.3 供应链不断完善, 印尼建厂辐射周边

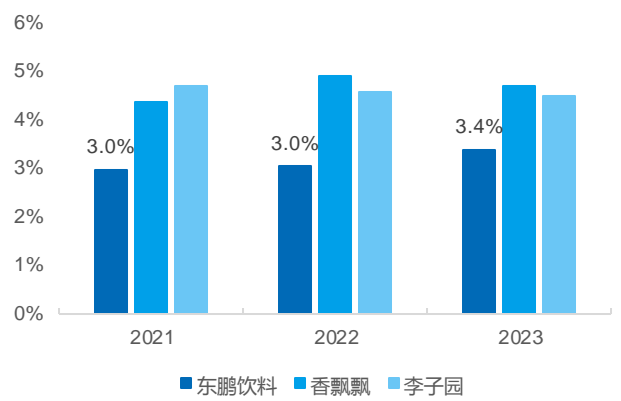
软饮料品类单瓶质量较高且亦破损, 合理的运输半径成为盈利能力的关键, 高效的产销协调成为饮料企业较强的生产壁垒。公司现有九个工厂, 主要分布在两广、华中、华东、西南, 有效辐射全国各区域。23 年销量最高的四个区域广东、华东、华中、西南的销售收入占比 33.44%、13.48%、12.44%、9.91%, 相应区域的产能布局具备前瞻性, 产能利用率处于较高水平。此举有效优化了运输路径、减少运费开支, 21-23 年公司运费占比仅 3-4%, 显著低于同行业其他企业。



图表70：2023年公司国内工厂产能利用率均较高



图表71：公司运费率显著低于同行业其他企业



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：各公司年报，国金证券研究所

2024年11月19日，公司发布公告，将在海口国家高新技术产业开发区建设海南生产基地。海南处在作为RCEP成员国的地理中心，可辐射东亚东南亚区域。12月14日，东鹏又宣布将设立印尼公司，主要围绕软饮料的生产与贸易开展业务，致力于满足印度尼西亚及周边地区消费者对高品质软饮料的需求。

未来海南与印尼工厂的投产，一方面可以将有效减少长距离的物流运输成本，帮助提升产品毛利率，为性价比优势护航。另一方面，有助于公司了解消费者偏好，根据市场需求变化，快速调整生产计划和供应量，缩短市场响应时间，提高供应链灵活性。未来海南生产基地和印尼工厂将成为公司抢占东南亚能量饮料市场份额，提升品牌知名度的重要阵地。

图表72：海南和印尼工厂辐射东南亚区域



来源：谷歌地图，国金证券研究所

3.3.4 推广路径：合作当地经销商，抓住核心渠道资源

渠道扩张为出海关键点，公司在国内市场打磨成熟的渠道精耕经验、数字化管理经验可复制至海外市场。参考红牛和Monster的成功经验，我们认为公司可行的推广路径主要有以下三点，一是可以通过加强与当地大型经销商合作，利用已经建立起的零售网络，快速覆盖目标市场。二是加强产品曝光，在便利店铺货时强调产品陈列在靠前位置，提高消费者对品牌的熟悉程度。三是缩短与目标群体距离，注重产品在加油站、餐厅、酒吧等即饮渠道的铺货。



3.4 未来东鹏出海亚太收入空间有多大？

拆解 2023 年亚太主要国家的能量饮料人均消费量和竞争格局，我们发现：

- 1) 人均饮用量处于 0.4-8.0 升/人区间，其中印度、印度尼西亚目前人均消费量较低，具有较大增长潜力，泰国、越南能量饮料消费习惯较好，人均消费量已处于较高水平。
- 2) 竞争格局来看，红牛在印度和东南亚各市场的市占率在 10%-40%之间，而以低价取胜的 Sting 和其他本土品牌市占率在 60%以上，公司若进军该区域市场，有望凭借差异化定价优势抢占份额。

综上，我们假定印度和东南亚人均饮用量处于 1.0-8.0 升/人区间，公司获取的市场份额处于 5%-40%区间，印度和东南亚人口³用 2023 年人口估算近似为 21.3 亿，单价采用均价 8 元/升，敏感性测算取中枢得到公司有望通过出海实现 136-213 亿元销售额，高于公司 2023 年销售总额（112.6 亿元），出海空间前景广阔。

图表 73：中性条件下公司出海印度和东南亚销售额处于 136.2-212.8 亿元之间

销售额（亿元）		假定东鹏饮料市占率							
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
人均饮用量 (升/人)	1	8.5	17.0	25.5	34.1	42.6	51.1	59.6	68.1
	2	17.0	34.1	51.1	68.1	85.1	102.2	119.2	136.2
	3	25.5	51.1	76.6	102.2	127.7	153.2	178.8	204.3
	4	34.1	68.1	102.2	136.2	170.3	204.3	238.4	272.4
	5	42.6	85.1	127.7	170.3	212.8	255.4	298.0	340.5
	6	51.1	102.2	153.2	204.3	255.4	306.5	357.6	408.6
	7	59.6	119.2	178.8	238.4	298.0	357.6	417.1	476.7
	8	68.1	136.2	204.3	272.4	340.5	408.6	476.7	544.8

来源：欧睿，世界银行，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4

4.1 收入和毛利率预测

公司已披露 24 年业绩预告，预计 24 年实现营业收入 157.2-161.0 亿元，同比+40%~43%；实现归母净利润 31.5-34.5 亿元，同比+54%~69%；实现扣非净利润 30.7-33.7 亿元，同比+64%~80%。基于此我们采用分产品方式预测 24-26 年收入及毛利率：

1) 东鹏特饮：我国能量饮料行业赛道仍处于快速成长期，且伴随着国内龙头红牛失利、竞争对手实力相对孱弱，公司有望凭借强渠道运营能力实现终端网点数量、单点产出的稳步提升。网点数量方面，21H1-24H1 年公司覆盖终端数量从 179 万家提升至 360 万家，我们预计后续每年仍有望新增 40-50 万家。单点产出方面，或受益于渠道冰柜建设带来的消费频次提升、品牌势能高涨带来的人群覆盖度提升。参照目前海外市场的产能建设速度，我们预计 1-2 年内难以贡献较大的实质性收入，但中长期海外市场空间依旧值得期待。

预计量的维度 24-26 年分别增长 30%/22%/20%；价的维度伴随着开盖赢奖力度在成熟区域逐步减弱，价盘有望小幅提升，预计 24-26 年分别增长 0.5%/0.3%/0.3%。综上，预计公司能量饮料收入 24-26 年分别为 135/165/199 亿元，同比增长 30%/22%/20%。毛利率方面，随着 PET、白糖、运费等成本回落、规模效应持续释放，24 年毛利率预计提升较为显著，后续假定原材料价格平稳，规模效应助益下预计 24-26 年毛利率分别为 48.5%/49.6%/49.8%。

2) 其他饮料：23 年公司首次推出电解质水品类，24 年迎来爆发式增长，前三季度“补水啦”实现销售额 12.1 亿元，同比+292%。同时公司在 24 年初加快推新速度，补齐产品矩阵（椰汁、无糖茶、鸡尾酒等品类），其他饮料（除电解质水外）销售额亦在 24 年前三季度实现翻倍以上增长。我们预计到 26 年电解质水行业有望成长为百亿赛道，公司市占率有望达到 30%+。大咖、无糖茶、椰汁等有望成长为 5 亿元品类，则其他类目合计约 50 亿元体量，对应 24-26 年销售额分别为 25/40/51 亿元，增速分别为 176%/57%/29%。毛利率方面，考虑到产品结构改变&规模效应释放，预计 24-26 年毛利率持续提升，分别为

³ 选取了印度、印度尼西亚、泰国、缅甸、越南、菲律宾、新加坡、老挝、柬埔寨、马来西亚、文莱、东帝汶 12 个国家。



25.5%/27.6%/29.7%。

综上,预计24-26年公司销售收入分别为160/205/250亿元,分别同比增长42%/28%/22%,24-26年毛利率分别为44.9%/45.3%/45.7%。

图表74: 24-26年分产品收入和毛利率预测

分产品拆分	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,209	4,959	6,978	8,505	11,263	16,043	20,492	25,008
营业收入 yoy	38.6%	17.8%	40.7%	21.9%	32.4%	42.4%	27.7%	22.0%
毛利率	46.7%	43.9%	44.4%	42.3%	43.1%	44.9%	45.3%	45.7%
Δ毛利率	0.8%	-2.9%	0.5%	-2.0%	0.7%	1.8%	0.4%	0.4%
东鹏特饮	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入占比	95%	93%	95%	96%	92%	84%	81%	80%
收入(百万元)	4,003	4,631	6,592	8,172	10,336	13,504	16,524	19,889
收入 YOY	38.7%	15.7%	42.3%	24.0%	26.5%	30.7%	22.4%	20.4%
销量(万吨)	84.86	105.29	150.83	185.94	238.46	309.99	378.19	453.83
销量 YOY	56.5%	24.1%	43.3%	23.3%	28.2%	30.0%	22.0%	20.0%
出厂单价(百元/吨)	47.17	43.99	43.71	43.95	43.35	43.56	43.69	43.82
单价 YOY	-11.4%	-6.8%	-0.6%	0.6%	-1.4%	0.5%	0.3%	0.3%
毛利率	49.0%	45.9%	46.2%	43.3%	45.4%	48.5%	49.6%	49.8%
其他饮料	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入占比	5%	6%	5%	4%	8%	16%	19%	20%
收入(百万元)	189	304	372	319	914	2,524	3,953	5,105
收入 YOY	39.1%	61.3%	22.2%	22.2%	109.0%	176.0%	56.6%	29.2%
销量(万吨)	14.22	17.06	18.47	19.61	47.26	108.70	157.61	193.86
销量 YOY	20.7%	19.9%	8.2%	6.2%	141.0%	130.0%	45.0%	23.0%
出厂单价(百元/吨)	13.27	17.84	20.14	16.27	19.35	23.22	25.08	26.33
单价 YOY	15.3%	34.4%	12.9%	-19.2%	19.0%	20.0%	8.0%	5.0%
毛利率	-3.2%	10.4%	13.0%	17.1%	17.3%	25.5%	27.6%	29.7%
其他业务	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)	16	17	23	14	14	15	15	15
成本(百万元)	3	6	6	9	4	8	8	8

来源:公司公告,国金证券研究所

4.2 三项费率预测

公司目前处于大单品稳定扩张、第二曲线快速起量阶段,但公司通过数字化加强终端管控,优化费用投放结构,结合收入规模大幅增长,预计24-26年销售费用率稳中有降,分别为16.3%/16.1%/16.1%。管理费用方面,历史绝对值趋于稳定,费率随着收入增长被摊薄,因此我们预计24-26分别为2.6%/2.4%/2.3%。研发费用方面,考虑到公司仍在持续开发新品补齐产品矩阵,预计费用支出绝对值小幅增长,24-26年费率分别为0.5%/0.4%/0.4%。

图表75: 24-26E 三项费率预测

三费预测	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用(百万元)	1,040	1,368	1,956	2,615	3,299	4,026
销售费用率	21.00%	19.60%	17.36%	16.3%	16.1%	16.1%
管理费用(百万元)	184	252	369	423	494	571
管理费用率	3.70%	3.60%	3.27%	2.6%	2.4%	2.3%
研发费用(百万元)	36	43	54	74	91	103
研发费用率	0.70%	0.60%	0.48%	0.5%	0.4%	0.4%



来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 估值与投资建议

预计 24-26 年公司归母净利润为 32.6/43.0/53.4 亿元，分别同比增长 60%/32%/24%，对应 EPS 分别为 6.27/8.26/10.27 元/股。我们选取软饮料、啤酒细分龙头作为可比公司，以下可比公司取均值得到 25 年平均 PE 为 19x，可比 PEG=1.4。我们认为公司作为能量饮料龙头，行业扩容+市占率提升+亚太出海成长空间可期，同时第二曲线电解质水已快速跑通，叠加其他品类矩阵补齐，公司有望释放较强成长性。给予公司一定的估值溢价（25 年 PE 35x，PEG=1.1），目标价 289.1 元/股，维持“买入”评级。

图表 76：24-26E 可比公司 PE 估值表

股票代码	公司	收盘价 (元/ 股)	EPS (元)					PE (倍)					G	PEG
			22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E		
603711.SH	香飘飘	14.8	0.52	0.68	0.75	0.89	1.05	28	21	20	16	14	19	0.9
605337.SH	李子园	11.2	0.73	0.60	0.59	0.65	0.72	15	19	19	17	15	11	1.5
603156.SH	养元饮品	21.3	1.17	1.16	1.13	1.26	1.41	18	18	19	17	15	11	1.5
600600.SH	青岛啤酒	69.4	2.74	3.14	3.26	3.60	3.91	25	22	21	19	18	10	1.8
002568.SZ	百润股份	23.4	0.50	0.78	0.76	0.94	1.12	46	29	30	24	20	24	1.0
行业均值								27	22	22	19	17	15	1.4
605499.SH	东鹏饮料	222.0	3.60	5.10	6.27	8.26	10.27	62	44	36	27	22	32	0.9

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2025 年 2 月 11 日，除百润股份外，其他公司 EPS 选自 wind 一致预期）

五、风险提示

- 1、市场竞争加剧：近年来我国功能饮料、运动饮料市场发展增速较快，竞争对手若采取激进方式加速扩张可能对公司扩大或稳定市场销售份额造成不利影响。
- 2、原材料价格上涨：公司产品原材料主要包括瓶坯、瓶盖、白砂糖等，该等原材料占公司主要产品生产成本比重较高，假定未来原材料价格大幅上涨，将对利润造成不利影响。
- 3、新品推广不及预期：近年来公司加快新品上市速度，陆续推广了“鹏友饮茶”、“vivi 鸡尾酒”、“海岛椰”等子品牌，未来可能面临新品销售不及预期、费用投放效果不佳，从而导致新品利润亏损风险。
- 4、测算误差：本文对亚太市场空间容量测基于欧睿数据库中能量饮料偏成熟市场的消费均价及稳态市占率水平。由于不同国家存在饮食文化习惯差异，本文测算空间或与实际情况存在差异。
- 5、海外扩张不及预期：目前公司海外发展仍处于起步阶段，初期将面临市场准入、渠道扩张、品牌打造、产能建设的不确定性，倘若海外开拓进程受阻，或将对公司产能利用率、费用投放效率造成拖累，进而影响整体收入增速和利润率水平。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,978	8,505	11,263	16,043	20,492	25,008
增长率	21.9%	32.4%	42.4%	27.7%	22.0%	
主营业务成本	-3,882	-4,905	-6,412	-8,841	-11,205	-13,581
%销售收入	55.6%	57.7%	56.9%	55.1%	54.7%	54.3%
毛利	3,096	3,600	4,851	7,201	9,287	11,428
%销售收入	44.4%	42.3%	43.1%	44.9%	45.3%	45.7%
营业税金及附加	-77	-93	-121	-168	-215	-263
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-1,368	-1,449	-1,956	-2,615	-3,299	-4,026
%销售收入	19.6%	17.0%	17.4%	16.3%	16.1%	16.1%
管理费用	-252	-256	-369	-423	-488	-571
%销售收入	3.6%	3.0%	3.3%	2.6%	2.4%	2.3%
研发费用	-43	-44	-54	-74	-91	-103
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	1,357	1,759	2,351	3,921	5,194	6,465
%销售收入	19.4%	20.7%	20.9%	24.4%	25.3%	25.9%
财务费用	11	-41	-2	55	39	58
%销售收入	-0.2%	0.5%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-1	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	117	13	29	0	0	0
投资收益	23	70	142	100	130	150
%税前利润	1.5%	3.8%	5.5%	2.4%	2.4%	2.2%
营业利润	1,529	1,854	2,588	4,136	5,443	6,763
营业利润率	21.9%	21.8%	23.0%	25.8%	26.6%	27.0%
营业外收支	-15	-18	-9	-8	-5	-5
税前利润	1,514	1,836	2,579	4,128	5,438	6,758
利润率	21.7%	21.6%	22.9%	25.7%	26.5%	27.0%
所得税	-321	-395	-539	-867	-1,142	-1,419
所得税率	21.2%	21.5%	20.9%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	1,193	1,441	2,040	3,261	4,296	5,339
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,193	1,441	2,040	3,261	4,296	5,339
净利率	17.1%	16.9%	18.1%	20.3%	21.0%	21.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,193	1,441	2,040	3,261	4,296	5,339
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	197	240	272	357	441	534
非经营收益	-160	-175	-148	-153	-20	-49
营运资金变动	847	521	1,120	1,084	1,028	1,370
经营活动现金净流	2,077	2,026	3,284	4,548	5,746	7,194
资本开支	-606	-791	-916	-1,540	-1,209	-1,209
投资	-2,977	-2,610	-52	-4,365	-1,405	-805
其他	20	65	209	100	130	150
投资活动现金净流	-3,563	-3,336	-758	-5,805	-2,484	-1,864
股权募资	1,851	0	0	0	0	0
债权募资	206	2,496	-35	2,321	-469	-2,237
其他	-750	-732	-1,023	-1,283	-1,386	-1,536
筹资活动现金净流	1,307	1,764	-1,058	1,038	-1,854	-3,773
现金净流量	-180	439	1,439	-218	1,407	1,557

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,019	2,158	6,058	5,813	7,202	8,745
应收款项	43	41	89	92	118	144
存货	340	394	569	630	767	930
其他流动资产	1,449	4,654	2,054	4,415	5,463	6,310
流动资产	2,852	7,246	8,769	10,951	13,550	16,129
%总资产	36.6%	61.0%	59.6%	54.2%	56.6%	59.3%
长期投资	2,076	1,000	1,563	3,928	4,333	4,338
固定资产	2,096	2,762	3,301	3,960	4,635	5,218
%总资产	26.9%	23.3%	22.4%	19.6%	19.3%	19.2%
无形资产	346	385	517	611	704	795
非流动资产	4,939	4,623	5,941	9,242	10,410	11,085
%总资产	63.4%	39.0%	40.4%	45.8%	43.4%	40.7%
资产总计	7,790	11,870	14,710	20,193	23,960	27,214
短期借款	666	3,221	3,029	5,346	4,876	2,637
应付款项	1,107	1,307	1,732	2,093	2,616	3,171
其他流动负债	1,642	2,177	3,285	4,055	4,770	5,822
流动负债	3,415	6,706	8,047	11,494	12,262	11,629
长期贷款	26	0	220	220	220	220
其他长期负债	111	100	119	94	76	65
负债	3,552	6,805	8,386	11,808	12,559	11,914
普通股股东权益	4,238	5,064	6,324	8,385	11,401	15,300
其中：股本	400	400	400	400	400	400
未分配利润	1,558	2,398	3,638	5,699	8,715	12,614
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,790	11,870	14,710	20,193	23,960	27,214

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.982	3.601	5.099	6.271	8.261	10.267
每股净资产	10.595	12.660	15.809	16.124	21.924	29.422
每股经营现金净流	5.192	5.065	8.209	11.370	14.364	17.985
每股股利	0.000	0.000	1.500	3.000	3.200	3.600
回报率						
净资产收益率	28.15%	28.44%	32.26%	38.89%	37.68%	34.90%
总资产收益率	15.31%	12.14%	13.87%	16.15%	17.93%	19.62%
投入资本收益率	21.67%	16.65%	19.42%	22.20%	24.87%	28.13%
增长率						
主营业务收入增长率	40.72%	21.89%	32.42%	42.44%	27.73%	22.04%
EBIT增长率	35.59%	29.64%	33.70%	66.74%	32.47%	24.47%
净利润增长率	46.90%	20.75%	41.60%	59.88%	31.73%	24.28%
总资产增长率	78.63%	52.36%	23.93%	37.27%	18.65%	13.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	1.1	1.5	1.3	1.3	1.3
存货周转天数	28.8	27.3	27.4	26.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	39.1	43.3	43.0	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	99.9	95.8	94.5	76.8	68.6	61.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.84%	-19.23%	-63.99%	-41.58%	-55.6%	-71.4%
EBIT利息保障倍数	-119.1	42.9	1,028.8	-71.0	-132.7	-111.0
资产负债率	45.60%	57.33%	57.01%	58.48%	52.42%	43.78%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	35	46	56	170
增持	0	5	9	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.16	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究