

能量饮料行业深度研究报告

掘金东南亚能量饮料市场

——潜力剖析与路径展望

- **引言：优质成长性赛道，龙头全球化掘金。**能量饮料作为功能性品类之一，当前在全球多数国家属于成长性赛道，龙头在夯实国内市场后全球化进一步打开空间的路径，已有红牛、Monster、燃力士等珠玉在前。回看国内，东鹏大单品高增、第二曲线崛起的同时，亦拟落于东南亚开启出海第一站。本报告深入分析东南亚能量饮料市场现状与拓展机会，并展望东鹏潜在空间、提出策略建议。
- **市场概况：两百亿市场中高速扩容，工作强度、经济增速亦是核心变量。**东南亚人口红利充足、经济中高速增长，欧睿数据显示 2021 年能量饮料市场 RSP 约 190 亿人民币，3 年 CAGR 7.0% 接近于中国(9.5%)。发展中国家提神诉求主要来自工作、学习及部分娱乐，市场规模也相应体现为：一是工作强度决定渗透水平，二是经济增速影响扩容速度。**落地到国家层面：**1) 越、泰、柬规模位列前三，主要系高工作强度下人均年消费量分别高达 13.0/8.0/4.5L，其中泰国已较成熟，而越、柬则在经济发展驱动下以高单-双位数 CAGR 扩容。2) 印尼、缅甸(政治动荡前)属于低渗透、高增速的高潜市场，且本土强势品牌不多。3) 而其余国家则属于“中低渗透且低增速”：新、马经济相对发达，但售价较贵、缺乏品类竞争力，且注重健康降糖，菲律宾本土工作强度不高、工业化发展较弱等或拖累扩容步伐。
- **格局演绎：泰国品牌先发布局，百事 Sting 及其他本土品牌差异化崛起。**东南亚能量饮料一线龙头企业包括天丝(泰)、百事(美)、Osotspa(泰)与卡拉宝(泰)。这些公司资源聚焦、综合实力强、进行跨国经营。由于泰国是东南亚能量饮料的发源地，故三大泰国品牌在本土市场竞争激烈，并早期出口推动其余国家品类渗透、具备先发优势。而其在海外市场相对单一的包装/口味、较贵的定价，也留本土化创新空间。因此，人均 GDP 低于泰国的各大市场(越/柬/老/菲)，跨国品牌百事 Sting 依托性价比+碳酸化口味创新+渠道优势崛起成功位列东南亚第二品牌，Cobra、Power F、Number1 等也大多通过差异化在本土市场争得一席之地。而在经济发展水平较高的市场(马/新)，天丝通过 Red Bull 品牌构筑消费基本盘，其余玩家定价亦相对较高。
- **东鹏潜力与策略：中期出厂规模可看 40 亿，建议优选成长、差异突围。**东鹏在国内高增的基础上，明确提出出海战略，我们结合龙头竞争优势与东南亚市场具体情况展望空间与策略。**空间上：**东南亚市场差异化机会充足，其中越/柬/印扩容 beta 强劲，东鹏出海战略坚决，性价比+中国优质品牌定位下，或有望成为类似百事 Sting 的跨国性龙头，测算中长期能量饮料有望贡献近 40 亿收入增量，成为全球化布局第一站。**策略上：**1) 市场选择，建议重点布局人口数量多且快速扩容的印尼、越南、柬埔寨市场，而泰国市场成熟竞争激烈、新加坡体量小且国际品牌占优，预计机会有限；2) 产品定位，建议在消费价格偏高的柬/马/老性价比切入，而已有性价比产品流行的印/越/菲/缅，则贴近主流价并突出包装/口味/营销差异化，此外，可考虑通过大包装+清淡口味捕捉同时有提神和解渴需求的消费者。3) 渠道端，一是 7-11 等连锁业态在印/马/泰普及度高，可快速进入放大品牌声量；二是重视传统渠道，针对渠道复杂度较高的地区，与当地企业合作共赢。
- **投资建议：能量饮料优质赛道，出海更显空间广阔，建议紧握龙头东鹏。**饮料赛道兼具高消费粘性与长景气周期，在大部分消费品进入中低速增长时代的背景下，随功能性认知持续渗透仍保持亮眼增势，且中长期通过迈向全球化，高成长持续性有望进一步强化。年内来看，成本端 PET 低位、白砂糖价格下行则利好业绩释放。标的上，建议紧握龙头东鹏，国内持续引领能量饮料扩容、第二曲线快速放量，前瞻落于东南亚、志在全球化，维持目标价 250 元与“强推”评级。
- **风险提示：海外扩展不及预期，原材料成本上涨，部分数据估算或存在误差等。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB(倍)	评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	
东鹏饮料	228.42	6.51	8.67	10.78	35.08	26.34	21.19	14.44	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2025 年 2 月 17 日收盘价

推荐(维持)

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

证券分析师：严晓思

邮箱：yanxiaosi@hcyjs.com

执业编号：S0360524070015

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

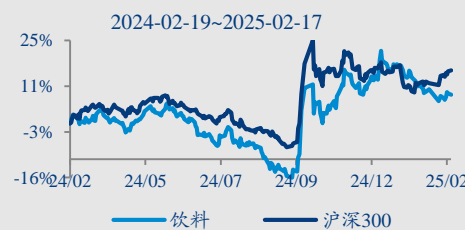
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	23	0.00
总市值(亿元)	4,347.91	0.43
流通市值(亿元)	4,278.37	0.54

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.0%	16.9%	9.4%
相对表现	-6.5%	-1.1%	-7.9%



投资主题

报告亮点

- 1、总量概览：190 亿市场中高速扩容，工作强度、经济增速是核心变量。**根据欧睿数据，2021 年能量饮料市场 RSP 约 190 亿人民币，3 年 CAGR 7.0% 接近于中国(9.5%)。工作强度决定渗透水平，经济增速影响扩容速度：高工作强度的越、泰、柬规模位列前三，泰国已较成熟，而越、柬则在经济发展驱动下以高单-双位数 CAGR 扩容。此外，印尼、缅甸（政治动荡前）属于低渗透、高增速的高潜市场。此外，新、马经济相对发达，但售价较贵、缺乏品类竞争力，且注重健康降糖，菲律宾本土工作强度不高、工业化发展较弱等或拖累扩容步伐。
- 2、格局演绎：泰国品牌先发布局，百事 Sting 及其他本土品牌差异化崛起。**三大泰国品牌在本地市场竞争激烈，并早期出口推动其余国家品类渗透、具备先发优势。但其在海外市场相对单一的包装/口味、较贵的定价，也留出本土化创新空间。因此，人均 GDP 低于泰国的各大市场（越/柬/老/菲），跨国品牌百事 Sting 依托性价比+碳酸化口味创新+渠道优势崛起成功位列东南亚第二品牌，Cobra、Power F、Number1 等也大多通过差异化在本地市场争得一席之地。而在经济发展水平较高的市场（马/新），天丝通过 Red Bull 品牌构筑消费基本盘，其余玩家定价亦相对较高。
- 3、策略与潜力：优选成长、差异突围，中期出厂规模可看 40 亿。**1) 市场选择，建议重点布局人口数量多且快速扩容的印尼、越南、柬埔寨市场；2) 产品定位，建议在消费价格偏高的柬/马/老性价比切入，而已有性价比产品流行的印/越/菲/缅，则贴近主流价并突出包装/口味/营销差异化。同时可考虑通过大包装+清淡口味捕捉同时有提神和解渴需求的消费者。3) 渠道端，一是可快速连锁业态进入放大品牌声量；二是重视传统渠道，针对渠道复杂度较高的地区，与当地企业合作共赢。空间上，预计东鹏有望成为类似百事 Sting 的跨国性龙头。测算中长期有望贡献近 40 亿收入增量。

投资逻辑

能量饮料优质赛道，出海更显空间广阔，建议紧握龙头东鹏。饮料赛道兼具高消费粘性与长景气周期，在大部分消费品进入中低速增长时代的背景下，随功能性认知持续渗透仍保持亮眼增势，且中长期通过迈向全球化，高成长持续性有望进一步强化。年内来看，成本端 PET 低位、白砂糖价格下行则利好业绩释放。标的上，建议紧握龙头东鹏，国内持续引领能量饮料扩容、第二曲线快速放量，前瞻落子东南亚、志在全球化，维持目标价 250 元与“强推”评级。

目 录

引言：优质成长性赛道，龙头全球化掘金	6
一、宏观概览：东南亚经济中高速发展，人口红利充足	6
二、东南亚能量饮料：两百亿空间，中高速扩容	7
（一）基础情况梳理：国家表现分化，印、越、柬潜力十足	8
1、印尼：从粉末状产品普及，到杯装性价比驱动液态市场渗透	8
2、越南：经济与人口红利持续释放，市场活跃度高	10
3、泰国：深度绑定蓝领，经济放缓与老龄化之下消费见顶	11
4、柬埔寨：高工作强度催生需求，新兴势力 Sting 崛起	13
5、缅甸：短期动荡不改长期潜力，本土品牌 fire dragon 借势崛起	14
6、马来西亚：消费价格中高，红牛一家独大	15
7、菲律宾：工作强度不高、市场增长偏缓，本土性价比产品流行	17
8、新加坡：市场步入成熟期，中高端消费为主，健康化趋势流行	18
（二）总结探讨：工作强度与经济增长驱动大盘，企业差异化机会充足	19
1、驱动因素：宏观环境是生长土壤，企业创新为必要补充	19
2、格局与产品：泰国品牌占据主导，创新超车机会充足	20
三、东鹏机会：优选成长，差异突围	23
1、潜在空间展望：出海战略明确，中长期可看 40 亿收入	23
2、策略建议：优选成长性市场，差异化策略突围	24
四、投资建议：优质赛道出海，更显空间广阔，建议紧握龙头东鹏	27
五、风险提示	27

图表目录

图表 1	东南亚不同国家人口数量柱状图，次坐标轴为老龄化情况	6
图表 2	2023 年东南亚 GDP、人均 GDP、城镇化率情况	6
图表 3	优惠政策梳理	7
图表 4	东南亚能量饮料市场规模超过 190 亿人民币，18-21 年 CAGR 约 7.0%	8
图表 5	东南亚主要国家能量饮料市场可分为四类情况	8
图表 6	Extra Joss 凭借性价比及男性定位崛起，销售额快速增长（单位：亿印尼盾）	8
图表 7	2007 年针对卡车司机调研，Extra Joss 和 hemaviton-Jreng 均为粉末状，在能量饮料市场占据龙头地位	8
图表 8	印度尼西亚液态能量饮料市场扩容	9
图表 9	产品形态丰富，杯装性价比突出	9
图表 10	Power F 在液态能量饮料市场份额持续提升	9
图表 11	袋装产品在现饮场景占据优势	9
图表 12	越南高速城镇化与人口结构红利持续释放	10
图表 13	越南能量饮料销量 18-21CAGR 为 13.9%	10
图表 14	竞争格局 2020 年后趋于稳定	11
图表 15	越南能量饮料主要品牌价格（换算人民币/500ml）	11
图表 16	Number1 与 Sting 品牌策略梳理	11
图表 17	泰国经济长期放缓，人口老龄化加剧	12
图表 18	泰国能量饮料市场增长随蓝领人口放缓	12
图表 19	泰国能量饮料市场呈现较稳定三寡头格局	13
图表 20	泰国能量饮料品牌梳理	13
图表 21	柬埔寨能量饮料渗透率高	13
图表 22	Sting 替代 Carabao 和 Bacchus 的市场份额	13
图表 23	Bacchus 定位白领，Sting 定位新生代	14
图表 24	柬埔寨主要能量饮料品牌	14
图表 25	缅甸政变前经济中高速增长，近年来政治冲突导致 GDP 下滑、通胀高企	15
图表 26	缅甸进口许可与限制政策波动	15
图表 27	当前 Fire Dragon 性价比突出	15
图表 28	缅甸能量饮料市场格局	15
图表 29	马来西亚能量饮料占比较饮料市场规模较小	16
图表 30	马来西亚能量饮料市场近年来增长缓慢	16
图表 31	马来西亚天丝红牛销量占比近 60%	16
图表 32	马来西亚能量饮料 500ml 单价较高	16

图表 33	菲律宾人均 GDP 较低，中高速增长	17
图表 34	菲律宾周工作时间较短，贫富差距较大	17
图表 35	Cobra 和 Sting 主打性价比市场，占据市场主导地位	18
图表 36	Cobra 通过性价比产品，依托亚洲啤酒公司渠道崛起	18
图表 37	新加坡为高消费发达国家，人口增长缓慢	19
图表 38	新加坡市场无糖化趋势明显	19
图表 39	东南亚各国能量饮料市场概况梳理	20
图表 40	能量饮料人均消费量与工作强度呈正相关	20
图表 41	高工作强度且经济增长较快的国家能量饮料市场增速快	20
图表 42	不同饮料品类间对比，马来西亚、新加坡能量饮料价格相对较贵（单位：人民币元）	20
图表 43	主要东南亚国家能量饮料市场格局及变化趋势梳理	21
图表 44	东南亚国家能量饮料产品情况整理	22
图表 45	天丝集团旗下 Krating Daeng、Red Bull，以及奥地利红牛产品对比	23
图表 46	东南亚主要能量饮料品牌 RSP 规模及母公司背景梳理（单位：未特别注明则为百万美元）	23
图表 47	东鹏东南亚市场潜在零售规模测算	24
图表 48	各国主要品牌零售价换算人民币情况（元/500ml）	25
图表 49	东南亚国家能量饮料机会图谱	26
图表 50	泰国、印尼、马来西亚线下零售连锁业态普及度较高	26
图表 51	菲律宾本土厂商 Asia Beer 与国际品牌合作情况梳理	27

引言：优质成长性赛道，龙头全球化掘金

能量饮料作为功能性品类之一，当前在全球多数国家属于成长性赛道，龙头在夯实国内市场后全球化进一步打开空间的路径，已有红牛、Monster、燃力士等珠玉在前。回看国内，东鹏大单品高增、第二曲线崛起的同时，亦拟落子东南亚开启出海第一站。在此背景下，本篇报告主要讨论以下三方面问题：

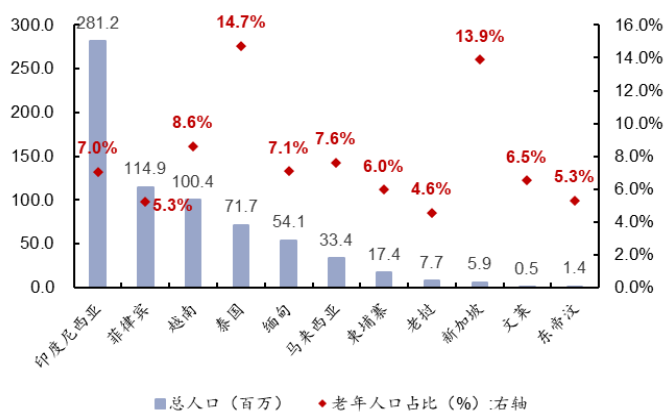
- 1、规模上，东南亚各国能量饮料渗透与成长有何特征，核心驱动是什么？
- 2、竞争上，东南亚各国能量饮料的格局情况，演绎路径有何规律？
- 3、东鹏在东南亚的潜在拓展空间如何展望，发展策略建议？

一、宏观概览：东南亚经济中高速发展，人口红利充足

东南亚由 11 个国家组成，多数为发展中国家，人口结构普遍较年轻。东南亚主要由 11 个国家构成，根据世界银行数据，2023 年东南亚整体 GDP 约 3.80 万亿美元，总人口数为 6.9 亿人，其中印尼、泰国、新加坡、菲律宾、越南、马来西亚六国合计 GDP/总人口占比分别达 96%/88%。从经济发展角度，新加坡、文莱、马来西亚人均 GDP 达 1.1 万美元以上，且城镇化率 75%+，相对较成熟，其余国家均为发展中国家；人口结构方面，除泰国与新加坡以外，老龄人口占比均不到 10%，人口结构较年轻。

印尼为东南亚人口与经济第一大国，城镇化与人口红利正在释放。印尼人口/经济体量分别占东南亚的 40.8%、36.1%，是东南亚人口与经济第一大国。2023 年其人均 GDP 不到 5000 美元，仍有较大发展空间，且 18-23 年 GDP 复合增速约 5.6%，处于中高速增长阶段。同时，印尼 65 岁及以上人口占比仅为 7.0%，人口结构相对年轻。预计人口红利驱动下，随着经济发展与城镇化率提升，印尼消费市场有望释放可观潜力。

图表 1 东南亚不同国家人口数量柱状图，次坐标轴为老龄化情况



资料来源：Wind, Population pyramid, 华创证券

图表 2 2023 年东南亚 GDP、人均 GDP、城镇化率情况

国家	GDP (亿美元)	人均 GDP (美元)	GDP 18-23 CAGR	城镇化率
印度尼西亚	13,712	4,876	5.6%	58.6%
泰国	5,148	7,180	0.3%	53.6%
新加坡	5,014	84,844	3.9%	100.0%
菲律宾	4,371	3,805	4.7%	48.3%
越南	4,337	4,322	7.3%	39.5%
马来西亚	3,997	11,967	2.2%	78.7%
缅甸	645	1,192	0.7%	32.1%
柬埔寨	433	2,486	5.5%	25.6%
文莱	151	32,883	2.2%	79.1%
老挝	149	1,948	3.8%	38.2%
中国	177,580	12,597	5.1%	66.2%

资料来源：Wind, 国家统计局, 华创证券

东南亚普遍出台外资招商政策，印尼经济特区模式较成熟，外资经营环境良好。东南亚各国普遍出台外资招商引资政策，其中印尼通过经济特区形式落地，特区内企业投资额达到一定规模，即可享受从税收到海关、劳动力、土地、许可证等多方面的优惠政策。截至 2023 年，当地已经设立并正式运营了 20 个经济特区，其中位于中爪哇的 Kendal 经济

特区，覆盖纺织服装、汽车、家具、电子、食品、物流等产业，中资企业约占入园企业的41%。东南亚其他国家中，泰国通过 BOI 认证、马来西亚通过清真认证后，可享受较大幅度优惠；缅甸目前建设并运营了 3 个经济特区，越南经济特区则主要分为工业区和口岸经济区，不过不同区域的联动性以及优惠力度不及印度尼西亚。

图表 3 优惠政策梳理

国家	法规	主要内容
印度尼西亚	经济特区法规	<p>所得税方面：投资额超过1万亿盾（约4.53亿人民币）的企业可享受为期10年至25年的减税或者免税20%至100%的优惠；投资额达到0.5万亿盾（约2.26亿人民币）以上、1万亿盾（约4.53亿人民币）以下的企业可享受5年至15年的减税或者免税20%至100%优惠。</p> <p>增值税和奢侈品销售税的优惠（包括免税进口）：从其它地区购买商品或原材料进入经济特区可免税；从经济特区运至其它地区也可免税；经济特区内企业之间的交易可免税，经济特区企业与另外的经济特区企业的交易也可免税。</p> <p>海关方面的优惠：从经济特区进入国内市场的进口税按照原产地证书（SKA）的规定。</p> <p>土地方面的优惠：通过经济特区私营企业的建议，可以获得有关建筑物使用权，并可持续延长；经济特区行政组织可以直接为业者提供土地方面的服务。</p>
马来西亚	清真食品行业优惠政策	<p>对清真食品行业参与者的优惠：拟在指定清真园区开展项目的公司有资格获得①10年内发生符合条件的资本支出的投资税收减免为100%。任何未使用的津贴可结转至以后年度，直至全部使用为止；或者②对出口销售免征5年所得税；③对开发和生产清真推广产品所使用的原材料免征进口关税；④双重扣除获得国际质量标准费用</p> <p>认证要求：①从事食品及饮料、化妆品及个人护理用品、清真材料、制药、适度时尚、医疗旅游、医疗器材及器械、穆斯林友好酒店与旅游业、运输业、伊斯兰金融、疫苗行业；②拥有占全部劳动力人数的15%的高价值知识型员工，至少有2名清真合规官；③参与最近与清真相关的包含马来西亚新法人实体的商业活动；④拥有指定区域范围内的地产；⑤清真保证体系需涵盖生产、准备、处理和储存过程中的所有环节，确保产品不接触非清真物质。</p>
泰国	BOI 政策优惠	<p>①企业所得税减免：根据项目的性质和所属行业，企业可享受长达8至13年的企业所得税全免。减免期满后，部分项目还可能享受企业所得税减半征收的待遇，通常为5年。②进口关税豁免：对于符合BOI条件的项目，进口的生产设备、机械及相关零配件可以享受零关税待遇；用于生产的原材料、部件及必要的生产物资进口同样可以获得关税豁免；用于研发活动的特定物品进口也可免除关税，鼓励企业进行技术创新和产品研发。③其他税收优惠：对于外资企业，其分配给股东的红利在某些情况下也可能享受税收减免；在泰国的促进投资区域设立的企业，可能享有更多税收优惠，比如企业所得税五年减半政策仅限于这些特定区域。</p>
缅甸	经济特区法	<p>①投资者在免税区开始商业运营之日起第一个7年期间，免除所得税；在业务提升区开始商业运营之日起的第一个5年期间，免除所得税；在免税区和业务提升区投资的第二个5年期间，减收50%所得税；在免税区和业务提升区投资的第三个5年期间，如在一年内将企业所得的利润重新投资，对投资的利润减收50%所得税。</p> <p>②投资建设者在经济特区开始商业运营之日起的第一个8年期间，免除所得税；在第二个5年期间，减收50%所得税；在第三个5年期间，如在一年内将企业所得的利润重新投资，对投资的利润减收50%所得税。</p>
菲律宾	企业复苏和税收激励法案	<p>经济区优惠：①对于不同地区、不同优先级的符合条件的出口商可获4至7年所得税免税期（ITH），以及长达10年的特殊企业所得税（SCIT，5%的税率）或扩大税额扣抵中二选一；②特定资本设备、原材料、零配件或附件免征进口关税；③对直接和专用于特定项目或活动的本地采购货物和服务免征进口增值税；④国内销售的补贴高达总销售额的30%；⑤在享受5% SCIT期间免缴地方政府税费；⑥为外国投资及其直系亲属提供多次入境特权的特殊非移民签证；允许聘用一定比例的管理、技术或咨询职位外籍雇员等。</p>
越南	经济区税收优惠政策	<p>工业与出口加工区：①进出口税：生产性企业和服务性企业免缴出口税，生产性企业和服务性企业进口构成企业固定资产的各种机械设备、专用运输车辆和各类物资，原料免征进口税；②企业所得税：正常区域为20%，特定区域享受更低税率或税收减免。</p> <p>口岸经济区：①进口关税：在口岸经济区投资的项目免征固定资产进口税，对于国内不能生产、服务于项目的生产原料、物资、零配件前5年免征进口税；②企业所得税：企业投资于沿海和口岸经济区内的项目适用10%所得税，优惠期限15年，享受“四免九减半”优惠。</p>

资料来源：商务部《对外投资合作国别（地区）指南》，马来西亚投资发展局，马来西亚清真门户网站，泰国投资促进委员会，普华永道会计师事务所《全球税务摘要：泰国》，中伦律师事务所《中国企业投资东盟系列法律指南：越南篇》，华创证券

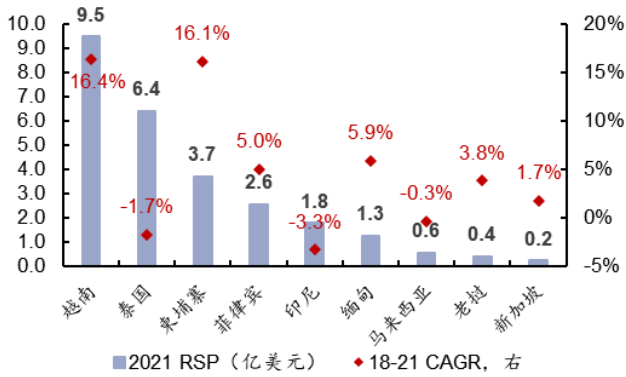
二、东南亚能量饮料：两百亿空间，中高速扩容

能量饮料：根据欧睿数据，2021年零售规模近200亿，整体呈中高速增长。东南亚整体零售规模约190亿人民币，18-21年复合增速约7.0%，接近于中国。我们将东南亚主要国家按能量饮料的渗透率和增速，细分为四类：

- **高渗透高增速（越南、柬埔寨）：**共性是工作强度高、经济与城镇化迅速发展，越南人口体量较大，柬埔寨较少。
- **高渗透低增速（泰国）：**东南亚能量饮料发源地、工作强度高，但经济增长放缓、人口结构相对老化，蓝领人群见顶且消费人群未实现有效扩容。
- **低渗透高增速（印尼、缅甸）：**共性是经济中高速增长，人口结构年轻。
- **中低渗透且低增速：**其中新加坡、马来西亚经济相对发达，共性是能量饮料价格较贵、缺乏品类竞争力，且消费者注重健康降糖；菲律宾人均消费量已与我国类似，但预计本土工作强度不高、工业化发展较弱等原因或限制市场继续扩容的空间。

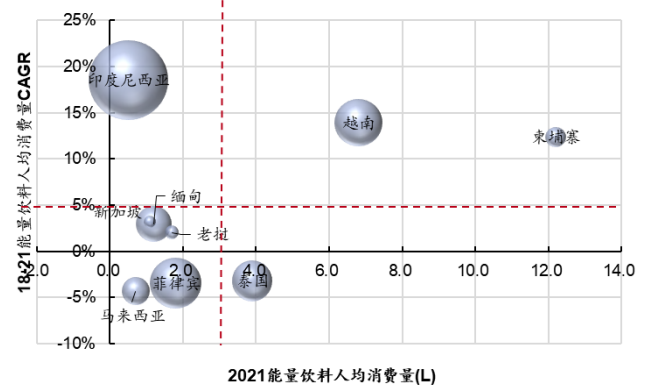
后文中，我们选取东南亚7个代表性市场进行详细分析。

图表 4 东南亚能量饮料市场规模超过 190 亿人民币，18-21 年 CAGR 约 7.0%



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 5 东南亚主要国家能量饮料市场可分为四类情况



资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: (1) 气泡大小代表人口数量, (2) 缅甸 13-18 年复合增速较快

(一) 基础情况梳理: 国家表现分化, 印、越、柬潜力十足

1、印尼: 从粉末状产品普及, 到杯装性价比驱动液态市场渗透

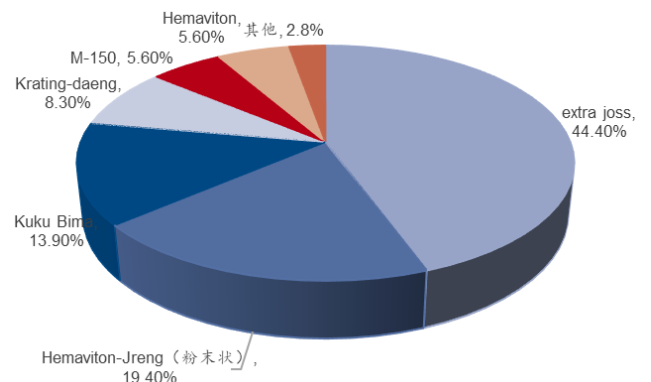
萌芽期液态产品日本 Lipovitan 与泰国 Krating daeng 占据主导, 90 年代起以 Extra Joss 为代表的粉末状等产品凭借性价比崛起。印尼能量饮料市场发展早期由日本与泰国产品主导, 先是 Lipovitan (大正力保健) 早期通过与印尼本土的 Kalbe Farma 公司合作引入能量饮料品类, 而后泰国 Krating daeng (天丝红牛) 进入并主导市场。直至 1994 年, BT 公司 (主业健康功能食品, 粉剂是核心产品) 推出 Extra Joss, 定位世界上第一款泡腾粉形式的能量饮料, 相对传统瓶装产品更具性价比, 经典口号“这就是浓缩精华, 为什么要花钱在瓶子上?” 暗讽瓶装 Krating daeng 价格较贵, 同时营销上围绕男性气质展开。受益于性价比与精准的消费群体定位, Extra Joss 销量快速增长并带动粉末状能量饮料市场扩容。

图表 6 Extra Joss 凭借性价比及男性定位崛起, 销售额快速增长 (单位: 亿印尼盾)



资料来源: Dede Suryadi 《Extra Joss: Bangkit dengan Hidupkan Kembali DNA Awal》, 华创证券

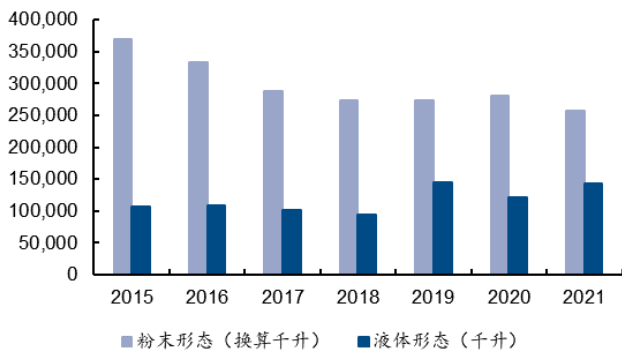
图表 7 2007 年针对卡车司机调研, Extra Joss 和 hemaviton-Jreng 均为粉末状, 在能量饮料市场占据龙头地位



资料来源: Ratika Putriastuti 等 《PERSEPSI, KONSUMSI DAN PREFERENSI MINUMAN BERENERGI》, 华创证券 注: 文章系 2007 年消费者调研

液态市场扩容，格局走向分散，杯装产品依靠性价比与普适性定位崛起。根据欧睿数据，印尼液态能量饮料产品 18-21 年销量 CAGR 约 15%，其核心消费人群是从事农业、建筑和长途驾驶等体力要求高的工作的成年男性，对产品价格较为敏感。近年来，Power F、Panther 等杯装产品份额提升主要系：①突出的性价比契合低收入群体与年轻人需求（一杯 175/190ml，约 1000 印尼盾，换算人民币仅约 0.5 元），②产品普适性较强，葡萄和混合水果味的含糖饮料，除功能性以外，也有消费者出于解渴需求购买，可与即饮茶以及果汁饮料竞争。同时，杯装产品由于饮用更加便捷，也抢夺了一部分粉末状产品的市场，但粉末状产品在现饮场所仍占据主导地位（如街边小摊、餐馆、好友游戏聚饮等）。

图表 8 印度尼西亚液态能量饮料市场扩容



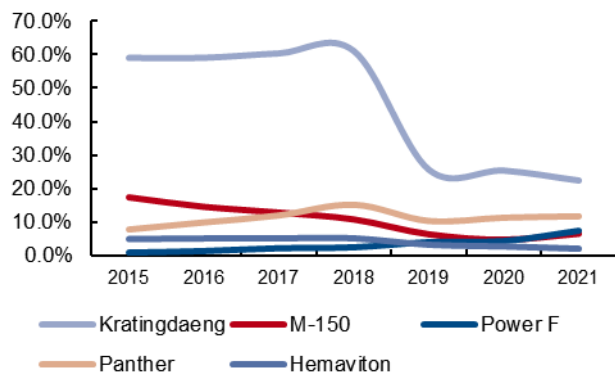
资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 粉末形态产品数量, 以主要品牌 Extra Joss, kuku Bima, Hemaviton 加总, 假设冲泡比例 4g 对应 150ml 进行换算估计

图表 9 产品形态丰富, 杯装性价比突出

品牌	产品图	规格	单价 (人民币)	换算500ml价格 (人民币)
Katingdaeng		250ml 金属罐	4.5-5.5	9-11
		150ml 玻璃瓶	2.7-3.1	8.9-10.4
M-150		250ml 金属罐	4.10	8.1
		150ml 玻璃瓶	3.3	11.0
Power F		180ml 杯装	0.4-0.5	1.1-1.4
Panther		175ml 杯装	0.4-0.5	1.1-1.4
Extra Joss		4g 袋装	0.6-0.7	-

资料来源: minumjek, tokopedia, 华创证券

图表 10 Power F 在液态能量饮料市场份额持续提升



资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 粉末形态产品数量, 以主要品牌 Extra Joss, kuku Bima, Hemaviton 加总, 假设冲泡比例 4g 对应 150ml 进行换算估计

图表 11 袋装产品在现饮场景占据优势



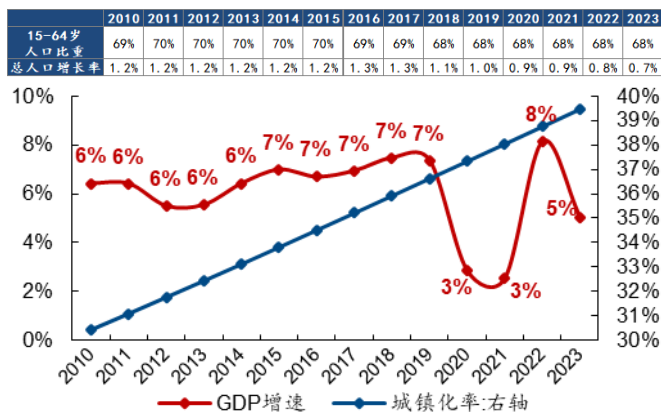
资料来源: hops.id

2、越南：经济与人口红利持续释放，市场活跃度高

劳动密集型产业驱动经济高速发展，人口数量较多且仍具备增长红利。越南 2023 年人均 GDP 约 4322 美元，电子、纺服等加工出口业是其经济增长核心动力之一，尤其 18 年中美贸易摩擦后，外资向越南转移建厂进一步促进经济发展，18-23 年 GDP CAGR 7.3% 位居东南亚所有国家之首。同时，越南人口数量在东南亚排名第三，数量稳步增长且人口结构较年轻。

蓝领提供基本盘，人群场景进一步拓展，能量饮料市场高渗透、高增速。人口红利支撑下劳动力密集型快速发展、人均收入稳步增长，同时城镇化率持续提升之下，居民整体节奏更快、工作压力更大，因此能量饮料不仅拥有良好的蓝领基本盘，也逐步拓展至学习、驾驶、加班、熬夜等各方面，覆盖白领和学生群体，从而实现高渗透、高增长。如 Number 1 将校园篮球运动融入广告营销，Sting 与 Arena of Valor 手游合作推出定制版产品与越南的 Z 世代建立联系。根据 DIMarketing（越南）2016 年的一项研究，越南大城市中有多达 26% 的消费者每周饮用能量饮料 2-3 次，12% 的人每隔天饮用一次。而欧睿数据显示，越南 2021 年人均能量饮料消费量为 6.8 升/年，且过去 18-21 年 CAGR 约为 13.9%。

图表 12 越南高速城镇化与人口结构红利持续释放



资料来源：Wind，华创证券

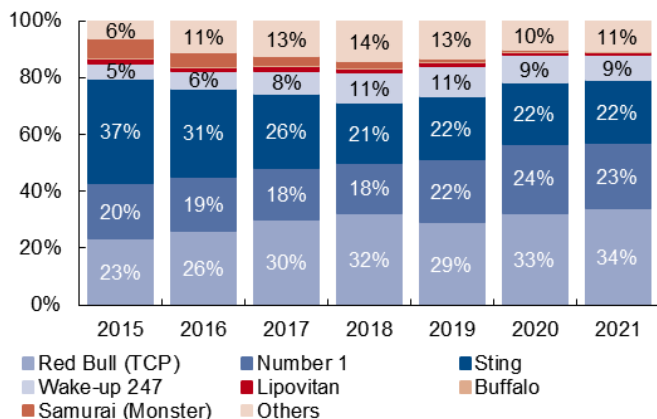
图表 13 越南能量饮料销量 18-21CAGR 为 13.9%



资料来源：Euromonitor，华创证券

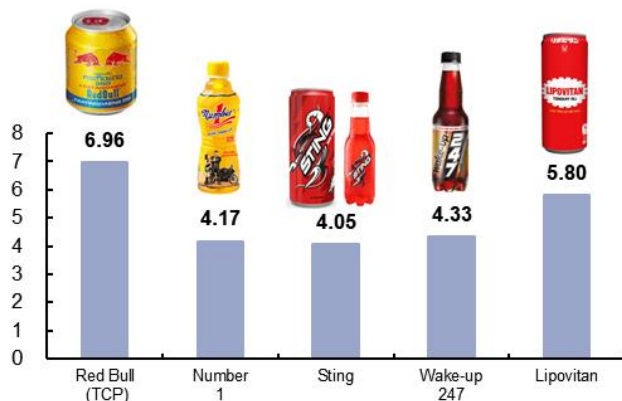
从传统泰国品牌主导到包装、口味创新，四大玩家竞争较为激烈，中高端与性价比产品并存。高渗透与高增速背景下，越南能量饮料市场竞争活跃，龙一天丝红牛代表传统黄色、甜味主要针对男性的产品，作为市场教育者品牌力突出，2021 年销量份额 34% 左右。Number1 与 Sting 以售价不到罐装产品的一半，配合大力营销广告、消费者中奖活动等，占据 23% 左右的份额。百事集团旗下的 Sting 在 2003 年上市 Sting Strawberry，通过口味创新与红牛和 Number1 两大竞对形成差异化（红色、与碳酸结合、甜味更淡、解渴属性与普适性更强），配合百事支撑的强营销与渠道实现放量。Wake-up 247 为 龙四，其在 2014 年将咖啡与能量饮料结合，针对工人和长途司机等能量消耗大户提供双重提神效果。价格方面，越南市场高端市场与大众市场并存，红牛作为罐装产品代表定价中高端，每 500ml 约 6-7 元人民币，而 Number1 与 Sting 均有 PET 包装，且性价比更加突出。

图表 14 竞争格局 2020 年后趋于稳定



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 15 越南能量饮料主要品牌价格 (换算人民币 /500ml)



资料来源: Lazada, 华创证券

图表 16 Number1 与 Sting 品牌策略梳理

包装	配方	定价	营销	渠道								
<ul style="list-style-type: none"> PET瓶装, 传统黄色包装, 醒目的机车男性与女性形象, 代表坚强、活力、自信; 方便携带, 满足越南消费者加冰饮用的需求 	<ul style="list-style-type: none"> 作为传统能量饮料, 旨在提供足够的能量, 配方结合了维生素B3、牛磺酸、肌醇和咖啡因, 可帮助用户快速补充能量, 同时保持警觉性。 可以与冰块一起饮用, 同时不失能量饮料的口味, 受到很多消费者的喜爱。 	<ul style="list-style-type: none"> 以PET包装降低成本, 采用低价竞争策略 售价不到当时市面存在的罐装产品(红牛、犀牛、力波维坦)的一半, 首次将能量饮料价格拉到与碳酸软饮料的价格几乎持平 	<ul style="list-style-type: none"> 广告: 大量投放广告和户外标牌, “现在在周中! 仍在战斗中, 您想要增强能量” 促销: “撕标签赢礼物” 活动: 赞助运动比赛 	<ul style="list-style-type: none"> 公司前身为1994年成立的Ben Thanh 啤酒厂, 得益于Ben Thanh啤酒已有的强大分销渠道, 以及花费数亿越南盾聘请专业广告公司进行数字化营销, 2001年推出Number 1后短短4个月内占领30%市场份额, 总分销渠道包括30万个零售网点, 200家代理商, 遍布全国64个省市。 								
<ul style="list-style-type: none"> PET瓶装, 代表性红色设计与黑色蝎子logo, 伴随“释放创意, 点燃创造力”口号, 象征激情、活力、力量 	<ul style="list-style-type: none"> 采取侧翼夹击, 差异化竞争策略, 避免直接与红牛和Number1竞争, 采用草莓味、碳酸化、中等甜度, 易于饮用, 男女皆宜, 重新定位消费者口味, 结合清爽解渴属性, 拓展消费人群和场景。Sting的意思是“刺痛或刺伤”, 当第一口喝到喉咙时, 感官仿佛突然被唤醒。 	<ul style="list-style-type: none"> 同样采用低价策略 <table border="1"> <caption>2019. 10. 27 市场价格</caption> <thead> <tr> <th>Number 1</th> <th>Sting</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>原味330ml 7500越南盾</td> <td>黄瓶330ml 7200越南盾</td> </tr> <tr> <td>草莓味330ml 8200越南盾</td> <td>草莓味330ml 8000越南盾</td> </tr> <tr> <td>可乐瓶330ml 8300越南盾</td> <td>咖啡瓶330ml 8000越南盾</td> </tr> </tbody> </table>	Number 1	Sting	原味330ml 7500越南盾	黄瓶330ml 7200越南盾	草莓味330ml 8200越南盾	草莓味330ml 8000越南盾	可乐瓶330ml 8300越南盾	咖啡瓶330ml 8000越南盾	<ul style="list-style-type: none"> 赞助越南版《极速前进》户外真人闯关节目、国际排球锦标赛等 在地标81大楼(胡志明市)、龙桥(岘港)、乐天中心(河内)和林维恩广场(大叻)投放CGI广告 	<ul style="list-style-type: none"> 依靠百事可乐广泛的分销系统, 从超市、饮料经销商、杂货店、餐馆到街头摊贩都可以看到Sting品牌, 同时还合作了许多咖啡店推销产品。 打造Sting Café Espresso公路休息站, 与网约车龙头平台Grab合作给司机发放优惠券进行推销。
Number 1	Sting											
原味330ml 7500越南盾	黄瓶330ml 7200越南盾											
草莓味330ml 8200越南盾	草莓味330ml 8000越南盾											
可乐瓶330ml 8300越南盾	咖啡瓶330ml 8000越南盾											

资料来源: Võ Trà My 《Chiến lược Marketing Mix》, brands vietnam, eMagazine, wikimarketing, vnexpress, campaignbriefasia, advertising vietnam, B& Company, 华创证券

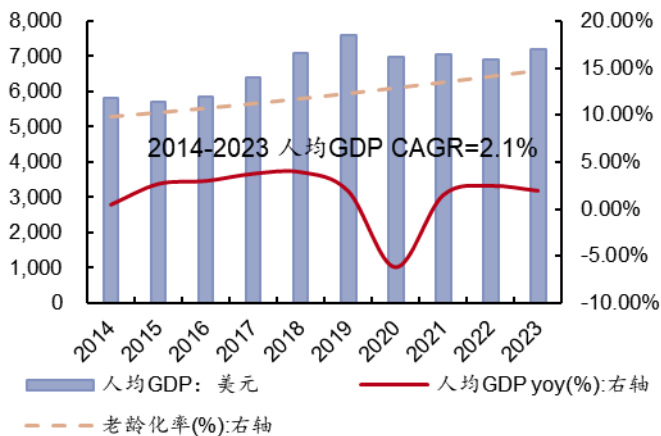
3、泰国: 深度绑定蓝领, 经济放缓与老龄化之下消费见顶

泰国属于中等收入国家, 经济与城镇化发展放缓, 且在东南亚国家中人口老龄化问题相对明显。泰国在 20 世纪 80 年代通过引入外资和产业转移推动劳动密集型制造业的发展, 经济结构从农业为主转向加工制造业为主, 截至 2023 年人均 GDP 约 7180 美元(在东南亚仅次于新加坡和马来西亚)、城镇化率达到 53.6% 亦处于中等水平。但由于产业升级缓慢、家庭债务较高及投资增长乏力抑制内需扩张等, 泰国 2010 年以来经济与城镇化发展

放缓，14-23 年 GDP 复合增速仅为 2.1%。此外，人口结构方面，泰国 65 岁及以上人口占比 23 年约 14.7%为东南亚国家最高。

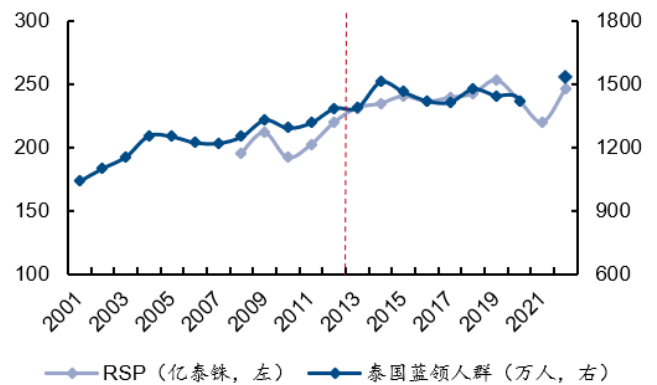
泰国能量饮料市场起步时间早，深度绑定蓝领人群，当前市场处于成熟阶段。泰国能量饮料市场起步于 20 世纪 60 年代，日本品牌力保健（Lipovitan）率先渗透，而后本土品牌泰国红牛、M150 等陆续崛起。从事较高强度工作的蓝领阶层是核心消费群体，2013 年以前，劳动力需求增加和蓝领阶层壮大驱动能量饮料市场较快增长，而后随着蓝领人群数量见顶放缓，根据欧睿数据 14-23 年人均消费量/RSP CAGR 分别-0.4%/0.9%。

图表 17 泰国经济长期放缓，人口老龄化加剧



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 泰国能量饮料市场增长随蓝领人口放缓



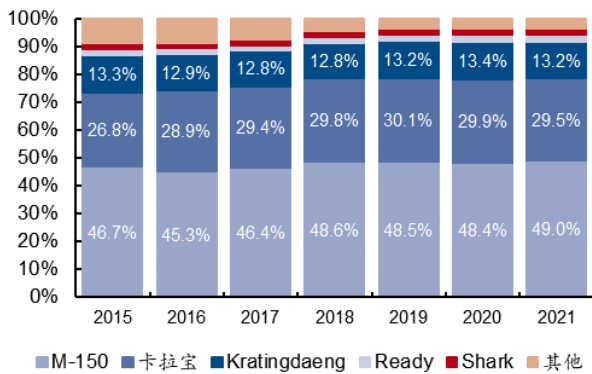
资料来源: Euromonitor, Wind, 华创证券

注: 泰国蓝领人群使用采矿业, 制造业, 电力、燃气、蒸汽及空调供应业, 建筑业, 用水供应、污水处理、废弃物管理和整治业; 汽车、摩托车及个人和家庭用品维修业人数加总估计

三大本土寡头格局稳固，小玻璃瓶为主要包装形式，单瓶单价较低。上世纪七八十年代起，天丝制药推出泰国红牛（Krating daeng）依靠户外广告与抽奖等线下活动崛起；90 年代，政府禁止能量饮料抽奖活动对泰牛造成打击，M150 加大线上投放，凭借体育与音乐营销把握年轻人跃升龙一；而卡拉宝则在 2000 年以后通过更清晰的摇滚激情定位，以及强大的配送和营销体系提升份额，逐步超过泰牛。2015 年至今，行业三大本土寡头深耕市场、格局稳定，21 年 M-150、卡拉宝和泰国红牛分别占据泰国能量饮料市场约 49%、30%和 13%的份额。由于能量饮料消费长期与核心的蓝领人群绑定，故三大龙头的核心产品均为 150ml 左右小玻璃瓶装，瓶单价多在 10-12 泰铢（约 2-2.5 元人民币）、单价较低。

高端产品体量较小，预计与传统产品消费惯性强、产品矩阵丰富，及泰国经济增速放缓有关。行业增长放缓的背景下，龙头尝试推出高端系列产品拓展市场，如 M-150 母公司推出效果更强的 M-Storm、针对年轻人的碳酸能量饮料 Shark Energy，天丝红牛公司推出含果汁口味更丰富的 Ready 等，产品定价普遍在 15 泰铢/150ml 以上。但总体来而言高端市场占比仍较小，我们预计主要系传统能量饮料形象深入人心，且在性价比高的同时，已经能够提供多样化功能（M150、Krating Daeng 等在 10-15 泰铢价格带，均有 3 种以上细分产品），叠加经济增长动力不足之下提神相关产品增量升级需求受限所致。

图表 19 泰国能量饮料市场呈现较稳定三寡头格局



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 20 泰国能量饮料品牌梳理



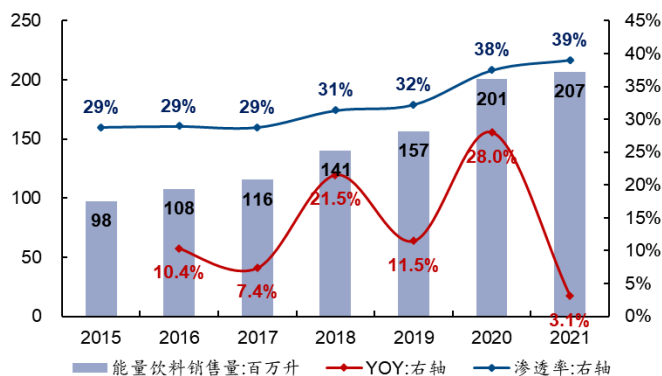
资料来源: Lazada, 华创证券

4、柬埔寨: 高工作强度催生需求, 新兴势力 Sting 崛起

高工作强度催生能量饮料需求, 目前产品价格较高, 存在性价比产品机会。柬埔寨经济增速较快、且工作强度高(工业以纺服建筑为主, 全国周平均工作时间超过 49 小时)催生提神需求, 18-21 年能量饮料市场规模 CAGR 为 16.1%, 能量饮料零消费量占软饮料整体的 39% 左右。价格端, 根据欧睿数据, 2021 年市场零售均价换算为人民币为 5.8 元/500ml, 相当于日人均 GDP 的 15% (2021 年人均 GDP 为 2167 美元), 对比泰国 (7.4 元/500ml, 占日人均 GDP 的 6%) 明显较贵, 性价比产品存在市场机会。

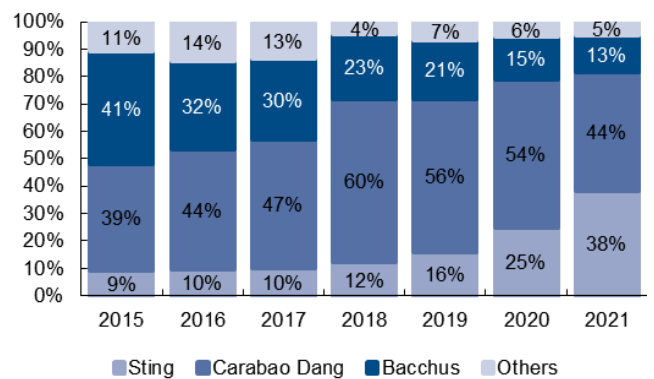
竞争格局上, 早期 Carabao 和 Bacchus 占优, 近年 Sting 份额快速提升。2018 年以前, Carabao 与 Bacchus 为柬埔寨能量饮料市场的主要品牌: 泰国品牌 Carabao 从 2004 年起开始出口, 柬埔寨作为核心市场之一占 2015 年海外收入的 68%, 营销层面主要系支持拳击比赛、组织卡拉宝乐队巡回演唱会等。Bacchus 则是韩国品牌, 主打高牛磺酸含量 (2000mg/100ml, 东鹏红牛等约 50-60mg), 2009 年随着“韩国浪潮”进口切入白领市场、反响较热烈。而 2018 年起, Sting 主打性价比、年轻化定位, 产品定价较竞对低 30-40% 且容量更大, 内容物为红色碳酸饮料式口味, 营销上则签署柬埔寨当红说唱歌手为代言人, 并赞助各大电竞赛事, 在此基础上, 依托柬埔寨最大的啤酒商 Cambrew 为装瓶分销商, 实现快速铺货、抢占份额。

图表 21 柬埔寨能量饮料渗透率高



资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 渗透率由能量饮料消费量在软饮料中的占比计算

图表 22 Sting 替代 Carabao 和 Bacchus 的市场份额



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 23 Bacchus 定位白领，Sting 定位新生代



资料来源：天猫宝佳适保健食品旗舰店，STING 官方脸书账号，转引自柬埔寨柬单网公众号，华创证券

图表 24 柬埔寨主要能量饮料品牌

品牌	产品图	规格	单价 (人民币)	换算500ml价格 (人民币)
Sting		330ml 金属罐	2.68	4.06
Carabao		250ml 金属罐	3.75	7.50
Bacchus		250ml 金属罐	4.37	8.73

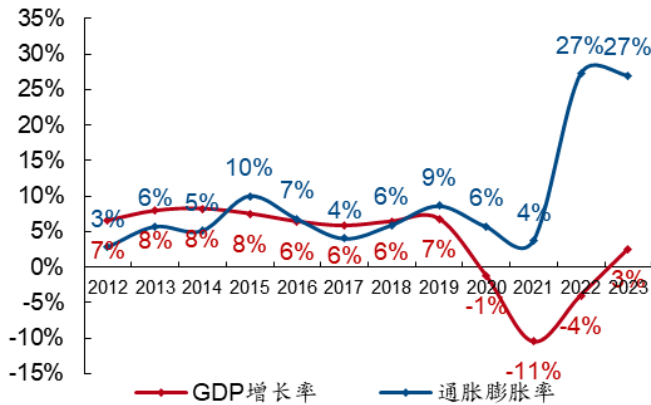
资料来源：makroclick，华创证券

5、缅甸：短期动荡不改长期潜力，本土品牌 fire dragon 借势崛起

能量饮料快速增长势头受经济动荡影响，短期表现疲软，长期仍具发展潜力。缅甸人口数量超过 5400 万且结构年轻，当前城镇人口占比超过 30%，且仍有提升潜力，能量饮料渗透潜在空间仍足，根据欧睿数据，其 15 年-21 年能量饮料销量以 7.7% 的 CAGR 快速增长。但 2021 年政变后冲突动荡导致造成经济混乱，一方面国内 GDP 下滑，缅甸贫困率从 2017 年的 24.8% 增至 2023 年的 49.7%，另一方面通胀高企导致能量饮料均价上涨，故预计能量饮料销量或受到影响。但长期维度看，21 年缅甸能量饮料人均消费量约为 1.2 升/年渗透率仍较低预计随着经济恢复和贫困问题缓解，市场有望重回增长通道。

短期动荡之下，进口政策波动、产品价格通胀，本土品牌 fire dragon 供给与价格相对稳定。缅甸能量饮料市场长期由 Shark、M-150、Krating daeng、Carabao 四大泰国能量饮料品牌瓜分，2021 年之前合计市场份额稳定在 81%-85%。而 2022 年以来，一方面缅甸货币大幅贬值之下，进口品牌价格明显上涨，另一方面，缅甸要求进口食品办理进口许可证、有效期半年，相关进口政策波动导致卡拉宝等部分品牌供给不畅，而缅甸本土公司 Europe & Asia Commercial Co Ltd 的 fire dragon 品牌受益于价格与供给相对稳定，预计销量份额有所提升。

图表 25 缅甸政变前经济中高速增长，近年来政治冲突导致 GDP 下滑、通胀高企



资料来源：缅甸中央银行，亚洲开发银行，wind，华创证券

图表 27 当前 Fire Dragon 性价比突出

品牌	产品图	规格	单价 (人民币)	换算500ml价格 (人民币)
Shark		250ml 金属罐	9.1	18.2
		250ml IPET	3.5	7.0
Fire Dragon		250ml 金属罐	3.2	6.3
		330ml 金属罐	5.8	8.8
Kratingdaeng		250ml 金属罐	8.4	16.8
M-150		150ml 玻璃瓶	7	23.3
Carabao		150ml 玻璃瓶	6.7	22.2
		250ml 金属罐	8.8	17.5

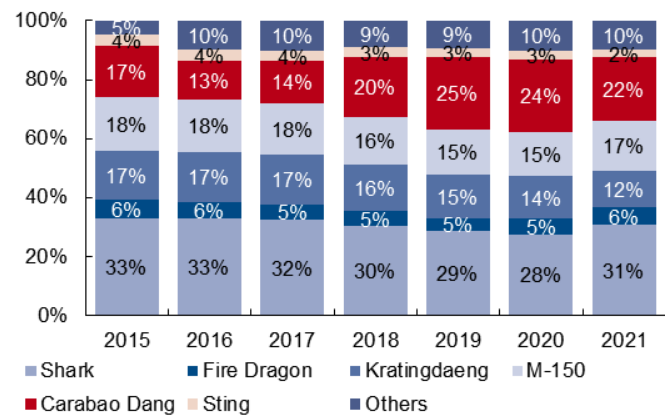
资料来源：shop, seingayhar, citymall, 华创证券

图表 26 缅甸进口许可与限制政策波动

时间	缅甸进口许可与限制
2021年04月12日	商务部暂时禁止通过陆路进口饮料，包括果汁和水、速溶咖啡、混合咖啡、混合茶、酸奶、奶油、炼乳和淡奶。
2021年05月08日	交通部暂时禁止通过陆地边境进口摩托车。
2021年06月04日	交通部暂时禁止通过陆地边境进口肥皂、清洁剂和牙膏。
2021年09月21日	SAC限制缅甸食用油经销商协会中有限数量的企业(8家)进口棕榈油。协会会员只能以参考价格买卖棕榈油，且利润率最高可达2% (以防止哄抬物价)
2021年09月30日	交通部实施临时汽车进口禁令。个人汽车进口许可将被暂停，包括持有汽车进口的许可政府官员和汽车经销商、旧车置换计划。
2021年11月26日	商务部在当前需要进口许可证的税目清单中增加了3070个税目(使需要进口许可证的税目总数达到63%)。此举显著提高了机械、纺织品、服装、金属、食品、饮料和烟草产品的进口许可要求。
2022年06月16日	国资委出台了汽车进口禁令，使2021年9月实施的临时禁令更加具体和全面。
2023年02月22日	交通部公布电动汽车进口试点规定：参与企业必须拥有陈列室经营许可证或在DICA注册，需要获得国家电动汽车及相关产业发展委员会的许可，并需要提供相当于5000万缅甸元的。
2023年04月01日	交通部提高了进口商许可要求，8774个进口线路(共11849个进口线路)即74%的进口线路需要许可证。

资料来源：UNDP 《Economic Policy in Myanmar 2021-2023》，华创证券

图表 28 缅甸能量饮料市场格局



资料来源：Euromonitor, 华创证券

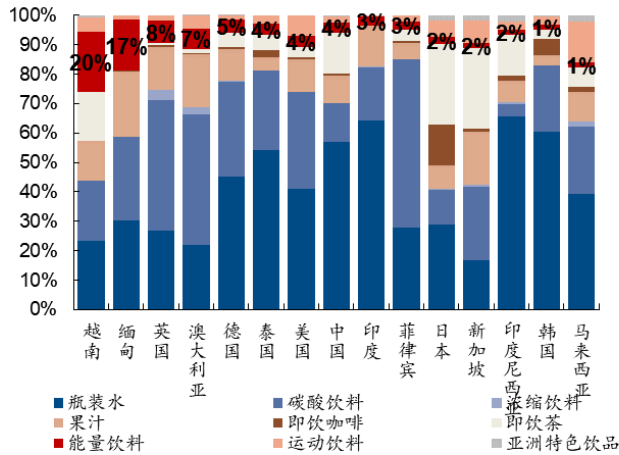
6、马来西亚：消费价格中高，红牛一家独大

马来西亚属于中等收入国家，城镇化水平已较高，经济增长放缓。马来西亚自上世纪 70 年代承接日本工业发展需求与产业转移，摆脱自然资源出口的经济模式，加工制造与服务行业陆续腾飞。虽然亚洲金融危机后由于产业结构未能进一步成功升级以及政治等因素增长放缓，但当前已属于中等收入国家，2023 年人均 GDP 为 11379 美元，城镇化率为 78.72% 已达较高水平(中国 23 年人均 GDP 约 12614 美元，城镇化率 64.57%)。18-23 年，马来西亚 GDP 复合增速为 2.2%，呈现中低速增长，主要系其目前经济加工出口，而全球经济疲弱背景下主要贸易伙伴国需求减弱所致。此外，当地货币林吉特疲软和国内消费低迷等因素也对经济增长带来一定压力。

能量饮料渗透率低但市场总量见顶，预计主要与经济增速放缓，以及产品单价和含糖量偏高有关。根据欧睿数据，马来西亚 2021 年非现饮能量饮料销量仅占软饮料总销量的 1.5%，人均消费量测算为 0.7 升/年，渗透率较低，但 18-21 销量 CAGR 为 -0.4%。我们预计：一是由于城镇化已至较成熟阶段且经济增长放缓；二是能量饮料单价较高，品类间竞争力偏弱，根据欧睿测算，2021 年每 500ml 能量饮料、即饮咖啡、运动饮料的单价分

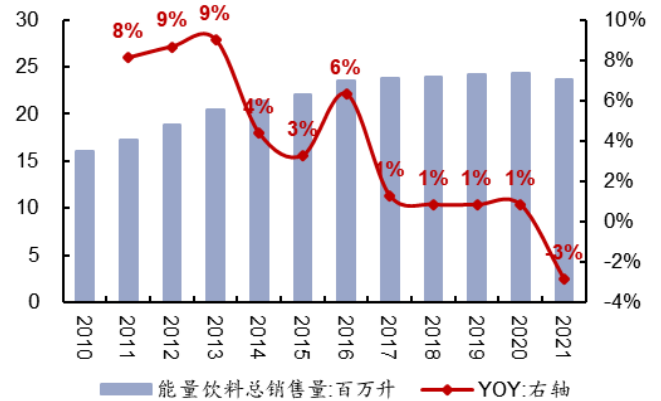
别约人民币 7.8、6.2、3.2 元，后两者在能够提神解渴的同时，性价比更高且营销普适性；
三是马来西亚控糖趋势明显，消费者健康意识增强，政府也将从 2025 年开始，针对含糖饮料（每 100ml 含糖量超过 5g），将消费税从 0.5 林吉特/L 增加到 0.9 林吉特（参考当前汇率，相当于从人民币 0.8 元增加到 1.45 元），以抑制含糖饮料的过度消费导致的健康问题。为适应减糖潮流，红牛（GmbH）于 2024 年 5 月推出无糖版产品。

图表 29 马来西亚能量饮料占比较饮料市场规模较小



资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 2021 年数据

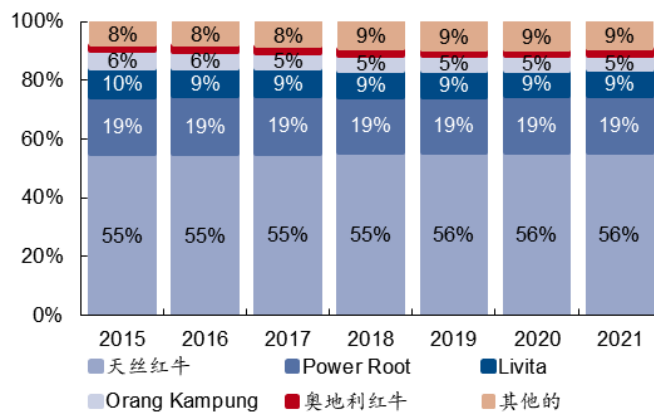
图表 30 马来西亚能量饮料市场近年来增长缓慢



资料来源: Euromonitor, 华创证券

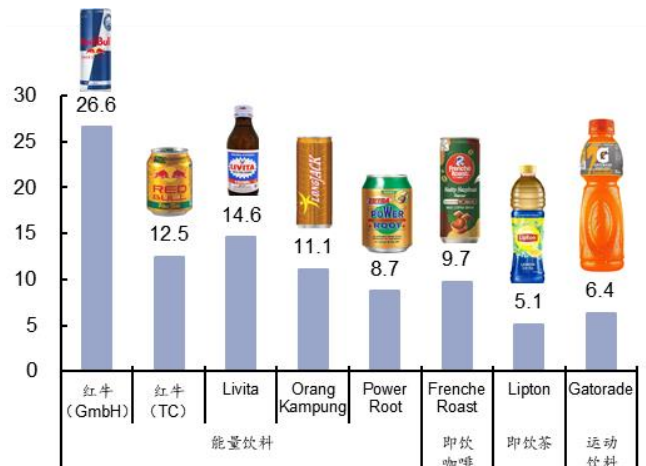
竞争格局较稳定，天丝红牛占据半壁江山，本土品牌 power root 位居第二，250ml 金属罐为主要包装形式。行业规模变化不大的背景下，竞争格局也十分稳定，本土分销商 Yee Lee Marketing 手握泰国红牛和奥地利红牛经销权，核心产品天丝红牛市占率长期保持 55% 左右，并通过与赛车、摩托车等冒险运动绑定保持曝光量，高市占率带来的高议价权使其可以在超市、大卖场占据更多上架空间，渠道优势突出。龙二为本土品牌 Power Root，定位“草本能量饮料”，主打添加两种原产于马来西亚的雨林草本植物“Tongkat Ali”和“Kacip Fatimah”，占据 19% 的市场份额。二者均主打 250ml 金属罐装，定价换算人民币约 4.5 元/罐，也代表了马来西亚能量饮料消费的主要形式。

图表 31 马来西亚天丝红牛销量占比近 60%



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 32 马来西亚能量饮料 500ml 单价较高

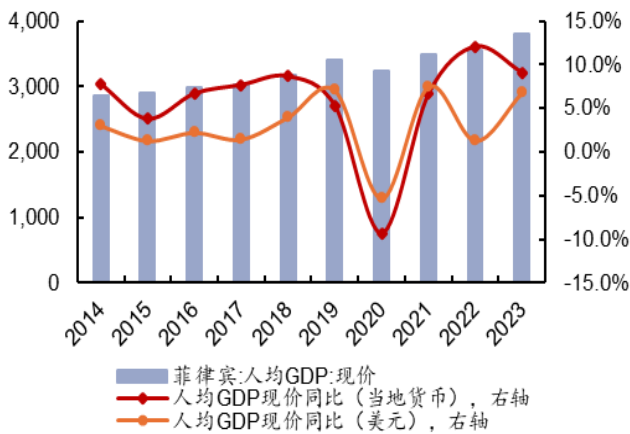


资料来源: Lazada, 华创证券 注: 换算为人民币

7、菲律宾：工作强度不高、市场增长偏缓，本土性价比产品流行

东南亚第二人口大国，经济中速增长，但工作强度偏低且贫富差距较大。菲律宾人口数量约 1.15 亿，位列东南亚国家第二，且老龄化率仅 5.3%；2023 年人均 GDP 约 3805 美元，位列东盟六国之末，18-23 年 GDP CAGR 约 4.7% 呈现中速增长。但菲律宾存在贫富差距大的问题——过去 40 年间，收入前 1% 人口所占收入比重一直在 17% 以上，而后 50% 人口所占比重未曾超过 14%。究其原因是其“过早去工业化”，农业部门劳动力收入长期提升缓慢，而能够吸纳大量劳动力的制造业发展乏力，服务业中则多为低附加值的产业，因此虽然菲律宾经济中速增长，但就业岗位较为短缺，存在“在职贫困”的现象。

图表 33 菲律宾人均 GDP 较低，中高速增长



资料来源：世界银行，wind，华创证券

图表 34 菲律宾周工作时间较短，贫富差距较大

	2023年人均GDP(美元)	GDP 18-23CAGR	基尼系数	收入前10%人群收入份额	收入后20%人群收入份额	工作时间(小时)
中国	12597	5.1%	35.7	28.2%	7.4%	48.0
马来西亚	11967	2.2%	40.7	30.9%	5.9%	45.6
泰国	7180	0.3%	34.9	27.1%	7.6%	44.3
印度尼西亚	4876	5.6%	35.5	28.3%	7.6%	41.5
越南	4322	7.3%	36.1	28.1%	6.8%	45.6
菲律宾	3805	4.7%	40.7	32.5%	6.5%	42.1
缅甸	1192	0.7%	30.7	-	-	47.4
柬埔寨	2486	5.5%	-	-	-	49.5
老挝	1948	3.8%	38.8	-	-	43.8





资料来源：Wind，世界银行，国际劳工组织，华创证券

注：使用 2023 年数据

能量饮料人均消费量与中国类似，近十年当前量增趋缓。菲律宾能量饮料市场在 2014 年之前保持高单-双位数增长，但近十年总量表现平缓，2021 年人均消费量约 1.8L/年（与中国类似），我们预计主要系产业结构、贫富差距等原因导致其市场天花板较低，而当前核心人群渗透已基本完成。价格端，18 年至今 2 波通胀是导致吨价波动的主要因素，而拉长到十年维度，整体吨价表现较为稳定。

格局上，本土品牌 **Cobra** 依托包装创新与性价比崛起，占据绝对优势。根据欧睿数据，2021 年 cobra 和 sting 两大品牌合计市占率达到 99%，产品形态上玻璃瓶与 PET 包装二分天下，产品性价比高。占据市场近 70% 份额的 Cobra 品牌，于 2008 年由当地啤酒厂商 Asia Brewery 和 Cobra International Beverage 合作推出。其推出之初以工人为核心消费群体（广告语“你在奋斗中”、“真正的力量”），采用可回收的 240ml 玻璃瓶装且定价较当时的龙头红牛性价比突出，借助 Asia Brewery 渠道深入渗透在当地的 sari-sari stores（类似夫妻老婆店），从而崛起并推动能量饮料市场扩容。Cobra 也在后续进一步推出售价便宜、口味多元、更加便携的 PET 瓶装产品，并跟随市场趋势加强便利店、电商等渠道渗透，持续巩固优势地位。

图表 35 Cobra 和 Sting 主打性价比市场，占据市场主导地位

品牌	产品图	份额	规格	单价 (人民币)	换算500ml价格 (人民币)
Cobra		68.60%	350ml PET瓶 多种口味	3.3-4.6	4.7-6.5
Sting		30.50%	240ml 金属罐	3.5-4.5	7.3-9.4
			290ml/320ml/330ml PET瓶	2.4-2.8	4.1-4.3
红牛		0.50%	260ml 金属罐	9.5-10.5	19.0-21.0
			150ml 玻璃瓶	7.0-8.0	23.0-26.0
Monster		0.10%	330ml 金属罐 多种口味	9.0-10.0	13.5-15.2

资料来源: Lazada, Euromonitor, 华创证券 注: 份额使用欧睿21年数据, 价格来自Lazada

图表 36 Cobra 通过性价比产品，依托亚洲啤酒公司渠道崛起



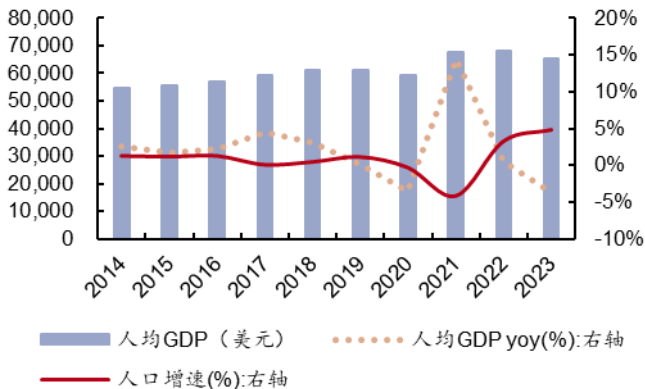
8、新加坡: 市场步入成熟期，中高端消费为主，健康化趋势流行

能量饮料市场进入成熟阶段，中高收入年轻群体为主要消费者。新加坡属于发达国家，23 年人均 GDP 水平约 8.5 万美元，但人口数量少，总人口仅接近 600 万。根据欧睿数据，21 年新加坡能量饮料人均消费量约 1.1 升/年，18-21 年人均消费量 CAGR 仅 3%，人均消费量虽不高，但市场进入成熟阶段。我们预计主要系新加坡重体力劳动人群较少，当前能量饮料核心消费者是年轻人与中高收入群体，其拥有咖啡等替代选择（西式文化影响，人均咖啡消费量约 135 杯/年，为东南亚最高），且重视低糖健康消费。

天丝红牛先发优势明显，Monster 差异化占据一席之地，行业健康化趋势凸显。红牛早期推进能量饮料市场教育、品牌力优势突出，根据欧睿数据，2021 年天丝红牛、奥地利红牛（含无糖）市占率分别约 58.7%、17.8%。Monster 价格介于天丝红牛与奥地利红牛之间，凭借年轻化定位、类碳酸口感、多元的口味，崛起并占比约 20% 左右份额。目前，行业健康化趋势突出，一是无糖能量饮料流行，不仅占比较高（如奥地利红牛无糖版即占总销量约 10%）而且表现优于行业；二是天然原料成为新趋势，与传统合成咖啡因不同，Mate 等部分厂商从绿茶、马黛茶或咖啡豆中提取咖啡因用于生产，并采用充满活力

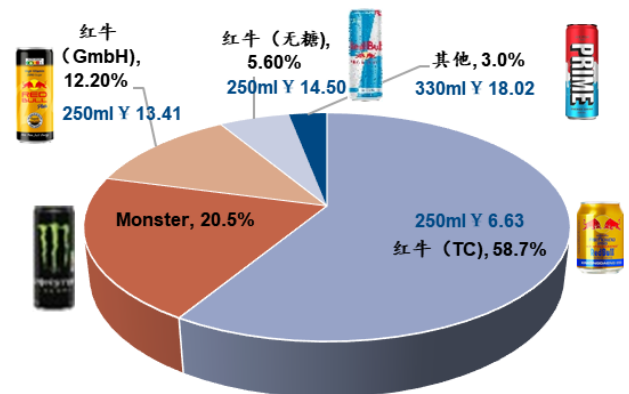
的包装、电竞等年轻化营销，吸引年轻消费者。

图表 37 新加坡为高消费发达国家，人口增长缓慢



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 新加坡市场无糖化趋势明显



资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 2021 年数据

(二) 总结探讨: 工作强度与经济增长驱动大盘, 企业差异化机会充足

1、驱动因素: 宏观环境是生长土壤, 企业创新为必要补充

宏观环境: 工作强度与经济增长决定提神需求, 产品价格、消费习惯等解释额外差异。与健身等文化流行的欧美国家不同, 东南亚大多数是发展中国家, 能量饮料消费的核心诉求, 是通过提神来在工作、学习及部分娱乐场合取得更好表现。因此我们统计发现:

- 工作强度:** 东南亚各国能量饮料消费量与周平均工作时间呈正相关, 如越南、泰国、柬埔寨均为工作强度较高的国家。
- 经济增速:** 在经济增长较快的国家, 城镇化带来体力劳动需求、生活更加繁忙, 而消费者通过提神获得的“回报”也更多, 故能量饮料市场扩容速度更快, 典型是印尼、越南、柬埔寨、缅甸 (政治动荡前), 而中国亦属于此列。
- 产品价格、消费习惯等:** 可解释额外差异, 如马来西亚工作强度与越南类似, 但消费量明显较低, 我们预计主要系马来西亚能量饮料价格较咖啡、运动饮料等明显偏贵, 且当地抗糖趋势明显。新加坡作为发达国家, 能量饮料产品定价也较高, 对应的核心消费群体 (年轻人与中高收入) 拥有咖啡等替代选择且重视低糖健康消费, 故人均消费量不高且增速较慢。

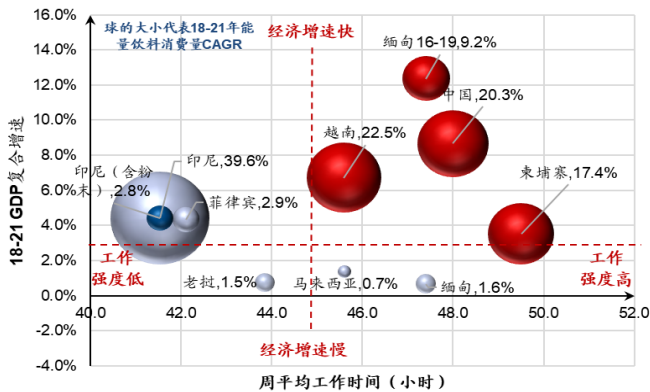
此外, 成功的企业创新可进一步挖掘结构性机会。在宏观土壤之上, 品牌通过包装差异化+更高性价比+口味多元化的创新挖掘增长新机, 例如印尼先是泰国高价产品占据主流, 而后粉末性、小杯装产品依次通过性价比与便捷性优化推动市场扩容; 而越南在工作强度较高、经济增速较快的基础上, PET 瓶装、口味多元化等创新层出不穷, 市场持续高增 (详述见下一小节)。

图表 39 东南亚各国能量饮料市场概况梳理

渗透特征	国家	RSP (百万元)	销量 (百万升)	单价 (元/升)	人均消费量 (升/年)	人均消费量 CAGR 11-21	人均消费量 CAGR 16-21	人均 RSP CAGR 11-21	人均 RSP CAGR 16-21
低渗透 高增速	印度尼西亚	1157.8	143.3	8.1	0.5	2.3%	4.6%	1.0%	3.8%
	缅甸	816.6	65.5	12.5	1.2	14.9%	8.0%	14.9%	7.1%
高渗透 高增速	越南	6116.5	668.9	9.1	6.8	11.4%	10.6%	14.9%	12.2%
	柬埔寨	2401.3	206.9	11.6	12.2	9.3%	12.4%	1.9%	14.8%
高渗透 低增速	泰国	4142.8	279.0	14.8	3.9	0.0%	2.4%	0.5%	0.9%
	新加坡	152.9	5.8	26.4	1.1	0.0%	1.1%	1.0%	3.1%
中低渗透 低增速	马来西亚	369.6	23.7	15.6	0.7	0.6%	2.6%	-1.5%	0.0%
	老挝	277.4	12.3	22.5	1.7	4.4%	4.0%	5.5%	3.9%
	菲律宾	1654.4	208.0	8.0	1.8	2.0%	4.8%	-1.6%	-1.4%

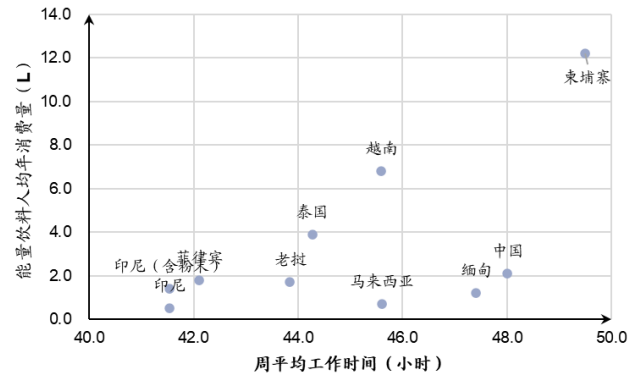
资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 2021 年数据

图表 41 高工作强度且经济增长较快的国家能量饮料市场增速快



资料来源: Euromonitor, 国际劳工组织, 世界银行, wind, 华创证券 注: 印尼市场增速较快, 主要系由于杯装液态能量饮料替代粉末状产品, 若考虑粉末状下滑, 则整体 CAGR 仅为 2.1%; 周平均工作时间: 缅甸为 2019 年数据, 柬埔寨为 2021 年数据, 其他国家为 2022 年数据

图表 40 能量饮料人均消费量与工作强度呈正相关



资料来源: Euromonitor, 国际劳工组织, 华创证券 注: 消费量为 2021 年数据; 周平均工作时间缅甸为 2019 年数据, 柬埔寨为 2021 年数据, 其他国家为 2022 年数据

图表 42 不同饮料品类间对比, 马来西亚、新加坡能量饮料价格相对较贵 (单位: 人民币元)

	中国	印度尼西亚	马来西亚	缅甸	菲律宾	新加坡	泰国	越南	柬埔寨	老挝
不同饮料品类每 500ml 价格										
能量饮料	8.6	4.0	7.8	6.2	4.0	13.2	7.4	4.6	5.8	11.3
包装水	2.0	0.8	0.9	0.6	1.8	2.4	1.4	1.1	1.5	1.6
碳酸饮料	3.1	3.0	2.1	2.4	3.1	4.0	3.4	2.8	2.2	3.0
即饮咖啡	13.3	4.5	6.2	7.3	6.9	11.4	7.2	7.6	n.a.	n.a.
即饮茶	3.8	2.0	2.7	3.2	3.6	4.6	3.8	2.6	5.4	5.5
运动饮料	3.8	2.8	3.2	2.4	5.0	4.1	4.3	2.3	3.0	7.3
其他饮料价格占能量饮料价格的百分比										
包装水	23.0%	20.2%	12.0%	9.0%	46.1%	18.6%	18.2%	23.1%	25.8%	14.3%
碳酸饮料	35.8%	74.0%	27.3%	38.3%	77.2%	30.2%	46.0%	62.1%	38.3%	26.7%
即饮咖啡	154.9%	110.7%	79.1%	116.4%	173.8%	86.5%	97.6%	165.5%	n.a.	n.a.
即饮茶	44.7%	48.4%	34.5%	51.7%	91.1%	34.7%	50.9%	56.5%	93.1%	49.1%
运动饮料	44.2%	69.3%	40.8%	38.5%	125.7%	30.8%	58.2%	49.4%	51.8%	64.4%

资料来源: Euromonitor, 华创证券 注: 2021 年数据

2、格局与产品: 泰国品牌占据主导, 创新超车机会充足

泰国品牌于本土市场竞争激烈、消费惯性强, 在其他国家大多占据龙一, 但也留出创新空间。泰国是东南亚能量饮料的发源地, 本土市场中 Krating daeng、M-150、Carabao 依次崛起当前 CR3 约 87%。泰国市场一方面竞争激烈, 在 10-15 泰铢/150ml 的核心价格带, 每个品牌齐下均有 3 个以上子产品提供多元细分功能, 且不乏在包装、口味、配方等方面进一步创新的高端产品; 另一方面消费惯性较强, 虽有包装与口味的创新选择, 但 150ml 小玻璃瓶产品占据 99% 以上份额, 同时也多为黄色甜味饮料。而在其他东南亚国家, 泰国品牌作为能量饮料普及的核心推动者大多占据龙一地位, 不过由于其提供的产品丰富度不及本土, 且其他国家消费惯性也相对较弱, 因此也不乏创新超车的空间。

图表 43 主要东南亚国家能量饮料市场格局及变化趋势梳理

泰国		人均GDP低于泰国						人均GDP高于泰国	
		越南	印度尼西亚	缅甸	柬埔寨	老挝	菲律宾	新加坡	马来西亚
龙一	M150 (49%)	Red Bull (TC) (34%)	Kratingdaeng (22.2%)	Shark (31%)	Carabao dang (44%)	Sting (45%)	Cobra (74%)	Red Bull (TC) (58.7%)	Red Bull (TC) (56%)
龙二	Carabao dang (30%)	Number1 (23%)	Panther (11.7%)	Carabao dang (22%)	Sting (38%)	M150 (35%)	Sting (25%)	Monster (20.5%)	Power Root (19%)
龙三	Kratingdaeng (13%)	Sting (22%)	Power F (7.3%)	M150 (17%)	Bacchus (13%)	Kratingdaeng (8%)		Red Bull (GmbH) (12.2%)	Livita (9%)
龙四		Wake-up247 (9%)	M150 (6.4%)	Kratingdaeng (12%)		Carabao dang (4%)		Red Bull (无糖) (5.6%)	Orang Kampung (5%)
其他			Extra Joss (粉末状)	Fire Dragon (6%)					
内外资格局	CR3 92%	79%	41%	70%	95%	88%	99%	91%	84%
	泰国品牌 92%	34%	29%	82%	44%	47%	-	59%	56%
	本土品牌 -	32%	19%	6%	0%	0%	74%	-	24%
	国际品牌 -	22%	-	-	51%	45%	25.0%	38%	9%
格局变化趋势	本土品牌（即泰国品牌）主导，小玻璃单价低，也形成消费习惯，是主要的产品包装。	泰国红牛教育市场，后续本土品牌、百事等陆续依靠性价比+包装差异化+口味创新崛起。	泰国品牌导入教育，后续粉末状产品、杯装产品的创新依次凭借性价比和便捷性崛起。目前格局较分散，本土品牌势头相对较强，但泰国固有品牌力具备优势，无国际品牌。	泰国品牌占据主导，近两年大幅通胀之下，本土品牌fire dragon凭借价格优势份额提升	卡拉宝先凭借性价比及地面营销替代韩国罐装品牌Bacchus；而后Sting以更高的性价比、口味创新、国际品牌优势替代卡拉宝。	Sting以性价比、口味创新、国际品牌优势抢夺泰国品牌M150份额。	泰国品牌曾教育市场，但因官司风波退出，本土品牌cobra占据主导，百事旗下sting次之，性价比均较高	泰国红牛和高端的国际品牌差二分天下，主要系消费力足以支撑，且有一定多元化升级需求	泰国红牛占据绝对优势，本土品牌次之，但包装创新不明显

资料来源：Euromonitor，华创证券 注：2021年数据，绿色为泰国品牌，蓝色为本土品牌，黄色为国际品牌

人均 GDP 低于泰国的市场：故创新路径主要是性价比配合包装差异化（PET、杯装化、可回收玻璃瓶），口味亦走向多元化。对越南、印尼、菲律宾等经济发展水平低于泰国的市场而言，泰国品牌一是定价中高端，二是产品形式较单一，故本土或其他国际品牌拥有差异化创新崛起机会，目前合计份额超过泰国品牌。

- 印尼：粉末状与杯装液态先后崛起，性价比与便捷性持续提升。Extra Joss 在 90 年代通过推出性价比突出的小包冲泡装崛起，带动能量饮料品类大众化渗透，并进一步开拓现饮场景。而近年来，Power F 提供价格仅为 0.4-0.5 元人民币/175ml 的小杯装产品，兼具性价比与便捷性的选择，掀起行业从粉末状向液体状转化的潮流。
- 越南：PET 包装创新、碳酸果味化丰富口感依次演绎。在泰国红牛占据中高档价格带（换算人民币 3-3.5 元/250ml），且金属罐装便携性较差的情况下，先是有本土品牌 Number1 主打 PET 包装、定价 2-2.5 元/330ml，再有同为 PET 装的 Sting 品牌通过口味创新并借力百事渠道崛起，整体市场持续高增，而当前消费结构中金属罐与 PET 二分天下。
- 缅甸：消费量有提升潜力，差异化空间仍足，性价比有崛起机会。能量饮料人均消费量水平低于东南亚平均水平，增量空间显著。主流产品为传统泰国品牌，口味较单一，市场差异化机会充足。且整体定价高端超过消费水平，中低端价格带空白，性价比产品有崛起机会。
- 柬埔寨、老挝：百事旗下 Sting 替代泰国品牌。人均 GDP 均不到 3000 美元，原先泰国品牌占据优势，近年来 Sting 凭借更高的性价比、多元化的口味、百事渠道基础、国际品牌领先营销赢得年轻人喜爱，份额不断提升。
- 菲律宾：低消费水平下，性价比产品强势替代，叠加官司风波，泰国品牌几乎退出市场。菲律宾人均 GDP 约 3800 美元，明显低于泰国，低消费水平下，本土厂商亚洲啤酒厂推出可回瓶的能量饮料 Cobra，240ml 玻璃装价格换算人民币仅 2-2.5 元，并借助既有渠道快速渗透，迅速抢夺泰国红牛份额。而后 PET 瓶装的 Cobra、Sting

等品牌也陆续上市满足更多元化的需求。而 2012 年天丝集团与其在菲律宾的代理商 EFDI 产生官司纠纷，如今泰国品牌已基本退出菲律宾，Cobra、Sting 市占率分别约 69%/31%。

马来西亚、新加坡经济发展水平高于泰国，龙一天丝 Red Bull 构筑消费基本盘，市场健康减糖趋势明显。天丝集团通过 Red Bull 品牌布局马来西亚与新加坡（Krating daeng 典型产品是 150ml 小玻瓶与 250ml 矮胖罐装，口味较单一；而天丝 Red Bull 定位更加高端，产品有 250ml 细长罐装、带气泡、以及果味、无糖选择），市占率均在 50%以上。而其他品牌包装创新较少，差异化方向主要集中于配方、营销层面，迎合当地天然健康、低卡减糖的消费趋势。此外，值得一提的是，两国能量饮料相对于其他饮料的定价，比其他东南亚国家更贵（参考图表 42）。

- 马来西亚：其他品牌价格带与天丝 Red Bull 类似，配方、营销等进行差异化。马来西亚人均 GDP 与我国相近、城镇化水平更高，天丝 Red Bull 当地售价约 5 元/250ml，龙二 power root 亦采用 250ml 罐装、价格与其类似，定位上主打“草本能量饮料。”
- 新加坡：消费水平高，奥地利红牛、Monster 等国际品牌向上补充升级。新加坡作为发达国家消费水平较高，天丝 Red Bull 在当地属于性价比产品，monster 与奥地利红牛等价格是其大约 2 倍，通过国际品牌的产品定位、营销拉力高举高打，作为向上升级的补充。

图表 44 东南亚国家能量饮料产品情况整理

泰国	人均GDP低于泰国						人均GDP高于泰国		
	越南	印度尼西亚	缅甸	柬埔寨	老挝	菲律宾	新加坡	马来西亚	
产品特点	单价低	包装和口味多样化较成功	性价比	通胀导致进口贵	价格偏贵	价格偏贵	性价比	较高端	价格偏贵
包装趋势	小玻瓶主导	金属罐占比较高，PET包装崛起目前次之	小玻瓶主导，杯装崛起，粉剂占据现饮市场	金属罐、玻璃瓶、PET	金属罐、玻璃瓶、PET	金属罐、玻璃瓶、PET	可回收玻璃瓶占比较高，PET瓶次之	金属罐主导	金属罐占比较高，小玻瓶次之
500ml均价(元)	7.4	4.6	4.0	6.2	5.8	11.3	4.0	13.2	7.8
包装分布									

资料来源：Wind，世界银行，Euromonitor，Lazada，Tokopedia，Seingayhar，Citymall，Makro PRO，TCP Group，brands vietnam，DEDE SURYADI，ABITA LLC & MARKETING JAPAN，campaignasia，华创证券 注：2021 年数据，缅甸老挝柬埔寨包装分布具体数据缺失

图表 45 天丝集团旗下 Krating Daeng, Red Bull, 以及奥地利红牛产品对比

产品图									
产品名称	Red Bull普通版	Red Bull苏打能量饮料	Red Bull降糖版	Red Bull Plus零糖	Krating Daeng系列	Krating Daeng	Red Bull系列		
主要市场	印尼、老挝、缅甸、新加坡等	马来西亚、泰国	马来西亚	新加坡	泰国	印尼	全球		
所属公司	TCP Group 泰国天丝集团						Red Bull GmbH 奥地利红牛		

资料来源：天丝红牛官网，奥地利红牛官网，华创证券

从企业角度，一线龙头业务聚焦、跨国布局，天丝与百事 Sting 零售规模可达约 50 亿。东南亚市场能量饮料的一线龙头企业包括天丝、百事、Osotspa 与卡拉宝，共性公司资源聚焦饮料业务，且强大的综合实力支撑起跨国经营，在越南、泰国、柬埔寨三大核心市场占据优势地位并辐射其他国家。其中实力最强的天丝红牛与百事 sting 零售规模 50-60 亿元，前者先发优势与品牌力突出，后者产品定位性价比、年轻化、口味创新，依托百事渠道与营销实力亦成功崛起。其余企业多局限于单一国家，受本土市场空间+企业资源聚焦程度影响，如越南、菲律宾能量饮料市场较大，且 THP 集团与亚洲啤酒资源聚焦，故 RSP 仍有 10 亿元以上，而马来西亚、印尼的本土品牌隶属于某综合性集团，资源倾斜不足，故相对一线龙头竞争力欠缺。

图表 46 东南亚主要能量饮料品牌 RSP 规模及母公司背景梳理（单位：未特别注明则为百万美元）

	天丝	百事	Osotspa	卡拉宝	THP集团	亚洲啤酒	马山集团	东亚社会集团	奥地利红牛	欧亚商业	大正	Power Root公司	Wings公司	Kino Indonesia TDK PT	怪兽饮料
集团发源地	泰国	美国	泰国	泰国	越南	菲律宾	越南	韩国	奥地利	缅甸	日本	马来西亚	印尼	印尼	美国
核心业务	能量饮料	饮料	能量饮料	能量饮料	能量饮料、草本茶等	能量饮料	食品饮料、肉类加工、零售、自然资源开发、金融服务等	制药和健康	能量饮料	清洁个护、食品饮料	制药和健康	速溶咖啡、罐装饮料和能量饮料等	家庭护理、织物护理、个人护理、食品和饮料	食品饮料、化妆品、婴儿保健、家庭、制药等	能量饮料
能量饮料品牌	Kratingdaeng, Red Bull	sting	M-150, shark	Carabao	Number 1	Cobra	Wake-up 247	Bacchus	Red Bull	fire dragon	lipovitan, livita	Power Root	Power F	Panther	Monster
越南	397.6	234.2			147.5		75.9				11.0				
泰国	102.3		301.4	177.5					12.3						
柬埔寨		112.5		172.4				67.7							
菲律宾	6.1	63.5				184.4									0.2
缅甸	16.0	3.1	63.8	24.0						7.9					
印度尼西亚	80.0		23.7										4.1	11.7	
马来西亚	31.5								2.9		5.3	10.7			
老挝	3.4	19.2	15.4	1.8											
新加坡	11.8								6.6						4.6
合计 (百万美元)	648.7	432.5	404.3	375.7	147.5	184.4	75.9	67.7	21.8	7.9	16.3	10.7	4.1	11.7	4.8
合计 (人民币亿元)	41.8	27.9	26.1	24.2	9.5	11.9	4.9	4.4	1.4	0.5	1.1	0.7	0.3	0.8	0.3

资料来源：Euromonitor，华创证券整理 注：2021 年数据

三、东鹏机会：优选成长，差异突围

东鹏在国内高增的基础上，明确提出规划东南亚建厂谋划出海，我们结合龙头竞争优势与东南亚市场具体情况，对其在东南亚的发展空间与策略进行展望。

1、潜在空间展望：出海战略明确，中长期可看 40 亿收入

东鹏出海战略方向明确，优选高潜成长中市场，探索差异化品类路径。我们预计印尼、越南、柬埔寨市场人口数量多且增速较快，有望贡献核心增量；泰国、新加坡拓展潜力相对较小。测算中长期东南亚出海潜在零售规模可达近 60 亿元（对应出厂收入近 40 亿

元), 核心假设如下:

- **印尼:** 人口数量最多, 经济中高速增长且人均消费量仍有较大提升空间, 属于优质的成长中市场。目前格局分散, CR5 仅为 32%, 且暂无专注于能量饮料赛道的强势本土品牌。公司本土建厂重视度高, PET 便携包装+性价比定位, 预计契合当地需求, 假设份额提升至 40%。
- **越南:** 成长性较好且规模东南亚最大, 但市场竞争激烈, 参考 number1 与 Sting 的市占率, 假设东鹏成为寡头玩家之一, 份额 20%。
- **柬埔寨:** 成长性市场, 格局变化快, 当前 sting 占优, 东鹏同为 PET 包装+性价比定位, 预计强化运营之下份额有望向 sting 靠近, 假设市占率 30%。
- **缅甸:** 市场渗透率处于提升通道, 有望随经济增长持续扩容, 当前市场格局未定, 三大泰国公司仍占优, 预计东鹏具备突围机会, 假设市占率 30%。
- **老挝:** 总量表现稳健, 但 Sting 持续替代泰国品牌, 份额达到约 50%, 预计同为 PET 包装+性价比定位的东鹏, 份额有望逐步提升, 假设市占率 30%。
- **马来西亚:** 人均消费量仍有提升潜力, 但当地产品包装单一、定价较贵影响渗透, 预计东鹏依靠突出性价比有望成为头部玩家, 甚至带动市场扩容, 假设市占率 35%。
- **菲律宾:** 市场总量基本稳定, 本土品牌售价已较低, 假设市占率 20%。
- **泰国、新加坡:** 拓展潜力相对较低, 前者市场成熟缺乏量增, 且消费惯性强、竞争激烈, 对东鹏而言进入性价比较低, 假设份额 0%; 而后者人口数量少, 且高消费水平之下成熟国际品牌竞争力更强, 假设份额 10%。

图表 47 东鹏东南亚市场潜在零售规模测算

国家	印度尼西亚	越南	柬埔寨	缅甸	老挝	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	合计
2021 RSP (百万元)	1,158	6,117	2,401	817	277	370	1,654	153	4,143	17,090
21-30E CAGR假设	<u>9%</u>	<u>7%</u>	<u>8%</u>	<u>6%</u>	<u>1%</u>	<u>3%</u>	<u>2%</u>	<u>1%</u>	<u>1%</u>	5.4%
2030E RSP (百万元)	2,515	11,246	4,800	1,380	303	483	1,977	167	4,531	27,402
东鹏市占率假设	<u>40%</u>	<u>20%</u>	<u>30%</u>	<u>30%</u>	<u>30%</u>	<u>35%</u>	<u>20%</u>	<u>10%</u>	<u>0%</u>	21%
东鹏RSP预计 (百万元)	1,006	2,249	1,440	414	91	169	395	17	0	5,781

资料来源: Euromonitor, 华创证券测算

2、策略建议: 优选成长性市场, 差异化策略突围

产品层面: 性价比普遍受到欢迎, 基于调研落地包装与配方差异化。

- **越南、印尼、菲律宾:** 建议定价与本土品牌/sting 相近或略高, 以瓶型、配方、营销创新吸引消费者。上述市场当前主流产品均价已较低, 我们认为作为在当地尚无品牌与渠道基础的新进入者, 东鹏若采取更加低价的策略, 竞争难度较大且盈利不高。故建议定价上可与新崛起的主流品牌相近或略高 (低于较贵的泰国品牌), 并通过瓶型、口味、功效、营销层面的差异化吸引消费者。

- **马来西亚、老挝、柬埔寨、缅甸：性价比策略有望打开市场，马来需关注当地抗糖趋势。** 柬、马、老三地能量饮料消费均价相对较高，其中柬埔寨 sting 品牌已依靠更高性价比明显提升份额，马来西亚人均 GDP 水平与中国类似、工作强度也较高，但价格或成为制约渗透的因素之一，且 250ml 金属罐装主导的单一包装形式也给新进入者创新留下空间。建议通过性价比结合包装创新切入，或可差异化推动市场扩容。此外，针对马来西亚，配方上可因地制宜推出减糖及无糖产品，迎合当地抗糖趋势。
- **此外，深度市场调研后，或可采用中大规格+淡口味，捕捉具有饮料类解渴需求的人群。** 东南亚传统能量饮料包装普遍较小、牛磺酸与咖啡因浓度较高、口味偏甜，一是主打强目的性快速饮用，二是小包装可帮助控制一次性摄入量，三是单价更低。但近年部分市场对更清爽的口感偏好增加，也有品牌通过 330-350ml PET 瓶装，叠加水果、碳酸口味等创新崛起。东鹏原配方、口味即淡于东南亚能量饮料，我们认为公司在深度调研当地需求后，可尝试以 500ml 包装、贴近同规格运动饮料的价格带进行推广，平衡功能性、解渴和性价比定位，捕捉更多消费者人群。

图表 48 各国主要品牌零售价换算人民币情况（元/500ml）

	印度尼西亚	菲律宾	越南	柬埔寨	泰国	马来西亚	缅甸	老挝	新加坡
整体	4.0	4.0	4.6	5.8	7.4	7.8	6.2	11.3	13.2
Kratingdaeng	8.1				7.0		6.3	11.0	
M-150	8.3				6.8		6.6	11.3	
Carabao				6.2	7.0		5.5	11.6	
Shark					6.9		6.6		
Ready					10.2				
Sting		4.0	5.1	4.6			6.2	11.1	
Wake up 247			4.1						
Power F	1.3								
Panther	2.2								
Number1			3.1						
Cobra		3.8							
Fire Dragon							6.4		
Power Root						7.7			
天丝Red Bull			5.6			7.7			11.2
奥地利Red Bull									19.8

资料来源：Euromonitor，华创证券 注：2021 年数据

营销方面：生动化的营销活动强化品牌影响力，可延续一元乐享策略。 一方面，在明确核心消费群体的基础上，可参考 Sting 崛起经验，在产品定价具备性价比的同时，通过户外大屏广告、赛事赞助、线下消费者互动等方式拉升品牌高度、放大声量，吸引年轻消费群体。另一方面，能量饮料作为快消品，中奖这一消费者互动方式有效性较强，公司可因地制宜推广一元乐享（考虑终端合作、供应链搭建难度），强化品牌黏性。

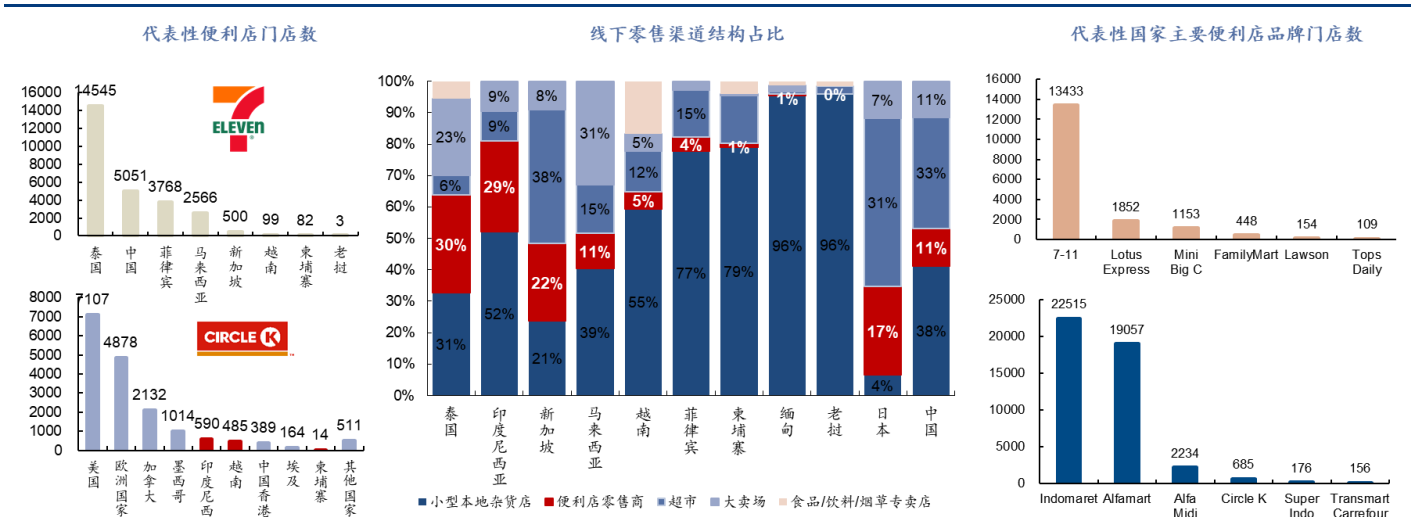
图表 49 东南亚国家能量饮料机会图谱

	泰国	人均GDP低于泰国					人均GDP高于泰国		
		越南	印度尼西亚	柬埔寨	缅甸	老挝	菲律宾	新加坡	马来西亚
市场环境	人口约7200w, 人均GDP约7200美元, 经济中低速增长, 城镇化率54%, 工作强度较高	人口约1亿, 人均GDP约4300美元, 经济中高速增长, 城镇化率40%, 工作强度较高	人口约2.8亿, 人均GDP约4900美元, 经济中高速增长, 城镇化率59%, 工作强度较低	人口约1700w, 人均GDP约2500美元, 经济中高速增长, 城镇化率28%, 工作强度较高	人口约5400w, 人均GDP约1200美元, 经济从动荡状态恢复, 城镇化率32%, 工作强度较高	人口约800w, 人均GDP约2000美元, 城镇化率38%, 工作强度较低	人口约1.1亿, 人均GDP约3800美元, 经济中速增长, 城镇化率48%, 工作强度较低	人口约590w, 人均GDP约8500美元, 经济中速增长, 城镇化率100%	人口约3350w, 人均GDP约12000美元, 经济中低速增长, 城镇化率79%, 工作强度较高
能量饮料渗透与增速	高渗透、低成长	高渗透、高成长	低渗透、高成长	高渗透、高成长	低渗透、经济恢复后成长有望加速	低渗透、低成长	中低渗透、低成长	低渗透、低成长	低渗透、低成长
包装	消费惯性强, 150ml小瓶瓶占绝对主流	金属罐占比过半, PET次之	玻璃瓶为主, 杯装产品崛起, 冲泡现饮占优, PET和金属罐兼	玻璃瓶、金属罐、PET	玻璃瓶、金属罐、PET	玻璃瓶、金属罐、PET	可回收玻璃瓶与PET二分天下	金属罐为主	金属罐为主, 少数玻璃瓶, 包装较单一
配方与口味	功效配方多元, 也有口味创新, 竞争激烈	创新较活跃, 存在代表性产品, 如sting莓果味碳酸能量饮料、wakeup247添加咖啡配方。	有葡萄味创新, 但此前差异化主要集中在包装与性价比, 功效与口味差异化仍有较大空间	sting含气泡、2种口味, 其余多为泰国品牌	泰国品牌主导, 近年来本土品牌fire dragon受益于供给与价格稳定崛起, 总体而言口味与配方创新较少	sting含气泡、2种口味, 其余多为泰国品牌	cobra与sting均为含气泡、多口味的产品	口味与功效多元, 注重无糖化趋势	泰牛口味较多, 龙二power root主打草本配方。消费偏好上抗糖趋势明显。
定价	核心产品小包装单价低, 但换算500ml价格在6-8元; 升级产品体积小	主流产品换算500ml定价4-5元, 价格中等。	性价比产品受欢迎, 整体产品均价为东南亚主要国家中最低, 中高端人群或存在拓展空间。	sting约6元/500ml, 泰国品牌8-9元/500ml, 具备性价比差异化空间	产品定价类似越南, 对缅甸人均GDP而言较贵	换算500ml均价约10元, 具备性价比差异化空间	产品定价略低于越南, 性价比已经较高。	国际品牌布局多, 产品定价较高	定价中高, 泰牛核心产品换算500ml约9-10元, 国际品牌定价更贵。

资料来源: wind, minumjek, tokopidia, Lazada, makroclick, shop, seingayhar, citymall, 华创证券整理 注: 红色代表市场机会点, 绿色代表进入难度较大或潜力较低, 2023 年数据

渠道运作: 快速进入连锁业态, 针对渠道覆盖难度较高的地区, 可考虑与当地公司合作共赢。一方面, 7-11 等连锁业态在泰国、印尼、马来西亚等国家普及度较高, 可借此快速完成覆盖并提升品牌影响力。另一方面, 更需重视传统分销渠道, 尤其经济发展程度较低的缅甸、菲律宾等市场存在大量类似“夫妻老婆店”的下沉终端, 铺货难度较大, 故外资品牌在进入此类市场时, 可尝试依托本土企业的渠道优势与市场经验, 借力快速提升产品覆盖度。例如喜力、朝日、可口可乐等国际厂商均曾与菲律宾本土厂商 Asia Beer 达成分销合作关系, 而当地市占率第一的 Cobra 能量饮料亦是 Cobra International Beverage 与 Asia Beer 合作推出的产品; 而在柬埔寨, Cambrew 作为当地最大的酿酒商, 同时也是百事可乐的装瓶公司, 旗下的百事可乐、七喜、Sting (柬埔寨市占率 65%) 均借助其渠道进行销售。

图表 50 泰国、印尼、马来西亚线下零售连锁业态普及度较高



资料来源: Euromonitor, SEVEN&I HLDGS 《CORPORATE OUTLINE FY2023》, Circle K, Thailand Business News, USDA, 华创证券 注: 渠道结构占比为 2021 年数据, 泰国便利店门店数为 2022 年数据, 其他均为 2023 年数据

图表 51 菲律宾本土厂商 Asia Beer 与国际品牌合作情况梳理

领域	品牌/产品	合作内容
啤酒	Heineken(1987)/Budweiser(1997)/Lone Star(1999)/ Coors Original (2007)/ Coors Light (2007)	Asia Brewery曾是上述国际啤酒公司的 授权酿造商
	Colt 45	Asia Brewery通过许可方式 生产和分销 Colt 45啤酒
	Asahi Super Dry	Asia Brewery是日本品牌Asahi Super Dry在菲律宾地区的 独家经销商
	Heineken、Tiger Beer	2016年与喜力成立 合资公司 AB Heineken Philippines, Inc. ，负责生产、分销一系列国际和本土品牌，以及进口啤酒销售。2021年喜力在菲律宾进一步设立销售和营销办公室，二者之间 仍保持生产与分销的合作关系
乳制品	Pascual 酸奶系列	2012年与西班牙乳制品公司 Grupo Leche Pascual 合作分销酸奶， 成立 AB Pascual Foods 合资企业 ，在菲律宾建立酸奶制造工厂
	Vitamilk 维他奶	2011年从泰国 Green Spot Company 收购 Vitamilk 豆浆 分销权 ， 并可根据合资协议选择生产该产品
饮料	Cobra 能量饮料	2008 年 Asia Brewery 和 Cobra International Beverage 合作推出能量饮料 Cobra，12 年年报披露，该 能量饮料浓缩液主要来自国际知名供应商
	Nestea 即饮茶	2014 年获得可口可乐旗下品牌 Nestea 在菲律宾的 生产和分销授权 ，扩大即饮茶市场的覆盖。
	C-vit 功能饮料	与 House Foods 合作 独家分销 功能性饮料产品，满足健康市场需求。
	Virgin Cola 碳酸饮料	2007 年通过其子公司 InterBev Philippines, Inc. 成为 Virgin Cola 的 菲律宾装瓶商 ，直到 Virgin Cola 关闭

资料来源：LT GROUP 年报，华创证券

四、投资建议：优质赛道出海，更显空间广阔，建议紧握龙头东鹏

能量饮料优质赛道，出海更显空间广阔，建议紧握龙头东鹏。 饮料赛道兼具高消费粘性与长景气周期，在大部分消费品进入中低速增长时代的背景下，随功能性认知持续渗透仍保持亮眼增势，且中长期通过迈向全球化，高成长持续性有望进一步强化。年内来看，成本端 PET 低位、白砂糖价格下行则利好业绩释放。标的上，建议紧握龙头东鹏，国内持续引领能量饮料扩容、第二曲线快速放量，前瞻落子东南亚、志在全球化，维持目标价 250 元与“强推”评级。

五、风险提示

海外扩张不及预期。 海外营商环境、市场需求等与国内存在一定差异，需因地制宜进行适应，存在拓展不及预期的风险。

原材料价格大幅上涨。 原材料成本的显著上升可能会压缩公司的利润率，对整体盈利能力造成压力。

部分数据估算或存在误差。 测算基于特定假设及历史数据，实际结果可能因市场波动、政策变化、行业竞争及公司运营等因素存在偏差。

食品饮料组团队介绍

首席分析师：欧阳子

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，8年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2024年连续四届获新财富、新浪金麒麟最佳分析师评选第一名，其中2024年获新财富、新浪金麒麟、水晶球和21世纪金牌分析师等评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

分析师：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，6年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，5年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严文炀

南京大学经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，16年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2024年，获得新财富最佳分析师八届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师四届第一，获新浪金麒麟最佳分析师连续六届第一，获上证报最佳分析师评选五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
	广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805
周玮		销售经理		zhouwei@hcyjs.com
王世韬		销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqui@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522