

椰子水：新消费浪潮下的破圈与成长

——软饮料行业深度报告（系列五）

2025 年 7 月 3 日

核心观点

- **生意模式：椰子水本质属于原料驱动型天然健康饮料。**1) 需求端，椰子水属于天然健康饮品，热量较低、富含电解质与膳食纤维，契合消费者对“天然功能性饮料”的长期需求，出行、运动与日常保健等核心场景持续扩容并且需求偏刚性。2) 供给端，椰子水是典型的原料驱动型品类，成本结构中原料占比较高，而椰子作为农产品其产量、价格波动明显，要求制造商具备强大的供应链整合能力，同时塑造健康形象+建立品牌溢价对冲原料成本压力。
- **成长复盘：新消费浪潮下从小众轻奢果汁到大众健康饮料的破圈。**1) 2022 年之前，椰子水定位为小众轻奢果汁，品类终端规模不到 20 亿元，主要系消费场景与消费者认知不成熟，并且头部品牌定价较高；2) 2022-2024 年，品类迎来爆发期，销售额增至 78 亿元，期间 CAGR 约 70%，主要得益于健康消费趋势、疫情加速消费者教育、供应链成本下降；3) 2024H2 至今，大量玩家涌入导致价格竞争明显，部分品牌推出 9.9 元/1L 产品抢夺份额。
- **未来展望：健康饮品定位下空间 200 亿元+，供应链与渠道为核心壁垒。**从空间来看，2024 年椰子水终端规模约 70 亿元，预计 2029 年接近 200 亿元，对应未来 5 年 CAGR 约 20%，主要得益于水替、出行与运动等核心消费场景不断扩张；对标海外市场，2024 年我国人均椰子水消费量为 0.08 升/人，仅为美国/英国/泰国的 7%/22%/40%。从竞争格局来看，我们认为供应链与渠道为核心竞争壁垒，具备相关优势的企业有望长期胜出；参考美国椰子水竞争格局演变趋势，龙头 Vita coco 持续保持行业第一名的位置，主要得益于其较强的供应链管理能力和营销能力。
- **IFBH：国内椰子水龙头，轻资产模式高速扩张。**公司背靠泰国知名饮料企业（General Beverage），主营业务为椰子水，核心品牌 if 突破 10 亿元并成为中国市场最大的椰子水单品。公司高速增长主要得益于：1) 产品端，核心产品定价 5.5-7 元/350ml，聘请肖战作为代言人契合产品定位与客群画像；2) 轻资产模式运营，生产端依托泰国工厂与原料采集商，具备一定成本优势，渠道端与国内三大经销商合作，可快速实现市场开拓。
- **欢乐家：国内椰子汁头部品牌，自产模式打造椰子水第二曲线。**公司主营业务包括水果罐头+椰子汁，目前椰子汁收入体量突破 10 亿元并成为头部品牌，在原料供应链与国内下沉市场渠道方面具备一定优势。2023 年公司顺应健康消费趋势，积极布局椰子水：1) 产品端，推出 NFC 椰子水椰鲨，售价 6 元/330ml；2) 供应链端，此前椰子汁业务已有海外供应链积累，2024~2025 年公司为了巩固供应链优势，进一步在越南与印尼分别自建产能。3) 渠道端，公司在长江流域市场具备较好基础，2025 年持续在优势市场进行铺货试销。
- **投资建议：关注椰子水双子星 IFBH（H 股）、欢乐家（A 股）。**我们长期看好椰子水品类发展空间，认为其属于具备 α 的新消费品种，布局椰子水的上市公司值得关注：1) IFBH，采取轻资产模式在前期实现快速扩张，未来则凭借强供应链管理能力和营销能力致胜；2) 欢乐家，拥有深厚的椰子供应链资源+下沉市场渠道，通过自建产能布局椰子水，长期来看亦有较大潜力释放。
- **风险提示：**动销不及预期的风险；竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；食品安全风险。

食品饮料行业

推荐 维持

分析师

刘光意

☎：010-2025-2650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

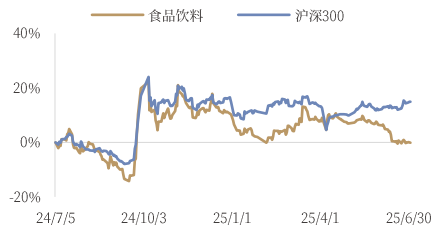
研究助理

彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-7-2



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食饮】华润饮料首次覆盖深度报告：逐步迈向平台型公司的包装水巨头
2. 【银河食饮】软饮料行业深度报告（系列三）：如何理解当前包装水行业竞争格局？
3. 【银河食饮】软饮料行业深度报告（系列二）：从新品周期视角寻找饮料板块投资机会
4. 【银河食饮】软饮料行业深度报告（系列一）：无糖茶—消费分级与品类繁荣

目录

Catalog

一、 椰子水：从小众轻奢果汁到大众健康饮料的破圈	3
（一） 生意模式：天然功能性饮品，农产品驱动型品类	3
（二） 成长复盘： 从小众轻奢果汁到大众天然健康饮料	4
（三） 空间展望：预计 2029 年接近 200 亿元，销量为增长核心驱动力	7
（四） 竞争展望：供应链与渠道为竞争壁垒，具备相关优势的企业长期胜出	7
二、 IFBH：国内椰子水龙头，轻资产模式高速扩张	9
（一） 业绩：营收利润高增长，盈利能力稳步上升	9
（二） 产品：椰子水筑增长根基，积极开拓多品类业务	10
（三） 生产：海外工厂代工为主，最大代工厂由创始人控制	10
（四） 渠道：大商制分销为主，线上与线下并行	11
（五） 管理与股权：股权集中度高，高管行业经验丰富	12
三、 欢乐家：椰汁饮料头部品牌，椰子水开启第二曲线	15
（一） 业绩：营收相对平稳，盈利阶段性承压	15
（二） 产品：果本为基，椰子汁饮料、水果罐头双轮驱动	16
（三） 生产：自主生产为主，向上布局产业链源头	16
（四） 渠道：经销模式为主，布局多元化渠道	17
四、 投资建议：关注椰子水双子星——IF&欢乐家	19
五、 风险提示	20

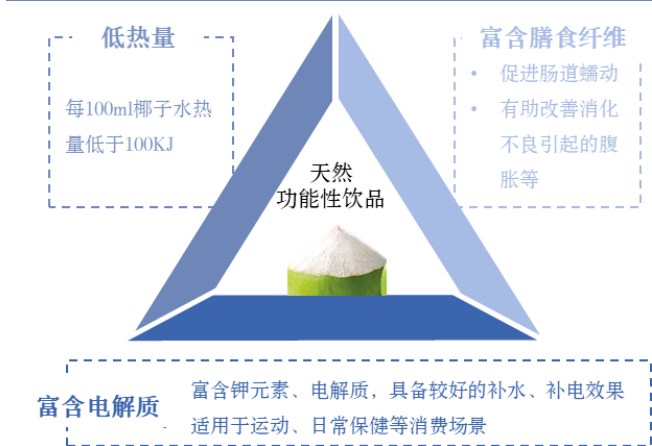
一、椰子水：从小众轻奢果汁到大众健康饮料的破圈

（一）生意模式：天然功能性饮品，农产品驱动型品类

天然健康功能性饮品：椰子水属于天然健康饮品，顺应长期消费趋势，具备诸多优点：1）低热量，每 100ml 椰子水不到 100KJ；2）富含电解质元素，具备较好的补水效果，运动、日常保健等消费场景需求偏刚性；3）促进肠胃蠕动，对改善消化不良引起的腹胀等症状有帮助。

农产品驱动型品类：椰子水是典型的原料驱动型品类，成本结构中原料占比较高，而椰子作为农产品其产量、价格波动性明显，这要求下游企业必须具备强大的供应链整合能力，同时通过塑造高端健康形象+建立品牌溢价策略对冲原料成本压力。

图1：椰子水属于天然健康功能性饮品



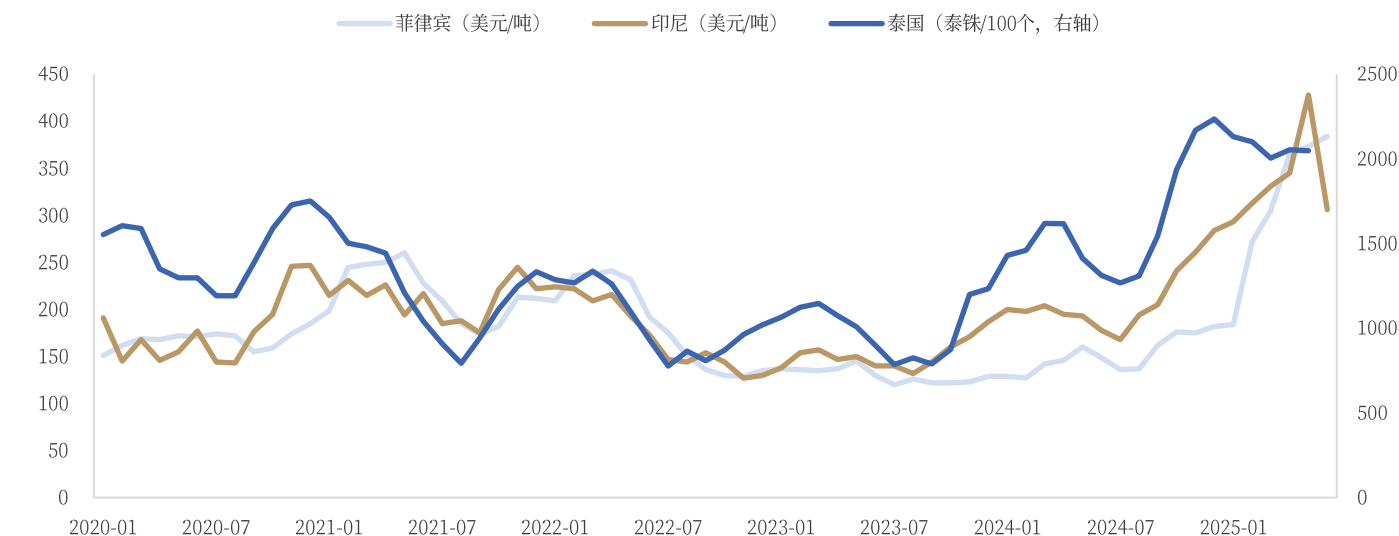
资料来源：博禾医生，中国银河证券研究院

图2：椰子水原料成本高于其他饮料

	原料成本	运输成本	包装成本
包装水	边际成本接近0	中 (需水源地建厂)	低 (PET)
碳酸饮料	低	低	中 (PET/玻璃瓶/铝罐)
茶饮料	中	低	低 (PET)
普通果汁	中	低 (水果丰产区建厂)	低 (PET)
椰子汁	高	高 (海外进口+冷链)	中 (PET/利乐)

资料来源：品饮汇观察，餐包联，界面新闻，中国银河证券研究院

图3：椰子原料价格周期性波动明显



资料来源：国际椰子行业协会，泰国农业经济办公室，中国银河证券研究院

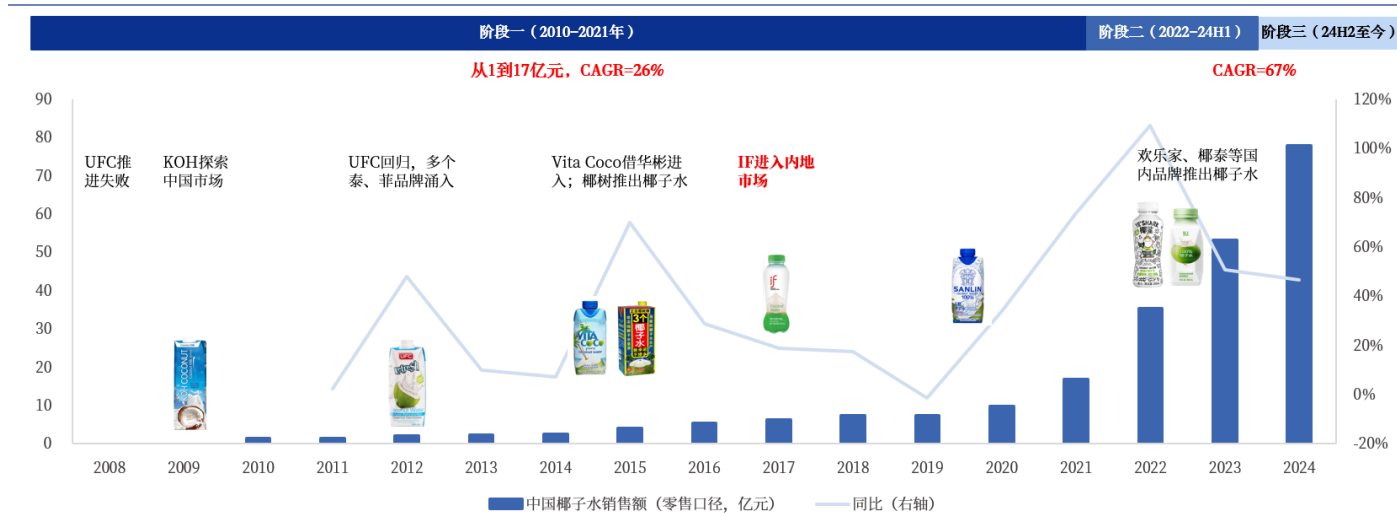
（二）成长复盘：从小众轻奢果汁到大众天然健康饮料

阶段一（2010-2021年）：定位高端价格带的小众果汁；

阶段二（2022年-2024H1）：品类迎来高速增长期，期间复合增速约70%；

阶段三（2024H2至今）：大量玩家涌入，竞争愈加激烈，价格带不断打低。

图4：国内椰子水行业成长阶段



资料来源：欧睿，IFBH招股说明书，Foodaily，小食代，椰树椰汁公众号，Foodtalks，中国银河证券研究院

备注：2010-2018年为欧睿口径，2019-2024年为IFBH招股说明书口径

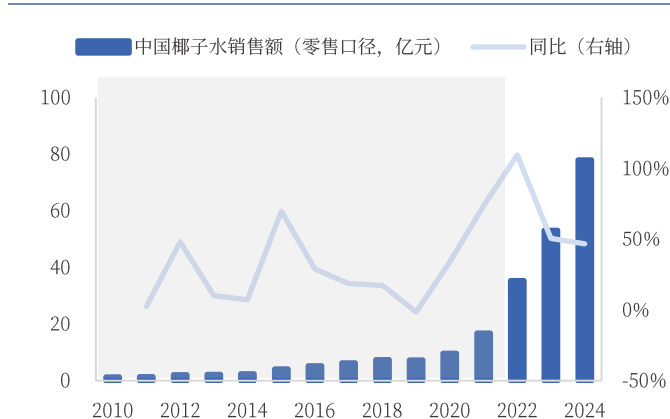
1. 阶段一（2010-2021年）：定位高端价格带的小众果汁

2010年至2021年椰子水行业较为稳定，国内行业销售额从1亿元增加至17亿元，期间CAGR约26%，发展受限主要归因于：

1) **需求端**：消费场景有限，渗透率较低，更多作为热带地区旅游的特色产品。消费者在普适场景中对于饮料低糖、健康属性的接受度不高，更追求口味化；且对椰子水的功效认知有限，市场需求潜力暂未释放。

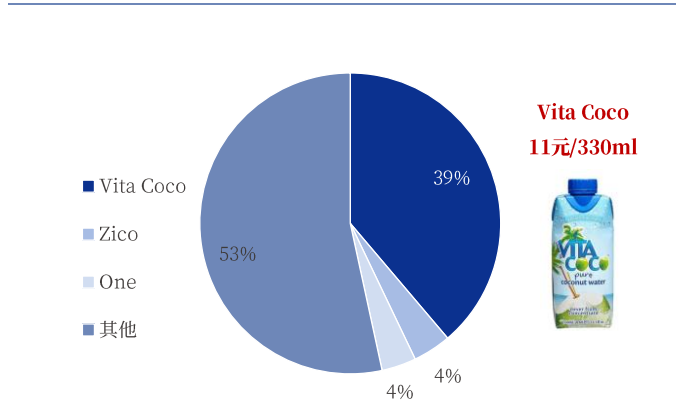
2) **供给端**：成本较高导致终端售价偏高，主要玩家vita coco定价10元+/瓶。国内椰子产地主要集中在海南，年产能规模不大，并且以当地旅游产品供给为主，上游供应链未完全成熟。

图5：2010-2022年期间稳步增长



资料来源：欧睿，IFBH招股说明书，中国银河证券研究院

图6：椰子水在这一时期终端售价较高、玩家较少



资料来源：头豹，中国银河证券研究院

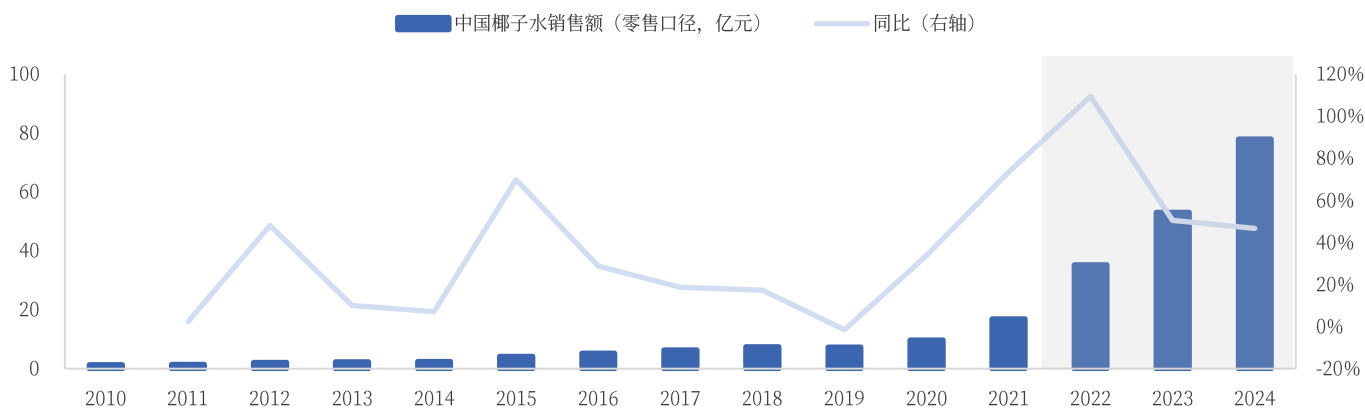
2. 阶段二（2022 年-2024H1）：品类迎来高速增长期，消费场景扩张叠加成本下降

2021 年至 2024 年，国内行业销售额从 17 亿元增加至 78 亿元，期间 CAGR 约 67%，背后驱动力主要得益于：

需求端：受益于健康消费趋势。1) 消费者追求饮品低糖化与健康化，椰子水主打低热量与天然零添加；2) 户外出行与运动场景旺盛，椰子水天然含有电解质成分；3) 疫情加速培育消费者对于流汗、发烧需要补充电解质的认知。

供给端：供应链成本大幅下降。此前椰子水供应成本较高，通过改善供应链后成本有所下降，推动终端零售价格带下沉，进一步打开产品销量空间。

图7：2023 年至 2024H1 椰子水品类迎来高速增长期



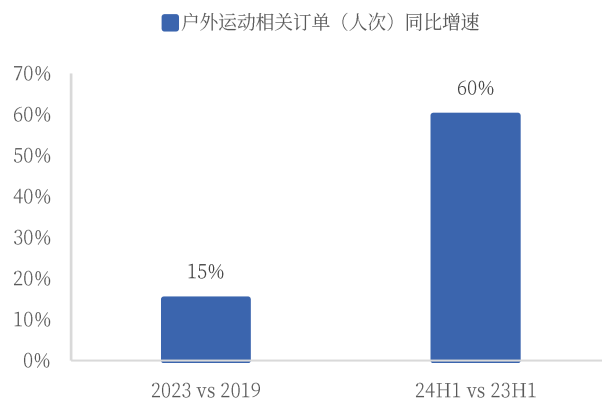
资料来源：欧睿，IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

图8：椰子水主打低热量与天然零添加



资料来源：IFBH 官网，Amazon，天猫，中国银河证券研究院

图9：户外出行与运动场景需求旺盛



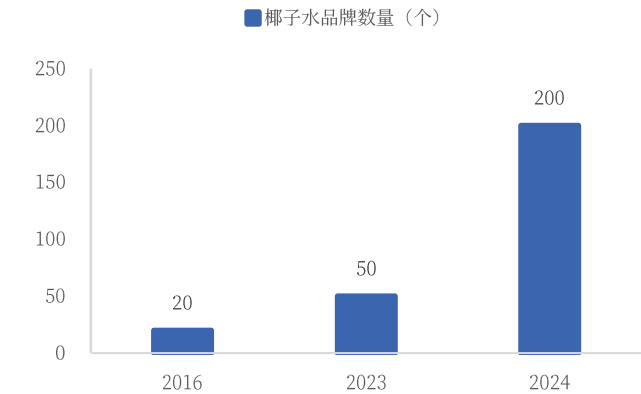
资料来源：国家体育总局，同程旅行，中国银河证券研究院

3. 阶段三（2024H2 至今）：大量玩家涌入，竞争愈加激烈，价格带不断打低

大量玩家涌入：2016 年椰子水行业玩家约 20+家，2023 年增长至 50+家，2024 年增长至 200+家，目前可梳理为三类：1) 饮料型公司，Vita coco、欢乐家、椰树；2) 农业型公司，佳果源等；3) 渠道型公司，山姆、盒马与 711 等均推出自有品牌椰子水。从市占率来看，目前椰子水行业 CR5 约 43%，龙头 IF 市占率约 34%，呈现一超多强格局，但格局尚未定型。

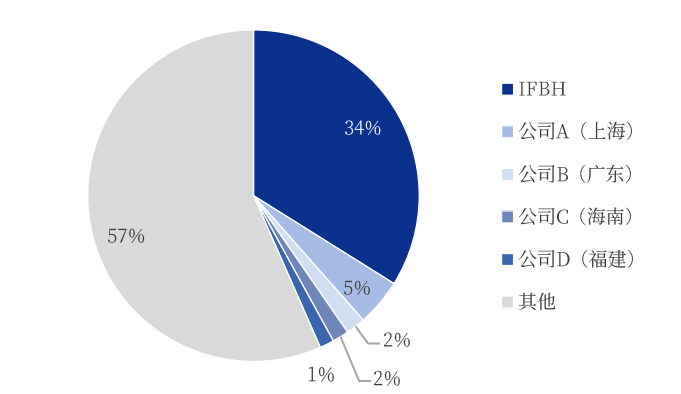
价格竞争明显：头部品牌多定价 6-8 元/350ml 价格带，部分小厂通过价格竞争抢夺份额，定价 10 元/1L，但我们认为难以持续（成本较高导致亏损）。此外，部分品牌以次充好，根据 2025 年“3·15”报道，标榜“100%纯天然”的椰子水中有许多产品添加柠檬酸、果糖、食用香精等成分，或混用劣质原料以次充好，或直接使用浓缩椰子水勾兑。

图10：椰子水玩家数量 2024 年快速增加



资料来源：椰子水发展大会，中国银河证券研究院

图11：椰子水行业竞争格局（2024 年）



资料来源：IFBH 招股说明书，灼识咨询，中国银河证券研究院

表1：椰子水主要产品与价格梳理

类型	公司	产品名	价格（元）	规格（ml）	单价（元/100ml）	椰子水含量	内容物
饮料型	捷成集团	vita coco	11	330	3.3	100%	东南亚椰子水
	光合植造	椰子知道	10	330	3.0	100%	泰国椰子水
	海南果荳	可可满分	8	330	2.3	100%	泰国香水椰子水
	IFBH	if	7	350	2.0	100%	泰国椰子水
	欢乐家	椰鲨	6	330	1.8	100%	东南亚椰子水
	椰泰	轻上	6	360	1.7	100%	泰国香水椰子水
	椰树集团	椰树	6	330	1.8	100%	海南椰子水
农业型	海南循香	你好椰	8	330	2.5	100%	东南亚椰子水
	海南春光	春光	7	300	2.3	100%	海南椰子水
	佳农	佳果源	7	350	1.9	100%	泰国椰子水
渠道型	711	711	6	420	1.5	100%	泰国椰子水
	山姆	山姆	9	1000	0.9	100%	进口椰子水
	盒马	盒马	12	1000	1.2	100%	泰国椰子水

资料来源：盒马，山姆，美团，中国银河证券研究院

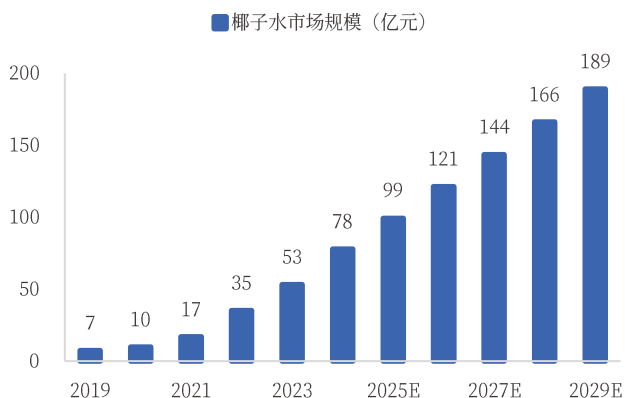
（三）空间展望：预计 2029 年接近 200 亿元，销量为增长核心驱动力

根据灼识咨询数据，2024 年椰子水行业规模约 73 亿元，预计 2029 年接近 200 亿元，对应未来 5 年 CAGR 约 20%，我们认为销量为增长核心驱动力：

- 1) 驱动力一：即饮消费场景扩张带来的销量提升，包括户外、运动、日常保健；
- 2) 驱动力二：椰子水低热量、自带清新甜味，作为“水替”有较大渗透空间。

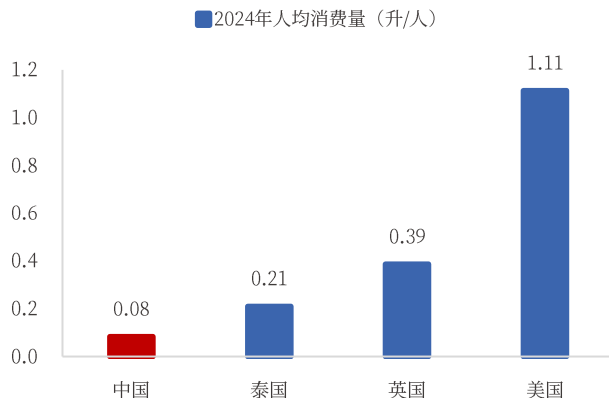
从量的维度来看，2024 年我国人均椰子水消费量为 0.08 升/人，对标欧美发达国家，仅为美国/英国的 7%/22%，处于发展早期，市场潜力巨大；对标椰子原产地泰国，当地市场主要消费新鲜椰子，但 RTD 椰子水人均消费量亦有 0.21 升，中国仅为其 40%，亦有较大提升空间。

图12：灼识咨询预计 2029 年接近 200 亿元



资料来源：IFBH 招股说明书，灼识咨询，中国银河证券研究院

图13：对标欧美、东南亚人均消费量



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

（四）竞争展望：供应链与渠道为竞争壁垒，具备相关优势的企业长期胜出

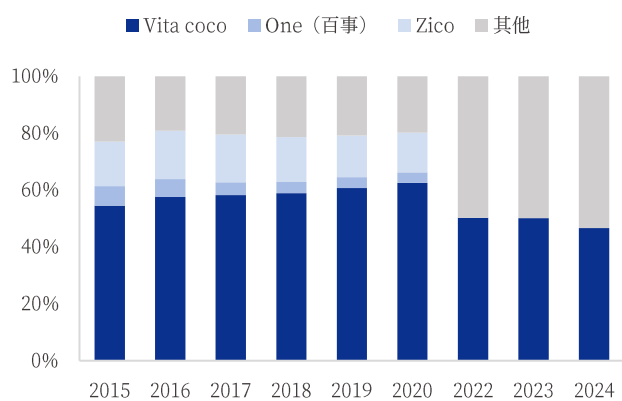
供应链能力：1) 椰子产量与品质受产地、天气影响较大，若供给不稳定则对下游渠道的合作持续性造成负面影响；2) 椰子主要生长在赤道附近地区（东南亚、南亚、南美），采摘后一般在本地进行初步加工，之后送达工厂进行灭菌与罐装，过程中需要冷链运输，因此供应链管理能力的差异将导致产品品质与运输效率形成明显区别。

渠道能力：1) 饮料渠道结构以食杂店、便利店等小型业态为主，因此需要大量业代人员进行终端网点维护，同时亦需要众多经销商或二批商进行配送；2) 椰子水需要冰冻化陈列（口感差异明显），因此冰柜为终端的重要资源，而目前大部分冰柜被头部饮料公司掌控，存在一定竞争门槛。

营销能力：椰子水产品相对同质化，因此需要通过多维度营销手段实现与竞品的差异化竞争，进而占领消费者心智。

借鉴海外：参考美国椰子水竞争格局演变趋势，龙头 Vita coco 长期保持行业第一名的位置，主要得益于其强大的供应链管理能力和营销能力。

图14：美国椰子水竞争格局演变趋势



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图15：Vita coco 凭借强大供应链管理能力和营销能力实现高速增长



资料来源：vita coco 招股书，vita coco 官网，中国银河证券研究院

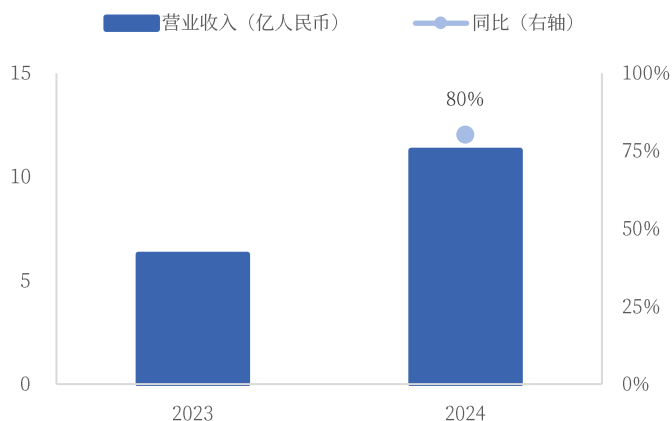
二、IFBH：国内椰子水龙头，轻资产模式高速扩张

（一）业绩：营收利润高增长，盈利能力稳步上升

公司收入、利润均实现爆发性增长。2023/2024 年公司实现营业收入 6/11 亿元（未特殊说明，单位均为人民币），同比增长约 80%，主要得益于主营业务椰子水饮料的快速增长；2023/2024 年公司归母净利润为 1/2 亿元，同比增长约 99%。

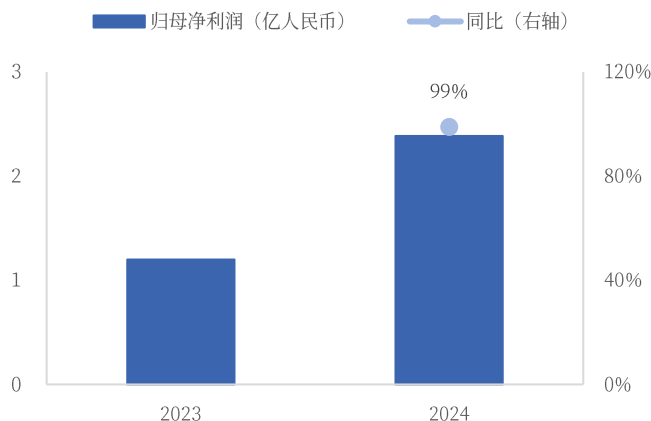
公司毛利率向好，费用率控制优秀。公司毛利率由 2023 年的 34.7% 上升至 2024 年的 36.7%，主要得益于产品结构优化和汇率变动（泰铢对美元贬值）；公司 2024 年销售及分销费用率/营销费用率/行政费用率分别为 3.4%/4.7%/3.1%，控制在较低水平，主要得益于轻资产业务模式。

图16：IFBH 营业收入及增速



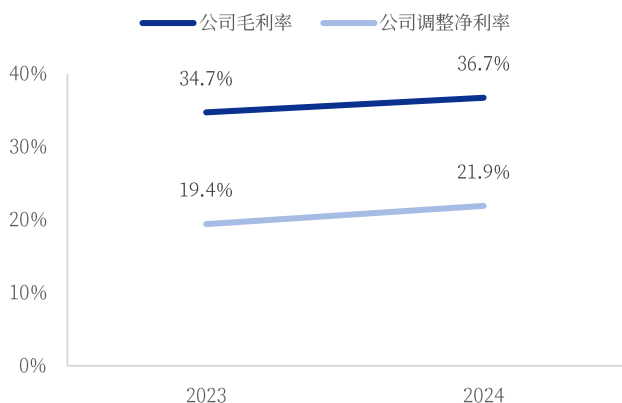
资料来源：IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

图17：IFBH 归母净利润及增速



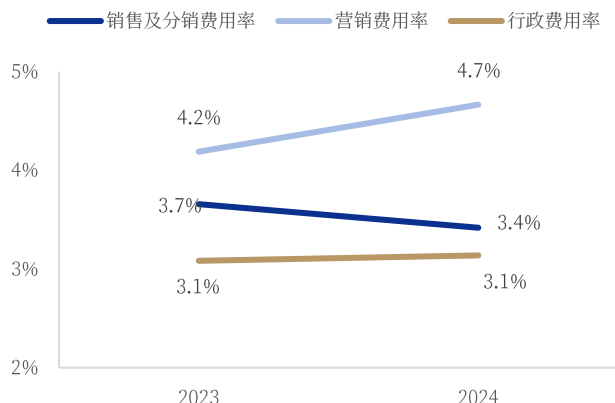
资料来源：IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

图18：IFBH 盈利能力



资料来源：IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

图19：IFBH 费率结构



资料来源：IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

(二) 产品：椰子水筑增长根基，积极开拓多品类业务

椰子水饮料：收入占比 98%，核心大单品增长显著。2023/2024 年收入分别为 6/11 亿元，同比增长超过 80%。其中，if 品牌主营天然椰子水+各口味椰子水；innococo 品牌主营天然椰子水+气泡椰子水。

其他饮料：收入占比 2%，丰富品类矩阵。2023/2024 年收入分别为 0.2/0.3 亿元，同比增长约 60%。产品涵盖水果基饮料、植物基饮料等。

植物基零食：收入占比不足 1%，为植物基产品线延续。2023/2024 年收入分别约为 0.03/0.03 亿元，同比下降 7%。

图20: IFBH 产品结构



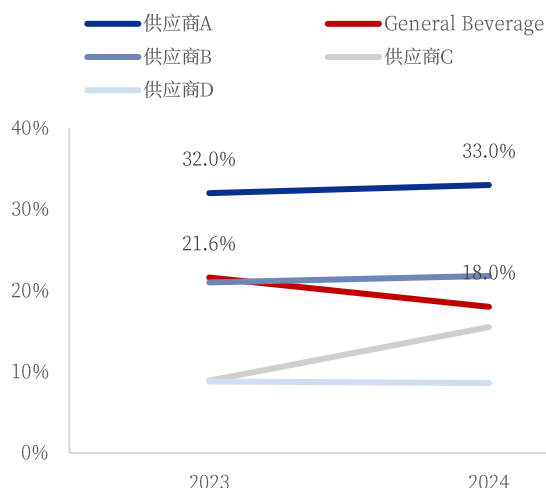
资料来源: IFBH 招股说明书, 中国银河证券研究院

(三) 生产：海外工厂代工为主，最大代工厂由创始人控制

主要采取代工模式，前五大供应商占 97%。生产端，公司生产完全外包给合作稳定的代工厂商，2024 年公司从前五大供应商采购金额为 7 亿人民币，占总采购金额的 97%，较 2023 年上升约 5pcts。原料端，公司代工厂原料来自于公司指定的一般采集商，而一般采集商向特定的当地采集商或农民购买椰子水；公司可以要求一般采集商上游签订合约农业安排。

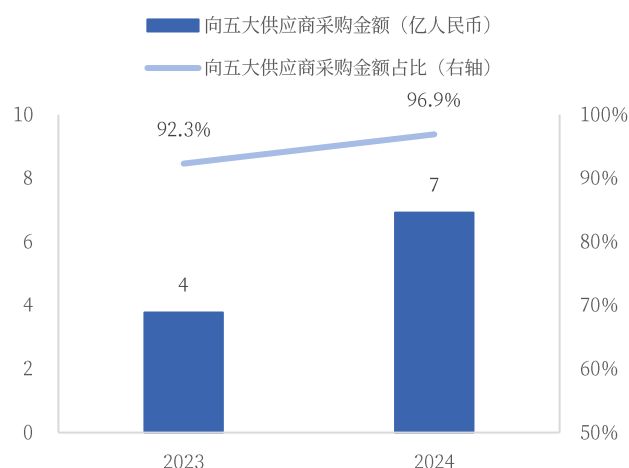
创始人控股核心代工厂商、原料采集商。控股股东、创始人名下的 General Beverage (简称 GB) 为公司最大的一般采集商，负责加工来自指定的当地采集商和农民的椰子水，并向代工工厂供应；25 年 4 月公司拟引入新的独立第三方一般采集商，但预计全年 GB 提供的椰子水原料食材占比仍将接近 70%。此外，GB 也是公司的核心代工厂商之一，2024 年采购额占总额的 18.0%。

图21: IFBH 前五大代工商



资料来源: IFBH 招股说明书, 中国银河证券研究院

图22: IFBH 前五大供应商



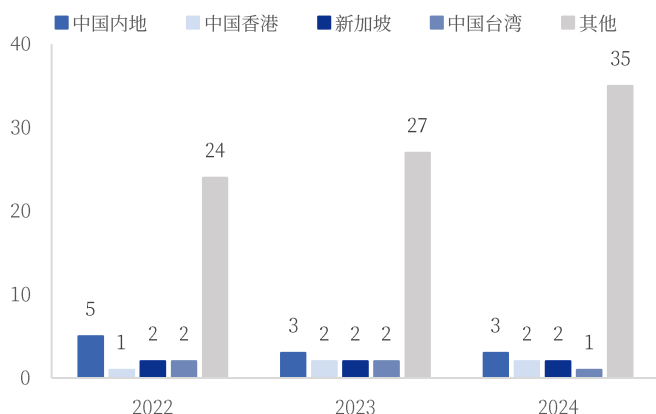
资料来源: IFBH 招股说明书, 中国银河证券研究院

(四) 渠道：大商制分销为主，线上与线下并行

大商制分销为主，大陆市场共3大分销商。公司不直接运营销售终端，而是主要依靠各地的第三方分销商进行市场渗透和销售。分销客户高度集中，前五大客户销售额合计占公司总收入的97%以上。公司倾向于精选少量优质分销商进行长期、深入的合作，在中国大陆仅有3个分销合作伙伴，分别运营If线上、If线下和Innococo全渠道+部分If其他饮料与零食。

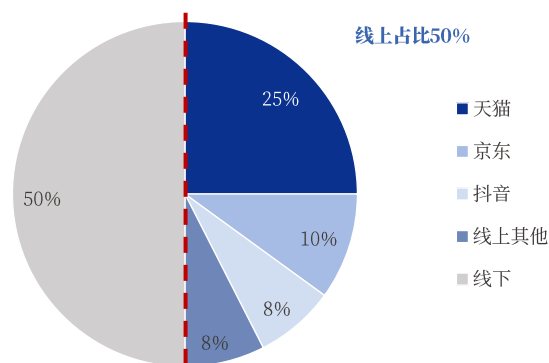
线上与线下并行，集中于高线市场与现代渠道。中国内地市场，约50%的产品通过线上渠道分销，天猫、京东和抖音是主要平台；约50%的产品通过线下渠道分销，集中在一二线城市的大型商超（华润万家、Ole'）、便利店（7-Eleven、美宜佳、全家）。

图23: 2022-2024 年分地区分销商数量 (个)



资料来源: IFBH 招股说明书, 中国银河证券研究院

图24: 线上销售占比较高



资料来源: IFBH 招股说明书, 中国银河证券研究院

表2：2024 年度前五大客户

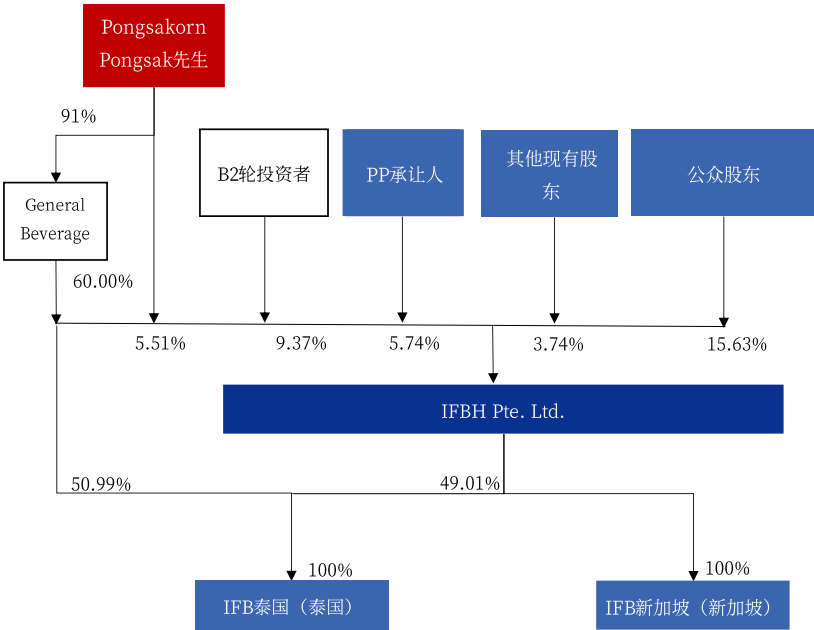
	地区	交易金额（亿人民币）	占销售额百分比	客户
1	中国大陆	5	47.0%	杭州大热电商
2	中国大陆	3	28.4%	广东恒俞食品
3	中国大陆	2	17.0%	食品饮料进口公司
4	香港	0.5	4.5%	食品饮料分销公司
5	新加坡	0.09	0.8%	食品饮料进口公司、零售商、分销商

资料来源：IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

（五）管理与股权：股权集中度高，高管行业经验丰富

股权集中度高，股权结构清晰。上市后公司股权结构为：1）董事长 Pongsakorn Pongsak 先生通过个人直接持股及透过其控股的 General Beverage 公司合计拥有 IFBH 公司 65.5%的股份；2）三家 B2 轮投资者共持股 9.4%；3）上市后公众股东控股共 15.6%，其中基石投资者控股共 4.2%。

图25：IFBH 产品结构



资料来源：IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

表3：IFBH 基石投资者

基石投资者	占发售股份的百分比	占已发行股本的百分比
UBS AM Singapore	5.42%	0.85%
Black Dragon	2.37%	0.37%

Enreal China Master Fund&Forreal China Value Fund HSG	2.37%	0.37%
HCEP Master Fund&HCEP Long Only Master Fund 【红杉中国】	2.37%	0.37%
南方基金	2.03%	0.32%
广发国际	2.03%	0.32%
Harvest Oriental SP	2.03%	0.32%
工银理财	2.03%	0.32%
Jain Global Master Fund	2.03%	0.32%
Jane Street	2.03%	0.32%
Mega Prime	2.03%	0.32%
合计	26.76%	4.18%

资料来源：IFBH 公司公告，中国银河证券研究院

核心高管产业经验与资源积淀深厚。1) 董事长 Pongsakorn Pongsak 家世显赫，其父为泰国纺织巨头苏旺集团创始人，商业版图涉及酒店、高尔夫俱乐部、商业园区等，Pongsakorn2004 年起在家族企业管理层充分历练，2011 年创立 General Beverage，进军食品饮料的制造与分销。2) 商务总监、营运总监均在 General Beverage 公司有长时间任职经历，熟悉公司业务；3) 财务总监有 20 年以上审计领域经验，助力公司财务健康发展。

表4: IFBH 管理团队履历

姓名	职位	职责	工作履历
Pongsakorn Pongsak 先生	行政总裁	集团整体运营管理	食品饮料行业超 10 年经验，2022.12/ 2023.1 起分别担任 IFB 新加坡和 IFB 泰国的执行董事兼行政总裁，2011.10-2024.4 担任 General Beverage 的执行董事兼行政总裁，2024.4 担任 IFBH 集团执行董事兼行政总裁
Metaphon Pornanektana 女士	商务总监	监督集团的销售、采购及品质保证	2001 年起历任两家公司销售经理及总经理，2012.3-2023.3 先后担任 General Beverage 的 OEM 销售经理及出口销售营销副总裁，2023.4 起担任 IFB 泰国首席商务官，2025.4 起担任 IFBH 集团商务总监
Vipada Kanchanasorn 女士	营运总监	监督集团的营销及业务发展以及研发业务	2016.1-2023.3 在 General Beverage 历任市场经理、高级市场经理及出口市场总监。2023.4 起担任 IFB 泰国营销总监，2025.4 起担任 IFBH 营运总监
Ong Ying Shyun 女士	财务总监	集团财务全面管理	自 2005 年起有多家公司审计及财务总监经验，2023 年起担任 IFB 新加坡财务总监，2024.4 月担任 IFBH 集团财务总监

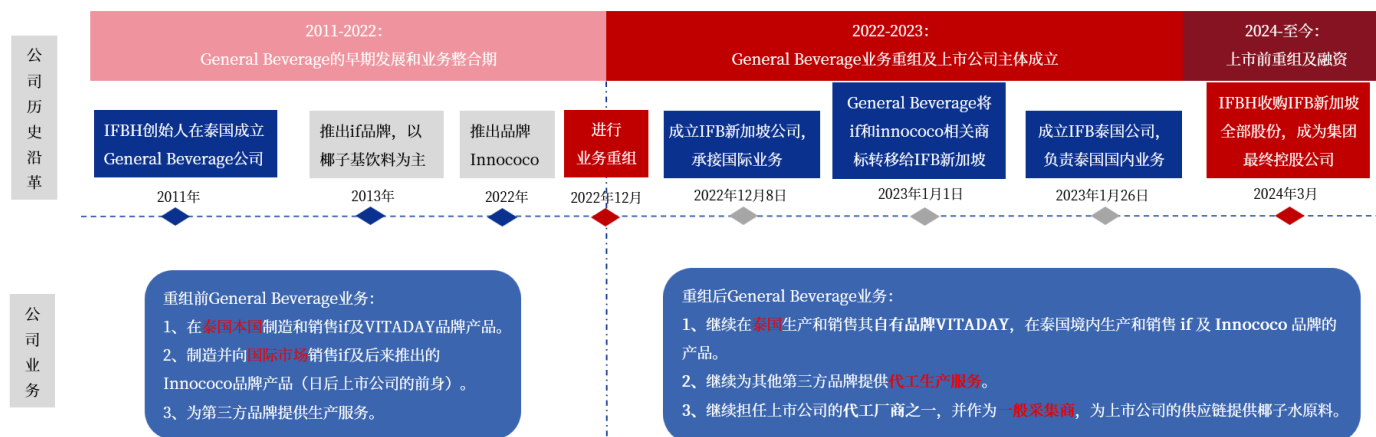
资料来源：IFBH 招股说明书，中国银河证券研究院

IFBH 控股股东 GB 为泰国知名饮料制造商。IFBH 创始人于 2011 创立 General Beverage，逐渐推出 if、innococo 品牌，每年向全球出口超 2 亿瓶椰子水等饮料，旗下饮料与零食品牌已出口至全球 20 余个国家。2022 年 12 月，General Beverage 进行业务重组，IFBH 成为集团控股子公司。

重组前：本土销售、国际业务、代工三位一体。General Beverage 兼顾泰国本国制造销售、向国际市场销售品牌产品、为第三方提供生产代工服务。

重组后：拆分国际业务，聚焦本土市场。重组后 General Beverage 负责在泰国本国生产销售品牌产品，并为上市公司提供椰子水原料。

图26: General Beverage 历史沿革及公司业务变化



资料来源: IFBH 招股说明书, 中国银河证券研究院

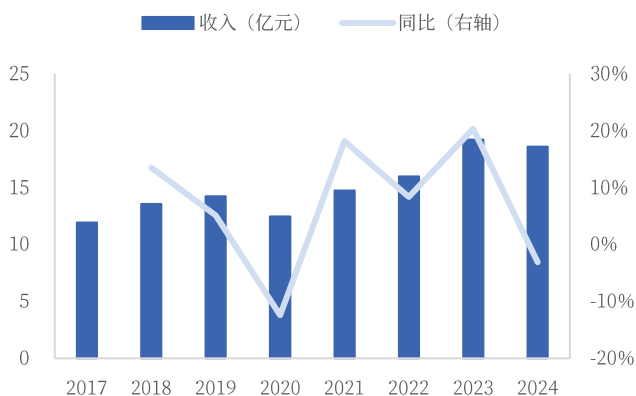
三、欢乐家：椰汁饮料头部品牌，椰子水开启第二曲线

（一）业绩：营收相对平稳，盈利阶段性承压

收入长期平稳增长，24 年出现阶段性波动。2017-2023 公司营收/归母净利润 CAGR 为 8%/22%，保持稳健增长；2024 年因需求偏弱、竞争加剧，公司收入和利润出现阶段性波动，对应营收同比下降 4%，归母净利润同比下降 47%。

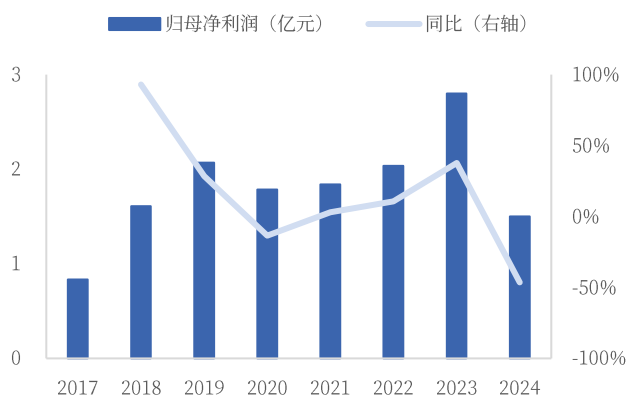
成本上升+费投增加，毛利率、净利率承压。2024 年公司归母净利率 7.9%，同比-6.5pcts；其中毛利率 34.0%，同比-4.8pcts，主要受到原材料价格上升影响，叠加公司产品与渠道结构变化；销售费用率 15.8%，同比+3.4%，主要系公司近年来持续加大业务宣传力度。

图27：欢乐家营业收入及增速



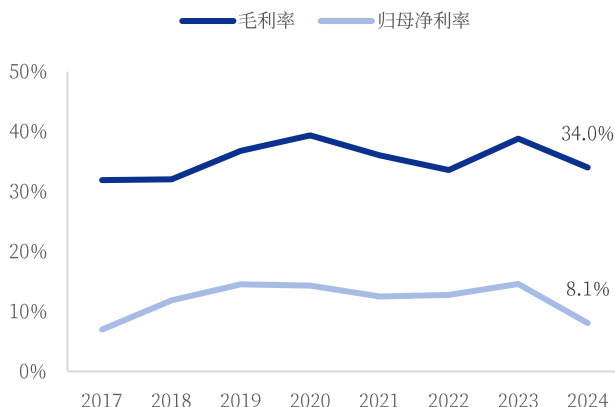
资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

图28：欢乐家归母净利润及增速



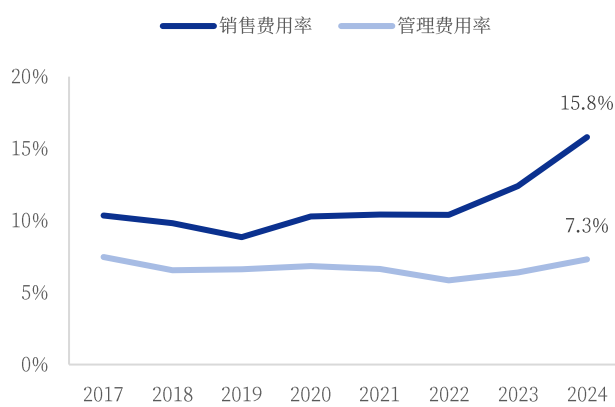
资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

图29：欢乐家盈利能力



资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

图30：欢乐家费率结构



资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

(二) 产品：果本为基，椰子汁饮料、水果罐头双轮驱动

椰子汁饮料：占收入比重约 52%，为公司增长主要动力。2017-2024 椰子汁饮料收入 CAGR 为 9.1%，受益于健康化趋势下行业扩容；公司产品具有多个 SKU，其中主力产品为 PET 大瓶装（主要用于宴请/餐饮），相对具有性价比，与其他头部品牌小包装形成场景差异。

水果罐头：占收入比重约 34%，收入增速相对稳健。2017-2024 水果罐头收入 CAGR 为 3.2%，主要产品包括黄桃罐头和橘子罐头。

图31：欢乐家产品结构



资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

(三) 生产：自主生产为主，向上布局产业链源头

公司自主生产+订单农业采收模式利于原料稳定供应。生产端，公司大部分产品选择自主生产，部分新品面市初期和部分产品的非核心工序采用委外加工。原料端，公司采用“合作社+公司”的订单农业采收方式，兼顾果农利益和原料供应的稳定性。

重视大宗原料产业链源头，水果主产区建厂布局上游。1) 国内，公司在水果主产区山东临沂、湖北汉川、湖北枝江和广东湛江建有生产基地；2) 海外，东南亚国家为全球重要的椰子供应产地，23 年 6 月欢乐家公告计划在越南设立全资子公司，并在槟榔省投资建设椰子加工项目；25 年 6 月公司公告拟投资不超过 2100 万美元，在印度尼西亚设立全资孙公司并建设椰子加工项目。

表5：欢乐家国内生产基地

生产基地	建成投产时间	子公司总资产（2024 年，亿元）	水果产区	主要产品
湖北汉川	2015	3.5	水果资源丰富	饮料产品为主，同时生产部分罐头
山东临沂	2012	3.8	黄桃产区	罐头产品为主，同时生产部分饮料
湖北枝江	2010	2.0	橘子产区	主要生产罐头产品
广东湛江	2024	3.5	热带水果主产区	生产罐头和饮料产品

资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

表6：IFBH 管理团队履历

投资项目	公告时间	投资金额与路径	项目建成后产出
越南椰子加工项目	2023 年 6 月	项目总投资不超过 1836 万美元：由公司出资不超过 1836 万美元在香港设立全资子公司，再由该香港全资子公司出资不超过约 284 万美元在越南设立全资子公司。	生产椰子类相关产品，包括椰子水、生榨椰肉汁以及椰蓉等。产品销售包括出口中国等地及在越南本地销售
投资设立印度尼西亚全资孙公司 建设椰子加工项目	2025 年 6 月	项目总投资不超过 2100 万美元：由公司向全资子公司欢乐家香港增资不超过 2100 万美元，再由欢乐家香港出资不超过 2100 万美元在印尼设立全资子公司。	生产椰子类相关原料加工产品，包括生榨椰肉汁、椰子水加工以及椰蓉加工等。产品销售包括出口中国等国家及在印尼本地销售

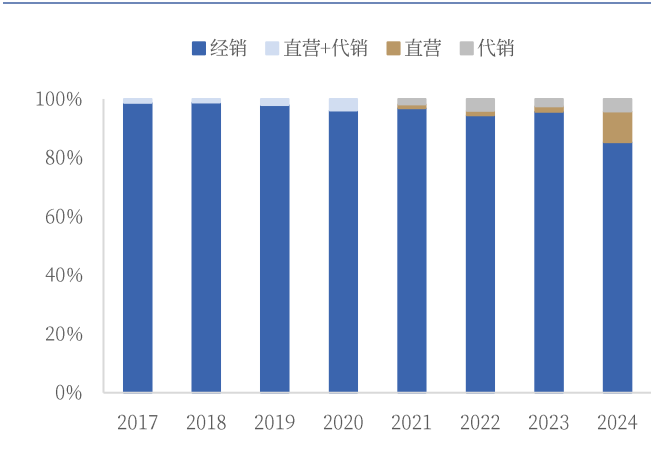
资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

（四）渠道：经销模式为主，布局多元化渠道

经销模式为主，华中、华东、西南为优势区域。2024 年公司经销收入占比 85%，23 年以前经销渠道占比稳定高于 95%。公司借助经销商的网点资源，建立了基本覆盖全国范围的销售网络，其中华中、华东、西南为公司优势区域，24 年经销商数量占比 65%，区域收入占比 66%。

多元化拓展渠道，直销渠道和代销收入快速增长。2024 年公司 1) 直销收入占比 10%，同比+9pcts，主要得益于公司水果罐头和定制规格椰子汁饮料进入零食量贩。2) 代销收入占比 4%，同比+2pcts，兼顾多元化渠道。

图32：2017-2024 年各销售模式占比



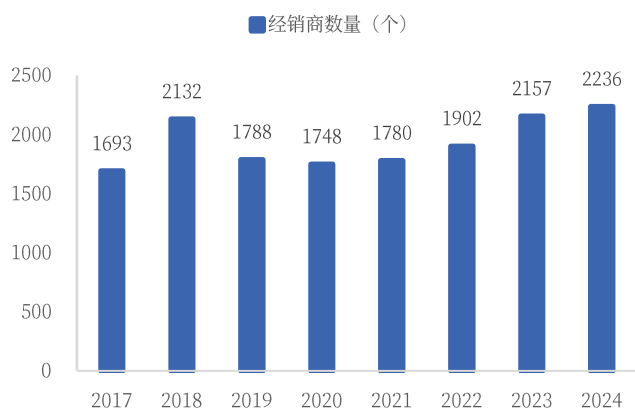
资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

图33：各销售渠道概况

销售模式	销售对象	销售方式	渠道
经销	经销商	公司与经销商进行买断式销售	流通、商超、餐饮
直营	消费者	通过官方旗舰店或零食专营连锁等多元化渠道销售	京东、天猫、拼多多、抖音、零食量贩等
代销	代销平台	通过第三方店铺进行线上销售	京东自营、天猫超市等

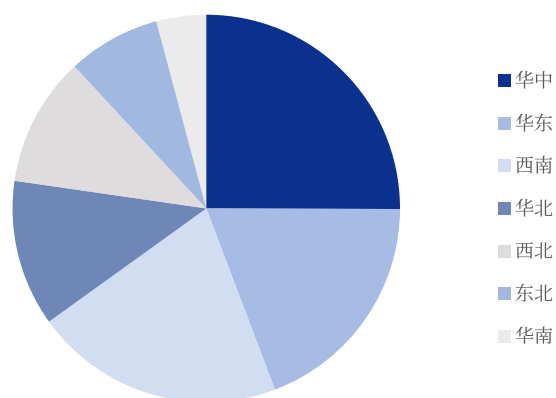
资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

图34：公司经销商数量



资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

图35：2024 年分地区经销商数量占比



资料来源：欢乐家公司公告，中国银河证券研究院

四、投资建议：关注椰子水双子星——IF&欢乐家

IFBH：轻资产模式在前期实现快速扩张，未来有望凭借强供应链管理能力和营销能力致胜。公司背靠泰国知名饮料企业（General Beverage），主营业务为椰子水，核心品牌 if 突破 10 亿元并成为中国市场最大的椰子水单品。公司高速增长主要得益于：1) 产品端，核心产品定价 5.5-7 元/350ml，聘请肖战作为代言人契合产品定位与客群画像；2) 轻资产模式运营，生产端依托泰国工厂与原料采集商，具备一定成本优势，渠道端与国内三大经销商合作，可快速实现市场开拓。

欢乐家：椰子供应链积累深厚+下沉市场渠道能力较优，通过自建产能的方式布局椰子水，长期来看亦有较大潜力释放。公司主营业务包括水果罐头+椰子汁，目前椰子汁收入体量突破 10 亿元并成为头部品牌，在原料供应链与国内下沉市场渠道方面具备一定优势。2023 年公司顺应健康消费趋势，积极布局椰子水：1) 产品端，推出 NFC 椰子水椰鲨，售价 6 元/330ml；2) 供应链端，此前椰子汁业务已有海外供应链积累，2024~2025 年公司为巩固供应链优势，进一步在越南与印尼分别自建产能。3) 渠道端，公司在长江流域市场具备较好基础，2025 年持续在优势市场进行铺货试销。

图36：IFBH 与欢乐家椰子水业务比较

公司	logo	产品	生产	渠道	营销	管理
IFBH		收入占比98%，SKU丰富 ➢ 调味，包括天然/风味/气泡椰子水 ➢ 规格，包括310~350ml/1L ➢ 包装，包括PET瓶/利乐/罐装	➢ 生产端，完全外包给合作稳定的代工厂商。 ➢ 原料端，代工厂原料来自于公司指定的一般采集商，而一般采集商向特定的当地采集商或农民购买。	➢ 线上，占比50% ➢ 线下，占比50%，以现代渠道、高势能网点为主。	更加年轻化、多元化 ➢ 选择社媒及直播平台有影响力的代言人、KOL、直播主等，如肖战为if全球品牌代言人 ➢ 线下高触达的露出，如地标建筑巨型LED幕广告、快闪活动等 ➢ 与知名IP合作，如在包装上呈现泡泡玛特CRYBABY	创始人绝对控股（66%） 轻资产模式下结构扁平
欢乐家		椰子汁为主，椰子水占比较低 ➢ 100%NFC椰子水，天然原味 ➢ 规格，包括250ml/330ml/1L ➢ 包装，为PET瓶装	➢ 生产端，大部分产品自主生产 ➢ 原料端，采用“合作社+公司”的订单农业采收方式，兼顾果农利益和原料供应的稳定性。	➢ 线上，占比较低 ➢ 线下，经销占比85%，部分区域能够触达县镇。	➢ 选择高关联度的细分场景切入，如选择篮球明星奥尼尔为椰鲨代言人、体育营销等 ➢ 线上兴趣电商试点	创始人夫妻绝对控股（76%） 重资产模式下管理结构更加稳健

资料来源：欢乐家公司公告，IF 招股说明书，中国银河证券研究院

五、风险提示

动销不及预期的风险。椰子水产品销售高度依赖渠道铺货与终端动销,若线下渠道动销速度慢,可能导致销量不达预期,造成库存积压、经销商压货,进而影响企业营收和现金流表现。

竞争进一步加剧的风险。当前椰子水行业格局未定,行业高景气驱动头部饮料企业及区域品牌进入。若行业竞争进一步加剧,可能导致企业加大投入促销费用,压缩利润空间。

原材料价格波动的风险。椰子水原材料主要依赖进口,受气候、政策、运输成本等因素影响较大,原材料价格波动可能导致企业短期内难以通过提价消化,对企业成本控制和盈利能力构成压力。

汇率波动的风险。由于椰子水部分原材料以美元或东南亚货币计价,汇率变化将影响采购成本;此外出口业务也将面临汇率结算带来的业绩不确定性,影响整体盈利稳定性。

食品安全风险。在食品的采购、运输、储存等过程中均可能出现引发食品安全风险的随机因素。若发生食品安全问题,将对行业和公司的声誉与业务产生重大不利影响。

图表目录

图 1: 椰子水属于天然健康功能性饮品 3

图 2: 椰子水原料成本高于其他饮料 3

图 3: 椰子原料价格周期性波动明显 3

图 4: 国内椰子水行业成长阶段 4

图 5: 2010-2022 年期间稳步增长 4

图 6: 椰子水在这一时期终端售价较高、玩家较少..... 4

图 7: 2023 年至 2024H1 椰子水品类迎来高速增长期 5

图 8: 椰子水主打低热量与天然零添加 5

图 9: 户外出行与运动场景需求旺盛 5

图 10: 椰子水玩家数量 2024 年快速增加 6

图 11: 椰子水行业竞争格局（2024 年） 6

图 12: 灼识咨询预计 2029 年接近 200 亿元..... 7

图 13: 对标欧美、东南亚人均消费量 7

图 14: 美国椰子水竞争格局演变趋势 8

图 15: Vita coco 凭借强大供应链管理能力和营销能力实现高速增长 8

图 16: IFBH 营业收入及增速 9

图 17: IFBH 归母净利润及增速 9

图 18: IFBH 盈利能力..... 9

图 19: IFBH 费率结构..... 9

图 20: IFBH 产品结构..... 10

图 21: IFBH 前五大代工商 11

图 22: IFBH 前五大供应商 11

图 23: 2022-2024 年分地区分销商数量（个） 11

图 24: 线上销售占比较高..... 11

图 25: IFBH 产品结构..... 12

图 26: General Beverage 历史沿革及公司业务变化..... 14

图 27: 欢乐家营业收入及增速..... 15

图 28: 欢乐家归母净利润及增速..... 15

图 29: 欢乐家盈利能力 15

图 30: 欢乐家费率结构..... 15

图 31: 欢乐家产品结构..... 16

图 32: 2017-2024 年各销售模式占比..... 17

图 33: 各销售渠道概况..... 17

图 34: 公司经销商数量..... 18

图 35： 2024 年分地区经销商数量占比 18

图 36： IFBH 与欢乐家椰子水业务比较 19

表 1： 椰子水主要产品与价格梳理 6

表 2： 2024 年度前五大客户 12

表 3： IFBH 基石投资者 12

表 4： IFBH 管理团队履历 13

表 5： 欢乐家国内生产基地 17

表 6： IFBH 管理团队履历 17

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，食品饮料行业分析师。经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn