

食品饮料行业 | 报告类型

证券研究报告

2025/07/02

IFBH：健康饮品消费风起，椰子水黄金赛道开创者

证券分析师： 郭梦婕(分析师)

分析师登记编号： S1190523080002

证券分析师： 肖依琳(分析师)

分析师登记编号： S1190523100003

核心观点

- **椰子水高潜力赛道、IFBH凭借资源+品牌先发优势稳居第一。** IFBH核心业务围绕IF、Inno coco两大品牌，公司于13年在泰国成立，专注深耕椰子水赛道，其中95.6%的收入来自于椰子水。2024年公司实现收入1.6亿美元，收入同比+80.3%，利润0.33亿美元，同比+98.9%。其中公司92%的收入来源于中国，目前公司已成为全球市占率第二，中国及中国香港地区市占率第一的椰子水品牌，公司在中国市占率达34%，中国香港市占率为60%。
- **健康天然饮用诉求为椰子水行业核心驱动力，人均饮用量仅发达国家的1/13，行业拥有至少4倍增长空间。** 2024年中国椰子水行业零售额达10.2亿美元，19-24年CAGR为83%，远超其他饮料子品类增速，且目前市场占软饮料整体不到1%，健康天然饮品诉求下椰子水想象空间巨大。美国作为全球椰子水第一大市场，增长最快的08-13年行业规模CAGR一度达61%，行业由0.5亿美元增长10倍至5.5亿美元，其中龙一Vita coco市占率稳定在40%左右。椰子水符合消费者对天然、健康饮品的诉求，同时含电解质具备功能价值，有较为扎实的消费基础。对标海外发达国家如美国、新加坡人均饮用量来看，国内椰子水至少还有4倍成长空间。
- **为什么看好if？本土供应链资源+品牌先发优势明显。** 椰子水行业的难点在于：1) 椰子资源地较集中，广泛分布在印尼、菲律宾、印度，而甜口的高端香水椰主要分布在泰国，资源的争夺是关键胜负手；2) 椰子的采摘、加工运输等环节的把控能力决定成本和品质，椰子水对品质要求高，因此对供应链各环节提出很高要求，这也是美国市场可口可乐的Zico、百事的ONE没有在当地发展起来的重要原因。**IF的优势：**1) **本土供应链优势：**拥有泰国母公司加持，在泰经营多年，拥有稳定且优质的椰子供应资源，很好的解决了椰子水行业的关键痛点，其采购成本做到比竞品低18%。IF和上游椰农深度绑定，主要代工厂即母公司GB是当地较大饮料产商，大部分椰子水品牌仅与代工厂合作，未能在椰农种植端深度绑定。2) **品牌先发优势明显、深谙年轻人营销之道：** 公司是最早进入椰子水赛道的品牌之一，拥有品牌先发优势，并深谙年轻人喜好，品牌营销判断前瞻、紧跟潮流，如2020年后瞄准线上直播赛道、邀请赵露思、肖战等顶流明星代言，助推品牌火爆，做到椰子水品类=if品牌。
- **盈利预测：** 预估行业未来CAGR保持20%+增长，公司预计凭借先发优势实现高于行业速度增长。同时目前公司线下网点数30万+，按照国内现代渠道网点量100万家+来看，网点数量至少还有翻倍以上空间。公司将于H2推出添加椰子水的Inno coco电解质饮料，定价低于IF椰子水，瞄准三线及以下的下沉市场。我们预计2025-2027年公司实现收入2.1/2.7/3.3亿美元，分别同比+32%/+28%/+25%，归母净利润0.45/0.61/0.78亿美元，分别同比+36%/+35%/+28%，对应PE为30/22/17X。
- **风险提示：** 行业竞争加剧；食品质量安全；国内市场拓展不及预期；新品推广不及预期；椰子原材料价格波动；汇率波动等。

目录 CONTENTS

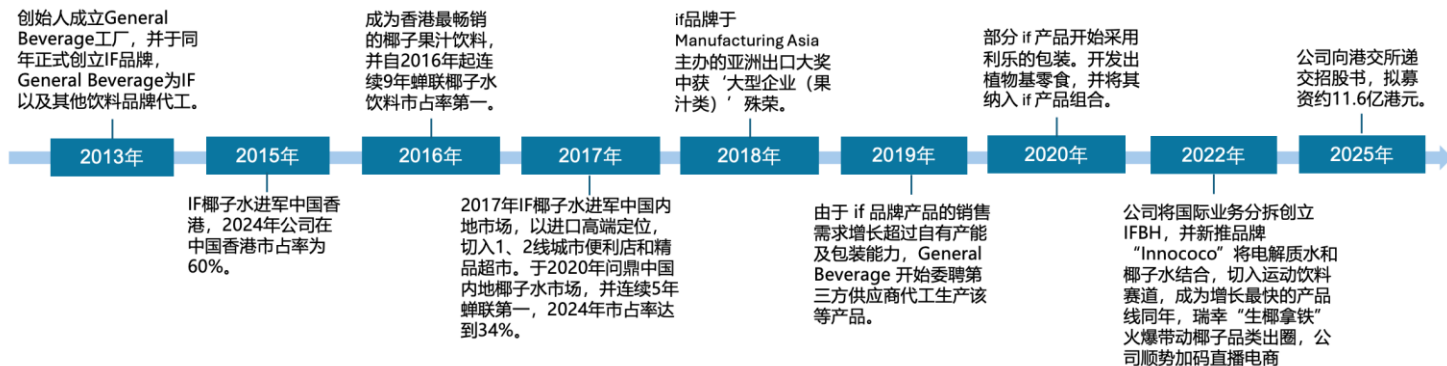
- 01 IFBH：椰子水行业先行者，乘行业之风业绩保持高增
- 02 椰子水行业：天然健康饮品势头正足，竞争有望回归有序
- 03 如何看IF未来成长可能？
- 04 盈利预测
- 05 风险提示

1、IFBH：椰子水行业先行者，乘行业之风业绩保持高增

1.1 IFBH：全球第二大椰子水品牌，中国椰子水饮料行业引领者

- **IFBH起源于泰国，专注深耕椰子水赛道，公司核心业务围绕两大核心品牌展开：**椰子水品牌IF、功能品牌Inno coco，目前已成为中国市占率第一、全球第二大的椰子水企业，2024年椰子水大单品收入为1.51亿美元，产品定位中高端天然椰子水，100%天然椰子水零售价分别为：310/330/350ml 价格0.85-2.99美元，1L价位2.00-4.99美元。
- **13-17年：稳固资源、摸底行业，进入中国香港市场。**2013年公司创始人成立General Beverage工厂，同年正式创立IF品牌，General Beverage同步为IF及其他饮料品牌代工。2015年，IF椰子水进军中国香港；2016年起，IF连续9年蝉联香港最畅销椰子水饮料宝座，2024年市占率达60%。
- **17-22年：初登中国内地，抢占先发优势。**2017年，IF椰子水以进口高端定位切入中国内地1、2线城市便利店与精品超市，2019年，因IF品牌产品销售需求增长远超自有产能与包装能力，General Beverage开始委聘第三方供应商代工生产，2020年问鼎内地椰子水市场。
- **22年-至今：稳居中国市占第一，拓品、加码品牌布局。**自2020年后公司连续5年蝉联市占率第一，2024年市占率达34%。2022年公司拆分国际业务创立IFBH，推出新品牌“Inno coco”，将电解质水与椰子水结合，切入运动饮料赛道，成为增长最快产品线；同年，瑞幸“生椰拿铁”爆火带动椰子品类出圈，公司顺势加码直播电商。

图表1：公司发展历史

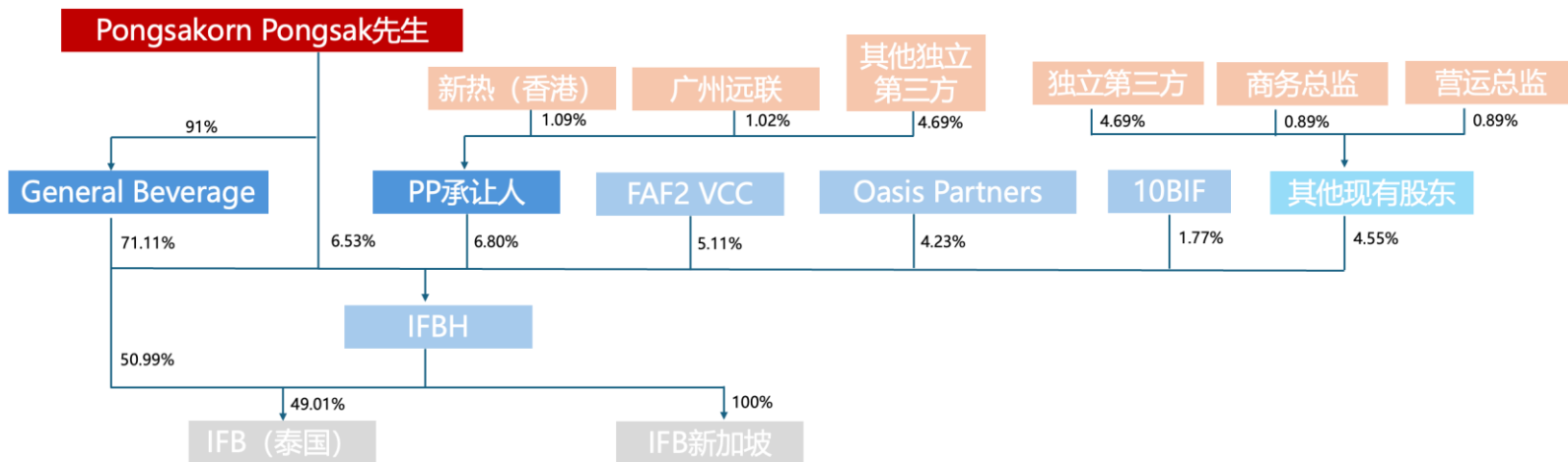


资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

1.2 股权结构：股权结构集中，主要高管与客户共同参与持股

- **公司股权结构集中，主要高管及客户均有持股。**公司第一大股东为创始人Pongsak先生，其持股比例较集中，通过直接以及母公司General Beverage间接持股方式共持股77.64%。第二大股东为新加坡FAF2 VCC的子基金Fullerton alternatives，共持有股份比例5.11%。PP承让人主要包括创始人Pongsak先生的朋友及业务联系人，以及公司位于中国的两位主要客户控制的实体，即新热（中国香港）实业有限公司和广州远联供应链管理有限公司。其他股东主要为投资控股公司（泰国Oasis Partners、中国香港10BIF）、独立第三方人以及公司高管（商务总监、营运总监）。

图表2：公司股权结构图



资料来源：招股说明书，Ifind，太平洋研究院

1.3 核心管理层：管理层深耕饮料行业多年，行业经验丰富

- 团队共46人，20人负责营销，5人负责研发，6人管理仓库，其余人员则分配给了人事、财务等后勤岗位。创始人家族从商，其父亲基蒂一手创办了泰国纺织巨头苏旺集团，家中产业横跨制造业、房地产、酒店、高尔夫俱乐部等多个领域。基于创始人Pongsak海外留学经历，2010年左右回国选择轻资产模式创业，创立General Beverage为if品牌代工，2013年正式创立IFBH公司。
- 其他高管中销售总监是最早的联合创始人，2012年加入General Beverage工厂，毕业于泰国农业大学，此前一直从事食品相关工作。营运总监（营销+研发）、财务总监均是早年一批的澳洲留学生，营运总监2016年加入公司，之前是在某大学网络部担任项目经理，财务总监2023年加入公司，之前在某公司担任财务总监。

图表3：公司核心管理层履历

姓名	年龄	职位	职责
Pongsakorn Pongsak 先生	45	创始人、行政总裁	Pongsak先生在食品及饮料产品分销行业拥有逾10年经验，2004-2007年于Suwan Spinning and Weaving Co., Ltd.担任市场经理及董事总经理助理。于2007-2024年先后担任Suwan Nakornchaisri Agriculture Co.,Ltd.的销售及营销总监及董事总经理。于2011年10月创办General Beverage，并于2011年10月至2024年4月担任General Beverage的执行董事兼行政总裁，自2024年4月起担任General Beverage的非执行董事，并不再参与其日常管理。
Metaphon Pornanektana 女士	48	商务总监	负责公司销售、采购及品质保证。Pornanektana女士毕业于泰国农业大学，在加入公司前曾于2011年在Great Food (Dehydration) Co., Ltd.担任厂长，2012-2023年先后担任General Beverage的OEM销售经理及OEM出口销售市场副总裁，负责监督业务发展及出口销售。
Vipada Kanchanasorn 女士	46	营运总监	负责公司营销及业务发展以及研发业务。Kanchanasorn 女士毕业于澳洲新南威尔士大学。加入公司前在东盟大学网络担任高级项目经理，负责项目提报及寻求资金。2016-2023年先后担任General Beverage的营销经理、高级营销经理及出口营销总监，负责监督国际营销、公司展览及品牌。
Ong Ying Shyun 女士	41	财务总监	负责公司财务全面管理。Ong女士毕业于澳洲莫纳什大学，加入公司前曾在Tan Chye Huat Holdings Pte.Ltd.担任财务总监，于2023年加入公司担任财务总监。

资料来源：招股说明书，ifind，太平洋证券研究院整理

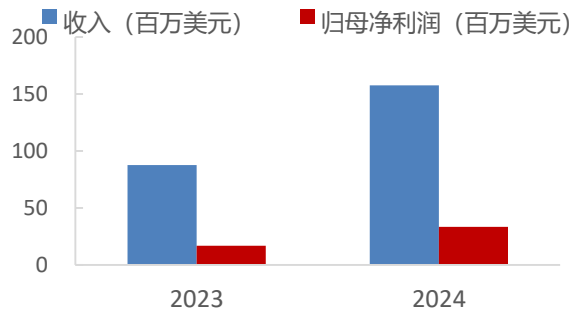
1.4 业绩复盘：椰子水成为十亿级大单品，迈入高速发展阶段

■ 业绩复盘：2024年椰子水成为10亿元级大单品，迈入高速发展期。

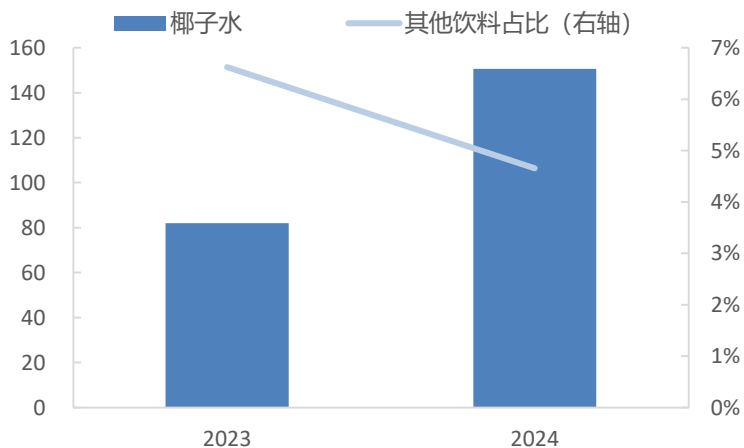
2024年公司实现收入1.6亿美元，同比增长80%，归母净利润0.33亿美元，同比增长98.9%。2024年95.6%的收入来自于椰子水，92.4%的收入来自于中国市场，渠道上线上占总收入的50%左右。

■ 产品结构：围绕IF、Inno coco两大品牌，产品矩阵逐步拓宽。公司以两大根植泰国的品牌为核心，包括if与inno coco两大品牌，if专注于提供天然健康的泰式饮料及食品，并针对各式各样的消费者口味设计创新产品概念；Inno coco则致力提供传统运动功能饮品的健康替代选择。同时公司持续推出季节性、限定产品，截至2024年公司共推出32款产品，2023-2024年公司分别推出8、12款新品，产品创新加速。

图表4：公司历年收入及利润变化



图表5：公司收入结构变化



图表6：公司产品矩阵展示



资料来源：Ifind，公司招股书，太平洋证券研究院

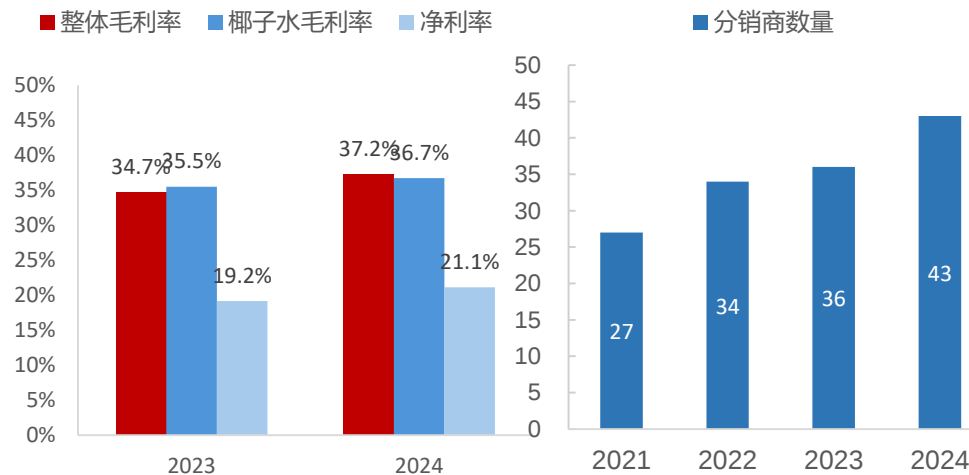
1.5 业绩复盘：椰子水成为十亿级大单品，迈入高速发展阶段

- **毛利率水平稳定，抵御原材料价格波动经验丰富。**2024年公司整体毛利率为36.7%，其中椰子水大单品毛利率达37.2%，在经历泰国气候影响导致椰子减产提价的情况下，公司对渠道进行提价，加上公司高毛利椰子水占比提升，2024年实现毛利率稳中有升。
- **轻资产运营模式决定渠道客户较集中，费用投放力度较轻，盈利水平高于同行。**公司对比国内主要的饮料公司毛利率水平偏低，但净利率达到21.1%，高于大部分饮料企业。我们认为公司渠道模式决定其费用投入相对较轻，公司高度依赖核心分销商，前2大客户收入占比达到75%，核心分销商均是专业分销商（类似共同创业模式），给到长期合作伙伴比较低的出厂价，渠道建设投入费用少，并与专业分销商共同承担营销费用，公司2024年营销费用投入占比为4.7%。同时，公司与头部客户杭州大热、广东恒俞合作稳定，两家分销商分别与2018、2020年与公司展开合作。2024年公司拥有43家分销商，近几年分销商数量持续增加，未来随公司产品规模持续扩大，将继续增加分销商数量扩大渠道覆盖面。

图表7：公司历年盈利水平变化

图表8：公司分销商数量变化

图表9：公司前五大分销商客户合作情况



	地点	交易金额 (百万美元)	占比	业务开始年限	背景
杭州大热	中国	74.1	47.0%	自 2018 年	专门在线上运作的食品与饮料进口公司
广东恒俞	中国	44.8	28.4%	自 2020 年	进口公司，专门进口来自全球各地的高质饮品及零食
客户 C	中国	26.8	17.0%	自 2021 年	食品与饮料进口公司
客户 D	香港	7.1	4.5%	自 2015 年	专门销售饮料的分销公司
客户 E	新加坡	1.2	0.8%	自 2015 年	专营快速消费品的进口公司、零售商及批发分销商

资料来源：Ifind，公司招股书，太平洋证券研究院

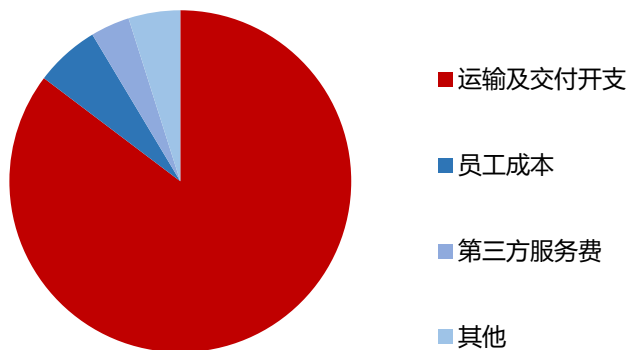
1.6 财务情况：费投保持稳定，营销费用为主要支出

- **费用投放情况：**2023-2024年公司销售及分销占比分别为3.7%、3.4%，营销开支分别占比为4.2%、4.7%，行政开支占比两年均为3.1%。明细拆分来看，销售及分销费用主要投放至运输及交付开支，运输方面公司采用代工厂商车队直接运送至港口，以及公司的第三方物流供应商运送，运输及交付开支主要支付至第三方物流公司。营销开支中广告开支占比75.6%，2024年同比提升2.7pct，展会等其他市场开支占比20.1%，同比下降11.9pct。

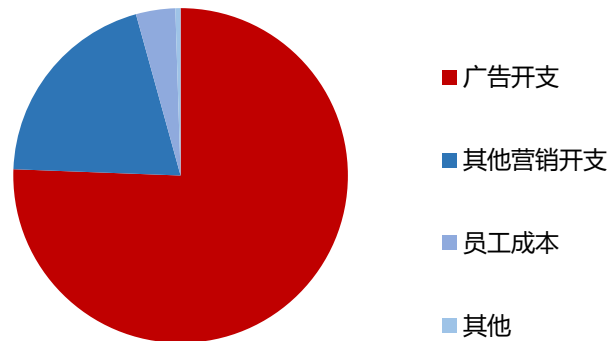
图表10：公司主要费用开支比例

	2023	2024
营销开支（百万美元）	3.66	7.36
占比	4.2%	4.7%
销售及分销占比（百万美元）	3.2	5.4
占比	3.7%	3.4%
行政开支占比（百万美元）	2.7	4.9
占比	3.1%	3.1%

图表11：公司销售及分销费用开支明细



图表12：公司营销开支明细



资料来源：Ifind，公司招股书，太平洋证券研究院

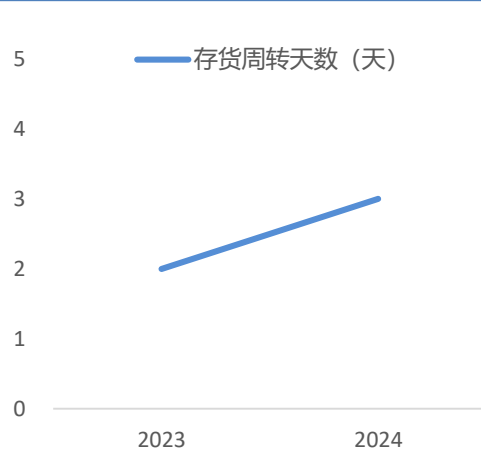
1.7 业务模式：轻资产高效运营，集中资源打造品牌

- **轻资产业务模式：降低渠道开发成本，集中资源打造品牌势能。**公司采用轻资产的业务模式与以下三方合作实现高效营运：(i) 代工厂商负责制造；(ii) 第三方物流供应商负责运输；及(iii) 第三方分销商负责销售与配送。公司与当地市场表现优异的分销商合作销售，利用其物流与营销资源渗透市场，可大幅降低公司渠道开发成本。同时，轻资产业务模式赋予公司高度生产弹性与扩展能力，使公司能够迅速适应市场变化、快速扩展全球分销网络，更能集中能够投入资源，继续致力于产品创新与品牌建设。
- **人员更加精简：**公司共有员工46人，20人负责营销，5人负责研发，6人管理仓库，其余人员则分配给了人事、财务等后勤岗位，2024年平均人效达342.7万美元。
- **上游供应商资源集中，母公司GB具备采购资源及生产能力：**公司主要依赖当地代工生产商，前5大供应商生产占比达96.9%，其中母公司生产占比为18%。未来公司将与更多代工厂商建立伙伴关系，打造更具韧性且高效的采购体系，确保产品产能充足，预计将椰子水采购范围扩展至周边椰子产区。同时公司按需向供应商采购存货，存货周转天数低至3天

图表13：公司与前五大供应商采购金额及占比

	购买金额占比	交易金额（万美元）	代工商背景
供应商A	33%	3321.6	为一间于日本上市的包装及制造公司的附属公司
供应商B	21.80%	2189.6	代工厂商，提供饮料制造及包装服务，于泰国上市
General Beverage	18%	1807.3	母公司，饮料生产与销售
供应商C	15.50%	1557.6	代工厂商，提供饮料制造及包装服务，于泰国上市
供应商D	8.60%	861.1	代工厂商，提供饮料制造及包装服务

图表14：公司存货周转天数



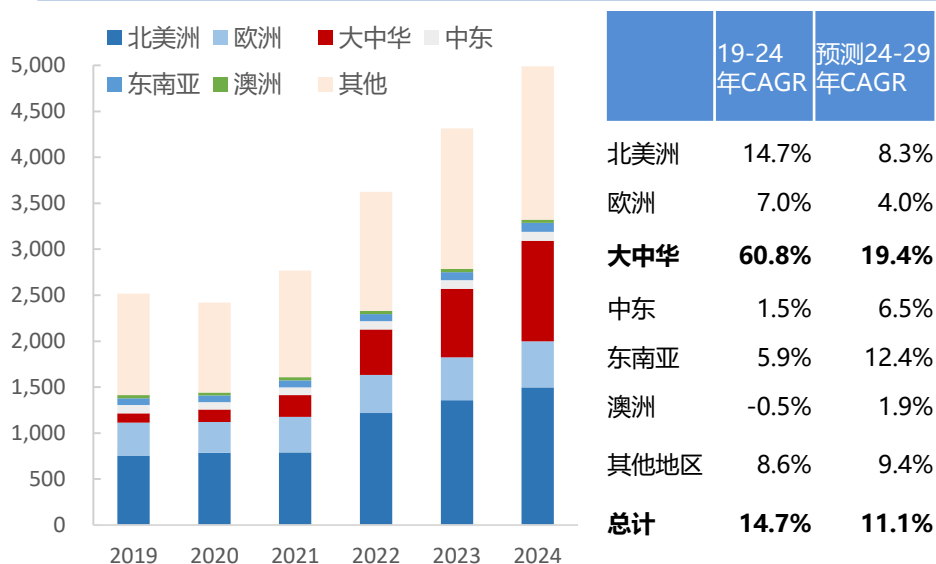
资料来源：Ifind，公司招股书，太平洋证券研究院整理

2、椰子水行业：天然健康饮品势头正足，竞争有望回归有序

2.1 椰子水行业：健康低糖的天然电解质饮料，增长最快的饮料子品类之一

- 消费者对天然、健康饮品的诉求助推，中国椰子水行业规模近5年CAGR超80%。2024年全球椰子水行业整体规模为49.9亿美元（约364亿元），19-24年CAGR为14.7%，其中大中华地区（中国内地及港澳台地区）规模为10.9亿美元（约80亿元），19-24年CAGR为60.8%，中国内地市场19-24年CAGR为82.9%，远快于中国其他饮料子品类增速。椰子水行业高增一方面来自于植物蛋白饮品受到年轻消费者喜爱，以瑞幸“生椰拿铁”为主的椰奶饮品火热，衍生出系列椰子基地网红饮料、甜品；另一方面随消费者对生活品质要求的提升，越来越注重饮食健康营养，椰子水作为天然电解质饮品，具备低卡、低糖特点，契合消费者对天然、清洁标签诉求，成为替代含糖饮料的首选。

图表15：全球椰子水行业规模及增速变化（百万美元）



图表16：大中华各地区椰子水行业规模及增速（百万美元）

	2019	2024	19-24年CAGR
大中华地区	101.8	1093.3	60.8%
-中国内地	49.7	1018.1	82.9%
-中国香港	19.6	28.1	7.5%
-中国澳门	1.8	2.6	7.7%
-中国台湾	30.7	44.6	7.7%

资料来源：公司招股书，灼识咨询，太平洋证券研究院整理

2.2 椰子水vs其他品类：天然属性类比无糖茶，更符合健康化趋势

- **椰子水具备功能性：**富含维生素B、C以及钾镁离子，相比无糖茶同属天然、健康饮品，具备替水、补水作用。椰子水与无糖茶相似，椰子水主打“清洁标签”（100%无添加、低糖低卡，热量仅18-50kcal/100ml），且椰子水富含钾、镁等电解质（钾含量高达475mg/100g），具备与电解质水相近的体液平衡能力，但无人工添加剂，更符合消费者对饮食天然健康的需求。
- **核心消费群体由点及面，未来下沉市场渗透空间较大。**由于原材料资源受限，成本纯正的100%椰子水饮品单价相比无糖茶、电解质水、养生水等产品更高，线上价格通常在4.5-5.5元/350ml，线下便利店价格在6-8元/350ml，无糖茶、电解质水以及养生水价格普遍在4-6元/500ml。因此从椰子水的核心消费人群来看，据汤臣研究院统计，消费者更多处于解渴、偏好健康的因素选择椰子水，以购买力更强的高线城市，且女性年轻消费者更多。

图表17：椰子水与其他饮料品类对比

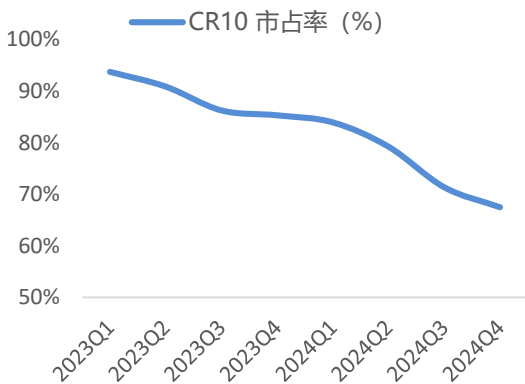
行业	行业规模	品类	价格	天然属性	核心功能	适用场景
椰子水	79亿元	If椰子水	4.5-8元/350ml	★★★★☆	低卡补电解质	运动/日常补水
		Vita coco	8-15元/330ml			
椰子汁	192亿元	椰树	1.5元/330ml	★★☆☆☆	植物蛋白补给	佐餐/休闲
电解质水	约100亿元	元气森林外星人	4-6元/500ml	★★☆☆☆	快速恢复水盐平衡	运动/高温/脱水后
		东鹏补水啦	3-5元/550ml			
无糖茶	约230亿元	农夫东方树叶	4-6元/500ml	★★★★☆	抗氧化、替代水	全天候饮用
养生水	约30亿	元气森林自在水	4-5元/500ml	★★★★☆	滋养调理（如枸杞补气血）	办公室/养生时段

资料来源：前瞻产业研究院，马上赢，尼尔森，智研咨询，天猫各品牌旗舰店，太平洋证券研究院整理

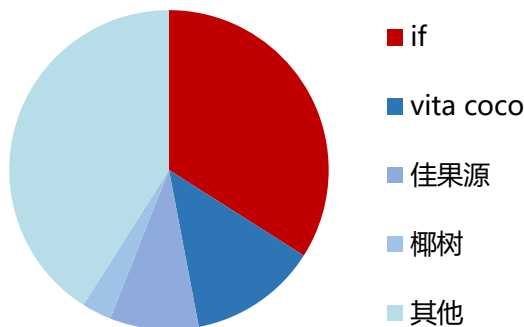
2.2 竞争格局：行业竞争加剧，价格有望重回有序

- **竞争格局未定，行业持续洗牌。**结合马上赢及灼识咨询统计，中国椰子水市场市占率第一的品牌为if，市占率超30%，但由于行业参与者快速增加，CR10由23Q1的93.7%下降至24Q4的67.5%。近两年包括椰树、欢乐家的椰鲨、椰泰的轻上、苏萨的椰号等在内的老牌玩家相继布局，同时葱葱椰、酷可椰、可可满分等新晋品牌，盒马、山姆、良品铺子等渠道、零食赛道跨界玩家纷纷进场。以线上市场为例，2022年主流电商平台中销售椰子水的店铺约为4340家，商品数量在1.1万左右，两年之后，店铺数增长至7721家，商品数量暴涨139%至2.5万件。
- **价格竞争趋烈，品类正处定价探索阶段。**由于椰子水在国内起步较晚，国家未出台椰子水相关标准，同时产品口味差异性相对较小，因此市面上椰子水产品质量参差不齐。据魔镜数据，2024年线上市场椰子水整体的商品均价为46.9元，较2022年降低37.6%。马上赢数据显示2025年第一季度每百毫升椰子水的价格已跌至1.46元，较2023年第一季度下降23.6%。部分椰子水价格已低于椰子水进口成本，存在参兑、货不对板情况，未来随消费者对椰子水品质认知提升以及国家相关标准的逐步完善，价格有望回归有序状态。

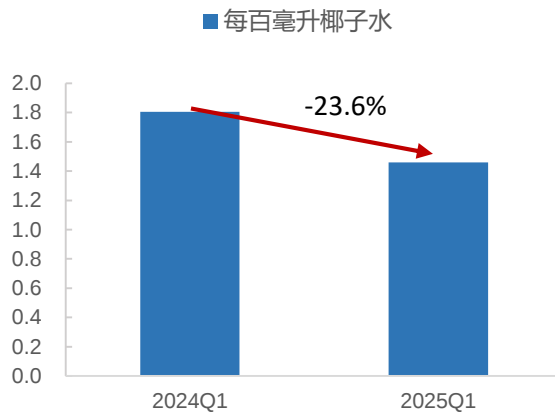
图表18：中国椰子水行业CR10变化



图表19：中国椰子水行业竞争格局



图表20：椰子水行业均价呈现下滑趋势



资料来源：灼识咨询，马上赢，财经早餐，纳食，太平洋证券研究院

2.2 竞争格局：百舸争流，格局未定

- **海外龙头品牌：全球化/大型饮料龙头精力难以集中在小而美赛道，专注椰子水的品牌势头更强。**以IF、vita coco为代表，进入椰子水赛道较早，借助顶流明星代言拉近年轻消费者，具备品牌先发优势，并均定位中高端天然椰子水，主打“100%椰子水”“0添加糖”“低卡”的健康标签，强调运动补水和天然电解质功能。但IF 92%的收入来自于中国，资源经理更加集中，vita coco的主要收入来自于欧美，华彬于2014年入股vita coco并成立合资公司负责大中华区运营，近几年由于价格定位、华彬内部官司等各种问题导致推广停滞，而后华彬推出、捷成接手代理，vita coco在中国市场的精力倾注相对较弱。
- **其他品牌：资本涌入加剧价格战，品质与供应链能力会是最后的胜负手。**1) 综合型饮料品牌：包括欢乐家、椰树等原有主业为椰汁的品牌，拥有椰子资源基础，渠道更多沿原来强势的餐饮渠道向流通渠道扩张。2) 新晋创业品牌：多创立于2020年以后，通过产品差异化定位获取认知度，以线上、便利店渠道为主，部分品牌选用代工模式，椰子资源不稳定。3) 渠道品牌：以盒马、山姆为代表，定位高性价比，椰子直供，供应链能力较强。

图表21：国内主要椰子水品牌对比

品牌	收入体量 (2024年)	品牌历史	产品特点	线上价格 (元/100ml)	渠道运营特点
if	11.7亿	2013年创立 (泰国)	100%泰国椰青水	~ 5元/350ml	轻资产模式，主要依靠第三方代工与分销商（前五大客户占97.6%营收）
佳果源	约10亿	2017年创立 (中国)，2020年推出椰子水，国内大型水果、果汁品牌	100%NFC，泰国椰源	~ 4.5元/330ml	会员商超+电商，酒店/高端餐饮特供渠道
Vita Coco	约5亿	2003年创立 (美国)	多国椰源混合，主打运动补水	~ 7元/330ml	中国市场铺设高端商超+电商，捷成集团代理
椰树	椰汁50亿+	1956年创立 (中国)	1盒=1个椰子，海南椰	~ 5元/330ml	传统商超+餐饮，PET瓶装突破宴席市场
欢乐家	椰汁9.5亿	2014年进入 (中国)	含椰果椰子水	~ 4.8元/330ml	餐饮渠道1L装为主
蔻蔻椰	/	2021年创立 (中国)	“椰中式”配方（黑枸杞/桑葚）、粉椰水	~ 4.5元/300ml	现制茶饮+精品超市，主打养生场景
盒马自有	/	2016年创立 (中国)	低价基础款，1L装高性价比	9.9元/1L	/
山姆MM	/	/	大包装进口椰源	56.9/1L*6	/
可可满分	整体超1.5亿	2020年创立 (中国)	100%椰子水	6.3元/330ml	线上为主，小红书/抖音种草

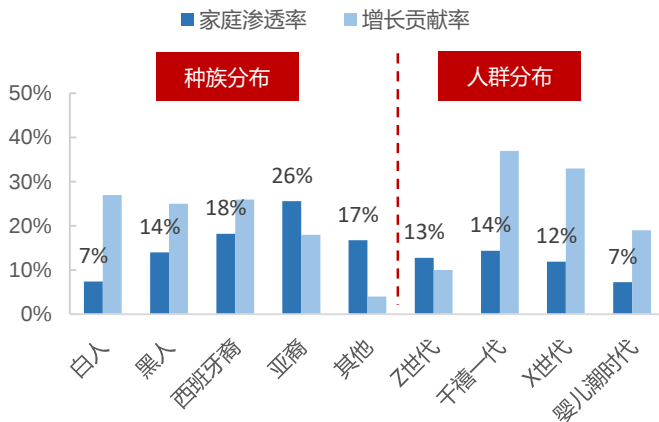
资料来源：公司招股书、各公司公告，FBIF食品饮料创新，食品板，浪潮新消费，太平洋证券研究院整理

2.3 对标美国：椰子水行业迈入成熟期，vita coco份额绝对领先

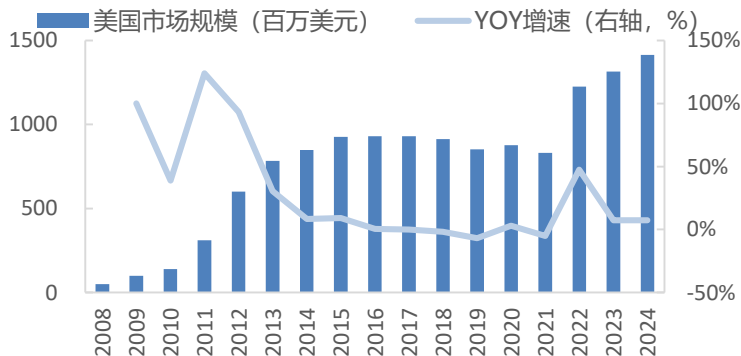
■ **美国市场：自2013年后迈入稳增阶段，全球饮料龙头纷纷试水退出。** 据图表22：美国消费群体画像

欧睿数据，2024年北美地区椰子水行业规模约15亿美元，19-22年行业规模CAGR为10%，08-13年为美国椰子水增长最快的阶段，08-13年CAGR达61%，2013年可口可乐收购了Zico椰子水，但产品市场反响一般，同时椰子水供应链管理比较复杂，公司旗下产品较多、主业基本盘太大导致精力倾注不够，2020年宣布停产，市场份额降至2%。2010年百事收购ONE椰子水，2021年以类似的问题退出椰子水市场。

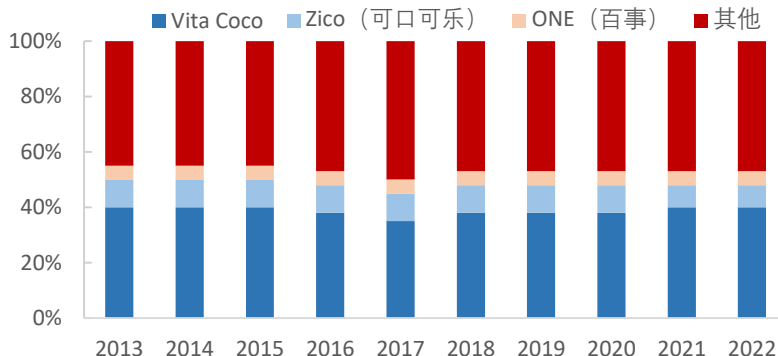
■ **头部份额集中，Vita Coco份额绝对领先。** 2022年，Vita Coco在美国市占份额44.4%，位居第一，由于曾经行业第二、第三品牌Zico和O.N.E相继退出，行业其他品牌份额相对较小。目前相对有所规模的品牌包括达能旗下的harmless harvest，主打高品质冷藏椰子水，份额占10%左右，以及Goya品牌，产品相对低端。



图表23：美国椰子水市场行业及增速



图表24：美国椰子水行业竞争格局

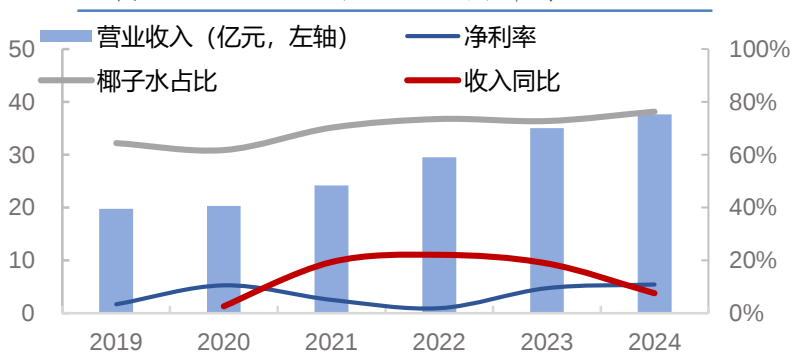


资料来源：Vita coco招股书，欧睿，太平洋证券研究院整理

2.4 Vita coco：品牌先发优势明显，主业聚焦、供应链管理能力强领先行业

- **具备先发优势的椰子水全球龙头，专注北美椰子水市场。**Vita coco成立于2007年的美国特拉华州，2021年美股上市，目前已成为椰子水全球市占率第一的品牌，截至24/7/1市值为20.8亿，PE（TTM）为34X，上市至今股价涨幅164%。2024年公司实现收入5.2亿美元，19-24年CAGR为14%，净利率为10.8%。从业务结构来看，公司76%的收入来自于椰子水vita coco，85%的收入来自于北美市场，剩余为海外市场、以中国为主。
- **美国椰子水行业曾面临全球饮料龙头进军、大量新兴品牌涌现阶段，Vita coco能始终保持份额的原因？**
 - **品牌先发优势明显，专注椰子水赛道画上品类符号。**公司创始人于2004年便开发美国椰子水行业空白，母公司All market的股东包括百威英博关联的Verinvest家族、影星马修·麦康纳、黛米·摩尔、歌手麦当娜、以及红牛中国的母公司华彬集团等。在美国椰子水快速发展的阶段公司率先借助顶流名人打响品牌知名度，教育消费者将品牌与椰子水品类画上等号。
 - **定位中高端，优秀的供应链管理赋能品质价值。**公司产品价格定位高于竞品，为公司营销投入以及渠道推广留足利润空间。同时为匹配较高的价格定位，公司原材料取自菲律宾、巴西为主，全球制造网络遍布7个国家，15家椰子水工厂和5家包装厂。由于椰子水对原材料品质及供应链管理有很高要求，公司采用轻资产运营模式进行生产，更多精力集中投入在原材料采购与品牌营销上，与大型椰商签订长期独供合同，保证供应稳定、形成竞争优势。

图表25: Vita coco收入及盈利水平情况



图表26: vita coco供应链布局

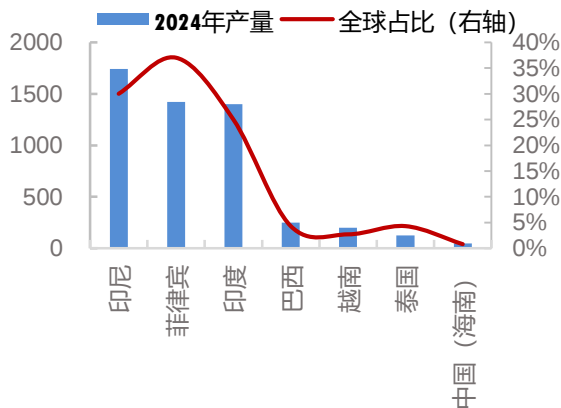


资料来源: Vita coco招股书, ifind, 欧睿, 太平洋证券研究院整理

2.5 竞争要素：原料供应链至关重要，资源与效率取胜

- **原材料采购资源：**印尼、菲律宾及印度为全球主要椰子产国，但椰子口感偏微酸。全球优质椰青产区高度集中，椰农资源有限，泰国因高甜低酸成为高端产品标配，占高端原料供给75%，且受气候与政策严控。2024年泰国干旱致香水椰减产40%，若企业未绑定核心产区（如if包销丹嫩沙多2000户椰农），不仅面临采购价暴涨70%的风险，更可能丧失稳定供给。此外，当地采摘的椰青比进口的椰青价格至少低20%以上。
- **供应链运输管理：**由于椰子产地较集中，打开国内椰子水市场，尤其对初创企业来说运输环节至关重要，椰子开壳后48小时内若未灭菌，多酚氧化酶活性升高导致风味变异，对产品保鲜提出很高要求。若采摘椰青运回则导致物流成本翻倍，并有较高的发芽率风险。而中资在海外建厂又面临比较大的政策风险，大多需要找泰国当地代工厂进行加工。产品成本及品质对公司供应链运输管理能力提出至高要求。

图表27：全球主要椰子产地产量比



图表28：东南亚及中国椰子生产地对比

国家/地区	风味口感	核心优势	代表企业/合作方	产能/采购规模
印尼	清爽微酸，矿物质感明显，甜度中等 (4-5%)	全球最大椰子生产国	瑞幸咖啡（邦盖群岛专属基地）	未来5年计划采购100万吨椰子
泰国	甜度高（6-8%糖度），具花香和奶香，口感醇	高端“香水椰”	IF椰子水、IMCOCO、山姆 Member's Mark泰国椰子水	if包销丹嫩沙多2000户椰农 佳果源与泰国丹嫩沙多当地工厂合作10万亩椰林种植基地 蔻蔻椰锁定泰国春蓬府500亩A级椰园 CNPf为Vita Coco扩产，5年供应9000万升
菲律宾	清爽微酸，矿物质感明显，甜度中等 (4-5%)	成熟产业链，稳定供应，适合大众市场	Vita Coco（CNPf代工）	
越南	清淡偏中性，部分带青草味，成本导向	低成本新兴产区，常与香水椰复配	椰谷、欢乐家、苏萨	/
中国海南	甜度较低，香气弱，易受气候影响	本土有限产能，依赖进口	椰树集团	全国产量仅37万吨（2023年），占全球0.26%

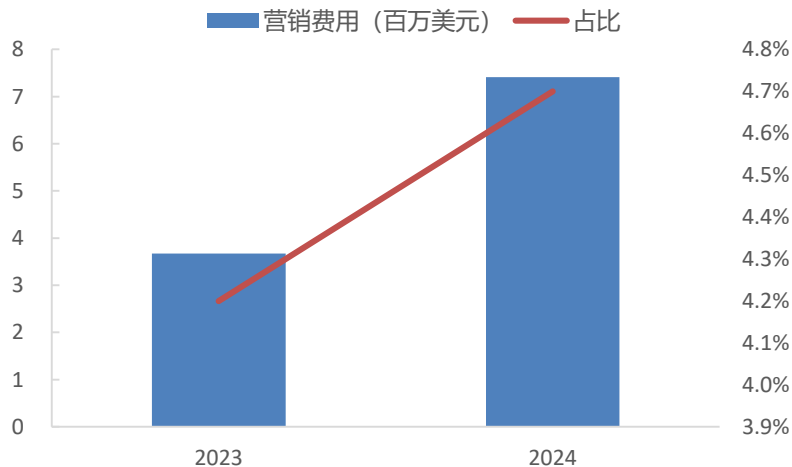
资料来源：新京报，汤臣研究院，远川研究所，FBIF食品饮料创新，太平洋证券研究院整理

3、如何看IF未来成长可能

3.1 品牌具备先发优势，中高端品质定位深入人心

■ 泰国原装进口背书品质稀缺性，品牌先发优势明显，品牌营销判断前瞻、深谙年轻人喜好。公司于2017年将天然椰子水引入中国内地，IF是最早在中国市场销售椰子水的品牌，以泰国原装进口背书品质稀缺性，凭借7年先发窗口期率先完成品类教育与渠道布局。尤其在2020年健康饮品风口期，公司以“100%纯椰子水”“0添加”极简配方建立品类标准，将“if=天然电解质水”植入消费者认知，形成难以复制的认知壁垒。据公司招股书数据，2024年公司在营销上的支出为741万美元，占总收入的4.7%，公司于2022年进入李佳琦、刘畊宏直播间，强化“运动补水”功能属性，旗舰店销售额当月同比增长接近十倍，环比增长超过300%。2023年签约赵露思为代言人，2024年官宣肖战为全球代言人，而后天猫店单日销量激增300%，抖音话题破10亿播放，成功实现从细分品类向大众消费符号的跃迁；同时联名瑞幸生椰拿铁、泡泡玛特IP“Crybaby”拓展“下午茶轻食”社交场景。公司对年轻人消费喜好把握精准，对潮流趋势嗅觉敏锐，有较强的品牌营销能力。

图表29：公司营销费用投入及占比



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院整理

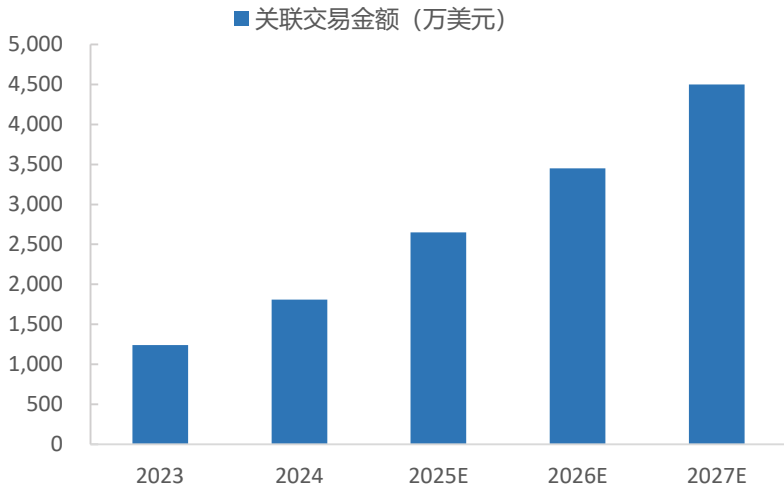
图表30：公司营销推广始终契合年轻人潮流喜好



3.2 源自泰国本地，原材料资源及供应链管理优势明显

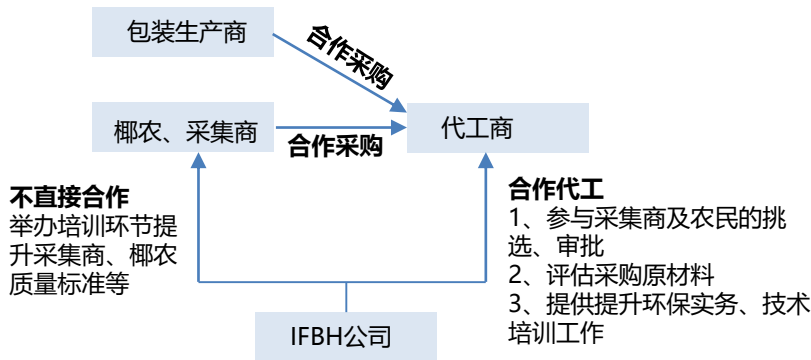
■ **拥有椰子原材料资源本地优势，从源头把控增强供应链管理优势。**公司为泰国本地公司，依托泰国特有的香水椰品种，通过与泰国椰农签订长期协议，以高于市场价10%的价格定向收购，保障优质椰源稳定供应、强化原料成本优势，其采购成本比竞品低18%。公司控股股东General Beverage作为核心代工厂，在泰国拥有高效的无菌灌装生产线（产能达4万瓶/小时），并直接对接IFBH指定的椰农采集商，实现“产地—加工”垂直整合。同时，公司的母公司General Beverage为创始人创立的饮料工厂，拥有丰富的当地供应链采购资源，且具备饮料生产能力，2024年公司与母公司的关联交易额达1810万美元，降低与其他代工商合作依赖风险。通过本地资源优势，公司原料成本可做到比竞争对手低18%的水平。

图表31：公司向General Beverage购买产品金额及预测



资料来源：公司招股书，太平洋证券研究院整理

图表32：公司与椰农采集商以及代工商的合作关系



3.3 椰子水行业高增红利不减，渠道扩张+拓品空间增量

■ 中国椰子水行业至少拥有4倍成长空间，IFBH有望率先脱颖而出领先行业增长。椰子水符合消费者对天然、健康饮品的诉求，其含有的丰富钾钠镁离子可以作为电解质维持人体的体液平衡，同时椰子在茶饮、餐饮中也可作为调味加入。未来随健康意识以及对代水饮料需求的逐步提升，椰子水渗透率有望随之增长。对标海外发达国家如美国、新加坡人均饮用量来看，假设中国人均椰子水饮用量为新加坡的1/2，按照国内城镇人口数量9.1亿计算，中国椰子水行业规模有望达22亿美元（折合人民币约161亿元），零售额达44亿美元（折合人民币约321亿元），相比2024年至少还有4倍成长空间。公司作为具备先发优势的泰国原产地品牌，有望实现快于行业的增长。

图表33：椰子水行业空间测算

	人均消费					关键假设		销售额空间 (亿美元)
	销售额 (亿美元)	销量 (百万L)	人口数量 (万人)	人均销售额 (美元)	人均消费量 (L)	潜在人均消费量 (L)	城镇人口数量 (百万人)	
中国	4.3	117.7	1410.7	0.30	0.08			
美国	14.13	5779.9	340.2	4.15	16.99			
						0.66	910.9	22
新加坡	0.21	7.8	5.9	3.56	1.32			
中国香港	0.14	2.4	7.5	1.87	0.32			

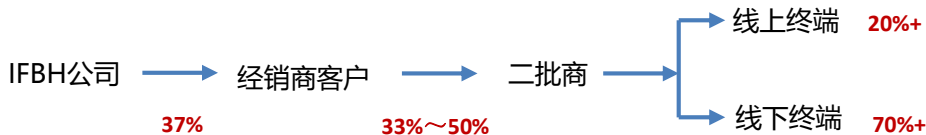
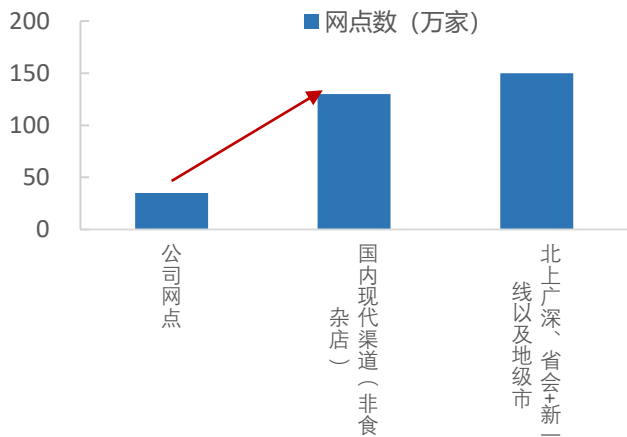
资料来源：欧睿，世界银行，太平洋证券研究院整理

3.3 椰子水行业高增红利不减，渠道扩张+拓品空间增量

- **公司网点数量仅30-40万家，网点覆盖率扩张空间足。**当前公司经销商数量较少，近1/2的收入来源于线上，目前第一大经销商客户为杭州大热，公司负责支出品牌营销费用，国内经销商客户支出负责物流、线上佣金支出，并负责开发二批商。公司给到较丰厚渠道利润，经销商渠道毛利约35%-40%左右，未来随公司规模的逐步增长，线下经销商将进一步扩张。同时经销商核心铺货渠道为包括便利店、商超在内的现代渠道，主要集中在一线市场，当前网点量约30-40万家，国内目前非食杂店的现代渠道网点量约130万家左右，国内北上广深、省会+新一线以及地级市网点量约150家左右，从网点覆盖率空间来看公司还有至少1倍以上的扩张空间。
- **椰子水大单品基本盘较扎实，拓展高性价比的含椰汁电解质水开拓下沉市场增量。**公司自2022年推出inno coco品牌椰子水，主打运动功能类椰青饮料，未来预计将围绕inno coco品牌推出添加NFC天然椰汁的电解质饮料，售价预计较If更低，瞄准三线及以下的下沉市场拓展增量，国内电解质水行业处于高速成长的早期阶段，公司有望通过电解质饮料椰子差异化口味突破，成为公司第二大增长极。

图表34：公司网点数量潜在空间

图表35：公司渠道价值链分布



资料来源：尼尔森，草根调研，太平洋证券研究院整理

4 盈利预测

■ 目前公司已于6月30日上市，拟发行股数4167万股，发售价为25.3-27.8港元，按照25年利润3.2亿对应发行价对应PE为20.8-23X。参考Vita coco，22年11月至25年2月股价涨幅445%，上市后PE保持在25-35X区间。考虑我国椰子水行业未来还有至少4倍的成长空间，我们认为合理市场定价可以给予30X甚至更高。我们预计2025-2027年公司实现收入2.1/2.7/3.3亿美元，分别同比+32%/+28%/+25%，归母净利润0.45/0.61/0.78亿美元，分别同比+36%/+35%/+28%，对应PE为30/22/17X。

图表：公司分产品拆分

单位 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
椰子水					
收入	82.0	150.6	198.8	254.5	318.2
YOY		83.7%	32%	28%	25%
毛利率	35.5%	37.2%	37.0%	37.0%	37.0%
椰子水相关					
收入	2.8	3.1	4.0	5.4	7.3
YOY		10.3%	30%	35%	35%
毛利率	24.4%	29.7%	28%	29%	30%
其他饮料					
收入	2.2	3.5	4.4	5.3	6.3
YOY		59.9%	25%	20%	20%
毛利率	17.5%	21.3%	21%	21%	21%
植物基零食					
收入	0.43	0.40	0.4	0.4	0.4
YOY		-7.4%	2%	2%	2%
毛利率	33.6%	37.3%	35%	35%	35%
总收入	87.44	157.65	207.66	265.63	332.22
YOY		80.3%	31.7%	27.9%	25.1%
毛利率	34.7%	36.7%	36.5%	36.5%	36.5%
归母净利润	16.8	33.3	45.2	61.1	78.3
YOY		99%	36%	35%	28%
EPS		30.45	1.22	1.65	2.11
P/E		/	29.79	22.02	17.19

资料来源：ifind，公司公告，太平洋证券研究院整理

5、风险提示

- 行业竞争加剧；
- 食品质量安全；
- 国内市场拓展不及预期；
- 新品推广不及预期
- 椰子原材料价格波动；
- 汇率波动等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。