

IFBH Limited (6603. HK) : 全球椰子水饮料龙头, 轻资产模式释放高效红利

Analyst: Sue Zhang

Tel: +852-3982 3217

M: zhangsue@dwzq.com.hk

2025.07.15

免责声明

本报告仅供东吴证券国际经纪有限公司（以下简称“东吴证券国际”或“本公司”）的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。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人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券国际同意，并注明出处为东吴证券国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券国际评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东1号太古广场3座17楼

Tel电话：(+852) 3983 0888（公司）(+852) 3983 0808（客户服务）

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

投资亮点

- **全球椰子水行业龙头，市占率稳居国内第一。**IFBH 深耕椰子水饮品赛道逾十年，主要通过if与Innococo双品牌布局。其中旗舰品牌if主打天然健康椰子水，Innococo则在椰子水的基础上进一步聚焦电解质补水与轻运动场景。目前，公司两大品牌发展良好，市占率连续5年稳居中国市场第一，2024年两大品牌合计市占率达33.9%，是第二名的7倍以上，香港市场份额更高达60%。
- **营收快速增长，盈利能力持续提升。**营收端，2024年公司实现营收1.58亿美元，同比+80.3%。按品牌拆分，2024年if实现营收1.31亿美元，同比+76.2%；Innococo实现营收2,624万美元，同比+107.9%。按产品拆分，2024年椰子水类产品实现收入超1.5亿美元，占营收的比重高达95.6%，为公司营收贡献的绝对主力。按地区拆分，2024年公司在中国大陆市场实现营收1.46亿美元，占营收的比重高达92.4%。利润端，在2024年椰子等原材料成本大幅上升的同时，公司毛利率仍然同比提升2.0pct至36.7%，我们判断主要系：1）高毛利率椰子水的营收占比提升；2）泰铢贬值缓解公司成本压力；3）公司提升部分产品售价。
- **消费者健康意识提升催化椰子水需求爆发。**2019-2024年大中华区椰子水终端销售额CAGR达到60.8%，灼识咨询预计2025年区域市场规模将达到13.9亿美元，2029年有望达到26.5亿美元，隐含25-29年CAGR约为17.5%。椰子水行业增长速度较快，我们判断主要系：近年来中国消费者的健康意识提升，而椰子水天然富含钾、钠等电解质，符合“功能+控糖”的潮流。
- **原料壁垒稳固，保障品质与成本优势。**公司的核心原料主要由控股母公司General Beverage提供，GB 通过其在泰国多年建立的采购网络，统筹从农民到代工厂的整个原液供应链条，确保采购效率与原料质量。目前，为降低对单一采集商的依赖，公司已开始推动第三方一般采集商向代工厂直接供货，计划2025年实现第三方一般采集商供应比例达35%，2027年超过50%，增强供应弹性与议价力。
- **委外代工&分销提升公司运营效率。**公司采取极致轻资产模式，生产由10-12家泰国代工厂完成，渠道全部依赖第三方分销，2023年仅46名员工实现近10亿元营收，运营效率显著领先同行。生产方面，我们认为委外代工模式主要给公司带来以下好处：1）避免工厂、设备等固定资产投资，减少折旧给公司带来的压力；2）提升公司的柔性供应能力，可以更快响应不同市场的产品需求。渠道方面，公司采用“双总代”模式，线上由杭州大热负责，线下由广东恒俞承接，2024年前五大分销商贡献营收超97%。截至2024年，活跃分销商数量增长至43家，较2022年增长25%。同时，公司预计2025年起陆续拓展更多渠道商，有望提升渠道渗透率与终端覆盖力，助力销售持续增长。
- **爆品打造能力强，品牌影响力持续提升。**IFBH通过明星代言（如肖战、赵露思等）+社交媒体联动+跨界联名（如泡泡玛特）打造出if椰子水等现象级爆款，成功吸引年轻一代消费群体。品牌运营聚焦“泰式风味”与视觉设计，调性年轻鲜明，线上种草与线下渗透协同发力，多元化新品有望逐步贡献增量。
- **风险提示：**供应链过于集中，产品结构过于集中，中高端品牌定位仍在构建。

目录

SCS HK research

1. 公司发展：从代工到品牌进化，奠定行业领先地位
2. 财务亮点：轻资产高效率，盈利能力持续增强
3. 赛道趋势：椰子水饮料高速增长，健康消费推动需求扩容
4. 竞争优势：原料绑定+渠道协同，构筑中高端市场壁垒
5. 风险提示

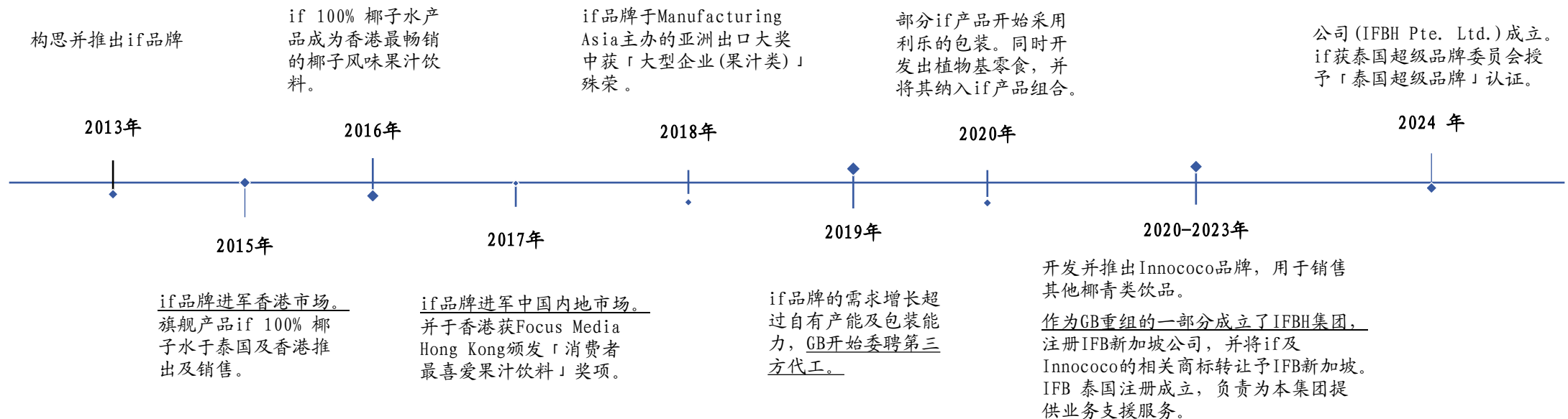




1.1 创立背景：从General Beverage到IFBH的品牌演进

- **品牌起源：**IFBH Limited 是一家专注于天然健康饮品的公司，旗下核心品牌if创立于2013年，自成立以来一直由控股母公司General Beverage (GB) 进行运营管理，并依托泰国天然椰子水原料在国际市场崭露头角。2022年，GB进行业务重组，将国际饮品业务（包括if品牌与新推出的Innococo品牌）从其他业务线中剥离，设立专注品牌经营的独立公司 IFBH Limited，进一步聚焦品牌营销与市场拓展，提升运营效率。其中，if 聚焦以椰子水为主的天然健康泰式饮品，注重口味多样化设计；Innococo 提供运动饮料的健康替代方案。
- **业务拓展：**公司业务从泰国起步，逐步拓展至中国内地、中国香港及全球其他地区，凭借独特的泰式风味和健康理念，赢得了广泛的消费者青睐。截至2024年，公司年收入达1.58亿美元，同比增长80.3%，其中92.4%的收入来自中国内地市场，4.6%来自香港市场，其余3%来自包括新加坡、台湾、泰国、美国等在内的其他地区。公司核心市场为大中华区，if品牌在椰子水产品类中具备领先优势，24年市占率达到27.9%，且仍然是增长最快的细分品牌之一。

图：IFBH公司发展历程





1.2 主营业务：双品牌协同发力，椰子水产品类成为核心增长引擎

- **椰子水成公司增长核心。** IFBH通过if与Innococo双品牌布局以椰子水为主的天然健康饮品市场，2024年椰子水产品类营收达1.51亿美元，同比增长83.7%，营收占比高达95.6%，是公司营收贡献的绝对主力。
- **旗舰品牌if主打天然健康椰子水。** 聚焦“健康、天然、无糖”定位，专注100%椰子水及风味延展，满足日常补水与尝鲜需求。2024年if品牌收入达1.31亿美元，同比增长77%，是推动公司整体增长的主引擎。
- **副品牌Innococo切入功能饮市场。** 在椰子水的基础上，Innococo进一步聚焦电解质补水与轻运动场景，契合全球健康消费趋势，广受年轻人欢迎。2024年Innococo品牌实现营收2,624万美元，同比增长109%。

表：公司两大品牌基本情况

品牌	核心品类	主要产品	产品示例	价格带 (美元)	2024年营收 (百万美元)	2024年营收YoY (%)	2024年毛利率 (%)	中国内地市占率 (%)
if	椰子水饮料	100%天然椰子水、 Namhom椰子水、气泡椰子水、椰子水（含椰肉）		0.85-2.99	131.3	77%	36.6%	27.9%
	其他饮料	泰式奶茶、白提子汁芦荟饮品、荔枝汁饮品、蜜桃汁饮品、菊花茶饮品		0.70-2.32				
	植物基零食	香脆椰子卷、藜麦脆片、香蕉干		2.00-2.70				
Innococo	椰子水饮料	100%天然椰子水、气泡椰子水		0.85-2.99	26.2	109%	37.4%	6.0%

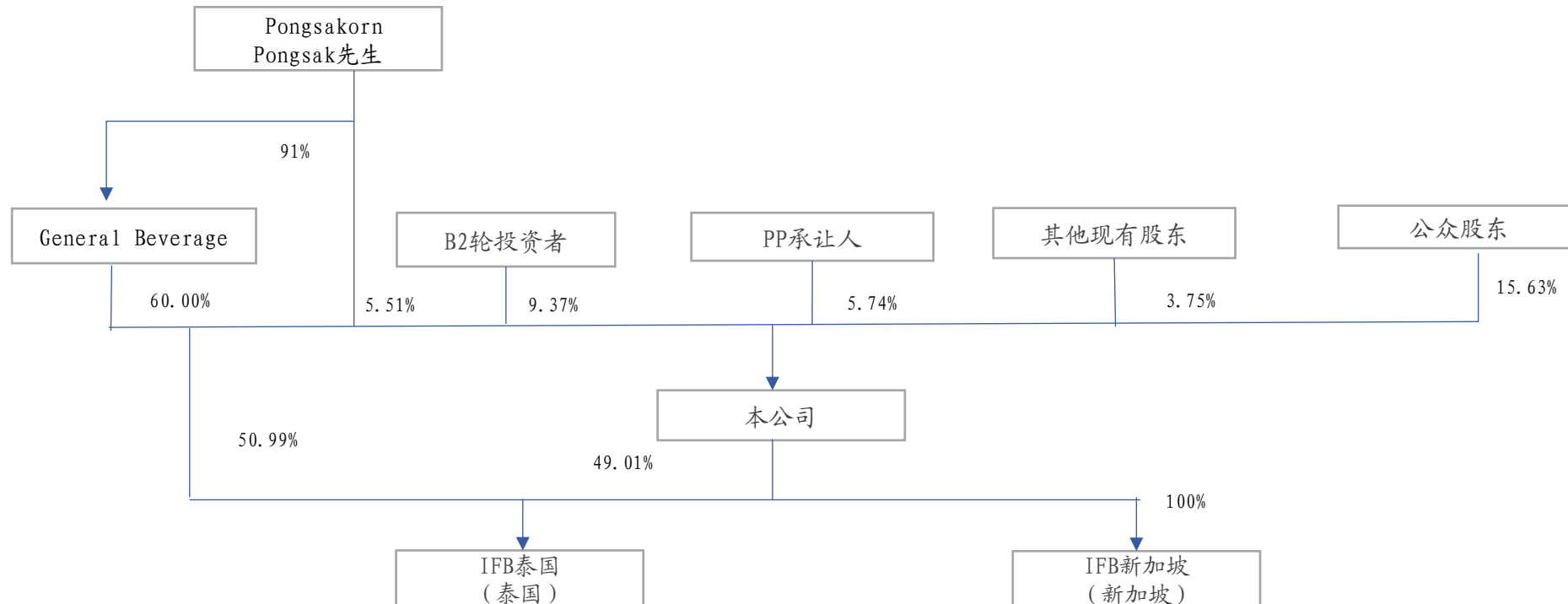
注：各产品价格带以300-350毫升的瓶装产品为参考



1.3 股权结构：创始人高度控股，持股结构稳定

- IPO 前控股结构集中，实控人合计持股达 77.64%。创始人 Pongsakorn Pongsak 先生通过直接和间接方式合计控制 IFBH Limited 77.64% 的股份，其中通过其控制的 General Beverage (IFBH 的原料供应商及控股股东) 间接持股 71.11%，直接持股 6.53%。
- IPO 后控制权仍稳定，Pongsakorn Pongsak 先生持股保持主导地位。全球发售完成后（不考虑激励计划稀释因素），General Beverage 持股比例降至约 60.00%，Pongsakorn Pongsak 直接与间接合计持股比例超过 60%，其中直接持股约 5.51%。
- 管理层治理结构紧密，与业务高度绑定。Pongsakorn 先生不仅是IFBH创始人，也是General Beverage创办人和主要股东，且多位IFBH核心管理层（如商务总监、财务总监、运营总监）均为General Beverage原核心成员，拥有长期饮品OEM与出口管理经验，有助于在股权、运营与供应链层面保持高度一致性与执行力。

图：IFBH股权结构图 (紧随全球发售完成后，假设概无因行使 2025 年股份激励计划项下的奖励而发行股份)

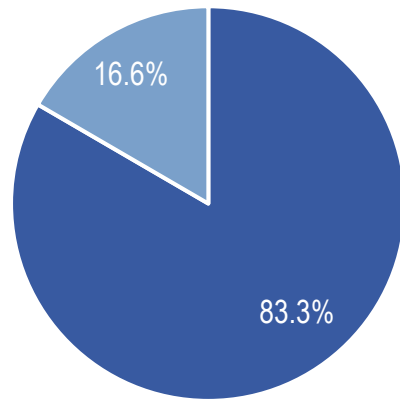




2.1 营收分析：核心品牌与主力市场共同驱动增长

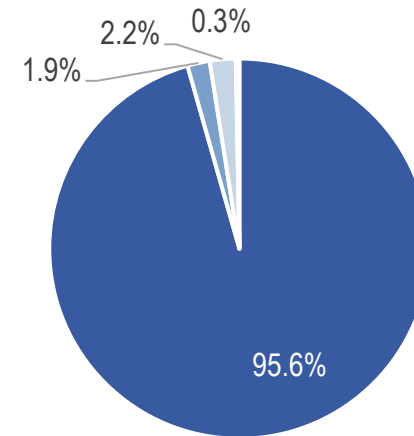
- **按品牌拆分来看：**IFBH旗下核心品牌 **if** 依旧是营收主力。2024年if品牌实现收入约1.31亿美元，同比增长76.2%，在总营收中占比约为83.3%。if品牌收入同比增长显著，我们判断主要系受益于：1）品牌在中国大陆市场的深度铺货；2）消费者对天然泰式饮品的接受度提升。子品牌Innococo同期收入达2,624万美元，同比增长107.9%，实现倍增，尽管当前规模仍然较小，占总营收比重约17%，但Innococo有效补足了旗舰品牌if在电解质补水与功能性饮品场景中的产品空白，契合年轻消费者对健康与运动场景饮品的需求，增长潜力较高。
- **按产品拆分来看：**公司产品结构稳定，以椰子水为核心业务。2024年椰子水类产品实现收入超1.5亿美元，占总收入的比重为95.6%，较2023年的93.8%有进一步提升，显示其在整体产品体系中的主导地位。公司通过强化泰国香水椰原料优势与稳定的代工渠道，确保该品类在品质与成本控制上具备竞争力，是驱动整体增长的核心动力。
- **按地区拆分来看：**中国大陆仍是公司最重要的市场。2024年公司在中国大陆市场实现营收约1.46亿美元，同比增长82.3%，占总收入的比重为92.4%。我们判断该地区强劲的销售增长与渠道拓展密切相关：一方面电商平台持续放量，另一方面线下分销网络也日渐完善，覆盖广度与深度同步提升。2024年香港市场实现营收720.2万美元，同比增长46%，占总收入的比重为4.6%，已展现出一定的品牌基础与消费渗透能力。相比之下，其他国际市场收入占比较小，仍处于业务初期拓展阶段。

图：IFBH 2024年分品牌收入占比情况



■ if ■ Innococo

图：IFBH 产品收入占比



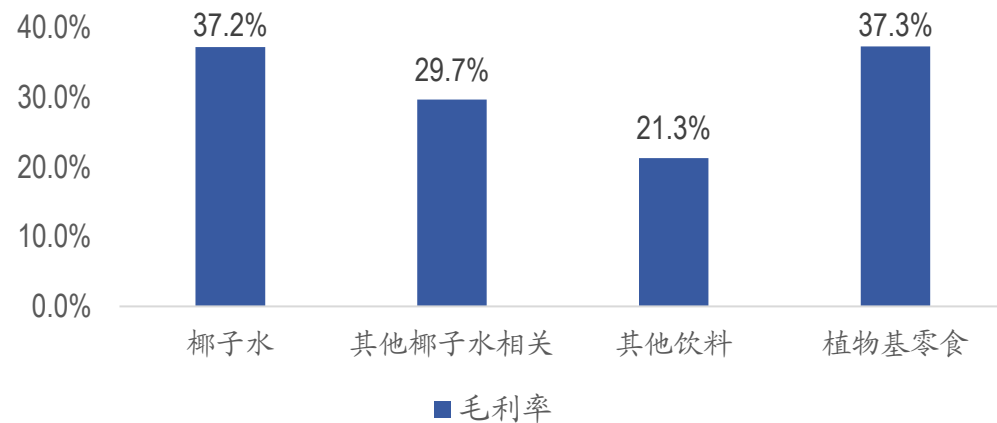
■ 椰子水 ■ 其他椰子水相关产品 ■ 其他饮料 ■ 植物基零食



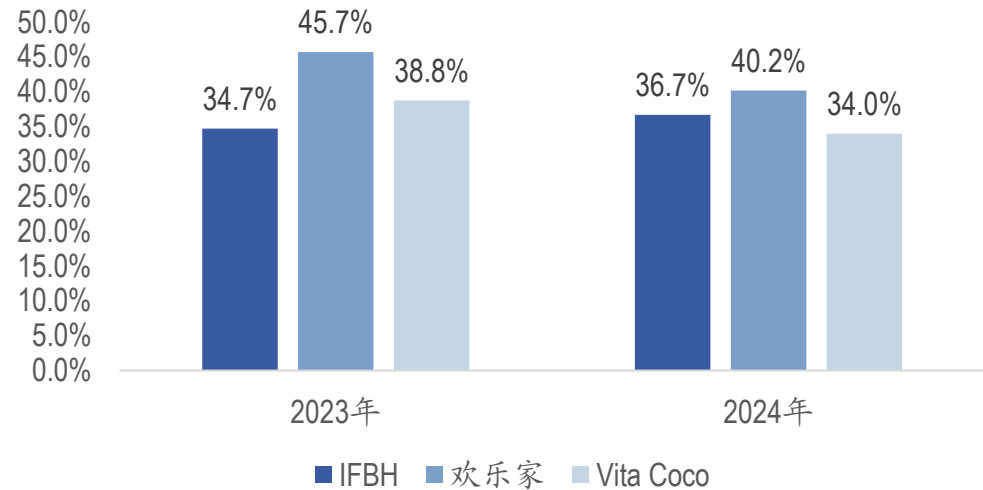
2.2 毛利率稳步提升：高毛利产品占比提升，泰铢贬值缓解成本压力

- IFBH 整体盈利能力持续增强，毛利率稳步提升。2023/2024年公司毛利率分别为34.7%/36.7%，同比提升2.0pct。2024年上半年泰国出现极端高温天气，原材料成本大幅上涨，但公司毛利率仍然同比增长，我们判断主要系：1）高毛利率椰子水的营收占比同比提升1.8pct至95.6%，带动整体毛利率上行；2）泰铢贬值部分抵消了原材料成本上升对利润的影响；3）公司提升部分产品售价，将部分成本压力转移至终端消费者。
- IFBH品牌定位清晰，上下游议价能力较强。2024年受到椰子等原料成本普遍上涨的影响，Vita Coco、欢乐家等品牌毛利率承压下滑，而IFBH逆势实现毛利率上行，我们判断主要得益于品牌定位中高端，目标客户群体消费能力较强，公司有一定提价空间。IFBH毛利率高于Vita Coco，我们判断主要系Vita Coco运输成本较高；IFBH毛利率低于欢乐家，主要系欢乐家主打低成本糖椰乳，产品定位有所不同。

图：2024年 IFBH产品毛利率概况



图：2023-2024年主要品牌毛利率对比，IFBH保持稳健表现

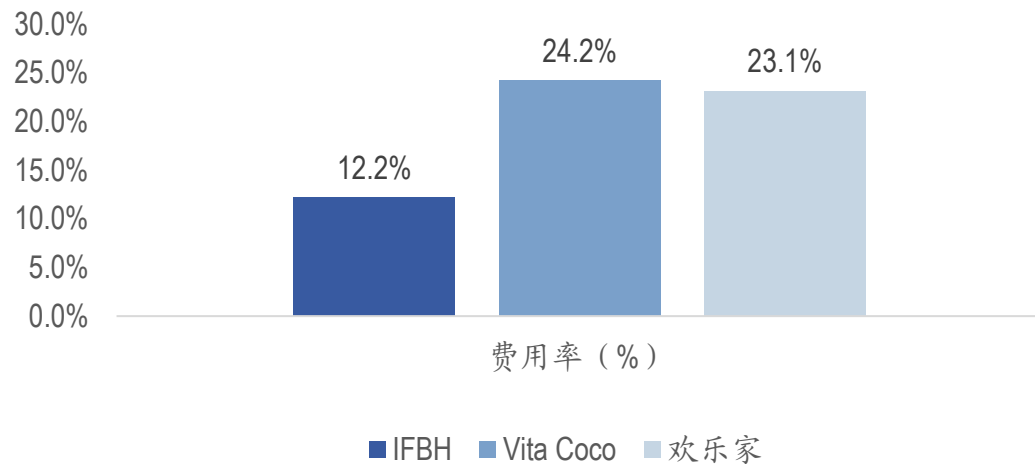




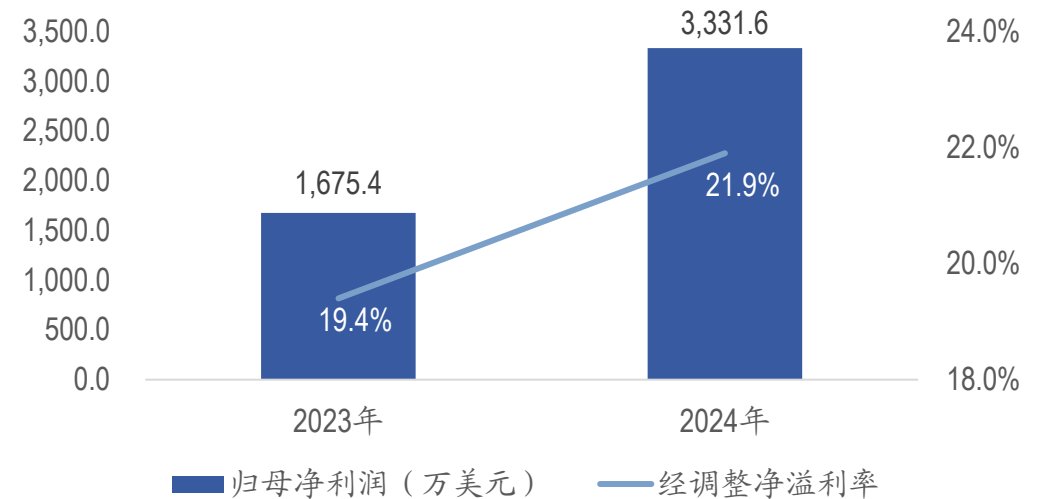
2.3 净利润增长：同比提升近一倍，盈利能力持续增强

- **净利润大幅增长，盈利能力显著增强。**IFBH 归母净利润由 2023 年的 1,675.4 万美元增长至 2024 年的 3,331.6 万美元，同比大幅增长 98.85%，带动归母净利率从 2023 年的 19.2% 提升至 2024 年的 21.1%，同比提升1.9pct，提升幅度与毛利率基本保持一致，体现出公司费用控制能力较强。
- **运营费用控制良好，轻资产优势显现。**2024 年期间费用合计占营收的比重约为 11%（销售 3.4%、营销 4.7%、行政 3.1%），显著低于 Vita Coco、欢乐家等传统饮料公司。我们判断主要系：1）公司采用轻资产运营模式，将制造与仓储环节外包，减少固定资产投入；2）公司同时通过电商为主、集中客户的大客户策略，结合小而精的团队配置，有效压缩人力与渠道成本，从而降低其期间的费用支出。

图：IFBH 费用率优势显著



图：归母净利润大幅增长 98.85%，盈利能力显著增强

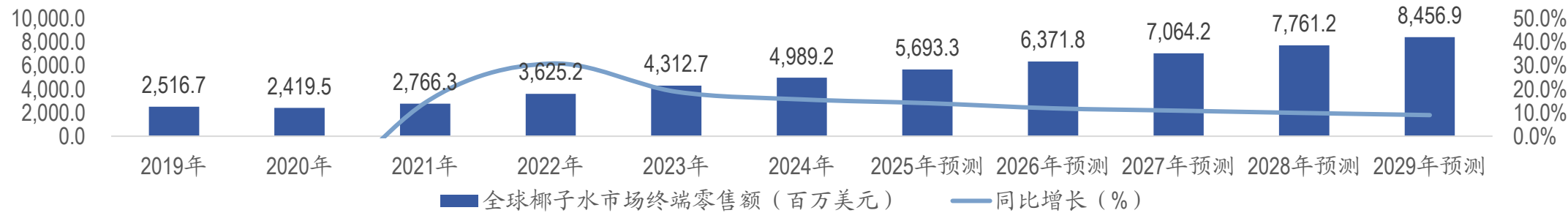




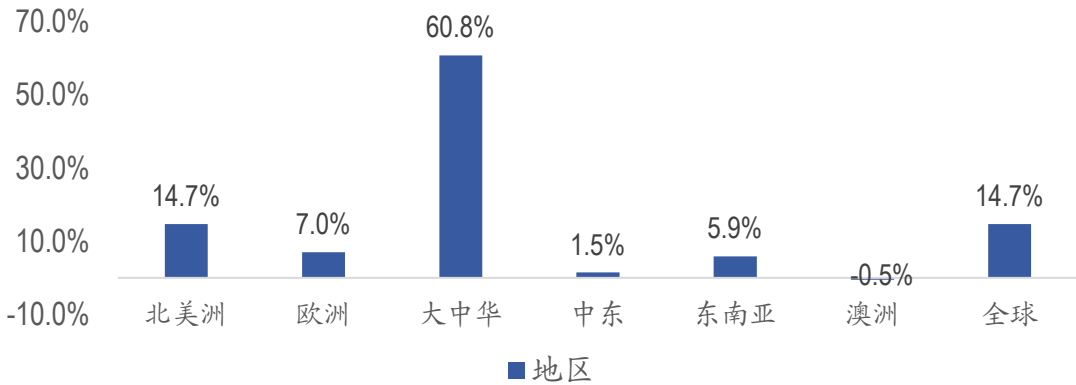
3.1 市场空间：全球椰子水高景气延续，中国市场成长空间广阔

- **全球椰子水市场持续扩容，健康消费驱动长期增长。**2019 年至 2024 年，全球椰子水饮料行业呈现稳健增长，市场规模由 2,516.7 百万美元增长至 4,989.2 百万美元，年复合增长率达到 14.7%。根据灼识咨询预测，未来五年全球市场将继续扩容，2024-2029 年预计将以 11.1% 的年复合增速增长，至 2029 年达到 8,456.9 百万美元。
- **中国市场增速领跑全球，消费潜力持续释放。**大中华区为全球椰子水增长最快的市场，2019-2024 年终端销售额年复合增长率高达 60.8%，远超全球平均水平。2025 年区域市场规模预计将达 13.93 亿美元，到 2029 年有望突破 26.51 亿美元。预计2027 年中国市场将超越北美，成为全球最大椰子水消费市场，带动全产业链升级。
- **消费者健康意识提升催化需求爆发。**中国消费者健康意识跃升，椰子水定位匹配“功能+控糖”潮流。椰子水天然富含钾、钠等电解质，兼具运动补水与饮食控糖需求，成为碳酸饮料和含糖果汁的替代品，受到城市白领、运动人群和母婴市场青睐。2024 年椰子水饮品占中国果汁饮料市场份额为 5.6%，预计 2029 年将提升至 10.4%。

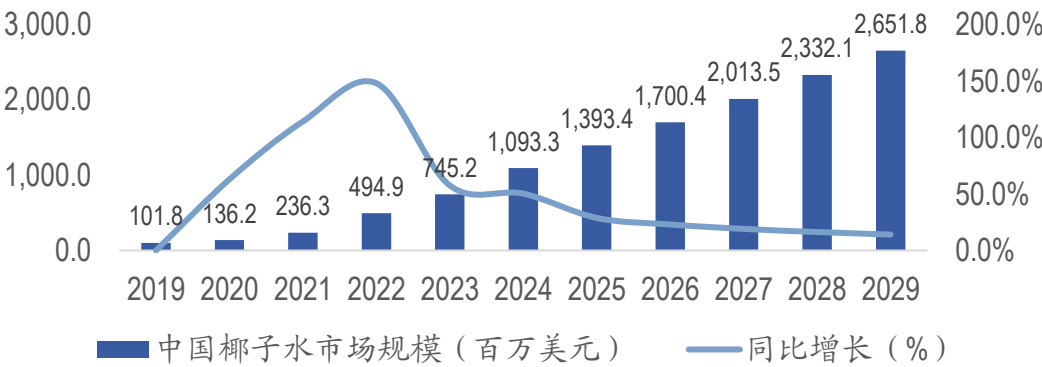
图：全球椰子水市场规模预测



图：2019-2024年大中华区是全球椰子水饮料行业增速最快的区域市场



图：2019-2024年大中华区是全球椰子水饮料行业增速最快的区域市场





3.2 竞争格局：竞争加剧、价格内卷，预计头部集中趋势将加快

- **全球市场集中度低，CR5合计不足30%。**全球椰子水行业仍处于发展早期，品牌众多、集中度较低。2023年全球椰子水行业CR5不足30%，其余70%的份额多为区域品牌及私人品牌，竞争格局较为分散，市场仍存在品牌整合与集中潜力。
- **中国市场竞争加剧，白牌冲击引发价格战。**随着消费趋势向健康功能型饮品倾斜，椰子水成为热点赛道，吸引大量玩家入场。2023-2024年品牌数量由32个跃升至50余个，涵盖传统饮料巨头（如椰树、统一、娃哈哈）、零售渠道自有品牌（如盒马、叮咚买菜）以及互联网新锐品牌（如轻上、每日椰）。竞争加剧的背景下，椰子水终端均价持续下探，2023年初椰子水均价为¥1.91/100ml，2024年初已降至¥1.46/100ml，跌幅达23.5%。

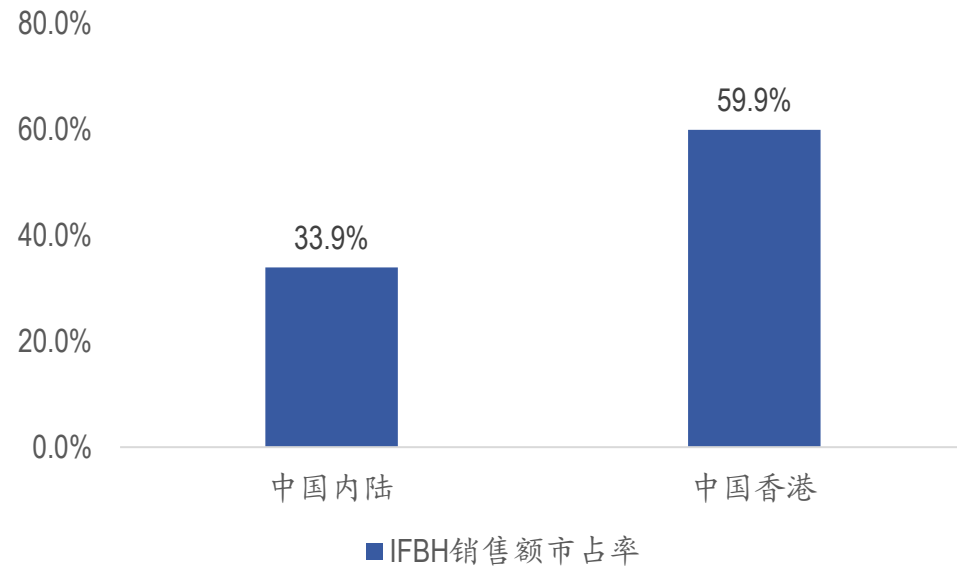
品牌	渠道模式	市占率（估算）	优势分析
IFBH（if, Innococo）	双代理制（杭州大热电子商务有限公司+广东恒俞食品贸易有限公司），电商自营有一定渗透	34%（中国内地），60%（香港）	执行高效、成本可控，品牌营销突出，溢价能力强，但渠道集中，抗风险能力相对较弱
Vita Coco	多分销商 + 进口商 + 商超 + 电商	46%（美国）	全球资源，产品标准化强，渠道广但管理复杂，缺乏本土化内容，品牌认知感较弱
椰树	自建渠道 + 传统商超 + 二批渠道	≈ 5 - 7%	历史品牌，线下渗透强，但缺乏现代内容营销，消费者年龄层偏大
轻上（椰泰）	工厂直营 + 本地经销商 + 电商 + 商超渗透	≈ 8%	覆盖广、铺市能力强，价格段优势明显，但品牌力弱，难打动一线城市中高端人群
欢乐家	外资渠道/商超为主	<1%	全球品牌背书，但Zico在中国投入有限，渠道缺位严重



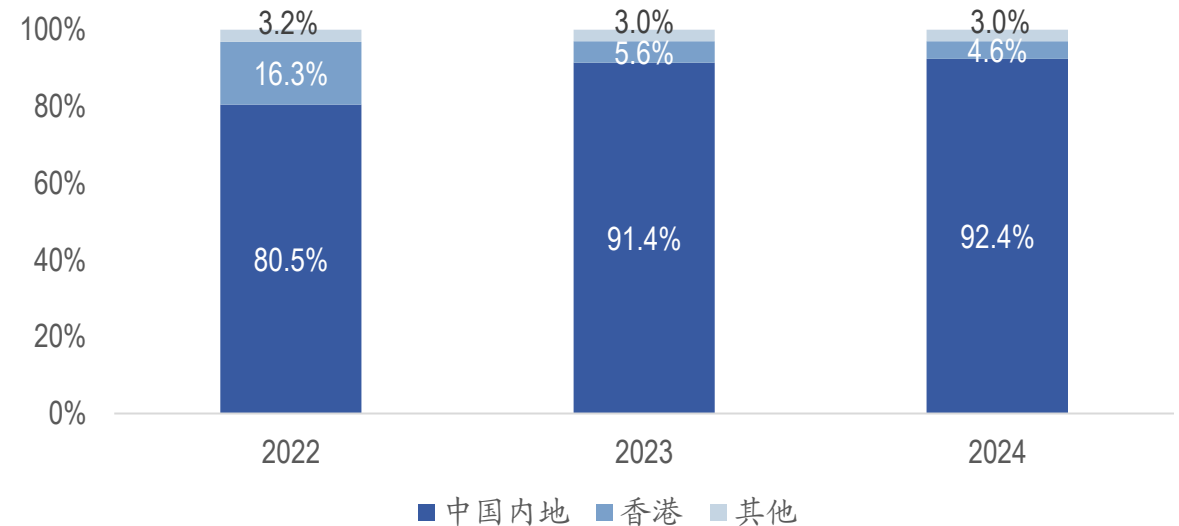
3.2 竞争格局：竞争加剧、价格内卷，预计头部集中趋势将加快

- 行业缺乏统一定义，“100%椰子水”标准模糊，低浓度勾兑产品充斥市场。由于早期国家标准缺失，部分品牌通过添加糖或勾兑浓缩液等方式打“健康”标签，导致市场混乱、产品质量良莠不齐，消费者辨识难度大。
- 或出台行业标准，系统规范产业链全流程。据渠道调研，椰子水相关行业将逐步建立相关标准体系，预计将从原料、加工、流通等环节推动产业链系统化规范，为椰子水产品设定统一标准。标准一旦落地，产品门槛和行业透明度将有所提升，品质较差的小品牌将逐步出清，推动市场份额向拥有稳定原料供应、品牌认知和渠道优势的头部企业集中。
- IFBH市占率领先，行业规范化红利有望推动其内地市占率进一步提升。IFBH连续五年位居中国市场份额第一，2024年在中国内地的市占率达到33.9%。相比之下，国际龙头Vita Coco在美国的市占率超45%，IFBH在内地的占有率仍有较大提升空间。考虑到IFBH在国内市场已有一定的品牌基础，先发优势明显，我们认为IFBH有望充分受益于“椰子水”产品标准日益明确带来的红利。

图：IFBH 市占率优势突出，香港领先、内地提升空间大



图：2022-2024年 IFBH 各地区市场营收结构占比

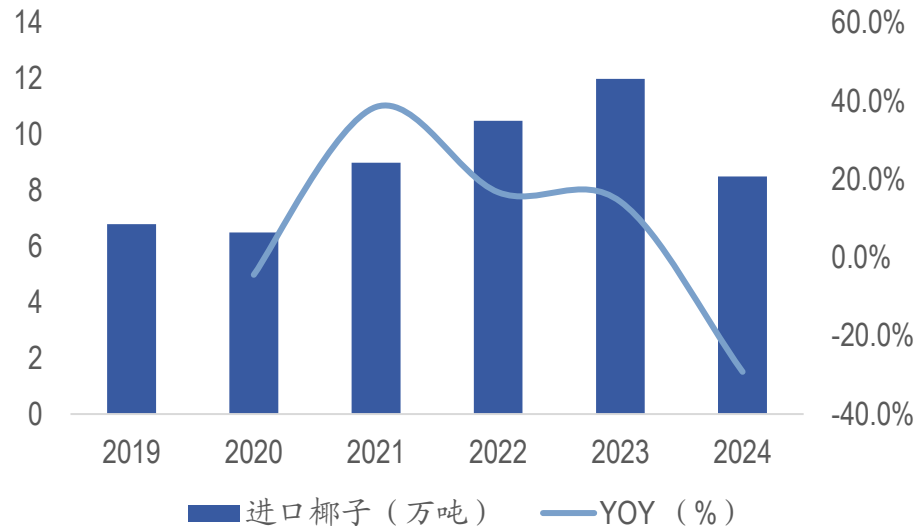




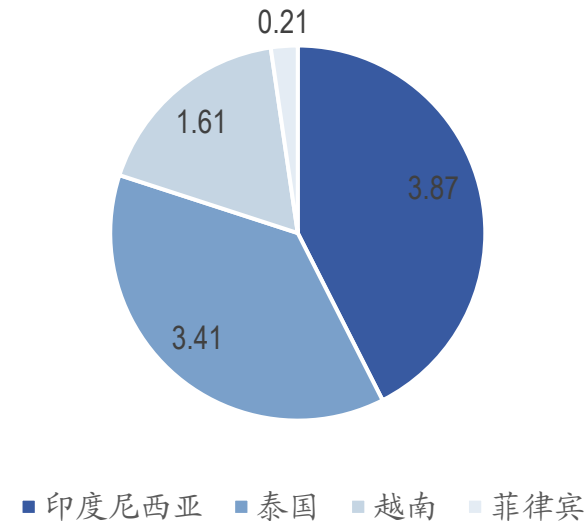
4.1 原料优势： IFBH绑定核心上游资源， 香水椰获取壁垒高

- 香水椰为优质稀缺品类，主要种植于泰国。菲律宾、印尼及泰国为全球椰子水主产地，其中泰国“香水椰”以风味纯正著称，成为中国市场的主要原料。据渠道调研，2023年中国椰子水原料进口中，约70%来自泰国，高于印尼、越南等地。
- IFBH锁定香水椰稀缺资源，筑起产品风味壁垒。IFBH 长期稳定采购泰国香水椰，该品种在风味上具备“甜度高、酸度低、后味干净”的感官优势，区别于行业内常见的越南老椰或印尼椰青。香水椰资源稀缺性天然构成供应端壁垒，形成 IFBH 产品在品质与价格上的核心议价支撑。

图：2019-2024年中国椰子进口量及增速



图：2024年中国椰子进口来源国结构（万吨）

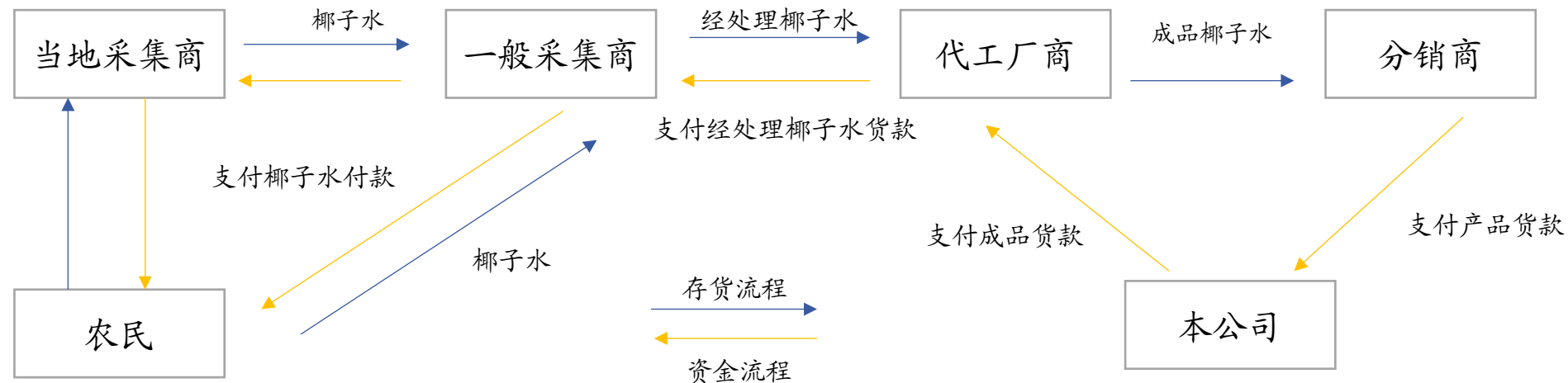




4.1 原料优势：IFBH绑定核心上游资源，香水椰获取壁垒高

- **核心股东 General Beverage是集采购、加工于一体的关键原液供应商。** IFBH 的核心原料供应由控股母公司 General Beverage (GB) 提供, GB 通过其在泰国多年建立的采购网络, 统筹从农民到代工厂的整个原液供应链条, 确保采购效率与原料质量。 IFBH 不直接采购椰农原料, 而是通过 GB 委托当地主采集商 (集采站) 收购椰子水, 由一般采购商负责初步处理与分拣, 再统一送往指定代工厂灌装与加工, 最终产品由代工厂交付给IFBH公司。 IFBH会定期向一般采购商下达采购指令, 指定其对接特定农民与采集点, 并监督各环节质量标准的执行, 以提升采购稳定性与成本控制能力。
- **与核心采集商协议约束确保“独占供应”。** IFBH 已与核心采集商GB (也是公司的控股母公司) 签署排他协议, 规定未经本集团书面同意, GB 及其关联方不得为其他第三方生产或提供椰子水原料或类似产品, 也不得向集团客户销售产品, 确保核心椰子资源的独占控制与品牌屏障。
- **加速引入第三方独立采集商, 降低对 GB 的依赖度。** 自 2025 年起, IFBH 已正式指定一间具备加工能力的独立采集商, 直接向代工厂供货, 预计全年可承担约 15% 的原料需求。公司已明确提出: 计划至 2025 年底, 三家独立第三方采集商合计承担原料供给比例提升至约 35%; 并力争至 2027 年前, 将 General Beverage 的供货比例进一步降至总需求量的 50% 以下。

图: IFBH 椰子水采购及资金流路径概览





4.2 轻资产运营模式：委外代工+按需生产

- IFBH采用轻资产运营模式，核心生产环节通过委外代工完成。我们认为委外代工模式主要给公司带来以下好处：1) 帮助公司避免高昂的固定资产投资（如工厂、设备等），减少折旧等固定成本给公司带来的压力，带动公司的盈利能力保持在较高水平；2) 提升公司的柔性供应能力，让公司可以更快速地响应不同市场与渠道的产品需求，更好地抓住市场拓展的机会。
- 主要代工厂集中于泰国，具备长期稳定合作机制：截至2024年，IFBH已与10-12家代工商建立合作关系，其中5家为核心合作方，均为泰国本地成熟的饮料制造商。前三大供应商合计占比超70%，其中两家分别自2020/2022年起合作，合作关系稳定。代工服务主要包括椰子水的制造、灌装和包装，部分合作方还提供椰青采购与预处理服务。此外，公司已与主要原料采购方General Beverage签署为期五年的长期采购协议（有效期至2027年底），进一步保障核心原料供应的稳定性与成本可控性。

供应商	地点	所提供的服务	交易金额（以千美元计）	占购买金额的百分比（%）	业务关系年期	背景说明
供应商 A	泰国	代工服务	33,216	33.0	自 2020 年	代工厂商，提供饮料制造及包装服务；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	泰国	代工服务	21,896	21.8	自 2022 年	代工厂商，提供饮料制造及包装服务；于泰国上市
General Beverage	泰国	代工服务	18,073	18.0	未披露	泰国食品及饮料制造商及分销商
供应商 C	泰国	代工服务	15,576	15.5	自 2023 年	代工厂商，提供饮料制造及包装服务；于泰国上市
供应商 D	泰国	代工服务	8,611	8.6	自 2021 年	代工厂商，提供饮料制造及包装服务



4.2 轻资产运营模式：核心渠道依赖头部分销商，提高运营效率

- 公司不直接对终端销售，所有产品销售均依赖第三方分销合作伙伴完成。公司与分销商通过“协同式合作模式”协作，分销商除承担销售职能外，还深度参与市场推广、产品陈列、上新节奏、库存管理等事项。
- 渠道集中度高，头部客户贡献超九成营收。公司前五大客户贡献97.6%的收入，单一最大客户占比接近47%，渠道依赖度较高，合作深度较强。截至2024年，IFBH的活跃分销商数增至43家，较2022年增长约26%，分销网络逐步扩展。公司将重点考虑能覆盖核心消费场景的渠道型分销商，如拥有大型社交、电商、便利零售等平台的商业集团。目前IFBH已识别若干新增分销商，预计2025年后将陆续开展合作，提升渠道渗透能力。
- 公司通过长期协议绑定与动态评估机制，建立起灵活且具适应性的分销合作模式。IFBH与分销商初始合作周期通常为3-5年，期间公司每年按销售达成、回款、库存周转等标准进行考核。若表现良好可续签 1-2 年，未达预期则终止合作或调整合作模式，保障整体渠道效率与健康度。
- IFBH在中国大陆采用“双总代”模式。IFBH在中国的分销结构高度集中，将渠道交由杭州大热电子商务有限公司与广东恒俞食品两大分销商负责，其中线下主要由“广东恒俞”承接，负责全国线下零售及商超渠道；线上则由“杭州大热”主导，聚焦京东、天猫、抖音等电商渠道的品牌旗舰店运营。

客户	地点	交易金额（千美元）	占销售额百分比（%）	业务关系年期	背景说明
客户 A	中国	74,089	47.0	自 2018 年	成立于2011年，总部位于中国浙江，专注于线上运营的食品与饮料进口公司
客户 B	中国	44,798	28.4	自 2020 年	成立于2011年，总部位于中国广东，专注于来自全球各地饮品及零食的进口公司
客户 C	中国	26,769	17.0	自 2021 年	成立于2020年，总部位于中国广东，从事食品与饮料的进口和物流服务
客户 D	香港	7,061	4.5	自 2015 年	成立于1973年，专注于销售饮料、果汁和食品的分销公司
客户 E	新加坡	1,218	0.8	自 2015 年	东南亚地区专营快消品（主要为饮料和食品）的进口公司、零售商和批发商

项目	2022年	2023年	2024年
期初活跃分销商数目	27	34	36
新增分销商数目	9	15	13
再次活跃分销商数目	—	1	4
不活跃分销商数目	(2)	(14)	(10)
期末活跃分销商数目	34	36	43



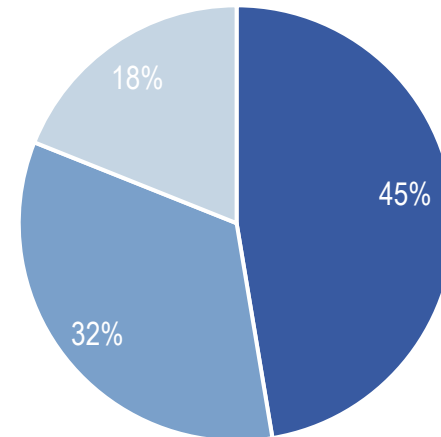
4.3 品牌认知：明星代言与社交渠道提升品牌调性

- **品牌由公司主导建设。**公司主要负责品牌建设、广告预算投放及传播节奏把控，分销商则专注销售及终端物流管理，职责分工较为明确。2024年公司广告支出达556.4万美元，占整体销售费用的44%，公司对品牌宣传的重视程度较高，且我们预计公司未来仍将持续加码品牌形象建设，以进一步提升if在国内的渗透率。
- **明星营销塑造品牌调性。**2023-2024年分别签约肖战与赵露思为全球代言人，覆盖全性别粉丝圈层，形成情感绑定和高忠诚度，强化了“潮流+健康”的品牌形象。
- **内容营销多元化。**推出无人机灯光秀、与泡泡玛特、瑞幸、Lady M等品牌联名，快速出圈，形成社交平台二次传播，提升品牌“话题性”与记忆点。线上通过抖音、微博、小红书实现KOL种草与粉丝自传播，线下通过快闪店、展会提升体验感，完成线上线下闭环式品牌建设。

图：if椰子水通过明星代言构建“健康+潮流”品牌形象



图：椰子水主要消费人群构成（2024年）



■ 都市白领 ■ 运动补水场景 ■ 母婴群体



风险提示

- **1) 供应链过于集中:** 公司尚未自建产销体系, 核心生产及销售环节均依赖第三方, 如控股股东 General Beverage, 主要分销商杭州大热及广东恒俞。一旦合作出现摩擦或终止, 或因关联交易引发利益冲突, 将对公司产能、安全库存与履约能力构成实质性影响。
- **2) 产品结构过于集中:** 公司目前收入结构高度集中, 2024年椰子水类产品贡献超过95%的收入, 产品多元化程度较弱。若椰子水原料价格剧烈波动、消费者口味偏好转变或政策层面出现限制, 将对公司营收及盈利能力造成显著影响。
- **3) 中高端品牌定位仍在构建:** 椰子水赛道增长迅速、准入门槛较低, 市场进入者众多, 国际品牌 (如 Vita Coco) 加速中国市场布局, 本土品牌 (如轻上、椰泰) 亦通过低价策略与渠道扩张持续竞争。而IFBH 在中高端市场的品牌护城河尚在构建过程中, 若产品与品牌更新迭代速度不及竞品, 长期市占率或将承压。



www.dwzq.com.hk

SCS HK research