

2025 年 07 月 21 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 07 月 21 日
收盘价（港元）		38.85
一年内最高/最低（港元）		48.80/35.00
总市值（百万港元）		103.6
流通市值（百万港元）		103.6
资产负债率（%）		35.13
资料来源：聚源数据		

IFBH (06603. HK)

——椰子水行业高增势能延续，龙头优势助力前行

投资要点：

- **椰子水市场高景气度有望维持，格局仍具较大改善空间。**椰子水饮料作为天然健康饮品，近年来市场规模迅速提升，但规模绝对额也仅 10 亿美元出头，和其他饮料品类规模相比仍较小，渗透率持续提升下预计规模增长具备较强可持续性。由于椰子水产品原材料主要就是椰子水本身，因此产品的原材料属性偏重，竞争环节更靠近上游，短期内行业景气度保持较高水平，吸引众多参与者加入共同培育市场，但同时部分以次充好现象亦对市场秩序产生一定扰动，预计后续在标准逐步设立后，行业格局还将进一步向拥有高品质原料来源和稳定供应链的厂商集中。
- **IFBH 和 General Beverage 深度绑定，供应链稳定。**IFBH 为我国椰子水龙头企业，企业性质更偏向品牌运营公司企业，上市公司体内不包含制造、物流和分销环节，但公司与主要原料供应商兼代工厂 General Beverage 的创始人均为 Pongsakorn Pongsak 先生，两家公司在股权方面深度绑定，为 IFBH 公司构筑起低成本、高可控的供应链体系。General Beverage 作为目前公司最大的椰子水原材料供应商，已在泰国与符合资质的农户及采集商建立起多年良好的合作关系。23 年公司椰子水销量达 0.77 亿升，占预估泰国椰子水产量的 50%以上，核心原材料掌控程度较高。而当前泰国高品质香水椰已被政府列为保护品种，香水椰树苗禁止出口的背景下，IFBH 母公司生产建厂均在泰国且对优质原料的高掌控力所带来的竞争优势显著。
- **IFBH 国内市场依靠代理商经营。**公司 2017 年进入中国内地市场，先后通过包装、渠道和线上直播，实现了消费者认知度的快速提升，将 if 品牌与椰子品类绑定，近年来市场情况已进入良性循环，预计在后续行业景气度维持较高水平，且逐步规范化发展趋势下，公司势能仍可维持高速增长水平。公司国内业务主要依靠 2 家 IF 代理商和 1 家 Innococo 代理商，市场经营集中度较高，需要关注公司后续销售管理模式改革和变化。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 0.43/0.56/0.7 亿美元，同比增速分别为+29.5%/+28.77%/+25.12%。截至 2025 年 7 月 21 日参考同类公司农夫山泉、东鹏饮料以及华润饮料的 2025 年 PE 均值为 27 倍，考虑到公司所处赛道景气度高，且未来业绩增速维持较高水平，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**过度依赖外部资源所产生的风险、原材料价格波动风险、国内市场竞争加剧的风险、跨市场选择可比公司的风险。

盈利预测与估值（美元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	87.44	157.65	204.76	256.48	318.84
同比增长率（%）	—	80.29%	29.88%	25.26%	24.31%
归母净利润（百万美元）	16.75	33.32	43.14	55.56	69.51
同比增长率（%）	—	98.85%	29.50%	28.77%	25.12%
每股收益（美元/股）	0.06	0.12	0.16	0.21	0.26
ROE（%）	176.54%	69.30%	18.92%	19.59%	19.68%
市盈率（P/E）	—	—	30.52	23.70	18.94

资料来源：ifind，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计椰子品类在我国景气度短期内将维持较高水平，而公司作为业内龙头企业，预计未来收入仍可维持双位数增速，延续此前高增态势。我们预计 25-27 年公司收入分别达 2.05/2.56/3.19 亿美元，分别同比+30%/25%/24%。

利润端来看，我们预计费用率水平整体稳定，利润增速趋势预计近似于收入端增速，预计 25-27 年归母净利润分别为 0.43/0.56/0.7 亿美元，同比增速分别为 +29.5%/28.77%/25.12%，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

我国椰子水行业近年来景气度快速提升，公司作为行业龙头企业，品牌先发优势明显，预计后续最受益于行业增长态势，而椰子本身作为一大产品具备较多可衍生的发展方向，如零食、电解质饮料等，预计后续这些品类势能将边际释放。我们预计公司 25-27 年椰子水业务营收增速分别为 31%/26%/25%，其他椰子水相关产品营收增速分别为 7%/3%/2%，其他饮料营收增速分别为 7%/3%/2%，植物基零食营收增速分别为 5%/5%/5%。

投资逻辑要点

我们选取同类饮料企业农夫山泉、华润饮料、东鹏饮料作为可比公司，根据 ifind 一致预期，尽管可比公司 2025 年 PE 均值为 27 倍，但公司相比于可比公司而言业绩增速更高，且考虑到公司所处赛道景气度较高，而公司作为行业龙头，预计未来业绩增速确定性较强。

核心风险提示

过度依赖外部资源所产生的风险、原材料价格波动风险、国内市场竞争加剧的风险、跨市场选择可比公司的风险。

内容目录

1. 椰子水行业高增态势不改	5
1.1. 近年来我国椰子水市场规模持续高增扩大	5
1.2. 椰子水具有运动饮料属性	6
1.3. 椰子可以作为独特风味和添加物形成产品类型产品	7
2. IFBH: 椰子水行业龙头，轻资产绑定上游供应链	7
2.1. 创始人股权集中，General Beverage 为公司第一大股东	8
2.2. 椰子水龙头地位稳固，费用控制整体良好	8
2.3. 产品矩阵完整，营销赋能 if 品牌绑定椰子品类	10
3. 盈利预测与评级	12
3.1. 盈利预测拆分	12
3.2. 相对估值	12
4. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 椰子水产业价值链	5
图表 2: 中国椰子水消费市场增速明显快于世界椰子水市场复合增速	6
图表 3: 2019-2024 年椰子水市场复合增速位列中国软饮料市场第一	6
图表 4: 我国运动饮料市场规模保持较高增速	6
图表 5: 亚洲零食市场规模保持较高增速	7
图表 6: 公司发展历史	8
图表 7: 上市后公司股权结构图	8
图表 8: 公司主要业务收入来源于椰子水	9
图表 9: 公司主要业务收入来源于我国市场	9
图表 10: 2024 年, if 在中国内地市场占有率第一	9
图表 11: 2024 年, if 在香港市场市场占有率第一	9
图表 12: 公司毛利润和毛利率情况	10
图表 13: 公司三费情况	10
图表 14: if 系列	10
图表 15: Innococo 系列	10
图表 16: IFBH 开发的椰子味零食和椰奶饮料	11
图表 17: if 椰子水明星代言人肖战	11
图表 18: 销售费用扩张与收入规模提升相匹配	11
图表 19: 盈利预测拆分表(千美元)	12
图表 20: 可比公司估值表	13

1. 椰子水行业高增态势不改

原料属性较重，使得椰子水产业链中上游重要性较强。椰子水饮料行业的价值链分为上、中、下游，上游包括椰子种植及设备采购，中游专注于加工处理，包括破壳、过滤、巴氏德杀菌、冷却、选择性加入添加剂、灭菌、冷却及包装，以确保产品质量及安全，下游涉及通过传统及现代零售渠道、电子商务平台、餐饮服务及专用网络进行分销。

图表 1：椰子水产业价值链



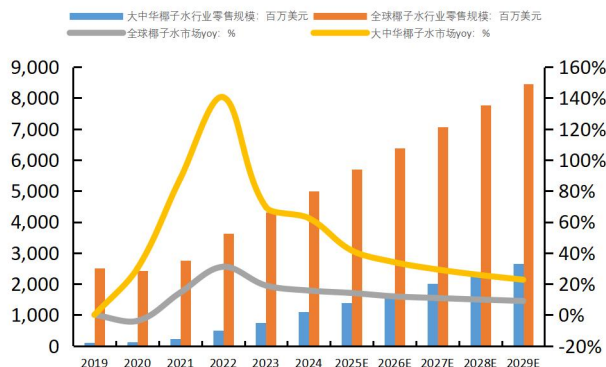
资料来源：招股说明书，灼识咨询，华源证券研究所

1.1. 近年来我国椰子水市场规模持续高增扩大

椰子水市场近年来高速增长，但规模绝对额仍较小。我国椰子水市场规模连年扩大，并保持高增速，是软饮料市场中增长最快的细分品类。2019–2024 年，大中华区椰子水饮料市场规模从 1.02 亿美元增长到 10.93 亿美元，CAGR 达 60.8%。

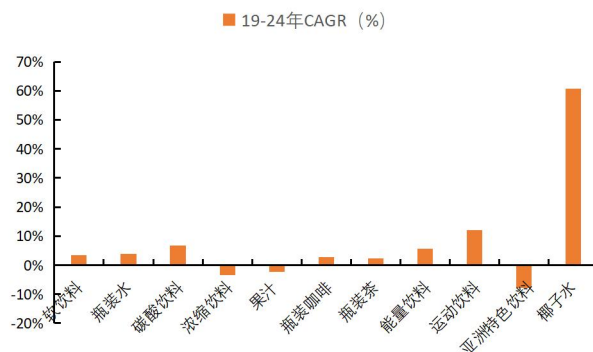
我们认为，椰子水市场能够保持足够高的增速主要系：1）居民消费水平提升，消费需求逐步倾向于多元化、健康化，对高价值产品的接受度提升；2）椰子水产品本身口感好且营养丰富，富含天然电解质和矿物质，适合各类人群饮用，符合当前健康化消费趋势。

图表 2：中国椰子水消费市场增速明显快于世界椰子水市场复合增速



资料来源：招股说明书，灼识咨询，华源证券研究所

图表 3：2019-2024 年椰子水市场复合增速位列中国软饮料市场第一



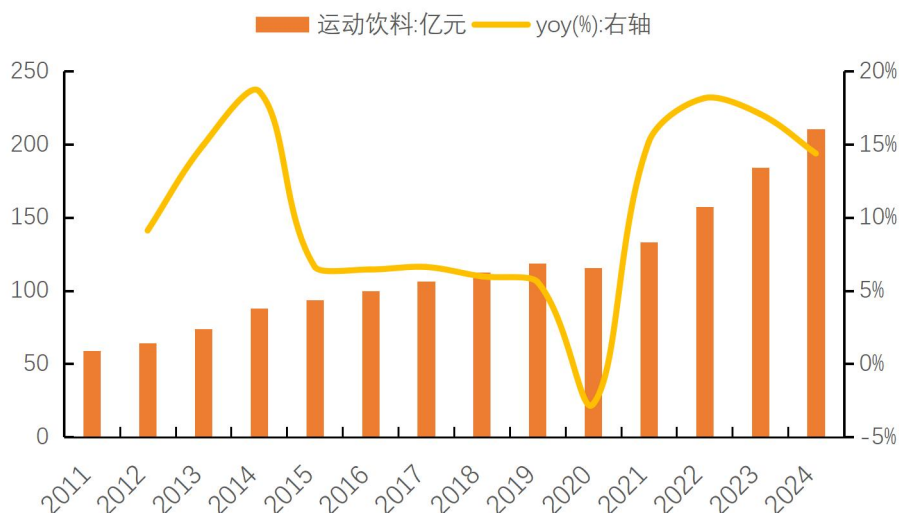
资料来源：欧睿国际，招股说明书，灼识咨询，华源证券研究所

1.2. 椰子水具有运动饮料属性

椰子水富含天然电解质，符合运动饮料属性，有望伴随我国运动饮料行业快速增长打开进一步发展空间。根据灼识咨询的数据，椰子水的当前的消费场景主要为都市白领（45%）、运动人士（32%）、母婴群体（18%），疫后大众对电解质饮料的热情点燃，而椰子水富含天然电解质、低糖低卡，运动饮料属性在消费者认知中不断增强，市场上已经有厂商推出添加电解质的椰子水作为运动饮料，例如菲诺电解质椰子水。

- 我国运动饮料市场规模呈快速扩大趋势，2024 年市场规模达 210.58 亿元，19 到 24 年 CAGR 达 12.1%，明显快于饮料市场其他细分市场，而椰子水作为“天然电解质添加物”预计亦将伴随运动饮料行业规模扩张而进一步打开向上空间。

图表 4：我国运动饮料市场规模保持较高增速

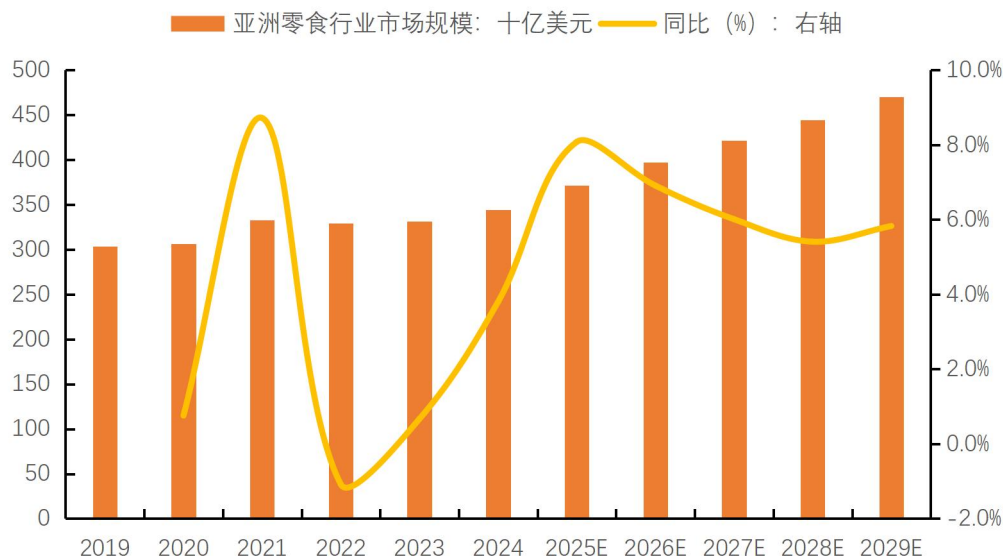


资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

1.3. 椰子可以作为独特风味和添加物形成产品类型产品

椰子作为一种风味添加剂被添加进各种零食、饮品中，头部椰子水厂商尝试涉足椰子风味零食领域，随着零食市场规模的扩大，有望成为新的增长点。根据灼识咨询测算，2024 年到 2029 年，亚洲零食市场规模预计将从 3441 亿美元增长到 4702 亿美元，CAGR 达 6.44%，行业内部分椰子水生产企业已开始利用自身优势布局相关赛道，例如 IFBH 产品矩阵中已经包含植物基零食和其他椰子饮料，2024 年分别实现销售 39.9/308.5 万美元。

图表 5：亚洲零食市场规模保持较高增速



资料来源：招股说明书，灼识咨询，华源证券研究所

2. IFBH：椰子水行业龙头，轻资产绑定上游供应链

IFBH 脱胎于 General Beverage，致力为消费者打造泰式风味新鲜饮品。2015 年公司首先进军香港市场，并在 2016 年成为香港市场最畅销的椰子风味果汁饮料，随后于 2017 年进军中国内地市场，快速占取市场份额，获得成功，此时恰逢内地餐饮消费趋势健康化，椰子水低脂低糖的特点开始吸引消费者，2019 年因销售需求增长，公司开始委聘母公司 General Beverage 以外的第三方代工厂生产 IF 椰子水产品，伴随 2021 年瑞幸生椰拿铁爆火，消费者对椰子品类的认知度迅速提升。

图表 6：公司发展历史



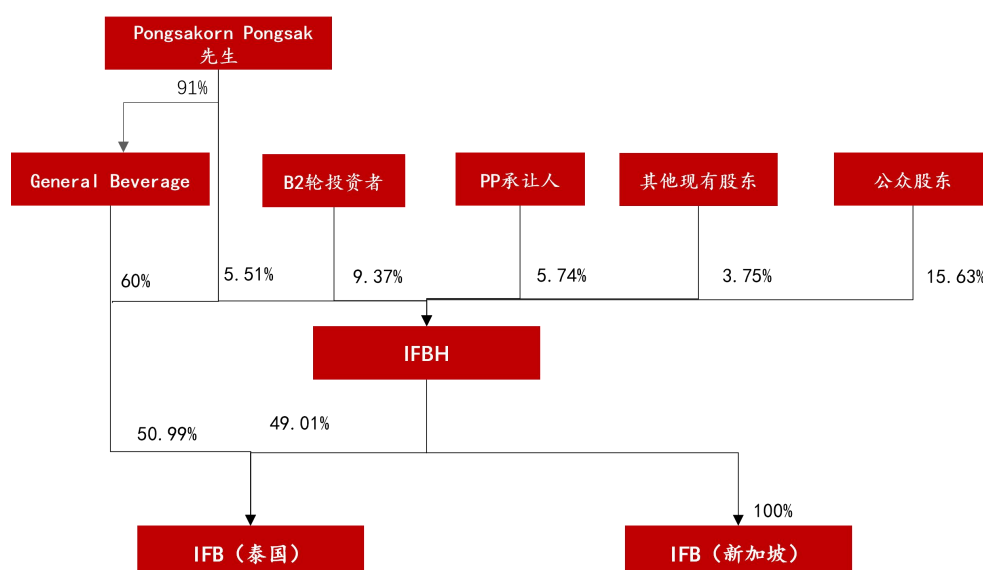
资料来源：招股说明书，华源证券研究所

2.1. 创始人股权集中，General Beverage 为公司第一大股东

公司股权结构稳定，Pongsakorn Pongsak 先生为公司实际第一大股东，其控股的 General Beverage 公司与 IFBH 深度绑定。

- **创始人股权集中，控股股东为 General Beverage。**根据招股说明书，Pongsakorn Pongsak 先生持股 91% 的 General Beverage 公司占公司 60% 股权，为公司第一大股东，同时 Pongsakorn Pongsak 先生还直接持有 IFBH 股份的 5.51%，为公司实控人。
- **IFBH 公司性质更像品牌运营公司。**IFBH 在产业链中更多是位于中游与下游之间，上市公司主体内不包含制造、物流、分销环节，因此在产品加工方面公司主要采用代工模式，IFBH 与主要的原料供应商兼重要代工厂 General Beverage 的创始人均为 Pongsakorn Pongsak 先生，二者在股权方面深度绑定。2025 年，IFBH 与 General Beverage 进一步签订了 3 年代工生产合作协议，确认了长期独家供应合同，形成供应链壁垒。

图表 7：上市后公司股权结构图

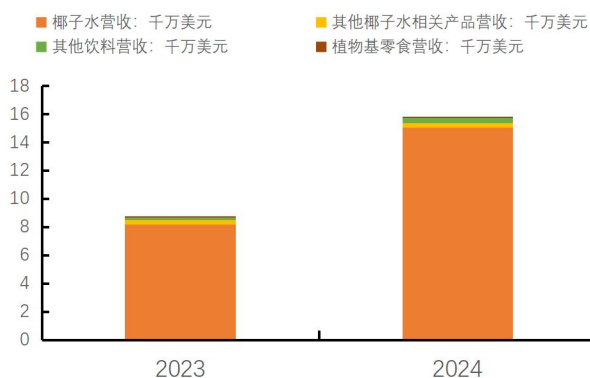


资料来源：招股说明书，华源证券研究所

2.2. 椰子水龙头地位稳固，费用控制整体良好

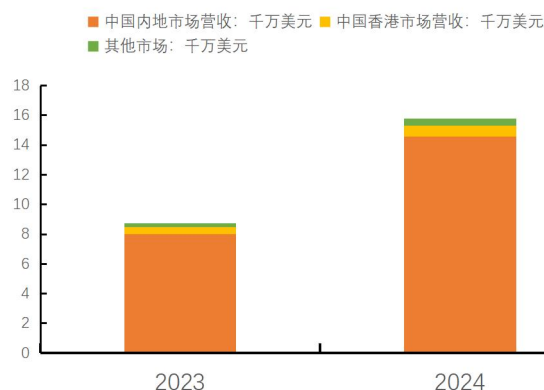
公司主要收入来源于椰子水业务，其他椰子相关产品亦有涉及。公司 24 年营收 1.58 亿美元，同比增长 80%。具体分产品看，椰子水业务为公司主要营收来源，24 年椰子水业务收入占总营收的 95.6%。分地区看，我国为公司主要收入来源，其中内地市场 24 年贡献收入 1.46 亿美元，同比+82.26%，香港市场贡献营收 0.07 亿美元，同比+45.97%，两大市场贡献总体营收的 97%，而其他地区包括新马泰、美国等则合计贡献 0.05 亿美元收入，同比+84.8%。

图表 8：公司主要业务收入来源于椰子水



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

图表 9：公司主要业务收入来源于我国市场

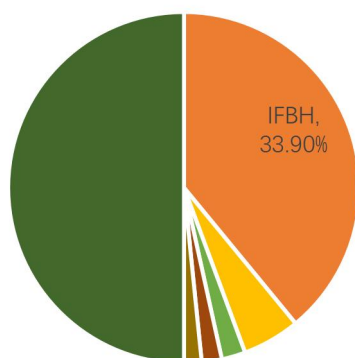


资料来源：招股说明书，华源证券研究所

IFBH 在我国椰子水市场龙头地位稳固，份额是第二名的七倍以上，预计伴随市场教育逐步成熟，集中度可能进一步提升。2024 年，IFBH 在我国内地和香港市场，市占率分别达到 33.9%/59.9%，份额是第二名的七倍以上。

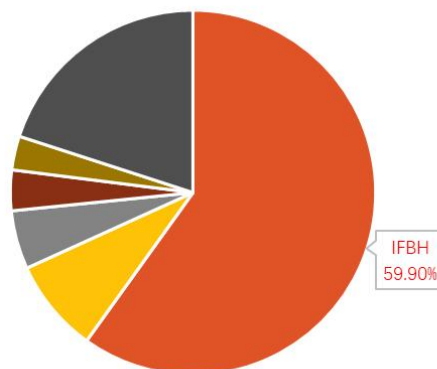
- 内地市场中 IFBH 为市场开拓者，存在先发优势，而 IFBH 进入香港的第二年，就成为了香港椰子水市场占有率第一的公司。随市场进一步发展，我们认为行业竞争或逐步从价格层面转移至上游供应链控制能力方面，届时具备稳定原料供应、加工等供应链支持的企业或将在后续的竞争当中享受市场份额的进一步集中。

图表 10：2024 年，if 在中国内地市场占有率第一



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

图表 11：2024 年，if 在香港市场市场占有率第一

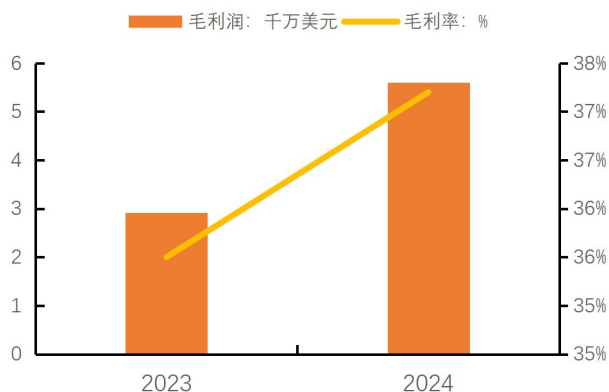


资料来源：招股说明书，华源证券研究所

24 年公司产品毛利率表现良好，主营产品椰子水 2024 年毛利率对比同期增长了 1.7pct 达 37.2%。其余产品植物基零食达 37.3%，其他椰子水饮料达 29.7%，其他饮料达到 21.3%，较 2023 年都实现了不同程度的增长。

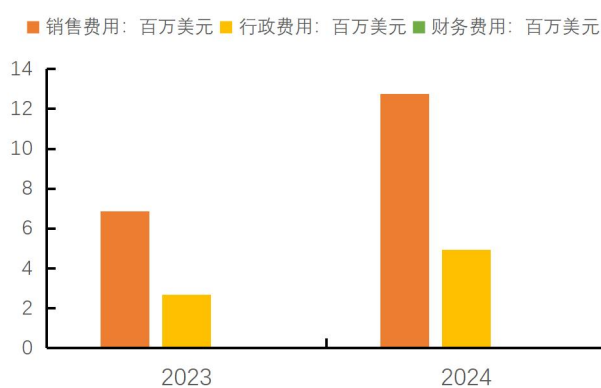
行政费用未来排除此前一次性费用后，预计将有所改善。财务情况良好。24 年公司销售费用增长较快，从 23 年的 686 万美元快速增长到 24 年的 1274 万美元，主要为配合营销推广但整体费率保持稳健，费效比维持良好水平。行政开支的上涨主要系此前公司冲击新加坡上市带来的专业费用（包括核数师酬金），此为一次性费用，在未来年度预计不会再次发生，所以排除该影响，整体行政费用仍维持稳定。

图表 12：公司毛利润和毛利率情况



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

图表 13：公司三费情况



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

2.3. 产品矩阵完整，营销赋能 if 品牌绑定椰子品类

IFBH 产品矩阵中主要包含天然椰子水、果汁饮料、植物基零食和非饮料类食品，形成了完整的椰子类产品矩阵。其中天然椰子水为公司的主力产品，旗下现有两个品牌 if 和 Innococo；if 专注于提供天然健康的泰式饮料，Innococo 后续预计更多切入至运动饮料饮品板块。

图表 14：if 系列



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

图表 15：Innococo 系列



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

除了椰子水之外，公司产品矩阵中的果汁饮料、植物基零食以及非饮料类产品，近年来持续丰富，各口味椰奶饮料、椰子脆片、椰子卷等产品不断推出，用于满足消费者需求，并逐步将 if 品牌与椰子品类相绑定。

图表 16: IFBH 开发的椰子味零食和椰奶饮料



资料来源: iffamily 官网, 华源证券研究所

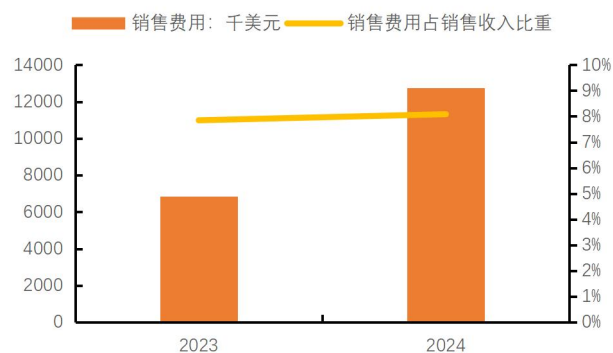
IFBH 公司主要负责品牌方面的营销, 近年来已构建完整的品牌营销运营体系。if 品牌进入中国后通过切换包装等方式突出产品健康化属性, 逐步沉淀客群, 但真正在国内市场的转折点为 2022 年, 此时头部主播直播带货成为中国消费新的零售渠道, 公司第一时间与针对女性消费者的头部主播李佳琦以及针对运动健身、追求健康的头部主播刘畊宏的合作, 登顶天猫品类销量榜首, 彻底打响产品知名度; 2023-2024 年公司选择赵露思、肖战成为品牌代言人, 此时 if 已初步构建出完整的品牌营销运营体系, 包括明星代言、主播带货、社群运营等, 聘请顶流代言同时带来了营销费用的节节攀升, 公司亦有充足资金支持。我们认为后续行业景气度高涨下, 公司当前营销体系可赋能 if 品牌绑定椰子品类。

图表 17: if 椰子水明星代言人肖战



资料来源: iffamily 官网, 华源证券研究所

图表 18: 销售费用扩张与收入规模提升相匹配



资料来源: 招股说明书, 华源证券研究所
注: 销售费用=销售及分销开支+营销开支

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测拆分

我们预计椰子品类在我国景气度短期将维持较高水平，而公司作为业内龙头企业，预计未来收入仍可维持双位数增速，延续此前高增态势。我们预计 25-27 年公司收入分别达 2.05/2.56/3.19 亿美元，分别同比+30%/25%/24%。

利润端来看，我们预计费用率水平整体稳定，利润增速趋势预计近似于收入端增速，预计 25-27 年归母净利润分别为 0.43/0.56/0.7 亿美元，同比增速分别为 29.5%/28.77%/25.12%。

图表 19：盈利预测拆分表（千美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
收入	157,648	204,761	256,480	318,836
yoy	80%	30%	25%	24%
成本	99789	129639	162481	201820
毛利率	36.7%	36.7%	36.6%	36.7%
椰子水（if+Innococo）	150642	197266	248752	310940
yoy	84%	31%	26%	25%
毛利率	37.2%	37.1%	37.0%	37.0%
毛利	56045	73194	92048	115061
其他椰子水相关（if+Innococo）	3085	3304	3403	3471
yoy	10.3%	7%	3%	2%
毛利率	29.7%	29.5%	29.0%	28.5%
毛利	916	976	988	991
其他饮料（if+Innococo）	3522	3772	3885	3963
yoy	59.9%	7%	3%	2%
毛利率	21.3%	21.1%	20.6%	20.1%
毛利	749	797	801	797
植物基零食	399	419	440	462
yoy	-7.4%	5%	5%	5%
毛利率	37.3%	37.2%	36.7%	36.2%
毛利	149	156	161	167

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们选取同类饮料企业农夫山泉、华润饮料、东鹏饮料作为可比公司，根据 ifind 一致预期，尽管可比公司 2025 年 PE 均值为 27 倍，但公司相比于可比公司而言业绩增速更高，且考虑到公司所处赛道景气度较高，而公司作为行业龙头，预计未来业绩增速确定性较强，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 20：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)					PE				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
9633. HK	农夫山泉	40.32	0.99	1.10	1.26	1.43	1.61	38.35	29.60	32.07	28.22	25.12
2460. HK	华润饮料	12.06	0.00	0.68	0.82	0.95	1.09	0.00	16.16	14.67	12.69	11.03
605499. SH	东鹏饮料	297.44	5.10	7.01	8.62	10.98	13.48	35.79	38.85	34.49	27.08	22.07
平均值								37.07	28.20	27.08	22.66	19.41
6603. HK	IFBH	35.40	0.45	0.90	1.16	1.49	1.87	—	—	30.52	23.70	18.94

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，参考汇率为美元兑人民币=7.17，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，其他公司盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 7 月 21 日收盘价）

4. 风险提示

1) 过度依赖外部资源所产生的风险。由于公司市场更多交由代理商经营，内地市场仅有 3 家代理商，若代理商合作关系不稳定或对公司内地市场造成较大不良影响。

2) 原材料价格波动风险。椰子和 PET、纸箱等包材是椰子水饮料产品的主要成本，原材料价格大幅上涨将影响行业盈利水平。当原材料价格出现大幅波动的情况，而公司无法将原材料上涨所产生的压力转移，可能导致经营风险。

3) 国内市场竞争加剧的风险。国内椰子水饮料行业正处于渗透率快速上行阶段，国内厂商与外资企业共同竞争，若后续市场竞争加剧，或将导致公司市场开拓失败或影响公司费效比，进而影响利润表现。

4) 跨市场选择可比公司的风险。IFBH 为港股上市公司，可比公司中东鹏饮料为 A 股上市公司，两地市场会计披露准则、市场环境、监管政策存在差异，可能带来估值偏差。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：美元(百万)					单位：美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	157.6	204.8	256.5	318.8	货币资金	54.8	236.7	298.8	374.0
增长率	80.3%	29.9%	25.3%	24.3%	应收款项	7.5	9.7	12.2	15.2
营业成本	107.1	138.6	173.9	216.4	存货	1.0	1.4	1.7	2.1
%销售收入	68.0%	67.7%	67.8%	67.9%	其他流动资产	0.9	1.2	1.5	1.9
毛利	50.5	66.2	82.5	102.5	流动资产	64.3	249.0	314.3	393.1
%销售收入	32.0%	32.3%	32.2%	32.1%	权益性投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	固定资产	0.4	0.6	0.6	0.7
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	9.4	12.1	10.7	11.3
销售费用	5.4	6.8	8.3	9.9	非流动资产	9.8	12.6	11.3	12.0
%销售收入	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	资产总计	74.1	261.6	325.6	405.2
管理费用	4.9	6.6	8.0	9.7	应付款项	15.7	20.3	25.4	31.6
%销售收入	3.1%	3.2%	3.1%	3.0%	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	9.7	12.6	15.8	19.7
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	25.4	32.9	41.3	51.3
财务费用	-1.0	-0.5	-2.4	-3.0	长期债务	0.0	0.0	0.0	0.0
%销售收入	-0.6%	-0.3%	-0.9%	-0.9%	其他长期负债	0.7	0.7	0.7	0.7
息税前利润 (EBIT)	39.1	51.4	64.5	80.7	非流动负债	0.7	0.7	0.7	0.7
%销售收入	24.8%	25.1%	25.1%	25.3%	负债总计	26.0	33.6	41.9	52.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司股东权益	48.1	228.1	283.6	353.2
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
除税前利润	40.1	51.9	66.9	83.7	负债股东权益合计	74.1	261.6	325.6	405.2
利润率	25.4%	25.4%	26.1%	26.2%					
所得税	6.8	8.8	11.3	14.2	比率分析				
所得税率	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	33.3	43.1	55.6	69.5	每股指标				
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益	0.1	0.2	0.2	0.3
归属于母公司的净利润	33.3	43.1	55.6	69.5	每股净资产	0.2	0.9	1.1	1.3
增长率	98.9%	29.5%	28.8%	25.1%	每股经营现金净流	0.2	0.2	0.2	0.3
净利率	21.1%	21.1%	21.7%	21.8%	每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
					回报率				
现金流量表					净资产收益率	69.3%	18.9%	19.6%	19.7%
单位：美元(百万)					总资产收益率	44.9%	16.5%	17.1%	17.2%
净利润	33.3	43.1	55.6	69.5	投入资本收益率	67.5%	18.7%	18.9%	19.0%
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	增长率				
营运资金变动	3.5	4.7	5.3	6.3	营业收入增长率	80.3%	29.9%	25.3%	24.3%
其他变动	5.0	3.5	4.0	4.3	EBIT增长率	93.1%	31.6%	25.5%	25.1%
经营活动现金流量净额	41.8	51.3	64.8	80.2	净利润增长率	98.9%	29.5%	28.8%	25.1%
资本开支	-0.2	-4.9	-0.9	-2.9	总资产增长率	143.0%	252.9%	24.4%	24.4%
投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产管理能力				
其他	-7.5	-1.4	-1.8	-2.1	应收账款周转天数	11.5	14.2	14.5	14.5
投资活动现金流量净额	-7.7	-6.3	-2.7	-5.1	存货周转天数	2.5	3.1	3.2	3.2
股权募资	-0.7	136.8	0.0	0.0	应付账款周转天数	39.1	46.7	47.3	47.5
债权募资	0.0	0.0	0.0	0.0	固定资产周转天数	0.9	0.9	0.8	0.7
其他	5.8	0.0	0.0	0.0	偿债能力				
筹资活动现金流量净额	5.1	136.8	0.0	0.0	流动比率	2.5	7.6	7.6	7.7
现金净变动	39.2	181.9	62.2	75.1	速动比率	2.5	7.5	7.5	7.6
					净负债/股东权益	-114.0%	-103.8%	-105.4%	-105.9%
					EBIT利息保障倍数	470.7	—	—	—
					资产负债率	35.1%	12.8%	12.9%	12.8%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。