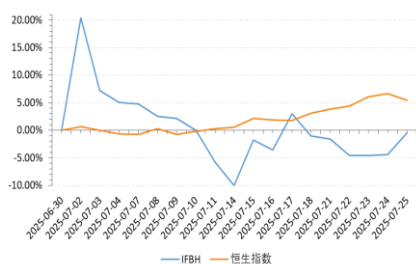


轻资产快拓展，深耕椰子水高增赛道

核心要点：

公司评级：买入（首次覆盖）

公司表现



分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

□ 公司起源于泰国，精耕大中华市场

IFBH 是一家泰国饮料公司，创始人 Pongsakorn Pongsak 于 2013 年创立 if 品牌，并引入中国内地，除中国内地外，在包括中国香港、中国台湾及新加坡等亚洲市场亦受到消费者欢迎，并开始拓展至全球其他地区。公司旗下拥有 if 和 Innococo 两大品牌，分别针对不同的市场需求，主要销售区域为中国内地及中国香港。2024 年，if 品牌贡献了公司主要营收，而毛利率较高的 Innococo 品牌占比逐年提升。按地区划分，根据公司招股说明书，中国内地销售额占比 92.4%，中国香港 4.6%，其他地区 3.0%。

□ 聚焦高景气椰子水赛道，增长势头强劲

椰子水饮料行业在全球范围内呈现出强劲的增长势头，尤其在大中华区，其增长速度更是引领全球。凭借其天然、低糖以及电解质丰富的特点，椰子水满足了消费者对健康饮品日益增长的需求。根据公司招股说明书，全球椰子水饮料市场规模在 2019-2024 年的年均复合增长率达 14.7%，预计 2024-2029 年的年均复合增长率为 11.1%。我国是全球椰子水饮料的主要消费国，2024 年我国椰子水饮料零售额占全球总零售额的 21.9%，且占比不断扩大。大中华区在全球椰子水饮料市场中增速最快，2019-2024 年的年均复合增长率达 60.8%，预计 2024-2029 年的年均复合增长率为 19.4%。

公司市占率领先，增长势头强劲。根据公司招股说明书，在中国内地，公司连续五年市占率第一，2024 年达到 34%，约为第二名七倍以上；中国香港市场连续九年领先，市占率约 60%，同样超越第二大竞争对手七倍以上；全球市场排名第二，市占率 7.5%。2024 年，公司的零售额增长率在全球及中国前五大椰子水饮料公司中均位居首位，达到 81%。

□ 轻资产快拓展，全球化加速

公司采用轻资产模式，供应链稳定，原材料成本低。IFBH 通过轻资产战略实现高效扩张，专注于供应链管理以确保产品品质，集中资源于品牌和市场推广，增强品牌影响力，而生产环节则完全外包给代工厂商。公司控股股东 General Beverage 是公司仅有的一般采集商，向其自身及独立代工厂商供应为公司产品所需的所有椰子水原料食材，供应链稳定。泰国作为香水椰的主要产地，IFBH 享有原材料的地域优势，根据澎湃新闻，公司原材料成本较竞品低 18%。除作为一般采集商外，General Beverage 亦为公司的代工厂商之一，凭借多年积累的丰富食品饮料生产经验，具备稳定的供应能力。

产品矩阵不断丰富，全球化拓展加速。公司将拓展澳洲、美洲和东南亚业务，提升创新能力，加速全球布局，迈向更广阔的国际市场。公司后续推出了气泡椰子水、椰子咖啡、椰青红茶等创新品类，尝试进行多品牌、全品类布局，满足消费者多样化的需求，巩固其在椰子水饮料行业的领先地位。

□ 投资建议

受益于健康消费趋势，椰子水品类持续高速扩容。公司持续深化中国渠道渗透，丰富产品矩阵，加速推进全球化拓展。我们预计 2025-2027 年，

公司营业收入为 2.12、2.75、3.44 亿美元, 同比增长 34.52%、29.66%、24.96%; 归母净利润为 0.44、0.57、0.71 亿美元, 同比增长 31.73%、29.16%、25.23%。对应 2025 年 7 月 25 日收盘价, 市盈率为 30.42、23.55、18.81 倍。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

食品安全问题、市场竞争加剧、全球化拓展不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动、国际贸易政策变动风险等。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	157.65	212.07	274.96	343.59
同比	80.29%	34.52%	29.66%	24.96%
归母净利润 (百万美元)	33.32	43.89	56.69	70.99
同比	98.90%	31.73%	29.16%	25.23%
毛利率	36.70%	36.78%	36.63%	36.68%
ROE	69.30%	78.69%	62.28%	52.99%
每股收益 (美元)	0.12	0.16	0.21	0.27
P/E	40.07	30.42	23.55	18.81
P/B	27.77	23.94	14.67	9.97

资料来源: ifind、湘财证券研究所

正文目录

1 公司概况：精简运营，聚焦品牌	3
1.1 历史沿革	3
1.2 股权结构：股权高度集中，紧密绑定供应链	5
1.3 品牌矩阵：双品牌运作，主打天然健康	5
1.4 财务分析：增长势头强劲，毛利率稳步提升	8
2 行业：椰子水高增长赛道，公司抢占市场份额	12
2.1 健康驱动，椰子水爆发式增长	12
2.2 市场格局：市占率领先，供应链竞争力强	15
3 公司运营模式：轻资产，重营销	18
3.1 轻资产模式，精简高效	18
3.2 精准营销，赋能品牌	20
3.3 持续优化体系建设，拓展市场版图	21
4 盈利预测与投资建议	22
5 风险提示	23

图表目录

图 1 公司发展历史	3
图 2 2024 年公司在中国内地椰子水市场份额	4
图 3 2024 年公司在中国香港椰子水市场份额	4
图 4 IFHB 股权结构	5
图 5 if 品牌主要椰子水产品	6
图 6 if 品牌的代表性其他椰子水产品	6
图 7 if 品牌的代表性其他饮料产品	6
图 8 if 品牌的代表性植物基零食	7
图 9 Innococo 品牌的代表产品	7
图 10 公司椰子水占国际业务的比例	8
图 11 公司营收及增速（千美元，%）	9
图 12 if 品牌营收及增速（千美元，%）	9
图 13 Innococo 品牌营收及增速（千美元，%）	9
图 14 公司营收结构（按品牌分）	9
图 15 公司营收结构（按品类分）	9
图 16 公司营收结构（按市场分）	9
图 17 公司净利润及增速（千美元，%）	10
图 18 公司主要费用率（%）	11
图 19 公司营销及分销开支结构（%）	11
图 20 公司营销开支结构（%）	11
图 21 公司行政开支结构（%）	11
图 22 公司毛利率（按品牌分，%）	12

图 23 公司毛利率（按品类分，%）	12
图 24 公司毛利率（按地区分，%）	12
图 25 大中华即饮软饮料零售额市场规模及增速	13
图 26 全球软饮料零售额的复合增长率（分区域）	13
图 27 全球果汁饮料市场规模及增速	14
图 28 全球软饮料零售额的复合增长率（分品类）	14
图 29 大中华果汁饮料市场规模及增速	14
图 30 大中华软饮料零售额的复合增长率（分品类）	14
图 31 全球椰子水饮料市场规模及增速	14
图 32 全球果汁零售额的复合增长率（分品类）	14
图 33 大中华椰子水饮料市场规模及增速	15
图 34 全球椰子水饮料零售额复合增长率（分地区）	15
图 35 大中华果汁饮料零售额市场增速（分品类）	15
图 36 大中华地区在全球椰子水饮料市场规模中的占比	16
图 37 2024 年全球椰子水公司销售额市占率（%）	17
图 38 2024 年全球前五大椰子水公司销售额增长率（%）	17
图 39 2024 年中国椰子水公司销售额市占率（%）	17
图 40 2024 年中国前五大椰子水公司销售额增长率（%）	17
图 41 2023 年全球椰子产量占比（%）	18
图 42 海南椰子产量（亿颗）	18
图 43 公司椰子水饮料的仓配流程	20
图 44 公司国际业务活跃分销商数量（个）	20
图 45 按地区划分，公司的分销商数量（个）	20
图 46 公司与泡泡玛特合作	21
图 47 公司的品牌大使为肖战	21
表 1 公司全体员工明细（人）	19
表 2 分产品盈利预测（百万美元）	23
附表 3 IFBH 财务报表以及相应指标	24

1 公司概况：精简运营，聚焦品牌

1.1 历史沿革

公司是一家根植泰国的即饮饮料及即食食品企业，2013 年创始人 Pongsakorn Pongsak 推出 if 品牌。此后，控股股东 General Beverage（由 Pongsakorn Pongsak 于 2011 年 9 月创立并控制）一直负责 if 品牌的全球运营，主打椰子基即饮果汁产品。2022 年，公司推出 Innococo 品牌。2023 年 1 月，为精简运营并聚焦品牌管理，General Beverage 进行重组，将 if 及 Innococo 品牌通过业务重组转让予公司，集团亦于此时正式成立。2024 年 2 月 27 日，公司依据新加坡公司法注册成立为私人股份有限公司。

图 1 公司发展历史



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所制作

敬请阅读末页之重要声明

重组前，国际业务采用重资产模式，General Beverage 既销售也自产部分产品；重组后，公司转为轻资产模式，专注于开发、营销和分销，提升品牌知名度和市场影响力，同时完全依赖代工厂商生产产品。

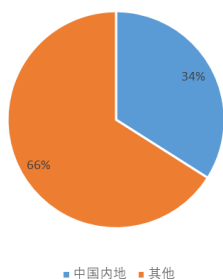
具体来看，控股股东 General Beverage 亦担任代工厂商角色。重组前，General Beverage 直接经营三项核心业务：(1)泰国境内制造及于当地销售 if 及 VITADAY 品牌食品及饮料；(2)制造及于国际销售以 if 及 Innococo 品牌为主食品及饮料（国际业务）；(3)为第三方品牌提供制造服务。

其中，国际业务是三条核心业务线之一，2022 年收入占 General Beverage 总收入约 60%。在业务重组前，General Beverage 采用资产密集型模式运营国际业务，除销售外，亦通过自有生产设施自行制造部分产品。2022 年，国际业务销售额中约 33% 由 General Beverage 自行生产。General Beverage 聘请六家泰国代工厂为国际业务的椰子水产品提供灌装服务。鉴于国际业务的需求，以及过去几年快速增长，于 2022 年 12 月，General Beverage 进行重组并成立集团，将国际业务（尤其是 if 及 Innococo 品牌）与其他两条业务线分离，以精简营运，并实现聚焦政策。

与代工厂的合作变化主要体现在：1) 服务范围：重组前，代工厂仅收取灌装费，原料由 General Beverage 提供；重组后，代工厂负责全部饮料的生产和包装，集团不再向代工厂供应椰子水或其他原料。2) 合作形式：重组前为按批报价、短期非正式安排；重组后，新合约明确最低采购量、质量标准、保密义务等内容，期限延长至 1-5 年。因此，自 2023 年 1 月 1 日起，集团以独立身份在全球市场运营 if 及 Innococo 品牌，与 General Beverage 的其他业务线完全分离。

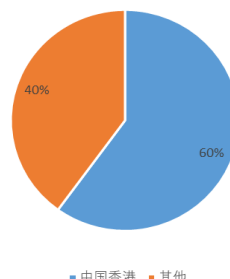
凭借泰国原产地优势，公司自 2020 年起在中国内地椰子水饮料市场连续五年蝉联榜首，2024 年市场占有率约为 34%，约为第二名七倍以上；自 2016 年起连续九年占据香港市场榜首，2024 年市占率约 60%，同样超越第二大竞争对手七倍以上；按 2024 年零售额计，公司位列全球天然椰子水市场第二。

图 2 2024 年公司在中国内地椰子水市场份额



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 3 2024 年公司在中国香港椰子水市场份额



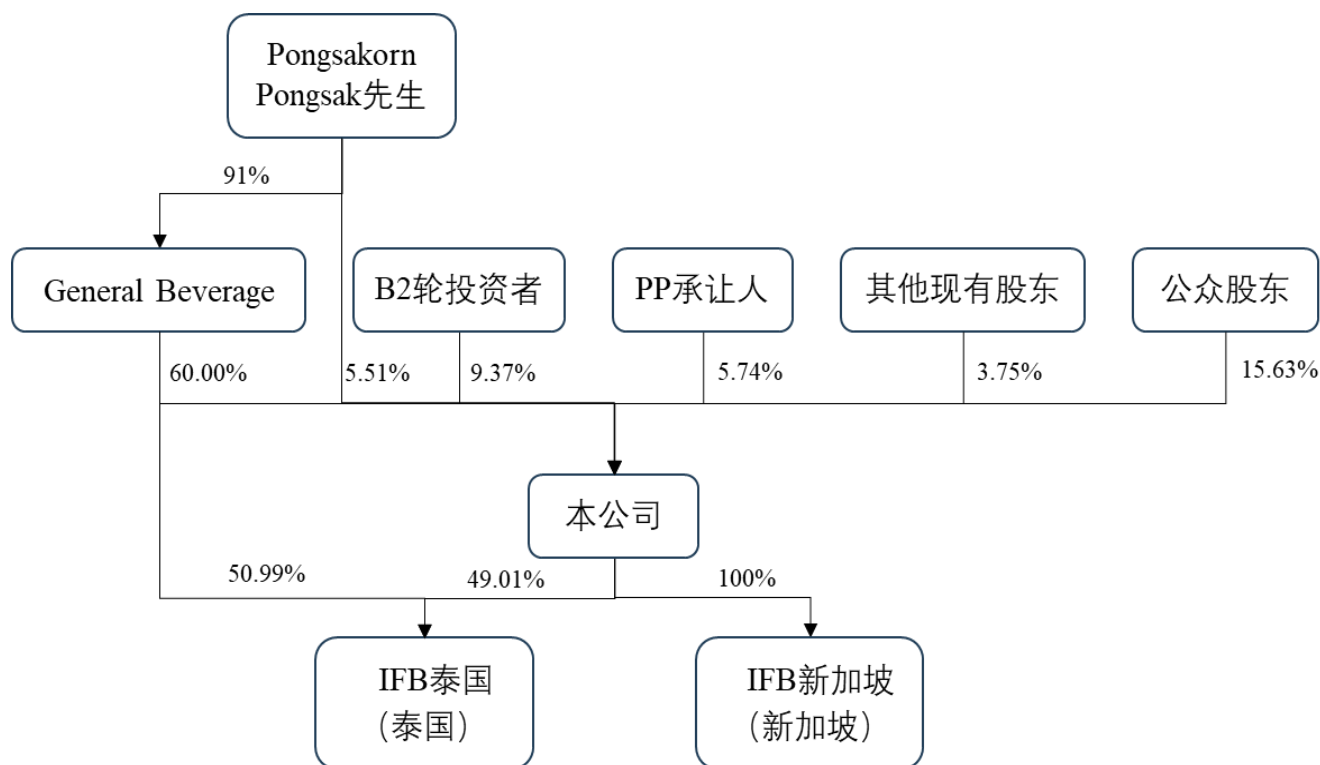
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

1.2 股权结构：股权高度集中，紧密绑定供应链

在 IPO 前，IFBH 的股权结构高度集中，Pongsakorn Pongsak 先生直接及间接持有全部已发行股份约 77.64%，包括直接权益约 6.53%，及透过 Pongsakorn Pongsak 先生控制的公司 General Beverage 间接持有的 71.11% 间接权益。

IPO 完成后，股权虽有分散，但控制权依然稳固。General Beverage 持有已发行股份约 60.00%，而 Pongsakorn Pongsak 先生直接及间接持有已发行股份约 65.51% 股份（当中约 5.51% 为直接权益）。作为集团的合格代工厂商，General Beverage 凭借多年积累的丰富食品饮料生产经验，具备稳定的供应能力，这种股权结构与业务的高度绑定，确保了集团在决策和运营上的高效性和一致性，为集团的稳定发展提供了有力保障。

图 4 IFHB 股权结构



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所制作

1.3 品牌矩阵：双品牌运作，主打天然健康

IFBH 以双品牌战略为核心，构建了 if 和 Innococo 两大品牌，涵盖天然椰子水、其他饮料和植物基零食三大品类，形成了丰富的产品矩阵。

if 品牌作为旗舰品牌，专注于天然健康的泰式饮品及食品，面向多元消费场景持续推出差异化产品。其产品矩阵丰富，涵盖天然椰子水、其他饮料和植物基零食三大品类，满足不同消费者需求。if 品牌包括 100%天然椰子水、其他椰子水饮料（如椰青红茶、椰子水+阿拉比卡咖啡和椰子水+西瓜汁等创新组合）、其他饮料（包括白提子汁芦荟饮品、荔枝汁、蜜桃汁及菊花茶饮品等）、植物基零食（包含原味及风味椰子脆卷、椰子奶片，以及植物基薯片与脆条）。

图 5 IF 品牌主要椰子水产品



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 6 IF 品牌的代表性其他椰子水产品



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 7 IF 品牌的代表性其他饮料产品



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所制作

图 8 IF 品牌的代表性植物基零食



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所制作

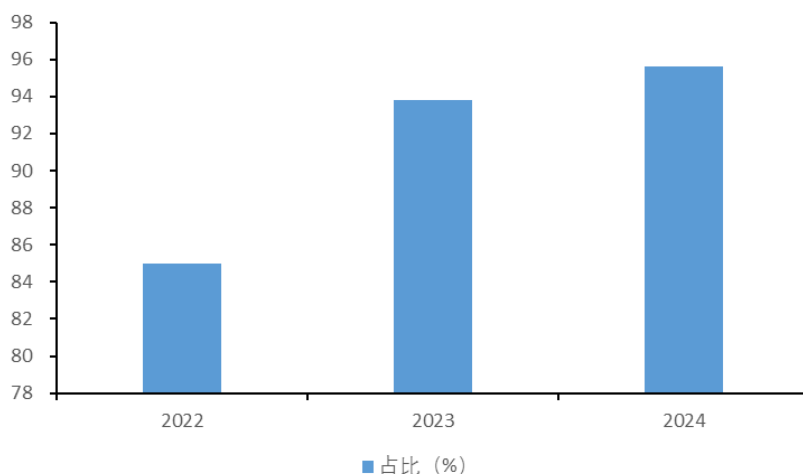
Innococo 品牌定位为传统运动功能饮品的健康替代选择，最初以水果基饮料为主，后主打以椰子及其他天然食材为灵感的产品。目前，Innococo 品牌仅提供 100%天然椰子水及气泡椰子水，定价与 if 品牌同类产品相近。Innococo 产品采用独特的包装，面向注重健身的消费者，作为传统运动饮料的更健康的补水替代品。后续公司将逐步区别 if 品牌产品来拓展 Innococo 的产品线。

2022-2024 年期间，if 品牌销售额始终占据公司国际业务收入的主导地位。2022 年椰子水销售额占国际业务收入逾 85%，2023 年与 2024 年进一步提升至 93.8%与 95.6%。凭借持续的品牌深耕，公司已稳居中国内地及香港椰子水饮料品类市场领导地位，2024 年市场份额分别达到 34%与 60%。

图 9 INNOCOCO 品牌的代表产品



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 10 公司椰子水占国际业务的比例


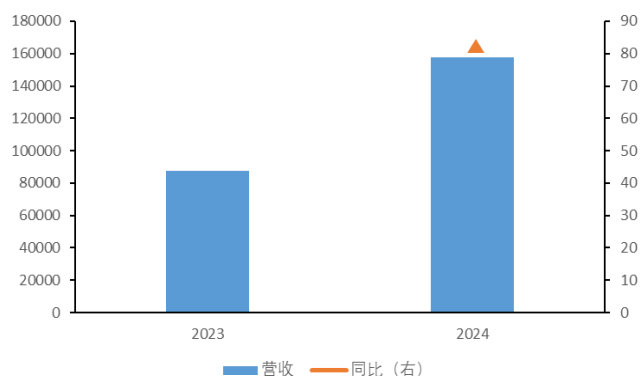
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

1.4 财务分析：增长势头强劲，毛利率稳步提升

公司营收增速较高，if 品牌贡献主要营收，但 innococo 品牌营收占比逐步提升。2024 年，公司实现营业收入 1.58 亿美元，同比增长 80.29%。其中，if 品牌实现营业收入 1.31 亿美元，同比增长 76.20%；innococo 品牌实现营业收入 0.26 亿美元，同比增长 107.97%。

公司主要销售椰子水饮料，主要销售至中国内陆及中国香港。公司营收结构方面，按品牌分，if 品牌占据主导，2024 年 if 品牌营收占比达 83.31%；innococo 品牌营收占比为 16.64%，innococo 品牌营收占比较 2023 年提升 2.22 个百分点；其他占比 0.05%，其他主要代表 General Beverage 先前由泰国以外市场的国际业务分销的 VITADAY 饮料产品的遗留销售，公司于 2024 年停止提供该等产品，2024 年的销售额微乎其微，主要是为利用上一年度结转的存货。按照品类分，公司主要销售品类为椰子水，2024 年，椰子水销售额占公司总营收比重为 95.6%，其他椰子水相关产品占比 1.9%；其他饮料占比 2.2%；植物基零食占比 0.3%。按区域分，公司在中国内地销售额占比 92.4%，较上年占比扩大 1.0 个百分点；中国香港销售占比 4.6%；其他地区销售占比 3.0%。

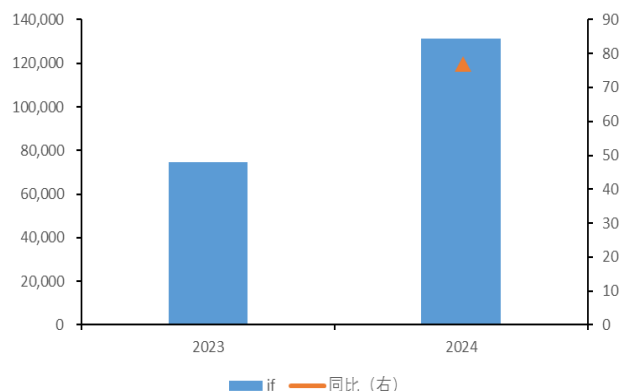
图 11 公司营收及增速（千美元，%）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

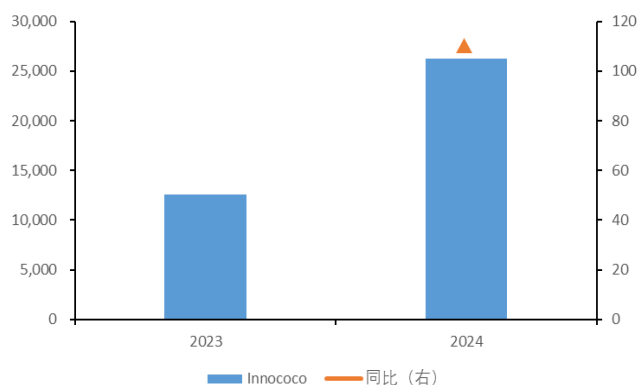
图 12 IF 品牌营收及增速（千美元，%）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

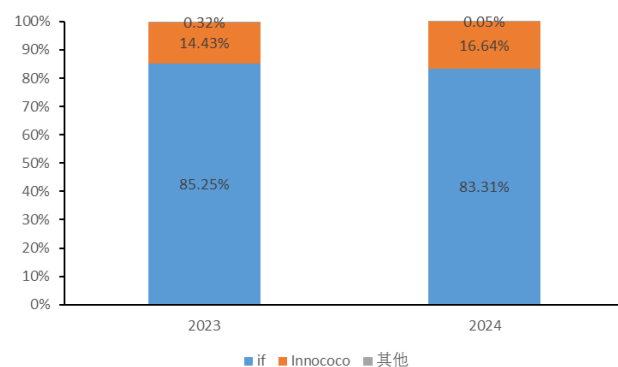
图 13 INNOCOCO 品牌营收及增速（千美元，%）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

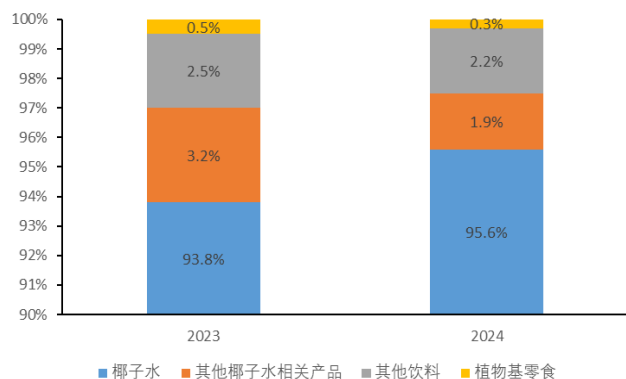
图 14 公司营收结构（按品牌分）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

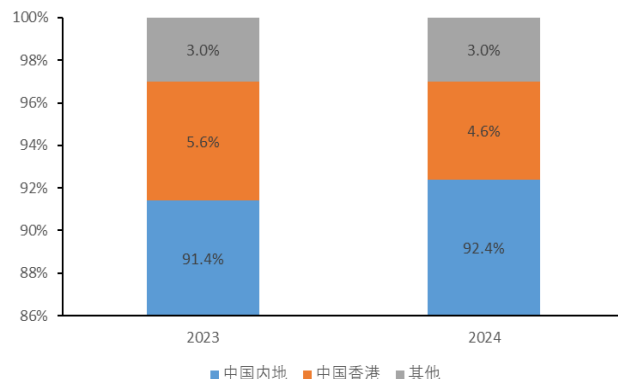
图 15 公司营收结构（按品类分）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

图 16 公司营收结构（按市场分）

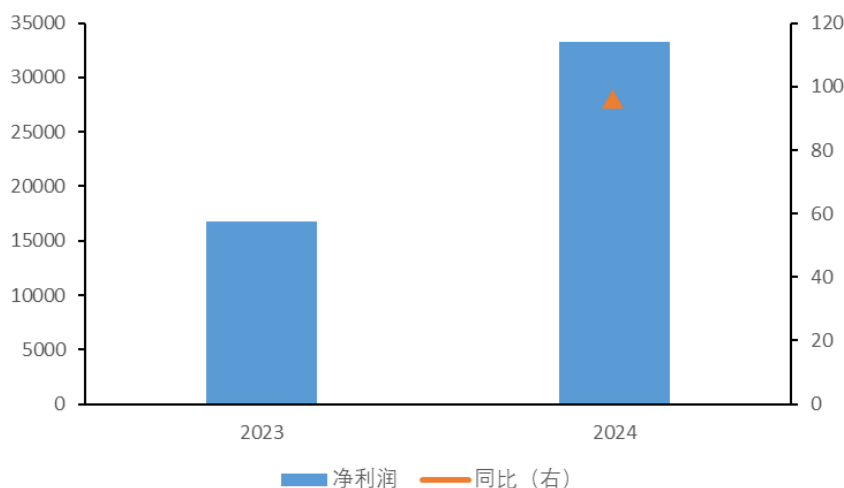


资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

公司净利润表现强劲，2024 年净利润增速高于营收增速。2024 年，公司实现净利润 33316 千美元，同比增长 98.9%，净利润率达 21.1%。

图 17 公司净利润及增速（千美元，%）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

公司费用率相对稳定。公司的主要费用包含销售及分销开支、营销开支、行政开支、财务成本、其他开支，2024 年，公司销售及分销开支、营销开支、行政开支、财务成本、其他开支占营业收入的比重分别为 3.4%、4.7%、3.1%、0.1%、0.9%。2024 年，公司销售及营销费用增长显著，但费用率变化相对温和，规模效应显现，行政开支费用率相对稳定，财务成本及其他开支占比较小，对公司整体盈利能力影响有限。

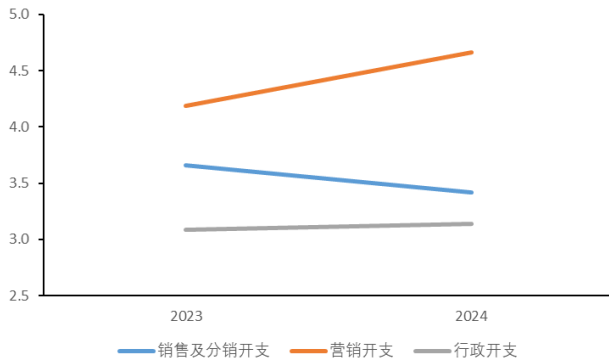
具体来看，公司的销售及分销开支主要包括：1) 运输及交付开支；2) 员工成本；3) 第三方服务费，主要涉及向一间位于美国的机构支付的费用，该机构负责在当地市场推广公司的产品；4) 其他（包括向客户提供的包装材料及样本产品）。2024 年，其分别占销售及分销开支的比重为 85.3%、6.1%、3.7%、4.9%。

公司的营销开支主要包括：1) 广告开支；2) 展销会开支、公共关系开支及市场研究开支等其他营销开支；3) 员工成本；4) 其他。2024 年，其分别占营销开支的比重为 75.6%、20.1%、3.8%、0.5%。

公司的行政开支主要包括：1) 折旧及摊销，主要与购自 General Beverage 的商标有关；2) 专业费用，主要与我们先前尝试于新加坡交易所上市有关；3) 员工成本；4) 差旅；5) 其他，主要包括娱乐、办公室维护、公共设施及

其他。2024 年，其分别占行政开支的比重为 26.1%、32.4%、26.2%、6.7%、8.6%。

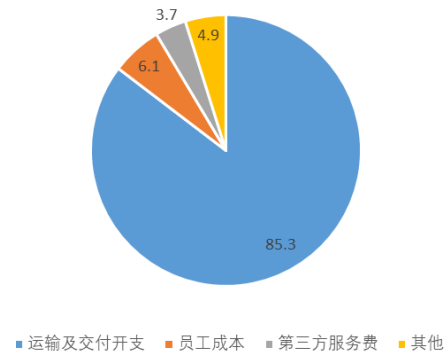
图 18 公司主要费用率 (%)



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

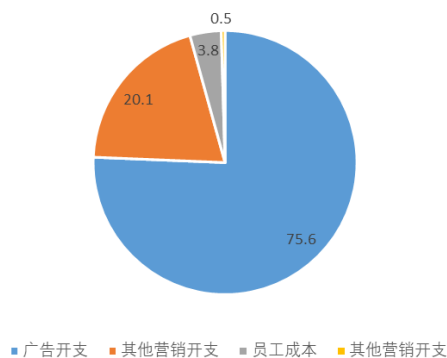
图 19 公司营销及分销开支结构 (%)



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

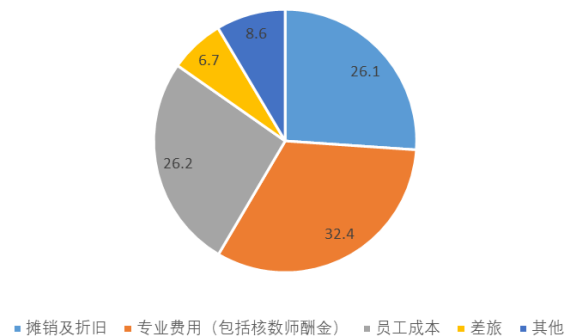
图 20 公司营销开支结构 (%)



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

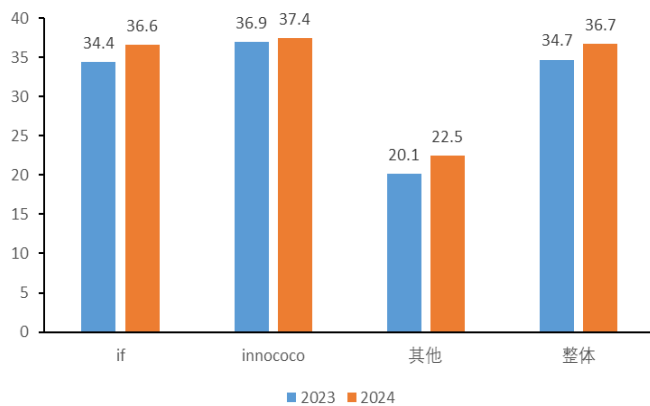
图 21 公司行政开支结构 (%)



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

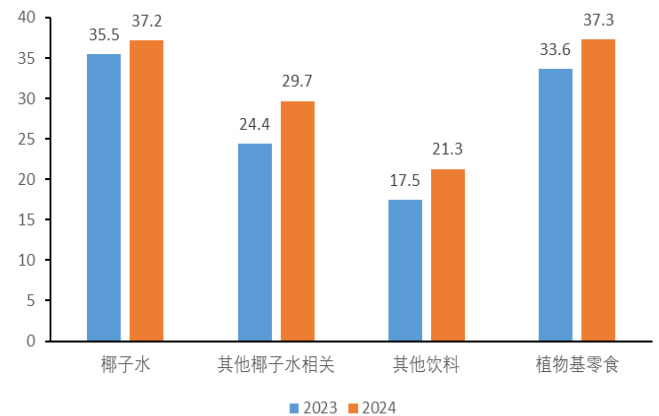
注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

公司毛利率稳步增长，大中华地区毛利率较高。2024 年，公司整体毛利率为 36.7%，其中，if 品牌毛利率为 36.6%，innococo 品牌毛利率为 37.4%。分品类来看，2024 年，椰子水和植物基零食毛利率较高，分别为 37.2%、37.3%，其他椰子水相关及其他饮料毛利率分别为 29.7%、21.3%。分区域看，2024 年，中国内地毛利率为 36.8%，中国香港毛利率为 39.4%，其他地区毛利率为 30.9%，均较 2023 年有所增加。

图 22 公司毛利率（按品牌分，%）


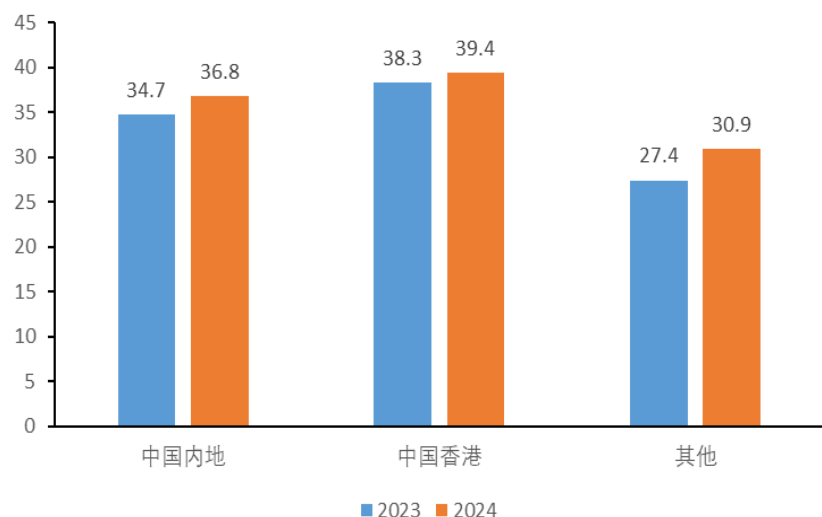
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

图 23 公司毛利率（按品类分，%）


资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

图 24 公司毛利率（按地区分，%）


资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

注：2023 年数据实际上为 2022.12.8-2023.12.31 时间段数据

2 行业：椰子水高增长赛道，公司抢占市场份额

2.1 健康驱动，椰子水爆发式增长

全球市场来看，软饮料市场规模持续扩大，未来市场增速有望进一步扩大。根据 IFBH 招股说明书，2019-2024 年全球即饮软饮料市场规模五年复合增长率为 3.9%，预计未来加速增长，未来五年年均复合增长率提升至 6.1%。从品类来看，全球果汁类饮料的市场中增速有望进一步扩大，2019-2024 年，

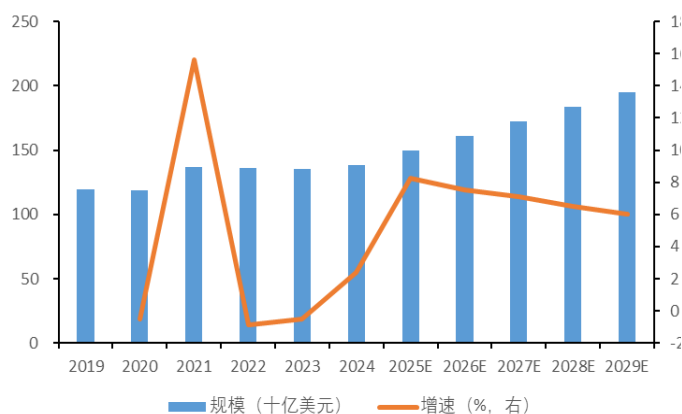
全球果汁饮料市场规模年均复合增长率为 3.2%，预计 2024-2029 年的年均复合增长率扩大至 4.7%。

全球果汁饮料中，椰子水饮料市场处于高速发展阶段。全球椰子水饮料市场规模较小，从 2019 年的 25 亿美元增长至 2024 年的 50 亿美元，市场规模翻倍，年均复合增长率达 14.7%，预计 2024-2029 年年均复合增长率达到 11.1%，至 2029 年市场规模增长至 85 亿美元。

椰子水市场出现强劲的区域增长，其中亚太地区将处于领先地位，原因是印度、印度尼西亚和菲律宾等国家椰子供应丰富、健康意识不断提高以及天然饮料消费量增加。北美紧随其后，受到对低热量、保湿含糖饮料替代品的需求不断增长的推动，尤其是在美国和加拿大以健身为重点的消费者中。在植物性饮料的日益普及和德国、英国和法国等国家的优质健康趋势的支持下，欧洲也在稳步增长。

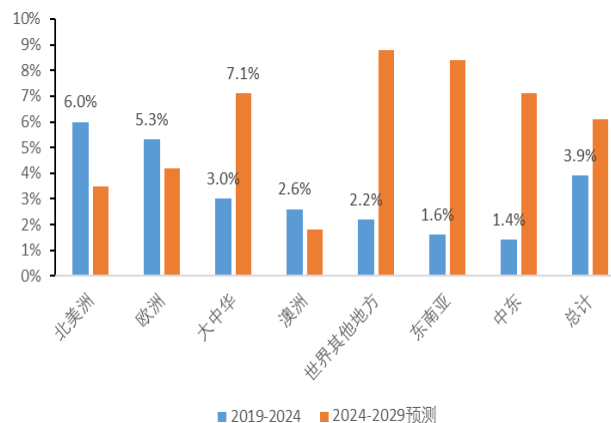
大中华区即饮软饮料市场具有强劲的增长潜力，椰子水饮料增速最快。按零售额计算，2024 年大中华区软饮料市场规模已达 1384 亿美元，预计将以 7.1% 的年均复合年增长率增长，到 2029 年达到 1947 亿美元。其中，椰子水饮料是增长最快的细分领域，2024 年市场规模为 10.9 亿美元，预计将以 19.4% 的年均复合年增长率增长，到 2029 年达到 26.5 亿美元。

图 25 大中华即饮软饮料零售额市场规模及增速



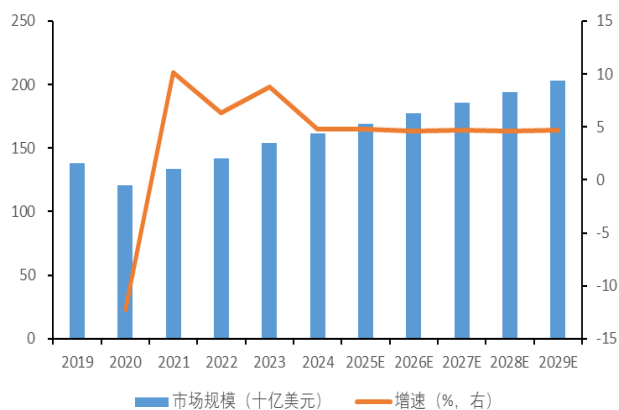
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 26 全球软饮料零售额的复合增长率（分区域）



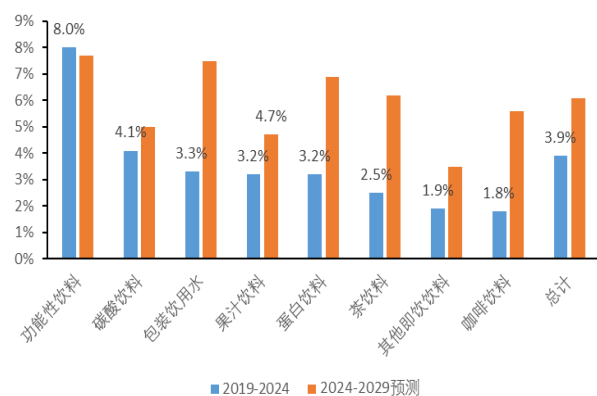
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 27 全球果汁饮料市场规模及增速



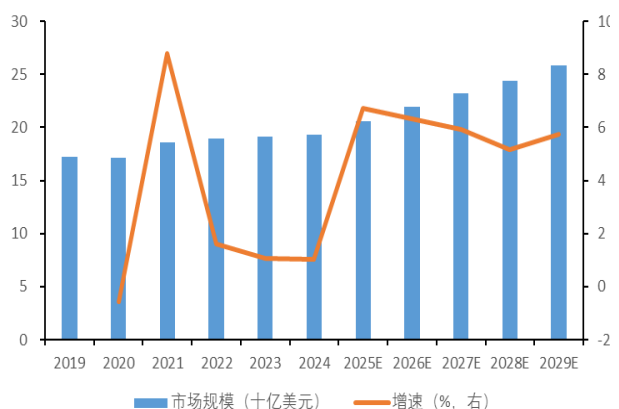
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 28 全球软饮料零售额的复合增长率（分品类）



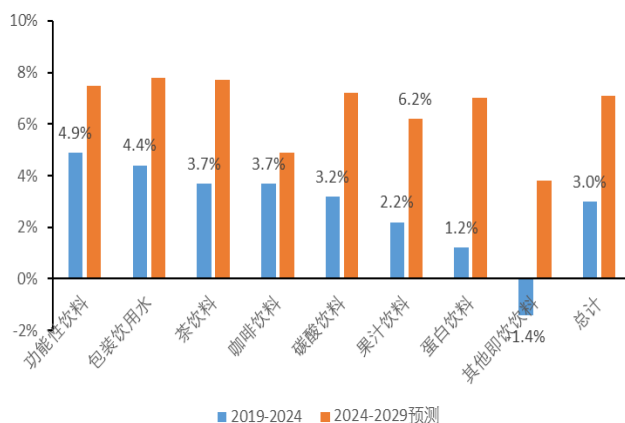
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 29 大中华果汁饮料市场规模及增速



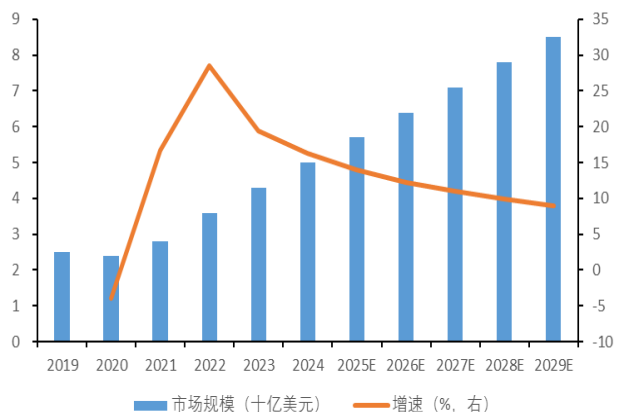
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 30 大中华软饮料零售额的复合增长率（分品类）



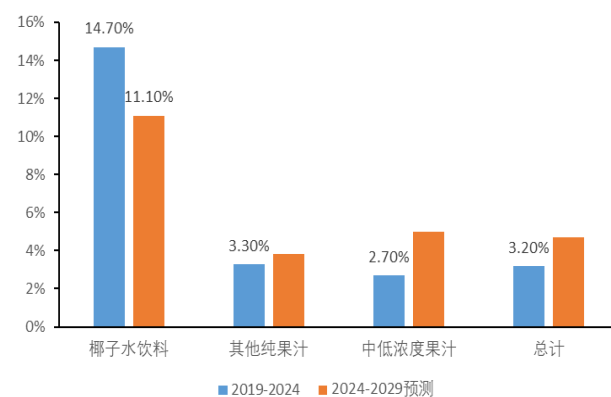
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 31 全球椰子水饮料市场规模及增速



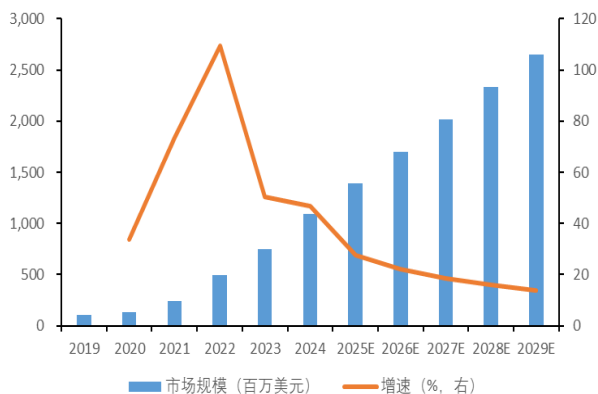
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 32 全球果汁零售额的复合增长率（分品类）



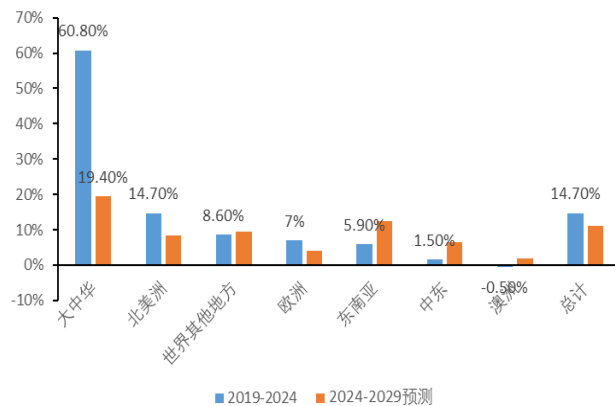
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 33 大中华椰子水饮料市场规模及增速



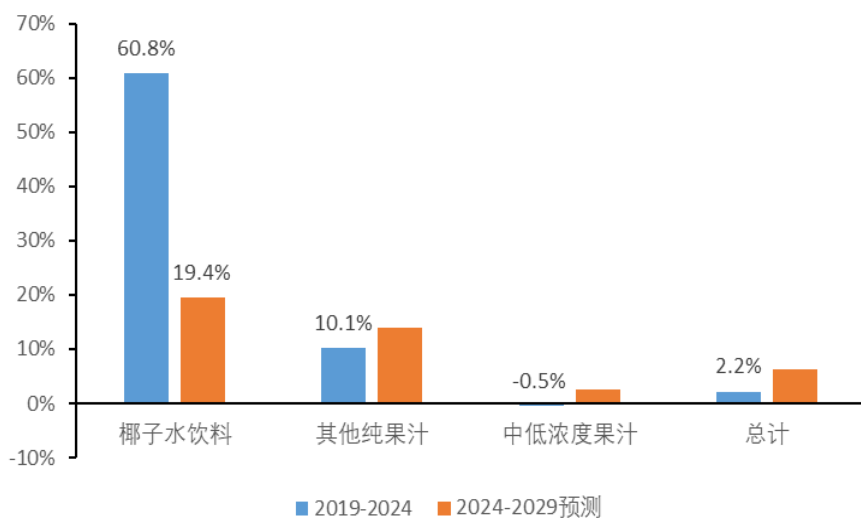
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 34 全球椰子水饮料零售额复合增长率（分地区）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 35 大中华果汁饮料零售额市场增速（分品类）

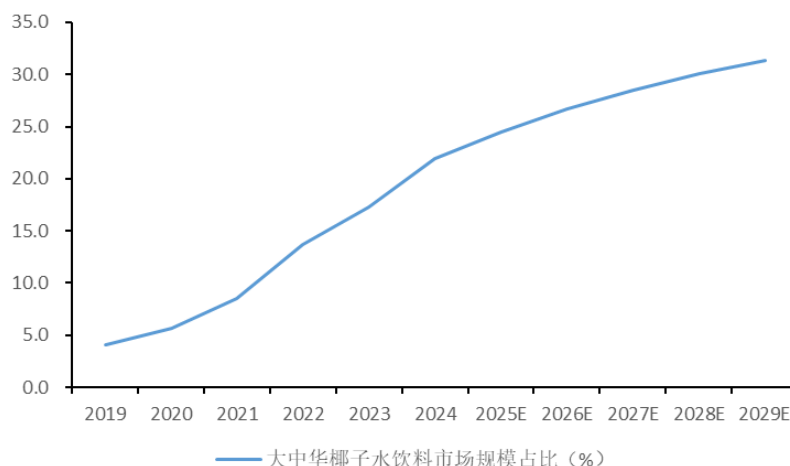


资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

2.2 市场格局：市占率领先，供应链竞争力强

我国是全球椰子水饮料的主要消费国。我国椰子水饮料市场呈现明显的增长潜力，2024 年我国椰子水饮料零售额占全球总零售额的比重为 21.9%，且占比不断扩大。

图 36 大中华地区在全球椰子水饮料市场规模中的占比



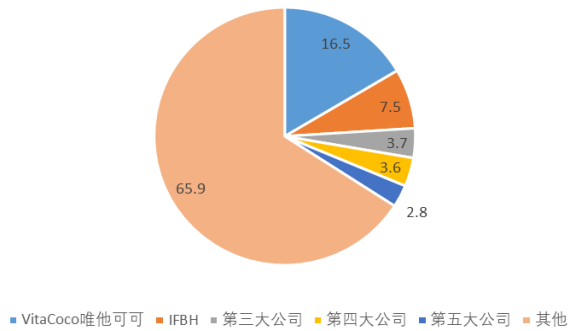
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

椰子水饮料主要包括椰子水、椰汁、厚椰乳。其中，椰汁为我国椰子水饮料的主要品类，市场发展相对成熟，椰树集团、特种兵（苏萨）与欢乐家占据主要市场份额。椰子水与椰汁相比，市场规模较小，但增长潜力十足，目前呈现海外品牌占主导状态。椰子水是一种营养和保健价值高的天然饮料，富含糖类、蛋白质、矿物质和维生素。随着健康意识觉醒，人们对低糖饮品的需求增多，椰子水发展潜力十足。

IFBH 在全球椰子水饮料中市占率第二。2024 年，全球椰子水市场中，VitaCoco 唯他可可零售额市占率第一，根据观研天下数据，2022 年其在美国椰子水市场的市占率达 50%，2024 年其在全球市场的市占率达 16.5%。IFBH 市占率位居第二，占据 7.5% 的市场份额，且在 2024 年全球椰子水前五大公司中，IFBH 实现了最高的增长率。

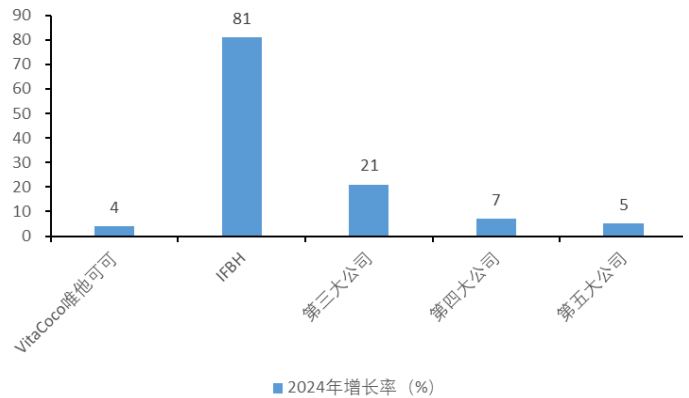
在中国椰子水市场中，IFBH 作为行业先行者，占据主要市场份额。2024 年，IFBH 在中国椰子水饮料市场的占有率达到 33.9%，显著领先于其他竞争者。其他主要品牌包括佳果园、轻上饮品、春光食品和一颗椰，它们的市场份额分别为 4.6%、1.9%、1.6% 和 1.4%。从零售额的增速来看，2024 年 IFBH 的零售额增长率最高达到 81%。

图 37 2024 年全球椰子水公司销售额市占率 (%)



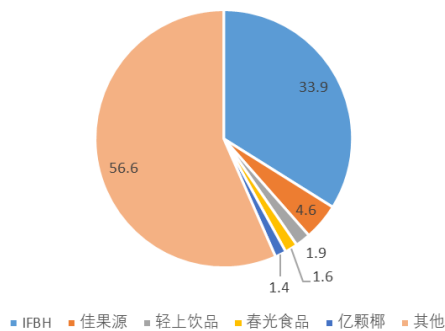
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 38 2024 年全球前五大椰子水公司销售额增长率(%)



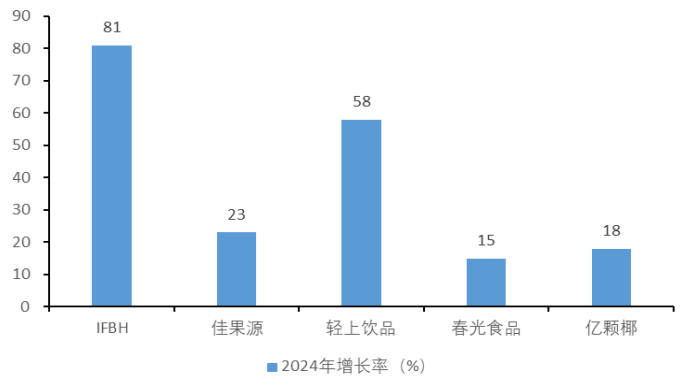
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 39 2024 年中国椰子水公司销售额市占率 (%)



资料来源：IFBH 招股说明书、搜狐新闻、湘财证券研究所

图 40 2024 年中国前五大椰子水公司销售额增长率(%)



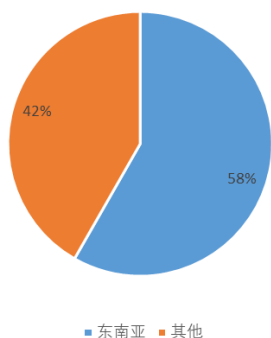
资料来源：IFBH 招股说明书、搜狐新闻、湘财证券研究所

椰子水行业的竞争门槛主要体现在原材料采购及供应链管理方面。椰子水产品强调天然健康，其生产工艺虽相对简单，但对原材料椰子的品质要求极高。椰子水的保鲜期限较短，如何确保椰子从采摘到消费者手中的新鲜度，对供应链管理提出了较高要求。此外，椰子水行业原料价格波动频繁，进一步增加了供应链管理的难度。

相比之下，IFBH 在椰子水行业中拥有显著供应链及技术的优势，原材料成本比竞品低 18%。公司独家合作采用冷无菌灌装技术的厂商，该技术可在不添加防腐剂的情况下将保质期延长至 12 个月，同时完整保留天然营养与风味。另外，我国椰子供给不足，公司在泰国有稳定的供应链，成本采购较低，确保原材料的稳定供应及高品质。根据澎湃新闻，公司原材料用的椰中贵族泰国香水椰，原材料成本比竞争对手低 18%，香水椰仅产于泰国，IFBH 具有天然的地域优势。

全球椰子产量主要集中在东南亚地区，产量占比近六成。然而，中国的椰子产量远不能满足国内需求，主要依赖进口。在中国，椰子产地主要分布在广东南部诸岛、雷州半岛、海南、台湾以及云南南部等热带地区，这些地区具备椰子生长所需的年均温度 23°C 以上和年降雨量 1600 毫米以上的条件。根据中研网数据，2023 年我国椰子年需求达 40 亿颗，海南作为我国椰子主产地，年产量为 2.8 亿颗，中国对椰子的进口依赖度较高，主要进口国为泰国和印尼。

海南省作为中国唯一适合大面积种植椰子的地区，其产量占全国总产量的 90% 以上，但即便如此，海南每年产出的椰子仅约 2.8 亿个，而国内年需求量却高达 26 亿个，这使得中国对椰子的进口依赖度较高，主要进口国为泰国和印尼。

图 41 2023 年全球椰子产量占比 (%)


资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 42 海南椰子产量 (亿颗)


资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 公司运营模式：轻资产，重营销

3.1 轻资产模式，精简高效

IFBH 在运营模式上具有轻资产的特点，其成功在很大程度上得益于独特的轻资产运营模式和营销创新。公司母公司全球员工仅有 46 人，其中 20 人负责销售与营销，5 人为研发，6 人管理仓配，剩下的 15 人分散在财务、人力等后台岗位，运营架构精简高效。

表 1 公司全体员工明细（人）

人数	
新加坡	
财务、人力资源及行政	3
泰国	
销售及营销	20
研究及开发	5
仓配	6
财务、人力资源及行政	12
总计	46

资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

公司采用轻资产模式实现快速扩张，将生产与包装全部外包给代工厂商，同时通过与资源丰富且值得信赖的分销商合作，迅速渗透各地市场。这种模式使公司能够快速应对市场变化，同时实现全球分销网络的快速拓展。

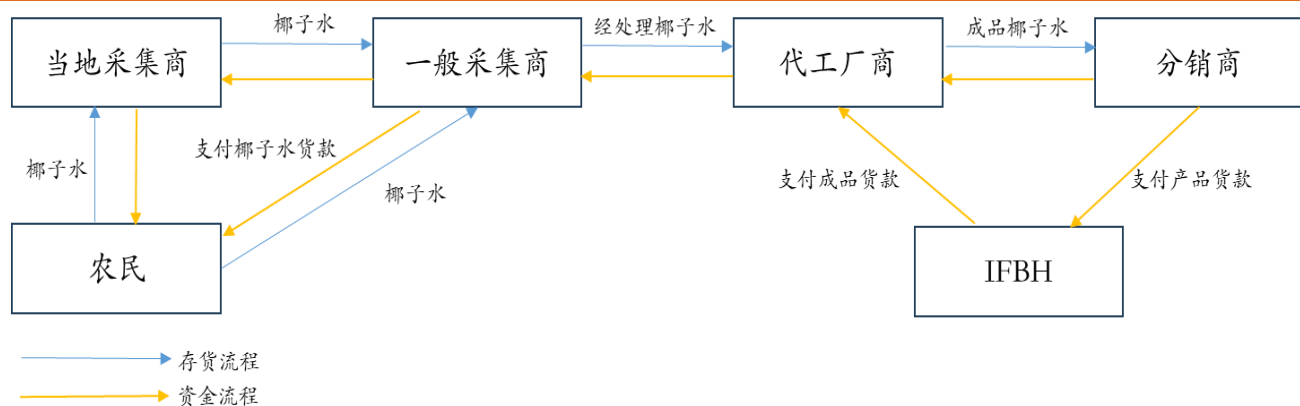
在生产端，公司依托代工厂的专业能力完成制造，专注于椰农、采集商及其他原料供应商的遴选与审核，巩固核心优势并维持高品质标准。研发团队持续优化技术与设备，以更好地保鲜锁鲜、稳定口感并提升品质。例如，公司与采用冷无菌灌装技术的厂商独家合作，可在不添加防腐剂的情况下将保质期延长至 12 个月，并完整保留天然营养与风味。

在销售端，公司保持精简团队，与各地优质分销商合作，借助其物流网络和营销资源实现成本效益最大化的市场渗透，显著降低渠道开发成本。这种精简销售模式使公司具备更强的市场应变能力，优化沟通与信息传递效率，从而提升整体运营效能。通过与当地市场表现优异的分销商合作，公司以符合成本效益的方式进入新市场，利用其物流与营销资源，大幅降低了渠道开发成本。相较于多数同业，这种模式使公司在市场变化中更加灵活，同时提升了运营效率。

轻资产模式让公司能够将资源集中在品牌建设、产品开发及市场推广上，而非直接从事生产活动。这种专注使得公司能够持续创新并推出符合消费者需求的产品，同时强化品牌形象和市场认知度。通过专注于核心竞争力，公司能够持续创新，推出新产品，同时加强品牌影响力，进一步巩固其在市场中的领导地位。这种模式不仅避免了高昂的固定资产投资，而且确保了产品质量和供应的稳定性，从而在竞争激烈的市场中保持了敏捷和弹性。

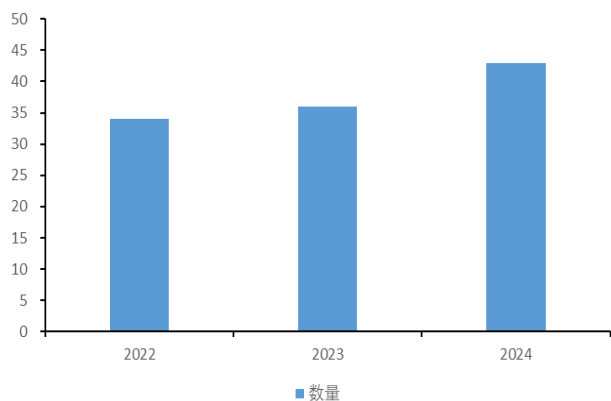
公司控股股东 General Beverage 是公司仅有的一般采集商，向其自身及独立代工厂商供应为公司产品所需的所有椰子水原料食材，供应链稳定。除作为一般采集商外，General Beverage 在 2023-2024 年亦为公司的代工厂商之一。

图 43 公司椰子水饮料的仓配流程



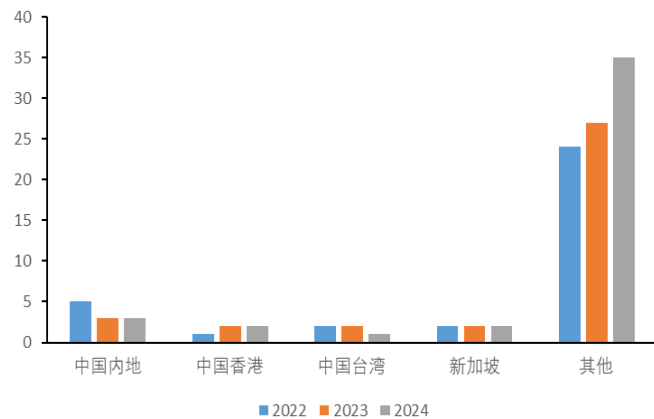
资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所制作

图 44 公司国际业务活跃分销商数量（个）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 45 按地区划分，公司的分销商数量（个）



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

3.2 精准营销，赋能品牌

IFBH 的营销策略紧密围绕其两大品牌定位展开：if 品牌主打天然健康的泰式饮品与食品，满足各类消费者的口味需求；Innococo 品牌则定位为传统运动及功能饮品的健康替代品。公司通过多种方式推进全球品牌建设，包括名人代言、KOL 合作、综艺节目产品植入以及各类广告活动，同时定期参与

行业展会与贸易展览。针对新开拓的地理市场，公司采取系统化的策略，一般先推出旗舰产品 if 天然椰子水，以建立品牌认知并快速抢占目标市场份额。待品牌知名度提升后，再引入其他产品线，满足消费者多样化需求，进一步深化市场渗透。公司亦具备因地制宜调整营销策略的经验与洞察。例如，为把握中国内地蓬勃发展的电商/社交电商生态，公司与分销商紧密合作，确保产品在主要电商渠道广泛覆盖并占据显要位置。

IFBH 的营销策略也包括在社交媒体上的种草，抢占品类心智，以及通过明星代言实现销量爆发。2023 年，IFBH 签约赵露思为代言人，2024 年官宣肖战为全球代言人，两位流量明星让 IFBH 吃到了粉丝经济的红利，带动销售额直线飙升。IFBH 还通过多样化的营销手段拓展市场，包括快闪活动、在巴士候车亭投放广告，以及在地铁和巴士上打广告等多种方式，全面铺开营销网络，扩大品牌影响力。此外，IFBH 还不断创新，推出了如椰青红茶、椰子水+阿拉比卡咖啡、椰子水+西瓜汁等独特口味，满足消费者的多样需求。

图 46 公司与泡泡玛特合作



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

图 47 公司的品牌大使为肖战



资料来源：IFBH 招股说明书、湘财证券研究所

3.3 持续优化体系建设，拓展市场版图

IFBH 通过强化泰国及周边椰子产区的采购体系，并建立多国代工产能来确保原料供应的稳定性和高品质。公司计划与泰国当地更多代工厂建立长期合作关系，构建更具韧性和效率的采购体系，同时深化与椰农及采集商的合作。在海外市场，IFBH 计划拓展至周边椰子主产国，与当地代工厂建立生产关系，以实现高效扩张同时保证产品一致性。

针对中国市场，公司推动渠道下沉，持续提升分销效率。公司升级现有经销商协同机制，上线数据驱动的需求预测系统，精准把握市场需求。同时，IFBH 将在一二线城市新增战略渠道，并积极开拓新兴市场。此外，通过与本土 KOL 合作、品牌赞助以及快闪、体验营销等线下活动，强化“纯泰天然”

的品牌形象，增强市场竞争力。

丰富产品矩阵，加速全球化拓展。IFBH 还将拓展澳洲、美洲和东南亚业务，提升创新能力，加速全球布局，迈向更广阔的国际市场。公司后续推出了气泡椰子水、椰子咖啡、椰青红茶等创新品类，尝试进行多品牌、全品类布局，满足消费者多样化的需求，巩固其在椰子水饮料行业的领先地位。

4 盈利预测与投资建议

椰子水：受益于健康消费趋势，椰子水产品类持续高速扩容，预计 2025-2027 年公司椰子水业务同比增长 35.00%、30.00%、25.00%至 203.36、264.37、330.47 百万美元。随着市场竞争加剧，椰子水产品类毛利率相对承压，预计 2025-2027 年分别为 37.20%、36.96%、36.96%

其他椰子水饮料：随着公司椰子水相关饮料品类的创新拓展，其他椰子水饮料加速布局，预计 2025-2027 年公司其他椰子水饮料业务同比增长 20.00%、25.00%、30.00%至 3.70、4.62、6.01 百万美元。随着其他椰子水饮料规模的扩张，规模效应逐步显现，预计 2025-2027 年毛利率分别为 31.31%、32.41%、33.45%。

其他饮料：公司逐步拓展植物基及其他饮料品类，引入更多展现天然的饮品，预计 2025-2027 年公司其他饮料品类同比增长 30.00%、20.00%、20.00%至 4.58、5.49、6.59 百万美元。随着市场规模的扩大，规模效应显现，预计 2025-2027 年毛利率分别为 22.52%、23.81%、25.08%。

植物基零食：植物基零食是公司植物基产品线的自然延伸，随着公司植物基饮品的扩大，植物基零食品类规模逐步增长，预计 2025-2027 年公司植物基零食品类同比增长 5%、10%、10%至 0.42、0.46、0.51 百万美元。规模效应下，毛利率有望逐步增长，预计 2025-2027 年毛利率分别为 38.69%、40.36%、41.99%。

公司持续深化中国渠道渗透，丰富产品矩阵，加速推进全球化拓展。根据以上假设，我们预计 2025-2027 年，公司营业收入为 2.12、2.75、3.44 亿美元，同比增长 34.52%、29.66%、24.96%；净利润为 0.44、0.57、0.71 亿美元，同比增长 31.73%、29.16%、25.23%。对应 2025 年 7 月 25 日收盘价，市盈率为 30.42、23.55、18.81 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 2 分产品盈利预测（百万美元）

		2024	2025E	2026E	2027E
椰子水	营业收入	150.64	203.36	264.37	330.47
	同比	83.68%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	37.20%	37.20%	36.96%	36.96%
其他椰子水饮料	营业收入	3.08	3.70	4.62	6.01
	同比	10.30%	20.00%	25.00%	30.00%
	毛利率	29.69%	31.31%	32.41%	33.45%
其他饮料	营业收入	3.52	4.58	5.49	6.59
	同比	59.95%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	21.27%	22.52%	23.81%	25.08%
植物基饮料	营业收入	0.40	0.42	0.46	0.51
	同比	-7.42%	5.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	37.34%	38.69%	40.36%	41.99%
总计	营业收入	157.64	212.06	274.95	343.57
	同比	80.28%	34.52%	29.66%	24.96%
	毛利率	36.70%	36.78%	36.63%	36.68%

资料来源：ifind、湘财证券研究所

5 风险提示

食品安全问题、市场竞争加剧、全球化拓展不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动、国际贸易政策变动风险等。

若假设公司实际营业收入较预测值减少 1%，则公司归母净利润率较预测值由 20.69% 下滑至 20.17%，减少 0.52pct。

若假设公司实际原材料成本较预测值增长 1%，则公司归母净利润率较预测值由 20.69% 下滑至 20.17%，减少 0.52pct。

附表 3 IFBH 财务报表以及相应指标

资产负债表					单位:百万美元				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	54.82	92.42	134.03	188.26	营业额	157.65	212.07	274.96	343.59
应收账款	7.05	8.36	11.57	14.00	销售成本	99.79	134.06	174.25	217.57
预付款项、按金及其他应收款项	1.39	2.04	2.53	3.23	其他费用	1.38	1.86	2.34	2.92
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	12.74	17.14	22.23	27.78
存货	1.04	1.40	1.82	2.28	管理费用	4.95	6.66	8.59	10.72
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-1.01	-0.26	-0.40	-0.56
流动资产总计	64.29	104.23	149.95	207.77	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.43	0.36	0.29	0.23	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	39.80	52.60	67.95	85.17
无形资产	9.39	7.82	6.26	4.69	其他非经营损益	0.28	0.20	0.24	0.22
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	40.08	52.81	68.19	85.39
其他非流动资产	0.03	0.03	0.03	0.03	所得税	6.76	8.92	11.50	14.41
非流动资产合计	9.84	8.21	6.58	4.95	税后利润	33.32	43.89	56.69	70.99
资产总计	74.14	112.44	156.53	212.72	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	33.32	43.89	56.69	70.99
应付账款	15.67	19.47	26.34	32.24	EBITDA	40.36	54.18	69.42	86.46
其他流动负债	9.72	18.55	20.53	27.86	NOPLAT	32.24	43.50	56.16	70.33
流动负债合计	25.40	38.02	46.86	60.10	EPS(元)	0.12	0.16	0.21	0.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	0.65	0.50	0.50	0.50					
非流动负债合计	0.65	0.50	0.50	0.50					
负债合计	26.05	38.52	47.36	60.60					
股本	18.13	0.00	0.00	0.00					
储备	29.94	29.94	29.94	29.94					
留存收益	0.00	25.83	61.07	104.03					
归属于母公司股东权益	48.07	55.77	91.01	133.97					
归属于非控制股股东权益	0.02	0.02	0.02	0.02					
权益合计	48.09	55.79	91.03	133.99					
负债和权益合计	74.14	94.31	138.39	194.59					

资料来源: ifind、湘财证券研究所

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（港股市场比较基准为恒生指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。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、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。