



IFBH（6603. HK）：

椰子水行业高增势能延续，龙头优势助力前行

分析师：张东雪（S1350525060001）

分析师：林若尧（S1350525070002）



- ❑ 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为国内椰子水龙头企业，企业性质更偏向品牌企业，上市公司体内不包含中游加工环节和下游具体市场销售，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。
 - 供应链方面，公司具备得天独厚的地理优势，General Beverage作为目前唯一的原材料椰子水供应商，已多年与泰国符合资质的农户及当地采集商建立良好的合作关系。24年公司椰子水销量达1.32亿升，占预估23年泰国椰子水产量的45%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产品的原材料产地与加工厂均在泰国且公司对泰国优质椰子水原材料的高掌控力较其他竞争者形成显著优势。**
 - 市场方面，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。

盈利预测：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%，考虑到公司所处赛道景气度高，且未来业绩增速预计维持较高水平，维持“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

主要内容

一、椰子水行业高增态势不改，后续竞争预计围绕供应链

1.1 原材料属性重，上游为核心环节

1.2 参与者增多，品类探索定价进行时

二、IFBH：我国椰子水行业龙头，国内业务发展占据天时地利

2.1 进入中国市场占据天时地利，椰子水供应链稳定

2.2 把控品牌与产品，市场充分放权代理商

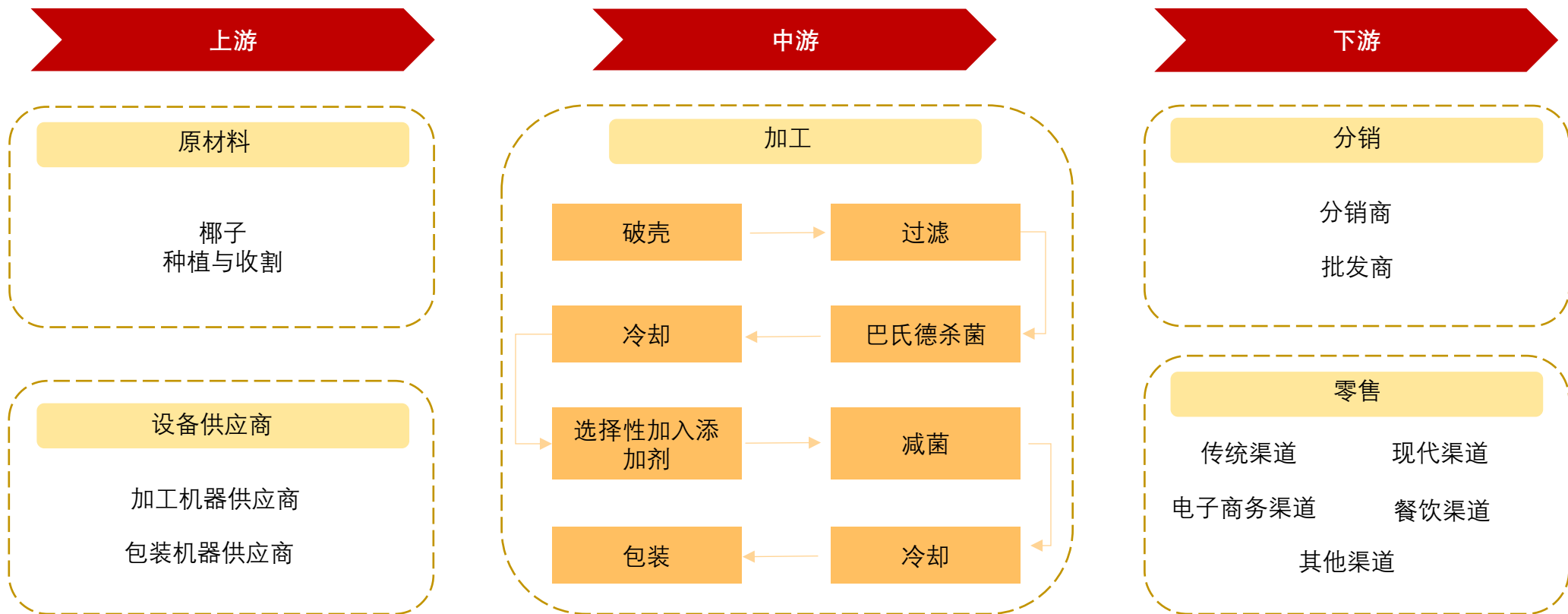
三、盈利预测

四、风险提示

椰子水饮料行业整体产业链条较短，上中下游分工明确。椰子水饮料行业上游包括原材料椰子种植及设备采购。中游包括椰子水的加工处理，破壳、过滤、巴氏德杀菌、冷却及包装等工序，下游则负责分销和零售环节。

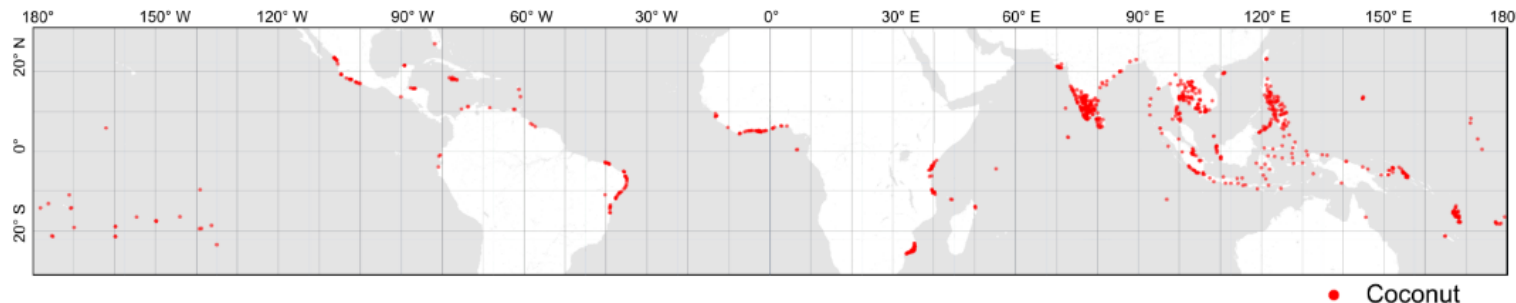
❑ 椰子作为“有限地区”的产物，椰子中的椰子水是椰子水产品的主要原材料，上游环节的稳定性是供应链中最为重要的一环

图表：椰子水产业价值链



东南亚和南亚是世界椰子的主要产区。通常椰子水会选取开花7-8月的青椰，追求清甜的口感。由于南亚地区，例如印度的椰子产品主要选择当地老椰进行加工，产成品为食用椰干、椰蓉等，而东南亚椰子产品加工选取青椰加工成椰子水产品更多。

图表：世界椰子产区分布



椰子的生命周期

开花后7-8个月

青椰



特点

- 外形特点：外果皮呈青绿色，表面相对光滑
- 含水量：含有较多水分，质量较大
- 果肉特点：果肉较薄，呈凝胶状，口感柔软
- 营养成分：椰子水富含电解质，如钾、钠、镁和钙，有助于补充水分和维持身体的电解质平衡
- 保质期：椰子水不易存放，保质期较短
- 开启难度：外壳较软，更容易打开

主要经济价值部分

椰汁

主要使用场景

- 用于直接饮用椰子水，或者利用椰汁制成椰子水饮料
- 作为热带菜肴的调味料

开花后10个月以上

老椰



- 外形特点：外壳为褐色或灰色，表面粗糙且有纤维
- 含水量：水分减少，果肉增多，质量相对较重
- 果肉特点：果肉厚实且坚硬，口感浓稠
- 营养成分：果肉富含膳食纤维、中链甘油三酯（MCTs）、蛋白质、碳水化合物以及多种维生素和矿物质
- 保质期：保质期相对较长
- 开启难度：外壳坚硬，需要使用专业工具打开

椰肉

- 可用于制作椰奶、椰油
- 直接食用或用于烹饪和烘焙

东南亚和南亚是椰子的主要产区，不同产区的椰子之间有明显区别，泰国产区的椰子因其椰汁甜度高，口感好较适合作为椰子水的加工原料，而其中的泰国香椰更是被称为“椰子中的米其林”。在世界椰子产量维持稳定的背景下，泰国椰子产量保持着稳中有升的趋势，从2019年的0.87百万吨上升到2023年的0.97百万吨，按照一颗椰子产椰子水300ml，占椰子重量的15%-30%计算，**2023年泰国年椰子水产量约为1.455亿升-2.91亿升**。随着种植能力进一步提高，虽然泰国椰子产量逐年增加，但**占东南亚总椰子产能比例仅约1.4%-1.5%，而香水椰则更少**，因此原材料是否能够稳定获得成为各大椰子水厂家竞争中的关键制胜因素。

泰国椰子



主要品种：以香水椰（矮种）为主，如Nam Hom品种，树高5-15米，自花授粉。

果实特点：果形较小，椰汁甜度高，椰肉口感薄而软嫩

生长周期：3-4年结果，经济寿命30-40年

核心产区：泰国叻丕府、叻武里府等中部平原，典型气候特征为热带气候

主要用途：高端饮品原料、甜品、鲜食加工

其他产区椰子



主要品种：多为高种椰子，树高15-30米，异株授粉（如菲律宾Laguna）

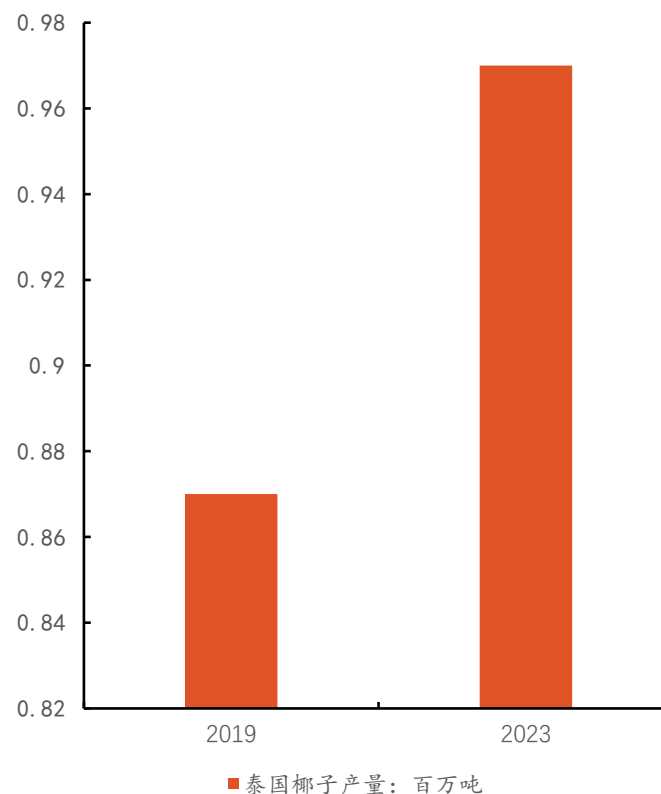
果实特点：果形较大，椰汁清淡，椰肉厚实偏硬

生长周期：7-8年结果，经济寿命70-80年

核心产区：菲律宾吕宋岛；印尼爪哇岛；中国海南文昌，典型气候特征为热带雨林气候或湿热季风气候

主要用途：椰油提炼、椰蓉加工

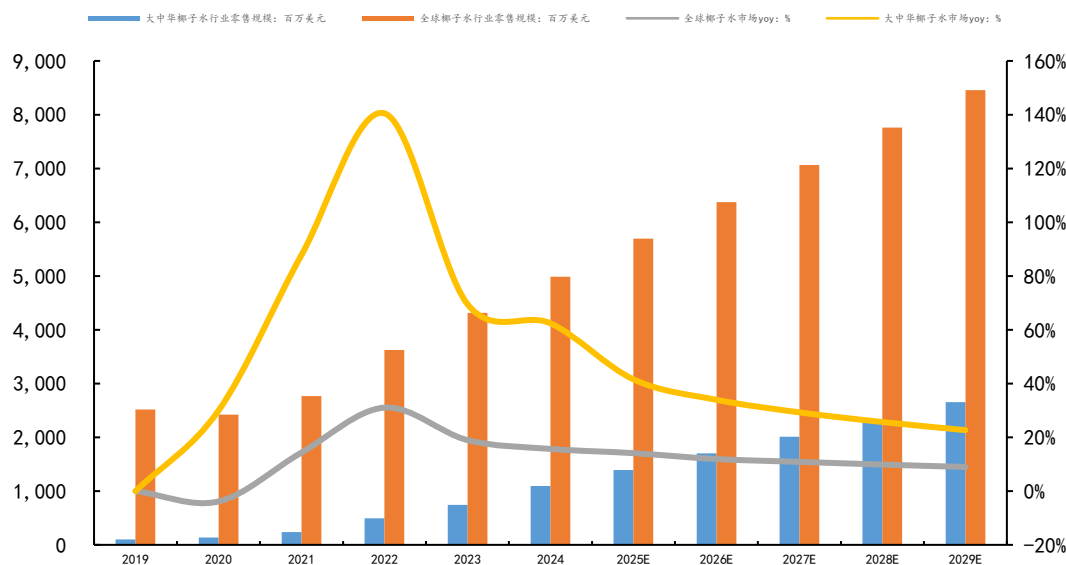
图表：泰国椰子产量变化



中国内地椰子水市场规模连年扩大，并保持高增速，但规模绝对额仍较小。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%。

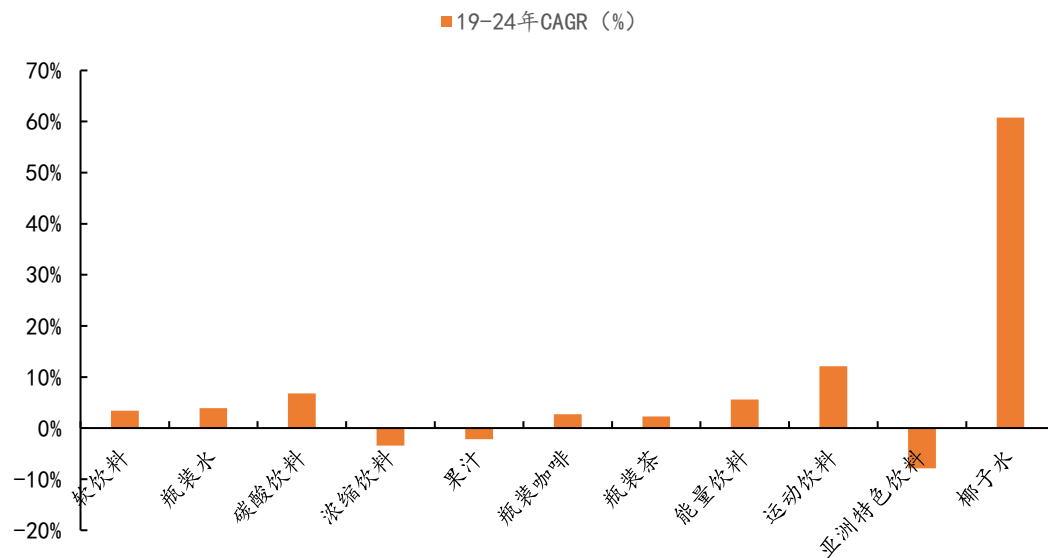
- 我们认为，椰子水市场能够保持足够高的增速主要系：1) 居民消费水平提升，消费需求逐步倾向于多元化、健康化，对高价值产品的接受度提升；2) 椰子水产品本身口感好且营养丰富，富含天然电解质和矿物质，适合各类人群饮用，符合当前健康化消费趋势。
- 当前我国椰子水行业相比于其他饮料细分板块规模仍低，渗透率仍处于快速提升阶段，预计后续行业将维持高速增长态势。

图表：中国椰子水消费市场复合增速明显快于世界椰子水市场复合增速



数据来源：公司公告，灼识咨询，欧睿国际，华源证券研究所

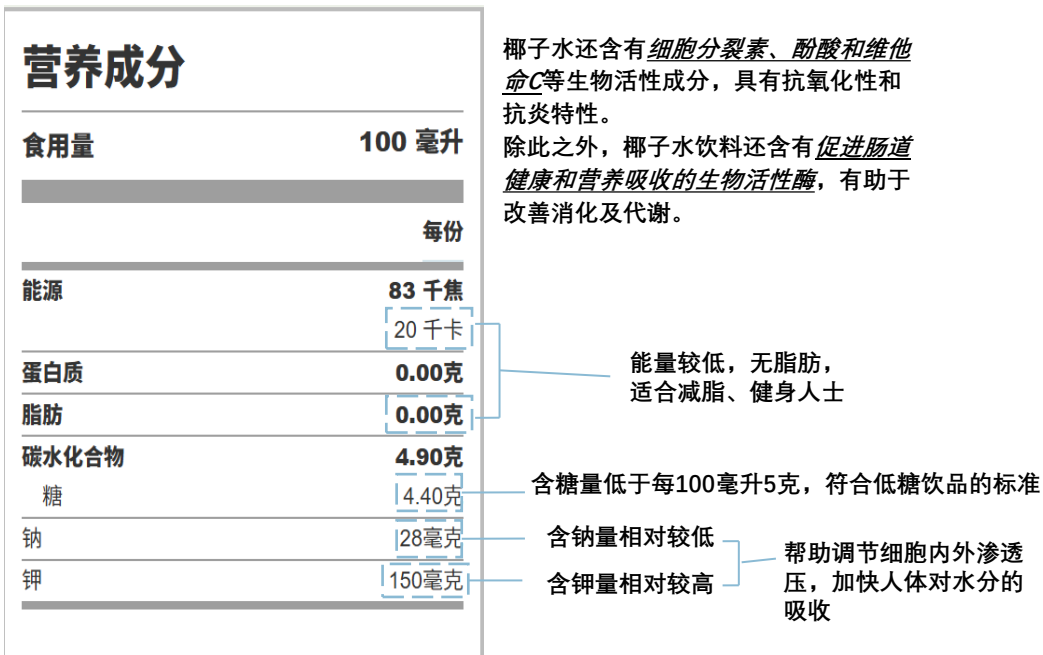
图表：2019-2024年椰子水市场复合增速位列中国软饮料市场第一



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。椰子水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年市场规模达到210.58亿元，19-24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。

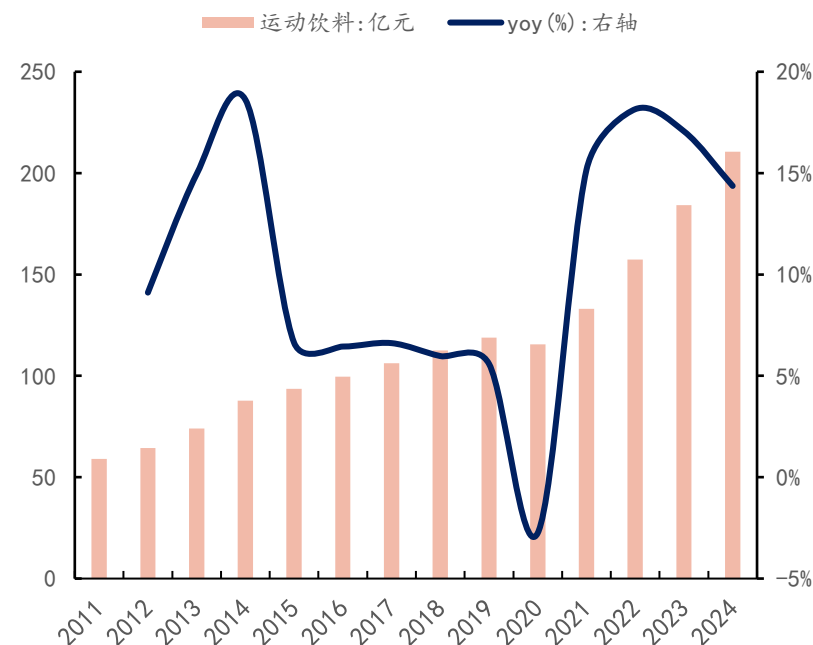
图表：椰子水低热量、低脂肪、富含人体所需的电解质和微量元素



图表：菲诺电解质椰子水



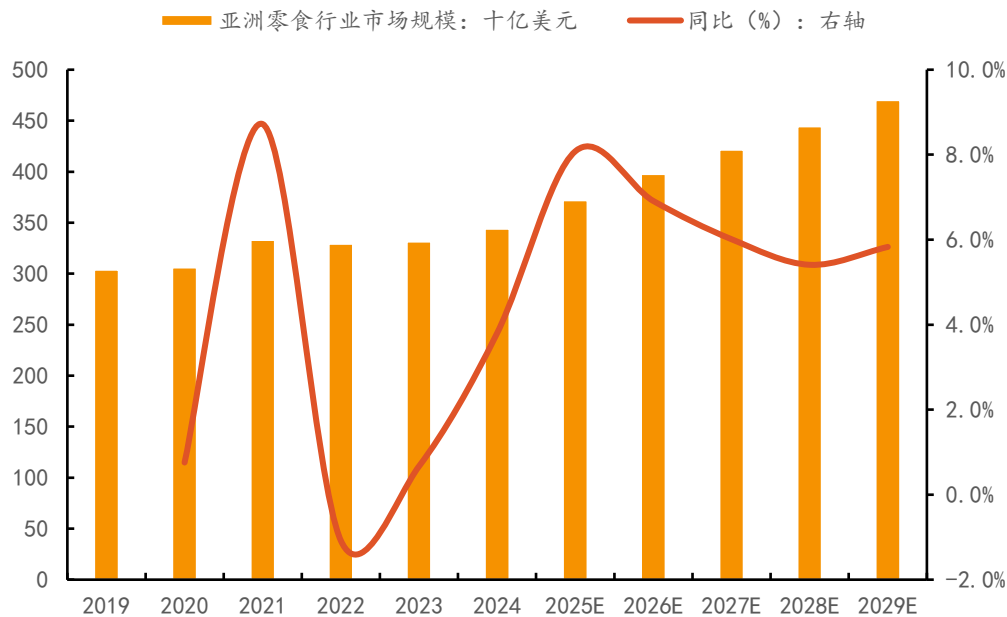
图表：我国运动饮料市场规模保持较高增速



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。椰子风味越来越多地出现在各种食品的口味列表中，随着瑞幸生椰拿铁等椰子味饮料、零食的风靡，椰子风味近年来备受各年龄层消费者喜爱，椰汁美式、椰子卷、椰子脆片、椰子奶等植物基、椰子风味零食成为椰子赛道食品加工企业下一个发力方向。

■ 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：亚洲零食市场规模保持较高增速



数据来源：公司公告，灼识咨询，iffamily官网等，华源证券研究所

图表：IFBH开发的椰子味零食和椰奶饮料



主要内容

一、椰子水行业高增态势不改，后续竞争预计围绕供应链

1.1 原材料属性重，上游为核心环节

1.2 参与者增多，品类探索定价进行时

二、IFBH：我国椰子水行业龙头，国内业务发展占据天时地利

2.1 进入中国市场占据天时地利，椰子水供应链稳定

2.2 把控品牌与产品，市场充分放权代理商

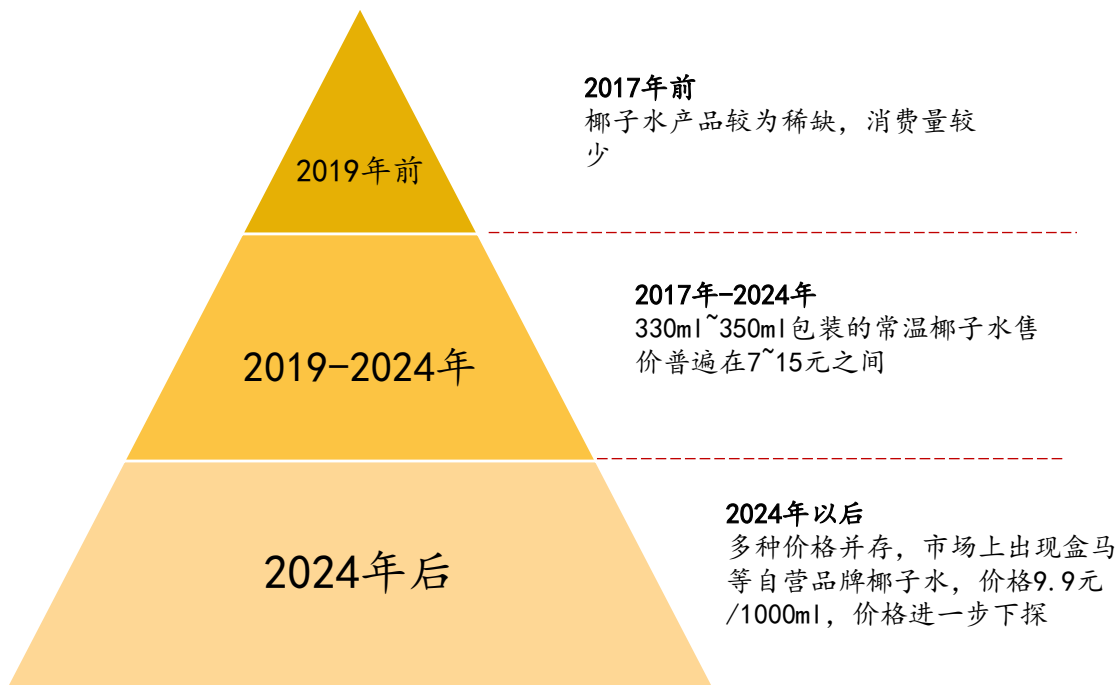
三、盈利预测

四、风险提示

由于椰子水行业高增，近两年新增参与者较多，且该产品原材料属性较重，因此新品多以性价比标签切入，带动行业均价下降，该现象既是品类探索定价的过程，也是行业竞争的结果，但从IF来看，先发优势之下，品牌对于产品价格的锚定作用依然存在。

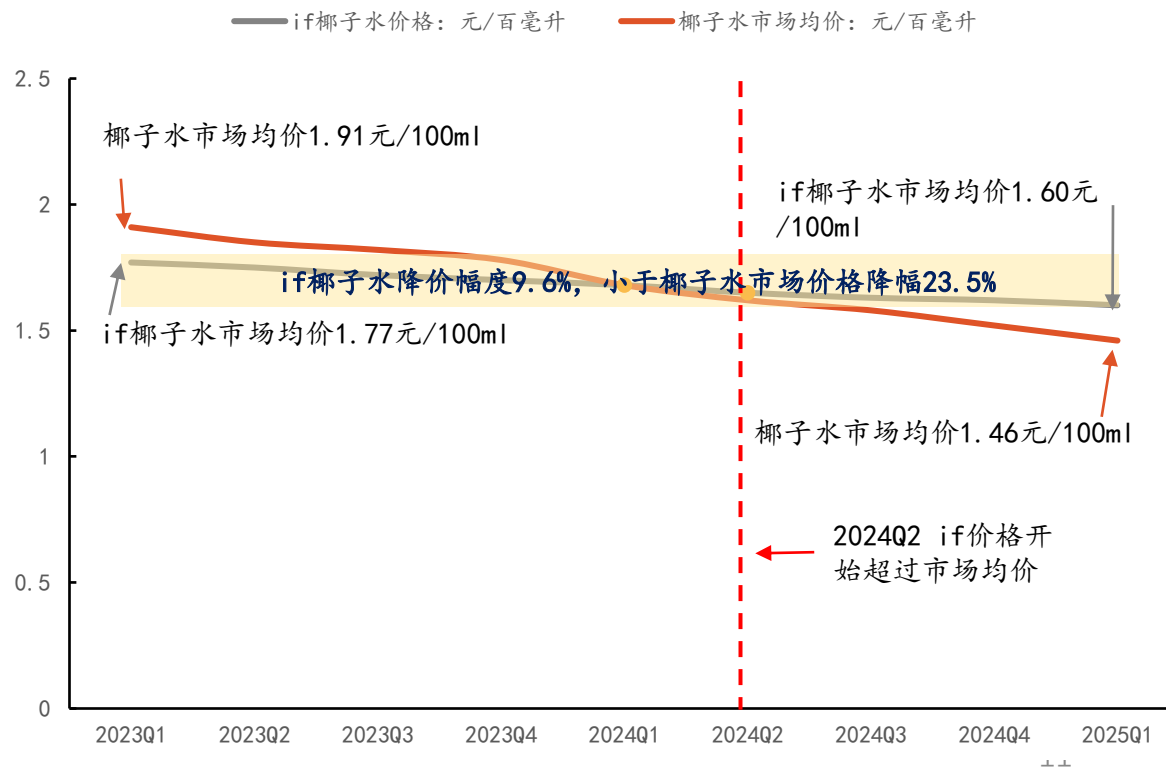
- 椰子水行业规模高速增长的驱使下，均价出现了明显下降，市场整体呈现**量增价降的局面**，**主要原因是新进入的低价者销量快速增长，拉低了行业的平均价格，而非原有高价厂商进行了大幅降价**。具体来说，椰子水均价由23Q1的1.91元/百毫升下降至25Q1的1.46元/百毫升，而if降幅仅为9.6%，小于市场整体23.5%的降幅，展望后续预计行业渗透率上行阶段，均价短期内仍将承压，而后在品类探索供求关系后，价格或将趋于稳定。

图表：近年来市场椰子水售价不断下降



数据来源：投资界（深氦新消费），淘宝，新华网，小食代公众号，华源证券研究所

图表：假设价格变化均匀，2023年至今if与椰子水市场零售均价的变化情况



众多参与者进入椰子水赛道，均以性价比标签切入，部分参与者以次充好

IFBH此前为我国为数不多的椰子水品牌之一，凭借先发优势占据市场龙头地位。而赛道火热下，众多参与者均切入该市场，并且以“性价比”姿态切入，但也由此带来行业部分乱象扰乱竞争，后续预计标准的进一步完善将夯实龙头企业地位。

部分参与者售价达10元/L以下，较不符合优质原料的成本假设（海南椰子约3元/颗，1L需3颗多；泰国香椰20元以上/L），因此据知危公众号推测，售价10元/L以下的椰子水采用东南亚进口老椰（原用途为炼椰油和做椰果冻，椰子水属于边角料），因此进口原料成本可降至约3000-4000元每吨，折算后老椰子水成本为3-4元每升，只有在此原料成本下，加上外包装、运输费用、各环节所需利润等或才可达低于10元/L的零售价。

图表：目前主要市场参与者

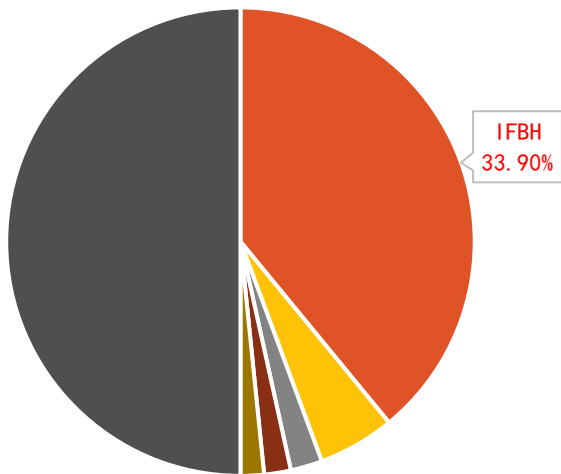
品牌	IFBH	佳果源	轻上	海南春光	亿颗椰	山姆	盒马
产品图							
产品规格	350ml	330ml	245ml	100ml	200ml	200ml	250ml
产品价格	65.82元/12瓶	54.32元/12瓶	35.47元/10瓶	25.5元/10瓶	24.4元/8瓶	64.9元/24瓶	74.9元/24瓶
价格换算为： 元/500ml	7.84	6.86	7.24	12.75	7.63	6.76	6.24
椰青产地	泰国	泰国	东南亚	中国海南	印尼	泰国	仅明确进口未明确具体进口国
加工地	泰国	泰国	中国	中国	中国	泰国	中国
是否NFC	是	是	是	是	是	是	是

IFBH在我国椰子水市场龙头地位稳固，份额是第二名七倍以上，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在中国内地和中国香港市场，市占率分别达到33.9%/59.9%，份额均是第二名七倍以上。

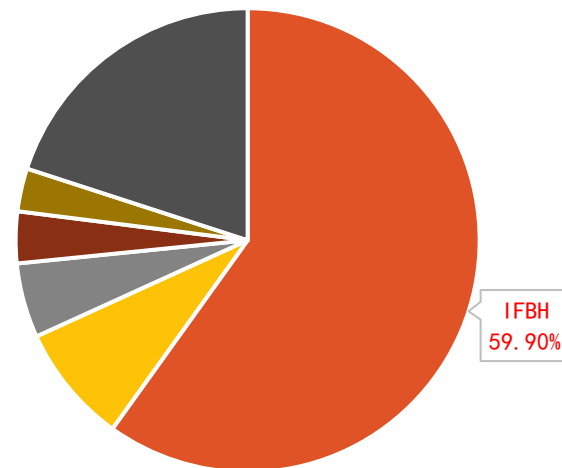
□ 中国内地市场中IFBH为市场开拓者，存在先发优势，而IFBH进入中国香港的第二年，就成为了中国香港椰子水市场占有率第一的公司。不同于中国香港市场CR5中除IF以外的公司成立时间均早于2012年，中国内地市场市占率前五的公司中，佳农食品、椰泰集团和亿颗椰均为2019年之后成立的公司，市场整体更年轻。随市场进一步发展，我们认为行业竞争或逐步从价格层面转移至上游供应链控制能力方面，届时具备稳定原料供应、加工等供应链支持的企业或将在后续的竞争当中享受市场份额的进一步集中。

图表：if在我国主要市场占有率稳居第一

2024年，if椰子水中国内地市场市占率33.9%，排名第一



2024年，if椰子水中国香港市场市占率59.9%，排名第一



主要内容

一、椰子水行业高增态势不改，后续竞争预计围绕供应链

1.1 原材料属性重，上游为核心环节

1.2 参与者增多，品类探索定价进行时

二、IFBH：我国椰子水行业龙头，国内业务发展占据天时地利

2.1 进入中国市场占据天时地利，椰子水供应链稳定

2.2 把控品牌与产品，市场充分放权代理商

三、盈利预测

四、风险提示

IFBH脱胎于General Beverage，致力为消费者打造泰式风味新鲜饮品。2015年公司首先进军中国香港市场，并在2016年成为中国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。截至2024年，母公司General Beverage仍为公司唯一椰子水原材料供应商和前五大代工生产厂商之一。

图表：公司发展历史

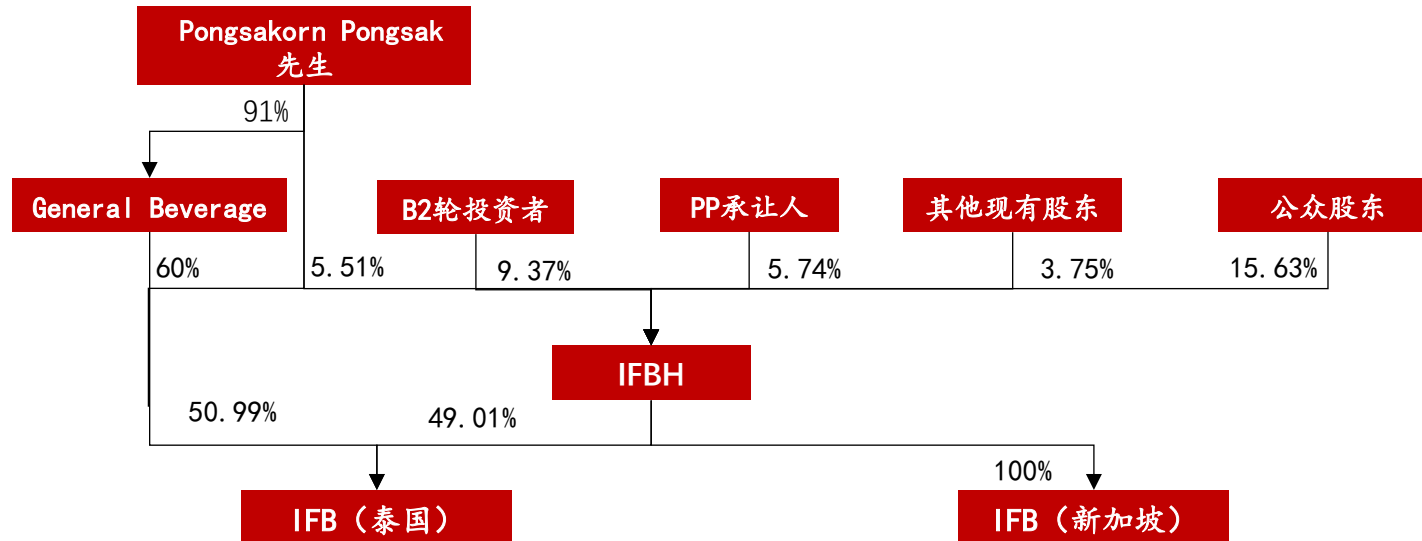


公司股权结构稳定，Pongsakorn Pongsak先生为公司实际第一大股东，其控股的General Beverage公司与IFBH深度绑定。

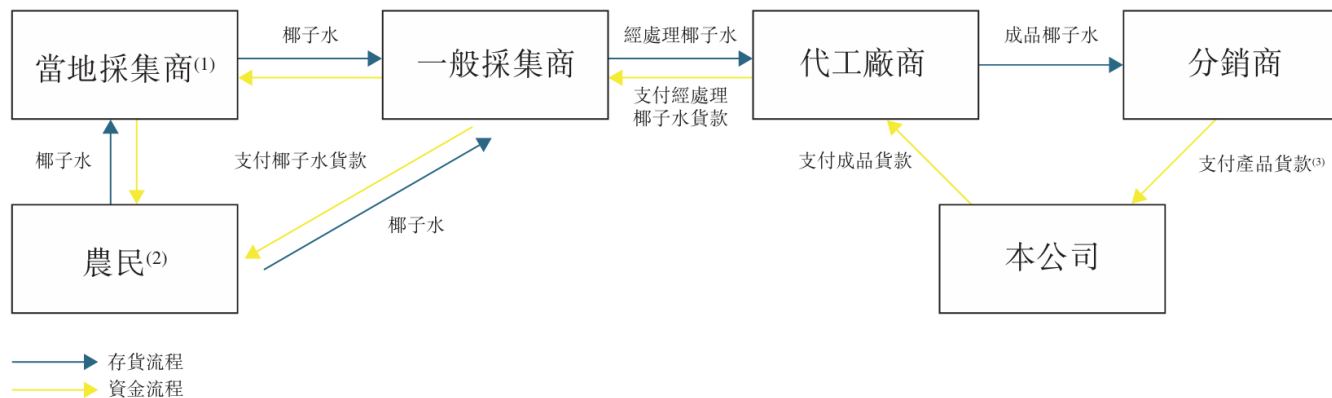
❑创始人股权集中，控股股东为General Beverage。根据招股说明书，Pongsakorn Pongsak先生持股91%的General Beverage公司占公司60%股权，为公司第一大股东，同时Pongsakorn Pongsak先生还直接持有IFBH股份的5.51%，为公司实控人。

❑IFBH公司性质更类似于品牌运营公司。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：上市后公司股权结构图



图表：上市公司主体更偏向中游与下游之间的品牌运营公司



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。

- 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：IFBH主力产品天然椰子水

if 系列



Innococo系列



数据来源：公司公告，iffamily官网，华源证券研究所

图表：IFBH开发的椰子味零食和椰奶饮料

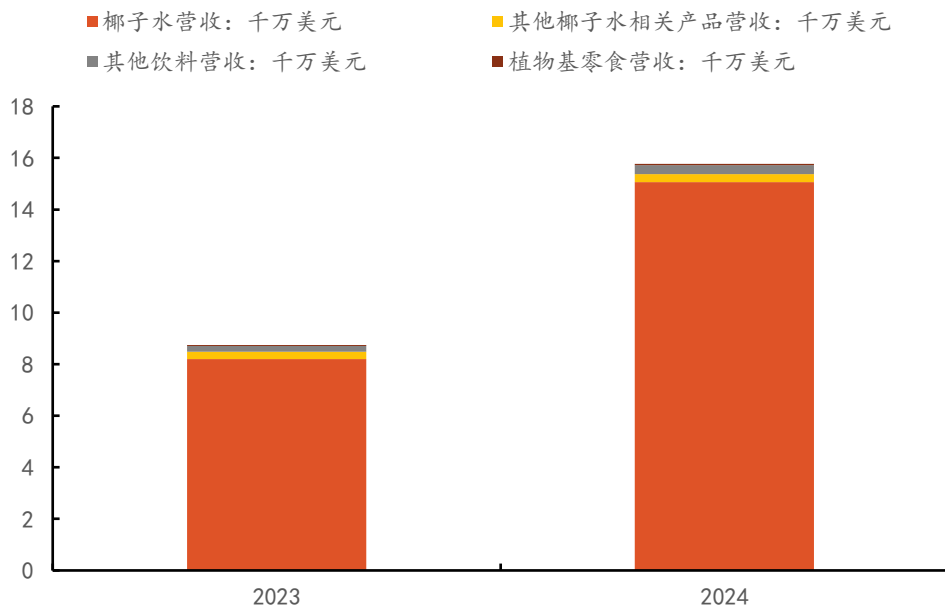


公司24年实现营收1.58亿美元，同比增长80%，椰子水为其主要营收来源，其中内地市场贡献了主要营收。

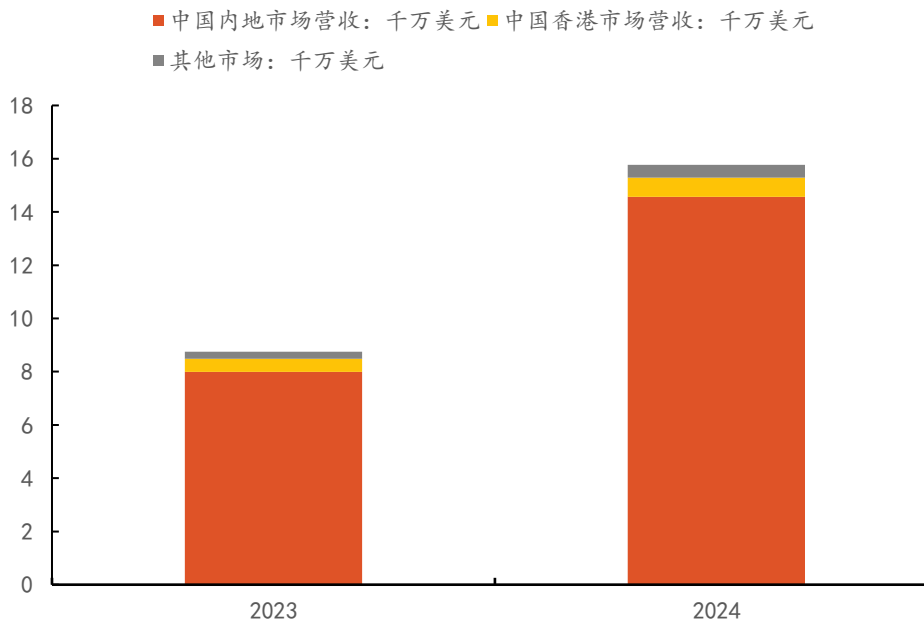
□ 分产品看，椰子水业务为公司主要营收来源，24年椰子水业务收入占总营收95.6%。

□ 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：公司主要业务收入来源于椰子水



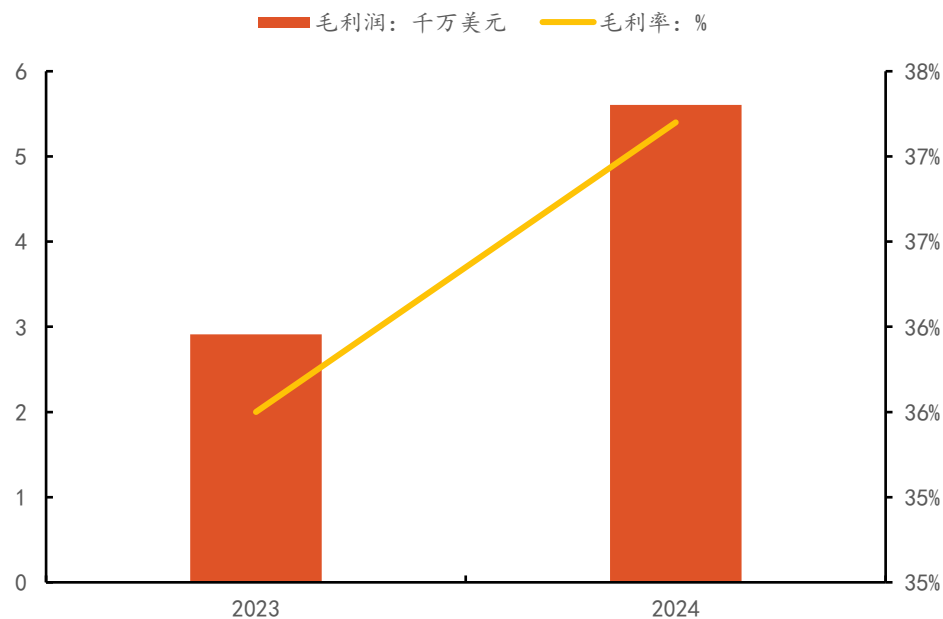
图表：公司主要业务收入来源于我国市场



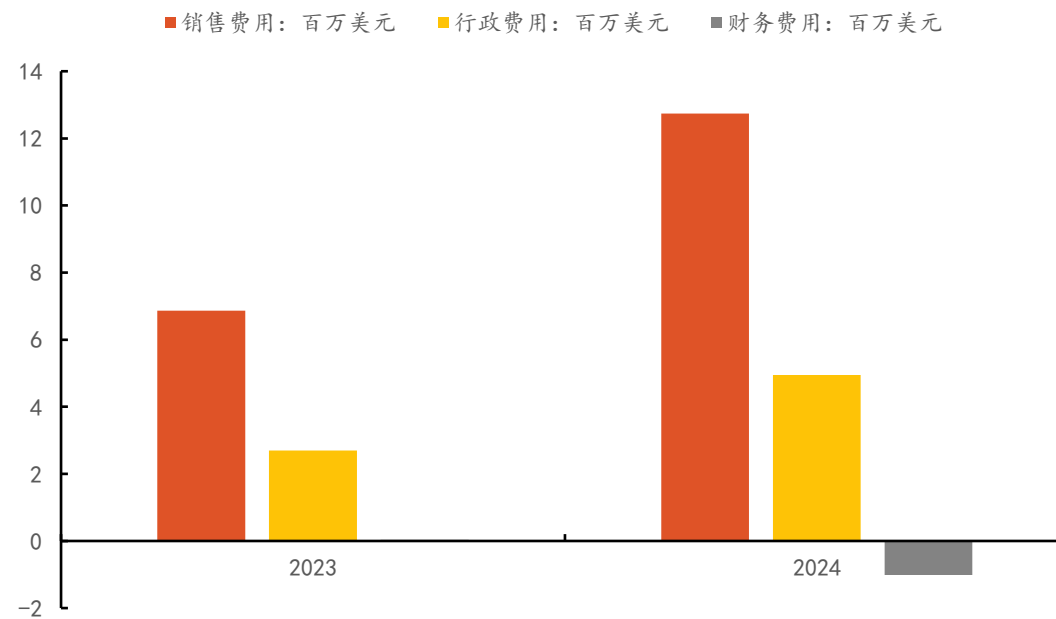
公司主营产品赚钱效益明显，各项费用配合销售有序扩张。

- ❑ 市场竞争下，毛利率仍有所增长。公司主营产品椰子水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。
- ❑ 公司财务情况良好。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：公司毛利润和毛利率情况



图表：公司三费情况



主要内容

一、椰子水行业高增态势不改，后续竞争预计围绕供应链

1.1 原材料属性重，上游为核心环节

1.2 参与者增多，品类探索定价进行时

二、IFBH：我国椰子水行业龙头，国内业务发展占据天时地利

2.1 进入中国市场占据天时地利，椰子水供应链稳定

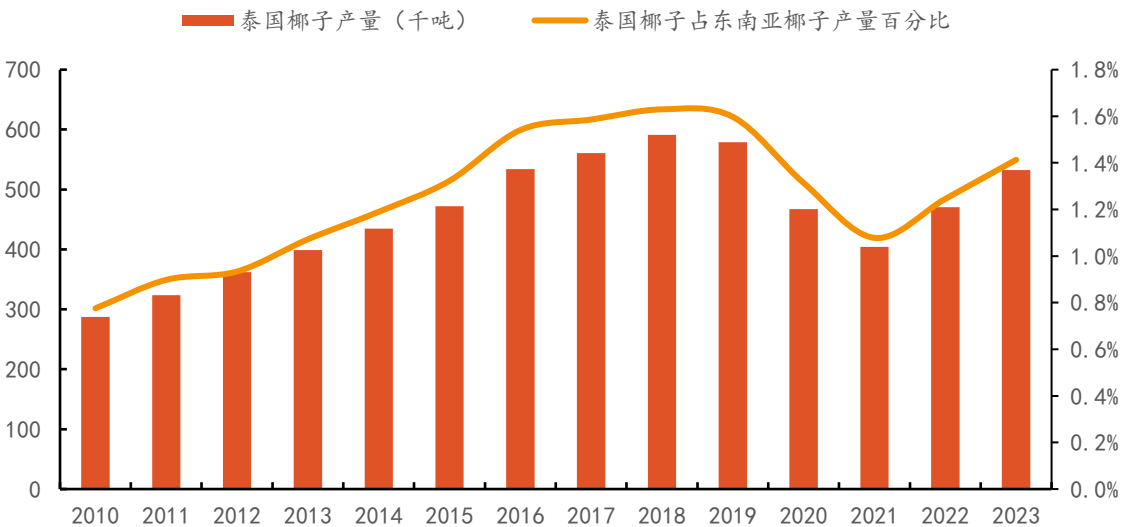
2.2 把控品牌与产品，市场充分放权代理商

三、盈利预测

四、风险提示

- ❑ 严选泰国椰子作为原材料，从源头保证产品品质。椰子水本身强调天然与健康，因此从椰子取出椰汁后，仅对椰子进行过滤、杀菌、冷却等加工工序，之后就进行包装形成最终产品推向市场，因此产品品质与椰子品质高度相关。if选取泰国椰青相较于其他产区口感和质量上有明显优势。
- ❑ General Beverage作为目前if最大的原材料椰子水供应商，与符合资质的农户及当地采集商已建立良好的合作关系，为其提供椰子种植的相关培训，一方面确保椰子水的供应量和价格的稳定，另一方面通过完整规范的采购流程确保了椰子水的品质合格。
- ❑ 2024年IFBH椰子水销量合计达到1.32亿升，占此前预估23年泰国椰子水产量的45%以上，核心原材料掌控程度较高。2024年以前General Beverage负责向IFBH所有代工厂提供椰子水原材料。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产品的原材料产地与加工厂均在泰国且公司对泰国优质椰子水原材料的高掌控力较其他竞争者形成显著优势。

图表：近年泰国椰子产量除了极端天气外保持50万吨以上规模，但在东南亚椰子总产量中占比较少



数据来源：公司公告，iFinD，欧睿国际，丝路印象网，中华人民共和国商务部等，华源证券研究所

图表：泰国椰子质量优秀且稳定

泰国椰子的优点	具体描述
自然甜味和香气	泰国的“Nam Hom”椰子以其自然甜度和香气闻名，其椰子水香味浓郁、甜度更高
理想自然生产环境	泰国的热带气候、肥沃的土壤和充足的阳光为椰子提供了理想的生长条件，确保了椰子水的高品质
政策扶持	对椰子价格进行干预；帮助椰农进行产品推广
种植技术	现代化的种植技术
营养价值	富含矿物质和维生素
全球声誉	泰国是全球重要的椰子出口国，特别是香水椰子在国际上享有良好声誉

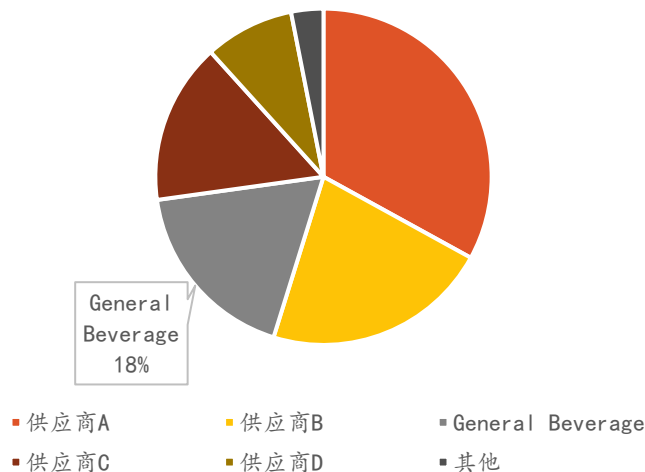
IFBH与重要代工厂深度绑定，严格筛选剩余代工厂，利用代工厂先进设备，构筑稳定优质供应链。IFBH与General Beverage在股权方面深度绑定，并在2025年签订了代工协议，有效期至2027年12月。此代工协议保证General Beverage将按照IFBH要求制造提供相关产品，为公司构筑起低成本，高可控的供应链体系。

General Beverage作为东南亚国家联盟中大型的饮料生产商和代加工商，2014年General Beverage投资近1.2亿欧元，建成了泰国地区乃至东南亚较为先进的饮料加工产线，设备选用西德乐公司设计的PET无菌灌装产品生产线，保证了椰子水加工过程中的安全性，进而保证if椰子水的产品品质。而其余代工厂的选择同样遵循着IFBH制定的标准操作程序，保证if椰子水的产品品质。

图表：西德乐为General Beverage设计的整线无菌生产线



图表：2024年IFBH代工情况



图表：代工厂商筛选标准

现场卫生标准	生产源头周围是否干净整洁，无污染风险，是否有适当的排水渠道
生产设备的清洁度	用于清洁的设备是否防锈、表面是否光滑、是否具有非吸收性以及是否有最少的接缝
化学品存放	正确储存及标示批准用作食用食材的化学品
工作空间要求	在房舍内保持足够的工作空间及储存能力，使所有操作都能在安全卫生的条件下正常进行
运输工具	用于运输此类产品的车辆的适用性及清洁度

公司主品牌IF旗下产品连年获得国际和地区重大奖项，在中国内地市场以及中国香港市场形成强有力的品牌号召力。

自公司进入中国内地市场和中国香港市场，不同系列产品均获得国际饮料和食品行业重量级奖项。其中主力产品if100%椰子水成为获奖频次最高的产品，国际风味评鉴所、A. A无添加协会都对其风味做出了肯定。其余椰子大类产品中，if椰子片、if椰子咖啡等新品也陆续在国际上获得认可。2024年，if品牌被Thailand Superbrands Council授予泰国超级品牌，赋能品牌形象在国际上进一步打响知名度，带来销量增长。

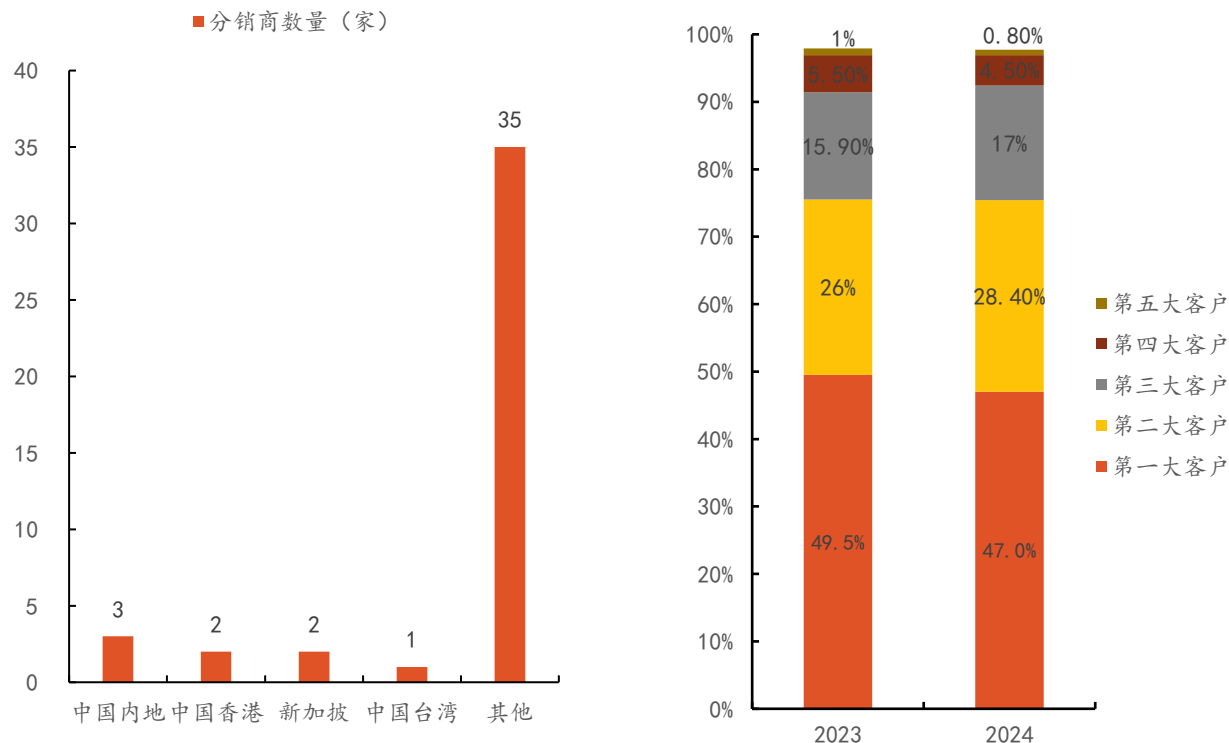
图表：公司产品获奖统计

获奖年份	奖项名称	颁发组织	授予产品
2018	亚洲出口奖一大企业（果汁）	Manufacturing Asia	if local sensation 100%椰子水
2018	风味绝佳奖章	国际风味评鉴所	if local sensation 100%椰子水
2019	顶级美味大奖	A. A. 无添加协会	if local sensation 100%椰子水
2020	风味绝佳奖章	国际风味评鉴所	if椰子片原味
2022	风味绝佳奖章	国际风味评鉴所	if气泡椰子水
2022	SIAL创新奖（银奖）	SIAL S. A.	if椰子咖啡
2023	国际品质标章特级金奖	Monde Selection International Quality Institute	if 100%椰子水
2023	风味绝佳奖章	国际风味评鉴所	if香嫩椰子水
2024	风味绝佳奖章	国际风味评鉴所	if 100%椰子水；if 椰青红茶
2024	泰国超级品牌	Thailand Superbrands Council	If品牌

2024年IFBH全球范围内拥有43家分销商，但是其中收入贡献集中度极高，前五大分销商2024年贡献销售收入97.7%。而我国内地市场主要由3家代理商负责，分别贡献47%/28.4%/17%销售收入，累计占比达90%以上。

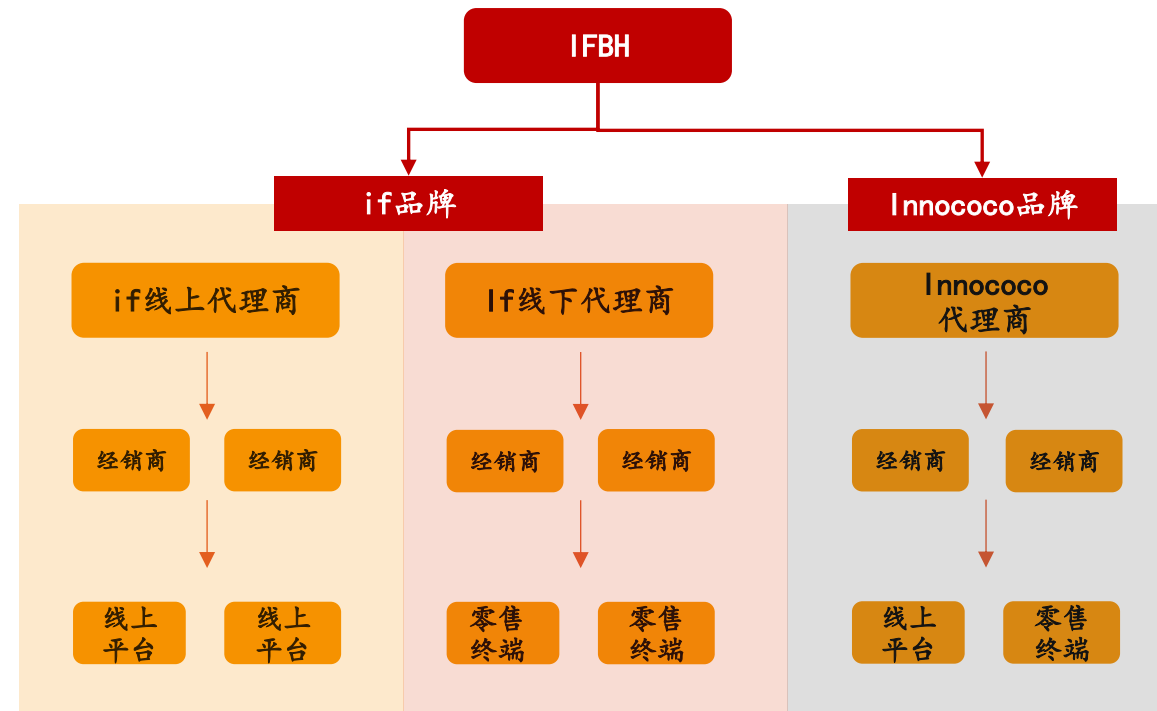
❑ 公司国内业务主要为代理商模式，两大代理商负责if品牌的运营，单一代理商负责Innococo品牌运营。其中，if品牌的两大代理商为杭州大热和广东恒俞，其中杭州大热负责线上渠道，广东恒俞专注于商超、便利店等线下市场，而广州远联供应链管理则负责Innococo品牌所有销售渠道。签署的初始分销协议通常3-5年。

图表：2024年公司分销商全球分布情况 图表：前五大分销商销售额占比较大



数据来源：公司公告，新华网，西雅展，华源证券研究所

图表：IFBH在我国内地市场经营为代理商模式

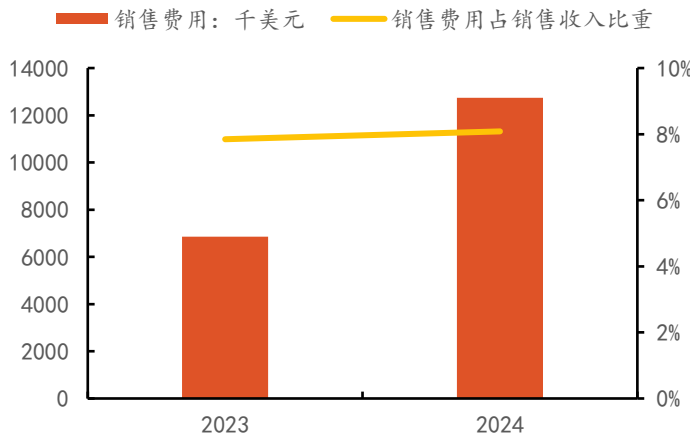


- ❑ IFBH相比于传统饮料企业更像品牌运营公司。公司把生产相关和具体市场销售等工作全部委托出去，自身专注于品牌营销与国际分销业务。if品牌真正在国内市场的转折点为2022年，此时头部主播直播带货成为中国消费新的零售渠道，公司第一时间与针对女性消费者的头部主播李佳琦以及针对运动健身、追求健康的头部主播刘畊宏开展合作，产品销量登顶天猫品类销量榜首，彻底打响产品知名度；2023-2024年公司选择赵露思、肖战成为品牌代言人，此时if已初步构建出完整的品牌营销运营体系，包括明星代言、主播带货、社群运营等，聘请顶流代言同时带来了营销费用的节节攀升，公司亦有充足资金支持。我们认为后续行业景气度高涨下，公司当前营销体系可赋能if品牌绑定椰子品类。
- ❑ 供应链的极致优化使得if可以以高渠道利润率驱动市场建设。If椰子水出厂零售价的全渠道利润约有47.7%，作为原材料属性较高的产品，其保证自身毛利率的同时，给予的渠道毛利率水平大幅高于同样原料属性较重的饮品，与功能饮料接近，高额的渠道利润率在很大程度上激励代理商或经销商推进市场建设。

图表：if椰子水明星代言人肖战



图表：营销费用扩张与收入规模提升相匹配



注：销售费用=销售及分销开支+营销开支

图表：原料属性较重的情况下，公司渠道利润率仍媲美普通饮料

产品	出厂价：元/500ml	零售价：元/500ml	渠道环节利润率（%）
东鹏能量饮料	2.04	3.91	47.8%
东鹏补水啦	1.13	2.62	56.9%
露露杏仁露	4.82	7.50	35.7%
养元核桃乳	4.75	7.18	33.8%
if椰子水	4.10	7.84	47.7%

主要内容

一、椰子水行业高增态势不改，后续竞争预计围绕供应链

1.1 原材料属性重，上游为核心环节

1.2 参与者增多，品类探索定价进行时

二、IFBH：我国椰子水行业龙头，国内业务发展占据天时地利

2.1 进入中国市场占据天时地利，椰子水供应链稳定

2.2 把控品牌与产品，市场充分放权代理商

三、盈利预测

四、风险提示



- 收入端来看，行业景气度仍维持较高水平，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长。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，我们预计公司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，分别同比+29.5%/28.77%/25.12%。

图表：盈利预测表

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）	—	—	29.10	22.60	18.06

图表：盈利驱动预测表（单位：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

主要内容

一、椰子水行业高增态势不改，后续竞争预计围绕供应链

1.1 原材料属性重，上游为核心环节

1.2 参与者增多，品类探索定价进行时

二、IFBH：我国椰子水行业龙头，国内业务发展占据天时地利

2.1 进入中国市场占据天时地利，椰子水供应链稳定

2.2 把控品牌与产品，市场充分放权代理商

三、盈利预测

四、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，所导致的经营风险。
- 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。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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。



華源証券
HUAYUAN SECURITIES

评级说明和重要声明

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）。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES