

IFBH (06603.HK)

营销产品双驱动，新兴赛道迎发展

椰子水品类具备高端健康属性，消费粘性稳固。当前行业正处于风口期，供给增加创造需求，带动消费者接受度提升。中国市场行业格局分散，IF 份额领先，对比全球龙头 Vita Coco 来看，IF 上游粘性更高，盈利能力更强，但对下游掌控力相对较弱。行业快速增长阶段竞争加剧，IF 作为行业龙头，具备品牌=品类的先发优势，品质为先营销发力，现阶段虽受到竞争冲击但地位仍相对稳固，未来需提升渠道掌控力作为对长期成长性的支撑。公司当前随行业爆发阶段仍保持较快成长速度，轻资产模式盈利释放能力强。我们预计公司 25-26 年 EPS 分别 0.94、1.16 元人民币，对应 25 年估值 31X，首次覆盖，暂不给予评级。

- **椰子水行业概览：健康高端饮品，行业风口正起。**椰子水具有独特的天然健康属性，受益于健康趋势及椰味茶饮流行，消费者认知快速提升，品类定位高端且消费人群粘性高。2024 年中国椰子水市场终端规模 77.86 亿，同比+46.7%，行业正处于快速发展阶段，中国市场增速领先全球。行业 CR5 为 43.4%整体分散，IF 市占率达 33.9%份额优势显著。当前行业供给侧不断有玩家加入，行业竞争加剧，未来行业发展制约因素主要在于竞争尚不规范，下沉市场待挖掘，以及消费场景相对模糊。
- **全球椰子水市场：疫情后提速，北美格局集中，欧洲竞争加剧。**全球市场看，美洲市场起步早规模大，Vita Coco 是全球龙头份额领先，可口可乐、百事等龙头旗下椰子水品牌由于非集团核心业务且业绩平平，逐步退出市场；欧洲市场整体平稳，本土品牌入局使得竞争加剧且分散，龙头企业份额被切割；东南亚市场规模小份额集中度高。
- **公司介绍：轻资产模式运营，核心大单品驱动。**公司最早成立于泰国，创始人彭萨克通过产品生产方 General Beverage 间接持股 IFBH，实现对公司的控股权。公司业务以 IF+Innococo 双品牌运营，椰子水为核心单品，24 年收入占比高达 95.6%，地区以中国内地业务为主，收入占比 92.4%。公司产品生产环节在控股公司 General Beverage 进行，团队轻资产模式运营，中国市场采取大商模式由三个核心代理商运营。24 年公司线上渠道占比 50%左右，线下渠道以一二线市场的 CVS 便利及商超渠道为主。
- **25H1 业绩：收入延续高增，利润受短期因素扰动。**公司 25H1 实现营收 9446 万美元，同比+31.5%；归母净利润 1498 万美元，同比-4.7%。收入端增长主要系椰子水销量大幅增加所带动，延续了较强的成长性，其中 if 品牌收入占比升至 89%。25H1 毛利率 33.7%，同比-4.7pcts，下降主要由于汇率变动产生不利影响，净利率 15.9%，同比-6.0pcts，主要受毛利率下降，及上市相关非经常性专业费用大幅增加所拖累。
- **IF 对比 Vita Coco：IF 上游粘性更高，盈利能力更强。**美国椰子水市场发展较早但渗透率仍相对较低。未来有望随着拉丁裔人口占比持续提升及行业盈利改善而加速市场教育。Vita Coco 开创美国椰子水市场，稳居全球份额第一，公司椰子水业务占比超 70%，过去两年受行业需求偏弱及定制业务收缩影响，收入增速有所放缓，但盈利能力随着毛利率修复+费用率改善而显著提升。对比 Vita Coco 来看，IF 上游原料采购更加集中，与供应链

无评级（首次）

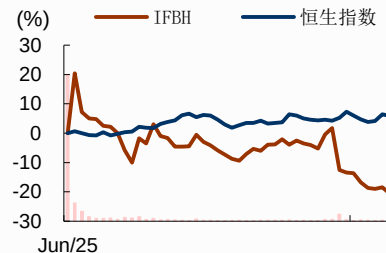
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：31.38 港元

基础数据

总股本（百万股）	267
香港股（百万股）	267
总市值（十亿港元）	8.4
香港股市值（十亿港元）	8.4
每股净资产（港元）	0.6
ROE（TTM）	20.4
资产负债率	17.8%
主要股东	Pongsakorn Pongsak
主要股东持股比例	65.5087%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	16	16
相对表现	-17	4	-27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
✉ renlong1@cmschina.com.cn

粘性更高，但下游渠道控制相比 Vita Coco 有所不足。两家公司在各自核心市场都具备先发优势，Vita Coco 营销力度更大。财务数据角度看，Vita Coco 收入规模显著更高，但 IF 受益于中国市场的快速发展增速更快。IF 毛利率略低，但费用率优势显著，净利率优势明显盈利能力更强。

- **IF 核心关注点：产品品质为先，品牌营销发力。**公司源自泰国，产品原料采用泰国鲜椰品质有保障。公司轻资产运营模式重点发力营销，通过明星代言、头部主播带货、IP 联动等多元化营销方式，成功占领消费者心智形成“IF 品牌=椰子水产品类”的强品牌认知。市场担忧行业竞争加剧问题，我们认为 IFBH 品牌具备先发优势，行业主流渠道目前也避开了国内品牌的直接竞争，因此短期对于 公司增长前景不必过度悲观，但中长期看随着品类下沉，同时国内龙头企业下场参与，则对行业份额影响可能会更大，因此渠道掌控力提升仍是对公司长期发展前景的关键支撑。
- **财务分析：营收快速增长，盈利水平优异。**24 年公司主营业务收入 1.57 亿美元，同比+80.4%，毛利率 36.7%，同比+2.0pcts，毛利率的改善主要来自核心椰子水业务毛利率提升及结构优化。24 年公司销售费用率 8.1%，同比+0.24pct，其中广告开支及运输费用占比较大，管理费用率 3.1%，与同期持平。相比行业内公司，公司费用率处于较低水平，24 年净利率超过 21%，盈利水平优异。
- **投资建议：行业风口已至，龙头尽享红利，首次覆盖，暂不给予评级。**椰子水产品类具备高端健康属性，消费粘性稳固。当前行业正处于风口期，供给增加创造需求，带动消费者接受度提升。中国市场行业格局分散，IF 份额领先，对比全球龙头 Vita Coco 来看，IF 上游粘性更高，盈利能力更强，但对下游掌控力相对较弱。行业快速增长阶段竞争加剧，IF 作为行业龙头，具备品牌=品类的先发优势，品质为先营销发力，现阶段虽受到竞争冲击但地位仍相对稳固，未来需提升渠道掌控力作为对长期成长性的支撑。公司当前随行业爆发阶段仍保持较快成长速度，轻资产模式盈利释放能力强。我们预计公司 25-26 年 EPS 分别 0.94、1.16 元人民币，对应 25 年估值 31X，首次覆盖，暂不给予评级。
- **风险提示：需求不及预期、行业竞争加剧、原材料成本上涨、新品推广及海外扩张不及预期等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	619	1133	1420	1663	1878
同比增长	-	83%	25%	17%	13%
营业利润(百万元)	147	289	303	365	418
同比增长	-	96%	5%	20%	15%
归母净利润(百万元)	119	239	252	308	354
同比增长	-	102%	5%	22%	15%
每股收益(元)	0.45	0.90	0.94	1.16	1.33
PE	65.9	32.7	31.1	25.4	22.1

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、行业概览：健康高端饮品，行业风口正起.....	7
1、品类属性：椰子水健康属性更突出，定位高端用户粘性高.....	7
1) 椰子水具备独有的健康+天然属性.....	7
2) 生产工艺相对简单，考验供应链能力.....	7
3) 产品定位高端，对品牌营销要求高.....	8
2、行业概况：规模快速扩张，份额相对分散.....	9
1) 行业规模：正值快速扩张阶段，人均消费额相比北美仍有差距.....	9
2) 竞争格局：IF 份额遥遥领先，集中度仍有提升空间.....	10
3) 行业驱动：健康诉求驱动为本，椰味茶饮提升口味接受度.....	11
3、行业制约：竞争尚不规范、下沉市场待挖掘.....	12
4、全球市场：疫情后提速，成长性可期.....	13
1) 全球椰子水饮料市场：疫情后提速，成长性可期.....	13
2) 北美洲：起步早规模大，VitaCoco 份额优势显著.....	13
3) 欧洲：整体增速平稳，行业竞争加剧.....	14
4) 东南亚：行业规模小，集中度较高.....	15
二、公司介绍：轻资产模式运营，核心大单品驱动.....	15
1、公司介绍：引领中国椰子水饮料市场的泰国品牌.....	15
2、股权结构：股权高度集中，轻资产运营团队极简.....	16
3、主营业务：IF 椰子水为核心单品，品类覆盖饮料/零食.....	17
4、渠道模式：大商模式布局渠道，线上占比高.....	19
三、核心优势：产品品质为先，品牌营销发力.....	26
1、源自泰国基因，产品品质为先.....	26
2、轻资产重营销，品牌占据先发优势.....	27
3、线上线下双轮驱动，代理商分工明确.....	27
4、市场担忧：如何应对国内品牌的竞争冲击？.....	28
四、财务分析：营收快速增长，盈利水平优异.....	29
1、营收增长引擎来自于中国内地市场椰子水业务.....	29
2、结构优化带动毛利率提升，椰子价格预计上涨.....	29
3、广告营销投入增加，上市费用或影响费用率.....	30
4、盈利能力强，财务结构健康.....	31

五、IF 对比 VitaCoco: IF 上游粘性更高, 盈利能力更强	20
1、美国椰子水市场: 椰子水满足天然健康属性需求, 消费群体多元	20
2、VitaCoco: 全球龙头, 蓄势待发	21
1) 公司介绍: 开创美国椰子水市场, 稳居全球份额第一	21
2) 业务结构: 三大产品板块, 椰子水主业更聚焦	21
3) 财务分析: 增速有所放缓, 盈利能力改善	22
4) 2025 年展望: 主品牌高双位数增长, 费效优化对冲成本压力	23
3、IF 对比 VitaCoco: IF 上游粘性更高, 盈利能力更强	24
1) IFBH 原料集中品质统一, VitaCoco 终端定价更高	24
2) IF 上游供应链粘性更高, VitaCoco 下游掌控力更强	24
3) 核心市场都具先发优势, VitaCoco 营销力度更大	25
4) 财务对比: VitaCoco 定价高毛利率领先, IF 费效高净利率更优	25
六、投资建议: 行业风口已至, 龙头尽享红利	31
风险提示	32

图表目录

图 1: 椰子的构成及加工流程	8
图 2: 椰子水企业运输费用率相对较高	8
图 3: 椰子水品牌纷纷请明星代言	8
图 4: 消费群体以都市白领及健身人群为主	8
图 5: 中国椰子水行业规模及增速	8
图 6: 2024 年各地区椰子水市场规模 (百万美元)	8
图 7: 各地区椰子水人均消费额 (美元/人)	10
图 8: 2019-2024 年各地区椰子水市场规模 CAGR	10
图 9: 2024 年中国内地椰子水市场前五大公司	10
图 10: 各地区椰子水市场 CR1 及 CR3 对比	10
图 11: 2024 年中国香港椰子水市场前五大公司	11
图 12: 2024 年全球椰子水市场前五大公司	11
图 13: 不同年龄消费者选择椰子水的原因	11

图 14: 不同性别消费者选择椰子水的原因11

图 15: 中国现制饮品行业规模及增速11

图 16: 全球椰子水市场规模及增速.....13

图 17: 2024 年全球椰子水行业前五大公司13

图 18: 北美洲椰子水市场规模及增速14

图 19: 美国椰子水品牌市场份额14

图 20: 欧洲椰子水市场规模及增速.....14

图 21: 欧洲椰子水品牌市场份额14

图 22: 东南亚椰子水市场规模及增速15

图 23: 泰国椰子水品牌市场份额15

图 24: 公司发展历程.....15

图 25: 公司股权结构.....15

图 26: 2024 年各产品收入占比18

图 27: 按产品划分的毛利率(%)18

图 28: 2024 年各区域收入占比19

图 29: 按区域划分的毛利率(%)19

图 30: 公司各渠道占比.....19

图 31: 公司 2022-2024 年经销商数量变化.....19

图 32: 美国椰子水消费群体画像20

图 33: 椰子水符合美国消费者对天然健康饮品的诉求20

图 34: 美国拉丁裔人口占比持续提升20

图 35: CICFI 航运综合指数近年来有所下降.....20

图 36: 公司全球市场份额领先.....22

图 37: 公司分业务收入占比.....22

图 38: 公司营收及增速.....22

图 39: 公司分业务收入及增速（百万美元，%）22

图 40: 公司毛利率变化.....23

图 41: 公司费用率及净利率变化23

图 42: 24 年 VitaCoco 分渠道业务占比.....23

图 43: 蕾哈娜代言 VitaCoco 品牌25

图 44: VitaCoco 与 IF 广告及营销费用率对比.....25

图 45: 可比毛利率及净利率对比26

图 46: 可比销售+管理费用率对比26

图 47: 椰子主产地主要集中于东南亚等地区27

图 48: 泰国香水椰对比普通椰子更适合制作椰子水饮料27

图 49: IF 与热门 IP 泡泡玛特联动27

图 50: IF 签约肖战、在城市地标投放广告27

图 51: 2024 年分业务收入增速(%).....29

图 52: 2024 年分地区收入增速(%).....29

图 53: 公司各产品毛利率(%).....30

图 54: 2024 年行业各公司毛利率对比(%).....30

图 55: 亚洲主要地区椰子生产者价格指数对比30

图 56: 2024 年公司销售费用率占比(%)31

图 57: 2024 年各公司销售及管理费用率对比(%).....31

图 58: 2024 年公司净利率对比(%).....31

图 59: 2024 年各公司资产负债率对比(%).....31

表 1: 椰子水具有补水及补充电解质等功效.....9

表 2: 椰子水配料表更加纯净天然.....9

表 3: 椰子水均价高于其他主流产品.....11

表 4: 公司核心管理层任职与履历简表.....20

表 5: 公司产品矩阵.....21

表 6: 内地主要经销商信息及代理业务.....25

表 7: VitaCoco 椰子水与 if 椰子水线上价格及终端零售价对比.....35

一、椰子水行业概览：健康高端饮品，行业风口正起

1、品类属性：椰子水健康属性更突出，定位高端用户粘性高

1) 椰子水具备独有的健康+天然属性

椰子水是营养价值丰富的天然植物基饮品。椰子水是天然存在于椰青内的清澈液体，对健康有多重益处：1) 天然低卡路里及低脂肪，使其成为追求健康生活方式人群替代含糖饮料的新选择；2) 含有丰富的钾、钠、镁、钙等人体必须的电解质，有助于身体补水及维持体液平衡；3) 含有细胞分裂素、酚酸及维生素 C 等生物活性成分，具有抗氧化及抗炎特性，可对抗氧化压力。此外，椰子水还含有促进肠道健康及增强营养吸收的生物活性酶，有助改善消化及代谢，增强了其在健康饮料领域的功能吸引力。目前头部椰子水品牌主打 100% 纯天然椰子水，配料表一般只有天然椰子水，而椰汁通常是由椰肉经过研磨加工，加入一定比例的水和白砂糖过滤而成。市面上常见的健康类饮品，如无糖茶、养生水等，也会适当添加代糖、碳酸氢钠等添加剂，相比之下椰子水配料表则更加干净天然。

表 1：椰子水具有补水及补充电解质等功效

物质	相应功效
丰富的钾、镁等电解质	其成分与细胞内液相似，可纠正脱水及电解质紊乱，达到补水、补充电解质及利尿消肿的功效
糖类、脂肪、蛋白质及多种维生素	有效补充人体所需的各种营养成分，提高机体的抗病能力
椰汁液体	有杀灭肠道寄生虫的作用，用之于临床不仅疗效可靠，且无副作用，是理想的杀虫消痞食品
多种微量元素	能够扩充血容量，补充细胞内液，长期使用能有驻颜美容的功效

资料来源：农科专家公众号、招商证券

表 2：椰子水配料表更加纯净天然

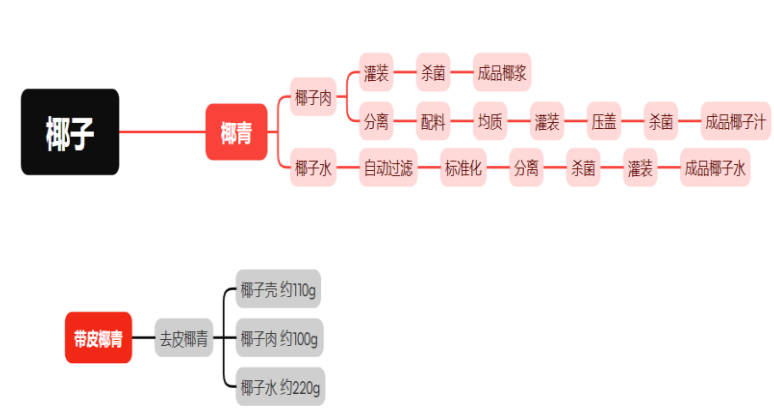
产品	配料	外观
if 椰子水	100% 天然椰子水	
农夫山泉东方树叶	水、普洱茶、柑皮、维生素 C、碳酸氢钠	
元气森林好自在	水、红小豆、薏米、赤藓糖醇	
可漾红豆薏米水	水、红小豆、薏米	

资料来源：天猫商城、招商证券

2) 生产工艺相对简单，考验供应链能力

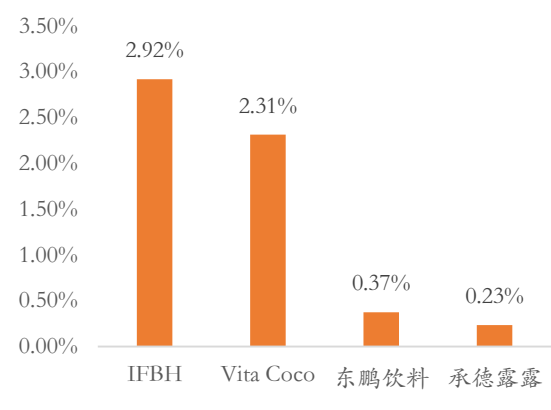
椰子水主打天然健康，生产工艺简单。椰子水饮料由新鲜椰子水经过破壳、过滤、灭菌、冷却、包装等工序制作而成，口味与椰子原料品质高度相关，生产环节则相对简单。椰子主要生长在东南亚和南美地区，包括印尼、菲律宾、印度、巴西、越南等国家，头部品牌 VitaCoco、IF 等通常在椰子采摘当地进行加工和包装，通过水路运回至主销国，也有企业选择将椰浆运送回主销国后进行生产灌装，因此椰子水行业受运费价格影响相较其他饮料品类更大，盈利水平也更考验椰子水企业的供应链管控能力。

图 1：椰子的构成及加工流程



资料来源：招商证券

图 2：椰子水企业运输费用率相对较高



资料来源：ifind、招商证券

3）产品定位高端，对品牌营销要求高

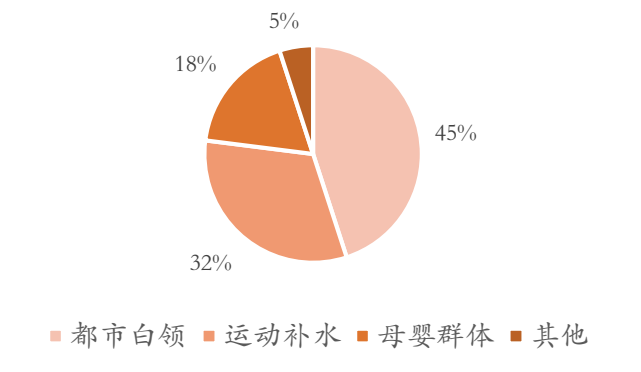
椰子水定位高端，受众群体支付意愿强，重在品牌营销。椰子水以其天然健康属性定位高端，定价高于其他主流饮品。消费人群主要是高层次市场的年轻消费人群，用户购买力强，新产品接受度高，并且愿意为健康及品质支付高溢价。据灼识咨询数据，椰子水的消费群体中都市白领占比 45%，运动人群占比 32%，母婴群体占比 18%。因此品牌认知对购买决策影响重大，企业也对品牌形象十分重视。近年来，众多国际与国产椰子水品牌纷纷通过明星代言、社交媒体推广、电商平台直播等多渠道进行营销。

图 3：椰子水品牌纷纷请明星代言



资料来源：公司官网、招商证券

图 4：消费群体以都市白领及健身人群为主



资料来源：灼识咨询、招商证券

表 3：椰子水均价高于其他主流产品

外观						
产品	if100%天然椰子水	东方树叶	可口可乐	东鹏特饮	可漾红豆薏米水	美汁源果粒橙
规格	350ml	500ml	500ml	500ml	500ml	450ml
线下零售 指导价格	6.9元	4.5元	3元	6元	6.5元	4.5元
均价	19.7元/1000ml	9元/1000ml	6元/1000ml	12元/1000ml	13元/1000ml	10元/1000ml

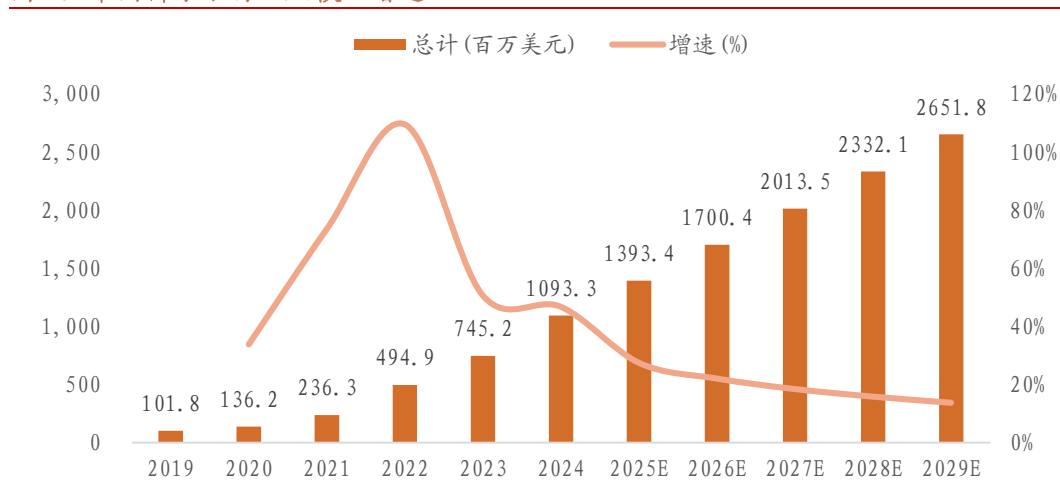
资料来源：天猫商城、渠道调研、招商证券

2、行业概况：规模快速扩张，份额相对分散

1) 行业规模：正值快速扩张阶段，人均消费额相比北美仍有差距

中国椰子水市场规模迅速扩张，未来有望保持高速增长。2019 年至 2024 年，中国椰子水行业迅速扩张，按零售额计算的市场规模由 1 亿美元（7.02 亿人民币）增长至 10.9 亿美元（77.86 亿人民币），复合年增长率为 60.8%。预计到 2029 年行业规模将进一步增长至 180 亿，未来 5 年复合增速达 19.4%。

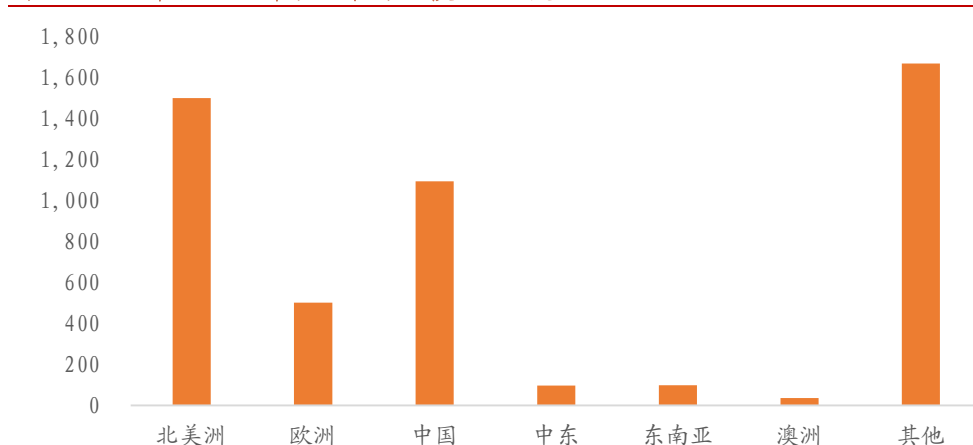
图 5：中国椰子水行业规模及增速



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

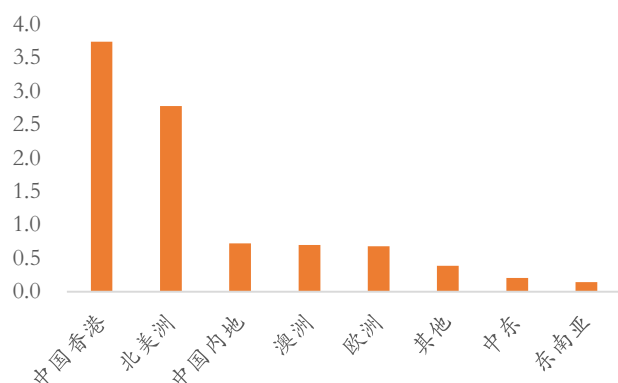
全球视野看中国市场增速领先，但人均消费量相比北美仍有差距。按零售额计算，全球椰子水市场规模从 2019 年的 25.1 亿美元增长至 2024 年的 49.9 亿美元，复合年增长率达 14.7%。分区域看，北美地区椰子水市场规模最大，其次是中国。增速来看，中国椰子水行业规模近五年复合增长率达 60.8%，远超其他地区增速领先全球。按人均消费额计算，中国内地人均消费额 0.8 美元，远低于中国香港及北美市场。

图 6：2024 年各地区椰子水市场规模(百万美元)



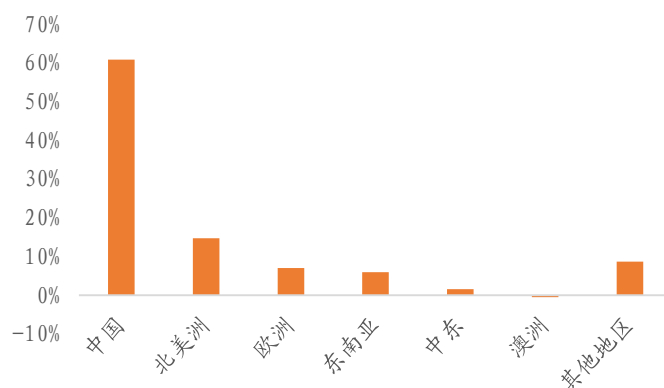
资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 7：各地区椰子水人均消费额（美元/人）



资料来源：IFBH 招股书、联合国人口司、招商证券

图 8：2019-2024 年各地区椰子水市场规模 CAGR

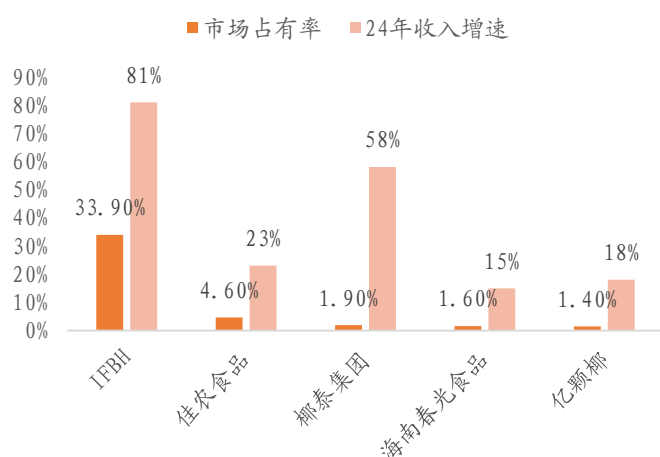


资料来源：IFBH 招股书、招商证券

2) 竞争格局：IF 份额遥遥领先，集中度仍有提升空间

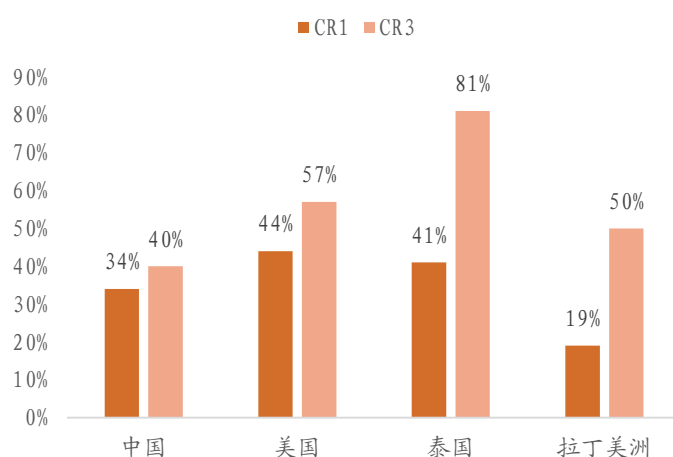
龙头 IF 份额领先，整体集中度相对分散。按零售额计算，2024 年中国内地椰子水市场的 CR5 为 43.4%，其中龙头 IF 的市占率达到 33.9%，大幅领先第二名企业，规模优势显著。24 年以 IF 为代表的头部企业仍保持着快速增长，IF、椰泰集团的增速超过行业，份额继续集中。2024 年中国香港椰子水市场的 CR5 为 80%，集中度相对较高，其中龙头 IF 市占率达 59.9%，占据绝对优势地位，而第二梯队品牌增速均为负，预计 IF 在中国香港市场将继续保持并扩大竞争优势。2024 年全球椰子水市场的 CR5 为 34.1%，整体集中度更加分散，其中龙头为 VitaCoco，市占率为 16.5%，IF 位于第二位，市占率为 7.5%。对比海外市场，我国椰子水行业集中度低于海外，未来仍有提升空间。

图 9：2024 年中国内地椰子水市场前五大公司



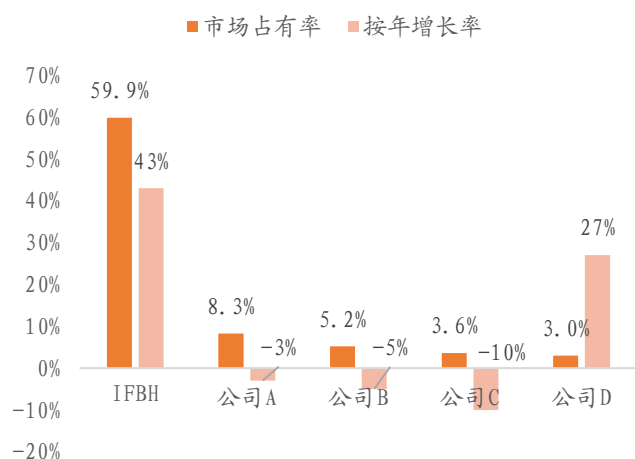
资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 10：各地区椰子水市场 CR1 及 CR3 对比



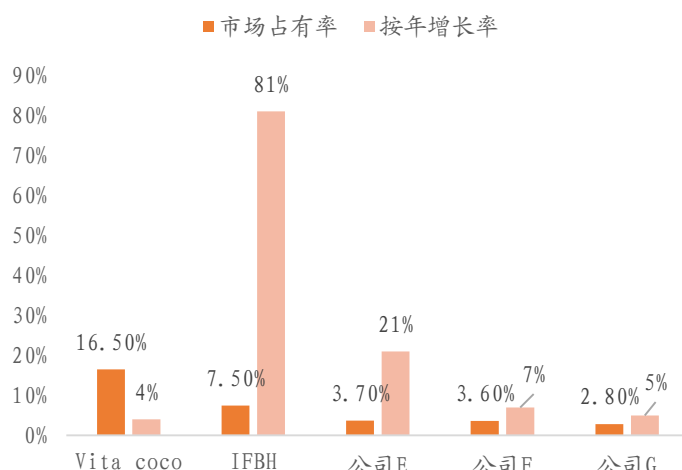
资料来源：欧睿、IFBH 招股书、招商证券

图 11: 2024 年中国香港椰子水市场前五大公司



资料来源: IFBH 招股书、招商证券

图 12: 2024 年全球椰子水市场前五大公司

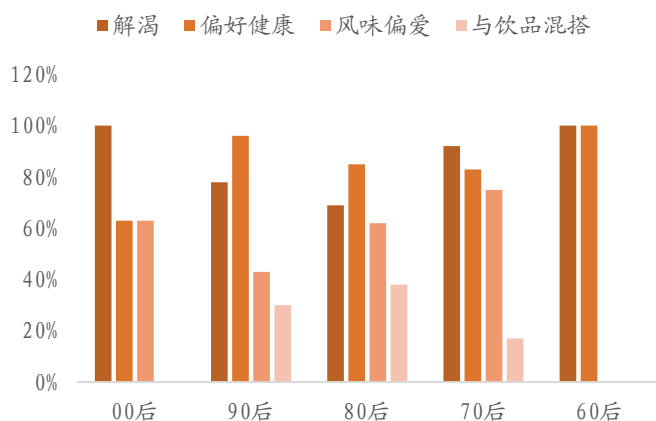


资料来源: IFBH 招股书、招商证券

3) 行业驱动: 健康诉求驱动为本, 椰味茶饮提升口味接受度

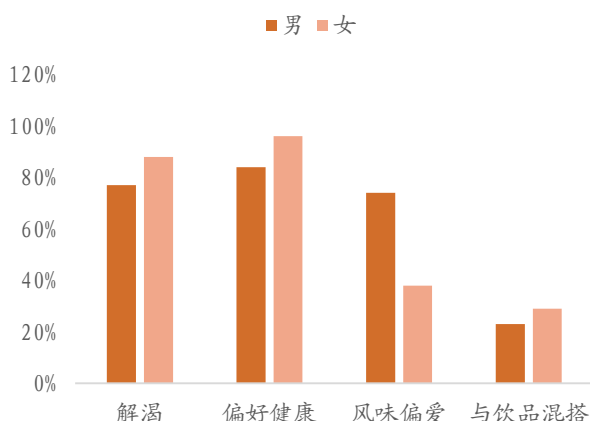
健康诉求为本, 供给创造需求。疫情后消费者对“电解质补充”需求显著增加, 椰子水具有天然、富含电解质、热量低等特质, 消费者接受度不断提升, 选择因素则更多出于解渴和健康原因。另外, 相对于男性消费者, 女性消费者在选择椰子水中表现出更强的追求健康及混搭饮品的需求。同时, 供给侧越来越多的品牌顺应趋势推出椰子水产品, 并且加大营销力度, 也加速了品类的消费者教育。

图 13: 不同年龄消费者选择椰子水的原因



资料来源: 头豹研究院、招商证券

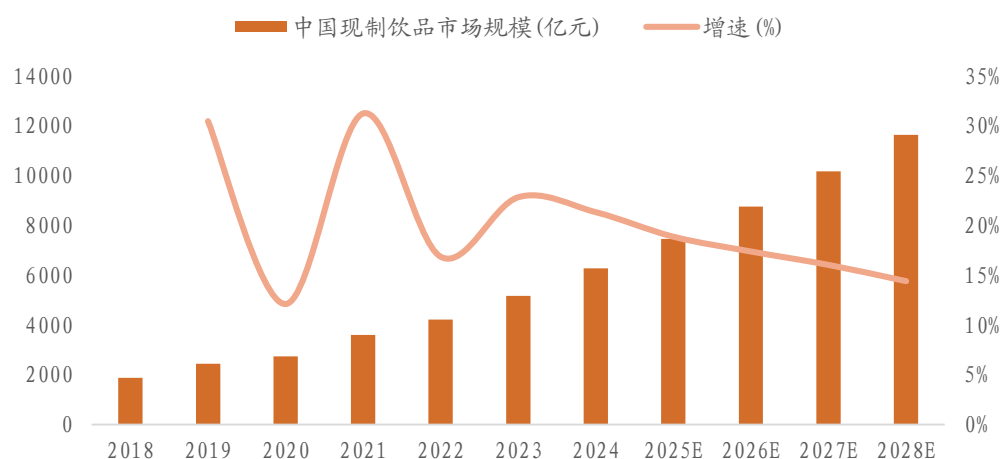
图 14: 不同性别消费者选择椰子水的原因



资料来源: 头豹研究院、招商证券

椰味现制饮品兴起带动口味接受度提升。2021 年瑞幸咖啡推出现象级爆品“生椰拿铁”带动茶饮行业全面“椰化”, 下半年市场超过 130 款椰子风味饮品推出, 消费者对“椰味”饮品接受度不断提升, 椰子水也从独立饮品转变为茶饮端需求的核心原料。随着消费者认知度增强及供应链的成熟, 预计现制饮品行业未来 5 年内仍将维持双位数较快增长趋势, 带动椰子水及椰味产品需求持续且不断增长。

图 15：中国现制饮品行业规模及增速



资料来源：蜜雪集团招股书、灼识咨询、招商证券

3、行业制约：竞争尚不规范、下沉市场待挖掘

低价低质产品扰动市场，期待规范化准则出台。目前椰子水饮料行业并没有统一的规定及要求，部分小厂家为降低成本，使用浓缩椰子水添加水去还原，但仍然标注是 100%椰子水并采取低价竞争策略，导致市场出现部分低质低价产品扰动行业，竞争格局更加杂乱。期待未来行业规范性提升，保障产品质量及市场竞争秩序。

下沉市场受高价影响空间仍需激发。受制于高端属性和较高定价，国内椰子水渠道主要集中于一二线城市的连锁便利店及商超，山姆、盒马等渠道商也在打造自有椰子水品牌，产品普遍定价较高，下沉市场需求仍待拓展。未来期待企业通过供应链优化及加大消费者教育等方式，提升品类渗透度，开发下沉空间增量。

消费场景相对模糊。目前椰子水 B 端以口味搭配使用为主，C 端主要消费场景主要包括运动和餐饮，但大多数消费者运动后更倾向选择能量饮料，餐饮端消费者选择众多，椰子水则相对口味单一，难以匹配多元餐饮需求，缺乏如“早餐燕麦奶”、“运动功能饮料”等精准场景绑定。

二、全球椰子水市场：疫情后提速，北美格局集中，欧洲竞争加剧

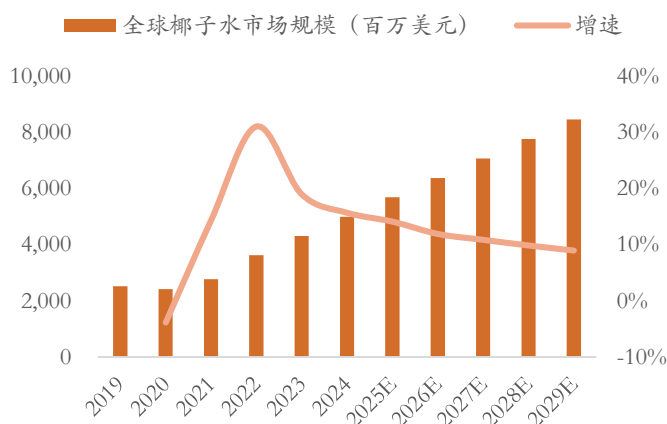
1、全球椰子水饮料市场：疫情后提速，成长性可期

全球椰子水规模有望保持快速增长态势。全球椰子水饮料市场规模从 2019 年的 25.1 亿美元增长至 2024 年的 49.9 亿美元，复合年增长率达 14.7%，20 年疫情后有显著提速。未来 5 年预计市场将仍将保持双位数以上复合增速，2029 年规模有望达到 84.57 亿美元。

VitaCoco 份额全球领先，整体份额相对分散。2024 年全球椰子水饮料市场 CR5 为 34.1%，整体份额相对分散，其中 VitaCoco 作为全球龙头，24 年收入规模

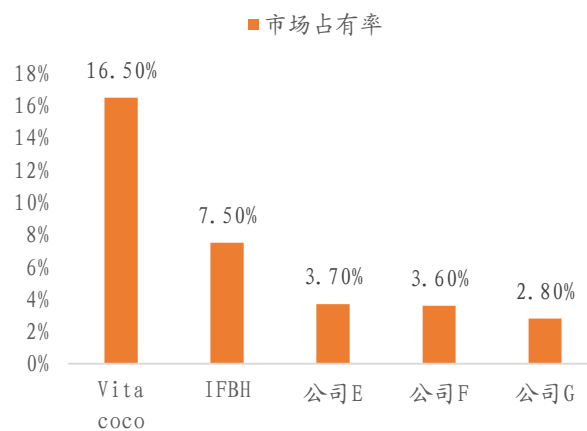
5.16 亿美元，市占率为 16.5%。IFBH 份额 7.5%排名第二。头部企业之间份额差距相对较大。

图 16：全球椰子水市场规模及增速



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 17：2024 年全球椰子水行业前五大公司



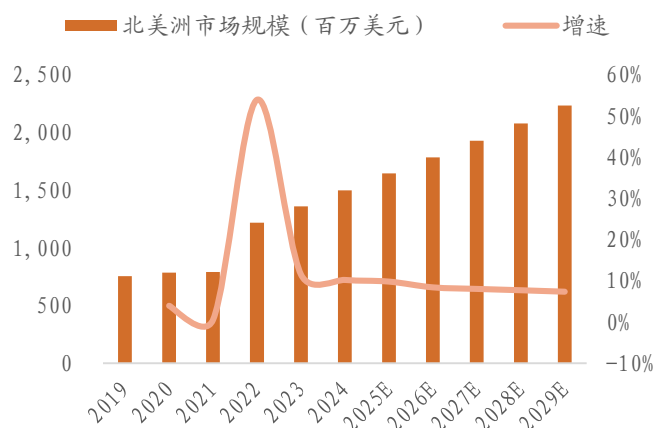
资料来源：IFBH 招股书、招商证券

2、北美洲：起步早规模大，VitaCoco 份额优势显著

北美洲椰子水规模较大，增速逐渐放缓。北美洲椰子水饮料市场规模从 2019 年的 7.56 亿美元增长至 2024 年的 14.99 亿美元，复合年增长率达 14.7%，近两年增速放缓至 10% 左右。预计 2029 年市场规模达到 22.33 亿美元，复合增速 8.3%。美国椰子水饮料行业由 2019 年的 6.93 亿美元增长至 2024 年底 14.13 亿美元，复合年增长率达 15.3%。近年来增速有所回落。预期美国市场将按 8.5% 的复合年增长率继续增长至 2029 年的 21.22 亿美元。

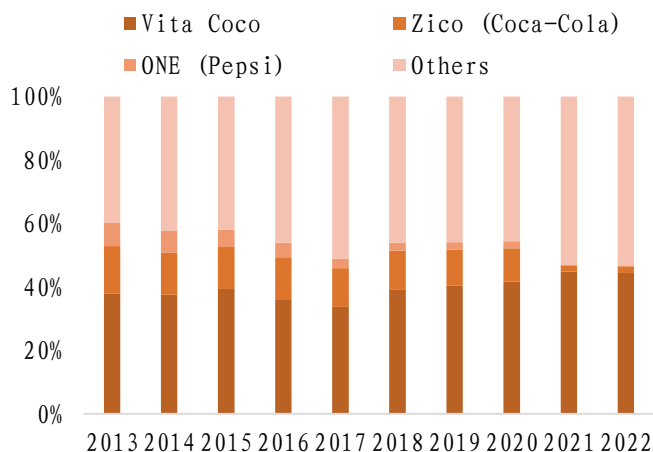
美国格局相对集中，VitaCoco 份额绝对领先。VitaCoco 在美国市占份额超过 40% 位居第一，2021 年前后行业第二、第三品牌 Zico（可口可乐 12 年收购）和 O.N.E（百事 12 年收购）相继退出，VitaCoco 份额持续提升。Zico 退出主要在于 13 年上市以来业绩平平，上游供应链不如 VitaCoco 等竞争对手，疫情后可口可乐精简业务削减品牌数量，因此剥离了 Zico 但仍保留了其他椰子水品牌比如 innocent 主攻欧洲市场。O.N.E 退出市场同样因为百事没有把椰子水业务放在公司核心战略中，品牌业绩表现相对普通。目前美国椰子水市场除 VitaCoco 份额优势显著外，其他品牌份额相对较小，主要参与者包括达能旗下的 harmlessharvest，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，消费群体以西班牙裔为主，受众面相对较窄。

图 18: 北美洲椰子水市场规模及增速



资料来源: IFBH 招股书、招商证券

图 19: 美国椰子水品牌市场份额



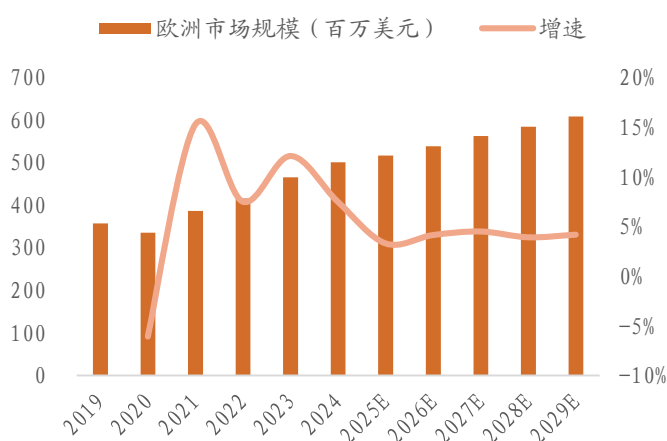
资料来源: 欧睿、招商证券

3、欧洲: 整体增速平稳, 本土品牌入局后竞争加剧

欧洲椰子水市场整体增速平稳, 仍在起步阶段。欧洲椰子水饮料市场规模从 2019 年的 3.57 亿美元增长至 2024 年的 5.00 亿美元, 复合年增长率为 7.0%, 整体消费习惯仍处于起步阶段。未来 2029 年预计欧洲市场规模 6.08 亿, 预计复合增长 4.0%, 增速放缓。

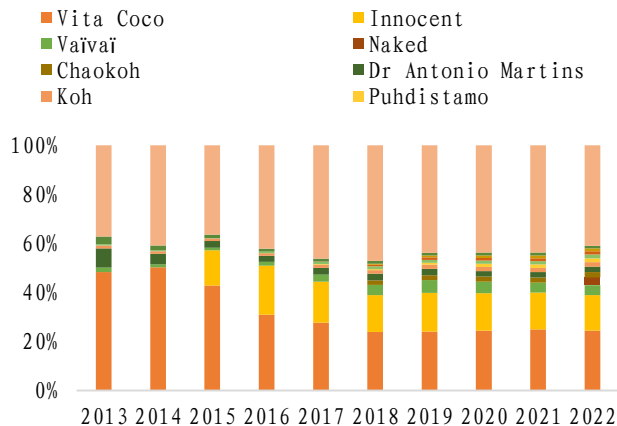
VitaCoco 份额领先但受本土品牌冲击明显, 行业竞争加剧。欧洲椰子水饮料市场行业整体 CR3 为 42.9%, 格局相比其他地区相对分散。自从 VitaCoco 在 2010 年进入英国市场开始, 一直稳居第一, 但 2015 年开始随着 innocent 等品牌加入椰子水市场的竞争, 行业竞争加剧, 本土品牌快速崛起, VitaCoco 份额也由 48% 下降至 24%。innocent 是欧洲最大的果汁品牌之一, 可口可乐持股超过 90%, 但其仍保持独立运营。2015 年 innocent 进入椰子水赛道后同样注重品牌宣传, 并通过“鲜打原果”“添加果肉纤维”等产品定位高浓度果汁, 主打 ole 等高端商超, 分流了 VitaCoco 的部分年轻客户群体。此外, 欧洲本身国家众多需求分散, 一些各国本土品牌入局, 加上 VitaCoco 在欧洲市场渠道力掌控力有限, 导致行业集中度分散, VitaCoco 份额被切割。

图 20: 欧洲椰子水市场规模及增速



资料来源: IFBH 招股书、招商证券

图 21: 欧洲椰子水品牌市场份额

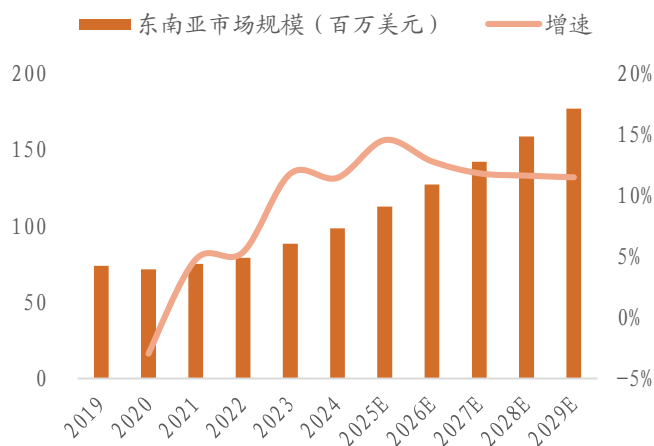


资料来源: 欧睿、招商证券

4、东南亚：行业规模小，集中度较高

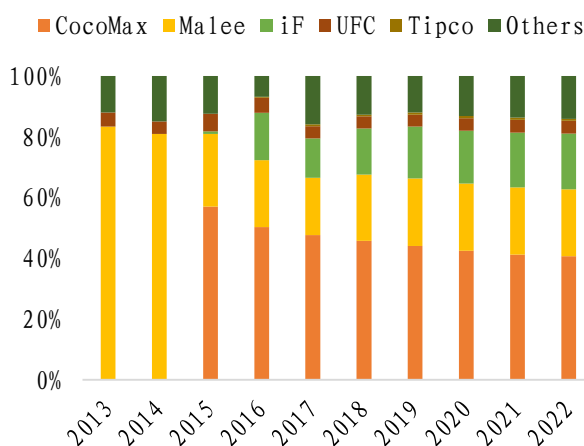
东南亚椰子水规模相对较小，行业集中度高。东南亚临近椰子产地，历史上一般直接饮用新鲜椰子，包装椰子水市场规模相对较小。东南亚椰子水饮料市场规模从2019年的7380万美元增长至2024年的9840万美元，年复合增长率为5.9%。预计2029年市场规模将达到1.77亿美元。份额来看，东南亚椰子水饮料市场行业格局集中度较高。以泰国和印尼为例，泰国前三大品牌是cocomax、malee和IF，CR3为81%；印尼行业龙头hydrococo份额遥遥领先，占比85%。

图 22：东南亚椰子水市场规模及增速



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 23：泰国椰子水品牌市场份额



资料来源：欧睿、招商证券

三、公司介绍：轻资产模式运营，核心大单品驱动

1、公司介绍：引领中国椰子水饮料市场的泰国品牌

IFBH 总部位于新加坡，是一家专注于即饮饮料及即食食品的泰国企业。公司以 IF 品牌椰子水为核心业务，产品覆盖中国内地、中国香港、新加坡等全球市场。公司历史最早可以追溯至 2011 年，至今已有 14 年历史。

1) 品牌初创期 (2011-2015)：创立 IF 品牌，依托产地优势建立坚实基础。2011 年，公司创始人彭萨克 (Pongsakorn Pongsak) 在泰国创立了一家名为 GeneralBeverage 的饮料公司，主营饮料制造及分销业务。2012 年，彭萨克和公司高管们参观德国科隆食品展，首次接触到瑞典知名饮料罐装设备生产商“西得乐”的无菌冷罐装技术，并决定引进到泰国进行包装椰子水的生产。2013 年，彭萨克推出 IF 品牌并由 GeneralBeverage 运营。依靠泰国当地成熟的椰子采摘及处理产业链，IF 在泰国迅速发展，逐渐成为当地最大的包装椰子水品牌之一。

2) 中国市场扩张期 (2015-2020)：陆续进军中国香港及中国内地市场，迅速抢占份额。2015 年，IF 椰子水进入中国香港市场，销量超预期，第二年就成为了香港椰子水市场市占率第一。2017 年，IF 椰子水官宣进军中国内地市场，恰逢知名椰子水品牌 VitaCoco 自 2015 年进入中国市场之后已经进行了一波消费者心智教育，IF 品牌以其独特的产品定位及品牌形象在中国市场的份额逐步上升。2019 年，IF 产品的销售需求旺盛，GeneralBeverage 开始委聘第三方供应商代

工生产。2020 年，公司开发出植物基零食，扩充了 IF 产品组合。

3) 迅速增长长期(2021 年以来): 品牌形象力上升, 销量暴增助力成为龙头。2021 年以来, 公司敏锐判断行业拐点到来, 加大营销力度, 核心大单品 IF 椰子水销量暴增, 2023 年实现营收 6.2 亿, 2024 年实现营收 11.3 亿, 同比增速达 83%。随着公司规模的不扩张, 2022 年, GeneralBeverage 进行业务重组, 将 IF 及 Innococo 品牌的国际业务转让给成立的 IFB 新加坡公司, 而 GeneralBeverage 仍负责泰国国内业务; 2024 年, IFBH 公司于新加坡注册成立, 并通过收购重组成为 IF 及 Innococo 品牌的母公司, 下属公司为 IFB 新加坡及 IFB 泰国, 而 GeneralBeverage 为公司股东之一。公司于 25 年 4 月向香港联合交易所提交了 IPO 募股书, 并于 6 月 30 日正式上市。

图 24: 公司发展历程



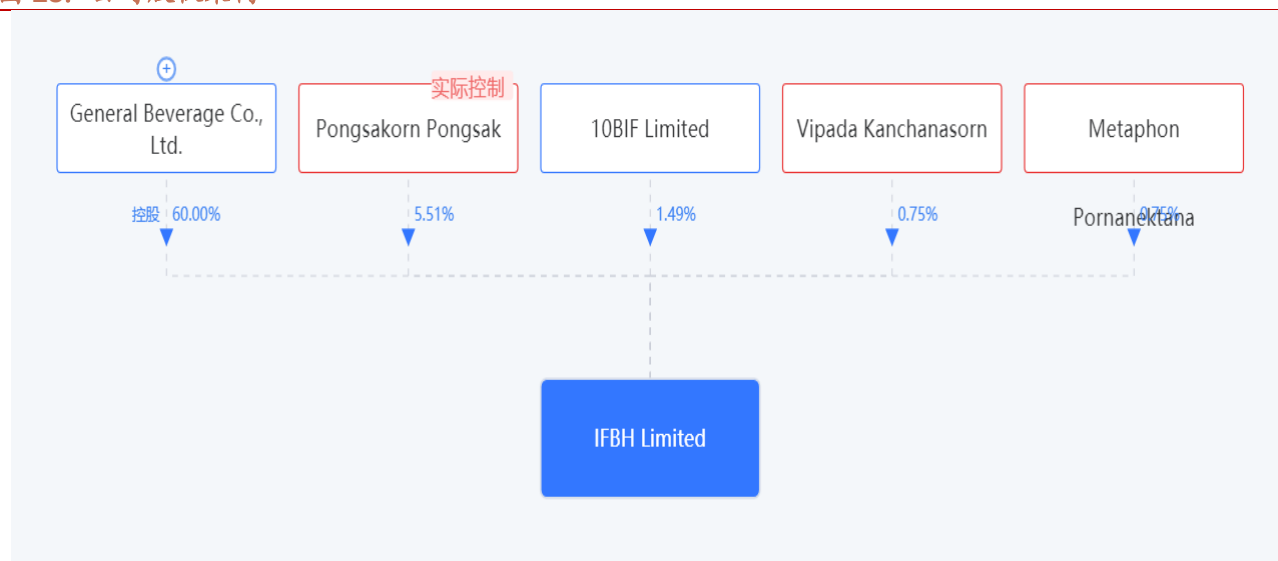
资料来源：IFBH 招股书、公司官网、招商证券

2、股权结构：股权高度集中，轻资产运营团队极简

股权上创始人彭萨克绝对主导，股权集中度较高。创始人彭萨克持有 65.51% 的股份，对公司有绝对的控制权，其中 5.51% 为直接持有，60.0% 通过 GeneralBeverage 间接持有，股权相对集中。

轻资产模式，团队极简运营。高级管理层目前共 4 人，兼具战略布局与财务管控经验，管理团队保持稳定，其中公司由创始人彭萨克担任董事长，负责集团整体运营和管理。公司全球员工仅 46 人，团队极简运营。创始人彭萨克 (Pongsakorn Pongsak) 曾担任过泰国 Suwan 集团的销售及营销总监、董事总经理，2011 年创立 GeneralBeverage，后将创立的 IF 品牌转入给 IFBH 公司，并通过 GeneralBeverage 进行控股，产品生产环节仍在控股公司 GeneralBeverage 进行，IFBH 则负责营销运营，实现轻资产运营模式。

图 25: 公司股权架构



资料来源: ifind、招商证券

表 4: 公司核心管理层任职与履历简表

姓名	年龄	职位	职责	个人履历
PongsakornPongsak	45	行政总裁	负责本集团整体营运管理	公司创办人, 在食品饮料产品分销行业拥有超 10 年经验, 曾先后担任过 Suwan 公司的销售及营销总监及董事总经理, 以及 GeneralBeverage 的行政总裁。
MetaphonPornanektana	48	商务总监	负责监督本集团的销售、采购及品质保证	在销售及监督业务发展方面有超 20 年经验, 曾先后担任过 Boonsith 等公司的销售及行政经理、总经理, 以及 GeneralBeverage 的 OEM 销售经理。2023 年加入本集团, 担任 IFB 泰国的商务总监。
VipadaKanchanasorn	46	营运总监	负责监督本集团的营销及业务发展以及研发业务	在项目提交及市场推广等方面有超 15 年经验, 曾担任过 GeneralBeverage 的市场经理及出口市场总监。2023 年加入本集团, 担任 IFBH 泰国的营运总监。
OngYingShyun	41	财务总监	负责本集团财务全面管理	在财务审计等方面有 20 年经验, 曾先后在 PricewaterhouseCoopers 等公司担任高级会计师、高级财务经理及财务总监等职位。2023 年加入本集团, 担任 IFB 新加坡的财务总监。

资料来源: IFBH 招股书、招商证券

3、主营业务: IF 椰子水为核心单品, 品类覆盖饮料/零食

IF+Innococo 双品牌运营, 椰子水外饮料零食品类亦有布局。公司主营业务集中于椰子水业务, 在 IF 及 Innococo 品牌下的产品组合目前涵盖三大产品类别: 天然椰子水饮料、其他饮料以及植物基零食。旗舰品牌 IF 专注于提供天然健康的泰式饮料及食品, Innococo 则致力提供传统运动功能饮品的健康替代选择。其中, 核心大单品为 IF 品牌下的 100%天然椰子水。

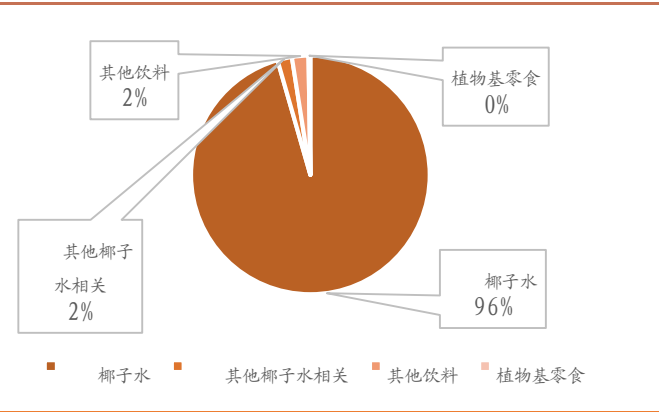
表 5：公司产品矩阵

产品类别	品牌	产品
椰子水饮料	if	100%天然椰子水
		Nambom椰子水
		气泡椰子水
		椰子水(含椰肉)
	Innococo	100%天然椰子水
		气泡椰子水
其他饮料	if	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
植物基零食	if	香脆椰子卷
		藜麦脆片
		香蕉干

资料来源：IFBH 招股书、招商证券

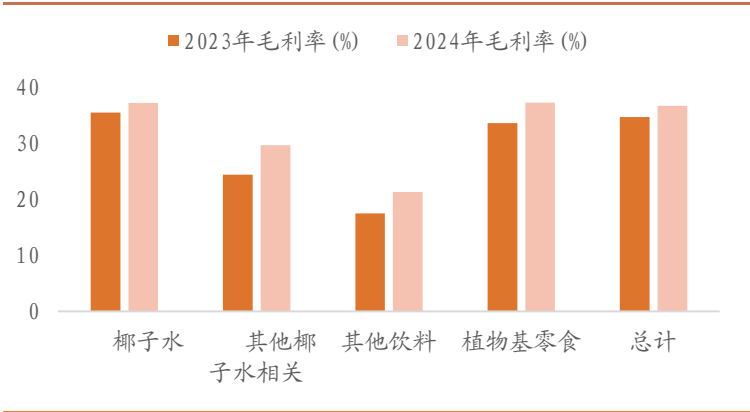
分业务看：IF 椰子水是公司收入的核心基本盘。从产品结构来看，公司营收对核心品类依赖度高，新品类贡献度值得期待。2024 年全年公司收入 1.57 亿美元，同比增长 80.29%；其中椰子水业务收入 1.51 亿美元，占比高达 95.6%。其中，IF 品牌椰子水收入 1.24 亿美元，Innococo 品牌椰子水收入 0.26 亿美元。毛利率来看，2024 年公司毛利率 36.7%，其中椰子水毛利率为 37.2%，植物基零食毛利率为 37.3%，其他椰子水相关及饮料产品毛利率相对较低。

图 26：2024 年各产品收入占比



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

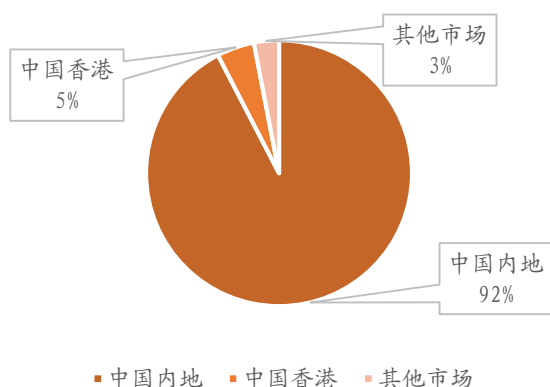
图 27：按产品划分的毛利率(%)



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

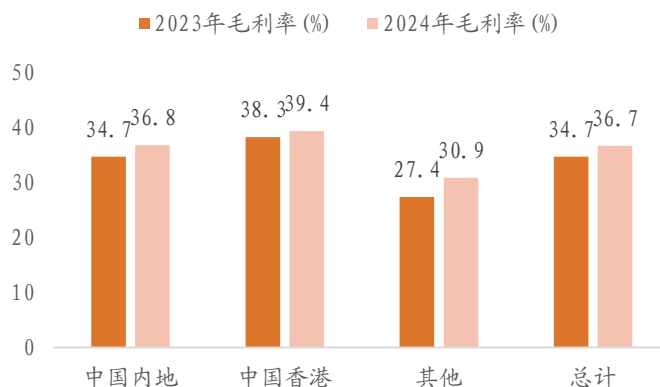
分地区看：专注中国市场，其他市场待开发。分区域来看，公司的大部分收入来自中国内地市场，2024 年收入 1.45 亿美元，同比增速 82.26%，占比 92.4%；中国香港市场收入 0.07 亿美元，同比增速 45.97%，占比 4.6%；新加坡、美国等其他市场总计收入 0.04 亿美元，同比增速 84.83%，占比仅 3%。2024 年，中国内地市场毛利率为 36.8%，同比提升 2.1 个百分点，高于中国香港及其他地区。

图 28：2024 年各区域收入占比



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 29：按区域划分的毛利率(%)

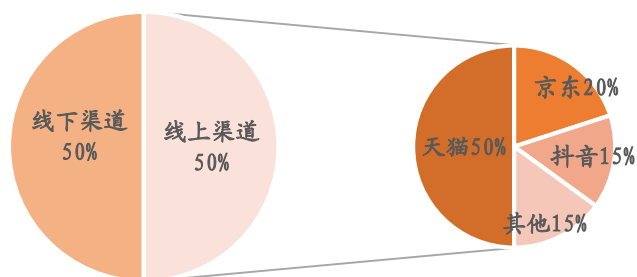


资料来源：IFBH 招股书、招商证券

4、渠道模式：大商模式布局渠道，线上占比高

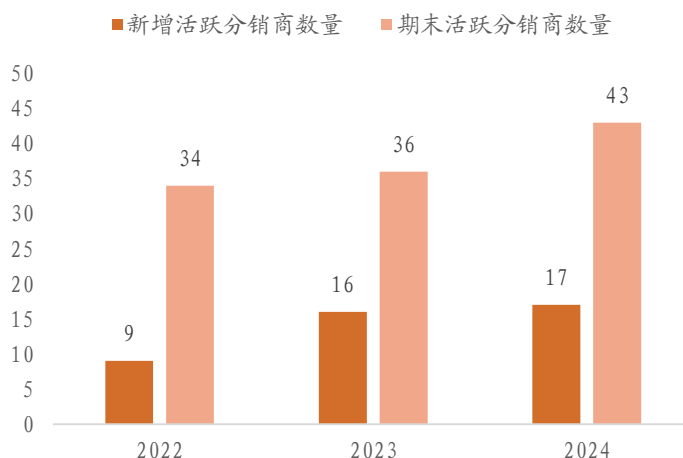
大商模式布局渠道，线上线下同时发力。公司在国内有三个直接代理商：一是“杭州大热电子商务有限公司”，双方 2018 年开始合作，主要负责线上市场（包括天猫、京东及抖音等电商及社交电商平台）和小部分区域的线下市场；二是“广东恒俞食品贸易有限公司”，双方 2017 年开始合作，专注于线下超市、便利店等 KA 系统；三是“广州远联食品有限公司”，双方 2024 年开始合作，主要负责部分线上及线下运营业务。2024 年，公司线上渠道销售额占比约 50%，其中，线上渠道约 50%、20%及 15%通过天猫、京东及抖音销售，线下渠道则以一二线市场的 CVS 便利渠道及商超渠道为主，通过代理商与经销商进行合作。

图 30：公司各渠道占比



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 31：公司 2022-2024 年经销商数量变化



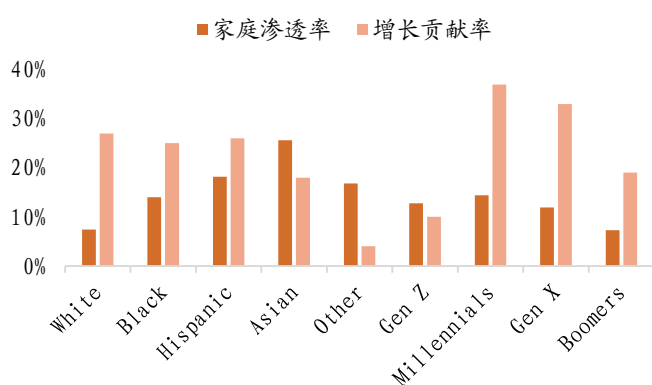
资料来源：IFBH 招股书、招商证券

四、IF 对比 VitaCoco: IF 上游粘性更高, 盈利能力更强

1、美国椰子水市场: 满足天然健康属性需求, 消费群体多元

健康属性驱动, 消费群体多元。美国消费者健康及天然属性诉求较高, 好时、雀巢先后宣布停止使用合成色素而转向天然色素, 甜菊糖等天然代糖关注度提升, 椰子水作为天然健康饮品, 同样符合消费趋势。消费群体来看, VitaCoco 超过一半的客户是非白人, 公司产品在亚洲家庭的渗透率较高, 非裔和拉丁裔的渗透率提升速度快 (2022 年增长 40%)。按照年龄划分, 年轻群体趋势明显, 近三年, Z 世代的渗透率提升了 94%, 但千禧一代和 X 世代人数更多且购买力更强, 对收入的贡献更大。

图 32: 美国椰子水消费群体画像



资料来源: VitaCoco 公司公告、招商证券

图 33: 椰子水符合美国消费者对天然健康饮品的诉求



资料来源: VitaCoco 公司官网、招商证券

北美消费习惯持续培育, 渗透空间足。行业层面看, 美国椰子水渗透度仍较低。15 年以来美国拉丁裔人口占比在持续提升, 将带动椰子水消费需求与使用习惯, 激发行业潜能。美国人口调查局预测, 到 2060 年, 美国的拉丁裔人口将占总人口的 28.6%。此外, 近两年海运价格下降, 行业整体盈利有所回升, 有望带动新品牌加入赛道, 共同进行消费者教育, 逐步提升椰子水在美国的渗透度。

图 34: 美国拉丁裔人口占比持续提升

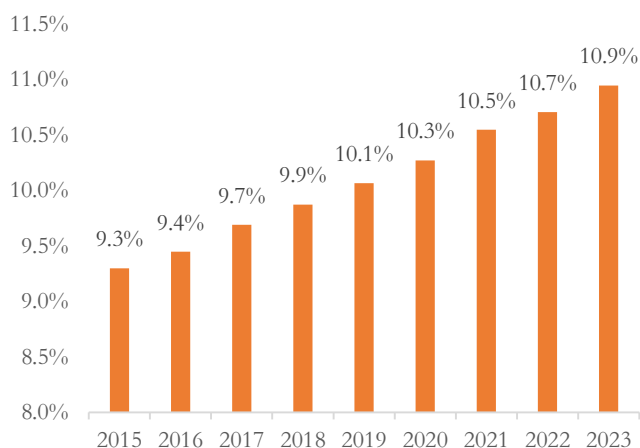
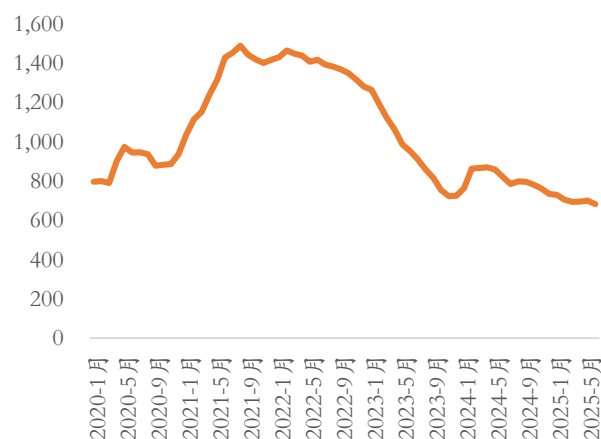


图 35: CICFI 航运综合指数近年来有所下降



资料来源：IFind、招商证券

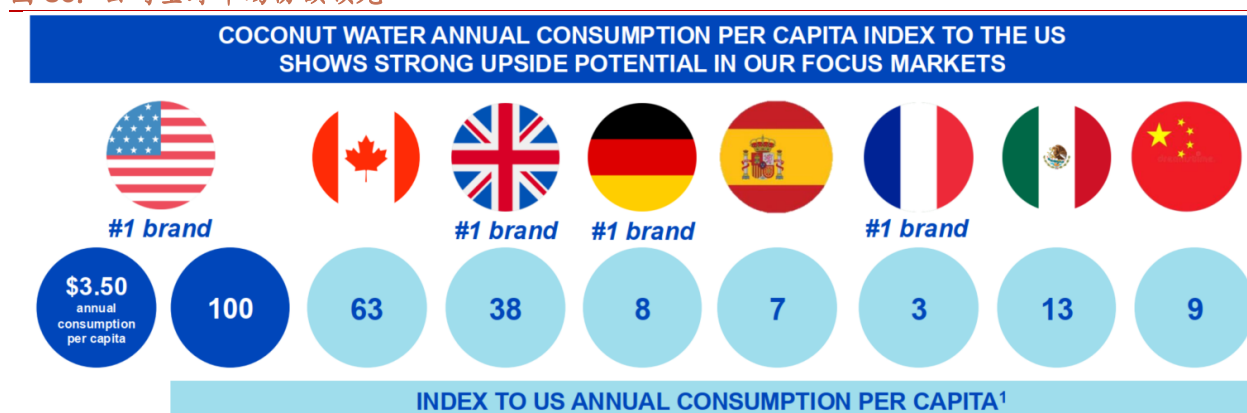
资料来源：IFind、招商证券

2、VitaCoco：全球龙头，蓄势待发

1) 公司介绍：开创美国椰子水市场，稳居全球份额第一

开创美国椰子水市场，稳坐全球份额第一。VitaCoco 母公司 AllMarketInc. 于 2007 年 1 月在特拉华州注册成立，2021 年 10 月完成了 IPO。VitaCoco 专注提供天然、营养的功能性饮品，致力于“让消费者吃得更好、喝得更好、生活更好”，是全球椰子水市场领导者，2024 年全球市场份额 16.5%，美国市场份额超 40%，英国市场份额 82%。

图 36：公司全球市场份额领先



资料来源：VitaCoco 公司官网、招商证券

2) 业务结构：三大产品板块，椰子水主业更聚焦

公司业务主要分为三个板块，即椰子水产品、自有品牌业务、其他业务：

椰子水业务（VitaCoco）：VitaCoco 椰子水产品线，是公司的主营产品，包括 coconutwater、VitaCocoboosted、Farmersorganic、VitaCocococonutoil、coconutmilk、hydrationdrinkmix 等产品，整体占比 70%以上，也是公司增长的核心驱动。

自有品牌业务（PrivateLabel）：系公司为零售商做定制产品，占比 20-30%，24 年规模 1 亿美元左右，利润率相对较低，21 年公司与其中一个大客户停止合作导致业务占比显著下降。

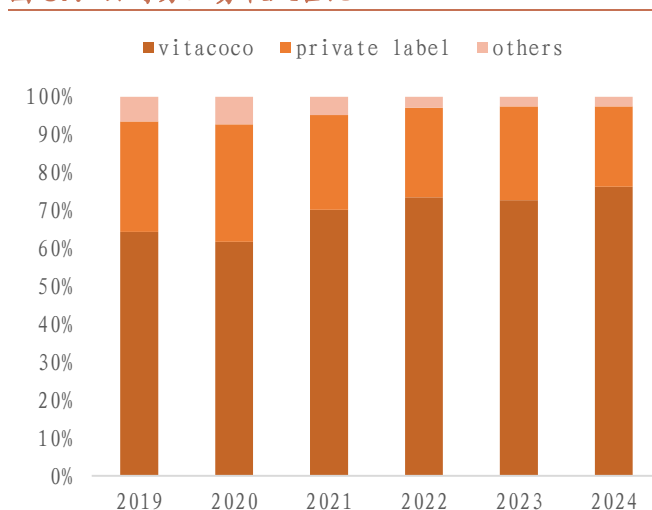
其他品类（Others）：主要为公司业务延伸，如收购的 Runa 品牌做功能饮料，ever&ever 做纯净水，近两年仍在初期培育阶段，铺货较弱，线下及线上渠道经常缺货，收入连续大幅下滑。

表 6: 公司主要产品矩阵

业务	品牌	产品特点	产品图
椰子水	VitaCoco	采用 NFC（非浓缩还原）技术，帮助人体在缺水情况下快速补充水分和电解质。	
自有品牌		向主要零售商提供定制产品	
其他业务	Runa (植物能量饮料)	植物及天然饮品，关键成分是 guayusa，一种亚马逊丛林植物	
	PWRLIFT (运动补剂饮料)	一款针对运动后和恢复性补水场合的饮料，富含蛋白质的调味水	
	Ever&Ever (纯净水)	环境友好的纯铝瓶包装纯净水品牌，pH 值平衡为 7.4	

资料来源: VitaCoco 公司公告、招商证券

图 37: 公司分业务收入占比

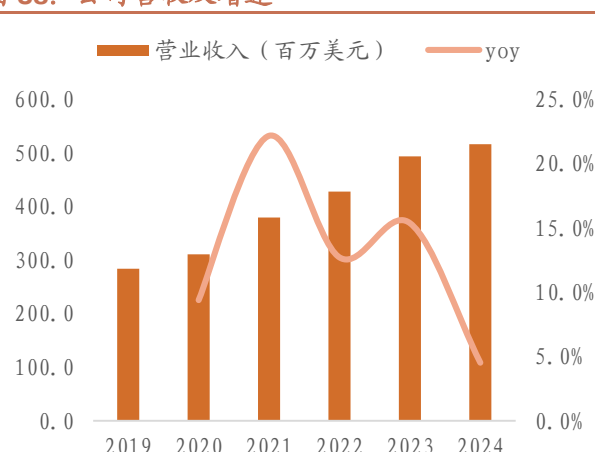


资料来源: VitaCoco 公司公告、招商证券

3) 财务分析: 增速有所放缓, 盈利能力改善

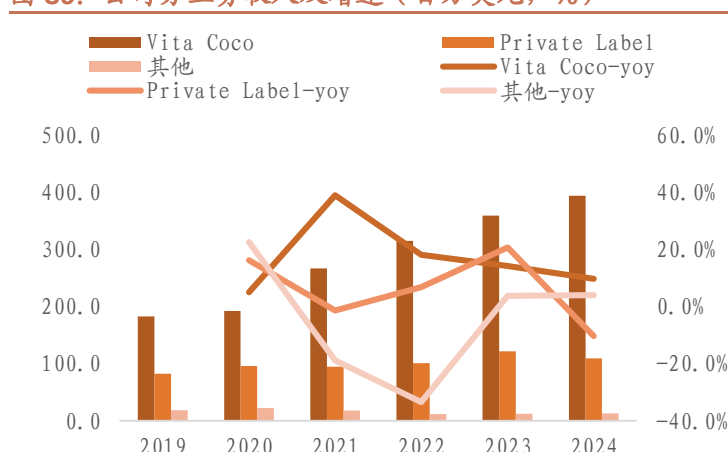
24 年受需求影响增速放缓, 椰子水主业增长相对稳健, 定制业务收缩。2024 年营收达 5.2 亿美元, 同比+4.5%, 增速显著放缓, 主要受美国饮料行业需求偏弱影响, 25Q1 公司营收实现 1.3 亿美元, 同比增长 17.2%, 收入有所复苏。20-21 年间, 美国椰子水需求爆发, 公司通过促销放量、消费者圈层扩张及新品矩阵完善等战略实现量价双驱动, 增速较快; 近两年需求端增速放缓, 加之竞争加剧+定制业务下滑, 导致公司自 24 年增速显著放缓。分业务看, 24 年 VitaCoco 椰子水主业收入 3.94 亿美元, 同比+9.6%, 占比从 19 年的 64.4% 上升至 24 年的 76.3%。24 年 PrivateLabel 定制业务收入 1.09 亿, 同比-10.4%, 占比从 2019 年 29.1% 降至 2024 年 21.2%, 其他业务相对稳定。

图 38: 公司营收及增速



资料来源: VitaCoco 公司公告、招商证券

图 39: 公司分业务收入及增速 (百万美元, %)



资料来源: VitaCoco 公司公告、招商证券

毛利率受结构优化提升, 费用率改善带动净利率修复。23 年以来全球海运价格指数回落, 叠加主品牌提价+高毛利主业占比提升, 带动公司毛利率实现反弹。24 年公司毛利率 38.5%, 同比+1.9pcts, 创近 5 年新高。费用率看, 公司销售+

管理费用率从 2019 年 27.8% 回落至 2024 年 24.2%，25Q1 同比进一步下降至 22%，费用率改善主要在于渠道费用率的提升及数字化营销的推进。公司净利率在毛利率提升+费用率改善带动下，自 22 年实现显著提升，24 年实现净利率 10.8%，25Q1 进一步提升至 14.4%。

图 40：公司毛利率变化

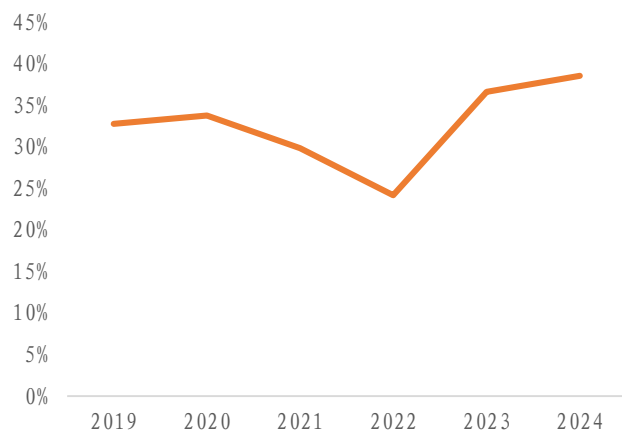
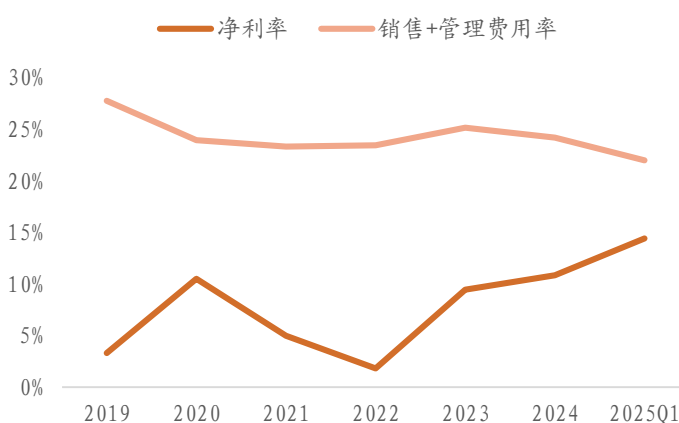


图 41：公司费用率及净利率变化



资料来源：VitaCoco 公司公告、招商证券

资料来源：VitaCoco 公司公告、招商证券

4) VitaCoco2025 年展望：主品牌高双位数增长，费效优化对冲成本压力

VitaCoco25H1 收入同比增长 17.1%，主要得益于美国市场椰子水品类的快速增长以及公司渠道补库存及服务水平的提升。毛利率 36.5%，同比下降 5.0pcts，主要受成本、运费上涨以及关税影响，公司正提价来对冲关税的影响。公司调整 EBITDA 为 0.52 亿美元，同比下降 3.2%，调整 EBITDA 率 17.3%，同比下降 3.6pcts。公司以“主品牌扩容+结构优化”锚定增长主线，同时直面运输成本回升、地缘关税扰动等挑战，25 年业绩指引重点突出“增长韧性与盈利”的动态平衡：

营收：目标双位数增长，驱动来自新品+提价：1) 目标区间：净销售额 5.65-5.80 亿美元，同比增长 9.5-12.4%；2) 增长引擎：VitaCoco 主品牌预计实现中高双位数增长，叠加 VitaCocoTreats 椰奶新品铺货、主品牌终端净价上调贡献增量；3) 拖累因素：促销活动增加、自有品牌战略收缩，部分抵消增长动能。

毛利率：成本扰动或导致毛利率下降 2.5pcts：1) 目标区间：预计全年毛利率 36% 左右，较 2024 年 38.5% 下降 2.5pcts；2) 压力端：关税影响、平均运输成本回升（红海航运扰动下供应链溢价）、成品采购成本上行；3) 支撑端：主品牌提价，覆盖部分成本压力、高毛利主品牌占比上升，持续优化产品结构。

盈利目标：EBITDA 目标增长 32.7%-41.9%，费效优化对冲成本压力：1) SG&A 费用：预计较 24 年增长中低个位数，系国际市场拓展、新品推广投入，叠加数字化提效部分对冲；2) 调整后 EBITDA：目标 8600-9200 万美元，同比 +32.7-41.9%，依赖主品牌规模效应+费用率管控，延续盈利修复。

3、IF 对比 VitaCoco：IF 上游粘性更高，盈利能力更强

1) VitaCoco 终端定价更高

VitaCoco 采用利乐包装更加环保易储藏，终端定价更高。IF 主要采用 PET 包装，而 Vitacoco 产品以利乐包装为主更符合欧美消费者的环保理念，同时利乐包装的避光性有利于保证瓶装椰子水的品质。终端价格来看，VitaCoco 定价更高，以中国市场为例，330ml 的 VitaCoco 官方线上价格接近 7 元，350ml 的 IF 官方线上价格不到 6 元。

表 7：VitaCoco 椰子水与 IF 椰子水线上价格及终端零售价对比

	VitaCoco			IF	
	线上价格 -美国	线上价格 -中国	终端零售价 -中国	线上价格 -中国	终端零售价 -中国
单瓶价格	1.5 美元(10.5 元)/330ml	6.8 元/330ml	9.9 元/330ml	5.5 元/350ml	6.9 元/350ml
单位价格	4.5 美元(31.7 元)/1000ml	20.1 元/1000ml	30.0 元/1000ml	15.7 元/1000ml	19.7 元/1000ml

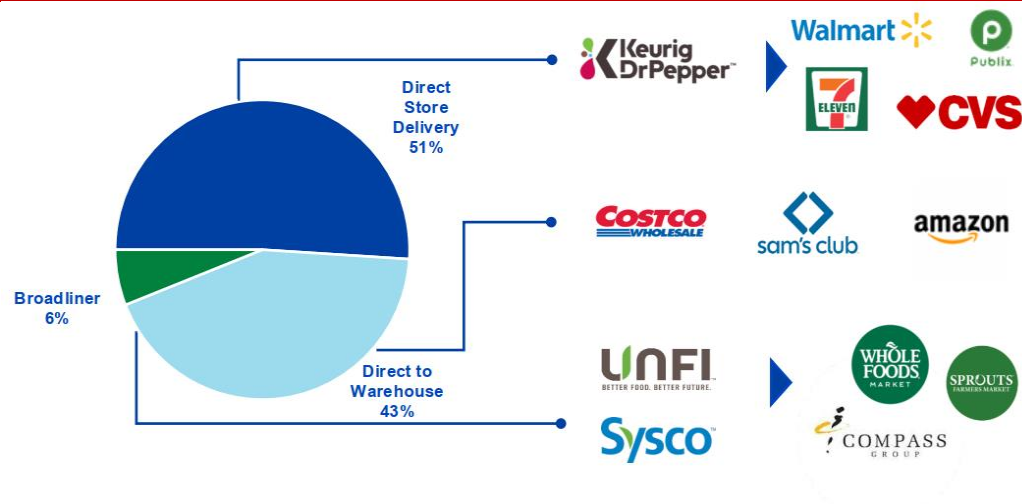
资料来源：亚马逊旗舰店、天猫旗舰店、招商证券

2) IF 上游供应链粘性更高，VitaCoco 下游掌控力更强

上游生产端看，IFBH 上游供应链粘性更高，VitaCoco 通过独家供应合同精细化管理。IFBH 的上游供应链主要来自创始人控股公司 GeneralBeverage，供应链粘性高，产品品质可控力强。VitaCoco 与全球大型椰子采购商签订了长期独家供应合同，并和椰子加工企业合作，需投入更多精力塑造和维护良好的上下游关系。

下游渠道端看，IFBH 依赖经销商销售，VitaCoco 下游控制力更强。IFBH 在中国市场的下游渠道完全依赖于杭州大热、广东恒俞等合作经销商，渠道管控能力相对较弱。VitaCoco 的下游渠道均由公司自己开辟，与各大经销商及渠道商建立长期合作关系，议价能力及渠道管控能力更强。

图 42: 24 年 VitaCoco 分渠道业务占比



资料来源: VitaCoco 公司公告、招商证券

3) 核心市场都具先发优势, VitaCoco 营销力度更大

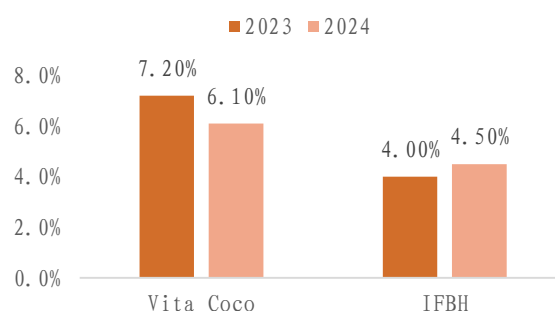
VitaCoco 营销能力更强, 营销力度更大。IF 与 VitaCoco 在各自的核心市场均具有较强的先发优势, IF 虽不是最早在中国市场做椰子水的品牌, 但凭借营销创造先发优势, VitaCoco 则是将品类引入美国市场。营销端看, VitaCoco 的母公司 AllMarket 拥有超豪华的股东阵容, 包括与百威英博关联的 Verlinvest 家族、影星马修·麦康纳、黛米·摩尔、歌手麦当娜、以及红牛中国的母公司华彬集团等。2010 年公司开始借助名人效应, 打造成时尚饮品, 小天后蕾哈娜也为其品牌代言, 产生从线上到线下的联动效应。2023-2024 年, VitaCoco 的广告及营销费用率为 7.2% 及 6.1%, 均高于 IF 的 4.0% 及 4.5%

图 43: 蕾哈娜代言 VitaCoco 品牌



资料来源: businessinsider、招商证券

图 44: VitaCoco 与 IF 广告及营销费用率对比



资料来源: VitaCoco 公司公告、招商证券

4) 财务对比: VitaCoco 定价高毛利率领先, IF 费效高净利率更优

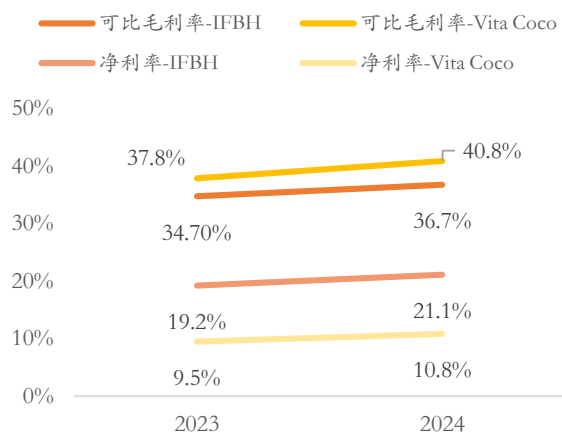
营收端: 规模上看, 24 年 IF 收入 1.6 亿美元, 低于 VitaCoco 的 5.2 亿美元, 而增速来看, IF22-24 年复合增速 88.1%, 远高于 VitaCoco 的 13.0%, 主要在于中国市场需求放量进入风口期, 美国市场则有着头部企业退出行业培育速度放缓。

毛利率: 剔除运输费用影响后, 24 年 VitaCoco 的可比毛利率为 40.8%, 高于 IF 的 36.7%, 主要在于公司产品在美国价格相对较高。

费用率：24 年 VitaCoco 可比销售+管理费用率为 24.2%，高于 IFBH 的 8.3%，主要原因 IF 渠道端交给代理商运营，自身费用率更高效，而 VitaCoco 的营销投入及渠道费用投入都更高

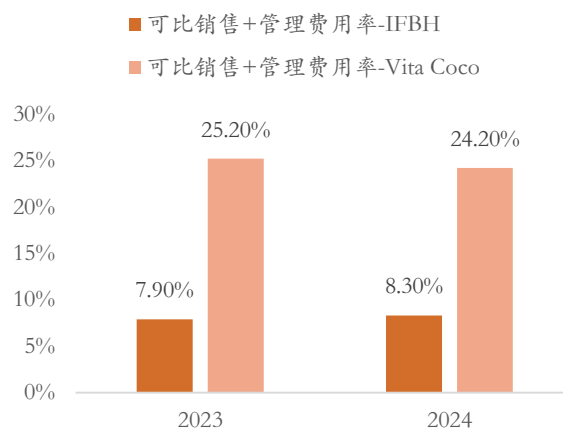
净利率：24 年 IF 净利率为 21.1%，高于 VitaCoco 的 10.8%，主要在于 IF 的费用效率更高。

图 45：可比毛利率及净利率对比



资料来源：VitaCoco 公司公告、招商证券

图 46：可比销售+管理费用率对比



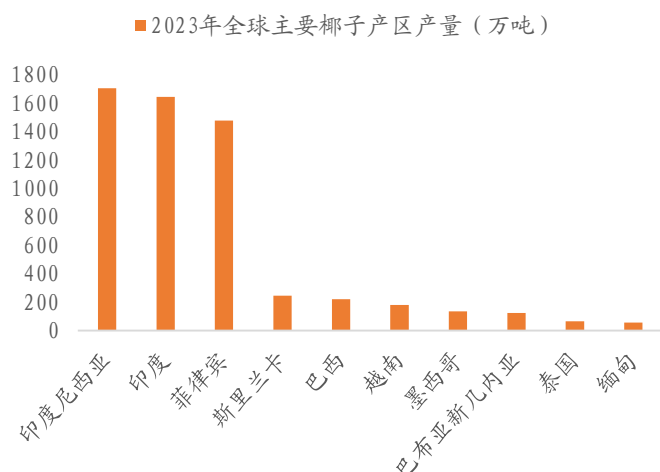
资料来源：VitaCoco 公司公告、招商证券

五、IF 核心关注点：产品品质为先，品牌营销发力

1、源自泰国基因，产品品质为先

公司源自泰国，天然有做椰子水的基因。椰子主产地主要集中于东南亚及南美等地区，包括印尼、菲律宾、泰国、巴西等国家，本身具有成熟的椰子产业链及生产工艺。公司椰源集中于泰国丹嫩沙多等地，选用高品质泰国香水椰。香水椰因其浓郁的奶芋香味和甜美的口感而出名，甜度高达 6-10，远超普通椰子的甜度 4，也多被选作高品质椰子水的原料，品质相对更高。此外，公司产品代工厂临近产地，可保证椰子原材料的新鲜程度；生产过程采用瑞士无菌冷罐装技术进行产品灌装，技术领先，可保证产品质量与卫生安全。

图 47：椰子主产地主要集中于东南亚等地区



资料来源：萝卜投资、招商证券

图 48：泰国香水椰对比普通椰子更适合制作椰子水饮料



资料来源：海南盛大农业、招商证券

2、轻资产重营销，品牌占据先发优势

公司通过轻资产运营模式专注于品牌营销。IF 椰子水采用的多元化营销策略精准切入行业爆发拐点，在短时间内成功占领消费者心智，树立了独特的品牌形象及影响力。一方面，IF 先后签约赵露思、肖战等流量明星，借助其粉丝群体迅速积累年轻用户群体，构建了完整的“明星-内容-社群”运营体系，其中 2024 年官宣签约肖战后直播间同款产品单月 GMV 突破 2 亿元，天猫旗舰店销量激增 30%；另一方面，IF 绑定运动健康场景，2022 年登陆顶流主播刘畊宏、李佳琦直播间，当月销售额环比增长超 300%。并通过与泡泡玛特等热门 IP 的合作以及各大城市地标投放广告等方式实现“线上流量裂变，线下场景渗透”的策略，使 IF 短时间内实现了品牌认知度与销量的双重提升。

图 49：IF 与热门 IP 泡泡玛特联动



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 50：IF 签约肖战、在城市地标投放广告



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

3、线上线下双轮驱动，代理商分工明确

线上线下渠道布局，三大代理商推动公司发展。2024 年公司线上线下收入各占

一半左右，在中国内地市场主要依赖三大代理商且分工明确。其中：**1）广东恒俞主营线下渠道：**2017 年，公司进军中国市场，与广东恒俞食品贸易有限公司合作展开线下业务，主要集中于 Ole’、CitySuper 等高端商超及便利店系统的精品渠道建立起进口健康的高端品牌形象，24 年代理额 0.48 亿美元，占中国内地市场的 31%；**2）杭州大热负责线上运营：**2018 年，公司与杭州大热电子商务有限公司合作展开线上业务，主攻天猫、抖音、京东等电商平台及小红书等社交媒体平台。疫情后，代理商通过名人代言、直播合作等方式使得品牌迅速占据消费者视野，并且主推了代言人合作等事宜，24 年代理额 0.74 亿美元，占中国内地市场的 50%左右。**3）广州远联重点培育 Innococo 品牌：**2024 年，公司与远联食品展开合作，加强了 Innococo 品牌在中国市场的铺货及销售，24 年代理额 0.27 亿美元，占中国内地市场的 19%。

表 8：内地主要经销商信息及代理业务

经销商	成立时间	主营业务及优势	合作品牌	代理 IF 公司业务	24 年代理 IF 体量	中国区收入占比
杭州大热电子商务有限公司	2011 年	快消品经销代理，提供物流、资金、商贸、营销等综合服务，自建仓储物流系统，通过规模化高效运作降低商品流通成本，为品牌厂家和 B2C 电商平台搭建良好的合作基础。	百岁山、海天、伊藤园、张裕等	主要代理 IF 品牌的线上运营及华东地区的线下运营	24 年代理额 0.74 亿美元（5.3 亿人民币），占整体收入 47%	50%
广东恒俞食品贸易有限公司	2011 年	预包装食品销售、货物进出口、广告制作与发布等业务。	老板仔、又酷、Aroi、泰象	主要代理 IF 品牌的华南地区的线下运营	24 年代理额 0.48 亿美元（3.4 亿人民币），占整体收入 28%	31%
广州远联食品有限公司	2024 年	新鲜水果批发、农产品的生产、销售、加工、运输及其相关服务，包括食品进出口及互联网销售业务。	Innococo、IF	主要代理 Innococo 品牌的运营以及 IF 品牌的部分线上线下运营	24 年代理额 0.27 亿美元（1.9 亿人民币），占整体收入 17%	19%

资料来源：公司官网、IFBH 招股书、招商证券

4、市场担忧：如何应对国内品牌的竞争冲击？

目前市场担忧随着椰子水消费趋势到来，国内企业快速密集入场，通过渠道竞争抢占 IFBH 份额。我们认为，行业风口已至，竞争加剧已经出现，线上流量投放及线下价格战也正在发生，但当前竞争阶段看，以小品牌参与为主，IFBH 具备品牌先发优势，行业主流渠道目前也避开了国内品牌的直接竞争，因此短期对于 IFBH 的增长前景不必过度悲观，但中长期看随着品类下沉，同时国内龙头企业下场参与，则对行业份额影响可能会更大，因此渠道掌控力提升仍是对公司长期发展前景的关键支撑，具体来看：

消费群体更注重品质，IF 品牌已深入人心。椰子水消费群体将“天然无添加”视为首要决策因素，其核心诉求是健康，而且用户画像以白领、运动人群、母婴群体为主，价格敏感度相对更高，纯价格竞争对 IF 品牌的影响相比其他饮品更小，品质壁垒强于价格敏感性。

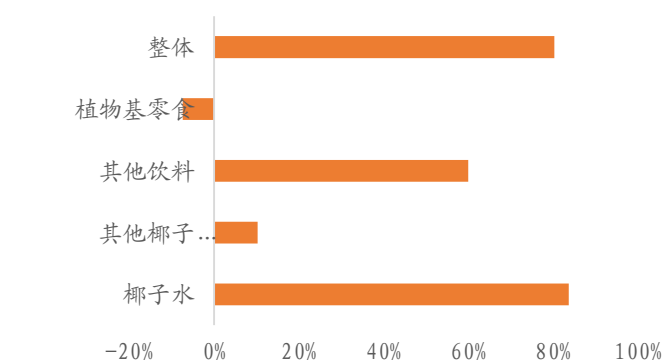
渠道掌控力弱于国内饮料巨头，但目前行业渠道结构一定程度削弱了国内品牌在渠道端的优势。IF 在国内以代理商运营模式为主，对于经销商及终端的掌控能力有限，相比国内传统巨头差距明显。但椰子水仍处于品类相对早期阶段，并且定位偏高端，因此目前集中在一二线和线上为主，线下渠道主要在高端超市、CVS 便利系统，而国内龙头企业在渠道精细化和下沉市场覆盖能力明显更强，渠道错配使得 IF 在渠道端的劣势被减弱，因此短期受到的竞争压力不必过度悲观。但值得注意的是，参考海外经验看，龙头 VitaCoco 在美国凭借品牌和供应链优势长期保持稳定且较高的份额，但在欧洲由于营销和渠道投入相对较少，受到本土品牌竞争冲击明显更大，因此对于 IF 来讲，未来保持品牌影响力，并加强渠道掌控力则是对公司长期发展的关键支撑。

六、财务分析：营收快速增长，盈利水平优异

1、营收增长引擎来自于中国内地市场椰子水业务

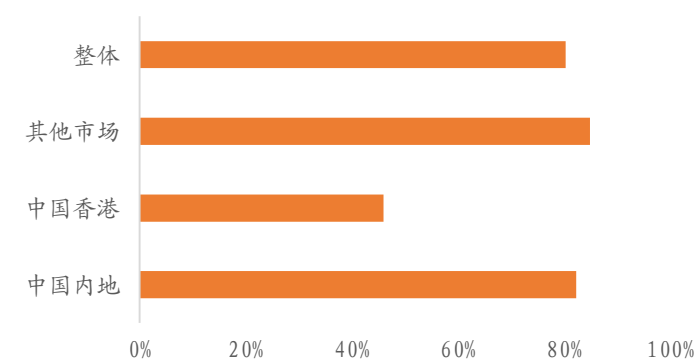
核心椰子水带动业绩爆发，各区域均实现高增长。2024 年公司主营业务收入 1.57 亿美元，同比增长 80.4%。1) 分品类看：椰子水营收 1.51 亿美元，占比 95.6%，同比增长 83.7%；其他椰子水相关产品营收 309 万美元，同比增长 10.3%；其他饮料营收 352 万美元，同比增长 59.9%；植物基零食营收 39.9 万美元，同比下降-7.4%。2) 分区域看：中国内地市场营收 1.46 亿美元，占比 92.4%，同比增长 82.3%；中国香港市场营收 720 万美元，同比增长 46.0%；其他地区市场营收 479 万美元，同比增长 84.8%。公司营收主要来自于中国市场，对椰子水品类的依赖度较高，公司本次募资预计 20%用于全球化扩张，未来有望进一步向其他市场延伸。

图 51：2024 年分业务收入增速(%)



资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 52：2024 年分地区收入增速(%)



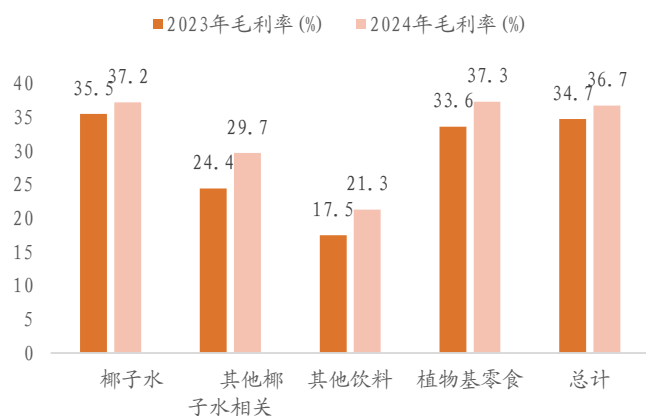
资料来源：IFBH 招股书、招商证券

2、结构优化带动毛利率提升，椰子价格预计上涨

结构优化带动毛利率提升，椰子价格受需求带动预计有所上涨。2024 年公司主营业务毛利率为 36.7%，同比+2.0pcts。毛利率的改善主要来自核心椰子水业务增速更快带来的结构优化，以及各业务本身毛利率的提升。其中，24 年椰子水

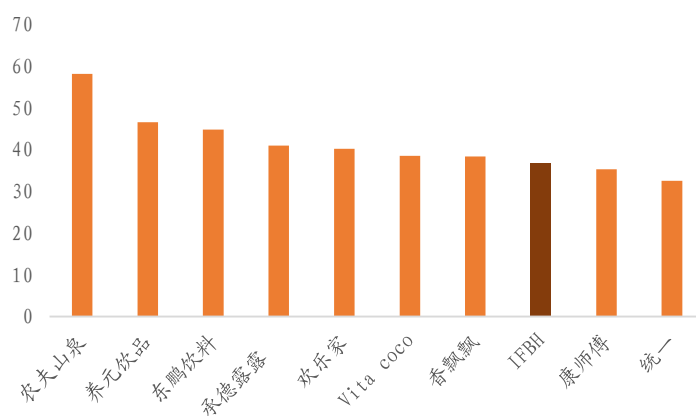
业务毛利率 37.2%，高于其他椰子水及其他饮料业务，同比+1.7pcts；其他椰子水相关业务毛利率同比+5.3pcts；其他饮料业务毛利率同比+3.8pcts；植物基零食毛利率与椰子水相当，同比+3.7pcts。行业内横向对来看，2024 年公司的毛利率低于行业龙头 VitaCoco。生产环节来看，核心原料成本为椰子及包材，椰子价格近年来受需求拉动有所增长，今年预计将进一步上涨。

图 53：公司各产品毛利率(%)



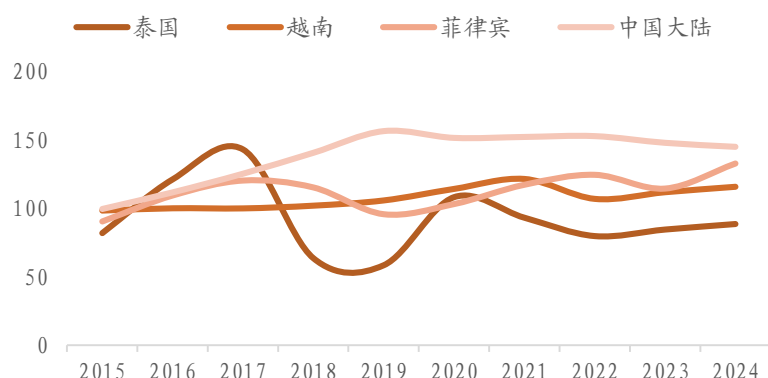
资料来源：IFBH 招股书、招商证券

图 54：2024 年行业各公司毛利率对比(%)



资料来源：IFBH 招股书、公司年报、招商证券

图 55：亚洲主要地区椰子生产者价格指数对比

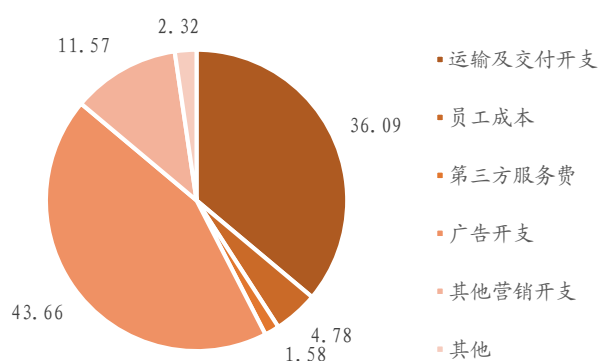


资料来源：IFind、招商证券

3、广告营销投入增加，上市费用或影响费用率

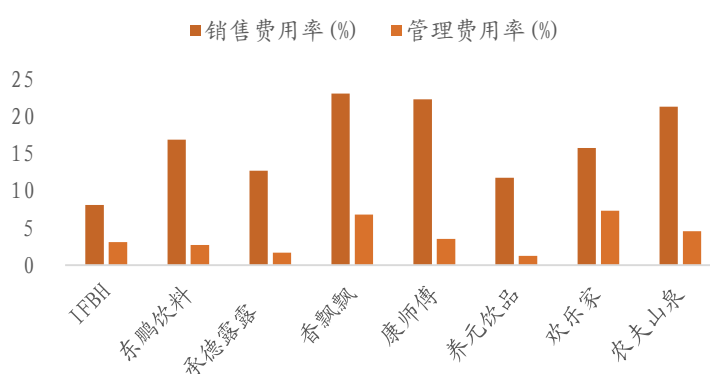
广告营销投入有所增加，费用率仍处于行业较低水平。2024 年销售费用率 8.1%，同比+0.24pct，其中广告开支及运输费用占比最大，分别占总销售费用的 43.7% 及 36.1%，分别占总收入的 3.5% 及 2.9%。24 年公司广告费用同比大幅增长 145%，主要系推广及明星代言费用增加，运费同比增长 73% 慢于收入。2024 年公司管理费用率 3.1%，同比持平，主要系专业费用及员工成本增长翻倍以上。专业费用主要系此前尝试新加坡交易所上市的费用，25 年预计联交所上市仍有此项费用。对比行业来看，由于轻资产运营+大商代理模式，公司的销售费用率处于行业最低水平，管理费用率同样在行业处于相对较低水平。

图 56: 2024 年公司销售费用率占比(%)



资料来源: IFBH 招股书、招商证券

图 57: 2024 年各公司销售及管理费用率对比(%)

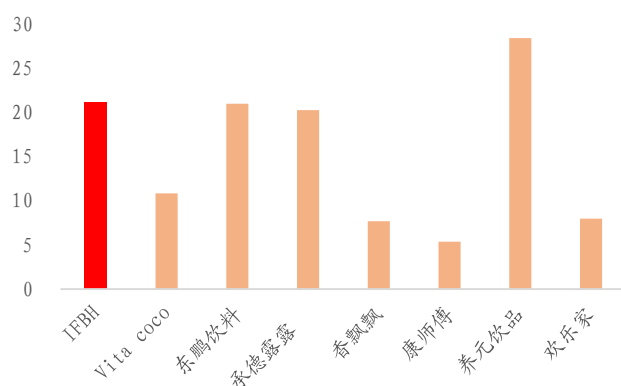


资料来源: IFBH 招股书、公司年报、招商证券

4、盈利能力强，财务结构健康

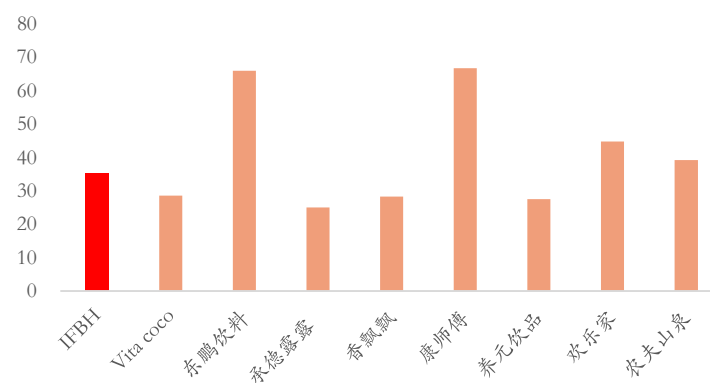
净利率在行业内相对较高，资产负债率处于健康水平。2024 年公司净利率由去年的 19.2%增长至 21.1%，高于行业平均水平。净利率提升一方面来自于毛利率的改善，另一方面受益于较低的费用率。相比行业，公司净利率超过 21%，仅低于养元饮品，盈利能力强。2024 年公司资产负债率由 68.8%下降至 35.1%，主要在于公司去年产品销量的大幅上涨，现金及其等价物、应收账款等资产项目大幅提升，同时负债有所下降；行业内看，公司资产负债率亦属于相对健康水平。

图 58: 2024 年公司净利率对比(%)



资料来源: IFBH 招股书、公司公告、招商证券

图 59: 2024 年各公司资产负债率对比(%)



资料来源: IFBH 招股书、公司公告、招商证券

七、投资建议：行业风口已至，龙头尽享红利

投资建议：行业风口已至，龙头尽享红利，首次覆盖暂不给予评级。椰子水品类具备高端健康属性，消费粘性稳固。当前行业正处于风口期，供给增加创造需求，带动消费者接受度提升。当前行业格局分散，未来仍有集中度提升空间。IFBH 作为行业龙头，具备先发优势，以及品牌=品类的强品牌认知，虽然行业迎来竞争加剧阶段，但公司仍有望凭借品牌势能+产品品质，持续巩固龙头地位，未来能否提升渠道掌控力是对长期成长的重要支撑。公司当前随行业爆发阶段快速增长，轻资产模式盈利能力强，我们认为公司在中国内地市场受益行业高景气度有

望延续较快增速，中国香港市场及海外低基数下继续放量。毛利率未来两年或受成本上涨影响压力增加。我们预计 25-26 年 EPS 分别 0.94、1.16 元人民币，对应 25 年估值 31X，首次覆盖，暂不给予评级。

表 9：IF 收入分地区拆分（人民币：千元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	619,330	1,133,240	1,420,334	1,663,245	1,877,899
yoy		83%	25%	17%	13%
营业成本	404,504	716,893	937,531	1,130,650	1,275,067
yoy		77%	31%	21%	13%
毛利率	34.7%	36.7%	34.0%	32.0%	32.1%
yoy		2.1%	-2.7%	-2.0%	0.1%
分地区合计					
1.中国内地					
收入	566,039	1,047,037	1,293,246	1,489,892	1,645,604
yoy	133.9%	85.0%	23.5%	15.2%	10.5%
毛利率	34.7%	36.8%	34.0%	32.1%	32.1%
2.中国香港					
收入	34,940	51,771	77,033	99,886	130,728
yoy	-31%	48%	48.8%	29.7%	30.9%
毛利率	38.3%	39.4%	37.2%	35.2%	35.7%
3.其他					
收入	18,352	34,432	50,055	73,467	101,567
yoy	6%	88%	45.4%	46.8%	38.2%
毛利率	27.4%	30.9%	29.1%	27.1%	27.2%

资料来源：招商证券

风险提示

需求恢复不及预期。如需求恢复不及预期，椰子水作为可选消费，销售受影响。

行业竞争加剧。饮料行业品类众多，新品不断推出，渠道多元，新进入者及新品推广可能导致竞争加剧，费用被动增加。

原材料成本上涨。椰子为主要原材料，在成本中占比较高，且受种植、天气等因素影响较大，不可控情况下成本价格波动影响公司毛利率和净利率。

新品拓展不及预期。公司新推出其他饮料系列，有望成为第二增长曲线，若新品推广速度较慢，或受经营压力影响增长不及预期，将会拖累公司整体增速。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	141	462	1764	2030	2322
现金及现金等价物	110	394	1679	1930	2208
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	21	51	63	74	84
其它应收款	4	3	4	5	5
存货	3	8	10	12	13
其他流动资产	3	7	8	10	11
非流动资产	75	71	70	72	68
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2	3	3	4	1
无形资产	72	67	67	67	67
其他	0	0	0	0	0
资产总计	216	533	1834	2102	2390
流动负债	120	183	221	256	283
应付账款	54	113	145	174	196
应交税金	23	48	48	48	48
短期借款	0	0	0	0	0
其他	43	22	28	34	38
长期负债	29	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	29	5	5	5	5
负债合计	149	187	226	261	287
股本	5	130	1146	1146	1146
储备	62	215	462	695	956
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	67	346	1608	1841	2103
负债及权益合计	216	533	1834	2102	2390

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	191	300	283	330	372
净利润	119	239	252	308	354
折旧与摊销	8	9	11	9	13
营运资本变动	38	25	21	20	13
其他非现金调整	26	26	(0)	(7)	(9)
投资活动现金流	(29)	(55)	(10)	(3)	(1)
资本性支出	(2)	(1)	(10)	(10)	(10)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	0	0	0	0	0
其它	(27)	(54)	0	7	9
筹资活动现金流	(51)	37	1011	(76)	(93)
债务增减	0	0	0	0	0
股本增减	0	(5)	1016	0	0
股利支付	57	83	5	76	93
其它筹资	5	125	0	0	0
其它调整	(113)	(165)	(11)	(151)	(185)
现金净增加额	110	282	1284	251	279

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	619	1133	1420	1663	1878
主营收入	619	1133	1420	1663	1878
营业成本	430	770	993	1193	1343
毛利	189	363	427	471	535
营业支出	42	74	125	106	117
营业利润	147	289	303	365	418
利息支出	0	1	0	0	0
利息收入	0	8	8	14	17
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(4)	(8)	(8)	(8)	(8)
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	143	288	303	371	426
所得税	24	49	51	63	72
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	119	239	252	308	354
EPS(元)	0.45	0.90	0.94	1.16	1.33

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-100%	83%	25%	17%	13%
营业利润	-97%	96%	5%	20%	15%
净利润	-95%	102%	5%	22%	15%
获利能力					
毛利率	34.7%	36.7%	30.1%	28.3%	28.5%
净利率	19.2%	21.1%	17.7%	18.5%	18.9%
ROE	176.6%	69.3%	15.7%	16.8%	16.9%
ROIC	176.6%	69.4%	15.7%	16.8%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	68.8%	35.1%	12.3%	12.4%	12.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	2.5	8.0	7.9	8.2
速动比率	1.2	2.5	7.9	7.9	8.2
营运能力					
资产周转率	2.9	2.1	0.8	0.8	0.8
存货周转率	0.0	144.4	115.7	112.1	108.8
应收帐款周转率	0.0	28.7	23.4	22.7	22.3
应付帐款周转率	0.0	9.2	7.7	7.5	7.2
每股资料(元)					
每股收益	0.45	0.90	0.94	1.16	1.33
每股经营现金	0.72	1.13	1.06	1.24	1.40
每股净资产	0.25	1.30	6.03	6.90	7.89
每股股利	0.02	0.02	0.28	0.35	0.40
估值比率					
PE	65.9	32.7	31.1	25.4	22.1
PB	127.8	24.8	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	56.9	28.9	27.5	22.7	19.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。