

IFBH (06603.HK)

椰水领航拓蓝海，泰国产业筑壁垒

2025年09月17日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

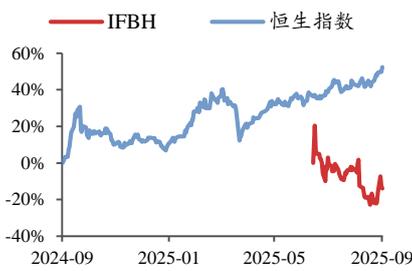
zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524010001

日期	2025/9/17
当前股价(港元)	34.000
一年最高最低(港元)	48.800/30.000
总市值(亿港元)	90.67
流通市值(亿港元)	90.67
总股本(亿股)	2.67
流通港股(亿股)	2.67
近3个月换手率(%)	59.29

股价走势图



数据来源：聚源

● 椰子水头部引领品牌，深耕泰国产业链优势，首次覆盖给予“增持”评级

公司聚焦高潜力椰子水赛道，if和Innococo双品牌形成协同发展，中国内地市场份额多年稳居第一，受益于行业扩容红利以及泰国上中游产业链竞争优势，预计公司未来业绩将高速增长。我们预计公司2025-2027年净利润分别为38、55、71百万美元，分别同比+14.7%、+44.2%、+28.4%，EPS分别为0.1、0.2、0.3美元，当前股价对应PE分别为30.7、21.3、16.6倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 国内椰子水风潮渐起，IFBH为头部引领者，行业尾部分散化发展

中国内地椰子水市场景气度较高，主要得益于需求端健康意识觉醒和供给端大量资本涌入，加速消费者培育和渠道场景开拓，2019-2024年市场规模CAGR达82.9%，预计2024-2029年市场将保持20.2%增速持续扩容，2029年行业规模将达到25.5亿美元。IFBH为椰子水市场的头部引领品牌，2024年中国内地市场份额达33.9%，随着多元化新兴品牌加入，行业将呈现头部引领，尾部分散化发展。

● 定位纯天然高品质椰子水，双品牌形成协同发展，品牌影响力显著提升

公司以椰子水业务为主，聚焦发展if和Innococo两大品牌，其中if创立于2013年，定位纯天然高品质椰子水，贡献主要收入和增长来源，为公司核心旗舰品牌；Innococo创立于2022年，定位传统运动及功能饮品，未来有望成为第二增长曲线。近年来公司持续发力品牌营销和宣传推广，通过流量明星代言、跨界联名活动、社交媒体种草等方式，在国内市场的品牌影响力得到显著提升。

● 根植泰国产业链构筑竞争壁垒，上游掌握核心原料，中游代工节约成本

公司根植泰国上中游产业链，上游依托母公司建立原料供应链，与多个泰国椰子种植产地深度绑定，可以实现高品质、低成本的稳定原料供应，在上游建立核心原料优势。中游公司优选多家泰国饮料工厂代工，通过无菌冷灌装技术，打造稳定优质生产供应链，帮助公司节省大量生产、运输和仓储成本。下游在中国内地市场采用大商模式，通过分销商的销售网络快速渗透高线城市和新兴渠道。

● 风险提示：原料涨价风险、食品安全风险、业务拓展和宏观经济不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	87	158	209	270	342
YOY(%)	0.0	80.3	32.5	29.4	26.5
净利润(百万元)	17	33	38	55	71
YOY(%)	0.0	98.9	14.7	44.2	28.4
毛利率(%)	30.5	32.0	32.2	32.4	32.7
净利率(%)	19.2	21.1	18.3	20.4	20.7
ROE(%)	176.5	69.3	44.3	39.0	33.3
EPS(摊薄/元)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
P/E(倍)	69.9	35.2	30.7	21.3	16.6
P/B(倍)	123.2	24.4	13.6	8.3	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 IFBH：椰子水引领品牌，业绩处于高增阶段	4
1.1、 历史：泰国起家创立，引领中国椰子水风潮	4
1.2、 管理：股权结构集中，管理层经验丰富	4
1.3、 业务：椰子水为核心主业，聚焦开拓中国内地市场	6
1.4、 财务：2024 年业绩高速增长，盈利能力稳定	7
2、 行业：椰子水风潮渐起，市场空间前景广阔	8
2.1、 全球：椰子水市场增长较快，大中华区消费潜力最高	8
2.2、 中国：椰子水保持高景气度，IFBH 引领行业发展	10
2.2.1、 市场：椰子水高速扩容，供需两端合力驱动	10
2.2.2、 产业：原料依赖东南亚进口，生产和运输要求较高	13
2.2.3、 格局：IFBH 为头部引领者，行业尾部分散化发展	15
3、 公司：聚焦高潜力椰子水赛道，深耕泰国产业链优势	16
3.1、 产品：定位纯天然高品质椰子水，双品牌形成协同发展	16
3.2、 品牌：注重多元化营销活动，品牌影响力明显提升	19
3.3、 上游：泰国椰子树立品质标杆，依托母公司建立原料供应链	21
3.4、 中游：优选泰国本地企业代工，稳定品质并节约成本	22
3.5、 下游：轻资产运营降本增效，重点发力高线城市和新兴渠道	22
4、 盈利预测与投资建议	25
5、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 公司从泰国起家向中国市场开拓	4
图 2： 公司股权结构集中	5
图 3： 2024 年椰子水饮料占公司营收 97.5%	6
图 4： 2024 年椰子水饮料营收 1.5 亿美元，同比+83.7%	7
图 5： 2024 年中国大陆营收 1.5 亿美元，同比+82.3%	7
图 6： 2024 年公司总营收达 1.6 亿美元	7
图 7： 2024 年公司净利润达 0.3 亿美元	7
图 8： 公司各项费用率水平较低	8
图 9： 公司毛利率和净利率稳定	8
图 10： 预计 2024-2029 年全球椰子水市场规模 CAGR 达 11.1%	8
图 11： 椰子水市场在果汁饮料中的渗透率有望持续提升	8
图 12： 2024 年北美洲为全球椰子水第一大市场	9
图 13： 2024 年 Vita Coco 和 IFBH 全球市占率分别为 16.5%、7.5%	10
图 14： 2024 年 Vita Coco 和 if 品牌全球市占率分别为 16.5%和 6.2%	10
图 15： 预计 2029 年中国内地市场椰子水规模将达到 25.5 亿美元	11
图 16： 椰子水消费场景持续开拓	12
图 17： 奶茶、咖啡品牌推出椰子水饮料	12
图 18： 椰子水产品商超货架铺货	13
图 19： 椰子水在兴趣电商平台快速种草	13

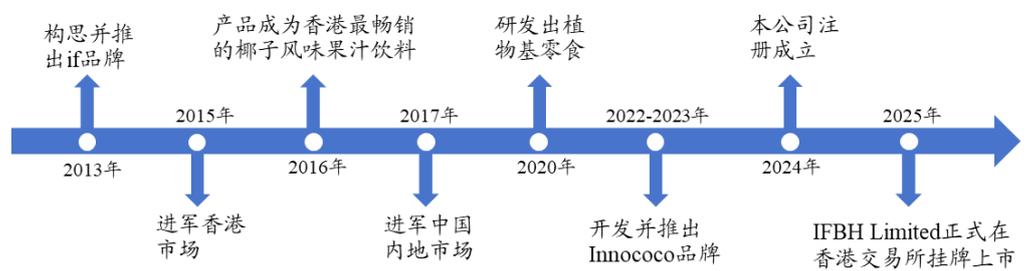
图 20: 椰子水产业链包括上中下游三个环节.....	13
图 21: 2023 年我国椰子进口数量近 120 万吨.....	14
图 22: 2021 年全球椰子产量主要集中在东南亚地区.....	14
图 23: 2024 年 IFBH 在中国内地市占率 33.9%.....	15
图 24: 2024 年 if 和 innococo 品牌中国内地市占率分别为 27.9%和 6.0%.....	15
图 25: 2024 年 if 和 Innococo 营收分别为 1.3 亿美元和 0.3 亿美元.....	17
图 26: 2024 年 if 品牌贡献公司营收 83.3%.....	17
图 27: if 定位纯天然椰子水.....	18
图 28: 2024 年 if 椰子水销量同比增长 70.0%.....	18
图 29: 2024 年 if 椰子水均价同比增长 3.9%.....	18
图 30: Innococo 定位运动功能补水赛道.....	19
图 31: 2024 年 Innococo 椰子水销量同比增长 105.4%.....	19
图 32: 2024 年 Innococo 椰子水均价同比增长 1.3%.....	19
图 33: 2024 年公司营销开支费用率仅为 4.7%.....	20
图 34: 2024 年公司营销开支费用主要投向广告.....	20
图 35: 2024-2025 年公司签约肖战为代言人.....	20
图 36: 2024 年与泡泡玛特联名推出 Crybaby 限定包装.....	20
图 37: 公司指定控股公司 General Beverage 进行原料采购.....	21
图 38: 2024 年末公司共有 46 名员工.....	23
图 39: 公司管理费用率维持在 3%左右.....	23
图 40: 2024 年公司经销商数量为 43 家.....	23
图 41: 公司在各地销售市场精选少量成熟经销商.....	23
图 42: 2024 年中国内地市场线上线下销售各占一半.....	25
图 43: 2024 年中国内地线上渠道中天猫占比最大.....	25
表 1: 公司核心管理层经验丰富.....	5
表 2: Vita Coco 和 IFBH 为全球两大头部公司.....	10
表 3: 不同地区椰子品种在口感和风味上存在差异.....	14
表 4: 椰子水新兴品牌持续增加.....	16
表 5: 公司主要分为 if 和 Innococo 两大产品线.....	17
表 6: 公司 2024 年前五大供应商均为泰国本地饮料制造商.....	22
表 7: 公司前两大分销商 2024 年交易金额占比达 75.4%.....	24
表 8: 收入拆分预测表.....	26
表 9: 可比公司估值: IFBH 公司 2025 年 PE 高于可比公司平均水平.....	26

1、IFBH：椰子水引领品牌，业绩处于高增阶段

1.1、历史：泰国起家创立，引领中国椰子水风潮

泰国起步创立 if 品牌，中国内地椰子水饮料引领者。2013 年公司创始人 Pongsakorn Pongsak 在泰国成立 General Beverage 公司，并创立 if 椰子水品牌，从泰国开始起步发展。2015 年 if 椰子水战略性进军中国香港市场，次年成为当地最畅销椰子水饮料，从 2016 年至今 if 在中国香港椰子水市场连续 9 年蝉联榜首。2017 年公司将市场拓展至中国内地，进一步扩大销售版图，从 2020 年起 if 在中国内地椰子水饮料市场连续 5 年位居首位。2024 年注册成立 IFBH 公司，并于 2025 年 6 月 30 日在香港交易所挂牌上市。

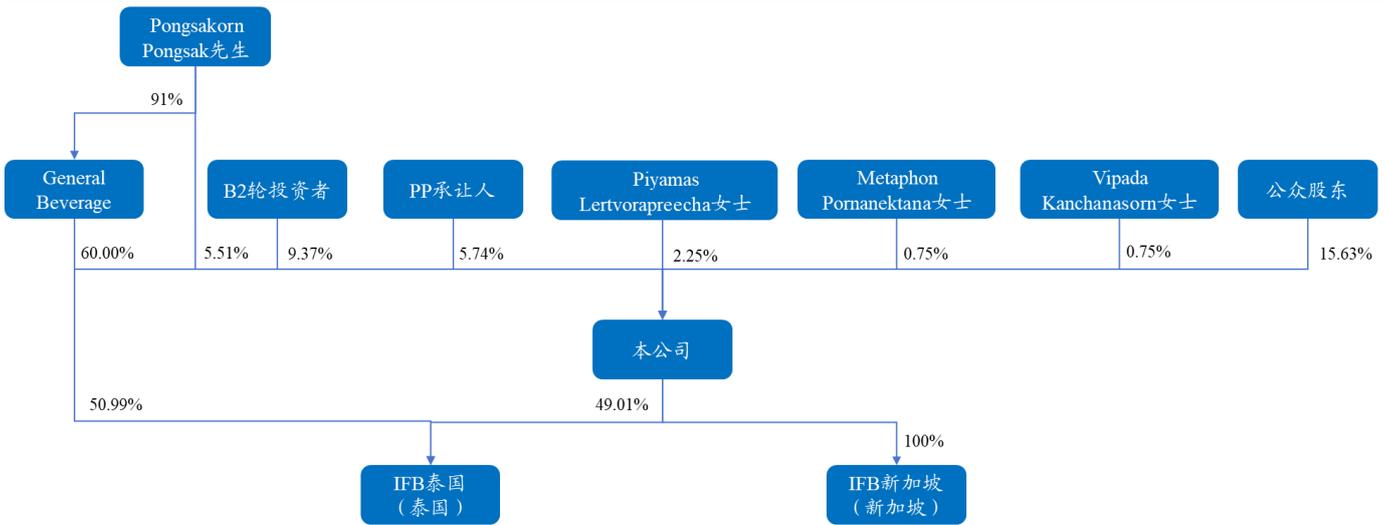
图1：公司从泰国起家向中国市场开拓



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.2、管理：股权结构集中，管理层经验丰富

股权集中度较高，创始人持股比例超 60%。公司全球发售完成后，截至 6 月 30 日，在不考虑激励计划稀释因素下，创始人 Pongsakorn Pongsak 先生通过控股公司 General Beverage 间接持有 IFBH 的 60% 股份，同时直接持有 5.51% 的股份，为公司唯一实控人。B2 轮投资者和 PP 承让人分别持有公司 9.37% 和 5.74% 的股份。独立第三方持有 2.25% 的股份，公司商务总监和运营总监分别持有 0.75% 的股份，其余公众持股占比 15.63%。

图2：公司股权结构集中


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所（截至 2025H1）

创始人有多年食品饮料行业管理经验，核心管理团队经验丰富。创始人 Pongsakorn Pongsak 先生担任公司执行董事兼行政总裁，2011 年创办 General Beverage，在饮料行业积累了多年管理经验。Metaphon Pornanektana 女士担任执行董事兼商务总监，主要负责销售、采购、质量保证，Vipada Kanchanasorn 女士担任执行董事兼商务总监主要负责营销和业务发展。Ong Ying Shyun 女士于 2024 年 4 月担任公司财务总监，负责集团的财务全面管理。公司核心高管均具有丰富的专业背景和管理经验，对公司的稳健运营和未来发展至关重要。

表1：公司核心管理层经验丰富

姓名	职务	履历
Pongsakorn Pongsak	执行董事兼行政总裁	公司创办人，2024 年 4 月 1 日担任执行董事兼行政总裁，负责集团的整体营运及管理。曾先后担任 Suwan Nakornchaisri Agriculture Co., Ltd. 销售及营销总监、董事总经理、非执行董事。2011 年创办 General Beverage，曾任执行董事兼行政总裁。
Metaphon Pornanektana	执行董事兼商务总监	自 2023 年 4 月加入集团，2025 年 4 月 3 日担任公司商务总监，负责监督集团销售、采购及质量保证。曾于 2012 年 3 月至 2023 年 3 月先后担任 General Beverage 的 OEM 销售经理及出口销售营销副总裁，负责监督业务发展及出口销售。
Vipada Kanchanasorn	执行董事兼营运总监	自 2023 年 4 月加入集团，于 2025 年 4 月 3 日担任公司营运总监，负责监督集团的营销、业务发展及研发管理。2016 年 1 月至 2023 年 3 月在 General Beverage 担任市场经理、高级市场经理及出口市场总监，负责国际市场推广、公司参展及品牌建设等工作。
Ong Ying Shyun	财务总监	自 2023 年 7 月加入集团，于 2024 年 4 月 1 日被任命为财务总监，负责集团的财务全面管理。此前，在 PricewaterhouseCoopers 和 KPMG 等会计师事务所积累了丰富的审计经验。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.3、业务：椰子水为核心主业，聚焦开拓中国内地市场

分业务：椰子水构筑核心主业，开拓多品类业务。公司目前共有三大板块业务，分别为椰子水饮料、其他饮料以及植物基零食。椰子水饮料主要由 if 椰子水、Innococo 椰子水产品和其他椰子水饮料组成，2024 年营收达 1.5 亿美元，同比增长 83.7%，营收占比达 97.5%，为公司核心增长驱动力。其他饮料为 if 品牌其他口味饮料，涵盖水果基饮料、植物基饮料等，2024 年营收 0.04 亿美元，同比增长 60%，营收占比 2.2%，目前仍处于培育阶段。植物基零食收入占比较低，主要是植物基相关产品线拓展。

分区域：以中国内地市场为基本盘，积极开拓海外市场。公司于 2016 年进军中国内地市场，2024 年营收增长至 1.5 亿美元，同比增长 82.3%，营收占比达 92.4%。中国香港为第二大市场，2024 年 0.07 亿美元，同比增长 46.0%，营收占比达 4.6%。同时公司积极开拓海外市场，截至 2024 年，分销网络已覆盖全球 23 个国家及地区，包括新加坡、中国台湾、柬埔寨、泰国、美国、马来西亚等地，2024 年营收占比达 3.0%。

图3：2024 年椰子水饮料占公司营收 97.5%

椰子水饮料 2024年占比97.5%



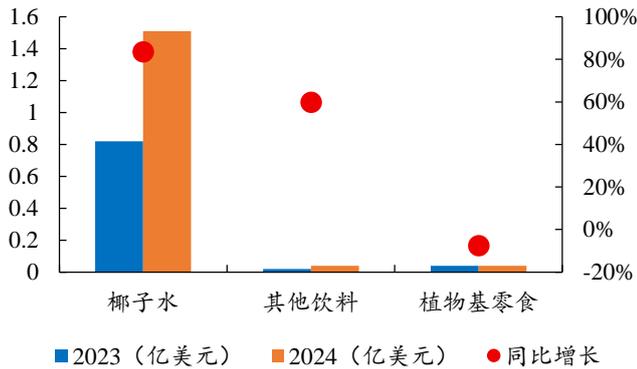
其他饮料 2024年占比2.2%



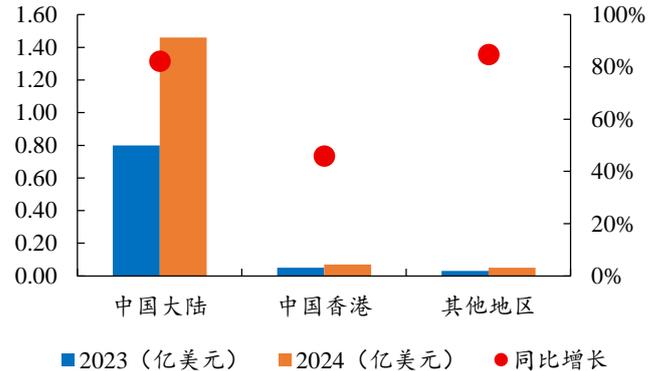
植物基零食 2024年占比0.3%



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图4：2024年椰子水饮料营收1.5亿美元，同比+83.7%


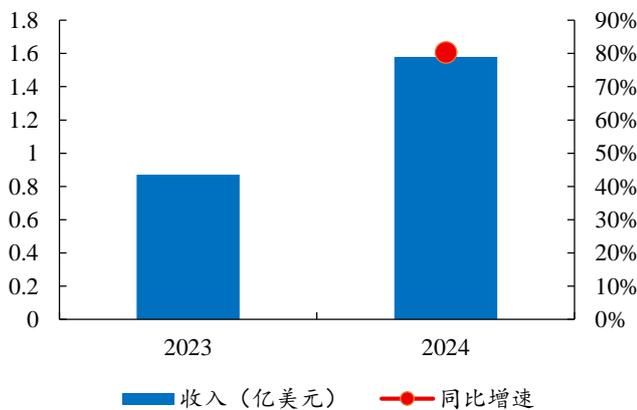
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图5：2024年中国大陆营收1.5亿美元，同比+82.3%


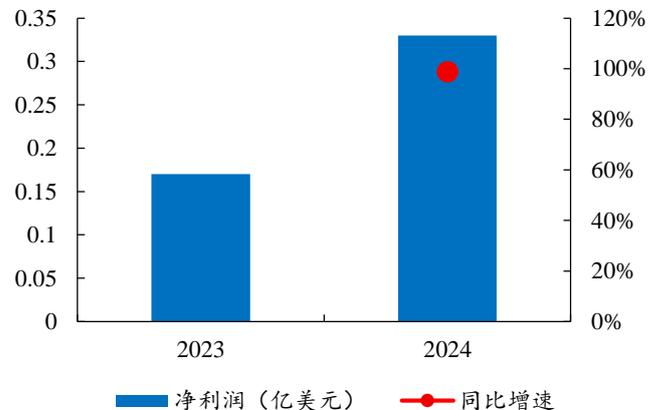
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

1.4、财务：2024年业绩高速增长，盈利能力稳定

中国内地市场开拓较好，带动2024年业绩高速增长。受益于中国内地市场椰子水渗透率提升，公司2024年收入端实现高速增长，2024年总营收达1.6亿美元，同比增长80.3%。同时，受益于高毛利率椰子水占比提升以及汇率变动因素，公司2024年实现净利润0.3亿美元，同比增长98.9%。

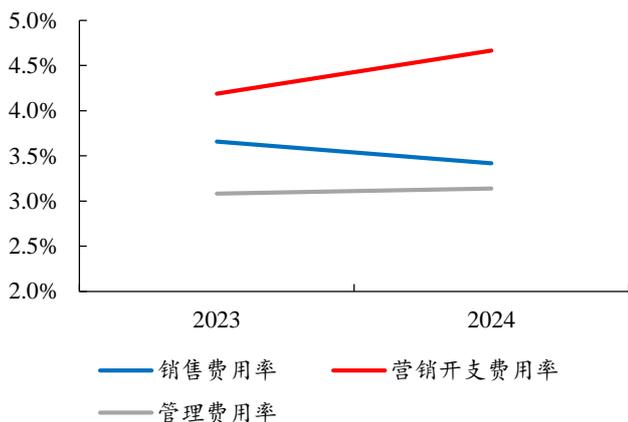
图6：2024年公司总营收达1.6亿美元


数据来源：Wind、开源证券研究所

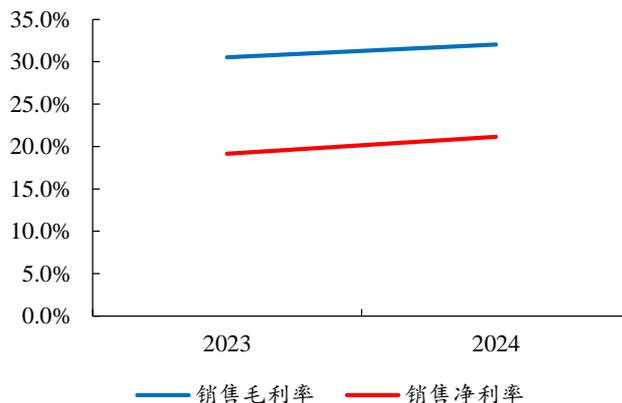
图7：2024年公司净利润达0.3亿美元


数据来源：Wind、开源证券研究所

轻资产模式运营下毛利率偏低，但固定资产和费用投放较少，盈利能力较好。公司近年毛利率稳定在30%以上，相对其他饮料公司毛利率相对偏低，主要由于公司采用轻资产模式运营，将产品生产、运输、销售等环节外包，减少固定资产投入。在轻资产模式下，公司各项费用率相对较低，2024年销售及分销费用率/营销费用率/管理费用率分别为3.4%/4.7%/3.1%，2024年实现净利率21.13%，净利率水平相对较高。

图8：公司各项费用率水平较低


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司毛利率和净利率稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：椰子水风潮渐起，市场空间前景广阔

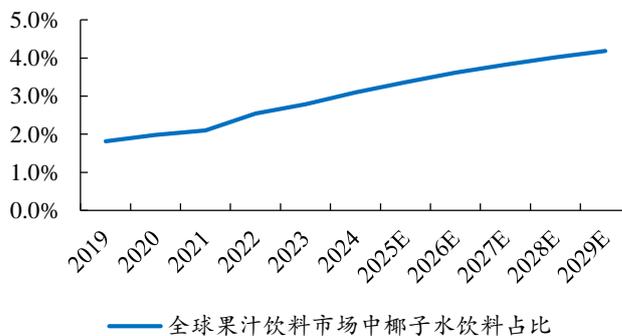
2.1、全球：椰子水市场增长较快，大中华区消费潜力最高

椰子水具备较高营养价值和天然健康属性。椰子水饮料是以天然椰青原液为原料，经过物理加工或灭菌处理制成的植物基饮品。椰子水由于具备较高的营养价值和多元健康属性，产品定位天然电解质饮料，一方面其内部富含钾、钠、镁、钙等人体必需电解质，可以快速补水和维持体液平衡，另一方面具备低糖、零脂、低热量的特性，成为替代传统含糖饮料的健康选择，精准契合都市白领、运动人群、控糖减脂等消费群体的健康饮品需求。

全球椰子水市场保持较高增速，在果汁饮料市场中渗透率持续提升。2019-2024年全球椰子水市场呈现较快增长趋势，行业市场规模从2019年25亿美元增长至50亿美元，年均复合增长率达14.7%，在全球果汁饮料中渗透率从1.8%提升至3.1%。根据灼识咨询预测，2024-2029年全球椰子水市场仍将保持11.1%的年均复合增速扩容，预计2029年行业规模将达到85亿美元，在果汁饮料中的渗透率将提升至4.2%。

图10：预计2024-2029年全球椰子水市场规模CAGR达11.1%

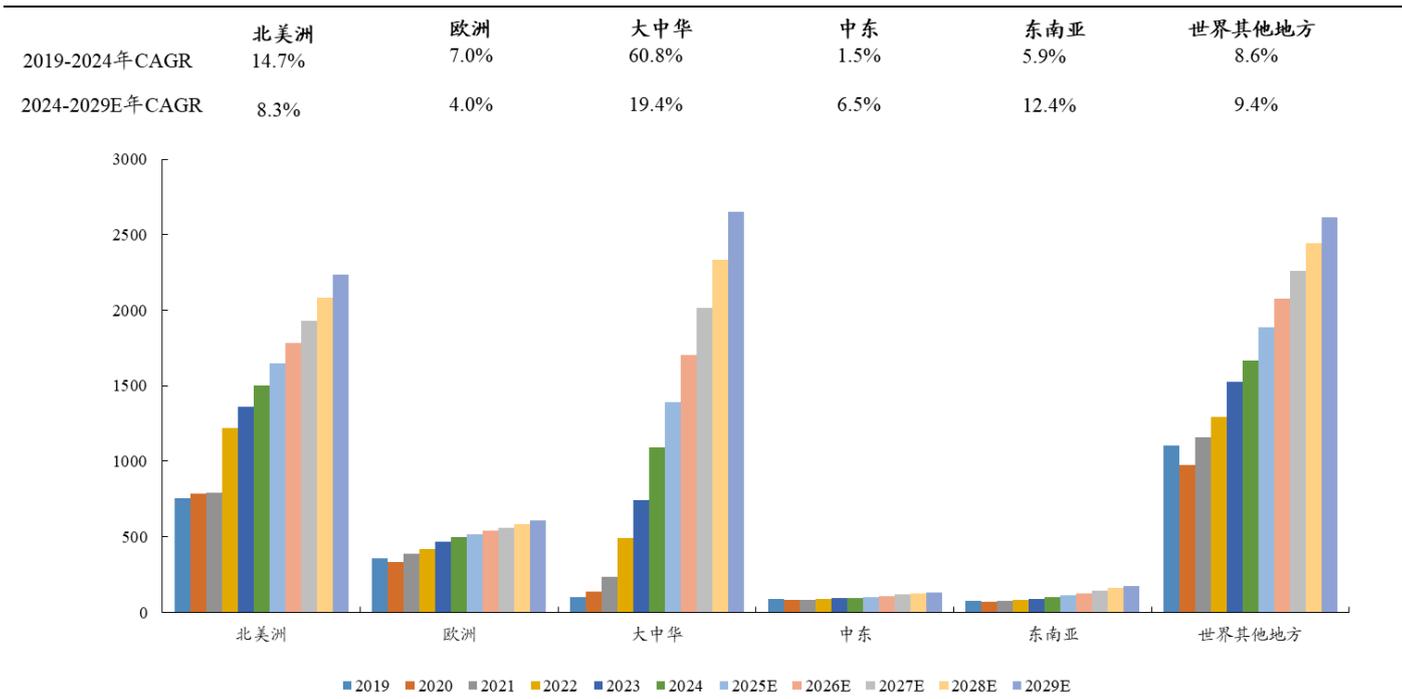

数据来源：公司招股说明书、国际货币基金组织、灼识咨询、开源证券研究所

图11：椰子水市场在果汁饮料中的渗透率有望持续提升


数据来源：公司招股说明书、国际货币基金组织、灼识咨询、开源证券研究所

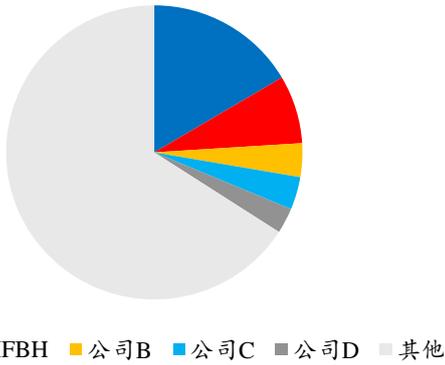
北美洲为椰子水第一大消费市场，大中华区椰子水消费增长潜力最大。根据灼识咨询数据，北美洲主要包括美国和加拿大，目前为全球椰子水第一大消费市场，主要由于当地人均消费和生活水平较高，对于健康、天然的功能性饮料需求较多，2024年市场规模达15.0亿美元，2019-2024年市场规模CAGR达14.7%，未来有望保持8.3%增速继续扩容。大中华区为全球椰子水第二大市场，也是近年来增速最快的市场，2024年市场规模达10.9亿美元，2019-2024年CAGR达60.8%，预计2029年大中华区椰子水规模将达到26.5亿美元，成为全球第一大市场。

图12：2024年北美洲为全球椰子水第一大市场

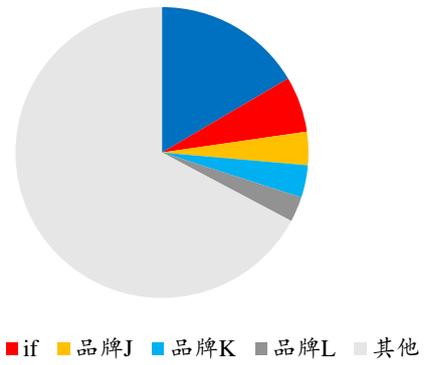


数据来源：公司招股说明书、国际货币基金组织、灼识咨询、开源证券研究所

Vita Coco 和 IFBH 为全球两大头部公司，分别聚焦于美国市场和中国内地市场。2024年全球椰子水市场 CR5 市占率为 34.1%，行业头部集中度相对较低，Vita Coco 为全球最大椰子水公司，2024 年全球市占率为 16.5%，其主要营收来源于美洲市场，2024 年在美洲市占率超 40%。IFBH 为全球第二大椰子水品牌，2024 年全球市占率为 7.5%，旗下两大品牌 if 和 Innococo 市占率分别为 6.2% 和 1.3%，主要营收来源于中国内地市场，2024 年在中国内地市占率达 34%。全球椰子水市场中剩余三家头部公司市占率均在 5% 以下，其余中小企业合计市占率超 60%，市场集中度具备较大提升空间。

图13: 2024 年 Vita Coco 和 IFBH 全球市占率分别为 16.5%、7.5%


数据来源: 公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

图14: 2024 年 Vita Coco 和 if 品牌全球市占率分别为 16.5%和 6.2%


数据来源: 公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

表2: Vita Coco 和 IFBH 为全球两大头部公司

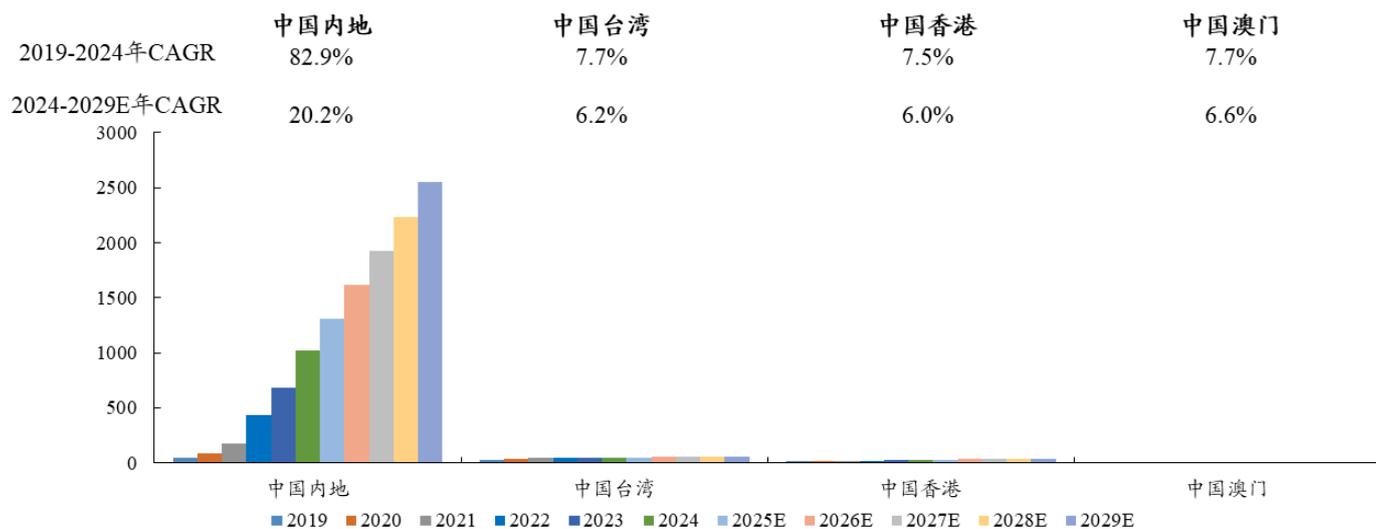
地区定义	Vita Coco	IFBH
公司背景	Vita Coco 公司 2004 年率先推出包装椰子水, 于 2007 年在美国注册成功, 现已成为全球椰子水领军品牌。	2013 年公司推出 if 品牌, 2015 年进入香港市场, 2017 年扩展至中国内地市场, 2022 至 2023 年推出 Innococo 品牌, 2025 年完成上市。
主要销售区域	美洲 (2024 年占总营收 85.72%)	中国内地 (2024 年占总营收 92.40%)
主要销售产品	椰子水 (2024 年占总营收 76.28%)	椰子水 (2024 年占总营收 97.50%)
主要市场市占率	美国 (2024 年市占率 40%+)	中国内地 (2024 年市占率 34%)
2024 年营收	5.16 亿美元	1.58 亿美元
2024 年销售毛利率	38.52%	32.04%
2024 年销售净利率	10.84%	21.13%

资料来源: Vita Coco 年报、公司招股说明书、Wind、开源证券研究所

2.2、中国: 椰子水保持高景气度, IFBH 引领行业发展

2.2.1、市场: 椰子水高速扩容, 供需两端合力驱动

中国内地椰子水市场高速增长, 预计 2029 年将达到 25.5 亿美元。中国内地为大中华区域椰子水主要消费市场, 2019-2024 年中国内地椰子水市场呈现高速增长趋势, 市场规模从 0.5 亿美元增长至 10.2 亿美元, 年均复合增速达 82.9%, 根据灼识咨询预测, 2024-2029 年中国内地椰子水市场仍将保持 20.2% 的增速持续扩容, 预计 2029 年行业规模将达到 25.5 亿美元。

图15：预计 2029 年中国内地市场椰子水规模将达到 25.5 亿美元


数据来源：公司招股说明书、国家统计局、中国饮料工业协会、灼识咨询、开源证券研究所

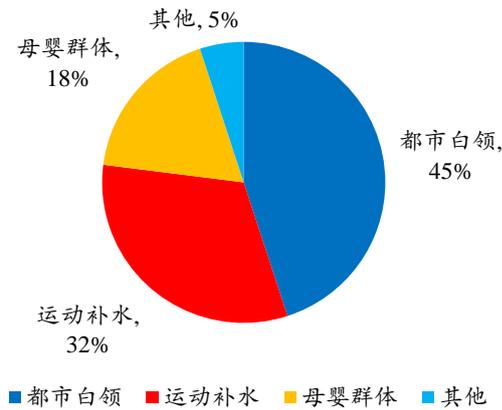
中国内地椰子水市场高速扩容，主要得益于供需两端共振驱动。通过对比全球椰子水市场发展，中国内地为增速最快区域，呈现高成长潜力，我们预计主要得益于供需两端共同推动作用。从需求端来看，受益于健康化需求提升，国内消费人群和消费场景持续扩张，受众人群和消费频次呈现提升趋势；从供给端来看，饮料企业持续加速布局，更多新兴品牌加入后，在消费场景和消费人群方面加快渗透速度。

从需求端来看：

健康、功能饮品需求提升，天然椰子水饮料进入大众视野。椰子水因具备天然、低卡路里和富含电解质，饮用后可提供水分补充和天然营养元素，早期深受国内运动爱好者青睐。近年来随着消费者关注产品的健康功效，对天然、低糖、0添加、低负担等概念的愈发重视，推动饮料行业向健康化、功能化方向发展，天然健康的椰子水饮品开始进入大众视野。消费人群开始向都市白领、母婴人群、年轻消费者扩展，根据灼识咨询数据，2024年椰子水消费场景中，都市白领、运动补水、母婴群体占比分别45%、32%、18%。

椰子水消费场景多元化扩张，从传统的即饮场景延伸至健康、餐饮、运动、家庭等多个领域。早期国内椰子水消费多以即饮场景为主，近年来呈现多元化扩张趋势，在咖啡茶饮场景，多个奶茶咖啡品牌将椰子水与咖啡、奶茶等进行调配，带动现制茶饮“椰化”风潮；在餐饮市场，椰子水进入火锅店、轻食餐厅等，用于椰子鸡火锅、椰子水冰粉等；在家庭烹饪场景，部分家庭选用椰子水进行煲汤、制作甜品等。未来随着椰子水产品的开发创新，消费场景将持续延展。

图16: 椰子水消费场景持续开拓



数据来源: 观潮新消费、灼识咨询、开源证券研究所

图17: 奶茶、咖啡品牌推出椰子水饮料



资料来源: 瑞幸咖啡公众号

从供给端来看:

多品牌共同培育市场, 新兴品类持续上市。近年来随着健康消费趋势的崛起, 国内椰子水市场呈现高速增长, 吸引了大量资本与饮料企业涌入, 形成多品牌共同培育市场、新兴品类持续上市的繁荣格局。一方面本土传统饮料企业如椰树、佳果园等纷纷推出椰子水品牌, 另一方面新兴品牌超吉椰、轻上等持续诞生, 并通过差异化产品快速培育细分消费群体。

市场竞争推动椰子水价格降低和品质升级, 降低消费群体饮用门槛。早期由于原料、生产、运输等供应链流程并不完善, 导致国内椰子水价格普遍较高, 尝鲜消费群体较少。近年来, 国内外企业加速建设供应链系统, 在原料采购、无菌罐装工厂生产、冷链运输等环节持续完善, 一方面成熟供应链带来了椰子水品质和口感的明显提升, 另一方面规模化优势下生产成本有所降低。目前椰子水零售均价已有明显下降, 大部分品牌 300-350ml 产品零售价约 5 元左右, 降低了消费者初次尝鲜的价格成本, 加速椰子水向大众群体快速普及。

线上线下齐头并进, 椰子水向多元化零售渠道渗透。椰子水品牌为加速消费者触达, 持续推进产品向线上线下全渠道网点覆盖。线下渠道在传统商超基础上, 扩展至便利店、会员商超、零食量贩等。线上为近年来高增渠道, 天猫、京东等传统电商成为品牌形象与高端产品的展示窗口, 抖音、快手等兴趣电商通过直播、短视频等形式, 完成椰子水场景化种草, 快速进行消费者培育。未来随着渠道终端和网点渗透, 椰子水市场渗透率和消费频次将得到明显提升。

图18: 椰子水产品商超货架铺货



资料来源: 齐鲁晚报

图19: 椰子水在兴趣电商平台快速种草



资料来源: 小红书

2.2.2、产业：原料依赖东南亚进口，生产和运输要求较高

椰子水饮料行业的产业链涵盖上、中、下游三个环节。上游主要涉及椰子种植与设备采购；中游专注于加工处理，包括破壳、过滤、巴氏杀菌、冷却、添加添加剂、杀菌、冷藏及包装，以确保产品质量与安全；下游则通过传统零售渠道、现代零售渠道、电子商务平台、餐饮服务及专业网络进行分销，实现广泛市场覆盖，方便消费者购买产品。

图20: 椰子水产业链包括上中下游三个环节

椰子水飲料行業的價值鏈



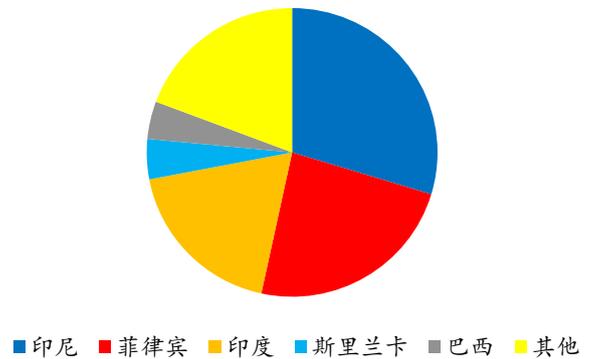
资料来源: 公司招股说明书

国内椰子产能缺口较大，主要依赖东南亚地区进口。中国内地椰子年需求量较大，但主要种植区海南省椰子年仅能满足国内 10%不到的需求量，因此国内椰子产能存在较大缺口，2023 年进口椰子水数量近 120 万吨。从全球椰子产量地区来看，东南亚地区椰子产量占据大部分，主要由于东南亚地区气候与地理位置更适宜椰子生长。

图21: 2023年我国椰子进口数量近120万吨



图22: 2021年全球椰子产量主要集中在东南亚地区



数据来源: 联合国粮农组织、开源证券研究所

数据来源: 头豹研究院、开源证券研究所

原材料采购至关重要，原料品种和稳定供应决定了椰子水品质和价格。由于椰子品种以及种植区域的气候、土壤等环节不同，因此东南亚各区域不同椰子品种间甜度、香气、矿物质比例均有差异，例如泰国香水椰以其独有的淡香水味及甜美清爽而闻名，而菲律宾、印尼等地椰子口感偏酸，因此椰子种类对椰子水产品的品质和风味起到决定性作用。此外，由于优质椰子产区资源有限导致椰子价格经常处于波动状态，生产企业需要与种植农民签订长期合作协议，一方面保障原料端稳定供应，另一方面维持椰子价格平稳。

表3: 不同地区椰子品种在口感和风味上存在差异

具体品牌	椰子品种	产品特点
泰国	香水椰	泰国香水椰以其独有的淡香水味及甜美清爽的椰子水而闻名全球，泰国是其主要的种植以及加工基地，香水椰具有独特香味的主要原因由土壤决定的，且全年充沛的水源和阳光可确保果实的香甜。
马来西亚	矮种椰	马来西亚矮种椰是一类较常见的商业化种植品种，具有较强的抗旱性，被广泛种植于巴西、泰国、斐济以及美国等区域。马来西亚矮种椰又因产出果实颜色的不同可分为黄矮椰、绿矮椰以及橙矮椰。
越南	暹罗蓝椰、暹罗绿椰	属于矮种椰子，相比于其他矮种椰子，其结果时间更快，若培育得当，可在两年半时间内结出果实，从而实现更高的产量。
斯里兰卡	大王椰	大王椰属于斯里兰卡特有品种，其椰子水或液体胚乳是一种营养丰富的天然饮料，富含糖类(还原糖)、矿物质(K+)、维生素(B和C)以及氨基酸，营养价值丰富，但相比其他品类椰子，大王椰属于季节性椰子品种。
印度	橙矮椰子	橙矮椰子原产于印度的喀拉拉邦，该品种在种植后3-4年可产出椰子成果，每年丰产期可产出超65个果实，平均寿命约为50年，由于椰子本身具有大量的果肉及甜水，因此较受市场欢迎。

资料来源: 头豹研究院、开源证券研究所

原料进口对企业的运输和生产能力要求较高，在当地建厂或者代工生产成本相对可控。由于椰子打开后，椰子水受到氧气和光照影响后会很快发生变质，影响产品口感，因此要求生产企业具备较好的运输和生产能力。大部分企业选择进口原料加工或者当地采摘后加工两类，进口原料加工主要由企业从越南、泰国等多地进口整椰或者椰青水，在国内完成破壳、取水、杀菌、罐装等环节，在运输环节中会承担较高的运输、关税等费用；另一种为当地采摘后直接加工，可更好保留椰子风味。

味和鲜味，该种模式需要企业在采摘地具备建厂生产或者当地企业代工生产，然后运输至国内销售，生产成本和运输成本相对较低。

2.2.3、格局：IFBH 为头部引领者，行业尾部分散化发展

国内椰子水市场呈现头部品牌引领、尾部品牌分散化发展的特点。IFBH 为国内椰子水引领品牌，已连续五年稳居市场销量第一，根据灼识咨询数据，2024 年 IFBH 市占率达 33.9%，旗下 if 和 innococo 品牌市占率分别为 27.9%和 6.0%，其余头部品牌市占率均小于 5%，行业头部集中度较低。同时，由于近年来随着大量新兴品牌持续涌入，行业尾部持续分散化发展，根据财经早餐数据显示，椰子水品牌数量从 2023 年的 32 个增加到 2025 年的 50 多个。

图23：2024 年 IFBH 在中国内地市占率 33.9%

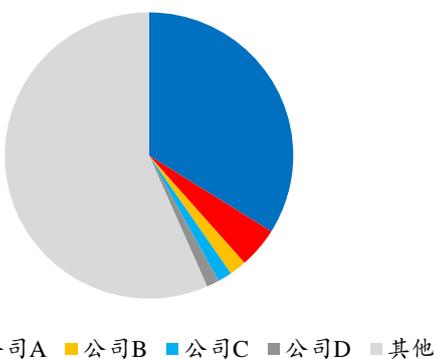
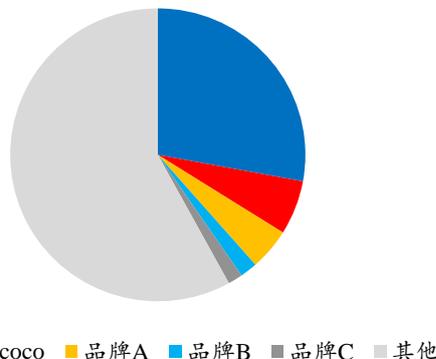


图24：2024 年 if 和 innococo 品牌中国内地市占率分别为 27.9%和 6.0%



数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

数据来源：公司招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

目前国内椰子水品牌主要分为四类：

(1) **国际品牌**：以 if、Vita Coco、Innococo、UFC 等品牌为主，国际品牌发展时间较早，在原料、生产、供应链上相对较为完善，且进入中国内地时间较早，目前仍占据国内高端椰子水主要市场。

(2) **本土品牌**：近年来本土传统饮料企业开始加速布局椰子水赛道，椰树、佳果园、菲诺、春光、欢乐家等品牌崛起，陆续在海南和东南亚地区建立工厂，打造供应链优势。

(3) **零售平台**：盒马、朴朴、多多买菜、小象超市等创立平台自营椰子水品牌，主要通过源头直采和渠道直控能力，降低生产成本，价格优势更加凸显。

(4) **新兴品牌**：超吉椰、兽呱呱、爆柠椰水、椰青日记为近期新创立品牌，多数采用“代工+外包”模式降低风险，主要通过差异化细分场景与流量运营快速崛起。

表4：椰子水新兴品牌持续增加

类别	企业	品牌	产品特点
国际品牌	Vita Coco	唯他可可天然椰子水	NFC 非浓缩还原，天然电解质运动补水
	IFBH	IF 椰子水	泰国椰青、无菌冷灌，高钾含量果味系列
	椰树	椰树牌椰汁	生榨椰肉乳化工艺，经典浓香佐餐饮料
本土品牌	佳果源	佳果源鲜开椰	泰国椰园 12 小时灌装，鲜榨口感对标新鲜椰青
	菲诺	菲诺椰子水	0 脂肪 0 糖 0 防腐剂，富含电解质，天然健康
	春光	春光 100%纯椰子水	NFC 非浓缩还原技术，保留天然电解质
	欢乐家	椰鲨椰子水	100%纯椰子水，UHT 瞬时杀菌且无菌冷灌，0 添加
零售平台	盒马	盒马 100%椰子水	泰国进口，100%纯椰子水，0 糖 0 脂
	朴朴	优赐椰子水	走低价策略，参与渠道价格竞争
	多多买菜	佰分悠	100%纯椰子水、无添加，且口感清爽，性价比高
新兴品牌	超吉椰	超吉椰 100%椰子水	NFC 非浓缩还原技术，有多种便携包装，在小红书上有一定的推广
	兽呱呱	兽呱呱 100%椰子水	0 添加，年轻化设计，抖音推广健康标签
	葱葱椰	葱葱椰椰子水	100%纯椰子水，泰国进口，无添加，适合日常饮用

数据来源：观研天下、汤臣杰逊品牌研究院、消研所 trendmakers 等、开源证券研究所

未来行业生产端有望出台更多政策准则，推动行业形成以品质为核心竞争力的新格局。近年来虽然椰子水市场快速发展，但由于目前市场上尚未有专门针对椰子水的生产标准，导致产品质量参差不齐，头部品牌基本采用 100%纯椰子水、NFC 椰子水进行生产，通过天然、0 添加等特性保障品质；同时也有部分产品采用浓缩果汁和香精调配，在口感和品质上相对较差，通过低价影响市场竞争。未来 2-3 年，国家有望出台椰子水生产的相关标准和政策，加强原料和配料的要求，行业将逐步告别“野蛮生长”，形成以品质为核心竞争力的新格局，推动行业真正实现“天然、健康、透明”的价值回归。

3、公司：聚焦高潜力椰子水赛道，深耕泰国产业链优势

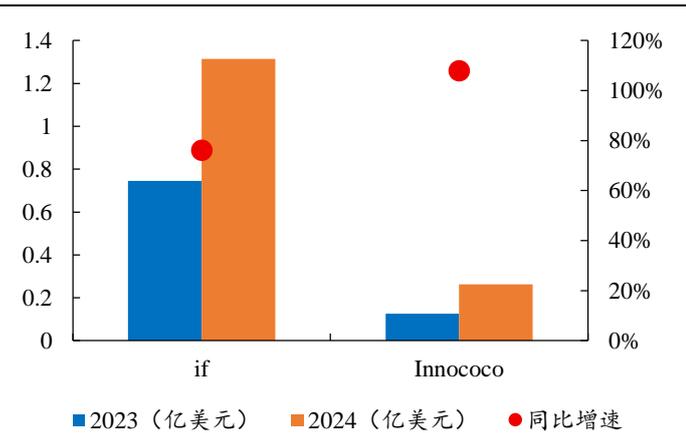
3.1、产品：定位纯天然高品质椰子水，双品牌形成协同发展

专注天然椰子水市场，打造两大主品牌形成协同发展。公司专注生产 100%纯天然泰国椰子水产品，并以椰子水为核心，持续拓展了其他饮料和植物基零食，产品实现多维布局。目前公司主要有“if”和“Innococo”两大品牌，其中 if 为公司旗舰品牌，创立于 2013 年，主打天然健康的泰式饮品和食品，目前主要分为椰子水饮料、其他饮料和植物基零食三大类，贡献公司主要收入和增长来源。Innococo 品牌创立于 2022 年，定位传统运动及功能饮品，目前主要为椰子水和气泡椰子水饮料，近两年呈现快速发展趋势，2024 年收入占比提升至 16.6%。

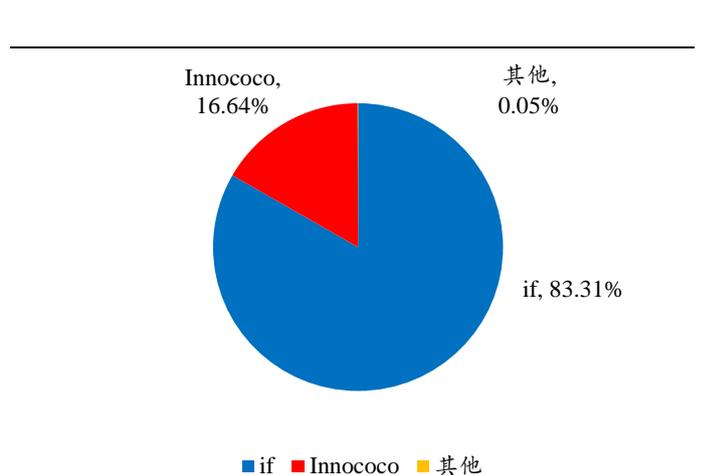
表5: 公司主要分为 if 和 Innococo 两大产品线

品牌	类别	说明	规格	零售价
if	椰子水饮料	100%天然椰子水	310ml、330ml、350ml	0.85 美元至 2.99 美元
			1L	2.00 美元至 4.99 美元
	其他饮料	Namhom 椰子水	350ml	0.85 美元至 2.00 美元
		泰式奶茶	350ml	1.10 美元至 2.32 美元
		白提子汁芦荟饮品	350ml	0.98 美元至 1.15 美元
	植物基零食	香脆椰子卷	70g	2.00 美元至 2.70 美元
		藜麦脆片	65g	2.30 美元至 2.50 美元
香蕉干		60g	2.00 美元至 2.20 美元	
Innococo	椰子水饮料	100%天然椰子水	330ml、350ml	0.85 美元至 2.99 美元
			1L	2.00 美元至 4.99 美元
		气泡椰子水	320ml	1.00 美元至 1.20 美元

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图25: 2024 年 if 和 Innococo 营收分别为 1.3 亿美元和 0.3 亿美元


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图26: 2024 年 if 品牌贡献公司营收 83.3%


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

分品牌看:

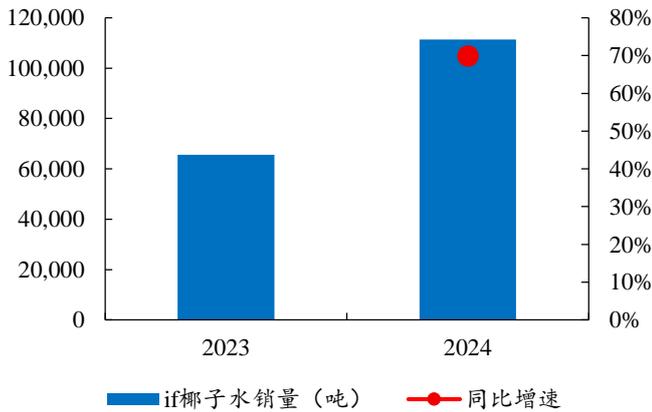
if 定位高品质 100%纯天然健康椰子水, 2024 年销量高速增长, 产品均价平稳。 if 品牌定位高品质健康产品, 采用 100%纯天然椰子水制成, 不含糖、脂肪、防腐剂及人工色素等添加剂, 产品特性包括天然、零脂肪、低糖低卡路里, 以及富含人体必需的电解质及维生素, 深受年轻消费群体、健身、运动等人群的青睐。目前 if 椰子水主要以绿色经典产品和蓝色瓶产品两类, 其中绿色产品呈现多元化发展, 包括瓶装、罐装和 PET 等多种规格, 销量占比较大; 蓝色包装为 Namhom 椰子水, 其原料来自泰国独有的香水椰, 具备更天然的甜味和香气, 产品定位更加高端, 为消费者提供更独特的消费体验, 价格相对更高。2024 年 if 椰子水收入达 1.3 亿美元, 同比增长 76.6%, 拆分量价来看, 销量/均价同比分别+70.0%/+3.9%。

图27: if 定位纯天然椰子水



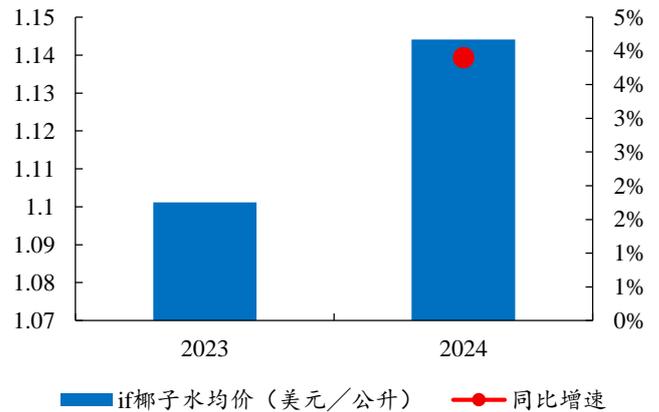
资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图28: 2024 年 if 椰子水销量同比增长 70.0%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图29: 2024 年 if 椰子水均价同比增长 3.9%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

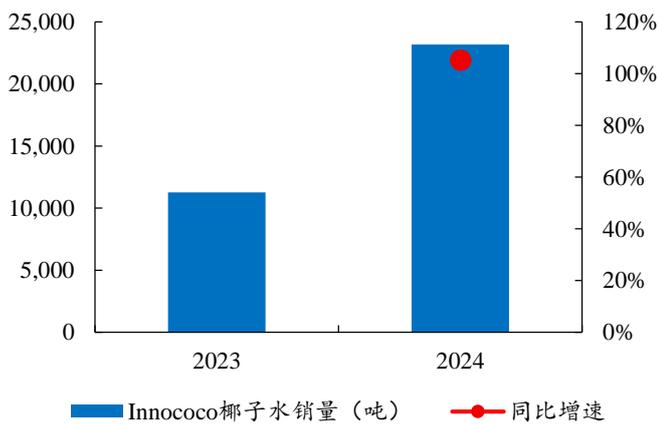
Innococo 定位运动功能补水赛道, 有望成为第二增长曲线。Innococo 自 2022 年推出以来, 瞄准运动功能性饮料赛道, 产品精准定位功能性与天然感, 目前共推出 100% 天然椰子水与气泡椰子水两大品类, 主要面向健身消费人群, 提供更健康的运动功能性补水饮料, 未来有望提升在健身年轻消费者中的渗透率。2024 年 Innococo 品牌实现收入 0.3 亿元, 同比增长 108.0%, 收入占比提升至 16.6%, 较 2023 年增加 2.2pct。拆分量价来看, 销量/均价同比分别+105.4%/+1.3%。随着运动功能饮料的开拓, 预计 Innococo 品牌未来有望成为公司业绩增长新驱动力。

图30: Innococo 定位运动功能补水赛道



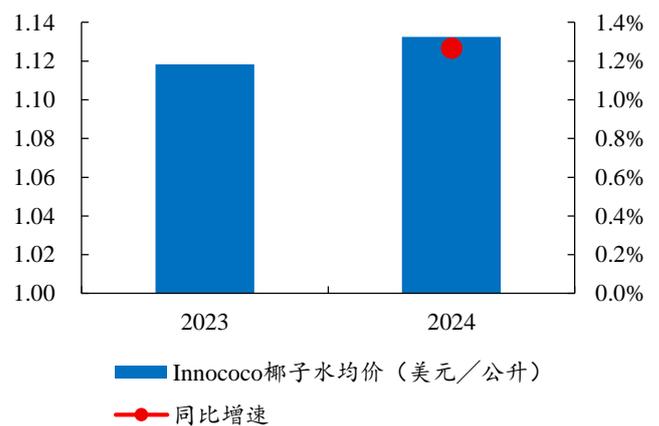
资料来源：公司招股说明书

图31: 2024 年 Innococo 椰子水销量同比增长 105.4%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图32: 2024 年 Innococo 椰子水均价同比增长 1.3%

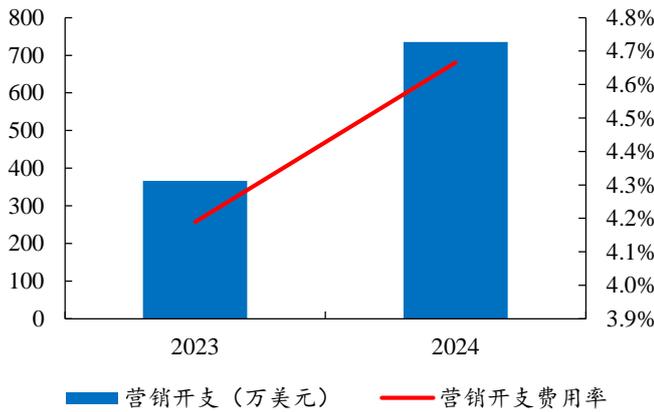


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、品牌：注重多元化营销活动，品牌影响力明显提升

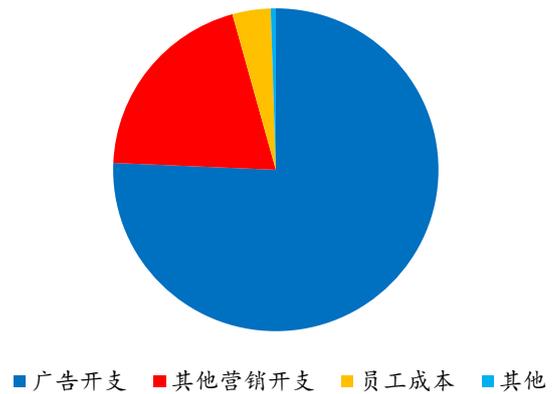
注重品牌宣传建设，营销开支主要投放于广告宣传。公司对品牌宣传和推广较为重视，近年来持续增加营销开支费用，2023 年和 2024 年营销开支分别为 366.3 万美元和 735.5 万美元，其中广告开支为主要投入，2024 年广告开支占比达 75.6%，其余开支占比相对较低。

图33：2024 年公司营销开支费用率仅为 4.7%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图34：2024 年公司营销开支费用主要投向广告



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

打造多元化营销宣传活动，品牌影响力提升显著。公司近年来营销活动呈现出年轻化、多元化和精准化特征，通过明星代言、跨界联名、社交媒体裂变等组合拳，成功塑造“天然健康”与“时尚潮流”的品牌形象。

(1) 流量明显代言：2024 年公司签约肖战为全球代言人后，并启动“开盖见战”扫码活动，带动粉丝复购和品牌曝光度显著提升，2025 年续约肖战，推出全新广告片《if 一刻—尽享这一刻》，在上海、重庆等核心城市打造无人机灯光秀，单场活动曝光量超 2 亿次，通过肖战明显代言效应，精准定位年轻消费群体。

(2) 跨界联名：2024 年公司与瑞幸咖啡联名推出“生椰拿铁 PLUS”，单周销量达 300 万杯；与喜茶合作“爆汁椰椰”，将 NFC 椰子水融入饮品配方；与泡泡玛特联名推出 Crybaby 限定包装，在 Z 世代客群中引发收藏热潮。公司通过多元化的跨界联名活动，持续延伸椰子水消费场景。

(3) 社交媒体种草：公司在线上重视新兴社交平台的内容种草和用户裂变，2024 年在小红书平台发起“if 椰子水拍照”话题；在抖音上与多个头部主播合作直播，通过天然电解质、零糖零脂等关键词投流；在微博进行话题营销和博主开箱测评活动。公司通过电商平台和社交媒体宣传，与年轻消费者建立深度联系，实现线上营销的快速破圈。

图35：2024-2025 年公司签约肖战为代言人



资料来源：公司招股说明书

图36：2024 年与泡泡玛特联名推出 Crybaby 限定包装



资料来源：公司招股说明书

3.3、上游：泰国椰子树立品质标杆，依托母公司建立原料供应链

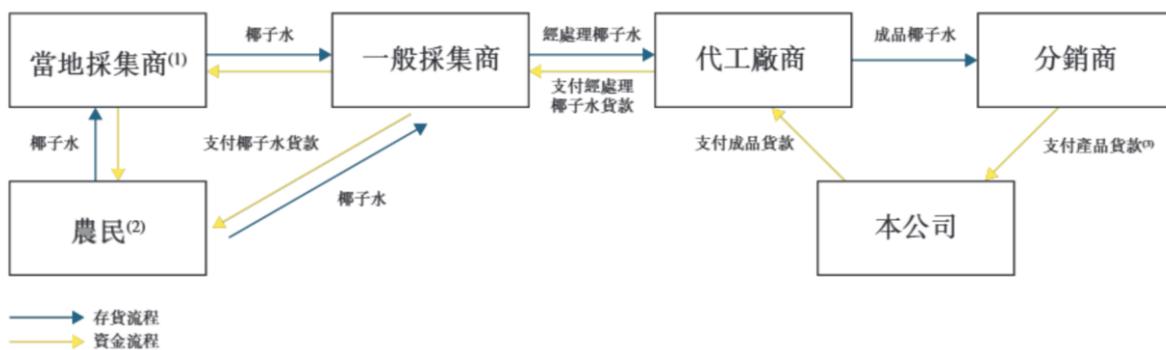
上游采用泰国椰子为原材料，口感、风味等方面领先于竞品，在国内市场中树立品质标杆。椰子水的品质高度依赖于原材料的品种，主要由于不同品种间在糖分、矿物质含量及出汁率上存在显著差异。在各类椰子品种中，泰国香水椰凭借其甜度高、出汁率稳定的独特优势，成为高端椰子水的理想之选。公司长期选用泰国高品质椰子作为原料，使其椰子水产品具备天然清甜且无酸涩感的特征，相较于其他地区的椰子，在口感和风味上具备显著优势，在国内椰子水市场中树立起鲜明的品质标杆。

泰国椰子产能较为紧缺，母公司在泰国椰子水产业深耕多年，持续与当地种植商和农民建立合作关系。泰国椰子品质优良，但其产量和出口量并不大，同时泰国政府对高品质的香水椰品种实施了保护政策，禁止其树苗出口，导致大部分非泰国本土企业很难建立稳定的原料供应。母公司 General Beverage 在泰国椰子水产业已深耕多年，享受本土保护政策红利，并持续与当地椰子采集商和种植农民建立采购关系，在原料端可以形成稳定供应。

依托母公司建立原料供应链，公司在上游端实现稳定原料供应和成本价格优势。公司椰子水原材料全部由母公司 General Beverage 代为采集，然后经过灭菌和加工达到可直接包装加工的原材料后，直接交付给代工厂。依托母公司在原料端建立了稳定供应和成本价格优势，一方面母公司直接与当地农民订立采购合约，2024 年从 30 名当地农民及 13 名当地采集商处采购椰子水原料，形成稳定原料供给；另一方面通过长期稳定采购协议，预计母公司原料成本采购价格较外部市场更低。

未来将加速发展更多独立采集商，扩大原材料产能，降低单一采购风险。2025 年 4 月公司聘任一家独立第三方一般采集商，直接向代工厂商供应可直接包装的加工椰子水，预计 2025 年可承担约 15% 的原料需求。上市完成后，公司又新开拓两家当地独立采集商，并已与采集商合作准备加工设施，预计 2025 年底前三家独立第三方采集商合计提供公司 35% 的原材料需求。未来公司将继续寻找新的合作伙伴，持续扩大原材料产能，计划在 2027 年前，将母公司供应的椰子水原料占比降至公司总需求的 50%。

图37：公司指定控股公司 General Beverage 进行原料采购



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.4、中游：优选泰国本地企业代工，稳定品质并节约成本

椰子水生产环境较为严苛，对企业设备和技术要求较高。椰子水由于具备天然低酸性、富含多元矿物质和营养元素的特点，导致椰子水对环境因素较为敏感，氧气、光照、高温等环境会导致变色、变味问题。因此椰子水对生产有着苛刻的要求，核心难点主要体现在技术和设备壁垒。生产企业需要投入较大资本和技术建立无菌生产体系，并具备无菌环境、无菌罐装、全程阻氧等设备。

公司优选多家泰国饮料工厂代工，通过无菌冷灌装技术，打造稳定优质生产供应链。公司生产环节全部采用代工模式，2024年公司前五大供应商均为泰国本地的饮料制造及包装服务商，合计供应占比达96.9%。公司对代工厂选用标准严格，要求均具备高标准卫生环境和现代化先进设备，其中母公司 General Beverage（2024年代工占比18%）在2013年建成泰国首条高速无菌灌装线，通过独创的“高温瞬时灭菌+无菌冷灌装”技术，实现保留椰子水原始风味和营养的同时，常温保质期可以达到12个月，有效解决椰子水高品质生产问题。

代工厂负责生产、包装、运输等环节，公司可节省大量生产和运输成本。公司生产环节仅向代工厂商提供产品容器、包装和标签设计、以及相关瓶模，代工原材料由公司指定的供应商提供，代工厂商负责采购包装材料以及生产加工和包装环节，最后由代工商负责运输。公司通过泰国本地制造商代工可节约大量成本，一方面泰国当地人工费用和代工费用相对较低，在生产成本上具备明显优势；另一方面成品椰子水均由代工厂商负责直接运输给各地市场经销商，公司可省去椰子水产品的运输费用和仓储费用。

表6：公司2024年前五大供应商均为泰国本地饮料制造商

供应商	地点	交易金额 (以千美元计)	占购买金额 的百分比	业务关系年期	背景
供应商 A	泰国	33216	33.0	自 2020 年	提供饮料制造及包装服务，为一间专门从事包装、钢板加工及机械业务的于日本上市公司的附属公司
供应商 B	泰国	21896	21.8	自 2022 年	提供饮料制造及包装服务，于泰国上市，生产基于椰子的产品，例如椰奶及小食
General Beverage	泰国	18073	18.0	不适用	泰国食品及饮料制造商及分销商，亦为公司的控股股东之一
供应商 C	泰国	15576	15.5	自 2023 年	提供饮料制造及包装服务，于泰国上市，生产并分销罐装水果及巴士德杀菌果汁
供应商 D	泰国	8611	8.6	自 2021 年	提供饮料制造及包装服务，其为一间中国台湾上市公司的附属公司，生产乳制品、饮料、小食及即食面

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.5、下游：轻资产运营降本增效，重点发力高线城市和新兴渠道

内部精简人员团队，实现较高人效比和较低的固定成本费用。公司内部管理上精简人员团队，2024年末公司共有46名员工，其中营销及销售人员数量共有20人，主要负责全球市场的品牌策划和营销活动执行，以及为线上线下载渠道发展提供支持；其余人员为研发，管理仓库、人事、财务等。公司搭建精简的人员架构精简，一方面实现较高的人效比，2024年公司人均创收342.7万美元，明显高于行业其他公司；另一方面带来较低的成本优势，公司固定成本、管理费用相对较低，2024年公司管

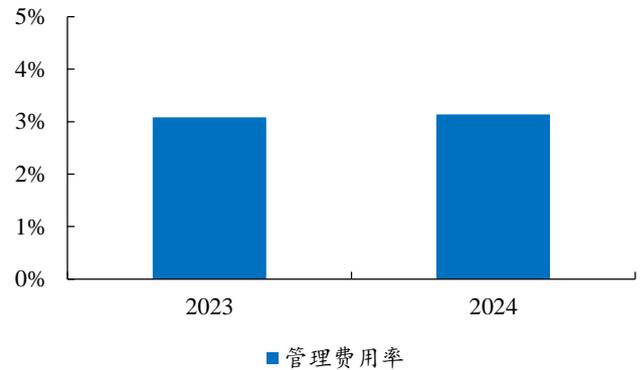
理费用率仅为 3.14%。

图38: 2024 年末公司共有 46 名员工

		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

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图39: 公司管理费用率维持在 3% 左右

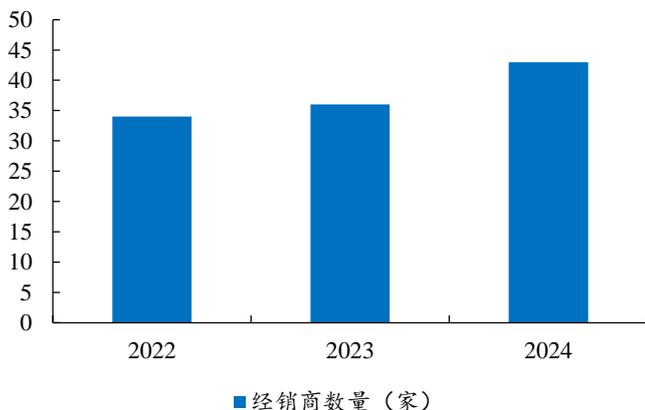


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

外部优选少量分销商，实现高效分销模式。外部公司在主要市场精选少量分销商，合作经销商均为当地具备成熟销售网络食品饮料分销公司，在零售商、超市、便利店、线上等渠道具备较好销售能力，2024 年公司经销商数量为 43 家，其中中国内地和中国香港经销商分别为 3 家和 2 两家。公司通过轻资产运营模式，一方面有效降低了人员管理费用和渠道分销费用，另一方面借助分销商的当地市场专业能力和成熟销售网络，快速进行市场切入和规模扩张，实现了高效、灵活的经营销售模式。

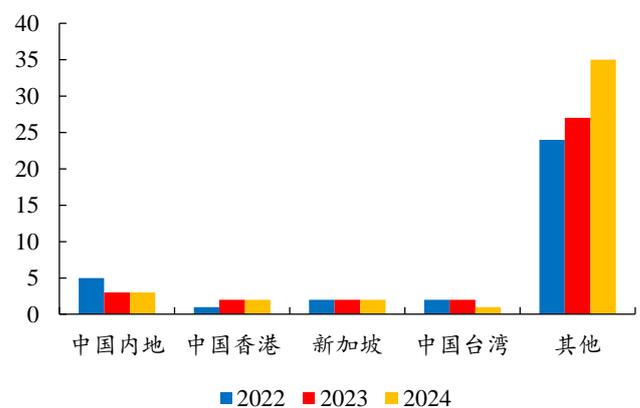
与分销商建立长期紧密合作，通过品牌建设和返利投入，保障渠道销售和利润水平。公司与经销商签订分销协议，初始期限一般为 3-5 年，后续可以通过书面同意延长 1-2 年。在渠道销售上，公司一方面负责市场的品牌建设投入，在广告营销、品牌代言人、户外推广活动等投入较大力度支持，提高品牌影响力，促进当地市场销售；另一方面给经销商制定相对较低的出厂价格，并根据经销商年度任务完成情况给予一定的返利，保障渠道销售和利润水平。

图40: 2024 公司经销商数量为 43 家



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图41: 公司在各地销售市场精选少量成熟经销商



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

分区域看:

中国内地: 三家分销商分品牌分渠道进行销售，贡献主要收入体量。if 品牌主

要通过两个分销商销售，一家为杭州大热电子商务有限公司，主要负责线上渠道（包括天猫、京东及抖音等电商及社交电商平台），同时承担部分线下渠道销量，2024年交易金额0.7亿美元，同比增长71.1%，占总营收47.0%；第二家为广东恒俞食品贸易有限公司，专注于线下渠道超市和便利店销售，2024年交易金额0.4亿美元，同比增长97.1%，占总营收28.4%；Innococo品牌委托单一分销商负责所有销售渠道，该分销商同时销售部分if系列饮品及零食，2024年交易金额0.3亿美元，同比增长93.0%，占总营收17.0%。中国内地三个分销商2024年合计交易金额1.5亿美元，同比增长82.3%，占总营收的92.4%，贡献公司主要收入体量。

其他地区：持续扩张海外市场，均采用大经销商模式。中国香港为公司第二大销售市场，由于人口数量和市场规模较小，为简化运营公司只招了一名分销商销售所有产品，2024年交易金额0.1亿美元，同比增长46.2%。此外，公司持续加强海外其他市场分销商开拓，均采用少量经销商合作模式，近年来逐步扩展东南亚、澳洲及美洲市场，未来海外市场仍有开拓潜力空间。

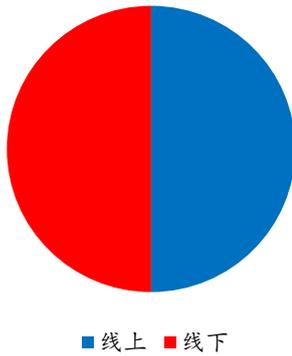
表7：公司前两大分销商2024年交易金额占比达75.4%

姓名	主要市场	2024年交易金额 (万美元)	2024年营收占比 (%)	合作年份	背景
客户 A 杭州大热电子商务有限公司	中国内地	7408.9	47.0%	自2018年	于2011年成立，以中国浙江为基地，专门在线上运作的食品与饮料进口公司
客户 B 广东恒俞食品贸易有限公司	中国内地	4479.8	28.4%	自2020年	于2011年成立，以中国广东为基地，专门进口来自全球各地的饮品及零食的进口公司
客户 C	中国内地	2676.9	17.0%	自2021年	于2020年成立，以中国广东为基地，专门从事进口和物流的食品与饮料进口公司
客户 D	中国香港	706.1	4.5%	自2015年	于1973年成立，专门销售饮料、果汁和食品的分销公司
客户 E	新加坡	121.8	0.8%	自2015年	在东南亚地区专营快速消费品（主要为饮料和食品）的进口公司、零售商及批发分销商

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

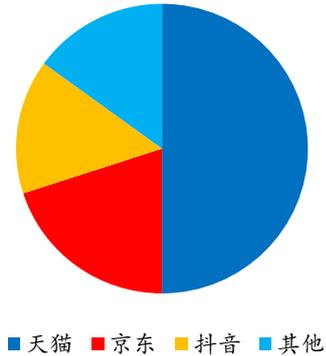
分渠道看：中国内地市场聚焦高线城市，线上线下载体持续发力新兴平台。2024年中国内地市场线上线下渠道销售各占一半左右销售规模，其中线下渠道主要集中在一线城市、新一线城市及二线城市，2024年大部分线下销售主要在7-Eleven、美宜佳及全家等主要连锁便利店，以及华润万家等大型连锁超市，但公司产品在大型连锁超市、本地及小型超市、连锁店以及独立杂货店或零售店的渗透率仍然较低，未来在其他线下渠道仍有较大发展潜力空间。线上渠道聚焦传统电商和社交电商，在多个平台均取得较好进展，2024年天猫、京东、抖音在线上占比分别为50%、20%、15%，剩余为拼多多、快手和小红书等渠道，未来公司仍将坚定线上渠道营销宣传投入。

图42：2024年中国内地市场线上线下销售各占一半



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图43：2024年中国内地线上渠道中天猫占比最大



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

收入假设：分品类看，椰子水作为公司业绩基本盘，稳定贡献大部分营收，if 和 Innococo 两大品牌形成协同发展，未来受益于国内椰子水市场高速扩容，预计公司椰子水主业保持高速增长趋势，我们预计椰子水业务 2025-2027 年营收增速分别为 33.0%、30.0%、27.0%。植物基零食是公司产品线的自然延伸，规模有望保持稳步增长，预计植物基零食业务 2025-2027 年营收增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%。其他椰子相关产品随着公司创新拓展，相关椰子水饮料将加速布局，预计其他椰子相关产品 2025-2027 年营收增速分别为 15.0%、13.0%、10.0%。其他饮料业务公司将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 年营收增速分别为 30.0%、20.0%、15.0%。综合来看，我们预计公司 2025-2027 年总营收增速分别为 32.5%、29.4%、26.5%。

毛利率假设：公司在上游掌握椰子核心原料，原材料价格平稳，同时生产端全部在泰国代工生产，节约了大量生产成本和运输成本，我们预计随着规模化优势，公司毛利率可能保持稳步上升，预计 2025-2027 年整体毛利率分别为 32.2%、32.4%、32.7%。

费用假设：2025 年公司费用率较高，主要由于上市费用相关开支在 2025 年计提，2026-2027 年公司主要费用为品牌建设和营销活动，其他各项费用率较低，预计整体费用率较 2025 年会有下降，预计 2025-2027 年费用率分别为 10.3%、8.1%、8.0%。

表8：收入拆分预测表

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
椰子水	收入（百万美元）	82.0	150.6	200.4	260.5	330.8
	增速		83.7%	33.0%	30.0%	27.0%
	毛利率	35.5%	37.2%	37.3%	37.3%	37.4%
零食产品	收入（百万美元）	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
	增速		-7.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.6%	37.3%	37.2%	37.1%	37.0%
椰子相关产品	收入（百万美元）	2.8	3.1	3.5	4.0	4.4
	增速		10.3%	15.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	24.4%	29.7%	29.7%	28.4%	25.2%
其他饮料	收入（百万美元）	2.2	3.5	4.6	5.5	6.3
	增速		60.0%	30.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	17.5%	21.3%	21.4%	21.4%	21.4%
营业总收入	收入（百万美元）	87.4	157.6	208.9	270.4	342.0
	增速		80.3%	32.5%	29.4%	26.5%
	毛利率	30.5%	32.0%	32.2%	32.4%	32.7%
	费用率	6.8%	7.3%	10.3%	8.1%	8.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：费用率包括销售费用率、管理费用率和财务费用率）

IFBH 属于饮料制造企业，我们选取了产品和商业模式较为相似的 3 家公司，主要业务以包装水、饮料为主，可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 29.5、25.0、22.3 倍，公司 2025 年 PE 高于可比公司平均水平，2026-2027 年 PE 低于可比公司平均水平。考虑公司处于高成长的椰子水赛道，未来行业仍将持续高速扩容，同时公司作为龙头品牌，将持续享受行业扩容红利，估值水平仍有较好提升空间。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。公司深耕高潜力椰子水赛道，if 和 Innococo 双品牌形成协同发展，国内市场份额多年稳居第一，受益于行业扩容红利以及泰国产业链竞争优势，预计公司未来业绩将高速增长。我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 38、55、71 百万美元，分别同比+14.7%、+44.2%、+28.4%，EPS 分别为 0.1、0.2、0.3 美元，当前股价对应 PE 分别为 30.7、21.3、16.6 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表9：可比公司估值：IFBH 公司 2025 年 PE 高于可比公司平均水平

证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
华润饮料	10.5	0.8	0.94	1.08	13.1	11.2	9.7
农夫山泉	49.3	1.27	1.44	1.62	38.8	34.3	30.5
东鹏饮料	296.9	8.13	10.03	11.05	36.5	29.6	26.9
平均值					29.5	25.0	22.3
IFBH	31.5	1.02	1.47	1.88	30.7	21.3	16.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截至 2025 年 9 月 17 日，收盘价为人民币，参考汇率为港币兑人民币=0.9144，美元兑人民币=7.1048，东鹏饮料盈利预测来自开源证券研究所，其他可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

(1) 原材料涨价风险：公司椰子水原材料在生产成本中占比较大，原材料成本存在波动风险；

(2) 食品安全风险：对于食品加工制造企业，卫生安全要求较为关键，若生产过程出现食品安全问题，对公司销售可能产生负面影响；

(3) 业务拓展不及预期：公司椰子水主业可能存在开拓进展不及预期的风险；

(4) 宏观经济复苏不及预期：宏观环境可能影响消费群体收入水平和消费意愿，可能对公司销售产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20	64	106	168	250
现金	16	55	94	153	230
应收账款	4	7	9	12	15
存货	0	1	1	2	2
其他流动资产	0	1	1	1	2
非流动资产	11	10	9	7	6
固定资产及在建工程	0	0	0	0	0
无形资产及其他长期资产	10	9	8	7	6
资产总计	31	74	114	176	256
流动负债	17	25	32	41	52
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	11	22	27	35	46
其他流动负债	6	3	4	5	7
非流动负债	4	1	1	1	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	1	1	1	0
负债合计	21	26	33	42	53
股本	1,607	1,664	1,652	1,652	1,652
储备	0	0	0	0	0
归母所有者权益	9	48	86	141	212
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	31	74	119	183	265

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26	42	43	61	78
税后利润	17	33	38	55	71
折旧和摊销	1	1	1	1	1
营运资本变动	5	4	3	5	6
其他	4	4	-0	0	0
投资活动现金流	-4	-8	-3	-2	-1
资本开支	-0	-0	0	0	0
其他	-4	-7	-3	-2	-1
融资活动现金流	-6	5	0	0	0
股权融资	1	18	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	-7	-12	0	0	0
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	16	39	40	59	77
期末现金总额	16	55	94	153	230

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	87	158	209	270	342
营业成本	61	107	142	183	230
销售费用	3	5	7	10	12
管理费用	3	5	13	11	14
其他收入/费用	-0	-0	1	1	1
营业利润	21	40	46	66	85
净财务收入/费用	-0	-1	-1	-1	-2
其他利润	-1	1	1	1	2
除税前利润	20	40	46	66	85
所得税	3	7	8	11	14
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	17	33	38	55	71
EBITDA	21	40	47	67	86
扣非后净利润	17	33	38	55	71
EPS	0.06	0.12	0.14	0.21	0.27

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.0	80.3	32.5	29.4	26.5
营业利润(%)	0.0	93.3	14.6	44.2	28.4
归属于母公司净利润(%)	0.0	98.9	14.7	44.2	28.4
获利能力					
毛利率(%)	30.5	32.0	32.2	32.4	32.7
净利率(%)	19.2	21.1	18.3	20.4	20.7
ROE(%)	176.5	69.3	44.3	39.0	33.3
ROIC(%)	0.0	115.9	66.1	76.2	78.1
偿债能力					
资产负债率(%)	68.9	35.2	27.4	22.9	19.9
净负债比率(%)	221.0	54.2	37.8	29.7	24.9
流动比率	1.2	2.5	3.3	4.1	4.8
速动比率	1.1	2.5	3.3	4.1	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
每股净资产(最新摊薄)	0.0	0.2	0.3	0.5	0.8
估值比率					
P/E	69.9	35.2	30.7	21.3	16.6
P/B	123.2	24.4	13.6	8.3	5.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn