

IFBH (6603.HK)：椰子水空间广阔，公司产品市场品牌端持续加码、龙头地位显著

投资评级：买入|首次覆盖

蔡雪昱/张子健

中邮证券研究所 食品饮料团队

中邮证券

发布时间：2025-09-30

- **行业端：中国市场有望继续保持高速增长，IF稳居市场首位。**中国内地椰子水行业由2019年的49.7百万美元（3.54亿元）增长至2024年的1018.1百万美元（72.49亿元），复合年增长率为82.9%，预计未来五年将按20.2%的复合年增长率保持强劲增长，至2029年时将达2550.4百万美元（183.63亿元）。行业增长主要由健康意识提升、分销渠道改善、消费群体扩展、定制化产品等因素推动。按零售额计算，公司于2024年在中国内地椰子水饮料公司中排名第一，市场占有率达33.9%，领先第二大公司逾七倍。国内含糖茶、能量饮料和包装水龙头市占率分别为29%、39.4%、15.4%；美国椰子水龙头Vitacoco市占率为34.5%，对标其他成熟软饮品类和美国椰子水市场来看，我们预计未来IF市占率提升空间有限。2024年中国、中国香港和美国的椰子水年人均消费量分别为0.1、0.3、1.2升。仅从消费量来看，若对标香港，内地椰子水市场或还有3倍的增长空间。若不考虑IF未来市占率的提升，则IF中远期增长空间或还有3倍；对标美国来看则还有12倍空间。
- **公司端：营收高速增长，轻资产业务模式保证高盈利水平。**营收高速增长，轻资产业务模式保证高盈利水平。公司主要专注于品牌运营，包括品牌及产品开发、履行管理、营销及分销。公司采用轻资产模式，将制造、物流及分销外包。公司将生产委托给代工厂商，销售主要依靠各地分销伙伴推动。24年公司收入1.58亿美元，同比增长80.29%，利润0.33亿美元，同比增长98.85%。其中IF和 Innococo品牌营收分别为1.31和0.26亿美元，占比分别为83.31%和16.64%；中国内地和香港地区营收分别为1.46和0.07亿美元，占比分别为92.39%和4.57%。从销售渠道看，24年公司于中国内地销售的产品中约有50%通过线上渠道分销，其中约有50%、20%及15%的线上销售额分别通过天猫、京东及抖音产生。24年公司产品50%以上的线下销售在一线、新一线及二线城市进行。23-24年公司毛利率分别为34.70%、36.70%；净利率分别为19.16%、21.13%。公司的高净利率主要受益于低期间费用率，低期间费用率主因：1) 公司轻资产运营，运输和分销开支以及相关的人员开支相对较低；2) 行业需求增长较快，同时竞争格局较为稳定，公司市占率处于绝对领先的地位，因此广告和其他营销开支相对较低。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2025-2027年实现营收200.91/271.34/355.23百万美元（14.28/19.29/25.26亿元），同比增长27.44%/35.06%/30.91%；实现归母净利润38.59/55.93/74.71百万美元（2.74/3.98/5.31亿元），同比增长15.83%/44.93%/33.58%，对应EPS为0.14/0.21/0.28美元（1.03/1.49/1.99元），对应当前股价PE为27/18/14倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**椰子水行业未来的需求变化仍存在不确定性，行业增速可能慢于预期；行业格局存在竞争加剧的风险，可能导致公司费用率变化；轻资产业务模式下公司的产品品控、食品安全、渠道分销等环节可能存在不可控风险。

目录

一

行业端

二

公司端

三

盈利预测

四

风险提示



**椰子水行业：中国市场有望继续保持高速增长，IF
稳居市场首位**

行业端：椰子水是健康的天然甜味饮料

- 国内尚未制定独立的椰子水国家标准。根据《饮料通则》，标称“100%椰子水”的产品必须仅含椰子水或椰子水原汁，不得添加糖、防腐剂、香精等非椰源成分。若添加维生素C或柠檬酸等加工助剂，需在配料表明确标注。
- 椰子水是椰子果腔内的天然液体胚乳，富含多种营养成分，具有较高的营养价值和健康益处。椰子水中含有钾、钠、镁等矿物质，天然酶类和膳食纤维促进胃肠蠕动，改善消化不良，含维生素C具有抗氧化作用。

图表1：椰子水配料表仅含椰子水

产品参数

品名:if椰子水
品牌:if
规格:350ml
保质期:1年
原产国:泰国
配料:100%椰子水
贮存方法:请置于阴凉干燥处,避免阳光直射。



图表2：椰子水功效作用

富含钾、钠、镁等矿物质

促进胃肠蠕动，改善消化不良
含维生素C具有抗氧化作用



行业端：全球椰子产量布局

- 2023年全球椰子产量约65百万吨，产量排名前十的国家分别为印度尼西亚、菲律宾、印度、巴西、越南、斯里兰卡、巴布亚新几内亚、墨西哥、缅甸、泰国，产量分别为17.97、14.89、14.16、2.90、2.13、2.06、1.37、1.14、1.12、0.97百万吨，其中印度尼西亚、菲律宾、印度三国的产量占到全球的70%+。若按每个椰子平均重量1.6千克计算，23年泰国生产椰子数量为6.06亿个。

图表3：2023年全球椰子产量布局

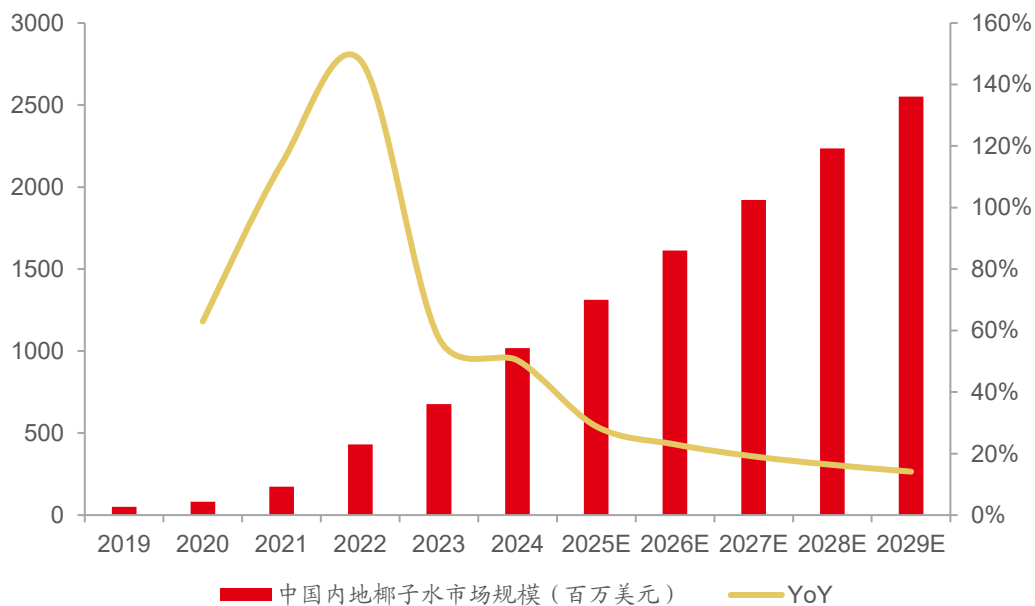
国家/地区	产量（百万吨）	数量（亿个）
印度尼西亚	17.97	112.31
菲律宾	14.89	93.06
印度	14.16	88.50
巴西	2.90	18.13
越南	2.13	13.31
斯里兰卡	2.06	12.88
巴布亚新几内亚	1.37	8.56
墨西哥	1.14	7.13
缅甸	1.12	7.00
泰国	0.97	6.06

资料来源：Statista，中邮证券研究所 注：按每个椰子平均重量1.6千克计算

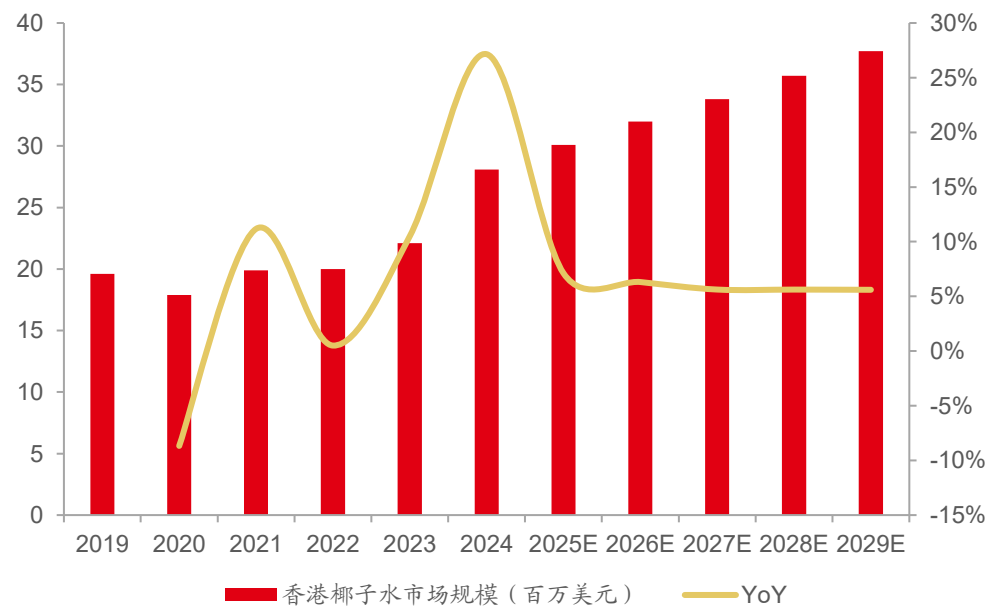
行业端：中国市场高速增长，未来五年复合增速有望达到20%

- 中国内地椰子水行业由 2019 年的 49.7 百万美元 (3.54亿元) 增长至 2024 年的 1018.1 百万美元 (72.49亿元)，复合年增长率为 82.9%，预计未来五年将按 20.2% 的复合年增长率保持强劲增长，至 2029 年时将达 2550.4 百万美元 (183.63亿元)。香港椰子水行业由 2019 年的 19.6 百万美元 (1.4亿元) 扩张至 2024 年的 28.1 百万美元 (2亿元)，复合年增长率为 7.5%，预计未来五年将继续按 6.0% 的复合年增长率增长，至 2029 年时将达 37.7 百万美元 (2.68亿元)。
- 行业增长主要由健康意识提升、分销渠道改善、消费群体扩展、定制化产品等因素推动。

图表4：中国内地椰子水市场规模



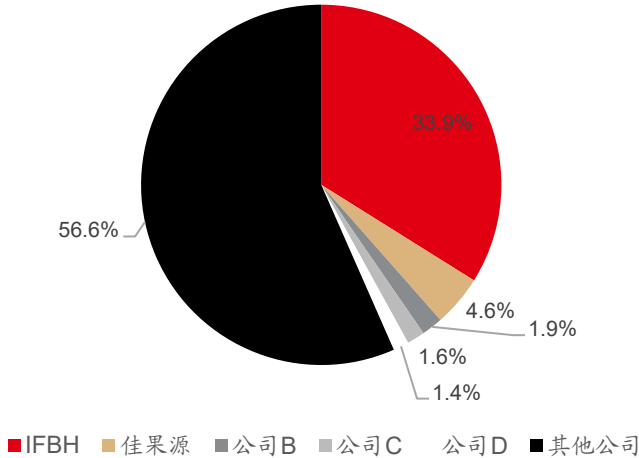
图表5：香港椰子水市场规模



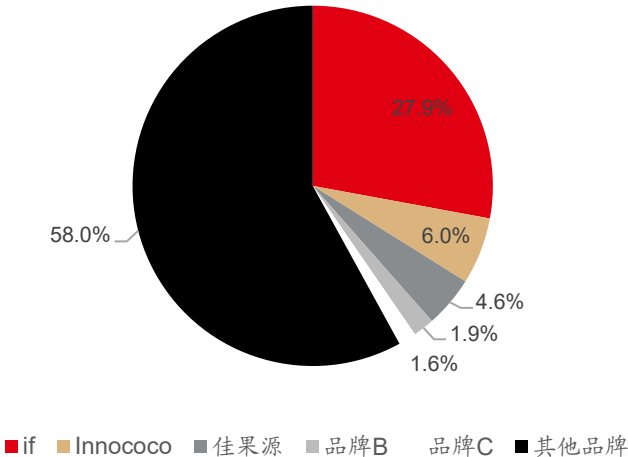
行业端：公司稳居中国内地椰子水饮料市场首位

- 按零售额计算，公司于 2024 年在中国内地椰子水饮料公司中排名第一，市场占有率达 33.9%，领先第二大公司逾七倍。此外，自 2020 年起，按零售额计算，公司已连续五年稳居中国内地椰子水饮料市场首位，且按零售额计算，公司于 2024 年是五大公司中增长最快者。
- 2024年IFBH、佳果源、公司B、公司C、公司D的零售额增速分别为81%、23%、58%、15%、18%。

图表6： 内地椰子水公司市占率



图表7： 内地椰子水品牌市占率

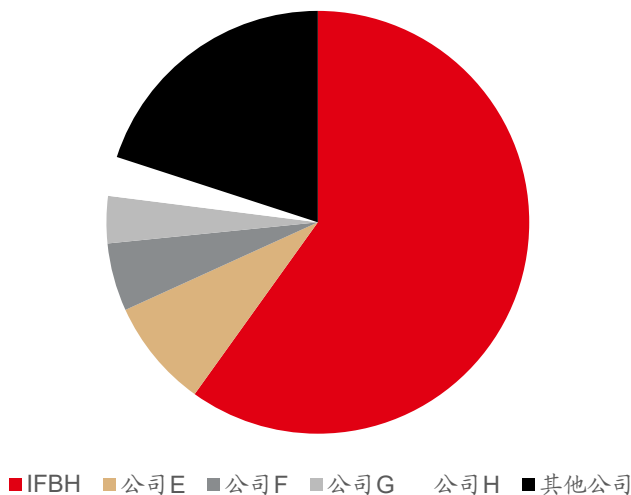


资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

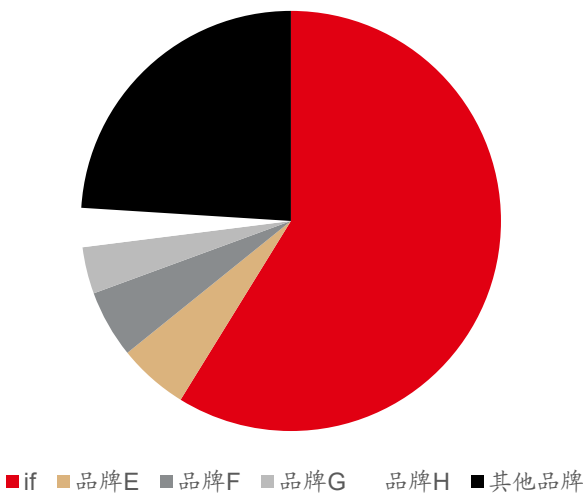
行业端：公司在香港椰子水市场主导地位明显

- 香港椰子水饮料市场相对集中，2024 年按零售额计算，前五大公司的市场占有率达 80.0%。
- 公司在香港椰子水饮料市场取得明显的市场主导地位，按零售额计算，于 2024 年的市场占有率达 59.9%，是第二大公司的七倍多。此外，自 2016 年起，按零售额计算，公司已连续九年稳居香港椰子水饮料市场首位。公司显著增长亦使其成为 2024 年香港五大椰子水饮料公司中按零售额计算增长最快的公司。
- 2024年IFBH、公司E、公司F、公司G、公司H的零售额增速分别为43%、-3%、-5%、-10%、27%。

图表8：香港椰子水公司市占率



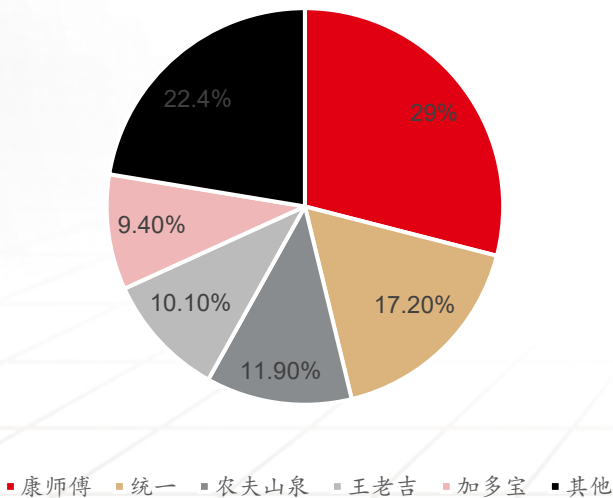
图表9：香港椰子水品牌市占率



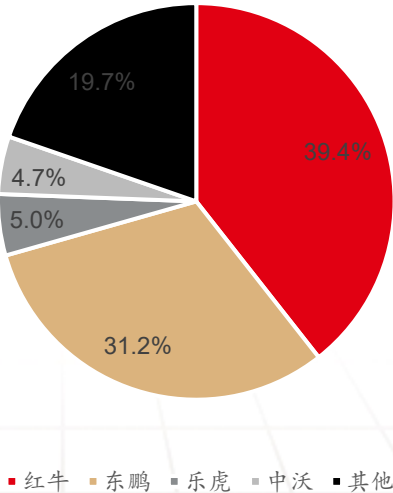
行业端：对比其他成熟品类格局，IF市占率仍有一定提升空间

- 2024年含糖茶行业市占率排名前三的康师傅、统一和农夫山泉市占率分别为29%、17.2%、11.9%。能量饮料行业市占率排名前三的红牛、东鹏、乐虎市占率分别为39.4%、31.2%、5.0%。包装水行业市占率排名前三的农夫山泉、怡宝、百岁山的市占率分别为15.4%、11.5%、5.4%。
- 椰子水相对其他饮品，在原材料供应端壁垒更高，需要在东南亚进行布局。能量饮料有蓝帽子门槛，因此能量饮料行业集中度高于其他饮品。未来随着椰子水行业标准的树立，对比能量饮料来看，预计具有竞争优势的椰子水公司有望进一步扩大市场份额，椰子水行业集中度仍有提升空间。

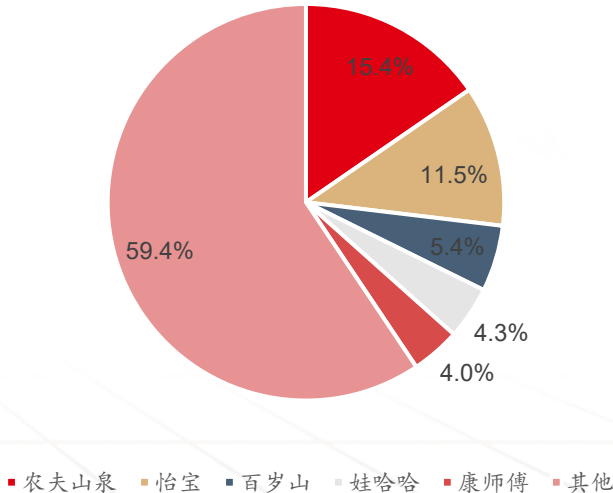
图表10：含糖茶竞争格局



图表11：能量饮料竞争格局



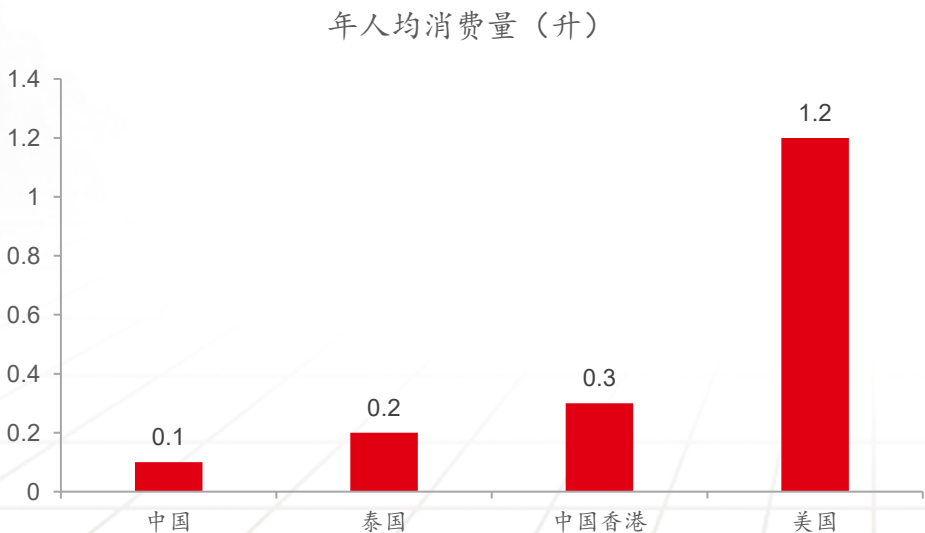
图表12：包装水竞争格局



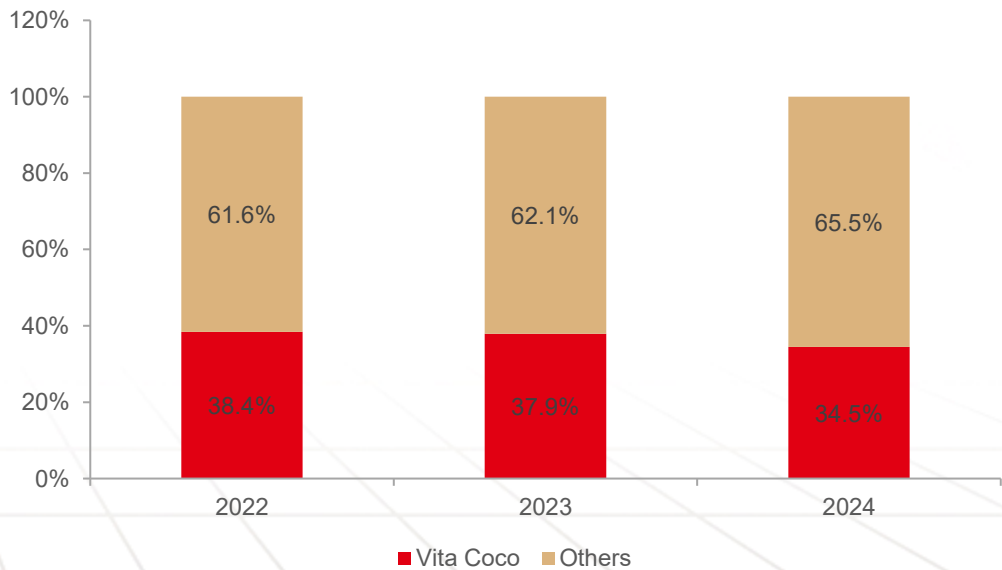
行业端：椰子水国内人均消费量仍有提升空间

- 2024年中国、泰国、中国香港和美国的椰子水年人均消费量分别为0.1、0.2、0.3、1.2升。这里的椰子水口径指的是瓶装椰子水，泰国当地新鲜椰子比较好获取，或是造成当地瓶装椰子水消费量不高的主要原因。仅从消费量来看，如果对标香港，内地椰子水市场或还有3倍的增长空间。若不考虑IF未来市占率的提升，则IF中远期增长空间或还有3倍；对标美国来看则还有12倍空间。
- Vita coco于2004年在美国纽约诞生，目前是美国椰子水行业的龙头。2024年收入规模达到5.16亿美元（约80%收入来自美国本土），近五年复合增速12.69%；净利润0.56亿美元，近五年复合增速44.14%。2024年美国椰子水市场规模约9.1亿美元，2022-2024年，Vita coco在美国椰子水市场的市占率分别为38.4%、37.9%、34.5%。

图表13：中国椰子水人均消费量仍有提升空间



图表14：Vita coco在美国市占率达到34.5%



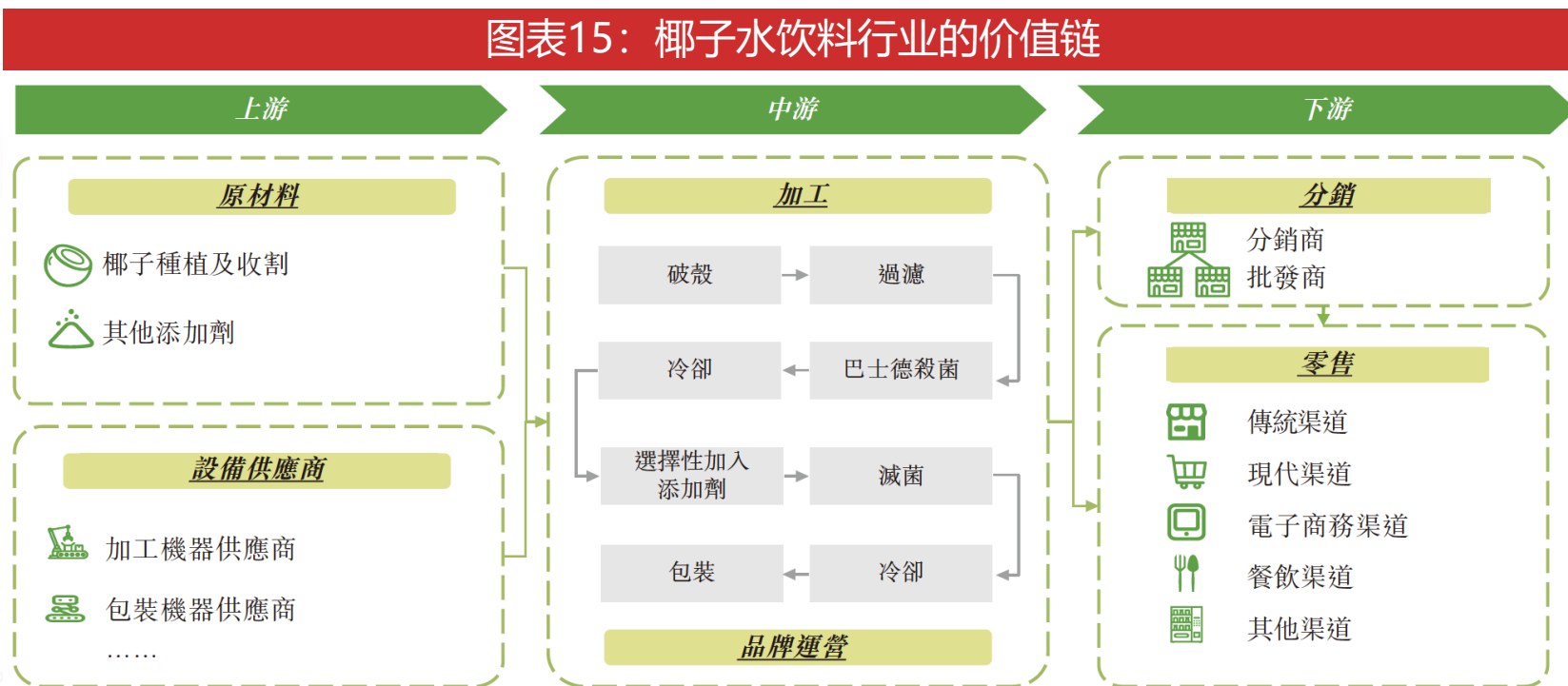


公司：营收高速增长，轻资产业务模式保证高盈利水平

公司端：椰子水饮料价值链，公司专注品牌运营

- 椰子水饮料行业的价值链分为上、中、下游。上游活动包括椰子种植及设备采购。中游专注于加工处理，包括破壳、过滤、巴士德杀菌、冷却、可选的加入添加剂、灭菌、冷却及包装，以确保产品质量及安全。下游涉及通过传统及现代零售渠道、电子商务平台、餐饮服务及专门网络进行分销，实现广泛市场覆盖及令消费者购买产品变得更方便。
- IFBH主要专注于价值链内的品牌运营，包括品牌及产品开发、履行管理、营销及分销。本公司采用轻资产模式，将制造、物流及分销外包。

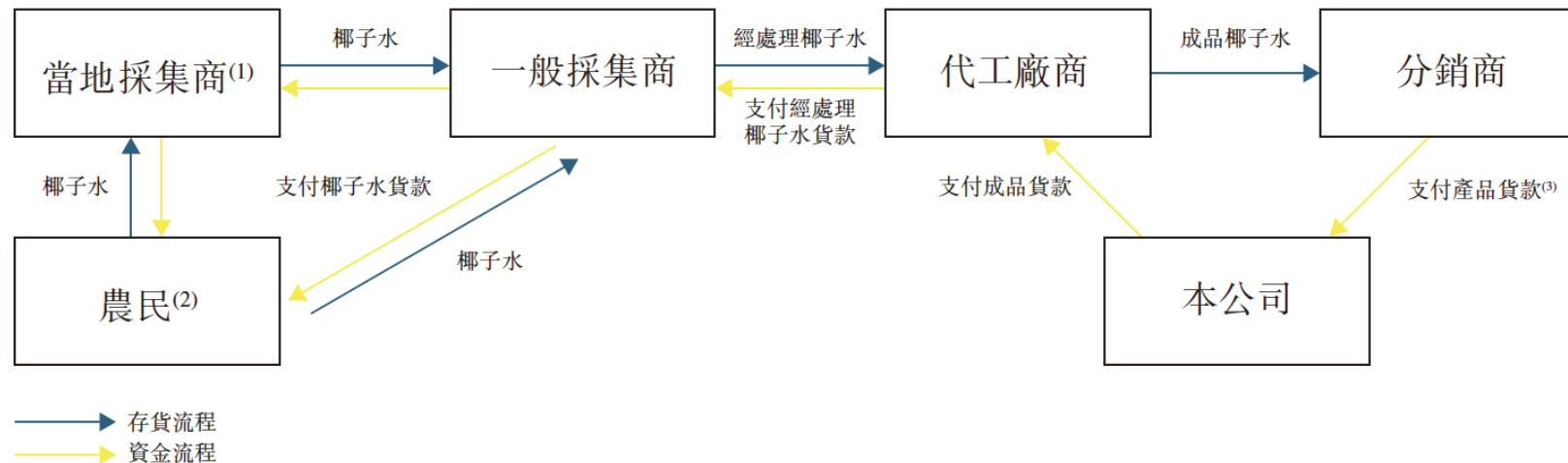
图表15：椰子水饮料行业的价值链



公司端：公司采用轻资产业务模式

- 公司采用轻资产业务模式，与代工厂商合作生产，并与第三方物流供应商合作运输，以有效管理仓配流程。
- 公司要求分销商在预定出货日期前至少一个月发出最终采购订单，公司根据最终订单开始采购原料，主要是椰子水。各代工厂商根据获分配的订单向一般采集商下达采购订单，一般采集商从农民或当地采集商获取椰子水，而农民或当地采集商则从新鲜椰子提取椰子水并在当天送达。代工厂商收到椰子水后立即开始包装，代工厂商负责向公司认可的供应商购买包装材料。成品将根据公司商定的装运时间表，由公司的代工厂商的运输车队或由公司安排和付款的第三方物流供应商运送至公司客户指定的港口。

图表16：公司椰子水饮料的仓配流程



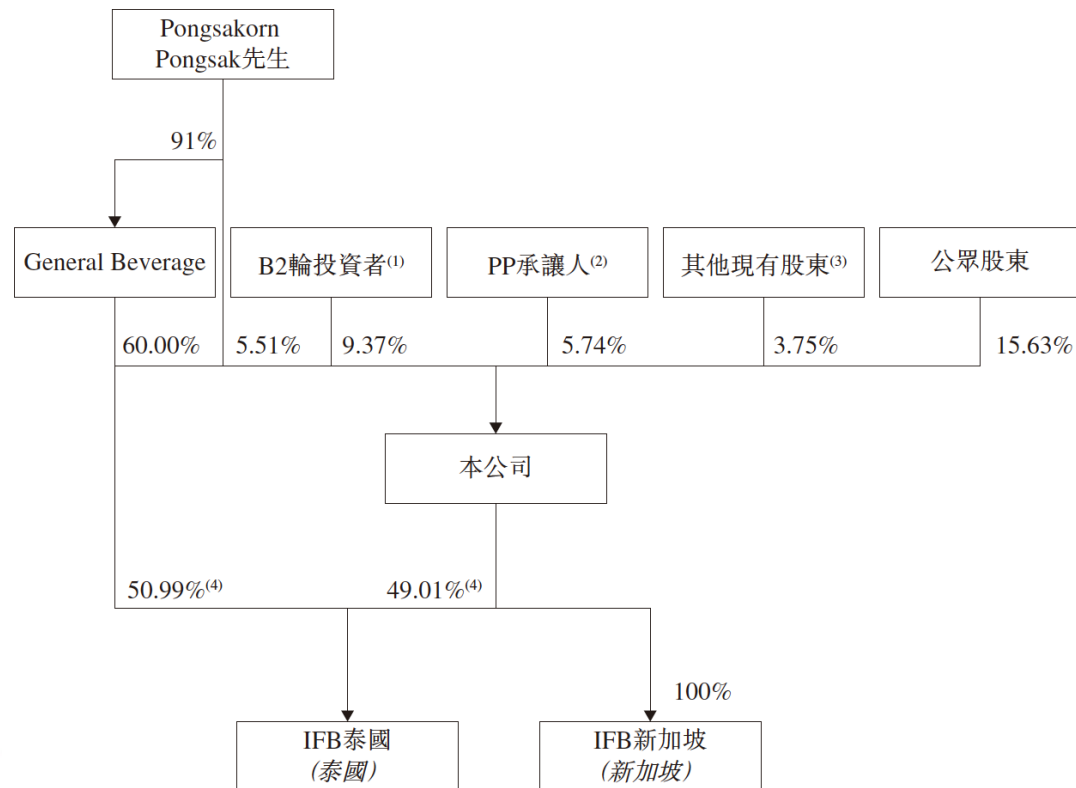
公司端：公司对采集商和代工厂进行严格管理

- 采集商。
- 采集商向当地采集商或农民收集新鲜椰子水，然后将其运送到代工厂作进一步处理。当地农民是直接经营椰子农场的个人或团体，他们在源头采摘新鲜椰子并提取椰子水。公司的采集商仅可向公司认可或指定的当地采集商及农民购买椰子水。为努力提高供给质量，公司定期为选定或认可的当地采集商及农民举办培训及教育课程。为进一步加强公司在泰国的椰子水供应，公司与当地农业社区建立了深厚的长期合作关系。公司鼓励当地农民种植椰子，并与精选的长期农民、采集商及代工厂商分享技术资源及专业知识，帮助他们扩大经营规模、提高质量、增强生产能力。公司不参与采集商和当地农民之间的价格协商。
- 代工厂。
- 在确定代工合作伙伴符合资格成为公司的供应商之前，公司会对其营业执照、许可证、生产许可、外部产品检验报告、管理体系认证、产品认证及其他相关文件进行全面评估。公司的代工厂商仅可向公司指定的采集商购买经处理的椰子水。采集商直接向代工厂商发出加工椰子水的报价，并直接向代工厂商收取款项。采集商对代工厂采用成本加利润的定价模式，运用公司认为商业上合理的利润率。公司参与并确保定价具有更大的透明度、可预测性及公平性，有助于与代工合作伙伴建立稳定、长期的合作关系。公司实施批次级品质控制，要求从每个生产批次中抽取样品，并在发货给客户之前进行测试。为缓解产品安全风险并厘清责任，公司要求代工厂商赔偿直接且完全因代工厂商提供的服务或产品造成的人身伤害或财产损失所引起的所有损失、费用及责任。
- 公司会对整个流程进行现场检测和定期审核。

公司端：公司股权结构集中，实控人出身于泰国商业世家

- 公司实控人是Pongsakorn Pongsak 先生。Pongsakorn Pongsak 先生出身于一个显赫的泰国商业世家，其父亲基蒂于1970年创办了泰国纺织巨头苏旺集团（Suwan Spinning and Weaving）。苏旺集团实力雄厚，家中产业横跨制造业、房地产、酒店、高尔夫俱乐部等多个领域。Pongsakorn Pongsak曾在苏旺集团工作多年，担任过销售及营销总监、董事总经理等职务。
- PP 承让人由 16 名人士组成，该等人士均为 Pongsakorn Pongsak 先生的友人及业务伙伴，另包括两家由本集团主要客户控制之实体，即新热（香港）实业有限公司及广州远联供应链管理有限公司。
- B2轮投资者包括FAF2 VCC、Oasis Partners、10BIF，一家基金和2家投资控股公司。
- IFBH 上市的基石投资者有 11 家，分别是 UBS AM Singapore、Black Dragon（泰国正大集团）、Arc Avenue Asset Management Pte. Ltd.、HCEP、南方基金、广发国际、Harvest Oriental SP、工银理财、Jain Global Master Fund、Jane Street、Mega Prime
- General Beverage不仅是公司控股股东，同时也是一般采集商和代工厂商。General Beverage 向公司选定的当地采集商及农民采购，然后向外部代工厂商供应生产所需的所有椰子水原料。公司计划未来发展更多独立的一般采集商，目标是在 2027 年前，将由 General Beverage 供应的椰子水原料比例降至不超过公司椰子水原料总需求量的约 50%。

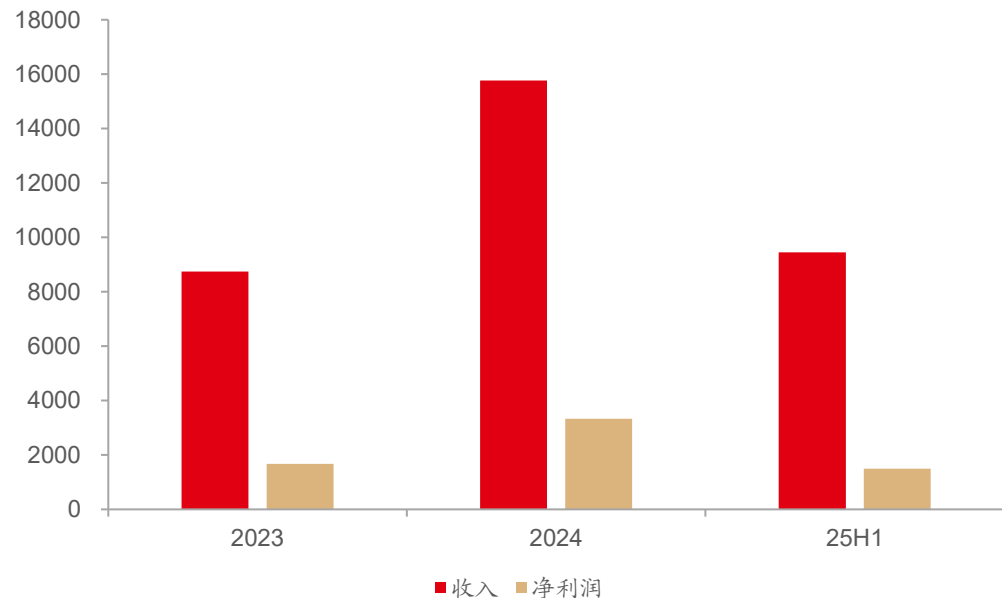
图表17：公司股权结构



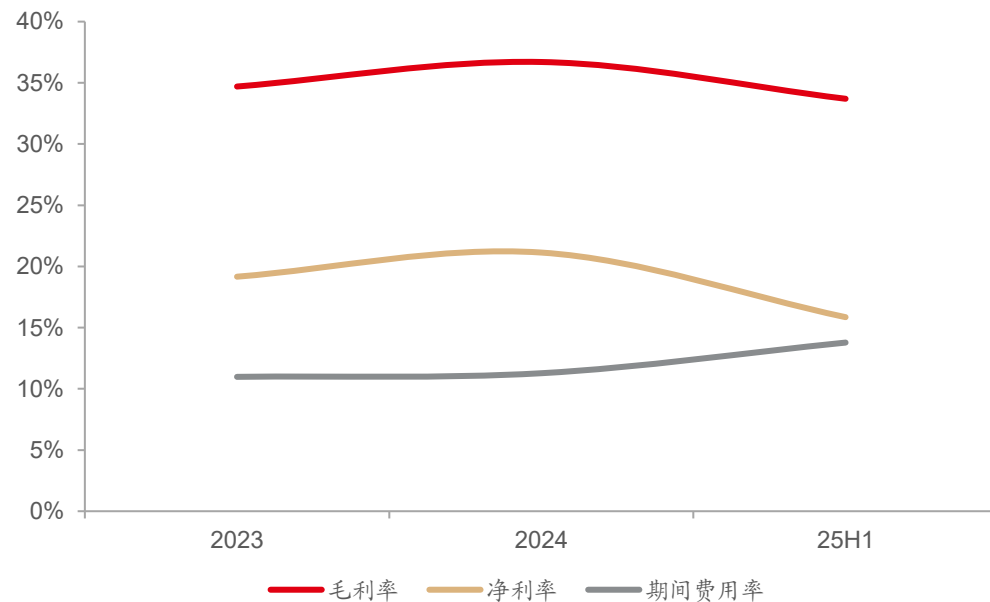
公司端：2024年营收利润高速增长，盈利水平维持高位

- 2024年公司收入1.58亿美元，同比增长80.29%，利润0.33亿美元，同比增长98.85%。25H1公司实现收入94.5百万美元，同比+31.5%，净利润14.98百万美元，同比-4.82%。
- 2023-2024年公司毛利率分别为34.70%、36.70%；净利率分别为19.16%、21.13%。
- 25H1公司毛利率下降主因泰铢兑美元升值，汇率变动产生不利影响，24H1美元兑泰铢在34-37之间，25H1在32-33；期间费用率提升主因上市相关的费用影响。

图表18：公司营收利润（万美元）



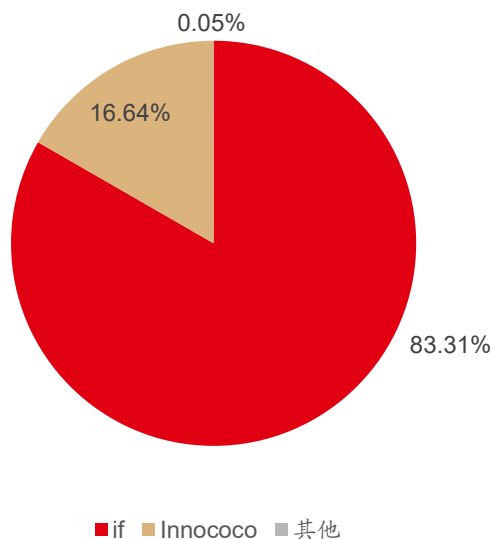
图表19：公司毛利率35%左右，净利率20%左右



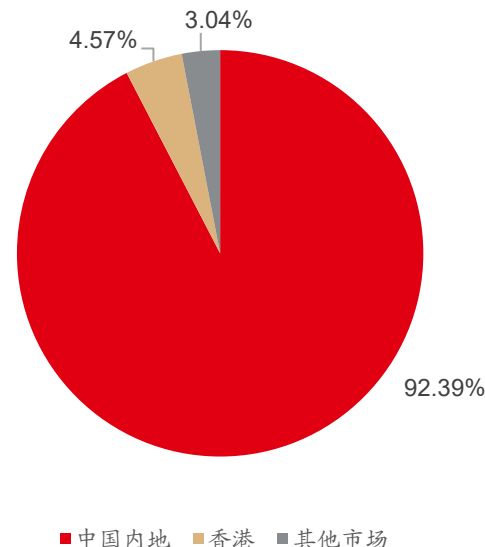
公司端： IF品牌营收占比80%+，中国内地营收占比90%+

- 分品牌看，2024年公司的IF和 Innococo品牌营收分别为1.31和0.26亿美元，分别同比增长76.20%和107.97%，占比分别为83.31%和16.64%。25H1 IF和 Innococo品牌营收分别为0.84和0.10亿美元，分别同比42.09%和-17.57%。
- 分地区看，2024年中国内地和香港地区营收分别为1.46和0.07亿美元，分别同比增长82.26%和45.97%，占比分别为92.39%和4.57%。25H1中国内地和香港地区营收分别为0.88和0.04亿美元，分别同比29.79%和60.14%。

图表20：公司收入结构分品牌



图表21：公司收入结构分地区



公司端：专注椰子水饮料，同时布局其他果类饮料

- 公司的旗舰品牌if，专注于椰子水饮料。为了丰富if椰子水相关产品，公司在特定市场推出了果类产品。代表产品包括白提子汁芦荟饮品、荔枝汁、蜜桃汁及菊花茶饮品。此外，拓展植物基及其他饮料品类是公司策略的一部分，例如，公司于2024年推出业界首款即饮泰式奶茶。公司的泰式奶茶在推出后约四个月内，按2024年的零售额计算，已在中国最大电商平台上抢占逾3%的即饮奶茶市场份额。
- Innococo 于 2022 年推出，最初定位为水果基饮料品牌，旨在提供运动功能饮品的健康替代选择。此后，该品牌已发展成为公司进军更广泛食品饮料市场的平台，主打以椰子及其他天然食材为灵感的产品。

图表22：公司主要产品和品牌



公司端：不同产品的定位和定价有所区隔

- Innococo 品牌旗下产品仅限于 100% 天然椰子水及气泡椰子水，价格与 if 品牌旗下同类产品相近。Innococo 产品采用独特的包装，面向注重健身的消费者，作为传统运动饮料的更健康的补水替代品。Innococo 主打以椰子及其他天然食材为灵感的产品，产品设计兼具补水、能量补充及功能性。
- 蓝瓶IF椰子水：配料为 100% 香水椰椰子水，相比普通版更清甜，香气更重。线上价格78元/箱，高于普通版本的65.9元/箱，每瓶高出1元左右。

图表23：蓝瓶含100%香水椰椰子水

产品参数

品名:if香水椰子水
品牌:if
规格:350ml
保质期:1年
原产国:泰国
配料:100%香水椰椰子水
贮存方法:请置于阴凉干燥处,避免阳光直射。



图表24：Innococo配料表

INNOCOCO 椰子水350ml
原产国：泰国

配料表：100%椰子水

营养成分表

项目	每100毫升	NRP%
能量	88千焦	1%
蛋白质	0克	0%
脂肪	0克	0%
碳水化合物	5.3克	2%
钠	24毫克	1%



公司端：IF产品主要有四个规格，价格略高于同行

- IF椰子水主要有1L、350ml、330ml、310ml四个规格。除了这四个规格外，180ml袋装和245ml小瓶装椰子水也有一定市场需求，部分椰子水品牌有布局。
- IF椰子水1L装售价15元，对比来看盒马1L装9.9元、山姆MM进口椰子水1L装不足9.5元。IF椰子水350ml装售价7元左右，部分便利店达到9元，对比来看佳果源350ml装售价6.5元左右。IF椰子水330ml装售价6元左右，对比来看欢乐家椰鲨330ml装售价6元左右，佳果源和三麟330ml装售价5元左右。

图表25：IF椰子水有1L、350ml、330ml、310ml四个规格



图表26：袋装和小瓶装椰子水也有一定市场



公司端：IF同类产品对比，泰国原装进口产品占主流

椰子水目前同类产品对比

图表27：同类产品对比

品牌	IF	轻上	三麟	佳果源	Vitacoco
产品系列					
主打	泰国原装进口，采用泰国香水椰作为原料，强调0脂肪、0胆固醇、天然电解质、低卡等健康属性	甄选东南亚椰源，采用德国先进的UHT高温瞬时杀菌，无菌冷灌装技术，果汁含量高达100%	泰国原装进口，原料来自泰国南部优质椰林，采用NFC冷压工艺，非浓缩还原，100%纯椰汁，钾、钠等电解质含量较高	泰国原装进口，选用来自泰国丹嫩沙多产区的鲜椰青，采用NFC非浓缩还原工艺	东南亚原装进口，采用NFC技术生产，富含多种天然电解质，尤其钾元素含量远超香蕉
配料表	椰子水	椰子水	椰子水	椰子水	椰子水，果糖，维生素C
规格/定价	便利店8元/瓶，350ml；线上65.9元/箱，一箱12瓶，一瓶350ml，单瓶5.5元。	线下6元/瓶，245ml；线上39.9元/箱，一箱10瓶，一瓶245ml，单瓶4元。	线上118元/箱，一箱24瓶，一瓶330ml，单瓶5元。	线下7元/瓶，350ml；线上55.8元/箱，一箱12瓶，一瓶350ml，单瓶4.7元。	线上69.8元/箱，一箱12瓶，一瓶330ml，单瓶5.8元。
基本情况	签约流量明星赵露思、肖战为代言人，与泡泡玛特等潮流品牌合作，2022年在李佳琦直播间首秀，在小红书等平台频繁铺设宣传。线上渠道与杭州大热电子商务有限公司合作，进入天猫、京东、抖音等主流电商及社交电商平台。线下渠道与广东恒远贸易公司合作，覆盖全国性连锁便利店如全家、罗森、7-11等，以及大型连锁商超如沃尔玛、家乐福等	母公司椰泰销售网络遍布全国二十余个省市，拥有超过2100个县区的销售渠道，产品终端网点超过100万个。在天猫、抖音等主流电商平台表现出色，稳稳占据椰子水品类销量排行榜前列。2024年轻上椰子水全网累计销量4000万瓶。在抖音等平台大量投放，2024年轻上全年曝光超51亿，有效覆盖粉丝群体6亿+，参加第112届全国糖酒会。	在天猫超市等主流电商平台表现出色，天猫超市销量达到了20万+。通过在社交媒体平台上发布产品信息和饮用场景等内容，推出一些季节性的活动，如“春日唤醒计划”，通过与春光、活力等元素结合，宣传椰子水的清甜口感和健康属性	佳果源在泰国拥有10万余亩合作的香水椰种植基地，同时拥有泰国最大灌装能力的工厂。线上渠道：覆盖天猫、京东等主流电商平台。线下渠道：与山姆、全家、胖东来等达成战略合作，并相继布局超市、便利店、餐饮、航空、学校、烘焙等渠道。连续六年参展进博会，国内唯一连续两年获得比利时ITI国际三星满星奖章的椰子水品牌，还通过了“有机认证”。	2024年12月1日起，捷成集团旗下业务线捷成饮料成为VitaCoco在中国内地的独家经销商。目前VitaCoco的渠道主要集中在线上电商，以及京东、快客等个别便利店。线上利用微博和微信公众号等平台，通过KOL的影响力扩大知名度。

资料来源：爱美日记，佳果源官网，顶端，天猫，中邮证券研究所

公司端：公司此前营销重心均在IF上

■ IF

- 2022年：在李佳琦直播间首秀，随后又在多个达人直播间出现。
- 2023年：签约赵露思为代言人，进一步提升品牌知名度。
- 2024年：官宣肖战为全球代言人，其手持椰子水的开屏广告覆盖微信、抖音等平台。
- 2025年6月20日：与肖战续约第二年合作，同步启动全新全球营销活动“if一刻—尽享这一刻”，并在中国展开破纪录的户外广告投放，包括在上海市中心打造百万级曝光无人机灯光秀，在重庆、杭州、广州、深圳等核心城市地标LED屏同步呈现广告片。
- 2025年9月8日：以“IF一刻 欢聚的一刻”为主题的大型灯光秀在青岛浮山湾畔上演，拉开品牌第三波大规模户外广告投放的序幕。9月9日，广州王丰大厦LED巨幕与杭州龙翔桥地铁站核心大屏同步上线IF 2025年全新TVC。

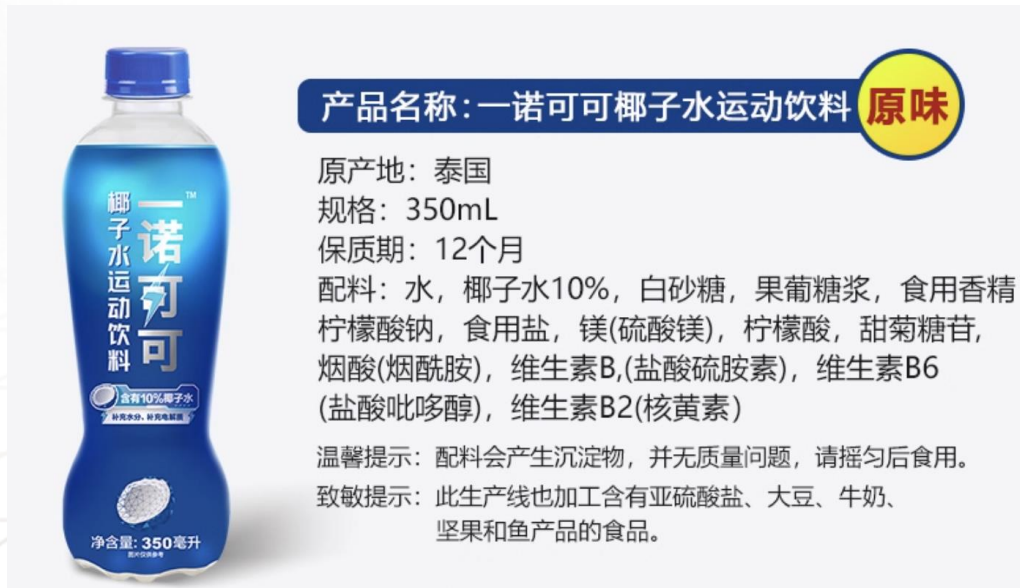
■ Innococo

- 2024年7月26日-8月11日：发起“show your olympic power”巴黎奥运立水瓶与速滑挑战活动。
- 2025年2月27日-3月1日：在松花湖滑雪场设置打卡相框，关注innococo小红书，晒出滑雪打卡照，有机会免费获得椰子水（限量20箱）。
- 2025年9月22日：签约时代少年团成为innococo品牌代言人。

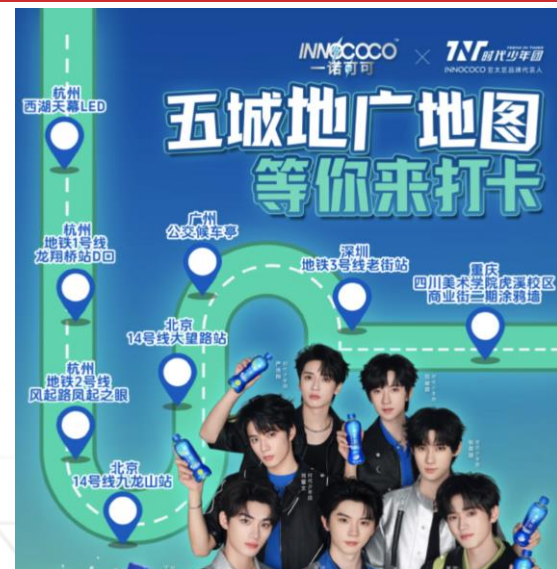
公司端：Innococo下半年有望在产品和营销端发力

- Innococo如期推出新品椰子水运动饮料，产品含有10%椰子水，主打低糖低卡无负担，含有维生素B1、B2、B3、B6，促进新陈代谢&肌肉恢复，含有双倍电解质，有椰子+青柠和单独椰子两种口味。产品强调功能性，与纯椰子水有所区隔。目前Innococo椰子水运动饮料在电商的售价为54.8元/12瓶，一瓶350ml，单瓶4.6元，线上售价与Innococo椰子水的4.7元价格相近，略低于IF椰子水的5.5元，价格更加亲民，主要针对1-3线城市的消费者。
- Innococo与时代少年团正式签约，官宣后者成为品牌首位亚太区代言人，时代少年团的活力形象与产品定位深度绑定，进一步强化年轻消费者对产品的情感认同。为扩大合作声量，Innococo拍摄一支主题广告片，融入时代少年团热门歌曲，同时在深圳、杭州、重庆、北京等核心城市启动大规模户外宣传，后续将开展“趣味市集”等线下互动，结合时代少年团的粉丝基础，预计将设计签名周边抽奖、粉丝打卡赠饮等环节，进一步撬动粉丝消费。

图表28：推出新品运动饮料



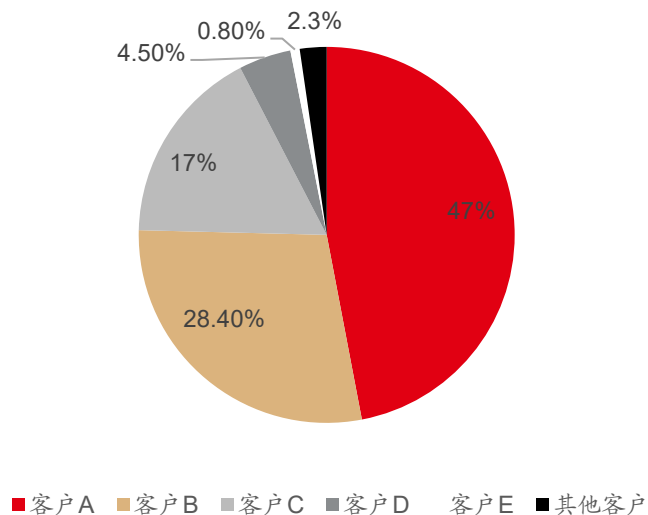
图表29：签约时代少年团



公司端：主要依靠各地分销商推动市场销售，客户较为集中

- 公司维持精简的销售团队，主要依靠各地分销伙伴推动市场销售。公司的合作策略：精选少量与公司理念相符且积极参与营销推广的优质合作伙伴。
- 2024年公司在中国内地销售的产品中约有50%通过线上渠道分销，其中约有50%、20%及15%的线上销售额分别通过天猫、京东及抖音产生。
- 2024年公司产品50%以上的线下销售在一线、新一线及二线城市进行。

图表30：24年公司的客户结构



图表31：分销商细分数目

	2022	2023	2024
中国内地	5	3	3
中国香港	1	2	2
新加坡	2	2	2
中国台湾	2	2	1
其他	24	27	35
总计	34	36	43

公司端：前五大分销商详情，携手中粮有望开启新格局

- 在中国内地，if 品牌有两个分销伙伴：一个主要负责线上渠道（包括天猫、京东及抖音等电商及社交电商平台），同时也具备部分线下渠道能力，另一个专注线下渠道（如超市和便利店）。对于 Innococo 品牌，公司在中国内地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。在香港，为简化营运，公司绝大部分产品与一名分销商合作。在其他市场，公司同样精选少量分销伙伴高效推动销售。
- IFBH携手中粮名庄荟,椰子水开启分销新格局。IFBH与央企中粮集团旗下的中粮名庄荟正式签署战略合作协议，中粮名庄荟是中粮集团的进口酒类旗舰平台。根据协议，双方将通过线上线下双轨并行的渠道拓展策略，进一步强化椰子水的分销体系。依托中粮名庄荟在中国31个省份、221个城市的广泛售点,以及涵盖连锁渠道、优商渠道、战略客户渠道、电商渠道的立体营销网络，预计椰子水的销售覆盖范围将突破100万个零售点及自动售货机点位。

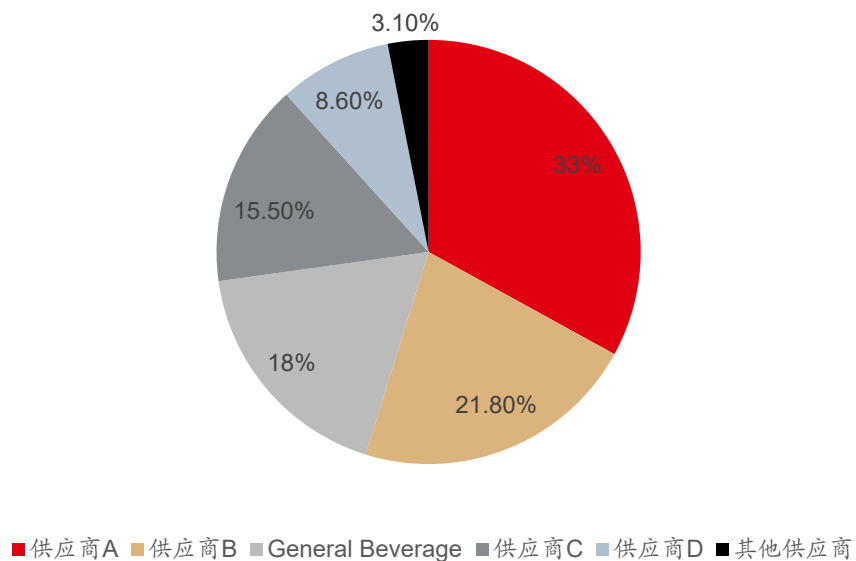
图表32：2024年前五大分销商详情

供应商	地点	占销售额百分比	业务关系年期	背景
杭州大热电商	中国	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，负责华东、华中、西南和华北地区线下
广东恒俞食品	中国	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，负责华南地区线下
广州远联供应链	中国	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	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	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

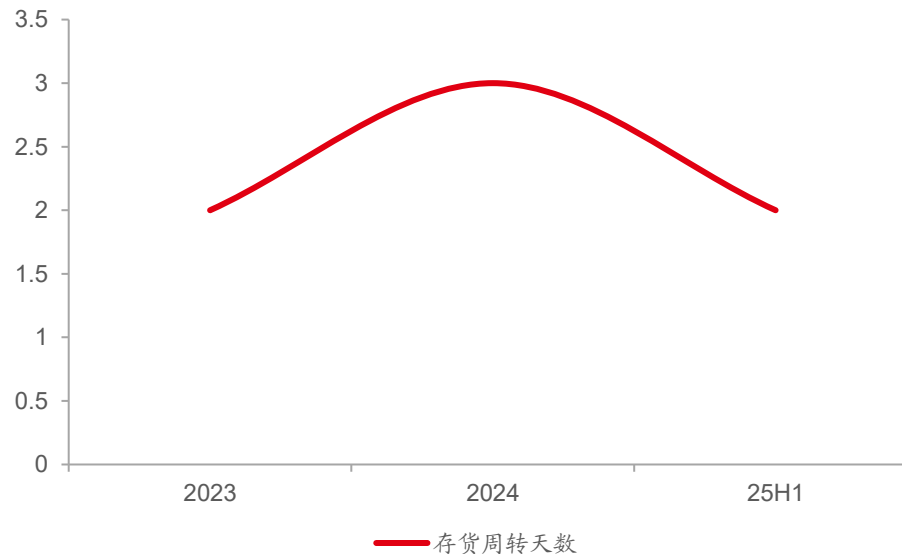
公司端：生产委托代工厂商，品牌资产及产品开发能力更加重要

- 公司的主要供应商为代工厂商。公司保留专有配方及食谱的全部所有权，公司认为本集团品牌资产及产品开发能力的策略重要性高于拥有生产设施。此外，公司认为转换代工厂商对营运的影响并不重大。公司在泰国拥有大量合格代工厂商，并正在积极发展其他代工合作伙伴，以进一步提高其生产灵活性及履行能力。
- 公司的存货包括在订单送达出发港口前交付给客户的在途货物，轻资产业务模式下公司存货周转天数较低，仅有2-3天。

图表33：24年公司的供应商结构



图表34：公司存货周转天数



公司端：前五大代工厂详情，公司有望继续发展新代工厂

- 2024年公司有12家代工厂，都位于泰国。公司与代工厂签订的合约期限从12个月到5年不等，通常包括自动续约条款。公司每种产品至少拥有三家替代供应商，而且所有替代供应商目前提供的总产能大于公司的预测订单。2024年公司前五大供应商占公司购买的比例达到96.9%。
- 定价：代工厂生产的成品定价乃基于原材料及包装物料的成本以及各自的制造成本加上服务费。

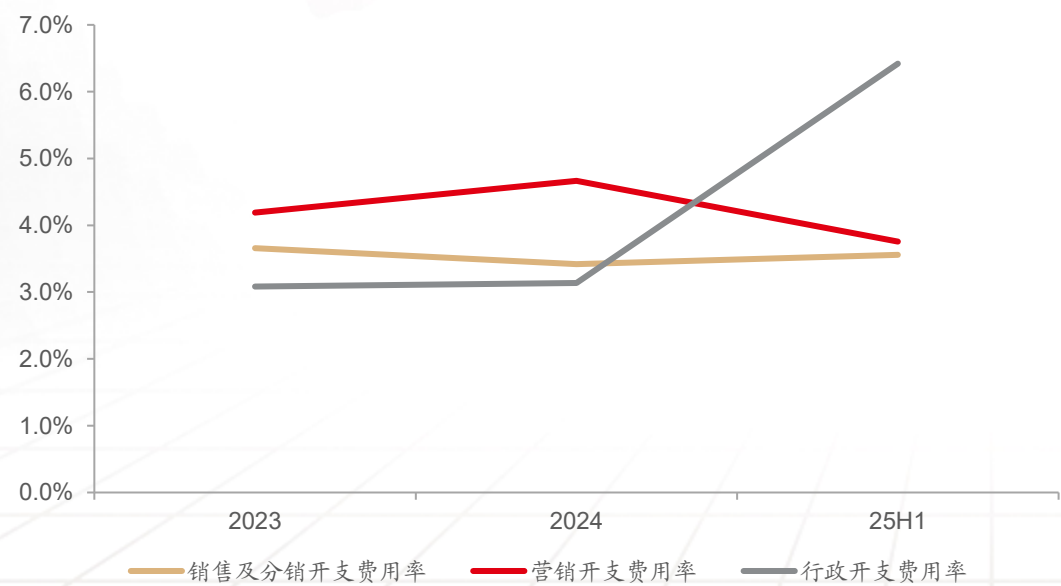
图表35：2024年前五大代工厂详情

供应商	地点	所提供的服务	占购买金额的百分比	业务关系年期	背景
供应商A	泰国	代工服务	33.0	自2020年	代工厂商，提供饮料制造及包装服务，是一间专门从事包装、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	代工服务	21.8	自2022年	代工厂商，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	代工服务	18.0	不适用	泰国食品及饮料制造商及分销商，亦为我们的控股股东之一
供应商C	泰国	代工服务	15.5	自2023年	代工厂商，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氏杀菌果汁
供应商D	泰国	代工服务	8.6	自2021年	代工厂商，提供饮料制造及包装服务，其为一间台湾上市公司的附属公司，生产乳制品、饮料、小食及方便面

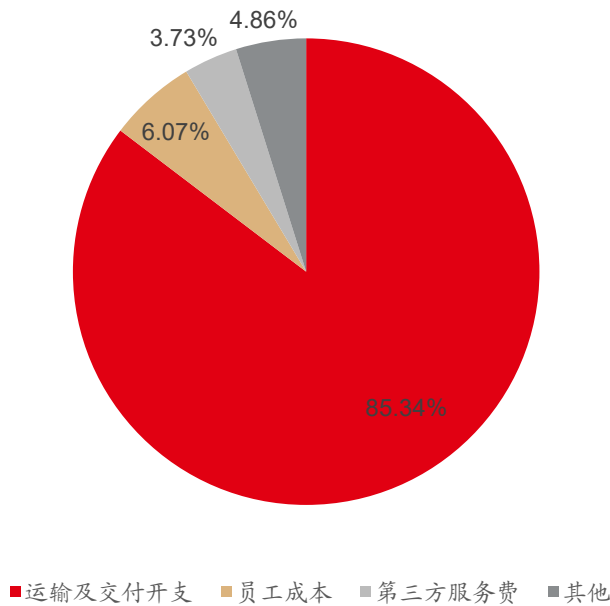
公司端：费用率水平较低，主因轻资产运营+竞争格局稳定

- 2023-2024年公司销售及分销开支费用率分别为3.66%、3.42%，营销开支费用率分别为4.19%、4.67%，行政开支费用率分别为3.08%、3.14%。
- 25H1公司销售及分销开支费用率为3.56%，营销开支费用率为3.76%，行政开支费用率为6.42%，行政开支费用率大幅提升主因上市相关开支影响。25H1主要针对if做了营销，持续请代言人进行宣传，对于innococo没有太多宣传，所以销售费用率有所下降。
- 同行业软饮公司的销售及分销开支+营销开支费用率一般在20%左右，大幅低于同行。我们认为主要有两点原因：1) 公司轻资产运营，产品的运输和分销均由合作伙伴负责，因此公司的运输、分销、折旧摊销开支以及相关的人员开支相对较低；2) 行业需求增长较快，同时竞争格局较为稳定，公司市占率处于绝对领先的地位，因此公司的广告和其他营销开支相对较低。

图表36：公司各项费率



图表37：24年销售及分销开支拆分

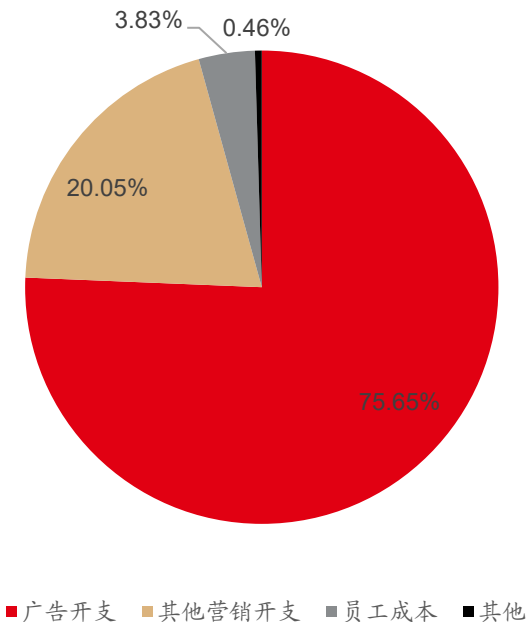


资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

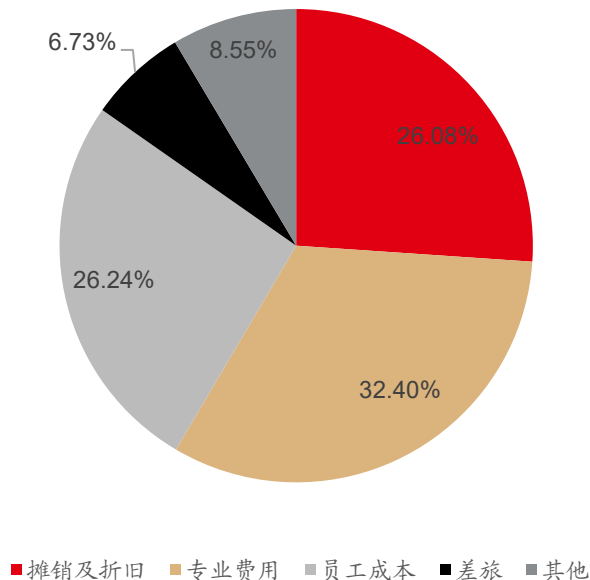
公司端：费用拆分，广告开支占大头

- 24年公司的营销开支中，广告开支占比75.65%，其他营销开支占比20.05%。
- 24年公司的行政开支中，摊销及折旧占比26.08%，专业费用占比32.40%、员工成本占比26.24%。其中专业费用与公司先前尝试新加坡交易所上市有关。

图表38：24年营销开支拆分



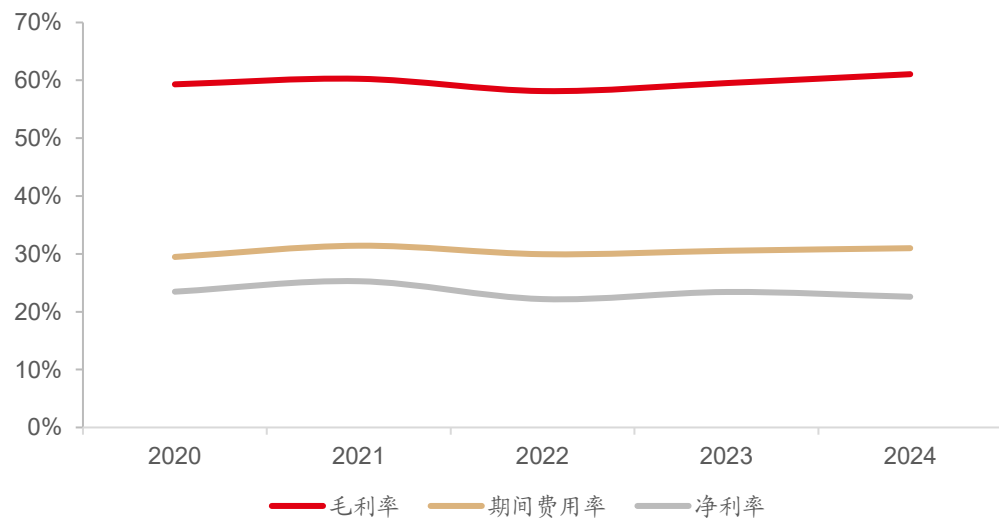
图表39：24年行政开支拆分



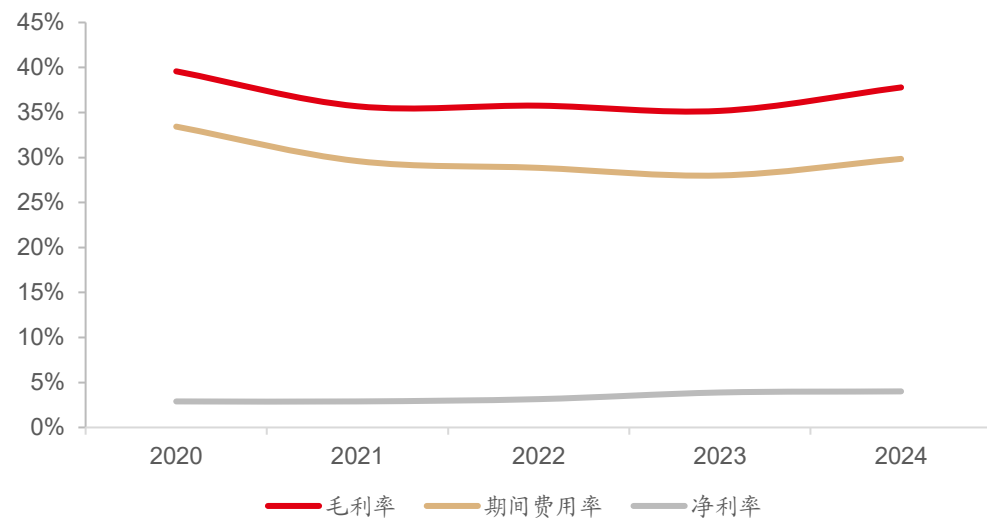
公司端：对比可口可乐的轻资产运营模式

- 可口可乐在中国完全采用“浓缩液供应 + 品牌授权 + 特许装瓶”的轻资产架构，自身不直接参与生产和终端分销，集中资源于品牌建设、研发和供应链管控。可口可乐同时在内地设有子公司和研发中心，承担投资决策、资源统筹和产品创新等职能。
- 生产环节：仅保留高毛利的浓缩液生产，通过中粮可口可乐和太古可口可乐两大装瓶合作伙伴完成瓶装饮料的生产、包装。这种模式下，可口可乐无需承担厂房建设、设备维护等重资产投入。
- 渠道授权：装瓶商需支付品牌授权费，并负责区域内的分销网络搭建。中粮可口可乐负责北方市场，覆盖 19 个省级市场，包括北京、天津、河北、东北三省、西北五省及四川、重庆等区域；太古可口可乐核心市场集中在华南（广东、福建等）、华东（上海、江苏等）及香港地区。

图表40：可口可乐高毛利高净利率



图表41：中粮可口可乐毛利和净利率相对更低



公司端：对比百事可乐的轻资产运营模式

- 百事可乐与康师傅通过“股权置换 + 特许经营 + 渠道共享”的深度联盟模式，解决了百事在华重资产包袱问题，也为康师傅补齐了碳酸饮料品类短板。2011 年双方达成的战略联盟以“资产换股权”为核心纽带，康师傅通过旗下饮料业务子公司康师傅饮品控股，获得百事在华的装瓶厂的核心资产，包括生产线、厂房及区域供应链资源。作为交换，百事获得康师傅饮品控股 5% 的股权，并拥有认沽期权，2015 年可提升至 20%。
- 百事可乐在内地设有子公司和研发中心，承担生产浓缩液、食品销售和产品创新等职能。

图表42：百事可乐和康师傅合作模式

职能	百事可乐	康师傅
品牌	1. 负责全球品牌战略制定、广告营销； 2. 授权使用碳酸饮料及非碳酸品牌。	1. 不涉及品牌所有权，仅作为特许装瓶商运营； 2. 配合百事进行本土化品牌活动落地。
生产	1. 提供浓缩液； 2. 监督产品质量合规。	1. 利用自有产能负责成品灌装、包装； 2. 统筹供应链物流，依托自身全国仓储体系实现高效配送。
渠道	1. 参与全国性渠道策略规划； 2. 提供数字化营销工具支持。	1. 覆盖乡镇便利店、餐饮终端零售网点； 2. 负责终端铺货、货架陈列及区域促销活动。
产品创新	1. 主导全球新品研发（如无糖可乐配方改良）； 2. 审批本土化创新方案。	1. 提出本土化产品需求

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



盈利预测

- **核心假设：**考虑到和中粮名庄荟合作的影响，预计这块铺货26年将贡献一定增量。分产品看，预计IF系列25-27年保持26%/34%/30%的增长；Innococo保持35%/40%/35%的增长，增速更高；其他品类预计规模逐渐收缩。毛利率方面25年上半年受到汇率影响各品类毛利率均有下降，预计26-27年汇率有望逐步企稳。行政费用率25年受到上市费用的影响有所提高，预计26-27年恢复至正常水平。营销和销售及分销开支费用率保持平稳。预计25年公司分红率不低于60%。
- **盈利预测：**我们预计公司2023-2027年营收200.91/271.34/355.23百万美元（14.28/19.29/25.26亿元），同比增长27.44%/35.06%/30.91%；实现归母净利润38.59/55.93/74.71百万美元（2.74/3.98/5.31亿元），同比增长15.83%/44.93%/33.58%，对应EPS为0.14/0.21/0.28美元（1.03/1.49/1.99元），对应当前股价PE为27/18/14倍，给予“买入”评级。

图表43：IFBH盈利预测

盈利预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	87.44	157.65	200.91	271.34	355.23
增长率(%)	—	80.3%	27.4%	35.1%	30.9%
EBITDA	21.39	40.36	46.49	67.38	90.01
归母净利润	16.75	33.32	38.59	55.93	74.71
增长率(%)	—	98.9%	15.8%	44.9%	33.6%
每股收益EPS	16.75	30.45	0.14	0.21	0.28
每股净资产	0.04	0.18	0.32	0.53	0.81
市盈率(P/E)	0.00	0.00	26.51	18.29	13.69
市净率(P/B)	0.00	0.00	11.80	7.17	4.71
PE/G	—	0.00	1.67	0.41	0.41
每股经营性现金流	0.10	0.16	0.33	0.42	0.53

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	64	107	158	216
现金	55	95	141	194
应收账款及票据	7	9	12	16
存货	1	1	2	2
其他	1	2	2	3
非流动资产	10	10	10	10
固定资产	0	0	0	0
无形资产	9	9	9	9
其他	0	0	0	0
资产总计	74	117	167	226
流动负债	25	31	42	55
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	16	19	26	34
其他	10	12	16	21
非流动负债	1	1	1	1
长期债务	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	26	32	43	56
普通股股本	18	18	18	18
储备	30	69	124	199
归属母公司股东权益	48	87	143	217
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	48	87	143	217
负债和股东权益	74	117	167	226
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42	87	113	142
净利润	33	39	56	75
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1	0	0	0
营运资金变动及其他	7	48	57	68
投资活动现金流	-8	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
其他投资	-7	0	0	0
筹资活动现金流	5	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0
已付股利	-12	0	0	0
其他	17	0	0	0
现金净增加额	39	87	113	142

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	158	201	271	355
其他收入	0	0	0	0
营业成本	107	139	186	242
销售费用	5	7	9	12
管理费用	5	9	9	11
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-1	0	0	0
除税前溢利	40	46	67	90
所得税	7	8	11	15
净利润	33	39	56	75
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	33	39	56	75
EBIT	39	46	67	90
EBITDA	40	46	67	90
EPS (元)	30.45	0.14	0.21	0.28

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	80.29%	27.44%	35.06%	30.91%
归属母公司净利润	98.85%	15.83%	44.93%	33.58%
获利能力				
毛利率	32.04%	31.04%	31.48%	31.99%
销售净利率	21.13%	19.21%	20.61%	21.03%
ROE	69.30%	44.53%	39.22%	34.38%
ROIC	67.53%	44.52%	39.22%	34.38%
偿债能力				
资产负债率	35.13%	27.41%	25.66%	24.69%
净负债比率	-113.99%	-109.98%	-99.02%	-89.50%
流动比率	2.53	3.43	3.74	3.93
速动比率	2.45	3.35	3.66	3.85
营运能力				
总资产周转率	3.01	2.10	1.91	1.81
应收账款周转率	31.42	25.08	25.71	25.37
应付账款周转率	9.20	7.94	8.25	8.14
每股指标 (元)				
每股收益	30.45	0.14	0.21	0.28
每股经营现金流	0.16	0.33	0.42	0.53
每股净资产	0.18	0.32	0.53	0.81
估值比率				
P/E	0.00	26.51	18.29	13.69
P/B	0.00	11.80	7.17	4.71
EV/EBITDA	-1.36	21.71	14.88	11.06

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（单位：百万美元）

四

风险提示

- 椰子水行业未来的需求变化仍存在不确定性，行业增速可能慢于预期
- 行业格局存在竞争加剧的风险，可能导致公司费用率变化。
- 轻资产业务模式下公司的产品品控、食品安全、渠道分销等环节可能存在不可控风险。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

姓名：蔡雪昱（首席分析师）

SAC编号：S1340522070001

邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：张子健（分析师）

SAC编号：S1340524050001

邮箱：zhangzijian@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES