

IFBH (06603.HK)

领衔品类成长，加码品牌与渠道

买入（首次）

2026年01月19日

证券分析师 苏毓

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万美元)	87.44	157.65	187.55	256.81	331.16
同比(%)	-	80.29	18.97	36.93	28.95
归母净利润(百万美元)	16.75	33.32	30.50	42.44	54.79
同比(%)	-	98.85	(8.44)	39.13	29.10
EPS-最新摊薄(美元/股)	0.06	0.12	0.11	0.16	0.21
P/E(现价&最新摊薄)	35.11	17.66	19.29	13.86	10.74

股价走势



投资要点

- **椰子水赛道引领者，盈利能力表现突出。**IFBH 于 2013 年创立 if 椰子水品牌，2017 年借势入局中国市场，2021 年至今亦持续快速成长。IFBH 股权结构集中，创始人彭萨克绝对控股，高管具备深度产业认知，业务团队高效运营。IFBH 在椰子水主业基础上积极探索品类多元化，打造极致轻资产模式，ROE 水平表现亮眼。
- **椰子水行业持续扩容、格局未定，未来供需共振。**椰子水产品天然健康，兼具明显水替特征，椰子水产业链主要分为上游椰子种植、中游产品加工、下游渠道分销。中国椰子水体量从 2019 年的 1.02 亿美元快速扩容至 2024 年的 10.93 亿美元，期间 CAGR 高达 60.8%(销量、吨价 CAGR 分别为 59%、-2%)，灼识咨询预计 2029 年有望达到 26.52 亿美元，24-29 年 CAGR 为 19.4%。当前行业价格竞争加剧，市场格局尚未成型，但 IFBH 依托品牌、产品优势占据份额，引领椰子水产品类持续扩容。对比美国椰子水市场现状，中国椰子水渗透率、头部品牌集中度仍存提升空间。渗透率层面，2024 年中国、美国椰子水渗透率分别为 0.21L/人、1.13L/人，2024 年中国与美国 2011~12 年 0.15~0.30L/人水平相当；市占率层面，2025 年美国 VitaCoco 销售额市占率为 50%，同期中国市场 IFBH 销售额市占率为 33%，头部品牌存在份额提升空间。以美为鉴，中国椰子水市场后续发展逻辑或是：头部厂商对外共同通过产品创新教育市场、对内比拼品宣资源聚焦力度。
- **加码开拓实力分销伙伴，产品和渠道共建驱动成长。**IFBH 自上市以来大致分为 25 年 6-8 月的高位震荡期、25 年 8-12 月的持续下跌期、25 年 12 月至今的低位企稳期。当前估值处于低位区间，叠加基本面边际向好，中期渠道借力进一步确保商业模式良性循环。1) 品类创新、渠道下沉，26 年进一步强化增长抓手。一方面 if 椰子水基本盘稳健，品质壁垒突出、品宣高举高打，协同布局 Innococo 电解质水，新品切入高成长运动饮料市场，双品类共振加速消费者认知教育；另一方面伴随线上竞争加剧，25 年以来公司加速线下渠道布局，新签中粮、屈臣氏等支撑 26 年线下网点扩张。2) 借力补强自身渠道短板，强化商业模式良性循环。国内软饮料龙头普遍以深度分销模式为主，而 IFBH 以上游代工、下游代销的轻资产模式主导，一方面作为泰国本土企业对椰源的强掌控具备生产壁垒，另一方面参考外资品牌可口可乐、百事可乐借力中粮/太古、康师傅实现渠道下沉的成功案例，公司通过中粮等渠道借力有望弥补销售短板。
- **盈利预测与投资评级：**当前 IFBH 估值处于低位区间，叠加基本面逐步边际向好，中期渠道借力弥补销售短板，进一步强化商业模式良性循环。我们预计公司 2025~2027 年营收分别为 1.88、2.57、3.31 亿美元，分别同比+19.0%、+36.9%、+29.0%，归母净利润分别为 0.31、0.42、0.55 亿美元，分别同比-8.4%、+39.1%、+29.1%，对应 PE 为 19、14、11x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，竞争加剧风险，渠道经营波动风险等。

市场数据

收盘价(港元)	17.20
一年最低/最高价	14.25/48.80
市净率(倍)	3.61
港股流通市值(百万港元)	4,586.17

基础数据

每股净资产(美元)	0.61
资产负债率(%)	17.81
总股本(百万股)	266.67
流通股本(百万股)	266.67

相关研究

## 内容目录

<b>1. IFBH: 椰子水赛道引领者，盈利能力表现突出</b>	<b>5</b>
1.1. 践行轻资产模式，牢握泰国产业资源	5
1.2. 创始人绝对控股，业务团队高效运营	6
1.3. 双品牌协同运作，盈利水平表现亮眼	9
<b>2. 椰子水：持续扩容、格局未定，供需两侧共振</b>	<b>12</b>
2.1. 品类天然健康，水替特征兼具	13
2.2. 规模加速扩容，龙头格局未定	17
2.3. 借镜观澜，持续创新+品宣加强助力渗透势能	21
2.3.1. 创新推动消费渗透，品宣强化认知教育	21
2.3.2. 对比美国，中国椰子水成长潜力巨大	23
<b>3. 加码开拓实力分销伙伴，产品和渠道共建驱动成长</b>	<b>24</b>
3.1. 品类创新、渠道下沉，26年进一步强化增长抓手	25
3.1.1. if 椰子水稳扎稳打，Innococo 新拓电解质水赛道	25
3.1.2. 持续招商加码线下，终端网点快速突围	29
3.2. 借力补强自身渠道短板，强化商业模式良性循环	30
<b>4. 盈利预测与投资评级</b>	<b>32</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: IFBH 历史发展复盘 .....	6
图 2: IFBH 股权结构图 (截至 25H1) .....	7
图 3: IFBH 椰子水饮料供应链全流程梳理 .....	8
图 4: IFBH 各品牌产品矩阵梳理 .....	9
图 5: IFBH 椰子水毛利率偏低但稳定逻辑梳理 .....	9
图 6: 2023~25H1 公司分产品营收结构 .....	10
图 7: 2023~25H1 公司分品牌营收结构 .....	10
图 8: 椰子水生产成本结构拆分 .....	10
图 9: 2022~25 年泰国椰子采购价格 .....	10
图 10: 2023~24 年 IFBH 毛利率 & 分产品毛利率 .....	10
图 11: 主要软饮料公司毛利率对比 .....	10
图 12: 2024 年主要饮料公司 ROE 结构对比 .....	11
图 13: 主要饮料公司毛销差对比 .....	12
图 14: 2024 年主要饮料公司销售费用率对比 .....	12
图 15: 2023~24 年 IFBH 销售费用结构拆分 .....	12
图 16: 2024 年 IFBH、东鹏饮料销售费用结构对比 .....	12
图 17: 椰子水产品特点梳理 .....	13
图 18: 椰子水全产业链梳理 .....	14
图 19: 从椰子水产业链视角看竞争逻辑 .....	15
图 20: 全球椰子产量 TOP10 国家对比 (2023A) .....	15
图 21: 东南亚主要椰子水口味特点 .....	15
图 22: 中游生产加工对椰子水影响的逻辑梳理 .....	16
图 23: 椰子水产业下游渠道网络梳理 .....	17
图 24: 2019~24 年软饮料各子板块销售额 CAGR .....	17
图 25: 2019~24 年全球各区域椰子水销售额 CAGR .....	17
图 26: 2019~29E 中国椰子水市场规模 & 同比增速 .....	18
图 27: 2019~24 年中国椰子水市场销量、吨价同比增速 .....	18
图 28: 中国椰子水行业发展路径梳理 .....	19
图 29: 2011~19 年中国椰子水市场规模 .....	19
图 30: 1996~21 年中国红牛销售额 .....	19
图 31: 2012~23 年居民健康素养水平迅速提升 .....	19
图 32: 2021~25 年瑞幸生椰拿铁累计销量 .....	19
图 33: 2016~25 年中国椰子水品牌销售额市占率 .....	20
图 34: 2024 年中国椰子水销售额市占率 .....	20
图 35: 23Q1~24Q4 中国椰子水行业 CR10 持续收缩 .....	20
图 36: 23Q1、25Q1 椰子水单价对比一览 .....	20
图 37: 美国椰子水量增阶段演绎轨迹梳理 .....	21
图 38: 2012~25 年美国椰子水市场销量、吨价同比增速 .....	22
图 39: 2014~20 年美国人均热量摄入、健康饮料占比 .....	22
图 40: 美国 VITACOCO、ZICO 争逻辑对比 .....	22
图 41: 2011~25 年中国、美国椰子水渗透率对比 .....	23
图 42: 中美椰子水市场头部品牌销售额市占率对比 .....	23

图 43:	中美椰子水产业现状对比.....	23
图 44:	中美椰子水演绎逻辑对比.....	24
图 45:	IFBH 股价与估值复盘 .....	25
图 46:	IFBH 品宣逻辑梳理 .....	27
图 47:	2020~25 年软饮料主要板块 CAGR 对比 .....	28
图 48:	2011~25 年运动饮料销售额及同比增速.....	28
图 49:	2012~25 年运动饮料销量、吨价同比增速 .....	28
图 50:	运动饮料需求释放逻辑梳理.....	28
图 51:	INNOCOCO 运动饮料特点梳理 .....	28
图 52:	IFBH 线上渠道结构 (2024A) .....	29
图 53:	IFBH 渠道模式 & 渠道管控逻辑梳理 .....	29
图 54:	2024~25 年公司线上、线下渠道结构占比 .....	30
图 55:	2026 年公司终端网点有望迅速提升.....	30
图 56:	IFBH 轻资产模式逻辑梳理 .....	31
表 1:	IFBH 核心管理团队梳理 .....	8
表 2:	椰子水与其他主要软饮料品类产品特点对比.....	13
表 3:	IFBH 产品矩阵梳理 .....	25
表 4:	椰子水头部产品特点对比.....	26
表 5:	可口可乐、百事可乐轻资产模式梳理.....	31
表 6:	公司收入拆分及盈利预测 (单位: 百万美元) .....	32
表 7:	可比公司估值表 (截至 2026/1/16 收盘价) .....	33

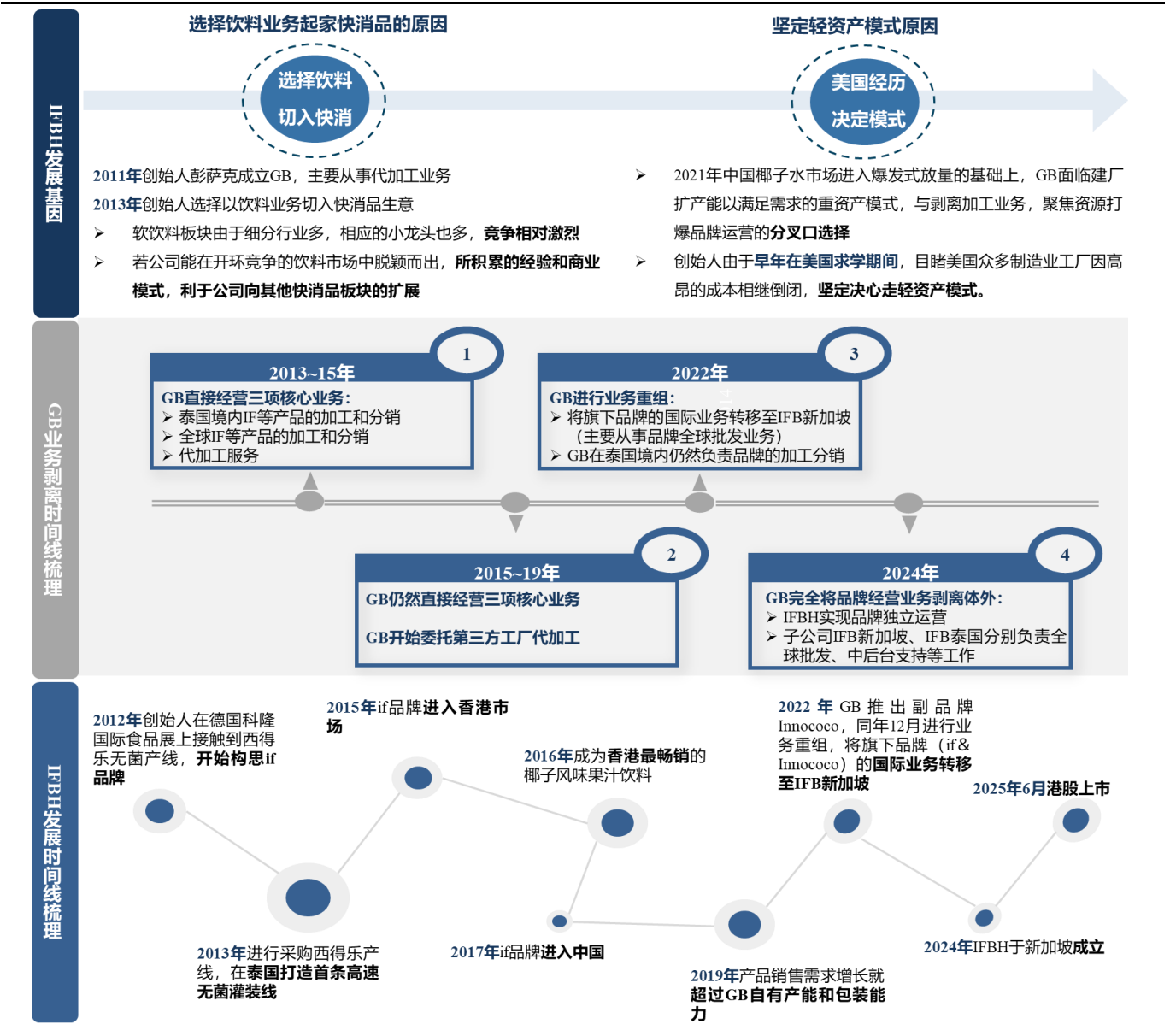
## 1. IFBH: 椰子水赛道引领者，盈利能力表现突出

### 1.1. 践行轻资产模式，紧握泰国产业资源

创始人美国经历，带领 IFBH 依托轻资产模式快速成长。复盘公司发展脉络，自 2013 年创立 if 椰子水品牌，控股股东 GB 陆续整合泰国椰子产业资源，此后将战略目光转向大中华区市场。2015 年 if 椰子水进入香港市场，次年便成为最畅销的椰子水风味果汁饮料，并借势于 2017 年入局中国内地市场。2022 年新推 Innococo 品牌，2022~2024 年 GB 进行业务重组，成立 IFBH 独立运营品牌，轻资产模式支撑下迅速成长为中国椰子水行业引领者。

- 创立初期：2011 年创始人彭萨克（Pongsakorn Pongsak）成立 GB（General Beverage），主要从事代工业务。2013 年创始人选择以饮料业务切入快消品生意，而软饮料板块由于细分龙头较多竞争相对激烈，在此背景下，所积累的经验商业模式利于公司向其他快消品板块的扩展。
- 2013~2014 年：依托泰国椰子资源优势，逐步构建扎实生产壁垒。泰国椰子产业资源丰富，创始人顺天应时积极布局椰子水采购生产全环节：一方面在泰国建立起从椰子采摘到高效加工的冷链网络，另一方面 2013 年在泰国打造首条高速无菌灌装线(采购世界领先的整条瓶装生产线供应商西得乐的无菌产线)。这个阶段 GB 直接经营三项核心业务：泰国境内 if 品牌的加工和分销、全球 if 品牌的加工和分销、代工服务。
- 2015~2020 年：借力香港，扬帆出海。if 品牌 2015 年进入香港市场、2016 年成为香港最畅销的椰子风味果汁饮料，并借势于 2017 年入局中国内地市场，2019 年产品销售需求增长超过 GB 自有产能和包装能力，GB 开始委聘第三方工厂代工。
- 2021 年至今：中国市场销量爆发，公司仍然坚持轻资产模式。创始人早在美国求学期间目睹众多制造业工厂因高昂成本相继倒闭，在 2021 年中国椰子水销售爆发放量背景下，坚定选择轻资产模式。2022 年 GB 推出 Innococo 副品牌，同年 12 月进行业务重组，将旗下品牌（if&Innococo）的国际业务转移至 IFB 新加坡（主要从事品牌全球批发业务），GB 仍然负责在泰国境内品牌的加工、分销。2024 年 IFBH 于新加坡成立，通过收购重组拥有 if&Innococo 品牌运营权，旗下子公司 IFB 新加坡、IFB 泰国分别负责全球批发、中后台支持等工作，而 GB 成为体外代工厂和原料采集商。2025 年 6 月 IFBH 在香港上市，2024 年营收 1.58 亿美元，同比+80.3%，归母净利润 0.33 亿美元，同比+98.9%。

图1: IFBH 历史发展复盘

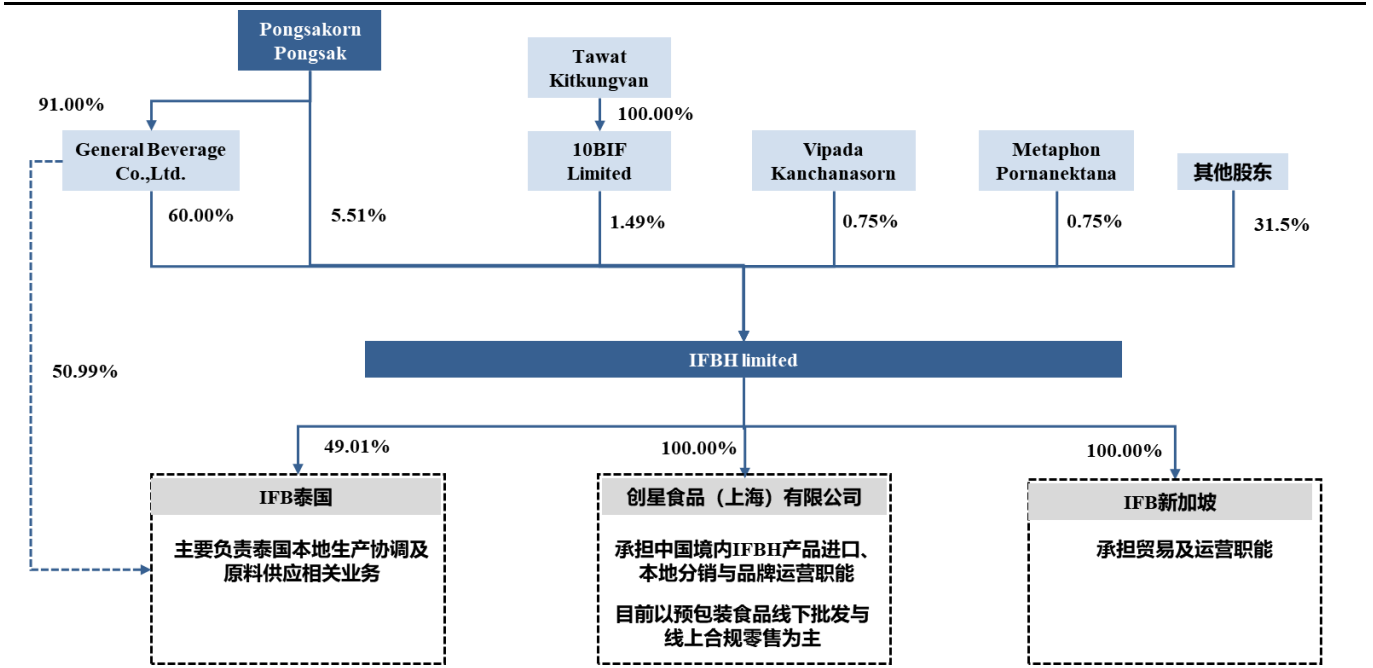


数据来源：公司公告，公司官网，最华人公众号，东吴证券研究所

## 1.2. 创始人绝对控股，业务团队高效运营

股权结构集中，创始人彭萨克绝对控股。创始人彭萨克为 IFBH 公司实际控制人，截至 25H1 末通过控股股东 General Beverage 间接持有 IFBH 60%股份，同时直接持有 5.51%股份。此外 GB 不仅为公司控股股东，也是一般采集商和代工厂，确保产业链各环节稳定性。

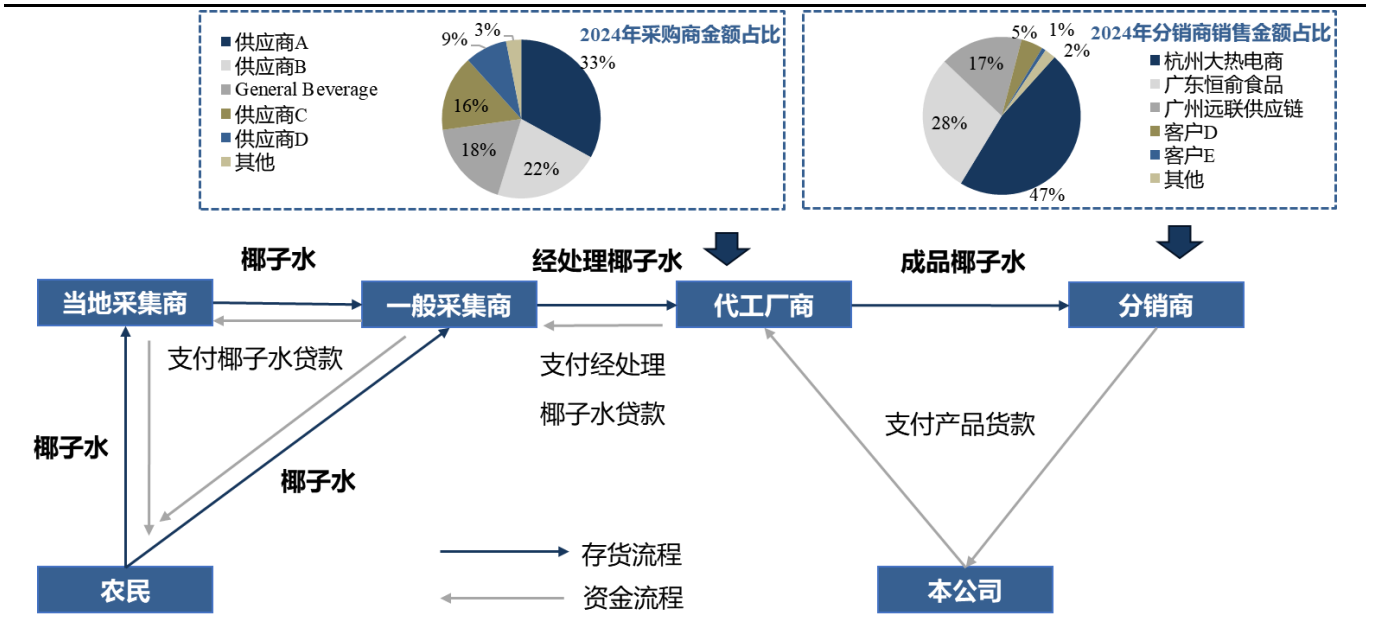
图2: IFBH 股权结构图 (截至 25H1)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

IFBH 各经营主体运营高效, 其中 GB 作为代工厂、采集商独立经营, IFBH 聚焦品牌运营, 旗下子公司负责中后台支持。控股股东 GB 独立经营代工业务, 且作为公司最大的椰子水原料供应商经营上与 IFBH 不并表。2024 年公司已委聘 12 家代工厂, 其中控股股东 GB 既是代工厂 (24 年公司采购金额占比 18%, 公司预计代工协议到期后再续签 5 年), 也是规模最大的原料采集商 (25 年公司计划将从 GB 的食材采购占比降低至总需求量 70% 以下)。IFBH 聚焦资源投放至产品研发与市场前端品宣支持, 旗下子公司协助 IFBH 进行业务管理工作。例如 IFB 新加坡主要负责全球批发业务, IFB 泰国主要提供行政支持、跨境物流协调及运营保障服务。

图3: IFBH 椰子水饮料供应链全流程梳理



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

**高管具备深度产业认知, 业务团队高效运营。**从核心高管看, IFBH 创始人彭萨克是泰国纺织巨头苏旺集团创始人之子, 家庭底蕴雄厚, 从小具备优秀的商业素养, 早年在其父的公司担任市场经理和董事总经理助理, 此后创立 if 品牌并伴随成长至今。此外商务总监、运营总监、财务总监均有丰富从业经验, 在战略布局和财务管控方面具备深厚实战能力。从全球团队看, 截至 2024 年底公司员工总数 46 人, 其中销售人员 20 人、中后台人员 15 人 (财务、人力资源及行政等)、仓配管理 6 人、产品研发 5 人。

表1: IFBH 核心管理团队梳理

姓名	年龄	职位	加入集团时间	履历
Pongsakorn Pongsak	45	执行董事兼行政总裁	2011 年	公司创始人, 2004 年 1 月在 Suwan Spinning and Weaving Co., Ltd. 担任市场经理及董事总经理助理, 随后担任销售及营销总监及董事总经理, 自 2024 年 5 月起担任非执行董事; 2011 年 10 月创办了 General Beverage, 担任执行董事兼行政总裁至 2024 年 4 月, 此后转任非执行董事。
Metaphon Pornanektana	48	商务总监	2023 年 4 月	2023 年 4 月开始担任 IFB 泰国的商务总监, 2025 年 4 月 3 日被委任为 IFBH 商务总监。2001 年 11 月至 2006 年 12 月, 在 Boonsith Enterprise 担任销售及行政经理; 2006 年 1 月至 2011 年 10 月在 Siam Corn 担任总经理; 随后在 Great Food (Dehydration) 担任厂长; 2012 年 3 月至 2023 年 3 月在 General Beverage 担任 OEM 销售经理及出口销售市场副总裁, 负责业务发展及出口销售。
Vipada Kanchanasorn	46	营运总监	2023 年 4 月	2023 年 4 月担任 IFB 泰国营运总监, 2025 年 4 月 3 日被委任为 IFBH 营运总监。曾在东盟大学网络担任高级项目经理(2006-2013), 负责项目提报和资金筹集; 2016-2023 年在 GB 历任营销经理、高级营销经理及出口营销总监, 负责国际营销和品牌管理。
Ong Ying Shyun	41	财务总监	2023 年 7 月	2023 年 7 月开始担任 IFB 新加坡财务总监, 2024 年 4 月 1 日被委任为 IFBH 财务总监。2012-2019 年在 Minor Food Group (新加坡) 担任高级财务经理; 2019-2020 年在 Changi Travel International 担任财务总监; 2020-2023 年在 Tan Chye Huat Holdings 担任财务总监。

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

### 1.3. 双品牌协同运作，盈利水平表现亮眼

IFBH 在椰子水主业基础上积极探索品类多元化，整体毛利率保持稳健。IFBH 已形成围绕“椰子+”的多品类矩阵，其中椰子水饮料作为基本盘贡献主要营收，而极致轻资产模式对公司业绩影响利弊共存：一方面剥离生产环节后能够平滑椰子原料价格波动对业绩冲击，另一方面上游代工、下游代销模式对毛利率中枢产生一定摊薄。

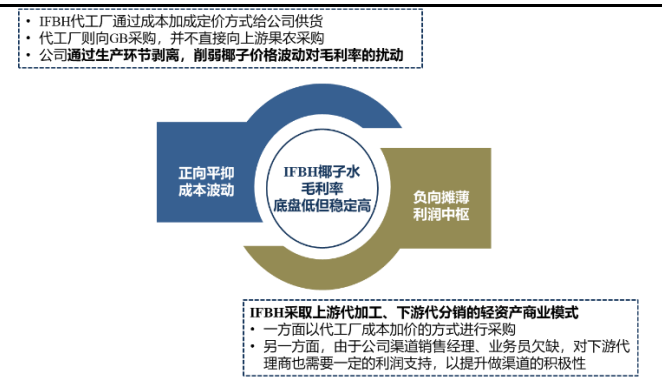
- 围绕椰子水主业，积极探索多元化品类：公司以椰子水起家，旗下包括旗舰品牌 if 和副品牌 Innococo——if 主要经营椰子水，围绕“椰子+”形成椰子水饮料、其他饮料（如泰式奶茶）、植物基零食等产品矩阵；Innococo 定位功能性饮料健康化替代品，在主业椰子水基础上协同培育电解质水产品。2024 年公司椰子水饮料、其他饮料、植物基零食营收占比分别为 97.5%、2.2%、0.3%，其中 if、Innococo 品牌营收占比分别为 83.3%、16.6%。
- 轻资产模式对毛利率产生双重影响：①正向平抑成本波动：椰子水原料采购成本占比超 50%，且采购价格易受气候环境等因素影响。IFBH 通过生产环节剥离，并不直接向上游果农采购加工，以此削弱原料采购价格波动带来的冲击。例如 IFBH 的代工厂通过成本加成定价方式给公司供货，而代工厂则向 GB 等椰子采集商采购椰子水原料，该生产模式可平滑原材料波动对毛利率的影响。②负向摊薄毛利中枢：在轻资产模式下，IFBH 需要向上游代工厂、下游分销商进行一定利润让渡，以提升全产业链积极性，导致公司毛利率在饮料板块中处于偏低的位置。

图4：IFBH 各品牌产品矩阵梳理



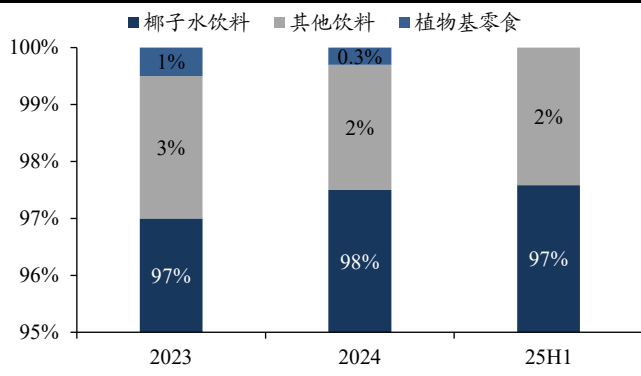
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图5：IFBH 椰子水毛利率偏低但稳定逻辑梳理



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

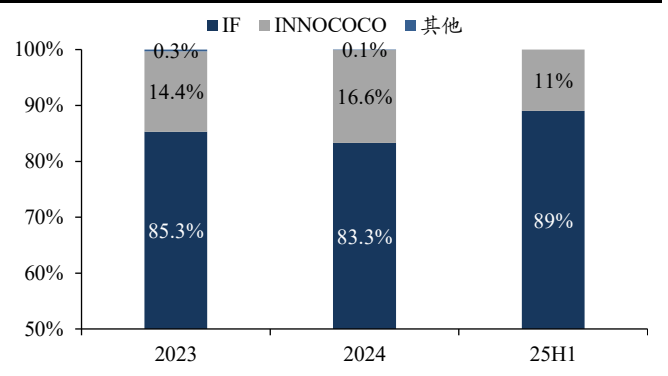
图6: 2023~25H1 公司分产品营收结构



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

注: 2023 年时间为 2022 年 12 月 8 日至 2023 年 12 月 31 日, 右同

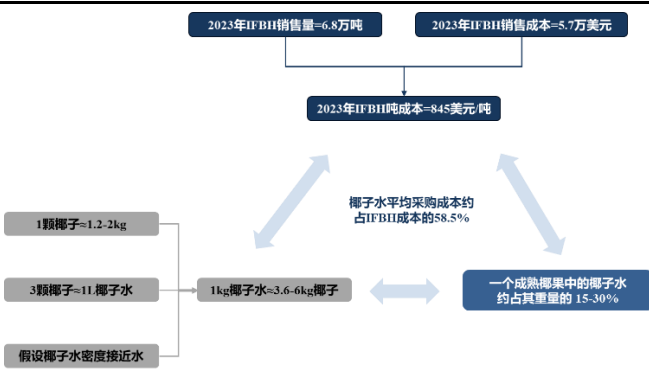
图7: 2023~25H1 公司分品牌营收结构



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

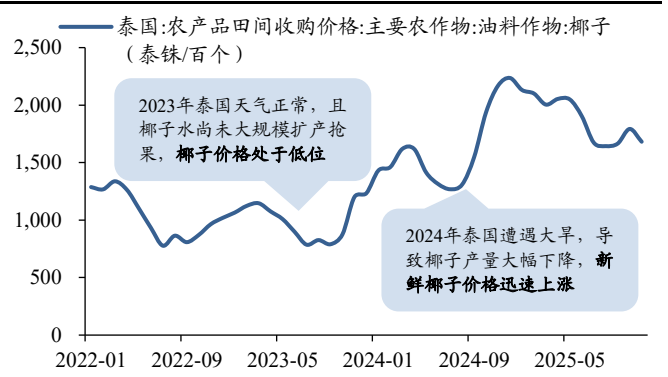
注: 其他主要代表 GB 先前由泰国以外市场遗留的 VITADAY 饮料销售, 2024 年已停止供货

图8: 椰子水生产成本结构拆分



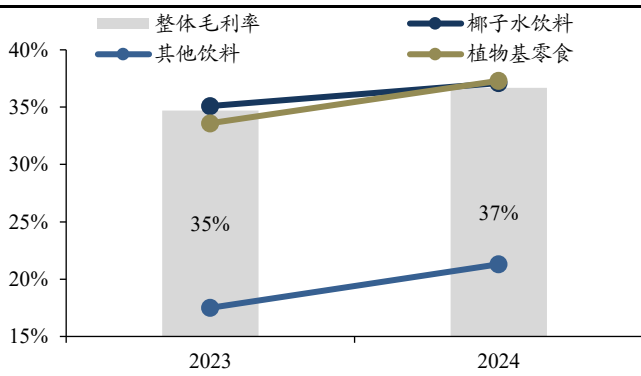
数据来源: 公司招股书, 科普中国公众号, MEASURINGLY, 东吴证券研究所

图9: 2022~25 年泰国椰子采购价格



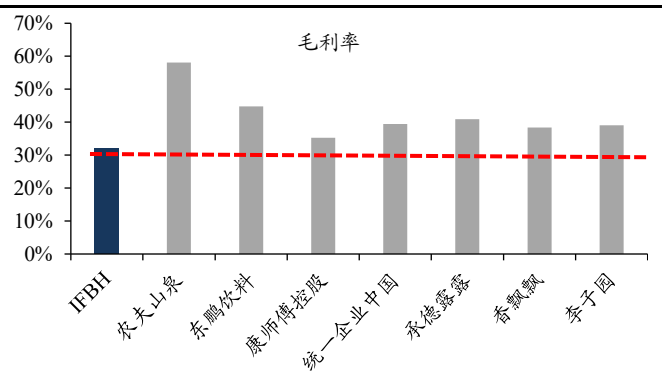
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023~24 年 IFBH 毛利率 & 分产品毛利率



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图11: 主要软饮料公司毛利率对比



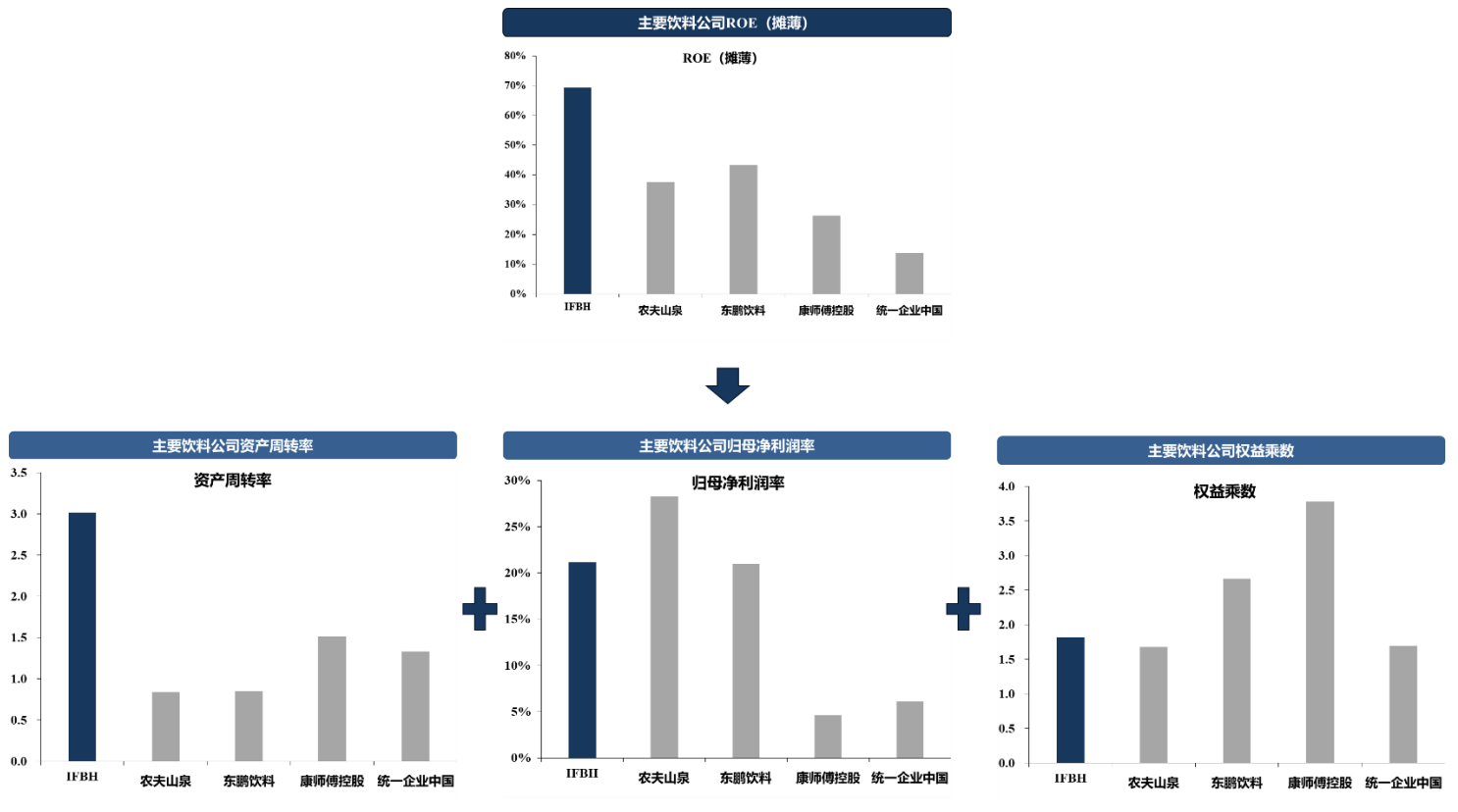
数据来源: 康师傅年报, Wind, 东吴证券研究所

注: 1) 康师傅、统一毛利率选自饮料业务毛利率, 其余公司为整体毛利率; 2) 统一毛利率数据选自 25H1, 其余公司毛利率数据均选自 2024 年

打造极致轻资产模式，ROE 水平表现亮眼。IFBH 在软饮料横向对比中 ROE 表现亮眼，核心是轻资产模式下的高资产周转率和高归母净利润率。

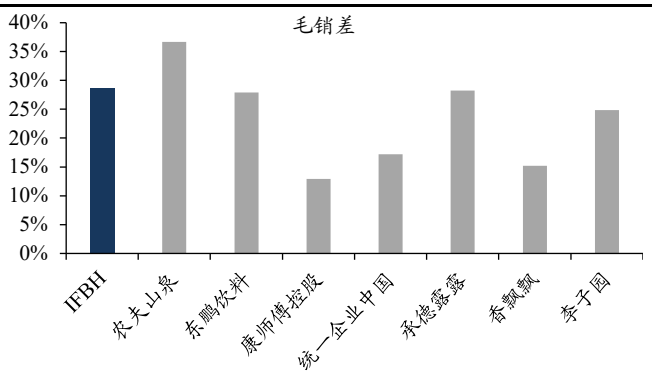
- ROE 表现亮眼：2024 年 IFBH、农夫、东鹏、康师傅摊薄 ROE 分别为 69%、38%、43%、26%。拆分来看，资产周转率分别为 3.0、0.8、0.8、1.5，归母净利润率分别为 21%、28%、21%、5%，权益乘数分别为 1.8、1.7、2.7、3.8。
- 高 ROE 由相对较高的资产周转率和归母净利润率贡献。资产周转率维度来看，公司通过上游代工、下游代销模式，资产相对较轻，铸就领先市场的资产周转率表现。归母净利润率维度来看，轻资产模式下公司毛销差处于同业中上位置，2024 年 IFBH、农夫、东鹏毛销差分别为 29%、37%、28%：①毛利端：在轻资产模式下，公司向渠道上游、下游让渡利润，毛利率水平相对较低；②费用端：公司目前做渠道的终端人员相对欠缺，销售费用率相对较低且以宣广、运输开支为核心，而同业主要软饮料厂商销售人员薪酬开支和广宣费用占比高。

图12：2024 年主要饮料公司 ROE 结构对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

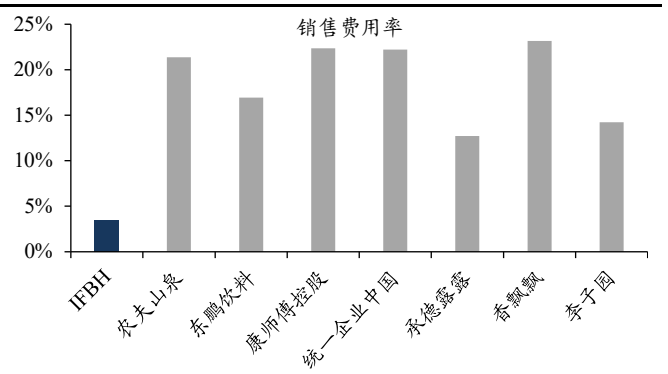
图13: 主要饮料公司毛销差对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

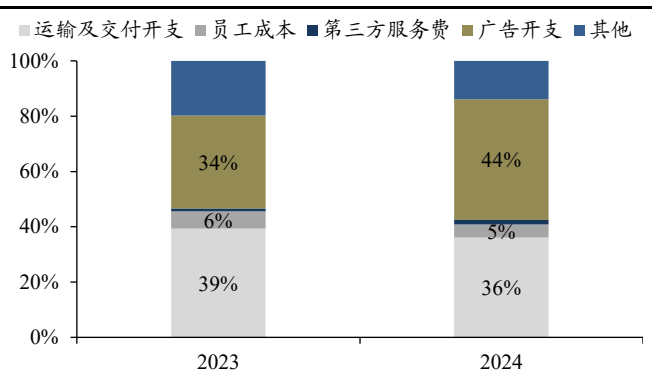
1) 康师傅、统一毛利率选自饮料业务毛利率, 其余公司为整体毛利率; 2) 统一毛利率数据选自 25H1, 其余公司毛利率数据均选自 2024 年

图14: 2024 年主要饮料公司销售费用率对比



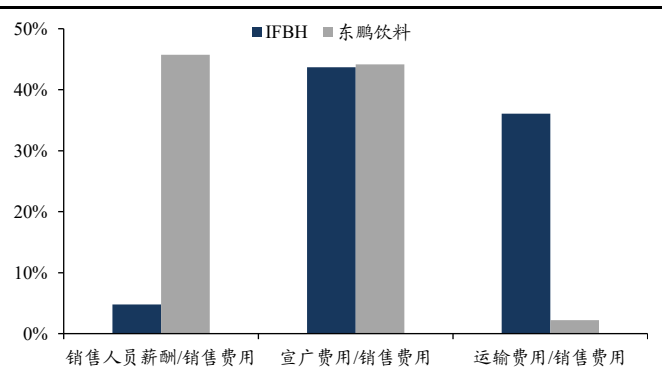
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2023~24 年 IFBH 销售费用结构拆分



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图16: 2024 年 IFBH、东鹏饮料销售费用结构对比



数据来源: IFBH 招股书, Wind, 东吴证券研究所

## 2. 椰子水: 持续扩容、格局未定, 供需两侧共振

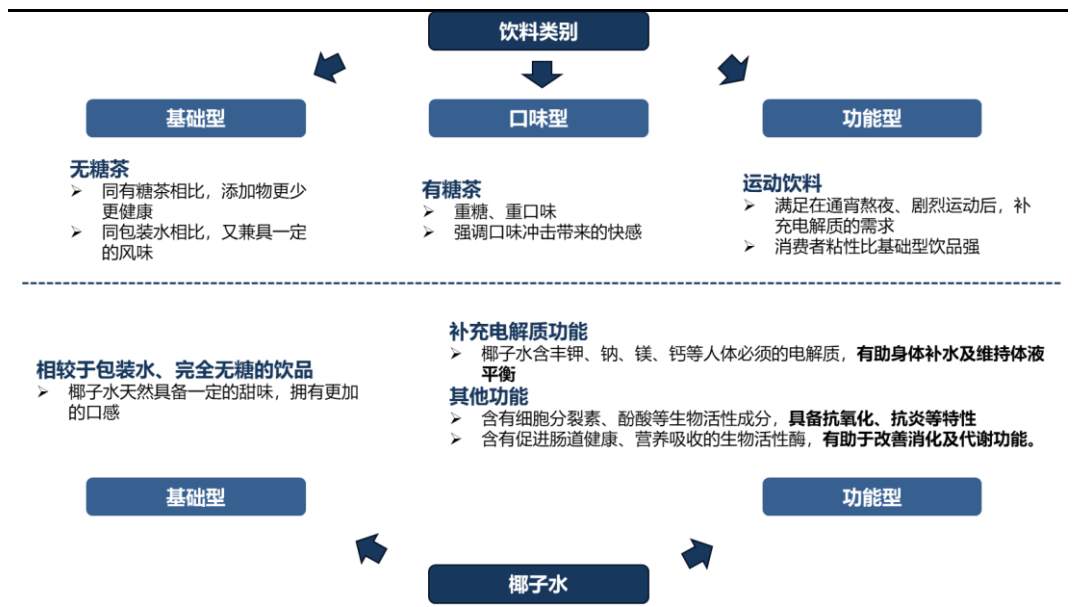
椰子水兼具无糖茶的水替逻辑和运动饮料的功能粘性逻辑, 短期呈现爆发式增长、竞争格局尚未成型, 中长期供需两侧共同推进延续行业高景气趋势。对比美国椰子水市场现状, 中国椰子水渗透率、头部品牌集中度, 仍存提升空间; 参考美国椰子水市场发展轨迹, 中国椰子水市场演变逻辑或是——①对外: 头部厂商共同教育市场, 通过产品创新(包括规格创新)实现场景破圈和人群破圈, 带动渗透率提升; ②对内: 头部厂商比拼品宣资源聚焦力度, 此外产品品质亦是椰子水厂商竞争中的胜负手。

## 2.1. 品类天然健康，水替特征兼具

**健康属性突显，天然风味饮品。**椰子水产品类天然零脂、低糖低卡、电解质含量丰富且具备一定功能属性，天然健康又富有风味，兼具无糖茶的水替逻辑与运动饮料的功能粘性逻辑。

- 饮料分为基础型、功能型、风味型产品：例如无糖茶属于基础性饮品，同有糖茶相比添加物更少更健康，同包装水相比兼具一定的风味；运动饮料具备功能属性，能满足在通宵熬夜、剧烈运动后补充电解质的需求，消费者粘性比基础型饮品强。
- 椰子水产品类兼具无糖茶的水替逻辑和运动饮料的功能粘性逻辑：①相较于包装水、完全无糖的饮品，椰子水天然具备一定甜味，拥有更加丰富的口感；②相较于运动饮料，椰子水同样有助身体补水及维持体液平衡（含丰钾、钠、镁、钙等人体必须的电解质），且具备抗氧化、抗炎特性（含有细胞分裂素、酚酸等生物活性成分）和改善消化、代谢功能（含有促进肠道健康、营养吸收的生物活性酶）。

图17: 椰子水产品特点梳理



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表2: 椰子水与其他主要软饮料品类产品特点对比

维度	椰子水	无糖茶	运动饮料
甜味感	微甜，天然甜味，口感清爽	无甜味，口感寡淡	微甜，口感清爽
糖分含量	低糖	零糖	低糖
热量属性	低热量	零或极低热量	低热量
自然成分	天然来源，加工程度低	天然来源，加工程度低	含人工添加电解质，但较少添加香精、色素等

<b>营养功能性</b>	含细胞分裂素、酚酸、维 C、生物活性酶等，利于抗氧化、抗炎及消化代谢	保留大部分茶叶原有营养成分	强调补水与电解质补充
<b>健康形象</b>	强，契合“低糖+营养”趋势	强，但口感接受度有限	强，与运动补水相关联

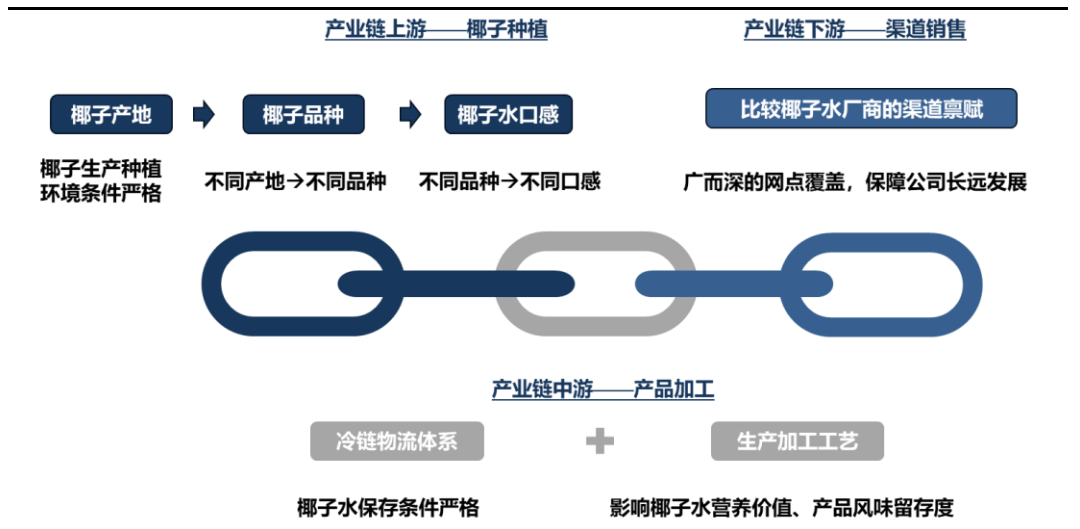
数据来源：IFBH 招股书，新华网，东吴证券研究所

从椰子水饮料价值链看，主要分为上游椰子种植、中游产品加工、下游渠道分销：

①上游：椰子产地决定椰子品种，椰子品种影响椰子水口感，而椰子生长种植环境条件严格、全球椰子产地有限，且不同产地、不同品种带来椰子水风味存在差异。②中游：厂商冷链物流建设、生产加工工艺影响椰子水营养价值和产品风味留存度。③下游：产品最终通过渠道释放，广而深的网点覆盖保障椰子水饮料能够顺利触达消费者。

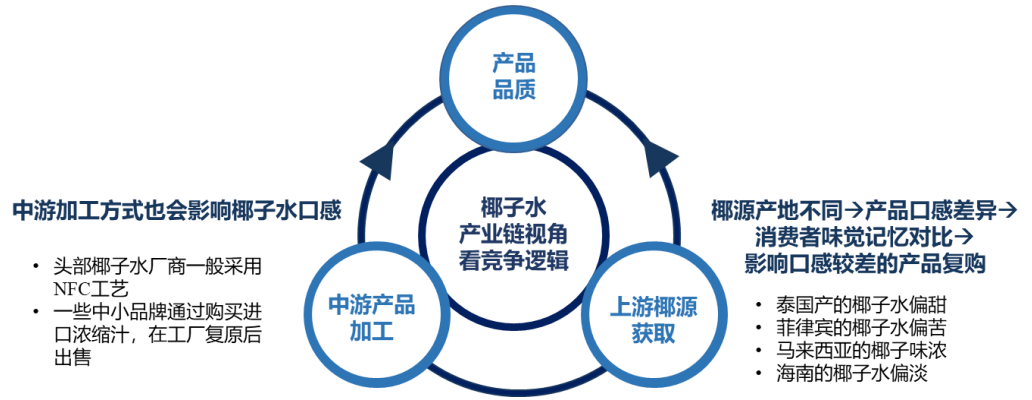
- 上游椰源产地不同带来产品口感差异，口感分化会形成消费者味觉记忆对比，进而影响口感较差的产品复购。例如，泰国产的椰子水偏甜、菲律宾偏苦、马来西亚椰子味浓、海南偏淡，if 椰子水原料 100%选用泰国椰源，佳果源椰子水 20 年选用马来西亚椰子作为核心原料、22 年改用泰国椰源为主。
- 中游加工方式也会影响椰子水口感。例如，头部椰子水品牌一般采用 NFC 工艺（非浓缩还原技术），但一些中小品牌通过购买进口浓缩汁，在工厂复原后出售，椰子水经过加热杀菌、加水还原，营养物质存在一定程度流失且口感具有“玉米须味”。

图 18：椰子水全产业链梳理



数据来源：东吴证券研究所

图19: 从椰子水产业链视角看竞争逻辑

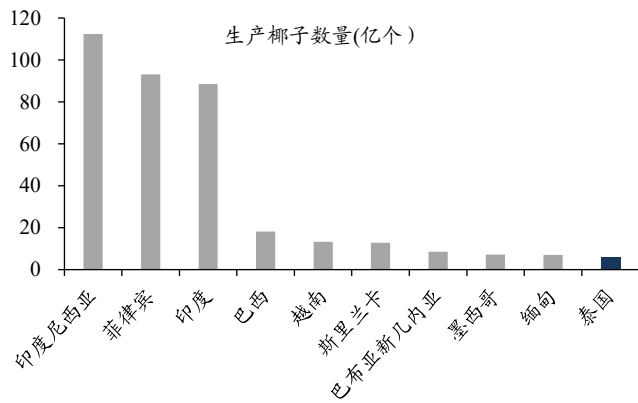


数据来源：东吴证券研究所

1) 上游：产地决定品种，品种影响口味

椰子种植条件严格，东南亚和南亚是椰子的主要产区，而不同产区椰子的种植周期、椰子水风味存在区别，且产量也存在差异。椰子种植需要特殊的经纬度，即满足气温、降水、日照等条件，从全球椰子种植区域分布来看，东南亚和南亚是主要的产区，但不同产区之间椰子的品种存在分化。例如，泰国椰子水甜度高、生长周期短，菲律宾椰子水偏苦、生长周期长。此外不同椰子产区椰子产量也存在差异，2023年印尼、菲律宾、印度、越南、泰国椰子产量分别为112、93、89、13、6亿个。

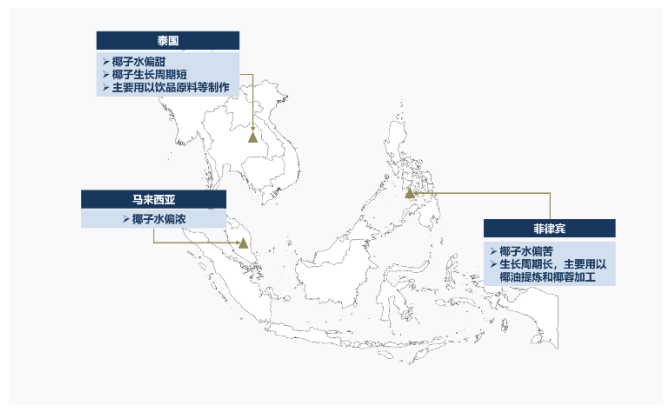
图20: 全球椰子产量 TOP10 国家对比 (2023A)



数据来源：Statista，东吴证券研究所

注：按每个椰子平均重量 1.6 千克，通过各国椰子产量计算

图21: 东南亚主要椰子水口味特点



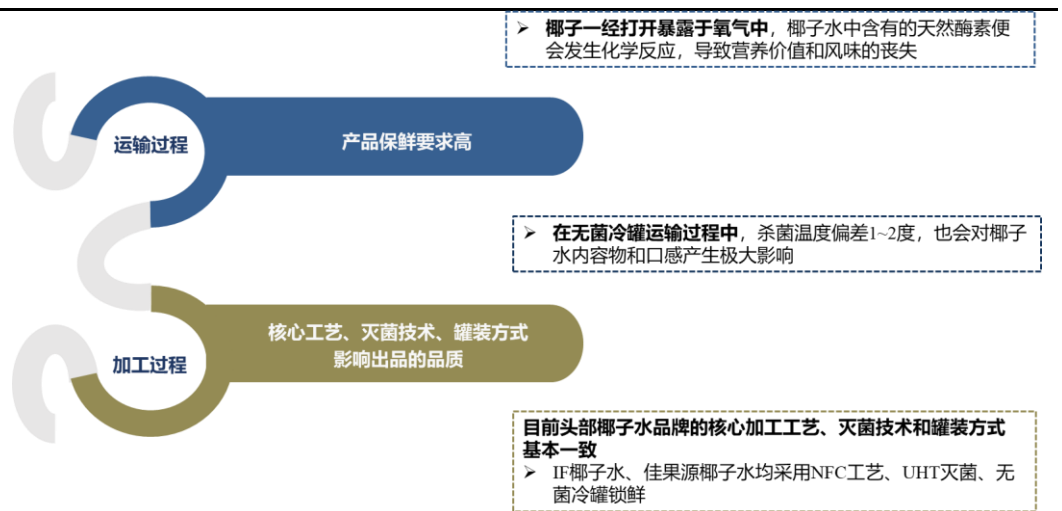
数据来源：IFBH 淘宝官方旗舰店，东吴证券研究所

## 2) 中游：运输条件+加工技术，影响风味留存

运输过程中产品保鲜和加工过程中核心工艺、灭菌技术、罐装方式等极大程度上影响椰子水出品质量。

- 运输要求高：一方面椰子一经打开暴露于氧气中，椰子水中含有的天然酶素便会发生化学反应，导致营养价值和风味的丧失；另一方面无菌冷罐运输过程中的杀菌温度偏差 1~2 度，也会对椰子水内容物和口感产生极大影响。头部椰子水企业在产地建设完整的冷链网络，以保障产品口感的稳定。例如，IFBH 在采摘后 2h 内即可完成-4℃的冷链运输，佳果源从采摘到预处理不超过 4h。
- 头部品牌领先的加工水平保障品质落地：中国作为制造业大国，目前头部椰子水品牌的核心加工工艺、灭菌技术和罐装方式基本一致。例如，if 椰子水、佳果源椰子水均采用 NFC 工艺（非浓缩还原）、UHT 超高温瞬时灭菌、无菌冷罐锁鲜技术保障产品风味留存。

图22：中游生产加工对椰子水影响的逻辑梳理

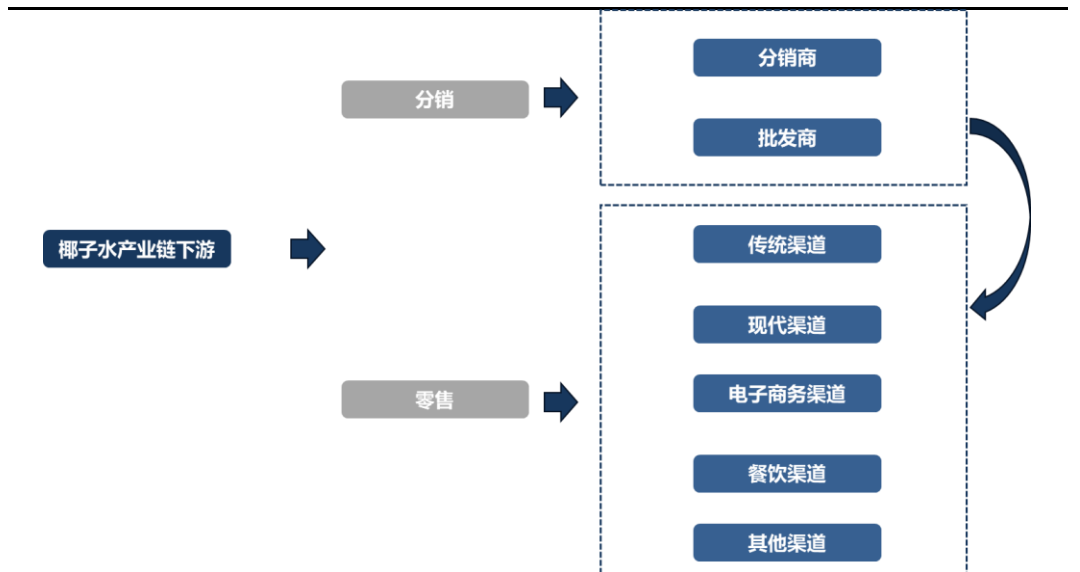


数据来源：东吴证券研究所

## 3) 下游：多元渠道网络，实现产品触达消费者

优秀的渠道网络系统是产品能够顺利触达消费者的核心。目前椰子水行业渠道模式以第三方代销（如 IFBH、VitaCoco 等）和深度分销（如佳果源等）为主，且线上电商（抖音、小红书等）、传统零售（商超等）、新兴零售（零食量贩等）多元覆盖，实现产品顺利触达消费者。

图23: 椰子水产业下游渠道网络梳理

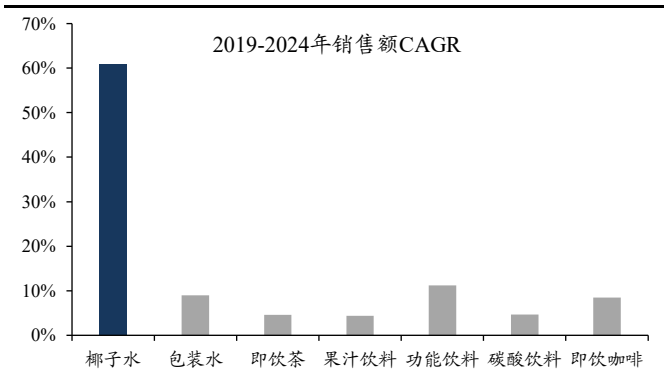


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

## 2.2. 规模加速扩容, 龙头格局未定

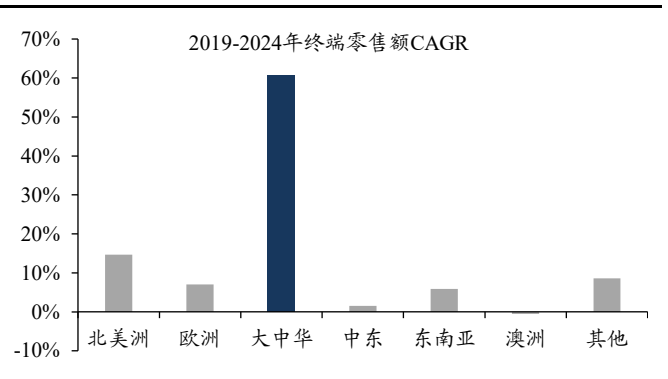
**品类快速扩容, 量增驱动成长。**椰子水是软饮料板块结构性增长亮点, 中国椰子水市场进入量增驱动的爆发增长阶段, 市场规模从2019年的1.02亿美元迅速扩容至2024年的10.93亿美元, 期间CAGR为60.8% (同期北美洲、全球整体椰子水销售额CAGR为14.7%、14.7%), 其中量增是中国椰子水产品类快速扩容的主要驱动因素, 2019~2024年中国椰子水销量、吨价CAGR分别为59%、-2%; 灼识咨询预计2029年中国椰子水市场规模有望达到26.52亿美元, 2024~2029年CAGR为19.4%。

图24: 2019~24年软饮料各子板块销售额CAGR



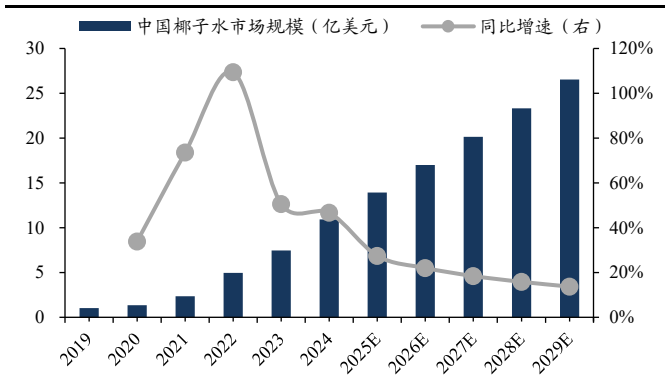
数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图25: 2019~24年全球各区域椰子水销售额CAGR



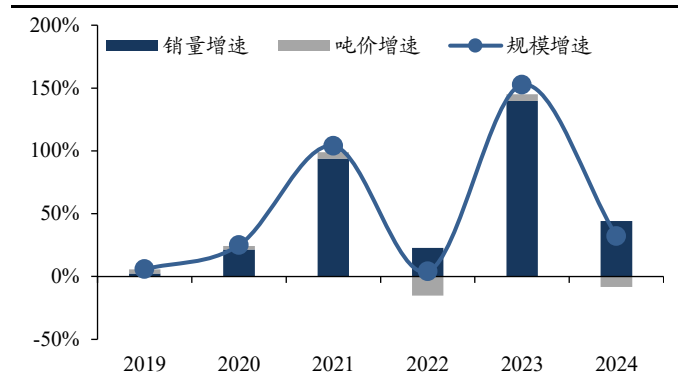
数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图26: 2019~29E 中国椰子水市场规模&amp;同比增速



数据来源: 灼识咨询, 东吴证券研究所

图27: 2019~24 年中国椰子水市场销量、吨价同比增速

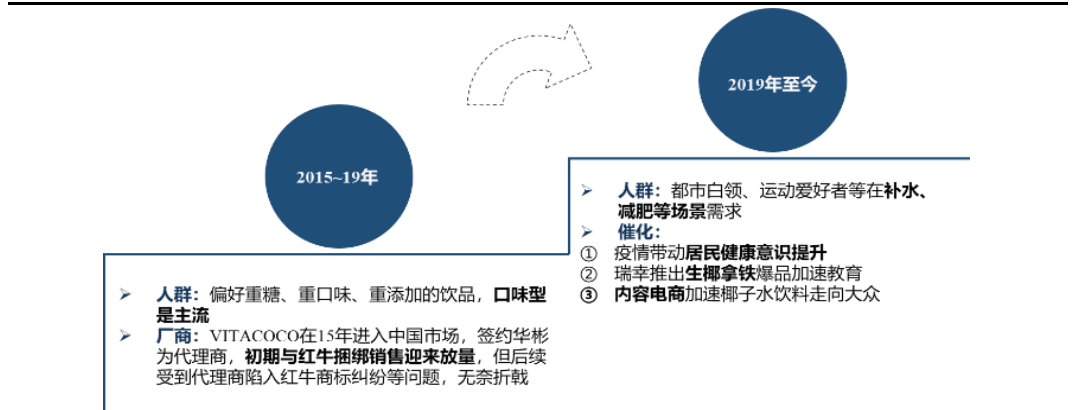


数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

复盘中国椰子水发展路径，在经历 2015~2019 年品类导入期后，2019 年至今处于持续增长阶段。2015~2019 年品类导入期，VitaCoco 先行教育市场，但居民消费水平不足以支撑相对高单价产品的大众化消费，同时消费者口味偏好与椰子水风味背离、代理商内部经营出现问题，椰子水认知教育未能普及；2019 年至今持续增长期，居民健康意识显著提升，叠加生椰拿铁在全国放量、内容电商兴起，椰子水品类加速走向大众。

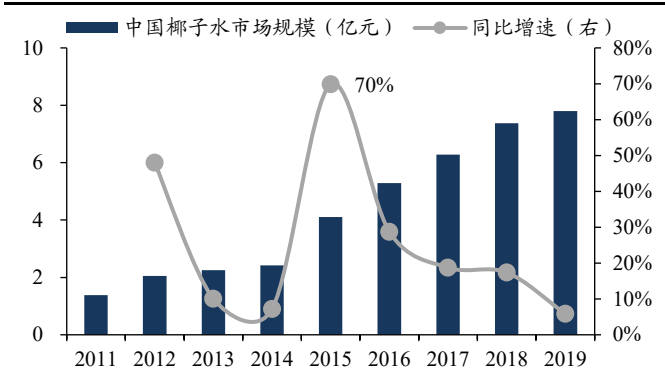
- 2015~2019 年品类导入期：2015 年全球椰子水饮料巨头 VitaCoco 进入中国，代理商华彬将 VitaCoco 与红牛绑定销售以快速铺货，椰子水品类短期在中国市场实现放量，2015 年中国椰子水赛道收入同比高增 70%。此后由于消费者偏好以高糖、重口味、重添加为主的口味型饮品，叠加彼时消费力水平尚不足以支撑价格带偏高的产品大众化消费、代理商华彬集团陷入与天丝集团的红牛商标纠纷，2016~2019 年中国椰子水市场增速持续放缓。
- 2019 年至今持续增长期：居民健康素养水平从 2012 年的 8.8% 提升至 2023 年的 29.7%，期间大幅提升 20.9pct，尤其 2020 年前后疫情带动居民健康意识显著提升。在此背景下，瑞幸推出生椰拿铁并迅速放量（21M4 生椰拿铁推出、22M4 累计销量突破 1 亿杯、25M3 累计销量突破 12 亿杯）、内容电商将椰子水带入大众视角，椰子水品类在中国市场抓住都市白领、运动爱好者在运动补水、健身减肥等场景中的需求，实现迅速放量。

图28: 中国椰子水行业发展路径梳理



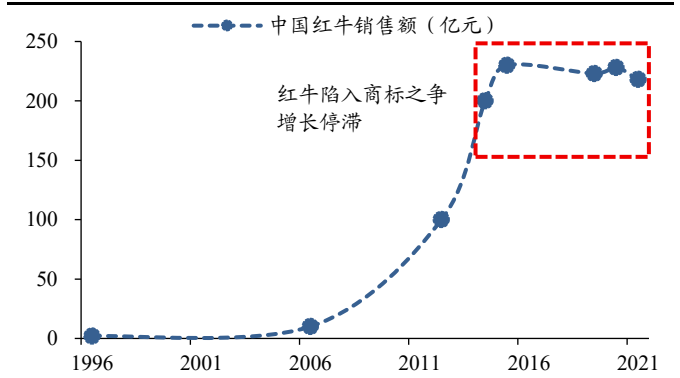
数据来源：东吴证券研究所

图29: 2011~19年中国椰子水市场规模



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

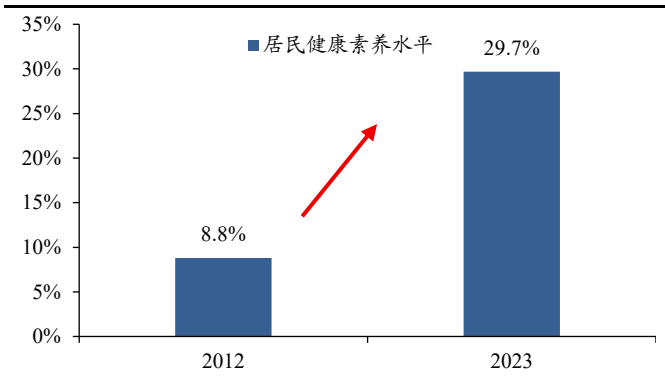
图30: 1996~21年中国红牛销售额



数据来源：超级快消圈公众号，斑马消费公众号，东吴证券研究所

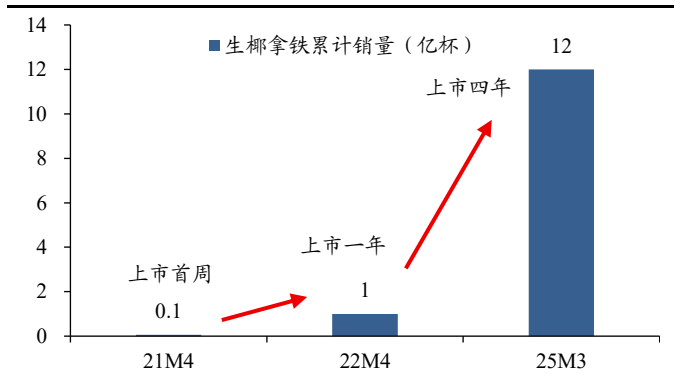
注：仅统计中国红牛所披露的含税销售额

图31: 2012~23年居民健康素养水平迅速提升



数据来源：国家疾控局官微，东吴证券研究所

图32: 2021~25年瑞幸生椰拿铁累计销量



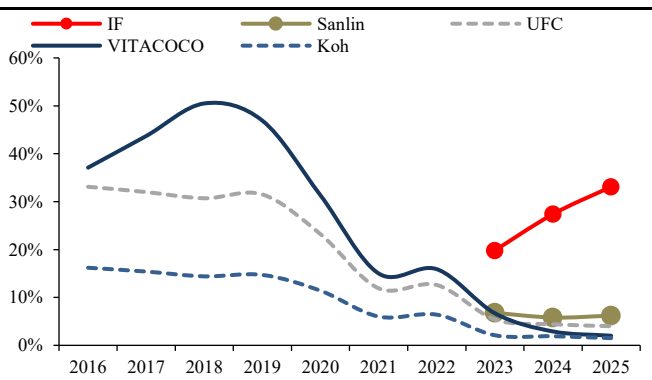
数据来源：凤凰网财经，瑞幸咖啡，东吴证券研究所

注：累计销量为产品上市以来的累计值

**行业竞争加速，龙头格局未定。**椰子水产品类持续放量的产业趋势下，IFBH 凭借轻资产模式率先拉开身位，但近年传统椰子饮料品牌争相布局、零售渠道推出自有品牌产品、白牌产品低价进入市场，行业价格竞争加剧，市场格局尚未成型。

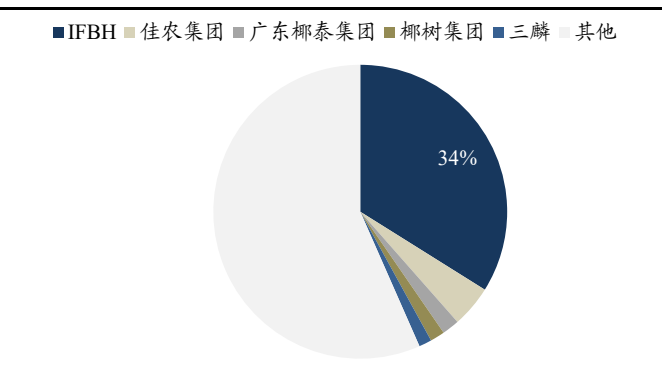
- **品类放量初期：**在行业放量阶段，IFBH 凭借下游代销保障产品能够迅速落地到终端，短期能以更加灵敏的商业模式曝光在消费者视野中，实现单品迅速放量。同时头部椰子饮料厂商暂未将重心放在椰子水赛道，给 IFBH 市场份额拉开身位创造机会。2024 年中国椰子水市场 CR5 为 43%，其中 IFBH、佳农集团、椰泰集团、椰树集团、三麟市占率分别为 34%、5%、2%、2%、1%。
- **近年行业进入价格混战阶段，竞争格局暂未成型：**2023 年以来传统椰子饮料品牌争相布局、零售渠道推出自有品牌产品、白牌产品进入市场，行业价格竞争加剧。据马上赢，24Q4 相比 23Q1 中国椰子水行业 CR10 下滑 26.2pct。①椰子饮料品牌：例如 24M4 欢乐家才陆续开始推出椰子水新品；②零售渠道自有产品：以盒马为例，自有椰子水品牌售价 9.9 元/L，通过越南、印尼混合椰源降低成本，并以零售平台的供应链优势将渠道费用压缩至 IFBH 的 60%以下。

图33：2016-25 年中国椰子水品牌销售额市占率



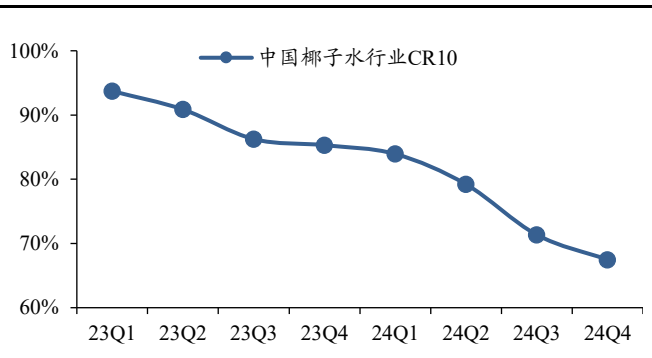
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图34：2024 年中国椰子水销售额市占率



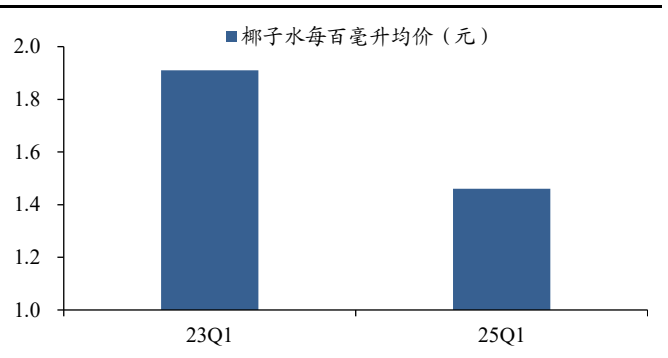
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

图35：23Q1~24Q4 中国椰子水行业 CR10 持续收缩



数据来源：马上赢，东吴证券研究所

图36：23Q1、25Q1 椰子水单价对比一览



数据来源：马上赢，东吴证券研究所

## 2.3. 借镜观澜，持续创新+品宣加强助力渗透势能

### 2.3.1. 创新推动消费渗透，品宣强化认知教育

产品创新+规格创新共同催化，消费场景从运动补水走向日常全时段消费，带动美国椰子水消费渗透率提升。参考美国椰子水市场发展脉络，经过 2010~2017 年品类导入期，2018 年以来进入行业成长期，宏观层面消费者健康意识持续强化，产业层面美国椰子水渗透率迅速提升，在产品创新+规格创新共振下，消费场景从运动补水向日常全时段扩张。

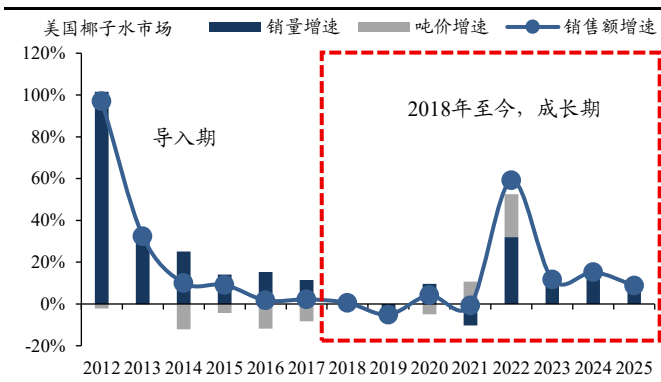
- 宏观层面: 2014 年以来美国头部饮料公司牵头发起 BCI 运动(Beverage Calories Initiative)，旨在 10 年内实现美国人均卡路里摄入量降低 20%。在此背景下，饮品健康化迭代加速，带动美国消费者日均卡路里摄入量下滑。2014~2020 年美国低糖&零糖饮料销量占比上升 8.6pct 至 59%，同时单日人均卡路里摄入量下滑 10%至 183 卡路里。
- 产业层面: 以头部品牌 VitaCoco 为例，公司通过产品创新+规格创新将椰子水消费场景从运动补水向日常全时段扩张。①产品创新: 2018 年起公司开始加速研发创新，例如 2019 年推出注入 CBD 的椰子水新品(含有 20mg 全谱大麻提取物)、2024 年推出结合奶油椰子和甜草莓的新型椰奶饮料 Treats 等; ②规格创新: 公司通过拓规格渗透不同消费场景，例如推出 1L 分享装产品提升家庭存储的便捷性，消费场景从运动补水逐步覆盖佐餐等日常场景。

图37: 美国椰子水量增阶段演绎轨迹梳理



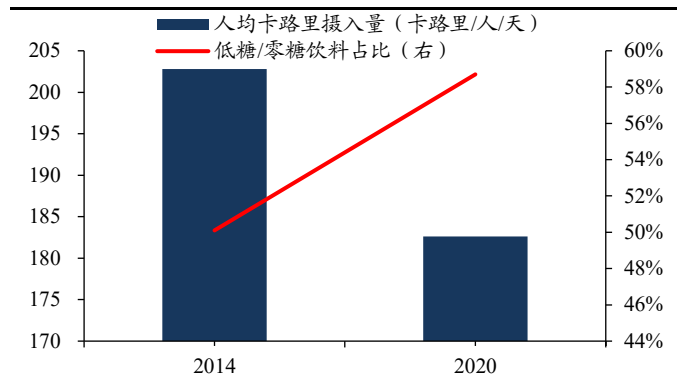
数据来源：东吴证券研究所

图38: 2012~25年美国椰子水市场销量、吨价同比增速



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图39: 2014~20年美国人均热量摄入、健康饮料占比

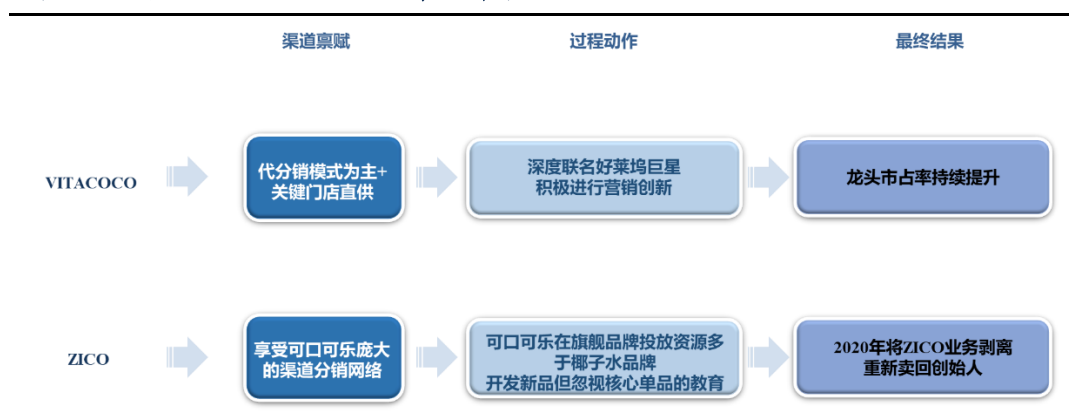


数据来源: American Beverage, 东吴证券研究所

**品宣资源聚焦力度, 助力品牌在竞争中脱颖而出。**参考美国椰子水头部品牌竞争演绎, VitaCoco 凭借资源持续聚焦核心产品, 高举高打保证品牌心智经久不衰, 最终成为美国椰子水市场龙头; 反观同时期的美国第二大椰子水品牌 Zico, 受资源投入分散掣肘, 最终淹没在可口可乐庞大的品牌体系中。

- VitaCoco 同 Zico 竞争中成功跑出, 美国椰子水龙头地位稳固: 2013 年可口可乐通过收购美国椰子水第二大品牌 Zico 布局椰子水赛道, 同轻资产模式为主的 VitaCoco 竞争; Zico 上游选择代工模式, 下游通过可口可乐庞大的分销网络积累进行渗透。结果来看, 2020 年可口可乐将 Zico 业务剥离, 重新卖回创始人, 而 VitaCoco 持续成长为美国椰子水龙头。
- 品宣资源聚焦培育是 VitaCoco 得以脱颖而出的原因之一: VitaCoco 品牌培育高举高打, 不仅通过深度联名好莱坞巨星在全球范围风靡, 而且积极进行营销创新并在社交平台粉丝增长和用户互动间取得成绩。反观 Zico, 尽管受益于可口可乐集团的渠道网络优势, 但可口可乐抓小放大使得椰子水品牌在竞争中逐渐处于弱势: 一方面可口可乐在 Zico 核心单品的品宣支持力度相对较弱; 另一方面公司持续推出新品, 削弱核心单品积攒起来的消费者心智。

图40: 美国 VITACOCO、ZICO 争逻辑对比

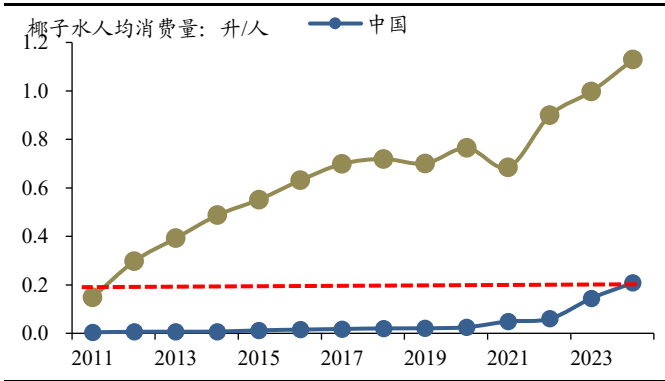


数据来源: 东吴证券研究所

2.3.2. 对比美国，中国椰子水成长潜力巨大

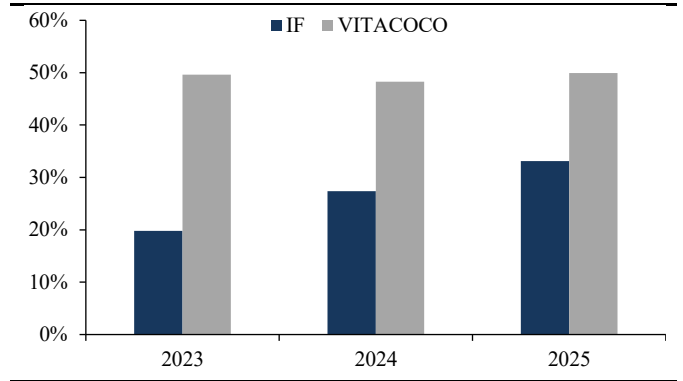
对比美国椰子水市场现状，中国椰子水渗透率、头部品牌集中度仍存提升空间。①渗透率层面：对比美国椰子水消费市场，2024 年国内椰子水消费渗透率类似美国 2010~2012 年时期，中期渗透率仍存提升空间。横向看，中国椰子水渗透率相对较低，2024 年中国、美国椰子水渗透率分别为 0.21L/人、1.13L/人；纵向看，2024 年中国渗透率类似美国 2011~12 年水平，其中 2011~12 年美国椰子水渗透率大致在 0.15~0.30L/人。②市占率层面：对比美国椰子水市场竞争格局，国内头部椰子水品牌份额仍存提升空间。2025 年美国 VitaCoco 销售额市占率为 50%，同期中国市场 IFBH 销售额市占率为 33%，头部品牌依然存在份额提升空间。

图41：2011~25 年中国、美国椰子水渗透率对比



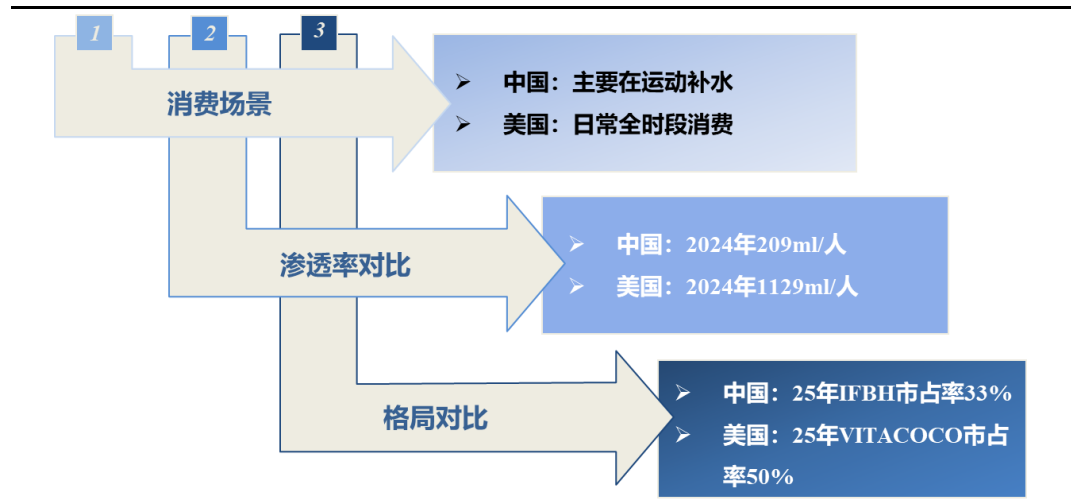
数据来源：欧睿，Wind，东吴证券研究所

图42：中美椰子水市场头部品牌销售额市占率对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

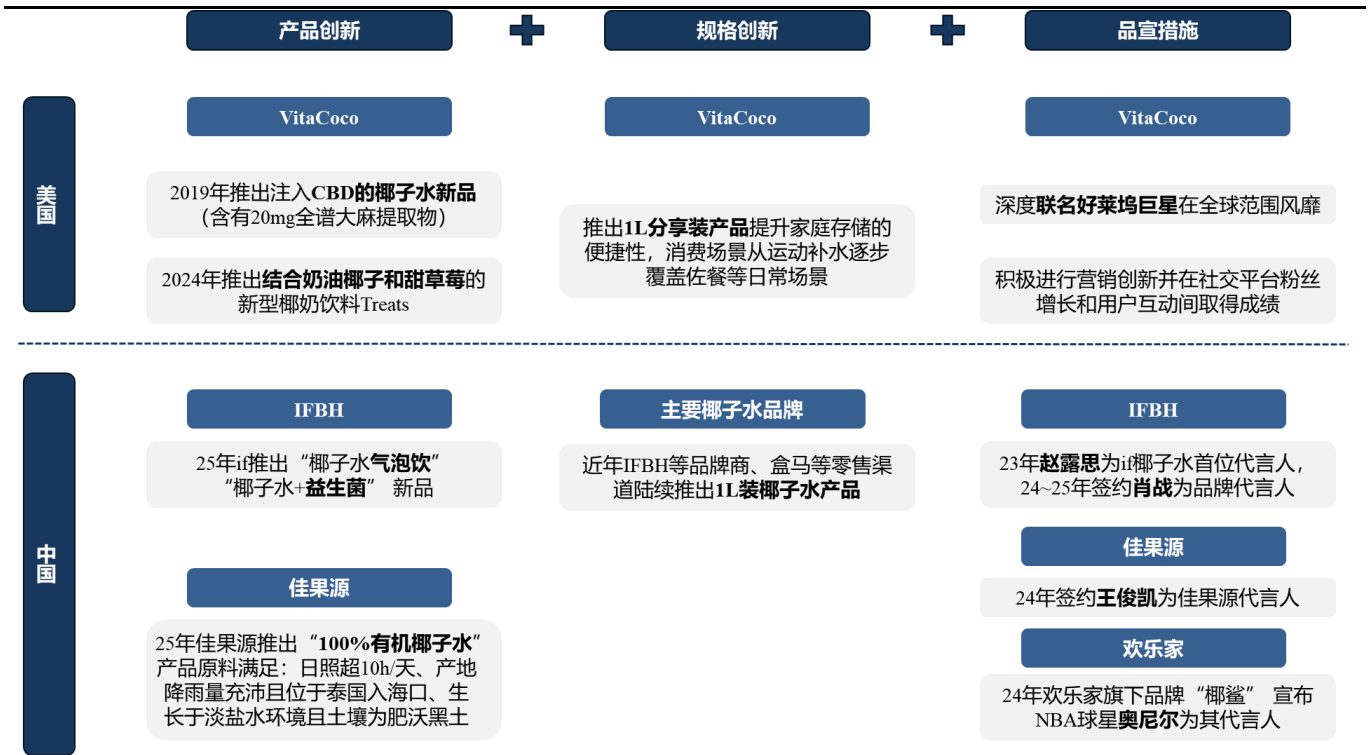
图43：中美椰子水产业现状对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

参考美国椰子水市场发展轨迹，中国椰子水市场演变逻辑或是向外共同培育市场，向内比拼资源聚焦。①对外：头部厂商共同教育市场，通过产品创新（包括规格创新），实现场景破圈和人群破圈，带动渗透率提升；②对内：头部厂商比拼品宣资源聚焦力度，或影响最终的格局形态。

图44：中美椰子水演绎逻辑对比



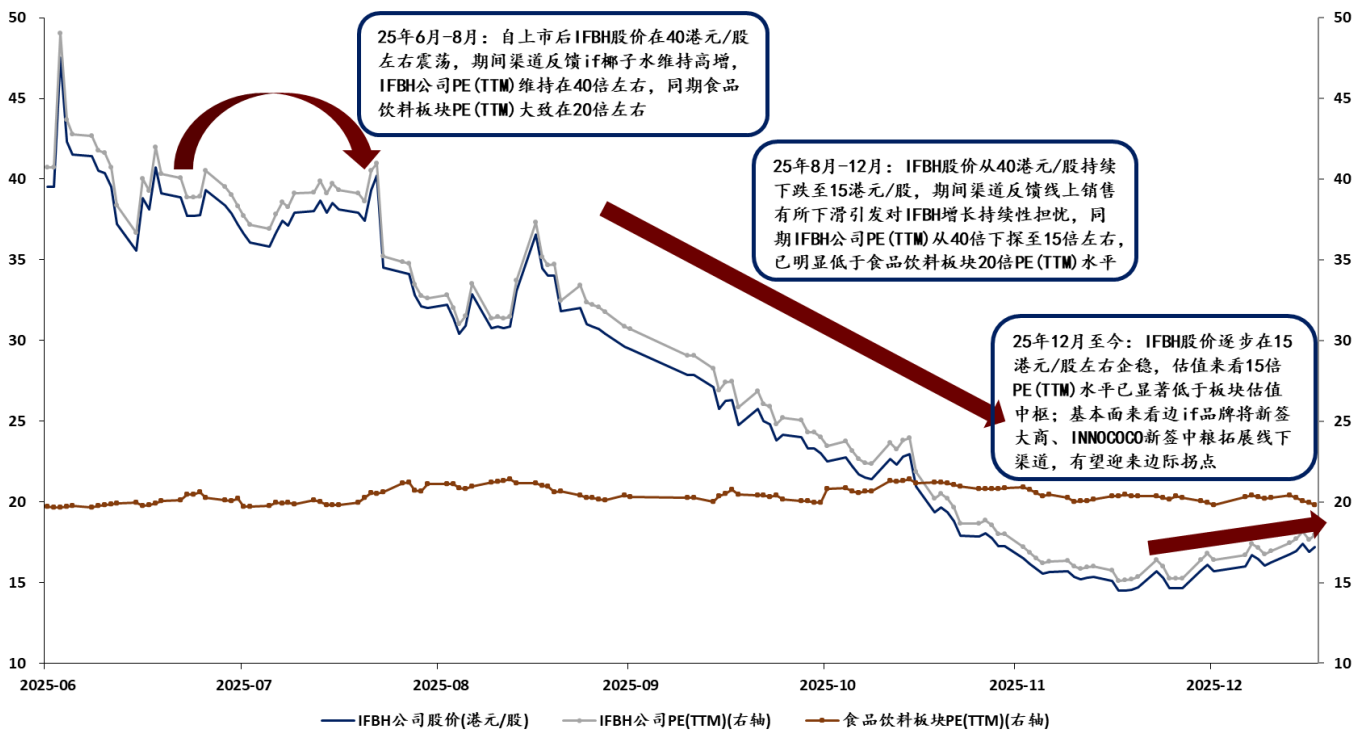
数据来源：iBrandi 品创公众号，财经天下公众号，佳果源椰子水公众号，东吴证券研究所

### 3. 加码开拓实力分销伙伴，产品和渠道共建驱动成长

复盘 IFBH 自上市以来股价演绎节奏，大致分为 25 年 6-8 月的高位震荡期、25 年 8-12 月的持续下跌期、25 年 12 月至今的低位企稳期。当前估值处于低位区间，叠加基本面逐步边际向好，中期渠道借力进一步确保商业模式良性循环。

- 高位震荡期(25 年 6-8 月): 自上市后 IFBH 股价在 40 港元/股左右震荡，期间渠道反馈 if 椰子水维持高增，IFBH 的 PE (TTM) 维持在 40 倍左右，同期食品饮料板块 PE (TTM) 大致在 20 倍左右。
- 持续下跌期(25 年 8-12 月): IFBH 股价从 40 港元/股下跌至 15 港元/股，期间渠道反馈线上销售有所下滑引发对 IFBH 增长持续性担忧，IFBH 的 PE(TTM) 从 40 倍下探至 15 倍左右，已明显低于食品饮料板块 20 倍 PE (TTM) 水平。
- 低位企稳期(25 年 12 月至今):IFBH 股价逐步在 15 港元/股左右企稳，估值来看 15 倍 PE (TTM) 水平已显著低于板块估值中枢；基本面来看 if 品牌将新签大商、INNOCOCO 新签中粮拓展线下渠道，有望迎来边际拐点。

图45: IFBH 股价与估值复盘



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.1. 品类创新、渠道下沉, 26 年进一步强化增长抓手

#### 3.1.1. if 椰子水稳扎稳打, Innococo 新拓电解质水赛道

打造“椰子+”矩阵, 协同布局电解质水。IFBH 建立起围绕椰子的叙事主线: 一方面以椰子水为锚点推出相关延展产品, 如气泡椰子水、咖啡椰子水、果味椰子水等; 另一方面顺应椰子水富含电解质的品类特征, 在副品牌 Innococo 旗下推出椰子电解质水新品, 切入运动饮料赛道。

表3: IFBH 产品矩阵梳理

产品品牌	产品分类	产品名称	价格(元/瓶)	图片
if	100%纯椰子水	椰子水(1L/1瓶)	13.8	
		椰子水 (350mL/12瓶)	5.2	
		香水椰子水 (350mL/12瓶)	6.9	
		椰子水+香水椰 (350mL/24瓶)	5.5	
		椰子水(330mL/6瓶)	4.8	
	椰子水 (多口味)	茉莉香米椰子水 (350mL/6瓶)	5.2	
		红茶椰子水 (350mL/6瓶)	5.2	
		椰子水组合 (绿椰+香水+红茶+茉莉香米) 各3瓶	5.3	
		泰式风味奶茶休闲饮料 (350mL/6瓶)	5.2	
		果汁	荔枝水 (含芦荟果肉) (350mL/6瓶)	
Innococo	100%纯椰子水	桃汁 (350mL/6瓶)	4.8	
		椰子水 (350mL/12瓶)	4.2	
		椰子水 (330mL/12瓶)	4.2	
	运动饮料	椰子水 (1L/12瓶)	9.7	
		原味 (350mL/6瓶)	4.5	
		青柠味 (350mL/6瓶)	4.5	
		原味 (350mL/3瓶) +青柠味 (350mL/3瓶)	4.5	

数据来源: 京东官网, 东吴证券研究所

注: 数据时间截至 2026 年 1 月 9 日

**椰子水：高品质保驾护航，消费者教育持续。**从品质角度看，泰国椰子水资源稀缺且口感更符合中国消费者偏好，公司兼具先发优势和本土优势；从品宣角度看，公司持续通过粉丝经济、内容电商加速消费者对椰子水认知教育。

- **品质角度：**中国消费者更偏好甜口的饮品，泰国椰子水偏甜的口感更具在中国市场放量优势（某些性价比品牌则选用甜度偏低的越南、印尼混合椰源）。IFBH 椰子水原料选用 100%泰国椰子，一方面凭借泰国本土先发的产业链布局，通过控股股东 GB 掌握泰国椰子水资源；另一方面紧握品种更优质、椰子水口感更好、产量更稀缺的香水椰原料供应。
- **品宣角度：**一方面邀请流量明星担任代言人，通过粉丝经济扩圈，品牌高举高打。例如 23M6 演员赵露思成为 if 椰子水首个中国区代言人，公司在抖音、小红书等内容电商平台上线 15~30 秒广告，带动 2023 年 6 月线上旗舰店销售额单月环比增长 300%；24M6 官宣肖战作为品牌代言人，进一步强化粉丝经济。另一方面以内容电商平台为抓手，通过头部 KOL 加速消费者对椰子水的认知教育。例如 2021 年前后 if 椰子水结合抖音头部运动健身主播将椰子水与运动健康的相关性绑定，推动椰子水产品类走向大众。

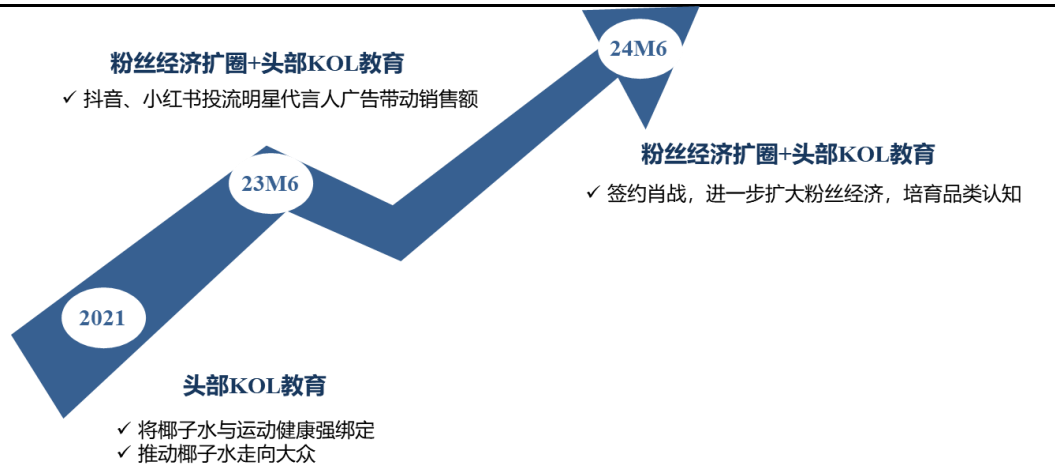
表4：椰子水头部产品特点对比

	if	佳果源	VitaCoco
<b>产品亮点</b>	原料 100%选用泰国椰子,采用 NFC 工艺+UHT 瞬时杀菌+无菌冷灌技术,采摘后 2h 内即可完成-4℃的冷链运输	采用“现采鲜取”的生产模式,从椰青变成椰子水只需要 12 小时,采用国际先进的“无菌冷灌装+UHT 瞬时杀菌+利乐 6 层风味保护”	选自全球高品质椰林,锁定优质椰子产源,采用 NFC(非浓缩还原)技术来生产,从采摘到灌装完成不超过 72 小时
<b>原产地</b>	泰国	泰国丹嫩沙多	巴西、马来西亚、菲律宾
<b>主要成分</b>	椰子水	椰子水	椰子、果糖、维生素 C
<b>常见规格</b>	350mL	350mL	330mL
<b>定价(元/瓶)</b>	4.24	4.25	6.41
<b>口味</b>	奶香味较浓,微甜但是不厚	相对甜度稍甜,没有明显椰子香味	偏酸涩
<b>基本情况</b>	2020 年起连续五年在中国内地椰子水饮料市场排名第一	背靠的母公司是佳农集团,2022 年开始借助佳农在泰国布局找椰源	成立 18 年以来一直在专注研究椰子,产品销往 30 个国家,是全球椰子水无可争议的领军品牌

数据来源：各公司招股书，京东官网，东吴证券研究所

注：产品价格数据时间截至 2026 年 1 月 9 日

图46: IFBH 品宣逻辑梳理

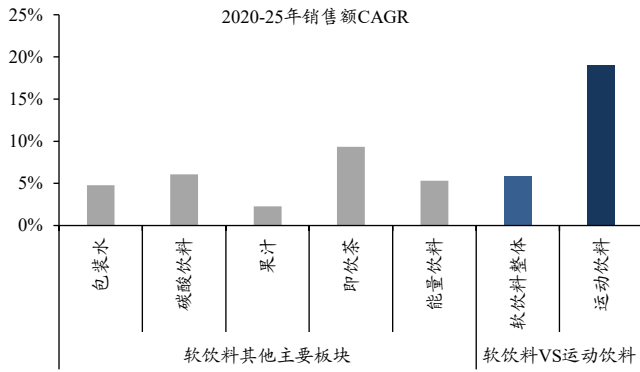


数据来源：东吴证券研究所

**运动饮料：行业景气度高，IFBH 承接主业椰子水特性向外布局。**运动饮料赛道是近年软饮料板块的结构性亮点，健康意识强化带动补水需求涌现，市场规模迎来双位数增长。IFBH 顺应椰子水品类特征在 Innococo 品牌下推出椰子电解质水新品，放大椰子水补水功能、沿用 if 品牌成功品宣经验，既借力新品切入运动饮料赛道，又能够联袂主业椰子水共同培育消费者对椰子水品类认知。

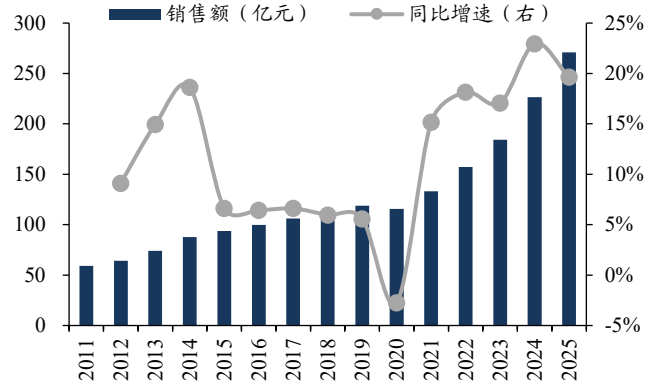
- **产业层面：**2020~2025 年中国软饮料市场收入 CAGR 仅为 6%，同期运动饮料市场收入 CAGR 高达 19%，其中销量、吨价 CAGR 分别为 21%、-2%，量增是核心驱动力。增长逻辑上：近年消费者健康意识强化，带动高山徒步、雪山攀岩、登山滑雪、骑行垂钓等户外运动兴起，补水需求涌现，而运动饮料富含钠、钾、钙、镁等离子，可快速补充因出汗流失的体液并缓解脱水症状，得以顺利承接补水需求的释放。
- **公司层面：**2025 年 9 月 Innococo 椰子电解质水上市，在传统运动饮料富含电解质、维生素特征的基础上额外添加 10% 真实椰子。一方面新品放大椰子水品类特征：椰子水本身富含电解质且具有促进营养吸收的生物活性酶，有助于身体消耗后，迅速吸收、补充电解质及维生素；另一方面品宣复刻 if 品牌成功营销经验：公司沿用椰子水主业成功的粉丝经济经验，上市首日官宣时代少年团为 Innococo 亚太区品牌代言人，通过宣传片融入时团热门歌曲、大规模户外宣传等方式，进一步强化年轻客群品牌认同。综合来看，25H2 运动饮料新品短期由于 Innococo 中国区代理商问题暂未完全铺市，但后续伴随公司持续招商以铺设渠道网络，有望通过粉丝经济和内容电商平台共同教育消费者，带动椰子水品类消费者教育提速。

图47: 2020~25年软饮料主要板块 CAGR 对比



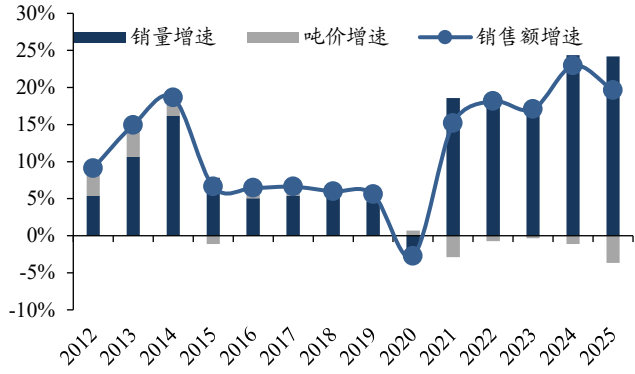
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图48: 2011~25年运动饮料销售额及同比增速



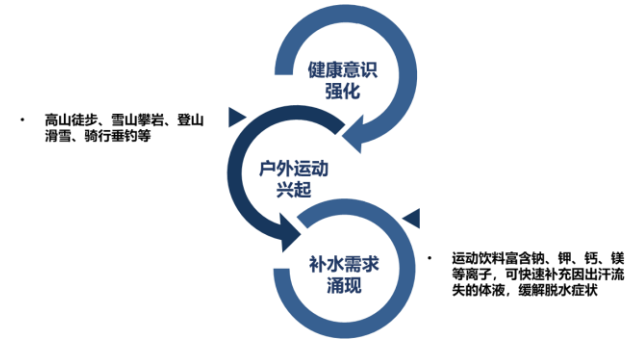
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图49: 2012~25年运动饮料销量、吨价同比增速



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图50: 运动饮料需求释放逻辑梳理



数据来源: 东吴证券研究所

图51: INNOCOCO 运动饮料特点梳理

### INNOCOCO椰子电解质水



**配料表成分**

10%真实椰子水  
电解质 (钾、钠)  
维生素 B1、B2、B6

**产品特点**

每100毫升含钾21毫克、含钠39毫克  
有助于在身体消耗后及时补充电解质  
兼具低糖、低热量的特点, 含真实椰子水

**品宣方式——官宣时团为代言人**



- > 进一步强化年轻客群认同感
- > 广告片融入时团热门歌曲
- > 核心城市开展大规模户外宣传

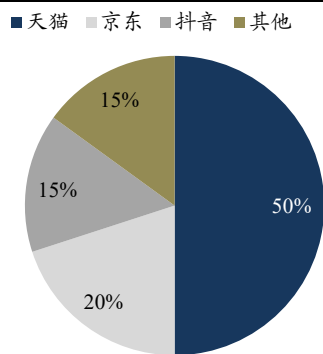
数据来源: 广东恒俞食品公众号, 东吴证券研究所

3.1.2. 持续招商加码线下，终端网点快速突围

**渠道模式轻盈，大商持股强化积极性。**渠道以代销模式为核心，与传统饮料厂商背道而驰；同时销售人员配置极少，公司通过大商持股、签署严格排他协议等方式强化渠道管控。

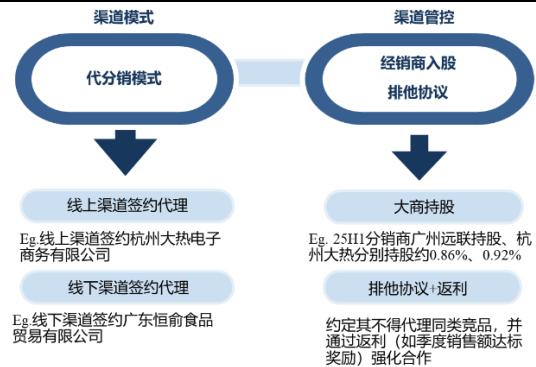
- **渠道模式：**国内传统饮料巨头基本以渠道精耕细作构建竞争壁垒，例如农夫渠道模式从相对粗放的联营体到精耕渠道、东鹏在主销区通过邮差商加密等。相比之下，IFBH 选择第三方分销商切入中国市场：①线上渠道：例如公司签约杭州大热，覆盖天猫、京东、抖音等电商及社交平台，24 年公司天猫、京东、抖音在线上渠道销售占比分别为 50%、20%、15%；②线下渠道：例如公司签约广东恒俞，覆盖全家、711 等便利店及华润万家等大型商超，24 年公司产品销售覆盖次级分销商、连锁超市、零售连锁店等 1k+ 客户。
- **渠道管控：**大商持股+严格排他协议。①大商持股：例如 25H1 分销商广州远联持股、杭州大热分别持股份约 0.86%、0.92%；②排他协议：例如公司与杭州大热签署长期排他协议，约定其不得代理同类竞品，并通过返利（如季度销售额达标奖励）强化合作。

图52: IFBH 线上渠道结构 (2024A)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图53: IFBH 渠道模式 & 渠道管控逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所

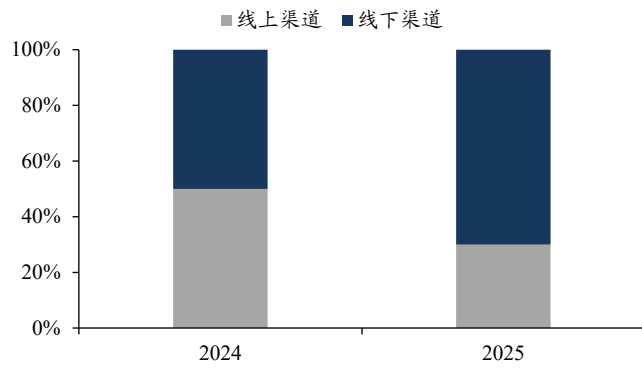
**线下渠道加速布局，持续招商扩张终端。**伴随线上电商价格竞争加剧，25 年以来公司加速线下渠道布局，25H2 线下大商（主要代理 Innococo）因代理同类竞品，公司暂停供货短期影响 Innococo 销量表现，但伴随原有大商逐步恢复供货，叠加公司继续招商，26 年渠道终端网点有望进一步扩张。

- **公司持续加码线下布局：**近年线上价格内卷严重，大商将资源向线下渠道培育倾斜，造成线上渠道表现承压、线下渠道迅速增长。2024 年公司线下渠道营收占比为 50%，2025 年进一步提升 20pct 至 70%。
- **25 年 Innococo 线下代理大商经营波动影响 IFBH 销量表现：**一方面 25H2 代理 Innococo 的线下大商内部资金链出现问题，品牌销量承压；另一方面线下大商

的股东因违反排他协议代理同类竞品，公司迅速暂停向其供货。

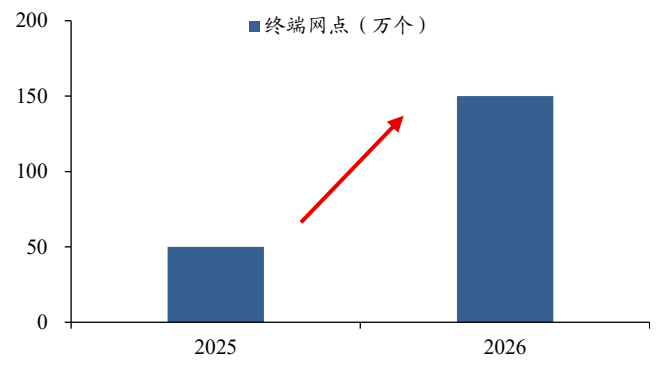
- 招商签约动作不止，26 年终端网点有望进一步扩张：25H2 公司新签约中粮、屈臣氏等大商，26 年公司产品有望借助中粮等大商的渠道资源，实现终端网点加速扩张。

图54：2024-25 年公司线上、线下渠道结构占比



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

图55：2026 年公司终端网点有望迅速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 借力补强自身渠道短板，强化商业模式良性循环

国内软饮料龙头普遍以深度分销的重资产模式为主，如农夫、东鹏、康师傅、统一等通过渠道下沉、区域精耕实现对核心终端的掌控。而 IFBH 以上游代工、下游代销的轻资产模式为主导，一方面作为泰国本土企业对椰源的强掌控具备生产壁垒，另一方面借力中粮等渠道有望弥补销售短板，强化商业模式良性循环。

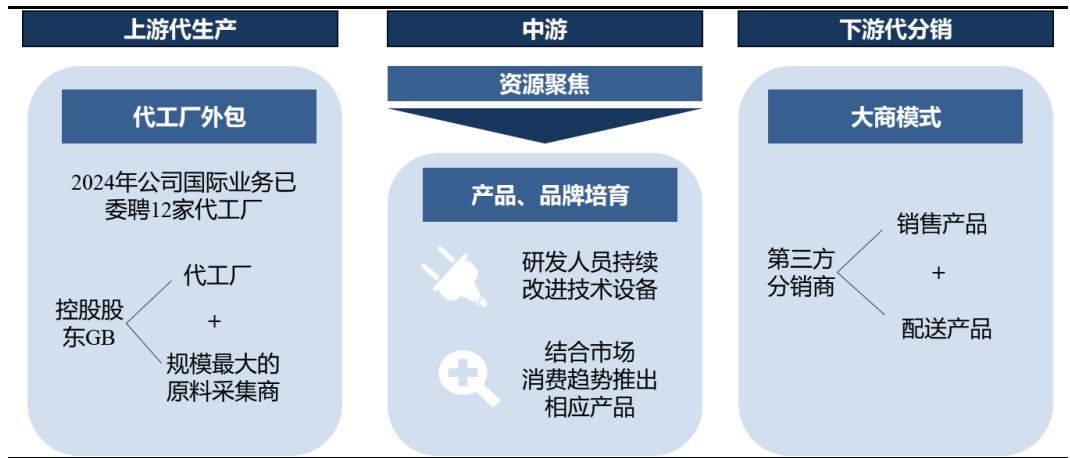
IFBH 以轻资产模式运作，将生产和销售外包的同时，公司能够聚焦资源精力在产品研发和品牌宣传本身。一方面公司将产品制造、包装工作外包给代工厂，其中控股股东 GB 既是核心代工厂之一，也是规模最大的原料采集商；另一方面公司采取大商模式，通过第三方分销商来销售与配送产品。

市场对此商业模式的担心主要包括两点：①市场担心生产外包影响产品高品质特征及品质的稳定性；②市场担心销售外包影响渠道稳定性及产品放量。

- 关于上游代工对于产品品质稳定性的担忧，我们认为公司作为泰国本土企业，尽管将生产线外包，但控股股东 GB 对椰源掌控力强，采购端具备强壁垒。公司在上游采用生产外包形式，但穿透股权能够发现，核心控股股东 GB 在泰国本土具备深厚产业积累且这种资源优势公司亦能享受。例如公司于 25M4 委聘的独立第三方采集商过去曾向 GB 供应椰子水等。
- 关于下游代销对于渠道下沉及稳定性的担忧，我们认为考虑到公司坚持轻资产运作模式，需要借力来弥补短板。轻资产模式下渠道推力完全依赖分销商的积极性和稳定性，不可否认 25 年 Innoco 动销承压核心是受到代理大商经营影

响，但目前公司积极与中粮等大商合作，参考过去可口可乐与中粮、百事可乐与康师傅合作的成功案例，未来公司有望借力实现销售下沉。

图56: IFBH 轻资产模式逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所

鉴于 IFBH 自身渠道模式的局限性，25H2 以来公司积极拓展中粮、屈臣氏等渠道大商，对比外资品牌可口可乐、百事可乐借力中粮/太古、康师傅实现渠道下沉的成功案例，IFBH 有望借力弥补自身渠道短板，未来销售节奏值得重点关注。

- 可口可乐：中国区完全采用“浓缩液供应+品牌授权+特许装瓶”的轻资产模式。公司主体保留高毛利的浓缩液生产，集中资源进行品牌建设、研发和供应链管控，通过向中粮（负责北方市场）、太古（负责南方市场）大商授予品牌经营权，并由其完成瓶装饮料的生产和包装工序并进行区域内分销网络搭建。
- 百事可乐：中国区采取“股权置换+特许经营+渠道共享”的轻资产模式。公司以股权置换为纽带——康师傅获得百事可乐在中国瓶装厂核心资产、百事可乐获得康师傅控股权，百事可乐负责提供浓缩液并专注产品研发等，康师傅负责成品灌装包装和渠道建设。

表5: 可口可乐、百事可乐轻资产模式梳理

	可口可乐	百事可乐
<b>合作架构</b>	<p>“浓缩液供应+品牌授权+特许装瓶”</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 纯粹的授权经营模式。</li> <li>• 与两家大商（中粮、太古）建立长期特许经营关系。</li> </ul>	<p>“股权置换+特许经营+渠道共享”</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 深度的战略联盟模式。</li> <li>• 与单一本土巨头（康师傅）进行资产与股权绑定。</li> </ul>
<b>生产分工</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 可口可乐：仅保留高毛利的浓缩液生产，并向装瓶商供应。</li> <li>• 大商（中粮/太古）：负责瓶装饮料的生产、灌装、包装全部重资产环节。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 百事可乐：负责提供浓缩液，并监督质量。</li> <li>• 合作伙伴（康师傅）：利用自有工厂完成成品灌装、包装，并统筹供应链物流。</li> </ul>
<b>渠道与销售</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 装瓶商负责其特许区域内的全部分销网络搭建、物流、销售及终端维护。</li> <li>• 分区经营：中粮（北方市场）、太古（南方市场）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 康师傅负责全部销售渠道，包括其最具优势的乡镇零售网点、餐饮终端的铺货、陈列与促销。</li> <li>• 百事提供渠道策略与数字化工具支持。</li> </ul>

**股权与资本纽带** 无股权捆绑，纯商业合同关系。装瓶商支付品牌授权费。

以股权为纽带：

- 康师傅获得百事在华装瓶厂资产。
- 百事获得康师傅饮品控股 5% 股权（后可增至 20%），形成资本联结。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资评级

当前 IFBH 估值处于低位区间，叠加基本面逐步边际向好，中长期进一步强化商业模式良性循环：一方面作为泰国本土企业对椰源的强掌控具备生产壁垒；另一方面有望借力中粮等弥补自身渠道短板。

收入端，预计 2025 年整体收入增速降台阶，2026~2027 年收入增速有望边际向好。

1) if: 椰子水基本盘稳健，品质端生产壁垒强、品宣端持续聚焦资源培育心智，预计 2025~2027 年 if 品牌收入增速有望维持在 25%-30% 增长中枢；2) Innococo: 短期对代理大商停货，预计 2025 年收入增速下滑 30%-40% 区间，后续伴随新招中粮等大商渠道资源陆续导入、原有大商逐步恢复供货，叠加电解质水新品贡献增量，低基数下预计 2026~2027 年收入有望恢复高增。

利润端：预计 2025~2027 年公司归母净利率持稳略降，其中毛利率有望保持稳健、费用率或受行业竞争加剧而边际增加。 1) 毛利率：近年椰子水市场竞争加剧，公司加大市场费用投入，预计 2025~2027 年毛利率将保持平稳；2) 费用率：公司品牌投放将延续高举高打模式，预计 2025~2027 年在规模效应带动下销售费用率将保持平稳。

表6：公司收入拆分及盈利预测（单位：百万美元）

百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	87.4	157.6	187.5	256.8	331.2
YOY	-	80.3%	19.0%	36.9%	29.0%
if	74.8	131.4	170.8	222.5	279.5
YOY	-	75.7%	30.0%	30.2%	25.6%
Innococo	12.7	26.2	16.7	34.4	51.7
YOY	-	107.2%	-36.3%	105.6%	50.5%
毛利率	30.5%	32.0%	27.3%	27.4%	27.4%
销售费率	3.7%	3.4%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费率	3.1%	3.1%	3.5%	3.3%	3.3%
归母净利润	16.8	33.3	30.5	42.4	54.8
YOY	-	98.9%	-8.4%	39.1%	29.1%
归母净利率	19.2%	21.1%	16.3%	16.5%	16.5%

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法，选取行业龙头农夫山泉、东鹏饮料、康师傅控股、统一企业中国以及细分赛道龙头承德露露、香飘飘作为可比公司，2025~2027年可比公司平均PE为25x、21x、18x，IFBH同期PE显著低于行业中枢。公司作为泰国本土企业对椰源的强掌控具备生产壁垒，当前基本面边际向好，一方面if品牌将新签大商、Innococo新签中粮拓展线下渠道，另一方面Innococo推出椰子电解质饮料新品，双品类共振有望加速消费者对椰子水认知教育。综合以上考虑，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值表（截至2026/1/16收盘价）

股票代码	可比公司	总市值 亿港元	收盘价 港元	PE			归母净利润（亿港元）			归母净利润同比			
				2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9633.HK	农夫山泉	5,719	50.85	39	34	30	121.2	147.5	169.9	191.9	21.7%	15.2%	13.0%
605499.SH	东鹏饮料	1,544	298.16	31	24	20	37.2	50.6	64.0	78.0	36.1%	26.4%	22.0%
0322.HK	康师傅控股	673	11.94	16	15	14	37.3	42.7	46.4	49.6	14.4%	8.6%	7.0%
0220.HK	统一企业中国	344	7.96	15	14	13	18.5	22.4	24.9	27.3	21.4%	11.0%	9.4%
000848.SZ	承德露露	96	9.44	14	12	11	7.4	6.9	7.7	8.6	-7.2%	12.2%	10.7%
603711.SH	香飘飘	62	15.09	33	25	22	2.8	1.9	2.5	2.9	-33.4%	34.2%	14.0%
	均值			25	21	18							
6603.HK	IFBH	46	17.20	19	14	11	2.6	2.4	3.3	4.3	-8.4%	39.1%	29.1%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：1）可比公司盈利预测全部取自wind一致预期，时间截至2026年1月16日；2）人民币兑港元汇率为1.1173，美元兑港元汇率为7.7983，数据时间截至2026年1月19日

## 5. 风险提示

**食品安全风险：**若产品出现品质问题，将影响品牌声誉、企业形象及业务经营。

**竞争加剧风险：**当前椰子水赛道持续扩容、格局未定，未来存在竞争加剧风险。

**渠道经营波动风险：**公司轻资产模式下产品动销与下游大商强绑定，若大商资金链出现问题，将影响终端动销表现。

## IFBH 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>64.29</b>	<b>100.17</b>	<b>152.74</b>	<b>219.87</b>	<b>营业总收入</b>	<b>157.65</b>	<b>187.55</b>	<b>256.81</b>	<b>331.16</b>
现金及现金等价物	54.82	89.81	137.87	201.14	营业成本	107.14	136.36	186.44	240.47
应收账款及票据	7.05	7.40	10.80	13.49	销售费用	5.39	7.93	10.77	13.85
存货	1.04	1.17	1.71	2.13	管理费用	4.95	6.57	8.54	10.93
其他流动资产	1.39	1.80	2.36	3.12	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>9.84</b>	<b>13.53</b>	<b>14.15</b>	<b>16.06</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.43	0.59	0.68	0.79	<b>经营利润</b>	<b>40.17</b>	<b>36.69</b>	<b>51.05</b>	<b>65.91</b>
商誉及无形资产	9.39	12.90	13.44	15.24	利息收入	1.10	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.08	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.03	0.03	0.03	0.03	<b>利润总额</b>	<b>40.08</b>	<b>36.69</b>	<b>51.05</b>	<b>65.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>74.14</b>	<b>113.70</b>	<b>166.89</b>	<b>235.93</b>	所得税	6.76	6.19	8.61	11.12
<b>流动负债</b>	<b>25.40</b>	<b>34.24</b>	<b>44.98</b>	<b>59.22</b>	<b>净利润</b>	<b>33.32</b>	<b>30.50</b>	<b>42.44</b>	<b>54.79</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	15.67	18.52	26.30	33.29	<b>归属母公司净利润</b>	<b>33.32</b>	<b>30.50</b>	<b>42.44</b>	<b>54.79</b>
其他	9.72	15.72	18.68	25.93	EBIT	39.07	36.69	51.05	65.91
<b>非流动负债</b>	<b>0.65</b>	<b>0.85</b>	<b>0.85</b>	<b>0.85</b>	EBITDA	40.36	37.92	52.51	67.50
其他	0.65	0.85	0.85	0.85					
<b>负债合计</b>	<b>26.05</b>	<b>35.09</b>	<b>45.83</b>	<b>60.07</b>					
股本	18.13	18.13	18.13	18.13	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	0.02	0.02	0.02	0.02	每股收益(美元)	0.12	0.11	0.16	0.21
归属母公司股东权益	48.07	78.59	121.05	175.85	每股净资产(美元)	0.18	0.29	0.45	0.66
<b>负债和股东权益</b>	<b>74.14</b>	<b>113.70</b>	<b>166.89</b>	<b>235.93</b>	发行在外股份(百万股)	266.67	266.67	266.67	266.67
					ROIC(%)	112.77	48.15	42.51	36.90
					ROE(%)	69.30	38.81	35.06	31.16
					毛利率(%)	32.04	27.29	27.40	27.39
					销售净利率(%)	21.13	16.26	16.53	16.54
					资产负债率(%)	35.13	30.86	27.46	25.46
					收入增长率(%)	80.29	18.97	36.93	28.95
					净利润增长率(%)	98.85	(8.44)	39.13	29.10
					P/E	17.66	19.29	13.86	10.74
					P/B	12.24	7.49	4.86	3.35
					EV/EBITDA	(1.36)	13.15	8.58	5.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元兑港元汇率为2026年1月19日的7.80,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>