

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 11.66 港元 10.40 -10.8%

2024年3月6日

## 健合国际 (1112 HK)

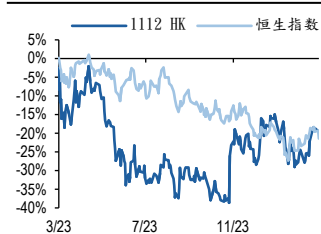
### 2023年净利润和现金余额低于预期

- 2023年销售额符合预期，净利润不及预期：**健合国际公布了2023年初步业绩，全年销售额同比增长高个位数（符合一致性/交银国际预期的9%/8%），但调整后净利润同比增长个位数，低于市场/交银国际预期的24%/19%。公司公布的净利润同比下降个位数，原因为以下一次性因素：1) 仍待新国标批准的进口婴幼儿配方羊奶粉系列约1.78亿人民币存货撤销及拨备；2) 过往收购Aurelia及Good Goût导致的1亿人民币商誉减值；3) 财务成本增加和人民币兑美元贬值带来的外汇损失增加。
- 现金余额低于预期，可能引起投资者关注：**截至2023年底，健合国际的现金余额从2023年6月的21亿人民币降至13.7亿人民币，低于我们预计的21亿人民币。其中已经包括1.4亿美元的债务偿还，与我们的模型一致，因此我们不确定现金下降速度快于预期的原因。我们注意到，健合国际在2024年上半年仍有再融资需求，而利率可能会更高。
- 在营养补充品强劲增长的带动下，2023年销售额增长符合预期，但被婴幼儿配方奶粉的持续疲软所抵消：**按部门划分，2023年成人营养及护理（ANC）、婴幼儿营养及护理（BNC）和宠物营养及护理（PNC）的收入分别实现了“强劲双位数增长”、“10-20%低段降幅”和“强劲双位数增长”。ANC和PNC在营养补充品的带动下表现强劲，与[2023年前九个月的更新](#)基本一致，BNC业务在4季度面临的困难也许比预期更大，因为全年的10-20%低段降幅高于2023年前九个月的9.7%降幅，主要由于在向新国标过渡的过程中竞争加剧，导致婴幼儿配方奶粉销售额下降了10-20%中段，而婴幼儿益生菌和营养补充品的高单位数同比增长则抵消了这一影响。
- 维持中性评级：**健合股价表现相对强韧的主要原因，是2023年前九个月营养补充品的销售势头强劲，但全年初步业绩缺乏可量化的数据，所以无法评估第4季度的增长趋势，而公司此前的指引意味着第4季度的增长将正常化。现金余额下降也是投资者关注的重点。我们维持中性评级，目标价10.4港元，基于6.0倍2024年市盈率和0.22倍PEG，以及27%的2023-25年每股盈利复合增长率。健合国际将于3月27日举行分析师简报会。

### 个股评级

中性

### 1年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	14.10
52周低位 (港元)	8.84
市值 (百万港元)	7,450.97
日均成交量 (百万)	0.53
年初至今变化 (%)	(3.64)
200天平均价 (港元)	10.58

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

### 财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	11,548	12,776	13,793	14,809	16,050
同比增长 (%)	3.2	10.6	8.0	7.4	8.4
净利润 (百万人民币)	508	612	750	969	1,251
每股盈利 (人民币)	0.79	0.96	1.17	1.51	1.95
同比增长 (%)	-55.3	21.2	22.6	29.2	29.1
市盈率 (倍)	13.6	11.2	9.2	7.1	5.5
每股账面净值 (人民币)	9.13	9.60	10.20	11.25	12.60
市账率 (倍)	1.18	1.12	1.05	0.95	0.85
股息率 (%)	4.2	5.0	4.4	5.6	7.3

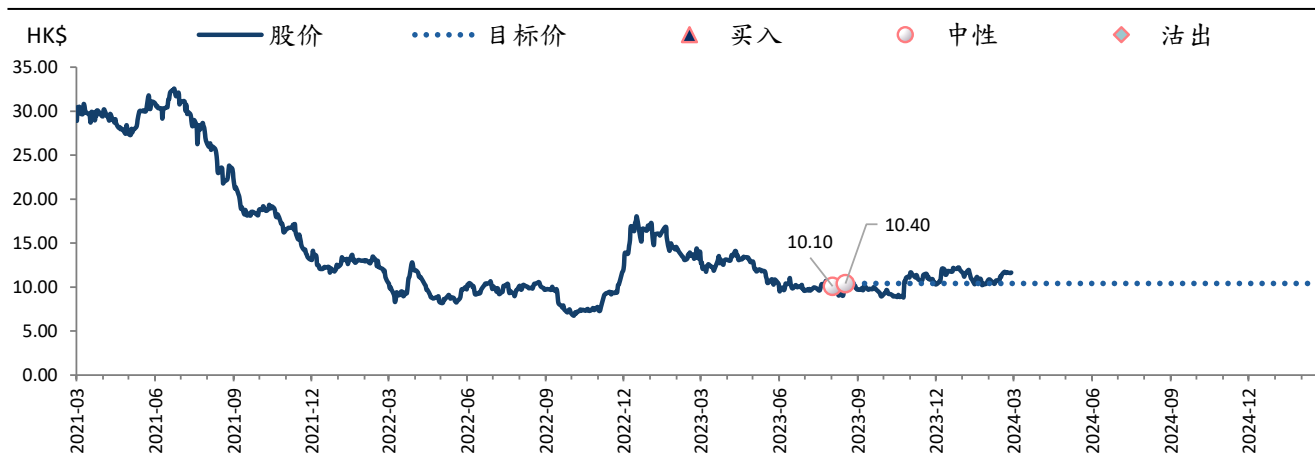
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

本文翻译自“[H&H Int'l \(1112 HK\) - 2023 net profit and cash balance lower than expected](#)”，原报告发布于2024年3月6日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 健合国际 (1112 HK) 目标价和评级



图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价(交易货币)	目标价(交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级发表日期	子行业
1876 HK	百威亚太	买入	12.48	15.60	25.0%	2024年02月29日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	32.30	62.00	92.0%	2023年08月21日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	9.14	12.30	34.6%	2023年09月05日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.30	34.70	89.6%	2023年09月04日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.85	33.20	15.1%	2023年08月30日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.76	4.40	17.0%	2023年08月30日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	13.30	17.60	32.3%	2023年08月30日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.66	10.40	-10.8%	2023年08月24日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	41.55	51.80	24.7%	2023年08月30日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	62.80	95.50	52.1%	2023年08月31日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	24.25	30.95	27.6%	2024年01月11日	家电
000333 CH	美的集团	买入	65.04	85.50	31.5%	2024年01月11日	家电
000651 CH	格力电器	中性	40.20	37.63	-6.4%	2024年01月11日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	22.65	37.60	66.0%	2023年08月25日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.45	19.20	-18.1%	2023年07月21日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	5.00	9.90	98.0%	2024年02月19日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	73.70	129.00	75.0%	2023年08月23日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.72	16.70	-10.8%	2024年01月22日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.23	7.20	37.7%	2023年10月24日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.58	1.46	151.7%	2023年08月15日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 5 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	11,548	12,776	13,793	14,809	16,050
主营业务成本	(4,300)	(5,072)	(5,448)	(5,785)	(6,175)
<b>毛利</b>	<b>7,248</b>	<b>7,703</b>	<b>8,344</b>	<b>9,024</b>	<b>9,876</b>
销售及管理费用	(5,668)	(5,963)	(6,426)	(6,888)	(7,452)
其他经营净收入/费用	(446)	(162)	(130)	(80)	(60)
<b>经营利润</b>	<b>1,134</b>	<b>1,578</b>	<b>1,788</b>	<b>2,056</b>	<b>2,364</b>
财务成本净额	(285)	(526)	(636)	(567)	(442)
应占联营公司利润及亏损	1	(22)	2	2	2
<b>税前利润</b>	<b>850</b>	<b>1,031</b>	<b>1,154</b>	<b>1,491</b>	<b>1,924</b>
税费	(342)	(419)	(404)	(522)	(673)
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>508</b>	<b>612</b>	<b>750</b>	<b>969</b>	<b>1,251</b>
作每股收益计算的净利润	508	612	750	969	1,251

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,400	2,304	2,120	543	631
应收账款及票据	739	769	849	932	1,032
存货	2,088	2,588	2,780	2,951	3,150
开发中物业及土地预付款	281	179	194	208	225
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	20	20	20	20
<b>总流动资产</b>	<b>5,513</b>	<b>5,859</b>	<b>5,962</b>	<b>4,654</b>	<b>5,058</b>
物业、厂房及设备	444	388	392	396	400
无形资产	5,572	5,639	5,509	5,381	5,258
合资企业/联营公司投资	68	152	160	168	176
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	8,684	8,924	8,986	9,052	9,123
<b>总长期资产</b>	<b>14,768</b>	<b>15,104</b>	<b>15,047</b>	<b>14,998</b>	<b>14,957</b>
<b>总资产</b>	<b>20,282</b>	<b>20,963</b>	<b>21,009</b>	<b>19,652</b>	<b>20,015</b>
短期贷款	3,126	967	996	1,026	1,057
应付账款	3,057	3,540	3,803	4,038	4,309
其他短期负债	639	627	640	669	702
<b>总流动负债</b>	<b>6,822</b>	<b>5,135</b>	<b>5,439</b>	<b>5,733</b>	<b>6,069</b>
长期贷款	4,311	6,695	6,523	4,177	3,453
长期应付账款	9	5	6	6	6
其他长期负债	3,255	2,986	2,510	2,536	2,424
<b>总长期负债</b>	<b>7,575</b>	<b>9,686</b>	<b>9,039</b>	<b>6,719</b>	<b>5,883</b>
<b>总负债</b>	<b>14,397</b>	<b>14,821</b>	<b>14,477</b>	<b>12,451</b>	<b>11,952</b>
股本	6	6	6	6	6
储备及其他资本项目	5,880	6,136	6,526	7,195	8,058
<b>股东权益</b>	<b>5,885</b>	<b>6,142</b>	<b>6,531</b>	<b>7,200</b>	<b>8,063</b>
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>5,885</b>	<b>6,142</b>	<b>6,531</b>	<b>7,200</b>	<b>8,063</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	517	558	750	969	1,251
合资企业/联营公司收入调整	(1)	22	0	0	0
折旧及摊销	305	311	261	257	253
营运资本变动	256	(201)	2	(11)	(18)
利息调整	278	523	636	567	442
其他经营活动现金流	535	257	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,890</b>	<b>1,469</b>	<b>1,649</b>	<b>1,782</b>	<b>1,927</b>
资本开支	(107)	(96)	(114)	(114)	(113)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(3,904)	(9)	(52)	(54)	(57)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,011)</b>	<b>(105)</b>	<b>(166)</b>	<b>(167)</b>	<b>(170)</b>
负债净变动	3,514	(384)	(664)	(2,316)	(831)
权益净变动	12	(57)	0	0	0
股息	(408)	(234)	(360)	(300)	(388)
其他融资活动现金流	(350)	(816)	(643)	(575)	(450)
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,768</b>	<b>(1,490)</b>	<b>(1,667)</b>	<b>(3,191)</b>	<b>(1,669)</b>
汇率收益/损失	(79)	29	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>1,831</b>	<b>2,400</b>	<b>2,304</b>	<b>2,120</b>	<b>543</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,400</b>	<b>2,304</b>	<b>2,120</b>	<b>543</b>	<b>631</b>

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	0.789	0.956	1.172	1.514	1.954
全面摊薄每股收益	0.789	0.956	1.172	1.514	1.954
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.448	0.541	0.469	0.605	0.782
每股账面值	9.128	9.596	10.205	11.250	12.599
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	62.8	60.3	60.5	60.9	61.5
EBITDA利润率	12.5	14.8	14.9	15.6	16.3
EBIT利润率	9.8	12.4	13.0	13.9	14.7
净利率	4.4	4.8	5.4	6.5	7.8
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	2.7	3.0	3.6	4.8	6.3
ROE	8.4	10.2	11.8	14.1	16.4
ROIC	9.8	3.9	4.6	5.7	7.3
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	85.6	87.3	82.7	64.7	48.1
利息覆盖率	5.0	3.6	3.2	4.1	5.9
流动比率	0.8	1.1	1.1	0.8	0.8
存货周转天数	74.8	96.5	96.5	96.5	96.5
应收账款周转天数	177.2	186.2	186.2	186.2	186.2
应付账款周转天数	125.8	111.7	112.2	112.7	113.2

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年3月6日

**健合国际 (1112 HK)**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**