

H&H 国际控股 (01112)

“1+3”战略起步，品牌矩阵渐成

投资要点：

保健品需求端持续扩容，线上电商已成为主要销售渠道，龙头 Swisse 有望充分收益，“1+3”战略下四大品牌升级共振，有望释放整体盈利空间。

► 多业务共发展，守护全家庭健康

健合国际 (H&H) 成立于 1999 年，2010 年于香港交易所主板上市。公司秉承多元化经营战略，婴童护理、成人保健、宠物营养三大业务协同并进，营业收入由 2018 年的 101 亿元增至 2023 年的 139 亿元，CAGR 达 6.57%。其中成人保健业务收入增长稳健，宠物营养业务增速较快，带动北美市场收入占比加速提升。

► 线上化趋势明确，行业持续扩容

老龄化背景下，居民健康意识提升，保健年轻化发展，地域下沉加速，保健品需求端持续扩容。我国保健品市场规模由 2013 年的 993 亿元增至 2023 年的 3335 亿元，CAGR 达 12.88%。2022 年我国保健品人均消费额仅为 25 美元，对比日韩欧美国家提升空间较大。供给端而言，线上渠道加速扩张，零售电商已超越传统线下成为主要销售渠道，2023 年零售额占比已接近六成。从市占率角度看，汤臣倍健市占率领先，安利及 H&H 控股 (Swisse) 次之，电商品牌 Swisse 市占率稳步提升，2023 年市占率达 5.4%。

► Swisse “1+3”战略起步，全家庭、全年龄、广覆盖

H&H 控股于 2015 年收购澳洲品牌 Swisse 进军成人营养护理行业，至今已形成 Swisse Core、Swisse Plus+、Little Swisse 及 Swisse Me “1+3”品牌布局。主品牌向口服美容及护肤个护延展，内部迭代明确，新品反馈佳。Swisse Plus+ 承接主品牌进阶性需求，高毛利产品放量，提振盈利中枢；Swisse Me 应用创新剂型，绑定年轻族群，Little Swisse 覆盖 2-12 岁少儿群体，填补了原有的空白市场，自此打通合生元与 Swisse 的产品通道。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 150.59/161.84/175.01 亿元，同比增速分别为 8.14%/7.47%/8.14%，归母净利润分别为 8.57/10.88/12.95 亿元，同比增速分别为 47.24%/27.03%/18.96%，EPS 分别为 1.33/1.69/2.01 元/股，3 年 CAGR 为 30.55%。根据分部估值法，公司 2024 年合理整体市值 94.43 亿元，目标价 14.62 元/股，按照 2024 年 5 月 17 日汇率，对应港币 15.78 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品质量和食品安全风险、原料价格上涨风险、市场竞争加剧的风险、跨市场选可比公司的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12775.91	13926.47	15059.42	16184.39	17501.09
增长率 (%)	10.63%	9.01%	8.14%	7.47%	8.14%
EBITDA (百万元)	1867.87	2009.34	2327.18	2655.38	2948.06
归母净利润 (百万元)	611.78	581.85	856.72	1088.29	1294.60
增长率 (%)	20.32%	-4.89%	47.24%	27.03%	18.96%
EPS (元/股)	0.95	0.90	1.33	1.69	2.01
市盈率 (P/E)	11.57	12.16	8.26	6.50	5.47
市净率 (P/B)	1.16	1.13	1.08	1.02	0.96
EV/EBITDA	4.60	4.57	3.52	2.85	2.33

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 16 日收盘价

行业：	食品饮料/饮料乳品
投资评级：	买入 (首次)
当前价格：	10.96 港元
目标价格：	15.78 港元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	645.56/645.56
流通市值 (百万港元)	7,075.35
每股净资产 (元)	11.19
资产负债率 (%)	68.83
一年内最高/最低 (港元)	12.70/8.68

股价相对走势



作者

分析师：刘景瑜
执业证书编号：S0590524030005
邮箱：jyl@glsc.com.cn
分析师：邓洁
执业证书编号：S0590524040002
邮箱：dengjie@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

老龄化叠加居民保健意识增强，保健品需求端持续扩容。随着电商平台发展及消费习惯的转变，线上渠道已超越传统线下成为主要销售渠道，电商品牌 Swisse 有望充分受益。“1+3”战略下，Swisse Core 及 Swisse Plus+、Swisse Me、Little Swisse 四大品牌有望协同发展，高毛利产品放量有望提振公司整体盈利水平。

创新之处

本篇报告详细拆解了 H&H 控股的成人保健品牌 Swisse 四大细分业务，从产品定位、剂型特点、功效方向及收入体量、增速展望等方向剖析未来成长动力。

核心假设

婴童营养及护理用品：婴童业务发展较为成熟，我们预计 2024-2026 年公司婴童营养及护理用品收入同比增速分别为 2%/-1%/-2%。

成人营养及护理用品：Swisse “1+3” 战略处放量期，我们预计成人营养及护理用品业务 2024-2026 年收入同比增速分别为 13%/11%/10%。

宠物营养及护理用品：宠物品牌 Solid Gold 及 Zesty Paws 处市场导入早期，我们预计宠物营养及护理用品业务 2024-2026 年收入同比增速分别为 13%/20%/25%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 150.59/161.84/175.01 亿元，同比增速分别为 8.14%/7.47%/8.14%，归母净利润分别为 8.57/10.88/12.95 亿元，同比增速分别为 47.24%/27.03%/18.96%，EPS 分别为 1.33/1.69/2.01 元/股，3 年 CAGR 为 30.55%。根据分部估值法，公司 2024 年合理整体市值 94.43 亿元，目标价 14.62 元/股，按照 2024 年 5 月 17 日汇率，对应港币 15.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

短期，Swisse Plus+ 抗衰新品 NAD+、主品牌抗衰美容新品超光瓶及水光瓶等产品终端放量，市场反馈佳；

中长期，Swisse Plus+ 收入端持续高增，随着高毛利品牌收入占比提升，提振 ANC 业务及公司整体盈利水平。

正文目录

1. 多业务共发展，守护全家庭健康.....	5
1.1 缘起婴童护理，功于成人保健	5
1.2 股权集中，结构稳定	6
1.3 营收稳健增长，ANC 占比提升	7
2. 线上化趋势明确，行业持续扩容.....	11
2.1 我国保健品行业规模持续扩大	11
2.2 电商渠道加速发展，线上化趋势明确	13
3. 成人营养护理：“1+3”战略起步，全家庭全年龄广覆盖.....	15
3.1 Swisse Core: 家庭营养出发，延展美容新方向.....	16
3.2 Swisse Plus+: 引领高端升级，提振盈利中枢.....	19
3.3 Swisse me: 应用创新剂型，绑定年轻族群.....	20
3.4 Little Swisse: ANC 业务的最后一块拼图	22
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	23
4.1 盈利预测	23
4.2 估值与投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 健合 (H&H) 发展历程	5
图表 2: 健合 (H&H) 产品矩阵	6
图表 3: 健合 (H&H) 股权集中，结构稳定 (截至 2023 年报)	7
图表 4: 公司董事会情况梳理 (截至 2023 年报)	7
图表 5: 营收稳健增长，增速逐步提升	8
图表 6: 2018-2023 年健合 (H&H) 主营业务收入占比	9
图表 7: 2023 年健合三大业务收入占比 (单位: %)	9
图表 8: 北美市场收入占比加速提升	9
图表 9: 2023 年中国市场收入占比高达 72%	9
图表 10: 健合 (H&H) 销售毛利率及同比变动	10
图表 11: 2018-2023 年期间费用率情况.....	11
图表 12: 健合 (H&H) 归母净利润及同比增速	11
图表 13: 我国 65 岁以上人口占比持续提升 (%)	11
图表 14: 老年人的医疗保健的需求更大 (单位: %)	11
图表 15: 2023 年 618 京东健康消费者年龄分布及增速	12
图表 16: 低线城市年轻消费者成为高潜消费人群.....	12
图表 17: 中国保健品市场持续扩容 (单位: 亿元)	13
图表 18: 中国保健品人均消费额提升空间充足 (2022 年保健品人均消费额, 单位: 美元)	13
图表 19: 中国保健品人均消费额提升空间充足 (2022 年保健品人均消费额, 单位: 美元)	14
图表 20: 汤臣倍健市占率领先, 安利及 H&H 控股次之 (以 2023 年为例)	14
图表 21: Swisse 在京东及淘系平台销售额稳步提升 (单位: 亿元)	15
图表 22: “1+3”战略实现全家庭、全年龄营养健康布局.....	16
图表 23: 各品牌占国内 ANC 业务收入比重预估值	16
图表 24: SwisseCore 分为家庭营养、口服美容及护肤个护三大系列, 代表产品梳理	17
图表 25: Swisse 渗透率较高的年龄段或处 20-39 岁区间	17

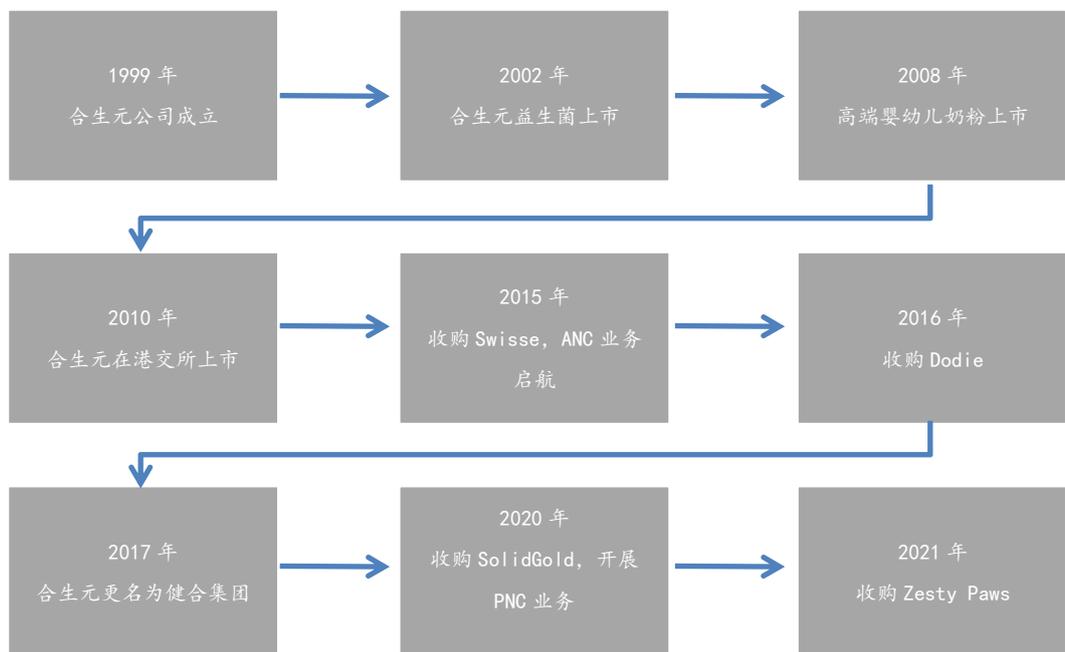
图表 26: Swisse 在女性群体中渗透率较高.....	17
图表 27: 每日服用价格对比 (元/天)	18
图表 28: Swisse Core 护肤个护系列品类包括面膜、卸妆膏、保湿霜及身体乳..	19
图表 29: SwissePlus+主要产品梳理	20
图表 30: 00 后消费者不良习惯占比统计.....	21
图表 31: Z 世代消费者保健消费中主要关注的问题.....	21
图表 32: Swisse Me 符合年轻人消费习惯.....	22
图表 33: Little Swisse 与合生元产品对比.....	23
图表 34: 公司营收测算汇总 (亿元)	23
图表 35: 可比公司估值一致预测 (单位: 人民币元)	24
图表 36: 可比公司估值一致预测 (单位: 港元)	25
图表 37: 可比公司估值一致预测 (单位: 人民币元)	25

1. 多业务共发展，守护全家庭健康

1.1 缘起婴童护理，功于成人保健

多元化经营，婴童护理、成人保健、宠物营养三大业务协同并进。健合（H&H）国际控股有限公司成立于1999年，2010年12月17日于香港交易所主板上市。2000年合生元与法国拉曼集团开展了益生菌产品的研发合作，并在2002年正式将益生菌推向市场。目前合生元已经发展成为全球领先的儿童益生菌品牌，2018年益生菌销量突破10亿。面临外资奶粉的竞争压力，合生元开始差异化探索，于2008年推出了超高端婴幼儿配方奶粉，包括合生元派星、合生元贝塔星等，同时选择母婴店作为主要的销售渠道。2015年公司收购澳洲品牌Swisse进入成人营养行业并开启国际化探索，2020年收购Solid Gold、2021年收购Zesty Paws进入宠物营养行业，自此形成婴幼儿营养护理用品（BNC）、成人营养护理用品（ANC）、宠物营养护理（PNC）三大业务齐驾并驱的业务布局。

图表 1：健合（H&H）发展历程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司现已形成全家庭营养健康布局，引领自然、健康新时尚。据 Earlydata 数据，2022 年公司成人营养品牌 Swisse 于中国内地线上维生素、草本及矿物补充剂市场排名第一；同时据 IQVIA 数据，Swisse 于澳新市场成人营养护理市场排名第二。婴童护理方面，据 Kantar Consumer Panel 数据，2022 年公司婴童护理品牌合生元旗下的益生菌产品在国内市场稳居第一；同时据 GERS 统计，配方奶粉于法国药房渠道位居有机婴幼儿奶粉第一、羊奶市场类别第一。宠物营养方面，据 Stackline 数据，

受益于零售渠道扩张及线上销售起量，2022 年公司 PNC 品牌 Zesty Paws 在美国电商渠道宠物营养补充剂品牌中位列第一；同时据 SmartPath 数据，Solid Gold 也已晋身成为中国线上高端猫粮第二大品牌。

图表 2：健合（H&H）产品矩阵



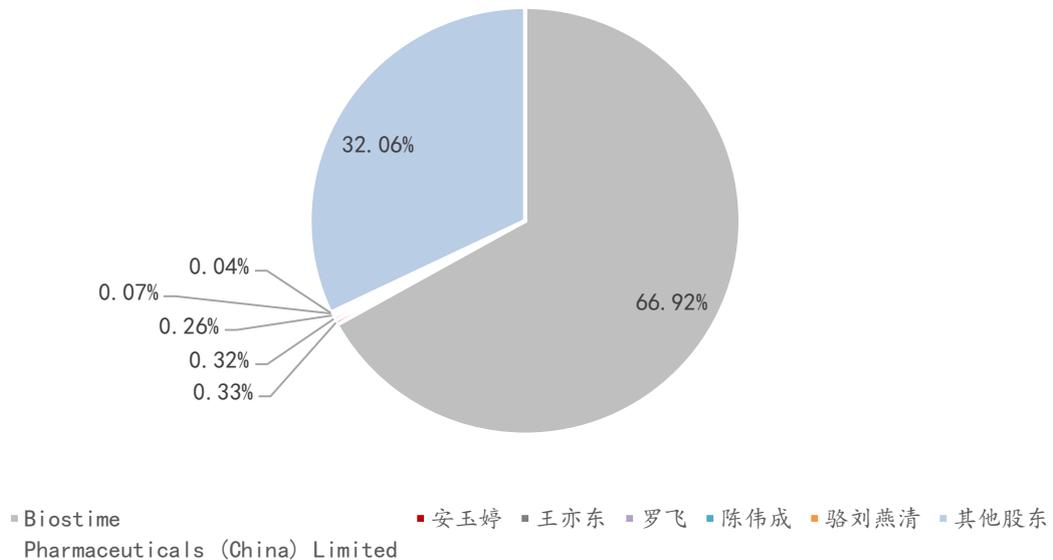
资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 股权集中，结构稳定

公司股权集中，由罗飞家族实际控制。创始人深耕生物技术领域，降维布局营养保健行业。创始人罗飞于生物技术产品行业拥有约 20 年经验，目前主要负责公司的整体策略制定及业务发展的规划，丰富的产业经验及卓越的管理能力有望为公司成长持续赋能。

截止 2023 年报，Biostime Pharmaceuticals (China) Limited 是公司第一大股东，持股 66.92%，最终控制人是罗云、罗飞兄弟。重要控制人当中罗飞、王亦东、陈伟成、骆刘燕清分别持有股份比例 0.26%、0.32%、0.07%、0.04%。

图表 3: 健合 (H&H) 股权集中, 结构稳定 (截至 2023 年报)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

集团高管外资背景居多。中国区首席执行官李凤婷 2018 年加入集团前曾在宝洁工作十年, 首席财务官、首席人才官在加入前均在全球消费品公司任职。现任董事会中, 罗飞先生主要负责公司规划整体战略及业务发展, 安玉婷女士主要负责收购投资与集团整合、国际营运, 张文会博士负责研发、产品质量把控及技术发展。

图表 4: 公司董事会情况梳理 (截至 2023 年报)

姓名	具体职务	任职年数	至今年龄	个人简历
罗飞	董事会主席, 执行董事	15	60	罗飞先生, 罗云先生的胞弟, 主要负责公司的整体企业策略、规划及业务发展。1999年8月成立广州合生元, 任总经理。2010年获委任为健合 (H&H) 执行董事、公司主席及行政总裁兼公司提名委员会主席。罗先生于2019年卸任CEO, 目前继续担任董事会主席一职。
王亦东	执行董事	7	51	王亦东先生, 拥有逾18年财务管理、会计及企业融资经验。2018年3月26日, 获委任健合 (H&H) 国际控股有限公司执行董事。
陈伟成	独立非执行董事	15	69	陈伟成先生, 负责监察及就集团之经营及管理提供独立意见。
丁远		2	56	丁远先生, 法国籍, 在财务会计、财务报表分析、企业管治及合并与收购方面有逾二十年经验。2023年1月1日获委任为健合 (H&H) 国际控股有限公司独立非执行董事。
骆刘燕清	非执行董事	5	70	骆刘燕清女士, 人力资源领袖, 推动人事及企业转型方面积逾30年经验。2020年3月24日, 骆刘燕清女士已获委任为健合 (H&H) 国际控股有限公司独立非执行董事。
Mingshu Zhao Wiggins		1	41	Mingshu Zhao Wiggins女士, 2024年获委任为健合国际控股有限公司非执行董事。
安玉婷	非执行董事	2	44	安玉婷女士, 除担任执行董事外, 安玉婷女士亦为集团的首席战略官, 主要负责集团战略、收购与投资、集团整合, 以及集团国际营运和业务发展的管理工作。2010年7月首次加入健合 (H&H) 国际控股有限公司担任国际合作总监, 晋升至集团的多个职位, 包括Swisse中国区执行总裁、集团战略与国际业务部总经理, 以及获委任为公司多间附属公司的董事。2018年3月26日被委任为健合 (H&H) 国际控股有限公司执行董事。她于2019年3月19日获委任健合 (H&H) 国际控股有限公司行政总裁; 于2023年1月1日调任为健合 (H&H) 国际控股有限公司非执行董事。
罗云		15	63	罗云先生, 罗飞先生的胞兄, 健合 (H&H) 国际控股有限公司主要股东合生元制药的董事, 同时也是公司的附属公司广州合生元、合生元健康、广州葆艾、合生元教育、Biostime Investment 及 Biostime Hong Kong 的董事。
张文会		13	59	张文会博士, 主要负责研发、产品质量监控及技术支援。

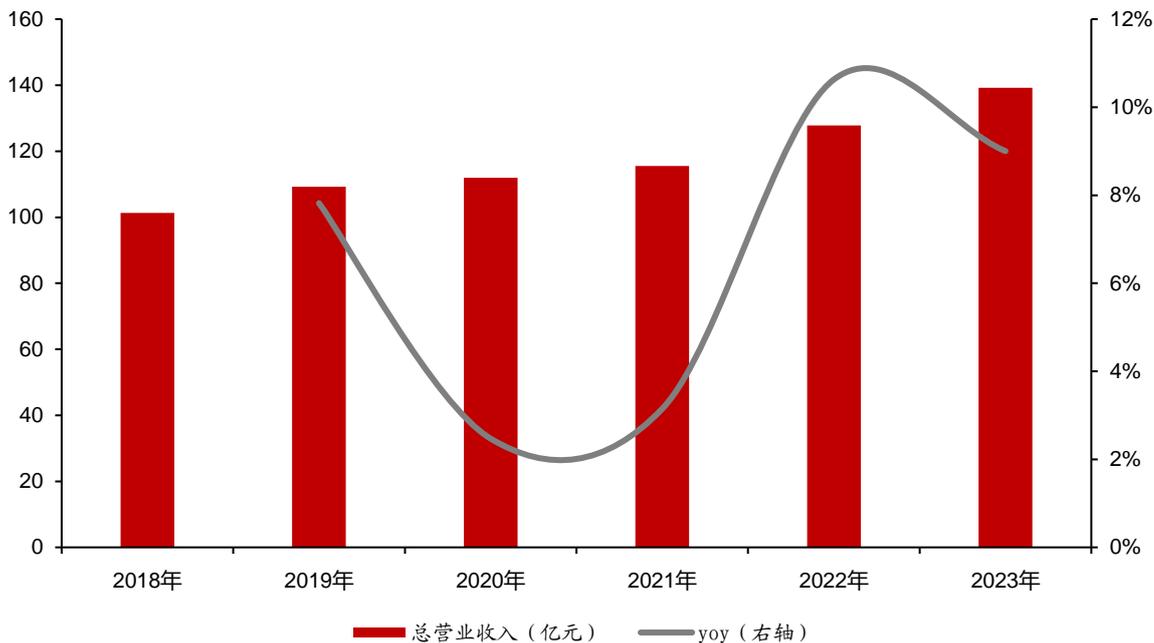
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.3 营收稳健增长, ANC 占比提升

营收稳健增长, 增速进一步提升。随着业务布局完善、渠道渗透提升, 公司营业

收入由 2018 年的 101.32 亿元增至 2023 年的 139.26 亿元，CAGR 达 6.57%。

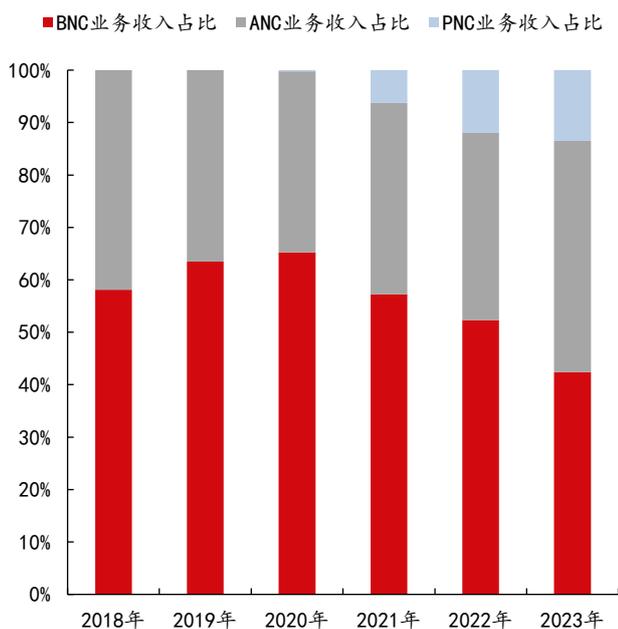
图表 5: 营收稳健增长，增速逐步提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

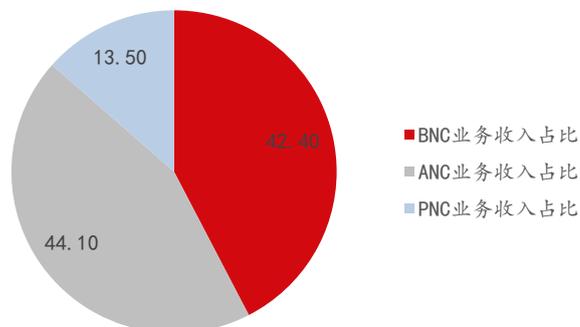
分业务来看，ANC 增长稳健，PNC 增速较快。受出生率降低等因素影响，BNC 业务收入占比由 2020 年的 65.22% 降至 2023 年的 42.40%。公司于 2015 年收购 Swisse 进入成人营养行业，近年来通过 Swisse Plus+ 奢养高端系列产品促进消费升级，通过 Swisse me 创新剂型产品持续开拓空白市场，ANC 业务营收占比由 2020 年的 34.55% 增至 2023 年的 44.10%。2020 年公司进军宠物营养市场，专注于高端宠物食品赛道，推动 Nutrient Boost 系列以及功能性零食的发展，PNC 营收占比迅速提升，从 2020 年的 0.23% 增至 2023 年的 13.50%。

图表 6: 2018-2023 年健合 (H&H) 主营业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

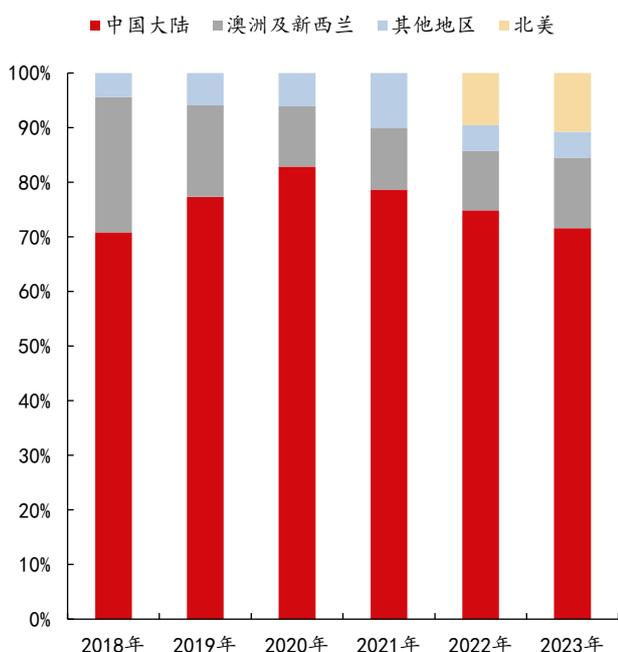
图表 7: 2023 年健合三大业务收入占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

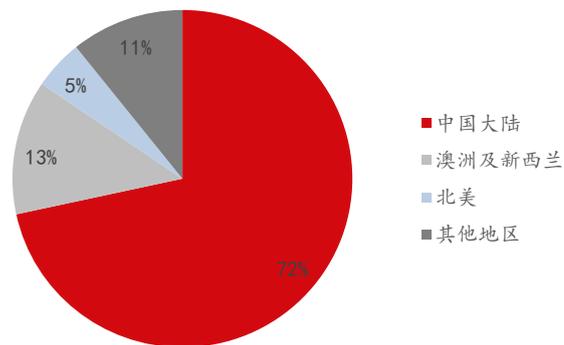
分区域来看, 中国市场贡献公司主要收入, 北美市场收入占比加速提升。中国市场为公司传统优势市场, 贡献主要收入, 2023 年收入占比超七成。公司在 2020 年底收购 SolidGold 和 2021 年收购 ZestyPaws 进军宠物营养护理市场后, 北美市场收入占比迅速提升, 由 2022 年的 9.56% 提升至 2023 年的 10.76%。

图表 8: 北美市场收入占比加速提升



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 9: 2023 年中国市场收入占比高达 72%

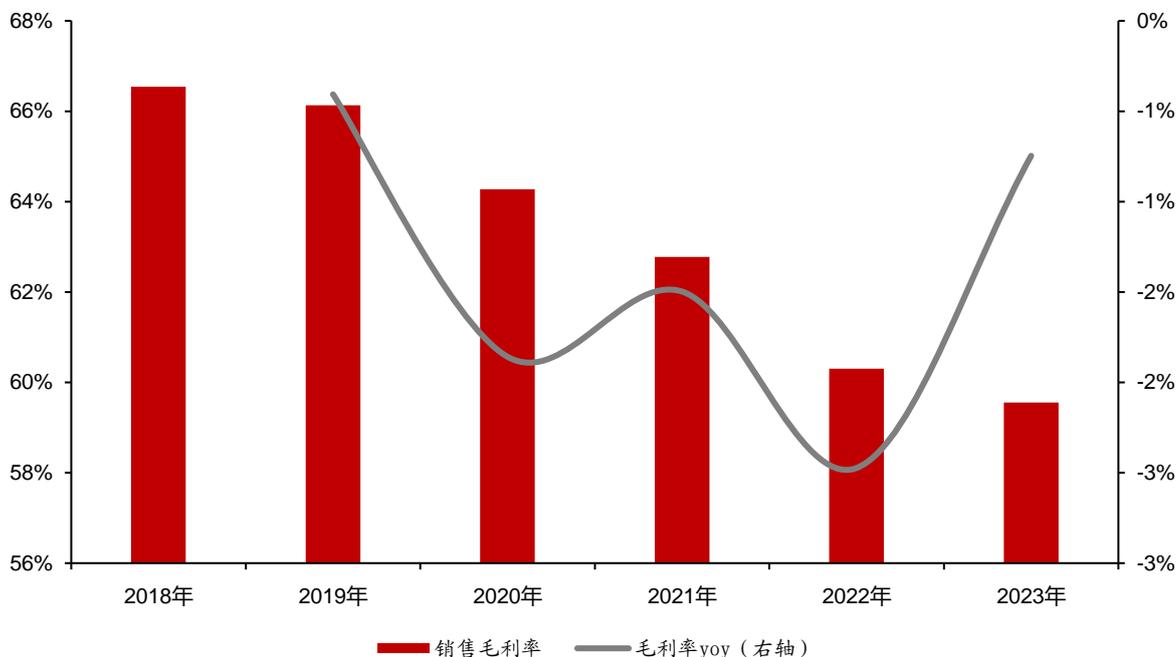


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

短期毛利率承压, 长期盈利空间较大。由于新国标转型后, 婴幼儿配方奶粉产品的存货摊销及原材料拨备增加, 叠加 PNC 业务采购成本增加等原因, 2023 年公司毛

利率同比下滑 0.75pct 至 59.56%。展望未来，随着新国标奶粉上市后逐步进入稳定期，叠加公司多项供应链优化措施逐步落地，有望逐步减轻采购成本带来的影响，不改长期盈利空间向上的趋势。

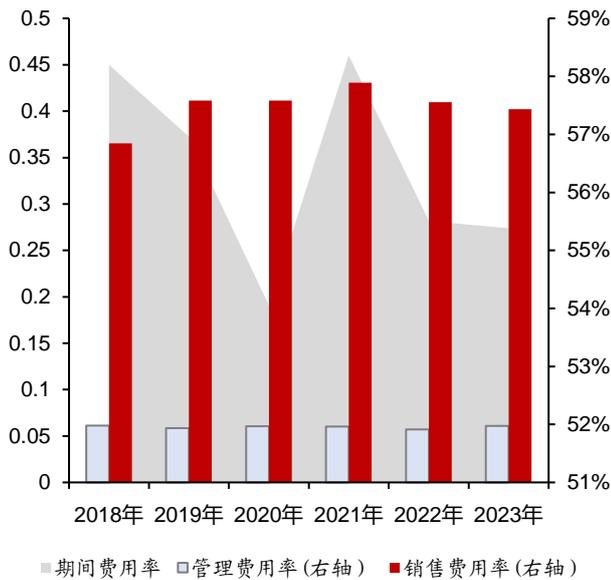
图表 10：健合（H&H）销售毛利率及同比变动



资料来源：公司公告，国联证券研究所

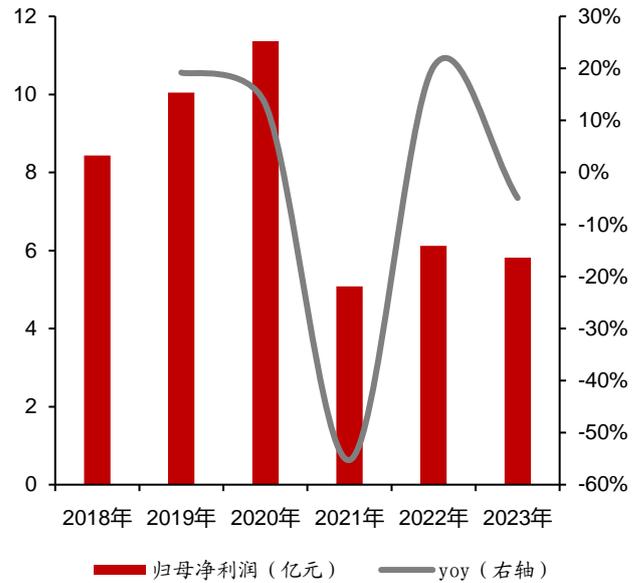
费用优化显成效，盈利水平有望迎提升。随着降本增效措施持续落地，2023 年公司的费用率为 55.38%，较 2022 年下降 0.14pct，其中销售费用率为 40.21%，较 2022 年下降 0.77pct。受奶粉业务一次性存货拨备以及商誉减值影响，2023 年公司归母净利润为 5.82 亿元，同比下滑 4.89%。但展望未来，随着产品结构高端升级以及降本增效措施持续落地，公司轻装上阵，盈利水平有望稳步提升。

图表 11: 2018-2023 年期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 12: 健合 (H&H) 归母净利润及同比增速



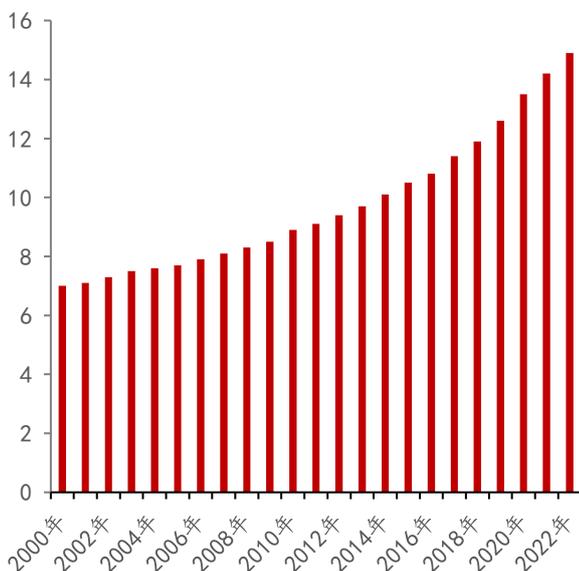
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2. 线上化趋势明确, 行业持续扩容

2.1 我国保健品行业规模持续扩大

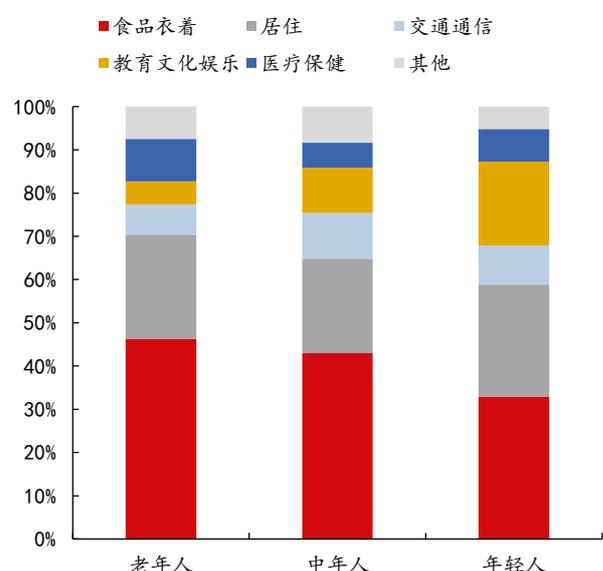
老龄化背景下, 保健品行业有望持续扩容。2022 年我国 65 岁以上人口占比达 14.9%, 据全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》, 2021-2050 年我国进入加速老龄化阶段, 伴随着 20 世纪 60 年代到 70 年代中期第二次生育高峰人群进入老年, 中国老年人口或迎来加速增长。老年人保健意识相对更强, 短期财务状况受经济影响波动小, 健康消费需求相对更有韧性。

图表 13: 我国 65 岁以上人口占比持续提升 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

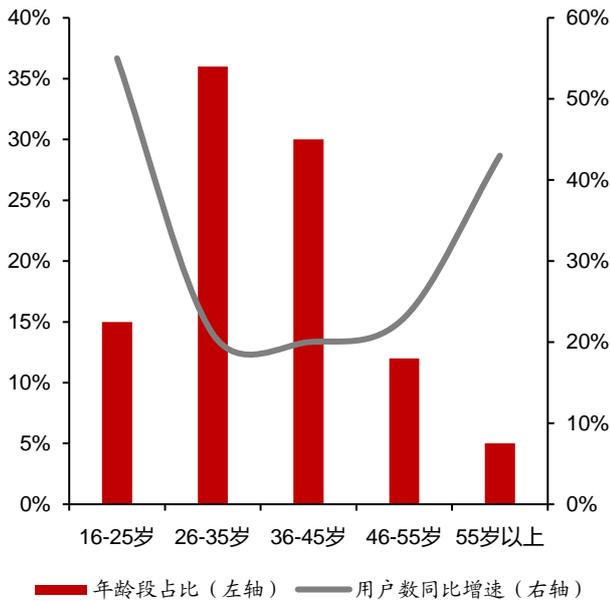
图表 14: 老年人的医疗保健的需求更大 (单位: %)



资料来源: Datayes!, 国联证券研究所

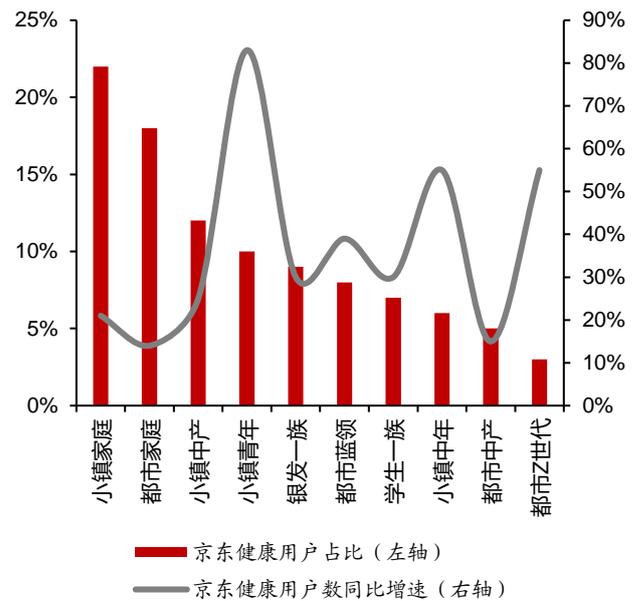
疫后居民健康意识提升，健康消费年轻化发展，地域下沉加速。据中青报对 2008 名受访者的调查显示，86.6%的受访者表示疫后保健意识明显增强，养生这一概念也不再局限于中老年群体，向 Z 世代人群拓展，据《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》，16-25 岁用户数同比增速最高，接近 60%，健康消费年轻化趋势明确。同时低线城市年轻消费者成为高潜健康消费人群，地域上下沉趋势明显。

图表 15: 2023 年 618 京东健康消费者年龄分布及增速



资料来源：第一财经，DT 研究院，京东健康《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》、国联证券研究所

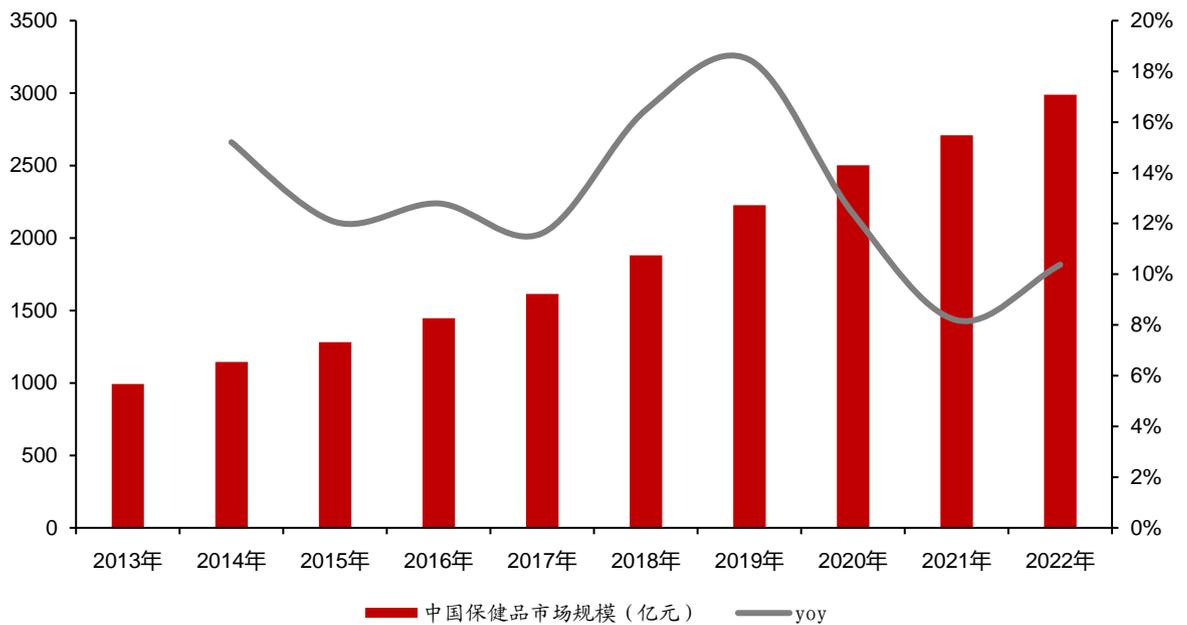
图表 16: 低线城市年轻消费者成为高潜消费人群



资料来源：第一财经，DT 研究院，京东健康《2023 年 618 健康消费及营销趋势洞察报告》、国联证券研究所

行业渗透率提高，需求端持续扩容。我国保健品市场规模由 2013 年的 993 亿元增至 2022 年的 2989 亿元左右，CAGR 达 13.03%。2013-2019 年行业规模 CAGR 为 14.41%；2020-2022 年特殊时期线下药房等消费场景受限，品牌端销售活动减少，行业规模 CAGR 降至 9.28%；展望未来，保健品属老龄化受益板块，且随着人均可支配收入增长及消费者保健意识增强，行业中长期逻辑明确，短期消费场景及销售活动恢复，行业景气度有望逐步修复。

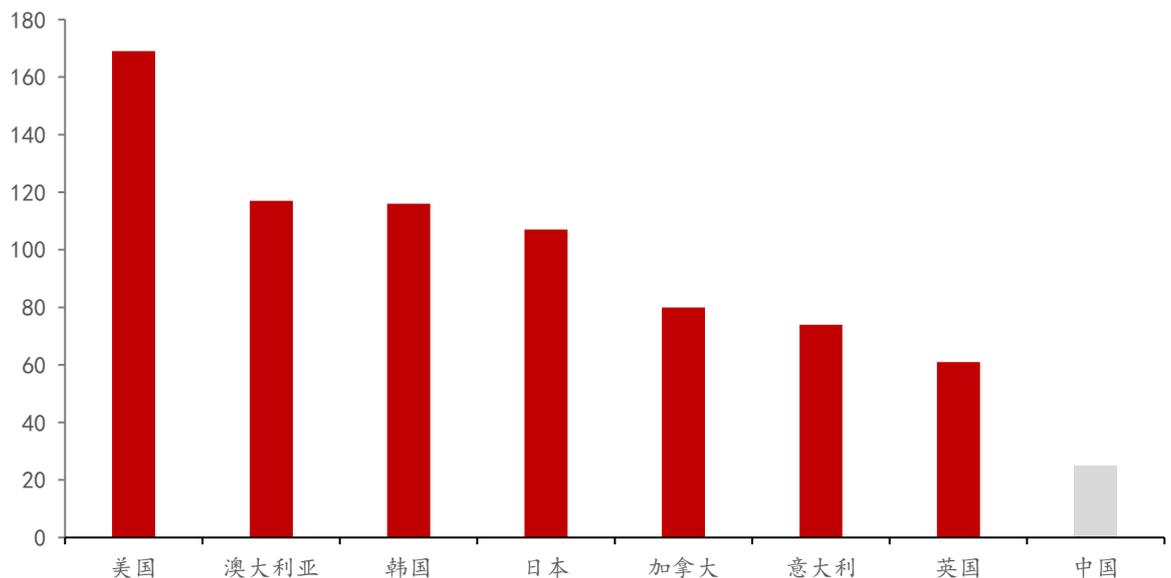
图表 17：中国保健品市场持续扩容（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询、国联证券研究所

我国保健品人均零售额对比日韩、欧美国家，提升空间较大。从人均零售额角度看，2023年我国人均零售额为25美元/人/年，而同年日本/韩国/澳大利亚/美国/英国人均零售额分别为107/116/117/169/61美元/人/年，我国提升空间较大。

图表 18：中国保健品人均消费额提升空间充足（2022年保健品人均消费额，单位：美元）



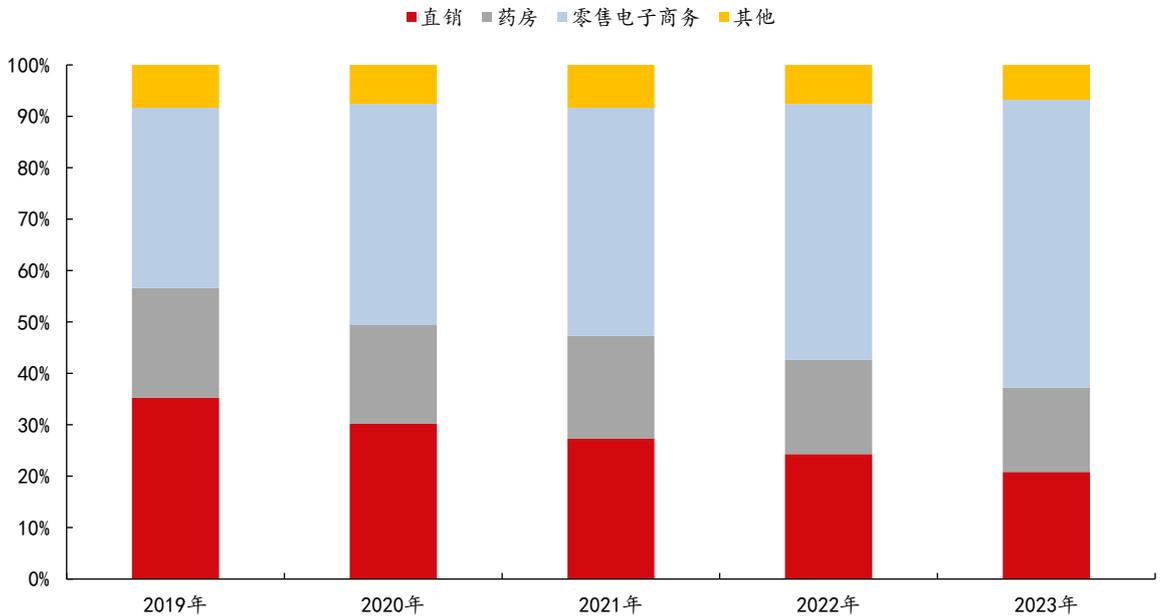
资料来源：仙乐健康公告、国联证券研究所

2.2 电商渠道加速发展，线上化趋势明确

线上渠道加速扩张，零售电商已超越传统线下成为主要销售渠道。随着电商平台发展及居民消费习惯改变，保健品行业线上渠道销售占比由2019年的35%稳步提

升，至 2023 年零售额占比达 56%，已超越传统线下成为主要销售渠道，而直销及药房渠道份额进一步收缩。

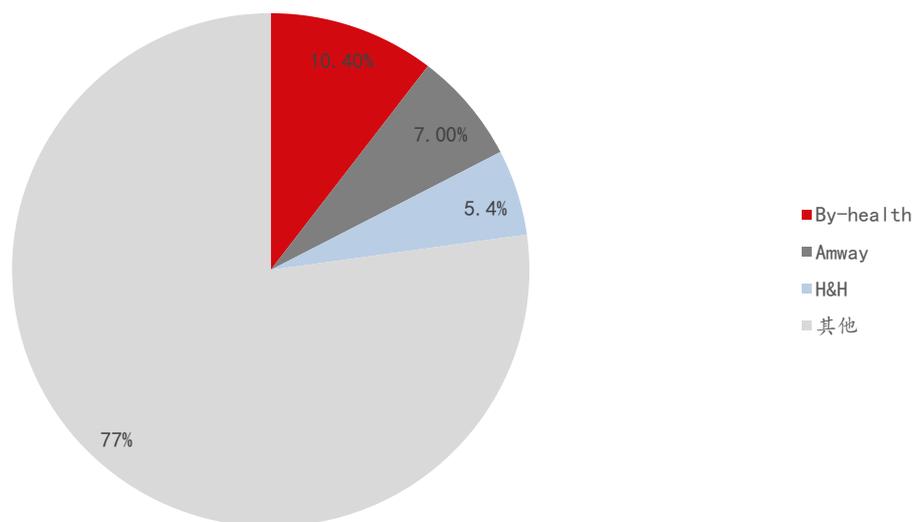
图表 19：中国保健品人均消费额提升空间充足（2022 年保健品人均消费额，单位：美元）



资料来源：仙乐健康 E 立方仿生增效技术平台发布会、国联证券研究所

从 VDS 行业市占率角度看，汤臣倍健领先，安利及 H&H 控股 (Swisse) 次之。由于零售电商渠道市场份额加速提升，电商品牌 Swisse 市占率稳步提升，2023 年市占率达 5.4%，而汤臣倍健则稳居行业龙头位置，2020 年后市占率维持在 10% 以上。

图表 20：汤臣倍健市占率领先，安利及 H&H 控股次之（以 2023 年为例）

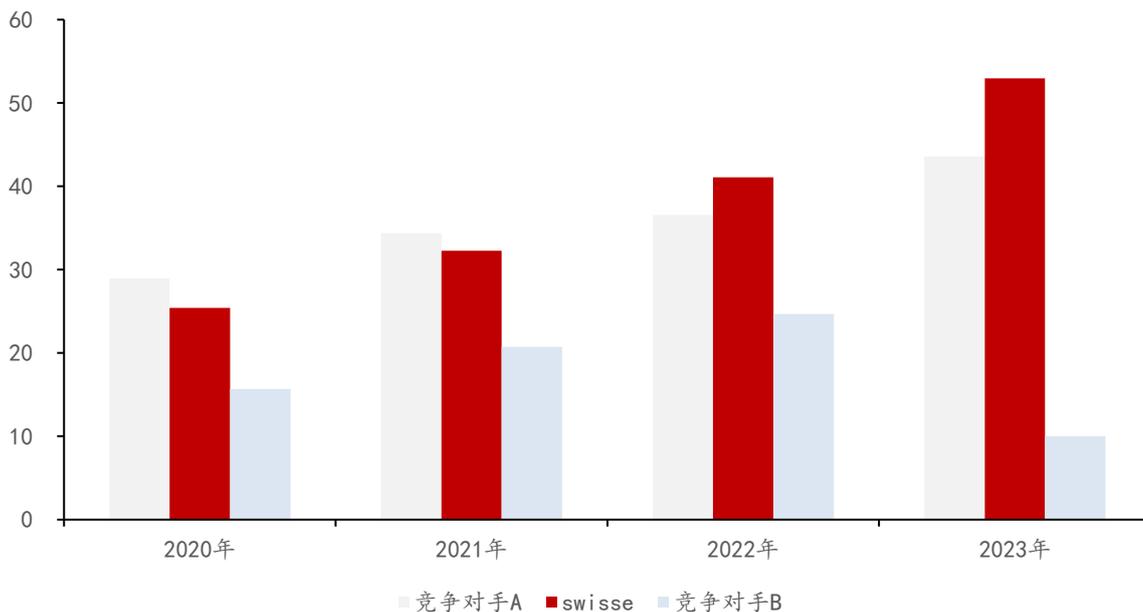


资料来源：汤臣倍健公告、国联证券研究所

Swisse 在线上淘系及京东平台销售额持续提升。据魔镜平台数据，2022 年开始 Swisse 在京东及淘系平台销售额稳步提升，2023 年淘系及京东平台销售额已达 53.0

亿元。

图表 21: Swisse 在京东及淘系平台销售额稳步提升 (单位: 亿元)

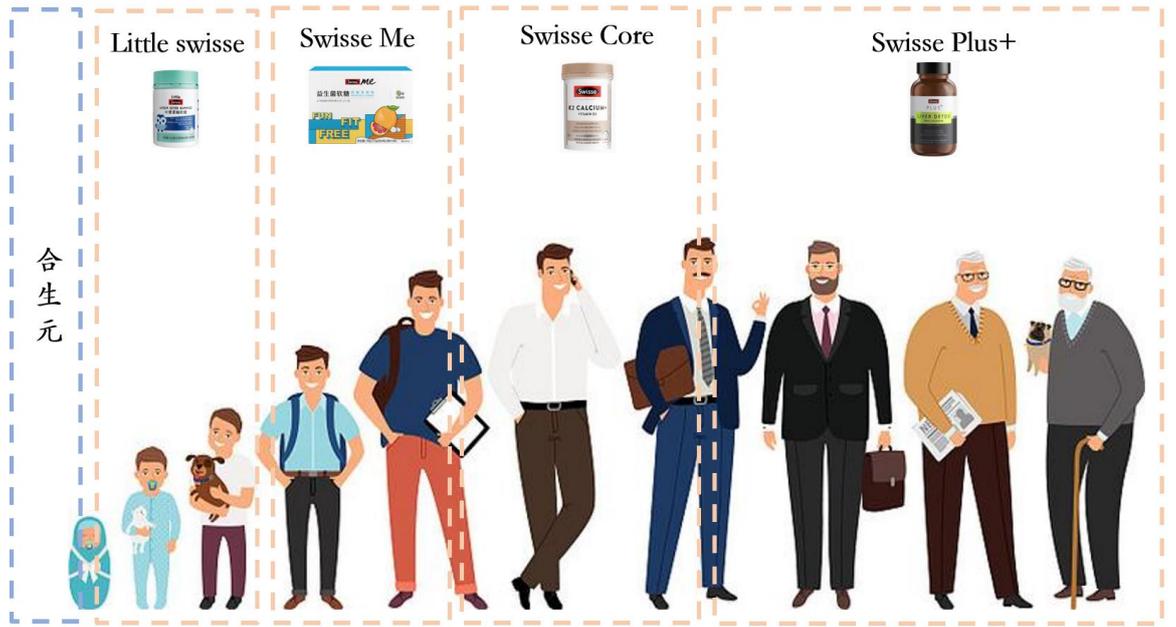


资料来源: 魔镜数据、国联证券研究所

3. 成人营养护理: “1+3” 战略起步, 全家庭全年龄广覆盖

H&H 控股于 2015 年收购澳洲品牌 Swisse 进军成人营养护理行业, 现已形成全家庭、全年龄营养健康布局。“1+3”的品牌策略下, 公司的成人营养护理业务从 Swisse Core 主品牌出发, 上下延伸出三个子品牌 Swisse Plus+、Little Swisse 及 Swisse Me。其中 Swisse Plus+ 主要针对 35-50 岁以上的成熟精英人群, 用材高端、功效性强; Swisse Me 针对 25 岁以下的年轻族群, 产品以软糖及直饮粉剂等创新剂型为主, 口味丰富、便于携带、即食性强。从主品牌分离出的 Little Swisse 主要覆盖青少年群体, 填补了原有的空白市场。产品端而言, 截至 2023 年报公司于一般贸易渠道共有 55 款 SKU, 其中有蓝帽子产品数量达 21 个, 覆盖市场热销产品, 有望为线下渠道的拓展赋能。

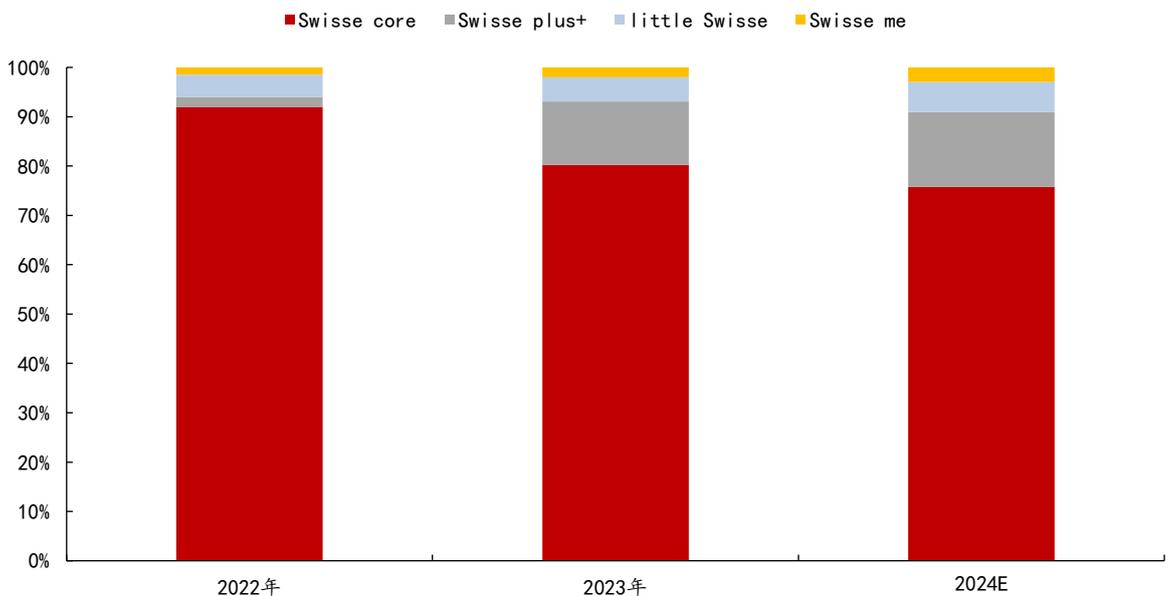
图表 22: “1+3” 战略实现全家庭、全年龄营养健康布局



资料来源: 公司官网、国联证券研究所

分品牌来看, 主品牌 Swisse Core 收入占比最高, Swisse Plus+ 增速较快。Swisse Core 分为家庭营养、口服美容及护肤个护三大系列, 占公司国内 ANC 业务收入比重约八成。高端奢养品牌 Swisse Plus+ 于 2022Q3 上市, 2023 年占国内 ANC 占比突破 10%, 我们预计 2024 年收入增速有望延续双位数高增。

图表 23: 各品牌占国内 ANC 业务收入比重预估值



资料来源: 公司公告、国联证券研究所

3.1 Swisse Core: 家庭营养出发, 延展美容新方向

Swisse Core 分为家庭营养、口服美容及护肤个护三大系列, 品牌内部新老迭代明确。公司从家庭营养系列的膳食营养补充剂出发, 向口服美容方向如胶原水光片、

超光瓶、美白丸及抗糖丸等产品以及护肤个护类面膜、磨砂膏及卸妆膏等新品类延展。

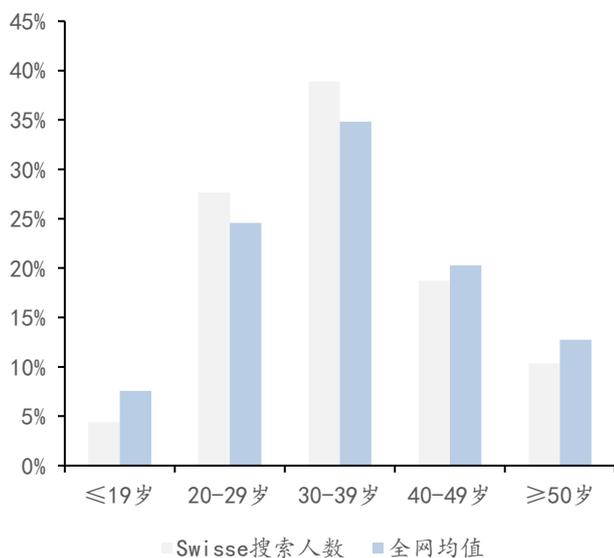
图表 24: SwisseCore 分为家庭营养、口服美容及护肤个护三大系列，代表产品梳理

Swisse Core 主品牌								
	家庭营养			口服美容			护肤个护	
代表单品	复合维生素片	柠檬酸钙	奶蓟草护肝片	胶原蛋白片	超光瓶	葡萄籽烟酰胺片	抗糖丸	蔓越莓清洁面膜
图片								
成分功效	45种营养素 提振能量、 提高免疫、 加速代谢	钙+维生素D 强健骨骼、缓 解脱发焦虑	姜黄洋蓟 调理肠胃、 净化肝胆、 阻抗氧化	小分子胶 原蛋白肽 锁水补水 、提弹淡 纹、修护 泛红	麦角硫 因、玻 尿酸 抗衰锁 水、提 弹紧致 、重塑 轮廓线	烟酰胺、花青 素 抵御紫外线、 滋养气色、亮 肤美白	维C铬锌 修护糖化 皮肤，减 少胶原蛋白 流失	蔓越莓粉、白 柳树皮等 毛孔紧致、清 洁去角质，净 化黑头
定位人群	分别针对男/ 女性消费者	中老年、孕妇 等需钙人群	熬夜、应酬 人群	锁水护肤 需求女性	抗衰需 求女性	护肤美白需求 女性	抗衰护肤 需求女性	清洁面部需求 女性
零售价 (元)	249.00	142.00	164.50	269.00	349.00	202.00	269.00	99.00
每日服 用价格 (元)	2.08	2.37	2.74	26.90	34.90	2.24	8.97	-

资料来源：公司官网、京东海外旗舰店、京东海外自营店、国联证券研究所

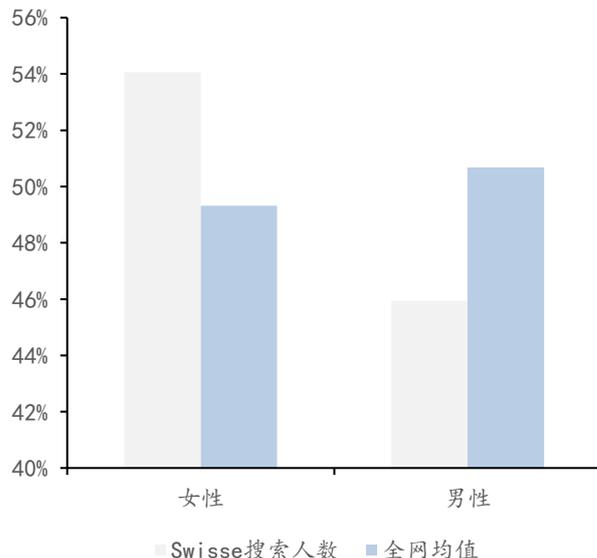
口服美容新品市场反馈佳，有望带动品牌盈利中枢上行。根据百度指数数据，Swisse 主要客群画像或为 20-39 岁区间女性消费者，口服美容系列贴近主要客群需求，产品定位上更细分，如锁水补水的“水光瓶”、打造轮廓线的“超光瓶等，终端表现较为突出，23Q4 上市的超光瓶在 2023 年双十一期间 GMV 高达 776 万，超光瓶、胶原蛋白水光瓶销量位居全平台第一。

图表 25: Swisse 渗透率较高的年龄段或处 20-39 岁区间



资料来源：百度指数、国联证券研究所

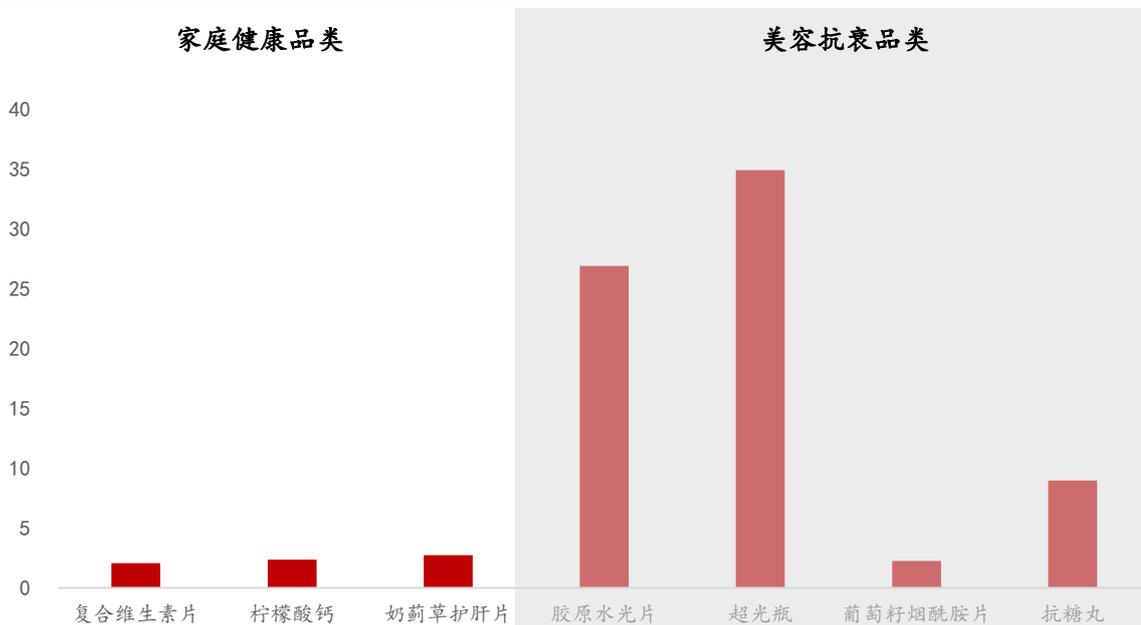
图表 26: Swisse 在女性群体中渗透率较高



资料来源：百度指数、国联证券研究所

从每日服用价格角度出发，美容抗衰类新品每日服用单价水平较高，我们预计随着口服美容系列及高毛利新品的放量，主品牌整体盈利空间有望逐步释放。

图表 27：每日服用价格对比（元/天）



资料来源：京东海外旗舰店、京东海外自营店、国联证券研究所

尝试个护领域布局，有望赋能主业发展。公司在保健品领域深耕多年，原料、配方技术优势显著，叠加“自然、健康”的品牌调性，有望为其个护领域的布局奠基。公司个护领域布局涵盖身体乳、面膜、磨砂膏、卸妆膏及保湿霜等品类，功效上强调温和舒缓，敏感肌适配性强。

图表 28: Swisse Core 护肤个护系列品类包括面膜、卸妆膏、保湿霜及身体乳

Swisse Core 个护领域布局						
产品类型	产品名称	图片	核心成分	主要功效	零售价(元)	规格
身体乳	血橙烟酰胺保湿身体乳		烟酰胺、角鲨烷、牛油果树脂	身体肌肤保湿	89	250ml
	复合玻尿酸透润面膜		玻尿酸、烟酰胺、海洋胶原蛋白、二裂酵母	面部肌肤保湿	119	140g/5片
面膜	净彻清洁面膜		碳粉、高岭土、麦卢卡蜂蜜、库拉索芦荟叶水、角鲨烷	清理黑头、皮肤保湿	109	140g
			高岭土、库拉索芦荟叶水、7种纯草本	清理黑头、皮肤保湿、提亮肤色	109	140g
磨砂膏	血橙烟酰胺身体磨砂膏		血橙、烟酰胺	温和祛角质、细滑柔肤	99	180g
卸妆膏	净彻卸妆膏		柠檬巴毫叶、彼得松薄子木油、角鲨烷、黄金洋甘菊	温和卸妆、净澈油脂、敏感肌适用	185	100g
保湿霜	修护保湿霜		羟基积雪草甙、百桦树皮提取物、林生玄参提取物、角鲨烷	修护舒缓、水润保湿	129	48ml

资料来源: 公司官网、国联证券研究所

3.2 Swisse Plus+: 引领高端升级, 提振盈利中枢

主打细胞级奢养, 承接主品牌进阶性需求。Swisse Plus+品牌定位 35-50 岁精英人群, 产品原料更高端、营养素功效性更强, 主要产品有抗衰概念产品 NAD+焕活、能量瓶, 护肝产品奶蓟草片、护理心血管健康的红曲片、护脑的 PQQ 脑黄金以及调节幽门螺旋杆菌的 Pylopass 益生菌产品。其中京东评价数较高的为护理心血管、护脑及护肝产品, 中老年及消费力强而生活不规律的精英白领或为目标群体。

图表 29: SwissePlus+主要产品梳理

	抗衰		护肝	护理心血管	护脑	益生菌
产品名称	NAD+细胞焕活瓶	NAD+细胞能量瓶	奶蓟草净肝片	胆固醇胶囊 /红曲片	PQQ+DHA 深海鱼油胶囊	pylopass 益生菌
图片						
成分功效	专利小分子NR# 水光紧致、亮泽 淡纹、提高皮肤 弹性	专利小分子NR# 补充精力；延缓大 脑、关节、肌肉衰 老；提升机能	70倍姜黄洋 菊甘草 护肝净肝去油 、调理肠胃	红曲米 维持健康的 胆固醇水 平，维养血 脂、心血管 健康	PQQ脑黄金 +DHA 呵护眼脑，提 高注意力、认 知及记忆力， 提升休息质 量，减少焦虑	Pylopass™ 罗 伊氏乳杆菌 减少幽门螺旋 杆菌，缓解恶 心腹胀现象； 支持肠胃粘膜 健康
针对人群	成年女性为主	成年男性为主	熬夜、喝酒、 外卖人群	中老年	用脑人群 (成年人)	幽门螺旋杆菌 患者； 肠胃功能调节 需求人群
每日服用价 格(元/天)	53.27	26.63	6.65	13.30	14.35	14.35

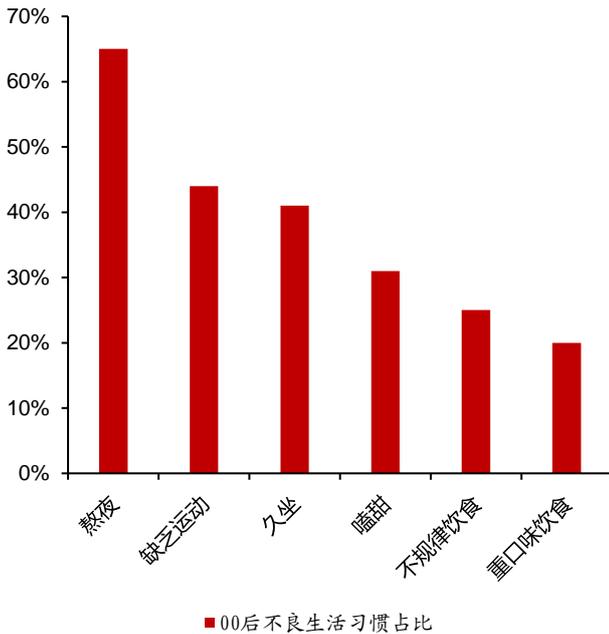
资料来源：京东海外自营店、京东海外旗舰店、国联证券研究所

Swisse Plus+于 2022Q3 上市，终端表现亮眼，收入体量迅速提升。根据独立数
据供应商 EarlyData 的研究统计，截至 2023 年报，Swisse Plus+中的 NAD+系列在同
类产品中排名第二，抢占极高市场份额，而 Swisse 净肝片则继续保持其在中国内地
电商市场高端药分部的领先地位。据公司公告，2023 年 Swisse Plus+凭借其较高的
盈利能力，在中国内地 ANC 分部的收入占比达双位数，我们预计 2024 年品牌收入有
望延续双位数高增。同时作为高端升级品牌，Swisse Plus+品牌毛利率显著高于主品
牌，收入占比提升有望带来 ANC 业务盈利空间持续释放。

3.3 Swisse me: 应用创新剂型，绑定年轻族群

Swisse Me 主要覆盖 12-25 岁年轻消费群体。从需求端看，据丁香医生《2023 年
国民健康洞察报告》，熬夜、缺乏运动、久坐及嗜甜为 00 后年轻消费者主要不良习
惯。从消费诉求上看，据库润数据发布的《2023Z 世代养身保健趋势洞察报告》，除
了效果及原料成分，口感已成为 Z 世代消费者考量的第四大因素，占比高达 41.6%。

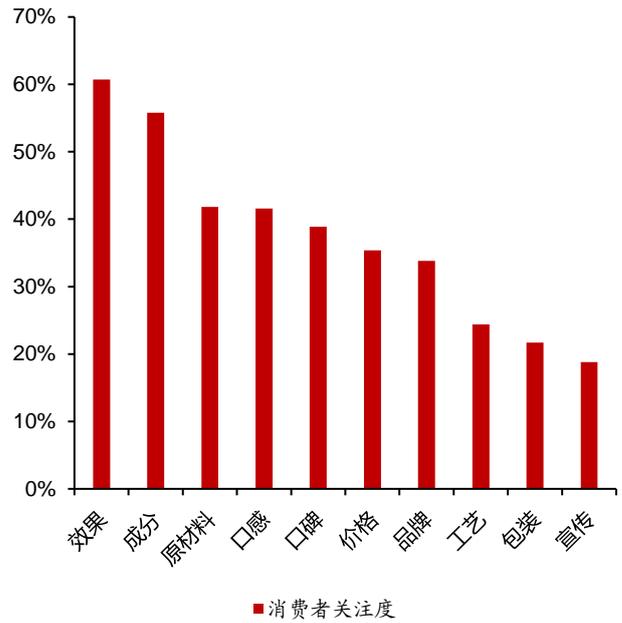
图表 30: 00 后消费者不良习惯占比统计



■ 00后不良生活习惯占比

资料来源: 丁香医生《2023 年国民健康洞察报告》、国联证券研究所

图表 31: Z 世代消费者保健消费中主要关注的问题



■ 消费者关注度

资料来源: 库润数据《2023Z 世代养身保健趋势洞察报告》、国联证券研究所

Swisse Me 品牌在产品设计及用法功效上则更为贴合年轻消费者的需求。功效上, 该品牌更侧重护眼护肝、调节情绪、调理肠道、减肥瘦身、提振精力及护理皮肤。同时, 零糖健康、方便即食、易于携带、口感丰富、剂量较小而单价较低均为该品牌主要特点, 剂型应用上, 新剂型软糖、直饮粉、微泡片应用较为普遍, 注重口感及即食性。年轻消费者粘性较低、爱好尝新、不易坚持, 而该品牌单价低、剂量小的特点或进一步降低了消费者尝新成本, 用丰富的 SKU 对冲了单个产品粘性较低的风险。

Swisse Me 于 2021 年登陆中国市场, 市场导入前期以私域销售为主; 展望未来, 随着品牌进入一般贸易渠道、产品渗透率提升, 终端销售规模起量, 品牌毛利率有望持续优化, 我们预计 2024 年品牌收入端有望实现双位高增, 为 ANC 业务发展持续赋能。

图表 32: Swisse Me 符合年轻人消费习惯

产品名称	图片	核心有效成分	产品定位	产品特点	食用建议	每罐规格 (片)	单价 (元)	单价 (元/粒)
1 叶黄素酯软糖		叶黄素酯	追剧多屏、复习考试、户外运动日晒人群	科学营养配比，零糖解馋，缓解蓝光辐射问题	咀嚼	30	110.5	3.68
2 朝鲜蓟直饮粉固体饮料		朝鲜蓟	熬夜人群	零脂解馋，夜生活搭档，便携	直接使用或冲泡饮用	20	120.5	6.03
3 益生菌软糖		凝结魏茨曼氏菌 BC30	肠道不佳人群	零糖解馋，富含益生菌，便携	咀嚼	60	104	1.73
4 γ-氨基丁酸夹心软糖		γ-氨基丁酸	夜晚情绪焦虑、失眠晚睡人群	零糖解馋，放松心情，便携	咀嚼	30	110.5	3.68
5 白芸豆直饮粉		PHASE2白芸豆提取物	喜好碳水甜食，办公室久坐摄入大于消耗，健身易放纵人群	控食欲，阻断碳水消化吸收，排油腻	温水冲调饮用或直接饮用	14	99	7.07
6 白芸豆直饮粉 (旧款)		PHASE2白芸豆提取物	喜好碳水甜食，办公室久坐摄入大于消耗，健身易放纵人群	控食欲，阻断碳水消化吸收，排油腻	温水冲调饮用或直接饮用	14	119	8.50
7 柠檬酸钙维生素D软糖		胶原蛋白肽、透明质酸钠	皮肤状态不佳人群	零糖解馋，上镜肌好搭档，便携	咀嚼	60	110.5	1.84
8 复合维生素矿物质软糖		维生素D	饮用碳酸咖啡，久坐不运动，高油盐饮食以及户外运动等缺钙人群	健康解馋，高钙易吸收，便携	咀嚼	45	125.5	2.79
9 复合维生素牛磺酸微泡片		11种复合维生素，4种矿物质	上班缺乏活力，运动缺乏营养，发肤质量欠佳人群	零糖解馋，焕发元气状态，便携	咀嚼	40	102	2.55
10 II型胶原蛋白钙微泡片		复合维生素，牛磺酸	运动人群，工作疲劳人群	提升耐力水平，提振精神	含食	36	39	1.08
11 口香益生菌微泡片		II型胶原蛋白钙骨粉	运动人群，办公久坐人群	保持灵活行动力，灵活关节，零糖不怕胖，便携，新颖口感	咀嚼或含食	36	112	3.11
		3种益生菌	希望改善口气人群	改善口腔异味，长效保持口气清新，守护口腔状态，便携	含食	21	79	3.76

资料来源：京东海外自营店、京东海外官方旗舰店、国联证券研究所

3.4 Little Swisse: ANC 业务的最后一块拼图

Little Swisse 为公司 ANC 业务的最后一块拼图，自此打通合生元与 Swisse 的产品通道。H&H 控股旗下婴童护理品牌合生元主要覆盖 0-3 岁婴幼儿年龄段，Swisse Me 主要覆盖 12-25 岁青少年消费者，2021 年 Little Swisse 从主品牌 Swisse Core 中正式分拆，填补了 3-12 岁幼儿的空白市场。从需求端来看，婴童保健产品多为母亲代为购买，3-12 岁年龄段的幼童对应的母亲多为八零、九零后，正好为主品牌 Swisse Core 的主力消费群，而由于婴童保健品更需强大的品牌背书，主品牌良好的消费者基础及品牌力有望为幼童市场的拓展奠基。

Little Swisse 与合生元产品功效性质较为类似，主要为护眼、护脑及增强免疫力，而 Little Swisse 由于覆盖儿童的年龄段更大，较合生元新增补钙促进骨骼

发育方面功效。

Little Swisse 自 2021 年从主品牌 Swisse Core 中分离出来，我们预计随着与主品牌的全家庭联动效应增强，品牌体量有望逐步增长。

图表 33: Little Swisse 与合生元产品对比

	产品名称	图片	针对人群	有效成分	主要功效	每日服用剂量 (片)	每罐规格 (片)	每罐单价 (元)	单价 (元/片)	每日服用价格 (元/天)
Little Swisse	儿童K2钙		2-12岁	柠檬酸钙	补充骨骼必需营养	2	60	142	2.367	4.733
	儿童复合维生素		2-12岁	各类维生素	提升身体的自护力和防御力	1	60	142	2.367	2.367
	儿童DHA鱼油		2-12岁	DHA+EPA	呵护眼脑，双眸发亮	1	60	152	2.533	2.533
	儿童叶黄素酯软糖		3-12岁	叶黄素酯	对眼睛起到保护作用	2	45	150	3.333	6.667
合生元	婴童益生菌		0-3岁	婴儿双歧杆菌	四大菌种呵护婴幼儿肠道	2	60	386	6.433	12.867
	婴童乳铁蛋白		0-3岁	乳铁蛋白	降低有害菌的粘附力	1	30	348	11.600	11.600
	婴童DHA/鱼肝油		0-3岁和孕妇	DHA+ARA	有助于眼脑发育	1	40	218	5.450	5.450
	婴童叶黄素		0-3岁	叶黄素酯	营养稳定好吸收，呵护眼睛	2	40	218	5.450	10.900

资料来源：京东海外自营店、京东海外官方旗舰店、国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

老龄化叠加居民保健意识增强，保健品需求端持续扩容。随着电商平台发展及消费习惯转变，线上渠道已超越传统线下成为主要销售渠道，电商品牌 Swisse 有望充分受益。“1+3”品牌战略下，Swisse Core 及 Swisse Plus+、Swisse Me、Little Swisse 有望协同发展，高毛利产品放量有望打开公司中长期盈利空间。

收入预测：老龄化背景下，保健品需求端持续扩容。公司成人护理品牌 Swisse “1+3”战略起步，全家庭、全年龄、广覆盖，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 150.59/161.84/175.01 亿元，同比增速分别为 8.14%/7.47%/8.14%。

业绩预测：随着高毛利品牌 Swisse Plus+收入占比持续提升，公司毛利率有望稳步提高。同时随着降本增效措施持续推进，公司费用水平或进一步优化。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 60.47%/60.66%/60.77%，归母净利润分别为 8.57/10.88/12.95 亿元，同比增速分别为 47.24%/27.03%/18.96%，EPS 分别为 1.33/1.69/2.01 元/股，3 年 CAGR 为 30.55%。

图表 34: 公司营收测算汇总 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	-------	-------	-------

营业收入合计	128	139	151	162	175
YOY	11%	9%	8%	7%	8%
毛利率	60%	60%	60%	61%	61%
婴幼儿营养及护理用品 (BNC)					
收入	67	59	60	59	58
YOY	1%	-12%	2%	-1%	-2%
成人营养及护理用品 (ANC)					
收入	46	61	69	77	85
YOY	8%	35%	13%	11%	10%
宠物营养及护理用品 (PNC)					
收入	15	19	21	25	32
YOY	111%	23%	13%	20%	25%

资料来源：iFinD、公司公告、国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们预计公司 2024–2026 年营业收入分别为 150.59/161.84/175.01 亿元，同比增速分别为 8.14%/7.47%/8.14%，归母净利润分别为 8.57/10.88/12.95 亿元，同比增速分别为 47.24%/27.03%/18.96%，EPS 分别为 1.33/1.69/2.01 元/股，3 年 CAGR 为 30.55%。

分部估值：公司业务分为成人保健、婴童护理及宠物营养三大块，各业务特征及发展阶段不同，我们根据公司 ANC、BNC、PNC 三大板块分部给予估值。

成人保健：我们选取与公司经营模式相近的汤臣倍健、华润医药作为可比公司，2024 年平均 PE 约为 11.03 倍。2024 年保健品行业终端需求高基数情况下有所承压，以及考虑到 A 股及港股市场流动性差异，我们给予公司成人保健业务 2024 年 PE 目标值 11 倍。我们预计 2024 年成人保健业务利润约 3.95 亿，对应 2024 年市值 43.44 亿元。

图表 35：可比公司估值一致预测（单位：人民币元）

可比公司	代码	市值（亿元）	股价（元）	EPS			PE (X)		
				2024	2025	2026	2024	2025	2026
华润医药	3320.HK	360	5.73	0.73	0.81	0.85	7.87	7.04	6.78
汤臣倍健	300146.SZ	266	15.64	1.10	1.24	1.38	14.18	12.61	11.34
平均值							11.03	9.83	9.06

资料来源：iFinD、国联证券研究所。注：股价为 2024 年 5 月 16 日收盘价，EPS 为 iFinD 一致预测。华润医药市值及股价单位港元，按 2024 年 5 月 17 日汇率换算为人民币元。

婴童护理:随着新国标产品于 2023 年 11 月底陆续上市后, 我们预计 2024 年奶粉业务有望边际修复, 但中长期需求端或仍有承压。我们选取与公司奶粉经营模式相近的蒙牛乳业、中国飞鹤作为可比公司, 2024 年平均 PE 约为 10.55 倍, 鉴于公司奶粉业务主要针对婴童群体, 与飞鹤的业务模式更为相近, 我们给予公司 2024 年 PE 目标值 10 倍。我们预计 2024 年婴童护理业务利润约 3.42 亿, 对应 2024 年市值 34.15 亿元。

图表 36: 可比公司估值一致预测 (单位: 港元)

可比公司	代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	EPS			PE (X)		
				2024	2025	2026	2024	2025	2026
蒙牛乳业	2319.HK	656.00	16.82	1.55	1.72	1.84	10.88	9.77	9.15
中国飞鹤	6186.HK	410.00	4.56	0.45	0.47	0.48	10.22	9.66	9.44
平均值							10.55	9.72	9.30

资料来源: iFinD、国联证券研究所。注: 股价为 2024 年 5 月 16 日收盘价, EPS 为 iFinD 一致预测。

宠物营养:我们选取与公司业务领域相近的路斯股份、源飞宠物作为可比公司, 2024 年平均 PE 约为 14.04 倍, 考虑到公司宠物营养业务以海外为主, 国内市场扬帆起航, 我们给予公司 2024 年 PE 目标值 14 倍。我们预计 2024 年宠物营养业务利润约 1.20 亿元, 对应 2024 年市值 16.85 亿元。

图表 37: 可比公司估值一致预测 (单位: 人民币元)

可比公司	代码	市值 (亿元)	股价	EPS			PE (X)		
				2024	2025	2026	2024	2025	2026
路斯股份	832419.BJ	9.20	8.90	0.83	1.04	1.21	10.78	8.52	7.33
源飞宠物	001222.SZ	26.00	13.90	0.80	0.90	0.95	17.29	15.38	14.58
平均值							14.04	11.95	10.96

资料来源: iFinD、国联证券研究所。注: 股价为 2024 年 5 月 16 日收盘价, EPS 为 iFinD 一致预测

综合各业务板块, 我们给予公司 2024 年合理市值 94.43 亿元, 对应目标价 14.62 元。

投资建议: 根据分部估值法, 公司 2024 年合理整体市值 94.43 亿元, 目标价

14.62 元/股，按照 2024 年 5 月 17 日汇率，对应港币 15.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

产品质量和食品安全风险。公司产品众多，涉及原材料采购、生产、运输等多个环节，如若原材料采购或生产等环节出现质量不稳定等问题，或对公司商誉、终端销售造成负面影响。

原料价格上涨风险。如若公司上游原材料价格上涨，或带来成本端压力，对公司业绩造成负面影响。

市场竞争加剧的风险。近年来许多药企纷纷布局保健品赛道，且线上渠道无“蓝帽子”壁垒，给予更多细分品类新品牌更多弯道超车的机会，或对公司消费者造成分流，影响公司销售及收入水平。

跨市场选可比公司的风险。由于相近业务的可比公司来自不同的市场，存在流动性差异，可对比标或存在一定的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
货币资金	2314	1372	1506	1618	1750	营业额	12776	13926	15059	16184	17501
应收账款	769	1060	1006	1081	1169	销售成本	5072	5632	5953	6367	6866
预付款项、按金及其他应收款项	166	324	304	326	353	其他费用	382	336	367	385	424
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	5235	5600	6146	6399	6843
存货	2588	2375	2813	3008	3244	管理费用	728	848	908	953	1001
其他流动资产	22	2	12	13	14	财务费用	526	773	504	445	393
流动资产总计	5859	5133	5640	6047	6530	其他经营损益	0	0	0	0	0
长期股权投资	152	135	135	135	135	投资收益	-22	-17	0	0	0
固定资产	388	370	370	383	383	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	25	15	15	营业利润	811	719	1181	1634	1975
无形资产	5782	5724	5351	4990	4630	其他非经营损益	220	215	235	165	165
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	1031	934	1416	1799	2140
其他非流动资产	8781	8680	8690	8693	8693	所得税	419	352	560	711	846
非流动资产合计	15104	14909	14572	14216	13856	税后利润	612	582	857	1088	1295
资产总计	20963	20042	20212	20263	20386	归属于非控制股东利润	0	0	0	0	0
短期借款	987	4722	4430	4475	4442	归属于母公司股东利润	612	582	857	1088	1295
应付账款	1341	1041	1298	1388	1497	EBITDA	1868	2009	2327	2655	2948
其他流动负债	2807	2678	3292	3529	3812	NOPLAT	793	930	851	1258	1433
流动负债合计	5135	8441	9020	9392	9750	EPS(元)	0.95	0.90	1.33	1.69	2.01
长期借款	8582	4393	3699	3014	2347						
其他非流动负债	1105	912	912	912	912						
非流动负债合计	9686	5306	4611	3926	3259						
负债合计	14821	13747	13631	13319	13010						
股本	6	6	6	6	6						
储备	6136	6290	6289	6289	6289						
留存收益	0	0	286	649	1081						
权益合计	6142	6295	6581	6944	7376						
负债和权益合计	20963	20042	20212	20263	20386						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
税后经营利润	494	459	715	988	1195	营收额增长率	10.63%	9.01%	8.14%	7.47%	8.14%
折旧与摊销	311	302	407	411	415	EBIT 增长率	37.10%	9.67%	12.48%	16.88%	12.88%
财务费用	526	773	504	445	393	EBITDA 增长率	29.64%	7.57%	15.82%	14.10%	11.02%
其他经营资金	138	-438	499	33	40	税后利润增长率	20.32%	-4.89%	47.24%	27.03%	18.96%
经营性现金净流量	1469	1097	2124	1878	2043	毛利率	60.30%	59.56%	60.47%	60.66%	60.77%
投资性现金净流量	-105	-52	72	45	45	净利率	4.79%	4.18%	5.69%	6.72%	7.40%
筹资性现金净流量	-1490	-1995	-2062	-1810	-1956	ROE	9.96%	9.24%	13.02%	15.67%	17.55%
现金流量净额	-125	-950	134	112	132	ROA	2.92%	2.90%	4.24%	5.37%	6.35%
						ROIC	5.66%	6.34%	5.52%	8.55%	9.93%
						P/E	11.57	12.16	8.26	6.50	5.47
						P/S	0.55	0.51	0.47	0.44	0.40
						P/B	1.15	1.12	1.08	1.02	0.96
						股息率	3.30%	6.71%	8.07%	10.25%	12.19%
						EV/EBIT	5.52	5.38	4.27	3.37	2.71
						EV/EBITDA	4.60	4.57	3.52	2.85	2.33
						EV/NOPLAT	10.83	9.87	9.63	6.01	4.79

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 16 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼 **上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼 **深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼

电话：0510-85187583