

H&H国际控股 (1112.HK) —— 聚焦战略，三大核心业务助力成为高端营养及健康产业的领导者

评级: 买入

上次评级: 首次覆盖

目标价格(港元):

最新收盘价(港元): 9.43

股票代码: 1112

52周最高价/最低价(港元): 12.7/7.6

总市值(亿港元): 60.17

自由流通市值(亿港元): 60.17

自由流通股数(百万): 645.56



分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司优势：H&H（健合）集团以婴幼儿营养与护理（BNC），成人自然健康营养与护理（ANC）和宠物营养与护理（PNC）三大领域为核心业务，旗下汇聚全球四大高端品牌——BIOSTIME、SWISSE、HEALTHY TIMES及DODIE，同时先后收购SOLID GOLD和ZESTY PAWS知名宠物品牌，成为公司重要增长点。公司旗下产品行销全球20多个国家和地区。从最初的益生菌业务出发，到横跨成人、婴幼儿及宠物营养的商业体系，公司已打造出一幅全家营养健康“大拼图”，走出一条独特的“健合式”成长路径。今年，健合集团中国区获得了共益企业（B CORP）认证，成为中国大陆首家在全家庭营养与健康和宠物营养与健康行业的共益企业。

ANC：23年营收61.4亿元，同比+34.1%。源自澳洲的自然营养品牌SWISSE达成10亿澳元以上的销售里程碑，销售额自2015年收购该品牌以来增长三倍，SWISSE已成为ANC业务主力，聚焦细分品类和人群差异化竞争，进入中国市场后高举高打塑造品牌。得益于消费者对科研实证美容、复合维生素及保肝排毒产品的强烈需求，SWISSE将产品系列进一步扩展至SWISSE PLUS+、SWISSE ME及LITTLE SWISSE，更精准满足了不同消费群体对优质营养品的需求。

BNC：23年营收59.1亿元，其中婴配粉业务下滑15.1%，不过婴幼儿益生菌及营养补充品业务增长+9.1%，驱动BNC收窄跌幅至11.7%。根据24年中报显示，合生元在中国内地整体超高端婴幼儿配方奶粉分部的市场份额方面跻身第三位，将该分部的市场份额23年的由11.7%扩大至13.0%。

PNC：23年营收18.7亿元，同比+18.2%，高端化、人性化的策略不断取得成效。SOLID GOLD在中国线上高端猫干粮类别排名第二；ZESTY PAWS进一步完善线上线下全渠道布局，迅速扩大其分销网络，进入沃尔玛、TARGET等知名零售商及独立宠物店，提高其零售渗透率，扩大消费者群体。ZESTY PAWS线下零售扫码销售额录得可观增长，以10.0%的市场份额稳居该渠道第四名；并在推出两年内，已在亚马逊上保持排名第一，并在沃尔玛的宠物补充品类中排名前列。

投资建议：近几年，公司受中国出生率持续下滑影响导致婴配粉业绩承压，但随着新国标全面实施导致行业出清，头部品牌影响可控，有助于提升市场份额，我们判断公司婴配粉业务利润率有望企稳回升。同时成人营养品和宠物营养品的消费力及品牌力日益增长，助力公司可持续发展，实现公司愿景，有望收入利润企稳向上。我们预测24-26年收入132/138/150亿元，归母净利5.6/6.6/8.0亿元，EPS为0.86/1.02/1.24元。2024年12月11日收盘价HKD9.43对应P/E分别为10/8/7倍（港币兑人民币汇率0.9354），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：食品安全问题、婴配粉业务市场竞争加剧、新品推广不及预期。

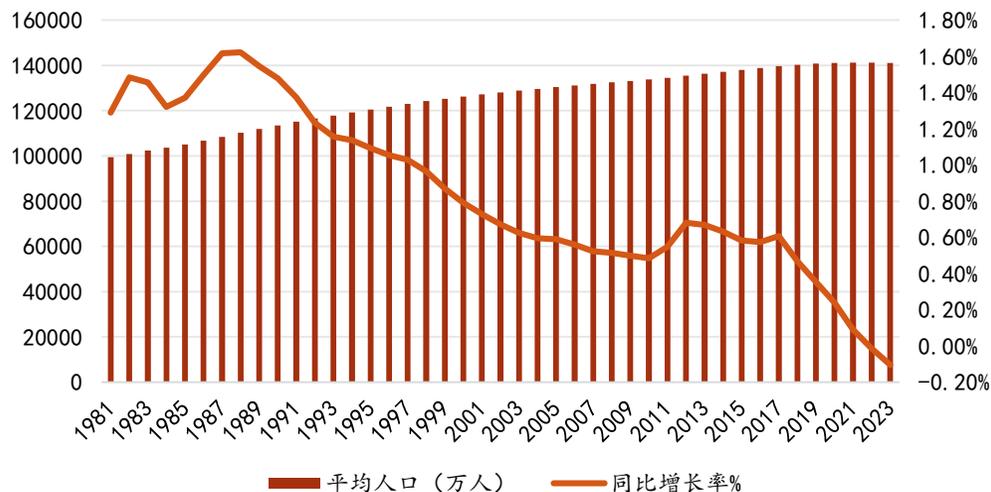
1. 公司概况：稳中前进，在变与不变中穿越行业周期
2. 业务板块：“三驾马车”齐发力，聚焦全家庭营养健康新生态
 - 2.1 ANC：全球强劲双位数增长，SWISSE在中国和澳洲市场稳占领导地位
 - 2.2 BNC：市场萎靡结构调整，奶粉、益生菌及营养补充品双轮驱动持续创收
 - 2.3 PNC：后起之秀，全渠道布局助推份额稳步提升
3. 财务分析
4. 盈利预测与投资建议
5. 风险提示

1. 公司概况：稳中前进，在变与不变中穿越行业周期

行业背景：人口红利逐渐终结，细分市场成差异化竞争关键

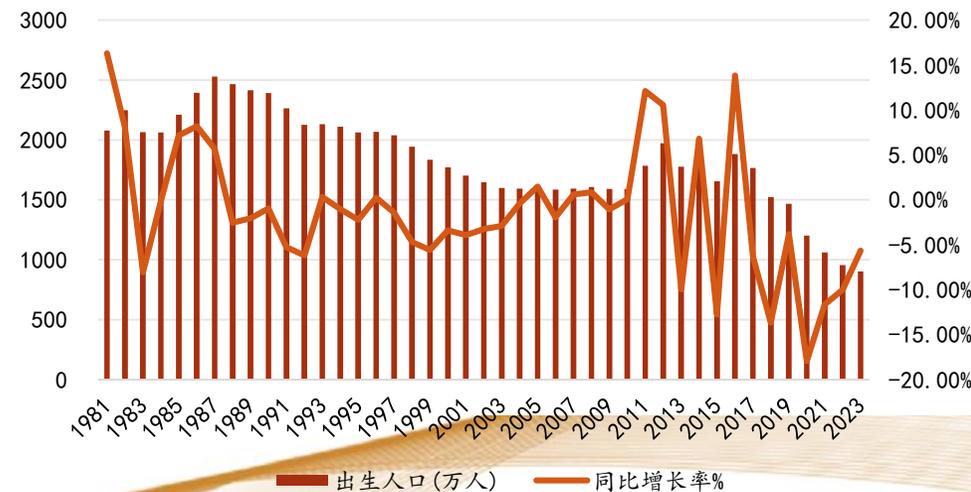
- ▶ **人口红利逐渐终结，顺势拓展新赛道。**人口数量和结构是消费品发展的长期基础。中国快速的经济增长的重要得益因素之一是人口红利，但中国年出生人口在17-22年一直在波动性下降。21年，三孩政策出台，但效果却不甚理想。22年7月22日，国务院提出《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，要求加快建立积极生育支持政策体系，为推动实现适度生育水平、促进人口长期均衡发展提供有力支撑。23年生育率下降有所缓解，但整体仍为疲软状态，老龄化趋势可得到减缓但始终无法避免。据欧睿数据，21-23年，中国婴儿食品的零售额从1995亿元降至1746亿元，CAGR约为-1.3%，中国婴儿食品市场受到经济发展及婴儿出生率的综合影响而下降，顺势拓展消费新赛道成为企业发展图突破口。
- ▶ **品类扩张成差异化竞争关键。**随着婴幼儿奶粉新国标的落地，不但意味着国内婴幼儿配方乳粉行业进入新时代，也意味着行业分化，头部品牌“独领风骚”的态势在新国标之下愈发明显。在传统婴配粉同质化现象越来越严重的情况下，品类不断拓展成为乳品行业未来发展的主要趋势。

图1 1980-2023年人口数及同比增长率



资料来源：国家统计局，华西证券研究所
注：平均人口=(上年度末总人口+本年度末总人口)/2

图2 1980-2023年出生人口及同比增长率

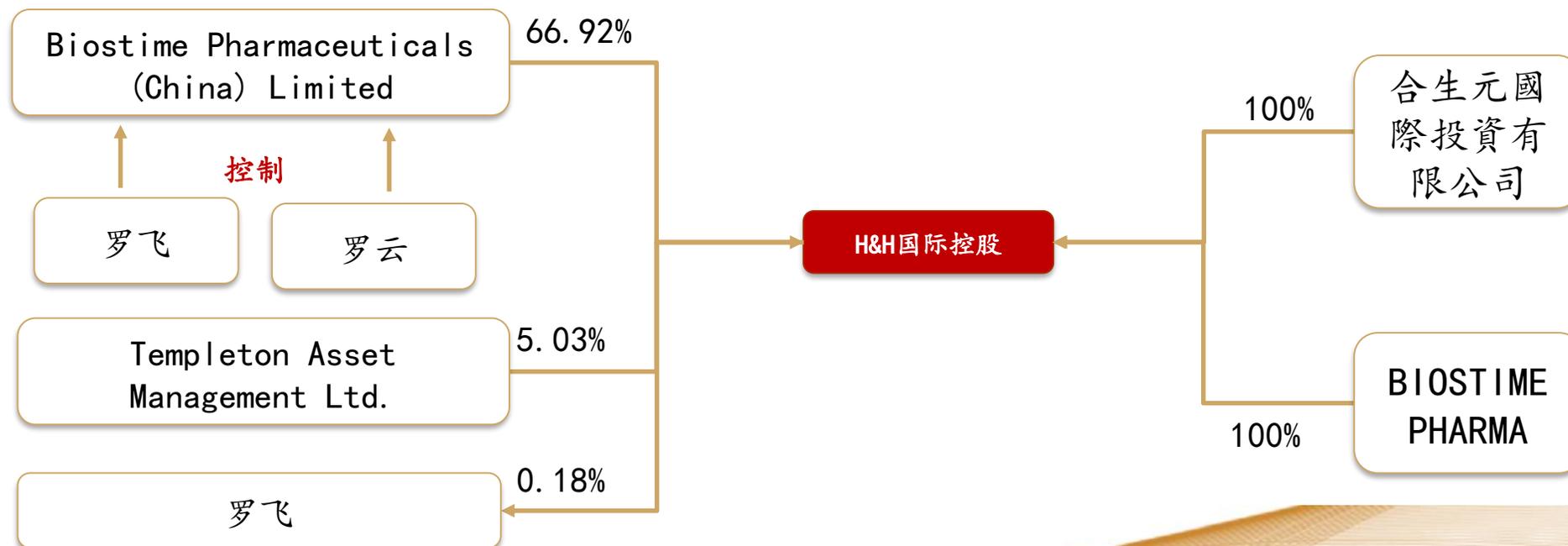


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

1.1 股权集中，团队结构国际化

- **股权集中，家族掌权。**公司股权集中，由罗飞、罗云兄弟二人实际控制的Biostime Pharmaceuticals (China) Limited持有H&H国际控股66.92%的股权，为公司第一大股东。第二股东Templeton Asset Management Ltd. 持股5.03%。罗飞个人持股0.18%，为公司实际控制人。高管团队王亦东、陈伟成、骆刘燕清、丁远分别持股0.10%、0.02%、0.01%和0.01%。

图3 H&H国际控股股权结构（2023年报）



资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 股权集中，团队结构国际化

- **团队结构国际化，管理层经验丰富。**公司掌控人罗飞担任公司董事会主席兼执行总监，Laetitia Garnier（安玉婷）于2010年加入公司，于2023年1月1日由行政总裁转任为独立非执行董事。王亦东2016年加入公司，担任首席财务官，负责本公司的整体财务管会计管理等相关工作，2018年被任为执行董事。2022年10月1日起Akash Bedi被任命为署理行政总裁，陈伟成、骆刘燕清、罗云、张文会、Mingshu Zhao Wiggins均为公司独立非执行董事。团队成员遍布15个国家及地区—澳洲、新西兰、新加坡、中国、印度、瑞士、法国、美国等，团队结构国际化；同时很多均有宝洁、达能、强生等全球知名公司工作背景，经验丰富，专业能力强。
- **企业文化先进：坚持全球化战略和平等观念，创造融洽和谐的工作氛围，同时员工薪酬及福利处于行业前列。**

表1 公司核心团队一览表（2023年）

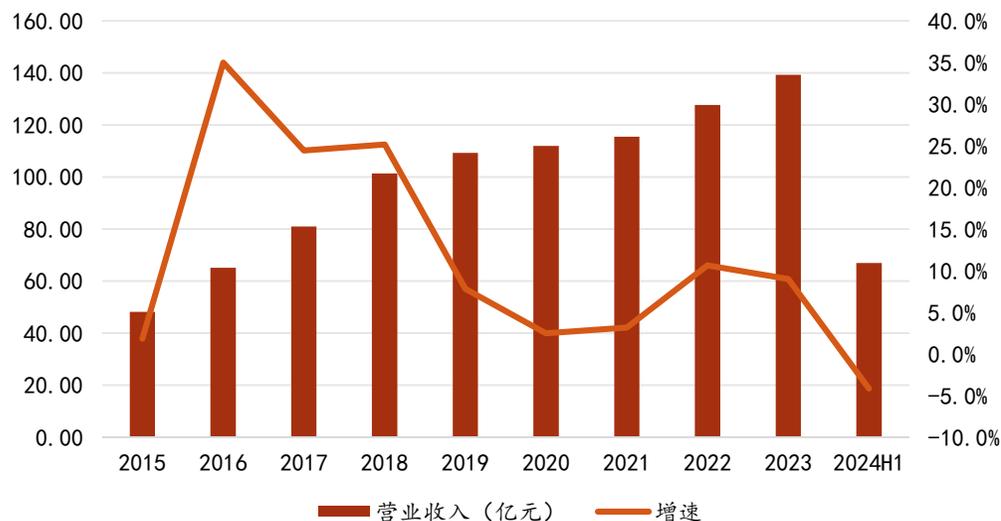
罗飞	董事会主席, 执行董事	2010-04	60	1999年成立广州市合生元生物制品有限公司，于生物技术行业拥有逾20年经验。
Laetitia Garnier (安玉婷)	非执行董事	2010-07	42	2010年7月加入公司，2015年操盘收购Swisse，并从2016年起担任Swisse中国区负责人，将Swisse并购落地并成功消化。
Akash Bedi	署理行政总裁	2022-10	40	2016年加入公司并任首席财务官，曾任德国消费品龙头公司汉高全球副总裁兼亚太区首席财务官。
王亦东	执行董事、首席财务官	2016-05	50	2021年任首席可持续发展事务官、全球营销及传讯总监，曾于法国联合利华多个市场营销及销售职位任职，管理战略客户
Pascale Laborde	首席发展官, 营销总监	2021-11	44	2020年任中国区首席执行官。加入健合之前，在宝洁工作了近10年，任宝洁品牌经理。于快速消费品销售、营销及全渠道管理拥有逾10年经验。
李凤婷	中国区首席执行官	2020-08	39	2020年任中国区首席执行官。加入健合之前，在宝洁工作了近10年，任宝洁品牌经理。于快速消费品销售、营销及全渠道管理拥有逾10年经验。
Nicholas Russell Lamande Mann	亚洲、澳洲及新西兰地区首席执行官	2022-03	50	2022年晋升为亚洲、澳洲及新西兰地区首席执行官，曾于快速消费品、技术及酒精饮料行业担任多项高级销售、营销及整体管理要职。
Michael Jean-Pierre J. M. Rondas	欧洲地区首席执行官	2022-09	51	2022年加入公司担任欧洲地区首席执行官，曾于多家快速消费品及健康保健公司担任多项市场营销及整体管理要职，累积丰富全球及地区经验。
Rafi Kalachian	北美区首席执行官	2023-02	49	2023年任北美区首席执行官，曾于多家消费企业带领高增长、高绩效团队方面积逾25年经验。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 公司整体业绩稳健

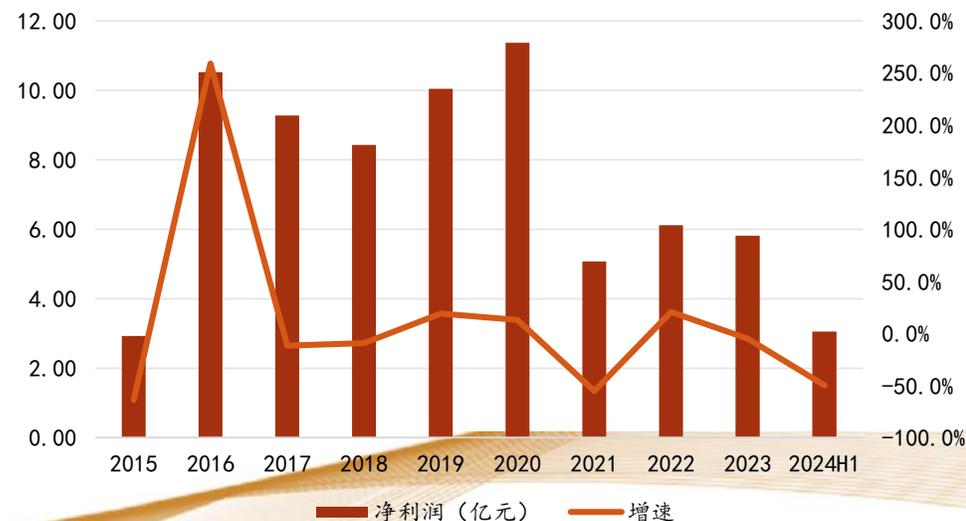
- **整体业绩表现较为稳健。**15年公司收购Swisse导致净利润骤降，但16年净利润转好为9.5亿元，同比+280%；18-20年，婴幼儿营养与护理业务（BNC）和成人自然健康营养与护理（ANC）业务营收增速明显下降导致整体营收增速骤降，原因在于国内人口出生率持续下降，新电商法的实施导致代购商减少库存，疫情原因导致交易疲软，19-20年营业收入增速甚至降至10%以内，但净利润仍保持高位，整体业绩表现较为稳健；同时18-23年公司收入CAGR为9.6%，净利润CAGR为4.9%，营业收入持续增长。
- **BNC是公司的起家板块，营收比重始终超半数。**自21年三孩等系列促生育政策的出台，公司营收增速有所回升，但由于经济环境、人口大盘的压力始终贯穿，同时行业内部竞争加剧以及行业政策法规变化，BNC业务仍然面临增长乏力的问题。公司就现有贷款进行再融资，改善资本结构及流动性，22年净利润增速重拾升轨，同比+20.3%。23年净利润有轻微下滑。

图4 2015-2024H1年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 2015-2024H1年公司净利润及增速

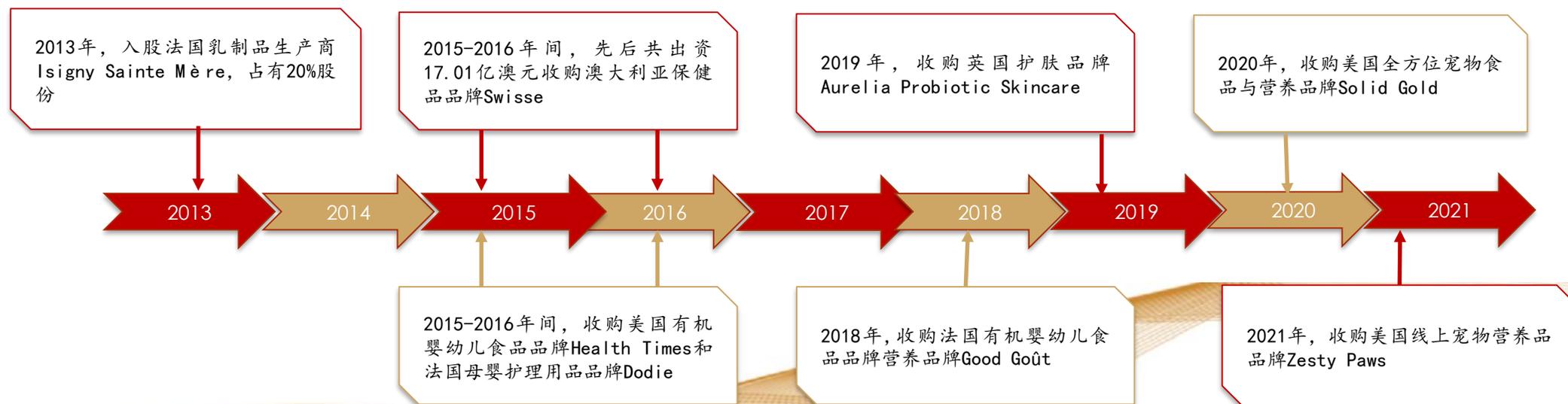


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3 上市后多次收购，不断拓展业务板块

- 多次收购，拓展业务助发展。** 健合集团是一家专注于婴幼儿和成人营养与护理领域的国际化高端健康消费品公司，1999年成立，最初以合生元（Biostime）名称成立，于2010年12月在中国香港交易所上市。公司通过一系列收购扩展其业务范围，包括2015-2016年间对美国有机婴幼儿食品品牌Healthy Times和澳洲维生素补剂品牌Swisse的收购，拓展其BNC业务结构并开辟ANC市场。公司的核心产品包括Biostime合生元品牌的奶粉和益生菌。根据尼尔森研究统计，23年合生元在国内超高端婴配粉的市场份额为12.4%，排名第四；根据Kantar的资料，截止24年上半年，Biostime为中国内地排名第一的婴幼儿益生菌。此外，根据24年中报显示，Swisse于澳洲整体维生素、草本及矿物补充剂市场保持榜首地位，并在中国内地线上维生素、草本及矿物补充剂市场继续保持第一地位，市场份额为7.9%。2020-2021年公司先后收购美国宠物食品品牌Solid gold，美国线上宠物营养品牌Zesty Paws，开辟宠物营养与护理（PNC）业务，其中23年年报显示，Zesty Paws在亚马逊上保持首位，Solid Gold也在中国内地线上优质猫狗粮类别保持第二名。

图6 H&H国际控股并购历程



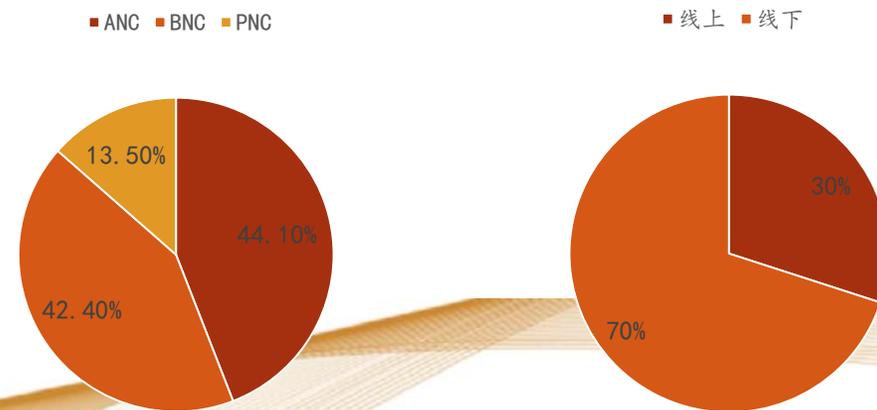
1.4 “三驾马车”齐发力，聚焦全家庭营养健康新生态

- “三驾马车”齐发力，构建全家营养健康。公司以BNC、ANC和PNC三大领域为核心业务。旗下的高端品牌，即Biostime合生元、Swisse斯维诗、Zesty Paws快乐一爪、Solid Gold素力高、Dodie杜迪、Good Goût咕咕好味和Aurelia London，旗下产品行销全球20多个国家和地区，为整个家庭（包括宠物）提供经科学实证有效的营养及健康解决方案。公司从最初的益生菌业务出发，到横跨成人、婴幼儿及宠物营养的商业体系，已打造出一幅全家营养健康“大拼图”，走出一条独特的“健合式”成长路径。23年12月，健合集团中国内地、澳新、北美、英国和法国正式获得共益企业（B Corp）认证，成为中国大陆首家在全家庭营养与健康和宠物营养与健康行业的共益企业。
- 线上+线下“双管齐下”，向全球化进军。公司通过“线上+线下”的组合拳模式加快市场拓展。线上，根据IT专家网报道，公司通过互动挑战+专业答疑+产品赋能的直播方式，将合生元独具优势的乳桥蛋白LPN以及益生菌等产品成分成功输送至用户心中，实现品牌形象与产品品质的双重渗透。线下，公司布局更多线下市场抢占宠物赛道。据中报显示，截至24年上半年，Solid Gold于中国内地线下市场已覆盖约10000家宠物店及宠物医院；同时，Zesty Paws进军山姆会员店、Costco、Petco及Meijer，并扩展其于沃尔玛、Target、CVS等知名零售商及独立宠物店的分销网络，以扩大其市场渗透及消费群体。公司已在中国内地、澳洲、新西兰、美国、法国、意大利、新加坡、中国香港及英国确立市场地位，并在其他国际市场获得越来越多的市场认可。23年已在沙特阿拉伯（Swisse 斯维诗）、柬埔寨（Swisse斯维诗）及新加坡、马来西亚、印尼、泰国、菲律宾、香港及阿拉伯联合酋长国（Zesty Paws快乐一爪）等新市场推出公司产品，通过多元化的品牌组合和销售渠道在全球市场上取得了显著的成绩。

图7 H&H国际控股业务板块



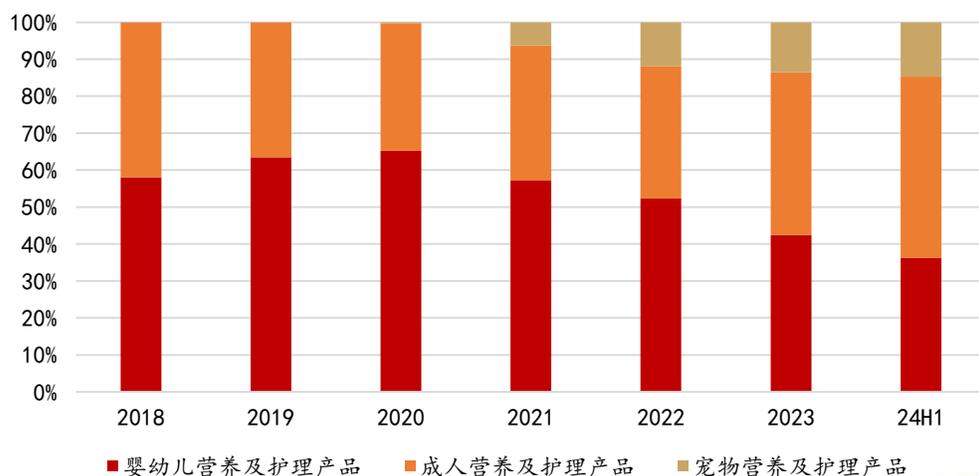
图8 23年三大业务收入及渠道占比



1.5 聚焦高端战略 布局全球深耕中国市场

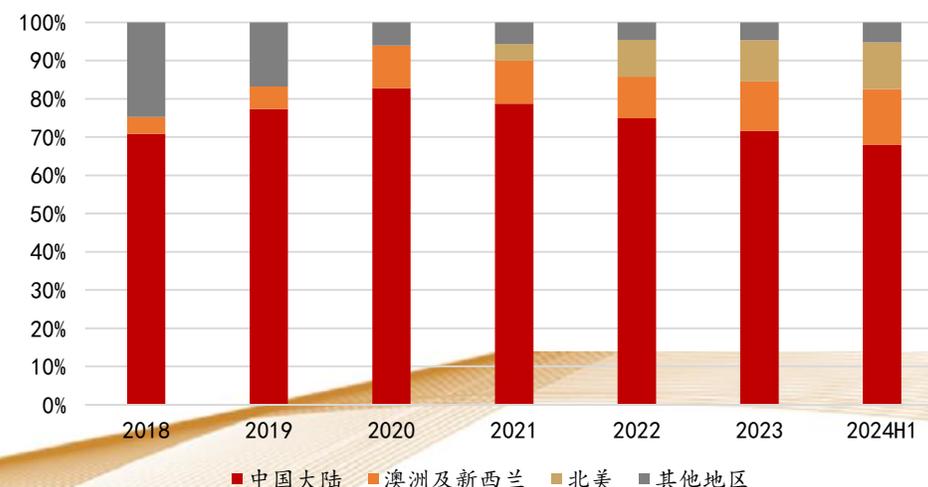
- 三大业务聚焦高端，营养补充品发挥潜能。**15年并购Swisse，21年进军了宠物营养赛道，靠益生菌起家，主营婴幼儿奶粉的健合集团飞速发展所坚持的并不是多元战略，而是聚焦战略，最终指向的是高端家庭营养健康的解决方案。目前公司旗下BNC、ANC、PNC三大业务板块持续协同发展，每个赛道都瞄准高端营养。23年公司旗下合生元进一步强化超高端牛奶粉品类布局，根据尼尔森数据显示，合生元超高端婴幼儿配方奶粉零售额占据市场份额12.4%，市场份额上升，排名第4位。三大业务中的营养补充品增长30.0%，占公司总收入60.5%，并持续推动利润增长。未来高利润的营养补充品将是三大业务板块中的主要收入及增长动力。
- 深耕中国，布局全球。**据公司公告显示，23年中国市场营收达99.7亿元，同比+4.0%，占公司总收入71.6%；24年上半年中国市场营收45.4亿元，同比有所下滑，但中国市场仍为公司营收最大贡献者，也是公司的最核心市场，其中Swisse在中国大陆的线上市场中，以维生素、草本和矿物质补充剂的销售领先，持续位居市场首位。另外全球化发展的底层逻辑没有变，所以随着16年Swisse的完全收购，ANC业务开始铺设以及澳洲新市场的拓展，中国市场收入占比有所降低。21年公司开始布局PNC业务，新增北美市场，进一步扩充市场版图。除中国和北美外，24H1合生元在法国药店渠道的有机婴幼儿配方奶粉市场和羊奶市场中均占据第一，市占率分别为40.6%和43.7%，同时公司在新加坡、越南、泰国、印度以及马来西亚等亚洲新兴市场显著增长势头，其中新加坡及意大利的美容维生素、草本及矿物补充剂市场分别居第一名和第二名。

图9 2018-2024H1年三大板块收入占比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图10 2018-2024H1年各地区收入占比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 业务结构

2.1 ANC: 全球强劲双位数增长, Swisse中国和澳洲市场稳占领导地位

2.1.1 保健品行业：黄金赛道，蓝海启航

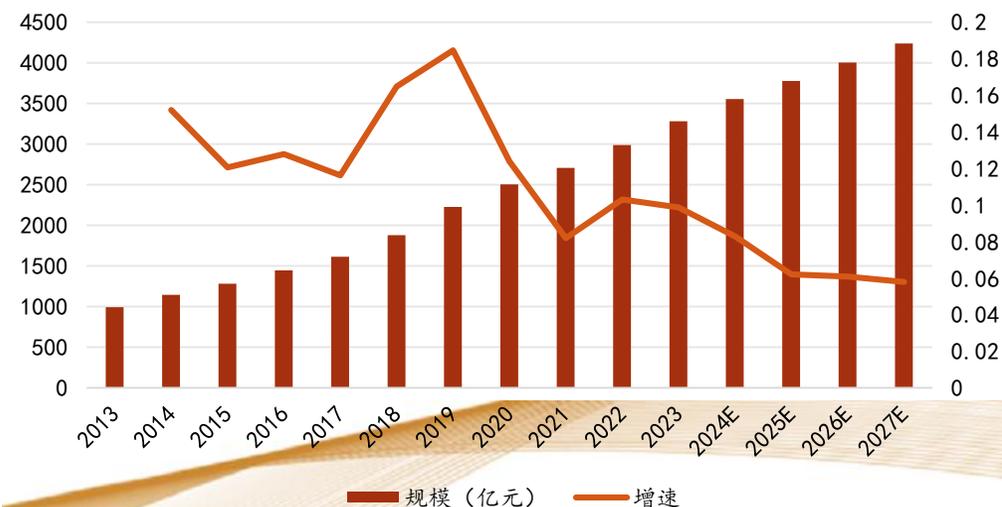
➤ **行业规模不断增长，监管和制度逐步完善迭代。**保健食品是从20世纪80年代开始出现的，发展经历从以中式滋补类为主，行业规范性差，发展为各种国家政策出台规范，高速发展四个阶段。从行业发展前景来看，我们认为中国保健品行业仍属于蓝海市场，而中国人均药品消费仅为欧美发达国家的1/30至1/40，人均保健品消费支出仅为美国的1/20、日本的1/15，显示出我国医药保健品市场巨大的成长空间和发展潜力。据光明网数据显示，中国仅有15%人群处于健康状态，约70%人处于亚健康状态，同时我国是人口老龄化速度较快的国家之一。近几年受疫情影响，经济发展整体受挫的大环境下，保健食品行业仍然实现了增长。虽然我国保健品行业在制度规范化、产品技术等方面均处于发展初期，但长期来看“银发经济”和“养生一組”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。根据艾媒咨询，2026年我国保健品市场规模将突破4000亿元。

图11 中国保健品发展历程



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图12 2013-2027E年中国保健品市场规模及增速（亿元，%）

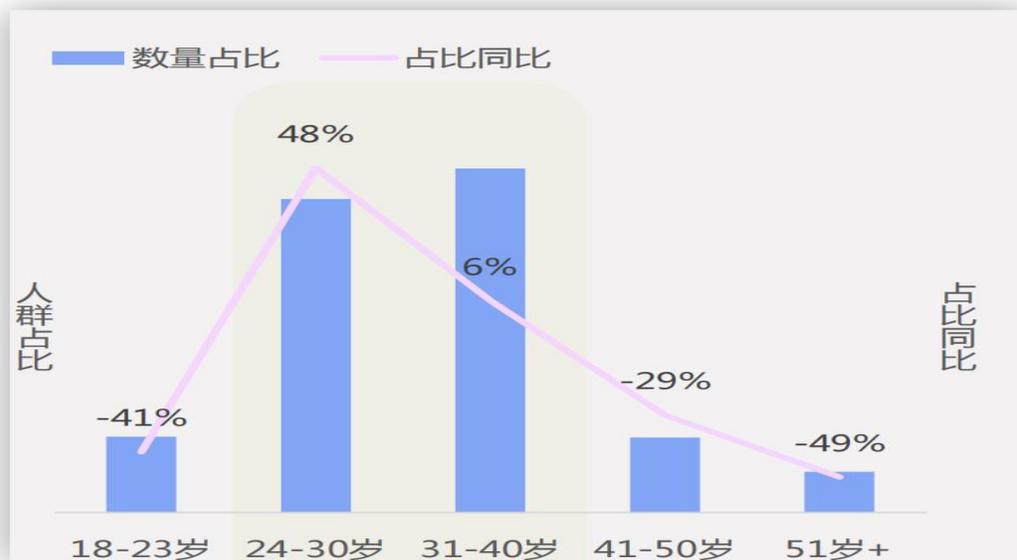


资料来源：欧睿，华西证券研究所

2.1.2 保健品行业趋势洞察

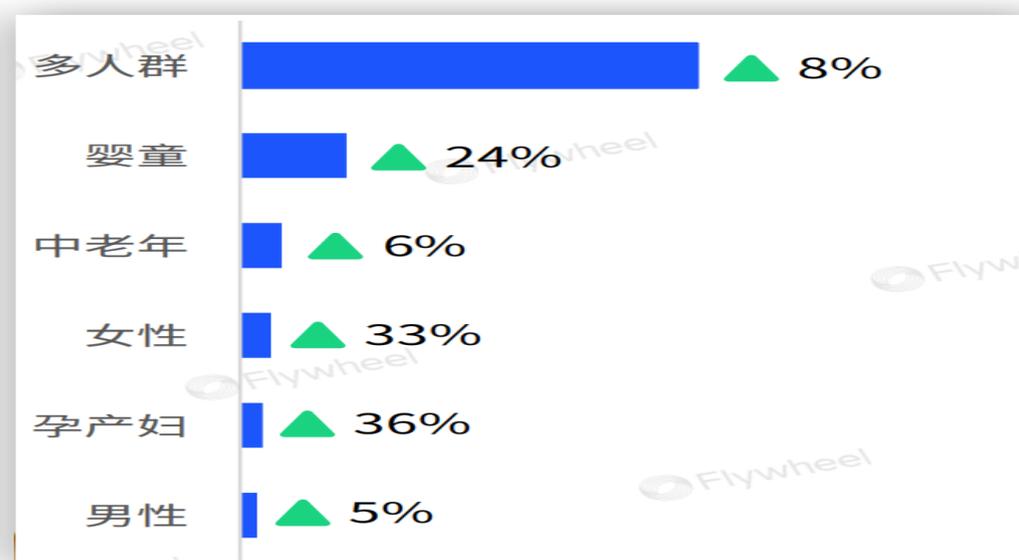
- 2024Q1-Q3保健品大盘同比增长11%，功效和人群日益细分，健康诉求更加多样化。根据《阿里妈妈经营指南VOL.12》、《2024保健品增长趋势报告》、《2024健康营养行业品牌渠道发展洞察报告》显示：
 - 人群：1) 保健品的适用人群逐渐细分，24-30岁消费者占比提升最为显著，消费人群年轻化趋势明显，多数保健品的适用人群已从中老年群体拓展至全年龄阶层，多人群保健品占比近70%，但增速较低；婴童、女性、孕产妇类人群增速可观，男性、银发后劲十足；2) 消费者健康意识升级，高端化趋势出现在各个细分品类，女性健康等高端市场存在机会点。高端品牌中，LAIFE、PRINCESS LUNA、Y. IMPRESSION、斯维诗占据领先地位，专注于女性卵巢健康和私密护理。

图13 2018-2023年中国膳食补充剂规模（亿元）



资料来源：蝉魔方，华西证券研究所

图14 中国保健品人群趋势



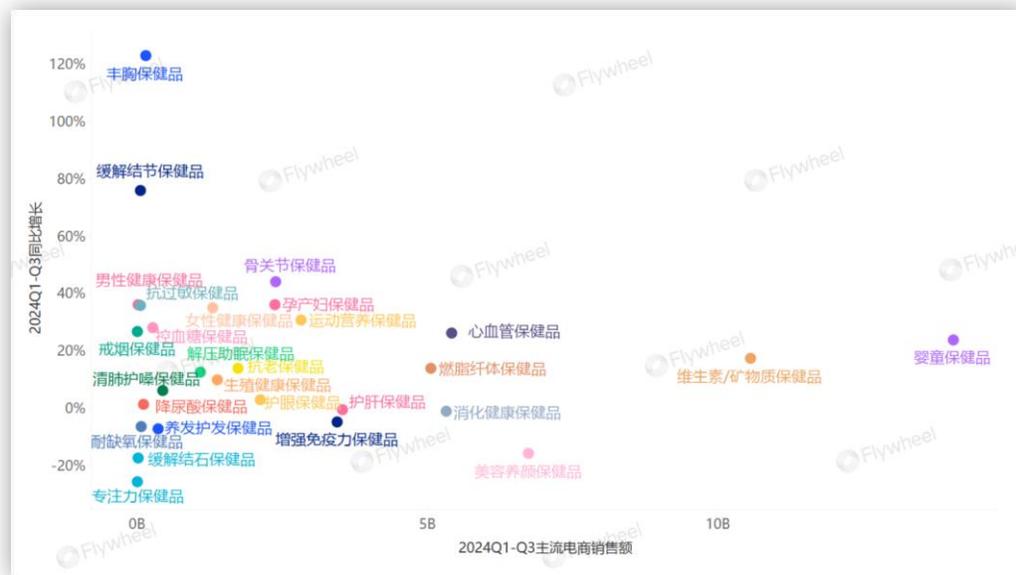
资料来源：Flywheel飞末数据库，华西证券研究所

2.1.2 保健品行业趋势洞察

- **产品：**1) 婴童保健品、维矿保健品类列头部，贡献超30%的销售额；多数品类保持正增长；2) 软糖类保健品表现亮眼，保健品零食化成为方向，可通过产品形态的迭代推出新品；3) TOP50品牌中，海外品牌占据34席，同比增长达29%，国货品牌同比增长仅为0.4%，海外品牌因原材料及科技实力备受消费者青睐。

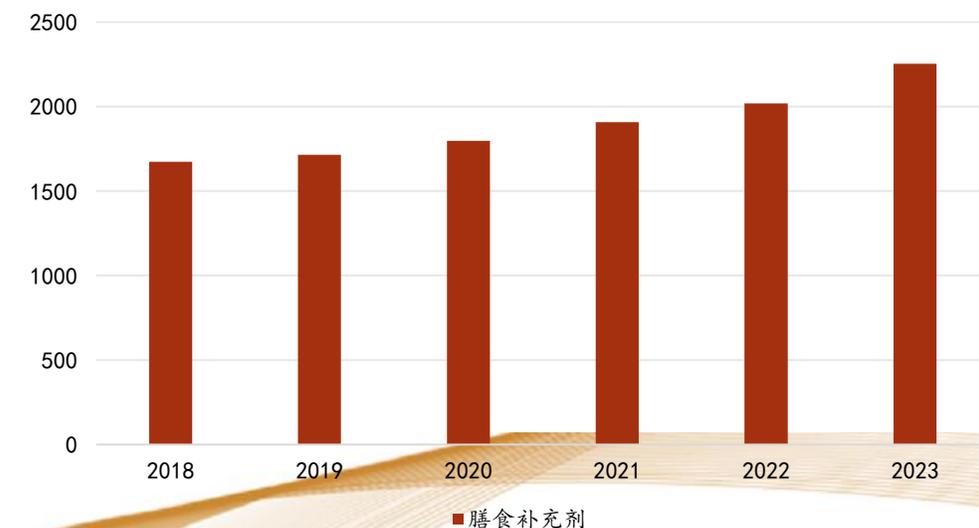
膳食补充剂（VDS）零售规模增速加快。根据欧睿数据，VDS和传统滋补产品是中国消费者健康领域的两大品类，19年二者增速均出现较大幅度下降，主因2018年权健事件的打击；19年之后，疫情爆发，健康意识空前高涨，对保健品尤其是免疫相关的产品需求增加，欧美、日本、新加坡等国家VDS市场增长有所提速，VDS的增速明显高于传统滋补产品。2023年中国维生素与膳食补充剂行业零售总规模为2253亿元，增速约为11.6%。

图15 保健品品类生态（婴童保健品、维矿保健品类列头部）



资料来源：Flywheel飞未数据库（主流电商平台），华西证券研究所

图16 2018-2023年中国膳食补充剂规模（亿元）



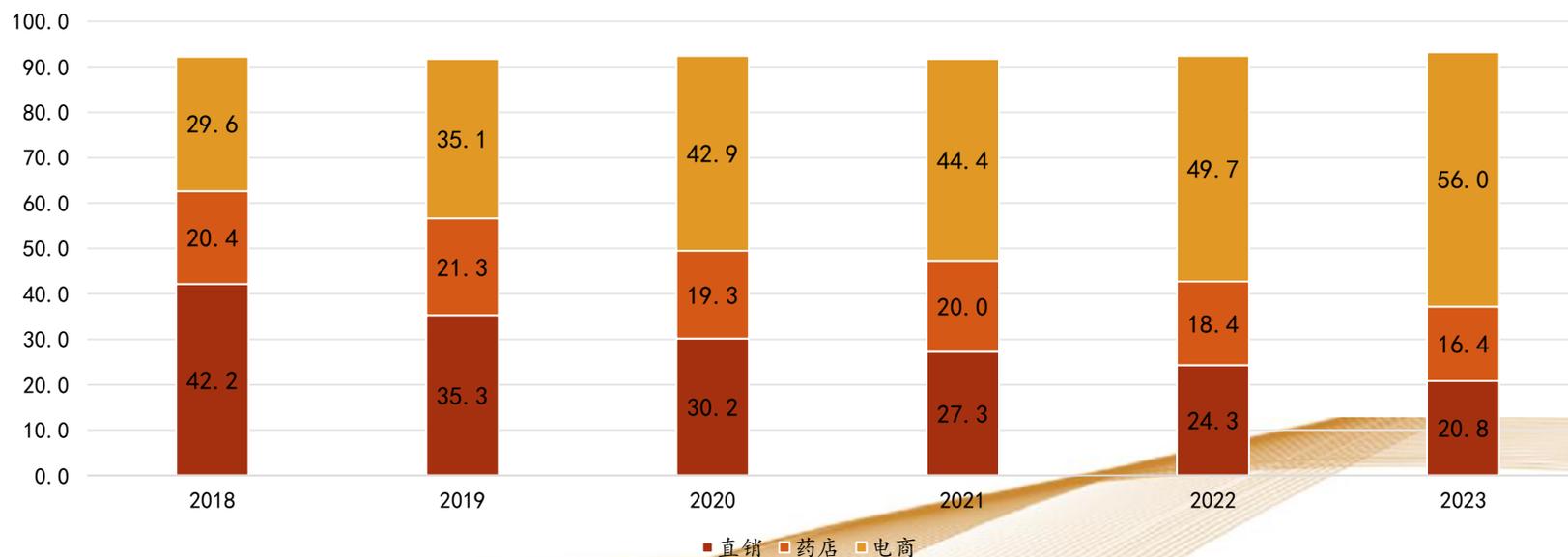
资料来源：欧睿，华西证券研究所

2.1.2 保健品行业趋势洞察

- **市场：1) 渠道结构中线上电商渠道大盘增长亮眼，多平台布局成为品牌寻求增长的关键战略。**直销、药店和电商是保健品三个主要的销售渠道。19年之后的疫情导致消费场景减少，营销方式转变，消费者对保健品认知提升。

我国保健品的销售渠道结构特点：(1) 直销在保健品市场发展的初期阶段具有竞争优势，原因是消费者认知不足，而直销方式通过与消费者直接沟通，并为消费者带来情感上的关怀。(2) 药店作为保健品销售的关键渠道，具有一定的准入门槛。需要获得“蓝帽子”认证。(3) 品类丰富，便利的购买方式和具备性价比的价格是线上渠道的优势。尤其疫情的影响下，线下药店停止进店选购，消费者线下培育停滞，线上渠道的占比在持续提升。根据欧睿数据，膳食补充剂线上渠道销售额占比由2018年的29.6%增长为2023年的56.0%。

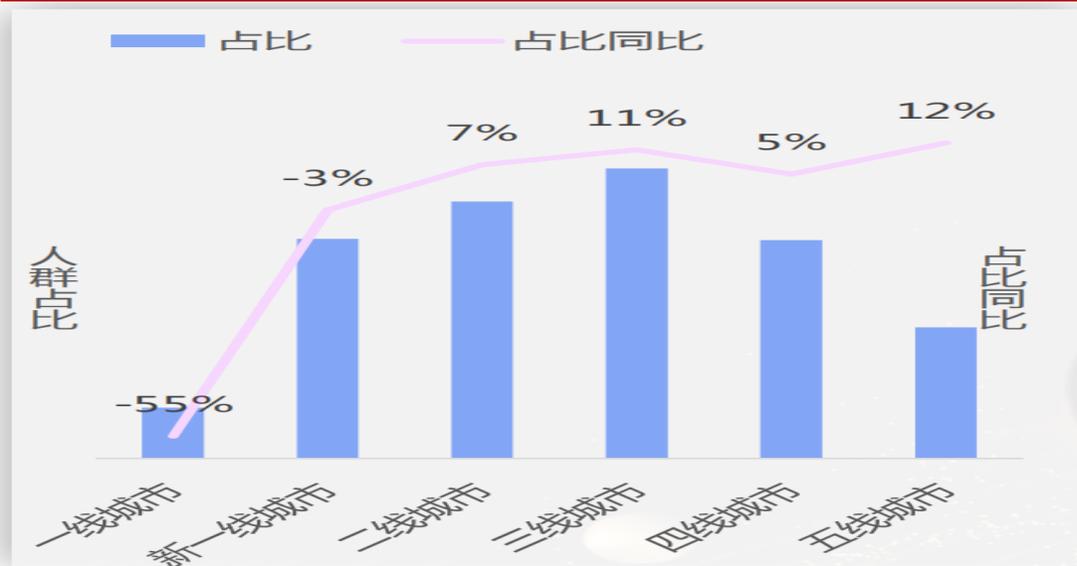
图17 2018-2023年中国保健品渠道结构占比 (%)



2.1.2 保健品行业趋势洞察

- 2) 地域下沉趋势明显。**城市等级上，随着低线城市医患科普日益完备、购物渠道及物流便利度提升，保健品消费地域下沉趋势明显，低线城市消费者成为高潜用户。1-3线城市购买用户占比超50%，且2线城市购买占比均为最高。四线、五线城市以下同比增速更高，市场购买用户下沉明显。
- 3) 竞争格局较分散，细分赛道竞争激烈。**保健品市场集中度较低，CR10接近50%，头部品牌销售额接近。根据欧睿数据，23年我国膳食补充剂零售市场CR5为29.9%，其中前三名分别为汤臣倍健、安利和H&H国际控股。

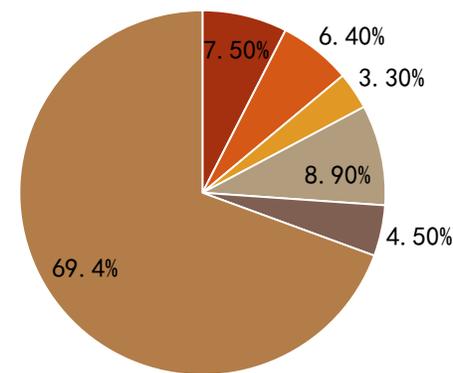
图18 保健品购买的城市分布情况



资料来源：蝉魔方，华西证券研究所

图19 中国膳食补充剂市场竞争格局

■ 汤臣倍健 ■ 安利 ■ H&H国际控股 ■ 无极限 ■ China Resources Enterprise ■ 其他

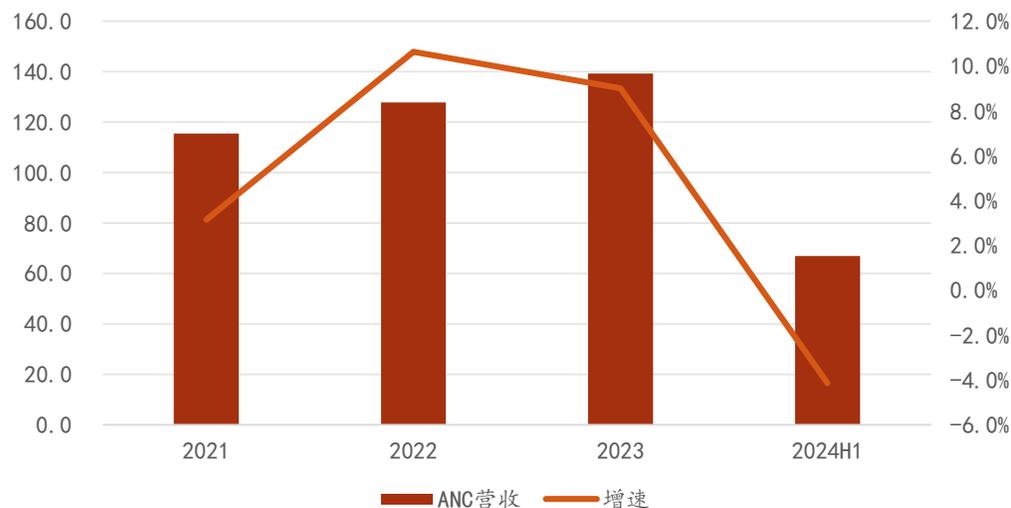


资料来源：欧睿，华西证券研究所

2.1.3 ANC业务：曲线上扬，成为营收“主力军”

▶ 近年来，随着我国居民生活水平不断提高，国民营养意识和补充态度逐渐增强。保健品消费年轻化、地域下沉趋势明显。艾瑞咨询《2021年中国科学营养新趋势白皮书》亦指出，我国国民营养状况改善维度实现了从意识到行动的转变，部分居民日常有服用营养品习惯。基于国民自然健康与营养护理产品需求的提升，公司的ANC业务21-23年营收总额分别42.1/45.6/61.4亿元，分别同比+8.8%/8.3%/34.8%；相对于23H1新冠疫情后的一次性需求激增后高基数，ANC业务24H1营收达32.8亿元，同比+11.5%，在中国和澳新市场增长达17.4%。ANC占公司总收入的比例持续上升，24H1已达49%，成为营收“主力军”。ANC业务包括自然健康品牌Swisse和益生菌科技护肤品牌Aurelia。

图20 2021-2024H1 ANC业务收入占比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图21 公司ANC业务产品

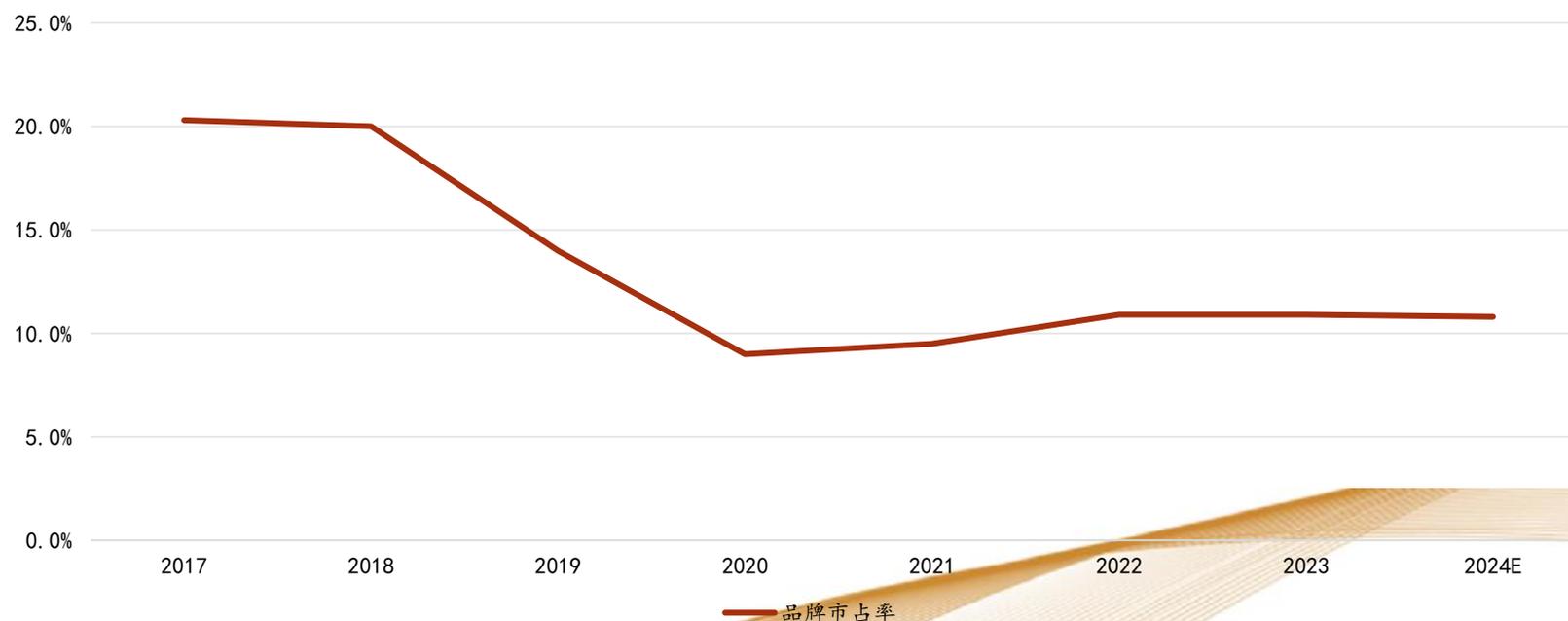


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.1.4 Swisse: 差异化战略引领下的高端品牌跃升之路

- 澳洲本土头部品牌，立足高端市场，大步前进。**Swisse成立于70年代，在澳洲市场份额与Blackmores不相上下，经过50多年的发展，Swisse已经走向了新西兰、新加坡、英国、美国、荷兰、意大利等多个国家。Swisse在产品、营销、渠道和目标人群方面采用差异化战略，依靠高效的现金流管理和轻资产运营机制，聚焦于品牌研发投入和渠道精细化运作，塑造高端品牌形象。15年，公司开始收购Swisse品牌，16年收购完全部股权，由此进入了发展的快车道。Swisse销售额于23年上半年突破10亿澳元大关，比15年收购以来增长三倍。截止23年，Swisse重夺澳洲整体维生素、草本及矿物补充剂市场的榜首地位，并在复合维生素、口服美容、消化及肝脏健康以及肌肉健康等主要分类中稳居第一。

图22 Swisse在澳洲保健品品牌的市占率



资料来源：欧睿，华西证券研究所

2.1.4 Swisse: 产品力-注重产品创新, 覆盖多类人群

➤ 产品SKU丰富, 多个细分品类保持领先地位。Swisse已经发展成为一个综合性品牌, 涵盖健康、营养和美容领域, 其中维生素和补充剂产品系列迎合了生命的各个阶段。据五谷财经报道, 目前Swisse在中国推出的SKU已超过200个。据魔镜洞察数据显示, 23年保健食品在最主流的淘系平台上, Swisse和汤臣倍健领跑市场, 市场份额最高, 合计所占市场份额约为10%。Swisse从最早期1.0时代进入中国市场, 到2.0时代完成国际品牌到本地化转型, 23年Swisse正式进入3.0时代, 从品牌、产品、渠道三方面出发, 进行一系列创新“动作”。根据魔镜洞察报告显示, Swisse奶蓟草护肝片24年Q2保健品在天猫和京东上排名第一。

图23 Swisse产品线布局



资料来源: 品牌世界, 华西证券研究所

图24 2023年淘天系保健食品TOP10

排名	公司名称
1	SWISSE
2	汤臣倍健
CR2 ≈ 10%	
3	ALLNATURE
4	REAPS
5	斐尔特
CR5 = 14.6%	
6	爱司盟
7	GNC
8	仁和
9	BLACKMORES
10	江中

资料来源: 魔镜洞察, 观潮新消费, 华西证券研究所

图25 2024年Q2保健品线上市场TOP5品牌

平台	品牌名称	1	2	3	4	5
天猫	品牌名称	斯维诗	汤臣倍健	健安喜	澳佳宝	益节
	市占率	7.5%	4.0%	1.8%	1.3%	1.2%
	TOP产品	奶蓟草护肝片	蛋白粉	复合维生素每日营养包	深海鱼油胶囊	氨糖软骨素钙片
京东	品牌名称	斯维诗	汤臣倍健	善存	同仁堂	inne
	市占率	7.5%	6.5%	2.9%	2.5%	2.5%
	TOP产品	奶蓟草护肝片	蛋白粉	复合维生素矿物质	蛋白粉	儿童钙
抖音	品牌名称	诺特兰德	wonderlab	仁和	五个女博士	klosterfrau
	市占率	5.5%	3.5%	3.3%	3.1%	2.2%
	TOP产品	健身运动饮料	益生菌粉	核桃油	胶原蛋白维c饮	水飞蓟姜黄植物护肝片

资料来源: 魔镜洞察, 华西证券研究所

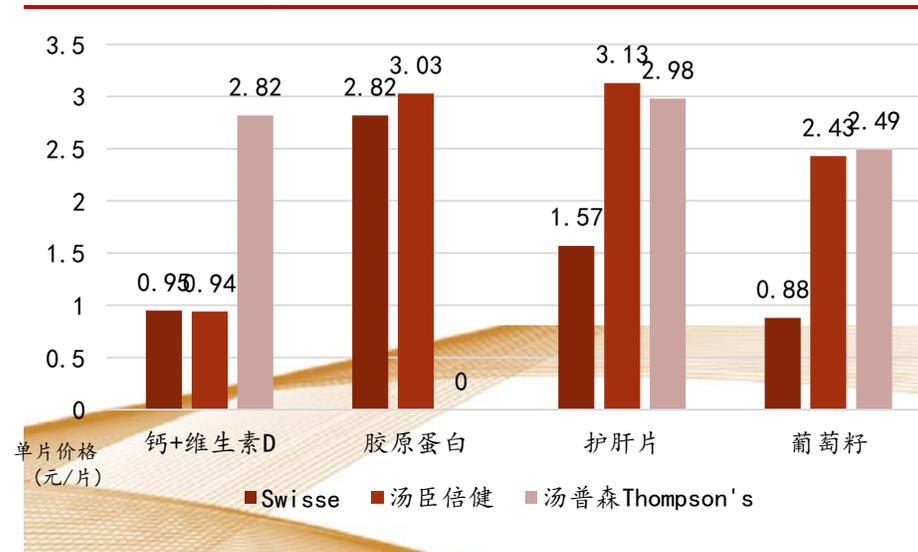
2.1.4 Swisse: 产品力-注重产品创新, 覆盖多类人群

- 注重研发创新和产品升级, 多方位打造产品力, 传递新时代健康理念。Swisse在研发每一款产品时都遵从严格的安全质量认证标准, 产品还获得了海外TGA专业认证。Swisse品牌专注于科学研究和创新, 拥有经验丰富的研发团队, 致力于开发符合不同人群需求的高品质保健品。品牌对质量要求严格, 产品经过超过300个质量检验环节, 并建立了完善的质量追溯体系, 确保原料来源和安全性。同时, Swisse注重研发创新和产品升级, 匠心研发包括Swisse乳清蛋白粉、胶原水光片、柠檬酸钙和女性益生菌等多款健康营养品, 产品力是助力Swisse打开中国市场的一道重拳, 作为针对成熟精英群体的口服美容高端线的Swisse Plus也不会例外, 22年推出后, Swisse Plus实现与竞品有效区隔, 该系列首推的NAD+品类产品凭借科学配方、独特性以及定价策略, 在市场上取得了积极反馈。
- 细化不同年龄段和特定需求的用户群。Swisse引入了一系列具有针对性健康效果新品如清肝片、PQQ、脑黄金鱼油等主要营养成分高浓缩奶蓟草和天然红曲米的养护能力, 受到了来自专业医学教授的认可, 同时满足消费者对细分化、个性化健康需求增长趋势, 巩固了其在细分市场领先地位。例如针对成熟精英人士推出Swisse Plus系列, 针对年轻一代推出Swisse Me, 针对3-12岁儿童推出Little Swisse, 针对女性美容需求推出胶原蛋白、蔓越莓等特色产品, 满足不同年龄群体的营养健康需求。

图26 Swisse不同人群的产品一览表



图27 Swisse不同产品与竞品的价格对比



2.1.4 Swisse: 品牌力-坚持长期主义, 深化品牌战略

- ▶ **坚持长期主义, 践行PPAE模式。**公司一直以来坚持长期主义, 既关注全人类营养健康产业高质量发展, 又关爱他人、动物和地球的健康。例如23年12月, 公司在深举办第二届学术交流会暨全家庭营养健康国际研讨会, 致力于搭建交流平台共商学术发展和科研动向; Swisse发布“健康时尚重塑计划”用空瓶回收为地球减负等。作为一个拥有50多年历史沉淀的自然营养品牌, 无论Swisse如何变化, 都一直围绕和深化品牌初衷展开, 践行“PPAE”经营模式(高端优质、科学验证、令人嚮往、参与互动)。24年上半年, Swisse配合PPAE模式, 增长高于整体市场水平, 尤其于中国内地。
- ▶ **深化“1+3”品牌战略, 将品牌深入人心。**Swisse从单一主品牌, 打造出三大子品牌, 由针对精英人群专属打造的高端药房级进口营养品牌Swisse Plus、营养食品品牌Swisse Me和针对儿童健康需求品牌Little Swisse, 持续构筑“Swisse 1+3”品牌战略矩阵, 持续满足不同消费者精细化营养健康需求, 助力Swisse品牌在创新品类中确立主导地位。作为全球性自然营养健康品牌, Swisse始终着力于帮助人们打造一个自然营养、积极健康的身体, 从22年创造性提出“自然健康, 我们的新时尚”的传播理念, 打造“斯维诗=自然健康=新时尚”品牌印记, 到23年持续进行品牌理念深化, 将核心产品打造成健康fashion icon并基于品类场景营造时尚生活方式, 让消费者感受到使用斯维诗超光瓶本身就是一种新时尚, 将品牌深入人心。

图28 PPAE经营模式

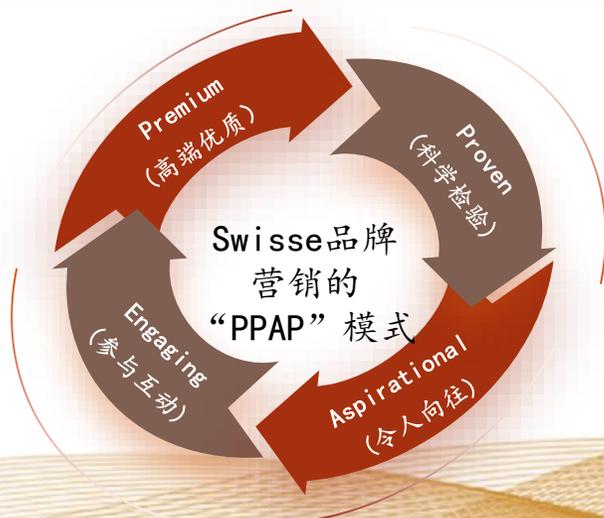
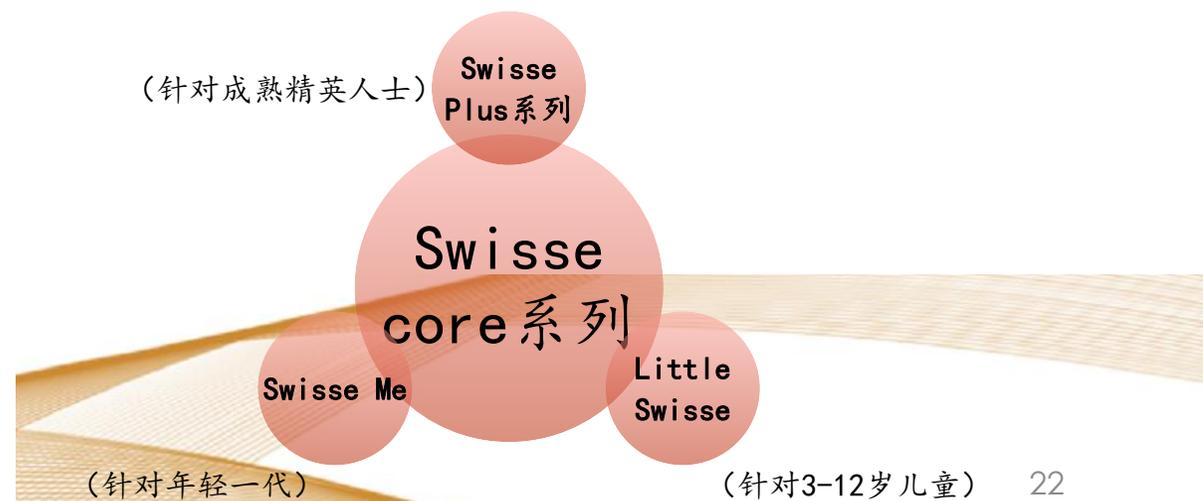


图29 “Swisse 3+1”品牌战略矩阵



2.1.4 Swisse: 渠道力-持续优化渠道结构, 大力投入营销推广

- **持续优化渠道结构, 赋能渠道增长。**一方面, 深化线上电商市场的领先地位, 系统布局传统电商、社交电商、跨境电商等渠道, 通过自建全渠道健康生态圈, 实现了供应链效率的大幅提升。如阿里系平台(淘宝、天猫)、京东以及抖音等多元电商平台; 另一方面, 加大线下药店和商超的拓展力度, 全方位提升品牌的实体店覆盖率, 还联合药线渠道启动Swisse趣享健康嘉年华全国线下路演活动, 通过大型路演引流获客, 赋能渠道增长。公司通过线上线下全渠道并举, 针对中国市场采取跨境购与一般贸易相结合的方式, 确保了品牌的广泛覆盖和有效传播; 同时针对不同的销售渠道, 采取国产与进口产品线的区分策略, 以满足不同消费场景和购买习惯的需求。
- **价值共识+创造差异化需求, 大力投入营销推广。**15年, Swisse业务进入中国内地市场, 携手天猫京东、唯品会等平台开展宣传活动, 在品牌活动上一直保持高投入, 广告及营销费用率约30%, 较其他竞品投入更多。在营销策略上, 以多维度的营销举措打透消费者圈层: 1) 三亚举办私享会, 邀请行业专业人士与KOL来到现场进行探讨, 共同形成对Swisse超光瓶的价值共识; 2) 联合各大权威机构开展行业专业研讨会, 发布《营养食品创新剂型科普指引(软糖篇)》口袋白皮书等科普行动; 3) 通过赞助热门娱乐节目《乘风2023》等方式实现品牌的广泛传播, 精准对接年轻化及多元化的消费人群; 3) Swisse一直以来赢在消费者, 赢在年轻人。例如: K2钙”的焕新时期, Swisse建立了骨骼抗初老的概念, 旨在通过摄取钙建立由内而外的骨相美以及体态美, 撬动“补钙”新认知, 赢在消费者, 创造年轻人需求。

图30 23年Swisse渠道结构占比 (%)

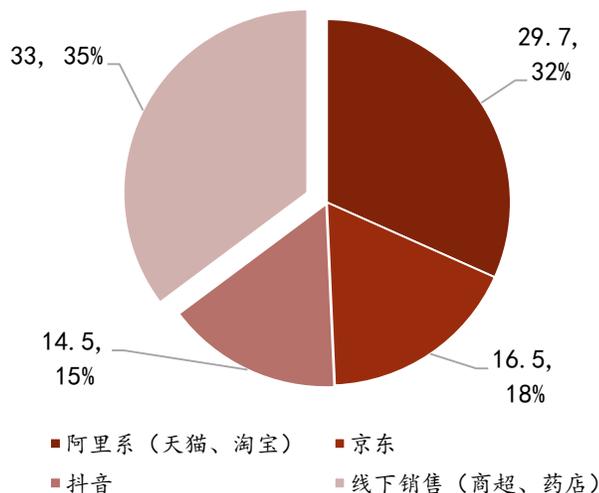


图31 Swisse和汤臣倍健的广告营销费用率

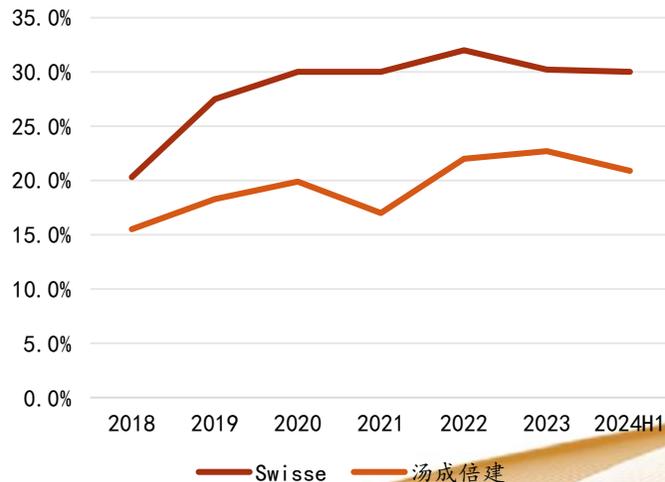


表2 营销策略

类型	目的	触点	打法
小红书	引流+品宣	商销/信息流/搜索流	新品推广和品牌活动内容, 推文会设置抽奖活动, 增加内容的曝光度, 吸引用户关注产品, 产生购买。
微博	品宣	开屏广告	分享有奖互动、活动宣传、产品介绍等内容。
抖音	引流	直播间/商销/发现页/搜索页	以产品介绍、活动宣传、直播推广为主。
微信	引流+品宣	朋友圈/视频号	
小程序	引流		进入小程序【Swisse斯维诗奢享汇】, 可以找到Swisse企微引流的触点。
公众号	引流		关注「Swisse斯维诗」公众号后, 欢迎语中介绍品牌特性, 福利活动并附带跳转链接。用户点击链接后, 扫码可添加品牌福利官。

资料来源: 欧睿, 华西证券研究所

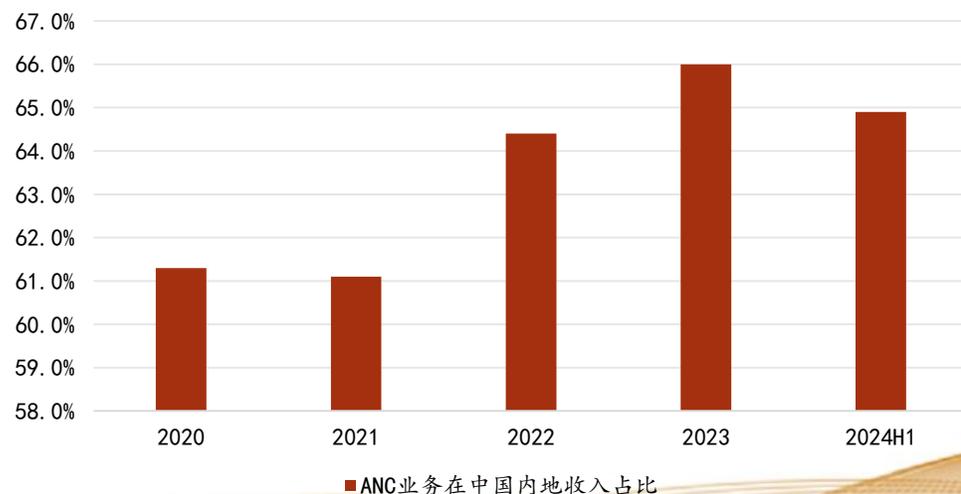
资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

资料来源: 人人都是产品经理, 华西证券研究所

2.1.5 ANC市场：境内持续稳健增长，领跑线上渠道

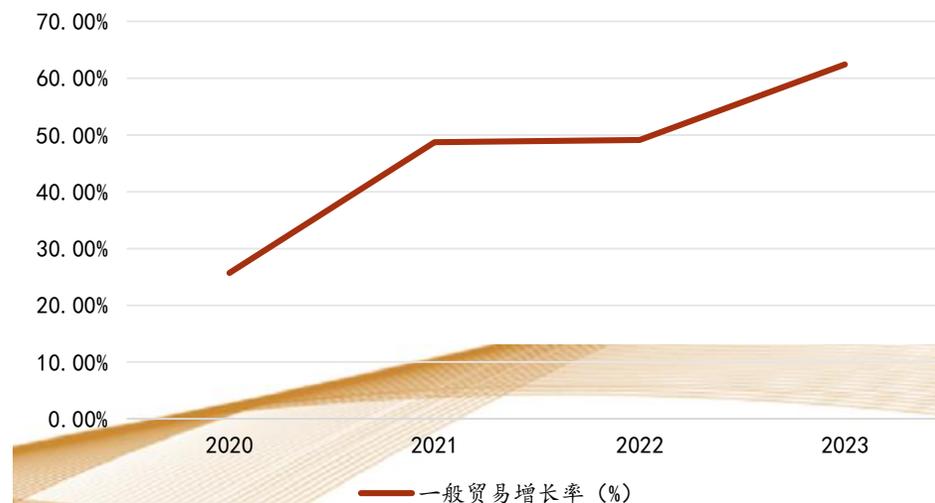
- ▶ 境内持续保持领先地位，品牌力进一步提高。目前，ANC在中国内地继续保持强劲的双位数增长，23年同比+37.4%，占ANC总收入的66%；24H1营收同比+8.8%，巩固了VHMS线上市场第一的位置，份额为7.9%，VHMS整体市场排名第二。截止24H1，Swisse Plus+凭借较高的盈利能力，实现双位数增长48.7%，仍占中国大陆ANC总收入的两位数百分比；Swisse PLUS+奶蓟草净肝片继续保持在中国内地线上高端蓟品类保持领先地位，Swisse PLUS NAD+系列在抗衰老品类中排名前列。这一成果得益于消费者在新冠后对保健品的殷切需求，线上和线下渠道的增长以及在创新类别上的扩展和引入更多符合正常贸易要求的蓝帽子产品SKU的努力。24年，Swisse在中国市场启动第三轮品牌升级行动，加强与消费者的互动，确立了“维稳品牌认知，深耕品类渗透”的品牌营销3.0策略，从品牌教育转向品类教育，品牌力进一步提高。
- ✓ 线上：23年，ANC正常贸易市场的营收增长62.4%，占中国大陆ANC总销售额的23.8%，市场份额为2.6%，排名第三。23年ANC跨境电商渠道的营收增长31.1%，24年H1仍有12.2%的增长。其中Swisse在23年“618”“双11”线上重要销售节点，横扫三大电商平台，蝉联全网销量第一，市场份额8.0%；24年618购物节期间，Swisse继续实现平台大满贯，斩获多个NO.1排名，持续领跑线上成人营养健康市场。
- ✓ 线下：ANC在中国大陆有62393个线下销售点。截至23年12月31日，一般贸易渠道的55款Swisse产品中有21款具有“蓝帽子”认证。

图32 2020-2024H1年ANC业务在中国内地收入占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图33 Swisse一般贸易品类增速

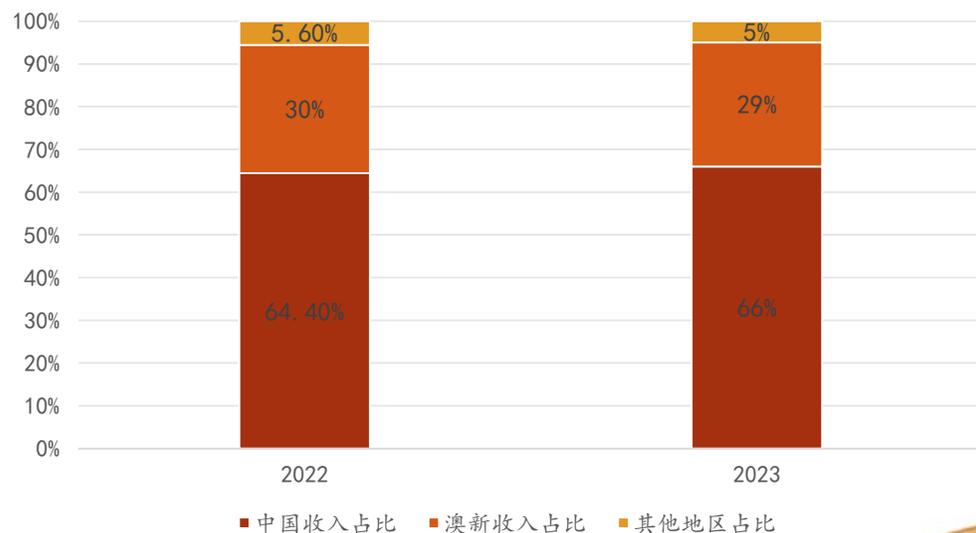


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.1.5 ANC市场：境外以澳新为主，持续向全球化拓展

- **澳新地区：**根据公司公告，ANC业务境外市场以澳大利亚和新西兰地区为核心市场，且按收入计，澳新是公司第二大市场，同时ANC业务在澳新地区的收入占全球总收入约29%。23年实现了两位数的高速增长。24年上半年到三季度末依然保持稳健的双位数增长率，在整体澳洲维生素、草本及矿物补充剂市场依然稳占第一。Swisse在澳洲的增长得益于本地渠道持续进行产品创新及高端化的工作，其中Swisse软糖在24H1市场份额达15.6%，位居第二。据24年中报显示，极受认可的“读者文摘澳洲信誉品牌奖项”中，Swisse获评为24年最受信赖维生素品牌。
- **其他地区：**在意大利、中国香港及新加坡市场扩张的带动下，公司录得双位数的稳健增长。同时，东南亚、印度及中东等新扩张市场亦呈现强劲的增长势头，高居市场份额排名前列，其中美容维生素、草本及矿物补充剂、肝脏保健及男性健康市场在新加坡排名第一；美容维生素、草本及矿物补充剂市场在意大利排名第二，成绩斐然。Swisse在新加坡的美容补充剂、肝脏健康和男性健康领域均取得了第一名的位置，中国香港特别行政区和新加坡都对增长做出了积极贡献，其EBITDA利润率与整体辅助产品业务部门持平。

图34 22-23年ANC业务收入全球占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图35 ANC业务调整后EBITDA利润率



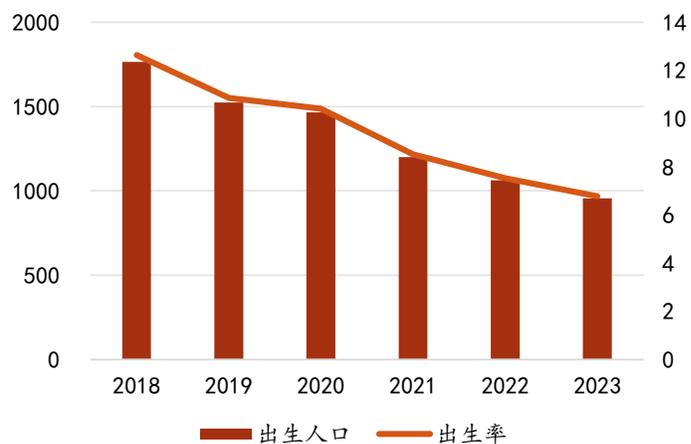
资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.2 BNC: 市场萎靡结构调整, 奶粉、益生菌及营养补充品双轮驱动持续创收

2.2.1 婴配粉行业：存量竞争时代，研发力成未来竞争核心

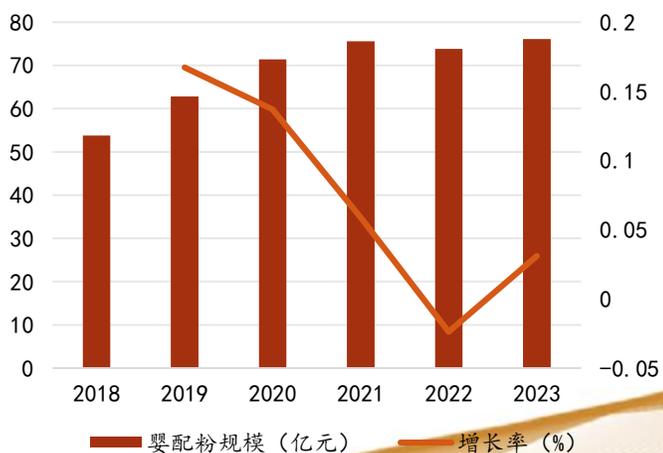
- **出生率导致行业规模放缓，行业承压，24年有望改善。**根据国家统计局数据，中国出生率已从18年的10.94%下降到23年6.39%，新生儿数量下降到23年的约九百万人。尽管2018-2023新生儿数量下降，由于三孩政策的支持性措施，23-27年新生儿数量的下降预计将有所放缓，中国婴幼儿配方奶粉市场的零售销售价值预计将保持平稳。自2020年以来，受疫情和疫苗等因素影响，新生儿数量连续两年大幅下降，给婴配奶粉行业带来压力。22年上半年，除少数品牌实现增长外，大多数龙头企业收入大幅下滑。然而，摆脱疫情影响后，宏观经济预期改善。据新浪财经报道，24年上半年，婴幼儿奶粉行业稳中有进。飞鹤、澳优等头部品牌都实现了营收正向增长。纵观整个婴童食品大盘，据魔镜洞察数据显示，24年1-8月，综合天猫和淘宝平台，奶粉/辅食/营养品/零食等多品类销售额共计174.54亿，从增速来看，仅婴幼儿牛奶粉、儿童奶粉、婴幼儿液态奶及特殊配方奶粉保持正增长。
- **“新国标”实施下，市场集中度提升，头部企业受益。**23年2月“新国标”正式实施，配方营养素和安全指标上都进行了调整，这意味着婴幼儿配方奶粉在品质上进入新的阶段，大企业在资金、研发力等多方面具备优势，更容易注册配方，市场天平将进一步向头部企业倾斜，市场集中度进一步提升，中小企业或将进一步流失市场份额，甚至加速一些弱势企业的衰亡。
- **研发力成未来竞争核心，企业正寻求新的增长点。**在行业进入存量竞争的背景下，众多乳企开始寻找新的业绩增长点。一方面，头部企业纷纷推出新国标产品，并持续加码高端市场；同时，羊奶粉、有机奶粉、特殊配方奶粉等满足不同消费者个性需求的细分产品，也成为婴幼儿奶粉企业的“新战场”。另一方面，婴幼儿奶粉企业近年来也纷纷延长品类生命线，在婴幼儿配方奶粉以外转战儿童奶粉、老年奶粉等新领域。

图36 中国出生人数及出生率（万人，%）



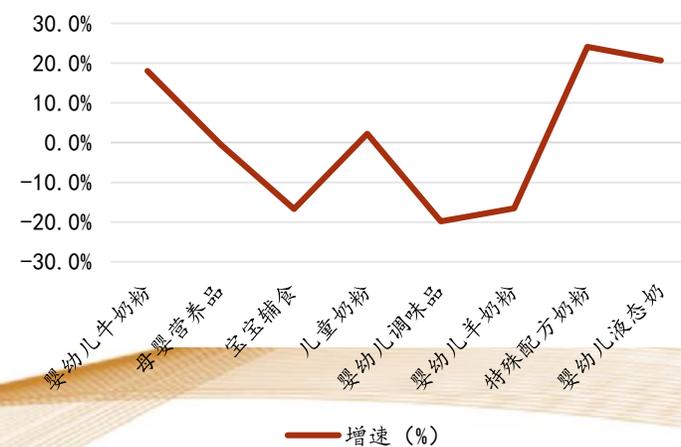
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图37 中国婴配粉市场规模及增速



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图38 24年1-8月淘宝+天猫婴儿品类销售额同比增速

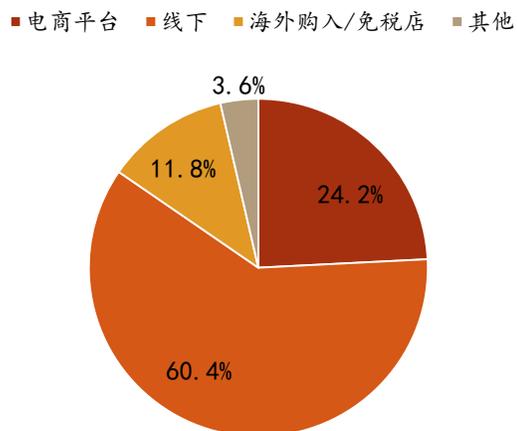


资料来源：魔镜洞察，华西证券研究所

2.2.2 婴配粉销售特点

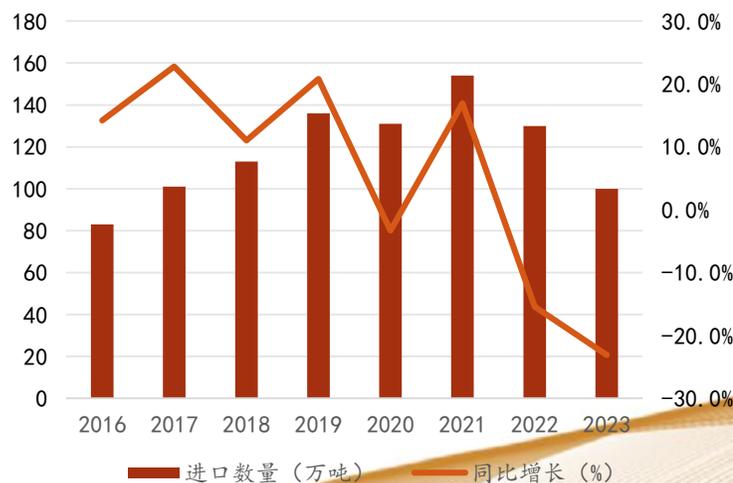
- **线下购买仍为主要渠道，电商渠道发展迅速。**受疫情、国民收入、出生人口、经济环境等影响，消费者的购物理念和方式也在更迭，一些消费者开始偏好线上购买奶粉。据艾媒咨询数据显示，消费者在婴幼儿奶粉购买渠道方面呈现出多样化特征。从渠道来看，线下渠道仍具有规模优势，但线上渠道持续扩大规模，16年至今的增长率均高于线下渠道，随着电商平台的快速发展和消费者购物习惯的变化，预计线上购买婴幼儿奶粉的比例将会继续增长。**线上：**据艾媒咨询数据显示，24.2%的消费者通过电商平台购买婴幼儿奶粉。据魔镜洞察报告显示，24年Q2，母婴线上渠道销售额达到615.5亿元，销量接近7亿件，市场规模稳健增长，销售额同比+12.0%；从细分市场来看，婴配粉市场的规模最大，24年Q2销售额达到了132.8亿元，销售额同比增长13.1%。**线下：**据魔镜洞察报告显示，24年至今线下购买仍为主要渠道，占比为60.4%。于母婴店而言，线下新零售是发展的机会和风口，其可以提供快速便捷的本地送货服务，满足用户对奶粉时效性的需求，也满足了消费者对于婴幼儿奶粉高品质和购买便利性的双重需求，奶粉的主战场仍在线下。
- **消费者逐渐钟情于国货品牌。**这几年随着中国乳业自律发展，中国已经成为全球乳制品质量安全标准和保障体系最完善的国家之一。源头上，中国标准检测指标多达66项，是国外检测指标的2倍多，为全球最严；生产环节已经成为全球优质样板工厂。各种因素综合起来，国产奶粉越来越成为中国消费者的首选。据华经产业研究院数据显示，23年奶粉进口量为100万吨，同比下降23.1%。据凯度调研数据显示，截至2023年12月29日52周中国0-6岁奶粉市占率排名中，有两家国内品牌，飞鹤和伊利，且飞鹤位居第一，23年飞鹤市占率高达21.5%。
- **高端、超高端概念奶粉高速增长。**据世研指数的数据，22年高端产品的市场占有率为56.4%，这意味着，高端奶粉和超高端奶粉占据整个婴幼儿奶粉市场的重要地位，是行业发展的重要驱动力；同时90后和95后的母婴新消费群体更加在意奶粉的品质、配方、成分及功能性，因此高端及超高端奶粉们顺势而出，成为宝爸宝妈的重要选择。相较于普通的配方奶粉，对奶源、原料、生产等要求更高的羊奶粉和有机奶粉在近两年增长较快，也深受年轻家长的喜爱，揽获了一大批忠实用户群。

图39 2024年婴幼儿奶粉线下购买渠道占比 (%)



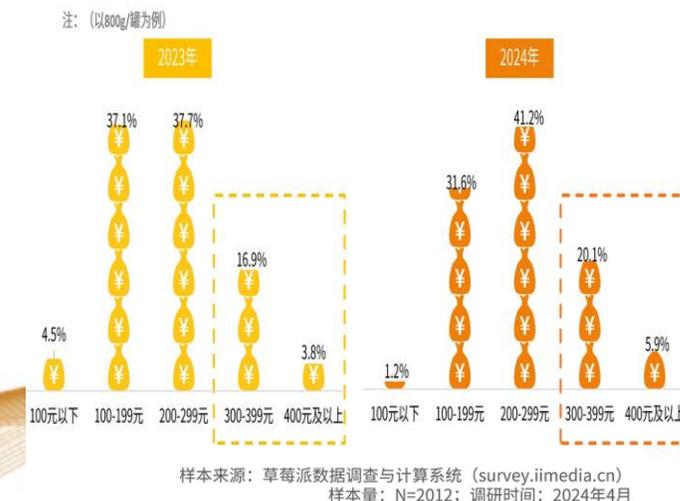
资料来源：2024年中国婴幼儿全面营养奶粉行业消费者洞察分析，华西证券研究所

图40 婴配粉不同价位的占比情况



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图41 23和24年中国消费者购买婴幼儿奶粉价格分布



资料来源：艾媒数据中心，华西证券研究所

2.2.3 BNC业务：合生元地位稳固

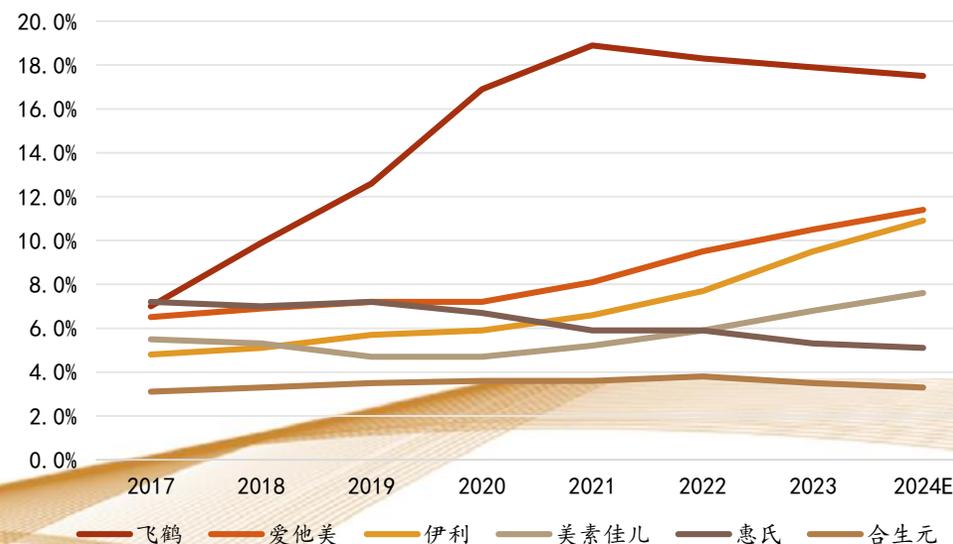
- **奶粉赛道竞争激烈，合生元地位稳固。**由于出生率持续下滑，国内婴幼儿奶粉市场快速萎缩。存量竞争下，婴幼儿配方奶粉市场加速洗牌，竞争越来越激烈、品牌集中化加速，市场竞争格局也在发生变化，行业经历外资品牌主导，到内资品牌再度崛起，分庭抗争阶段，飞鹤仍旧占据行业龙头。据万点研究显示，CR10从13年的73.3%上升至23年的85%以上。纵使面临持续挑战，合生元依然取得巨大的成功，据艾媒金榜最新发布《2023年中国国产婴幼儿奶粉品牌10强榜单》显示，以指数81.7，位列第四名。据24年中报显示，合生元在中国内地整体超高端婴幼儿配方奶粉分部的市场份额方面跻身第三位，将该分部的市场份额由11.7%扩大至13.0%，9月达到14%，市场份额稳步提升，地位稳固。
- **加强超高端产品和国际化布局。**在奶粉行业减量竞争的大背景下，公司对于BNC业务也进行了战略调整，把目光投向了超高端奶粉市场。23年，合生元进一步强化超高端牛奶粉品类布局。据23年年报显示，合生元7大婴配奶粉系列通过国家市场监督管理总局“新国标”认证，并顺利完成全渠道过渡。据尼尔森数据显示，截止23年，合生元超高端婴幼儿配方牛奶粉零售额占据市场份额12.4%，高于整体市场增长率；同时合生元加强婴配奶粉业务的国际化布局，扩展法国药房渠道份额及推出“Inostime”系列婴幼儿配方奶粉。23年报告期内，合生元有机婴幼儿配方奶粉类别及羊奶在法国药房渠道的市场份额分别为41.6%及41.9%，保持其在法国有机IMF和羊奶市场第一的地位。

图42 23年中国国产婴幼儿奶粉品牌10强榜单



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

图43 17-24E年国内婴幼儿奶粉前六名市占率（%）



资料来源：欧睿，华西证券研究所

2.2.3 BNC业务：全面覆盖细分领域，寻求新增长点

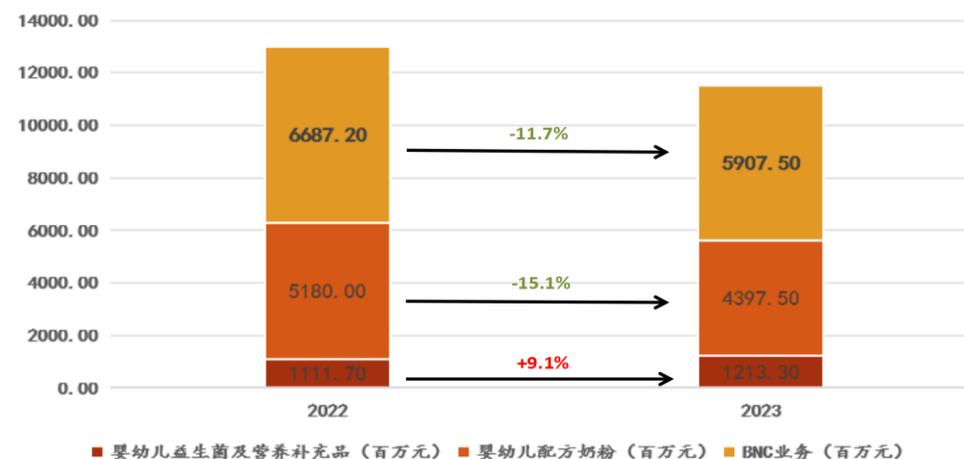
- **产品全面覆盖细分领域，开发新品，聚焦高端。**在产品上，公司致力于做优品质、做强品牌，打造全品类奶粉矩阵。公司除派星天护奶粉系列外，还布局高端、超高端、有机、HMO以及羊奶等各个细分领域，拓展婴幼儿营养品细分市场，布局乳铁蛋白+益生菌、DHA藻油+ARA凝胶糖果、钙片等营养品，以及婴儿辅食产品，加速完善全营养矩阵，推动婴幼儿益生菌及营养补充品业务的增长，并且继续扩大补充产品系列，着重关注新的产品形式和功能优势。推出了新的技能扩展产品，包括五星系列，以更好地满足消费者和客户的需求。如今在新国标产品配方中创新应用乳桥蛋白LPN、母乳低聚糖HMO、新一代SN-2 PLUS母乳吸收技术、乳铁蛋白+益生菌 (LF+Probiotics) 4大明星成分，可贝思羊奶粉和爱斯时光系列均有良好的动销成绩。
- **布局新渠道，更多扩展下线城市。**据蓝鲸财经报道，24年年初，合生元加速布局有机奶粉新零售，与数字化母婴新零售连锁企业中亿孕婴童合作，计划在中亿孕婴童门店重点推广合生元新国标有机奶粉；根据中国江苏网显示，合生元联合江苏、安徽、山东地区40家区域婴童连锁企业正式开启战略合作，加速布局有机奶粉新零售赛；据中童观察报道，公司聚焦医务渠道大量投入，借助妈妈100平台吸纳了优质客户。另外，在一、二线城市母婴市场“拥挤”且生育意愿降低的当下，县城、乡镇等下沉城市是合生元的重点布局区域，以“小地方、大活动”为原则，联合第三方的专业机构开展大中型的路演活动，以分人群、多场景、强互动的形式助力渠道引流和精准开新。

表3 合生元婴配粉系列

系列	规格 (g)	价格 (元)	产地	奶基原料	主要卖点
派星系列	900	1段参考价 319	法国原装进口	脱脂牛奶湿法工艺	6倍乳桥蛋白LPN，激发内在保护力，内在保护基础SN-2 PLUS。
贝塔星系列	900	1段参考价 253	法国原装进口	脱脂牛奶湿法工艺	SN-2 PLUS母乳脂肪基数，GOS益生元促进肠胃蠕动，α-乳清蛋白小分子好吸收。
可贝思羊奶粉系列	800	1段参考价 293	澳洲原装进口	脱脂乳粉+全脂乳粉	100%纯羊乳蛋白，足量的OPO能够减少宝宝上火便秘的几率、促进脂肪酸和钙质的吸收、促进益生菌增殖。
爱斯时光	800	1段参考价 281	法国原装进口	脱脂牛乳+脱盐乳清粉	3%的珍稀天然乳脂sn-2更接近母乳结构，搭配黄金成分MFGM乳脂球膜，促进宝宝自护能力发育，让宝宝营养均衡。

资料来源：国际妈咪app，合生元官网，华西证券研究所

图44 BNC业务收入变化

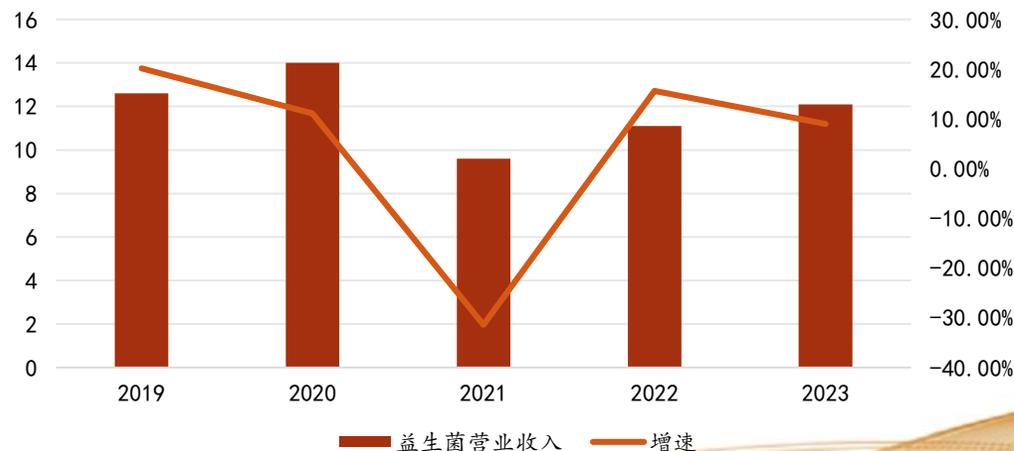


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.2.3 BNC业务：全面覆盖细分领域，寻求新增长点

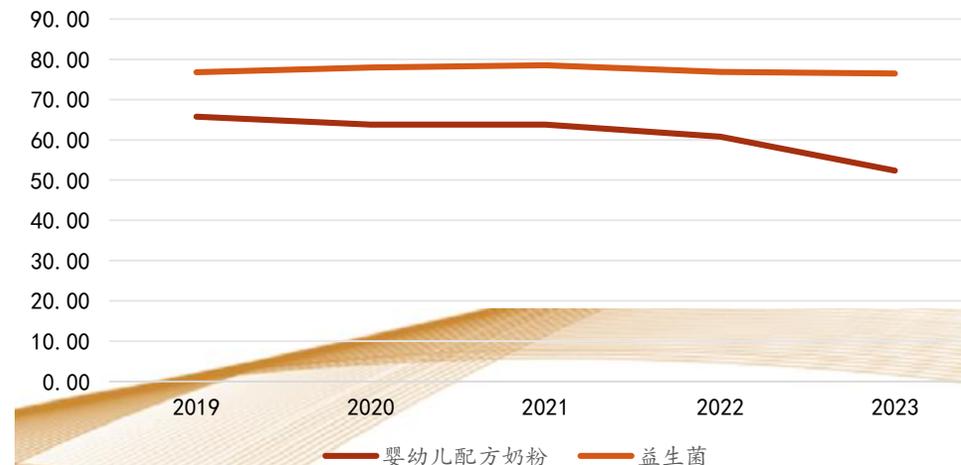
- **益生菌引领全球市场，成为新增长点：**欧睿国际数据指出，中国已成为全球第二大益生菌消费市场，预测26年国内益生菌市场规模有望达到1377亿元。合生元从益生菌产品起步，产品推出市场超过20年，在行业内始终处于龙头位置，占据儿童益生菌市场份额70%以上，根据Kantar的资料，合生元为中国内地排名第一的婴幼儿益生菌。23年公司益生菌及营养补充品业务实现营收12.1亿元，同比+约9.1%，其中，来自中国内地益生菌及营养补充品的收入为12.0亿元，同比+8.8%。由于23年益生菌需求一次性激增后的高基数效应所致24年上半年益生菌及营养补充品下降31.6%，预计三季度会有所改善。
- **布局高增长品类，打造第二增长曲线。**近几年婴配粉市场疲软，公司继续投资婴配粉以外的高增长品类。早在23年，公司就通过“高端婴配粉+营养品”双轮驱动进一步激活销售活力，高质量的营养品品类扩张成功为业绩增长再填支撑。合生元针对婴幼儿营养补充品细分市场，持续打造第二增长曲线，并不断推出如乳铁蛋白+益生菌、DHA藻油+ARA凝胶糖果、钙片等创新产品，进一步满足消费者更精细、更多元化的需求。由于消费者对婴幼儿营养补充品的需求更加殷切以及公司推出益生菌软糖、DHA及钙片等创新产品，使得24H1婴幼儿营养补充品的销售额增长113%，占中国内地婴幼儿益生菌及营养补充品总销售额的12.2%，进一步巩固合生元在中国内地婴幼儿益生菌领域中的榜首地位。
- **益生菌销量回落，公司方针助力健康发展：**根据公司公告，公司仍处于新国标转型过程中，销售情况会较为疲软，同时受23年益生菌需求激增高基数影响，24年上半年中国内地婴幼儿益生菌及营养补充品的销售额有所下降。但消费者对婴幼儿营养补充品的需求大幅提升，不断推出如乳铁蛋白+益生菌、DHA藻油+ARA凝胶糖果、钙片等创新产品，进一步满足消费者更精细、更多元化的需求。据中国财富网报道，24年618期间，合生元婴幼儿益生菌再度蝉联京东、天猫、唯品会、抖音等各大平台销售排行榜NO.1，品牌力进一步提升。

图45 19-23年益生菌营业收入及增速变化（亿元，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图46 19-23年益生菌和婴配粉毛利率变化（%）

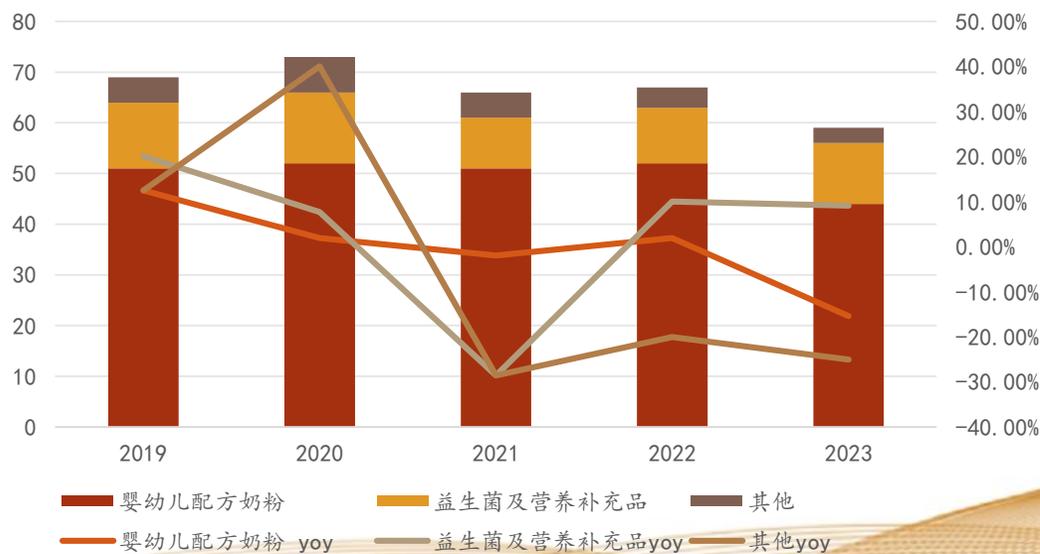


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2.3 BNC业务：行业萎靡下收入下滑，但毛利率有所提升

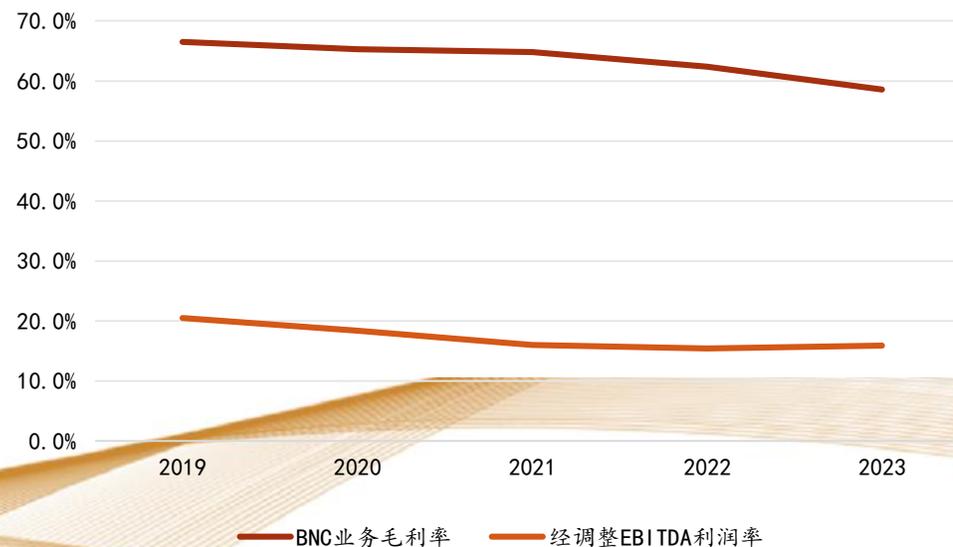
- **BNC收入按季度收窄，营养补充品巩固市场地位。**中国婴配方奶粉行业仍面临的长期系统性挑战，市场受到“新国标”转型期间库存消耗影响，导致竞争加剧及促销活动超出预期。21H1-23H1年BNC业务营收分别为33.0/31.8/31.2亿元，同比-6.5%/-3.5%/-2.1%，虽然婴幼儿奶粉业务下降幅度按季度显著收窄，但这依然影响公司24年上半年的销售率及盈利能力，24H1BNC业务营收24.3亿元，同比-22%。据24年中报显示，创新营养补充品产品增长及疲弱基数效应将促使婴幼儿益生菌及营养补充品重拾升轨，有助与婴幼儿配方奶粉业务的部分持续疲弱抵销。24H1中国内地婴幼儿益生菌及营养补充品的收入为人民币5.0亿元，同比-32.0%。然而，24H1婴幼儿营养补充品的销售额+113.0%，婴幼儿益生菌及营养补充品降幅部分被婴幼儿营养补充品销量的强劲增长所抵销。同时，产品创新进一步巩固Biostime在中国内地婴幼儿益生菌领域中的榜首地位。
- **去旧国标库存，稳利润控费用。**据母婴前沿报道，为了应对新国标转型期间行业竞争加剧，公司战略性地选择了在23年年底推出新国标产品前，尽量出清旧国标库存，以维持渠道存货的稳健水平。虽然BNC业务毛利率一直呈现持续下滑趋势，但公司控费用有所成效使得经调整EBITDA利润率在22年后开始回升，期望长期BNC利润有低双位数的增长。

图47 19-23年BNC业务各产品营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：国际妈咪app，合生元官网，华西证券研究所

图48 BNC业务毛利率及经调整EBITDA利润率



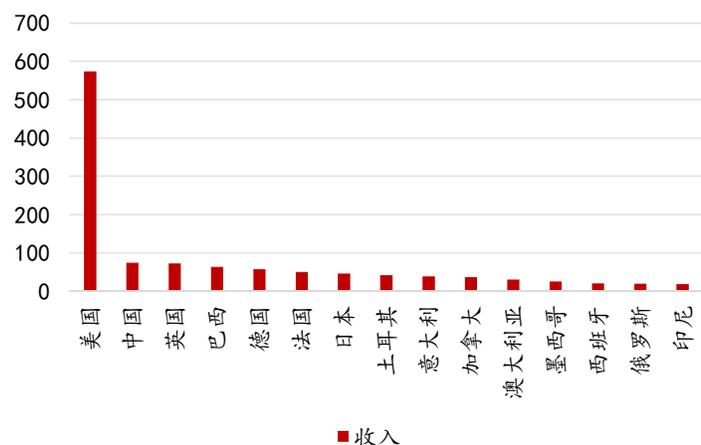
资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.3 PNC: 后起之秀，全渠道布局助推份额稳步提升

2.3.1 宠物食品：市场需求强劲，中国市场发展前景可观

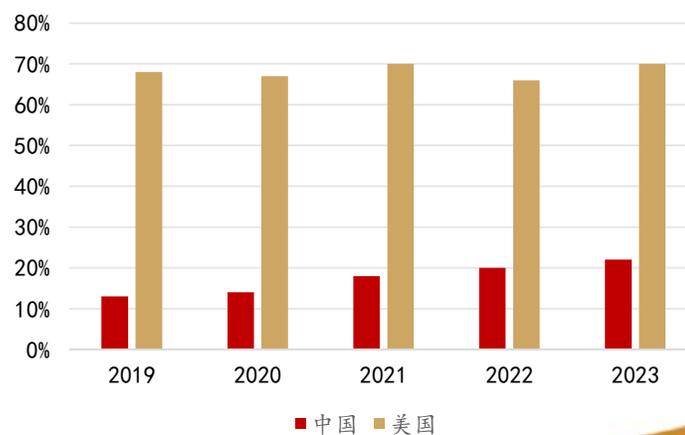
▶ **全球宠物食品市场需求强劲，已成为国内蓝海市场。**全球来看，宠物食品销售额年均增长率超过5%，24年预计将达到1409亿美元，并继续保持增长态势。这表明全球宠物食品行业正面临持续增长的有利前景。北美是最大的宠物护理市场，占据了大部分市场份额。其中，美国是该地区市场的最大贡献者，宠物家庭渗透率水平高居全球首位，占比超70%。根据美国宠物用品协会的行业状况数据，23年美国宠物行业总开支达到1470亿美元，其中宠物食品和零食销售644亿美元，成为宠物行业最大的细分市场，并将继续实现稳健持续增长。相比于国际市场，国内市场起步较晚，但随着我国老龄人口和单身青年数逐年增多，对陪伴的需求也进一步刺激养宠人数逐渐增多，宠物消费快速升温，据Statista Consumer Market Insights显示，美国在食品市场的“宠物食品”领域的收入排名领先，达到574亿美元，中国宠食市场营收74亿美元，位列国际排名第二。据《23年中国宠物食品行业白皮书》显示，宠物食品行业市场规模将达到1510亿元，同比+10.4%，据《2023-2024年中国宠物行业白皮书（消费报告）》显示，主粮、零食相对稳定，营养品小幅上升。23年宠物零食市场规模将达到316亿元，同比+18.6%；宠物保健品市场规模将达到136亿元，同比+19.4%，预计26年，宠物主粮、宠物营养品、宠物零食的复合年增长率将分别达到17%、15%和25%。宠物零食和宠物保健品所在的宠物食品市场成为新蓝海市场，未来市场发展前景可观。

图49 23年世界各国宠物食品市场收入（亿美元）



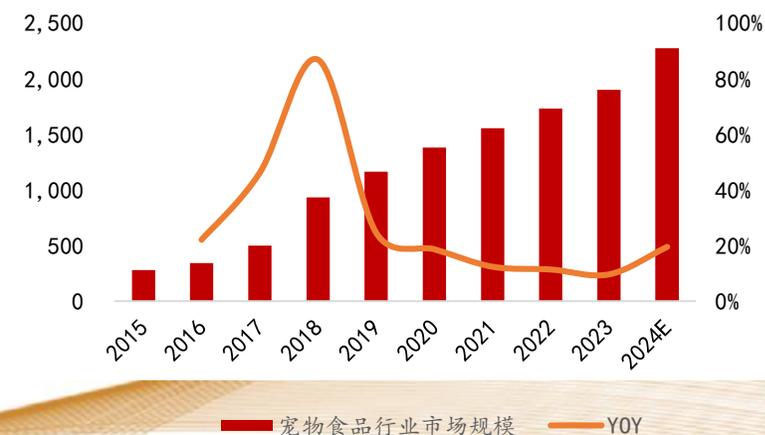
资料来源：Statista Consumer Market Insights，华西证券研究所

图50 中国和美国宠物食品的渗透率（%）



资料来源：《中国宠物食品经济》报告，华西证券研究所

图51 中国宠物食品行业规模及增速（亿元，%）



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

2.3.1 宠物食品：电商为核心渠道，高端化势不可挡

- ▶ **线上电商成为中国市场的核心渠道**，欧美等发达国家宠物食品销售以商超渠道为主导，近年来我国线上零售蓬勃发展，《2023-2028年中国宠物食品行业发展洞察与市场前景预测报告》显示，综合电商平台仍是消费者的首选渠道，占比约为61%，宠物专营店、宠物医院和商超的销售份额占比分别为27%、8%、4%，同时传统线上渠道同比上升1.8个百分点，直播平台同比上升1.1个百分点；线下渠道中，宠物医院、宠物店、线下商超、犬猫舍均有所下降。根据欧睿显示，天猫在线销售额中占有很高的比例，在23年占据了超过一半的电子商务份额，其次是京东和抖音。23年，抖音上宠物保健品的零售额增长了100%以上。各个品牌也在抖音上建立了旗舰店和直播账号。
- ▶ **未来高端化趋势显现**。据《2024年中国宠物食品消费报告》，宠物食品中高端市场占比提升，带动产能优胜劣汰。以冻干、烘焙为代表的新兴中高端宠物食品市场占比正在逐步提升。随着产能的迭代，必然加剧行业的头部化趋势。同时，“育儿式养宠”、精细化喂养也带来宠物食品消费额的上升。量价齐升背景下，业内一致预期，宠物食品行业规模有望进一步扩大。未来，宠物食品将迎来高端化、品牌化趋势。《2023年宠物医药健康服务趋势洞察白皮书》指出，宠物保健品市场迈向高端化、精细化，高价格带的商品增长更迅速（以199元-243元价格区间的产品为例，销售额同比增速达45.4%）。普瑞纳贸易和行业发展副总裁Joe Toscano称，“约有40%的宠物主愿意支付更高的价格购买为宠物量身定制的宠物食品。”

图52 中国宠物零食销售渠道占比

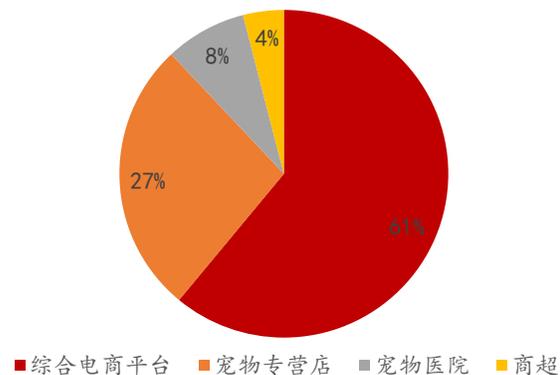


图53 淘宝&天猫宠物保健品市场



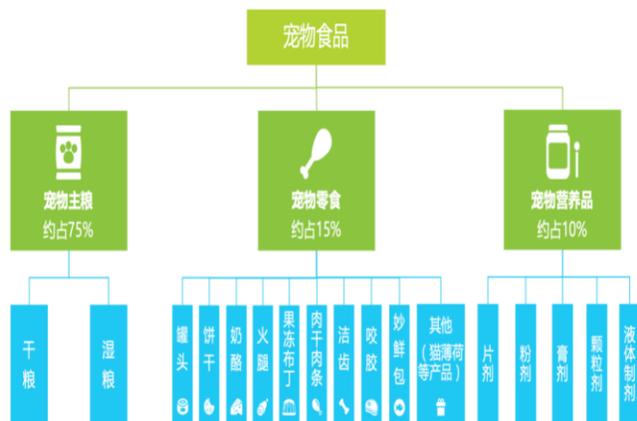
资料来源:《2023-2028年中国宠物食品行业发展洞察与市场前景预测报告》, 华西证券研究所

资料来源:《2023年宠物医药健康服务趋势洞察白皮书》, 华西证券研究所

2.3.1 宠物食品：宠物营养保健品将成为增长最快的品类

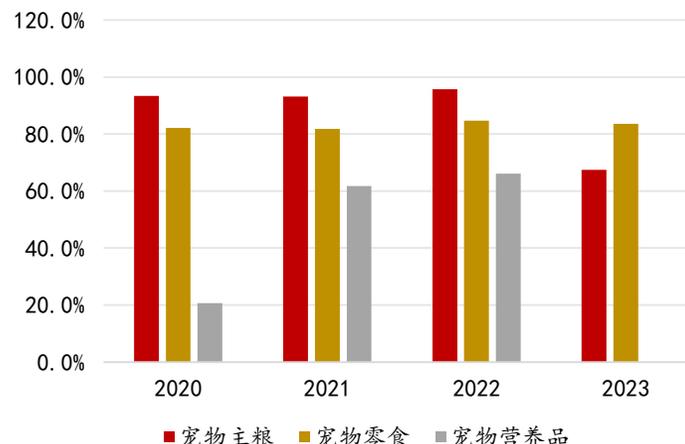
➤ **宠物食品多元需求催生出更为细分的市场——保健营养品销量迅猛增长。**随着人们生活水平提高，人们对宠物的需求和关爱不断增加，对宠物的需求不仅是饱食，还希望在宠物饮食上追求健康和精致。宠物食品市场也开始向细分化发展，出现了针对各个场景和成长阶段的产品，推动了宠物保健营养品细分市场的快速增长。其中，犬类产品主要以关节、骨骼、维生素类为重点功效，猫类产品主打美毛、护肤、肠胃调理等宠物通用需求，包括深海鱼油、爆毛粉、磷虾油、牛磺酸、复合维生素等，涉及多个方面的宠物健康。据欧睿显示，宠物保健品类是24年表现最好的品类，按当前价值计算，零售额已增长13%至51亿元人民币。据23天猫国际跨境消费趋势前瞻显示，天猫国际宠物保健品市场销售规模复合增长270%；据天猫国际显示，24年1月-3月，天猫国际宠物消费品类中，进口保健品增速排名第一。从规模看，进口保健品一季度成交同比翻倍增长，已经成为猫狗主粮外，成交规模最大的品类。

图54 宠物主要细分赛道



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

图55 中国宠物食品细分赛道渗透率 (%)



资料来源：《2024-2029年中国宠物食品行业深度分析及发展前景预测报告》，《中国宠物食品经济》，华西证券研究所

图56 天猫国际宠物成交情况



资料来源：天猫国际，华西证券研究所

2.3.2 PNC业务：发力“它”经济，布局宠物食品领域，国内外发展势头强劲

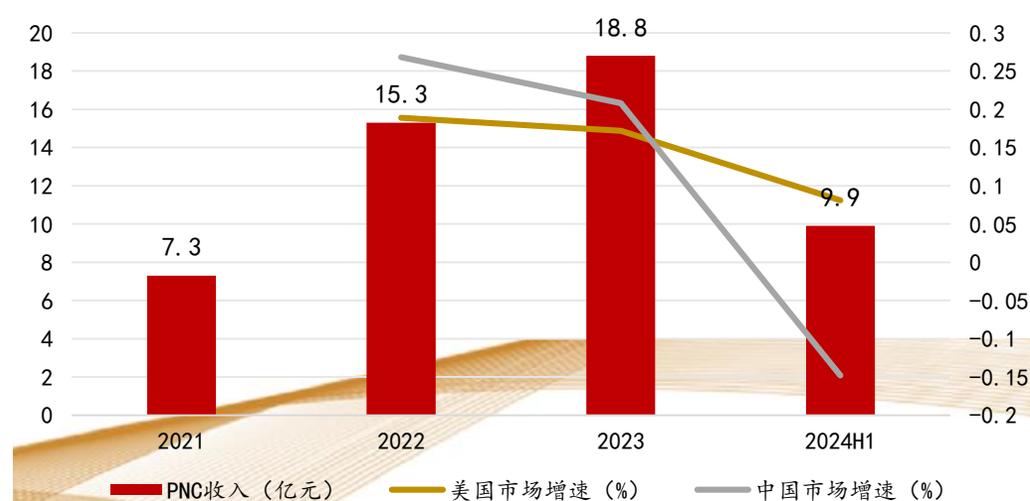
- 公司收购宠物食品与营养品牌，第三发展支柱PNC正式落地。2020年11月，健合集团董事会以前瞻性目光，果断地将宠物营养及护理用品业务定为公司第三大发展支柱，发力高端宠物营养及护理用品，以1.63亿美元收购Solid Gold百分之百的股权，Solid Gold成为公司的间接全资附属公司。随着Solid Gold的闪耀上线，21年3月，健合集团的PNC业务单元宣布正式落地，其将成为健合集团未来发展战略中新的增长引擎，旗下Solid Gold将重装上线，大力开拓中国市场；同年8月，健合集团宣布拟以6.1亿美元收购美国线上高端宠物补充品公司Zesty Paws全部股权，财务业绩、资产及负债将并入。Zesty Paws将与Solid Gold共同为消费者提供从宠物食品至宠物补充品等全面产品，连续两年双位数增长，为公司盈利，加快公司迈向全球化的步伐。
- 持续保持增长，深化布局中国、美国市场。水大鱼大，乘着行业红利，健合PNC业务持续快增，俨然成为公司重要增长点。22-23年PNC业务收入总额分别为15.3/18.8亿元，同比+110.6%/22.5%，其中北美同比+18.9%/17.2%。中国销售额同比+26.8%/20.8%。24年上半年，PNC业务营收总额9.9亿元，同比+6.3%，北美同比+8.1%。但中国销售额同比-14.8%，主要由于进行了产品组合高端化及渠道优化，借此提高长期盈利能力，未来随着渠道优化与产品组合落地，不利影响将逐步消除。据财经报道，近年来，公司借助创新基因、专业特色优势，持续构建和完善了干粮、湿粮、主粮伴侣、营养品的产品生态。根据河北网络广播电视台报道，PNC在持续扩大中国市场品牌影响力，巩固北美市场的领先地位下，继续在英国、欧洲及亚洲寻求扩张机会。

图57 PNC业务两大产品



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图58 PNC业务总收入及地区收入增速

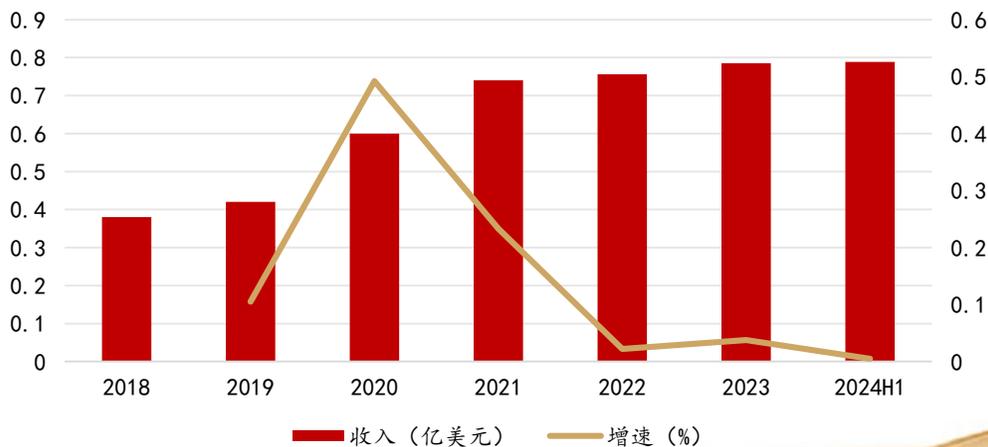


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.3.3 Solid Gold—专注功能赛道，深耕中国市场，品牌认知度稳步提高

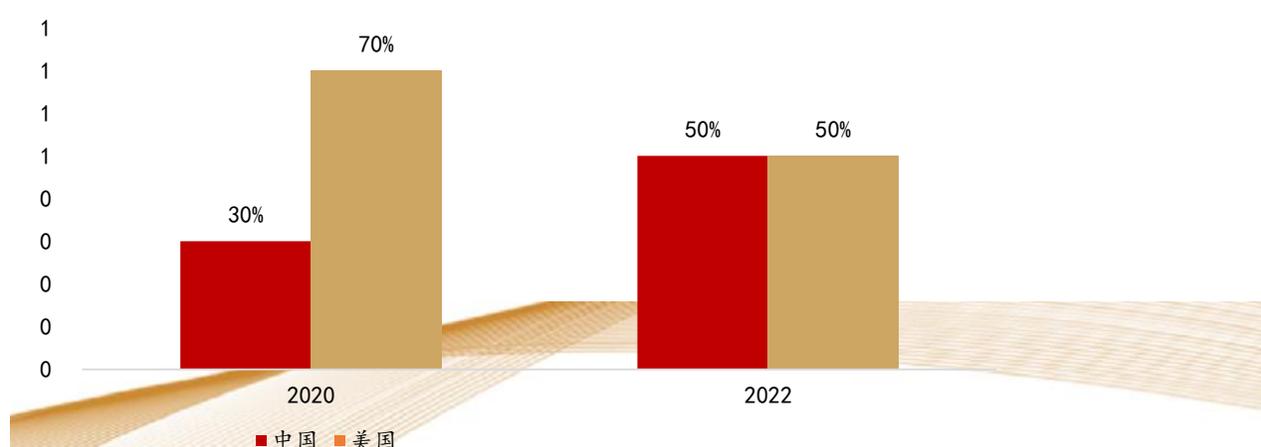
- **Solid Gold发展迅速，专注功能赛道，快速打开了中国高端营养宠粮市场。** Solid Gold自1974年创立至今已有49年历史，是美国首间全方位宠物营养品公司，产品每年销量呈现两位数的增长速度。根据公告，截至24年上半年，Solid Gold的收入约为0.79亿美元，同比+0.5%；18-23年复合增速达12.9%。据宠业家报道，截止20年9月30日，Solid Gold12个月的收入约为5500万美元，核心市场是美国和中国，独家分销商代理销售给中国市场。贡献近30%，即在中国市场当期实现约1亿销售业绩。Solid Gold打造了强势品牌及猫狗优质营养品解决方案的高端产品系列，关注美毛、肠道、免疫等功能，推出多款鲜肉+功能的新产品，和强化“干粮、湿粮、零食、营养品”的全品类拓展，并以领先的理念及产品持续刷新行业对功效宠粮品类的认知，推动中国宠物营养健康赛道快速成长。
- **引入新品，深耕中国市场，北美市场重回升轨。** 24年Solid Gold继续在高端产品矩阵发力，3月推出Solid Gold鱼油，进入快速增长的宠物补充剂类别，并于5月重磅推出生鲜美毛鸡猫粮新品。**中国市场：**据24年中报，截止报告期，Solid Gold在中国线上优质猫干粮类别中保持第二名，于中国内地线下市场已覆盖约10000家宠物店及宠物医院。据中国发展改革报，Solid Gold鱼油首战24年双十一，即斩获天猫渠道猫鱼油店铺排名No.2的佳绩，乳化鱼油单品斩获猫咪美毛护肤预售榜No.1。京东渠道中，Solid Gold在猫主粮类目大贸中稳居前三。抖音渠道同样增势喜人，Solid Gold整体销量同比增长80%+；进口猫主粮类目No.4；猫鱼油类目抖音双11大促首次进榜并斩获No.5。**北美市场：**23年第一年完成Solid Gold过渡至亚马逊新网上商城模式，为品牌重振北美市场业绩作出重大贡献，并在北美推出创新产品及进驻沃尔玛支持，Solid Gold于23年在北美重拾升轨；24H1收入同比+0.5%，覆盖北美超4800家门店。
- **品牌认知度稳步提高，用创新和专业融合的模式在行业中脱颖而出。** 21年4月，Solid Gold正式启动中国市场，快速打入消费者圈层，以“喂养就该如此轻松”的潮宠文化全方位加强品牌认知，获取专业与口碑的双重支持。同时，携手华南农业大学成立Solid Gold宠物营养研究中心，与众多行业顶尖机构、权威专家学者开展科研合作，夯实产品科研成果转化，实力开创高端宠物营养行业新标杆，通过一套创新与专业融合的模式在宠物食品行业中脱颖而出。截至24H1，Solid Gold的产品批文数量达到40个（23年36个）。

图59 Solid Gold收入及增速（亿美元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图60 Solid Gold不同地区收入占比

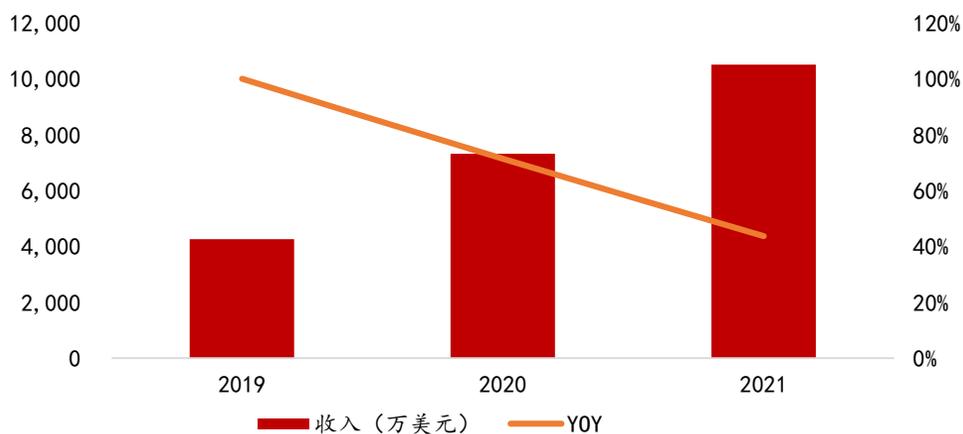


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3.4 Zesty Paws—宠物补充剂市场龙头企业，增长强势

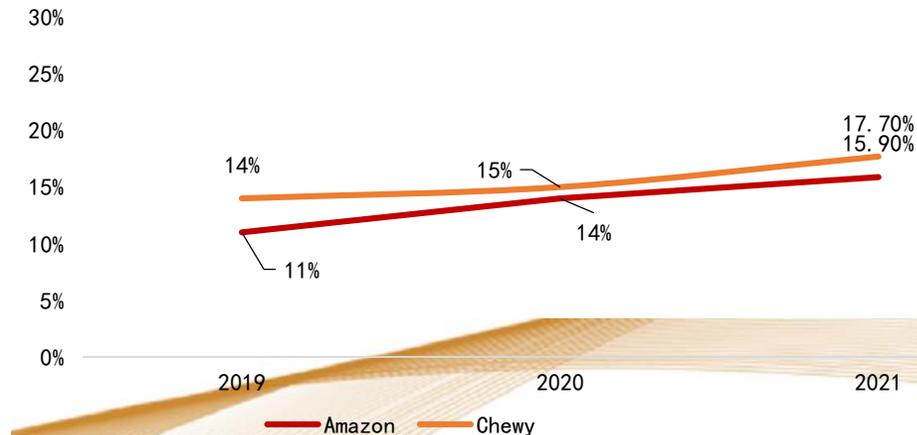
- ▶ **北美地区强势龙头，线上线下全渠道发展。**美国销量第一的高端宠物营养品牌Zesty Paws成立于2015年，公司于21年10月收购，并一直保持双位数增长水平，在宠物补充剂市场表现出极大的弹性和加速增长。Zesty Paws先后推出了多条宠物补充品系列，产品涉及功能性软咀嚼物、液体补充剂、肉类零食和牙科咀嚼物，针对狗和猫的特健康保健领域，通过电子商务、大型宠物商店和包括Target在内的大众商品商店销售，并迅速扩展其于沃尔玛、Target、PetSmart、CVS等知名零售商及独立宠物店的分销网络，以扩大其市场渗透及扩大消费者群体。24年上半年进军山姆会员店、Costco、Petco及Meijer。截至目前，Zesty Paws在全美门店数量覆盖超18000家。Zesty Paws推出后的两年内，Zesty Paws已在亚马逊上保持排名第一，并在沃尔玛的宠物补充品类中排名前列。23年，Zesty Paws以10.0%的市场份额稳居线下零售扫码第四名；据Euromonitor数据，Zesty Paws已是美国宠物营养补充品品牌第一名。
- ▶ **积极开拓中国市场，提升品牌核心竞争力。**Zesty Paws凭借其行业优势与电商地位，以“大平台立标杆+分销渠道铺广度”渠道策略正式加入中国市场，22年12月，陆续上架京东国际、天猫国际、抖音商城等国内主流跨境电商平台，抢占中国宠物市场蓝海，加码高端宠物营养健康赛道。在产品上，上市超100款单品，覆盖症状缓解、疾病预防和日常补充三大系列，旨在弥补国内市场对于细分品类的需求，除此之外，据中国商报，Zesty Paws将携手行业顶尖机构、权威专家学者科研背书，传递积极正能量的宠物喂养观念，以科学的力量打造更适合中国宠物营养市场需求的产品，打造品牌核心竞争力。
- ▶ **公司宠物营养赛道布局成效明显。**21年Zesty Paws的强势加盟为公司布局宠物营养赛道注入“强心剂”，22年公司PNC业务销售实现翻倍增长。23年PNC业务在中国市场和北美市场收入均实现强劲双位数增长，其中Zesty Paws的收入实现按年增长21.7%。截止24年上半年，扩大线下分销造成收入增长回落至10.8%，但Zesty Paws广大消费者基础及稳定的市场份额将继续推动其未来盈利增长。未来Zesty Paws将进一步深化布局、帮助公司加速向国际化“全家庭健康营养”企业迈进的“助推剂”。

图61 Zesty Paws收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图62 主流电商平台Zesty Paws市场份额



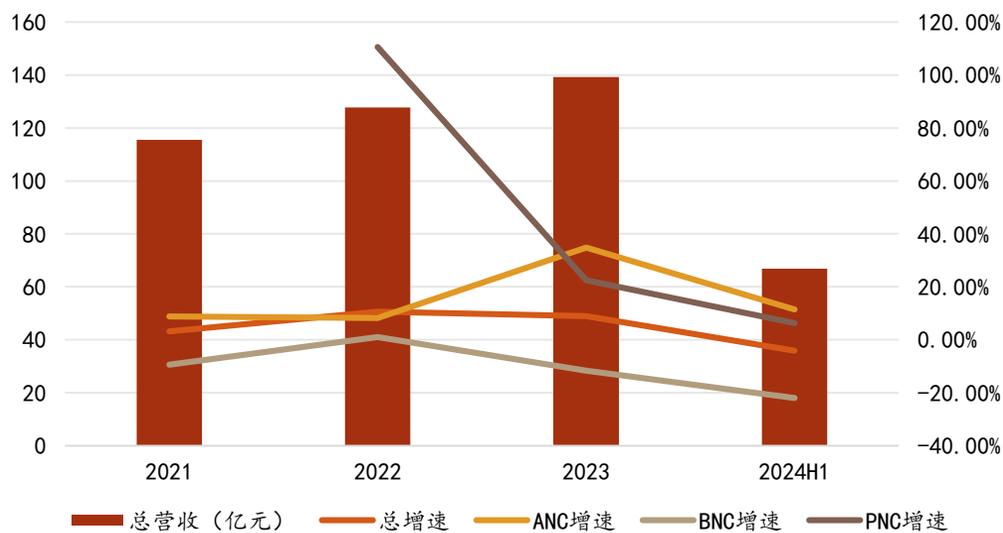
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 财务分析

3.1 收入端

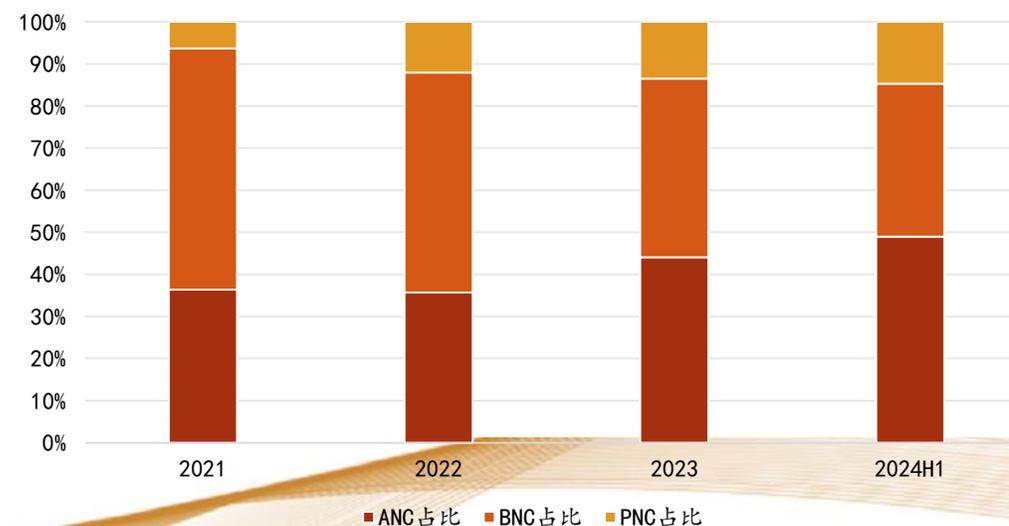
- 行业承压下仍保持稳定营业收入，凸显成长韧性。23年，消费业复苏脚步不及预期，从业者明显承压，但营养健康消费意识的觉醒，让相关产品成为一匹拉升黑马。尽管面临持续的行业压力，公司得益于全家庭营养健康战略，业绩稳优增长，总营收139.3亿元，同比+9.0%，三大战略业务支柱——ANC、BNC和PNC分别实现了61.4亿元、59.1亿元和18.7亿元，同比+34.1%、9.1%和18.2%，主要由营养补充品的强劲增长带动，所得收入按同类比较基准按年增长28.6%，占本公司总收入的60.4%，按地区划分来看，澳新和北美增速强劲，达双位数增长。尽管公司依然面临着消费下行的宏观环境压力，但公司凭借成人营养品业务为首的营收逆势增长，24H1仍录得66.9亿元总营收的稳健业绩，同比略有下滑，主要由于转型为新“国标”婴幼儿配方奶粉系列后，婴幼儿配方奶粉销售额下降所致；ANC、BNC和PNC分别实现了32.8/24.3/9.9亿元，同比+11.5%/-22.0%/+6.3%，中国市场仍为公司营收的最大贡献者，占公司总收入的67.9%。按产品分布划分，营养补充品同比+5.6%，占总收入66.1%。上述成绩单来之不易、凸显成长韧性。

图63 公司总营收和各业务营收及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图64 各业务营收占比 (%)

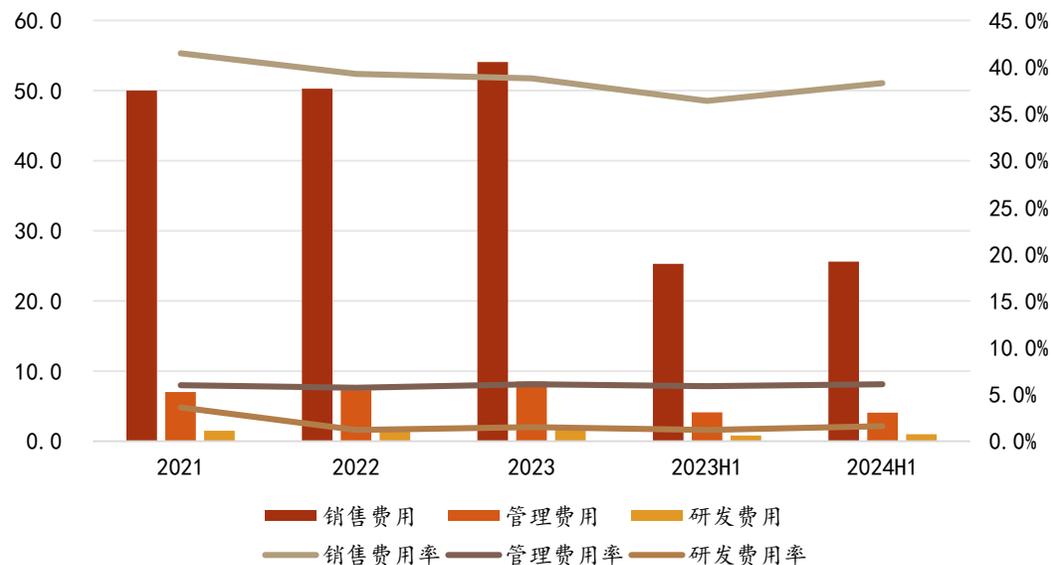


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2 费用端

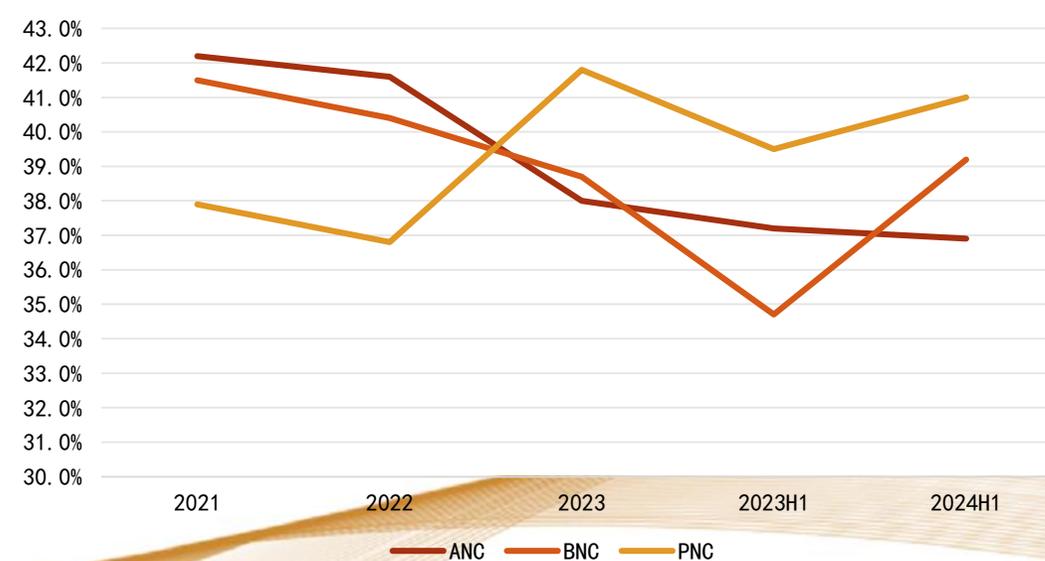
- **销售费用率下降，管理费用率略有波动，研发费用加大以提高核心竞争力。**21-23年公司加大对成人粉及宠物营养的投入，ANC和PNC的销售费用支出提升，公司整体的销售费用率分别为41.5%、39.3%和38.8%，同比+1.5pct、-2.2pct和-0.5pct，销售费用率的下降与公司推动渠道支出效益提升有关。23年公司在提高销售费用管理效率方面取得了进展，特别是在ANC方面，在所有市场（尤其是中国内地及澳新）持续采取措施提高支出效益；尽管PNC面临着营收下降的压力，但公司快速调整了促销和渠道投资，以保护盈利能力。与去年相比，PNC展示了销售费用率大幅增加的情况，这是为了支持北美和中国市场的渠道扩张。24H1由于BNC销售额出现双位数跌幅的不利影响，销售费用率同比+1.9pcts至38.3%。近几年公司管理费用率相对稳定，仅有轻微增加，主要是由于员工激励增加和旅行成本的增加以及BNC业务收入下降。随着行业内对于研发的重视度越来越高，过去的10多年里，公司在澳洲、欧洲、亚洲设立了6大科研中心加大研发投入，决心持续投资产品创新。推出更多创新产品，以满足消费者不断增长的需求。截止24H1，研发开支同比+22.5%，主要归因于公司研发费用率上升0.4pcts至1.6%。

图65 主要费用及费率变化（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图66 三大业务销售费用率变化

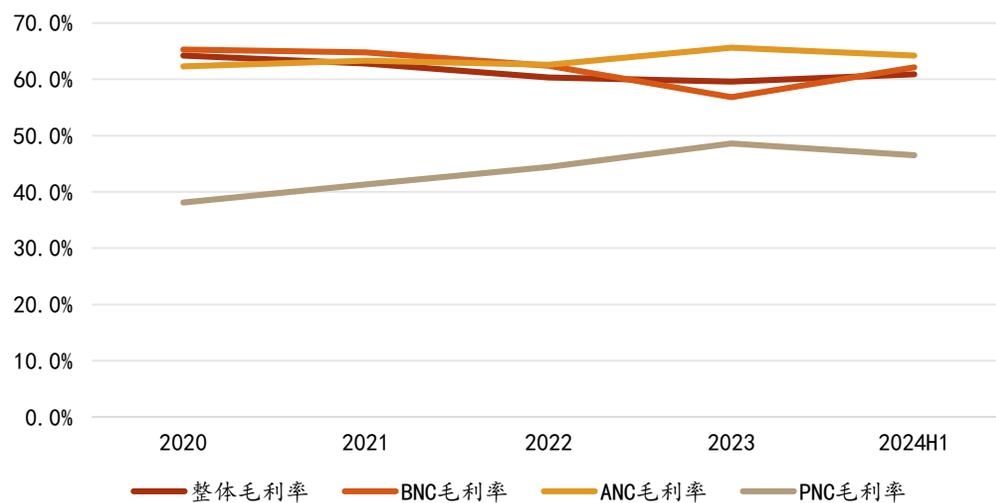


资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.3 利润端

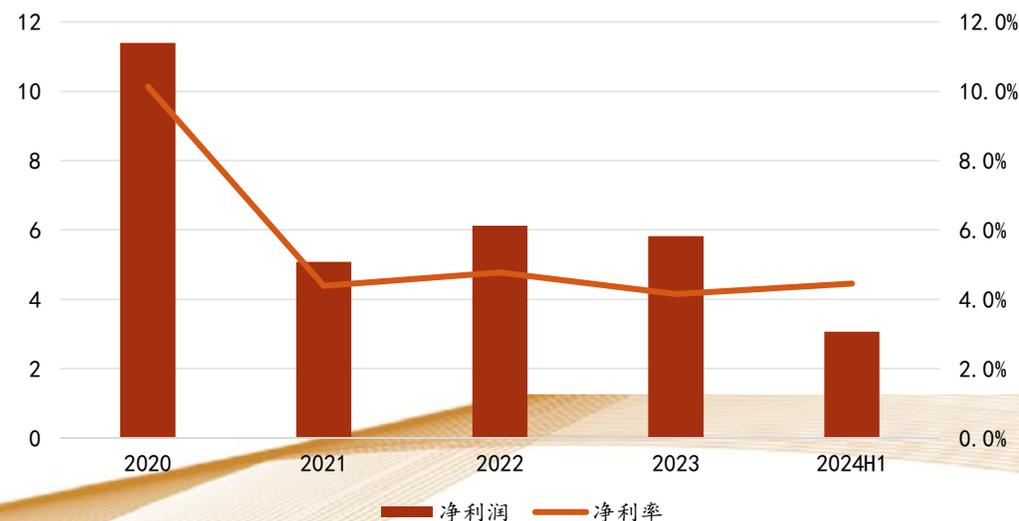
- 整体毛利率持续下滑，但ANC和PNC毛利率不断提升。公司21-23年毛利率分别为62.8%、60.3%和59.6%，毛利率持续下行，主要因为婴幼儿配方奶粉业务的下降，一些新国标奶粉过渡以及利润率较低的PNC分部收入比例上升，但部分毛利率被ANC和PNC分部的毛利率上升所抵销，23年ANC和PNC的毛利率同比+3.0pct和4.2pct，同时营养补充剂做出持续正向的贡献。24年上半年，公司毛利同比下降4.5%至40.7亿元，毛利率为60.9%，与20年中期的66.4%相比下滑5.54pcts。公司称，将继续全力以赴推动高利润且迅速增长的营养补充品在各地区的增长，未来毛利率或有改善。
- 净利率受行业环境影响下滑明显，盈利能力受困。20-23年公司实现净利润分别为11.4/5.1/6.1/5.8亿元，同比-55.4%/+20.5%/-4.9%；24H1净利润下滑49.7%至3.1亿元，下滑幅度较大。20-23年净利率分别为10.1%/4.4%/4.8%及4.2%，同比呈下降趋势。公司盈利能力受困，一方面受婴幼儿奶粉行业萎缩影响，另一方面频繁并购也令公司商誉和负债累累，截止24年中期，公司商誉高达77.5亿元，占总资产比例为38.1%；资产负债率达68.2%，这也说明目前依然处于公司业务调整期，业绩表现并不稳定。预期未来随着公司高毛利营养品收入占比提升，资本结构不断改善下，我们判断24-25年盈利有望边际改善。

图67 公司整体毛利率及分业务毛利率变化



资料来源：公司年报，华西证券研究所

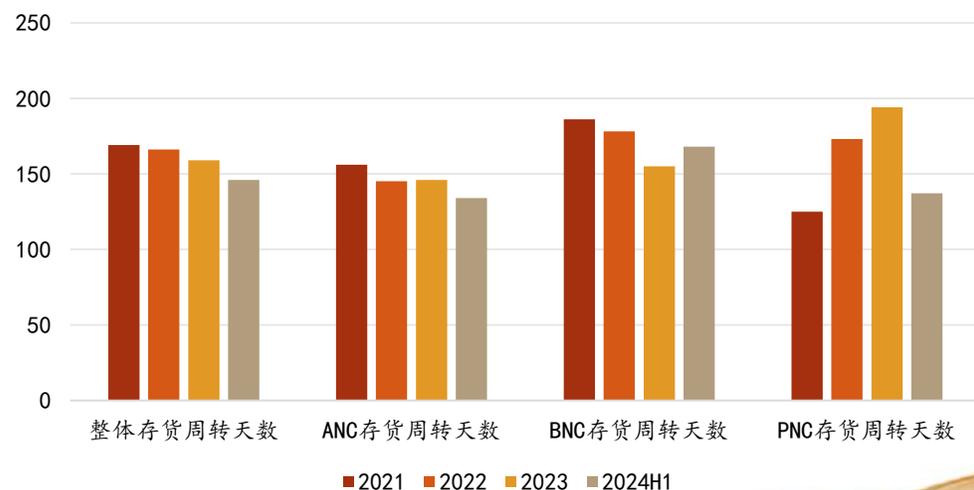
图68 公司净利润及净利率变化趋势（亿元，%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

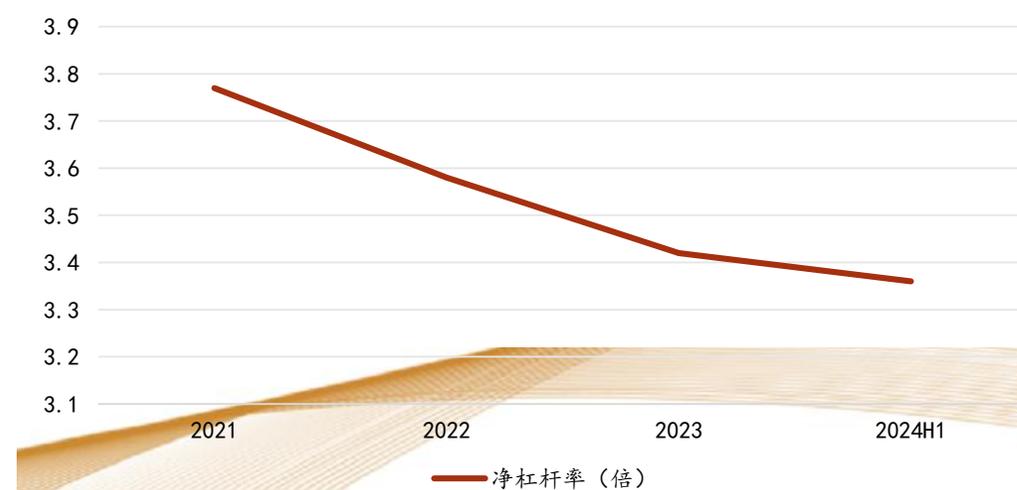
- **战略清晰，从远见到稳健。**过去，公司凭借前瞻性战略眼光，从婴幼儿业务向成人以及宠物营养护理业务逐步推进，精准押中市场需求红利，为市场提供全家庭、全方位的营养解决方案，实现了长期稳健的成长。如今，面对新生人口的挑战，公司顺应趋势，**BNC**：更聚焦超高端奶粉品类，持续增强“新国标”系列奶粉的市场竞争力，根据尼尔森统计，23H1至24H1，合生元超高端婴配粉市场份额由11.7%上升至13.0%；**ANC**：公司通过Swisse在全球市场的稳步扩大，深度融入全球化进程，并在全家庭营养健康布局上扎根更稳；**PNC**：Solid Gold持续进行渠道优化及产品组合高端化，推动品牌长远增长，Zesty Paws深化全渠道战略，稳固美国市场的地位，并积极拓展新兴市场，持续为公司赋能。
- **现金流大幅修复，夯实财务稳健性。**主营业务结构获得进一步优化的同时，公司在24年上半年的财务报表中，也展示出诸多亮点。最值得关注的是经营现金流的改善。24年中报显示，截至24年上半年末，公司经营现金流净额为10.5亿元，较去年同期0.2亿元实现大幅增加，显示出公司强劲的现金流转化能力。同时根据报表，经营现金流净额获得大幅修复的主要项目为存货的大幅减少，24H1公司存货为18.8亿元，同比-20%；总体存货周转天数降至146天，（22H1是159天），且三大业务板块均实现存货周转优化，进一步夯实了财务的稳健性。同时，公司凭借着营养保健产品的快速增长和高现金流的业务模式，公司去杠杆进展顺利。根据24年中报，公司在24年上半年进一步降低杠杆比率，净杠杆率下降至3.4倍。24年7月，公司完成提取相当于150百万美元的人民币定期贷款融资，并进一步自愿提前偿还168百万美元定期贷款，从而减少未偿余额。通过成功进行再融资，公司稳步降低净杠杆比率及有效管理财务风险。值得注意的是公司资产负债率仍偏高，如何优化业务策略，提升国内市场竞争力，或许就成了健合集团接下来的重中之重。

图69 公司存货周转天数情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图70 公司净杠杆率向好



资料来源：公司年报，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 分品牌收入预测

- BNC: 24年收入端预计25%左右下降, 利润端保持13%-15%。
- ANC: 24年收入预计高单位数到低双位数增长。其中, 中国市场双位数增长, 澳洲市场有20%增速。利润率将继续保持约20%健康水平。
- PNC: 24年收入预计高单位数到低双位数左右增长。其中, Zesty paws增长率和行业保持一致。Solid gold在中国市场预期低单位数下降。利润率低单位数水平。

表4 分品牌及地区收入及利润预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
ANC业务	4,209	4,559	6,145	6,737	7,411	8,152
yoy	8.8%	8.3%	34.8%	9.7%	10.0%	10.0%
毛利率	63.3%	62.6%	65.6%	65.5%	64.8%	65.0%
经调整EBITDA率	17.2%	17.1%	17.5%	20.0%	20.9%	20.9%
BNC业务	6,612	6,687	5,908	4,451	4,147	4,286
yoy	-9.4%	1.1%	-11.7%	-24.6%	-6.8%	3.4%
毛利率	64.8%	62.4%	56.8%	56.0%	56.0%	56.0%
经调整EBITDA率	16.0%	16.9%	15.9%	13.0%	14.1%	15.0%
婴配奶粉	5,146	5,180	4,398	3,259	2,903	2,937
yoy	-1.9%	0.7%	-15.1%	-25.9%	-10.9%	1.2%
益生菌补充剂	964	1,112	1,213	795	829	899
yoy	-30.9%	12.8%	9.1%	-34.4%	4.4%	8.4%
PNC业务	726	1,530	1,874	2,060	2,266	2,493
yoy	2668.1%	110.6%	22.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	41.30%	44.40%	48.6%	48.0%	48.0%	48.0%
经调整EBITDA率	10.0%	4.4%	10.0%	4.0%	5.0%	5.3%
中国内地	9,085	9,566	9,973	9,406	9,677	10,341
澳新	1,307	1,387	1,795	1,722	1,797	1,948
北美	499	1,221	1,498	1,457	1,659	1,948
其他地区	656.5	601.9	661	662	691	749

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12775.91	13926.47	13247.96	13824.32	14987.21
YoY (%)	10.63%	9.01%	-4.87%	4.35%	8.41%
归母净利润(百万元)	611.78	581.85	555.55	658.22	798.76
YoY (%)	20.32%	-4.89%	-4.52%	18.48%	21.35%
毛利率 (%)	60.30%	59.56%	58.35%	58.47%	58.83%
每股收益 (元)	0.96	0.91	0.86	1.02	1.24
ROE	0.10	0.09	0.08	0.09	0.09
市盈率	15.87	12.16	10.02	8.46	6.97

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2 投资建议

近几年，公司受中国出生率持续下滑影响导致婴配粉业绩承压，但随着新国标全面实施导致行业出清，头部品牌影响可控，有助于提升市场份额，公司婴配粉业务利润率有望企稳回升；同时集团继续推动各地区快速增长的高利润营养补充品增长，加上成人营养品和宠物营养品的消费力日益增长，持续去杠杆化，我们相信集团在未来两年的财务实力会进一步加强。

公司业绩表现主要得益于其全家庭营养健康战略的深入实施和营养补充品业务的强劲增长。未来公司将持续深化全家庭营养健康布局，深耕中国，放眼全球，充分发挥营养补充品品类潜力，加大ANC、BNC和PNC三大业务支柱的营养补充品品类布局，助力可持续增长，实现公司愿景，向成为全球高端营养与健康产业领导者目标不断迈进。我们预测24-26年收入132/138/150亿元，归母净利5.6/6.6/8.0亿元，EPS为0.86/1.02/1.24元。2024年12月11日收盘价HKD9.43对应P/E分别为10/8/7倍（港币兑人民币汇率0.9354），首次覆盖给予“买入”评级。

	总市值 (亿元)	市盈率		市净率
		24E	25E	
H&H国际控股	56.24	10.02	8.46	0.81
中国飞鹤	509.35	13.58	12.72	1.96
伊利股份	1895.15	15.79	16.61	3.37

资料来源：中国飞鹤、伊利股份估值均采用2024年12月11日 Wind 一致预测，华西证券研究所

5. 风险提示

5. 风险提示

- 品类推广不及预期：公司推出新品“天护奶粉”，销售情况存在不如预期的情况。
- 婴配粉行业竞争加剧：出生率继续下滑，新国标全面实施，行业出清，竞争加剧。
- 食品安全问题：类似于三聚氰胺等食品安全事件对于行业来讲是毁灭性打击，食品安全是首位。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14009.40	13314.96	13888.32	15049.21	净利润	581.85	555.55	658.22	798.76
YoY (%)	9.23%	-4.96%	4.31%	8.36%	折旧和摊销	302.25	279.93	282.52	280.98
营业成本	5632.21	5518.30	5740.80	6170.70	营运资金变动	-684.15	575.38	26.19	807.78
营业税金及附加					经营活动现金流	1096.82	1962.71	1510.54	2415.23
销售费用	5599.68	5299.18	5529.73	5994.88	资本开支	-90.98	-359.66	-371.65	-370.00
管理费用	848.45	794.88	829.46	899.23	投资	6.00	-15.90	-15.90	-15.90
财务费用	777.38	624.44	606.79	592.09	投资活动现金流	-52.07	-299.81	-300.08	-293.03
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-17.19	1.72	1.82	1.90	债务募资	-710.58	0.00	-200.00	-100.00
营业利润	1697.42	1464.13	1580.97	1767.08	筹资活动现金流	-1994.61	-638.08	-831.08	-720.58
营业外收支					现金净流量	-933.38	1065.41	419.96	1442.21
利润总额	933.60	925.91	1061.65	1267.87	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	351.76	370.36	403.43	469.11	成长能力 (%)				
净利润	581.85	555.55	658.22	798.76	营业收入增长率	9.01%	-4.87%	4.35%	8.41%
归属于母公司净利润	581.85	555.55	658.22	798.76	净利润增长率	-4.89%	-4.52%	18.48%	21.35%
YoY (%)	-4.89%	-4.52%	18.48%	21.35%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.91	0.86	1.02	1.24	毛利率	59.56%	58.35%	58.47%	58.83%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	4.18%	4.19%	4.76%	5.33%
货币资金	1364.28	2429.69	2849.65	4291.86	总资产收益率ROA	2.90%	2.68%	3.07%	3.57%
预付款项					净资产收益率ROE	9.24%	8.06%	8.67%	9.48%
存货	2374.80	2299.29	2392.00	2571.13	偿债能力 (%)				
其他流动资产	7.43	19.87	20.74	29.97	流动比率	0.61	0.71	0.79	0.88
流动资产合计	5133.40	5782.34	6343.11	7230.27	速动比率	0.33	0.43	0.49	0.56
长期股权投资	134.95	144.95	154.95	164.95	现金比率	0.16	0.30	0.35	0.52
固定资产	369.55	325.14	292.61	258.40	资产负债率	68.59%	66.78%	64.54%	62.36%
无形资产	13492.51	13616.65	13738.31	13861.54	经营效率 (%)				
非流动资产合计	14908.57	14964.02	15063.16	15162.18	总资产周转率	0.68	0.65	0.66	0.68
资产合计	20041.97	20746.36	21406.27	22392.45	每股指标 (元)				
短期借款	4722.14	4222.14	4022.14	3922.14	每股收益	0.91	0.86	1.02	1.24
应付账款及票据	1040.68	919.72	956.80	1028.45	每股净资产	9.75	10.67	11.76	13.06
其他流动负债	2331.43	2384.63	2488.38	2697.70	每股经营现金流	1.70	3.04	2.34	3.74
流动负债合计	8441.19	8094.20	8055.30	8202.13	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4393.35	4893.35	4893.35	4893.35	估值分析				
其他长期负债	912.21	867.46	867.46	867.46	PE	12.16	10.02	8.46	6.97
非流动负债合计	5305.56	5760.81	5760.81	5760.81	PB	1.13	0.81	0.73	0.66
负债合计	13746.75	13855.01	13816.11	13962.94					
股本	5.52	5.52	5.52	5.52					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	6295.22	6891.36	7590.17	8429.51					
负债和股东权益合计	20041.97	20746.36	21406.27	22392.45					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。