

## H&H 国际控股 (01112.HK)

### BNC 整体承压，25 年期待盈利改善

24 年公司收入/可比净利润分别-6.3%/-30.5%，ANC 业务在高基数下维持增长，BNC 继续承压，PNC 由于产品和渠道优化增速放缓。展望 25 年，奶粉业务“新国标”有望在年中前完成过渡，全年期待恢复增长，ANC、PNC 目标延续增长，利润端受益于融资成本降低有望恢复。

□ **事件：** 健合集团发布 2024 年年度报告，公司 2024 年收入-6.3%至 130.5 亿，归母净利润亏损 0.54 亿，还原 1) 1.8 亿债务重组导致的汇兑损益；2) 1.2 亿 Aurelia、Dodie、Good Gout 三个非核心品牌的商誉减值；3) 1.8 亿新国标奶粉投放相关市场费用等主要影响后，可比净利润下滑 30.5%至 5.4 亿，经调整可比 EBITDA 下滑 11.9%至 19.5 亿，经调整 EBITDA margin 下滑 0.9pct 至 15.0%。

□ **ANC 维持增长，低利润率渠道拖累中国区盈利。** 公司 ANC (成人营养与护理用品业务) 收入同比+8.8%至 67 亿，占集团收入 51.3%。经调整后 EBITDA 在所有业务中占比 72.8%，EBITDA margin 同比+0.3pct 至 21.2%。其中，中国/澳新市场营收分别+6.9%/+11.6%，中国区 Swisse plus+收入+19.6%，但由于抖音等利润率较低渠道占比提升，中国区 EBITDA margin 下滑 2.9pcts 至 18.6%，澳新市场 EBITDA margin 同比+6.0pcts 至 31.4%。

□ **BNC 奶粉业务继续承压，益生菌受药房渠道客流减少下滑。** 公司 2024 年 BNC (婴幼儿营养与护理业务) 收入同比-25.8%至 43.8 亿，经调整后 EBITDA 在所有业务中占比 22.3%，EBITDA margin 同比-5.2pct 至 9.9%。主要由于中国超高端婴配奶粉市场持续面临挑战，以及完成“新国标”过渡周期所需时间较预期长。其中 IMF 营收同比-24.9%，但合生元在超高端 IMF 市场份额持续增长，去年 12 月达到 14.5%。婴幼儿益生菌及营养补充品业务下滑 32.9%，主要由于疫情高基数和药房渠道客流减少。

□ **素力高渠道优化导致 PNC 增速放缓。** 24 年公司 PNC (宠物营养与护理用品业务) 收入同比+4.4%至 19.7 亿，经调整后 EBITDA 在所有业务中占比 4.9%，EBITDA margin 同比+2.7pcts 至 4.8%。其中中国 PNC 业务营收同比-14.8%，主要由于 Solid Gold 产品实施优化产品组合及渠道策略导致。北美市场营收同比+7.1%，其中 Zesty Paws 营收同比+11.8%，受益于亚马逊渠道以及线下商场渠道的快速增长，第四季度增速达 15.3%；Solid Gold 在高端化和渠道优化背景下北美收入同比-7.0%。

□ **流动性改善，债务结构优化。** 公司 24 年存货周转天数控制在 150 天之内，现金流超过 16 亿元，并持有约 7 亿元的未提取信贷额。目前已经完成一系列贷款及 3 亿美元票据等再融资项目，资本结构优化，未来两年没有较大再融资项目及到期债务，以便于去杠杆及聚焦业务。当前债务中约 36%为低息人民币债务，25 年融资成本有望继续降低。

□ **投资建议：ANC、PNC 维持增长，BNC 承压，25 年期待盈利改善。** 24 年公司 ANC 业务在高基数下维持增长，BNC 继续承压，PNC 由于产品和渠道优化增速放缓。展望 25 年，奶粉业务“新国标”有望在年中前完成过渡，全年期待恢复增长，ANC、PNC 目标延续增长，利润端受益于融资成本降低有望恢复。24 年公司归母净利润受减值及非经常项目影响导致亏损，考虑奶粉业务盈利能力下降，给予 25-27 年 EPS 预测 0.74、1.03、1.31 元，给予“增

## 增持 (下调)

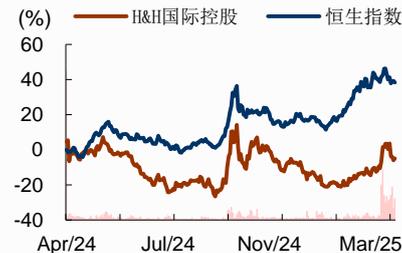
消费品/食品饮料  
目标估值：NA  
当前股价：9.85 港元

### 基础数据

总股本 (百万股)	646
香港股 (百万股)	646
总市值 (十亿港元)	6.4
香港股市值 (十亿港元)	6.4
每股净资产 (港元)	9.0
ROE (TTM)	-0.9
资产负债率	69.1%
主要股东	罗飞
主要股东持股比例	67.1785%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-1	-5
相对表现	4	-15	-47



资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《H&H 国际控股 (01112) — 全家营养领导者，Swisse 盈利提升》2023-08-24
- 2、《H&H 国际控股 (01112) — Q1 受益需求刺激，ANC 超预期增长》2023-04-18

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

持”评级。

□ 风险提示：高端产品需求承压、品类推广不及预期、行业竞争加剧等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14009	13052	13820	14668	15768
同比增长	9%	-7%	6%	6%	8%
营业利润(百万元)	1697	978	1318	1550	1821
同比增长	7%	-42%	35%	18%	17%
归母净利润(百万元)	581	(54)	477	662	845
同比增长	-5%	-109%	-984%	39%	28%
每股收益(元)	0.90	(0.08)	0.74	1.03	1.31
PE	11.0	-118.8	13.4	9.7	7.6
PB	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

#### 参考报告：

- 1、《H&H 国际控股（01112）—全家庭营养领导者，Swisse 盈利提升》2023-08-24
- 2、《H&H 国际控股（01112）—Q1 受益需求刺激，ANC 超预期增长》2023-04-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5133	4623	4447	5245	6311
现金及现金等价物	1364	1604	1296	1902	2716
交易性金融资产	1	0	0	0	0
其他短期投资	79	0	0	0	0
应收账款及票据	1060	927	982	1042	1120
其它应收款	247	177	188	199	214
存货	2375	1907	1973	2093	2251
其他流动资产	7	8	8	9	10
<b>非流动资产</b>	14909	14220	14080	14063	14060
长期投资	385	307	307	307	307
固定资产	370	319	179	161	159
无形资产	13544	13017	13017	13017	13017
其他	610	577	577	577	577
<b>资产总计</b>	<b>20042</b>	<b>18842</b>	<b>18528</b>	<b>19308</b>	<b>20371</b>
<b>流动负债</b>	8441	3872	3111	3294	3536
应付账款	1041	907	939	996	1071
应交税金	243	89	89	89	89
短期借款	4722	863	0	0	0
其他	2435	2013	2083	2210	2376
<b>长期负债</b>	5306	9157	9157	9157	9157
长期借款	4393	8422	8422	8422	8422
其他	912	735	735	735	735
<b>负债合计</b>	<b>13747</b>	<b>13029</b>	<b>12268</b>	<b>12451</b>	<b>12693</b>
股本	6	6	6	6	6
储备	6290	5808	6254	6851	7672
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6295	5813	6260	6857	7678
<b>负债及权益合计</b>	<b>20042</b>	<b>18842</b>	<b>18528</b>	<b>19308</b>	<b>20371</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1097	1346	1274	1257	1389
净利润	582	(54)	477	662	845
折旧与摊销	302	301	279	157	141
营运资本变动	(684)	(270)	(30)	(9)	(10)
其他非现金调整	897	1369	549	447	412
<b>投资活动现金流</b>	(52)	1	73	74	79
资本性支出	(91)	(97)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	8	11	11	11	11
投资增减	6	2	0	0	0
其它	25	89	212	213	218
<b>筹资活动现金流</b>	(1995)	(1071)	(1655)	(724)	(655)
债务增减	(711)	92	(863)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	475	282	32	64	24
其它筹资	(809)	(881)	(760)	(660)	(631)
其它调整	(950)	(564)	(63)	(129)	(49)
<b>现金净增加额</b>	<b>(933)</b>	<b>240</b>	<b>(308)</b>	<b>606</b>	<b>813</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	14009	13052	13820	14668	15768
主营业务收入	13926	13052	13820	14668	15768
营业成本	5632	5136	5315	5637	6063
<b>毛利</b>	8294	7916	8505	9031	9705
营业支出	6680	6938	7187	7481	7884
<b>营业利润</b>	1697	978	1318	1550	1821
利息支出	808	921	760	660	631
利息收入	30	0	12	13	18
权益性投资损益	(17)	(23)	0	0	0
其他非经营性损益	(46)	163	200	200	200
非经常项目损益	77	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	933	197	770	1103	1408
所得税	352	251	293	441	563
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	581	(54)	477	662	845
<b>EPS(元)</b>	0.90	(0.08)	0.74	1.03	1.31

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	9%	-7%	6%	6%	8%
营业利润	7%	-42%	35%	18%	17%
净利润	-5%	-109%	-984%	39%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.2%	60.6%	61.5%	61.6%	61.5%
净利率	4.1%	-0.4%	3.5%	4.5%	5.4%
ROE	9.2%	-0.9%	7.6%	9.6%	11.0%
ROIC	6.8%	-1.0%	6.5%	6.9%	7.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.6%	69.1%	66.2%	64.5%	62.3%
净负债比率	45.5%	49.3%	45.5%	43.6%	41.3%
流动比率	0.6	1.2	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.3	0.7	0.8	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	2.3	2.4	2.7	2.8	2.8
应收帐款周转率	12.5	10.8	12.2	12.2	12.2
应付帐款周转率	4.7	5.3	5.8	5.8	5.9
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.90	-0.08	0.74	1.03	1.31
每股经营现金	1.70	2.09	1.98	1.95	2.15
每股净资产	9.76	9.01	9.70	10.63	11.90
每股股利	0.57	0.32	0.37	0.31	0.39
<b>估值比率</b>					
PE	11.0	-118.8	13.4	9.7	7.6
PB	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.6	13.2	10.4	9.8	8.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。