

营养补充品逆势显韧性，结构优化再起航

H&H 国际控股(1112.HK)

评级:	买入	股票代码:	1112
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	10.52/7.6
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	63.78
最新收盘价(港元):	9.55	自由流通市值(亿港元)	63.78
		自由流通股数(百万)	645.56

事件概述

2024年公司实现营收130.52亿元，同比-6.3%；归母净利润-0.54亿元，同比-109.2%；经调整可比纯利5.41亿元，同比-30.5%。24H2公司实现营收63.10亿元，同比-9.7%；归母净利润-3.6亿元，同比-1272.1%；经调整可比纯利1.94亿元，同比-26.8%。

分析判断:

► 婴配粉业务下滑，营养补充品仍为核心增长动力

按产品分部来看，24FY公司营养补充品/婴幼儿配方奶粉/其他实现收入分别为88.30/33.32/8.89亿元，同比+4.6%/-24.2%/-20.2%；24H2公司营养补充品/婴幼儿配方奶粉/其他实现收入分别为44.06/15.34/0.42亿元，同比+4.3%/-29.8%/-22.0%。公司婴配粉业务下滑，主因完成新国标过渡所需时间较预期长所致。据公司公告显示，公司超高端婴配粉的市场份额13.3%，同比+0.9pct；公司营养补充品中的Swisse VHMS以及宠物补充品均录得双位数增长，高利润营养补充品仍为公司核心增长动力，占总收入比例已由14年的9.0%增至67.7%。按业务分部来看，24FY公司ANC/BNC/PNC收入分别为66.96/43.82/19.73亿元，同比+8.8%/-25.8%/+4.4%；24H2公司ANC/BNC/PNC收入分别为34.20/19.50/9.88亿元，同比+6.6%/-30.2%/+4.3%。ANC业务收入保持增长势头，主因消费者对保健品的强劲需求，公司成功推出创新产品类别及推进渠道开发，其中Swisse Plus+于24年为中国内地ANC的收入带来双位数贡献，按年上升19.6%；Swisse软糖实现高双位数增长，以17.2%的市场份额位居澳洲第二；Swisse维持整个澳洲VHMS市场榜首的地位。此外，PNC业务中宠物补充品业务增长15.2%，为营养补充品品类增速第一。

按地理位置来看，24FY公司在中国内地/澳新/北美/其他地区分别收入为86.85/20.13/16.22/7.32亿元，同比-12.9%/+11.6%/+7.1%/+10.4%；其中24H2公司在中国内地/澳新/北美/其他地区收入分别为41.44/10.37/8.06/3.73亿元，同比-15.4%/+7.5%/+5.9%/+15.8%。中国内地下降主因BNC与PNC分部收入下降所致。除中国内地外，其他地区均保持增长，并继续于亚洲扩张市场保持强劲增长势头。

► 产品优化及奶粉去库存下毛利率提升，全年利润由盈转亏

毛利端来看，24FY/24H2公司毛利率分别为60.6%/60.4%，同比+1.1%/+2.4%，主因库存拨备减少以及产品组合的有利变动所致。据年报显示，除由于若干市场的产品组合变动及来自新兴市场的收入比例上升带来的ANC业务毛利率下降外，其他两个分部的毛利率都有所提升。公司首次披露宠物补充品的毛利率为61.9%，同比+2.0pct。我们预计未来随着多项有效供应链优化措施落地，叠加新国标过渡完成，毛利率有望持续提高。费用端来看，24FY/24H2公司销售费用率分别为41.3%/44.5%，同比+2.5%/+3.2pct，主因BNC分部销售额下滑较多导致费用规模效应弱化；24FY/24H2公司管理费用率分别为6.0%/5.9%，同比-0.1/-0.4pct，反映公司营运效率提升及成本管理工作奏效；24FY公司研发费用率由1.5%上升至1.9%，反映了公司持续致力投资产品创新。利润端来看，24FY/24H2公司归母净利率分别为-0.4%/-5.7%，同比-4.6/-5.3pct，全年利润首次由盈转亏；24FY/24H2公司经调整可比EBITDA利润率分别为15.0%/12.9%，同比-0.9/-0.1pct；24FY/24H2公司经调整可比纯利率分别为4.1%/3.1%，同比-1.5/-0.7pct，主因是BNC业务下滑和财务成本（汇兑亏损和融资成本）增加。

► 持续优化资本结构，期望25年收入重拾升轨

据年报显示，24 年公司通过多渠道融资优化资本结构，包括完成人民币双边贷款、发行 5 亿元人民币债券、提升低成本人民币债务占比等措施。截至 24 年末，公司库存周转天数从 159 天减少到 150 天，将集团调整后 EBITDA 近 90% 转化为税前运营现金流，现金储备达 16 亿元。25 年 1 月，公司主动以更低利率发行 3.5 年期美元优先票据，进一步延长债务期限、压降融资成本。公司未来将继续推进去杠杆化，并强化应对汇率波动及高利率环境的能力。公司将继续履行承诺，支付 24 年每股 0.35 港元股息，占调整后净利润的 38%，在保持稳定的分红记录和为去杠杆化保留流动性之间取得了良好的平衡。

据年报显示，公司目标于 25 年上半年完结前完成“国标”过渡，这将为 25 年全年整体婴配粉销售额恢复增长奠定基础，公司期望 25 年收入重拾升轨。

投资建议

根据公司年报，我们预测 25-26 年收入由 138.2/149.9 亿元下调至 137.7/146.6 亿元，新增 27 年收入 154.8 亿元；归母净利由 6.6/8.0 亿元下调至 5.4/6.6 亿元，新增 27 年归母净利 7.6 亿元；EPS 由 1.02/1.24 元下调至 0.84/1.02 元，新增 27 年 EPS 为 1.18 元。2025 年 04 月 14 日收盘价 HKD 9.55 元对应 P/E 分别为 10/9/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新生儿人口数量持续下降风险、食品安全问题、婴配粉新国标过渡时间不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13926.47	13051.71	13771.00	14661.22	15475.42
YoY (%)	9.01%	-6.28%	5.51%	6.46%	5.55%
归母净利润(百万元)	581.85	-53.72	539.83	660.76	761.73
YoY (%)	-4.89%	-109.23%	1104.87%	22.40%	15.28%
毛利率 (%)	59.56%	60.65%	60.29%	60.66%	61.02%
每股收益 (元)	0.91	-0.08	0.84	1.02	1.18
ROE (%)	0.09	-0.01	0.09	0.10	0.10
市盈率	12.16	-101.13	10.44	8.53	7.40

资料来源：wind，华西研究所（收盘价使用港元计价，1 港元=0.9478 元人民币）

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13051.71	13835.00	14723.22	15515.42	净利润	-53.72	539.83	660.76	761.73
YoY (%)	-6.84%	6.00%	6.42%	5.38%	折旧和摊销	300.99	282.52	280.98	275.41
营业成本	5136.20	5469.08	5767.90	6032.09	营运资金变动	-269.97	672.91	-104.94	-94.23
营业税金及附加					经营活动现金流	1346.42	1990.48	1371.83	1477.62
销售费用	5569.62	5898.00	6157.00	6476.06	资本开支	-97.31	-371.65	-370.00	20.00
管理费用	779.38	810.00	870.00	915.23	投资	-2.10	-59.90	-39.90	-39.90
财务费用	869.87	509.53	540.76	534.36	投资活动现金流	0.90	-351.21	-379.85	6.95
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-23.04	1.82	1.90	0.00	债务募资	91.77	-200.00	-100.00	0.00
营业利润	929.48	1299.87	1576.46	1736.10	筹资活动现金流	-1071.00	-775.57	-665.07	-561.57
营业外收支					现金净流量	239.64	827.02	290.22	886.32
利润总额	196.79	870.69	1065.74	1228.59	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	250.51	330.86	404.98	466.86	成长能力				
净利润	-53.72	539.83	660.76	761.73	营业收入增长率	-6.28%	5.51%	6.46%	5.55%
归属于母公司净利润	-53.72	539.83	660.76	761.73	净利润增长率	-109.23%	1104.87%	22.40%	15.28%
YoY (%)	-109.23%	1104.87%	22.40%	15.28%	盈利能力				
每股收益(元)	-0.08	0.84	1.02	1.18	毛利率	60.65%	60.29%	60.66%	61.02%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	-0.41%	3.92%	4.51%	4.92%
货币资金	1603.92	2430.94	2721.16	3607.48	总资产收益率 ROA	-0.29%	2.70%	3.19%	3.55%
预付款项					净资产收益率 ROE	-0.92%	8.55%	9.52%	9.94%
存货	1906.68	2202.82	2403.29	2513.37	偿债能力				
其他流动资产	7.65	20.66	29.32	15.48	流动比率	1.19	1.25	1.36	1.58
流动资产合计	4622.64	5689.81	6282.87	7353.68	速动比率	0.70	0.76	0.84	1.03
长期股权投资	111.91	121.91	131.91	141.91	现金比率	0.41	0.54	0.59	0.77
固定资产	318.51	285.98	251.77	227.60	资产负债率	69.15%	68.43%	66.47%	64.32%
无形资产	12967.01	13088.67	13211.90	12940.66	经营效率				
非流动资产合计	14219.78	14318.92	14417.93	14132.53	总资产周转率	0.67	0.71	0.72	0.73
资产合计	18842.42	20008.73	20700.80	21486.21	每股指标 (元)				
短期借款	863.15	663.15	563.15	563.15	每股收益	-0.08	0.84	1.02	1.18
应付账款及票据	907.38	911.51	961.32	1005.35	每股净资产	9.01	9.78	10.75	11.87
其他流动负债	1971.15	2478.78	2639.02	2785.58	每股经营现金流	2.09	3.08	2.13	2.29
流动负债合计	3872.37	4535.53	4603.53	4663.88	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	8421.81	8421.81	8421.81	8421.81	估值分析				
其他长期负债	734.88	734.88	734.88	734.88	PE	-101.13	10.44	8.53	7.40
非流动负债合计	9156.68	9156.68	9156.68	9156.68	PB	0.90	0.89	0.81	0.74
负债合计	13029.05	13692.21	13760.21	13820.57					
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	5813.37	6316.51	6940.59	7665.64					
负债和股东权益合计	18842.42	20008.73	20700.80	21486.21					

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>

华西证券免责声明

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。