

2025 年 6 月 4 日

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@dwzq.com.hk

全家庭营养健康龙头，三大业务驱动增长 买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	13,051.71	14,367.89	15,492.43	16,438.10
同比（%）	-6.3%	10.1%	7.8%	6.1%
归母净利润（百万元）	-53.72	676.04	845.47	952.94
同比（%）	-	-	25.1%	12.7%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	9.01	9.79	10.77	11.88
P/E（现价&最新股本摊薄）	-154.78	12.30	9.83	8.73

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

- **全球营养健康行业龙头，收并购完善业务布局。**H&H 国际控股 1999 年成立，2002 年推出婴幼儿益生菌产品，2008 年推出合生元高端婴配粉。2015 年起通过收购澳洲保健品巨头 Swisse、美国宠物营养品牌 Solid Gold 及 Zesty Paws，陆续补全成人及宠物营养健康产品的拼图，逐步发展为全家庭营养健康产品提供商。2024 年合生元在中国超高端婴配粉的市占率为 13.3%，Swisse 在中国线上 VHMS 市场市占率约 7.7%。
- **营收&利润均短暂承压，看好 2025 年重回增长。**营收端，2016-2024 营收 CAGR 为 12.1%，主要系 Swisse 在中国市场的拓展及宠物业务的并入抵消了婴配粉业务的低迷。**利润端**，2018-2023 年毛利率下滑 6.9pct，主要系：1）宠物品牌毛利率为 40-50%；2）婴配粉由旧国标向新国标转型，导致了较高的存货减值费用。预计 2025 年毛利率有所回升，主要系：1）高利润率的 Swisse 持续增长；2）Solid Gold 产品持续高端化。同时我们预计 2025 年经调整 EBITDA 利润率提升幅度有限，主要系公司 ANC&BNC 业务仍需进行大量推广活动。
- **ANC：行业增长潜力较大，公司渠道&产品优势突出。**我们预计中国营养健康食品行业的市场规模增速有望超过 7%，主要基于：1）人口老龄化进程不断加速；2）疫情后年轻消费者的保健意识增强；3）对标海外，我国营养健康食品的人均消费额有较大提升空间。我们认为 Swisse 的增长有望超过行业，主要基于：1）Swisse 电商属性突出，顺应渠道转型的方向；2）产品系列全面，覆盖全年龄段的需求。
- **BNC：预计合生元奶粉 2025 年将迎来反弹。**据 Euromonitor 预测及渠道调研，我国婴配粉行业未来 5 年复合增速为-2.3%，但超高端市场仍有机会。2022-2024 年合生元市占率下滑，主要系切换新国标的进度有所落后，但随着 2Q24 公司新国标产品全面铺开，公司市占率有所回升，2024 年 12 月已回升至 14.5%。
- **PNC：两大宠物营养健康品牌亮点突出。**与婴配粉行业类似，宠物食品行业增速已回落至 5%左右，但高端宠物食品有望迎来结构性机会。Zesty Paws 在美国线上及线下渠道均处于主导地位，且已逐步拓展至欧洲市场；Solid Gold 2024 年开启战略转型，聚焦“盈利性增长”的核心目标，目前 EBITDA 利润率已明显改善。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.8/8.5/9.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.2/9.8/8.7 倍。我们的目标价为 16.5 港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济发展不及预期，生育刺激政策不及预期，商誉减值风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	13.40
一年最低/最高价	7.48/14.60
市净率(倍)	1.40
港股流通市值(百万港元)	8,650.52

基础数据

每股净资产(元)	9.0
资本负债率(%)	68.2
总股本(百万股)	645.6
流通股本(百万股)	645.6

相关研究

内容目录

1. 全球营养健康行业龙头，利润率或已触底	4
1.1. 全球营养健康行业龙头，收并购完善业务布局	4
1.2. 营收短暂承压，2025 年有望重回增长	5
1.3. 利润率或已触底，看好后续持续回升	7
2. ANC：行业增长潜力较大，公司渠道&产品优势突出	8
2.1. 营养健康食品市场的增长潜力较大	8
2.2. 渠道&产品优势助力 Swisse 突出重围	10
2.2.1. 电商品牌定位突出，充分受益于渠道转型	10
2.2.2. 产品系列全面，覆盖全年龄段的需求	11
3. BNC：预计合生元奶粉 2025 年将迎来反弹	11
3.1. 婴配粉的结构性机会或在超高端及超高端+市场	12
3.2. 合生元奶粉已触底，预计 2025 年将迎来反弹	12
4. PNC：两大宠物营养健康品牌亮点突出	13
4.1. 高端宠物食品有望迎来结构性机会	13
4.2. Zesty Paws 稳步拓展，Solid Gold 转型初见成效	14
5. 盈利预测与投资建议	15
6. 风险提示	17

图表目录

图 1:	公司已逐步发展为全球领先的全家庭营养健康产品提供商.....	4
图 2:	2024 年公司实现营收 130.5 亿元，同比下滑 6.3%	6
图 3:	ANC 逐步成为公司主要营收来源	7
图 4:	中国大陆是公司最主要的市场.....	7
图 5:	公司销售毛利率已有企稳回升迹象.....	7
图 6:	公司经调整 EBITDA 利润率仍短暂承压	7
图 7:	人口老龄化进程不断加速.....	9
图 8:	居民人均医疗保健支出 15 年的复合增速为 10.3%	9
图 9:	2023 年中国人均营养健康食品消费额仅为美国的 14%	10
图 10:	电商已成为保健品零售最重要的渠道.....	10
图 11:	我国人口出生率波动下滑，2024 年略有回升.....	12
图 12:	2021 年来，我国婴幼儿配方奶粉市场逐渐萎缩.....	12
图 13:	2023 年以来，合生元奶粉的市占率有所下滑.....	13
图 14:	美国宠物食品零售额的增速有所放缓.....	13
图 15:	中国宠物食品零售额的增速有所放缓.....	13
表 1:	公司主要收购标的的基本情况对应估值.....	5
表 2:	公司三大业务协同发展，品牌矩阵完善.....	5
表 3:	营养健康食品可分为保健食品及功能性食品两大类.....	8
表 4:	公司产品可以有效覆盖全年龄段的需求.....	11
表 5:	Zesty Paws 及 Solid Gold 基本信息	14
表 6:	公司收入拆分及预测.....	15
表 7:	可比公司估值表.....	17

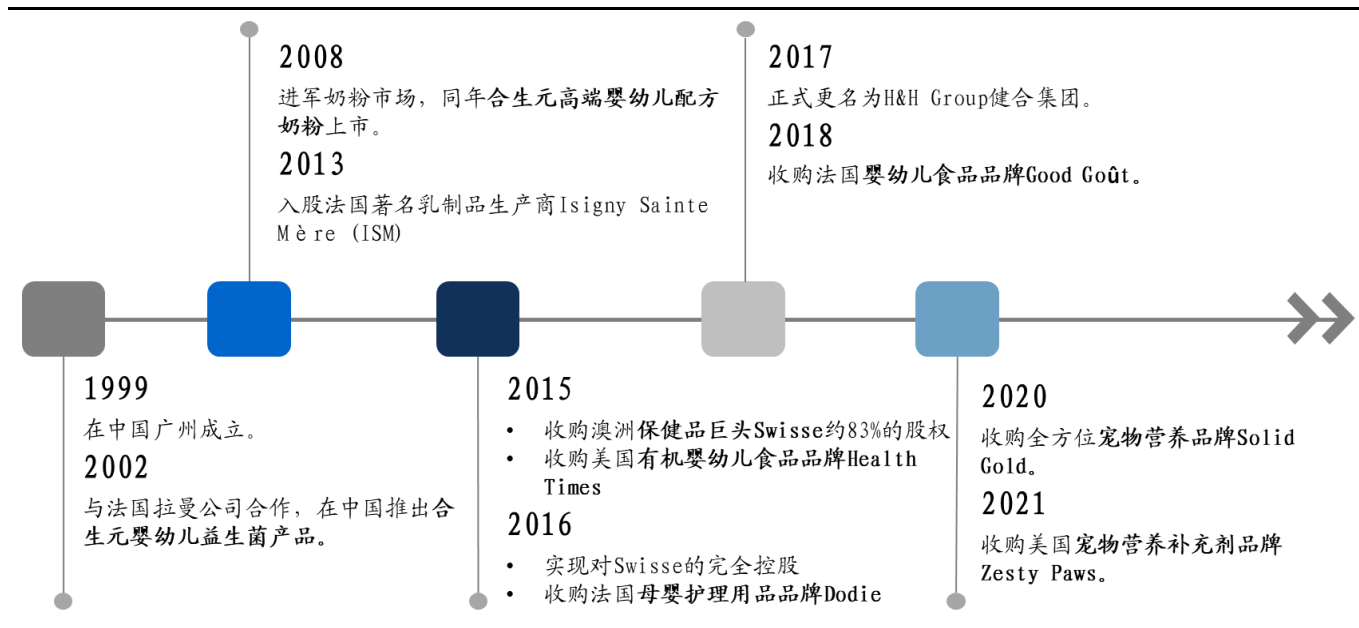
1. 全球营养健康行业龙头，利润率或已触底

1.1. 全球营养健康行业龙头，收并购完善业务布局

婴幼儿营养健康业务起步，逐步拓展至全家庭营养健康业务。H&H 国际控股成立于 1999 年，成立之初专注于婴幼儿营养健康产品。2002 年，公司与法国拉曼公司合作，在中国推出婴幼儿益生菌产品；2008 年，公司进军奶粉市场，并于同年推出合生元高端婴幼儿配方奶粉。2015 年起，公司战略性收购澳洲保健品巨头 Swisse、美国宠物营养品牌 Solid Gold 及宠物营养补充剂品牌 Zesty Paws 等，陆续补全成人营养健康产品及宠物营养健康产品的拼图，逐步发展为全球领先的全家庭营养健康产品提供商。

多项业务市场地位突出。目前，公司在各个业务领域均取得了显著的市场份额。合生元在中国超高端婴幼儿配方奶粉市场的市占率从 2023 年的 12.4% 提升至 2024 年的 13.3%，并于 2024 年 12 月达到全年最高位 14.5%。Swisse 在中国线上维生素、草本及矿物补充剂 (VHMS) 市场稳居第一，市占率约 7.7%，在整体 VHMS 市场排名第二。Zesty Paws 亦是北美最受认可的宠物营养补充品品牌之一。

图1：公司已逐步发展为全球领先的全家庭营养健康产品提供商



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

收购战略意义较强，标的估值较为合理。2015 年，公司以 13.9 亿澳元的对价收购 Swisse 83% 的股权，对应 PE TTM 约 23 倍。考虑到 Swisse 在澳洲 VHMS 市场的领先地位及对公司业务拓展的战略意义，我们认为该估值水平较为合理。2020-2021 年，公司分别以 1.6/6.1 亿美元的对价收购美国宠物营养补充品龙头 Solid Gold/Zesty Paws

的全部股权，对应 PE TTM 分别为 30/44 倍，充分体现了公司对于转型为“全家庭营养健康产品提供商”的决心。

表1: 公司主要收购标的的基本情况及其对应估值

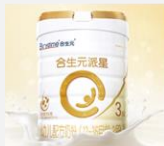
品牌名	收购时间	收购股权占比	收购对价	收购前 12 个月 的营收	收购前 12 个月 的利润	PS TTM	PE TTM
Swisse	2015 年 9 月	83%	13.9 亿港元	313.1 百万澳元	72.9 百万澳元	5.3	22.9
Solid Gold	2020 年 11 月	100%	1.6 亿美元	55.0 百万美元	6.7 百万美元	3.0	29.5
Zesty Paws	2021 年 8 月	100%	6.1 亿美元	84.8 百万美元	13.9 百万美元	7.2	44.0

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

注：公司于 2016 年收购了 Swisse 剩余 17% 的股权，对 Swisse 实现了完全控股。

三大业务协同发展，品牌矩阵完善。公司主要有成人营养与护理（ANC）、婴儿营养与护理（BNC）及宠物营养与护理（PNC）三大业务，各业务均有多个品牌协同发展。其中 ANC 业务以 Swisse 为主，BNC 业务以合生元（Biostime）为主，PNC 业务则以快乐一爪（Zesty Paws）为主。

表2: 公司三大业务协同发展，品牌矩阵完善

	成人营养与护理 (ANC)	婴儿营养与护理 (BNC)	宠物营养与护理 (PNC)
主要品牌	 Vitamins, Supplements, Functional Food & Skincare  BioOrganic Skincare and Supplements	 Children's Probiotics, Prebiotics, Supplements & Infant Milk Formula  Baby Bottles, Diapers, Accessories & Skincare  Organic Baby & Children's Food	 Dog & Cat Nutrition & Supplements  Dog & Cat Nutrition
爆款产品示例			
2024 年营收及占比 (百万元, %)	6,696.2 (51.3%)	4,382.3 (33.6%)	1,973.2 (15.1%)
2024 年 EBITDA 及占比 (百万元, %)	1,420.2 (72.7%)	437.1 (22.4%)	94.7 (4.9%)
2024 年 EBITDA 利润率 (%)	21.2%	10.0%	4.8%

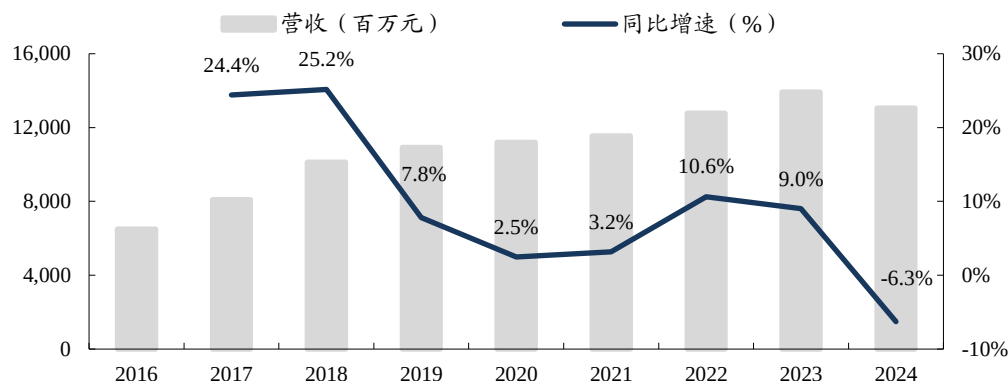
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

1.2. 营收短暂承压，2025 年有望重回增长

营收短暂承压，预计 2025 年重回增长。Swisse 在中国市场的拓展及宠物营养与健

康业务的并入一定程度上抵消了婴幼儿配方奶粉（IMF）业务的低迷，2016-2024 年公司营收复合增速为 12.1%，增长较为平稳。而 2024 年公司实现营收 130.5 亿元，同比下滑 6.3%，主要系：1）2023 年 ANC 业务基数较高；2）IMF 业务新旧国标切换。展望 2025 年，随着 IMF 业务新旧国标切换的完成、ANC 在新兴市场的持续拓展，我们预计公司营收将重回增长，增速约为 10%。

图2：2024 年公司实现营收 130.5 亿元，同比下滑 6.3%

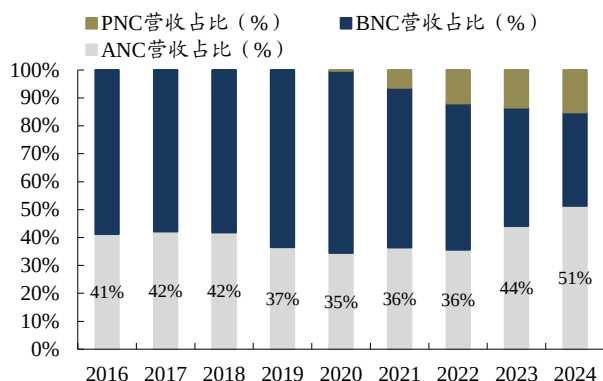


数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

分业务来看，**ANC 已逐步取代 BNC，成为公司新一轮的增长引擎**。得益于疫情后消费者健康保养意识的增强，Swisse 迎来了新一轮增长，带动 ANC 业务的营收占比迅速回升至 2024 年的 51%，取代 BNC 成为公司第一大业务。BNC 则受到国内出生率连年下滑&婴幼儿配方奶粉新旧国标切换的影响，营收占比持续下滑至 2024 年的 34%。PNC 业务仍处品牌定位的探索阶段，除北美以外的新市场也仍需开拓，2024 年营收占比为 15%。但值得注意的是，自公司 2021 年完成 PNC 两大品牌的收购后，该业务的营收占比增长较快，随着未来两大品牌的进一步整合及品牌定位的进一步明确，PNC 或成为公司未来的第三大支柱。

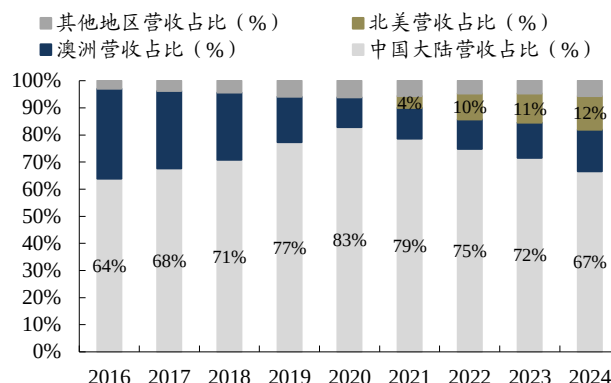
分地区来看，中国大陆是公司最主要的市场，北美市场增速较快。2024 年，中国大陆/澳新/北美/其他地区的营收占比分别为 67%/15%/12%/6%，较 2016 年分别+3pct/-18pct/+12pct/+3pct。Swisse 在中国大陆的快速推广弥补了婴幼儿配方奶粉业务在中国大陆的下滑，中国大陆仍为公司最主要的市场。北美市场的营收占比提升较快主要系收购 PNC 两大品牌所致。

图3: ANC 逐步成为公司主要营收来源



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图4: 中国大陆是公司最主要的市场



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

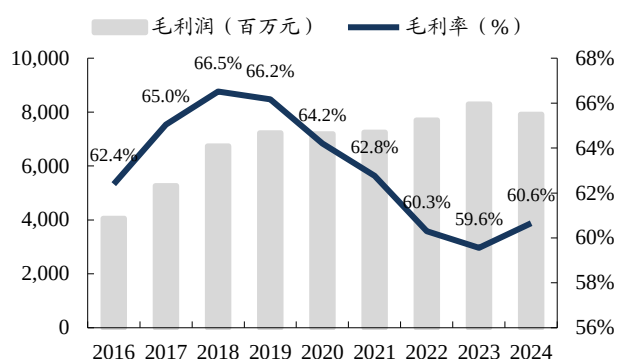
1.3. 利润率或已触底，看好后续持续回升

销售毛利率已有企稳回升迹象。公司销售毛利率从2018年的66.5%下滑6.9pct至2023年的59.6%，我们判断主要原因系：1）Solid Gold及Zesty Paws分别于2020年及2021年并表，两大宠物营养与护理品牌毛利率约为40-50%，均低于其他业务，对公司整体毛利率有不利影响；2）婴幼儿配方奶粉业务由旧国标向新国标转型，导致了较高的存货减值费用。2024年公司销售毛利率回升1.0pct至60.6%，主要系奶粉新国标转型即将完成，存货减值减少；高利润率的宠物营养补充品收入比例提升。展望2025年，随着公司高利润率的Swisse Plus获得市场认可、Solid Gold持续产品高端化&渠道优化，我们认为公司毛利率有望平稳提升。

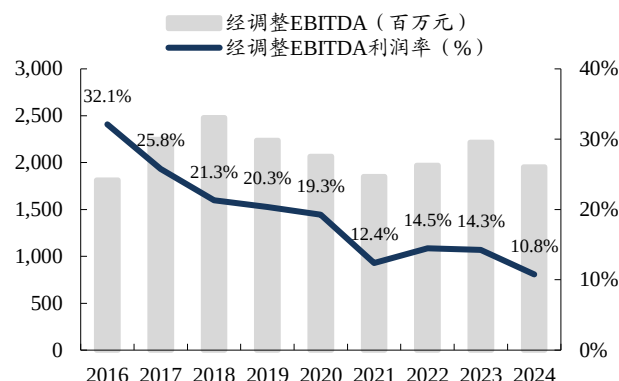
经调整EBITDA利润率仍短暂承压。公司经调整EBITDA利润率从2016年的32.1%大幅下滑21.3pct至10.8%，我们判断主要有以下两个原因：1）Swisse于2016年成为公司的完全控股公司，彼时Swisse品牌在中国消费者中的渗透率相对较低，公司需大力投资市场营销活动以进一步提升品牌知名度；2）受出生率下滑及新旧国标转型的影响，婴幼儿配方奶粉业务营收下滑明显，产生负向经营杠杆。展望2025年，我们认为公司产品结构的持续优化有望带动EBITDA利润率有一定提升。但考虑到公司新旧国标转型尚未完全完成，公司仍需进行大量营销活动以提升一段、二段奶粉产品的市占率，我们认为短期内经调整EBITDA利润率的提升幅度有限。

图5: 公司销售毛利率已有企稳回升迹象

图6: 公司经调整EBITDA利润率仍短暂承压



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

利息支出或已于 **2024 年达到顶峰**。2024 年公司利息支出为 8.6 亿元，对冲之后的综合财务成本为 7.2%，成本处于较高水平。但我们认为公司利息支出或已于 2024 年达到顶峰，主要基于：1) 公司持续优化债务结构，计划用成本较低的人民币负债置换成本较高的美元负债；2) 公司计划用自有资金提前还债，预计 2025 年将偿还 4-5 亿元。

2. ANC：行业增长潜力较大，公司渠道&产品优势突出

2.1. 营养健康食品市场的增长潜力较大

营养健康食品可分为保健食品及功能性食品两大类。其中保健食品的功效需经过认证机构验证，验证后产品包装带有“蓝帽子”标志，可以在药店等线下渠道销售，产品上市门槛较高；而功能性食品的功效不需要经过验证，因此也不得进行功能声称，不得明示或暗示其保健作用，同时仅可通过电商、直销等形式销售。

表3：营养健康食品可分为保健食品及功能性食品两大类

	保健食品	功能性食品
产品定义	具有保健功能或者以补充维生素、矿物质等营养物质为目的的食品， <u>是一种特殊食品</u>	除满足人的基础生存所需营养之外，添加了某种有益健康的 <u>功效性成分的食品，是一种普通食品</u>
功能声称	功效需经过认证机构验证，验证后会有“蓝帽子标志”  ；允许声称补充维生素、矿物质等功能	不得进行功能声称，不得明示或暗示其保健作用
广告宣传	不得用代言人进行宣传	可以用代言人进行宣传
食用量	有严格的服用量要求	一般没有服用量要求
产品原料	侧重于使用已被证实具有某种保健功能的成分，如鱼油中的 Omega-3	1. 天然食物成分，如果蔬、谷物等 2. 从天然资源中提取的有效成分，

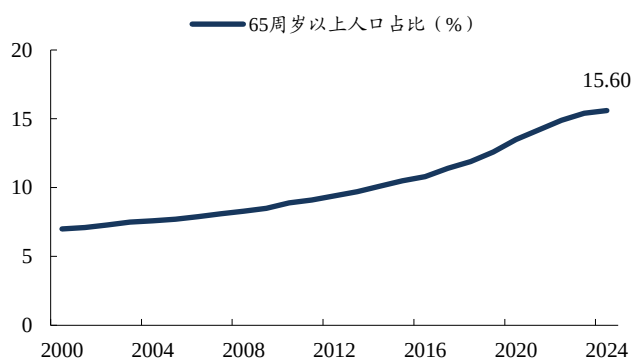
	脂肪酸用于心血管健康，银杏叶提取物用于改善记忆力等；原料需符合国家相关法规的要求，并经过安全性评估。	如膳食纤维、多酚类物质
	相对严格，需要进行注册或备案；必须明确标识出产品的保健功能、适宜人群及注意事项等内容	3. 经过科学验证对健康有益的添加物，如益生菌、酶制剂等
监管要求		相对宽松，仅要求产品标签不得涉及疾病预防及治疗功能

数据来源：《中华人民共和国食品安全法》，《保健食品注册与管理办法》，CIC 灼识咨询，东吴证券（香港）

预计中国营养健康食品行业的市场规模增速有望超过 7%。据《中国营养健康食品蓝皮书》数据，2022 年中国营养健康食品行业的市场规模已经达到 5,885 亿元，同时预计 2027 年市场规模将超过 8,362 亿元，隐含复合增长率约为 6.9%。我们认为实际复合增长率有望超过 7%，主要基于：

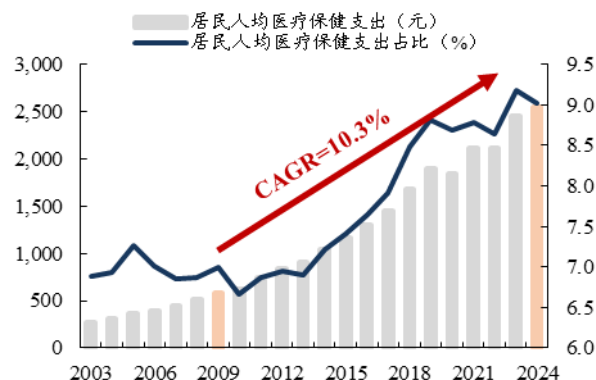
1) 营养健康食品在不同消费者群体中的渗透率均有望提升：①人口老龄化进程不断加速：截至 2024 年年底，我国 65 周岁及以上的老年人口已达到约 2.2 亿，占总人口的比例约为 15.6%，这一群体的持续扩大将拉动对营养健康食品的需求。**②疫情后，年轻消费者的保健意识明显增强：**2024 年居民人均医疗保健支出达到 2,547 元，占居民人均总支出的 9.0%；该支出 15 年的复合增速约为 10.3%，明显超出 7%。据《Z 世代营养消费趋势报告》，保健品消费群体中，18-35 岁的年轻消费人群占比高达 83.7%，年轻消费者的保健意识日益增强。

图7：人口老龄化进程不断加速



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

图8：居民人均医疗保健支出 15 年的复合增速为 10.3%

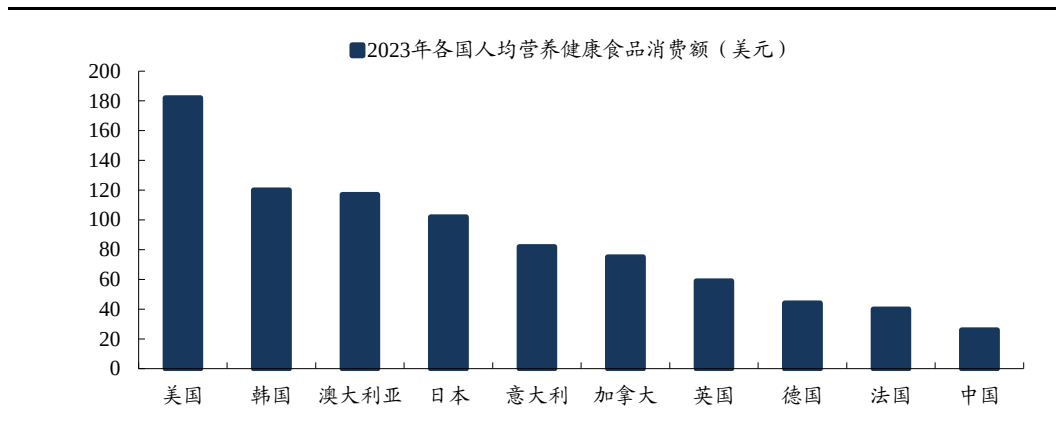


数据来源：iFind，东吴证券（香港）

2) 对标海外，我国营养健康食品的人均消费额有较大提升空间：2023 年我国人均

营养健康食品的消费额仅为 26 美元，同期美国/韩国/澳大利亚/日本的人均消费额分别为 182/120/117/102 美元，分别为我国的 7.0/4.6/4.5/3.9 倍。相较海外发达国家，我国营养健康食品的人均消费额仍有较大的提升空间。

图9：2023 年中国人均营养健康食品消费额仅为美国的 14%



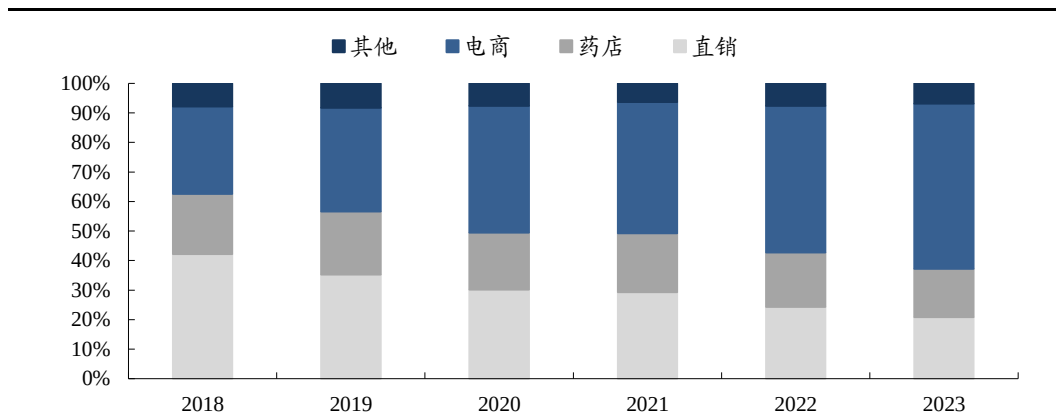
数据来源：仙乐健康公告，Euromonitor，东吴证券（香港）

2.2. 渠道&产品优势助力 Swisse 突出重围

2.2.1. 电商品牌定位突出，充分受益于渠道转型

电商已成为保健品零售最重要的渠道。直销、药店和电商是保健品零售的三大主要销售渠道。近年来，消费者对保健品认知度的提升，电商平台的迅速发展，叠加疫情对消费者线上消费习惯的培养，使得电商渠道对保健品零售来说日益重要。2018 年保健品线上零售的比例仅有约 30%，但 2023 年该比例已经上升到近 56%，电商已取代直销，成为保健品零售最重要的渠道。

图10：电商已成为保健品零售最重要的渠道



数据来源：Euromonitor，东吴证券（香港）

Swisse 专注发展线上渠道，有望充分受益于销售渠道的转型。 相较保健品行业约 56% 的线上销售比例，Swisse 电商品牌定位非常突出，预计国内约 90% 的营收来自于线上渠道，（其中约 80% 来自于跨境电商，其余 10% 来自于一般贸易）。Swisse 已抢先占领消费者心智，先发优势明显。目前，Swisse 已多年蝉联中国线上维生素、草本及矿物补充剂 (VHMS) 市占率第一，2024 年市占率约为 8%。展望未来，随着保健品零售渠道的进一步线上化，我们认为 Swisse 有望维持先发优势，受益于销售渠道的转型。

2.2.2. 产品系列全面，覆盖全年龄段的需求

公司产品可以较好地覆盖全年龄段的需求。除面向广泛成人消费者群体的 Swisse Core 之外，公司近年来陆续推出 Little Swisse/Swisse Me/Swisse Plus 等子品牌，其中：1) Little Swisse 主要针对 3-12 岁的儿童，通过有趣的形状、口味等，帮助儿童养成服用营养健康食品的习惯；2) Swisse Me 主要针对 12-25 岁的青少年，主要产品形式为软糖、泡腾片及固体饮料，相较传统片剂更加有趣、便携；3) Swisse Plus 是主要面向中国精英人群的高端品牌，以“细胞级抗衰老”为主要卖点。我们认为公司近年来陆续推出针对不同消费群体的子品牌，主要系想抢占用户心智，提升消费者对于产品的使用习惯和品牌粘性。

表4：公司产品可以有效覆盖全年龄段的需求

	Little Swisse	Swisse Me	Swisse	Swisse Plus
目标人群	3-12 岁的儿童	12-25 岁的青少年	25-35 岁的青年	35 岁+的中产阶级
产品特点	通过有趣的形状、口味等方式吸引儿童，帮助儿童更容易接受营养健康食品的服用过程	以软糖、泡腾片及固体饮料等新形式取代传统片剂及药剂，更加高效、便捷	核心品牌，面向广泛的成人消费者群体；产品从基础的维生素补充到特定健康需求（消化健康等）均有覆盖	面向中国精英人群的高端品牌，主打“细胞级抗衰老”产品
主要产品				
				
单片价格 (元/片)	1.5-3.0	3.0-5.0	1.0-3.0	≥ 10

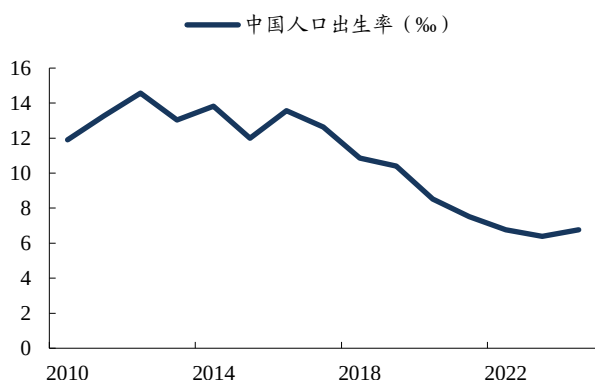
数据来源：公司官网，Swisse 天猫官方旗舰店，东吴证券（香港）根据公开信息整理

3. BNC：预计合生元奶粉 2025 年将迎来反弹

3.1. 婴配粉的结构性机会或在超高端及超高端+市场

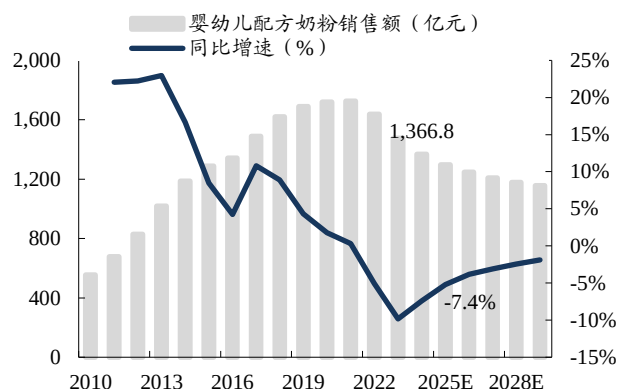
我国婴幼儿配方奶粉市场逐渐萎缩。伴随着人口出生率的波动下降，我国婴幼儿配方奶粉销售额的增速逐渐放缓，于 2021 年达到最高值 1,725 亿元。2021 年后，我国婴幼儿配方奶粉市场逐渐萎缩，2024 年销售额已经减少至 1,367 亿元，同比下滑 7.4%。同时，Euromonitor 预计未来 5 年我国婴幼儿配方奶粉市场仍将下滑，2025-2029 年复合增速为-2.3%，但下滑速度逐年放缓。

图11: 我国人口出生率波动下滑，2024 年略有回升



数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

图12: 2021 年来，我国婴幼儿配方奶粉市场逐渐萎缩



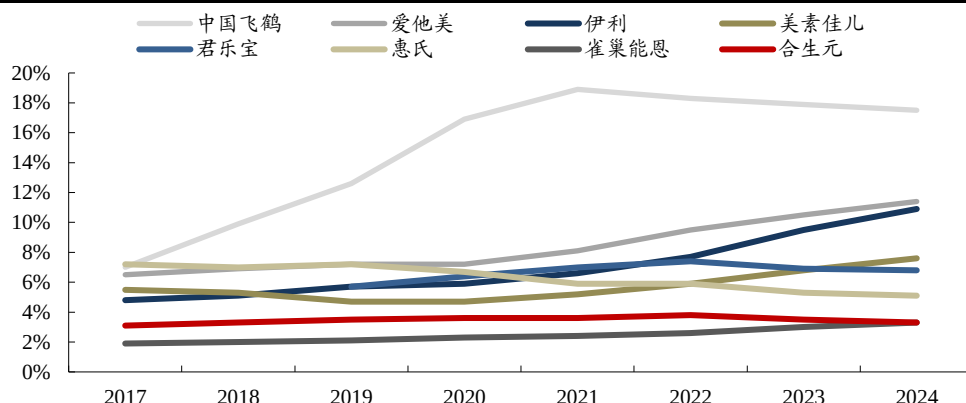
数据来源: Euromonitor, 东吴证券 (香港)

结构性机会或在超高端及超高端+婴幼儿配方奶粉市场。据渠道调研，随着新手父母对婴幼儿配方奶粉品质要求的提升，他们对奶粉价格的敏感性逐渐下降，2014-2023 年超高端及超高端+的婴幼儿配方奶粉占整体市场的比重逐年增加，2024 年两大板块占比已达 60%。展望未来，我们认为超高端及超高端+奶粉所占的比重仍会持续增长，主要基于：1) 家庭收入水平提升；2) 新手父母对于婴幼儿营养健康的关注度不断提升。

3.2. 合生元奶粉已触底，预计 2025 年将迎来反弹

合生元市占率下滑，主要系切换新国标的进度有所落后。据 Euromonitor 数据，2022 年合生元奶粉在中国婴配粉市场的市占率达到最高值 3.8%，2023 年同比下滑 0.3pct 至 3.5%，2024 年继续同比下滑 0.2pct 至 3.3%。市占率有所下滑主要系：1) 婴配粉行业新旧国标的切换于 2023 年 2 月开启，但公司绝大部分婴配粉产品在法国生产，疫情期间工作人员无法前往法国实地考察，公司拿到新国标批文的进度落后于其他厂商；2) 新国标产品成本更高，公司在维持零售价不变的同时减少产品规格，导致原有客户流失较多。

图13: 2023 年以来, 合生元奶粉的市占率有所下滑



数据来源: Euromonitor, 东吴证券(香港)

公司新国标产品的宣传卓有成效。公司于 2Q24 开始推出并大力宣传新国标产品, 目前卓有成效。据公司数据: 1) 小红书和抖音渠道上, 合生元奶粉 4Q24 的搜索量较 1Q24 增长了 4 倍, 关键词排名均位列前五; 2) 2023 年上半年合生元在超高端及以上奶粉市场的市占率是 11.7%, 2024 年同期已经提升为 13.0%, 2024 年 12 月已经上升至全年最高值 14.5%。我们预计 2025 年合生元奶粉的市占率将持续提升, 主要基于: 消费者对于奶粉品牌的选择通常有一定的粘性, 目前合生元一段奶粉的市占率已经恢复至旧国标时的水平, 一段奶粉的新增消费者有望在 6-12 个月后转化为合生元二段、三段奶粉的消费者, 从而带动合生元市占率的提升。

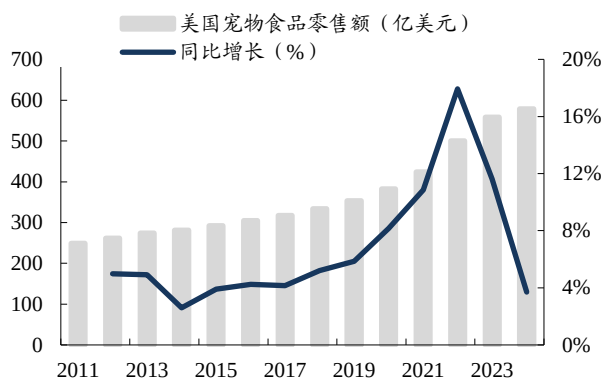
4. PNC: 两大宠物营养健康品牌亮点突出

4.1. 高端宠物食品有望迎来结构性机会

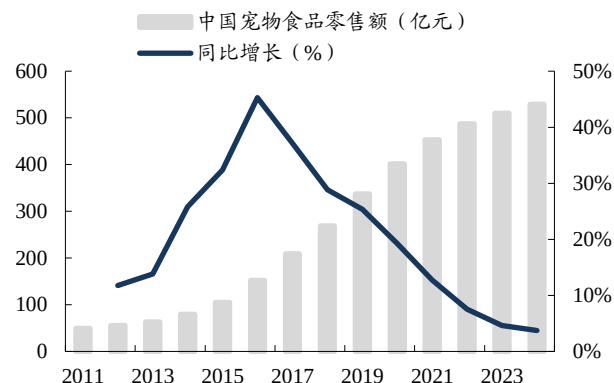
宠物食品零售额的增速有所放缓, 但结构性机会仍在高端市场。公司两大宠物营养品牌目前主要在美国及中国开展业务, 因此我们仅需关注以上两大市场。据 Euromonitor 数据及分析, 疫情后美国及中国宠物食品市场的增速均已回落至 5% 左右, 增速有所放缓, 但同时宠物主人对宠物食品质量的要求也越来越高, 他们更加倾向于采用优质原料并有益于健康的宠物食品, 高端的宠物食品反而有望迎来结构性机会。

图14: 美国宠物食品零售额的增速有所放缓

图15: 中国宠物食品零售额的增速有所放缓



数据来源: Euromonitor, 东吴证券 (香港)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券 (香港)

4.2. Zesty Paws 稳步拓展, Solid Gold 转型初见成效

Zesty Paws 美国市场表现卓越, 正稳步扩展其国际版图。作为美国线上市场领先的宠物营养品牌, Zesty Paws 不仅在电商领域占据主导地位, 还成功将其业务拓展至沃尔玛、山姆等线下零售巨头, 并在这些渠道中同样位居榜首, 表现超越市场平均水平。随着品牌影响力的增强, Zesty Paws 已着手开拓欧洲市场, 采取线上线下全渠道策略, 在线上通过亚马逊覆盖整个欧洲地区的同时, 亦在线下深入法国、德国、英国及意大利四大市场。此外, 公司计划于 2025 年将 Zesty Paws 进一步推广至澳新及新加坡市场, 持续扩大品牌的全球影响力。

Solid Gold 中国业务转型初见成效。自 2020 年被公司收购以后, Solid Gold 中国的营收始终维持双位数增长, 展现出较强的市场拓展能力。然而受制于宠物粮行业整体毛利率偏低的特性, Solid Gold 中国业务长期处于亏损状态。因此公司于 2024 年主动开启战略转型, 聚焦“盈利性增长”的核心目标, 主要采取了以下措施: 1) 对低毛利产品进行价格调整, 优化价格带结构; 2) 加大对高毛利品类的市场推广力度, 重点发展鲜肉粮、辅食、湿粮及营养补充类产品。目前转型效果已初步显现, 1Q25 Solid Gold 中国收入恢复增长态势, 高毛利品类占比持续提升, 带动整体 EBITDA 利润率显著改善。

表5: Zesty Paws 及 Solid Gold 基本信息

	Zesty Paws	Solid Gold
品牌定位	高端宠物营养补充剂	天然宠物主粮品牌, 兼顾宠物营养补充剂
主要产品		
目标客群	注重宠物精细化健康管理的主人,	追求宠物天然有机饮食的主人; 营

	尤其关注宠物关节健康等特殊需求	养健康品关注宠物肠道健康、皮肤健康等
主要市场	以美国为主，已逐步拓展至欧洲，计划 2025 年拓展至澳新及新加坡；2-3 年内暂无拓展至中国市场的计划	美国、中国市场各占一半
销售渠道	线上销售为主，美国线上宠物保健品领域市占率第一；逐步拓展至线下，目前在沃尔玛、山姆均有布局，且市占率已排名第一	美国市场线上线下均有布局；中国市场主要聚焦于线上渠道，目前市占率已是中国线上高端猫干粮的第二名

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）根据公开信息整理

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测方面：我们预计公司 2025-2027 年收入总额分别为 143.7/154.9/164.4 亿港元，同比分别+10.1%/+7.8%/+6.1%；预计公司 2025-2027 年年内溢利分别为 6.8/8.5/9.5 亿港元，同比分别扭亏/+25.1%/+12.7%，具体而言：

1) 成人营养及护理用品：我们预计 2025-2027 年成人营养及护理用品的营收同比分别+10%/+9%/+8%，主要基于：①公司新推出的 Swisse Plus 系列增长强劲；②东南亚等新兴市场正在逐步开拓中。但考虑到公司仍需大力投入市场营销活动，我们预计该业务的利润率将保持平稳。

2) 婴幼儿营养及护理用品：我们预计 2025-2027 年婴幼儿营养及护理用品的营收同比分别+8%/+4%/+1%，主要基于：①公司于 2024 年初推出新国标产品，但重新获客进度较慢，导致 2024 年基数较低；②公司已基本完成旧国标产品的库存清理，存货减值费用大幅减少。同时，营收的增长将带动正向经营杠杆，我们预计该业务毛利率及经调整 EBITDA 利润率均有提升。

3) 宠物营养及护理用品：我们预计 2025-2027 年宠物营养及护理用品的营收同比分别+15%/+12%/+10%，主要基于：①Solid Gold 品牌高端化及渠道整合即将完成；②Zesty Paws 稳步拓展至欧洲、澳新等海外市场。同时，我们预计宠物相关业务利润率将有较为明显的上涨，主要系此前的大幅减值将不再持续。

表6：公司收入拆分及预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入 (百万港元)	13,051.7	14,367.9	15,492.4	16,438.1
YoY (%)	-6.3%	10.1%	7.8%	6.1%
成人营养及护理用品营收 (百万港元)	6,696.2	7,365.8	8,028.7	8,671.0
YoY (%)	9.0%	10.0%	9.0%	8.0%

毛利率 (%)	65.0%	65.0%	64.8%	64.5%
经调整 EBITDA 利润率 (%)	21.2%	20.8%	20.5%	20.3%
婴幼儿营养及护理用品营收 (百万港元)	4,382.3	4,732.9	4,922.2	4,971.4
YoY (%)	-25.8%	8.0%	4.0%	1.0%
毛利率 (%)	58.1%	59.0%	60.0%	60.5%
经调整 EBITDA 利润率 (%)	10.0%	15.0%	16.0%	17.0%
宠物营养及护理用品营收 (百万港元)	1,973.2	2,269.2	2,541.5	2,795.6
YoY (%)	5.3%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利率 (%)	51.6%	53.0%	54.0%	55.0%
经调整 EBITDA 利润率 (%)	4.8%	7.0%	9.0%	10.5%
年内溢利 (百万港元)	-53.7	676.0	845.5	952.9
YoY (%)	-	-	25.1%	12.7%
摊薄 EPS (港元/股)	-0.08	1.05	1.32	1.49

数据来源：公司公告、东吴证券（香港）预测

投资建议方面：我们采用分部估值法，并假设三大业务归母净利润的占比与经调整 EBITDA 的占比保持一致。**1) 成人营养及护理用品：**我们预计中国营养健康食品行业近三年的复合增速约为 10%；Swisse 电商属性明显，且已占据先发优势，给予 20 倍 PE；**2) 婴幼儿营养及护理用品：**我们预计短期公司市场份额将有所回升，但中期来看未见明显催化，因此参考行业平均，给予 12 倍 PE；**3) 宠物营养及护理用品：**我们认为宠物营养健康食品的市场规模增速较快，公司两大宠物品牌有望充分收益。参考行业平均，给予 40 倍 PE。我们的目标价为 16.9 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表7: 可比公司估值表

	收入同比增速 (%)			净利润同比增速 (%)			P/E		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
成人营养及护理用品									
汤臣倍健	5.0	7.4	7.6	30.0	18.7	15.4	13.2	12.2	11.4
金达威	13.3	12.5	10.5	31.0	20.5	16.5	24.4	20.2	17.4
仙乐健康	12.8	13.7	11.9	21.4	23.0	15.9	18.1	14.7	12.7
平均	10.4	11.2	10.0	27.5	20.7	15.9	18.6	15.7	13.8
婴幼儿营养及护理用品									
中国飞鹤	6.1	5.5	4.9	6.1	5.5	4.9	13.2	12.2	11.4
澳优	5.0	4.5	4.3	9.1	8.3	6.5	10.7	9.2	8.2
伊利股份	4.0	4.2	4.4	31.1	9.7	7.7	17.6	16.0	14.9
平均	5.0	4.7	4.5	15.4	7.8	6.4	13.8	12.5	11.5
宠物营养及护理用品									
中宠股份	18.9	20.6	19.7	15.5	22.7	23.6	41.2	33.6	27.2
乖宝宠物	23.6	21.7	20.4	27.2	28.1	26.5	54.6	42.6	33.7
佩蒂股份	18.1	19.5	11.2	9.7	19.6	15.1	22.1	18.5	16.1
平均	20.2	20.6	17.1	17.5	23.5	21.8	39.3	31.6	25.7

数据来源: 以上公司预测数据均来自于 iFind 一致预期, 东吴证券(香港)

6. 风险提示

宏观经济发展不及预期: 营养健康食品一定程度上是可选消费, 消费者在该领域的支出会受到宏观经济发展的影响。若宏观经济发展不及预期, 消费者可能会削减在营养健康食品领域的支出, 对公司成人营养及护理用品业务有一定不利影响。

生育刺激政策不及预期: 目前, 我国正通过发放津贴、加强社会支持等方式刺激生育率。若后续生育率刺激政策持续性较差或刺激力度不及预期, 则会对公司婴幼儿营养及护理用品业务造成负面影响。

商誉减值风险: 公司近年来收并购活动较为频繁, 商誉占总资产的比例较高。若后续收并购的品牌整合进度不及预期, 则可能出现商誉减值的情况。

H&H 国际控股 (1112.HK) 三大财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,623	4,735	5,095	5,406	收入总额	13,052	14,368	15,492	16,438
存货	1,907	1,989	2,092	2,175	成人营养及护理用品	6,696	7,366	8,029	8,671
贸易应收款项及应收票据	927	984	1,019	1,036	婴幼儿营养及护理用品	4,382	4,733	4,922	4,971
预付款、其他应收款项及 其他资产	175	315	424	540	宠物营养及护理用品	1,973	2,269	2,541	2,796
现金及现金等价物	1,612	1,437	1,549	1,644	销售成本	-5,136	-5,585	-5,964	-6,300
其他流动资产	3	10	11	12	毛利	7,916	8,783	9,528	10,138
非流动资产	14,220	14,090	13,942	13,768	销售及分销成本	-5,570	-5,747	-6,197	-6,575
物业、厂房及设备	319	311	337	390	行政开支	-779	-851	-917	-973
商誉及无形资产	12,899	12,777	12,602	12,375	其他开支	-589	-475	-528	-615
其他非流动金融资产	1,003	1,003	1,003	1,003	融资成本	-921	-869	-784	-708
资产总计	18,842	18,825	19,037	19,175	应占联营公司亏损	-23	0	0	0
流动负债	3,872	4,359	4,770	5,058	营业利润	34	841	1,102	1,267
贸易应付款项	907	979	1,029	1,070	其他非经营损益	163	199	199	199
计息银行贷款及租赁负债	863	941	1,152	1,284	除税前溢利	197	1,040	1,301	1,466
其他流动负债	2,102	2,439	2,588	2,704	所得税开支	-251	-364	-455	-513
非流动负债	9,157	8,196	7,412	6,598	年内(亏损)/溢利	-53.7	676.0	845.5	952.9
计息银行贷款及其他借款	8,422	7,461	6,677	5,863	每股收益-摊薄(元)	-0.08	1.05	1.31	1.48
其他非流动负债	735	735	735	735	每股股息(元)	0.35	0.26	0.33	0.37
负债合计	13,029	12,555	12,183	11,656	收入增长率(%)	-6.3%	10.1%	7.8%	6.1%
所有者权益合计	5,813	6,270	6,855	7,519	归母净利润增长率(%)	-	-	25.1%	12.7%
负债和股东权益总计	18,842	18,825	19,037	19,175					
现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,346	1,867	1,801	1,844	每股净资产(元)	9.01	9.79	10.77	11.88
投资活动现金流	1	-121	-121	-121	最新发行在外股份(百万 股)	641	641	641	641
筹资活动现金流	-1,071	-1,921	-1,568	-1,629	ROE-摊薄(%)	-	10.7	12.2	12.4
现金净增加额	276	-175	112	95	资产负债率(%)	69.1	66.7	64.0	60.8
折旧和摊销	-301	-330	-348	-374	P/E(现价&最新股本摊薄)	-154.78	12.30	9.83	8.73
资本开支	-275	-250	-250	-250	P/B(现价)	1.43	1.32	1.20	1.08

数据来源: iFind, 公司公告, 东吴证券(香港)

注: 货币单位为人民币元, PE 等与股价挂钩的指标经过最新汇率换算

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证

券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示), 于法律及/或法规准许情况下, 东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断, 并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外, 本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现, 过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期, 东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设, 任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808（客户服务）

公司网址： <http://www.dwzq.com.hk/>

