

H&H 国际控股 (01112.HK)

ANC 环比提速，婴配粉实现复苏

25H1 公司收入预计中单位数增长，其中 ANC 业务预计同比中单位数增长 Q2 环比提速，Swisse 中国市场线上优势巩固，BNC 预计低单位数增长，奶粉反弹益生菌继续承压，下半年有望整体改善，PNC 预计高单位数增长盈利同步提升。利润端受提前赎回优先票据产生的一次性溢价及相关未摊销交易成本非现金撇销影响，表观净利润预计同比下降 45-65%，经调整 EBITDA 同比下滑 0-5%，经调整的扣非净利润同比+1-15%。全年看公司收入有望实现高单位数增长，内生利润改善，债务结构持续优化。考虑到一次性费用支出影响，我们调整 25、26 年 eps 分别至 0.60、1.03 元，维持“增持”评级。

□ **事件：**H&H 国际控股发布 2025 上半年业绩预告，公司预计 25H1 收入同比中单位数增长，利润端受提前赎回优先票据产生的一次性溢价及相关未摊销交易成本非现金撇销影响，表观净利润预计同比下降 45-65%，经调整 EBITDA 同比下滑 0-5%，经调整的扣非净利润同比+1-15%。具体来看：

□ **ANC 稳健增长，中国区环比提速。**ANC 业务预计 25H1 实现中单位数增长表现稳健（25Q1 收入同比+3.2%，Q2 环比提速）；其中中国内地市场收入同比双位数增长，澳洲市场相对承压，其他市场（中国香港、东南亚、意大利等）保持强劲增势。增长核心驱动力来自消费者对美容抗衰、排毒产品的需求提升，以及 Swisse Plus+ 系列、Little Swisse 系列等新品类持续放量。电商渠道优势显著，Swisse 在中国内地维生素补充剂市场稳居第一，25 年 618 期间包揽天猫、京东、抖音、唯品会等平台营养补充品品类销售额榜首，线上领先地位进一步巩固。

□ **BNC 奶粉业务亮眼，益生菌下滑拖累增长。**BNC 业务预计 25H1 实现低单位数增长，整体有所复苏，其中奶粉业务表现亮眼，25H1 销量实现高单位数增长，主要得益于持续获取新消费者（尤其电商及母婴店渠道）并扩大市场份额，Biostime 于中国内地超高端婴配粉份额由去年 13.0% 提升至 25 年 5 月的 15.8%，1&2 段奶粉 618 期间 GMV 大增 103%。然而，婴幼儿益生菌及营养补充品收入录得双位数下滑，主要受中国内地药房渠道客流持续减少及全行业挑战影响，但该品类线上销售额保持低单位数增长。

□ **PNC 如期增长，盈利能力提升。**PNC 业务预计 25H1 实现高单位数增长，符合公司全年规划。受益于宠物营养品高端化、拟人化趋势及宠物数量增加。高毛利的宠物补充品分部收入保持低至中双位数稳健增长，产品结构升级驱动分部盈利性同步提升。

□ **债务结构持续进行，一次性支出拖累表观利润。**经调整可比 EBITDA 同比微跌 0-5%，但 EBITDA 率维持中高双位数稳健水平，符合公司整体指引水平；经调整可比纯利同增 1%-15%，主因债务结构优化及融资成本下降（剔除一次性因素影响）；GAAP 利润同比下跌 45%-65%，主因提前赎回优先票据产生的一次性溢价及相关未摊销交易成本非现金撇销所致；截至 25 年 6 月末，现金余额约 18.3 亿元，25 年 1 月完成 3.5 年期美元优先票据再融资，延长债务期限并降低融资成本，相关美元负债已通过交叉货币掉期对冲，流动性状况稳健。

□ **全年展望：**BNC 期待继续反弹，H2 收入有望提速。收入端看，公司 25 年全

增持（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：11.76 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）	7.6
香港股市值（十亿港元）	7.6
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	-12	36	40
相对表现	-13	15	8



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《H&H 国际控股 (01112) —BNC 整体承压，25 年期待盈利改善》2025-03-30
- 2、《H&H 国际控股 (01112) —全家庭营养领导者，Swisse 盈利提升》2023-08-24

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
任龙 S1090522090003
✉ renlong1@cmschina.com.cn

年收入有望实现高单位数增长，H2 环比 H1 有所提速，主要在于奶粉业务收入继续复苏，同时下半年益生菌业务也有望低基数下实现正增长。ANC 业务全年有望延续高单位数增长，PNC 业务全年预计实现低双位数增长。利润端 EBITDA 率则有望保持中双位数水平。

- **投资建议：ANC 环比提速，BNC 实现复苏，维持“增持”评级。** 25H1 公司收入预计中单位数增长，其中 ANC 业务预计同比中单位数增长 Q2 环比提速，Swisse 中国市场线上优势巩固，BNC 预计低单位数增长，奶粉反弹益生菌继续承压，下半年有望整体改善，PNC 预计高单位数增长盈利同步提升。利润端受提前赎回优先票据产生的一次性溢价及相关未摊销交易成本非现金撇销影响，表观净利润预计同比下降 45-65%，经调整 EBITDA 同比下滑 0-5%，经调整的扣非净利润同比+1-15%。全年看公司收入有望实现高单位数增长，内生利润改善，债务结构持续优化。考虑到一次性费用支出影响，我们调整 25、26 年 eps 分别至 0.60、1.03 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：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	14036	14884	15987
同比增长	9%	-7%	8%	6%	7%
营业利润(百万元)	1697	978	1333	1567	1840
同比增长	7%	-42%	36%	18%	17%
归母净利润(百万元)	581	(54)	388	666	851
同比增长	-5%	-109%	-818%	72%	28%
每股收益(元)	0.90	(0.08)	0.60	1.03	1.32
PE	13.1	-140.5	19.6	11.4	8.9
PB	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《H&H 国际控股（01112）—BNC 整体承压，25 年期待盈利改善》2025-03-30
- 2、《H&H 国际控股（01112）—全家庭营养领导者，Swisse 盈利提升》2023-08-24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5133	4623	4472	5255	6326
现金及现金等价物	1364	1604	1270	1861	2679
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	997	1057	1136
其它应收款	247	177	191	202	217
存货	2375	1907	2006	2126	2284
其他流动资产	7	8	8	9	9
非流动资产	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
资产总计	20042	18842	18552	19317	20386
流动负债	8441	3872	3226	3345	3587
应付账款	1041	907	955	1012	1087
应交税金	243	89	89	89	89
短期借款	4722	863	65	0	0
其他	2435	2013	2118	2244	2412
长期负债	5306	9157	9157	9157	9157
长期借款	4393	8422	8422	8422	8422
其他	912	735	735	735	735
负债合计	13747	13029	12383	12501	12744
股本	6	6	6	6	6
储备	6290	5808	6164	6810	7636
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6295	5813	6169	6816	7642
负债及权益合计	20042	18842	18552	19317	20386

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1097	1346	1344	1271	1404
净利润	582	(54)	388	666	851
折旧与摊销	302	301	279	156	141
营运资本变动	(684)	(270)	(31)	(9)	(10)
其他非现金调整	897	1369	708	457	421
投资活动现金流	(52)	1	72	74	79
资本性支出	(91)	(97)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	8	11	11	11	11
投资增减	6	2	0	0	0
其它	25	89	211	213	218
筹资活动现金流	(1995)	(1071)	(1750)	(754)	(665)
债务增减	(711)	92	(798)	(65)	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	475	282	32	19	25
其它筹资	(809)	(881)	(920)	(670)	(639)
其它调整	(950)	(564)	(63)	(39)	(51)
现金净增加额	(933)	240	(334)	591	819

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	14009	13052	14036	14884	15987
主营收入	13926	13052	14036	14884	15987
营业成本	5632	5136	5404	5726	6153
毛利	8294	7916	8632	9158	9834
营业支出	6680	6938	7299	7591	7993
营业利润	1697	978	1333	1567	1840
利息支出	808	921	920	670	639
利息收入	30	0	11	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
除税前利润	933	197	625	1110	1419
所得税	352	251	238	444	568
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	581	(54)	388	666	851
EPS(元)	0.90	(0.08)	0.60	1.03	1.32

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	9%	-7%	8%	6%	7%
营业利润	7%	-42%	36%	18%	17%
净利润	-5%	-109%	-818%	72%	28%
获利能力					
毛利率	59.2%	60.6%	61.5%	61.5%	61.5%
净利率	4.1%	-0.4%	2.8%	4.5%	5.3%
ROE	9.2%	-0.9%	6.3%	9.8%	11.1%
ROIC	6.8%	-1.0%	6.5%	7.0%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	68.6%	69.1%	66.7%	64.7%	62.5%
净负债比率	45.5%	49.3%	45.7%	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	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	2.3	2.4	2.8	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
每股资料(元)					
每股收益	0.90	-0.08	0.60	1.03	1.32
每股经营现金	1.70	2.09	2.08	1.97	2.18
每股净资产	9.76	9.01	9.56	10.56	11.84
每股股利	0.57	0.32	0.30	0.31	0.40
估值比率					
PE	13.1	-140.5	19.6	11.4	8.9
PB	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.2	14.1	11.0	10.3	9.1

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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，任何机构和个人均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。