



港股研究 | 公司深度 | H&H 国际控股 (1112.HK)

H&H 国际控股深度报告：人宠同健，合乐与共

报告要点

H&H 国际控股为全球领先的营养品供应商，旗下拥有 Swisse、合生元、Zesty Paws 及 Solid Gold 等优质品牌，其业务涉及婴童、青少年、成人和宠物，是覆盖全家庭成员的优质营养品企业。公司在经历国内奶粉新国标调整及宠物品牌产品渠道结构调整后迎来发展持续向好的新起点。在老龄化趋势及宠物需求升级的大背景下，我们有望看到公司持续健康增长。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



陈硕旸

SAC: S0490524020002

H&H 国际控股深度报告：人宠同健，合乐与共

布局全家庭成员营养品业务，公司核心业务 2025 年轻装上阵

公司以合生元品牌起家，早期业务主要为婴童益生菌及婴儿配方奶粉（BNC 业务主要品牌）。后续公司通过一系列收购扩展其业务范围，其中 2015-2017 年收购的澳洲维生素补剂品牌 Swisse（ANC 业务主要品牌）及 2020-2021 年公司先后收购的美国宠物食品品牌 Solid gold、美国线上宠物营养品牌 Zesty Paws（PNC 业务主要品牌）表现较强。2024 年公司在老国标奶粉去库、Solid Gold 产品、渠道调整及商誉减值等因素的影响下，收入及利润均出现下滑状态，但公司底层发展逻辑未变。2025 年公司有望甩掉历史包袱，轻装上阵迎来新的发展窗口。

成人营养：把握跨境电商红利持续健康增长，多品牌模式触达全年龄段人群

在我国保健品渠道快速线上化的过程中，进口保健品因更适合线上渠道销售，其发展也迎来了较大的历史机遇。我国保健品进口方式主要分为普通贸易和跨境电商，而跨境因不用经过产品的重新注册或备案审核，其进口流程更为快捷，成为海外品牌进入中国的主要方式。

公司的人类保健品品牌 Swisse 为澳洲品牌，其供应链在澳洲、北美为主。作为海外品牌，其中收入中跨境电商占比约 78%，普通贸易占比约 22%。同时 Swisse 作为国人较为认可的海外品牌，其全行业市场占有率持续提升，2024 年占我国 VDS 行业的 4.4% 左右，排名第三。

宠物保健：需求蓝海启航，中国区品牌业务运营迎来拐点

近年来，全球宠物保健品行业呈现快速增长态势，主要受宠物拟人化饲养以及卫生事件带来的宠物数量提升推动。随着宠物主将宠物视为家庭成员，其在营养补充、功能性保健和预防医疗方面的投入显著增加，带动宠物维生素、益生菌、关节护理等细分品类需求上升。行业竞争格局也在不断演变，一方面，传统宠物食品品牌加速布局保健品领域，推出差异化产品；另一方面，专业宠物营养品牌（如 Zesty Paws）凭借精准定位和电商渠道优势迅速崛起。公司 2020-2021 分别为收购 Zesty Paws 及 Solid Gold，其发展正在进入良性通道。

新国标奶粉动销良好，看好公司长期定位和发展空间

BNC：公司奶粉业务在经历了老产品去库存周期及新国标更新后的补货后，于 2025Q1 迎来正增长。且落地后动销超预期，2025Q1 增速超 40%。ANC：Swisse 国内稳健增长继续享受跨境电商红利且线下渠道亦存在会员制商超等增量+东南亚业务积极布局存在较大空间。从 618 表现看，其全渠道增长势头较好。PNC：公司产品 2024 调整后逐步理顺，当前两个宠物品牌增长表现符合预期，尤其 Solid Gold 中国区业务进入正增长状态。看好公司长期以来积累的品牌运营能力及全球化家庭全成员营养品供应商定位，预计公司 2025/2026/2027 归母净利润达 5.03/6.69/7.71 亿元，对应 PE 估值 14/10/9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、需求增长不及预期风险；
- 2、行业竞争进一步加剧风险；
- 3、行业政策改变导致产业链调整风险；
- 4、消费者消费习惯发生改变风险等。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 11.71

注：股价为 2025 年 8 月 7 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

H&H 国际控股：家庭全成员营养品品牌商	6
婴童业务起家，品牌收购进入人类及宠物保健赛道	6
股权清晰，管理团队采用创始人+职业经理人混合模式	8
成人营养：把握跨境电商红利，多品牌模式触达全年龄段人群	9
聚焦高壁垒的跨境电商渠道，Swisse 保持领先优势	9
海外市场澳新稳增，东南亚具备较大想象空间	12
宠物保健：需求蓝海启航，品牌运营迎来拐点	13
美国市场相对成熟，Zesty Paws 北美市场领先	13
中国宠物保健品市场机会涌现，Solid Gold 持续布局	14
新国标奶粉动销良好进入右侧拐点，长期有望持续健康发展	17
风险提示	18

图表目录

图 1：公司中国大陆相关业务主要品牌	6
图 2：公司分业务部门收入结构（2024A）	7
图 3：公司分地区收入结构（2024A）	7
图 4：公司收入及同比增速	7
图 5：公司归母净利润及同比增速	7
图 6：公司收入分板块变化（亿元）	7
图 7：公司产品毛利率变化	7
图 8：公司股权结构（截至 2024 年末）	8
图 9：我国保健品 VDS 行业消费规模	9
图 10：我国保健品行业渠道结构	9
图 11：我国保健品进口额及同比增速	9
图 12：我国保健品进口额国家分布（2023A）	9
图 13：公司中国大陆收入中跨境电商占比较大（2024A）	11
图 14：公司中国市场市占率持续提升	11
图 15：公司品牌矩阵完成搭建，形成全年龄段覆盖	11
图 16：我国抗衰产品（不含医美）的市场规模（亿元）及同比增速	12
图 17：Swisse 及子品牌 Swisse Plus+积极布局麦角硫因产品	12
图 18：公司的澳洲业务规模及同比变化	12
图 19：澳新保健品 VDS 市场分品牌格局（2024A）	12
图 20：天猫搜索“宠物保健品”关键字，销量较为靠前的产品	13
图 21：美国宠物保健品市场规模及增速	14
图 22：2024 年美国宠物健康开支中保健品占比超 50%	14
图 23：我国宠物保健品市场持续扩大处于景气状态	15
图 24：2024 年中国宠物保健开支中的保健品的消费占比 34%	15
图 25：我国狗年龄分布	16

图 26: 我国猫年龄分布.....	16
表 1: 我国保健食品和功能性食品的主要区别	10
表 2: 公司 Zesty Paws 及 Solid Gold 品牌定位及核心市场	13
表 3: 我国宠物保健品空间测算	15
表 4: 中国人类保健品代工企业进军宠物保健品行业时间梳理	16

H&H 国际控股：家庭全成员营养品品牌商

H&H 国际控股为全球领先的营养品供应商，旗下拥有 Swisse、合生元、Zesty Paws 及 Solid Gold 等优质品牌，其业务涉及婴童、青少年、成人及宠物，业务跨越中国、澳新、美国、欧洲等国家及地区，是全球化的、覆盖全家庭成员的优质营养品企业。

婴童业务起家，品牌收购进入人类及宠物保健赛道

公司以合生元品牌起家，通过收购建立多品牌、多业务矩阵。公司前身于 1999 年成立。早期业务主要为婴童益生菌及婴儿配方奶粉（品牌合生元），后续公司通过一系列收购扩展其业务范围，其中在 2015/2017 年分两笔完成澳洲保健品品牌 Swisse 的收购及 2020-2021 年先后收购的美国宠物品牌 Solid Gold、美国线上宠物营养品牌 Zesty Paws 较为重要。

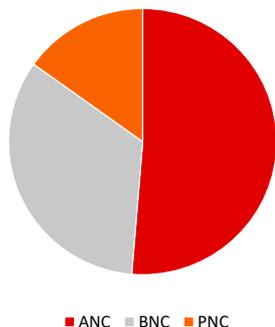
成人/婴童/宠物营养品三位一体，业务主要聚焦中国大陆、澳新及北美。公司当前有三个核心板块，ANC（ANC 包括个人护理品及营养品销售，以 Swisse 品牌为主）、BNC（BNC 包括婴幼儿配方奶粉、干制婴幼儿食品、营养补充剂、益生菌、婴幼儿护理用品，以合生元品牌为主）、PNC（PNC 包括宠物类用品，以 Zesty Paws 及 Solid Gold 品牌为主），2024 收入分别占比 51%/34%/15%。公司业务全球布局，其中中国大陆、澳新、北美、其他区域（欧洲及东南亚）2024 收入占比为 67%/15%/12%/6%。

图 1：公司中国大陆相关业务主要品牌



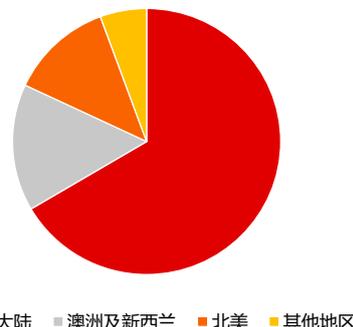
资料来源：公司官网，天猫，京东，亚马逊，长江证券研究所

图 2：公司分业务部门收入结构（2024A）



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：ANC（ANC 包括个人护理品及营养品销售）、BNC（BNC 包括婴幼儿配方奶粉、干制婴幼儿食品、营养补充剂、益生菌、婴幼儿护理用品）、PNC（PNC 包括宠物类用品）

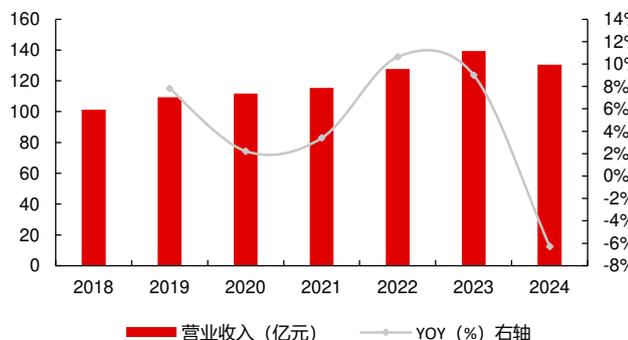
图 3：公司分地区收入结构（2024A）



资料来源：Wind，长江证券研究所

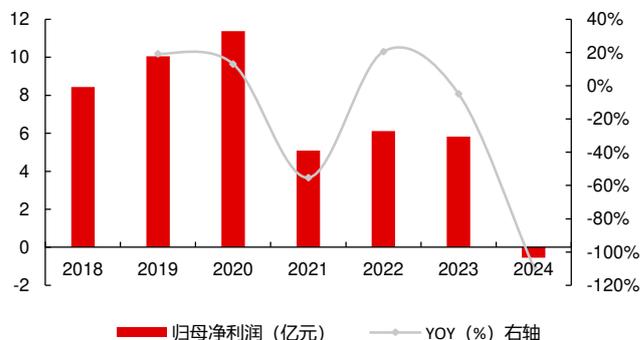
2024 盈利水平探底，主要系奶粉业务新国标政策影响及宠物保健品品牌经营策略调整所致。公司 2024 年收入 131 亿元（同比下滑 6%），归母净利润-5400 万元（同比下滑 109%），主要系公司奶粉业务因新国标政策导致老产品去库存及新产品补库时滞影响，叠加公司商誉减值和汇兑损益的一次性负面影响，对 2024 年的整体归母净利润造成较大压力。当前时点看，过去几年公司积累的多类负面因素逐步消解，公司正在摆脱负面影响迎来新的增长机遇。

图 4：公司收入及同比增速



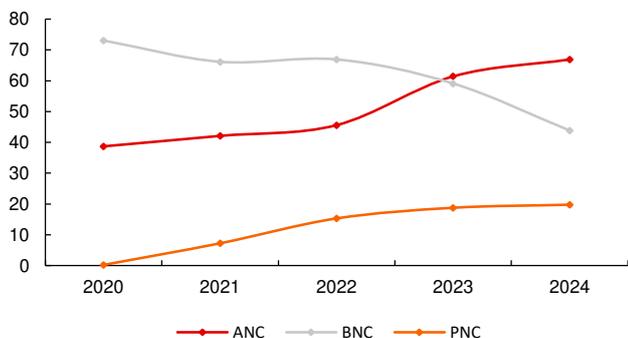
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司归母净利润及同比增速



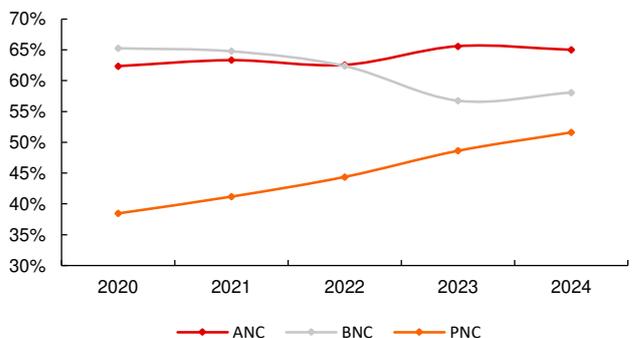
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司收入分板块变化（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：公司产品毛利率变化

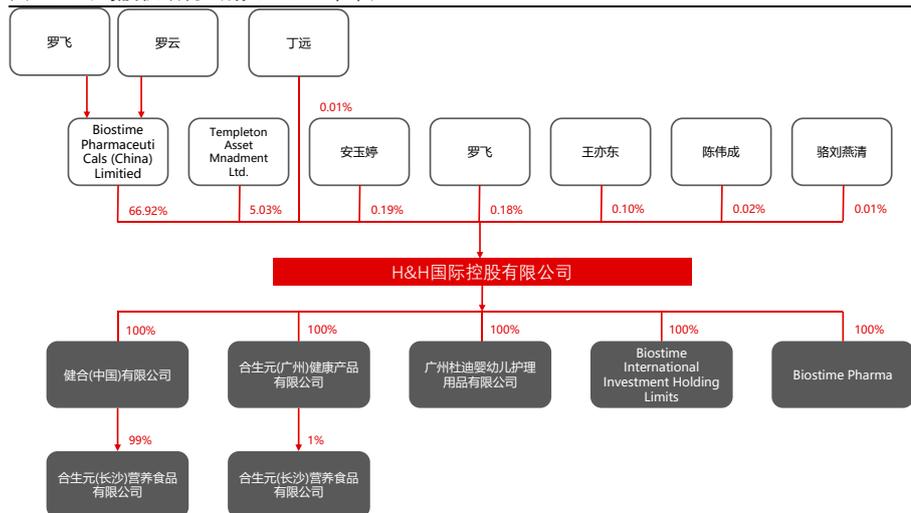


资料来源：Wind，长江证券研究所

股权清晰，管理团队采用创始人+职业经理人混合模式

管理团队采用创始人+职业经理人混合模式，核心团队专注业务。公司股权集中，由罗飞先生、罗云先生实际控制。Coliving Holdings limited（前 Biostime Pharmaceuticals (China) Limited，合生元制药）为公司最大股东，截至 2024 年末占比为 66.92%，最终控制人为罗飞先生、罗云先生。核心管理层中，安玉婷、王亦东、陈伟成各持股 0.19%、0.10%、0.02%。

图 8：公司股权结构（截至 2024 年末）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

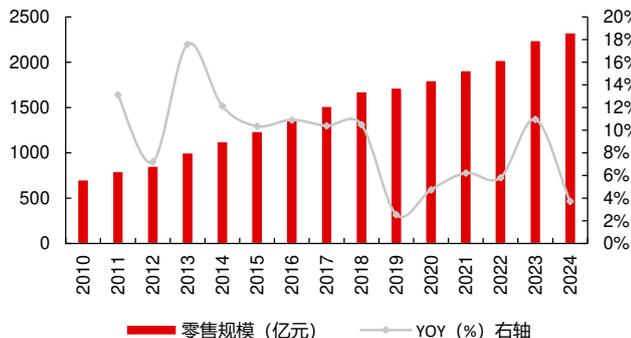
成人营养：把握跨境电商红利，多品牌模式触达全年龄段人群

2024 年公司 50% 以上收入来自成人保健品，以全年龄段营养品矩阵重点布局中国大陆、澳新等国家及地区，同时公司积极扩张欧洲及东南亚版图进一步打开市场空间想象力。

聚焦高壁垒的跨境电商渠道，Swisse 保持领先优势

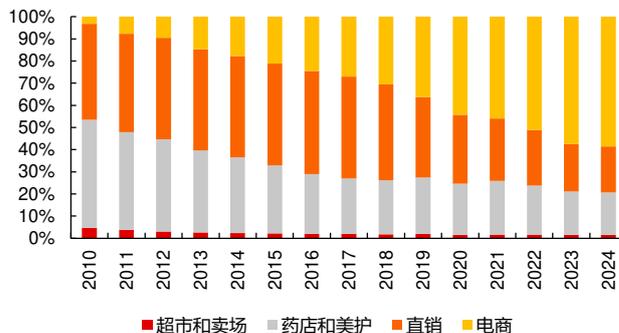
行业大盘持续增长，线上化趋势显著。我国保健品行业大盘 2024 年消费额 2323 亿元，2015~2024 年复合增速达 7%。从结构看，行业渠道端线上化趋势显著，电商占比从 2010 年的约 3% 达到 2024 年的约 57%。其核心原因系保健品行业的营销驱动属性较强，线上平台在营销资源和消费者触达上更利于行业发展，随着天猫、抖音等渠道的持续扩容，行业线上化率显著提升。

图 9：我国保健品 VDS 行业消费规模



资料来源：欧睿数据，Wind，长江证券研究所

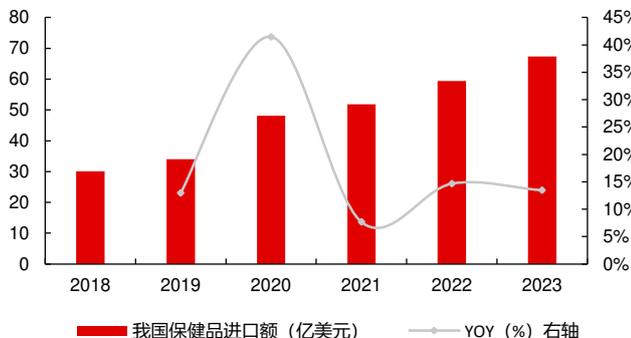
图 10：我国保健品行业渠道结构



资料来源：欧睿数据，Wind，长江证券研究所

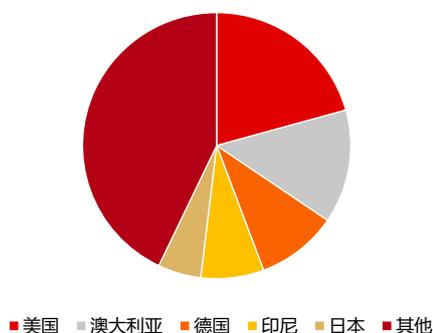
海外进口保健品市场高速发展，其中跨境电商趋势更强。在渠道快速线上化的过程中，我国进口保健品的发展也迎来了较大的历史机遇。我国保健品的进口主要通过两种渠道，即普通贸易和跨境电商。2023 年我国进口保健品达 67 亿美元，其中美国和澳大利亚为主要来源地。

图 11：我国保健品进口额及同比增速



资料来源：中国医药保健品进出口商会，魔镜数据，天猫、博观研究院，Wind，长江证券研究所

图 12：我国保健品进口额国家分布（2023A）



资料来源：中国医药保健品进出口商会，魔镜数据，天猫、博观研究院，Wind，长江证券研究所

我国保健品不同品类监管存在差异，跨境电商通路胜在审核周期短及品牌壁垒高。我国保健品监管分中国和海外生产两种监管模式：

从国内生产来看，我国保健品需求主要由保健食品和功能食品组成。其中，保健食品审批（分为注册制和备案制）政策严格、注重功效，进入壁垒高。功能性食品不受严格监管，进入壁垒较低，但进入药店等严肃的消费渠道的难度较大。

从海外进口产品来看，主要分为普通贸易和跨境电商。普通贸易产品进入我国市场仍需通过我国相关机构二次审批，因此流程较为复杂。跨境产品进入我国市场流程较普通贸易简单，但是因为中国消费者对海外品牌认知有限，往往愿意选择熟悉的优质品牌购买，因此该渠道具有较高壁垒。

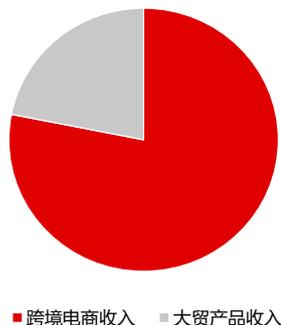
表 1：我国保健食品和功能性食品的主要区别

比较维度	中国生产		海外生产	
	保健食品（注册制/备案制）	功能性食品	跨境电商	大贸产品
定义	法规上有明确的定义，指声称并具有特定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，即适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	没有明确的法律定义，本报告将其定义为除了满足人的基础生存所需营养之外，添加了某种有益健康的功效性成分的食品	通过跨境电商平台（如天猫国际、京东全球购）销售的保健品，适用“跨境电商零售进口”政策（按个人自用物品监管，需通过保税仓或直邮入境）	通过传统一般贸易方式进口的商品，需完成中国海关的完整报关流程，缴纳关税和增值税等
功能声称	允许声称补充维生素、矿物质以及保健食品功能目录中规定的 24 项功能	不得进行功能声称，不得明示或者暗示其保健作用	中文电子标签：需在商品页面展示中文标签，包括成分、功效、适用人群、禁忌等。	必须贴中文标签（成分、功效、生产商等）
广告宣传	不得利用广告代言人作推荐、证明	可以用代言人推荐	可以用代言人推荐	可以用代言人推荐
生产许可	产品在上市销售前需要申请并获得保健食品注册证书或备案凭证	产品上市销售前无需注册或备案	豁免注册备案，但需符合原产国标准	需按中国法规完成注册/备案
产品原料	普通食品可使用的原料以及国家规定的可在保健食品中的原料	普通食品可用的原料		
功能性试验	注册制类需要开展动物试验和/或人体试验、毒理性试验；备案制产品按照国家规定的原材料目录和剂量要求，无须开展实验	没有强制要求，企业自主选择是否对产品做功能试验	正面清单管理：只有列入《跨境电商零售进口商品清单》的保健品可通过跨境电商进口。	通过一般贸易进口的商品（包括保健品、食品、化妆品等），其原材料、添加剂、生产工艺等必须完全符合中国相关国家标准（如 GB 系列、保健食品注册要求等）
科学文献	须引用相关科学文献或者发表相关文献，证明产品及其功效性成分的添加量确实能够达到声称的功效	可以引用相关文献进行营养科普，但是没有强制规定需证明产品及其功效性成分的添加量能够达到相关功效		
销售渠道	线上渠道及商超、母婴店、药店等线下渠道皆可销售，但线下货架销售时需要单列货架，不得与普通食品混放销售	无明确限制	线上平台对应的跨境购渠道	可进入线下实体店、国内电商平台、批发渠道

资料来源：《中华人民共和国食品安全法》，《保健食品注册与管理办法》，《食品安全法实施条例》，国家市场监督管理总局，艾瑞咨询，长江证券研究所

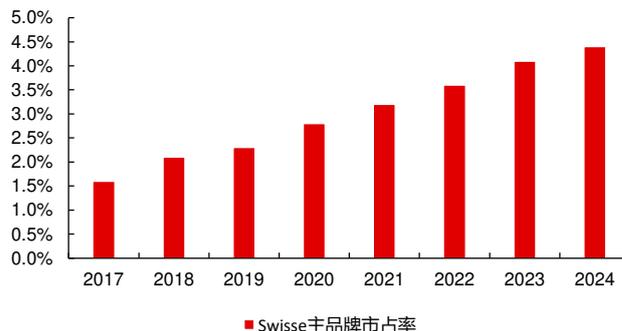
公司 Swisse 为澳洲品牌，进入中国大陆市场主要通过跨境电商渠道。公司的人类保健品品牌 Swisse 为澳洲品牌，其供应链主要在澳洲、北美为主，部分位于中国大陆及其他国家或地区。作为海外品牌公司通过进口的方式进入中国大陆市场，其中跨境电商占比 78%，普通贸易占比 22%。Swisse 作为国人较为认可的海外品牌，其全行业市场占有率持续提升，2024 年占我国 VDS 行业的 4.4% 左右。

图 13: 公司中国大陆收入中跨境电商占比较大 (2024A)



资料来源: 公司公告, Wind, 长江证券研究所

图 14: 公司中国市场市占率持续提升



资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

多品牌矩阵已经形成, 覆盖全年龄段消费者。除了所在渠道优势外, 公司产品矩阵逐步优化, 于 2021 年以来推出多个子品牌面向全年龄段消费者, 其中 **Swiss Plus+**通过高浓度及复配原料产品针对高购买力群体, **Swisse Me** 通过休闲化及创新型产品培育年轻人客群消费习惯, **Little Swisse** 则为年龄段更小的消费者提供营养支持。

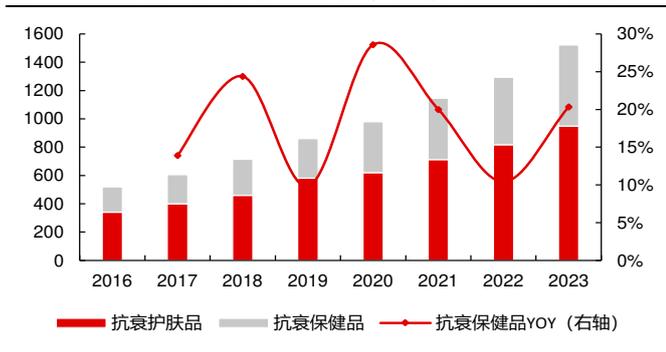
图 15: 公司品牌矩阵完成搭建, 形成全年龄段覆盖

	Little Swisse	Swisse Me	Swisse	Swisse Plus+
目标人群	2-12 岁的儿童	12-25 岁的青少年	各年龄段成年人	高消费力人群
产品特点	通过特别剂型吸引儿童, 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型取代传统片剂及药剂, 培育年轻人消费习惯	核心品牌, 面向广泛的成人消费者群体	面向中国高消费人群的高端品牌, 以高含量成分及特殊原材料为卖点
主要产品	 儿童维生素D3口服液 儿童叶黄素酯软糖	 Swisse Me 益生菌微泡片 Swisse Me 益生菌软糖	 Swisse 胶原蛋白软糖 Swisse 胶原蛋白片	 NAD+ 辅酶丸 PLUS 胶原蛋白片

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

在多品牌矩阵策略下公司把握风口和针对多类消费人群的能力强。以麦角硫因产品为例, 保健品行业需求持续上行, 其中美容抗衰赛道是一个消费者高复购、高单价的赛道。在消费者追求质价比的年代, 美容抗衰是少数可以依赖原材料变化实现品牌快速破局的品类。2023 年, 我国口服抗衰市场规模达 574 亿元, 2016-2023 年 CAGR 达约 18%。麦角硫因于 2025 年关注度显著增强, 但 Swisse 早于 2023 年便切入该赛道, 并通过 Swisse Plus+ (新生瓶, 高浓度且复配 NAD+ 等原材料) 和 Swisse 主品牌 (超光瓶, 普通浓度更为广谱) 的不同定价策略吸引对应消费者客群。

图 16: 我国抗衰产品 (不含医美) 的市场规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: 观研天下数据, 中商情报网, 摩熵数据, 长江证券研究所

图 17: Swisse 及子品牌 Swisse Plus+ 积极布局麦角硫因产品

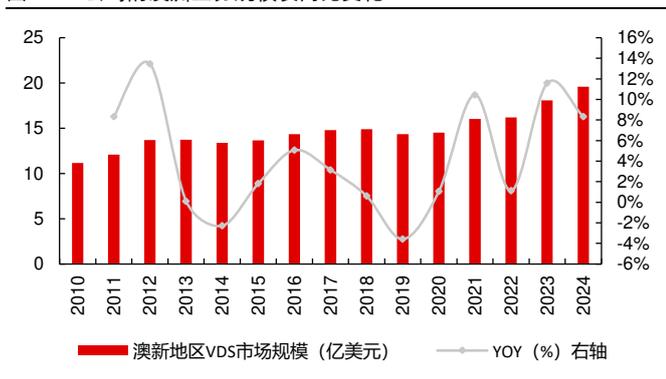


资料来源: 天猫, 长江证券研究所

海外市场澳新稳增，东南亚具备较大想象空间

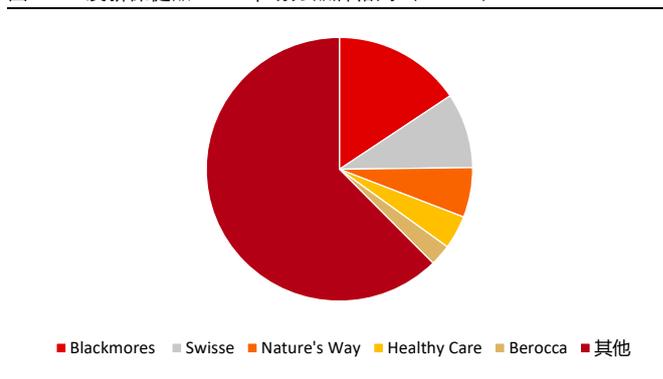
澳新市场稳定增长，市占率逐步提升。从公司海外收入看，2024 年澳新市场收入约 20 亿美元，主要来自于成人保健品业务。Swisse 作为本土龙头品牌，在调整后其市占率企稳向上。澳新市场整体已相对成熟，其 2015-2024 年市场规模的 CAGR 约为 4% 左右，公司整体运营水平较强，市占率逐步提升，2024 年占比约 9%。

图 18: 公司的澳洲业务规模及同比变化



资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

图 19: 澳新保健品 VDS 市场分品牌格局 (2024A)



资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

海外市场持续布局，多个市场获得突破性进展。从其他市场来看，根据公司公告，公司于 2024 年在中国香港、泰国、马来西亚、印度及中东等亚洲扩张市场录得可观增长，在其中数个市场保持市场份额排名前列，包括于新加坡的美容维生素、草本及矿物补充剂、肝脏保健及男性健康市场排名第一以及于意大利的美容维生素、草本及矿物补充剂市场排名第二。

宠物保健：需求蓝海启航，品牌运营迎来拐点

宠物保健品功能分化趋势走强，背后反映宠物主对经济效益、延缓衰老、形象美化的考量。从产品来看，当前市场主要流行三类产品：（1）奶粉（2）常用维生素（3）针对解决特定病症的比如化毛膏、祛泪痕膏、鱼油颗粒、辅酶 Q10 颗粒等。

图 20：天猫搜索“宠物保健品”关键字，销量较为靠前的产品



资料来源：天猫，长江证券研究所

2020-2021 年，公司分别收购 Solid Gold 及 Zesty Paws 两个品牌切入宠物行业，并以宠物保健品为核心抓手开启全球化运营。其核心市场中北美及中国两处均取得较好的发展前景。

表 2：公司 Zesty Paws 及 Solid Gold 品牌定位及核心市场

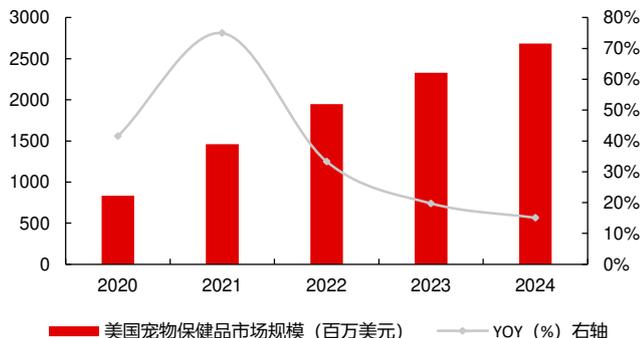
产品类别	Zesty Paws	Solid Gold
经营品类	宠物保健品	宠物保健品 宠物食品
代表产品		
核心市场	北美为主，欧洲开拓中	北美及中国为主，东南亚开拓中

资料来源：天猫，长江证券研究所

美国市场相对成熟，Zesty Paws 北美市场领先

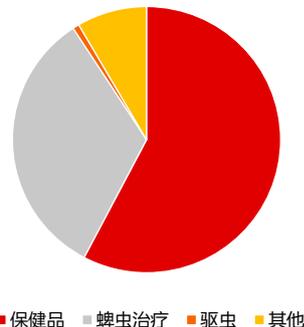
美国宠物保健品市场行业仍处于高速发展状态，健康开支中较为基础的爬虫治疗仍占较大比例。2024 年美国宠物保健品行业规模 26.83 亿美元，2014-2024CAGR 达约 18%。从消费习惯看，美国宠物健康用品开支中保健品占比超 50%。

图 21: 美国宠物保健品市场规模及增速



资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

图 22: 2024 年美国宠物健康开支中保健品占比超 50%



资料来源: 欧睿数据, 长江证券研究所

公司品牌 Zesty Paws 及 Solid Gold 发展分化, 以 Zesty Paws 品牌主导。 Zesty Paws 作为美国宠物营养品领域的线上领军品牌, 不仅稳居电商渠道销售榜首, 更成功实现了线下渠道的突破性拓展。目前, 该品牌已强势入驻沃尔玛、山姆会员店等主流零售渠道。凭借在美国市场的成功经验, Zesty Paws 正加速全球化布局进军欧洲市场。另一方面, 公司持续对 Solid Gold 进行渠道化及产品组合高端化以推动高速增长, 2025Q1 处于下滑状态。

中国宠物保健品市场机会涌现, Solid Gold 持续布局

中国宠物保健品为 17 亿元的新蓝海市场, 2013-2024 年 CAGR 达约 14%。从当前市场来看, 以欧睿数据的口径, 我国宠物保健品市场规模 2013 年为 4.1 亿元, 2024 年达到 17.2 亿元, 期间 CAGR 达约 14%, 整体看处于成长初期。

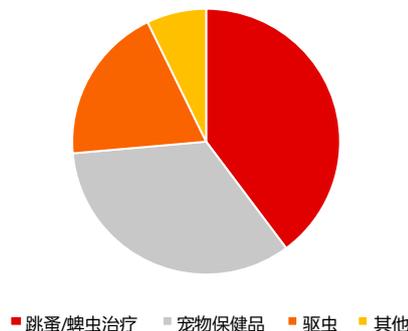
使用习惯仍处于培育期, 看好相关需求快速提升。我国 2024 年宠物保健品消费在宠物健康开支的占比约为 34%, 同期美国及日本该比例约为 58%及 83%, 从结构看我国宠物主在宠物健康方面的开支中的跳蚤/蜱虫治疗及驱虫花费比重较大。另一方面, 我国 2024 年宠物消费粮健比 (即宠物粮消费额/宠物保健品消费额) 为 31, 美国及日本分别为 23 及 7, 我国宠物主粮的开支比例显著高于日美, 这从侧面说明当前我国宠物保健品的使用习惯显著低于世界发达国家水平, 存在较大上行空间。

图 23：我国宠物保健品市场持续扩大处于景气状态



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

图 24：2024 年中国宠物保健开支中的保健品的消费占比 34%



资料来源：欧睿数据，长江证券研究所

中性假设条件下，行业距离天花板或有约 9 倍空间。从空间来看，以家庭户数、养宠渗透率、单只宠物主粮消费额、主粮消费/保健品消费比例这些核心假设入手，参考日美在家庭结构、文化差异下猫/狗比例、保健品使用习惯等信息，我们测算得到我国宠物保健品市场的悲观/中性/乐观假设下的需求空间为 270%/861%/2199%。

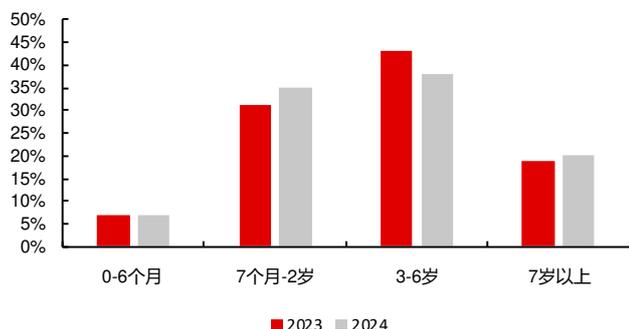
表 3：我国宠物保健品空间测算

	2024				核心假设 主要参考日美情况
	2024	悲观	中性	乐观	
家庭数量 (万家)	56273	64714	70341	75968	
家庭数量变化		15%	25%	35%	日本 1990 年至 2022 年家庭数量增加 23%
猫家庭渗透率	15%	20%	25%	30%	美国 2024 年 38%
猫数量 (万只)	10323	12943	17585	22790	
狗家庭渗透率	17%	16%	19%	22%	美国 2024 年 44%
狗数量 (万只)	8425	10354	13365	16713	
猫+狗数量 (万只)	18748	23297	30950	39503	
猫/狗数量比例	1.23	1.25	1.32	1.36	日本 2024 年 1.33、美国 2024 年 1.04 预计主要系家庭大小、文化差异所致
单只宠物主粮消费 (元/只)	284	600	800	1200	美国 2024 年 2442 元、日本 2024 年 1914 元
宠物粮/宠物保健品消费额比例	31	22	15	12	美国 2024 年 23、日本 2024 年 7 考虑到猫单只消费较多，预计中国远期优于美国水平
单只宠物保健品消费 (元/只)	9	27	53	100	
宠物保健品需求 (亿元)	17	64	165	395	
较当前空间		270%	861%	2199%	

资料来源：欧睿数据，《2024 宠物行业蓝皮书》，日本统计局，Wind，长江证券研究所

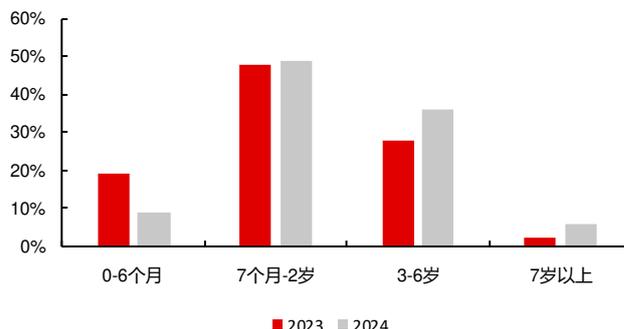
中期维度看，卫生事件后宠物老龄化脉冲将为行业提供较强的需求波峰。宠物保健品需求除新生宠物的奶粉外，更多需求来自中青年及老年宠物的宠物数量和使用习惯提升，尤其老年阶段其刚需属性逐渐体现。从我国宠物的年龄结构来看，根据《2024 年宠物蓝皮书》数据，犬 3 岁以上比例平稳向上，猫 3 岁以上比例显著提升。这与我们观察到的 2020 年后猫养殖数量的波峰相契合。因此，宠物保健品需求正在迎来一轮刚性脉冲。

图 25: 我国狗年龄分布



资料来源:《2024 宠物行业蓝皮书》, 长江证券研究所

图 26: 我国猫年龄分布



资料来源:《2024 宠物行业蓝皮书》, 长江证券研究所

产能端的进入也代表行业即将进入爆发期。从上市的人类保健品代工企业来看, 2024 年 11 月及 2025 年 2 月, 百合股份及仙乐健康均已宣布切入该市场。我们认为产能端的投入将进一步推动行业关注度及后续潜在需求兑现的趋势。

表 4: 中国人类保健品代工企业进军宠物保健品行业时间梳理

企业	时间	主要品牌和方向
百合股份	2024 年 11 月	成立威海华宠生物科技有限责任公司, 正式进军宠物营养品。
仙乐健康	2025 年 2 月	成立了全资子公司——得宠(广东)健康科技有限公司, 专注于宠物食品及用品的研发与生产, 正式涉足宠物健康产业。

资料来源: 公司公众号, 长江证券研究所

公司于中国市场品牌主要为 Solid Gold, 其于 2025Q1 起进入良好的增长状态。公司中国市场主要经营品牌为 Solid Gold 由于宠物食品行业整体毛利率较低, 该业务长期面临盈利挑战。为实现可持续发展, 公司在 2024 年启动了以“盈利性增长”为核心的战略转型, 重点推进两大举措: 一方面调整低毛利产品定价策略, 优化产品价格体系; 另一方面重点培育高附加值品类, 加大对鲜肉粮、辅食、湿粮及营养补充剂等高毛利产品的市场投入。这一转型战略已初见成效。2025 年第一季度, Solid Gold 中国区不仅重拾增长势头, 更通过高毛利产品组合的持续优化。

新国标奶粉动销良好进入右侧拐点，长期有望持续健康发展

公司三项核心业务均处于向上状态，分业务来看：

BNC：公司奶粉业务在经历了老产品去库存周期及新国标更新后的补货后，中国地区奶粉业务收入于 2025Q1 迎来正增长，2025Q1 奶粉业务收入增速超 40%。2025H1 进入到高基数后公司中国奶粉业务收入仍录得中高个位数增长。

ANC：Swisse 国内稳健增长继续享受跨境电商红利且线下渠道亦存在会员制商超等增量+东南亚业务积极布局存在较大空间。从 618 表现看，其全渠道增长势头较好。根据公司公告，Swisse 的商品 2025 年 618 期间成交总金额实现可观增长，在营养补充品品类中雄踞天猫、京东、抖音及唯品会等各大电商平台榜首。

PNC：公司产品及渠道 2024 调整后逐步理顺，当前 Zesty Paws 及 Solid Gold 增长符合预期。尤其是中国区业务 2025Q1 进入正增长状态并完成高端化升级。

看好公司长期以来积累的品牌运营能力及全球化家庭全成员营养品供应商定位，预计公司 2025/2026/2027 归母净利润达 5.03/6.69/7.71 亿元，对应 PE 估值 14/10/9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、需求增长不及预期风险。过去几年行业的发展速度较快，一方面受益于养宠渗透率的提升，一方面受益于消费者宠物保健品消费意识的增长。但是当前消费承压背景下，相关渗透率增长存在不达预期的风险。
- 2、行业竞争进一步加剧风险。行业仍处于供给端快速涌入的成长期，短期可能会导致整体行业竞争进一步加剧，费用投放进一步放大，对企业潜在盈利产生一定影响。
- 3、行业政策改变导致产业链调整风险。宠物保健品政策监管较松，后续或存在监管政策改变，若发生将在中短期内对行业供应链产生影响。
- 4、消费者消费习惯发生改变风险。消费品公司的产品设计、渠道模式、营销手段通常迎合消费者的消费习惯，当前弱复苏背景下消费者的消费习惯或发生改变，对公司策略灵活变动的能力提出挑战。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
 P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
 P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
 P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
 P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。