

2025 年 8 月 28 日

分析师

张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@dwzq.com.hk

2025 年半年报业绩点评：业绩符合此前预告；合生元市场份额持续提升 买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
收入总额（百万港元）	13,051.7	14,367.9	15,492.4	16,438.1
同比	-6.3%	10.1%	7.8%	6.1%
归母净利润（百万港元）	-53.7	676.0	845.5	952.9
同比	-	-	25.1%	12.7%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	9.01	9.79	10.77	11.88
P/E - 现价	-	13.27	10.61	9.42

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

■ **业绩符合此前预告。营收端**，1H25 公司实现营收 70.2 亿元，同比增长 4.9%。**分地区来看**，中国大陆仍为公司最主要的市场，实现营收 49.4 亿元，同比增长 8.7%，营收占比约为 70.3%；澳新市场实现营收 8.0 亿元，同比下滑 18.0%，主要系 Swisse 代购业务有所下滑；其他区域稳步拓展，实现营收 4.2 亿元，同比增长 17.1%，营收占比提升至 6.0%。**利润端**，1H25 公司实现净利润 0.71 亿元，同比减少-76.8%，低于市场预期。若剔除公司提前赎回优先票据而支付一次性溢价的影响，公司经调整净利润为 3.6 亿元，同比提升 4.6%，符合此前预告中“经调整可比纯利同比增长 1-15%”的指引。

■ **ANC：中国大陆业务稳健增长，澳新受代购业务影响有所下滑。营收端**，1H25 ANC 业务实现营收 34.4 亿元，同比增长 5.0%。**其中中国大陆业务同比增长 13.1%**，稳健增长主要系：1）大品牌策略触及更多消费群体，Swisse Plus 及 Little Swisse 分别同比增长 31.9%及 32.9%；2）新零售渠道扩展较快，抖音渠道营收同比增长 80.3%，山姆会员店等新渠道同比增长 28.2%。**澳新代购业务同比下滑 15.6%**，本地市场同比增长 6.2%，未来公司将更加侧重澳新本地市场。**利润端**，1H25 ANC 业务实现经调整 EBITDA 利润率 15.7%，同比下滑 1.3pct，利润率下滑主要系：1）利润率较低的抖音渠道快速增长；2）公司持续加大在东南亚、欧洲及意大利等市场的投入。

■ **BNC：中国大陆婴配粉的市场份额持续提升。营收端**，1H25 BNC 业务实现营收 25.0 亿元，同比增长 2.9%。其中中国大陆婴配粉业务同比增长 10.0%，合生元在中国大陆超高端婴配粉市场的市占率从 24 年年底的 12.9%持续提升至 25 年 6 月的 15.9%。**利润端**，1H25 BNC 业务实现经调整 EBITDA 利润率 12.4%，同比下滑 2.6pct，利润率下滑主要系：1）新国标转型后，针对消费者教育的市场营销活动有所增加；2）部分滞销产品（如益生菌及营养补充品等）的存货拨备有所增加。

■ **PNC：素力高在中国大陆的高端化进程卓有成效。营收端**，1H25 PNC 业务实现营收 10.8 亿元，同比增长 9.6%。其中中国大陆 PNC 业务同比增长 17.5%，主要系素力高成功重组后持续推动高端化进程，1H25 高利润宠物食品及营养品占中国内地 PNC 营收的 33.8%。

■ **盈利预测与投资评级**：我们维持公司 2025-2027 年收入总额分别为 143.7/154.9/164.4 亿元的预测，维持公司归母净利润分别为 6.8/8.5/9.5 亿元的预测。当前股价对应 2025-2027 年 P/E 分别为 13.3/10.6/9.4 倍。我们维持目标价为 16.9 港元，维持“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



数据来源：iFind

市场数据

收盘价(港元)	13.90
一年最低/最高价	7.55/14.60
市净率(倍)	1.45
流通 H 股市值(百万港元)	8,973

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	7.0
资产负债率(%)	68.2
总股本(百万股)	645.6
流通 H 股(百万股)	645.6

数据来源：iFind

相关研究

《H&H 国际控股 (1112.HK)：全家庭营养健康龙头，三大业务驱动增长》

2025-06-04

H&H 国际控股 (1112.HK) 三大财务预测表

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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)	-167.04	13.27	10.61	9.42
资本开支	-275	-250	-250	-250	P/B(现价)	1.54	1.42	1.29	1.17

数据来源: iFind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

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犯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/>

