H&H 国际控股（01112.HK）

2025 年中报点评：谋定而动，蓄势而发

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	14,009	13,052	14,081	15,026	16,054
同比(%)	9.23	(6.84)	7.89	6.71	6.84
归母净利润（百万元）	581.85	(53.72)	414.10	640.17	820.46
同比(%)	(4.89)	(109.23)	870.84	54.59	28.16
EPS-最新摊薄（元/股）	0.90	(0.08)	0.64	0.99	1.27
P/E（现价&最新摊薄）	14.30	(154.85)	20.09	12.99	10.14

投资要点

- **事件：**H&H 国际控股发布正式半年报，25H1 收入/经调整 EBITDA/经调整纯利分别 70.19/11.01/3.63 亿元，同比+5%/-3.4%/+4.6%，三项指标皆符合前序预期。
- ANC25H1 收入 34.39 亿元，同比 5.9%，收入占比为 49%（同比持平）。其中：（1）中国 ANC 同比+13.1%，据 KantarWorldpannel，25H1 公司已于中国内地全渠道维生素、草本及矿物补充剂市场位居第一：①分品类看，抗衰、美容等品类表现突出（NAD+及麦角硫因等）；②分渠道看，跨境电商/新零售渠道（山姆等）分别同增 18.1%/28.2%；（2）澳新 ANC 双位数下滑，此前具备充分预期，分拆两部分：本地占比 68.5%，凭借产品创新实现 6.3%的增长；出口销售占比 31.5%，由于企业代购业务的区域转移有明显下跌，预计后者影响愈小；（3）其他新兴市场（如马来西亚、印度及中东等）保持强劲增长。
- BNC25H1 收入 25.01 亿元，同比 2.9%，收入占比为 35.6%（同比-0.7pct）。其中婴配奶粉收入 19.71 亿元，同比+9.6%，于国内超高端婴配奶粉市占率提升至 15.9%（同比+3pct）。基于 25Q2 销售情况较好，我们上调奶粉全年收入预测，且节奏而言，考虑基数效应，25H2 或进一步提速。
- PNC25H1 收入 10.79 亿元，同比+8.6%，收入占比为 15.4%（+0.7pct），其中中国 PNC 同比+17.5%。美洲 PNC 而言：（1）得益于零售商渠道（如亚马逊、沃尔玛、山姆等）的成功，ZestyPaws 收入同比+12.8%，（2）SolidGold 同比-23.3%，主要系渠道优化及产品组合高端化调整的短期影响（25H1 于北美市场，SolidGold 高毛利率产品占比提升至 25%）。
- 得益于 ANC/PNC 毛利率提升及整体业务结构有利变动，25H1 整体毛利率为 62.5%（+1.6pct），ANC/BNC/PNC 毛利率同比增幅分别为+3.3/-4.8/+12.2pct，BNC 毛利率下滑主要系滞销产品（益生菌等）存货拨备影响，PNC 毛利率提升幅度较大，主要系产品组合调整效果超预期。25H1 隐含年化利息开支率为 6.63%，同比-0.44pct，净杠杆比率由 24H1 的 3.99 倍下滑至 25H1 的 3.89 倍，减债+置换效果逐步显现。
- **盈利预测与投资评级：**考虑新增财务摊销等因素影响，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润预测至 4.14/6.40/8.20 亿元（2025-2027 年原值 5.21/6.24/6.94 亿元），同比增长转正/54.59%/28.16%，对应当前 PE20.09x、12.99x、10.14x，由于经调整净利润仍与前序基本一致，经营周期与减债周期共至，维持“买入”评级。
- **风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。**

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
证券分析师 邓洁
执业证书：S0600525030001
dengj@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	14.16
一年最低/最高价	7.60/14.60
市净率(倍)	1.39
港股流通市值(百万港元)	8,343.13

基础数据

每股净资产(元)	9.31
资产负债率(%)	69.02
总股本(百万股)	645.56
流通股本(百万股)	645.56

相关研究

《H&H 国际控股(01112.HK:): 严冬历尽春雷动，三驾齐驱旭日升》

2025-04-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

H&H 国际控股三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**4,622.64**	**6,142.28**	**7,212.17**	**8,748.77**
现金及现金等价物	1,603.92	2,580.98	3,521.73	4,892.14
应收账款及票据	927.18	968.48	1,081.63	1,133.43
存货	1,906.68	2,367.74	2,373.09	2,511.02
其他流动资产	184.87	225.08	235.73	212.18
非流动资产	**14,219.78**	**13,860.41**	**13,381.06**	**12,827.80**
固定资产	318.51	261.67	212.24	159.29
商誉及无形资产	13,017.40	12,718.25	12,302.87	11,833.42
长期投资	111.91	126.64	118.15	112.55
其他长期投资	194.73	194.73	194.73	194.73
其他非流动资产	577.24	559.11	553.07	527.81
资产总计	**18,842.42**	**20,002.69**	**20,593.23**	**21,576.57**
流动负债	**3,872.37**	**4,655.21**	**4,642.27**	**4,841.83**
短期借款	863.15	863.15	863.15	863.15
应付账款及票据	907.38	1,137.16	1,102.30	1,189.28
其他	2,101.83	2,654.91	2,676.82	2,789.40
非流动负债	**9,156.68**	**9,156.68**	**9,156.68**	**9,156.68**
长期借款	8,421.81	8,421.81	8,421.81	8,421.81
其他	734.88	734.88	734.88	734.88
负债合计	**13,029.05**	**13,811.90**	**13,798.95**	**13,998.51**
股本	5.52	5.52	5.52	5.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	5,813.37	6,190.79	6,794.28	7,578.06
负债和股东权益	**18,842.42**	**20,002.69**	**20,593.23**	**21,576.57**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**13,051.71**	**14,081.35**	**15,026.16**	**16,054.26**
营业成本	5,136.20	5,451.36	5,801.18	6,201.93
销售费用	5,569.62	5,674.78	6,010.46	6,389.60
管理费用	779.38	833.60	889.53	950.39
研发费用	0.00	127.57	119.49	91.04
其他费用	588.63	239.38	320.23	446.37
经营利润	**977.88**	**1,754.65**	**1,885.26**	**1,974.94**
利息收入	0.00	41.16	50.81	55.22
利息支出	920.61	930.61	680.61	650.61
其他收益	139.52	30.96	44.71	89.05
利润总额	**196.79**	**828.20**	**1,280.34**	**1,577.81**
所得税	250.51	414.10	640.17	757.35
净利润	**(53.72)**	**414.10**	**640.17**	**820.46**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**(53.72)**	**414.10**	**640.17**	**820.46**
EBIT	1,117.40	1,758.81	1,960.95	2,228.42
EBITDA	1,418.40	2,047.21	2,249.35	2,516.82

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,346.42	1,827.00	1,393.28	1,674.38
投资活动现金流	0.90	117.35	264.76	383.33
筹资活动现金流	(1,071.00)	(930.61)	(680.61)	(650.61)
现金净增加额	239.64	977.06	940.75	1,370.42
折旧和摊销	300.99	274.83	264.89	253.33
资本开支	(97.31)	81.15	199.92	269.07
营运资本变动	(269.97)	238.42	(147.68)	39.03

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	(0.08)	0.64	0.99	1.27
每股净资产(元)	9.01	9.59	10.52	11.74
发行在外股份(百万股)	645.56	645.56	645.56	645.56
ROIC(%)	(2.00)	5.75	6.21	7.04
ROE(%)	(0.92)	6.69	9.42	10.83
毛利率(%)	60.65	61.29	61.39	61.37
销售净利率(%)	(0.41)	2.94	4.26	5.11
资产负债率(%)	69.15	69.05	67.01	64.88
收入增长率(%)	(6.84)	7.89	6.71	6.84
净利润增长率(%)	(109.23)	870.84	54.59	28.16
P/E	(154.85)	20.09	12.99	10.14
P/B	1.43	1.34	1.22	1.10
EV/EBITDA	9.08	7.34	6.26	5.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为***人民币，港元汇率为 2025 年 8 月 28 日的 0.91***，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn