

H&H 国际控股 (01112.HK)

BNC 超预期增长，全年收入指引上调

公司 25Q1-3 收入同比+12.3%，其中 25Q3 收入同比+28.5%，收入超预期增长，债务结构持续优化。全年看公司 ANC 业务不断拓展线上渠道及海外市场，持续稳固行业领先地位，BNC 业务持续改善，超高端婴配粉增长强劲份额逆势提升，PNC 推进中国市场的高端化进程及全球化布局，内生利润有望继续改善。考虑到公司收入端超预期增长，以及债务持续优化，我们调整公司 25-26 年 EPS 分别为 0.71、1.04，对应 25 年估值 17X，维持“增持”评级。

- 公司 25Q3 收入同比+28.5%，好于市场预期。公司 25Q1-3 实现收入 108.05 亿元，同比+12.3%，其中 25Q3 收入 37.86 亿元，同比+28.5%，好于市场预期。分区域看，前三季度中国市场占比 71.0%，同比+20.6%；澳新市场同比下滑 19.4%，主要受代购业务下滑影响；北美市场内同比增长 5.9%；其他市场同比+19.0%，表现持续亮眼，其中亚洲 9 个扩张市场同比+64.4%。分业务看：
- ANC 国内市场持续高增，Swisse 中国/澳洲份额稳居第一。25Q1-3 公司 ANC 业务实现收入 52.43 亿元，同比+6.0%；其中 25Q3 实现收入 18.04 亿元，同比+6.3%，其中 Swisse 在中国内地市场收入同比+15.7%，持续稳居全渠道营养保健品第一。增长主要来自于渠道持续深化拓展，其中线上跨境电商同比增+23.1%；抖音渠道同比+77.7%。Swisse 在澳洲总体市场保持第一，ANC 业务在亚洲 9 个拓展市场维持双位数增长。第二季度开始集团减少代购等被动销售占比转向主动销售，导致 ANC 增长受代购渠道缩减拖累。
- BNC 超预期复苏，婴配粉增长强劲。25Q1-3 公司 BNC 收入 39.73 亿元，同比+24.0%，其中 25Q3 收入 14.71 亿元，同比+90.6%。婴幼儿配方奶粉单季度同比+104.0%，主因新旧国标转换导致的基数问题、母婴店及电商渠道的持续投入与新手妈妈教育策略的有效推进。合生元在中国超高端婴幼儿配方奶粉市场份额前 9 个月达 16.4%，单三季度份额进一步提升至 17.3%；婴幼儿益生菌及营养品收入单三季度同比+58.8%，前 9 个月跌幅收窄至 2.3%，药店渠道三季度也实现同比企稳。同时，随着奶粉的强劲增长，以及新国标切换顺利完成，预计 BNC 业务 EBITDA 率会回升到 12%-15%。
- PNC 稳健增长，坚持高端化策略。25Q1-3PNC 营收 15.9 亿元，同比+8.2%，其中 25Q3 营收 51.08 亿元，同比+7.2%，增长主要受益于核心市场宠物消费需求升级，以及品牌端策略精准落地。中国区方面，SolidGold 通过渠道转型与产品组合高端化调整，实现 8.0%同比增长，叠加“萌兰”联名营销强化消费者连接、双十一节点催化，全渠道电商销售额同比+11%、新客+12%，高端主粮、排毛粉等单品表现突出；北美市场稳健增长 5.9%，ZestyPaws 依托电商及线下零售网络，同比+12.4%，持续巩固区域优势。业务结构层面，电商渠道贡献 82.3%销售额，高端化产品占比提升至 25.3%，渠道与产品策略成效显著，为后续持续增长奠定坚实基础。
- 现金流稳健，债务总额降低。截至 25Q3 公司现金储备为 17.4 亿元人民币（支付 ATO 保证金以及提前偿债后），现金流保持平稳。目前人民币计价

增持（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：13.16 港元

基础数据

总股本（百万股）	646
已上市流通股（百万股）	646
总市值（十亿元）	8.5
流通市值（十亿元）	8.5
每股净资产（MRQ）	9.3
ROE（TTM）	-0.9
资产负债率	69.0%
主要股东	罗飞
主要股东持股比例	67.1785%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《H&H 国际控股(01112) — Swisse 中国区快速增长，婴配粉份额提升》
2025-08-27
- 2、《H&H 国际控股(01112) — ANC 环比提速，婴配粉实现复苏》
2025-07-07
- 3、《H&H 国际控股(01112) — BNC 整体承压，25 年期待盈利改善》
2025-03-30

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

债务工具占比超 1/3，与人民币相关的负债占比近 80%，同集团人民币计价的业务收入相匹配。受益于债务规模缩减、对冲操作及成本优化，全年实际利息费用预计继续缩减，债务结构持续优化。

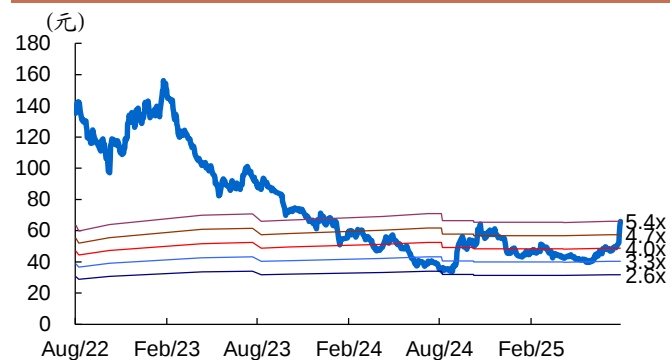
- **全年展望：各业务势头延续，全年收入增长提速。**考虑到 Q3 收入超预期增长，公司整体收入目标上调至预计高单位数到低双位数增长，维持 EBITDA 利润率目标 15%左右，经调整净利润率中单位数的指引。中国内地 ANC 有望持续增长，通过产品创新及线上渠道拓展巩固 Swisse 全渠道第一地位；BNC 预计婴幼儿配方奶粉增长势头延续，强化新手妈妈教育，推动高阶奶粉转化；PNC 素力高将聚焦高端宠物营养品，强化跨境电商渠道布局；澳新市场预计持续稳健增长，借鉴新加坡及中国香港经验拓展亚洲及欧洲市场；北美市场宠物营养品 Zesty Paws 将执行全渠道策略及品类创新，支撑业务持续增长。
- **投资建议：BNC 超预期增长，全年收入指引上调，维持“增持”评级。**公司 25Q1-3 收入同比+12.3%，其中 25Q3 收入同比+28.5%，收入超预期增长，债务结构持续优化。全年看公司 ANC 业务不断拓展线上渠道及海外市场，持续稳固行业领先地位，BNC 业务持续改善，超高端婴配粉增长强劲份额逆势提升，PNC 推进中国市场的高端化进程及全球化布局，内生利润有望继续改善。考虑到公司收入端超预期增长，以及债务持续优化，我们调整公司 25-26 年 EPS 分别为 0.71、1.04，对应 25 年估值 17X，维持“增持”评级。
- **风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、市场竞争加剧、海外市场及新渠道拓展不及预期等**

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	14366	15211	16312
同比增长	9%	-7%	10%	6%	7%
营业利润(百万元)	1697	978	1378	1628	1847
同比增长	7%	-42%	41%	18%	13%
归母净利润(百万元)	581	(54)	456	671	825
同比增长	-5%	-109%	945%	47%	23%
每股收益(元)	0.90	(0.08)	0.71	1.04	1.28
PE	13.3	-143.3	17.0	11.5	9.4
PB	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0

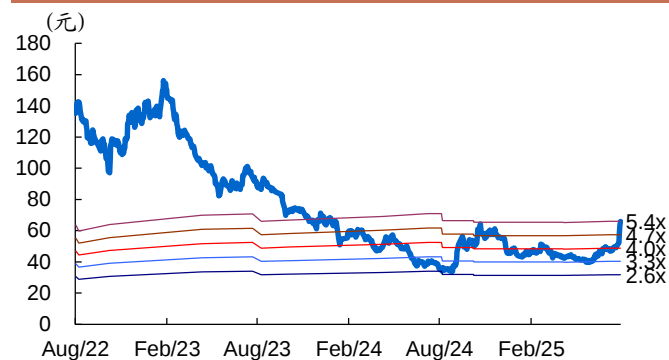
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: H&H 国际控股历史 PEBand



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: H&H 国际控股历史 PBBand



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《H&H 国际控股(01112)—ANC 环比提速, 婴配粉实现复苏》2025-07-07
- 2、《H&H 国际控股(01112)—BNC 整体承压, 25 年期待盈利改善》2025-03-30

附：财务预测表

资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5133	4623	4561	5322	6356
现金及现金等价物	1364	1604	1299	1882	2670
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	1021	1081	1159
其它应收款	247	177	195	207	221
存货	2375	1907	2038	2143	2296
其他流动资产	7	8	8	9	10
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	18641	19384	20416
流动负债	8441	3872	3246	3372	3606
应付账款	1041	907	970	1020	1093
应交税金	243	89	89	89	89
短期借款	4722	863	36	0	0
其他	2435	2013	2152	2263	2424
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	12403	12529	12762
股本	6	6	6	6	6
储备	6290	5808	6233	6850	7649
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6295	5813	6238	6856	7654
负债及权益合计	20042	18842	18641	19384	20416

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1097	1346	1311	1321	1425
净利润	582	(54)	456	671	825
折旧与摊销	302	301	279	156	141
营运资本变动	(684)	(270)	(42)	(16)	(13)
其他非现金调整	897	1369	618	509	471
投资活动现金流	(52)	1	36	37	42
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	175	176	181
筹资活动现金流	(1995)	(1071)	(1651)	(774)	(680)
债务增减	(711)	92	(828)	(36)	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	475	282	32	54	27
其它筹资	(809)	(881)	(792)	(684)	(652)
其它调整	(950)	(564)	(63)	(108)	(54)
现金净增加额	(933)	240	(305)	583	788

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	14009	13052	14366	15211	16312
主营收入	13926	13052	14366	15211	16312
营业成本	5632	5136	5490	5774	6185
毛利	8294	7916	8876	9438	10127
营业支出	6680	6938	7498	7810	8280
营业利润	1697	978	1378	1628	1847
利息支出	808	921	792	684	652
利息收入	30	0	12	13	18
权益性投资损益	(17)	(23)	0	0	0
其他非经营性损益	(46)	163	163	163	163
非经常项目损益	77	0	0	0	0
除税前利润	933	197	761	1119	1375
所得税	352	251	304	448	550
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	581	(54)	456	671	825
EPS(元)	0.90	(0.08)	0.71	1.04	1.28

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	9%	-7%	10%	6%	7%
营业利润	7%	-42%	41%	18%	13%
净利润	-5%	-109%	945%	47%	23%
获利能力					
毛利率	59.2%	60.6%	61.8%	62.0%	62.1%
净利率	4.1%	-0.4%	3.2%	4.4%	5.1%
ROE	9.2%	-0.9%	7.3%	9.8%	10.8%
ROIC	6.8%	-1.0%	6.3%	7.1%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	68.6%	69.1%	66.5%	64.6%	62.5%
净负债比率	45.5%	49.3%	45.4%	43.4%	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	12.4	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	0.71	1.04	1.28
每股经营现金	1.70	2.09	2.03	2.05	2.21
每股净资产	9.76	9.01	9.67	10.63	11.86
每股股利	0.57	0.32	0.35	0.31	0.38
估值比率					
PE	13.3	-143.3	17.0	11.5	9.4
PB	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.2	14.2	11.0	10.3	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

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。