

# H&H 国际控股 Health and Happiness International Holdings (1112 HK)

## 首次覆盖：高端家庭营养与健康产品的领先企业

### A leading enterprise in high-end family nutrition and health products: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

#### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$13.45
目标价	HK\$17.00
HTI ESG	2.2-3.0-2.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	HK\$8.68bn / US\$1.12bn
日交易额 (3个月均值)	US\$3.77mn
发行股票数目	645.56mn
自由流通股 (%)	32%
1年股价最高最低值	HK\$14.94-HK\$8.16
注：现价 HK\$13.45 为 2025 年 12 月 19 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	2.2%	-6.5%	51.7%
绝对值 (美元)	2.2%	-6.6%	51.6%
相对 MSCI China	4.0%	-1.1%	22.9%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	13,052	14,129	15,093	16,038
Revenue (+/-)	-6%	8%	7%	6%
Net profit	-54	415	641	818
Net profit (+/-)	n.m.	873%	54%	27%
Diluted EPS (Rmb)	-0.08	0.64	0.99	1.27
GPM	60.6%	61.5%	61.6%	61.8%
ROE	-0.9%	6.7%	9.5%	10.9%
P/E	n.m.	19	12	10

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**高端家庭健康营养产品的领先企业。**H&H (健合集团) 是一家专注于高端家庭营养与健康产品的全球性企业, 成立于 1999 年, 总部位于中国香港, 2010 年于港交所上市。集团以“让人们更健康更快乐”为使命, 业务覆盖婴幼儿营养与护理 (BNC)、成人自然健康营养与护理 (ANC) 和宠物营养与护理 (PNC) 三大领域, 产品行销全球 20 多个国家和地区。旗下拥有合生元、Swisse 斯维诗、SolidGold 素力高等知名品牌, 通过并购实现全球化布局, 在澳大利亚、法国、美国等地设立研发与生产中心。

**ANC 业务中国区稳健增长, Swisse 中国和澳洲市占率第一。**Swisse 斯维诗是源自澳大利亚的全球性健康营养品牌, 由 Kevin Ring 于 1969 年创立。品牌最初以生产维生素片剂为主, 后逐步扩展至涵盖矿物质、草本补充剂及功能性食品的完整产品线。25Q1-Q3, 公司 ANC 业务表现稳健, 实现收入 52.4 亿元, 同比+6.0%。其中单三季度表现亮眼, 单季收入达 18.0 亿元, 同比+6.3%。在行业整体增速放缓的背景下, ANC 业务展现出韧性和增长潜力, 为集团整体业绩提供支撑。

**合生元超预期复苏, 婴配粉增长强劲。**Biostime (合生元) 作为 H&H 集团的核心母婴营养品牌, 自 1999 年创立以来, 始终专注于婴幼儿营养与健康领域。其产品以“奶粉+营养品”双轮驱动, 精准切入免疫、过敏等高价值赛道。婴幼儿配方奶粉为品牌拳头产品, 营养补充品以益生菌系列为主要代表。25Q1-Q3, H&H 集团 BNC 业务实现营收 39.7 亿元, 同比+24.0%, 其中单三季度收入达 14.7 亿元, 同比+90.6%, 增速远超集团整体业务水平。婴幼儿配方奶粉成为最大增长引擎, 25Q1-Q3 该收入同比+33.3%, 25Q3 单季收入同比+104.0%, 推动 BNC 业务实现跨越式发展。

**高端化成效凸显, PNC 业务稳健增长。**SolidGold (素力高) 作为美国宠物营养领域的先驱品牌, 1974 年由动物营养专家 Sissy McGill 创立以来, 致力于为宠物提供天然、科学的功能性食品, 其核心产品线主要涵盖: 高蛋白系列、肠道健康系列以及免疫增强系列。ZestyPaws (快乐一爪) 是美国宠物健康零食领域的代表性品牌, 专注于为犬猫提供天然、安全的功能性营养补充品, 其功能性零食系列主要涵盖: 关节护理系列、皮肤毛发护理系列以及消化健康系列。25Q1-Q3, H&H 集团 PNC 业务表现稳健, 实现营收 15.9 亿元, 同比+8.2%, 其中单三季度实现营收 5.1 亿元, 同比+7.2%。

**盈利预测及估值。**我们预计公司 2025-27 年可实现归母净利润 4.15/6.41/8.18 亿元人民币, 同比+873.36%/+54.35%/+27.50%, EPS 分别为 0.64/0.99/1.27 元人民币/股。考虑公司处于保健品、婴配粉及宠物营养赛道, 我们选取汤臣倍健、仙乐健康、中国飞鹤、中宠股份、乖宝宠物作为可比公司, 给予公司 2026 年 17xPE 估值, 对应目标价 17 元人民币, 首次覆盖给予优于大市评级。

**风险提示。**行业竞争加剧, 消费需求不及预期, 食品安全问题。

闻宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

吴岱禹 Jasmine Wu  
jasmine.wu@htisec.com

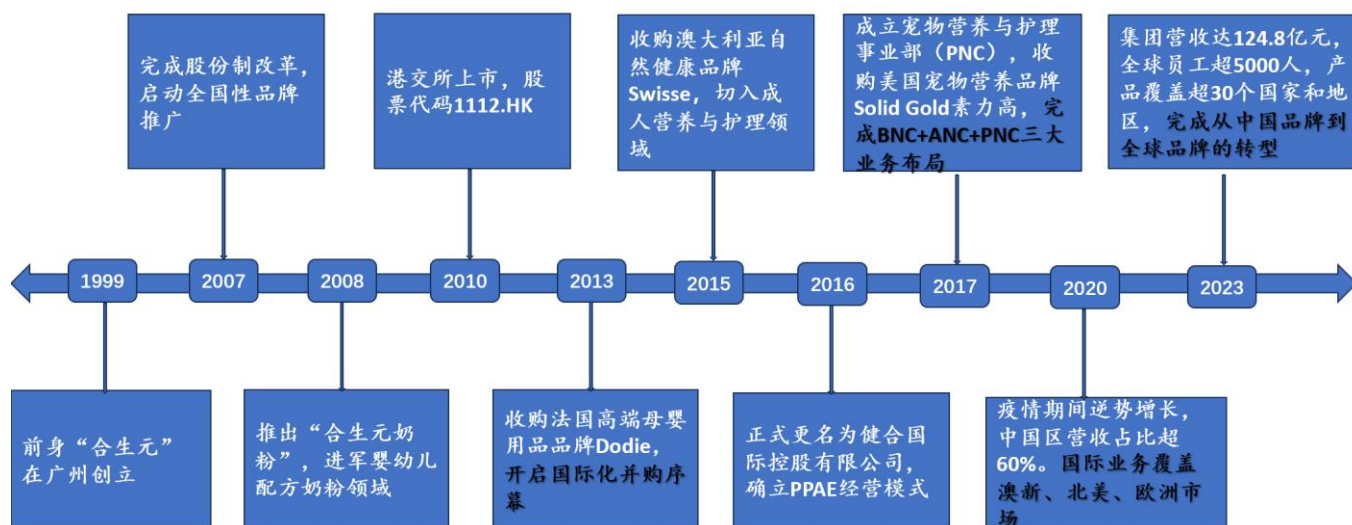
## 1. H&H 集团：高端家庭健康营养产品的领先企业

H&H（健合集团）是一家专注于高端家庭营养与健康产品的全球性企业，成立于1999年，总部位于中国香港，2010年于港交所上市。集团以“让人们更健康更快乐”为使命，业务覆盖婴幼儿营养与护理（BNC）、成人自然健康营养与护理（ANC）和宠物营养与护理（PNC）三大领域，产品行销全球20多个国家和地区。旗下拥有合生元、Swisse 斯维诗、SolidGold 素力高等知名品牌，通过并购实现全球化布局，在澳大利亚、法国、美国等地设立研发与生产中心。

### 1.1 公司历史：由中国本土企业到全球化企业的演进史

公司的发展历程是中国民营企业全球化转型的典型代表。其战略演进可划分为四个关键阶段：在初创期（1999-2007），集团以合生元品牌为核心深耕母婴营养领域，通过建立专业渠道与本土化产品体系夯实市场基础；进入扩张期（2008-2015），企业借助资本力量加速奶粉业务拓展，并通过战略性并购法国婴幼儿用品品牌Dodie与澳大利亚健康品牌Swisse，成功实现产业链延伸与国际化布局；在全球化阶段（2016-2020），集团正式更名H&H后推行多品牌协同战略，在巩固母婴业务的同时布局宠物营养新赛道，不断完善全球资源配置体系；当前创新期（2021至今）则聚焦数字化健康生态圈建设与可持续发展，通过构建全球研发网络推动技术升级。这一演进过程中的核心成功要素包括：战略定力与灵活性的有机结合，全球化节奏的有序掌控，跨区域研发创新体系的构建，以及价值创造能力的持续升级，这些要素共同构筑了企业的持续竞争优势。

图1 H&H国际控股发展历程（1999年至今）



资料来源：公司官网，公司公告，HTI

## 1.2 财务概况：25 年营收增速显著改善，业务板块全面复苏

**营收增速显著提升。**2025 年前三季度，集团营收达 108.1 亿元，同比+12.3%，增速超 2024 年全年的下滑 6.3%。中国市场贡献占比 71.0%，同比+20.6%，成为核心增长引擎。该增长延续了 2025 年上半年的上升趋势（25H1 营收 70.2 亿元，同比+5.2%），集团或已成功扭转 2024 年的颓势。

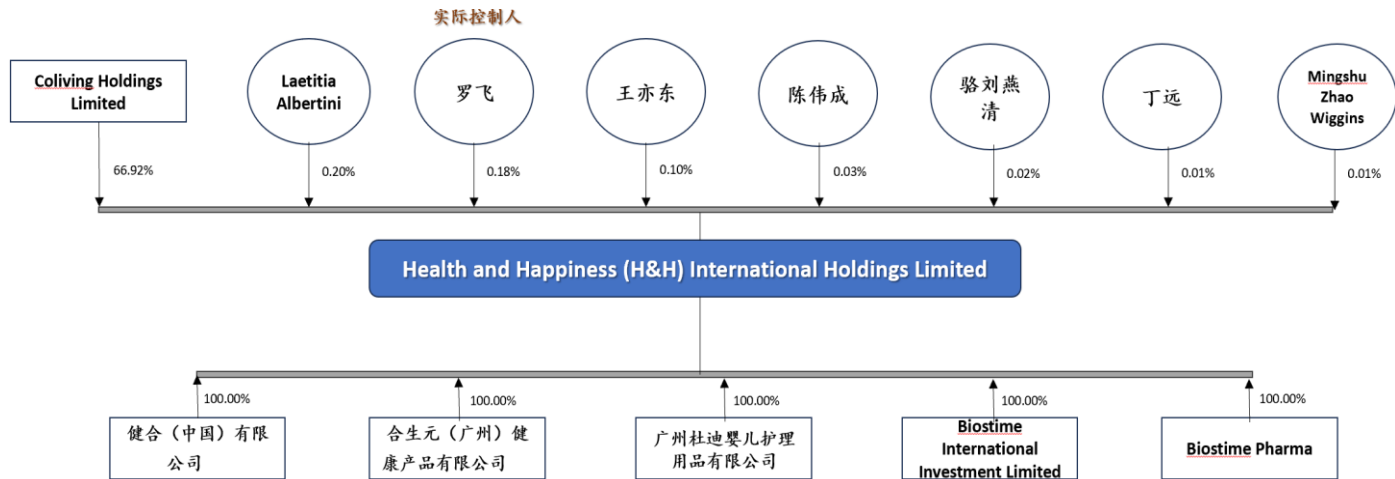
**业务板块全面复苏。**2025 年前三季度，集团 ANC 业务营收同比+6.0%，Swisse 品牌在中国维生素市场稳居第一，并通过“Swisse Mega Brand”矩阵覆盖抗衰老、儿童营养等细分需求；BNC 营收同比+24.0%，中国区婴幼儿配方奶粉营收同比+35.2%，合生元品牌超高端奶粉市场份额创历史新高，与 2024 年 BNC 业务下滑 32.3%形成鲜明对比；同期 PNC 业务营收同比+8.2%，ZestyPaws 品牌在北美市场领先，SolidGold 中国区营收同比+17.5%。

**盈利能力仍有待释放。**公司未在 2025 年三季度营运数据中公布毛/净利润等财务指标。对比 2024 年全年公司净亏损 5372 万元，25H1 净利润 7102 万元，同比-76.8%，利润修复仍存压力。展望 2025 年全年，我们认为公司的高营销投入（如抖音渠道扩张）、PNC 业务在新市场扩张初期可能面临较高成本、高分红策略以及本土竞品的低价冲击，公司盈利能力短期仍将承压。

## 1.3 股权结构及管理团队：兼具全球视野与本土化深耕能力

**主席罗飞通过多层股权架构为实际控制人。**Coliving Holdings Limited 为集团核心控股平台，通过多层股权架构实现对旗下企业的控制，董事会主席罗飞为公司实际控制人。集团对健合（中国）、合生元（广州）健康产品等企业实现 100%控股。其中，健合（中国）负责品牌推广与渠道管理，合生元（广州）专注健康产品研发生产，二者在供应链、研发资源上高度整合，提升运营效率。全资控股模式为资源集中调配提供支撑，资金、技术等要素可在体系内高效流动，支持新市场开拓与产品创新。

图 2 H&H 国际控股股权结构



资料来源: Wind, HTI

**高管团队具备深厚的行业背景。**公司主席兼执行董事罗飞主导集团从本土品牌向跨国健康产业转型，构建全球业务网络，推动全家庭健康生态圈建设。罗总拥有超 25 年生物技术经验，曾任合生元总经理，并兼任多家子公司董事。Laetitia Albertini 曾担任公司执行董事及行政总裁，主导战略与国际业务，推动 Swisse 品牌本土化落地，具备跨文化管理经验。张文会为资深生物技术专家，曾任集团首席科技官，在研发与质量控制领域贡献显著，助力技术创新。陈伟成为公司薪酬委员会主席，具备 30 年财务治理经验，在多家上市公司担任要职，强化集团风险管控与可持续发展。

表 1 H&amp;H 国际控股董事及高级管理层

姓名	年龄	职位	履历
罗飞先生	61 岁	集团主席兼执行董事	自 2010 年 4 月 30 日起担任执行董事及提名委员会主席。兼任包括健合中国、合生元健康、健合香港、Swisse Wellness Group、Health and Happiness France/Italy、Solid Gold Pet 及 Health and Happiness US。他亦担任主要股东 Coliving Holdings Limited 董事，该公司持有集团需披露的权益。他拥有超 25 年的生物技术行业经验，现任合生元中国母婴救助基金管理委员会主席。
王亦东先生	51 岁	集团执行董事	2018 年 3 月获委任为执行董事。于 2016 年 5 月加入集团，担任集团首席财务营运官并为集团行政总裁办公室成员。主要负责集团的整体财务管理、投资者关系、供应链及采购。他亦为公司多间附属公司之董事。他拥有超 25 年财务管理、会计及企业融资经验。
Laetitia Albertini (安玉婷) 女士	45 岁	非执行董事	于 2023 年 1 月获调任为非执行董事，过往曾于 2018-2023 年担任公司执行董事，2019-2020 年担任公司行政总裁。她于 2010 年 7 月加入本集团，曾担任集团战略与国际业务部总经理，也曾兼任 Swisse 中国区执行总裁。
张文会博士	60 岁	非执行董事	于 2012 年 6 月获调任为非执行董事，亦为公司主要股东 Coliving Holdings 之董事。张博士通过于数间大学任教并于若干生物技术公司任职，于生物技术行业累积超 20 年经验。他曾担任华南理工大学生物工程科目讲师，也曾获美国内布拉斯加大学林肯分校聘请担任化学工程系助理研究教授。
罗云先生	64 岁	非执行董事	于 2010 年 5 月获委任为非执行董事，亦为公司主要股东 Coliving Holdings 之董事。他于 1987 年毕业于暨南大学成人教育学院，获得工商及经济管理毕业证书，罗先生为董事会主席兼公司执行董事之一罗飞先生的胞兄。
Mingshu Zhao Wiggins 女士	41 岁	非执行董事	于 2024 年 1 月获委任为本公司非执行董事。她于 2017 年创立人工智能及数码技术驱动定制化化妆品公司 PROVEN Group，为该公司的联合创始人兼董事会成员。在此之前，他曾担任 NerdWallet 新市场合作主管、太平洋另类资产管理公司投资人，及贝恩资本私募股权投资人。

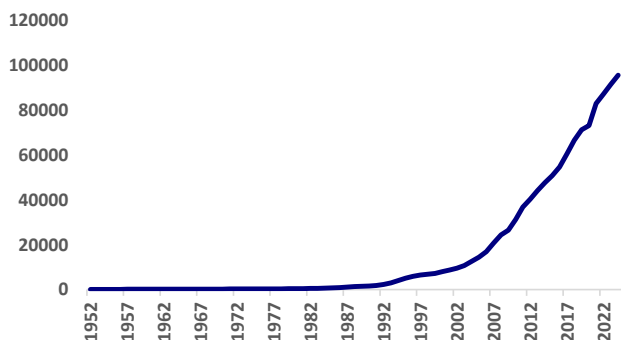
资料来源：公司招股书，HTI

## 2. 行业分析：全家庭健康营养或成消费升级核心领域

### 2.1 中国经济、城市化和收入增长推动高端营养与健康消费品行业繁荣

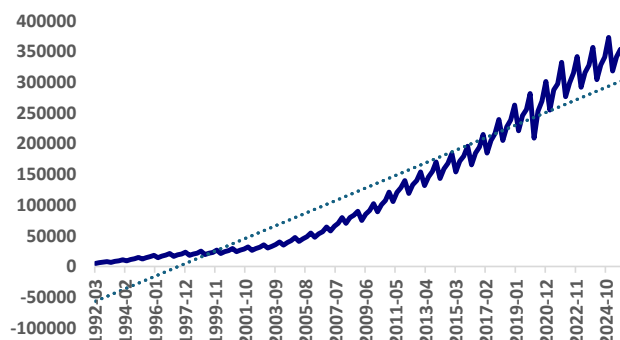
中国经济增长是行业发展的核心驱动力。近十年来，中国经济保持中高速增长，实际 GDP 增速稳定在较高水平，为高端营养与健康消费品行业奠定了坚实基础。经济增长直接提升了居民可支配收入，推动消费结构向健康、智能化方向升级。随着收入增加，消费者对营养补充剂、功能性食品等高端健康产品的需求显著上升，市场迎来爆发式增长。

图 3 中国:人均 GDP (元)



资料来源: Wind, HTI

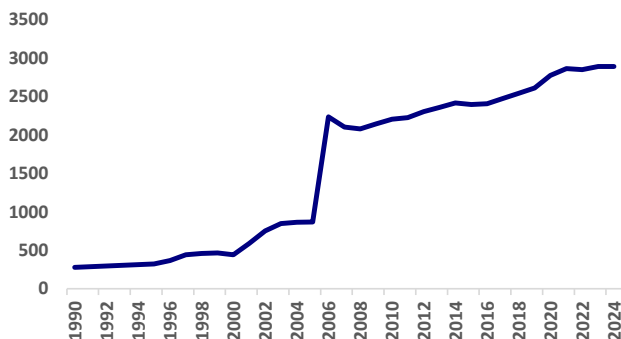
图 4 中国:GDP:现价:当季值 (亿元)



资料来源: Wind, HTI

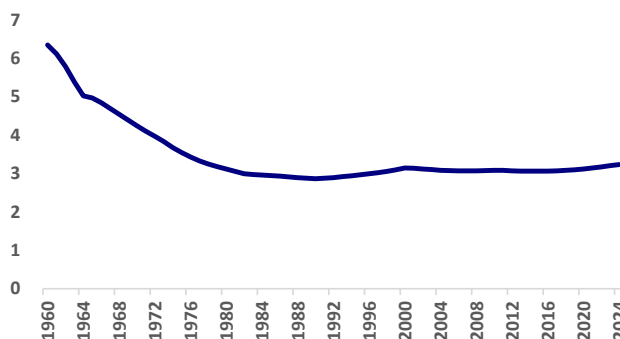
**城市化发展催化消费分层与需求升级。**城市化进程的加速深刻改变了消费格局，中高收入群体规模扩大，对高端健康消费品的需求日益旺盛。城市化推动了消费分层，一线城市消费追求个性化、定制化服务，而二三线城市则呈现快速渗透趋势。此外，城市生活节奏加快，亚健康问题普遍，促使消费者转向预防性健康管理，推动了高端营养品市场的扩容。

图 5 中国:城市人口密度 (人/平方公里)



资料来源: Wind, HTI

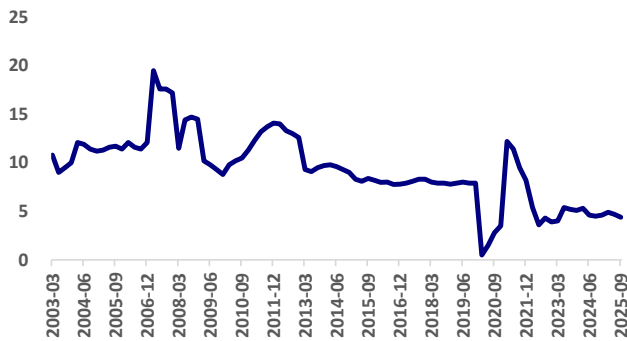
图 6 中国:占总城市人口数比重:最大城市人口数 (%)



资料来源: Wind, HTI

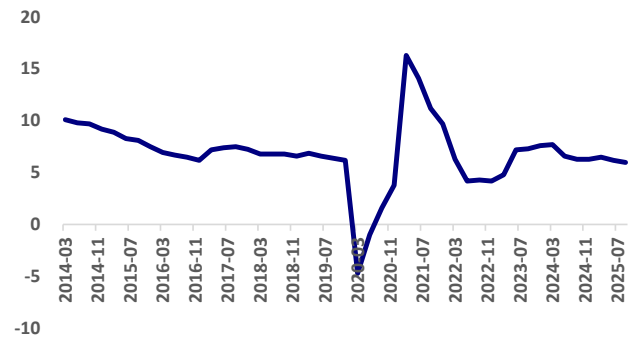
**可支配收入增长释放潜力。**城乡家庭可支配收入的持续增长，尤其是农村收入的可持续增长，尤其是农村收入增速的显著提升，为高端营养与健康消费品行业开辟了广阔空间。尽管城乡收入差距依然存在，但农村市场渗透率较低，潜力巨大。中高收入群体更愿意为高品质健康产品付费，推动市场细分化，如针对不同年龄、性别和健康状态的产品涌现。可支配收入增长促进消费升级，消费者从基础营养补充转向精准健康管理，推动了行业向高端化、专业化方向发展。

图 7 中国:城镇居民人均可支配收入:累计同比 (%)



资料来源: Wind, HTI

图 8 中国:农村居民人均可支配收入:累计实际同比 (%)



资料来源: Wind, HTI

近十年来,中国经济增长、城市化发展和收入增长共同推动了高端营养与健康消费品行业的繁荣。经济基础夯实了市场根基,城市化加速了消费升级,收入增长释放了城乡潜力。

## 2.2 成人营养及护理用品 (ANC): 国民健康意识提升奠定行业发展

成人营养品是用于补充人体日常饮食中难以获取或易流失的营养成分的功能性物品,其核心价值在于维持生理机能平衡与预防营养缺乏。根据功能可分为①**基本型营养品**:以基础营养素为主,满足共性需求。包括维生素、矿物质、蛋白质、膳食纤维等,是细胞构成、能量代谢及免疫调节的基石;②**健康型营养品**:针对特定生理功能设计。例如乳酸菌调节肠道菌群,改善消化与免疫功能;EPA/DHA (Omega-3 脂肪酸)支持心血管健康与大脑发育;③**选择性营养品**:满足个性化需求。如大豆异黄酮缓解女性更年期症状,海豹油辅助抗炎,蜂王浆增强免疫力。

**政策与消费双轮驱动下的行业深度变革。**2024年,中国健康营养行业在政策强监管与消费结构性调整的双重作用下,正经历从规模扩张向质量效益转型的关键拐点。政策端通过11项新规构建起覆盖原料备案、生产规范、标签管理的全链条监管体系,其中《保健食品委托生产新规》通过禁止分段委托生产,直接推动行业集中度提升,促使31%中小企业退出中高端市场,核心产品价格带下移明显。消费端则呈现“**理性消费与功能需求并存**”的特征,CPI增速0.2%创十年新低背景下,基础营养品消费频次增加23%,但高端功能性产品仍保持12%的增速,倒逼企业重构产品矩阵。

**私域电商引领行业革命。**2024年,健康营养行业渠道结构迎来历史性重构,私域电商以23%的市场份额首次超越传统医药连锁渠道(15%),成为代理商服务的核心阵营,反映消费行为数字化与品牌运营模式创新的双重渠道。头部品牌通过构建“高端实体+平价私域”的双线策略,实现用户分层运营。在私域场景中,品牌采用“内容+社群+直播”三位一体体系,将用户ARPU值提升至公域平台的3倍以上。中小品牌则面临生存压力,60%的企业因资金链收缩被迫削减研发投入,转向OEM代工和库存优化。这种分化加速行业洗牌,具备私域运营能力的品牌市场份额持续扩大,而依赖传统渠道的企业面临被淘汰风险。

**益生菌领涨与健康需求爆发。**2025年,健康营养行业细分赛道呈现显著分化,益生菌、体重管理及睡眠健康领域因技术创新与消费需求升级,成为行业增长的核心驱动力。其中,益生菌市场呈现高端化与场景化并进的特征。

### ➤ 益生菌市场：高端化与场景化并进特征

女性益生菌聚焦减脂与私护，销售额同比分别为 110.2%及 277.3%，通过细分功能满足差异化需求。市场集中度持续提升，CR10 达 48.5%，新品牌淘汰率高达 80%（25Q1 新品牌份额仅 0.3%），头部企业通过菌株研发与临床验证构建壁垒。

### ➤ 体重管理：技术迭代与多模式融合

体重管理赛道因 GLP-1 类药物突破与原料创新迎来爆发。全球市场规模预计 2030 年达 1650 亿美元，中国司美格鲁肽注射液于 2024 年 6 月获批减重适应症，推动处方药与健康管理服务融合；绿咖啡提取物等原料通过抑制脂肪吸收实现减重，临床研究显示可使肥胖患者 BMI 下降 12.1%；代餐轻食市场规模突破 1760 亿元（2023 年），运动营养食品以 23.25% 年复合增长率扩张，企业通过“产品+服务”模式提升用户黏性。

### ➤ 睡眠健康：从产品到解决方案的升级

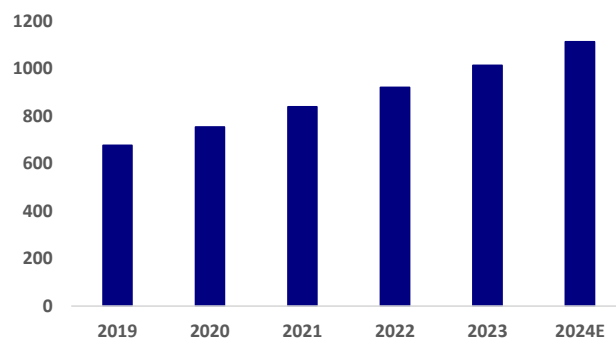
91% 消费者使用助眠产品，但 66% 认为效果不足，推动企业从单一成分转向复合配方研发。

在政策规范与消费理性化的双重作用下，行业正从粗放扩张转向精耕细作。未来，围绕精准人群（如 35-60 岁打工族）、高潜品类（细胞健康、特膳食品）和新兴渠道（展会直播、会员制商场）的战略布局，将成为企业突破增长瓶颈的关键。

## 2.3 婴幼儿营养及护理用品（BNC）：由规模扩张到价值重构

**需求升级驱动高质量发展。**随着社会经济发展，人们对于健康和营养的认知不断提高，母婴消费者品质需求持续走高，母婴营养品行业的市场规模有望继续增长。根据弗若斯特沙利文数据，2022 年中国母婴营养品市场规模为 922 亿元，同比+9.8%，2023 年市场规模约为 1015 亿元，2024 年该规模将有望达到 1114 亿元。

图 9 2019-2024 年中国母婴营养品市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，HTI

**分龄精细化发展的关键转型期。**当前市场产品普遍以儿童、孕妇等宽泛标签划分，未能覆盖 0-3 岁婴幼儿各阶段的差异化需求，导致家长需在复杂信息中自行判断营养素配比与食用剂量。尽管部分头部品牌（如合生元）已推出分龄产品矩阵，但系统性布局企业仍属于少数，市场供给与精细化需求存在显著错位。随着消费升级与科学育儿理念普及，分龄布局将成为行业创新核心方向。未来品牌将聚焦按月龄、年龄细分的产品开发，通过功能强化满足精准营养需求。

**母婴营养品多样化发展。**随着我国母婴行业持续发展，消费者对母婴营养品的需求正朝着便捷化、精细化方向升级，市场进入多样化发展阶段。①**营养品零食化：**通过将传统营养补充剂转化为软糖、果冻等零食形态，提升适口性与便携性，满足年轻父母“边带娃边补充”的场景需求。②**产品即食化：**推出开盖即饮的液态营养品、速溶营养粉等，简化冲泡流程，适应快节奏育儿生活。③**分阶精细化：**针对 0-3 岁不同月龄段设计专属配方，如 0-6 个月侧重肠道菌群建立，6-12 个月强化铁元素补充，实现精准营养供给。

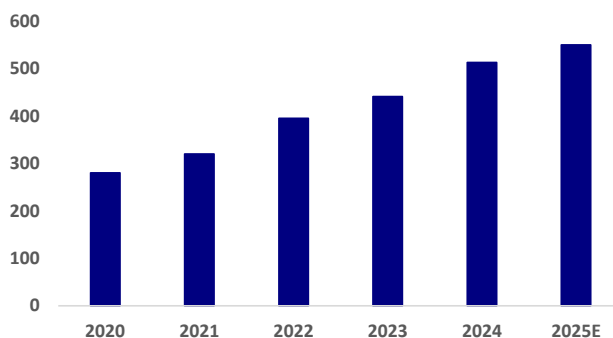
随着消费者健康意识提升，母婴营养品需求持续增长，行业正加速向健康高效方向转型。未来，母婴营养品将形成“基础营养+功能强化”的立体化产品矩阵，推动行业高质量发展。

## 2.4 宠物营养及护理用品（PNC）：消费升级的高速发展阶段

**行业迈入快速发展的黄金时期。**根据艾瑞咨询测算，2024 年中国宠物市场规模将有望达到 3453 亿元，较 2023 年增长 5.8%，2019-2024 年复合年均增长率（CAGR）为 7.8%。细分市场中，宠物食品规模最大，达 1668 亿元（占比 48%）；其次为宠物医疗（940 亿元，27%）、宠物用品（513 亿元，15%）和宠物服务（332 亿元，10%）。我们认为行业规模显著增长主要得益于三大核心因素：

- **消费升级：**目前 90 后、00 后在行业里占比近 67%，已逐渐成为养宠主力军，将宠物视为家庭的重要成员。这一观念的转变大大地推动了宠物健康管理的科学化投入，消费者越来越愿意为宠物的健康和幸福付费，情感陪伴的需求也日益增强。
- **人口结构变化：**受益于单身经济和银发经济的推动，宠物成为许多人缓解孤独感、提升生活幸福感的重要情感寄托，也提升了对高品质宠物营养及护理用品的消费动力。
- **政策规范：**随着监管框架的逐步完善，如对宠物食品成分的明确标注和安全法规的严格执行，整个行业正在被倒逼着向更高品质、更规范的方向发展，也为市场的长期稳定增长奠定基础。

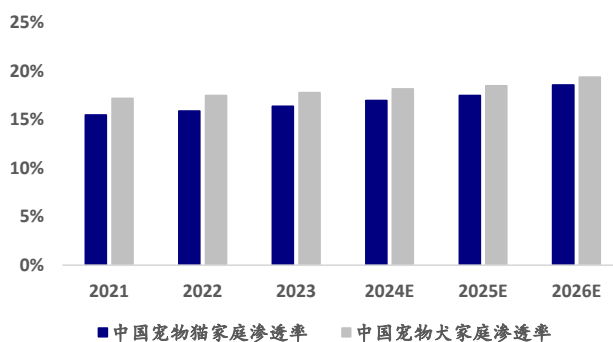
图 10 2020-2025 年中国宠物用品市场规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, HTI

**中国宠物渗透率远低于海外, 未来增长空间广阔。**根据艾瑞咨询测算, 2023 年国内宠物犬家庭渗透率约为 17.8%, 预计 2026 年将达到 19.4%; 2023 年国内宠物猫家庭渗透率约为 16.4%, 预计 2026 年将达到 18.6%。相较之下, 中国宠物渗透率与成熟市场存在明显差距, 仅为美国等发达国家水平的三分之一, 与泰国、日本等文化相近的亚洲国家相比也相差约 50%。随着居民消费能力持续增强、家庭结构变化及居住环境优化, 中国宠物渗透率有望加速提升, 释放出巨大的市场增长潜力。

图 11 2021-2026 年中国宠物犬猫家庭渗透率



资料来源: 中国统计年鉴, 国家统计局, 艾瑞咨询, HTI












**科技驱动智能养宠新生态。**人工智能、物联网、大数据等技术的快速发展, 为传统宠物用品的智能化转型提供了核心支撑。通过技术融合, 智能宠物用品在功能性、交互性及用户体验上实现显著升级, 例如物联网支持远程控制, 人工智能实现行为识别与预警, 大数据分析生成个性化健康建议。这些创新产品精准解决了宠物主在时间管理、健康监测、安全保障、娱乐互动及日常便利性等方面的痛点, 大幅提升了养宠质量与便利性, 同时推动了宠物用品市场的创新与发展。2024 年, 中国宠物智能用品市场规模已达 102 亿元, 占整体宠物用品市场规模的 20%, 成为增速最快的细分领域之一。这一增长得益于消费升级、产品功能集成化以及渠道拓展等多重因素, 展现出巨大的市场潜力。

### 3. H&H（健合）集团：布局全家庭一站式健康营养需求

#### 3.1 Swisse 斯维诗：全球化健康品牌的创新与增长

**成立于 1969 年的全球性营养健康品牌。**Swisse 斯维诗是源自澳大利亚的全球性健康营养品牌，由 Kevin Ring 于 1969 年创立。品牌最初以生产维生素片剂为主，后逐步扩展至涵盖矿物质、草本补充剂及功能性食品的完整产品线。2015 年，Swisse 被 H&H 国际控股以 13.3 亿澳元收购，这一战略举措为其注入了强劲的增长动力。收购后，Swisse 加速全球化扩张，在澳大利亚、新西兰、中国、新加坡、英国和美国均设有分支机构，全球员工超 1000 人。如今，Swisse 已成功构建起覆盖成人、儿童及年轻消费群体的全年龄段产品矩阵，并确立“自然健康，我们的新时尚”这一核心理念，成功跻身全球保健品市场领军品牌之列。

表 2 Swisse 主要产品

类别	产品系列	建议零售价	产品图片	产品描述
护肝维生素	奶蓟草护肝片	140 元/瓶		维持肝健康，帮助缓解消化不良和腹痛腹胀。
	血管清肠片	359 元/瓶		红曲植物甾醇番茄红素护心血管，清畅血管。
	蓝帽子钙片中老年补钙维生素 d 柠檬酸钙片	78 元/瓶		高效补钙并促进吸收，预防骨质疏松、改善腰腿酸痛和抽筋问题
	辅酶 Q10 维生素 e 软胶囊	239 元/瓶		协同增强抗氧化能力，共同保护心脑血管健康，同时提升免疫力、缓解疲劳，并有助于皮肤保养。
益生菌	益生菌固体饮料	109 元/盒		适合饮食不规律、常吃辛辣油腻食物、有肠道不适或乳糖不耐受的人群。其菌株存活率高，能有效到达肠道发挥作用
	益生菌微泡含片口香	89 元/支		调节口腔和胃部微生态来改善口气，从源头减少异味，含有的特定益生菌能抑制有害菌，平衡菌群，部分产品还能抑制幽门螺杆菌，对胃部健康也有帮助。
胶原蛋白	胶原蛋白固体饮料口服玻尿酸	159 元/盒		通过口服补充胶原蛋白肽和透明质酸钠，从内而外帮助提升肌肤的弹性、水润度和整体光泽感。
	胶原水光瓶胶原蛋白肽口服液虾青素	134 元/盒		改善暗沉、细纹，让皮肤由内而外透出健康光泽。
蛋白质	乳清蛋白质粉中老年增强免疫力男女	224 元/罐		增强中老年人免疫力、帮助维持肌肉和骨骼健康。
	高钙多维乳清蛋白	289 元/罐		补充优质蛋白质和钙质，通过科学配比实现多重健康效益。
鱼油	鱼油深海鱼软胶囊 omega3	244 元/瓶		降低血液中的甘油三酯和胆固醇水平，改善血液流动性，增强记忆力和认知功能，维护实力健康。

资料来源：天猫海外旗舰店，HTI

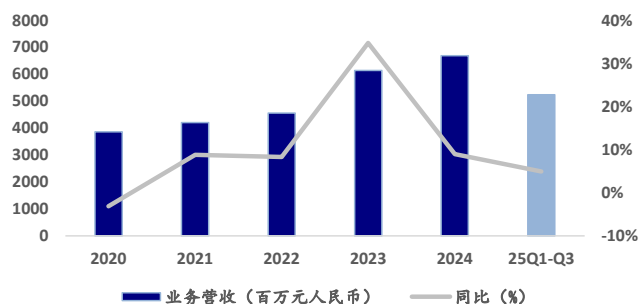
ANC 业务中国区稳健增长，Swisse 中国和澳洲市占率第一。25Q1-Q3，公司 ANC 业务表现稳健，实现收入 52.4 亿元，同比+6.0%。其中单三季度表现亮眼，单季收入达 18.0 亿元，同比+6.3%。在行业整体增速放缓的背景下，ANC 业务展现出韧性和增长潜力，为集团整体业绩提供支撑。具体来看：

- 中国市场：全渠道领先地位稳固。Swisse 品牌在中国内地市场表现强劲，25Q1-Q3 收入同比增长 15.7%，持续稳居全渠道营养保健品第一。主要受益于 1) 线上渠道增长强劲：同期跨境电商收入同比+23.1%，成

为主要驱动力；抖音渠道收入同比+77.7%，有望成为新增长引擎。2）线下渠道持续优化与拓展：公司通过积极拓展会员店、新零售等渠道，提升品牌曝光度和消费者触达率。3）产品创新驱动：Swisse PLUS+抗衰老系列等高端产品线获得市场广泛认可，满足了消费者对高品质、个性化营养补充剂的需求，提升了品牌溢价能力。

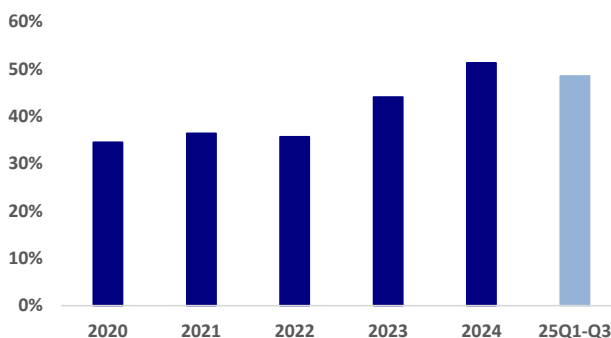
- **澳洲市场：代购调整短期阵痛。** 25Q1-Q3，澳新市场 Swisse 收入可比口径下同比-19.4%。主要系集团由二季度开始主动调整代购业务结构，减少被动销售占比，转向主动销售模式。我们预计该调整带来的影响或持续 2-3 个季度。市占率方面，在澳洲 VHMS 市场，Swisse 继续保持 No.1 的市场地位。
- **亚洲新兴市场：双位数增长，国际化战略深化。** 25Q1-Q3，ANC 业务在亚洲 9 个拓展市场维持双位数增长，泰国、印度及中东市场表现突出。公司通过多项本地化产品策略和精准营销，国际化布局成效显著，为业务提供了新的增长点。

图 12 H&amp;H 国际控股 ANC 业务营收及同比 (%)



资料来源：公司公告，HTI

图 13 H&amp;H 国际控股 ANC 业务营收占总营收比重 (%)











资料来源：公司公告，HTI

### 3.2 合生元：超预期复苏，婴幼儿配粉增长强劲

**高端母婴营养领导者。** 合生元 (Biostime) 作为 H&H 集团的核心母婴营养品牌，自 1999 年创立以来，始终专注于婴幼儿营养与健康领域。其产品以“奶粉+营养品”双轮驱动，精准切入免疫、过敏等高价值赛道。**婴幼儿配方奶粉为品牌拳头产品**，派星系列采用优质法国奶源，创新添加“6 倍乳桥蛋白 LPN”，显著提升宝宝自身免疫力；派星天护系列独家添加“屏障保护菌” R0071，专注于强化肠道健康。**营养补充品以益生菌系列为主要代表**，其益生菌系列含有 180 亿高活菌，并以“3 天改善便便”的明确功能诉求著称，全球累计销量已突破 20 亿袋。此外，品牌还针对婴幼儿过敏、呼吸道健康等常见问题，推出了专业的免疫营养系列，提供精准解决方案。

表 3 合生元主要产品

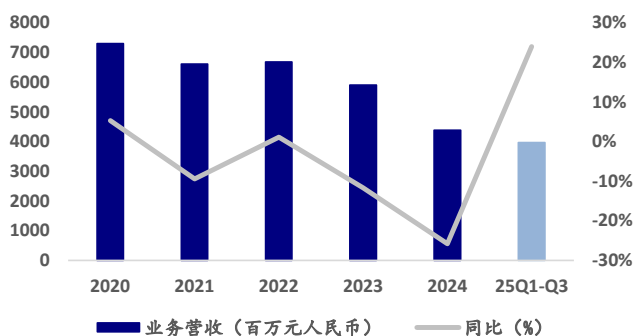
类别	产品系列	建议零售价	产品图片	产品描述
婴幼儿牛奶粉	派星 1 段新生婴儿牛奶粉	318 元/罐		通过初乳营养配方，激活宝宝原生保护力，并实现高效消化吸收，为健康成长打下坚实基础。
	新国标升级贝塔星耀婴儿配方奶粉 1 段	258 元/罐		SN-2 PLUS 脂肪优化技术能提升脂肪吸收效率，减少硬便，通过科学配比帮助宝宝健康增重，同时支持消化吸收、免疫调节和大脑发育。
婴幼儿羊奶粉	可贝思亲呵新国标新生婴儿羊奶粉 1 段	298 元/罐		提供易消化、低致敏的营养支持，同时通过配方组合帮助宝宝建立健康的肠道环境。
爱斯时光奶粉	爱斯时光新国标新生婴儿有机配方奶粉 1 段	298 元/罐		采用法国有机奶源，获得欧盟和中国双重有机认证，严格限制农药、化肥等使用，从源头保障安全。有机配方更注重安全与吸收，同时支持宝宝的免疫力和肠道健康。
儿童益生菌	第二代超金菌 48 袋含婴儿双歧杆菌	228 元/盒		含有 200 亿高活性菌，且耐胆汁和胃酸，能确保更多活菌到达肠道起效。主要通过调节肠道菌群平衡来发挥作用，能有效改善宝宝的消化吸收，增强免疫力，并缓解腹泻、便秘等肠道不适。
	复合益生菌奶味含婴儿双歧杆菌	188 元/盒		调节菌群平衡、增强免疫力、促进营养吸收，还能缓解乳糖不耐受和预防腹泻。它通过抑制有害菌、刺激免疫系统发育、分解乳糖等方式，帮助宝宝改善消化、减少不适。
儿童营养品	小金盾 HMO 乳铁蛋白	338 元/盒		帮助提升婴幼儿的免疫力，其配方中的乳铁蛋白能通过多种机制支持宝宝的健康防御系统。
	DHA 海藻油非鱼油滴剂含 ARA 眼脑营养	168 元/瓶		促进神经发育、增强认知和记忆力，同时支持视力健康。ARA 能加速神经系统信息传递，促进大脑和视网膜发育，并帮助调节免疫功能。

资料来源：天猫合生元旗舰店，HTI

**营收与市场份额双增长。**25Q1-Q3，H&H 集团 BNC 业务实现营收 39.7 亿元，同比+24.0%，其中单三季度收入达 14.7 亿元，同比+90.6%，增速远超集团整体业务水平。婴幼儿配方奶粉成为最大增长引擎，25Q1-Q3 该收入同比+33.3%，25Q3 单季收入同比+104.0%，推动 BNC 业务实现跨越式发展。此外，合生元品牌在中国超高端婴配粉市场份额持续攀升，25Q1-Q3 市占率由去年同期的 12.9% 提升至 16.4%，25Q3 市场份额进一步提升至 17.3%，稳居行业第一梯队。在中国内地婴配粉整体市场零售增幅仅为 0.2% 的背景下，我们认为公司婴配粉业务增长主要受益于：

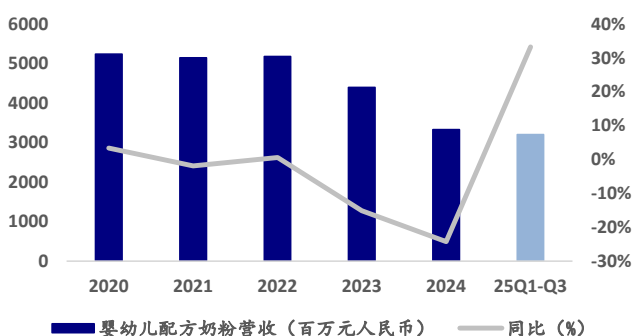
- **新旧国标转换的基数效应：**2024 年同期行业处于新旧国标过渡期，终端动销节奏放缓，形成低基数效应。
- **渠道深耕成效显著：**母婴专业渠道与电商平台协同发力，终端动销效率提升。
- **消费者教育策略见效：**通过科学育儿内容输出，增强新手妈妈对合生元品牌的专业信任。

图 14 H&amp;H 国际控股 BNC 业务营收及同比 (%)



资料来源：公司公告，HTI

图 15 H&amp;H 国际控股婴幼儿奶粉业务营收及同比 (%)



资料来源：公司公告，HTI

### 3.3 快乐一爪&素力高：全渠道布局助推份额稳步提升

**宠物日常健康营养的标志性品牌—SolidGold。** SolidGold（素力高）作为美国宠物营养领域的先驱品牌，自 1974 年由动物营养专家 Sissy McGill 创立以来，始终秉承“坚固如金”的品牌精神，致力于为宠物提供天然、科学的功能性食品。2020 年，素力高被 H&H 集团收购。其品牌核心产品线主要涵盖：高蛋白系列、肠道健康系列以及免疫增强系列。高蛋白系列以鲜鸡肉、三文鱼等优质肉类为主原料，动物蛋白含量超过 40%，能够显著促进宠物的肌肉发育和毛发光泽。此外，素力高与华南农业大学等知名机构合作，建立了专业的宠物营养研究中心，成功开发出“Super-proga 益生组合物”等专利配方，显著提升了肠道营养的吸收效率。

**宠物功能性营养补充的代表性品牌--ZestyPaws。** ZestyPaws（快乐一爪）是美国宠物健康零食领域的代表性品牌，于 2021 年被 H&H 集团收购。专注于为犬猫提供天然、安全的功能性营养补充品，通过“科学配方+趣味体验”的双重定位，成功切入宠物精细化喂养市场。其品牌功能性零食系列主要涵盖：关节护理系列、皮肤毛发护理系列以及消化健康系列。独创三重锁鲜工艺，并与康奈尔大学兽医学合作建立“宠物营养实验室”。市场方面重点布局东南亚市场，在泰国、越南建立本地化生产线，降低物流成本。此外，公司亦深化与宠物保险公司的合作，推出“健康零食+保险”的捆绑套餐，提升用户全生命周期价值，增强品牌竞争力。

表 4 快乐一爪&amp;素力高主要产品

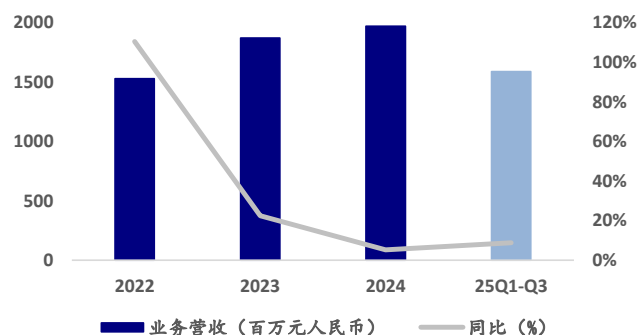
类别	产品系列	建议零售价	产品图片	产品描述
快乐一爪 (ZestyPaws)	8合1犬全段提高免疫美毛护肝抗氧化 维生素营养咀嚼	244元/瓶		通过多种维生素和抗氧化成分（如维生素 C、E 及 Kaneka Q10）协同作用，帮助提升狗狗的免疫力、美毛护肤、肝脏支持、关节护理，肠道健康。
	中老年犬 11合1 宠物美毛护心抗氧化 提高免疫营养维生素	258元/罐		Omega-3 脂肪酸（如鱼油）和辅酶 Q10 滋养毛发、支持心血管健康、延缓细胞老化，提升免疫力。
素力高 (SolidGold)	排毛粉益生菌猫咪专用 2天排毛护肠化 毛膏	69元/盒		采用天然植物纤维（如菊苣根粉、车前子壳）包裹毛发，配合益生菌（如嗜酸乳杆菌、植物乳杆菌）调节肠道菌群，温和促进毛球通过粪便排出，减少呕吐。
	猫罐头猫咪湿粮主食罐补水增肥发腮进 口鲜肉	24元/罐		含水量达 75%-80%，预防泌尿系统疾病；蛋白质超 50%，高肉含量（90%+）促进肌肉发育。
	鲜肉高蛋白猫粮无谷生鲜金素鸡长肉美 毛猫粮	394元/包		42%鲜肉+85%动物蛋白，胃蛋白酶消化率 92%，高效吸收转化为肌肉；24种美毛营养素+Omega 脂肪酸，4周减少掉毛 82%。
	鲜肉三文鱼美毛猫粮布偶猫咪成猫幼猫 专用粮	388元/盒		三文鱼富含 Omega-3/6 脂肪酸，减少掉毛并提升毛发光泽；高蛋白（≥40%）和鲜肉配方促进肌肉生长，帮助布偶猫增重；无谷配方和益生菌组合降低过敏风险，改善软便。
	99%高纯度鱼油猫狗通用柔顺美毛鱼油	99元/瓶		Omega-3 脂肪酸（DHA/EPA）促进毛发浓密、减少掉毛，改善干枯毛躁；抗炎成分缓解瘙痒、红肿，增强皮肤屏障。

资料来源：淘宝，天猫素力高旗舰店，HTI

**高端化成效凸显，PNC 业务稳健增长。** 25Q1-Q3，H&H 集团 PNC 业务表现稳健，实现营收 15.9 亿元，同比+8.2%，其中单三季度实现营收 5.1 亿元，同比+7.2%。

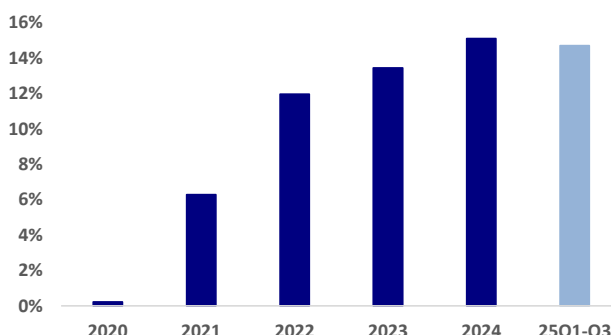
- **产品端：** 高端化产品占比提升至 25.3%，其中功能型主粮、营养补充剂等品类增速领先，反映消费者对高品质、高附加值产品的需求升级。
- **渠道端：** 25Q1-Q3 公司 PNC 业务电商渠道贡献 82.3% 销售额，成为核心增长引擎。品牌通过精细化运营、内容营销及私域流量建设，提升用户复购率与客单价。
- **区域端：** ① 中国区 PNC 业务 25Q1-Q3 营收同比+8.0%，核心品牌 SolidGold 通过渠道转型与产品组合高端化调整实现突破，全渠道电商销售额同比+11.0%，新客增长 12.0%。② 北美区同期营收稳健增长 5.9%，核心品牌 ZestyPaws 依托电商及线下零售网络，实现 12.4% 的同比增长，持续巩固区域优势。公司针对北美消费者偏好推出差异化产品，如功能型零食、定制化营养方案，进一步抢占市场份额。

图 16 H&amp;H 国际控股 PNC 业务营收及同比 (%)



资料来源：公司公告，HTI

图 17 H&amp;H 国际控股 PNC 业务营收占总营收比重 (%)

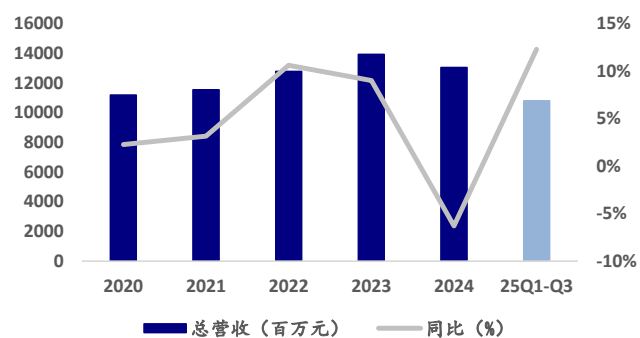


资料来源：公司公告，HTI

### 3.4 25Q3 营收超预期，现金流与债务结构显著优化

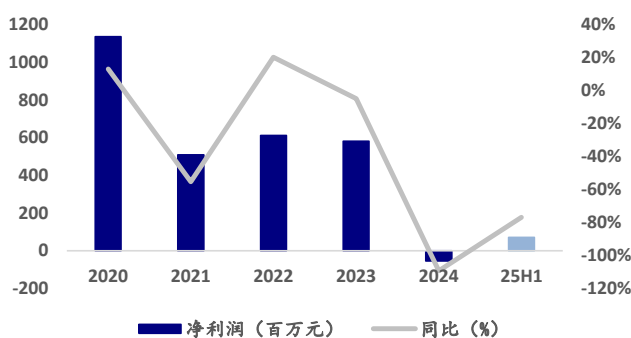
**25Q3 营收增长显著。**25 年 11 月 18 日，公司发布 2025 年前三季度营运数据。25Q1-Q3，H&H 集团总营收达 108.1 亿元，同比+12.3%。单三季度总营收为 37.9 亿元，同比+28.1%。公司继 25H1 总营收同比转正 (+4.9%) 后，呈现显著增长态势。**盈利端：**公司未公布 25Q3 盈利指标，25H1 公司净利润同比-76.8%至 7101.7 万元，而 24 年录得净亏损 5372.1 万元，盈利能力仍有承压。

图 18 H&amp;H 国际控股总营收及同比 (%)



资料来源：公司公告，HTI

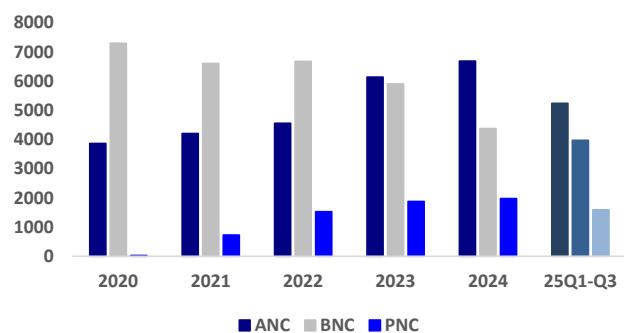
图 19 H&amp;H 国际控股净利润及同比 (%)



资料来源：公司公告，HTI

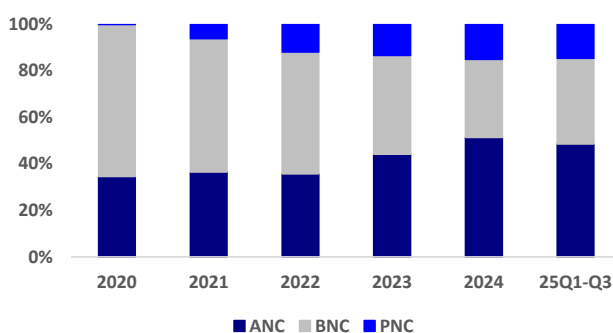
**三大板块全面增长，婴配粉业务表现亮眼。**25Q1-Q3，公司 ANC 业务实现收入 52.4 亿元，同比+6.0%，其中 Swisse 在中国内地市场收入同比大增 +15.7%，稳居全渠道营养保健品第一，线上跨境电商和抖音渠道分别+23.1%和 77.7%，成为主要增长动力。同期 BNC 业务收入 39.7 亿元，同比+24.0%，婴幼儿配方奶粉单三季度同比+104.0%，合生元在中国超高端婴幼儿配方奶粉市场份额达 17.3%。25Q3 益生菌及营养品业务收入同比+58.8%，实现强劲反弹。25Q1-Q3，公司 PNC 业务营收 15.9 亿元，同比+8.2%，SolidGold 通过渠道转型和高端化调整实现 8.0%的增长，ZestyPaws 在北美市场同比+12.4%，电商渠道贡献 82.3%销售额，高端化产品占比提升至 25.3%。整体来看，集团通过渠道优化、产品创新和高端化策略，各业务板块均实现稳健增长，为未来发展奠定坚实基础。

图 20 H&amp;H 国际控股三大业务板块各营收表现 (百万元)



资料来源：公司公告，HTI

图 21 H&amp;H 国际控股三大业务板块占总营收比重 (%)



资料来源：公司公告，HTI

**现金流管理稳健，债务结构持续优化。**截至 2025 年第三季度，公司现金储备达 17.4 亿元人民币，在支付 ATO 保证金及提前偿债后仍保持充足流动性，现金流整体平稳。债务结构优化成效显著，人民币计价债务工具占比超过三分之一，与人民币相关的负债占比近 80%，有效匹配集团以人民币计价的业务收入，降低汇率波动风险。债务总额持续降低，主要得益于主动偿债策略及成本优化措施。通过缩减债务规模、实施对冲操作及精细化成本管理，公司全年实际利息费用进一步缩减，财务负担明显减轻。债务结构优化增强公司抗风险能力，为长期发展奠定坚实基础。

#### 4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2025-27 年分别实现营业收入 141.29/150.93/160.38 亿元，同比+8.26%/+6.82%/+6.26%。

##### 分业务看：

- 1) **ANC 业务：**在整体收入构成中，成人营养及护理用品业务占据最大份额。我们认为随着“1+3”品牌战略的持续实施，核心品牌 Swisse 的高端产品线表现稳步提升，为整体业绩带来显著增量，我们预计 ANC 业务在 2025-27 年可实现收入 69.64/71.73/73.52 亿元，分别同比+4.0%/+3.0%/+2.5%。
- 2) **BNC 业务：**本业务板块以婴配粉为核心，占比超七成。2025 年前三季度，公司婴配粉增速显著领先行业，线上渠道贡献突出，驱动整体增长。益生菌及婴幼儿营养补剂业务处于战略调整期，正优化产品结构与渠道布局，为后续发力奠定基础，我们预计 BNC 业务在 2025-27 年可实现收入 50.83/57.44/64.34 亿元，分别同比+16.0%/+13.0%/+12.0%。
- 3) **PNC 业务：**受益于行业需求持续扩容，宠物营养及护理用品业务增长潜力显著。我们认为公司旗下两大宠物品牌通过差异化产品矩阵，在境内强化渠道渗透，于海外加速市场拓展，形成内外协同的增长动能。我们预计 PNC 业务在 2025-27 年可实现收入 20.82/21.75/22.52 亿元，分别同比+5.5%/+4.5%/+3.5%。

我们预计公司 2025-27 年可实现归母净利润 4.15/6.41/8.18 亿元人民币，同比+873.36%/+54.35%/+27.50%，EPS 分别为 0.64/0.99/1.27 元人民币/股，对应 PE 分别为 20X/13X/10X。考虑公司处于保健品、婴配粉及宠物营养赛道，我们选取汤臣倍健、仙乐健康、中国飞鹤、中宠股份、乖宝宠物作为可比公司，给予公司 2026 年 17xPE 估值，对应目标价 17 元人民币，首次覆盖给予优于大市评级。

## 5. 风险提示

行业竞争加剧，消费需求不及预期，食品安全问题。

表 1 可比上市公司估值预测

证券代码	上市公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
300146.SZ	汤臣倍健	11.9	0.4	0.5	0.5	31.4	26.1	22.6
300791.SZ	仙乐健康	23.8	1.4	1.2	1.5	19.1	20.5	16.2
6186.HK	中国飞鹤	4.0	0.4	0.3	0.3	12.8	13.1	10.7
002819.SZ	中宠股份	53.4	1.3	1.5	1.9	26.7	35.3	27.9
301498.SZ	乖宝宠物	69.5	1.6	1.8	2.3	50.2	38.4	30.1
	平均值			1.0	1.3		26.7	21.5

资料来源: wind, HTI

注: 收盘价为 2025 年 12 月 17 日数据, 盈利预测来源于 Wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入同比	-6.28%	8.26%	6.82%	6.26%	营业收入	13,052	14,129	15,093	16,038
归母净利润同比	-109.23%	873.36%	54.35%	27.50%	其他收入	0	0	0	0
毛利率	60.65%	61.48%	61.64%	61.82%	营业成本	5,136	5,443	5,790	6,122
销售净利率	-0.41%	2.94%	4.25%	5.10%	销售费用	5,570	5,793	5,947	6,174
ROE	-0.92%	6.73%	9.48%	10.86%	管理费用	779	844	877	916
ROIC	-1.93%	4.14%	5.40%	6.20%	研发费用	243	263	281	299
资产负债率	69.15%	68.53%	66.89%	64.82%	财务费用	870	380	380	380
净负债比率	132.13%	108.36%	84.70%	61.09%	除税前溢利	197	700	1,081	1,378
流动比率	1.19	1.42	1.62	1.84	所得税	251	285	439	560
速动比率	0.70	0.92	1.12	1.33	净利润	-54	415	641	818
总资产周转率	0.67	0.73	0.75	0.77	少数股东损益	0	0	0	0
应收账款周转率	13.13	14.63	14.54	14.50	归属母公司净利润	-54	415	641	818
应付账款周转率	5.27	5.82	5.84	5.82	EBIT	1,067	1,080	1,460	1,757
每股收益	-0.08	0.64	0.99	1.27	EBITDA	1,368	1,479	1,848	2,134
每股经营现金流	2.09	1.99	2.28	2.52	EPS (元)	-0.08	0.64	0.99	1.27
每股净资产	9.01	9.57	10.48	11.67					
P/E	-110.63	20.48	13.27	10.41					
P/B	0.98	1.38	1.26	1.13					
EV/EBITDA	9.79	10.28	7.71	6.14					
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,346	1,286	1,471	1,626	流动资产	4,623	5,816	6,990	8,323
净利润	-54	415	641	818	现金	1,604	2,592	3,554	4,684
少数股东损益	0	0	0	0	应收账款及票据	927	1,004	1,072	1,139
折旧摊销	301	399	387	376	存货	1,907	2,021	2,149	2,273
营运资金变动及其他	1,099	471	443	432	其他	185	200	214	227
投资活动现金流	1	134	-77	-65	非流动资产	14,220	13,811	13,443	13,087
资本支出	-97	-20	-20	-20	固定资产	319	328	338	347
其他投资	98	154	-57	-46	无形资产	12,967	12,578	12,201	11,835
筹资活动现金流	-1,071	-380	-380	-380	其他	934	905	905	905
借款增加	92	0	0	0	资产总计	18,842	19,627	20,433	21,409
普通股增加	0	0	0	0	流动负债	3,872	4,100	4,317	4,527
已付股利	-282	0	0	0	短期借款	863	863	863	863
其他	-881	-380	-380	-380	应付账款及票据	907	962	1,023	1,082
现金净增加额	240	988	963	1,129	其他	2,102	2,275	2,431	2,583
					非流动负债	9,157	9,350	9,350	9,350
					长期债务	8,422	8,422	8,422	8,422
					其他	735	929	929	929
					负债合计	13,029	13,450	13,667	13,878
					普通股股本	6	6	6	6
					储备	6,325	6,689	7,278	8,044
					归属母公司股东权益	5,813	6,177	6,766	7,532
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益合计	5,813	6,177	6,766	7,532
					负债和股东权益	18,842	19,627	20,433	21,409

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 12 月 17 日；（2）以上各表均为简表，币种为人民币  
资料来源：公司公告，wind，HTI

## APPENDIX 1

### Summary

**A leading enterprise in high-end family health and nutrition products.** H&H is a global company specializing in premium family nutrition and health products, founded in 1999 and headquartered in Hong Kong, China. It was listed on the Hong Kong Stock Exchange in 2010. With the mission of "making people healthier and happier," the group operates across three major sectors: infant nutrition and care (BNC), adult natural health nutrition and care (ANC), and pet nutrition and care (PNC), with products sold in over 20 countries and regions worldwide. The group owns renowned brands such as BornFree, Swisse, and SolidGold, achieving a global footprint through acquisitions and establishing R&D and production centers in Australia, France, the United States, and other locations.

**ANC business in China has shown steady growth, with Swisse securing the top market share in both China and Australia.** Swisse is a global health and nutrition brand originating from Australia, founded by Kevin Ring in 1969. Initially focused on vitamin tablets, the brand has gradually expanded to include a comprehensive product line encompassing minerals, herbal supplements, and functional foods. From Q1 to Q3 2025, the company's ANC business performed robustly, generating revenue of 5.24 billion yuan, a year-on-year increase of 6.0%. Notably, the third quarter alone delivered strong results, with quarterly revenue reaching 1.8 billion yuan, up 6.3% year-on-year. Against the backdrop of overall industry growth slowing, the ANC business demonstrated resilience and growth potential, supporting the group's overall performance.

**Biostime Surpasses Expectations with Strong Recovery in Infant Formula Growth.** As the core maternal and child nutrition brand of H&H Group, Biostime has been dedicated to the field of infant nutrition and health since its establishment in 1999. Its products are driven by a dual strategy of "formula milk + nutritional supplements," precisely targeting high-value sectors such as immunity and allergies. Infant formula is the brand's flagship product, with the probiotic series serving as the primary representative of nutritional supplements. From Q1 to Q3 2025, H&H Group's BNC business achieved revenue of 3.97 billion yuan, up 24.0% year-on-year, with the third quarter alone reaching 1.47 billion yuan, a year-on-year increase of 90.6%, far exceeding the overall growth rate of the group's business. Infant formula emerged as the primary growth engine, with revenue increasing by 33.3% year-on-year from Q1 to Q3 2025 and by 104.0% in Q3 alone, driving the BNC business to achieve leapfrog development.

**The high-end strategy has yielded significant results, with the PNC business demonstrating steady growth.** SolidGold, a pioneering brand in the U.S. pet nutrition sector, was founded in 1974 by animal nutrition expert Sissy McGill. Committed to providing pets with natural, scientifically formulated functional foods, its core product lines primarily include: high-protein series, intestinal health series, and immune enhancement series. ZestyPaws, a representative brand in the U.S. pet health snack industry, specializes in offering natural, safe functional nutritional supplements for dogs and cats. Its functional snack series mainly covers: joint care series, skin and coat care series, and digestive health series. From Q1 to Q3 2025, H&H Group's PNC business performed steadily, achieving revenue of 1.59 billion yuan, a year-on-year increase of 8.2%. Notably, the single Q3 quarter recorded revenue of 510 million yuan, marking a year-on-year growth of 7.2%.

**Earnings forecast and valuation.** We estimate the company to achieve a net profit attributable to the parent company of RMB 4.15/6.41/818 billion from 2025 to 27, with a year-on-year increase of +873.36%/+54.35%/+27.50%, EPS of RMB 0.64/0.99/1.27 per share, and corresponding PE of 20X/13X/10X. Considering that the company is in the field of health products, infant formula, and pet nutrition, we have selected Tonson Health, Xianle Health, China Feihe, Zhongchong Co., Ltd., and Guibao Pet as comparable companies and given the company a valuation of 17xPE for 2026, corresponding to a target price of RMB 17. We initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

**Risk factors.** Industry competition intensifies, consumer demand falls short of expectations, and food safety issues.

## APPENDIX 2

### ESG Comments

#### **Environmental:**

Transition from traditional manufacturing to green technology

#### **Social:**

Transition from traditional manufacturing to green technology

#### **Governance:**

Transition from traditional manufacturing to green technology

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，闻宏伟，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，吴岱禹，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jasmine Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## 截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

## 截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：**在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

#### 重要免责声明：

**非印度证券的研究报告：**本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：**本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

---

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---