

H&H 国际控股 (01112.HK)

全家营养龙头，开启向上周期

H&H 国际控股：全家庭营养领导者，基本面拐点向上。1999 年公司前身合生元成立，打造益生菌大单品；2008 年奶粉上市后凭“法国进口”定位高速增长，2007-2013 年收入/净利润复合增速 70.1%/89.9%。此后公司开启并购扩张之路，2016 年收购澳洲保健品品牌 Swisse、2020 年收购美国宠物食品品牌 Solid gold、2021 年收购美国宠物补充品品牌 Zesty Paws，完成全家庭营养布局，2013-2020 年收入/净利润复合增速 13.7%/4.8%。2021 年后公司因奶粉业务承压、债务负担加重等步入调整期，2020-2024 年收入/净利润复合增速 3.9%/转亏。2024 年公司收入/净利润 130.5/-0.5 亿元，短期承压；经过奶粉新旧国标替换、债务置换等调整，基本面触底修复，25Q1-3 营收增速同比+12.0%。

ANC：“1+3”矩阵布局，全球扩张拓市场。ANC 业务为 Swisse（斯维诗）品牌，2024 年收入 67.0 亿元，同比+9.0%，占比 51.3%；经调整后 EBITDA 为 14.2 亿元，同比+10.5%，保持稳健增长。**保健品**长青赛道全球扩容，中国市场仍处成长期，渠道端电商占比提高至约 60%，内容电商增速领先；产品端呈现“多元化、场景化”趋势，成分功效持续创新、细分。**Swisse**为澳洲及中国 VHMS 第一品牌，打造“1+3”产品矩阵，Swisse 主品牌覆盖全品类，Swisse PLUS 定位超高端科技抗衰、Swisse Me 定位年轻群体、Little Swisse 定位儿童健康，把握细分人群及市场机遇。我们预期 Swisse 在高品质澳洲进口品牌力支撑、年轻化营销运营、全品类产品矩阵布局及高效推新支持下有望持续抢占更高份额。

BNC：超高端市场扩份额，提高费效优化盈利。BNC 业务为合生元品牌，2024 年收入 43.8 亿元，同比-25.8%，占比 33.6%；经调整后 EBITDA 为 4.3 亿元，同比-51.4%，2024 年该业务触底，2025 年迎强势反转。**中国婴配粉行业**已步入存量竞争阶段，2025 年触底修复，预期未来销量平稳、结构持续高端化升级。**合生元**“派星”系列定位超高端，主打 6 倍乳桥蛋白 LPN 特色配方，2024 年完成新旧国标切换后 2025 年迎亮眼反转，25Q1-3 收入同比大幅增长 33.3%，超高端婴配粉市场份额提升至 16.4%。我们预期合生元将受益于奶粉高端价格带扩容、公司抢占更高份额，收入有望稳健增长；同时优化费投提振盈利能力。

PNC：发力高成长赛道，培育第三曲线。PNC 业务包括宠物食品 Solid gold 和宠物营养品 Zesty Paws 两大品牌，2024 年收入 19.7 亿元，同比+5.3%，占比 15.1%；经调整后 EBITDA 为 1.0 亿元，同比+140.7%。**宠物行业**在美国高渗透且仍保持稳健增长，中国市场处于成长期，集中度低、品牌方迎成长机遇。**Zesty Paws**定位高端，为北美宠物营养补充剂龙头品牌，2024 年在北美宠物补充品市场份额达到 10.4%，保持稳健增长。**Solid Gold**定位高端宠物食品和营养品，2020 年开始进军中国市场，2024 年开始渠道优化和产品组合高端化，顺应行业高端化抢占更高份额。PNC 业务尚在培育中，短期因调整增速放缓，未来有望提速增长、盈利能力提升。

高额利息支出，降息周期受益。截止 2025 年中报，公司短期借贷及长期借贷合计 91.7 亿元；25H1 利息费用支出 3.6 亿元，同比-17.9%。我们预计未来美联储降息、公司逐步偿还债务、债务置换后利率下降等均将减轻公司债务负担，利息费用逐步下降增厚利润表现。

买入（首次）

股票信息

行业	饮料乳品
02 月 09 日收盘价（港元）	15.82
总市值（百万港元）	10,212.78
总股本（百万股）	645.56
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	1.82

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号：S0680523080003

邮箱：chenyi5@gszq.com

相关研究

投资建议：公司步入触底向上修复轨道，叠加降息周期利息支出减少增厚利润表现，业绩修复有望拉动估值共振。预期25-27年净利润4.2/5.8/7.1亿元，同比+886.3%/38.2%/22.3%，对应PE为21/16/13x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：奶粉市场增长不及预期，行业竞争加剧，利率上行风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	13,926	13,052	14,425	15,488	16,550
增长率 yoy (%)	9.0	-6.3	10.5	7.4	6.9
归母净利润(百万人民币)	582	-54	422	584	714
增长率 yoy (%)	-4.9	-109.2	886.3	38.2	22.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.90	-0.08	0.65	0.90	1.11
净资产收益率 (%)	9.2	-0.9	6.8	8.7	9.7
P/E (倍)	15.6	-169.1	21.5	15.6	12.7
P/B (倍)	1.4	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年02月09日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5133	4623	5675	6667	7782
现金	1364	1604	2455	3244	4163
应收票据及应收账款	1060	927	1002	1076	1149
其他应收款	247	177	216	232	248
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2375	1907	1987	2099	2206
其他流动资产	87	8	14	15	17
非流动资产	14909	14220	13947	13709	13474
长期投资	250	195	195	195	195
固定资产	370	319	400	478	551
无形资产	13493	12967	12643	12327	12019
其他非流动资产	796	740	710	710	710
资产总计	20042	18842	19622	20376	21257
流动负债	8441	3872	4088	4310	4529
短期借款	4722	863	863	863	863
应付票据及应付账款	1041	907	917	969	1018
其他流动负债	2678	2102	2308	2478	2648
非流动负债	5306	9157	9350	9350	9350
长期借款	4393	8422	8422	8422	8422
其他非流动负债	912	735	929	929	929
负债合计	13747	13029	13438	13660	13879
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	6	6	6	6	6
资本公积	6679	6325	6696	7227	7889
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6295	5813	6184	6715	7377
负债和股东权益	20042	18842	19622	20376	21257

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1097	1346	1535	1585	1653
净利润	582	-54	422	584	714
折旧摊销	302	301	343	339	335
财务费用	808	870	876	776	726
投资损失	-17	-23	-23	-23	-23
营运资金变动	-684	-270	15	19	22
其他经营现金流	106	522	-98	-109	-119
投资活动现金流	-52	1	245	32	42
资本支出	-91	-97	-100	-100	-100
长期投资	147	56	0	0	0
其他投资现金流	-108	43	345	132	142
筹资活动现金流	-1995	-1071	-876	-776	-726
短期借款	3735	-3859	0	0	0
长期借款	-4188	4028	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	25	-354	370	532	662
其他筹资现金流	-1567	-886	-1246	-1307	-1387
现金净增加额	-933	240	852	789	918

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13926	13052	14425	15488	16550
营业成本	5632	5136	5502	5813	6108
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	5600	5570	6331	6849	7382
管理费用	848	779	861	925	988
研发费用	206	243	216	232	248
财务费用	808	870	859	751	693
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	144	160	144	155	165
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-17	-23	-23	-23	-23
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1614	929	1442	1592	1740
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	934	197	704	973	1190
所得税	352	251	282	389	476
净利润	582	-54	422	584	714
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	582	-54	422	584	714
EBITDA	2043	1368	1906	2062	2217
EPS (元/股)	0.90	-0.08	0.65	0.90	1.11

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.0	-6.3	10.5	7.4	6.9
营业利润(%)	5.5	-42.4	55.2	10.4	9.3
归属母公司净利润(%)	-4.9	-109.2	886.3	38.2	22.3
获利能力					
毛利率(%)	59.6	60.6	61.9	62.5	63.1
净利率(%)	4.2	-0.4	2.9	3.8	4.3
ROE(%)	9.2	-0.9	6.8	8.7	9.7
ROIC(%)	7.0	-1.9	6.1	6.5	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	68.6	69.1	68.5	67.0	65.3
净负债比率(%)	123.1	132.1	110.4	89.9	69.4
流动比率	0.6	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.3	0.7	0.9	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	15.3	13.1	15.0	14.9	14.9
应付账款周转率	4.7	5.3	6.0	6.2	6.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	-0.08	0.65	0.90	1.11
每股经营现金流	1.70	2.09	2.38	2.45	2.56
每股净资产(最新摊薄)	9.75	9.01	9.58	10.40	11.43
估值比率					
P/E	15.6	-169.1	21.5	15.6	12.7
P/B	1.4	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.2	9.3	8.3	7.3	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 09 日收盘价

内容目录

一、H&H 国际控股：全家庭营养领导者，基本面拐点向上	6
1.1 历史复盘：覆盖全家庭营养，经营拐点向上	6
1.2 业务结构：ANC 稳健增长，BNC 强势反转，PNC 持续培育	7
1.3 股权结构高度集中，专业职业经理人机制	9
二、ANC：“1+3” 矩阵布局，全球扩张拓市场	11
2.1 保健品行业：高成长强竞争，把握内容电商渠道+细分功效局部机会	11
2.2 Swisse：“1+3” 产品矩阵布局，细分市场挖潜全球市场扩张	13
2.2.1 品牌端：澳洲及中国 VHMS 第一品牌，成功打造年轻时尚调性	13
2.2.2 产品端：1+3 矩阵布局，挖掘细分市场机遇	13
2.2.3 渠道端：龙头发力全渠道，全球市场寻增量	14
2.3 收入持续增长，盈利能力稳健	15
三、BNC：超高端市场扩份额，提高费效优化盈利	17
3.1 婴配粉行业：触底修复，持续高端化	17
3.2 合生元：新国标切换完成，超高端份额提升	18
3.3 高端化趋势下扩份额稳增长，费用优化盈利能力改善	20
四、PNC：发力高成长赛道，培育第三曲线	21
4.1 宠物行业：高成长赛道，品牌多机遇	21
4.2 Zesty Paws&Solid Gold：双品牌发力，定位高端市场	23
4.3 第三曲线培育期，调整后或加速	24
五、高额利息支出，降息周期受益	26
六、盈利预测和估值	26
风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司历史发展三大阶段	7
图表 2: 25Q1-3 ANC/BNC/PNC 收入占比 48.5%/36.8%/14.7%	8
图表 3: ANC 和 PNC 持续增长，BNC 收入增速在 2025 年前三季度转正	8
图表 4: 25Q1-3 公司收入同比增速转正	8
图表 5: 25H1 公司净利润转正	8
图表 6: 25Q1-3 中国大陆市场占比 71%	9
图表 7: 25Q1-3 中国大陆低基数下增速领先，其他地区持续扩张	9
图表 8: 公司股权结构图（截止 2025 年 6 月 30 日）	9
图表 9: 公司成立行政总裁办公室，采取轮值行政总裁制度	10
图表 10: 全球保健品市场持续扩容（亿美元）	11
图表 11: 中国保健品人均消费金额仍有数倍提升空间	11
图表 12: 保健品行业长尾效应显著	11
图表 13: 2019-2024 年保健品新增企业数量逐年增长	11
图表 14: 保健品渠道结构中电商占比大幅提升至约 60%	12
图表 15: 保健品电商渠道中新兴电商快速抢占传统电商份额	12
图表 16: 2024 年高潜成分麦角硫因、γ-氨基丁酸等成分爆火	12
图表 17: 2023 年 5 月-2024 年 4 月抖音高价格带保健品增速领先	12
图表 18: Swisse 代言人郑钦文“内在有底气，自然斯维诗” TVC	13
图表 19: Swisse 代言人迪丽热巴“自然健康，自有节奏” TVC	13
图表 20: Swisse “1+3” 品牌矩阵定位差异化细分人群	14
图表 21: 2024 年 Swisse 在天猫、京东稳居龙头，抖音排名第五	14
图表 22: Swisse 一般贸易渠道收入占比自 2018 年 9% 提升至 2024 年 22%	15
图表 23: Swisse 跨境电商渠道持续增长，2024 年一般贸易渠道承压	15
图表 24: 2024 年 ANC 业务中国大陆占比提升至约 65%	15
图表 25: 2024 年 Swisse 其他地区增速领先	15

图表 26:	公司 ANC 收入持续增长	16
图表 27:	ANC 毛利率、费用率同升, 2024 年经调整 EBITDA margin 达 21%.....	16
图表 28:	中国婴配粉行业规模超千亿元, 2025 年预期触底改善	17
图表 29:	25Q1 中国婴儿奶粉同比增长 2.3%	17
图表 30:	近年中国新生儿数量降至低位	17
图表 31:	中国婴配粉行业母婴渠道占比下降, 电商渠道占比提高	17
图表 32:	中国婴配粉行业高端及超高端占比高于中低端	18
图表 33:	中国婴配粉行业超高端价格带占比提升	18
图表 34:	中国婴配粉行业市场集中度提升	18
图表 35:	25H1 中国婴配粉行业进口品牌表现优于国产品牌	18
图表 36:	合生元奶粉及益生菌部分产品矩阵	19
图表 37:	奶粉行业大单品及差异化定位	19
图表 38:	25Q1-3 合生元婴配粉收入大幅增长 33.3%	20
图表 39:	合生元在中国大陆超高端市场份额持续提升	20
图表 40:	公司 BNC 收入承压多年, 25Q1-3 大幅改善	20
图表 41:	公司 BNC 盈利能力 2024 年触底, 25H1 预期修复	20
图表 42:	美国宠物行业市场规模超 1500 亿美元, 保持稳健增长	21
图表 43:	2025 年美国宠物家庭渗透率提升至 70% 以上	21
图表 44:	2024 年中国城镇犬猫消费市场规模超 3000 亿元	21
图表 45:	近年中国宠物市场以宠物猫数量增长驱动为主	21
图表 46:	2024 年中国宠主中 00 后占比迅速提升	22
图表 47:	中国宠物市场向三线及以下市场渗透	22
图表 48:	中国宠物品牌数量达数万个且保持高位 (个)	22
图表 49:	中国宠物行业品牌竞争激烈, 集中度仍低	22
图表 50:	中国宠物行业品类中主粮主导, 保健品占比尚低	23
图表 51:	中国宠物市场价格带中低端占比较高, 中高端及以上占比提升 (元)	23
图表 52:	Zesty Paws 部分产品矩阵	23
图表 53:	Solid Gold 部分产品矩阵	24
图表 54:	2024 年 PNC 北美/中国大陆市场收入 16/3 亿元	24
图表 55:	2024 年 PNC 北美/中国大陆市场收入占比 81%/18%	24
图表 56:	PNC 北美市场持续增长, 2024 年中国大陆短期调整	25
图表 57:	北美地区 Zesty Paws 稳健增长, Solid Gold 渠道产品调整	25
图表 58:	公司 PNC 业务培育中, 短期因调整增速放缓	25
图表 59:	公司 PNC 毛利率提升、投入增加、盈利能力改善	25
图表 60:	25H1 公司利息费用支出下降	26
图表 61:	美联储降息利好公司财务费用持续下行	26
图表 62:	H&H 国际控股收入拆分	27
图表 63:	H&H 国际控股盈利预测	27
图表 64:	可比公司估值	28

一、H&H 国际控股：全家庭营养领导者，基本面拐点向上

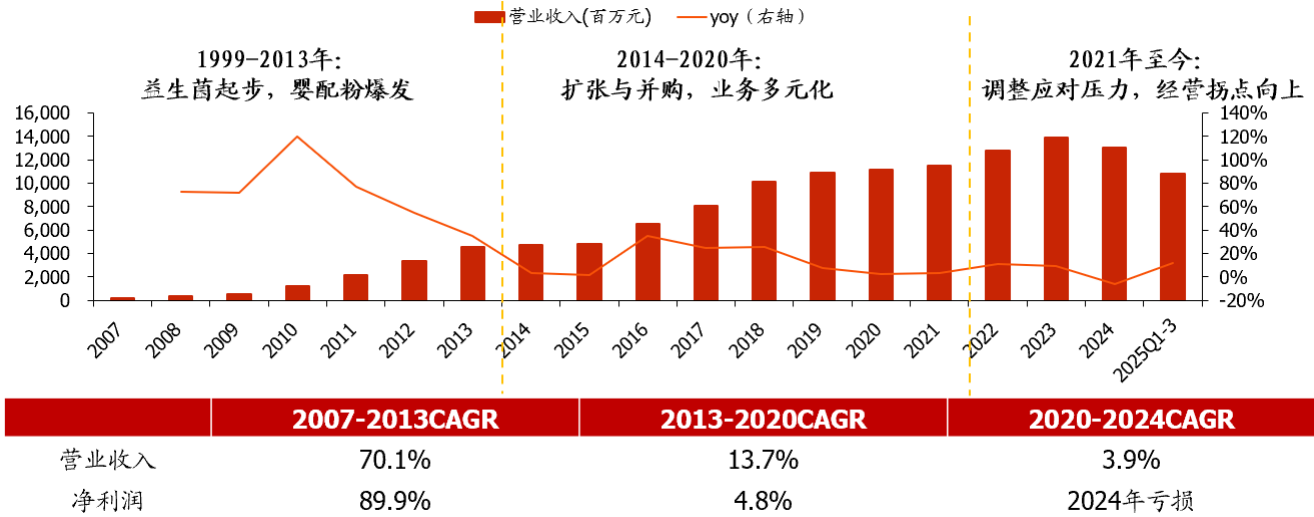
1.1 历史复盘：覆盖全家庭营养，经营拐点向上

1999-2013 年：益生菌起步，婴配粉爆发。1999 年合生元集团成立，2002 年与法国拉曼公司达成战略合作伙伴关系，在中国以“合生元”品牌经营益生菌产品，2002 年 11 月广东爆发“非典 SARS 病毒”，老百姓对健康保健的重视度提高；且公司借助媒体广告打造“宝宝少生病，妈妈少担心”的品牌形象，占领消费者心智，合生元益生菌迅速成为行业知名品牌。而后公司向婴配粉领域延伸，2008 年合生元婴幼儿配方奶粉上市，届时奶粉市场群雄林立，合生元高端定位给予渠道高激励，恰逢三鹿三聚氰胺事件于 2008 年爆发，国产奶粉品牌口碑受损，合生元通过“培养聪明 IQ、爱心 EQ、活力 PQ 全面发展的 Q 宝宝，BIOSTIME 法国合生元”的广告词成功突围，迎来高速增长。2013 年公司营收/净利润达 45.7/8.2 亿元，2007-2013 年复合增速 70.1%/89.9%，业绩端爆发式增长。

2014-2020 年：扩张与并购，业务多元化。在既有的母婴业务基础上，健合集团继续向保健品和宠物食品扩张版图，于 2015 年收购美国有机婴幼儿食品品牌 Healthy Times、澳洲领先自然健康品牌 Swisse；2016 年收购法国母婴护理用品品牌 Dodie；2020 年收购美国全方位宠物营养品牌 Solid gold；2021 年进一步收购美国线上高端宠物营养品公司 Zesty Paws。2017 年合生元集团更名为“健合集团”，目标全球营养补充品领导者。2020 年公司营收/净利润达 112.0/11.4 亿元，2013-2020 年复合增速 13.7%/4.8%，实现稳健增长。

2021 年至今：调整应对压力，经营拐点向上。近年来受到中国新生人口数量下滑影响，奶粉行业承压，公司奶粉业务承压明显，2024 年公司婴配粉收入同比-24.2%至 33.3 亿元。此外 2021-2024 年公司资产负债率维持在 69%~71%，高负债带来较高利息负担，2024 年利息支出达 8.7 亿元，加大利润端压力。但 25H1 婴配粉市场企稳，整体销售额同比+0.2%，而公司已顺利完成新国标过渡、发力新客拓展，公司中国大陆婴配粉收入同比+10.0%。债务方面公司债务结构优化，经调整融资成本降低，我们认为未来降息周期利息压力有望逐步缓解。2024 年公司营收/净利润达 130.5/-0.5 亿元，2020-2024 年复合增速 3.9%/转亏，短期经营承压，但公司积极调整，25Q1-3 营收增速同比+12.0%，基本面触底向上。

图表1: 公司历史发展三大阶段



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 业务结构: ANC 稳健增长, BNC 强势反转, PNC 持续培育

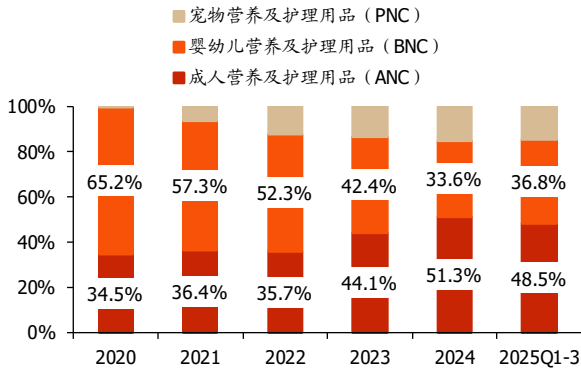
公司主要包括三大业务板块: 成人营养与护理用品(ANC)、婴幼儿营养与护理用品(BNC)、宠物营养与护理用品(PNC)。

成人营养与护理用品(ANC): 2015年收购Swisse,此时ANC在公司营收中占比仅17.6%; 2024年ANC收入67.0亿元,同比+9.0%,占比提升至51.3%。Swisse(斯维诗)旗下包括Swisse plus、Swisse me、Little Swisse等系列,布局保健品全品类。25Q1-3ANC收入52.4亿元,同比+5.2%,表现稳健。

婴幼儿营养与护理用品(BNC): 公司自婴幼儿营养领域起家,主要品牌合生元聚焦超高端婴幼儿配方奶粉(如派星系列)及婴幼儿营养补充品(婴童益生菌、乳铁蛋白+益生菌等),2024年BNC收入43.8亿元,同比-25.8%,在营收中占比33.6%。2021-2024年在新生儿数量减少的大背景下BNC业务持续承压,但25Q1-3受益于婴配粉市场整体企稳、公司市场份额提升,BNC实现收入39.7亿元,同比+24.0%,实现强势反转。

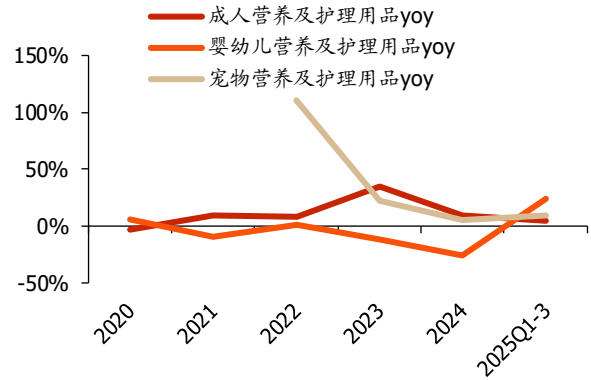
宠物营养与护理用品(PNC): 公司战略布局宠物营养业务,收购两大品牌Solid gold和Zesty Paws,Solid Gold定位高端宠物食品和营养品,Zesty Paws定位高端宠物营养市场。PNC业务在公司营收中占比持续提升,2024年收入19.7亿元,同比+5.3%,占比达15.1%。25Q1-3PNC收入15.9亿元,同比+8.8%,短期受渠道及产品结构调整影响,调整完成后或迎加速。

图表2: 25Q1-3 ANC/BNC/PNC 收入占比 48.5%/36.8%/14.7%



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

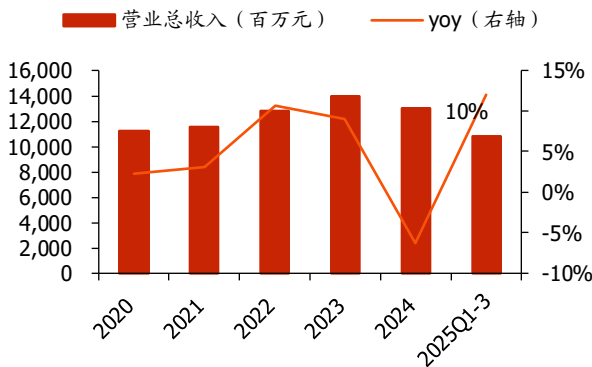
图表3: ANC 和 PNC 持续增长, BNC 收入增速在 2025 年前三季度转正



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

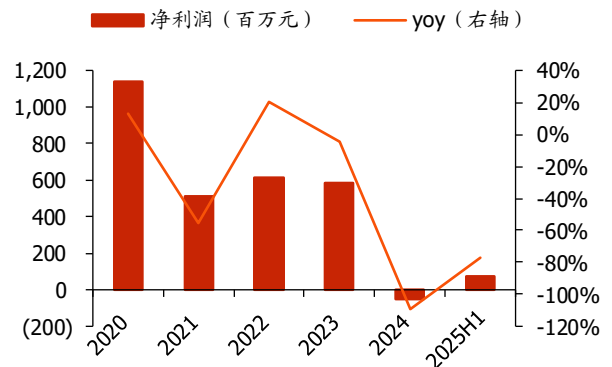
营业收入增速承压后转正, 盈利能力步入修复向上轨道。2023 年以前公司业务多元化及全球化扩张带来营业收入持续增长, 2024 年因 BNC 业务下滑幅度较高而承压, 而利润端在收入承压、利息支出增加等影响下压力更显著, 2024 年公司经调整后可比纯利 5.4 亿元, 同比降幅达 30.5%。但 25H1 公司实现营收/净利润 70.2/0.7 亿元, 同比+4.9%/-76.8%, 收入同比增速转正、净利润转正; 25Q3 收入增速环比提升至 28.1%, 基本面趋势向上, 我们预计利润端亦有望随着规模效应、降息等持续修复。

图表4: 25Q1-3 公司收入同比增速转正



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

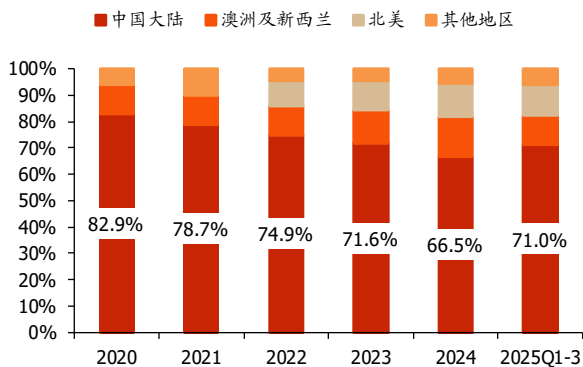
图表5: 25H1 公司净利润转正



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

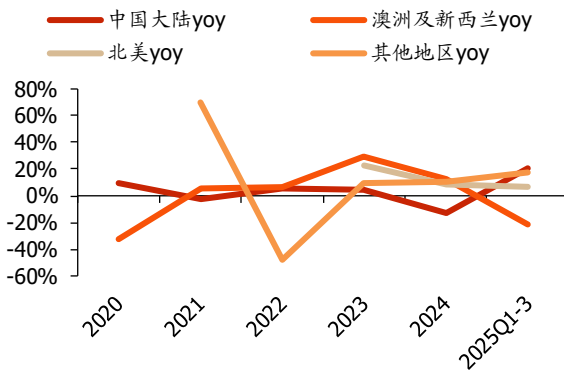
深耕中国大陆, 拓展新兴市场。2024 年中国大陆/澳洲及新西兰/北美/其他地区收入 86.9/20.1/16.2/7.3 亿元, 同比-12.9%/+12.2%/+8.2%/+10.7%, 在公司营收中占比 66.5%/15.4%/12.4%/5.6%。中国大陆是公司 ANC 和 BNC 业务的主要市场, PNC 业务培育中; 澳洲及新西兰市场以 ANC Swisse 品牌为主; 北美市场以 PNC Solid gold 和 Zesty Paws 品牌为主; 其他地区主要为 ANC 和 PNC 业务的扩张。分地区来看, 中国大陆地区 2024 年在需求疲软大环境下表现承压, 25Q1-3 在各地区中增速领先, 其中 ANC 收入同比+15.7%, 婴配粉收入同比+35.2%, 表现亮眼; 澳洲及新西兰市场 25Q1-3 收入下滑, 主要因代购业务下滑影响, 澳洲本土市场同比+8.9%表现稳健; 北美地区受益于宠物市场持续成长及高端化趋势、公司主动扩张电商和零售商渠道, 保持稳健增长; 其他市场持续扩张, 其中亚洲 9 个扩张市场 25Q1-3 收入同比+64.4%, 增长强劲。

图表6: 25Q1-3 中国大陆市场占比 71%



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 25Q1-3 中国大陆低基数下增速领先, 其他地区持续扩张

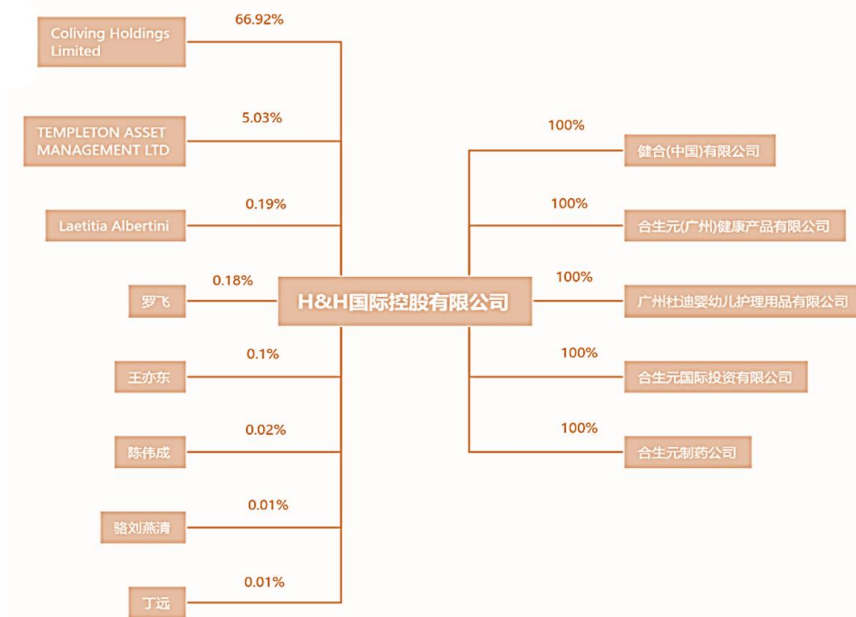


资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 股权结构高度集中, 专业职业经理人机制

股权结构高度集中, 控股股东持股比例 **67%**。公司股权结构高度集中, 控股股东 Coliving Holdings Limited 持股比例达 66.9%, 持股结构稳定。子公司布局聚焦健康产业, 覆盖母婴健康、护理、投资等板块, 在营养健康领域进行横向扩张。

图表8: 公司股权结构图 (截止 2025 年 6 月 30 日)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

成立行政总裁办公室, 国际化高管团队经验丰富。公司成立行政总裁办公室, 由北美及欧洲区行政总裁、亚洲澳洲及新西兰区行政总裁、中国区行政总裁依次担任轮值行政总裁, 并由公司首席财务及运营官、首席人才官及董事会主席担任常任成员。公司管理团队具备国际化视野与复合专业背景, 深度绑定业务扩张需求; 同时通过动态轮岗制度与多维度考核激活管理效能, 并实现全球市场策略协同。

图表9: 公司成立行政总裁办公室, 采取轮值行政总裁制度

姓名	职务	加入公司时间	年龄	简介
Akash Bedi	轮值行政总裁, 欧洲、北美、中东及印度地区首席执行官	2018 年 7 月	42	轮值行政总裁, 亦担任欧洲、北美、中东及印度地区首席执行官。曾任公司战略与公司事务高级总监、首席战略及运营官、署理行政总裁, 成功领导及管理 Swisse 在印度及中东市场的业务, 亦领导整合 Solid Gold 及 Zesty Paws 等宠物营养品牌。曾任汇丰全球消费者及零售总监, 从事并购交易。
李凤婷	中国区首席执行官	2018 年 5 月	41	公司三位轮值集团行政总裁之一。曾任公司成人营养及护理用品中国区销售及营销总经理。于快速消费品销售、营销及全渠道管理拥有逾 10 年经验。曾任职于中国及新加坡宝洁。
Nicholas Russell Lamande Mann	亚洲、澳洲及新西兰地区首席执行官	2017 年 9 月	52	公司三位轮值集团行政总裁之一。曾任澳洲及新西兰销售总监、澳洲及新西兰董事总经理。曾就职于如吉列、摩托罗拉、Foster's Group 及 Treasury Wine Estates 等公司, 担任高级销售、营销及整体管理要职。
张琦章	首席人才官, 首席信息技术及战略官	2014 年 6 月	41	行政总裁办公室常任成员。曾任公司合生元品牌事业部市场营销总监兼品牌与会员创新中心总监、整合营销创新中心总监、新兴业务事业部总经理、英国地区总经理。曾任中国宝洁市场部品牌经理。
王亦东	首席财务官	2016 年 5 月	52	行政总裁办公室常任成员。拥有逾 20 年财务管理、会计及企业融资经验。曾任德国消费品龙头公司 Henkel AG&Co.KGaA(汉高)全球副总裁兼亚太区首席财务官, 于香港、纽约及北京的 LG.飞利浦、摩根大通及中国商务部担任多个管理及银行职位。

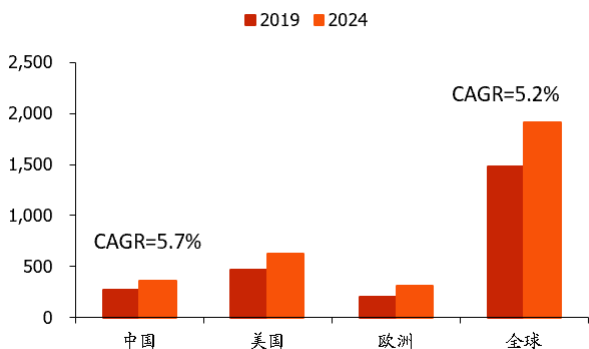
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

二、ANC：“1+3”矩阵布局，全球扩张拓市场

2.1 保健品行业：高成长强竞争，把握内容电商渠道+细分功效局部机会

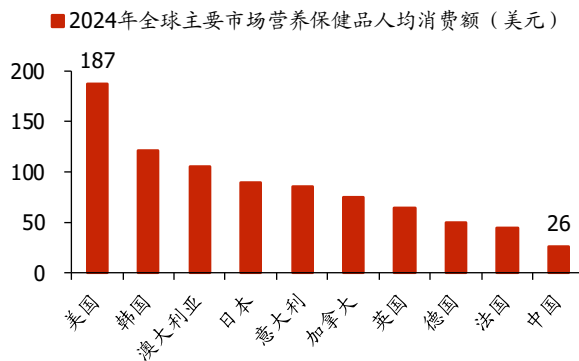
保健品长青赛道全球市场扩容，中国市场仍处于成长期。参考美国、欧洲等成熟市场，保健品市场在达到高渗透率、成熟阶段后规模仍持续增长，保健品行业为消费水平提升、健康意识提升、人口老龄化下的长青赛道。根据仙乐健康公司公告，2024年中国营养保健食品市场规模达362亿美元，而美国市场规模达630亿美元；从人均消费额来看，中国人均消费额仅26美元，远低于美国人均消费额187美元，亦显著低于其他发达国家市场，中国保健品行业仍处于成长期，未来尚有广阔发展空间。

图表10: 全球保健品市场持续扩容 (亿美元)



资料来源: 仙乐健康公司公告, 国盛证券研究所

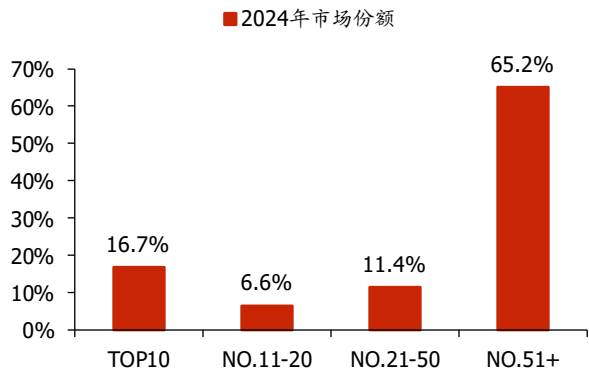
图表11: 中国保健品人均消费金额仍有数倍提升空间



资料来源: 仙乐健康公司公告, 国盛证券研究所

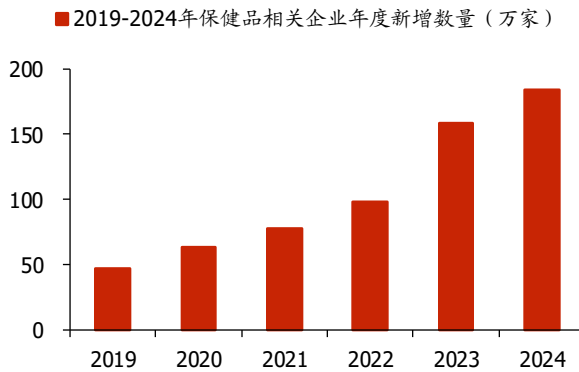
行业竞争激烈，市场集中度偏低。根据魔镜洞察数据，2024年保健品电商市场份额中TOP10品牌市占率合计为16.7%，No.11-20和No.21-50的品牌份额仅6.6%和11.4%，而No.51+的品牌份额合计达65.2%，长尾效应明显。且2019-2024年保健品相关企业年度新增数量逐年递增，根据新京报，2024年新增企业数量达183.7万家，品牌商竞相入局，行业竞争激烈。

图表12: 保健品行业长尾效应显著



资料来源: 魔镜洞察, 国盛证券研究所

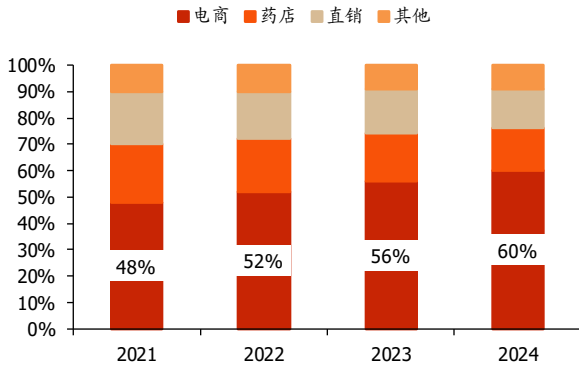
图表13: 2019-2024年保健品新增企业数量逐年增长



资料来源: 新京报, 国盛证券研究所

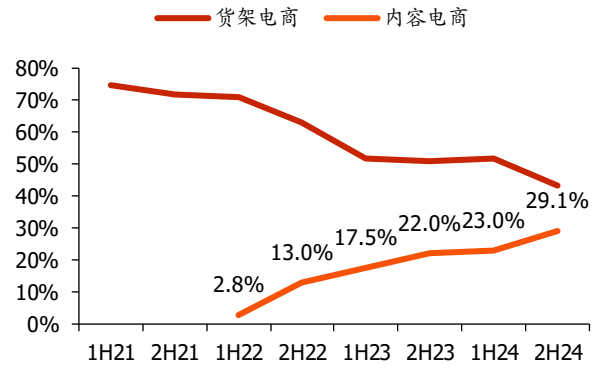
渠道端：电商渠道占比提升至约 60%，内容电商渠道崛起占据重要战略地位。在行业整体扩容、竞争激烈的大背景下，我们认为当下渠道演变带来结构性成长机遇。根据 Early Data，2024 年保健品渠道中，电商/药店/直销/其他占比分别为 60%/16%/15%/9%，电商占比远高于其他渠道且保持提升趋势。而电商渠道内部亦有分化，24H2 内容电商/货架电商占比 29.1%/43.3%，内容电商占比低但快速提升，为保健品增速最亮眼的渠道，给新锐品牌起步期带来的渠道红利。

图表14: 保健品渠道结构中电商占比大幅提升至约 60%



资料来源: Early Data, 国盛证券研究所

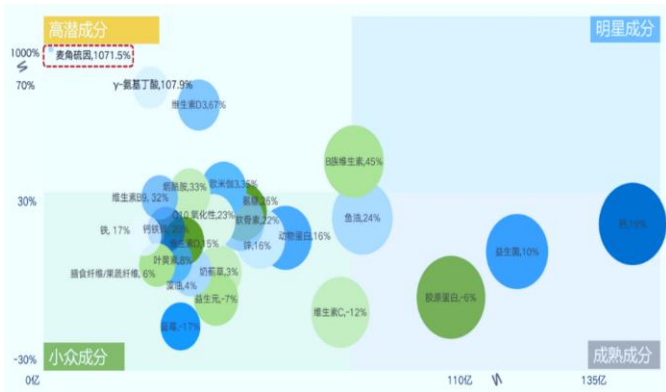
图表15: 保健品电商渠道中新兴电商快速抢占传统电商份额



资料来源: Early Data, 国盛证券研究所

产品端：功能细分化专业化，价格带 K 型分化。保健品产品端呈现“多元化、场景化”趋势，2024 年麦角硫因、 γ -氨基丁酸、维生素 D3 等成分爆火，成分功效持续创新、细分。从价格带来看，根据蝉魔方数据，300 元以上价格带增速大幅高于其他价格带，消费者对高单价产品具备强支付能力；同时 100-200 元价格带在高体量下仍保持高增长，保健品呈现显著的 K 型分化特征。

图表16: 2024 年高潜成分麦角硫因、 γ -氨基丁酸等成分爆火



资料来源: Early Data, 国盛证券研究所

图表17: 2023 年 5 月-2024 年 4 月抖音高价格带保健品增速领先



资料来源: 蝉魔方, 国盛证券研究所

2.2 Swisse: “1+3” 产品矩阵布局，细分市场挖潜全球市场扩张

2.2.1 品牌端：澳洲及中国 VHMS 第一品牌，成功打造年轻时尚调性

澳洲 VHMS 第一品牌，全资收购后成长 **VHMS** 第一。Swisse 品牌创立于 1969 年，企业家 Kevin Ring 了解各国天然药物的最新发展后自创一系列草药及维生素营养补充剂，1991 年推出 Swisse 女性复合维生素，4 年后推出男性复合维生素，成为公司的明星大单品之一，截止 2025 年第三季度 Swisse 销量和销售额在澳洲 VHMS（维生素和矿物补充剂）市场稳居第一。2015 年 9 月合生元集团以 13.86 亿澳元买入 Swisse 83% 的股权，2016 年 12 月以 3.11 亿澳元收购剩余 17% 的股权，实现全资控股。2016H1 Swisse 官方进驻中国各大电商平台，并开设官方旗舰店；2017H1 Swisse 陆续进驻中国线下实体店，进入商场、超市、药店、母婴店等，截止 2025 年第三季度 Swisse 为中国内地 VHMS 市场第一。

成功打造年轻时尚品牌，升级探索情绪共鸣。Swisse 凭借全球优质原料、澳洲 VHMS 第一品牌的声誉打开中国市场。此后公司提出“自然健康新时尚”的品牌主张，在社媒平台上与时尚、运动等垂直领域的 KOL 合作；在时尚领域举办系列活动，邀请代言人迪丽热巴等知名明星出席，多维度营销扩大品牌在年轻消费者中的口碑和认知度。2025 年 4 月 Swisse 启动“内在有底气，自然斯维诗”全新品牌升级，以品牌全球代言人郑钦文主演 TVC；2025 年 9 月升级品牌主张为“斯维诗，自然更健康”，以代言人迪丽热巴发布“自然健康，自有节奏”TVC，在情绪消费趋势日益显著的背景下积极探索消费者共鸣，在年轻时尚的基础上更突出自然健康的体魄和积极稳定的内在底气。

图表18: Swisse 代言人郑钦文“内在有底气，自然斯维诗”TVC



资料来源: HH 健合集团微信公众号, 国盛证券研究所

图表19: Swisse 代言人迪丽热巴“自然健康，自有节奏”TVC



资料来源: HH 健合集团微信公众号, 国盛证券研究所

2.2.2 产品端：1+3 矩阵布局，挖掘细分市场机遇

“1+3” 品牌矩阵布局，把握细分市场机遇。Swisse 品牌旗下包括家庭营养、口服美容、护肤系列，在营养补充剂市场全品类布局，但消费者对功能的诉求日益细分化、多元化，公司在精准洞察消费者需求的基础上打造“1+3”品牌矩阵，除 Swisse 品牌外，推出科技奢养超高端营养品牌 Swisse PLUS、年轻的生活方式营养品牌 Swisse Me、针对儿童健康需求品牌 Little Swisse，其中 Swisse PLUS 系列以高消费人群为目标群体，在保健品 K 型分化趋势下，凭借强功能抢占增速最高的超高端市场，把握抗衰赛道风口；Swisse Me 产品包括功能性软糖、直饮粉、微泡片等新剂型，主要满足年轻群体“快乐养生”诉求；Little Swisse 瞄准儿童营养市场，提出“精准营养到位，宝宝天赋就位”。保健品品类 SKU 众多，我们认为 1+3 矩阵布局有助于把握不同细分人群，抓住各个细分市场成长机会。

图表20: Swisse “1+3” 品牌矩阵定位差异化细分人群



资料来源: Swisse 官网, 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

2.2.3 渠道端: 龙头发力全渠道, 全球市场寻增量

Swisse 为天猫、京东渠道第一品牌, 抖音平台位居第五。2024 年 Swisse 在天猫、京东、抖音平台份额分别达 6.4%、7.4%、2.1%, 天猫、京东平台稳居第一, 抖音平台位列第五。我们认为未来 Swisse 在高品质澳洲进口品牌力支撑、年轻化营销运营、全品类产品矩阵布局及高效推新支持下有望保持高速增长, 抢占更高份额。

图表21: 2024 年 Swisse 在天猫、京东稳居龙头, 抖音排名第五

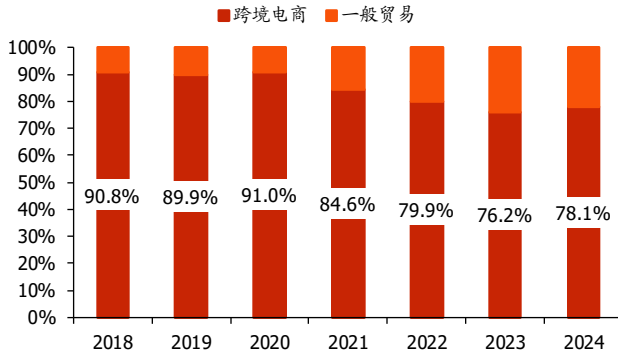
平台	排名	品牌名称	市占率	TOP 产品
天猫	1	Swisse	6.4%	二代护肝片奶蓟草片
	2	汤臣倍健	3.7%	星钻蛋白质粉
	3	健安喜	1.5%	女性30+每日营养包
	4	Wonderlab	1.3%	益生菌小蓝瓶
	5	益节	1.3%	氨糖软骨素绿瓶
	京东	1	Swisse	7.4%
2		汤臣倍健	5.7%	钙维生素D维生素K软胶囊
3		同仁堂	2.7%	蜂胶黄芪软胶囊
4		Inne	2.5%	小金条钙镁锌
5		善存	2.3%	女士多维片
抖音		1	诺特兰德	5.3%
	2	仁和	3.3%	DHA核桃油
	3	五个女博士	3.2%	胶原蛋白肽维C饮
	4	Wonderlab	2.9%	S100益生菌
	5	Swisse	2.1%	奶蓟草净化片

资料来源: 魔镜洞察, 国盛证券研究所

一般贸易渠道扩张, 短期承压等待修复。Swisse 中国跨境电商渠道持续增长, 2017 年开始布局一般贸易产品, 向全国商超、药店、美妆店和母婴店铺货, 多渠道扩张拓展增量。一般贸易渠道在 2018 年占比仅 9%, 2024 年占比提升至 22%, 但 2024 年因线下药店

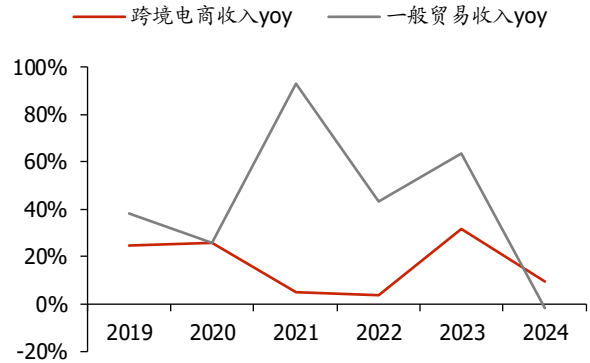
渠道承压，一般贸易渠道销售额同比-1.7%。根据公司公告，2023 年 Swisse 在一般贸易渠道市场份额占比仅 2.6%，显著低于电商平台 8.0%的份额，未来若线下渠道修复，Swisse 一般贸易渠道有望顺势扩张贡献更高增量。

图表22: Swisse 一般贸易渠道收入占比自 2018 年 9%提升至 2024 年 22%



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

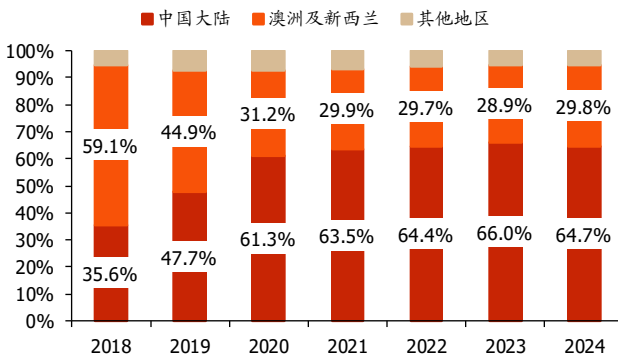
图表23: Swisse 跨境电商渠道持续增长, 2024 年一般贸易渠道承压



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

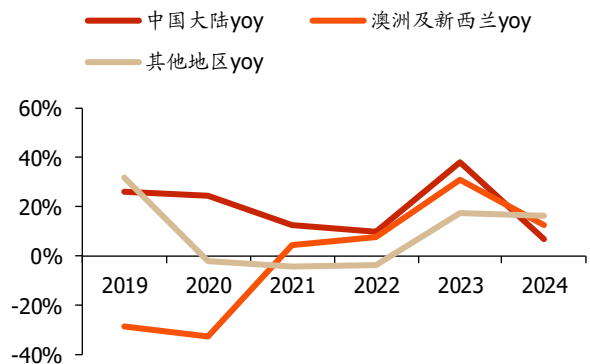
核心市场中国大陆占比提升至 65%，亚洲市场扩张取得进展。中国大陆市场持续增长，在 ANC 业务收入占比从 2018 年 36%提升至 2024 年 65%，成为 Swisse 第一大市场且远高于其他区域；澳洲及新西兰市场在经历 2019-2020 年下滑后，2021-2024 年持续增长，2024 年占比约 30%；此外 Swisse 推进全球市场扩张，2024 年在中国香港、泰国、马来西亚、印度及中东等亚洲市场取得可观增速，其他地区增速领先，占比提升至 5%。

图表24: 2024 年 ANC 业务中国大陆占比提升至约 65%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表25: 2024 年 Swisse 其他地区增速领先



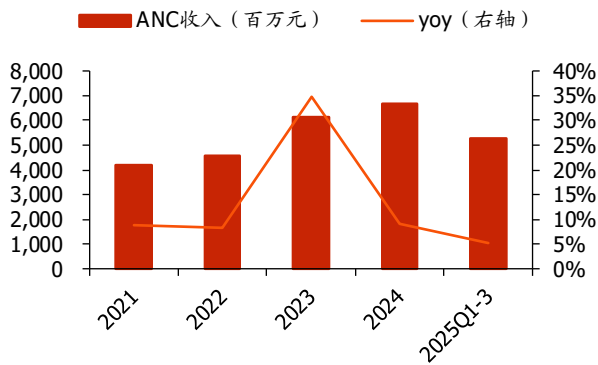
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 收入持续增长，盈利能力稳健

ANC 收入稳健增长，毛利率、费用率同升，2024 年经调整 EBITDA margin 达 21%。受益于 Swisse “1+3” 矩阵布局拓展不同细分市场、全球新兴市场拓展获取增量，2024 年公司 ANC 业务收入达 67.0 亿元，同比+9.0%；25Q1-3 收入 52.4 亿元，同比增速 5.2%，收入稳健增长。由于 Swisse PLUS 超高端系列占比提升，产品结构优化，ANC 毛利率持续提升；但受渠道结构变化影响，抖音等内容电商平台费率偏高，ANC S&D 费用

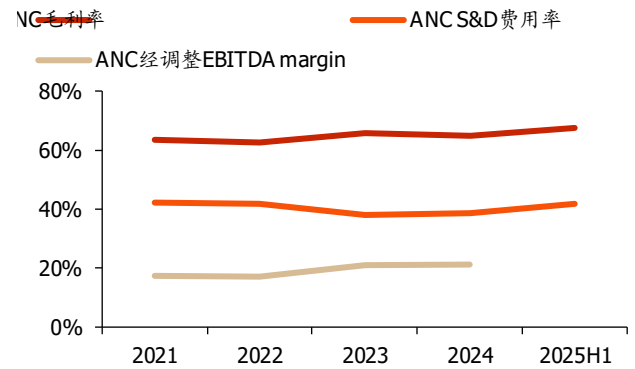
率亦略有提升;整体来看,2024年ANC经调整EBITDA margin为21.2%,同比+0.3pct,盈利能力稳健。

图表26: 公司ANC收入持续增长



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表27: ANC毛利率、费用率同升, 2024年经调整EBITDA margin达21%



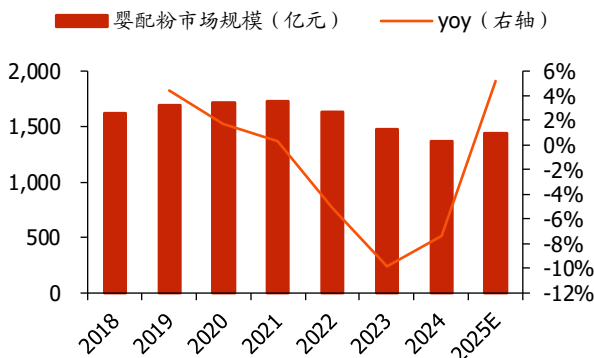
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

三、BNC：超高端市场扩份额，提高费效优化盈利

3.1 婴配粉行业：触底修复，持续高端化

婴配粉行业存量竞争，2025年触底修复。根据易观数据，婴配粉行业规模自2022年以来持续下降，2024年婴配粉市场规模1367亿元，同比-7.4%，行业整体呈存量竞争态势。但尼尔森数据显示25Q1婴儿奶粉销售额同比+2.3%，2025年行业预期触底修复。

图表28：中国婴配粉行业规模超千亿元，2025年预期触底改善



资料来源：易观，国盛证券研究所

图表29：25Q1 中国婴儿奶粉同比增长 2.3%

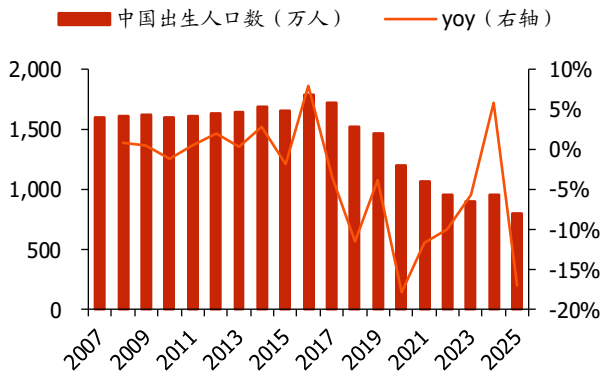
全渠道 | 母婴行业主要品类 | 销售额同比增幅 (过去12个月 vs. 2025年Q1)

	过去12个月	25Q1
婴儿奶粉	-0.9%	+2.3% ↑
羊奶粉	-1.5%	-2.6%
纸尿裤	+0.2%	+6.3% ↑
婴儿辅食	-15.4%	-9.9% ↑

资料来源：尼尔森 IQ，国盛证券研究所

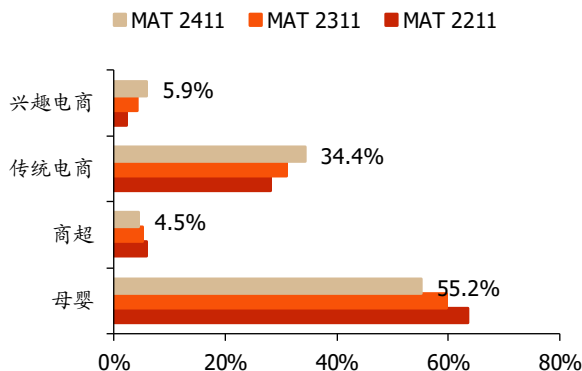
销量：新生儿人口下降短期需求承压，电商渠道占比持续提升。中国新生儿人口数量于2016年见顶，2017-2023年持续下降，影响母婴行业整体需求。2024年新生儿人口数量触底反弹，带动婴配粉市场需求边际修复，但2025年新生儿人口数量再降至新低，短期婴配粉市场整体或仍有压力。分渠道来看，根据尼尔森数据，2024年前11个月母婴/商超/传统电商/兴趣电商渠道占比分别为55%/5%/34%/6%，母婴仍为第一大渠道，但占比逐年下降，电商渠道占比持续提升。

图表30：近年中国新生儿数量降至低位



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表31：中国婴配粉行业母婴渠道占比下降，电商渠道占比提高

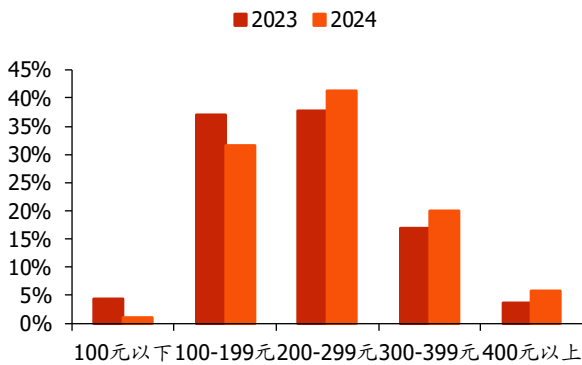


资料来源：尼尔森 IQ，国盛证券研究所

吨价：高端超高端占比近70%，持续高端化升级。根据艾媒咨询数据，2024年200元以上的高端及超高端奶粉在行业中占比67%，占据行业主要份额，且占比仍在提升；根据尼尔森 IQ 数据，2024年超高端价格带占比从33%提升至37%，奶粉行业高端化趋

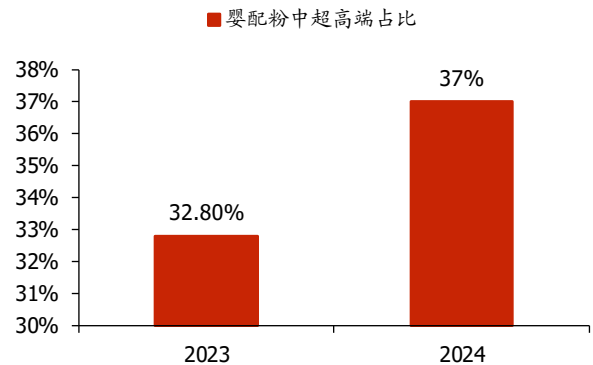
势突出。我们认为供给端存量竞争背景下企业发力超高端提振利润表现，需求端“优生优育”，政策端育儿补贴等政策相继推出，均有望共同推动奶粉市场持续高端化发展。

图表32: 中国婴配粉行业高端及超高端占比高于中低端



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

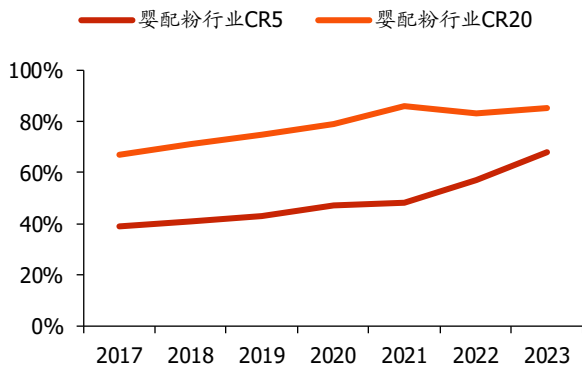
图表33: 中国婴配粉行业超高端价格带占比提升



资料来源: 尼尔森 IQ, 国盛证券研究所

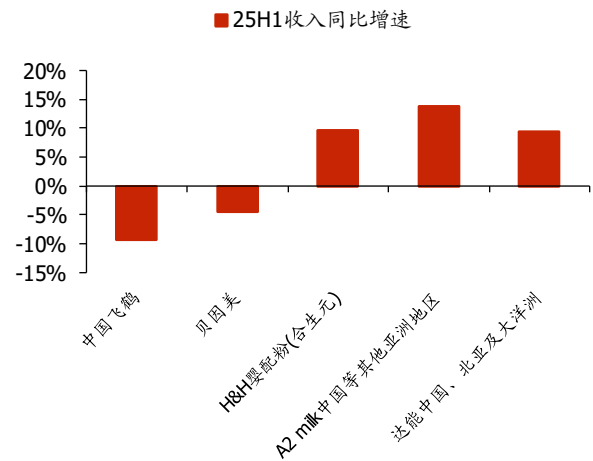
行业集中度提升, 25H1 进口表现优于国产。根据易观数据, 2023 年奶粉行业 CR5/CR20 为 68%/85%, 行业集中度提升, 龙头份额提高。25H1 内资品牌中中国飞鹤、贝因美收入同比-9.4%、-4.4%, 而进口品牌合生元、A2 中国等其他亚洲地区、达能中国北亚及大洋洲地区收入分别同比+9.6%、+13.9%、+9.5%, 进口品牌表现优于国产品牌, 我们认为主要为跨境等渠道高增长、外资品牌价盘严格管控并发力渠道下沉等取得成效。

图表34: 中国婴配粉行业市场集中度提升



资料来源: 易观, 国盛证券研究所

图表35: 25H1 中国婴配粉行业进口品牌表现优于国产品牌



资料来源: wind, 各公司财报, 国盛证券研究所
注: 其中 A2 milk 为 2025 财年数据 (2024/7/1-2025/6/30)

3.2 合生元: 新国标切换完成, 超高端份额提升

合生元定位高端母婴营养品牌, 自益生菌起家向奶粉、营养品延伸。公司 BNC 业务旗下为“合生元”品牌, 1999 年合生元集团创立于广州, 早期以“益生菌”单品打开母婴市场, 而后延伸至奶粉等, 如今产品矩阵覆盖婴配粉、益生菌、营养补充剂三大板块。品牌定位高端, 整合全球优质资源, 以强大科研实力为支撑。

图表36: 合生元奶粉及益生菌部分产品矩阵

产品	价格(元)	规格	适用群体
派星一段婴幼儿奶粉	318	一罐*800克	6个月以下
派星二段婴幼儿奶粉	318	一罐*800克	6-12个月
派星三段婴幼儿奶粉	318	一罐*800克	12-36个月
儿童成长配方小学生奶粉	158.8	一罐*800克	3岁+
益生菌固体饮料	198	30袋	全年龄段
益生菌饮料 小滴瓶型	298	一瓶*8ml	0岁及以上
小金盾调制乳粉	338	一盒*90g	3岁

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

“派星”系列定位超高端，特色配方叠加速溶使用体验。奶粉市场大单品凭借差异化配方吸引目标客群，合生元“派星”系列采用法国诺曼底和芬兰的进口奶源，采用OPO与天然乳脂的“黄金组合”，脂肪结构更贴近母乳，提高关键营养成分的吸收效率；添加“6倍乳桥蛋白LPN”，乳桥蛋白LPN为免疫蛋白，激活宝宝原生保护力；同时含5重HMO母乳低聚糖，加固宝宝肠道屏障，被誉为“初乳营养天花板”。在使用中，合生元派星系列奶粉溶解度最高，不易吐奶，优化宝宝体验，成功实现超高端占位。

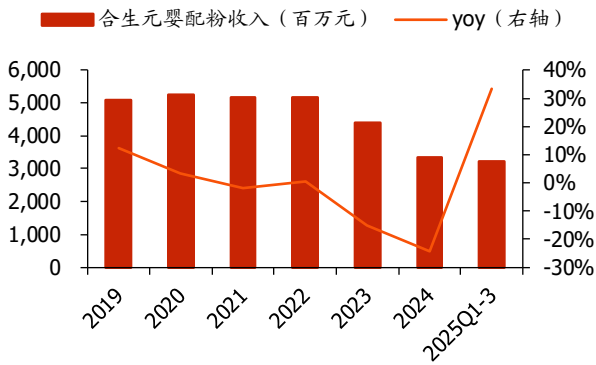
图表37: 奶粉行业大单品及差异化定位

品牌	规格(g)	单价(元)	产品特点	
合生元派星一段	800	318	6倍乳桥蛋白LPN，初乳营养天花板	
皇家美素佳儿一段	800	375	源自荷兰有机自家农场，有机第一层乳脂精华	
飞鹤星飞帆卓睿	750	305.4	更适合中国宝宝体质	
伊利金领冠育护	900	181	聪明妈妈选育护，5大脑磷脂	

资料来源: 天猫, 天猫国际, 国盛证券研究所

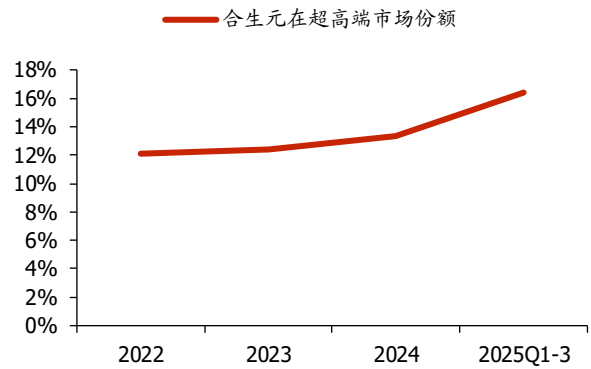
新旧国标切换完成，超高端市场份额提升。25H1合生元顺利完成奶粉新国标过渡，且公司持续通过电商及婴幼儿专卖店教育新手妈妈，推动新客引流及产品销量回暖。25Q1-3公司婴配粉收入同比大幅增长33.3%，且合生元在中国大陆超高端婴配粉市场份额从2024年的13.3%提升至2025年前三季度的16.4%，在低基数下取得亮眼修复，未来奶粉大盘企稳、公司将持续发力抢占更高市场份额。

图表38: 25Q1-3 合生元婴配粉收入大幅增长 33.3%



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表39: 合生元在中国大陆超高端市场份额持续提升

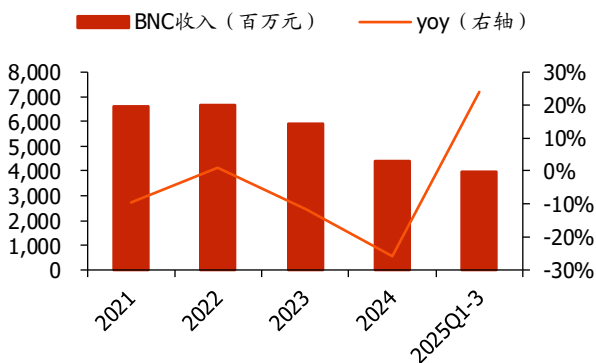


资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

3.3 高端化趋势下扩份额稳增长, 费用优化盈利能力改善

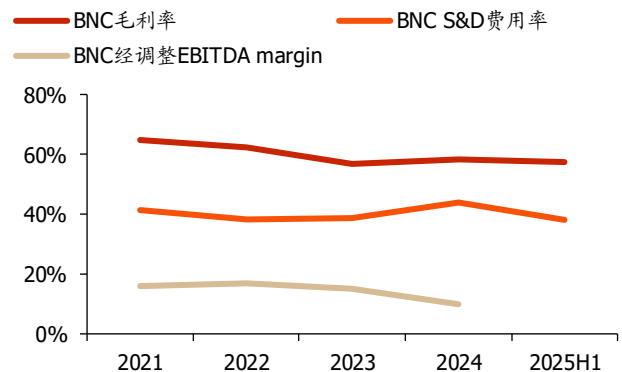
25Q1-3 触底改善表现亮眼, 持续扩份额提费效改善盈利。2022-2024 年公司 BNC 收入在大环境下持续承压, 2024 年收入规模降至 43.8 亿元, 同比-25.8%; 25Q1-3 收入 39.7 亿元, 同比+24.0%, 迎触底改善。利润端, 2024 年新旧国标替换后为获取新客公司 BNC 业务费用率显著上行, 盈利能力短期承压。我们预计未来 BNC 业务受益于奶粉行业高端化趋势、公司发力抢占更高份额, 收入端有望保持稳健增长; 同时费用端优化将提振公司盈利能力。

图表40: 公司 BNC 收入承压多年, 25Q1-3 大幅改善



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表41: 公司 BNC 盈利能力 2024 年触底, 25H1 预期修复



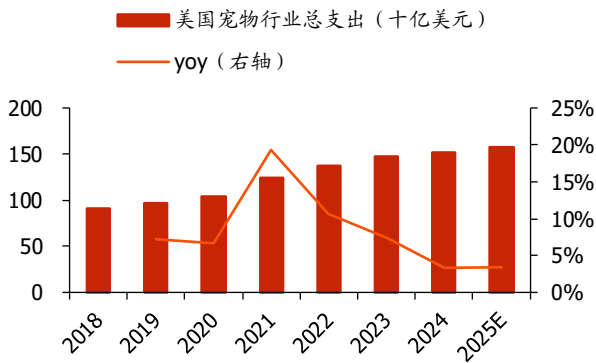
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

四、PNC：发力高成长赛道，培育第三曲线

4.1 宠物行业：高成长赛道，品牌多机遇

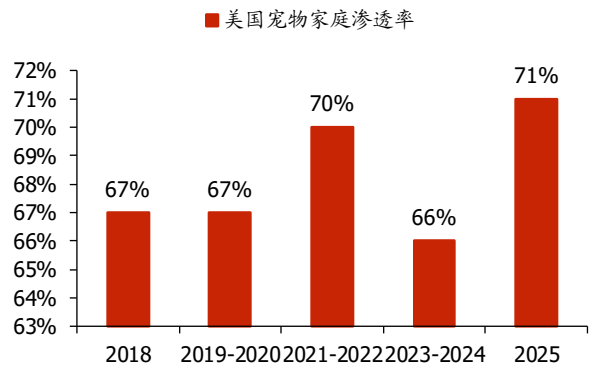
美国宠物行业稳健增长，人群高渗透。据全球宠业出海洞察，2024年美国宠物行业总支出达1519亿美元，同比+3.3%，2025年预期保持低个位数增长；2024年美国宠物家庭渗透率达66%，2025年预期进一步提高至71%。参考成熟市场经验，宠物行业中长期均有望保持稳健增长。

图表42：美国宠物行业市场规模超1500亿美元，保持稳健增长



资料来源：全球宠业出海洞察，国盛证券研究所

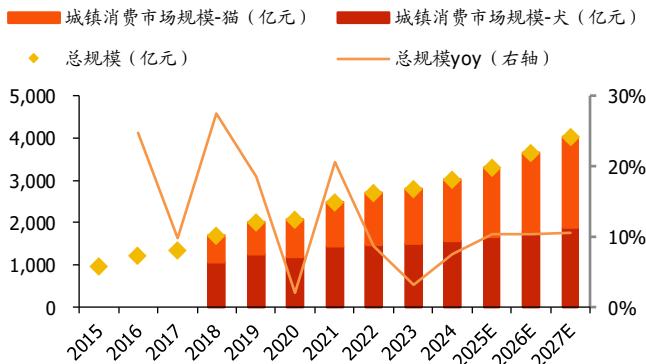
图表43：2025年美国宠物家庭渗透率提升至70%以上



资料来源：全球宠业出海洞察，国盛证券研究所

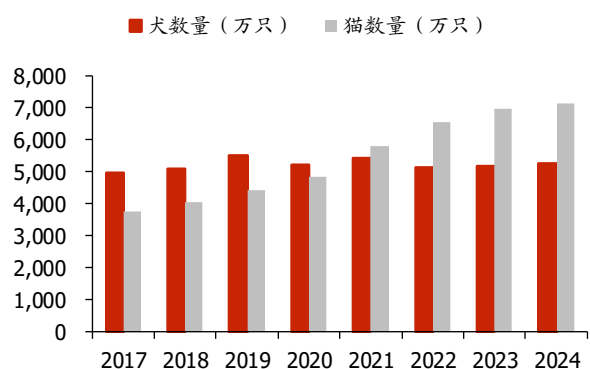
中国宠物行业成长期，年轻群体&下沉市场渗透。据消费者报道，2024年中国城镇犬猫消费市场规模总计3002亿元，同比+7.5%，市场仍在成长期，以宠物猫数量增长驱动为主。在用户画像中，00后占比从2023年10.1%快速提升至2024年25.6%，年轻群体为宠物市场消费主力；且三线及以下市场宠物主占比自2020年20.4%提升至2023年30.0%，宠物经济有望在下沉市场渗透。

图表44：2024年中国城镇犬猫消费市场规模超3000亿元



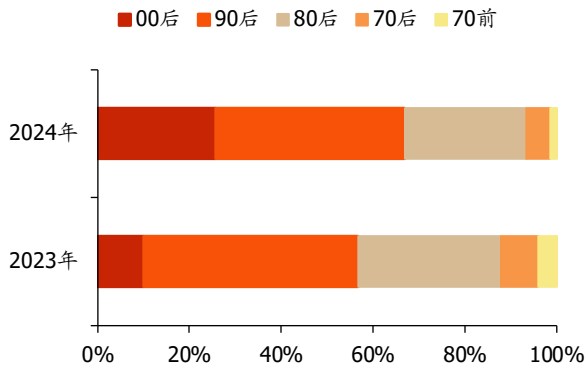
资料来源：消费者报道，国盛证券研究所

图表45：近年中国宠物市场以宠物猫数量增长驱动为主



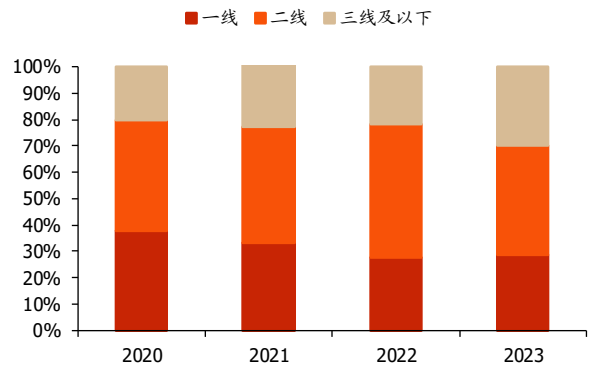
资料来源：消费者报道，国盛证券研究所

图表46: 2024年中国宠主中00后占比迅速提升



资料来源: 消费者报道, 国盛证券研究所

图表47: 中国宠物市场向三线及以下市场渗透



资料来源: 消费者报道, 国盛证券研究所

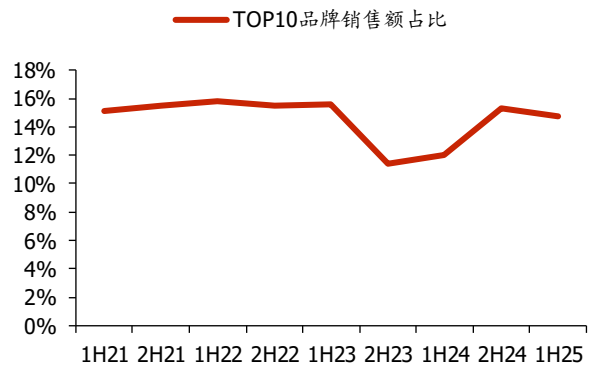
行业集中度仍低, 品牌方成长机遇期。当前中国宠物行业集中度尚低, 宠物品牌数量达数万个, 据炼丹炉数据, 25H1 TOP10 品牌销售额占比仅 14.7%, 我们认为行业成长期机遇众多, 品牌方在行业红利下均有高成长机会, 未来宠物食品细分领域或受益于消费者黏性更高、规模效应等实现集中度更快提升。

图表48: 中国宠物品牌数量达数万个且保持高位(个)



资料来源: 炼丹炉, 国盛证券研究所

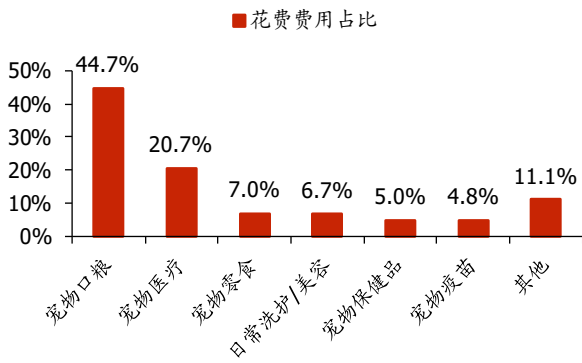
图表49: 中国宠物行业品牌竞争激烈, 集中度仍低



资料来源: 炼丹炉, 国盛证券研究所

宠物食品主导、宠物保健品消费有待培育, 价格带中低端为主、消费升级进行中。分品类来看, 消费者花费费用中宠物口粮、宠物零食、宠物保健品占比分别为 44.7%、7.0%、5.0%, 仍以食品为主, 保健品品类消费习惯尚未广泛渗透, 未来随着宠物年龄增长, 宠物保健品需求或逐步增加。从价格带来看, 中国宠物市场目前仍以低价格带为主, 但 2024 年中高端价格带增速显著高于低端价格带, 消费端呈现升级趋势。

图表50: 中国宠物行业品类中主粮主导, 保健品占比尚低



资料来源: 消费者报道, 国盛证券研究所

图表51: 中国宠物市场价格带中低端占比较高, 中高端及以上占比提升 (元)



资料来源: 炼丹炉, 国盛证券研究所

4.2 Zesty Paws&Solid Gold: 双品牌发力, 定位高端市场

公司 PNC 业务主要为 Zesty Paws 快乐一爪和 Solid Gold 素力高两大品牌:

Zesty Paws: 定位高端宠物营养市场, 北美宠物营养补充剂龙头品牌。Zesty Paws 定位高端宠物营养补充剂赛道, 以科学配方为宠物提供全面营养支持, 解决宠物健康问题, 为美国最受认可的宠物补充品品牌之一。Zesty Paws 旗下覆盖肠道、关节、免疫等多元功能, 产品设计切合宠物主需求, 如大橙罐狗狗维骨力应用北美专利 OptiMSM, 并将补充剂做成创新性软嚼粒形态, 解决喂服难题。Zesty Paws 于 2023 年进军山姆会员店、Costco、Petco、沃尔玛、CVS 等, 拓宽渠道布局扩大市场份额, 截止 2025 年 6 月 30 日 Zesty Paws 已覆盖全美超 20000 家门店。

图表52: Zesty Paws 部分产品矩阵

畅销产品品名	价格	规格	特点
八合一维生素零食	24.97 \$	一瓶*50 片	提供八合一全方位营养
十一合一维生素零食	42.97 \$	一瓶*90 片	全方位营养
六菌消化健康补充剂	24.97 \$	一瓶*50 片	支持肠道健康和消化; 助于营养吸收; 美味的软咀嚼形式, 便于日常使用
尿路支持零食	32.97 \$	一瓶*90 片	富含支持所有年龄段狗的肾脏、膀胱和免疫系统支持的成分
过敏免疫零食	24.97 \$	一瓶*50 片	提供季节性过敏支持, 同时支持免疫系统、皮肤健康和正常的肠道菌群
高级狗用镇静零食	35.97 \$	一瓶*90 片	多种高级营养成分
高级猫用镇静零食	17.47 \$	一瓶*60 片	多种高级镇静成分; 美味口味
优质鱼油补充剂	16.97 \$	一瓶*8.5 盎司	为皮肤健康提供支持; 野生捕捞的阿拉斯加鲑鱼和鲑鱼油

资料来源: Zesty Paws 官网, 国盛证券研究所

Solid Gold: 定位高端宠物食品和营养品, 进军中国市场。Solid Gold 品牌于 1974 年在美国创立, 定位高端宠物食品与营养品。品牌旗下覆盖猫犬干粮、罐头、零食及保健品多品类, 一方面全球甄选原料食材, 保障产品天然营养; 另一方面围绕肠道、美毛、免

疫等细分功效深耕，践行科学创新、实证检验，通过真实喂养效果建立品牌专业配方壁垒。2020年健合集团收购 Solid Gold，此后开始进军中国市场。2025年双十一期间 Solid Gold 电商 GMV 全渠道实现同比增长 11%，新客同比增长 12%；旗下高端主粮同比增长 196%，排毛粉强势霸榜全渠道第一。根据宠物行业观察，中国大陆高端猫粮及狗粮市场占比持续提升，从 2010 年的 22%/27% 提升至 2023 年的 31%/38%，而 2023 年日本高端猫粮/高端狗粮占比达 71.7%/78.2%；美国高端猫粮/高端狗粮占比达 54.1%/56.9%，高端化空间广阔。未来 Solid Gold 将继续聚焦高端定位，加强跨境电商布局，顺应行业高端化抢占更高份额，同时在产品、渠道结构调整升级后改善盈利能力。

图表53: Solid Gold 部分产品矩阵

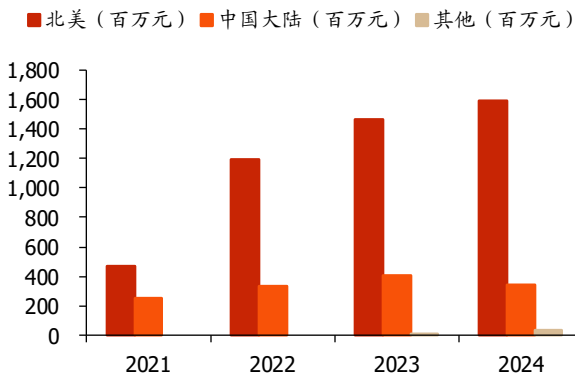
产品	价格 (元)	规格	特点
素力高鲜肉高蛋白猫粮	349	5.44kg	0 激素走地鸡，47%鲜肉高蛋白，10 亿专利益生菌，实证软便改善 74%
素力高鲜肉美毛猫粮	131	1.36kg	掉毛量减少 82%，毛发亮泽增加 88%，柔顺度增加 100%
素力高猫罐头	61	6 罐*85g	1 罐多吃 2 倍肉，鱼油椰油养皮毛
素力高排毛粉	72	30 条*1g	3 倍膳食纤维，双重益生菌，多重维生素，2 天排毛不软便

资料来源：天猫，国盛证券研究所

4.3 第三曲线培育期，调整后或加速

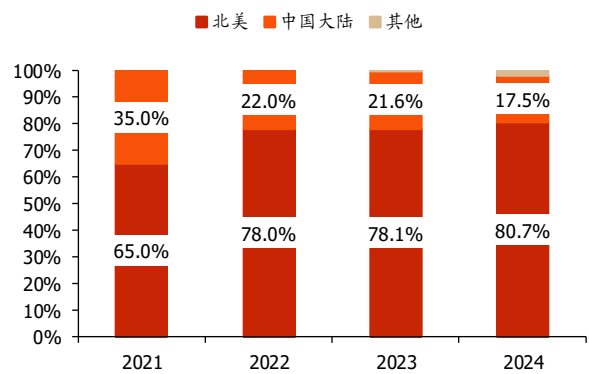
北美市场占比 81%，Solid Gold 调整优化渠道和产品结构。分地区来看，2024 年 PNC 业务北美/中国大陆/其他市场收入 15.9/3.5/0.4 亿元，分别占比 80.7%/17.5%/1.8%，北美市场收入占比自收购 Zesty Paws 后进一步提升，且保持稳健增长态势。其中 Zesty Paws 在亚马逊等电商渠道及沃尔玛、PetSmart 等零售渠道持续拓展，25Q1-3 仍维持 12.4% 的强劲增长；Solid Gold 持续进行渠道优化和产品组合高端化，以此提升盈利能力，25Q1-3 收入同比-18.3%，收入增长短期仍有压力，但高利润率产品占比提高至 25.3%，电商渠道占比提高至 82.3%，渠道和产品结构调整成效显著。

图表54: 2024年PNC北美/中国大陆市场收入16/3亿元



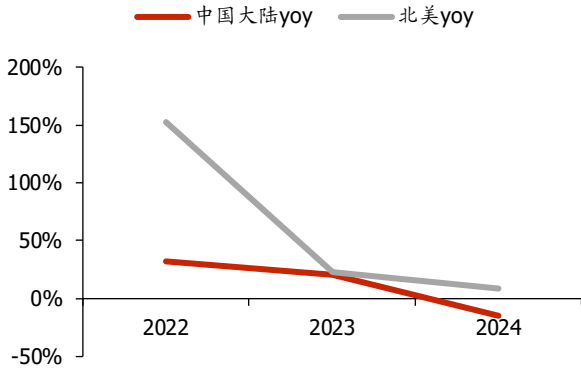
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表55: 2024年PNC北美/中国大陆市场收入占比81%/18%



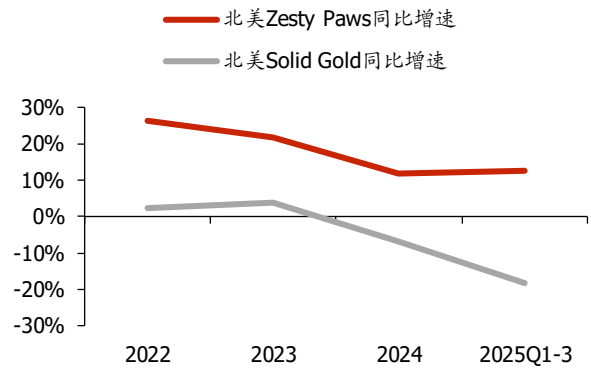
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表56: PNC北美市场持续增长, 2024年中国大陆短期调整



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

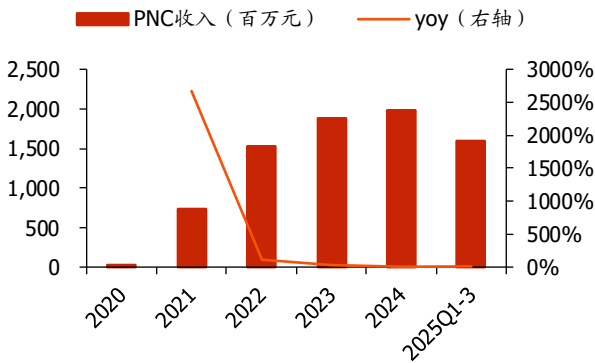
图表57: 北美地区 Zesty Paws 稳健增长, Solid Gold 渠道产品调整



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

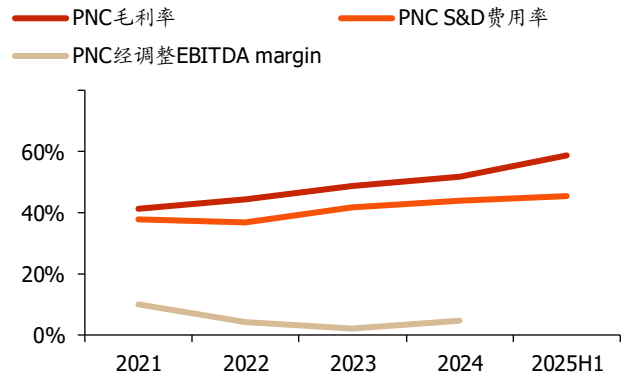
期待 **Solid Gold** 调整后收入增长加速, 保持费投培育市场。2024年PNC业务收入因Solid Gold调整短期增速放缓, 未来在美国宠物市场持续扩容、中国宠物市场高成长驱动下, 预计PNC作为公司第三成长曲线有望恢复高增速。25H1产品结构优化和渠道结构调整后公司PNC业务毛利率显著提升, 业务培育期或维持费用投入, 但盈利能力有望持续改善。

图表58: 公司PNC业务培育中, 短期因调整增速放缓



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表59: 公司PNC毛利率提升, 投入增加, 盈利能力改善

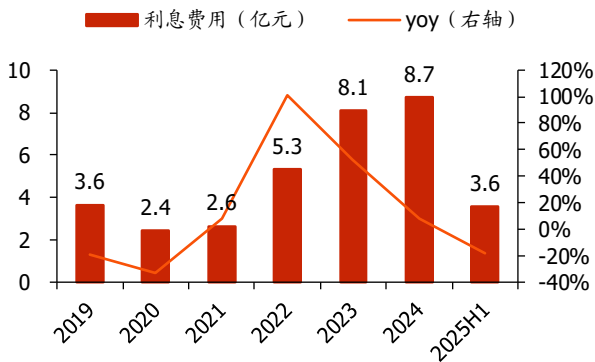


资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

五、高额利息支出，降息周期受益

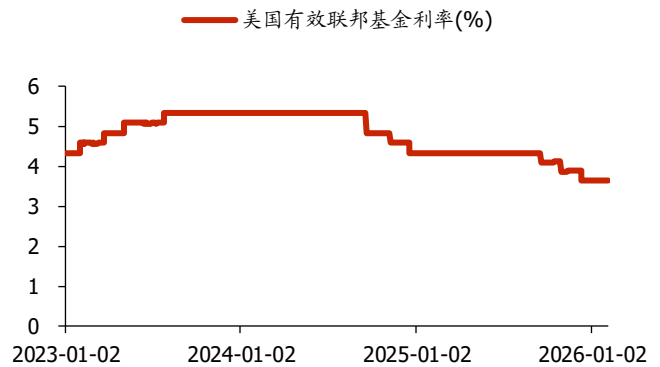
并购带来高额债务，降息周期受益增厚利润。由于公司通过收购进行业务扩张，债务负担较重，截止 2025 年中报，公司短期借贷及长期借贷合计 91.7 亿元，其中包括部分美元债。由于负债增加、美联储加息、人民币升值等原因，2020-2024 年公司利息费用支出持续上升，2024 年利息费用达 8.7 亿元，同比+7.7%。但公司以更优惠的票面利率对 2026 年到期的未偿还优先票据 2.97 亿美元进行再融资、叠加美联储进入降息周期，25H1 利息费用支出 3.6 亿元，同比-17.9%。我们预计未来美联储降息、公司逐步偿还债务、债务置换后利率下降等均将减轻公司债务负担，利息费用逐步下降增厚利润表现。

图表60: 25H1 公司利息费用支出下降



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表61: 美联储降息利好公司财务费用持续下行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

六、盈利预测和估值

我们预期公司 2025-2027 年实现营业收入 144.3/154.9/165.5 亿元，同比 +10.5%/7.4%/6.9%。分业务来看：

ANC: 2025 年中国大陆市场表现仍亮眼，澳洲市场相对平稳，整体预计稳健增长；2026-2027 年在中国保健品市场持续成长、亚洲等新市场开拓的支撑下有望保持较高增速，预期 ANC 业务 2025-2027 年实现营业收入 70.4/76.3/82.3 亿元，同比+5.2%/8.3%/7.8%。

BNC: 2025 年 BNC 业务在奶粉新旧国标替换后触底反弹，表现亮眼；未来新生儿数量预计基本稳定在低位，行业预计量稳价增，公司占位扩容的超高端价格带，有望维持稳健增长。预期 BNC 业务 2025-2027 年实现营业收入 52.4/55.0/57.2 亿元，同比 +19.7%/4.8%/4.1%。

PNC: 第三成长曲线培育中，2025 年美国市场因渠道和产品结构调整增速放缓，调整后或加速。预期 PNC 业务 2025-2027 年实现营业收入 21.4/23.6/26.0 亿元，同比 +8.4%/10.4%/10.2%。

图表62: H&H国际控股收入拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13926	13052	14425	15488	16550
yoy	9.0%	-6.3%	10.5%	7.4%	6.9%
ANC (百万元)	6145	6696	7042	7629	8225
yoy	34.8%	9.0%	5.2%	8.3%	7.8%
BNC (百万元)	5908	4382	5244	5498	5722
yoy	-11.7%	-25.8%	19.7%	4.8%	4.1%
PNC (百万元)	1874	1973	2138	2361	2603
yoy	22.5%	5.3%	8.4%	10.4%	10.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率及费用率: 毛利率来看, 预期公司 2025-2027 年毛利率为 61.9%/62.5%/63.1%, 同比+1.2/0.6/0.6pct。其中 ANC 受益于 Swisse Plus 等高端系列放量, 产品结构升级带动毛利率提升; BNC 新旧国标产品切换后毛利率预计趋稳; PNC 在渠道及产品结构调整后毛利率或有提升空间。费用率来看, 由于 ANC 业务竞争激烈、PNC 业务仍在培育中, 预计公司 2025-2027 年 S&D 费用率为 43.9%/44.2%/44.6%, 同比+1.2/0.3/0.4pct, 费用率小幅上行。

综合来看, 我们预期 2025-2027 年公司实现净利润 **4.2/5.8/7.1** 亿元, 同比 **+886.3%/38.2%/22.3%**, 对应净利率 2.9%/3.8%/4.3%。

图表63: H&H国际控股盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	59.6%	60.6%	61.9%	62.5%	63.1%
同比变动	-0.7%	1.1%	1.2%	0.6%	0.6%
ANC毛利率	65.6%	65.0%	67.0%	68.0%	69.0%
BNC毛利率	56.8%	58.1%	57.1%	57.1%	57.1%
PNC毛利率	48.6%	51.6%	56.6%	57.1%	57.6%
S&D费用率	40.2%	42.7%	43.9%	44.2%	44.6%
同比变动	-0.8%	2.5%	1.2%	0.3%	0.4%
管理费用率	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
同比变动	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润 (百万元)	582	-54	422	584	714
yoy	-4.9%	-109.2%	886.3%	38.2%	22.3%
净利率	4.2%	-0.4%	2.9%	3.8%	4.3%
同比变动	-0.6%	-4.6%	3.3%	0.8%	0.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

基本面向上拐点叠加降息周期受益, 业绩估值有望双重修复。 基本面向上, 2025 年 BNC 奶粉业务触底向上拐点确认, 未来超高端价格带扩容、公司份额提升, 基本盘稳健; ANC 保健品业务公司具备强电商运营能力、前瞻品类布局, 把握风口的能力突出, 在行业成长期或存加速机遇; PNC 宠物业务培育中, 或打造为第三成长曲线。且公司利息费用支出高, 美联储连续降息将减轻公司债务负担, 增厚利润表现。当前公司股价对应 26/27 年估值仅 16/13x, 考虑到公司业务广泛覆盖保健品、奶粉、宠物等多赛道, 我们选取保健品上市公司汤臣倍健、金达威、科拓生物, 奶粉上市公司中国飞鹤, 宠物上市公司乖宝宠物进行可比公司估值对比, 公司估值显著低于保健品、宠物、奶粉公司平均水平,

未来随着基本面向上趋势持续兑现，估值或同步修复，看好股价向上的弹性空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表64: 可比公司估值

股票代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300146.SZ	汤臣倍健	12.43	0.38	0.45	0.52	0.61	32.7	27.5	23.8	20.4
002626.SZ	金达威	19.11	0.56	0.79	1.00	1.21	34.1	24.2	19.1	15.8
300858.SZ	科拓生物	18.79	0.36	0.41	0.52	0.69	52.2	45.8	35.9	27.4
301498.SZ	乖宝宠物	64.00	1.56	1.79	2.27	2.84	41.0	35.8	28.2	22.5
6186.HK	中国飞鹤	4.06	0.39	0.28	0.35	0.39	9.3	12.8	10.4	9.3
平均值							33.9	29.2	23.5	19.1
1112.HK	H&H国际控股	15.82	-0.08	0.65	0.90	1.11	-169.1	21.5	15.6	12.7

资料来源: wind, 国盛证券研究所

注: 可比公司盈利预测取自 wind 一致预期, 估值选取 2026 年 2 月 9 日收盘价, 其中中国飞鹤收盘价为港元

风险提示

奶粉市场增长不及预期。中国新生人口数量处于低位，若奶粉市场增长不及预期，或影响公司整体收入增长表现。

行业竞争加剧。奶粉市场存量竞争，保健品、宠物行业品牌众多竞争激烈，若行业竞争加剧或致公司收入增长不及预期、费用负担加重。

利率上行风险。利息费用对公司利润端有重要影响，若利率上行，公司债务负担加重将影响利润表现。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com