

H&H 国际控股 (01112.HK)

ANC/BNC 强势增长，Q1 业绩超预期

Q1 公司业绩超预期，其中 Swisse 国内、澳新市场高增，代购业务仅剩几千万未来影响有限，BNC 奶粉表现强势、Q2 新品有望继续贡献增量，PNC 增长稳健。我们认为公司核心逻辑在于：1) 公司全年 26 年指引积极，经调整净利润近 8 亿，表观利润有望大幅改善；2) 长期逻辑看，行业政策规范化短期或影响线上投流，但公司 Q1 线上表现亮眼受影响小，中期格局优化、利好头部品牌份额持续提升；3) 债务周期看，业绩兑现+加速化债是股价上涨的核心驱动力，26Q1 债务去化 3 亿，全年预计债务减少 7 亿，26-27 年末净负债率有望进一步下降，进入加速去杠杆阶段。我们给予公司 26-27 年 EPS 分别为 0.93、1.13 元，按照经调整净利润来算，对应 26 年估值不到 10X，考虑到公司 26 年业绩稳健兑现，所处保健品赛道景气度高，给予 26 年经调利润目标估值 15X，对应股价 21.0 港元，维持“强烈推荐”评级。

- 公司 26Q1 整体收入同比+33.8%，收入超预期。公司发布 26Q1 经营数据，整体收入 42.60 亿，同比+33.8%，三大核心业务单元延续增长势头，继续保持稳健的盈利水平与健康的经营现金流转化，分业务看：
 - Swisse 国内市场持续高增，澳新及其他海外市场表现亮眼。ANC 业务 26Q1 收入 19.31 亿元，同比增长 33.5%，子品牌 Swisse PLUS 及 Little Swisse 持续引领增长。中国市场的渠道拓展持续深化，随着抖音等高增长渠道加速渗透，Q1 抖音渠道同比+84.3%，线下渠道同比+54.7%，新零售渠道进一步拓展；澳新市场整体同比-8.3%，其中 swisse 在澳新市场实现同比增长 16.5%，稳居份额第一；代购业务战略收缩导致整体澳新市场下滑；亚洲市场同比+37.6%，通过创新产品组合和渠道布局，Swisse 斯维诗在多个市场稳固现有的领先市场份额排名，全球化发展空间进一步拓展。
 - BNC 超预期增长，婴配粉表现强劲。BNC 业务 26Q1 收入 18.35 亿元，同比增长 60.9%。其中内地婴配粉同比+74.4%，表现显著优于行业，主要得益于电商及母婴渠道的推进+新品上市。26 年 1-2 月合生元持续强化电商渠道及线下母婴店渠道，有效推进新手妈妈教育布局，超高端市场份额达到 22.1%；内地婴幼儿益生菌及儿童营养补充品同比+20.4%，增长源于婴幼儿用品专卖店及电商渠道加速深化，以及创新产品组合的持续拓展。
 - PNC 稳健增长，Zesty Paws 延续高增，Solid Gold 内地业务调整。PNC 业务 26Q1 收入 4.93 亿元，同比增长 1.5%，表现符合预期。其中，其中北美市场同比+16.3%，Zesty Paws 同比+17.7%，随着渠道优化及稳步推进产品高端化战略，Solid Gold 素力高于北美市场实现同比增长 7.3%。内地市场同比下滑主要在于 Solid Gold 素力高主动转向供应本地化，预计将在 2026 年底前完成调整。
- 投资建议：ANC/BNC 强势增长，Q1 业绩超预期，维持“强烈推荐”评级。Q1 公司业绩超预期，其中 Swisse 国内、澳新市场高增，代购业务仅剩几千万未来影响有限，BNC 奶粉表现强势、Q2 新品有望继续贡献增量，PNC 增长稳健。我们认为公司核心逻辑在于：1) 公司全年 26 年指引积极，经调整净利润近 8 亿，表观利润有望大幅改善；2) 长期逻辑看，行业政策规范化短期或影响线上投流，但公司 Q1 线上表现亮眼受影响小，中期格局优化、利好头部

强烈推荐 (维持)

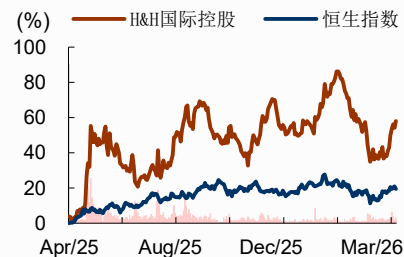
消费品/食品饮料
 目标估值 NA - 21.00 港元
 当前股价：13.84 港元

基础数据

总股本 (百万股)	646
香港股 (百万股)	646
总市值 (十亿港元)	8.9
香港股市值 (十亿港元)	8.9
每股净资产 (港元)	9.3
ROE (TTM)	3.3
资产负债率	69.1%
主要股东	罗飞
主要股东持股比例	67.1785%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	6	59
相对表现	6	4	38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《H&H 国际控股 (01112) — 关注 26 年利润弹性，上调至强烈推荐》2026-03-26
- 2、《H&H 国际控股 (01112) — BNC 超预期增长，全年收入指引上调》2025-11-19
- 3、《H&H 国际控股 (01112) — Swisse 中国区快速增长，婴配粉份额提升》2025-08-27

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

品牌份额继续提升；3) 债务周期看，业绩兑现+加速化债是股价上涨的核心驱动力，26Q1 债务去化 3 亿，全年预计债务减少 7 亿，26-27 年末净负债率有望进一步下降，进入加速去杠杆阶段。我们给予公司 26-27 年 EPS 分别为 0.93、1.13 元，按照经调整净利润来算，对应 26 年估值不到 10X，考虑到公司 26 年业绩稳健兑现，所处保健品赛道景气度高，给予 26 年经调利润目标估值 15X，对应股价 21.0 港元，维持“强烈推荐”评级。

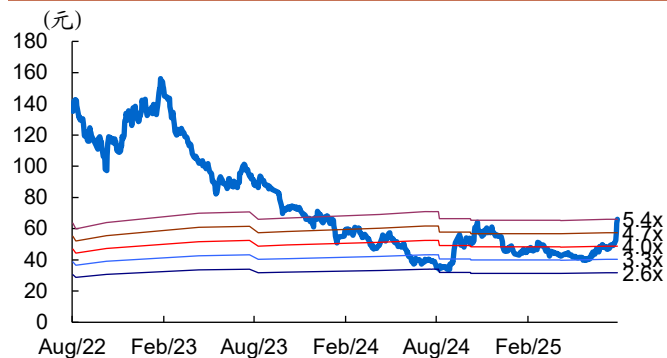
□ 风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、行业竞争加剧、海外市场及新渠道拓展不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	13052	14354	15882	17264	18609
同比增长	-7%	10%	11%	9%	8%
营业利润(百万元)	978	1431	1707	1889	2141
同比增长	-42%	46%	19%	11%	13%
归母净利润(百万元)	(54)	196	600	727	850
同比增长	-109%	463%	206%	21%	17%
每股收益(元)	(0.08)	0.30	0.93	1.13	1.32
PE	-131.0	36.1	11.8	9.7	8.3
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

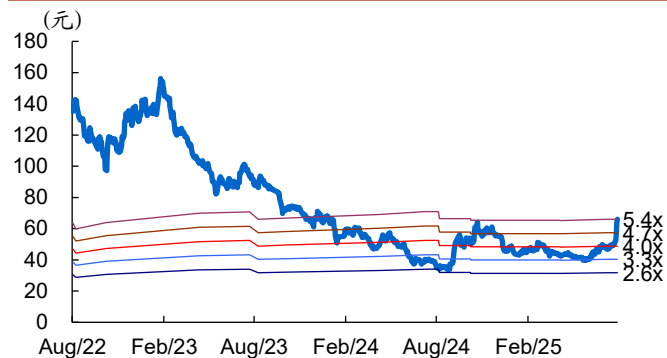
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: H&H 国际控股历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: H&H 国际控股历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《H&H 国际控股 (01112) —关注 26 年利润弹性, 上调至强烈推荐》2026-03-26
- 2、《H&H 国际控股 (01112) —BNC 超预期增长, 全年收入指引上调》2025-11-19
- 3、《H&H 国际控股 (01112) —ANC 环比提速, 婴配粉实现复苏》2025-07-07

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4623	5296	5278	6208	7198
现金及现金等价物	1604	1669	1281	1867	2533
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	40	40	40	40
应收账款及票据	927	904	1001	1088	1172
其它应收款	177	698	772	839	904
存货	1907	1968	2165	2353	2525
其他流动资产	8	17	19	21	23
非流动资产	14220	14107	13904	13954	14004
长期投资	307	323	323	323	323
固定资产	319	303	99	150	200
无形资产	13017	12902	12902	12902	12902
其他	577	580	580	580	580
资产总计	18842	19404	19181	20162	21202
流动负债	3872	4615	3901	4197	4493
应付账款	907	1008	1109	1205	1293
应交税金	89	152	152	152	152
短期借款	863	1079	27	0	0
其他	2013	2377	2613	2840	3047
长期负债	9157	8797	8797	8797	8797
长期借款	8422	7815	7815	7815	7815
其他	735	982	982	982	982
负债合计	13029	13413	12698	12994	13290
股本	6	6	6	6	6
储备	5808	5985	6478	7162	7906
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5813	5991	6484	7167	7912
负债及权益合计	18842	19404	19181	20162	21202

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1346	1537	1613	1528	1750
净利润	(54)	196	600	727	850
折旧与摊销	301	311	303	100	150
营运资本变动	(270)	(507)	(32)	(21)	(28)
其他非现金调整	1369	1537	741	723	778
投资活动现金流	1	(127)	(46)	(96)	(141)
资本性支出	(97)	(94)	(100)	(150)	(200)
出售资产获得的现金	11	0	0	0	0
投资增减	2	44	0	0	0
其它	89	12	54	54	59
筹资活动现金流	(1071)	(1353)	(1954)	(846)	(943)
债务增减	92	(694)	(1052)	(27)	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	282	141	108	43	106
其它筹资	(881)	(518)	(794)	(777)	(837)
其它调整	(564)	(283)	(216)	(85)	(212)
现金净增加额	240	65	(388)	586	666

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	13052	14354	15882	17264	18609
主营业务收入	13052	14354	15882	17264	18609
营业成本	5136	5390	5928	6444	6915
毛利	7916	8964	9954	10820	11693
营业支出	6938	7532	8247	8931	9552
营业利润	978	1431	1707	1889	2141
利息支出	921	910	794	777	837
利息收入	0	0	12	13	18
权益性投资损益	(23)	(21)	(21)	(21)	(21)
其他非经营性损益	163	62	62	62	62
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	197	563	966	1167	1363
所得税	251	367	366	440	513
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	(54)	196	600	727	850
EPS(元)	(0.08)	0.30	0.93	1.13	1.32

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	-7%	10%	11%	9%	8%
营业利润	-42%	46%	19%	11%	13%
净利润	-109%	463%	206%	21%	17%
获利能力					
毛利率	60.6%	62.4%	62.7%	62.7%	62.8%
净利率	-0.4%	1.4%	3.8%	4.2%	4.6%
ROE	-0.9%	3.3%	9.3%	10.1%	10.7%
ROIC	-1.0%	3.7%	7.7%	8.2%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	69.1%	69.1%	66.2%	64.5%	62.7%
净负债比率	49.3%	45.8%	40.9%	38.8%	36.9%
流动比率	1.2	1.1	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.4	2.8	2.9	2.9	2.8
应收账款周转率	10.8	10.6	9.4	9.3	9.3
应付账款周转率	5.3	5.6	5.6	5.6	5.5
每股资料(元)					
每股收益	-0.08	0.30	0.93	1.13	1.32
每股经营现金	2.09	2.38	2.50	2.37	2.71
每股净资产	9.01	9.29	10.05	11.11	12.26
每股股利	0.32	0.57	0.47	0.56	0.66
估值比率					
PE	-131.0	36.1	11.8	9.7	8.3
PB	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.7	10.9	9.4	9.5	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。