

买入
全家庭营养健康引领者，业绩重回正轨
H&H 国际控股(1112.HK)

2026-06-02 星期二

【投资要点】
➤ 营养健康食品龙头，业绩重回增长

公司于1999年在广州以合生元品牌成立，2016年收购澳洲保健品品牌Swisse，2017年5月更名为健合集团，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，现已发展为全家庭健康生态，以婴幼儿营养与护理（BNC）、成人营养与护理（ANC）、宠物营养与护理（PNC）三大业务为核心。2020年以前，公司保持10亿元以上的利润规模；2021年之后，因奶粉业务承压、债务负担加重等因素而步入调整期，2024年首次出现亏损。经过奶粉新旧国标替换、债务置换等调整，公司基本面触底修复，2025年净利润为1.96亿元，同比+465.1%。

➤ 营养健康食品市场持续扩容，Swisse布局“1+3”品牌矩阵

在人口老龄化进程加快、健康意识提升等推动下，中国营养健康食品市场持续扩容，2024-2029年预计保持6.6%的复合增速。公司捕捉跨境电商及抖音红利，构建Swisse“1+3”品牌矩阵，主品牌（Swisse）稳住基本盘，子品牌（Swisse PLUS、Little Swisse、Swisse Me）精准切入高端抗衰、儿童营养、年轻化三大高增长赛道，当前Swisse在中国内地VHMS市场排名第1位。同时，澳新市场保持稳健增长，东南亚等新兴市场拓展顺利，持续贡献增量。

➤ 婴配粉业务修复，宠物赛道具增长潜力

中国婴配粉行业受出生人口下滑影响，整体市场进入存量竞争阶段。2023-2024年公司奶粉业务受新旧国标转换影响而承压，2025年在新国标完成后触底反弹。公司奶粉业务聚焦扩容的超高端价格带，2026M1-2，合生元在中国内地超高端婴配粉市场的份额达22.1%。公司宠物业务以北美地区为主，Zesty Paws北美线上线下持续深耕，Solid Gold在北美市场完成了渠道和产品结构调整，中国市场正转向本土生产策略，后续增长有望持续向好。

➤ 给予买入评级，目标价18.25港元

我们预测公司2026-2028年实现归母净利润6.79/8.95/11.53亿元，同比增长246.2%/31.8%/28.8%；对应当前股价的PE为9.9/7.5/5.8倍。公司业务涵盖大众及宠物营养健康食品和婴配粉，但目前估值仅与婴配粉公司相当，我们给予公司2026年15倍PE，对应目标价18.25港元，约有51.3%上涨空间，给予“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,052	14,354	16,075	18,245	20,827
同比增长	-6.3%	10.0%	12.0%	13.5%	14.2%
毛利率	60.6%	62.4%	62.5%	62.6%	62.7%
归母净利润	-54	196	679	895	1153
同比增长	-109.2%	465.1%	246.2%	31.8%	28.8%
净利率	-0.4%	1.4%	4.2%	4.9%	5.5%
每股盈利	-0.08	0.31	1.06	1.39	1.80
PE@12.06HKD	-125.2	34.3	9.9	7.5	5.8

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

 目标价：**18.25 港元**

 现价：**12.06 港元**

 预计升幅：**51.3%**
重要数据

日期	2026-06-01
收盘价（港元）	12.06
总股本（亿股）	6.456
总市值（亿港元）	77.85
净资产（亿元）	59.91
总资产（亿元）	194.04
52周高低（港元）	16.80/10.32
每股净资产（元）	9.28

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

Coliving Holdings Limited 66.92%

相关报告
研究部

姓名：李芳芳

SFC：BJO038

电话：0755-82846267

Email：liff@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本情况	5
1.1 公司简介	5
1.2 公司股权架构	7
1.3 公司财务分析	8
2. 行业：营养健康食品市场方兴未艾	10
2.1 成人营养健康行业	10
2.2 婴幼儿营养健康行业	20
2.3 宠物营养健康行业	22
3. 健康营养赛道龙头，业绩修复趋势明确	27
3.1 ANC 业务：品牌&产品力奠定心智，全渠道协同发展	27
3.2 BNC 业务：专注超高端奶粉市场，新国标落地后恢复增长	29
3.3 PNC 业务：双品牌推进，打造第三成长曲线	31
4. 盈利预测与投资建议	34
5. 风险提示	36
【财务报表摘要】	37

图目录

图 1: 公司股权架构 (截至 2025 年 12 月 31 日)	7
图 2: 2019-2025 年公司营收及同比变化	8
图 3: 2019-2025 年公司收入结构变化	8
图 4: 2019-2025 年公司分业务营收及同比变化	8
图 5: 2019-2025 年公司毛利率变化	9
图 6: 2019-2025 年公司费用率变化	9
图 7: 2019-2025 年公司 EBITDA 率及净利率变化	9
图 8: 2019-2025 年公司净利润及同比变化	9
图 9: 2015-2025 年公司现金流量变化 (亿元)	10
图 10: 我国人均医疗保健消费支出情况	11
图 11: Z 世代购买健康相关产品情况	11
图 12: 中国营养保健食品进口金额	16
图 13: 中国营养健康食品市场规模	18
图 14: 2024 年全球营养健康食品人均消费额	18
图 15: 中国体重管理营养功能食品市场规模	18
图 16: 中国运动营养功能食品市场规模	18
图 17: 中国美丽营养功能食品市场规模	19
图 18: 中国肠道健康营养功能食品市场规模	19
图 19: 中国健康零食营养功能食品市场规模	19
图 20: 中国基础营养功能食品市场规模	19
图 21: 2024 年中国营养健康食品市场竞争格局	20
图 22: 2015-2024 年中国营养健康食品市场头部公司份额变动	20
图 23: 中国出生人口变化	21
图 24: 中国婴幼儿奶粉市场规模	21
图 25: 中国母婴营养品市场规模	21
图 26: 2024 年中国婴幼儿奶粉市场格局	22
图 27: 中国宠物消费市场规模及同比变化	23
图 28: 中国宠物数量及同比变化	23
图 29: 中国宠物主数量及同比变化	24
图 30: 美国宠物行业总支出规模	25

图 31: 美国宠物数量	25
图 32: 2024 年中国宠物食品行业格局 (按公司)	26
图 33: 2024 年中国宠物食品行业格局 (按品牌)	26
图 34: 2024 年美国宠物食品行业格局 (按公司)	27
图 35: 公司 ANC 业务跨境电商渠道和一般贸易渠道收入及同比情况	28
图 36: 公司 ANC 业务分地区收入及同比情况	29
图 37: 公司 BNC 业务分地区收入及同比情况	31
图 38: Solid Gold 主要产品系列	32
图 39: Solid Gold 天猫旗舰店系列星品	32
图 40: Zesty Paws 主要产品系列	33
图 41: PNC 业务分地区收入及同比情况	34

表目录

表 1: 公司发展历程	6
表 2: 公司业务情况	7
表 3: Z 世代健康消费领域	11
表 4: 营养健康食品形态发展趋势	12
表 5: 营养健康产品功能	12
表 6: 功能性食品和保健食品对比	13
表 7: 25 项限定保健食品功能	14
表 8: 我国保健品注册及备案流程	14
表 9: 我国保健品不同渠道监管要求	15
表 10: 各国保健食品审核对比	15
表 11: 中国保健品跨境电商模式	16
表 12: 中国宠物 (犬猫) 消费结构变化	24
表 13: 公司 “1+3” 品牌矩阵	28
表 14: 公司奶粉及益生菌主要产品	30
表 15: 公司收入预测拆分	35
表 16: 同业估值对比 (截至 2026 年 6 月 1 日)	35

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

健合集团（H&H）于1999年在广州以合生元品牌成立，2010年12月17日于香港联交所主板上市，2017年5月正式更名为健合集团；现已发展为全球高端营养健康企业，以婴幼儿营养与护理（BNC）、成人营养与护理（ANC）、宠物营养与护理（PNC）三大业务为核心，旗下拥有合生元、Swisse 斯维诗、Solid Gold 素力高、Zesty Paws 快乐一爪等知名品牌，主营婴幼儿配方奶粉、益生菌、成人膳食补充剂、宠物食品与营养品等，产品行销全球20多个国家和地区。

公司的发展历程可以分为四个核心阶段：

阶段一：初创与技术奠基期（1999-2003年）

1999年8月，健合的前身合生元公司在广州成立，初期聚焦母婴营养领域。2000年，公司与法国拉曼集团（Lallemand）达成战略合作，联合研发益生菌产品；2002年，合生元益生菌正式上市，凭借精准的母婴赛道定位和进口合作背书，快速打开中国市场，为后续发展奠定了核心产品与技术基础。

阶段二：市场扩张与资本化落地（2004-2014年）

这一阶段，公司完成了从单一产品到母婴全品类的拓展，并实现资本化。2006年，合生元与拉曼合作在广州兴建益生菌GMP工厂，同时布局奶粉配方研发；2008年，借助国内奶粉市场信任重构的契机，推出高端婴幼儿配方奶粉，业绩迎来爆发式增长。2010年12月，合生元国际控股在香港联交所主板上市，获得资本支持。2013年，公司控股法国百年乳企ISIGNY，进一步夯实婴幼儿营养业务的供应链与品牌力。

阶段三：全球化并购与战略转型（2015-2021年）

为摆脱对母婴业务的依赖，公司开启密集的全球化并购，完成从“合生元”到“健合”的战略升级。2015年，先收购美国有机婴幼儿食品品牌Healthy Times，再以13.86亿澳元收购澳洲保健品品牌Swisse的83%股权；2016年，完成对Swisse剩余17%股权的收购，实现全资控股，同年还收购了法国婴幼儿护理品牌Dodie。2017年5月，合生元集团正式更名为“健合集团”，标志着定位升级为“全家庭营养健康”。2020至2021年，公司接连收购美国宠物营养品牌Solid Gold（素力高）和Zesty Paws（快乐一爪），搭建起婴幼儿营养（BNC）、成人营养（ANC）、宠物营养（PNC）三大业务支柱，形成全家庭健康生态。

阶段四：多元业务优化与稳健经营（2022年至今）

独立后的健合集团聚焦三大业务板块的精细化运营，应对市场变化。成人营养板块凭借 Swisse 的品牌力持续增长，宠物营养业务稳步扩张，成为集团的核心增长极。尽管婴幼儿营养业务受市场竞争和政策调整影响面临挑战，但集团通过产品升级、渠道优化和品牌年轻化，持续巩固全球高端营养健康领导者的地位，同时深化“品牌国际化、管理本土化”策略，适配不同区域市场的需求。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1999	合生元集团成立
2002	集团与法国拉曼公司合作，在中国推出合生元婴幼儿益生菌产品
2007	妈妈100会员平台正式上线
2008	合生元高端婴幼儿配方奶粉上市
2010	合生元控股有限公司（01112.HK）在香港联交所上市
2013	集团入股法国著名乳制品生产商 Isigny Sainte-Mère (ISM)
2014	集团成立H&H基金会
2015	澳洲领先自然健康品牌Swisse斯维诗和美国有机婴幼儿食品品牌 Health Times加入集团
2016	法国母婴护理用品品牌Dodie加入集团
2017	合生元集团正式更名为H&H Group健合建团
2018	集团成立NewH ² 创新基金；法国有机婴幼儿食品品牌Good Goût和 Aurelia加入集团
2019	NewH ² 入股了Lumen、Proven Skincare和Bod Australia；Swisse Me加入集团
2020	NewH ² 创新基金宣布与新型植物性营养品牌Else Nutrition建立战略合作关系；Solid Gold全方位宠物营养品牌加入集团
2021	Zesty Paws加入集团
2024	健合集团旗下全球100%实体成功获得共益企业（B Corp）认证

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

公司 ANC 业务旗下有 Swisse 和 Aurelia 品牌，主要以 Swisse 品牌贡献业绩，BNC 业务有合生元、Dodie、Good Goût 及 Healthy times 四个品牌，以合生元为主要驱动力，PNC 业务有 Solid Gold 和 Zesty Paws 两个品牌。2025 年，公司的 ANC/BNC/PNC 业务分别实现收入 69.46/52.57/21.5 亿元，同比 +3.7%/+20.0%/+9.0%，分别占总营收的 48.4%/36.6%/15.0%。

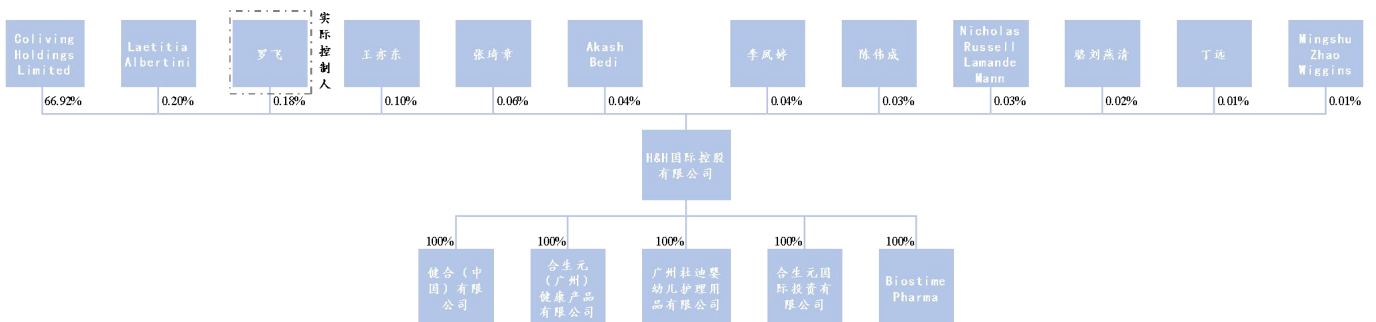
表 2：公司业务情况

主要业务	业务介绍	2025年收入增速/占总营收
成人营养及护理 (ANC)	Swisse (斯维诗)：全球知名成人营养品牌，是中国内地维生素、草本及矿物补充剂 (VHMS) 市场第一。	+3.7%/48.4%
	Aurelia (欧芮黎)：高端有机护肤品牌，主打天然成分与细胞修复。	
婴幼儿营养与护理 (BNC)	Biostime (合生元)：中国超高端婴幼儿配方奶粉市场领导者，2025年份额达15.9%。	+20%/36.6%
	Dodie (杜迪)：法国高端母婴护理品牌，主打婴幼儿纸尿裤、湿巾、洗护用品。	
	Good Goût (咕咕好味)：法国有机婴幼儿辅食品牌，主打无添加、天然食材。	
	Healthy Times (爱斯时光)：美国有机婴幼儿食品品牌，覆盖米粉、果泥等。	
宠物营养与护理 (PNC)	Zesty Paws (快乐一爪)：美国宠物营养补充剂品牌，覆盖关节、肠胃、皮肤、免疫等功能型产品。	+9.0%/15.0%
	Solid Gold (素力高)：美国高端宠物食品品牌，主打无谷、高蛋白猫粮/狗粮。	

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 公司股权架构

公司股权结构集中，实际控制人为董事会主席罗飞先生。Coliving Holdings Limited（前 Biostime Pharmaceuticals (China) Limited，合生元制药）为公司核心控股平台，截至 2025 年底占比为 66.92%，最终控制人为罗飞先生。核心管理层中，首席财务官王亦东、首席人力资源官张琦章、行政总裁 Akash Bedi、中国区首席执行官李凤婷各持股 0.10%、0.06%、0.04%、0.04%。公司对健合（中国）、合生元（广州）健康产品等子公司均为 100% 全资控股。

图 1：公司股权架构（截至 2025 年 12 月 31 日）


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司财务分析

从收入端看，2019-2023年，公司总营收保持逐年上升态势，由2019年109.4亿元增至139.3亿元，CAGR达6.2%；2024年营收下滑6.3%，收入规模降至130.5亿元，主要受奶粉业务在新国标过渡期等因素拖累；2025年收入同比增长9.97%至143.5亿元，重回上行通道。

分业务看，2025年ANC/BNC/PNC收入分别实现69.46/52.57/21.5亿元，分别占总营收的48.4%/36.6%/15.0%，ANC业务占比逐步提升。

图 2：2019-2025 年公司营收及同比变化

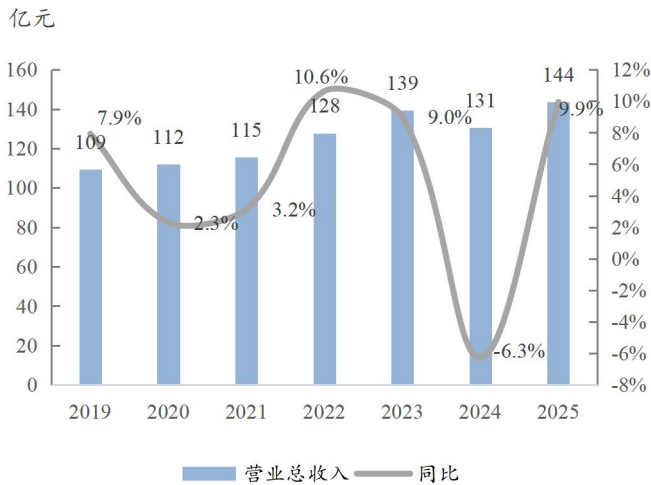
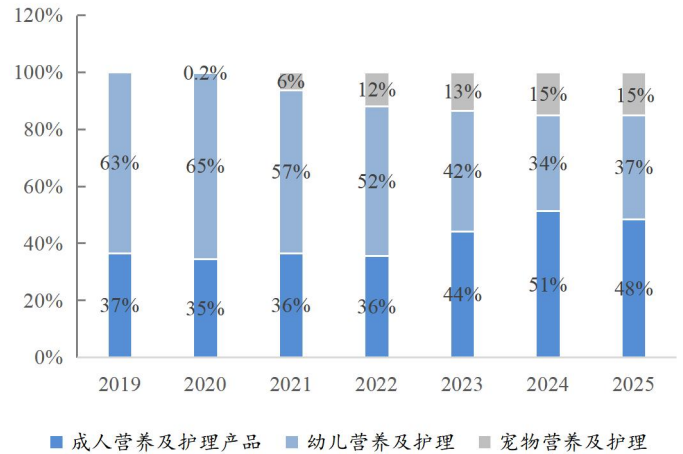


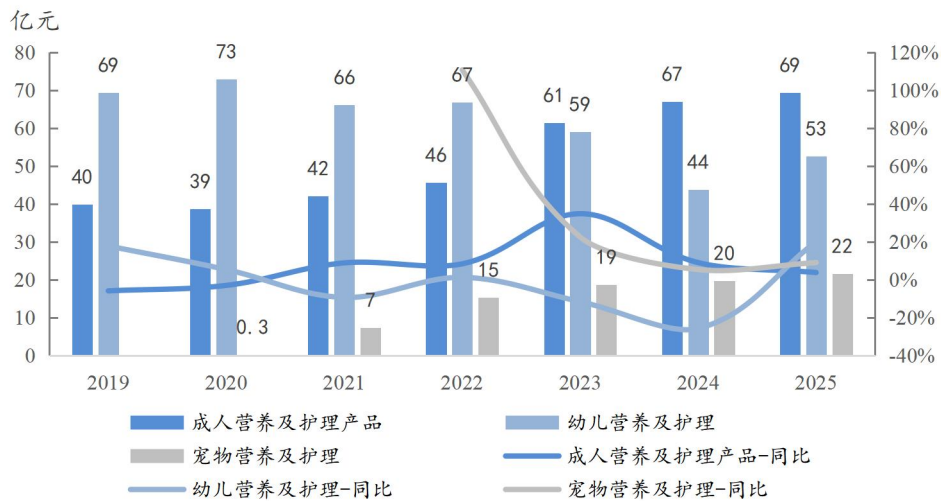
图 3：2019-2025 年公司收入结构变化



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：2019-2025 年公司分业务营收及同比变化

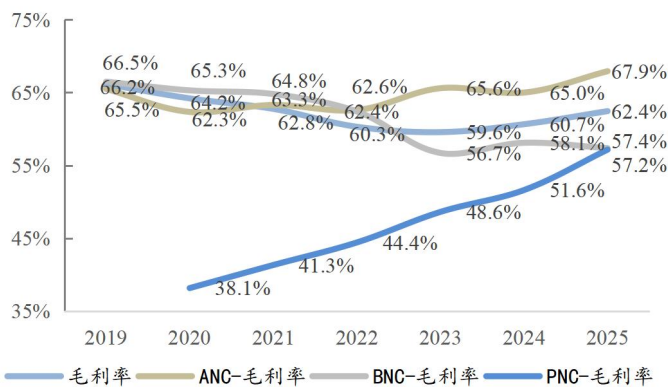


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

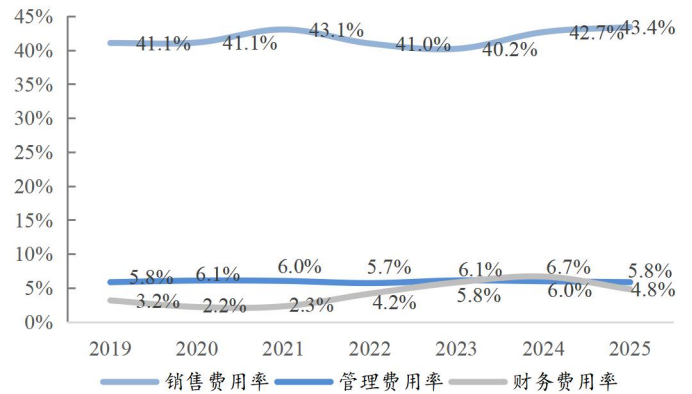
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

毛利率方面，2019-2023年，公司毛利率逐年下行，主要由于产品结构的变化，公司宠物业务毛利率较低，旗下 Solid Gold 及 Zesty Paws 品牌于 2020 年和 2021 年并表，以及婴幼儿业务由旧国标向新国标切换，导致较高的存货减值费用。2024-2025 年，公司毛利率开始回升，主要由于产品组合的调整，如高毛利的宠物营养补充品比例提升，以及优化采购成本及销售折扣。

费用率方面，2019-2025 年公司销售费用率保持在 40% 以上，2024 年公司费用率有所上行，主要由于 ANC 业务在亚洲新市场进行扩张，PNC 业务支持新产品发布及区域扩张等因素。

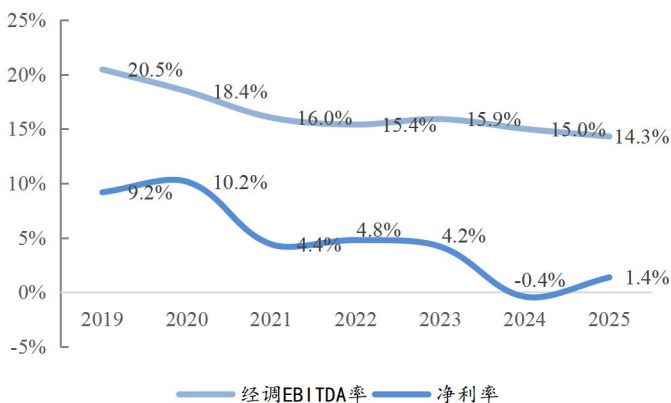
图 5：2019-2025 年公司毛利率变化


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

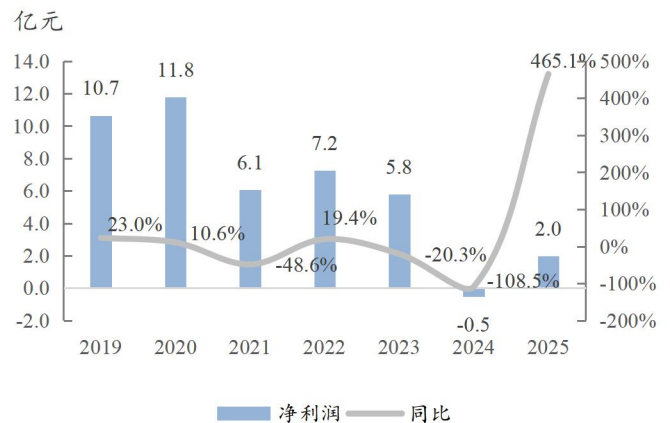
图 6：2019-2025 年公司费用率变化


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

从利润端看，公司归母净利润波动较收入更大，2020 年及以前，公司保持 10 亿元以上的利润规模；2021 年及之后，因奶粉业务承压、债务负担加重等因素而步入调整期，公司整体利润规模收缩至 5-6 亿元，2024 年首次出现亏损。经过奶粉新旧国标替换、债务置换等调整，基本面触底修复，2025 年成功扭亏至 1.96 亿元，同比大幅增长 465.1%。

图 7：2019-2025 年公司 EBITDA 率及净利率变化


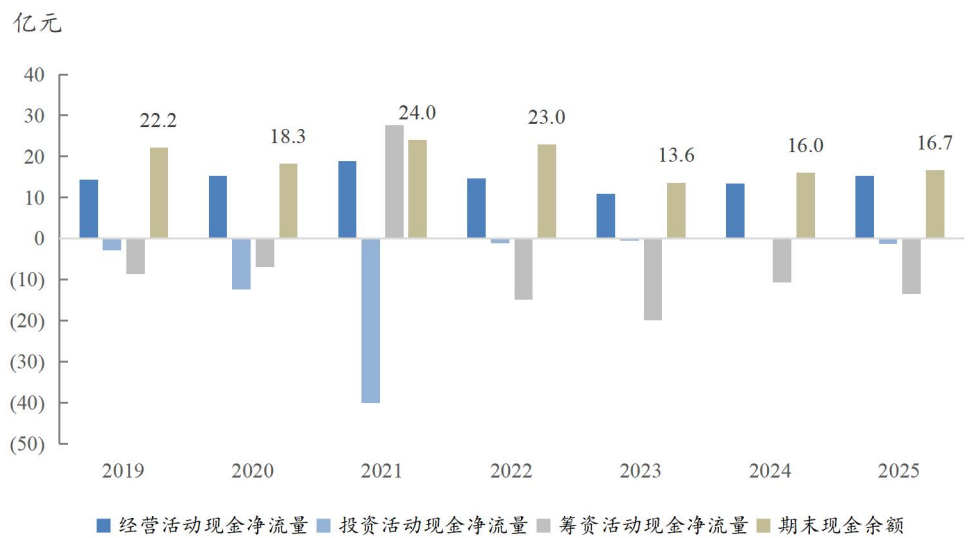
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：2019-2025 年公司净利润及同比变化


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额自 2021 年高点后经历调整，于 2023 年回落至 10.97 亿元，2024 年回升至 13.46 亿元，同比增长 22.7%，反映主营业务回款能力稳步修复。2025 年，公司经营活动现金流保持强劲，2025 年全年经营性现金流将在 15 亿元以上，为债务偿还与战略投入提供坚实支撑。投资活动现金流在 2024 年转为正向，资本支出节奏趋于审慎，2025 年维持低位，符合轻资产运营策略。筹资活动现金流连续三年为净偿还，表明公司主动降低对外部融资依赖。

图 9：2015-2025 年公司现金流量变化（亿元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

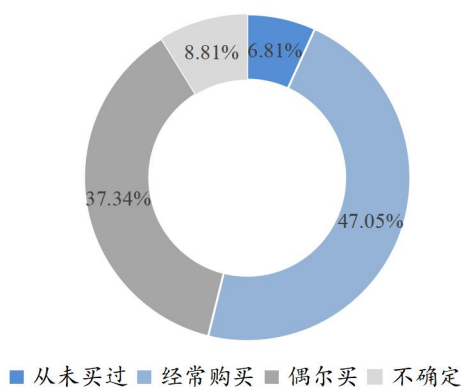
2. 行业：营养健康食品市场方兴未艾

2.1 成人营养健康行业

居民可支配收入增加、人口老龄化趋势、健康意识提升等驱动营养健康食品需求增长。（1）据国家统计局，2025 年我国居民可支配收入为 43377 元，2015-2025 年 CAGR 达 7.0%。（2）据国家统计局，2025 年我国 65 岁及以上人口超过 2.2 亿人，占总人口的 15.6%，较 2015 年提升 5.5 个百分点，2015-2025 年 65 岁及以上人口 CAGR 达 4.4%，我国营养健康食品市场将随老龄人口占比的提升而持续扩容。（3）据国家统计局，2025 年我国居民人均用于医疗保健的消费支出为 2,573 元，占人均总消费支出的 8.7%，2015-2025 年医疗保健消费支出 CAGR 达 8.3%，健康消费正从银发群体向青年群体蔓延，根据中国科学报，Z 世代群体的整体健康消费渗透率已超过 8 成。

图 10：我国人均医疗保健消费支出情况


资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 11：Z 世代购买健康相关产品情况


资料来源：中国科学报、国元证券经纪（香港）整理

表 3：Z 世代健康消费领域

食品摄入类	保健品、营养品	55.7%
	功能性食品	29.4%
习惯管理类	睡眠管理产品	48.6%
	科学饮食管理	28.5%
产品服务类	医疗、理疗产品	40.1%
	健康科技产品	37.1%
自我调节类	情绪调节行为	48.0%
	健身或有氧运动	24.7%

资料来源：中国科学报、国元证券经纪（香港）整理

产品功能细分化，满足更多消费群体需求。品牌方开始从产品形态入手，通过优化口味、提升口感、创新食用方式，推动产品向零食化、便捷化转型，功能性食品也应运而生。与此同时，产品功能不断细分，覆盖体重管理、运动营养、美颜护肤、肠道健康、健康零食、基础营养等多个领域。营养健康食品已成为日常消费结构中不可或缺的重要组成部分。

表 4：营养健康食品形态发展趋势

类别	药态	创新剂型	零食态
产品	胶囊、片剂、口服液等	糖果、即食饮品、泡腾片、滴剂等	果冻、巧克力、饼干、蛋白棒、饮料、冲剂粉、酸奶冻干、冰淇淋等
食用方式	通常在一段周期内需要在固定时间用水送服，时间段内有服用次数限制	通常需要在再特定时间服用，即开即食	没有时间和食用方式明确限制，单个产品方便携带
场景及定位	在一段周期内调节某种机体功能，有效性为首要考量	提供一定便捷性和口感的营养健康食品	在满足消费者口感好吃、方便即食的同时兼具功效性的休闲零食
消费人群	对营养成分充分了解，能够长期坚持服用的特定人群	对营养成分充分了解，能够长期坚持服用的特定人群	有养生概念的大众群体

资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

表 5：营养健康产品功能

体重管理	超重、肥胖问题一直以来困扰着我国居民，尤其在当下的快节奏时代，熬夜、缺乏运动、爱吃外卖的生活习惯和重油重盐、喝酒、嗜糖的饮食习惯均为造成超重、肥胖的原因。
运动营养	专为满足运动人群在特定生理代谢状态、提升运动能力及补充特定营养素需求而加工的食品，运动营养食品适用于每周进行三次及以上、每次持续30分钟以上、且运动强度达到中等及以上的个体。
美丽营养	为满足消费者美容美体需求而专门研发和加工的功能性食品。其核心在于利用特定的营养成分通过科学配比，实现从内而外的美容养颜效果；同时，这类产品通常以口服液、粉剂、果冻、软糖等多种剂型呈现。
肠道健康	为满足改善肠道健康需求而专门加工的产品，主要通过调节肠道菌群、润肠通便等功能，帮助消费者改善肠道功能。这类食品通常包括高纤维食品、益生菌、益生元、果蔬汁、麦麸以及植物提取物等。
健康零食	在非正餐时间食用，以天然原料或科学配方为基础，通过优化加工工艺实现低糖、低脂、低盐、低卡、低GI等健康属性，同时富含蛋白质、膳食纤维、维生素或矿物质等营养素的功能性食品。
基础营养	以提供人体必需营养素为主要功能、旨在弥补日常膳食中营养不足、维持机体正常生理功能的食品。这类产品主要针对普通消费人群，通过科学配比的维生素、矿物质、蛋白质、必需脂肪酸及膳食纤维等成分。

资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

2.1.1 行业定义

广义营养健康食品主要包括**保健食品**和**功能性食品**。保健食品是指声称具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品，适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品，例如钙片、维生素等。功能性食品目前在中国没有明确

的官方定义，其本质上仍是普通食品，在普通食品的基础上添加了某种有益健康的功效性成分，但不能宣传其功效，例如益生菌、功能软糖等。

表 6：功能性食品和保健食品对比

	功能性食品	保健食品
定义	是一个市场概念和学术概念，通常指那些除了提供基本营养外，还具有一些额外的、能调节人体机能、有益健康的成分的食品。其本质是食品，更侧重于日常膳食的补充和健康促进，例如高纤维饼干、添加益生菌的酸奶、富含Omega-3的鸡蛋等。	是一个严格的法律概念和监管类别。在中国，它特指那些声称具有特定保健功能（由国家规定）的食品。它的定位介于食品和药品之间，用于特定人群调节机体功能，不以治疗疾病为目的。
监管与审批	没有专门的法律法规。大部分作为普通食品管理，其生产只需要符合食品标准（如GB标准）。没有国家级的审批程序，不能声称任何保健功能。	有严格的法律监管（依据《中华人民共和国食品安全法》和《保健食品注册与备案管理办法》）。必须经过国家市场监督管理总局（SAMR）的注册或备案，获得批准文号（即“蓝帽子”标识）后才能上市销售。审批过程包括对产品的安全性、保健功能、质量可控性等进行科学评价。
功能宣称	不能声称任何保健功能。它只能描述其营养成分，比如“富含钙质”、“添加膳食纤维”，但不能说“有助于骨骼健康”或“改善肠道功能”。	可以明确标识国家批准的25种保健功能之一，例如“增强免疫力”、“辅助降血脂”、“缓解体力疲劳”、“改善睡眠”等。其声称的功能必须与批文上的描述完全一致。
产品形态	形态通常是传统的食品形式，如饮料、糖果、饼干、乳制品、谷物等，易于融入日常饮食。	形态更接近药品，如胶囊、片剂、口服液、颗粒剂等，有明确的食用量（每日用量、服用方法）。
目标人群	普遍性健康促进对象。	针对特定人群和特定健康需求。

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

2.1.2 行业监管

我国保健食品监管要求严格，功能性食品相对更灵活。根据《允许保健食品声称的保健功能目录 非营养素补充剂（2023年版）》规定，保健食品的保健功能只限定为24项名称，超出以上范围的功能宣称均违反该规定，是目前市场监管总局严厉打击的行为。2026年1月，目录新增了“有助于维持骨关节健康（缓解疼痛或僵硬/缓解软骨损伤）”功能。从产品上市周期来看，保健食品的上市需要通过注册或备案，耗时相对较长，功能性食品则按照《食品安全法》管理，产品上新速度更快。

表 7：25 项限定保健食品功能

序号	保健功能	序号	保健功能
1	有助于增强免疫力	14	有助于改善皮肤水分状况
2	有助于抗氧化	15	有助于调节肠道菌群
3	辅助改善记忆	16	有助于消化
4	缓解视觉疲劳	17	有助于润肠通便
5	清咽润喉	18	辅助保护胃粘膜
6	有助于改善睡眠	19	有助于维持血脂健康水平
7	缓解体力疲劳	20	有助于维持血糖健康水平
8	耐缺氧	21	有助于维持血压健康水平
9	有助于控制体内脂肪	22	对化学性肝损伤有辅助保护作用
10	有助于改善骨密度	23	对电离辐射危害有辅助保护作用
11	改善缺铁性贫血	24	有助于排铅
12	有助于改善痤疮	25	有助于维持骨关节健康
13	有助于改善黄褐斑		

资料来源：公开市场资料、国家市场监督管理总局、国元证券经纪（香港）整理

表 8：我国保健品注册及备案流程

类别	注册	备案
适用产品	首次进口的非营养素补充剂（如功能性保健食品）	首次进口的营养素补充剂（如维生素、矿物质）
	使用目录外原料的产品	使用目录内原料的产品
审批主体	国家市场监督管理总局	进口：国家市场监督管理总局 国产：省级市场监督管理局
试验要求	需提交毒理学、功能学、人体试食试验等安全性及功能性验证数据；基础检测（如功效成分、卫生学、稳定性检验）	仅需基础检测（如功效成分、卫生学、稳定性检验）
周期	约1-3年	约8-10个月
凭证/有效期	注册证书（5年，需再注册）	备案凭证（长期有效，信息变更需更新）
流程	（1）明确注册人申请人资格； （2）提交申请材料； （3）受理机构接受受理； （4）审评机构组织专家评审； （5）复审； （6）国家市场监督管理总局决定是否通过注册； （7）颁发保健食品注册证书	（1）明确备案人资格； （2）提交备案材料； （3）市场监督管理部门受理备案； （4）市场监督管理部门完成备案信息存档； （5）市场监督管理部门发放备案号

资料来源：公开市场资料、国家市场监督管理总局、国元证券经纪（香港）整理

跨境电商渠道保健食品准入门槛较低。由于国内一般贸易渠道对保健食品的监管严格，因此多数品牌商选择跨境电商渠道，一方面可以降低进口营养健康食品进入国内市场的准入门槛，免去了冗长的注册备案流程，另一方面产品功能

上更多样化，新剂型无需通过国内冗长的注册，给中国消费者提供更多选择。

表 9：我国保健品不同渠道监管要求

类别	一般贸易渠道	跨境电商渠道
监管性质	市场准入监管，必须获得“蓝帽子”（注册/备案）	零售进口监管，无需“蓝帽子”，但需在正面清单内
产品配方	必须符合中国国家标准（国标）	符合原产国标准，可保留原版配方
标签	必须印制中文实体标签	中文电子标签，实物可为外文
销售平台	全渠道（国内所有线上平台、线下门店）	仅限跨境电商平台（天猫国际等）
适合产品	已获得或计划申请“蓝帽子”的海外大品牌	海外新品、热门产品、不愿或无法修改配方以符合国标的产品
企业成本	前期注册/备案成本极高，时间极长	前期准入成本低，物流和运营成本相对灵活

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

海外各国保健食品审核各不相同。美国、澳洲、新西兰的保健食品审核，核心差异在于监管定位、上市前审批强度、功效宣称规则、生产与成分管理，整体严格度上，澳洲保健品审核管理制度相对更严格。

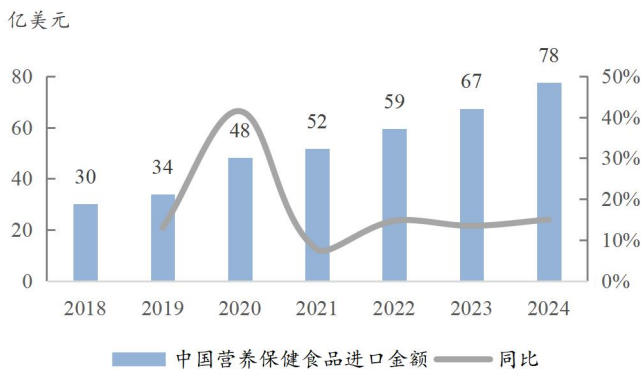
表 10：各国保健食品审核对比

维度	美国	澳大利亚	新西兰
监管主体	FDA (食品药品监督管理局)	TGA (药品管理局)	MPI (初级产业部) + Medsafe (药品和医疗器械安全管理局)
产品定位	食品类 (膳食补充剂)	低风险药品/食品	补充食品/膳食补充剂
核心模式	企业自律+事后监管 (NDI 例外)	L类：清单制+自我合规声明； R类：严格ARTG注册 (前置审批)	补充食品：备案/通报制 (宽松) 膳食补充剂：Medsafe 药品级注册
上市前审批	无需审批；仅新成分 (NDI) 需75天通知	L类：形式审查； R类：强制ARTG注册，全案审评	膳食补充剂和补充食品一般不需上市前审批 (但风险较高时，在上市前需要向 Medsafe 申请审批)。
功能宣称	仅结构/功能声称，禁止治疗疾病	L类：仅限保健辅助类； R类：可使用疾病、治疗性相关	补充食品和膳食补充剂皆不可使用治疗性声称
凭证	工厂注册+标签合规	ARTG编号 (AUST L/R)	MPI 备案号/Medsafe 注册批文

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

保健品跨境电商预计占线上整体销售额的 1/3 以上。在跨境电商模式中，三大平台均采用“网购保税进口”（BBC）与“直购进口”（BC）双模式并行。根据中国医药保健品进出口商会的数据，2024 年中国保健品进口金额达到 77.5 亿美元，对应约合 560 亿元人民币。根据灼识咨询，我们预计 2024 年中国保健品在电商渠道销售额约为 1677 亿元人民币。由于跨境进口保健品的主要销售渠道为线上，可以推断当前跨境进口保健品占整个电商渠道的比重在 1/3 以上，是非常重要的渠道增量来源。

线上渠道占整体销售超一半。根据欧睿，中国膳食营养补充剂销售渠道中，2024 年直销渠道销售额占比仅为 20%，主要受到权健事件影响；药店行业受到医保限刷、客流下滑等影响，2024 年药店渠道占比下降至 16%；2018-2024 年电商渠道销售额占比从 30% 提升至 57%，电商渠道占比的快速提升主要得益于抖音、快手等全域兴趣电商及小红书种草社区的兴起。

图 12：中国营养保健食品进口金额

表 11：中国保健品跨境电商模式

网购保税进口	直购进口
海外品牌提前将商品批量运输至国内保税仓，消费者下单后，商品从保税仓清关发货，3-5 日内送达。	消费者下单后，商品从海外仓直邮入境，经海关清关后配送（耗时 7-15 天）。

资料来源：中国医药保健品进出口商会、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

2.1.3 行业规模

中国营养健康食品市场保持稳定增长。2024-2029 年，中国营养健康食品市场将保持 6.6% 的复合增速，当中营养功能食品的 CAGR 为 8.5%，大于保健食品 5.1% 的 CAGR，到 2029 年，分别实现 3499 亿元和 3705 亿元。

中国营养健康食品人均消费水平和发达国家仍有差距。从人均消费水平角度，2024 年中国大陆人均营养健康食品支出为 355 元，虽然高于全球平均水平的 307 元，但较发达国家仍有 3-5 倍以上的差距，反映中国营养健康食品消费总量在增长，但人均消费潜力尚未充分释放。随着居民健康意识的提升、营养摄入理念普及、产品形态及渠道的不断丰富，未来中国营养健康食品市场有望进一步扩容，逐步向成熟市场看齐。

➤ **体重管理：**中国体重管理营养食品市场保持稳健增长，2024 年达 291.4 亿

元,在健康意识提升与产品创新推动下,预计2029年增至446.4亿元,2024-2029年CAGR为8.9%。行业将向多元化、功能化发展,天然有机成分成为核心趋势。

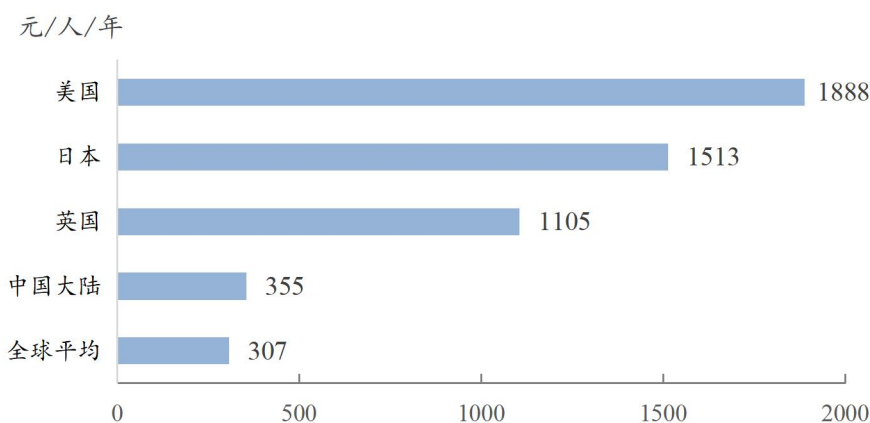
- **运动营养:** 中国运动营养市场高速增长,2024年市场规模达78.8亿元,在睡眠、运动、饮食三大健康需求驱动下,产品渗透率不断提升,预计2029年达165.5亿元,2024-2029年CAGR为16.0%。未来行业或将围绕运动类型、训练阶段及个体代谢特征,以精准配方切入细分场景,推出肌酸、肽类修复等差异化产品。
- **美丽营养:** 中国美丽营养市场持续扩容,2024年市场规模293.4亿元,产品由基础护肤向抗氧化、代谢调节等多功能延伸,受众持续扩大,预计2029年达486.5亿元,2024-2029年CAGR为11%。未来产品将围绕抗衰老、美白、保湿等细分诉求,结合神经酰胺、烟酰胺、益生菌等热门成分,打造差异化配方,满足消费者多元需求。
- **肠道健康:** 中国肠道健康功能食品市场稳步扩大,2024年市场规模达519.1亿元,我国人均益生菌消费仍偏低,渗透率提升潜力大,便携化、零食化趋势推动产品快速普及,预计2029年市场规模增至768.9亿元,2024-2029年CAGR为8%。伴随基因测序与微生物检测技术应用深化,行业将迈向精准化、个性化肠道健康管理,企业可通过定制化解决方案构建竞争优势。
- **健康零食:** 中国健康零食市场稳健扩张,2024年已达970.6亿元,产品向低糖、高蛋白、益生菌等多功能化升级,逐步迈向营养化,预计2029年达1317.1亿元,2024-2029年CAGR为6%。未来市场将聚焦儿童、老年、运动等细分人群,以精准化产品满足差异化需求。
- **基础营养:** 中国基础营养功能食品市场稳步扩容,2024年达178.0亿元。维矿类日常补充品快速普及,依托精准营养与剂型创新拓展应用场景,预计2029年达314.3亿元,2024-2029年CAGR为12%。未来产品将按年龄、性别、病史等细分定制,结合检测评估实现差异化干预,由基础补充转向精准营养调控。

图 13: 中国营养健康食品市场规模



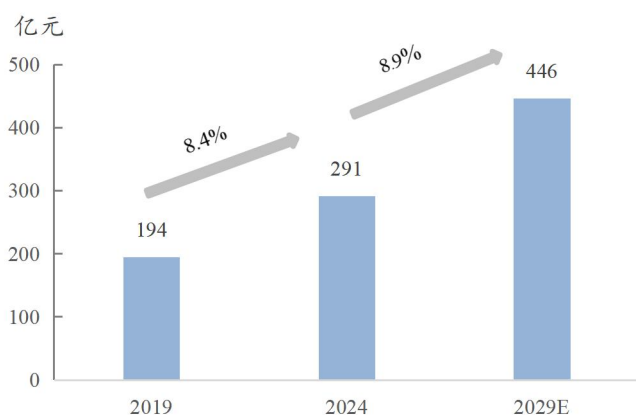
资料来源: 灼识咨询、国元证券经纪(香港)整理

图 14: 2024 年全球营养健康食品人均消费额



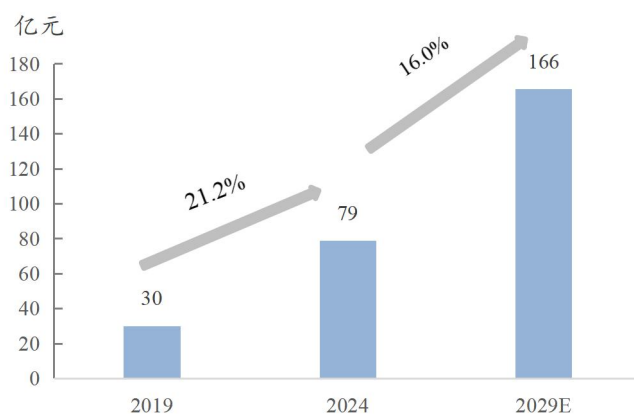
资料来源: 灼识咨询、国元证券经纪(香港)整理

图 15: 中国体重管理营养功能食品市场规模

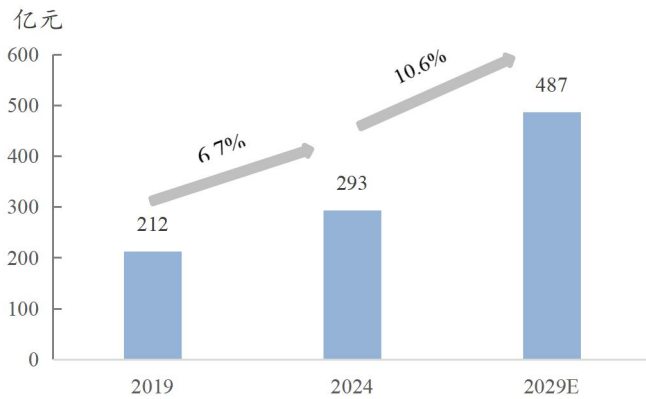


资料来源: 灼识咨询、国元证券经纪(香港)整理

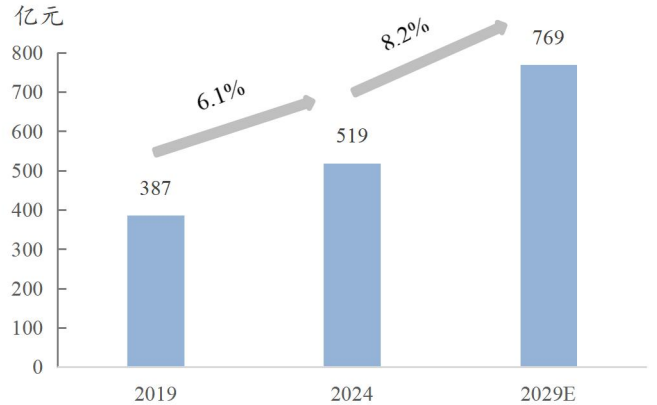
图 16: 中国运动营养功能食品市场规模



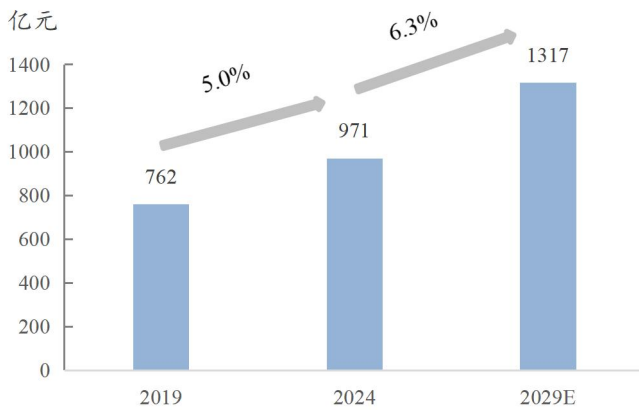
资料来源: 灼识咨询、国元证券经纪(香港)整理

图 17：中国美丽营养功能食品市场规模


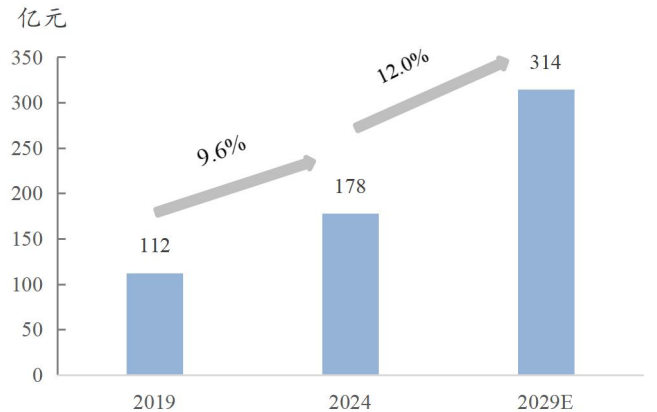
资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

图 18：中国肠道健康营养功能食品市场规模


资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

图 19：中国健康零食营养功能食品市场规模


资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

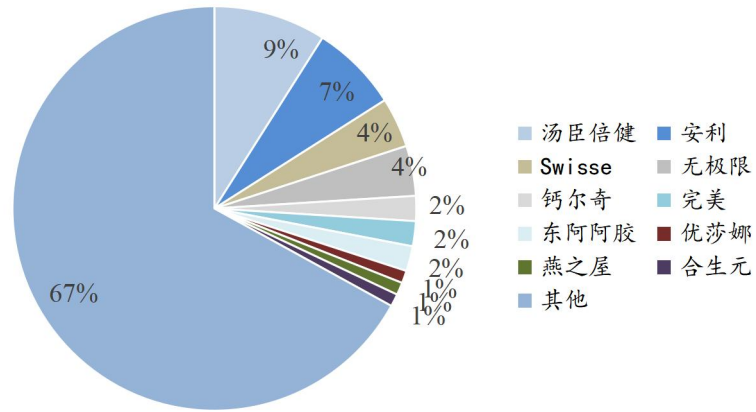
图 20：中国基础营养功能食品市场规模


资料来源：灼识咨询、国元证券经纪（香港）整理

2.1.4 行业格局

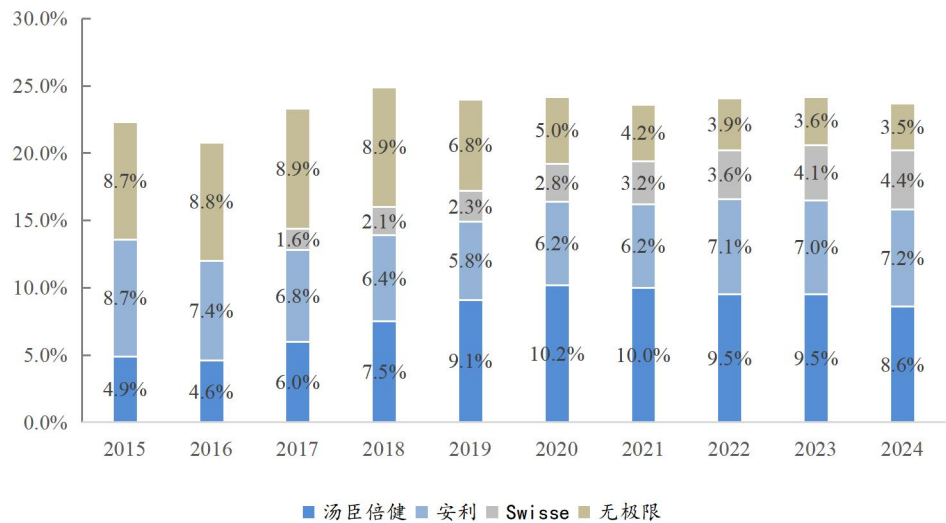
行业格局较为分散，集中度有所下行。根据欧睿，中国营养健康食品行业 CR5 由 2015 年的 32.2% 降至 2024 年的 25.8%，CR10 由 2015 年的 38.9% 降至 2024 年的 33.4%。2015 年，中国营养健康食品行业前三为无限极、安利、汤臣倍健，近年来由于直销渠道持续萎缩以及市场竞争激烈，无限极市场份额由 2015 年的 8.7% 下滑至 2024 年的 3.5%，安利由 2015 年的 8.7% 下滑至 2024 年的 7.2%，而汤臣倍健凭借打造大单品如健力多等以及积极布局线上渠道，份额由 2015 年的 4.9% 增长至 2020 年的 10.2%，自 2021 年以来市场份额有所下滑，主因线下渠道萎缩，另外 Swisse 自 2017 年进入中国市场以来持续增长，2024 年占据市场份额 4.4%。部分头部品牌通过拓展渠道布局、拓宽品牌及产品矩阵等，未来有进一步提升份额潜力。

图 21：2024 年中国营养健康食品市场竞争格局



资料来源：欧睿、国元证券经纪（香港）整理

图 22：2015-2024 年中国营养健康食品市场头部公司份额变动



资料来源：欧睿、国元证券经纪（香港）整理

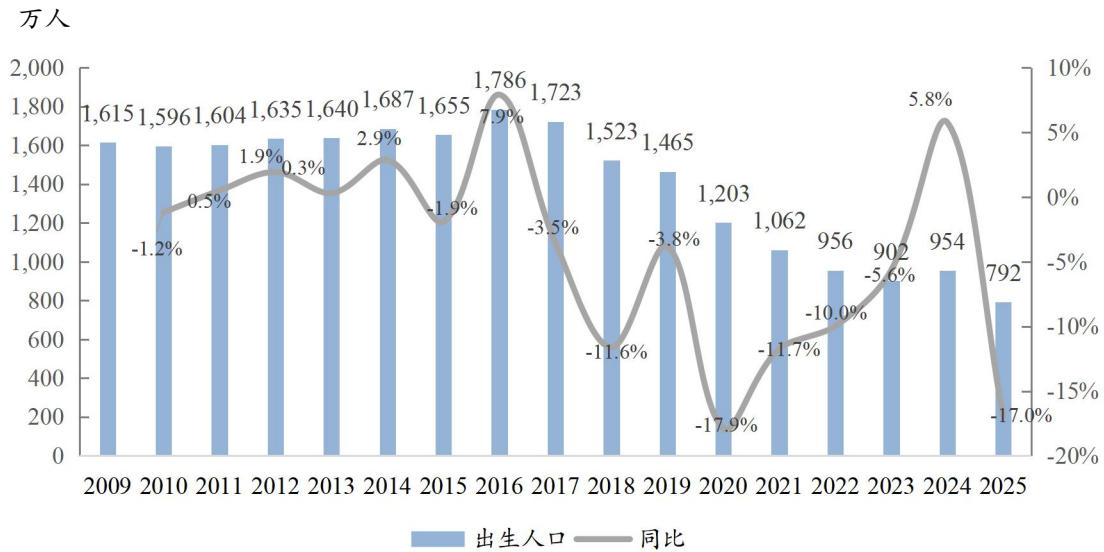
2.2 婴幼儿营养健康行业

2.2.1 行业规模

受我国出生人口下滑影响，我国婴幼儿奶粉市场的规模也有所缩减。我国出生人口从 2016 年的 1786 万人下滑至 2025 年的 792 万人，我国婴幼儿奶粉市场规模从 2021 年的 1725 亿元下滑至 2024 年的 1367 亿元。我们预期后续婴幼儿奶粉市场规模将继续下滑，品牌方需要通过品牌和产品竞争力争取市场份额的提升。

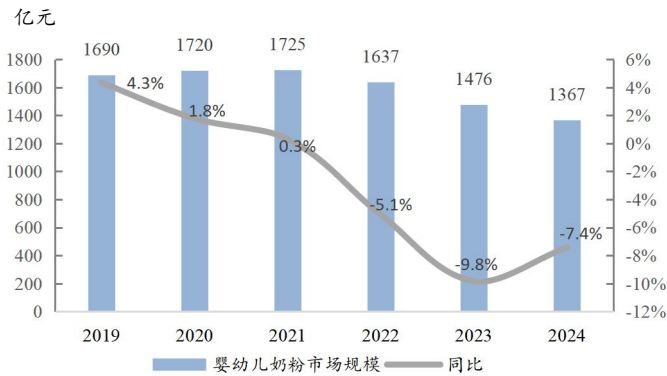
母婴营养品市场规模稳步增长。随着社会发展与国民教育水平提升，现代家长科学育儿意识持续增强，对母婴营养健康关注度显著提高，愿意在孩子成长发育方面加大投入，母婴营养品的认知度与渗透率稳步提升。过往五年，中国母婴营养品市场以10%左右的增速增长，未来随着产品多样化和精细化，预计继续保持稳步增长。

图 23：中国出生人口变化



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

图 24：中国婴幼儿奶粉市场规模



资料来源：易观、国元证券经纪（香港）整理

图 25：中国母婴营养品市场规模



资料来源：中商情报网、国元证券经纪（香港）整理

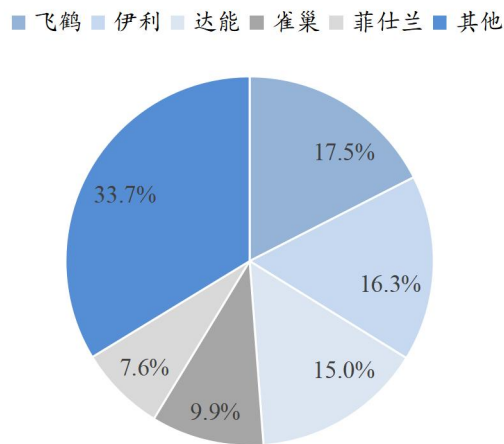
2.2.2 行业格局

中国婴幼儿奶粉市场由国产和国际品牌并驾齐驱。国产品牌以飞鹤（旗下品牌主要有星飞帆许系列）和伊利（旗下品牌主要有金冠领、QQ星等）为主导，分别占比17.5%和16.3%的市场份额，国际品牌以达能（旗下品牌主要有爱他美、

诺优能等)、雀巢(旗下品牌有能恩、启赋系列等)和菲仕兰(旗下品牌主要为美素佳儿系列)为主导,分别占比 15.0%、9.9%和 7.6%的市场份额。

合生元作为 H&H 国际控股旗下的高端婴幼儿配方奶粉品牌,近年来在行业整体下行的压力下,逆势推进高端化战略。其通过聚焦产品创新、优化渠道结构,并构建覆盖婴配粉、营养品与健康解决方案的全营养矩阵,取得了不错的成绩,2026 年 1-2 月合生元在超高端婴配粉份额提升至 22.1%。

图 26: 2024 年中国婴幼儿奶粉市场格局



资料来源:欧睿、国元证券经纪(香港)整理

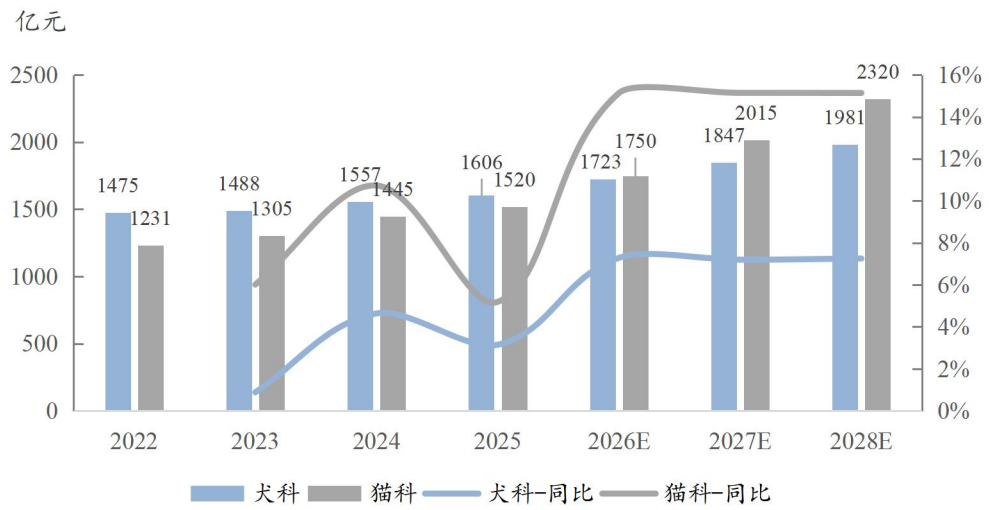
2.3 宠物营养健康行业

2.3.1 行业规模

中国宠物消费市场规模增长态势向好。根据中国宠物行业白皮书,2025 年中国猫科和犬科消费市场规模分别为 1520 亿元和 1606 亿元,到 2028 年,将达到 2320 亿元和 1981 亿元,2025-2028 年 CAGR 分别为 15.1%和 7.2%,猫科市场规模将反超犬科。2022 年,宠物市场养猫主数量已多于养犬主数量,2024 年养猫主和养犬主数量分别为 4088/3601 万人。

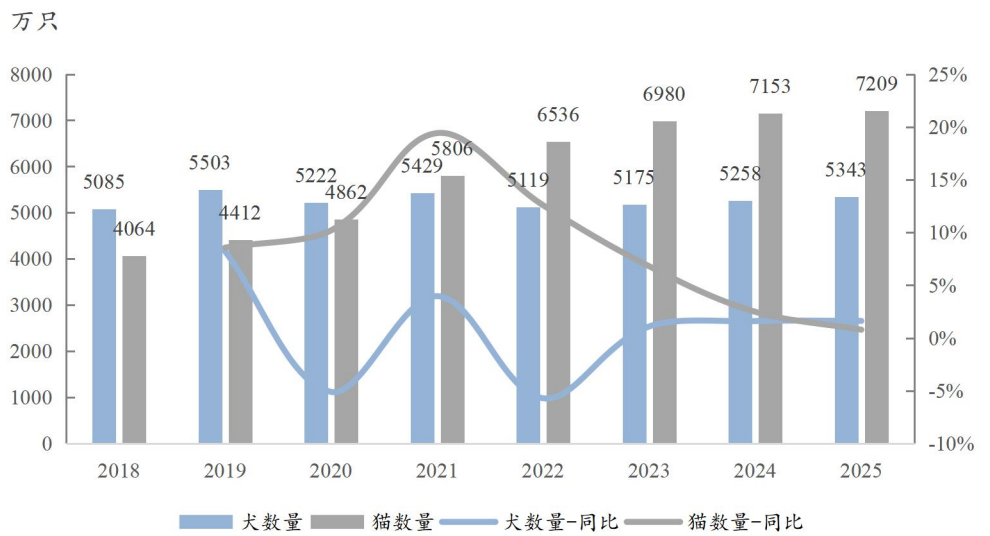
在中国宠物消费市场中,宠物食品消费占比最高。2025 年,宠物食品消费占比超 50%,当中宠物主粮、零食、营养品分别占总消费市场的 36.4%、13.6%、3.7%。

图 27：中国宠物消费市场规模及同比变化

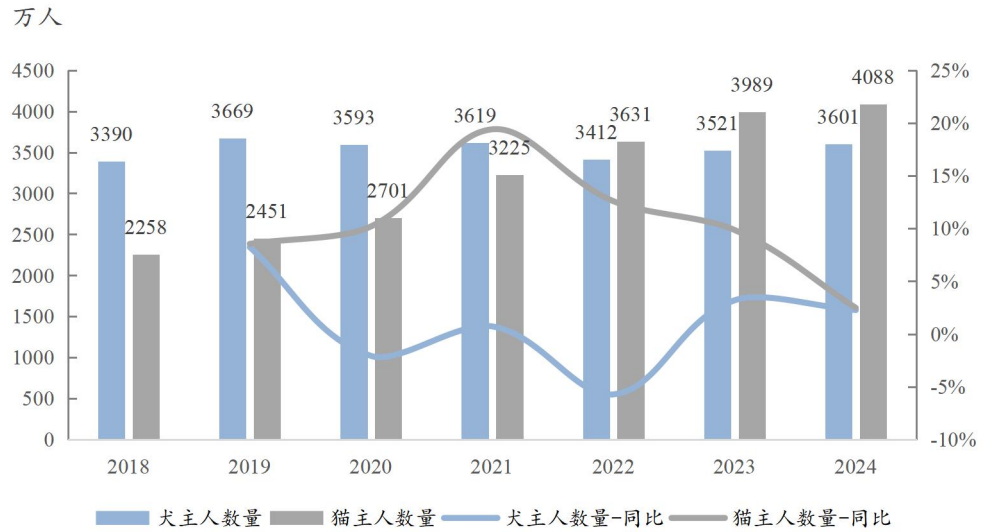


资料来源：中国宠物行业白皮书、国元证券经纪（香港）整理

图 28：中国宠物数量及同比变化



资料来源：中国宠物行业白皮书、国元证券经纪（香港）整理

图 29：中国宠物主数量及同比变化


资料来源：中国宠物行业白皮书、国元证券经纪（香港）整理

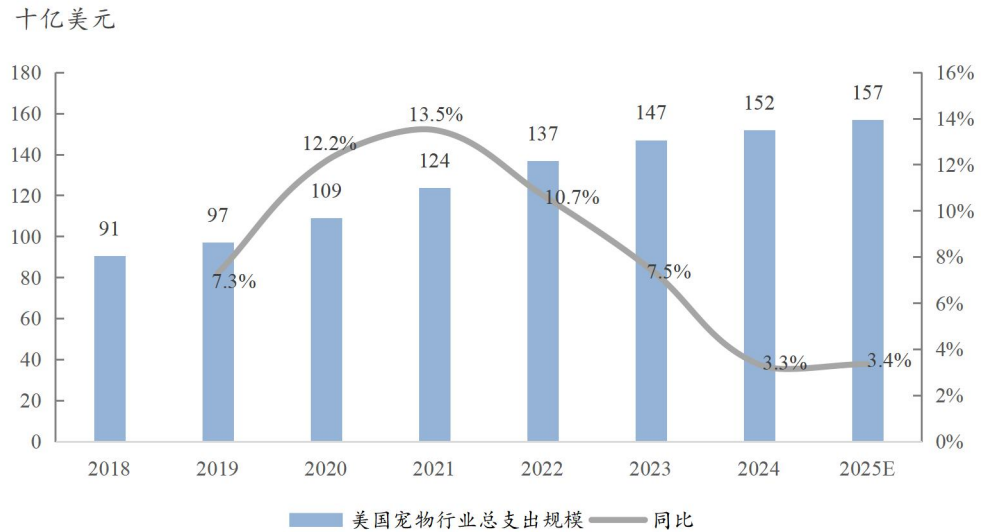
表 12：中国宠物（犬猫）消费结构变化

维度		2023	2024	2025
食品	主粮	35.3%	35.7%	36.4%
	零食	13.6%	13.5%	13.6%
	营养品	3.4%	3.6%	3.7%
用品	用品	12.5%	12.4%	12.2%
医疗	药品	9.8%	9.7%	9.3%
	诊疗	12.9%	12.6%	12.5%
	疫苗	2.6%	2.5%	2.5%
	体检	3.2%	3.2%	3.3%
服务	洗澡美容	4.7%	4.4%	4.2%
	训练	0.7%	0.7%	0.7%
	寄养	0.7%	0.8%	0.7%
	保险	0.7%	0.9%	0.9%

资料来源：中国宠物行业白皮书、国元证券经纪（香港）整理

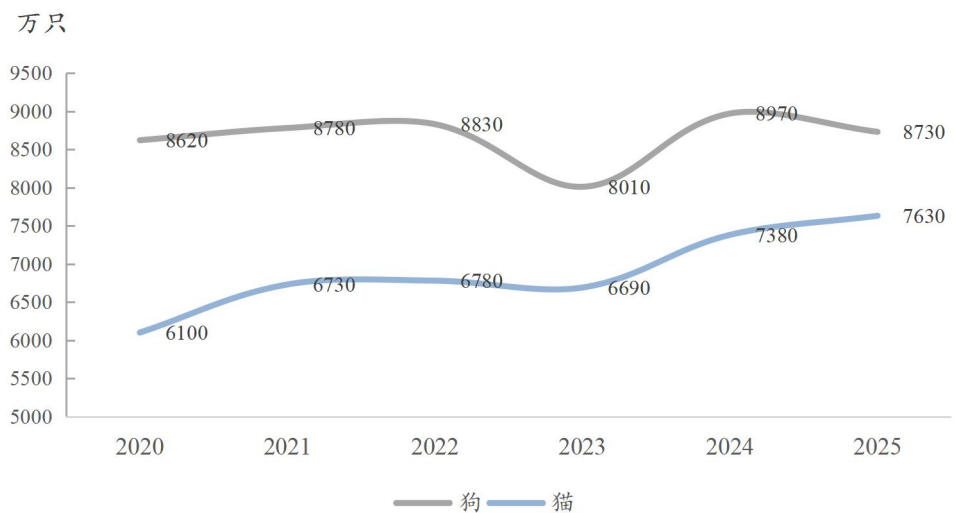
美国宠物行业总支出保持稳定增长。根据美国宠物用品协会数据，美国宠物行业支出增速在 2021 年达到高点 13.5%，随后增速开始有所下滑，近年保持在 3% 以上的增速，预计 2025 年总支出约为 1570 亿美元。从宠物数量看，2025 年宠物狗和猫的数量分别达到 8730 和 7630 万只，宠物猫的数量近 5 年呈上升趋势，宠物狗数量略有下滑。

图 30：美国宠物行业总支出规模



资料来源：美国宠物用品协会 (APPA)、国元证券经纪 (香港) 整理

图 31：美国宠物数量



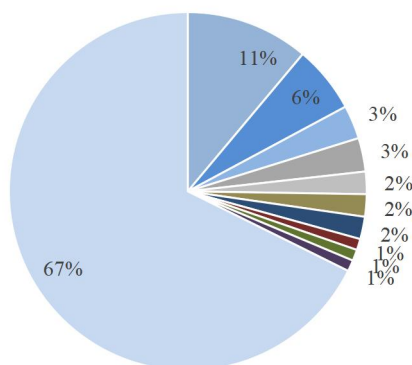
资料来源：美国兽医协会、国元证券经纪 (香港) 整理

2.3.2 行业格局

中国宠物食品行业整体呈现格局分散、集中度偏低的特征。我国宠物食品高端市场仍由进口品牌主导，同时本土品牌加速突围、持续崛起。据欧睿统计，按公司划分，2024 年我国宠物食品市场 CR5、CR10 分别仅为 25%、33%，低于美国、日本等成熟市场的行业集中水平。从头部梯队来看，2024 年行业前五名中包含玛氏、雀巢两大外资公司，乖宝宠物、中宠股份、依蕴宠物三家本土龙头亦跻身前列，国产头部力量话语权稳步提升。

图 32：2024 年中国宠物食品行业格局（按公司）

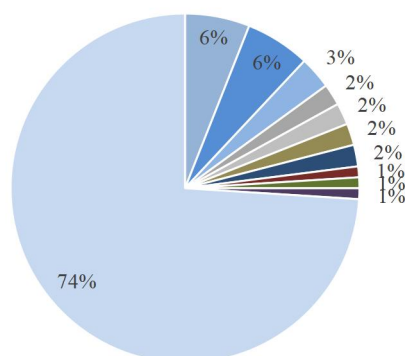
■ 玛氏 ■ 乖宝 ■ 雀巢 ■ 中宠 ■ 依蕴 ■ 吉家
■ 网易严选 ■ 荣喜 ■ 比瑞吉 ■ 爱格乐 ■ 其他



资料来源：欧睿、国元证券经纪（香港）整理

图 33：2024 年中国宠物食品行业格局（按品牌）

■ 麦富迪 ■ 皇家 ■ 顽皮 ■ 伯纳天地 ■ 冠能 ■ 蓝氏
■ 网易严选 ■ 爱肯拿 ■ 渴望 ■ 本能 ■ 其他

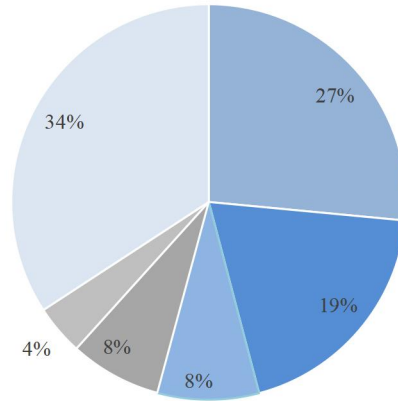


资料来源：欧睿、国元证券经纪（香港）整理

美国宠物食品市场公司集中度较高。从企业竞争格局来看，雀巢与玛氏稳居行业头部，二者合计市占率达 45.90%，近乎占据市场主流份额。高露洁棕榄、通用磨坊、JM 斯马克紧随其后组成第二梯队，市占率依次为 8.3%、7.5%、4.1%。整体行业头部聚集效应显著，前五企业合计市占率 CR5 达 65.8%。

图 34：2024 年美国宠物食品行业格局（按公司）

■ 雀巢 ■ 玛氏 ■ 高露洁棕榄 ■ 通用磨坊 ■ JM斯马克 ■ 其他



资料来源：宠物道、国元证券经纪（香港）整理

3. 健康营养赛道龙头，业绩修复趋势明确

3.1 ANC 业务：品牌&产品力奠定心智，全渠道协同发展

公司 ANC 业务主要由 Swisse 斯维诗品牌贡献主要收入。Swisse 是全球性的自然营养品牌，由 Kevin Ring 于 1969 年创立，品牌理念为“以成就更强大的自己（Something will instill a strong self）”。1991 年，Swisse 推出了女性复合维生素，并在 4 年后推出男性复合维生素，为品牌的重要里程碑。

布局“1+3”品牌矩阵，满足不同消费群体细分需求。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。2016 年开始，Swisse 进驻中国各大电商平台和线下渠道，而随着消费者对产品的功能需求更加细分，Swisse 产品线也逐步扩充，涵盖了家庭营养、口服美容、护肤系列，并在 2021 年推出子品牌，形成“1+3”品牌矩阵。主品牌 Swisse 面向广泛的成人消费者群体，产品从基础的维生素补充到特定健康需求；Swisse PLUS 精准瞄准高净值消费人群，布局高增速的超高端抗衰赛道；Swisse Me 以功能性软糖、直饮粉、微泡片等创新剂型为主，契合年轻群体快乐养生的消费需求；Little Swisse 则深耕儿童营养细分市场，主打精准营养理念，赋能儿童健康成长。

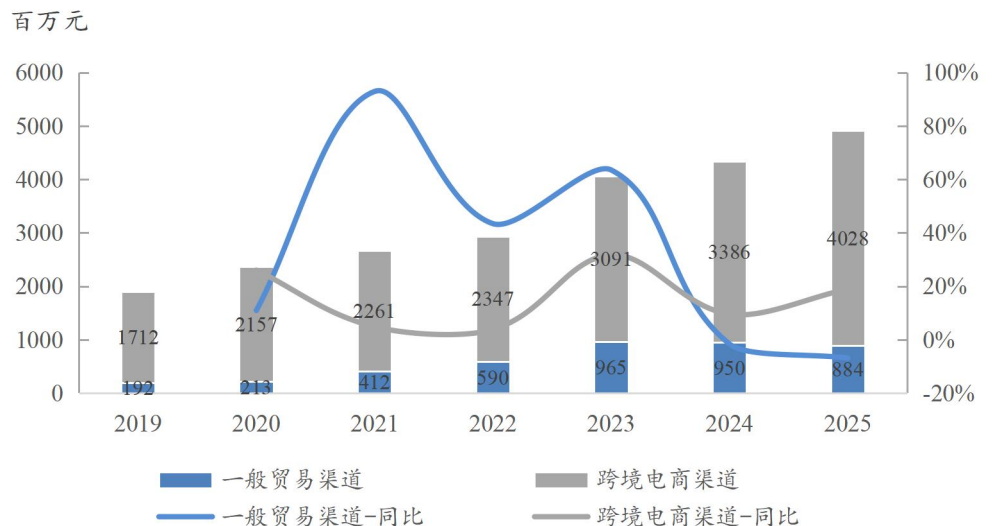
表 13：公司“1+3”品牌矩阵

	Swisse	Little Swisse	Swisse Me	Swisse Plus+
目标客群	各年龄段成人	2-12岁	12-25岁	35+高消费人群
产品类型	公司主品牌，面向全年龄段的成人消费者群体；产品涵盖基础的维生素补充到特定健康需求。	主打精准营养理念，赋能儿童健康成长。	以功能性软糖、直饮粉、微泡片等创新型，迎合年轻人审美与味觉偏好。	面向中国高端消费人群，主打“细胞级抗衰老”产品。
主要产品				

资料来源：Swisse 官网、国元证券经纪（香港）整理

中国内地由跨境电商渠道贡献主要收入，抖音渠道增长快速，积极布局线下新零售。公司自 2016 年收购 Swisse 品牌后，于中国内地市场稳步发展，专注全渠道销售。线上抖音渠道增长快速，2025 年的销售额增长 71.4%，市场份额位列第四位；跨境电商平台贡献主要收入，2025 年跨境电子商务渠道的销售额增长 18.9%，占中国内地收入的 82.0%，Swisse 维持在中国内地市场整体维生素、草本及矿物补充剂市场排名第一位。同时，公司积极布局线下山姆会员店等新零售渠道，2025 年销售额同比增长 29.7%。

图 35：公司 ANC 业务跨境电商渠道和一般贸易渠道收入及同比情况

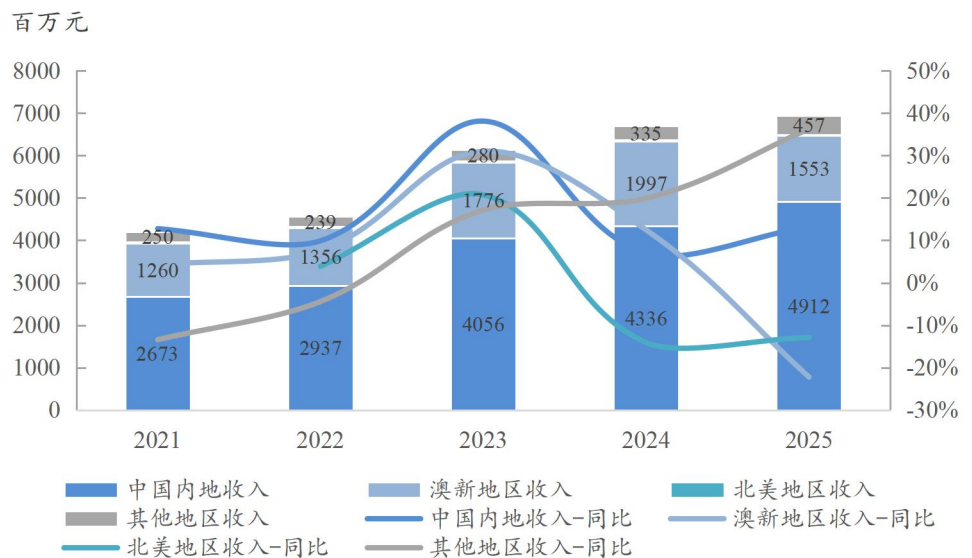


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

澳新市场表现稳健，亚洲及欧洲市场增长可观。公司 ANC 业务在中国内地市场占比持续提升，2025 年占比达 70.7%，成为主要驱动力。澳新地区受到公司策

略性选择降低企业代购业务优先级，导致收入下滑，2025 年同比下滑 20.2%，但澳新国内市场实现稳健增长，2025 年同比+5.8%。同时，Swisse 积极推进全球化布局，2025 年在中国香港、泰国、马来西亚、印度及中东等亚洲区域实现亮眼增长，其余海外地区亦保持领先增速，2025 年同比增长 36.2%，整体市场占比提升至 6.6%。公司在多数海外市场稳固自身份额与行业地位，包括于新加坡的肝脏保健及男性健康市场排名第一，以及于意大利的美容维生素、草本及矿物补充剂市场排名第二。

图 36：公司 ANC 业务分地区收入及同比情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.2 BNC 业务：专注超高端奶粉市场，新国标落地后恢复增长

公司 BNC 业务主要是以“合生元”品牌经营高端婴幼儿营养与健康相关产品，其核心产品涵盖婴幼儿配方奶粉、益生菌及营养补充品。1999 年，“合生元”品牌创立于广州；2000 年，与法国 Lallemand 集团合作，在中国共同以“BIOSTIME 合生元”品牌推广益生菌概念及系列营养健康产品；2002 年，首推产品“合生元儿童益生菌冲剂”，经过两年多的功能实验、申报、注册，获得中国进口保健食品证书；2008 年，合生元开始切入高端婴幼儿配方奶粉市场。

聚焦超高端，源自欧洲 ISIGNY 工厂工艺。公司奶粉多为法国原装进口，来自诺曼底纯净奶源，由法国百年企业 ISIGNY 工厂生产。公司旗下“派星”系列定位超高端奶粉，2026 年新推出的合生元派星 2.0，将 HMO 种类从原有配方升级到 6 种，并新加入乳源含量最高的 HMO2'-FL，顶量达到 1620mg/100g，它是

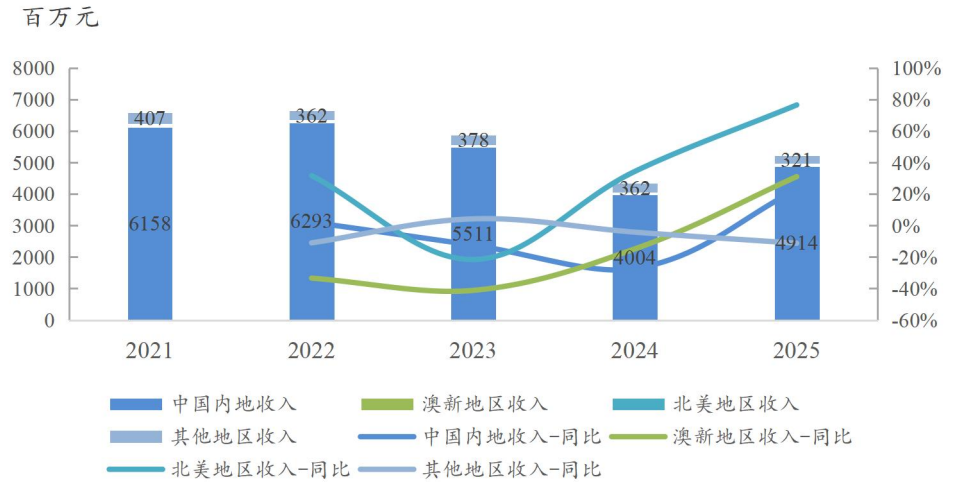
目前国内唯一进口获批的HMO奶粉。

表 14：公司奶粉及益生菌主要产品

奶粉产品		益生菌营养品	
派星系列		益生菌系列	
贝塔星曜		DHA藻油+ARA	
羊奶粉		钙维生素D	
有机奶粉		乳铁蛋白粉	
其它		其它	

资料来源：合生元官网、国元证券经纪（香港）整理

新国标切换完成，超高端婴配粉市场份额持续提升。公司BNC业务于2022-2024年受奶粉新旧国标切换、疫情导致国际审核、物流延迟等因素影响，收入出现下滑，2023/2024年分别同比-11.7%/-25.8%。2025年，随着新国标落地，公司奶粉业务重拾增长，2025/26Q1收入同比+20%/+60.9%。行业在出生人口下滑的大背景下呈现量减价增趋势，公司占位扩容的超高端价格带，2025年，合生元在中国内地超高端婴幼儿配方奶粉市场的份额达17.1%，并在26M1-2市占率进一步提升至22.1%。

图 37：公司 BNC 业务分地区收入及同比情况


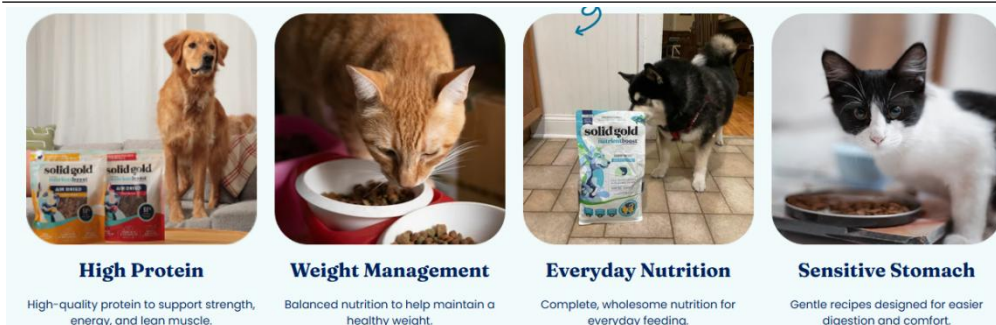
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.3 PNC 业务：双品牌推进，打造第三成长曲线

公司立足长远战略布局，将宠物营养与护理业务确立为公司第三大核心支柱，切入高端宠物赛道。2020年11月，公司以1.63亿美元全资收购高端宠物品牌 Solid Gold（素力高）。2021年8月，公司再度加码，以6.1亿美元全资并购美国线上高端宠物营养补充剂品牌 Zesty Paws（快乐一爪）。两大品牌形成主粮+营养补充剂的完整产品矩阵，协同补齐宠物全品类布局，为公司开辟全新业绩增长来源。

Solid Gold 持续优化产品和渠道，北美收入恢复增长。 Solid Gold 由 Sissy Harrington McGill 创立于 1974 年，是美国首个全方位宠物食品与营养品牌，其核心产品线包括高蛋白系列、肠道健康系列、免疫增强系列以及体重管理系列。公司收购 Solid Gold 以来，开始进军中国内地市场，考虑到关税影响，中国内地市场后续将通过国产功能粮调整及营养品业务扩张，并推动产品创新及高毛利产品增长。北美业务方面，公司持续进行渠道优化及推进产品高端化策略，截至 2025 年底，电子商务贡献 Solid Gold 在北美的 83.1% 销售额，高利润率产品销售额占比达 37.4%，26Q1，Solid Gold 于北美恢复增长，同比+7.3%。

图 38: Solid Gold 主要产品系列



资料来源: Solid Gold 官网、国元证券经纪 (香港) 整理

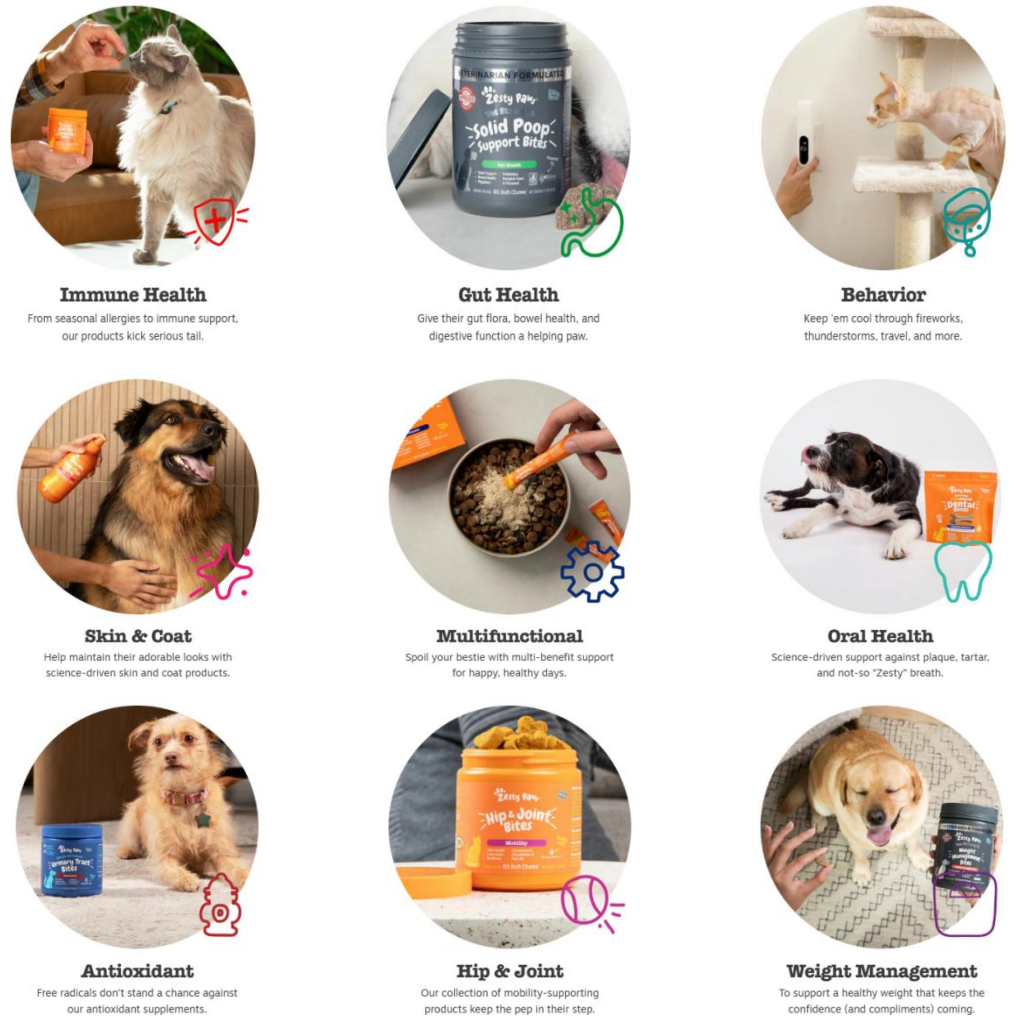
图 39: Solid Gold 天猫旗舰店系列星品



资料来源: Solid Gold 天猫旗舰店、国元证券经纪 (香港) 整理

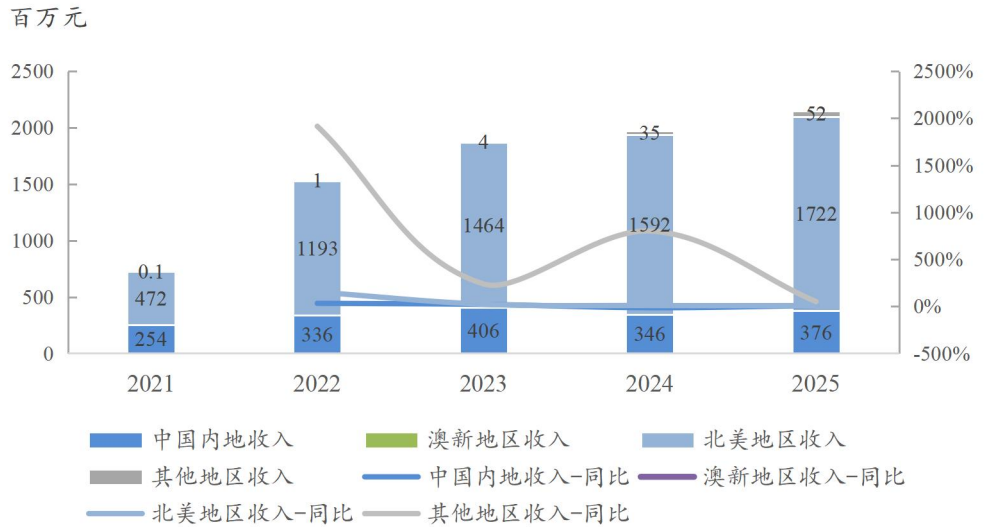
Zesty Paws 为北美头部宠物营养补充剂品牌，业绩表现稳健。Zesty Paws 成立于 2015 年，为美国高端猫狗营养补充剂品牌，定位为兽医参与配方、科学背书、适口性佳的功能性补剂，以软咀嚼片 (Bites) 为主，另有滴剂、鱼油、粉末、膏剂等类型，覆盖综合多维、肠道健康、皮肤与免疫、关节健康等宠物健康需求。Zesty Paws 采取线上线下全渠道策略，持续深耕亚马逊及 Chewy 电子商务渠道以及沃尔玛、PetSmart、Petco、TractorSupply、Target、山姆会员店、CVS 及 Menards 等众多零售商，扩大品牌影响力。26Q1，Zesty Paws 北美地区销售额实现同比+15.5%。

图 40: Zesty Paws 主要产品系列



资料来源: Zesty Paws 官网、国元证券经纪(香港)整理

PNC 业务主要收入来自北美市场, 2025 年占比达 80.1%, Zesty Paws 及 Solid Gold 已分别覆盖全美超过 20,000 家及 4,000 家门店; 其次是中国市场, 占比达 17.5%, 主要由 Solid Gold 品牌贡献, 公司正将中国市场逐步转向本土化供应; 同时, 公司持续扩展 PNC 业务于欧洲、亚洲及澳新等海外市场的布局, 2025 年实现收入超 5000 万元, 同比增长超 50%。

图 41：PNC 业务分地区收入及同比情况


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

我们分别对 ANC、BNC 及 PNC 业务进行预测：

- **ANC 业务：**中国内地市场在品牌力支撑、年轻化营销运营及全品类产品矩阵布局下有望保持高速增长，抢占更高份额；澳新市场未来随着调整完成，基数回归正常，将保持稳健增长；全球新兴市场拓展顺利，持续贡献增量。预计 2026/2027/2028 年公司分别实现收入 72.94/80.23/92.27 亿元，同比 +5%/10%/15%。
- **BNC 业务：**在 2025 年 6 月奶粉新旧国标替换后触底反弹，在出生人口下滑的大背景下，行业呈现量减价增趋势，公司持续提升超高端价格带份额，有望维持稳健增长，预计 2026/2027/2028 年公司分别实现收入 63.09/72.55/79.81 亿元，同比+20%/15%/10%。
- **PNC 业务：**Solid Gold 在美国市场渠道和产品结构调整完成，Zesty Paws 线上线下持续深耕，预计 2026/2027/2028 年公司分别实现收入 24.72/29.67/36.20 亿元，同比+15%/20%/22%。

毛利率及费用率方面，考虑到公司持续优化产品结构及提高投入效率，我们假设 2026/2027/2028 年公司毛利率分别为 62.5%/62.6%/62.7%，公司销售费用、行政及管理费用率分别为 49.2%/49.1%/49.0%。

表 15: 公司收入预测拆分

单位: 百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
1、ANC	6,145	6,696	6,946	7,294	8,023	9,227
同比	34.8%	9.0%	3.7%	5.0%	10.0%	15.0%
占营收比例	44.12%	51.31%	48.39%	45.37%	43.97%	44.30%
2、BNC	5,908	4,382	5,257	6,309	7,255	7,981
同比	-11.7%	-25.8%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%
占营收比例	42.42%	33.58%	36.63%	39.25%	39.76%	38.32%
3、PNC	1,874	1,973	2,150	2,472	2,967	3,620
同比	22.5%	5.3%	2.0%	15.0%	20.0%	22.0%
占营收比例	13.46%	15.12%	14.98%	15.38%	16.26%	17.38%
营业收入	13,927	13,052	14,354	16,075	18,245	20,827
同比	9.0%	-6.3%	10.0%	12.0%	13.5%	14.2%
毛利	8,294	7,916	8,964	10,054	11,422	13,050
毛利率	59.6%	60.6%	62.4%	62.5%	62.6%	62.7%
EBITDA	2,027	1,441	1,805	2,059	2,410	2,828
EBITDA率	14.6%	11.0%	12.6%	12.8%	13.2%	13.6%
归母净利润	582	-54	196	679	895	1,153
同比	-4.9%	-109.2%	465.1%	246.2%	31.8%	28.8%

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

我们预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 6.79/8.95/11.53 亿元, 同比增长 246.2%/31.8%/28.8%; 对应当前股价的 PE 为 9.9/7.5/5.8 倍。公司业务涵盖大众及宠物营养健康食品和婴配粉, 但目前估值仅与婴配粉公司相当, 我们给予公司 2026 年 15 倍 PE, 对应目标价 18.25 港元, 约有 51.3% 上涨空间, 给予“买入”评级。

表 16: 同业估值对比 (截至 2026 年 6 月 1 日)

代码	简称	货币	股价	市值(亿)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1717.HK	澳优	HKD	1.43	25	12.9	8.8	7.7	7.1	0.4	0.4	0.3	0.3
6186.HK	中国飞鹤	HKD	3.19	289	13.5	10.7	10.0	9.3	1.1	1.0	1.0	0.9
300146.SZ	汤臣倍健	CNY	10.08	171	21.8	22.6	20.4	18.5	1.5	1.5	1.5	1.5
002626.SZ	金达威	CNY	15.32	93	27.5	18.4	15.3	11.5	2.1	2.0	1.9	1.9
300791.SZ	仙乐健康	CNY	18.75	58	42.2	16.1	12.7	10.6	2.0	1.9	1.6	1.5
301498.SZ	乖宝宠物	CNY	44.80	179	26.7	23.9	19.2	16.0	3.8	3.4	3.0	2.6
603102.SH	百合股份	CNY	37.44	24	18.7	18.0	15.4	13.7	1.4	1.4	1.3	1.2
平均					23.3	16.9	14.4	12.4	1.7	1.7	1.5	1.4
1112.HK	H&H国际控股	HKD	12.06	78	35.9	9.9	7.5	5.8	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

5. 风险提示

- 行业竞争加剧风险
- 消费需求不及预期风险
- 食品安全风险
- 保健品行业监管风险

【财务报表摘要】

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,604	1,669	1,469	1,308	1,318	营业收入	13,052	14,354	16,075	18,245	20,827
应收帐款	1,104	1,602	1,850	2,099	2,396	营业成本(剔除折旧)	5,029	5,279	5,899	6,678	7,602
存货	1,907	1,968	2,182	2,470	2,812	毛利	8,023	9,075	10,175	11,567	13,225
其他流动资产	8	57	32	36	42	销售及行政管理费(剔除摊销)	6,155	6,866	7,716	8,758	9,997
流动资产	4,623	5,296	5,533	5,914	6,567	其他经营(收入)/开支	426	404	400	400	400
固定资产净值	319	303	728	1,166	1,616	利息折旧及摊销前利润	1,441	1,805	2,059	2,410	2,828
无形资产	5,295	5,064	4,864	4,664	4,464	折旧	107	111	121	146	175
商誉	7,604	7,621	7,600	7,600	7,600	摊销	194	200	200	200	200
其他长期资产	1,003	1,120	1,100	1,200	1,300	息税前利润	1,140	1,494	1,738	2,064	2,453
总资产	18,842	19,404	19,825	20,545	21,548	利息成本	921	910	674	668	660
贸易应付款项	907	1,008	1,115	1,262	1,437	利息收入	-	-	-	-	-
应付费用及其他应付款	1,987	2,303	2,360	2,671	3,041	其他(收入)/成本	23	21	20	20	20
贷款	861	995	1,095	1,175	1,245	除税前溢利	197	563	1,045	1,377	1,773
应付税项	89	152	118	118	118	所得税	251	367	366	482	621
其他	29	158	177	200	228	非控股权益	-	-	-	-	-
流动负债	3,872	4,615	4,865	5,427	6,069	归母净利润	(54)	196	679	895	1,153
贷款	6,305	5,740	5,640	5,440	5,340						
递延所得税负债	684	690	690	690	690						
其他	2,168	2,367	2,367	2,367	2,367						
总负债	13,029	13,413	13,562	13,924	14,466						
非控股权益	-	-	-	-	-						
股东权益	5,813	5,991	6,263	6,620	7,081						
总权益	5,813	5,991	6,263	6,620	7,081						
负债及权益合计	18,842	19,404	19,825	20,545	21,548						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
除税前溢利	197	563	1,045	1,377	1,773
所得税	(251)	(367)	(366)	(482)	(621)
折旧	107	111	121	146	175
摊销	194	200	200	200	200
运营资金的变动	(270)	(507)	(287)	(60)	(72)
其他	1,369	1,537	61	(150)	(150)
经营活动产生现金流量	1,346	1,537	774	1,030	1,306
资本开支	(567)	(485)	(547)	(584)	(625)
其他	567	358	20	(50)	(50)
投资活动产生现金流量	1	(127)	(526)	(634)	(675)
新增贷款	3,330	745	1,200	1,200	1,200
偿还贷款	(3,637)	(1,167)	(1,200)	(1,320)	(1,230)
分红	(282)	(141)	(407)	(537)	(692)
其他	(482)	(789)	(40)	100	100
融资活动产生现金流量	(1,071)	(1,353)	(448)	(557)	(622)
现金净变动	276	57	(200)	(160)	9
现金的期初余额	1,364	1,604	1,669	1,469	1,308
汇率变动的影响	(37)	8	-	-	-
现金的期末余额	1,604	1,669	1,469	1,308	1,318

主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长性(%)					
营业收入增长率	-6.3%	10.0%	12.0%	13.5%	14.2%
净利润增长率	-109.2%	-465.1%	246.2%	31.8%	28.8%
盈利能力(%)					
毛利率	60.6%	62.4%	62.5%	62.6%	62.7%
净利率	-0.4%	1.4%	4.2%	4.9%	5.5%
ROE	-0.9%	3.3%	11.1%	13.9%	16.8%
ROA	-0.3%	1.0%	3.5%	4.4%	5.5%
偿债能力(%)					
资产负债率	69.1%	69.1%	68.4%	67.8%	67.1%
流动比率	1.19	1.15	1.14	1.09	1.08
速动比率	0.70	0.72	0.69	0.63	0.62
营运能力(次)					
存货周转率	6.10	7.41	7.75	7.84	7.89
流动资产周转率	2.68	2.89	2.97	3.19	3.34
总资产周转率	0.67	0.75	0.82	0.90	0.99
每股资料(美元)					
每股收益	-0.08	0.31	1.06	1.39	1.80
每股净资产	9.07	9.33	9.76	10.32	11.03
估值比率(倍)					
PE	-125.2	34.3	9.9	7.5	5.8
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>