

### 相关报告

H&H 国际(1112.HK)深度报告-  
20260602

### 【事件】

公司公告 2026 年上半年财务数据，26H1，按同类比较基准，公司总收入较去年同期录得双位数增幅，经调整可比 EBITDA 同比增长 60%-70%，经调整可比纯利同比增长 100%。

### 【点评观点】

#### ➤ 收入表现亮眼，ANC 和 BNC 延续高增

26H1，公司收入录得双位数增幅，三大业务均实现增长。分业务看，(1) **ANC**: 26H1 实现低至中双位数收入增幅，Swisse 在中国内地、澳新国内市场及新兴市场持续实现双位数增长。在中国内地市场，增长主要受益于农历春节假期的基数影响，以及公司“1+3”品牌策略持续兑现，当中抖音渠道同比增长 50% 以上，在行业品牌溯源事件下仍保持高增长，反映公司大品牌的韧性，长期看龙头品牌的份额有望持续提升。(2) **BNC**: 26H1 收入实现高双位数增幅，当中婴幼儿配方奶粉收入同比增长 50% 以上，收入增长主要受益于新品推出、严格渠道执行以及新手妈妈教育等因素。公司顺应年初友商奶粉召回事件，抓住消费需求的变化契机，积极抢占市场份额，合生元于中国内地超高端婴配粉市场份额由去年的 14.6% 增长至 20.0%。(3) **PNC**: 26H1 实现中至高单位数收入增幅，主要由于高利润率宠物营养品品类加快增长及北美的渠道扩张所致，高利润率品类实现中至高双位数强劲增长。目前公司中国区宠物业务正在主动转向供应链本地化，该调整将于 26 年底前完成。

#### ➤ 利润增长强劲，债务偿还超预期

26H1，公司预计经调整可比 EBITDA 同比增长 60%-70%，经调整可比 EBITDA 率将超过 20%，主要受益于经营杠杆效应，以及上半年较为审慎的营销投资策略。叠加公司债务结构优化及整体融资成本下降，预计经调整可比纯利同比增长 100%。截至 26H1，公司已偿还债务 10 亿元，超过此前 26 年全年还债指引的 7 亿元，净债务杠杆率从 3.45 倍大幅降至 2.25 倍。

#### ➤ 投资建议

公司上半年业绩表现超预期，未来三大业务增长空间充足。ANC 业务在国内监管收紧下，公司大品牌效应持续受益，下半年新品释放期值得期

### 研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email: liff@gyzq.com.hk

待，澳新代购业务主动收缩战略影响将在下半年消除，东南亚等新兴市场势能充沛。BNC 业务在行业友商质量事件下，抓住消费者需求转换契机，持续提升市场份额，今年推出国内首款 HMO 进口婴配粉，进一步增强产品竞争力。PNC 业务于中国市场转向本土化供应，26 年底完成后将提升国内宠物业务利润，美国市场高利润率品类占比持续提升，看好后续增长。此外，公司化债加速，26 年上半年已降低 10 亿元负债，远超此前指引，进一步降低利息成本，增厚利润，未来有望提升分红比例，建议积极关注。

# 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>