

买入
业绩超预期，提高分红比例
H&H 国际 (1112.HK)

2026-08-28 星期五

【投资要点】
➤ 盈利超预期，处于业绩预告上限

2026 年上半年，公司实现收入 86.96 亿元，同比+23.9%；经调整可比 EBITDA 为 18.9 亿元，同比+71.9%（此前预告 60%-70%增长）；归母净利润 6.1 亿元，同比+760.0%；经调整可比净利润 9.2 亿元，同比+153.2%。

➤ ANC 增长提速，BNC 实现高增，PNC 表现稳健

2026 年上半年，公司 ANC/BNC/PNC 业务分别实现收入 39.7/36.3/10.9 亿元，同比+13.9%/+45.2/+4.8%。（1）ANC：于中国内地市场收入同比增长 20.5%，占 ANC 总收入的 73.0%，当中抖音及新零售渠道的收入分别同比增长 57.5%及 34.2%；其他新兴地区实现同比增长 20.5%，收入占比由 6%提升至 7.8%，持续贡献增量。（2）BNC：中国区婴配粉业务同比增长 58%，占 BNC 总营收的 85.2%，合生元在中国内地超高端婴配粉的份额达到 20.6%，去年为 14.8%。（3）PNC：Solid Gold 于北美市场同比增长 6.3%；中国区 Solid Gold 因主动进行产品组合和渠道结构优化，收入同比下降 37%，符合转型预期。Zesty Paws 实现高双位数增长，由北美市场和新扩张市场拉动。

➤ 经营效率提升，提高分红比例

2026 年上半年，公司实现毛利率 65.39%，同比+2.86 ppt，主要得益于持续推进产品组合高端化，以及供应链效率的提升。公司销售费用率/管理费用率分别为 39.11%/5.10%，同比-3.22/-0.58ppt，得益于投放效率及组织运营效率提高；经调整 EBITDA 利润率为 21.8%，同比提升 6.1 ppt，经营质量持续提升。公司宣布派发中期股息 0.82 港元/股，派发比例为调整后净利润的 50%（25 年为 30%），预期全年维持相同派息比率。

➤ 维持“买入”评级，目标价 26.90 港元/股

公司上半年业绩表现超预期，三大业务齐增长，且上调全年指引，因此我们上调盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 9.96/11.92/13.69 亿元，给予 2026 年约 15 倍 PE，对应 26.90 港元/股目标价，较现价有 46.4%的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,052	14,354	16,936	18,972	20,869
同比增长	-6.3%	10.0%	18.0%	12.0%	10.0%
毛利率	60.6%	62.4%	64.3%	64.2%	64.1%
归母净利润	-54	196	996	1192	1369
同比增长	-109.2%	465.1%	407.8%	19.7%	14.9%
净利率	-0.4%	1.4%	5.9%	6.3%	6.6%
每股盈利	-0.08	0.31	1.55	1.86	2.13
PE@18.38HKD	-189.9	52.0	10.2	8.6	7.5

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

 目标价：**26.90 港元**

 现价：**18.38 港元**

 预计升幅：**46.4%**
重要数据

日期	2026-8-27
收盘价（港元）	18.38
总股本（亿股）	6.46
总市值（亿港元）	118.65
净资产（亿元）	65.14
总资产（亿元）	194.85
52 周高低（港元）	10.10/18.50
每股净资产（元）	10.09

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

H&H 国际控股首发报告-20260602

研究部

姓名：李芳芳

SFC：BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 盈利超预期，处于业绩预告上限

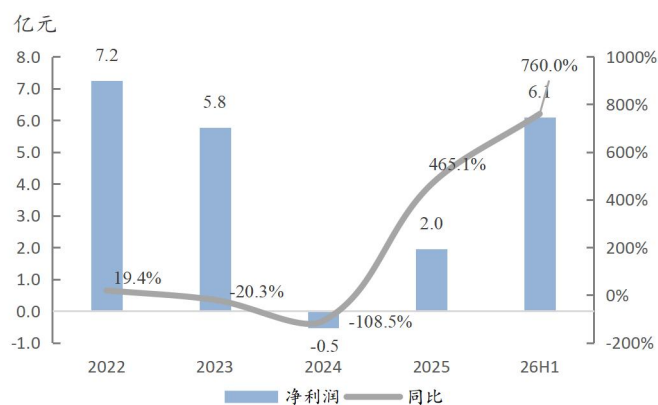
2026 年上半年，公司实现收入 86.96 亿元，同比+23.9%；经调整可比 EBITDA 为 18.9 亿元，同比+71.9%（此前预告 60%-70% 增长）；归母净利润 6.1 亿元，同比+760.0%；经调整可比净利润 9.2 亿元，同比+153.2%。

图 1：公司营收及同比情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利润及同比情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ ANC 增长提速，BNC 实现高增，PNC 表现稳健

2026 年上半年，公司 ANC/BNC/PNC 业务分别实现收入 39.7/36.3/10.9 亿元，同比+13.9%/+45.2%/+4.8%。

(1) ANC: 于中国内地市场收入同比增长 20.5%，占公司 ANC 总收入的 73.0%，当中抖音及新零售渠道的收入分别同比增长 57.5% 及 34.2%，在行业竞争日益激烈的背景下，核心在线跨境电子商务渠道的销售额同比增长 20.9%，占 ANC 中国内地收入的 81.7%，Swisse 巩固其中国内地线上维生素、草本及矿物补充剂市场榜首地位；整体澳新市场收入下滑 8.3%，是公司主动降低代购渠道占比的战略选择，但于澳洲国内市场实现同比增长 12.2%，Swisse 稳居澳洲整体维生素及矿物补充剂市场榜首；其他新兴地区实现同比增长 20.5%，收入占比由 6% 提升至 7.8%，持续贡献增量。

(2) BNC: 中国区婴配粉业务同比增长 58%，占 BNC 总营收的 85.2%，合生元在中国内地超高端婴配粉的份额达到 20.6%，去年为 14.8%。1 段及 2 段婴配粉的销售额分别同比增长 68.8% 及 41.8%。

(3) PNC: Solid Gold 于北美市场同比增长 6.3%，得益于公司推进产品组合高端化策略及在电子商务渠道录得增长；中国区 Solid Gold 因主动进行产品组合和渠道结构优化，收入同比下降 37%，符合转型预期。Zesty Paws 实现高双位

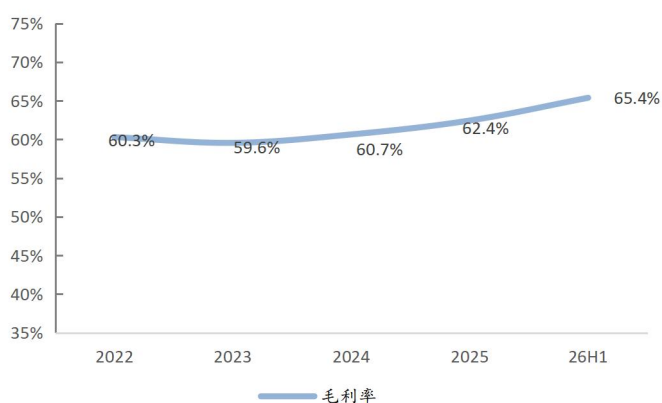
数增长，由北美市场和新扩张市场拉动，公司在亚马逊及 Chewy 电子商务渠道以及沃尔玛、PetSmart、Petco、TractorSupply、Target、PetSuppliesPlus 及 Menards 等广泛分销渠道的持续成功。

➤ 经营效率提升，提高分红比例

2026 年上半年，公司实现毛利率 65.39%，同比+2.86 ppt，主要得益于持续推进产品组合高端化，以及供应链效率的提升。公司销售费用率/管理费用率分别为 39.11%/5.10%，同比-3.22/-0.58ppt，得益于投放效率及组织运营效率提高；经调整 EBITDA 利润率为 21.8%，同比提升 6.1 ppt，经营质量继续提升。

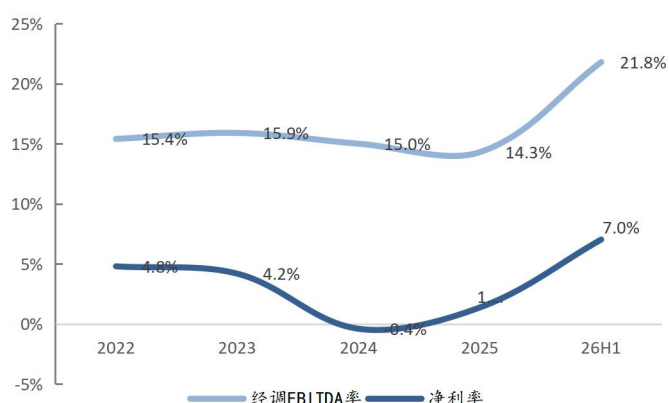
公司宣布派发中期股息 0.82 港元/股，派发比例为调整后净利润的 50%（25 年为 30%），回归历史 50%-70% 的派息率区间，预期全年维持相同派息比率。

图 2：公司毛利率情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司 EBITDA 率及利润率情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 维持“买入”评级，目标价 26.90 港元/股

公司上半年业绩表现超预期，三大业务齐增长，且上调全年指引，因此我们上调盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 9.96/11.92/13.69 亿元，给予 2026 年约 15 倍 PE，对应 26.90 港元/股目标价，较现价有 46.4% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260827）

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	1.20	21	10.9	34.2	6.9	6.0	0.4	0.3	0.3	0.3
6186.HK	中国飞鹤	HKD	2.94	267	12.4	9.8	9.2	8.5	1.0	0.9	0.9	0.9
300146.SZ	汤臣倍健	CNY	9.83	166	21.3	23.5	21.2	19.2	1.5	1.5	1.5	1.5
002626.SZ	金达威	CNY	16.91	103	30.3	22.3	17.2	14.0	2.5	2.3	2.2	2.1
300791.SZ	仙乐健康	CNY	17.37	54	39.1	15.5	12.1	9.8	1.8	1.7	1.5	1.4
301498.SZ	乖宝宠物	CNY	38.64	155	23.0	21.4	17.2	14.1	3.3	3.0	2.6	2.3
603102.SH	百合股份	CNY	40.86	26	20.4	21.6	19.1	16.7	1.5	1.5	1.4	1.3
平均					22.5	21.2	14.7	12.6	1.7	1.6	1.5	1.4
1112.HK	H&H国际控股	HKD	18.38	119	52.0	10.2	8.6	7.5	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 行业竞争加剧风险；
2. 消费需求不及预期风险；
3. 食品安全风险；
4. 保健品行业监管风险。

【财务报表摘要】

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,604	1,669	1,573	1,632	1,886
应收账款	1,104	1,602	1,949	2,183	2,401
存货	1,907	1,968	2,192	2,456	2,702
其他流动资产	8	57	34	38	42
流动资产	4,623	5,296	5,748	6,309	7,031
固定资产净值	319	303	758	1,213	1,657
无形资产	5,295	5,064	4,864	4,664	4,464
商誉	7,604	7,621	7,600	7,600	7,600
其他长期资产	1,003	1,120	1,100	1,200	1,300
总资产	18,842	19,404	20,069	20,986	22,052
贸易应付款项	907	1,008	1,121	1,255	1,381
应付费用及其他应付款项	1,987	2,303	2,371	2,656	2,922
贷款	861	995	1,095	1,175	1,245
应付税项	89	152	119	119	119
其他	29	158	178	199	219
流动负债	3,872	4,615	4,883	5,404	5,885
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	13,580	13,901	14,282
非控股权益	-	-	-	-	-
股东权益	5,813	5,991	6,489	7,085	7,769
总收入	5,813	5,991	6,489	7,085	7,769
负债及权益合计	18,842	19,404	20,069	20,986	22,052

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	1,532	1,834	2,107
所得税	(251)	(367)	(536)	(642)	(737)
折旧	107	111	121	152	182
摊销	194	200	200	200	200
运营资金的变动	(270)	(507)	(380)	(61)	(57)
其他	1,369	1,537	61	(150)	(150)
经营活动产生现金流量	1,346	1,537	998	1,333	1,545
资本开支	(567)	(485)	(576)	(607)	(626)
其他	567	358	20	(50)	(50)
投资活动产生现金流量	1	(127)	(556)	(657)	(676)
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)	(498)	(596)	(685)
其他	(482)	(789)	(40)	100	100
融资活动产生现金流量	(1,071)	(1,353)	(538)	(616)	(615)
现金净变动	276	57	(96)	60	254
现金的期初余额	1,364	1,604	1,669	1,573	1,632
汇率变动的影响	(37)	8	-	-	-
现金的期末余额	1,604	1,669	1,573	1,632	1,886

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13,052	14,354	16,936	18,972	20,869
营业成本 (剔除折旧)	5,029	5,279	5,928	6,640	7,304
毛利	8,023	9,075	11,009	12,332	13,565
销售及行政管理费 (剔除折旧)	6,155	6,866	8,062	9,059	9,996
其他经营 (收入) / 开支	426	404	400	400	400
息税前利润	1,441	1,805	2,547	2,873	3,169
折旧	107	111	121	152	182
摊销	194	200	200	200	200
息税折旧摊销前利润	1,140	1,494	2,226	2,521	2,787
利息成本	921	910	674	668	660
利息收入	-	-	-	-	-
其他 (收入) / 成本	23	21	20	20	20
除税前溢利	197	563	1,532	1,834	2,107
所得税	251	367	536	642	737
非控股权益	-	-	-	-	-
归母净利润	(54)	196	996	1,192	1,369

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%	18.0%	12.0%	10.0%
净利润增长率	-109.2%	-465.1%	407.8%	19.7%	14.9%
盈利能力 (%)					
毛利率	60.6%	62.4%	64.3%	64.2%	64.1%
净利率	-0.4%	1.4%	5.9%	6.3%	6.6%
ROE	-0.9%	3.3%	16.0%	17.6%	18.4%
ROA	-0.3%	1.0%	5.0%	5.8%	6.4%
偿债能力 (%)					
资产负债率	69.1%	69.1%	67.7%	66.2%	64.8%
流动比率	1.19	1.15	1.18	1.17	1.19
速动比率	0.70	0.72	0.73	0.71	0.74
营运能力 (次)					
存货周转率	6.10	7.41	8.14	8.16	8.09
流动资产周转率	2.68	2.89	3.07	3.15	3.13
总资产周转率	0.67	0.75	0.86	0.92	0.97
每股资料 (美元)					
每股收益	-0.08	0.31	1.55	1.86	2.13
每股净资产	9.07	9.33	10.11	11.04	12.11
估值比率 (倍)					
PE	-189.9	52.0	10.2	8.6	7.5
PB	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

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>