

H&H 国际控股 (01112.HK) 重大事项点评

大股东增持彰显信心，2018Q1 双主业双靛



中信证券
CITIC SECURITIES

中信证券研究部

2018 年 4 月 19 日

戴佳娴

电话: 0755-23835428

邮件: daijiaxian@citics.com

执业证书编号: S1010516080004

投资评级

买入 (维持)

当前价: 60.15 港元

事项:

公司 4 月 17 日发布公告，公司控股股东合生元制药的股权结构发生变更：由 H&H 实际控制人罗飞家族所设信托拥有的 Coliving Limited 拟向 Bosheng Investment 等四家机构收购合生元制药已发行股份总数的 3.25%，交易总价 1.02 亿美元(约 8 亿港元)。交易完成后，Coliving 持股比例由 54% 增至 57.25%，对 H&H 国际控股的间接持股占比由 36.60% 提升至 38.80%。对此我们点评如下：

评论:

重要股权变更回顾：近期公司共有三次重大股权变更事项。目前公司的股权结构如下：合生元制药为 H&H 控股股东，目前持股占比约 67.77%，Coliving Limited 以及 Bosheng Investment 等为合生元制药股东，其中 Coliving 为罗飞家族（罗飞、罗云）通过信托结构（UBS trustees）和代理公司（UBS Nominees）设立用来间接控制上市公司的控制实体，目前持股占比 57.25%，而 Bosheng Investment 等为其他少数股东，持股占比 42.75%。具体来看，近期三大重大股权变更事项分别为：

1) 2017 年 10 月 24 日，合生元制药股东 Coliving 受让其余四名股东 Bosheng Investment 等共计 1858.5 万股（4.13%）合生元制药股票，交易总价约 7 亿港元，该交易实为 H&H 实际控制人罗飞家族增持，交易完成后，Coliving 持股比例提升至 51.84%，罗飞家族取得合生元制药控股权。

2) 2018 年 4 月 10 日，合生元制药以每股 57.5 港币的配售价格（折价率约 8.22%）出售约 1800 万股 H&H 国际控股股票，占股本 2.82%，所获资金用于回购 Bosheng Investment 等少数股东所持合生元制药股票，交易完成后，小非减持合生元制药约 2.16%，间接减持 H&H 约 2.82%，引发当日股价大跌，跌幅达 7.42%。

3) 本次罗飞家族再度增持合生元制药股票，持股比例从 54% 上升至 57.25%。

总结三次变更，公司实际控制人半年内先后两次对合生元制药进行增持，彰显了对公司未来发展和股价的信心。

奶粉业务跟踪：奶粉销售逐月加速，提价将助力奶粉维持高增。根据尼尔森数据，自 2017 年 8 月奶粉注册制落地以来，合生元奶粉销售增速呈现逐月加速趋势，而 2018 年注册制正式实施后，奶粉销售更是呈现高速增长，2018 年 1 月/2 月零售终端的销售增速分别超 25% 和 35%，2018 年 1-2 月同增超 30%，另外，3 月公司拟对合生元奶粉全线平均提价 5.7%，由于公司库存管理能力强、以母婴门店为主的渠道结构地推能力强，且换包装经销商无法囤积老货，主竞品亦有同步提价行为，因此我们认为提价成功概率大，且对销量影响小，预计 3 月后奶粉业务仍将加速增长。

保健品业务跟踪: 1-3 月 Swisse 线上增长领跑全行业, 预计提价将有效增厚全年业绩。
根据淘宝网数据, 2018 年 1-3 月 Swisse 阿里平台线上销售收入达 2.58 亿元, 同增约 50%, 无论在收入绝对量还是增速上均处于行业领先地位。另外, 2018 年初 Swisse 针对部分明星产品 (如胶原蛋白等) 进行包装和配方的升级并提价 10%-15%, 预计平均提价幅度为 5%-10%。由于保健品直观显性效果不明显, 因此产品认知更多依靠品牌力, 而 Swisse 品牌力较强, 产品优势强劲, 且通过升级配方包装提价乃顺势而为, 因此预期提价后对销量影响较小, 将有助于提升公司 ANC 业务利润率, 增厚明年业绩。

风险因素:

原料价格波动风险; 食品安全风险; 行业景气度下降风险。

投资建议:

大股东半年来两次增持彰显对公司未来发展和股价的信心, 2018Q1 双主业趋势向好, 提价后预期全年收入将维持高速增长, 由于非经常性损益无法预测, 仅考虑核心扣非净利润, 维持预计公司 2018-2020 年核心 EPS 为 2.44/2.96/3.57 元, 核心利润同增 27%/21%/20%, 对应 2018-2020 年 PE 约 24.5/19.4/15.7 倍, 维持“买入”评级。

表 1: H&H 国际控股盈利预测

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	8096	9720	11443	13161
增长率 YoY %	24.38%	20.06%	17.73%	15.02%
净利润(百万)	927	1283	1619	2001
增长率 YoY%	-3.38%	37.51%	26.21%	23.62%
每股收益(元)	1.46	2.01	2.53	3.13
每股收益(核心, 元)	1.92	2.44	2.96	3.57
毛利率%	65.05%	64.28%	64.40%	64.27%
净资产收益率%	25.84%	30.45%	32.24%	33.23%
P/E	33.64	24.46	19.38	15.68
P/B	10.74	9.10	7.63	6.36
EV/EBITDA	21.71	17.62	14.64	12.39

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2018 年 4 月 17 日收盘

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8096	9720	11443	13161
营业成本	2830	3472	4074	4703
毛利率	65.05%	64.28%	64.40%	64.27%
营业开支	3554	3995	4783	5422
营业开支率	43.90%	41.10%	41.80%	41.20%
利息费用	454	423	315	247
利息费用率	5.61%	4.36%	2.75%	1.88%
税前利润	1363	1830	2271	2790
所得税	440	547	652	788
所得税率	32.30%	29.89%	28.73%	28.26%
少数股东损益	-4	0	0	0
归母净利润	927	1283	1619	2001
净利率	11.45%	13.20%	14.15%	15.21%
每股收益(元)	1.46	2.01	2.53	3.13
每股收益(核心, 元)	1.92	2.44	2.96	3.57

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	927	1283	1619	2001
财务费用	454	423	315	247
折旧和摊销	198	198	198	198
营运资金变动	300	127	1233	-758
其他	0	0	0	1
经营现金流	1421	1608	3050	1442
资本支出	0	0	0	0
其他	-663	0	0	0
投资现金流	-663	0	0	0
债务净增	-597	0	-826	100
股本净增	0	0	0	0
股息支付	-466	-641	-809	-1001
其他	-473	-423	-315	-247
融资现金流	-1536	-1065	-1950	-1148
现金净增加额	-778	544	1100	295

资料来源: 中信证券量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	514	1058	2158	2452
应收账款及票据	701	761	960	1019
存货	1112	1204	1513	1623
其他流动资产	1790	2081	2755	2182
流动资产	4117	5103	7386	7276
固定资产净值	468	405	341	0
土地使用权	59	57	56	0
其他长期资产	9459	9969	7294	8867
非流动资产	9927	10374	7635	8867
资产总计	14044	15477	15021	16144
应付账款及票据	647	947	876	1195
短期借贷	0	0	0	0
其他流动负债	2778	2794	2815	2849
流动负债	3425	3741	3691	4044
长期借贷	6162	6162	4837	4437
其他非流动负债	885	1362	1472	1639
非流动性负债	7048	7524	6309	6076
负债合计	10473	11265	10000	10120
股本	5	5	5	5
储备	3566	4207	5016	6017
股东权益合计	3571	4212	5022	6023
少数股东权益	0	0	0	1
负债股东权益总计	14044	15477	15021	16144

主要财务指标

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)				
营业收入	24.38%	20.06%	17.73%	15.02%
营业利润	6.37%	31.61%	14.78%	17.42%
净利润	-2.77%	37.51%	26.21%	23.62%
利润率 (%)				
毛利率	65.05%	64.28%	64.40%	64.27%
EBIT Margin	22.44%	23.18%	22.60%	23.07%
EBITDA Margin	24.89%	25.22%	24.33%	24.58%
净利率	11.52%	13.20%	14.15%	15.21%
回报率 (%)				
净资产收益率	25.84%	30.45%	32.24%	33.23%
总资产收益率	6.57%	8.29%	10.78%	12.40%
其他 (%)				
资产负债率	74.57%	72.78%	66.57%	62.69%
所得税率	32.30%	29.89%	28.73%	28.26%
分红率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。