

审慎增持 (维持)

01112.HK H&H 国际控股

港股通 (沪、深)

目标价: 60.36 港元

现价: 40.70 港元

ANC 收入加速增长 业绩符合预期

2018 年 10 月 31 日

预期升幅: 48.3%

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,095	10,213	12,257	14,268
同比增长	24.4%	26.2%	20.0%	16.4%
净利润(百万元)	933	1,283	1,574	1,844
同比增长	-2.3%	37.6%	22.7%	17.1%
毛利率	65.0%	66.6%	66.8%	66.8%
净利率	11.5%	12.6%	12.8%	12.9%
净资产收益率	22.1%	23.3%	22.3%	20.7%
每股收益(元)	1.48	2.03	2.49	2.92

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2018.10.30
收盘价(港元)	40.70
总股本(亿股)	6.40
总市值(亿港元)	260.48
净资产(亿元)	44.61
总资产(亿元)	138.11
每股净资产(元)	6.97

数据来源: Wind

相关报告

H&H 国际控股(1112.HK)_收入端增长强劲,双主业增长趋势确定性增强_20170822

H&H 国际控股(1112.HK)_3Q17双主业收入超预期,下半年费用投入或环比提升_20171030

H&H 国际控股(1112.HK)_双主业收入超预期,盈利性提升_20180327

H&H 国际控股(1112.HK)_收入端增长强劲,双主业增长趋势确定性增强_20180514

H&H 国际控股(1112.HK)_BNC加大渠道及品牌投资,ANC增长有望提速_20180828

海外消费研究

分析师: 张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 李明

limingy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

投资要点

- **受益于行业持续高端化, BNC 业务表现稳健:** 公司发布 2018 年前三季度未经审计经营数据, 实现总收入 73.27 亿元, 同比+28.2%; 其中 3Q18 收入同比增长 27.3%。分业务来看, 1-9 月婴幼儿养护 (BNC) 业务收入同比增长 27.4%。其中高端及超高端婴幼儿配方奶粉有突出表现, 前三季度婴幼儿奶粉收入同比增长 23.0%; 益生菌补充剂渗透率持续提升, 前三季度在高基数下维持强劲增长, 同比增长 45.2%。预期全年婴幼儿奶粉收入增速略高于 20%, 益生菌收入增速 30% 左右。
- **三季度 ANC 表现突出, 预计全年维持较高增速:** 前三季度成人养护 (ANC) 业务收入同比增长 29.3%, 若按澳币口径计算同比增长 36.6%。分季度来看, 3Q18ANC 业务收入同比增长 40.8%, 主要来自于 Swisse 中国的强劲增长和澳洲的稳定增长, 今年三季度公司多平台为“双十一”购物节备货, 也带动了 3Q18ANC 业务的强劲增长。预计四季度新母婴系列产品、钙+C 产品、胶原蛋白口服液新版等产品将开始贡献收入。我们预计 ANC 业务下半年和明年贡献将更大, 2018 全年增长略高于 30%。
- **预计下半年毛利率平稳, 费用率提升:** 公司 1H18 受益于 ANC 业务, 毛利率同比+2.0pct。同时销售费用率同比提升 3.6pct 至 33.8%, 这主要是由于今年是公司关键的投资之年, 在产品、品牌、渠道等各方面都会加大投入, 因此预计下半年销售费用率环比仍将提升。预计 2018 全年 ANC 业务 EBITDA margin 30% 左右; BNC 整体 EBITDA margin 20% 左右。
- **维持目标价 60.36 港元, 重申审慎增持评级:** 公司期内收购法国发展最迅速的婴幼儿有机奶粉公司, 期望抓住中国、法国有机奶粉快速发展的新趋势。同时两款线上新品和两款线下新品预计将在四季度贡献增量收入, 公司大概率将实现全年收入指引, 但仍需警惕跨境电商政策的变化和外汇风险。整体来看, 公司业绩基本符合我们预期, 因而维持目标价 60.36 港元, 对应 2018 年 P/E 为 26.4x, 重申审慎增持评级。

风险提示: 食品安全; 政策风险; 汇率风险; 市场竞争恶化。



报告正文

● 受益于行业持续高端化，BNC 业务表现稳健

公司发布 2018 年前三季度未经审计经营数据，实现总收入 73.27 亿元，同比 +28.2%；其中 3Q18 收入同比增长 27.3%。分业务来看，1-9 月婴幼儿养护（BNC）业务收入同比增长 27.4%。其中高端及超高端婴幼儿配方奶粉有突出表现，前三季婴幼儿奶粉收入同比增长 23.0%；益生菌补充剂渗透率持续提升，前三季度在高基数下维持强劲增长，同比增长 45.2%。预期全年婴幼儿奶粉收入增速略高于 20%，益生菌收入增速 30% 左右。

● 三季度 ANC 表现突出，预计全年维持较高增速

前三季度成人养护（ANC）业务收入同比增长 29.3%，若按澳币口径计算同比增长 36.6%。分季度来看，3Q18ANC 业务收入同比增长 40.8%，主要来自于 Swisse 中国的强劲增长和澳洲的稳定增长，今年三季度公司多平台为“双十一”购物节备货，也带动了 3Q18ANC 业务的强劲增长。预计四季度新母婴系列产品、钙+C 产品、胶原蛋白口服液新版等产品将开始贡献收入。我们预计 ANC 业务下半年和明年贡献将更大，2018 全年增长略高于 30%。

表 1、公司分季度收入拆分

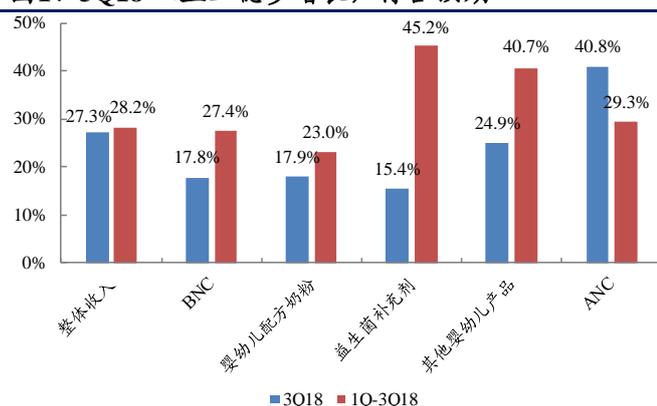
百万元	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
营业收入	1469	1539	1678	1819	1560	1991	2156	2388	2120	2454	2745
YoY	4.9%	6.5%	1.9%	-7.4%	6.2%	29.4%	28.5%	23.6%	35.9%	23.2%	27.3%
婴幼儿养护	868	856	1042	1057	962	1124	1261	1335	1432	1346	1485
YoY	-12.8%	-11.4%	16.9%	-5.1%	10.8%	31.2%	21.1%	27.7%	48.9%	19.8%	17.8%
成人养护	601	683	637	762	599	867	895	1053	688	1108	1260
YoY	48.8%	42.9%	-15.7%	-10.4%	-0.4%	27.0%	40.5%	18.8%	14.9%	27.7%	40.8%

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● 预计下半年毛利率平稳，费用率提升

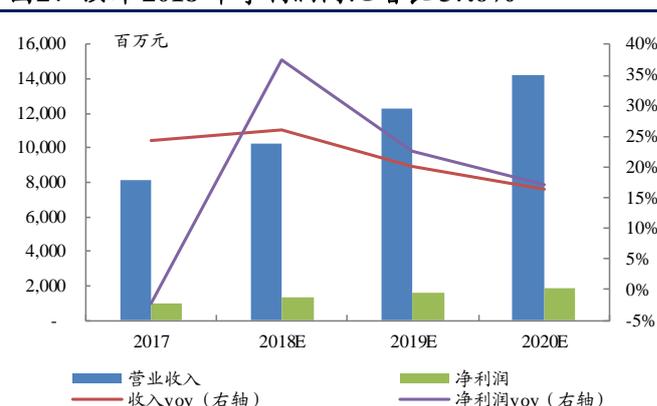
公司 1H18 受益于 ANC 业务，毛利率同比 +2.0pct。同时销售费用率同比提升 3.6pct 至 33.8%，这主要是由于今年是公司关键的投资之年，在产品、品牌、渠道等各方面都会加大投入，因此预计下半年销售费用率环比仍将提升。预计 2018 全年 ANC 业务 EBITDA margin 30% 左右；BNC 整体 EBITDA margin 20% 左右。

图1、3Q18 双主业稳步增长，符合预期



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、预计 2018 年净利润同比增长 37.6%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

● **维持目标价 60.36 港元，重申审慎增持评级**

公司期内收购法国发展最迅速的婴幼儿有机奶粉公司，期望抓住中国、法国有机奶粉快速发展的新趋势。同时两款线上新品和两款线下新品预计将在四季度贡献增量收入，公司大概率将实现全年收入指引，但仍需警惕跨境电商政策的变化和外汇风险。整体来看，公司业绩基本符合我们预期，因而维持目标价 60.36 港元，对应 2018 年 P/E 为 26.4x，重申审慎增持评级。

● **风险提示：食品安全；政策风险；汇率风险；市场竞争恶化。**

表 2、行业估值表

公司	股价	市值	EPS/(GAAP) EPS			PE			PB	
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	
	美元	亿美元	美元							
GNC US	GNC	3.90	3.27	(2.16)	0.49	0.39	(1.81)	7.91	9.92	(2.02)
HLF US	康宝莱	54.69	85.86	2.58	2.00	2.62	21.20	27.35	20.87	(25.63)
BKL AU	BLACKMORES LTD	85.69	14.82	2.58	3.15	3.53	33.17	27.19	24.30	10.82
USNA US	USANA	116.78	28.32	2.57	4.92	5.78	45.44	23.76	20.22	7.80
BN FP	达能股份有限公司	75.35	504.85	4.43	4.22	4.63	17.01	17.86	16.27	2.88
NESN SW	雀巢	84.39	2626.22	2.36	3.81	4.13	35.80	22.15	20.45	4.07
2269 JP	明治控股株式会社	66.07	101.09	3.82	3.81	3.94	17.29	17.34	16.76	2.46
2264 JP	森永乳业株式会社	26.05	12.97	2.47	2.88	2.36	10.55	9.05	11.06	1.01
ABT US	雅培制药	68.00	1192.72	0.27	1.40	1.87	251.85	48.64	36.46	3.84
PFE US	辉瑞制药	42.89	2514.21	3.57	2.34	2.58	12.01	18.30	16.60	3.51
	平均						44.25	21.95	19.29	0.87
	港币	亿港元	人民币							
1112HK	健合国际	40.70	260.48	1.46	1.90	2.43	23.97	18.42	14.40	5.32
2319.HK	蒙牛乳业	22.15	869.83	0.53	0.78	1.00	35.94	24.42	19.05	2.76
1717.HK	澳优	6.90	91.91	0.25	0.36	0.53	24.12	16.48	11.20	4.06
	平均						28.01	19.78	14.88	4.05
	人民币	亿人民币	人民币							
600887.SH	伊利股份	21.37	1298.87	0.99	1.10	1.30	21.59	19.43	16.44	5.15
600597.SH	光明乳业	7.52	92.04	0.50	0.54	0.61	15.04	13.93	12.33	1.38
300146CH	汤臣倍健	18.55	272.50	0.52	0.67	0.82	35.67	27.69	22.62	5.31
	平均						24.10	20.35	17.13	3.94
	港币	亿港元	港币							
0345.HK	维他奶	24.85	263.66	0.55	0.62	0.70	45.18	40.08	35.50	9.80
	行业平均						37.89	22.35	19.09	2.50

数据来源：公司资料，wind，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理 注：股价对应 2018 年 10 月 30 日收盘价

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	3,991	4,701	5,911	7,406	
货币资金	2,090	2,379	3,150	4,203	
交易性金融资产	3	3	3	3	
应收账款及其他应收款	812	1,025	1,230	1,431	
存货	1,013	1,221	1,455	1,695	
其他流动资产	73	73	73	73	
非流动资产	10,140	10,960	11,978	13,185	
权益性投资	41	41	41	41	
持有至到期投资	22	22	22	22	
其他长期投资	261	261	261	261	
固定资产净值	504	491	492	503	
商誉及无形资产	8,942	9,775	10,794	11,992	
土地使用权	59	57	56	55	
其他非流动资产	312	312	312	312	
资产总计	14,131	15,660	17,888	20,591	
流动负债	3,298	2,838	2,787	2,940	
短期借款	793	201	0	0	
应付票据及账款	645	777	926	1,079	
应缴税金	412	412	412	412	
其他流动负债	1,448	1,448	1,448	1,448	
非流动负债	6,620	7,326	8,031	8,736	
长期借款	5,491	6,196	6,901	7,606	
其他	1,130	1,130	1,130	1,130	
负债合计	9,918	10,164	10,817	11,676	
股本	5	5	5	5	
储备	4,084	5,367	6,941	8,786	
其他综合性收益	124	124	124	124	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	4,213	5,496	7,071	8,915	
负债及权益合计	14,131	15,660	17,888	20,591	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
净利润	928	1,283	1,574	1,844	
折旧和摊销	238	247	261	282	
财务费用	492	382	403	435	
非经常性损益	0	0	0	0	
营运资金的变动	31	-288	-290	-289	
长期经营性负债增加	143	0	0	0	
其他非现金调整	117	0	0	0	
经营活动产生现金流量	1,951	1,624	1,949	2,272	
投资活动产生现金流量	-264	-1,066	-1,279	-1,489	
融资活动产生现金流量	-849	-269	101	270	
现金净变动	798	289	771	1,053	
现金的期初余额	1,292	2,090	2,379	3,150	
现金的期末余额	2,090	2,379	3,150	4,203	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	8,095	10,213	12,257	14,268	
营业成本	2,830	3,411	4,065	4,737	
毛利	5,266	6,802	8,192	9,531	
其他收入及收益	143	72	72	72	
销售费用	2,712	3,728	4,474	5,208	
管理费用	486	429	532	620	
其他经营支出	356	449	539	628	
营业利润	1,855	2,268	2,718	3,148	
财务费用	492	382	403	435	
权益性投资损益	6	6	6	6	
利润总额	1,369	1,892	2,321	2,719	
所得税	440	608	747	875	
净利润	928	1,283	1,574	1,844	
少数股东损益	-4	0	0	0	
归属母公司净利润	933	1,283	1,574	1,844	
EPS(元)	1.48	2.03	2.49	2.92	

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.4%	26.2%	20.0%	16.4%
营业利润增长率	-3.9%	22.3%	19.8%	15.8%
净利润增长率	-2.3%	37.6%	22.7%	17.1%
盈利能力(%)				
毛利率	65.0%	66.6%	66.8%	66.8%
净利率	11.5%	12.6%	12.8%	12.9%
ROE	22.1%	23.3%	22.3%	20.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	70.2%	64.9%	60.5%	56.7%
流动比率	1.21	1.66	2.12	2.52
速动比率	0.90	1.23	1.60	1.94
营运能力(次)				
资产周转率	0.57	0.69	0.73	0.74
存货周转率	3.17	3.05	3.04	3.01
每股资料(元)				
每股收益	1.48	2.03	2.49	2.92
每股经营现金	3.06	2.54	3.05	3.55
每股净资产	6.61	8.59	11.05	13.93
估值比率(倍)				
PE	24.50	17.81	14.52	12.39
PB	5.47	4.21	3.27	2.59

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、掇蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另有说明，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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。