



中信证券研究部



薛缘  
首席食品饮料  
分析师  
S1010514080007

## 核心观点

**2020 年收入/扣非归母净利润同增 3%/10%，符合预期。预计 2021 年公司进入复苏通道，收入&利润加速增长。考虑疫情影响依然没有完全解除，及公司积极筑底，修炼多业务协调发展能力，给予目标价 33 港元，下调至“增持”评级。**

**业绩回顾：2020 年收入同增 2.5%，扣非后归母净利润同增 10.1%，业绩符合我们预期。**公司 2020 年实现销售收入 111.9 亿元、同增 2.5%，归母净利润 11.4 亿元、同增 13.1%，扣非后归母净利润 11.8 亿元、同增 10.1%。成本端，2020 年公司毛利率为 64.2%，同降 2Pcts。其中 ANC 业务毛利率 62.3%、同降 3.2Pcts，主要系渠道结构调整，较高毛利率的代购渠道停滞；BNC 业务毛利率 65.3%、同降 1.2Pcts，主要系产品结构调整，毛利率较低的羊奶粉、本地婴幼儿配方奶粉系列及纸尿裤产品的收入比例提升。费用端，2020 年销售费用率 41.13%、同增 0.1Pct，投入维持稳定。管理费率 6.1%、同增 0.3Pct，主要系计入了并购有关的非经常性交易成本。另外公司财务费用率 2.6%，同降 1.3Pcts，主要系公司财务优化、利息费用逐步下降，综合看整体净利率为 10.6%，同增 1.2Pcts。

**BNC 业务：整体维持稳健增长，费控措施得当盈利能力有所改善。**2020 年 BNC 收入 73.0 亿元、同增 5.3%，拆分来看，奶粉 52.4 亿元、同增 3.4%，益生菌 14.0 亿元、同增 11.2%，其他婴幼儿产品共计 6.6 亿、同增 8.9%；具体看：

**1) 奶粉：**2020 年公司持续推进奶粉业务的调整，寻求再突破。推出两款定位中高端的奶粉新品素加和贝素贝加，定位渠道品牌，给予经销商丰厚渠道利润，全面推进公司奶粉在三四线城市的母婴渠道扩张，截至 2020 年底，公司已经铺货至 5 万家母婴店，较年初提升 1 万多家。得益于此，公司奶粉实现稳健增长。

**2) 益生菌：**2020 年销售额同增 12.9%，较 2019 年有所放缓。2020Q1-Q4 分别同比 34.5%/56.0%/-34.6%/-6.2%，2020H1 高速增长主要系：①增强免疫产品的需求旺盛；②7 月提价经销商提前备货。2020H2 公司增长转负系七月涨价前公司上半年囤货下半年出货同比减弱。疫情后消费者免疫需求持续提升，公司加强产品拓展，2020 年 6 月推出白金版益生菌，预期未来仍将维持稳健增长。

盈利能力方面，2020 的 BNC Ebitda 率为 22.4%、同增 1.3Pcts，在毛利率承压背景下盈利能力逆势提升，主要系公司在所有市场推进优化费用投放政策，持续提升费投效率，2020 年公司 BNC 业务销售费用率约 38.3%、同降 3.0Pcts。拆分来看，BNC 业务的广告费率 13.5%、同增 1.2Pcts；其他分销费率 24.9%、同降 4.2Pcts。公司依然持续加大中国地区数字化营销，包括线上直播及社交媒体营销活动以及标准化线上及线下推广活动，提升品牌影响力、持续拉动增长。

**ANC 业务：疫情冲击澳新收入不及预期，中国市场维持健康增长。**2020 年 ANC 收入 8.1 亿港币、同降 2.4%，主要系疫情下代购受澳新旅行限制及物流限制等影响，影响公司澳新市场销售。2020 年澳新地区同降 32.0%，其中代购渠道下滑 54.6%、零售渠道下滑 14.4%。中国地区主动销售依然维持强劲增长，同增 25.4%，目前销售占 ANC 收入比约 61%、同增 13Pcts，已经成为公司收入占比最大区域。分品类看，公司免疫相关产品取得高速增长、同增 29.4%，其他产品，尤其是美容类产品下滑明显、同降 27.2%。分季度看，Q1-4 分别同增 6.5%/-14.2%/2.9%/-2.6%，代购影响持续存在。盈利能力方面，2020 年的 BNC Ebitda 率仅为 13.6%、同比大幅下降 5.7Pcts，主要系 ANC 收入下滑，但费用投入较为刚性，摊薄作用减弱。预计未来 Ebitda 率将恢复较为正常水平。

## H&H 国际控股 01112.HK

评级	增持（下调）
当前价	29.5 港元
目标价	33.0 港元
总股本	645 百万股
港股流通股本	645 百万股
近 12 月绝对涨幅	7.50%

■ **展望：疫情稳定下 ANC 业务复苏，BNC 改革效果显现，预计 2021 年收入加速&盈利回归正常水平。**展望 2021 年，分业务看，ANC 业务：短期澳洲疫情冲击依然难以解除，但边际影响逐步减弱，整体增速有望回升；中国区域线上持续引领，依然维持健康较快增长，综合判断，ANC 收入有望由负转正，实现中个位数增长。BNC 业务：经过产品&渠道等全面改革后，公司奶粉业务有望迎来加速增长；预计益生菌维持稳健；其他婴幼儿产品恢复较快增长。利润率方面，2020 年 ANC 业务 EBITDA 率低于预期，2021 年收入复苏后有望恢复正常水平；BNC 业务采用较强的费用控制策略，提升品牌力、提升费用投放效率，预计 BNC 业务 EBITDA 率同比维持。预计 2021 年公司整体 EBITDA 率恢复到 20%左右。综合判断，预计公司 2021 年将进入逐步弱势通道，收入略有加速、盈利弹性显现。

■ **风险因素：**全球疫情发展超预期风险，原料价格波动风险；食品安全风险。

■ **投资建议：**预计 2021 年公司进入复苏通道，ANC 方面受制于澳洲疫情，预计向上改善幅度有限；BNC 在产品&渠道改革后加速增长。综合分析，调整 2021-2022 年 EPS 预测为 2.16/2.51 元（人民币，原预测 2.14/2.57 元），新增 2023 年 EPS 预测 2.96 元，对应 PE 为 12/10/8 倍，考虑疫情影响依然没有接触，以及公司积极筑底，修炼多业务协调发展能力，给予目标价 33 港元，下调至“增持”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10945	11211	12287	13697	15094
营业收入增长率	7.9%	2.4%	9.6%	11.5%	10.2%
净利润(百万元)	1005	1127	1390	1619	1908
净利润增长率	19.45%	12.01%	23.37%	16.51%	17.85%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.56	1.75	2.16	2.51	2.96
毛利率%	66.2%	64.2%	64.1%	64.1%	64.3%
PE	16	14	12	10	8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 3 月 31 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10945	11211	12287	13697	15094
营业成本	3696	4007	4415	4921	5394
毛利率	66.23%	64.26%	64.07%	64.07%	64.26%
营业开支	5295	5422	5799	6396	6943
营业开支率	48.38%	48.36%	47.20%	46.70%	46.00%
利息费用	421	287	287	287	287
利息费用率	3.84%	2.56%	2.33%	2.09%	1.90%
税前利润	1566	1595	1986	2313	2726
所得税	560	468	596	694	818
所得税率	35.77%	29.35%	30.00%	30.00%	30.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1005	1127	1390	1619	1908
净利率	9.18%	10.05%	11.31%	11.82%	12.64%
每股收益(元)	1.56	1.75	2.16	2.51	2.96

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2217	1831	2797	4676	5977
应收账款及票据	1107	796	1292	1035	1530
存货	1550	1958	1908	2401	2322
其他流动资产	323	384	374	428	455
流动资产	5198	4969	6371	8540	10284
固定资产净值	473	434	1005	858	712
土地使用权	57	0	49	47	0
其他长期资产	10062	11487	9860	9310	8607
非流动资产	10535	11921	10865	10168	9319
资产总计	15733	16889	17236	18708	19603
应付账款及票据	838	638	1193	817	1319
短期借贷	22	20	0	0	0
其他流动负债	2344	2620	2646	2641	2670
流动负债	3203	3278	3839	3458	3989
长期借贷	5855	6004	5437	5437	5438
其他非流动负债	1210	1734	1061	2104	1511
非流动性负债	7065	7738	6497	7540	6948
负债合计	10268	11016	10336	10998	10937
股本	6	6	6	6	6
储备	5803	6197	6892	7702	8656
股东权益合计	5594	6203	6900	7710	8666
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	15861	17218	17236	18708	19603

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收增长率	7.9%	2.4%	9.6%	11.5%	10.2%
营业利润增长率	33.3%	8.8%	1.3%	7.8%	4.2%
净利润增长率	19.4%	12.0%	23.4%	16.5%	17.9%
毛利率	66.2%	64.3%	64.1%	64.1%	64.3%
EBITDA Margin	20.5%	19.2%	20.1%	20.4%	21.3%
净利率	9.2%	10.1%	11.3%	11.8%	12.6%
净资产收益率	18.0%	18.2%	20.1%	21.0%	22.0%
总资产收益率	6.4%	6.7%	8.1%	8.7%	9.7%
资产负债率	65.3%	65.2%	60.0%	58.8%	55.8%
所得税率	35.8%	29.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股利支付率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营现金流	1817	1616	1482	2490	2020
融资、投资现金流总计	-1146	-2002	-517	-611	-719
期初现金	1547	2217	1831	2797	4676
现金净增加额	670	-386	966	1880	1301
期末现金	2217	1831	2797	4676	5977

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 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		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 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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 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.（金融服务牌照编号：350159）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；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 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 INZ00001735，作为商人银行的 INM00010619，作为研究分析商的 INH00001113）；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）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 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。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。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 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士。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 2021 版权所有。保留一切权利。