

思摩尔国际(06969)

报告日期: 2025 年 03 月 18 日

HNB 25 年预期稳步展开，雾化医疗高潜力

——思摩尔国际点评报告

投资要点

□ 业绩拆分

- 1) 24 全年实现收入 117.99 亿元（同比+5.3%），净利润 13.03 亿元（同比-20.8%）。
- 2) 24Q4 单季收入 34.63 亿（+8%，Q3 为+14%，环比降速预计与换弹式产品出货不佳有关），利润 2.41 亿（-42%），系费用投放较高。
- 3) 24 年净利率 11.05%（同比-3.6pct），毛利率 37.4%（-1.3pct），研发费用 15.72 亿元（+6%）、费用率 13.3%（+0.1pct），销售费用 9.2 亿（+75%）、费用率提高 3.1pct，鉴于与监管和合规要求相关的预期产品变化产生费用拨备（该项净增费用 2 亿+），所得税率从 15%提高至 21%。

□ APV 业务高增、换弹式 H2 改善

- 1) 自有品牌 24 年收入 24.75 亿元（+34%），占收入比重为 21%（+4.5pct），其中欧洲及其他地区收入 20.24 亿元（+37.2%），美国市场收入 4.24 亿元（+14%），得益于新品迭代、本地化服务能力提升。
- 2) 医美雾化品牌岚至实现收入为 0.27 亿元。
- 3) 美国 ODM 收入 24 年为 ODM 收入 39.88 亿元（-2.4%），其中 24H2 同比 +5.1%，系 FDA 对非法产品执法力度加强。
- 4) 欧洲&其他 ODM 收入为 50.97 亿元（+0.3%），其中 24H2 收入 31.16 亿元（+14.2%），系欧洲一次性产品监管加强，需求向换弹产品转化；24 年一次性产品收入 30.50 亿元（-9.5%），符合监管趋势。
- 5) 中国市场收入 2.39 亿元（+25.1%）。

□ HNB 循序推进、重视雾化医疗高潜力

- 1) HNB 业务将在 25 年跟随客户推广至更多市场，有望迎来放量。24 年思摩尔来自 BAT 的收入为 47.33 亿（+3.3%）。
- 2) 公告中关于雾化医疗的重要表述：
 - a. 24 年为客户提供研发设计服务取得的技术服务收入显著上升。
 - b. 24 年员工成本增加的重要原因是雾化医疗领域的研发人员薪酬增加。
 - c. 2024 年 HNB 与雾化医疗业务的研发投入均取得阶段性突破。2025 年 HNB 以及雾化医疗产品是研发重点方向。

□ 布局赛道容量大、成长优

- 1) 电子雾化：预计 2029 年全球市场规模达 914.2 亿美元，2024-2029 年 CAGR 约 7.4%。
- 2) 加热不燃烧：2029 年全球市场规模预计达 668.6 亿美元，2024-2029 年 CAGR 约 10.1%。
- 3) 特殊用途雾化产品组件：2029 年全球市场规模预计达 34.4 亿美元，2024-2029 年 CAGR 约 17.2%。
- 4) 雾化医疗：全球肺部药物和药物递送装置市场规模 2030 年有望达 932.8 亿美元（2022 年为 560.1 亿美元）。
- 5) 雾化美容：中国家用美容仪市场规模 2025 年预计达 251 - 374 亿元。

□ 盈利预测与估值

投资评级：买入(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成

执业证书号：S1230521090001

fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$14.80
总市值(百万港元)	91,488.79
总股本(百万股)	6,181.68

股票走势图



相关报告

HNB 作为公司重要的第二增长曲线正在逐步落实、25H2 预计开始有显著贡献；此外建议高度重视雾化医疗业务的潜力，同样是公司 2030 年目标的重要构成。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 129 亿、151 亿、173 亿港元，同比增速分别为 9.27%、17.22%、14.8%，归母净利润 16.19 亿、21.21 亿、26.59 亿港元，同比增速分别为 24.22%、31.01%、25.4%，对应 PE 分别为 51.99X、39.69X、31.65X，考虑公司各业务的成长曲线向好，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新业务进展不及预期

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11799	12892	15112	17348
(+/-) (%)	5.64%	9.27%	17.22%	14.80%
归母净利润	1303	1619	2121	2659
(+/-) (%)	-20.78%	24.22%	31.01%	25.40%
每股收益(元)	0.21	0.26	0.34	0.43
P/E	57.12	51.99	39.69	31.65

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,846	17,248	19,912	23,023
现金	5,171	5,771	7,503	9,674
应收账款及票据	2,085	2,149	2,519	2,891
存货	910	864	980	1,100
其他	8,680	8,465	8,910	9,357
非流动资产	10,808	11,018	11,228	11,438
固定资产	4,637	4,737	4,837	4,937
无形资产	196	206	216	226
其他	5,975	6,075	6,175	6,275
资产总计	27,654	28,266	31,140	34,461
流动负债	5,259	4,102	4,755	5,417
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,370	1,447	1,642	1,843
其他	3,890	2,656	3,113	3,574
非流动负债	490	640	740	740
长期债务	0	150	250	250
其他	490	490	490	490
负债合计	5,750	4,743	5,496	6,157
普通股股本	431	431	431	431
储备	21,466	23,085	25,205	27,865
归属母公司股东权益	21,897	23,516	25,637	28,296
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	21,905	23,524	25,644	28,304
负债和股东权益	27,654	28,266	31,140	34,461

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,799	12,892	15,112	17,348
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,387	7,773	8,823	9,903
销售费用	920	774	907	1,041
管理费用	914	980	1,118	1,266
研发费用	1,572	1,702	1,965	2,221
财务费用	38	40	38	37
除税前溢利	1,655	2,049	2,685	3,366
所得税	352	430	564	707
净利润	1,303	1,619	2,121	2,659
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,303	1,619	2,121	2,659
EBIT	1,693	2,089	2,723	3,403
EBITDA	1,693	2,199	2,833	3,513
EPS (元)	0.21	0.26	0.34	0.43

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.64%	9.27%	17.22%	14.80%
归属母公司净利润	-20.78%	24.22%	31.01%	25.40%
获利能力				
毛利率	37.39%	39.71%	41.62%	42.92%
销售净利率	11.05%	12.56%	14.03%	15.33%
ROE	7.68%	7.18%	7.65%	8.28%
ROIC	6.09%	6.97%	8.31%	9.42%
偿债能力				
资产负债率	20.79%	16.78%	17.65%	17.87%
净负债比率	-23.61%	-23.90%	-28.28%	-33.30%
流动比率	3.20	4.20	4.19	4.25
速动比率	2.92	3.99	3.98	4.05
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.46	0.51	0.53
应收账款周转率	5.94	6.09	6.48	6.41
应付账款周转率	5.60	5.52	5.71	5.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.26	0.34	0.43
每股经营现金流	0.00	0.11	0.30	0.37
每股净资产	3.54	3.80	4.15	4.58
估值比率				
P/E	57.12	51.99	39.69	31.65
P/B	3.45	3.58	3.28	2.97
EV/EBITDA	41.61	35.72	27.15	21.27

注：由于公司完整年报尚未发布，现金流量表 24 年部分数据暂未更新。

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	659	1,836	2,308
净利润	1,303	1,619	2,121	2,659
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	110	110	110
营运资金变动及其他	(1,303)	(1,070)	(395)	(461)
投资活动现金流	0	(169)	(167)	(100)
资本支出	0	(220)	(220)	(220)
其他投资	0	51	53	120
筹资活动现金流	0	110	62	(37)
借款增加	0	150	100	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	(40)	(38)	(37)
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	600	1,731	2,172

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>