

思摩尔国际 (06969)

证券研究报告
2025年03月19日

传统业务受益合规市场发展，HNB+雾化美容业务开辟新增长曲线！

事件：公司发布 2024 年度业绩，2024 年公司实现营收 118.0 亿元，同比增长 5.3%；实现净利润 13.03 亿元，同比减少 20.8%。

全球雾化设备制造龙头地位稳固，24 年自有品牌业务涨势亮眼

- 面向企业客户业务：**2024 年公司实现收入 93.24 亿元（占比 79.0%），同比下降 0.3%，2024 年下半年面向企业客户业务已恢复增长，实现收入 53.57 亿元，同比增长 9.7%。**分地区来看**，欧洲及其他市场为第一大销售地区，实现收入 50.96 亿元，同比微增 0.3%，销售占比为 43.2%，**由于欧洲对一次性电子雾化产品的监管力度逐步加强，2024 年公司一次性产品收入约为 30.5 亿元，同比下降 9.5%**；其次为美国（考虑通过中国香港转运的产品），实现收入 39.88 亿元，同比下降 2.4%，销售占比为 33.8%，受益于美国对不合规产品执法加强，公司于美国的销售收入于下半年恢复增长；中国市场实现收入 2.39 亿元，同比增长 25.1%，销售占比为 2%，主要为电子雾化产品销售收入及技术服务收入。
- 自有品牌业务：**2024 年实现收入 24.75 亿元（占比 21.0%），同比增长 34%，公司雾化美容自有品牌“岚至”于 2024 年上线并在 24 年下半年顺利上线面向美容院的雾化美容仪，雾化美容产品在中国内地实现收入 0.27 亿元；同时，自有品牌 VAPORESSO 在开放式产品市场份额进一步提升。**分地区来看**，欧洲及其他市场实现收入 20.24 亿元，同比增长 34.0%，销售占比 21%；美国实现收入 4.24 亿元，同比增长 14.0%，销售占比 3.6%。
- 从盈利水平来看**，2024 年毛利率为 37.4%，同比降低 1.3pct；毛利率下降主要是受产品结构变化的影响。
- 研发储备及计划：**公司提出科学技术是企业发展的原动力，2024 年公司研发开支为 15.72 亿元，同比增长 6.0%，占营收的比重达到 13.3%，主要用于来自雾化医疗和加热不燃烧产品。在加热不燃烧领域，公司在 2024 年支持客户推出的加热不燃烧产品已成功上市并收到消费者和客户的正面反馈，产品使用体验和口感对比现有主流产品得到提升；在雾化医疗领域，公司已完成多款针对哮喘和慢阻肺的药械结合产品的开发布局。2024 年公司继续保持全球最大的电子雾化设备制造商的地位，市场份额达到约 13.1%。

盈利预测及投资建议

我们认为，公司作为提供雾化科技解决方案的全球领导者，壁垒优势不断凸显，在监管不断趋严的背景下，预计产业链集中度或将加速提升。由于公司产品结构变化以及加大自有品牌业务营销投入，我们下调公司 2025-2027 年调整后净利润为 13.38/16.84/22.14 亿元（25/26 年前值为 19.66/24.94 亿元），同比+2.66%/+25.86%/+31.45%。基于公司的技术和龙头优势，维持“买入”评级。

风险提示：新型烟草政策变动风险，美国 FDA 监管变动风险，销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险，公司产能建设不及预期风险，新技术开发不及预期风险，价格变动风险，汇率风险。

投资评级

行业	非必需性消费/家庭电器及用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.3 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	6,181.68
港股总市值(百万港元)	82,216.28
每股净资产(港元)	3.83
资产负债率(%)	20.79
一年内最高/最低(港元)	15.26/6.36

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《思摩尔国际-公司点评:股权激励目标彰显长期发展信心,看好 HNB 新业务增长潜能》2024-12-30
- 《思摩尔国际-公司点评:24Q3 收入稳步上升,看好自有品牌及 HNB 等新业务增长潜能》2024-10-11
- 《思摩尔国际-公司点评:中国内地市场触底反弹,海外市场合规优势凸显有望实现高增!》2024-08-21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com