

港股研究 | 公司点评 | 思摩尔国际 (6969.HK)

思摩尔国际 2025Q1 点评：费用影响利润阶段性承压，关注 HNB 潜力释放及新业务增长点

报告要点

思摩尔国际公布截至 2025 年 3 月 31 日财务更新，预计 2025Q1 实现税后利润/期内全面综合收益 1.92/2.08 亿元，同降 43%/33%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BU463



仲敏丽

SAC: S0490522050001

思摩尔国际 (6969.HK)

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

思摩尔国际 2025Q1 点评：费用影响利润阶段性承压，关注 HNB 潜力释放及新业务增长点

事件描述

思摩尔国际公布截至 2025 年 3 月 31 日财务更新，预计 2025Q1 实现税后利润/期内全面综合收益 1.92/2.08 亿元，同降 43%/33%。

事件评论

- **公司 2025Q1 利润阶段性承压，判断主因各项期间费用及股权激励费用的增加。** 2025Q1 预计公司收入稳定增长，其中预计 APV 自主品牌业务延续较快增长（在全球众多海外市场持续提升）、核心换弹业务延续稳定增长，雾化业务历经前两年调整已企稳回升，伴随海外对一次性产品的强监管（如欧洲多国对一次性烟颁布禁令、美国对不合规产品监管趋严等），合规头部品牌的需求有望迎来进一步改善，公司大客户英美烟草 2024 年雾化烟全美市占率达 50.2%，有望带动思摩尔传统 ODM 业务良性发展。
- **HNB 业务仍是关注重心（思摩尔国际第二增长曲线），看好其后续成长潜力。** 公司与英美烟草联合推出的新品 Glo Hilo 系列自 2024 年底在塞尔维亚试销以来，在加热时间、口感、外观设计等方面取得消费者和客户的良好反馈，从产品体验上看能够与 IQOS 竞争，考虑 2024 年 IQOS 全球约 75% 市占率，Glo 系列市场份额提升空间大，且期待 Glo Hilo 后续进入核心市场如日本、意大利等；同时，HNB 行业仍在持续增长（预计年化双位数以上增长），近期 IQOS 正式在美国市场发售，目前发售产品为老品，ILUMA 产品亦在 FDA 审核过程中，审核通过后有望在美国发售，带动美国 HNB 市场发展，后续英美烟草旗下 Glo 品牌也有望进入美国市场，共同享受新拓市场增量。
- **美国监管趋严&加速合规产品审批、传统雾化政策预期或可更乐观。** 一方面，2024 年美国市场雾化电子烟执法力度显著增强以及欧洲一次性监管趋严，严厉打击了灰色市场、利好头部合规品牌市占率提升，有望驱动行业合规化发展；另一方面，2024 年以来 FDA 已陆续通过薄荷醇口味电子烟、肉桂&咖啡等口味尼古丁袋审批，展望未来，预计传统雾化电子烟后续通过果味产品审批可以更乐观。
- **公司坚持长期主义，除第二增长曲线 HNB 业务外，持续推进医疗雾化、美容雾化和特殊用途雾化等第三增长曲线。** 短期关注关税落地情况（思摩尔国际 2024 年对美收入占比约 37%，预计主由东南亚基地出货），公司有望凭借强技术研发实力和核心供应商地位缓解压力；中期维度，公司股权激励 3000-5000 亿市值目标可期，HNB 业务弹性大，传统业务延续良好趋势，新业务逐步拓展，医疗雾化方面公司 2025 年正稳步推进治疗哮喘、慢阻肺等呼吸系统疾病的药械结合产品的临床开发、实验及注册申报进程。公司具备吸入药械结合全流程能力，正与美国知名药企开展研发合作，未来有望贡献可观收入&利润增量。
- **盈利预测：** 预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 13.0/19.9/27.1 亿元，对应 PE 为 44/29/21X，维持买入评级。

风险提示

- 1、竞争对手技术实现重大突破；
- 2、终端需求不及预期；
- 3、关税政策出现大幅变化。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 9.74

注：股价为 2025 年 4 月 8 日收盘价

相关研究

- 《思摩尔国际 2024A 点评：看好 HNB 潜力，雾化烟、医疗雾化等趋势向好》2025-03-20
- 《思摩尔国际：股权激励彰显长期发展信心，期待 HNB 业务弹性》2024-12-29
- 《思摩尔国际 2024Q3 点评：预计封闭式产品趋势向好，APV 延续较优增长》2024-10-09


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、**竞争对手技术实现重大突破**：目前思摩尔国际在研发能力和技术储备上业内领先，若竞争对手在技术上实现重大突破，或将对行业竞争格局造成影响。
- 2、**终端需求不及预期**：若终端需求恢复进度不及预期，公司收入和利润或不达预期。
- 3、**关税政策出现大幅变化**：若关税政策出现大幅变化，或影响公司外销收入和利润。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其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。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。