

# 思摩尔国际 (06969.HK)

优于大市

## 2025 年中期业绩点评： 雾化主业如期修复，HNB 与雾化医疗蓄力长期增长

### 核心观点

**2025H1 收入双位数增长，经调整盈利微降。**公司发布 2025 年中期业绩，2025H1 公司实现收入 60.13 亿元，同比+18.3%；期内溢利 4.92 亿元，同比-28.0%；经调整后期内溢利 7.37 亿元，同比-2.1%；经调整后净利润率 12.3%，同比-2.5pct。受益于全球合规化监管趋势，公司雾化业务如期修复；利润增速不及收入主要系公司股权激励费用、自主品牌营销投入及合规服务费用增加，剔除以股份为基础的付款开支 2.45 亿经调整后的期内利润微降，盈利能力稳健。公司拟派发中期股息每股 20 港仙。

**雾化代工欧洲市场高增长，美国微增，合规优势显现。**全球电子雾化监管格局日益明确与执法措施更加严格，为合规参与者带来结构性机遇，2025H1 公司 To B 业务收入同比+19.5%至 47.4 亿元。其中：1) 欧洲收入 27.3 亿，同比+38.0%。公司基于 FEELM 推出可调味系统、大口数透明油仓和 2+10 平台多个创新合规产品解决方案，承接了欧洲一次性禁令带来的合规换弹式产品增长机会；2) 美国收入 18.9 亿，同比+1.5%。上半年美国针对非合规市场的执法力度加强，但短期在非法市场主导下合规换弹式销售依然受到影响，后续若监管执法力度延续预计有望进一步改善，此外美国特殊用途雾化业务显现复苏迹象；3) 国内收入同比-6.1%至 1.2 亿。

**自主品牌延续双位数增长势头。**2025H1 公司自有品牌业务收入 12.7 亿，同比+14.1%。其中 1) 欧洲收入 10.7 亿，同比+15.1%，主要得益于 Vaporesso 出色表现，升级款 XROS 5 和 XROS 5 Mini 成为市场热销产品；2) 美国收入 1.7 亿，同比-6.7%，全部来自电子雾化产品；3) 国内收入 0.31 亿，同比+2595.2%，面向零售客户的岚至家用美容仪用户数量破一万人，专业设备已获得二类医疗器械认证且已有 100 家私营机构采购。

**HNB 成功商业化落地，雾化医疗稳步推进，蓄力长期增长。**2025 年 6 月公司为战略客户代工的高端 HNB 产品在日本仙台推出，产品在还原烟草口味和缩短预热时间方面表现出色，9 月将在日本全国推出，并在 2025H2 扩展至更多关键市场；雾化医疗传思生物在美国建立吸入产品研发中心，与 CDMO 合作推进制造能力，稳步推进治疗呼吸系统疾病的药械结合产品开发。

**风险提示：**行业政策与监管风险；新业务拓展不及预期；技术被追赶风险。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是全球雾化龙头，雾化基本盘业务企稳回升，HNB 商业化落地有望带来二次增长。考虑到公司股份激励费用支出与自主品牌处于全球投入期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 12.4/18.2/25.6 亿元（前值为 15.2/20.0/25.2 亿元），同比分别为-4.9%/+47.0%/+40.8%；摊薄 EPS=0.20/0.29/0.41 元，对应 PE=98/67/48 倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 11,177 | 11,799 | 13,352 | 15,158 | 18,479 |
| (+/-%)      | -8.1%  | 5.6%   | 13.2%  | 13.5%  | 21.9%  |
| 归母净利润(百万元)  | 1645   | 1303   | 1239   | 1822   | 2565   |
| (+/-%)      | -34.5% | -20.8% | -4.9%  | 47.0%  | 40.8%  |
| 每股收益(元)     | 0.27   | 0.21   | 0.20   | 0.29   | 0.41   |
| EBIT Margin | 12.9%  | 8.3%   | 7.8%   | 11.8%  | 14.6%  |
| 净资产收益率(ROE) | 7.7%   | 6.0%   | 5.5%   | 7.7%   | 10.2%  |
| 市盈率(PE)     | 74.0   | 93.4   | 98.2   | 66.8   | 47.5   |
| EV/EBITDA   | 66.9   | 82.5   | 90.5   | 61.6   | 45.2   |
| 市净率(PB)     | 5.69   | 5.56   | 5.38   | 5.15   | 4.86   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 轻工制造·文娱用品

**证券分析师：陈伟奇** 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

**证券分析师：王兆康** 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

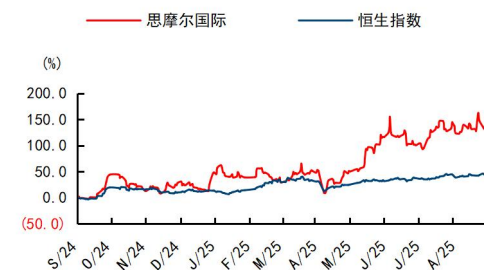
**证券分析师：邹会阳** 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

**证券分析师：李晶** 0755-81983063  
lijing29@guosen.com.cn  
S0980525080003

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 20.72 港元  
总市值/流通市值 128267/128267 百万港元  
52 周最高价/最低价 24.12/8.52 港元  
近 3 个月日均成交额 610.01 百万港元

### 市场走势

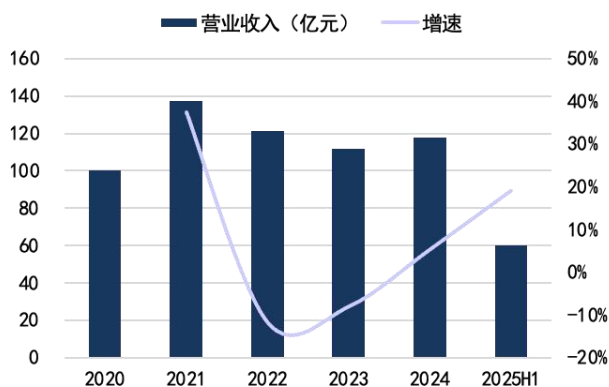


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

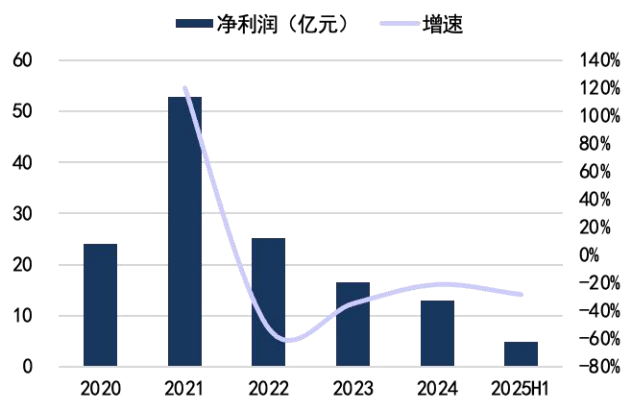
《思摩尔国际 (06969.HK) -2024 年业绩点评：雾化代工改善、自主品牌高增，HNB 打造第二增长曲线》——2025-03-20  
《思摩尔国际 (06969.HK) -全球合规雾化龙头，HNB 打开成长空间》——2025-02-24

图1：公司营业收入及增速



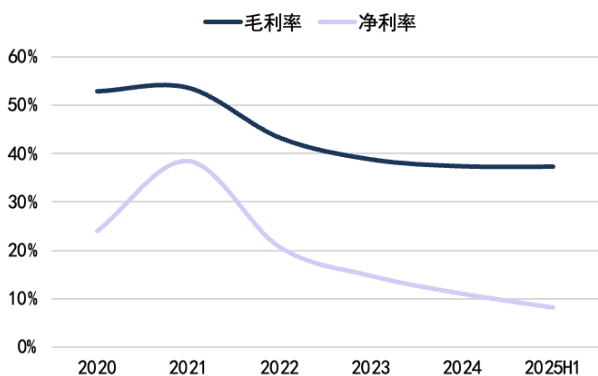
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



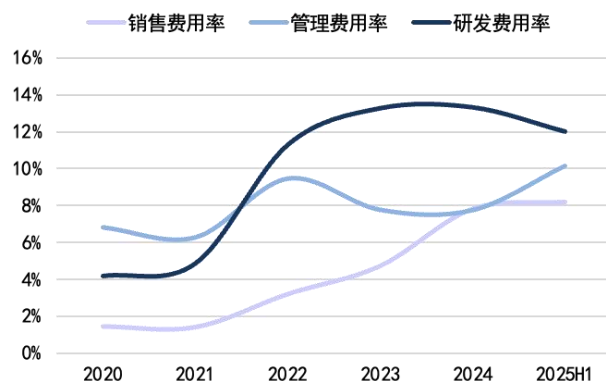
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)          | 2023          | 2024         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 5332         | 5171         | 5688         | 6257         | 6882         | 营业收入              | 11177         | 11799        | 13352         | 15158         | 18479         |
| 应收款项             | 2617         | 2855         | 3277         | 3646         | 4484         | 营业成本              | 6834          | 7387         | 8480          | 9271          | 10858         |
| 存货净额             | 781          | 910          | 1044         | 1146         | 1366         | 营业税金及附加           | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 4            | 590          | 225          | 340          | 550          | 销售费用              | 526           | 920          | 1041          | 1091          | 1294          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>19571</b> | <b>16846</b> | <b>19018</b> | <b>21930</b> | <b>25931</b> | 管理费用              | 2371          | 2517         | 2794          | 3004          | 3635          |
| 固定资产             | 3311         | 3380         | 3821         | 4069         | 4153         | 财务费用              | 27            | 38           | (71)          | (15)          | 27            |
| 无形资产及其他          | 463          | 496          | 572          | 668          | 786          | 投资收益              | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 投资性房地产           | 1146         | 3825         | 3825         | 3825         | 3825         | 资产减值及公允价值变动       | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 1018         | 3107         | 4778         | 6115         | 7184         | 其他收入              | 601           | 738          | 512           | 539           | 570           |
| <b>资产总计</b>      | <b>25508</b> | <b>27654</b> | <b>32014</b> | <b>36606</b> | <b>41879</b> | 营业利润              | 2019          | 1675         | 1619          | 2346          | 3236          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0            | 0            | 3780         | 6670         | 9160         | 营业外净收支            | (83)          | (20)         | (50)          | (40)          | (30)          |
| 应付款项             | 1368         | 1499         | 1722         | 1927         | 2266         | <b>利润总额</b>       | <b>1937</b>   | <b>1655</b>  | <b>1569</b>   | <b>2306</b>   | <b>3206</b>   |
| 其他流动负债           | 2198         | 3760         | 3350         | 3824         | 4831         | 所得税费用             | 291           | 352          | 329           | 484           | 641           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3566</b>  | <b>5259</b>  | <b>8852</b>  | <b>12420</b> | <b>16256</b> | 少数股东损益            | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>1645</b>   | <b>1303</b>  | <b>1239</b>   | <b>1822</b>   | <b>2565</b>   |
| 其他长期负债           | 532          | 490          | 539          | 542          | 568          | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>532</b>   | <b>490</b>   | <b>539</b>   | <b>542</b>   | <b>568</b>   | 净利润               | 1645          | 1303         | 1239          | 1822          | 2565          |
| <b>负债合计</b>      | <b>4099</b>  | <b>5750</b>  | <b>9390</b>  | <b>12963</b> | <b>16825</b> | 资产减值准备            | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 少数股东权益           | 0            | 8            | 8            | 8            | 8            | 折旧摊销              | 566           | 679          | 512           | 539           | 570           |
| 股东权益             | 21410        | 21897        | 22616        | 23636        | 25047        | 公允价值变动损失          | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>25508</b> | <b>27654</b> | <b>32014</b> | <b>36606</b> | <b>41879</b> | 财务费用              | 27            | 38           | (71)          | (15)          | 27            |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | 898           | (1981)       | (330)         | 96            | 105           |
| 每股收益             | 0.27         | 0.21         | 0.20         | 0.29         | 0.41         | 其它                | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 每股红利             | 0.16         | 0.09         | 0.08         | 0.13         | 0.19         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>3109</b>   | <b>1</b>     | <b>1421</b>   | <b>2457</b>   | <b>3240</b>   |
| 每股净资产            | 3.46         | 3.54         | 3.65         | 3.82         | 4.05         | 资本开支              | 0             | (717)        | (1029)        | (883)         | (772)         |
| ROIC             | 10%          | 8%           | 8%           | 11%          | 16%          | 其它投资现金流           | (5404)        | 3515         | (1464)        | (1757)        | (2108)        |
| ROE              | 8%           | 6%           | 5%           | 8%           | 10%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(5877)</b> | <b>709</b>   | <b>(4164)</b> | <b>(3977)</b> | <b>(3950)</b> |
| 毛利率              | 39%          | 37%          | 36%          | 39%          | 41%          | 权益性融资             | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 13%          | 8%           | 8%           | 12%          | 15%          | 负债净变化             | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 18%          | 14%          | 12%          | 15%          | 18%          | 支付股利、利息           | (976)         | (561)        | (520)         | (802)         | (1154)        |
| 收入增长             | -8%          | 6%           | 13%          | 14%          | 22%          | 其它融资现金流           | 289           | 250          | 3780          | 2890          | 2490          |
| 净利润增长率           | -34%         | -21%         | -5%          | 47%          | 41%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1663)</b> | <b>(872)</b> | <b>3259</b>   | <b>2088</b>   | <b>1336</b>   |
| 资产负债率            | 16%          | 21%          | 29%          | 35%          | 40%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(4431)</b> | <b>(161)</b> | <b>517</b>    | <b>569</b>    | <b>626</b>    |
| 息率               | 0.7%         | 0.4%         | 0.4%         | 0.6%         | 0.9%         | 货币资金的期初余额         | 9763          | 5332         | 5171          | 5688          | 6257          |
| P/E              | 74.0         | 93.4         | 98.2         | 66.8         | 47.5         | 货币资金的期末余额         | 5332          | 5171         | 5688          | 6257          | 6882          |
| P/B              | 5.7          | 5.6          | 5.4          | 5.2          | 4.9          | 企业自由现金流           | 0             | (1252)       | (28)          | 1168          | 2057          |
| EV/EBITDA        | 67           | 82           | 90           | 62           | 45           | 权益自由现金流           | 0             | (1032)       | 3808          | 4070          | 4525          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032