

思摩尔国际（06969）

证券研究报告
2025 年 10 月 14 日

25Q3 收入创单季历史新高，HNB 业务出货量大幅增加

事件：公司发布 2025Q3 财务更新，经初步审核，25Q1-Q3 公司实现营收 102.10 亿元，同比增加 21.8%，实现净利润 8.09 亿元，同比下降 23.8%，加回以股份为基础的非现金开支后，实现经调整净利 11.82 亿元，同比增加 0.1%；25Q3 实现营收 41.97 亿元，环比增加 27.5%，同比增加 27.2%，实现净利润 3.17 亿元，环比增加 5.7%，同比下降 16.4%，加回以股份为基础的非现金开支后，实现经调整净利 4.44 亿元，环比增加 4.8%，同比增加 4.0%。

25Q3 加热不燃烧及电子雾化业务均实现增长

2025Q3 公司实现营收 41.97 亿元，创公司单季度收入历史新高，环比增加 27.5%，同比增加 27.2%，面向企业客户业务及自用品牌业务收入均实现增长。面向企业客户业务方面，公司支持战略客户在全球更多主要市场成功推出加热不燃烧新品，产品出货量大幅增加；同时，全球主要国家对电子雾化产品监管力度持续加强，公司支持更多客户推出新型合规的电子雾化产品。自用品牌业务方面，公司在 25 年上半年推出的旗舰系列新品迭代成功，消费者基数扩大，同时，公司继续加强本地化运营，在重点市场加大符合当地特色的营销投入，推动市场份额持续提升。

GloHilo 系列陆续在意大利、波兰和塞尔维亚市场推出

根据两个至上，英美烟草（BAT）官方账号在领英网发布动态，BAT 宣布已在日本全国推出加热烟草 gloHilo 产品线，包括全新 gloHilo、gloHiloPlus 及 virto 加热烟弹。BAT 表示，gloHilo 系列将登陆意大利、波兰和塞尔维亚市场。公司目标是到 2030 年触达 5000 万无烟产品成年消费者，并在 2035 年转型为以无烟产品为主的企业。BAT 介绍，gloHiloPlus 是 glo 品牌首款两件式（two-piece）加热产品，由充电包与 EasySwitch 加热笔组成，采用 TurbostartQuartz 加热技术。新品接入 myglo 移动应用，支持个性化口感/加热参数等多项设置与设备状态管理，提升使用便捷度与可玩性。同时推出 virto 专用加热烟弹，与 Hilo 平台适配，构成完整产品生态。

医疗雾化业务实现阶段性突破

近日，思摩尔国际全资子公司传思生物（TranspireBio）宣布，其针对 Breo®Ellipta®的等效药申请（ANDA）已提交并成功于 9 月 23 日正式获得美国食品药品监督管理局（FDA）受理。本次 ANDA 申请为传思生物多款管线中的首个提交，根据 FDA 的公开信息，传思生物亦相信其为首个提交该款药物 ANDA 的企业。若未来成功获批，传思生物将拥有 180 天的美国市场独占期，Breo®Ellipta®在美国适用于哮喘和慢性阻塞性肺病（COPD）的维持治疗，根据行业数据，Breo®Ellipta®2024 年在美国销售额为 20.2 亿美元。这一突破不仅展示了传思生物在复杂等效药领域的前瞻性布局，也进一步夯实了公司在全球吸入制剂赛道的创新优势。未来思摩尔国际将继续在医疗雾化与电子雾化综合生态中深耕细作，推动技术与应用的持续突破。

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。HNB 业务作为第二增长曲线预计 2026 年起对收入和利润有显著贡献，由于公司加大自有品牌市场开拓力度，销售费用显著增长，我们调整公司 2025-2027 年经调整净利润为 13.92/20.23/27.59 亿元（前值为 14.72/19.79/26.63 亿元），26/27 年同比+45.33%/36.39%。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	15.77 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	6,193.04
港股总市值(百万港元)	97,664.17
每股净资产(港元)	3.97
资产负债率(%)	17.88
一年内最高/最低(港元)	24.12/8.85

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

- 1 《思摩尔国际-公司点评:25H1 雾化电子烟业务复苏，HNB+雾化医疗商业化落地可期！》 2025-08-22
- 2 《思摩尔国际-公司点评:雾化电子烟业务受益于全球监管趋严，期待 HNB 业务放量！》 2025-07-18
- 3 《思摩尔国际-公司点评: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！》 2025-03-19

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