

港股研究 | 公司点评 | 思摩尔国际 (06969.HK)

思摩尔国际 2025Q3 点评：HNB 高增叠加雾化 恢复收入超预期，期待新业务发展

报告要点

公司发布截至 2025 年 9 月 30 日的财务更新，2025Q3 实现收入/期内溢利/经调整期内溢利 41.97/3.17/4.44 亿元，同比+27.2%/-16.4%/+4.0%，环比+27.5%/+5.7%/+4.8%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002

思摩尔国际 (06969.HK)

2025-10-15

思摩尔国际 2025Q3 点评：HNB 高增叠加雾化恢复收入超预期，期待新业务发展

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布截至 2025 年 9 月 30 日的财务更新，2025Q3 实现收入/期内溢利/经调整期内溢利 41.97/3.17/4.44 亿元，同比+27.2%/-16.4%/+4.0%，环比+27.5%/+5.7%/+4.8%。

事件评论

- **收入端：2025Q3 收入同环比快速增长由 HNB 和雾化共同驱动。** 1) **HNB 业务**：2025Q3 全球 Glo Hilo 产品出货量增长带动收入同环比均高增；2) **雾化 TOB 业务**：欧美主要市场对非法雾化烟的监管力度加强，且公司快速推出新型合规产品满足客户需求，获取更大市场份额，其中欧洲市场增长预计更快；3) **自主品牌业务**：自主品牌 VAPORESSO 新品 XROS 5 和 XROS 5 Mini 自 2025H1 推出以来市场反馈出色，公司通过加大渠道覆盖、深化本地运营、促使关键区域的市场份额持续增长。
- **利润端：2025Q3 经调整期内溢利表现优异，同环比分别增长 4.0%/4.8%。** 拆分单 Q3 股权支付费用约 1.27 亿元。利润表现出色主因收入和毛利额增加以及销售&行政&研发三项期间费用率下降。利润率方面，2025Q3 公司经调整期内溢利利润率同降 2.4pcts 至 10.6%，**利润率下降主因**：1) **HNB 业务**：当前增量收入预计主要来源于器具，在烟支销量尚未显现阶段对整体利润率有拖累；2) **雾化业务**：欧洲市场为适应传统一次性产品禁令，部分合规新品退出后因规模问题利润率阶段性较低，预计 2026 年在欧洲市场格局稳定、客户成为主要竞争者后，伴随新品规模优势逐渐显现，雾化业务利润率将逐步回升。
- **HNB 业务：Glo Hilo 新市场进入稳步推进。** 1) **日本**：9 月 1 日起 Glo Hilo 在日本全境铺开销售，此前宫城试销反馈积极、出货量高于年初预期，此外 BAT 近期亦开始跟进竞争对手促销活动，Glo Hilo 设备降价 1000 日元，预计产品渗透率有望加速提升，关注后续完整的日本市场数据验证；2) **波兰**：9 月 18 日，波兰 Glo 官网正式发布 Hilo 新品，除改良的分体式设备和一体式设备外，本次波兰发布了更丰富的烟支口味选择，初期已发布 13 款口味烟支（8 种茶基调味+5 种烟草味）。在营销投入方面，BAT 提供了购买器具赠送 4 包烟的活动，继续加大对 Hilo 的推广力度；3) **意大利及其他市场**：预计 Glo Hilo 下一站将进入意大利（2024 年全球第三大市场），此外期待其他增量市场的有序拓展。
- **公司基本面持续改善，高潜业务 HNB 表现优秀，坚定看好全球新烟趋势下的成长潜力。** 1) **雾化烟**：主业筑底回暖趋势明确，有望受益行业监管转向和大客户市占率提升持续修复；2) **HNB**：考虑到当前 IQOS 全球 70%+ 市场份额，Glo Hilo 份额提升空间大，且行业仍持续增长（预计年化双位数以上增长）、行业渗透率提升空间广阔（当前全球渗透率仅约 6%），长期成长动能充沛；3) **医疗雾化**：传思生物宣布针对 Breo Ellipta 的等效药申请已提交并于 9 月 23 日获得 FDA 受理。此外特殊用途雾化、美容雾化等长期成长业务趋势向好。预计公司 2025-2027 年期内溢利为 13.0/20.1/28.9 亿元，对应 PE 66/43/30x。

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) 15.14

注：股价为 2025 年 10 月 14 日收盘价

相关研究

- 《思摩尔国际：Glo Hilo 新市场稳步推进，雾化主业加速修复可期》2025-09-23
- 《思摩尔国际系列深度（二）：万里征途，骐骥为锋》2025-09-05
- 《思摩尔国际 2025H1 点评：雾化主业修复趋势明确，HNB 成长空间广阔，加大分红回馈股东》2025-08-25


 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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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/或其附属机构（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。