

电子

2026年04月15日

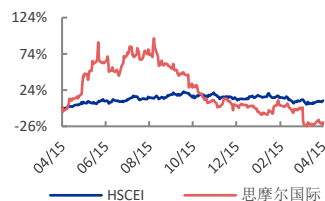
# 思摩尔国际

(06969)

## ——雾化主业稳健增长，HNB 快速放量构筑新增长曲线

**报告原因：有业绩公布需要点评**
**增持 (维持)**
**市场数据： 2026年04月15日**

收盘价 (港币)	9.35
恒生中国企业指数	8718.26
52周最高/最低 (港币)	24.12/8.53
H股市值 (亿港元)	579.25
流通H股 (百万股)	6,195.15
汇率 (港币/人民币)	0.8754

**一年内股价与基准指数对比走势：**

**资料来源：Bloomberg**
**相关研究**
**证券分析师**

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
庞盈盈 A0230522060003  
pangyy@swsresearch.com

**联系人**

庞盈盈 A0230522060003  
pangyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **公司发布财务公告：2026Q1 收入表现亮眼。**2026Q1 公司实现收入 38.56 亿元，同比增长 41.7%，经调整期内溢利 3.47 亿元，同比增长 10.7%，剔除雾化医疗业务（2026Q1 亏损 1.2 亿元）后，经调整期内溢利 4.67 亿元，同比增长 25.7%。
- **监管趋严合规市场修复，To B 业务稳健增长。**2026Q1 公司 To B 业务中电子雾化产品及相关技术服务和特殊用途雾化产品收入为 25.24 亿元，同比增长 21.8%，部分受益于出口退税取消提前出货。欧洲主要市场对一次性电子雾化产品的监管禁令为能够快速响应的合规参与者创造了重要机遇；美国市场针对不合规产品的执法力度持续加强。监管趋严合规市场修复，预计公司 To B 业务中电子雾化业务收入稳健增长。
- **HNB 业务快速放量，多客户多产品策略稳步推进。**2026Q1 公司加热不燃烧产品及技术服务收入 6.64 亿元，同比增长 1324.9%，2025Q1 仅为 0.47 亿元，2025 年全年公司 HNB 业务收入超 12 亿元。在 HNB 业务方面，公司旨在利用多项自主研发的技术平台成为客户全面的产品解决方案供应商。2025 年关键的里程碑是成功支持战略客户在主要 HNB 市场日本、波兰及意大利推出高端 HNB 产品。该产品系列由公司与客户合作开发，能提供出色的口感及更快的加热时间，获得消费者积极反馈，市场份额有所提升。2026 年公司将继续支持该战略客户扩展该产品至全球更多市场，预计 HNB 业务持续快速放量。
- **产品及渠道布局强化，自有品牌业务稳健增长。**2026Q1 公司自有品牌业务收入 5.89 亿元，同比增长 12.6%。公司 VAPORESSO 品牌表现较好，通过产品创新、广泛的渠道覆盖及数据驱动的用户洞察，巩固其市场领先地位。VAPORESSO 品牌推出了其畅销 XROS 系列的迭代版 XROS 5 和 XROS5 Mini，凭借先进的技术及精致的设计，市场反响热烈，支持其在关键地区的市场份额增长。
- **雾化医疗业务仍在投入期。**2026Q1 公司雾化医疗技术服务收入 0.79 亿元，同比下滑 1.7%。公司持续对 Transpire BioInc.(传思生物)进行投资，2026Q1 公司雾化医疗业务亏损 1.2 亿元，公司专注于提升传思生物内部的技术平台及管线产品，以支持其长远业务发展，短期雾化医疗业务仍处于亏损状态。
- **盈利预测与估值。**公司雾化主业稳健增长，HNB 快速放量。考虑雾化医疗业务仍在投入期，研发投入侵蚀业绩，我们下调 2026 年归母净利润至 15.44 亿元（前值为 28.15 亿元），新增 2027-2028 年归母净利润为 21.29、25.96 亿元，2026-2028 年归母净利润同比增速为

**财务数据及盈利预测**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,799	14,256	16,642	19,248	21,959
同比增长率 (%)	5.31	20.83	16.73	15.66	14.09
归属普通股股东净利润	1,509	1,530	1,544	2,129	2,596
同比增长率 (%)	0.00	1.39	0.90	37.94	21.90
每股收益 (元/股)	0.24	0.24	0.25	0.34	0.42
ROE (%)	5.95	4.87	5.50	8.76	11.23
市盈率	34	33	33	24	20

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

0.90%、37.94%、21.90%，对应 PE 为 33、24、20 倍，参考可比公司盈趣科技（优质代工企业，部分业务为新型烟草设备代工）、松霖科技（大健康优质代工企业）2026 年 PE 均值为 35 倍，维持思摩尔国际“增持”评级。

- **风险提示：**海外消费不及预期，HNB 业务推广不及预期。

## 合并利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,799	14,256	16,642	19,248	21,959
主营收入	11,799	14,256	16,642	19,248	21,959
营业成本	-7,387	-9,399	-10,950	-12,511	-14,054
销售和管理费用	-1,834	-2,199	-2,471	-2,733	-3,074
研发费用	-1,572	-1,523	-2,330	-2,310	-2,635
其他经营损益	756	672	784	907	1,035
财务费用	-38	-26	-30	-30	-30
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	-20	-31	0	0	0
其他非经常性损益	-49	-273	-100	-100	-100
除税前利润	1,655	1,476	1,545	2,471	3,101
所得税	-352	-414	-402	-642	-806
净利润	1,303	1,062	1,143	1,829	2,295
少数股东损益及其他	0	-2	-1	-1	-1
归属普通股股东净利润	1,509	1,530	1,544	2,129	2,596

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。