

思摩尔国际(06969)

报告日期: 2026年04月20日

Q1 业绩高增，底部回购+授予购股权彰显信心

——思摩尔国际点评报告

投资要点

□ 公司公告

- 1) 4月9日思摩尔公布26Q1收入38.56亿元(同比+41.7%，下同)，期内利润2.63亿元(+36.6%)，调整后利润3.47亿元(+10.7%，单季度激励费用0.85亿元)，不考虑医疗业务的调整后利润4.67亿元(+25.7%，期内医疗亏损1.2亿元)。
- 2) 4月16日思摩尔公告授出奖励股份合计93万股，授出购股权193万股(行权价为9.42港元/股)。
- 3) 4月17日思摩尔公告耗资0.5亿港元回购股份524.2万股，每股均价9.51港元，底部区间多次动作表态对股价的信心。

□ 26Q1 业绩拆分

- 1) 26Q1 HNB 业务收入6.64亿元(25Q1为0.5亿)，参考25年全年12.87亿，表明HNB业务环比向好，后续期待Hilo在欧洲、韩国等更多重要市场的新上。
- 2) 26Q1 雾化&特殊用途 ODM 业务收入25.24亿元(+21.8%)，一方面欧洲 ODM 新拓客户放量+美国监管环境改善，另一方面我们认为也与出口退税于4.1执行部分订单前置有关。
- 3) 26Q1 雾化自主品牌收入5.81亿元(+14.3%)，得益于旗舰新品迭代成功，扩大渠道覆盖，延续快速增长。
- 4) 26Q1 雾化医疗业务实现收入0.79亿元(基本持平)，因研发投入力度加大亏损1.2亿、较去年同期多0.62亿。

□ 关注26年HNB在更多核心市场突破

- 1) 2025年HNB收入突破12亿元，已在日本等4国销售，BAT此前2月业绩会时提到将加速推广，针对日本也会有额外的推广和活动支持。从Hilo市占率爬坡来看，波兰爬坡超预期且转化老烟民效果显著。26年关注Hilo在更多核心市场的放量。
- 2) 此前英美烟草提到，对Hilo 26年展望积极。截止25年12月，Hilo市占率爬坡：日本至1.4%、波兰至3.9%、意大利至1%。Hilo用户来自传统卷烟和其他HNB产品的占比：日本48%、波兰80%，波兰转化老烟民效果非常显著。Hilo首批试用到留存率约50%，26年BAT将重点加速推广Hilo的试用体验，并有针对性的线上&线下活动支持，且在日本市场会进行额外的推广、从而获得最强的回报。

□ 投资建议

英美烟草在Glo Hilo上资源与营销投入力度较大，看好后续随BAT在26年推广至更多市场而放量；此外雾化烟在非法烟监管发力下有望迎来修复，持续看好核心供应商思摩尔国际。我们预计思摩尔国际26-28年实现营收165.29亿元、194.99亿元、227.01亿元，同比增长+15.94%、+17.97%、+16.42%，实现归母净利润11.26亿元、18.61亿元、25.02亿元，同比+5.87%、+65.21%、+34.46%。当前市值对应26-28年PE为51X、31X、23X，维持“买入”评级。

□ 风险提示

政策影响加剧、客户拓展不及预期、新技术推广不及预期、行业竞争加剧

投资评级：买入(维持)

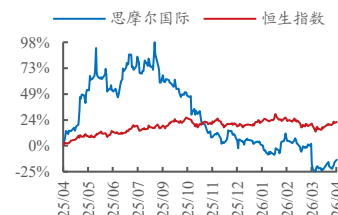
分析师：史凡可
 执业证书号：S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
 执业证书号：S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$10.10
总市值(百万港元)	62,571.02
总股本(百万股)	6,195.15

股票走势图



相关报告

- 1 《HNB进入放量阶段、雾化存积极催化，重视底部价值》 2026.03.27
- 2 《电子烟监管逐步完善，重视底部价值》 2025.12.30
- 3 《Q3业绩超预期、HNB增量显著，股权激励持续进行》 2025.10.16

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14256	16529	19499	22701
(+/-) (%)	20.83%	15.94%	17.97%	16.42%
归母净利润	1064	1126	1861	2502
(+/-) (%)	-18.37%	5.87%	65.21%	34.46%
每股收益(元)	0.17	0.18	0.30	0.40
P/E	53.16	51.00	30.87	22.96

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值（因公司只披露了业绩公告，现金流量表尚不完整）

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	15,778	16,141	18,799	22,075	营业收入	14,256	16,529	19,499	22,701
现金	7,323	7,343	8,835	10,874	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	2,298	2,755	3,250	3,783	营业成本	9,399	10,859	12,451	14,195
存货	1,667	1,207	1,383	1,577	销售费用	913	1,157	1,365	1,589
其他	4,490	4,836	5,331	5,841	管理费用	1,286	1,554	1,657	1,884
非流动资产	12,760	12,970	13,180	13,390	研发费用	1,523	1,901	1,950	2,157
固定资产	5,066	5,166	5,266	5,366	财务费用	26	40	38	37
无形资产	479	489	499	509	除税前溢利	1,476	1,564	2,584	3,475
其他	7,215	7,315	7,415	7,515	所得税	414	438	724	973
资产总计	28,538	29,111	31,979	35,465	净利润	1,062	1,126	1,861	2,502
流动负债	6,129	5,426	6,334	7,318	少数股东损益	-2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,064	1,126	1,861	2,502
应付账款及票据	1,687	2,021	2,317	2,642	EBIT	1,502	1,604	2,622	3,512
其他	4,442	3,405	4,017	4,676	EBITDA	1,502	1,714	2,732	3,622
非流动负债	533	683	783	783	EPS (元)	0.17	0.18	0.30	0.40
长期债务	0	150	250	250					
其他	533	533	533	533					
负债合计	6,662	6,109	7,117	8,101	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
普通股股本	432	432	432	432	成长能力				
储备	21,415	22,541	24,402	26,904	营业收入	20.83%	15.94%	17.97%	16.42%
归属母公司股东权益	21,848	22,974	24,834	27,336	归属母公司净利润	-18.37%	5.87%	65.21%	34.46%
少数股东权益	28	28	28	28	获利能力				
股东权益合计	21,876	23,002	24,863	27,364	毛利率	34.07%	34.31%	36.15%	37.47%
负债和股东权益	28,538	29,111	31,979	35,465	销售净利率	7.46%	6.81%	9.54%	11.02%
					ROE	4.87%	4.90%	7.49%	9.15%
					ROIC	4.94%	4.99%	7.52%	9.16%
					偿债能力				
现金流量表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	资产负债率	23.34%	20.98%	22.25%	22.84%
经营活动现金流	0	(48)	1,465	2,015	净负债比率	-33.48%	-31.27%	-34.53%	-38.82%
净利润	1,064	1,126	1,861	2,502	流动比率	2.57	2.97	2.97	3.02
少数股东权益	(2)	0	0	0	速动比率	2.29	2.75	2.75	2.80
折旧摊销	0	110	110	110	营运能力				
营运资金变动及其他	(1,062)	(1,285)	(505)	(597)	总资产周转率	0.51	0.57	0.64	0.67
投资活动现金流	0	(41)	(35)	61	应收账款周转率	6.50	6.54	6.49	6.46
资本支出	0	(220)	(220)	(220)	应付账款周转率	6.15	5.86	5.74	5.72
其他投资	0	179	185	281	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	110	62	(37)	每股收益	0.17	0.18	0.30	0.40
借款增加	0	150	100	0	每股经营现金流	0.00	-0.01	0.24	0.33
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	3.53	3.71	4.01	4.41
已付股利	0	(40)	(38)	(37)	估值比率				
其他	0	0	0	0	P/E	53.16	51.00	30.87	22.96
现金净增加额	0	20	1,492	2,039	P/B	2.63	2.50	2.31	2.10
					EV/EBITDA	33.36	29.31	17.88	12.93

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>