

【事件】

2026 年上半年，公司实现收入 72.09 亿元，同比+19.9%，创同期新高；毛利 23.22 亿元，同比+3.5%，毛利率为 32.2%，同比-5.1pts，环比较 2025 年下半年+0.5pts。期内利润 5.72 亿元，同比+16.2%。剔除股份支付费用后的经调整利润为 7.57 亿元，同比+2.6%，经调整净利率为 10.5%，同比-1.8pts；进一步剔除雾化医疗业务亏损后的经调整利润为 8.89 亿元，同比+7.1%。公司宣派中期股息每股 20 港仙，与上年同期持平。

【点评观点】

相关报告

1. ToB 及 HNB 业务是收入增长的主要来源，自有品牌业务收入微增。

ToB 业务收入同比+24.7%至 59.10 亿元，占总收入比例同比+3.2pts 至 82.0%。其中，电子雾化及特殊用途雾化产品收入同比+9.3%至 48.01 亿元；欧洲及其他市场收入同比+29.7%，主要受高价值 ODM 客户拓展及份额提升带动；美国市场收入同比-15.6%，原因是一名主要客户主动调整产品组合。

HNB 业务收入同比+322.1%至 9.62 亿元，收入占比由 3.8%提升至 13.4%，主要由于自 2025 年下半年开始向核心客户批量出货，期末相关产品已进入九个市场。

自有品牌业务收入同比+1.9%至 12.99 亿元，其中美国市场同比+19.9%，欧洲及其他市场同比-0.2%，部分市场受到中东局势引发的物流扰动。

毛利率同比-5.1pts，环比 25 年年底+0.5pts 至 32.2%。上半年公司整体毛利率同比-5.1pts，主要是相对低毛利率产品收入占比提高，成本构成方面，原材料成本占收入比例同比+4.6pts 至 51.9%，人工成本占比同比+0.6pts 至 7.8%；另一方面，毛利率较 2025 年下半年+0.5pts 至 32.2%，公司归因于收入增长形成的规模效应及运营增效抵消了相关产品政策变化的不利影响。业绩会上管理层表示，一季度存在出口退税取消前的集中提前出货；剔除该因素后，二季度收入高于一季度，二季度毛利率、税前利润、税后利润及经调整利润亦均优于一季度。

期内费用率同比下降，研发开支占比 11.7%。分销及销售开支同比-21.0%，费用率同比-2.8pts 至 5.4%，主要由于产品相关拨备减少及营销策略优化；行政开支同比+1.8%，费用率同比-1.5pts 至 8.6%。研发

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

开支同比+16.9%至 8.45 亿元，但研发费用率同比-0.3pts 至 11.7%，增量主要投向 HNB、多客户及多技术平台。费用效率改善叠加其他收益及亏损由上年同期净亏损转为净收益，推动税前利润同比+24.9%；雾化医疗业务期内亏损同比扩大 43.3%至 1.32 亿元，使经调整利润增速低于剔除医疗业务后的核心利润增速。

2. **全年经营判断较年初更为乐观，维持收入及利润健康增长目标。**根据业绩会，公司上半年经营趋势健康，外部政策变化整体较年初判断更有利，因此维持全年收入、期内利润及经调整利润健康增长的判断，并维持 HNB 业务全年收入约 20 亿元的年初预判。

电子雾化业务仍是未来一年收入及利润的主要来源，HNB 有望成为未来三年的核心业务变量。美国 FDA 进一步明确执法优先级及部分合规口味产品的上市路径，核心烟草客户正推进合规产品上市及零售渠道铺设；欧洲及其他市场将继续执行高价值客户策略，自有品牌则有望受益于欧洲物流恢复。HNB 方面，核心客户产品已进入九个市场，公司将继续支持其在日本、意大利和波兰等重点市场提升份额；搭载公司新技术的新客户产品预计于第三季度上市。随着多客户、多产品及多技术平台逐步商业化，HNB 对集团收入及利润的贡献有望持续提升。

雾化医疗将以融资及项目里程碑推进为主，降低对集团利润和现金流的影响。传思生物将继续推进自研药械结合管线、联合开发项目及欧美复杂等效药申报；下半年计划推动外部股权融资，并与外部机构洽谈部分管线的独家销售代理，以验证业务价值、加快商业化及降低医疗业务亏损。

➤ **点评观点：**

我们认为，公司作为全球雾化科技行业龙头，在研发、制造、合规及客户资源等方面具备较强竞争优势。当前美国市场监管及执法方向逐步清晰，欧洲市场合规化趋势持续推进，行业经营环境边际改善，有利于具备技术、产能及合规能力的头部企业进一步提升市场份额。与此同时，公司 HNB 业务已进入多客户、多产品及多技术平台的商业化阶段，增长潜力逐步显现，有望成为公司第二增长曲线，并推动整体收入及利润增长提速。考虑到行业政策环境改善及新业务放量前景，建议保持关注。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>