

思摩尔国际(06969)

报告日期: 2025 年 02 月 11 日

从菲莫年报感知 HNB 市场成长，看好业绩弹性 ——思摩尔国际点评报告

投资要点

- **事件：2.6 晚菲莫国际发布年报，IQOS 作为 HNB 市场份额 70%+ 的领军产品，从其经营表现感知行业成长，对思摩尔的 HNB 业务潜力具备指导意义。**
 - 1) 即使是大家认为已经非常成熟的日本市场，HNB 渗透率仍在继续提升：2024 年 12 月日本 HNB 渗透率达到 47.1%，同比提高 4.1pct。
 - 2) 美国 HNB 市场即将打开：菲莫预计将于 25 年 3 月开始在奥斯汀（德州）直接销售 IQOS 设备和加热烟棒，目前处在发布前阶段，奥斯汀已有超过 4000 位吸烟者登记；预计 IQOS ILUMA 将在 25H2 获得 FDA 授权并开始在美国量产。
 - 3) 伴随规模效应，HNB 的盈利能力显著提升：24Q4 无烟产品毛利率同比提高 3.3pct，达到 66.6%，比传统烟高出 4.9pct。
 - 4) 对 25 年 IQOS 的指引仍然乐观：预计 25 全年烟支销量同比增长 10-12%（24 年达到 1400 亿支、同比+11.6%），其中 25Q1 预计+10%左右。
 - 5) 无烟产品市场覆盖持续扩大：无烟系列涵盖 95 个市场，估算成年产品用户达到 3860 万人（+530 万人）。
- **IQOS 用户与市场持续广大，中低收入市场表现亮眼**
 - 1) **IQOS 业绩成长性优**：24 年无烟业务收入 147 亿美元（+14.2%），24Q4 为 39 亿美元（+9%）、收入占比提高至 40%，IQOS 用户达到 3220 万人（+340 万人），转化率维持在 72%；在日本市占率 30%（指整体烟草市场，同比+3.1pct），在欧盟市占率 10.6%（+0.9pct）。
 - 2) **中低收入市场增长迅速**，据 PMI 估计，HTU 产品（IQOS 的烟弹）Q4 在布达佩斯市场份额达 40.7%（+2.9pct），在里斯本份额达 27.2%（+3.0pct），在雅典份额达 32.9%（+3.5pct）。
- **新型口含烟 ZYN 表现亮眼，稳步迈向“无烟气未来”**
 - 1) 2024 年口含烟销量达 174 亿支（+24.6%）。新型口含烟 ZYN 在美国表现突出，得益于美国强劲需求的支持，2024 年 ZYN 在美出货量相比 23 年增长 1.96 亿罐，2024Q4 出货量为 1.65 亿罐（+42%）。在除美国以外的国际市场增长速度超过 100%，巴基斯坦、南非、英国等地区贡献加大。24Q4，ZYN 新开拓了包括泰国、意大利等 6 个市场，目前已覆盖了 37 个国家或地区。
 - 2) 根据 PMI，ZYN 在美国之外的国际市场表现可期。2024 年尼古丁袋出货量达 2700 万罐（+75%），巴基斯坦等主要国际市场已经出现强劲的销量势头。

我们认为 HNB 市场潜力仍然较大，从龙头 IQOS 的指引来看双位数增长可期，且 HNB 较雾化烟在监管上更占优（对青少年低吸引力、减害性更易论证），竞争格局更好（参与厂商少），同时英美烟草的新一代 Glo Hilo 产品无论横向对比市面上的领军产品 IQOS iluma i 或是纵向对比上一代老产品均有显著的性能和使用体验提升，看好其在 25-26 年逐渐拓展至更多市场、迎来放量。

盈利预测及估值

我们预计公司 24-26 年实现营收 117.8 亿、131.63 亿、154.38 亿，同比增长 +5%、+12%、+17%，实现归母净利润 13.26 亿、17.04 亿、22.35 亿，同比-19%、+28%、+31%。当前市值对应 24-26 年 PE 为 59.71X、46.47X、35.42X，维持“买入”评级。

风险提示

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\$14.02
总市值(百万港元)	86,660.09
总股本(百万股)	6,181.18

股票走势图



相关报告

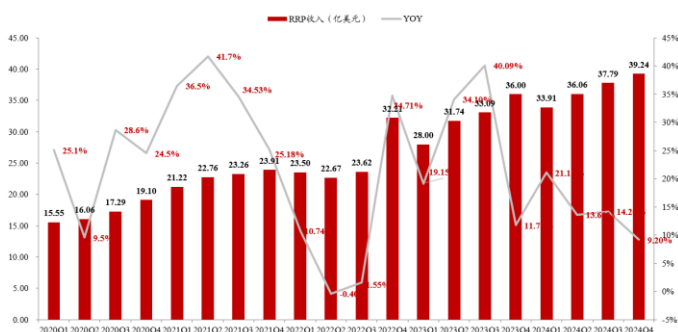
政策影响加剧、客户拓展不及预期、新技术推广不及预期、行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11168	11780	13163	15438
(+/-) (%)	-8%	5%	12%	17%
归母净利润	1645	1326	1704	2235
(+/-) (%)	-34%	-19%	28%	31%
每股收益(元)	0.27	0.22	0.28	0.36
P/E	22.14	59.71	46.47	35.42

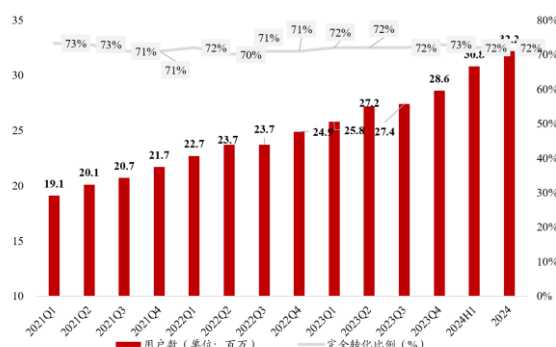
资料来源：浙商证券研究所

图1：季度无烟产品收入



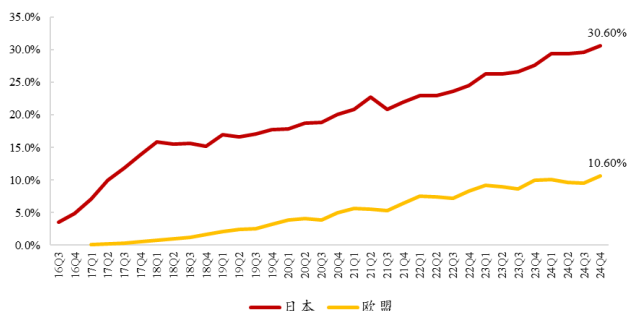
资料来源：菲莫国际年报，浙商证券研究所

图2：IQOS 使用人数&转化率



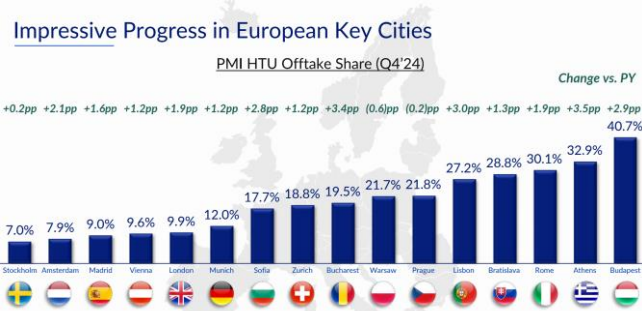
资料来源：菲莫国际年报，浙商证券研究所

图3：IQOS 在核心市场份额稳定增长



资料来源：菲莫国际年报，浙商证券研究所

图4：HTU 烟弹份额持续上升源自于其在欧洲市场的成功



资料来源：菲莫国际年报，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,571	20,983	23,013	25,818
现金	5,332	6,332	7,680	9,531
应收账款及票据	1,888	1,963	2,194	2,573
存货	781	781	841	967
其他	11,569	11,907	12,298	12,747
非流动资产	5,938	6,222	6,432	6,642
固定资产	3,311	3,411	3,511	3,611
无形资产	463	473	483	493
其他	2,164	2,338	2,438	2,538
资产总计	25,508	27,206	29,445	32,460
流动负债	3,566	3,735	4,120	4,800
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,270	1,308	1,409	1,620
其他	2,297	2,427	2,712	3,180
非流动负债	532	736	886	986
长期债务	0	200	350	450
其他	532	536	536	536
负债合计	4,099	4,470	5,006	5,786
普通股股本	428	428	428	428
储备	21,075	22,401	24,105	26,340
归属母公司股东权益	21,410	22,736	24,439	26,674
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	21,410	22,736	24,439	26,674
负债和股东权益	25,508	27,206	29,445	32,460

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,193	1,749	2,235	2,856
净利润	1,645	1,326	1,704	2,235
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	271	110	110	110
营运资金变动及其他	1,276	313	422	511
投资活动现金流	(7,016)	(949)	(1,037)	(1,105)
资本支出	(1,231)	(220)	(220)	(220)
其他投资	(5,785)	(729)	(817)	(885)
筹资活动现金流	(612)	200	150	100
借款增加	245	200	150	100
普通股增加	(112)	0	0	0
已付股利	(719)	0	0	0
其他	(27)	0	0	0
现金净增加额	(4,431)	1,000	1,348	1,851

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11168	11780	13163	15438
其他收入	9	0	0	0
营业成本	6834	7028	7570	8706
销售费用	526	707	790	926
管理费用	867	707	763	880
研发费用	1483	1732	1869	2115
财务费用	(490)	(213)	(253)	(307)
除税前溢利	1937	1560	2004	2630
所得税	291	234	301	394
净利润	1645	1326	1704	2235
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1645	1326	1704	2235
EBIT	1447	1347	1751	2322
EBITDA	1718	1457	1861	2432
EPS (元)	0.27	0.22	0.28	0.36

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-8.04%	5.47%	11.74%	17.28%
归属母公司净利润	-34.47%	-19.40%	28.48%	31.20%
获利能力				
毛利率	38.81%	40.34%	42.49%	43.61%
销售净利率	14.73%	11.26%	12.94%	14.48%
ROE	7.68%	7.18%	7.65%	8.28%
ROIC	5.74%	4.99%	6.00%	7.28%
偿债能力				
资产负债率	16.07%	16.43%	17.00%	17.83%
净负债比率	-24.91%	-26.97%	-29.99%	-34.04%
流动比率	5.49	5.62	5.59	5.38
速动比率	5.27	5.41	5.38	5.18
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.45	0.46	0.50
应收账款周转率	5.33	6.12	6.33	6.48
应付账款周转率	5.65	5.45	5.57	5.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.22	0.28	0.36
每股经营现金流	0.52	0.28	0.36	0.47
每股净资产	3.49	3.70	3.98	4.35
估值比率				
P/E	22.14	59.71	46.47	35.42
P/B	1.71	3.48	3.24	2.97
EV/EBITDA	18.25	50.14	38.60	28.82

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>