

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

思摩尔国际 (6969. HK)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

砥砺前行，长期主义铸造价值成长

2025年3月12日

事件: 近日公司旗下科技护肤品牌 MOYAL 岚至取得二类医疗器械证书，并于2月26日在广西贺州高新区产业开发区举行“无创雾化高端医疗器械项目投产仪式”，公司副总裁、美容事业部总裁吴俊兰表示新工厂将全面承接 MOYAL 岚至 TPS 技术平台的医疗器械生产与制造。公司预计25年产值有望达1.5亿元，3年内营业收入有望突破10亿元。

无烟时代大势所趋，倒逼龙头加速转型。 新型烟草已在部分地区彻底改变尼古丁消费者使用习惯，从而倒逼烟草龙头将重心逐步转移。美国卷烟/雾化/尼古丁袋/传统口含/雪茄等其他占比分别为 47%/30%/6%/11%/6%，2024年卷烟销量下滑 8.4%（英美烟草销量下滑 10.1%），新型烟草大势已逐渐影响英美卷烟基本盘。美国为其核心区域，收入/调整后经营利润占比分别为 44%/53%，待至 IQOS ILUMA 美国上市，我们预计英美卷烟销量或将进一步承压，因此公司对 HNB 研发&产品重视程度进一步加大。我们预计，公司 HNB 核心供应商在此背景下有望获得较丰厚产业链利润。

IQOS 有望发力美国地区，美国或将成为核心 HNB 市场。 2024 年 IQOS 已解决专利纠纷、重返美国，目前仍处于消费者教育阶段，我们预计新品 ILUMA 在 25H2 通过 PMTA 后，菲莫将正式发力美国市场。2023 年美国总烟民人数为 4340 万人（卷烟+雾化），根据我们测算，美国消费能力强、新型烟草教育程度高，假设美国 2030 年 HNB 渗透率达到 30%（HNB 烟民/卷烟+雾化+HNB），每年烟弹消耗量有望增长至 800-900 亿支（2023 年全球烟弹消耗量为 1600 亿支），或将成为比肩日本的核心市场。

英美新品放量可期，全球化进展加速。 公司 24 年底已在塞尔维亚推出全新产品 Glo Hilo，终端反馈结果令人振奋，且产品仍有优化预期。根据产业逻辑推演，我们预计 25H2 GLO HILO 有望在 HNB 主流地区发售。此外，我们预计英美已为新品 HILO 申请 PMTA，最早或将于 2026 年登录美国市场，届时凭借卷烟优势基本盘（2023 年英美烟草北美卷烟市占率为 33.6%，远超菲莫），有望强势抢占份额。

经营稳健，合规市场复苏。 2024 年来，全球范围内监管力度加大，FDA 对非法产品执法频率&惩罚幅度增加、欧洲各国逐步对一次性小烟开启禁令。同时，24 年 NJOY 薄荷醇口味获历史性批准、美国最高法院介入 Wages & White Lion 诉讼案（状告 FDA 禁令武断且不合理），合规市场稳步复苏且口味限制或迎转机。思摩尔为全球合规市场核心供应商，PMTA 审核通过的 Vuse、Njoy 均为公司供应。我们预计 25 年公司一次性产品收入受政策影响或承压，但换弹有望延续复苏趋势，且产品结构改善、盈利能力有望修复。

盈利预测: 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 13.4、15.6、25.5 亿元，对应 PE 分别为 57.9X、49.8X、30.5X。

风险提示: 全球合规趋严, 新型烟草渗透率提升不及预期, 竞争加剧

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	11168	11880	13076	16606
增长率 YoY %	-8%	6%	10%	27%
归属母公司净利润(百万元)	1645	1342	1562	2551
增长率 YoY%	-34%	-18%	16%	63%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.22	0.25	0.41
市盈率 P/E(倍)	22.62	57.94	49.79	30.48

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	19,199	19,571	20,848	22,747	26,270	
现金	9,763	5,332	3,209	2,867	3,280	
应收账款及票据	2,302	1,888	2,130	2,278	2,935	
存货	841	781	862	891	1,095	
其他	6,294	11,569	14,648	16,712	18,959	
非流动资产	5,161	5,938	6,139	6,163	6,184	
固定资产	2,764	3,311	3,438	3,461	3,483	
无形资产	526	463	463	463	463	
其他	1,870	2,164	2,238	2,238	2,238	
资产总计	24,359	25,508	26,988	28,910	32,454	
流动负债	3,589	3,566	3,701	4,061	5,055	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付账款及票据	1,150	1,270	1,286	1,388	1,671	
其他	2,439	2,297	2,414	2,673	3,385	
非流动负债	393	532	536	536	536	
长期债务	0	0	0	0	0	
其他	393	532	536	536	536	
负债合计	3,982	4,099	4,236	4,597	5,591	
普通股股本	424	428	428	428	428	
储备	19,969	21,075	22,417	23,979	26,529	
归属母公司股东权益	20,377	21,410	22,751	24,313	26,863	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
股东权益合计	20,377	21,410	22,751	24,313	26,863	
负债和股东权益	24,359	25,508	26,988	28,910	32,454	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	470	3,193	1,147	1,749	2,482	
净利润	2,510	1,645	1,342	1,562	2,551	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
折旧摊销	222	271	173	177	178	
营运资金变动及其他	-2,262	1,276	-367	11	-247	
投资活动现金流	-2,424	-7,016	-3,251	-2,071	-2,048	
资本支出	-1,695	-1,231	-300	-200	-200	
其他投资	-729	-5,785	-2,951	-1,871	-1,848	
筹资活动现金流	276	-612	-20	-20	-20	
借款增加	2,048	245	0	0	0	
普通股增加	-295	-112	0	0	0	
已付股利	-1,448	-719	0	0	0	
其他	-29	-27	-20	-20	-20	
现金净增加额	-1,664	-4,431	-2,123	-342	413	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	12,145	11,168	11,880	13,076	16,606	
其他收入	12	9	0	0	0	
营业成本	6,885	6,834	7,291	7,664	9,344	
销售费用	388	526	713	889	996	
管理费用	1,148	867	808	915	1,129	
研发费用	1,372	1,483	1,818	1,961	2,325	
财务费用	-388	-490	-380	-140	-123	
除税前溢利	2,954	1,937	1,743	1,904	3,073	
所得税	444	291	401	343	522	
净利润	2,510	1,645	1,342	1,562	2,551	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	2,510	1,645	1,342	1,562	2,551	
EBIT	2,566	1,447	1,363	1,764	2,950	
EBITDA	2,788	1,718	1,536	1,941	3,128	
EPS (元)	0.42	0.27	0.22	0.25	0.41	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力						
营业收入	-11.71%	-8.04%	6.38%	10.06%	27.00%	
归属母公司净利润	-52.52%	-34.47%	-18.44%	16.39%	63.32%	
获利能力						
毛利率	43.31%	38.81%	38.63%	41.39%	43.73%	
销售净利率	20.67%	14.73%	11.29%	11.94%	15.36%	
ROE	12.32%	7.68%	5.90%	6.42%	9.49%	
ROIC	10.70%	5.74%	4.61%	5.95%	9.11%	
偿债能力						
资产负债率	16.35%	16.07%	15.70%	15.90%	17.23%	
净负债比率	-47.91%	-24.91%	-14.10%	-11.79%	-12.21%	
流动比率	5.35	5.49	5.63	5.60	5.20	
速动比率	5.11	5.27	5.40	5.38	4.98	
营运能力						
总资产周转率	0.51	0.45	0.45	0.47	0.54	
应收账款周转率	5.16	5.33	5.91	5.93	6.37	
应付账款周转率	6.97	5.65	5.70	5.73	6.11	
每股指标 (元)						
每股收益	0.42	0.27	0.22	0.25	0.41	
每股经营现金流	0.08	0.52	0.19	0.28	0.40	
每股净资产	3.35	3.49	3.68	3.93	4.35	

研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。