

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

姜文镗 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

# 思摩尔国际：前期投入终见成效，HNB 发展可期

2025年3月19日

**事件：**公司发布 2024 年报，全年实现收入 117.99 亿元（同比+5.6%），期内溢利 13.03 亿元（同比-20.8%），全面收益总额为 14.17 亿元（同比-9.6%）；单 Q4 实现收入 34.75 亿元（同比+8.8%），全面收益总额为 3.62 亿元（同比-2.6%）。收入端稳健增长主要系换弹修复以及 APV 增长势能强劲，利润承压主要系短期内费用投入提升。

**自主品牌延续稳健增长，内销美容逐步贡献增量。**2024 全年 APV 实现收入 24.75 亿元（同比+34.0%），其中欧洲/美国同比分别+37.2%/+14.0%；H2 基数抬升，APV 实现收入 13.59 亿元（同比+13.4%），其中欧洲/美国同比分别+11.6%/+9.3%。此外，H2 雾化美容品牌岚至上线，通过直播带货&布局线下门店等方式迅速搭建品牌形象，销售额已在头部平台名列前茅，累计贡献收入 2700 万元。

**海外换弹修复，一次性表现平稳。**2024 全年代工业务实现收入 92.24 亿元（同比-0.3%），单 H2 收入为 54.02 亿元（同比+10.7%），分地区来看：

**美国：**全年代工实现收入 39.88 亿元（同比-2.4%），单 H2 收入为 21.30 亿元（同比+5.2%）。4 月起 FDA 便与司法部、海关开启联合执法、加速打击非法产品，同时首次通过薄荷醇产品（公司代工）PMTA，我们预计换弹产品全年呈现逐季改善趋势（Q2 环比+6.1%、同比+6.5%，H2 同比增幅扩大）；特殊用途雾化产品由于仍在产品&组织架构调整期，全年同比下滑。展望未来，公司在合规市场地位稳固，已助力战略客户提交多款带年龄认证技术的口味型电子烟，伴随 FDA 执法常态化，换弹有望延续修复趋势。

**欧洲及其他：**全年代工实现收入 50.97 亿元（同比+0.3%），单 H2 收入为 31.21 亿元（同比+14.4%）；其中一次性全年收入为 30.50 亿元（同比-9.5%），单 H2 收入为 18.33 亿元（同比-2.0%）。欧洲对一次性监管逐步加强，多国陆续出台一次性禁令，我们预计 H2 一次性表现平稳主要系下游集中采购（25 年初禁令逐步落地）；Q2 公司换弹同比+22.5%，伴随行业结构变化以及公司加速推新抢占份额，我们预计 H2 增幅显著扩张。展望未来，我们预计 25 年公司一次性受制于行业监管或将大比例下滑，换弹有望同步弥补缺口。

**HNB 实现突破性进展，未来发展可期。**24 年公司 HNB 产品成功上市，新品在材料选择和加热元件设计方面均大胆创新，且产品配备智能传感器以及微处理器，获得客户及终端消费者正面反馈。战略层面，公司已明确 HNB 为第二业务增长曲线，25 年将是关键落地阶段，有望在全球多个市场逐步推出。此外，公司密切关注终端反馈，高效支持客户完成产品迭代，并持续投入研发、积极寻求与其他行业领先者合作，HNB 有望 25 年起逐步为公司贡献业绩增量。

**毛利率整体平稳，费用投入或渐达峰值。**2024 年毛利率为 37.4%（同比

-1.4pct)，净利率为 12.01%（同比-2.0pct），从费用表现来看，销售/管理/研发费用率分别为 7.8%/7.8%/13.3%（同比+3.1/-0.02/+0.05pct）。销售费用提升主要系公司全球范围内加大自主品牌开拓，以及内销美容产品营销投入增加；研发费用率增长或已渐达峰值，我们预计未来有望趋于平稳。

**盈利预测：**我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 15.5、24.2、30.8 亿元，对应 PE 分别为 49.4X、31.6X、24.9X。

**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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11799	12516	15388	18093
增长率 YoY %	6%	6%	23%	18%
归属母公司净利润(百万元)	1303	1547	2420	3077
增长率 YoY%	-21%	19%	56%	27%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.25	0.39	0.50
市盈率 P/E(倍)	57.75	49.43	31.60	24.85

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	16,846	17,864	21,768	25,802	
现金	5,171	5,940	8,746	12,486	
应收账款及票据	2,085	2,164	2,690	3,145	
存货	910	898	1,085	1,240	
其他	8,680	8,862	9,247	8,931	
<b>非流动资产</b>	10,808	10,831	10,853	10,679	
固定资产	4,637	4,660	4,682	4,508	
无形资产	196	196	196	196	
其他	5,975	5,975	5,975	5,975	
<b>资产总计</b>	27,654	28,695	32,621	36,481	
<b>流动负债</b>	5,259	4,753	6,259	7,042	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	1,370	1,403	1,663	1,919	
其他	3,890	3,350	4,596	5,123	
<b>非流动负债</b>	490	490	490	490	
长期债务	0	0	0	0	
其他	490	490	490	490	
<b>负债合计</b>	5,750	5,243	6,750	7,533	
普通股股本	431	431	431	431	
储备	21,466	23,013	25,433	28,509	
<b>归属母公司股东权益</b>	21,897	23,444	25,864	28,941	
少数股东权益	8	8	8	8	
<b>股东权益合计</b>	21,905	23,452	25,871	28,948	
负债和股东权益	27,654	28,695	32,621	36,481	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	0	1,273	2,807	3,097	
净利润	1,303	1,547	2,420	3,077	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	0	177	178	174	
营运资金变动及其他	-1,303	-450	209	-154	
<b>投资活动现金流</b>	0	-485	20	663	
资本支出	0	-200	-200	0	
其他投资	0	-285	220	663	
<b>筹资活动现金流</b>	0	-20	-20	-20	
借款增加	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	0	-20	-20	-20	
其他	0	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	0	769	2,807	3,740	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	11,799	12,516	15,388	18,093	
其他收入	0	0	0	0	
<b>营业成本</b>	7,387	7,557	8,966	10,343	
销售费用	920	876	923	1,086	
管理费用	914	876	1,046	1,230	
研发费用	1,572	1,627	1,847	2,171	
财务费用	38	-239	-277	-417	
<b>除税前溢利</b>	1,655	1,934	3,025	3,846	
所得税	352	387	605	769	
<b>净利润</b>	1,303	1,547	2,420	3,077	
少数股东损益	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	1,303	1,547	2,420	3,077	
EBIT	1,693	1,695	2,748	3,429	
EBITDA	1,693	1,872	2,926	3,603	
EPS (元)	0.21	0.25	0.39	0.50	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.64%	6.08%	22.95%	17.57%	
归属母公司净利润	-20.78%	18.70%	56.42%	27.15%	
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.39%	39.63%	41.74%	42.83%	
销售净利率	11.05%	12.36%	15.72%	17.01%	
ROE	5.95%	6.60%	9.36%	10.63%	
ROIC	6.09%	5.78%	8.50%	9.48%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.79%	18.27%	20.69%	20.65%	
净负债比率	-23.61%	-25.33%	-33.81%	-43.13%	
流动比率	3.20	3.76	3.48	3.66	
速动比率	2.92	3.50	3.21	3.41	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.44	0.50	0.52	
应收账款周转率	5.94	5.89	6.34	6.20	
应付账款周转率	5.60	5.45	5.85	5.77	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.21	0.25	0.39	0.50	
每股经营现金流	0.00	0.21	0.45	0.50	
每股净资产	3.54	3.79	4.18	4.68	

## 研究团队简介

姜文锺，信达证券研究开发中心所长助理，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，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 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，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

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。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。