

雾化电子烟筑底修复, 加热不燃烧未来可期

核心观点

公司 2024 年营收 117.99 亿元/+5.3%；净利润 13.03 亿元/-20.8%，毛利率 37.4%/-1.3pct，净利率 11.0%/-3.7pct。分业务看，1) 自有品牌业务（开放式电子烟及雾化美容）：2024 年收入 24.75 亿元/+34.0%，美国、欧洲及其他地区分别+14.0%、+37.2%，中国内地收入 2700 万元。2) 面向企业客户业务：2024 年收入 93.24 亿元/-0.3%，其中 24H2 收入 53.57 亿元/+9.7%。对美国、欧洲及其他地区、中国内地分别同比-2.4%、+0.3%、+25.1%。展望 25 年，受益于欧洲市场一次性产品向开放式和合规换弹式转变，美国市场监管执法趋严，预计公司雾化电子烟业务筑底回升；2024 年末公司携手大客户推出加热不燃烧新品，收到消费者及客户的正面反馈，产品使用体验和口感表现优秀，预计下半年在海外主流市场逐步上市，有望成为公司第二增长曲线。

事件

公司发布 2024 年全年业绩公告。公司 2024 年实现营收 117.99 亿元，同比+5.3%；实现净利润 13.03 亿元，同比-20.8%。测算 24H2 公司实现营收 67.61 亿元，同比+11.2%；净利润 6.20 亿元，同比-33.2%。公司拟派发末期股息每股 0.05 港元，现金分红比例 40.2%。

简评

产品结构变化影响毛利率，加大自有品牌和新业务投入导致销售、研发费用率提升。2024 年公司毛利率 37.4%/-1.3pct，净利率 11.0%/-3.7pct，主要系下半年 ODM 业务增速提升、产品结构变化导致毛利率下降。费用端，2024 年公司销售费用率 7.8%/+3.1pct，销售费用 9.20 亿元/+74.7%，主要系持续深化全球运营能力、加大自有品牌全球营销投入，及中国内地市推出雾化美容产品带来的营销费用增加。管理费用率 7.7%/+0.0pct，未来公司将持续提升管理效率、降低费率。研发费用率 13.3%/+0.1pct，主要系加大对雾化医疗和 HNB 产品的研发投入。

思摩尔国际 (6969.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 03 月 19 日

当前股价：13.30 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.56/-2.25	26.91/2.21	102.74/54.74
12 月最高/最低价 (港元)			15.18/6.55
总股本 (万股)			618,167.53
流通 H 股 (万股)			618,167.53
总市值 (亿港元)			822.10
流通市值 (亿港元)			822.10
近 3 月日均成交量 (万)			3022.20
主要股东			
SMR & Alon Limited			32.54%

股价表现



相关研究报告

25.01.06 【中信建投轻工纺织及教育】思摩尔国际(6969):拐点已至, 业绩可期

分业务看：自有品牌快速增长，ODM上半年承压、下半年恢复良好。

1) 自有品牌业务 (VAPORESSO 和 MOYAL 岚至品牌)：2024 年公司自有品牌业务实现销售收入 24.75 亿元/+34.0%，占总收入的 21.0% (2023 年为 16.5%)，其中 24H2 实现销售收入 13.32 亿元/+11.2%，高基数下增速放缓。分地区看，2024 年欧洲及其他地区、美国、中国内地分别实现销售收入 20.24 亿元/+37.2%、4.24 亿元/+14.0%、2700 万元。海外自有品牌业务 (开放式电子雾化产品) 快速增长，系公司持续推出差异化新产品 (如上半年推出的 XROS 迭代版 XRO 4、XORS 4 Mini，收获用户一致好评，推出肺吸产品 GEN 和 ARMOUR 迭代版，完善品牌产品矩阵)，全面推进营销数字化、销售本地化，VAPORESSO 成为全球主要市场开放式产品头部品牌，同时受益于欧洲等地区监管推动传统一次性需求向小型开放式产品转化。在雾化美容产品方面，24Q1 公司推出岚至 MOYAL 品牌，产品销售取得较大突破，逐渐得到更多用户认可，重大营销节日在头部线上平台的美容仪产品类别销售成绩名列前茅。

2) 面向企业客户业务：2024 年公司面向企业客户业务实现收入 93.24 亿元/-0.3%，其中 24H2 实现销售收入 53.57 亿元/+9.7%。分地区看，**①欧洲及其他地区市场：**2024 年实现营收 50.97 亿元/+0.3%，其中上半年同比-15.7%，下半年同比+14.2%。欧洲等地针对一次性产品加强监管，用户需求向合规的换弹式、开放式产品转换，2024 年公司一次性产品收入 30.5 亿元/-9.5%。**②美国市场：**2024 年实现营收 39.88 亿元/-2.4%，其中上半年同比-9.7%，下半年同比+5.1%。随着美国的监管框架明晰、执法力度加强，电子雾化产品下半年收入同比恢复增长，特殊用途雾化产品组件业务仍在调整期，收入有所下降，预计 25 年逐步恢复。**③中国内地：**2024 年实现营收 2.39 亿元/+25.1%，其中上半年同比+101.3%，下半年同比-11.7%。

展望 25 年，雾化电子烟筑底修复，加热不燃烧打造第二成长曲线。

1) 加热不燃烧：积极投入研发布局未来，携手大客户深度合作、有望受益。2024 年 11 月公司携手大客户推出加热不燃烧新品，收到消费者及客户的正面反馈，产品使用体验和口感表现优秀，预计下半年在海外主流市场逐步上市，有望成为公司第二增长曲线。公司着眼未来，积极投入技术研发，2022/2023/2024 年分别投入 13.7/14.8/15.7 亿元研发费用，2024 年研发费用率占比达 13.3%，其中用于电子尼古丁传输系统研发 (主要为加热不燃烧) 的研发投入 10.3 亿元，占研发费用的 65.8%。在加热不燃烧领域，公司持续强化专利及技术壁垒，储备差异化的技术和产品，为客户提供全产业链解决方案，参与烟具、烟弹等核心环节，受益于客户新产品快速放量。

2) 雾化电子烟：全球电子烟监管政策波动，强洞察、快响应的合规厂商预计受益。美国电子烟市场仍存在大量不合规产品，但执法力度已明显加强；欧洲多国亦加强监管，不能充电、不能换弹的传统一次性产品正在向新的产品形态转变，公司换弹式及自有品牌产品均相对受益。长期看，监管波动趋势下，我们认为以公司为代表的具有多元化产品和技术储备、对市场强洞察快响应、合规经营的生产商有望受益。

3) 其他业务：坚信雾化技术美好未来，布局特殊用途雾化、雾化医疗、雾化美容等同心多元化矩阵。在特殊雾化领域，公司进行了研发产品的组织优化，新产品蓄势待发。在雾化医疗领域，公司在美国研究团队完成多款针对哮喘及慢阻肺的药械结合产品的开发布局。在雾化美容领域，公司已推出岚至品牌和第一代雾化美容产品解决方案，技术和产品均在逐步打磨走向成熟，预计贡献未来成长。

盈利预测与投资建议：预计思摩尔国际 2025-2027 年实现营收 127.68、164.82、208.33 亿元，同增 8.2%、29.1%、26.4%；归母净利润分别为 13.42、22.80、34.49 亿元，同增 2.9%、70.0%、51.2%；对应最新 PE 分别为 56.5x、33.3x、22.0x。在监管政策变动及消费趋势变化下，公司着眼长期，坚持研发投入、渠道开拓和品牌建设，大客户 HNB 新产品有望放量，我们维持“买入”评级。

风险提示：1) 新型烟草政策变动风险：公司主要业务为雾化电子烟设备和组件，下游客户在美国、欧洲等地区，受当地法律及法规要求，电子雾化行业现有法律法规的变更及新法律、法规的实施及任何其他进入壁

垒或会增加公司的成本，公司可能因向位于相关受当地机关颁布的法律法规禁令所规限国家或地区的客户销售而受到不利影响；2) **美国 FDA 监管变动风险**：2023 年 10 月 12 日，美国 FDA 向 VUSE Alto 电子烟 6 款非烟草味产品（包括薄荷口味、混合果味）发出营销拒绝令（MDO）。MDO 原因：在帮助成年烟民减少卷烟使用方面，BAT 提交的材料未能证明该薄荷味产品较烟草味更有效。2024 年 2 月 5 日，美国第五巡回法院通过大客户 RJR 的上诉，该 MDOs 暂停执行，VUSE Alto 薄荷醇烟弹仍可继续在美国销售。根据思摩尔国际公告，公司向大客户提供该薄荷味产品占公司前三季度收入的 13%，若后续 FDA 仍做出禁止销售的相关决策，或将对公司美国市场收入造成不利影响。

图表1：思摩尔国际业务拆分

单位：亿元人民币	2022A	2023A调整	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计	121.45	112.03	117.99	127.68	164.82	208.33
yoy	-11.7%		5.3%	8.2%	29.1%	26.4%
毛利率	43.3%	38.7%	37.4%	38.5%	38.5%	39.0%
净利润	25.10	16.45	13.03	13.42	22.80	34.49
yoy	-52.5%	-34.5%	-20.8%	2.9%	70.0%	51.2%
净利率	20.7%	14.7%	11.0%	10.5%	13.8%	16.6%
一、境内收入	22.46	1.9	2.7	3.5	4.6	5.4
yoy	-51.9%	-91.5%	39.2%	33%	30%	18%
占比	18.5%	1.7%	2.3%	2.8%	2.8%	2.6%
境内毛利率	43.3%	38.3%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
1、面向企业客户的销售	22.5	1.9	2.4	2.7	3.1	3.4
yoy	-51.9%	-91.5%	25.1%	15.0%	13.0%	11.0%
2、面向零售客户的销售（雾化美容-岚至）	0.0	0.0	0.3	0.8	1.5	2.0
yoy	-100.0%	-100.0%		196.3%	87.5%	33.3%
二、境外收入	98.99	110.12	115.33	124.1	160.2	202.9
yoy	9.0%	11.3%	4.7%	7.6%	29.1%	26.6%
占比	81.5%	98.3%	97.7%	97.2%	97.2%	97.4%
境外毛利率	43.3%	38.8%	37.1%	38.2%	38.2%	38.7%
加热不燃烧				30.0%	35.0%	38.0%
一次性				18.7%	18.8%	18.5%
换弹式				50.0%	45.0%	44.0%
开放式				40.0%	40.0%	40.0%
1、面向企业客户的销售	84.3	91.6	90.8	93.2	123.1	159.5
yoy	6.5%		-0.9%	2.6%	32.1%	29.5%
加热不燃烧产品（烟具及烟弹）				4.0	30.0	60.0
yoy					650.0%	100.0%
一次性	19.3	33.7	30.5	21.4	17.1	14.5
yoy	1919.2%		-9.5%	-30.0%	-20.0%	-15.0%
换弹式及其他产品	65.0	57.9	60.3	67.8	76.0	84.9
yoy	-16.9%	-10.9%	4.2%	12.4%	12.0%	11.7%
其中：美国	37.7	40.8	39.9	42.3	44.8	47.5
yoy			-2.4%	6.0%	6.0%	6.0%
其中：欧洲及其他	27.3	17.0	20.5	25.6	31.2	37.4
yoy		-37.6%	20.0%	25.0%	22.0%	20.0%
2、面向零售客户的销售（开放式电子烟）	14.7	18.5	24.8	30.9	37.1	43.4
yoy	26.2%	26.0%	34.0%	25.0%	20.0%	17.0%
其中：美国	3.4	3.7	4.2			
yoy		8.8%	14.0%			
其中：欧洲及其他	11.2	14.8	20.2			
yoy		31.3%	37.2%			
面向企业客户的销售（境内+境外）	106.8	93.6	93.2	95.9	126.2	162.9
yoy	-15.2%	-12.4%	-0.3%	2.9%	31.5%	29.1%
自有品牌业务（境内+境外）	14.7	18.5	24.8	31.7	38.6	45.4
yoy	26.2%	26.0%	34.0%	28.2%	21.7%	17.6%

资料来源：公司公告，中信建投

资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,336	5,761	17,927	30,648	43,717
应收账款	1,888	2,085	2,278	2,941	3,717
预付款项、按金及其他应收款项	375	770	563	727	918
其他应收款	-	-	-	-	-
存货	781	910	941	1,215	1,524
其他流动资产	11,190	7,320	8,968	11,576	14,633
流动资产总计	19,571	16,846	30,678	47,107	64,509
长期股权投资	-	-	-	-	-
固定资产	4,676	4,637	4,346	4,056	3,765
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	90	196	164	131	98
长期待摊费用	-	-	-	-	-
其他非流动资产	1,172	5,975	5,975	5,975	5,975
非流动资产合计	5,938	10,808	10,485	10,161	9,838
资产总计	25,508	27,654	41,163	57,269	74,347
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	1,270	1,370	1,409	1,819	2,281
其他流动负债	2,297	3,890	3,170	4,057	5,090
流动负债合计	3,566	5,259	4,579	5,875	7,371
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	532	490	490	490	490
非流动负债合计	532	490	490	490	490
负债合计	4,099	5,750	5,070	6,366	7,861
股本	428	431	1,431	2,431	3,431
储备	20,981	21,466	33,766	46,066	58,366
留存收益	-	-	888	2,398	4,681
归属于母公司股东权益	21,410	21,897	36,085	50,895	66,478
归属于非控制股东权益	-	8	8	8	8
权益合计	21,410	21,905	36,093	50,903	66,486
负债和权益合计	25,508	27,654	41,163	57,269	74,347

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,216	762	838	1,776	2,945
折旧与摊销	271	-	323	323	323
财务费用	27	38	39	-45	-130
其他经营资金	1,679	953	-2,345	-2,412	-2,838
经营性现金净流量	3,193	1,753	-1,146	-357	299
投资性现金净流量	-7,016	-1,865	504	504	504
筹资性现金净流量	-612	-46	12,808	12,574	12,265
现金流量净额	-4,435	-157	12,167	12,721	13,068

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	11,168	11,799	12,768	16,482	20,833
销售成本	6,834	7,387	7,853	10,136	12,715
其他费用	-	-	-	-	-
销售费用	526	920	1,314	1,697	2,145
管理费用	2,350	2,486	2,551	2,551	2,551
财务费用	27	38	39	-45	-130
其他经营损益	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-
公允价值变动损益	-	-	-	-	-
营业利润	1,431	968	1,011	2,143	3,552
其他非经营损益	506	687	608	608	608
税前利润	1,937	1,655	1,619	2,751	4,160
所得税	291	352	277	471	712
税后利润	1,645	1,303	1,342	2,280	3,449
少数股东损益	-	-	-	-	-
归母净利润	1,645	1,303	1,342	2,280	3,449
EBITDA	2,235	1,693	1,981	3,029	4,354
NOPLAT	1,239	792	870	1,739	2,837
EPS(元)	0.27	0.21	0.22	0.37	0.56

主要财务比率

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营收额增长率	-8.0%	5.6%	8.2%	29.1%	26.4%
EBIT增长率	-34.2%	-13.8%	-2.1%	63.3%	48.9%
EBITDA增长率	-30.3%	-24.3%	17.0%	53.0%	43.7%
税后利润增长率	-34.5%	-20.8%	2.9%	70.0%	51.2%
盈利能力					
毛利率	38.8%	37.4%	38.5%	38.5%	39.0%
净利率	14.7%	11.0%	10.5%	13.8%	16.6%
ROE	7.7%	6.0%	3.7%	4.5%	5.2%
ROA	6.4%	4.7%	3.3%	4.0%	4.6%
ROIC	10.5%	4.6%	5.0%	8.9%	13.0%

估值倍数

P/E	46.1	58.2	56.5	33.3	22.0
P/S	6.8	6.4	5.9	4.6	3.6
P/B	3.5	3.5	2.1	1.5	1.1
股息率	0.9%	0.0%	0.6%	1.0%	1.5%
EV/EBIT	0.5	0.4	0.6	0.3	0.1
EV/EBITDA	0.5	0.4	0.5	0.3	0.1
EV/NOPLAT	0.8	0.9	1.1	0.5	0.2

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk