

思摩尔国际 (06969.HK)

优于大市

2024 年业绩点评： 雾化代工改善、自主品牌高增，HNB 打造第二增长曲线

核心观点

2024 年收入小幅增长，下半年经营改善。公司发布 2024 年业绩，2024 年实现收入 118.0 亿/+5.3%，净利润 13.0 亿/-20.8%；其中 2024H2 实现收入 67.6 亿/+11.2%，净利润 6.2 亿/-33.2%；2024 年末期派息 5 港仙，年派息率+5.2pct 至 40.2%。2024 年公司在全球电子雾化设备的市占率为 13.1%。

自有品牌业务高增长。2024 年公司自有品牌 Vapresso+MOYAL 实现收入 24.8 亿/+34.0%，收入占比从 16.5%提升至 21.0%。分地区看，2024 年欧洲及其他市场收入 20.2 亿/+37.2%，美国市场收入 4.2 亿/+14.0%，海外坚持产品系列化战略，精简 SKU 并推出热销的口吸、肺吸迭代版产品，Vapresso 已成为全球头部品牌；2024 年国内收入 0.3 亿，销售主要来自雾化美容产品，岚至 MOYAL 品牌正式上线并取得较大突破。

ODM 业务修复，欧洲换弹式与开放式承接一次性，北美下半年恢复增长。2024 年代工业务收入 93.2 亿/-0.3%，H1/H2 增速-12.3%/+10.7%。分地区看，2024 年欧洲及其他地区收入 51.0 亿/+0.3%，其中一次性收入 30.5 亿/-9.5%，合规换弹式与开放式承接转化；2024 年美国收入 39.9 亿/-2.4%，其中 2024H2 增速为 5.1%，受益于对非合规市场的执法力度增强，美国下半年同比恢复增长；2024 年国内收入 2.4 亿/+25.1%，主要为合规雾化产品与技术服务收入。

产品结构变化影响盈利，费用投入增加。2024 年公司毛利率 37.4%/-1.3pct，净利率 11.0%/-3.6pct，销售/管理/研发费用率分别为 7.8%/7.7%/13.3%，同比+3.1pct/+0.01pct/+0.1pct。毛利率下降主要是低毛利的产品占比提升所致，销售费用增加主要系海外自有品牌推广、国内雾化美容产品的营销投入增长，研发方面加大了对雾化医疗与加热不燃烧等新业务的投入。

HNB 有望成为第二增长曲线，坚定打造雾化平台。2024/11 公司为大客户代工的加热不燃烧产品在塞尔维亚上市，消费者反馈积极，2025 年将是公司 HNB 业务的关键落地阶段，有望逐步贡献收入；公司致力于打造雾化科技平台，特殊、医疗与美容等多元雾化持续投入，雾化医疗力争与更多国际制药企业合作，岚至品牌优化 B 端、C 端双引擎，有望承接长期增长。

风险提示：行业政策与监管风险；新业务拓展不及预期；技术被追赶风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是全球雾化龙头，雾化基本盘业务企稳回升，为大客户代工的 HNB 商业化落地有望带来二次增长。下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 15.2/20.0/25.2 亿元（前值为 15.8/20.4/- 亿元），同比 +16.3%/+32.0%/+26.0%；摊薄 EPS=0.25/0.32/0.41 元，对应 PE=50/38/30 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,177	11,799	12,918	14,873	17,158
(+/-%)	-8.1%	5.6%	9.5%	15.1%	15.4%
归母净利润(百万元)	1645	1303	1515	2001	2521
(+/-%)	-34.5%	-20.8%	16.3%	32.0%	26.0%
每股收益(元)	0.27	0.21	0.25	0.32	0.41
EBIT Margin	12.9%	8.3%	10.2%	13.1%	15.1%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	6.0%	6.7%	8.4%	10.0%
市盈率 (PE)	45.9	58.0	49.9	37.8	30.0
EV/EBITDA	42.3	52.5	47.3	36.4	30.0
市净率 (PB)	3.53	3.45	3.32	3.16	2.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·文娱用品

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

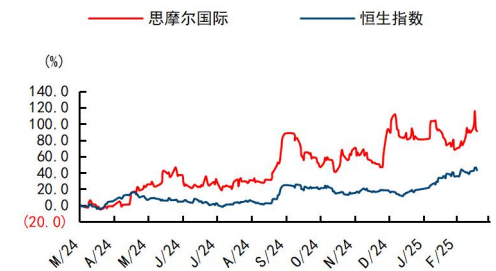
S0980520120004

联系人：李晶

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.12 港元
总市值/流通市值	81104/81104 百万港元
52 周最高价/最低价	15.26/6.32 港元
近 3 个月日均成交额	398.55 百万港元

市场走势



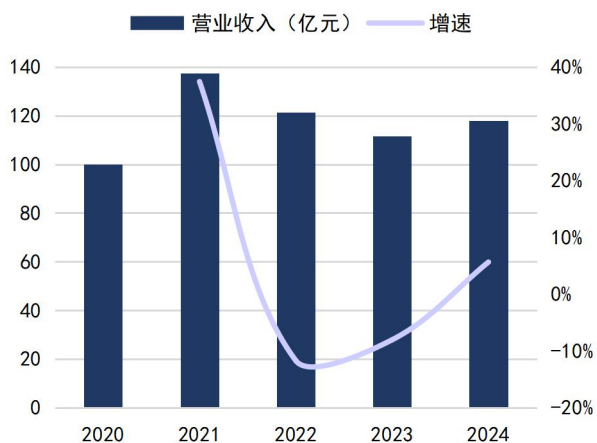
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《思摩尔国际 (06969.HK) - 全球合规雾化龙头，HNB 打开成长空间》——2025-02-24

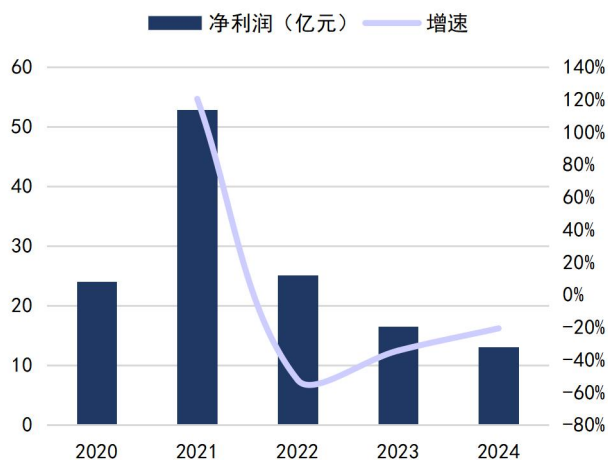
《思摩尔国际 (06969.HK) - 中美市场销售下滑，欧洲一次性产品销售亮眼》——2023-04-04

图1：公司营业收入及增速



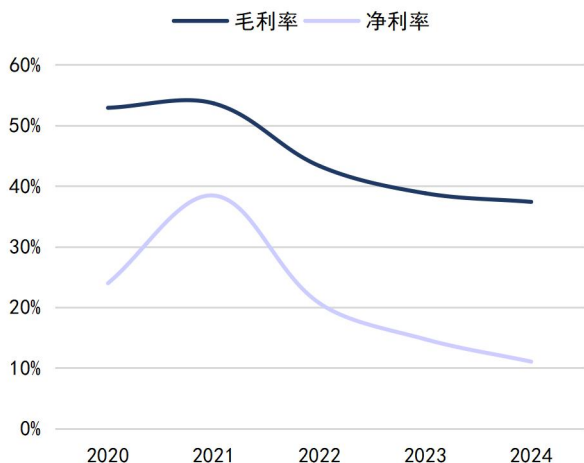
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



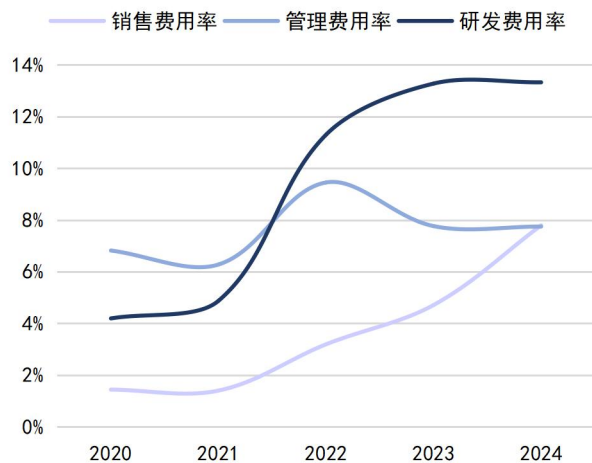
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5332	5171	5688	6257	6882	营业收入	11177	11799	12918	14873	17158
应收款项	2617	2855	3170	3577	4163	营业成本	6834	7387	7958	8974	10064
存货净额	781	910	960	1093	1250	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	590	217	333	510	销售费用	526	920	1008	1071	1201
流动资产合计	19571	16846	18820	21802	25456	管理费用	2371	2517	2633	2875	3309
固定资产	3311	4637	4116	3587	3052	财务费用	27	38	(80)	(41)	(13)
无形资产及其他	463	196	347	518	711	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1146	2868	2868	2868	2868	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1018	3107	4778	6115	7184	其他收入	601	718	570	579	584
资产总计	25508	27654	30929	34889	39271	营业利润	2019	1655	1968	2573	3181
短期借款及交易性金融负债	0	0	2894	4927	6897	营业外净收支	(83)	0	(50)	(40)	(30)
应付款项	1368	1446	1563	1808	2029	利润总额	1937	1655	1918	2533	3151
其他流动负债	2198	3813	3149	3708	4485	所得税费用	291	352	403	532	630
流动负债合计	3566	5259	7607	10443	13412	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1645	1303	1515	2001	2521
其他长期负债	532	490	539	542	568	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	532	490	539	542	568	净利润	1645	1303	1515	2001	2521
负债合计	4099	5750	8145	10985	13980	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	8	8	8	8	折旧摊销	566	679	570	579	584
股东权益	21410	21897	22776	23897	25283	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	25508	27654	30929	34889	39271	财务费用	27	38	(80)	(41)	(13)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	898	(1024)	(491)	150	105
每股收益	0.27	0.21	0.25	0.32	0.41	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.16	0.09	0.10	0.14	0.18	经营活动现金流	3109	958	1594	2730	3210
每股净资产	3.46	3.54	3.68	3.87	4.09	资本开支	0	(1974)	(200)	(220)	(242)
ROIC	10%	8%	9%	13%	17%	其它投资现金流	(5404)	3515	(1464)	(1757)	(2108)
ROE	8%	6%	7%	8%	10%	投资活动现金流	(5877)	(548)	(3335)	(3314)	(3420)
毛利率	39%	37%	38%	40%	41%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	8%	10%	13%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	14%	15%	17%	18%	支付股利、利息	(976)	(561)	(636)	(881)	(1134)
收入增长	-8%	6%	9%	15%	15%	其它融资现金流	289	549	2894	2033	1970
净利润增长率	-34%	-21%	16%	32%	26%	融资活动现金流	(1663)	(572)	2258	1152	836
资产负债率	16%	21%	26%	32%	36%	现金净变动	(4431)	(161)	517	569	626
息率	1.2%	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	9763	5332	5171	5688	6257
P/E	45.9	58.0	49.9	37.8	30.0	货币资金的期末余额	5332	5171	5688	6257	6882
P/B	3.5	3.5	3.3	3.2	3.0	企业自由现金流	0	(1551)	921	2052	2514
EV/EBITDA	42	53	47	36	30	权益自由现金流	0	(1032)	3878	4118	4495

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032