

港股研究 | 公司点评 | 思摩尔国际 (6969.HK)

思摩尔国际 2024A 点评：看好 HNB 潜力，雾化烟、医疗雾化等趋势向好

报告要点

公司发布 2024 年度业绩报告，2024 年实现收入/净利润 117.99/13.03 亿元，同比+5%/-21%；其中 2024H2 实现收入/净利润 67.61/6.20 亿元，同比+11%/-33%。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BU463



仲敏丽

SAC: S0490522050001

思摩尔国际 (6969.HK)

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

思摩尔国际 2024A 点评：看好 HNB 潜力，雾化烟、医疗雾化等趋势向好

事件描述

公司发布 2024 年度业绩报告，2024 年实现收入/净利润 117.99/13.03 亿元，同比+5%/-21%；其中 2024H2 实现收入/净利润 67.61/6.20 亿元，同比+11%/-33%。

事件评论

- 收入端：核心换弹业务恢复增长、自主品牌&HNB 延续增长、一次性平稳。** 1) TOB 端：2024H2 收入同比+11%，收入占比为 80%，其中美国/中国大陆/欧洲及其他国家和地区 2024H2 收入同比+5%/+17%/+14%。分产品看，2024H2 一次性/换弹式&HNB/APV 实现收入 18.33/35.69/13.59 亿元，同比-2%/+18%/+13%，其中：核心业务换弹式在一次性监管趋严背景下恢复增长，值得重视；一次性产品在欧洲监管力度加强的情况下维持平稳；HNB 作为公司未来的核心增长点，在塞尔维亚地区收获消费者和英美烟草的正面反馈。2) TOC 端：2024H2 收入同增 13%，公司持续搭建本地化营销团队和线上门店管理系统。2024H2 公司推出肺吸产品 GEN 和 ARMOUR 迭代版，完善品牌产品矩阵，自有品牌 VAPORESSO 在开放式产品领域市场份额继续提升，头部品牌地位持续深化。
- 利润端：产品结构变化导致毛利率下降，费用投放增加影响盈利表现。** 2024H2 公司毛利率同降 3.9pcts 至 37.0%，主因产品销售结构变化。2024H2 净利润同降 33%，主因销售及研发费用投放影响盈利表现：1) 销售费用率提升主因公司在国际市场加大营销投入和在国内市场增加雾化美容的营销投入；2) 研发费用率提升主因在雾化医疗和加热不燃烧等产品领域持续扩大投入。
- 美国监管趋严&加速合规产品审批、政策预期或可更乐观。** 一方面，2024 年美国电子烟执法力度显著增强以及欧洲一次性监管趋严，严厉打击了灰色市场、利好头部合规品牌市占率提升，有望驱动行业合规发展；另一方面，2024 年以来 FDA 已陆续通过薄荷醇口味电子烟、肉桂&咖啡等口味口含烟审批，预计对口味烟后续通过审批可以更乐观。
- 长期看：股权激励 3000-5000 亿市值目标可期，HNB 业务弹性大，传统业务回归良好趋势。** 监管趋严利好头部合规品牌市占率提升，公司大客户英美烟草 2024 年雾化烟全美市占率达 50.2%，带动公司传统 ODM 业务良性发展。思摩尔坚持长期主义，持续加大 HNB&医疗雾化研发投入力度，中长期有望贡献收入和利润增量：1) **HNB**：公司与英美烟草联合推出的新品 Glo Hilo 在全球市场成长空间广阔。新品自 2024 年底在塞尔维亚试销以来，在加热时间、口感、外观设计等方面取得良好反馈，从产品体验上能够与 IQOS 竞争，考虑当前 IQOS 全球约 75%市占率，Glo Hilo 份额提升空间大，且市场仍在持续增长，美国、中国市场尚未开放，长期看业绩弹性巨大；2) **医疗雾化**：2025 年公司将稳步推进治疗哮喘、慢阻肺等呼吸系统疾病的药械结合产品的临床开发、实验及注册申报进程。公司具备吸入药械结合全流程能力，正与美国知名药企开展研发合作，未来有望贡献可观增量。
- 盈利预测：**预计公司 2025-2027 年净利润为 13.5/19.9/27.1 亿元，对应 PE 为 56/38/28X。

风险提示

- 1、竞争对手技术实现重大突破；
- 2、终端需求不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 13.30

注：股价为 2025 年 3 月 19 日收盘价

相关研究

- 《思摩尔国际：股权激励彰显长期发展信心，期待 HNB 业务弹性》2024-12-29
- 《思摩尔国际 2024Q3 点评：预计封闭式产品趋势向好，APV 延续较优增长》2024-10-09
- 《思摩尔国际 2024H1 点评：自主品牌高增，换弹产品趋势向好，研发驱动长期成长》2024-08-21



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**竞争对手技术实现重大突破**：目前思摩尔在研发能力和技术储备上业内领先，若竞争对手在技术上实现重大突破，或将对行业竞争格局造成影响。
- 2、**终端需求不及预期**：若终端需求恢复进度不及预期，公司收入和利润或不及预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。