

2025年3月20日

思摩尔 (6969.HK)

静待 HNB 业务落地

事件：思摩尔 2024 实现总营业收入 118 亿元，同比增长 5.56%；实现净利润 13 亿元，同比减少 20.8%。我们认为 2025 年是 HNB 业务逻辑不断兑现的一年，同时雾化电子烟也随着各地监管落地而向好发展。但是考虑到短期费用增加，我们下调业绩预期，25/26/27 年净利润为 13.0/13.2/14.6 亿元，对应每 EPS 收益为 0.23/0.23/0.25 港元。维持“买入”评级，考虑当下的市场情绪和公司发展前景，上调目标价至 15.1 港元，较当前股价有 15% 上涨空间。

报告摘要

HNB 业务有望在全球落地。HNB 业务将是公司未来增长的第二曲线，25 年是业务落地的关键阶段。此前大客户在塞尔维亚市场的试点非常成功，有望后续在全球陆续铺开。公司生产的 HNB 产品加热仅需 5 秒，远超竞品，口感更接近真烟。公司对产品的竞争力非常有信心。

APV 产品收入快速增长。24 年公司的 APV 产品收入 24.7 亿，同比增长 34%。公司持续深耕欧洲和美国市场，欧洲市场收入同比增长 37%，美国市场也实现 14% 的增长。公司于上半年推出的 XROS 迭代版 XRO4 再次成为市场爆品，同时推出肺吸产品 GEN 和 ARMOUR 迭代版，完善品牌产品矩阵。公司继续深化营销数字化、销售本地化，并通过自建的数据系统实现对终端门店监测，快速响应市场变化，成功加强品牌服务及用户认知度，在美国及英国的用户中品牌知名度与品牌认知度大幅增长。

换弹式恢复增长。24 年 2B 业务收入 93.2 亿，同比持平，其上半年下降 12%，而下半年增长了 11%，主要是随着欧洲和美国对于一次性烟的禁令执行逐步落地，一次性产品的销售下滑而封闭式产品开始增长。其中欧洲及其他市场全年增长 0.4%，下半年增长 14%，美国市场全年下降 2.3%，下半年增长 5.3%。一次性电子雾化产品同比下降约 9.5%。我们预期未来市场会向着有利于公司的方向发展，未来有望保持增长。**国内市场触底。**2B 产品在中国地区收入为 2.4 亿，同比增长 46%，我们判断目前国内合规市场应该已经触底，从去年下半年开始已经有回升。但后续发展仍需等待政策变革，短期来看，没有看到大幅改善的空间。

美容产品上线，医疗技术服务收入持续增长。24 年公司上线了“岚至”美容仪，及针对美容院的专业美容仪，24 年实现收入 2700 万。未来公司将进一步拓展 B 端和 C 端渠道。医疗产品研发正按部就班的进行中，同时与国际药企达成合作，为客户提供研发技术服务。

研发开支占比保持稳定。24 年公司研发费用 15.7 亿，占收入 13.3%，与去年持平。对于传统的封闭式雾化烟的投入减少，但对于医疗美容、HNB 业务线的投入在增加。公司坚持相信雾化科技的美好未来、坚持长期主义、坚持发明创新，持续投入研发费用以获得未来更好的增长。

毛利率下降，销售费用加大。24 年毛利率 37.4%，同比下降 1.3pct，毛利率下降的主要原因在于产品结构变化，代工产品的占比提升。全年年销售费用 9.2 亿，比大增 75%，主要是对于自有品牌和美容产品的市场投入增加。管理费用 9.1 亿，占收入比重 7.7%，与去年持平。

公司于 24 年底发布股权激励计划，计划向公司董事会主席、执行董事及主要股东陈志平先生有条件授出共 6100 万份购股权，占总股本的 1%，行权价为每股 11.26 港元。绩效目标为：2025 年 1 月 1 日-2030 年 12 月 31 日，任何连续 15 个营业日平均市值首次达到或超过 3000/4000/5000 亿港元，分别解锁购股权的 30%/60%/100%。我们认为此次计划体现了管理层对于未来 HNB 业务发展的信心，并且对于获得股权激励的团队也有提振士气的作用。

(转下页...)

公司动态分析

证券研究报告

烟草

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

15.1 港元

股价 2025-3-20

13.12 港元

总市值(亿港元)	822.16
流通市值(亿港元)	822.16
总股本(亿股)	61.82
流通股本(亿股)	61.82
12 个月低/高(港元)	11.4/15.1
平均成交(百万港元)	3.93

股东结构 (截止 2024-6-30)

陈志平	32.5%
亿纬锂能	31.0%
其他股东	36.5%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.21	2.21	57.08
绝对收益	0.30	26.91	105.08

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

我们认为 2025 年是 HNB 业务逻辑不断兑现的一年，同时雾化电子烟也随着各地监管落地而向好发展。但是考虑到短期费用增加，我们下调业绩预期，25/26/27 年净利润为 13.0/13.2/14.6 亿元，对应每 EPS 收益为 0.23/0.23/0.25 港元。维持“买入”评级，考虑当下的市场情绪和公司发展前景，上调目标价至 15.1 港元，较当前股价有 15% 上涨空间。

风险提示：政策变动、客户合作变动、行业竞争加剧。

财务及估值摘要

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,145	11,168	11,799	12,724	13,917	15,392
增长率(%)		-8.04%	5.65%	7.84%	9.37%	10.60%
净利润	2,510	1,645	1,303	1,302	1,317	1,460
增长率(%)		-34.46%	-20.79%	-0.10%	1.15%	10.86%
毛利率(%)	43.31%	38.81%	37.39%	36.93%	36.00%	36.00%
净利润率(%)	20.67%	14.73%	11.04%	10.23%	9.46%	9.48%
每股收益(港元)	0.44	0.29	0.23	0.23	0.23	0.25
每股净资产(港元)	3.54	3.72	3.80	3.98	4.16	4.36
市盈率	30.1	45.9	58.0	58.0	57.4	51.7
市净率	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2	3.0
净资产收益率(%)	12.67%	7.87%	6.02%	5.81%	5.62%	5.95%
股息率(%)	1.41%	0.37%	0.37%	0.37%	0.38%	0.42%

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
面向企业客户销售	10,679	9,321	9,324	9,928	10,784	11,884
美国	3,773	4,084	3,988	4,188	4,442	4,753
中国	2,246	163	239	287	344	413
欧洲及其他	4,660	5,074	5,097	5,453	5,999	6,719
面向零售客户销售	1,466	1,847	2,475	2,797	3,132	3,508
总收入	12,145	11,168	11,799	12,724	13,917	15,392
P&L						
人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,145	11,168	11,799	12,724	13,917	15,392
YoY		-8.0%	5.6%	7.8%	9.4%	10.8%
营业成本	-6,885	-6,834	-7,387	-8,025	-8,907	-9,851
毛利	5,260	4,334	4,412	4,699	5,010	5,541
毛利率	43.3%	38.8%	37.4%	36.9%	36.0%	36.0%
销售费用	-388	-526	-920	-1,082	-1,183	-1,308
占收入比例	-3.2%	-4.7%	-7.8%	-8.5%	-8.5%	-8.5%
管理费用（剔除股权激励费用）	-1,148	-867	-914	-992	-1,086	-1,201
占收入比例	-9.5%	-7.8%	-7.7%	-7.8%	-7.8%	-7.8%
研发费用	-1,372	-1,483	-1,572	-1,654	-1,809	-2,001
占收入比例	-11.3%	-13.3%	-13.3%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
其他收入/经营费用	631	506	687	599	655	724
占收入比例	5.2%	4.5%	5.8%	4.7%	4.7%	4.7%
财务费用	-29	-27	-38	-38	-38	-38
占收入比例	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
除税前溢利	2,954	1,937	1,655	1,531	1,549	1,717
所得税	-444	-291	-352	-230	-232	-258
所得税率	15.0%	15.1%	21.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(含少数股东权益)	2,510	1,645	1,303	1,302	1,317	1,460
EPS（港元）	0.44	0.29	0.23	0.23	0.23	0.26
市盈率（倍）	29.9	45.6	57.6	57.6	57.0	51.4

数据来源：Wind 资讯，国证国际预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和 A 股中烟草相关公司作为可比公司。2025 年预测 PE 的平均值在 54x。考虑思摩尔的行业地位、增长前景，我们给与 65x PE。2025 年预测 EPS 为 0.23 港元，对应股价测算为 14.7 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 6.0%，同时，短期考虑 HNB 业务的发展前景，给与 16% 的年化增速，长期给予 2% 的增速。合理市值为 926 亿港元，对应价格为 15.6 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 15.1 港元，较最新的收盘价有 15% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022A	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024A/E	2025E	2026E
中烟香港	6055. HK	174	HKD	3. 7	6. 0	8. 5	9. 6	10. 9	46. 5	29. 1	20. 4	18. 1	16. 1
yoy				-47%	60%	43%	13%	13%					
中国波顿	3318. HK	18	HKD	0. 5	1. 6				34. 3	11. 3			
yoy				-74%	203%								
比亚迪电子	0285. HK	1,133	HKD	20. 1	43. 8	49. 1	66. 1	83. 3	56. 3	25. 9	23. 1	17. 1	13. 6
yoy				-20%	118%	12%	35%	26%					
豪芯科技	RLX. N	26	USD	2. 0	0. 7	0. 8	0. 9	1. 0	12. 8	34. 5	33. 4	29. 7	25. 4
yoy				-29%	-63%	3%	13%	17%					
劲嘉股份	002191. SZ	55	CNY	2. 0	1. 2				28. 1	46. 9			
yoy				-81%	-40%								
集友股份	603429. SH	41	CNY	1. 7	1. 2				24. 5	35. 0			
yoy				22%	-30%								
盈趣科技	002925. SZ	129	CNY	6. 9	4. 5	2. 7	4. 0	5. 4	18. 6	28. 6	48. 1	32. 5	23. 8
yoy				-37%	-35%	-41%	48%	36%					
东峰集团	601515. SH	64	CNY	2. 9	1. 5	-0. 9	0. 4	0. 5	22. 0	42. 3		172. 2	141. 6
yoy				-63%	-48%	N/A	N/A	22%					
华宝股份	300741. SZ	104	CNY	7. 2	3. 8				14. 4	27. 5			
yoy				-28%	-48%								
平均估值									28. 6	31. 2	31. 2	53. 9	44. 1

注：时间截止2025/3/20，预测值为iFind一致预测

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS				
		0.18	0.20	0.23	0.25	0.28
PE	59.0	10.9	12.1	13.4	14.8	16.3
	62.0	11.4	12.7	14.1	15.5	17.1
	65.0	12.0	13.3	14.8	16.3	17.9
	68.0	12.5	13.9	15.5	17.0	18.7
	71.0	13.1	14.6	16.2	17.8	19.6

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
(年结31/12; RMB 000)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	12,145	11,168	11,799	12,724	13,917	15,392						
增长率%		-8.0%	5.6%	7.8%	9.4%	10.6%						
EBIT	2,983	1,964	1,693	1,569	1,587	1,755						
增长率%		-34.2%	-13.8%	-7.3%	1.1%	10.6%						
EBIT率%	24.6%	17.6%	14.3%	12.3%	11.4%	11.4%						
有效税率%	15.0%	15.1%	21.3%	15.0%	15.0%	15.0%						
EBIT x (1-有效税率)	2,535	1,668	1,333	1,334	1,349	1,492						
+ 折旧	350	313	502	544	609	675						
+ 金融资产公允价值亏损	-	-	-	-	-	-						
+ 股权激励开支	-	-	-	-	-	-						
+ 营运资金变动	-1,958	1,204	1,329	227	152	178						
- 资本支出	-1,693	-1,155	-817	-817	-817	-817						
自由现金流, FCF	-766	2,031	2,347	1,288	1,293	1,528	1,772	2,056	2,385	2,767	3,209	3,723
增长率%		-365.0%	15.6%	-45.1%	0.4%	18.2%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.9434	0.8900	0.8396	0.7921	0.7473	0.7050	0.6651	0.6274	0.5919
FCF现值			2,347	1,216	1,151	1,283	1,404	1,536	1,681	1,840	2,014	2,203
FY2025-33 FCF现值总额				16,674								
永续期价值现值				56,188								
企业价值				72,862								
+ 净现金				13,419								
- 少数股东权益				-								
DCF 估值 (HKD 000)				92,646								
假设:												
WACC				6%								
短期增长率				16%								
永续增长率				2%								

数据来源：iFind资讯，国证国际预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、大客户合作变动、政策变动。

附表：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价项目	16,168	12,491	13,419	14,398	15,609
贸易应收款项	1,888	2,085	2,142	2,343	2,592
存货	781	910	919	1,020	1,128
预付及其他应收	729	770	830	908	1,004
其他流动资产	4	590	590	590	590
流动资产总额	19,571	16,846	17,900	19,259	20,922
物业、厂房及设备	4,676	4,637	4,949	5,156	5,298
预付按金	120	280	280	280	280
无形资产	90	196	196	196	196
长期银行存款	1,018	3,107	3,107	3,107	3,107
递延税项资产	34	35	35	35	35
其他非流动资产	-0	2,553	2,553	2,553	2,553
非流动资产总额	5,938	10,808	11,120	11,327	11,469
总资产	25,508	27,654	29,020	30,586	32,392
贸易应付款项	1,270	1,370	1,434	1,591	1,760
其他应付及合同负债	2,114	3,696	3,986	4,359	4,822
短期有息债务	-	-	-	-	-
金融负债-流动负债	-	-	-	-	-
应付即期税项	62	77	77	77	77
租赁负债	118	116	116	116	116
其他流动负债	2	-	-	-	-
流动负债总额	3,566	5,259	5,613	6,144	6,775
长期有息债务	-	-	-	-	-
金融负债-非流动负债	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	265	190	190	190	190
递延收入-非流动负债	5	14	14	14	14
其他	262	286	286	286	286
非流动负债总额	532	490	490	490	490
总负债	4,099	5,749	6,103	6,634	7,265
股本	428	431	431	431	431
储备	20,981	21,466	22,486	23,521	24,696
少数股东权益	-	-	-	-	-
总股东权益	21,410	21,905	22,917	23,952	25,127
现金流量表					
人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	1,937	1,655	1,531	1,549	1,717
所得税	-138	-352	-230	-232	-258
营运资本变动	1,204	1,329	227	152	178
折旧及摊销	271	502	544	609	675
其他	-82	38	38	38	38
经营性现金流净额	3,193	3,172	2,111	2,116	2,351
资本开支	-1,217	-817	-817	-817	-817
其他	-5,799	-2,089	-	-	-
投资性现金流净额	-7,016	-2,906	-817	-817	-817
新发股份	-112	-	-	-	-
支付股息	-719	-282	-282	-282	-285
新增债务	-	-	-	-	-
利息支出	-27	-38	-38	-38	-38
收购附属公司	-	-	-	-	-
其他	245	-77	-	-	-
筹资性现金流净额	-612	-397	-320	-320	-323
现金净变动	-4,435	-131	974	979	1,211
现金期初余额	15,195	16,168	12,491	13,419	14,398
现金期末余额	10,760	16,036	13,465	14,398	15,609

数据来源：Wind资讯，国证国际预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,168	11,799	12,724	13,917	15,392
营业城北	-6,834	-7,387	-8,025	-8,907	-9,851
毛利	4,334	4,412	4,699	5,010	5,541
销售费用	-526	-920	-1,082	-1,183	-1,308
管理费用	-867	-914	-992	-1,086	-1,201
研发费用	-1,483	-1,572	-1,654	-1,809	-2,001
其他收入/经营费用	506	687	599	655	724
财务费用	-27	-38	-38	-38	-38
除税前利润	1,937	1,655	1,531	1,549	1,717
所得税	-291	-352	-230	-232	-258
净利润	1,645	1,303	1,302	1,317	1,460
归属母公司净利润	1,645	1,303	1,302	1,317	1,460
EPS (港元)	0.29	0.23	0.23	0.23	0.26
EBITDA	2,277	2,195	2,114	2,197	2,430

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		5.6%	7.8%	9.4%	10.6%
除税前利润增长率 (%)		-14.5%	-7.5%	1.2%	10.9%
净利润增长率 (%)		-20.8%	-0.1%	1.2%	10.9%
盈利能力:					
毛利率 (%)	38.8%	37.4%	36.9%	36.0%	36.0%
净利率 (%)	14.7%	11.0%	10.2%	9.5%	9.5%
ROE (%)	7.9%	6.0%	5.8%	5.6%	5.9%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	16.1%	20.8%	21.0%	21.7%	22.4%
流动比率 (x)	5.49	3.20	3.19	3.13	3.09
利息覆盖倍数 (x)	83.75	57.76	55.62	57.80	63.95
营运能力					
存货周转天数	43	42	42	42	42
应收账款周转天数	68	61	61	61	61
应付账款周转天数	65	65	65	65	65
每股资料					
调整后EPS (港元)	0.29	0.23	0.23	0.23	0.26
BPS (港元)	3.75	3.83	4.01	4.19	4.40
每股经营现金 (港元)	0.56	0.55	0.37	0.37	0.41
估值比率					
PE	45.59	57.56	57.61	56.96	51.37
PB	3.50	3.42	3.27	3.13	2.98

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010