

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

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：英美扩张节奏清晰，核心供应商地位牢固

2025 年 3 月 31 日

近期走访大量 HNB 企业，从业者对思摩尔 HNB 创新表现振奋。尽管市场对英美推广节奏及思摩尔供应地位尚有疑虑，但根据我们跟踪，HNB 产业链条长、从业企业主要聚焦细分领域，能一体化设计研发的企业少之又少，加热技术、烟支结构、烟芯发烟、设备设计等多个要素共同决定产品体验感，具有较高 Know-How 壁垒，且专利封锁愈发明显，短期新技术&新供应商替代难度较高。

从烟草公司角度：1) 菲莫国际：1990 年开启研发，直至 2014 年 IQOS 出现，HNB 产业才逐步被消费者接受，2021 年 IQOS ILUMA 解决前代产品痛点，铸造菲莫全球龙头位置。1990 年至今产品体系（核心加热逻辑）仅有三次变化。2) 英美烟草：雷诺（被英美收购）早在 1988 年便在行业内推出世界上首款碳加热型烟草制品，2016 年推出自有 HNB 产品系列 GLO，2024 年思摩尔助力推出 GLO HILO，核心加热逻辑仅有三次变化；3) 日本烟草：2016 年推出 PloomTECH，通过加热烟管内的液体产生蒸汽，2019 年推出 PLOOMS（PLOOMX 未改变加热逻辑），核心加热逻辑仅有两次变化。

从其余供应商角度：思摩尔战略定位强，且其余业务盈利丰厚，研发投入领先。第二梯队电子烟公司数量有限，研发投入有限且路径依赖严重。第三梯队公司自烟草管理局严格限制 HNB 发展，陆续退出市场，目前部分具备研发基础和业务基础的企业亦存在资金受限问题，研发斜率较慢。

25 年核心关注 HNB 美国市场扩张，英美烟草紧迫性提升。2024 年 IQOS 重返美国（PMI 重夺主导权且与英美专利和解），仅有老款可上市销售，仍处于消费者教育阶段。我们预计新品 ILUMA 在 25H2 通过 PMTA 后，菲莫有望正式发力美国市场。参考日本市场 HNB 发展节奏，假设美国 2028 年 HNB 渗透率达到 20%，烟弹销量可增至近 600 亿支，烟具销量近千万套，助力全球 HNB 烟弹销量口径市场规模 2023-2028 年 CAGR 分别增长至 14.0%（此前预期为 9.3%）。美国为英美烟草核心区域，收入/调整后经营利润占比分别为 44%/54%，待至 IQOS ILUMA 美国上市，我们预计英美烟草的卷烟销量或将进一步承压，因此公司对 HNB 研发&产品重视程度将进一步加大。

英美扩张节奏愈发清晰，核心供应商有望享受高斜率成长。2024 年底 HILO 在塞尔维亚推出，我们预计目前其余市场正处于合规审查阶段，Q2 末日本、意大利等主要市场有望先行上市，26 年 TOP20 HNB 市场均有上市预期，并且根据 PMTA 申请节奏，我们预计 26H2 有望美国上市，核心供应商长期成长空间突出。

盈利预测：由于 25 年 HNB 仍处导入阶段，尚未对业绩做出显著贡献，预计 2025-2027 年经调整后净利润分别为 14.1、23.4、30.3 亿元，对应 PE

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

分别为 55.0X、33.3X、25.6X。

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	12011	13922	17063
增长率 YoY %	6%	2%	16%	23%
归属母公司净利润(百万元)	1303	1411	2337	3032
增长率 YoY%	-21%	8%	66%	30%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.23	0.38	0.49
市盈率 P/E(倍)	57.75	55.07	33.26	25.64

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,846	17,537	20,969	25,166
现金	5,171	5,782	8,447	12,181
应收账款及票据	2,085	2,077	2,433	2,966
存货	910	862	992	1,188
其他	8,680	8,817	9,096	8,831
非流动资产	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
资产总计	27,654	28,368	31,822	35,845
流动负债	5,259	4,562	5,678	6,670
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,370	1,347	1,520	1,839
其他	3,890	3,215	4,158	4,832
非流动负债	490	490	490	490
长期债务	0	0	0	0
其他	490	490	490	490
负债合计	5,750	5,052	6,169	7,161
普通股股本	431	431	431	431
储备	21,466	22,877	25,214	28,246
归属母公司股东权益	21,897	23,308	25,645	28,677
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	21,905	23,316	25,653	28,685
负债和股东权益	27,654	28,368	31,822	35,845

现金流量表				
单位:百万 元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	1,121	2,680	3,101
净利润	1,303	1,411	2,337	3,032
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	-468	165	-105
投资活动现金流	0	-490	5	653
资本支出	0	-200	-200	0
其他投资	0	-290	205	653
筹资活动现金流	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
现金净增加额	0	611	2,665	3,734

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,799	12,011	13,922	17,063
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,387	7,257	8,196	9,908
销售费用	920	841	835	1,024
管理费用	914	841	835	1,024
研发费用	1,572	1,658	1,531	1,877
财务费用	38	-239	-269	-402
除税前溢利	1,655	1,764	2,921	3,790
所得税	352	353	584	758
净利润	1,303	1,411	2,337	3,032
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,303	1,411	2,337	3,032
EBIT	1,693	1,526	2,652	3,387
EBITDA	1,693	1,703	2,830	3,561
EPS (元)	0.21	0.23	0.38	0.49

重要财务指标				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.64%	1.80%	15.91%	22.57%
归属母公司净利润	-20.78%	8.30%	65.57%	29.74%
获利能力				
毛利率	37.39%	39.58%	41.13%	41.93%
销售净利率	11.05%	11.75%	16.79%	17.77%
ROE	5.95%	6.06%	9.11%	10.57%
ROIC	6.09%	5.23%	8.27%	9.45%
偿债能力				
资产负债率	20.79%	17.81%	19.39%	19.98%
净负债比率	-23.61%	-24.80%	-32.93%	-42.46%
流动比率	3.20	3.84	3.69	3.77
速动比率	2.92	3.59	3.43	3.51
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.43	0.46	0.50
应收账款周转率	5.94	5.77	6.17	6.32
应付账款周转率	5.60	5.34	5.72	5.90
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.23	0.38	0.49
每股经营现金流	0.00	0.18	0.43	0.50
每股净资产	3.54	3.77	4.15	4.64

研究团队简介

姜文镭，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。

骆峥，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 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

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