



费用增多影响短期利润，HNB 业务成长 长期值得期待

业绩简评

4 月 7 日，公司发布 2025 年一季度业绩公告，2025Q1 公司实现税前利润/税后利润分别为 2.6/1.9 亿元，同比分别-36.3%/-43.4%。

经营分析

海外合规化趋势向好，自有品牌业务预计延续较优表现。公司收入端预计在海外对非法雾化产品监管趋严，合规市场扩容的背景下，雾化 ODM 业务及自有品牌业务均显现增长态势，整体收入端预计延续 24Q4 的增长趋势。自有品牌 APV 业务方面，2024 年以来，公司贯彻自有产品系列化战略，精简 SKU 的同时持续推出迭代版产品，完善产品矩阵，助力其海外品牌知名度与市占率大幅提升，预计 25Q1 延续较优增长表现。雾化 ODM 业务方面，美国 FDA 等部门针对非法雾化产品的监管力度不断强化，叠加欧洲出于青少年保护与环保考量，各国正逐步限制传统一次性烟，共同助力公司优势品类发展，ODM 业务 24H2 收入同比+9.7%，预计 25Q1 延续改善态势。

费用投入增多影响短期利润表现。2025Q1 公司税前利润下降幅度较大，预计除公司加大自有品牌业务营销投入外，主因股权激励摊销费用及研发费用增加。整体来看，公司利润影响偏短期外在因素为主，后续表现仍值得期待。

理性看待关税影响，HNB 业务成长逻辑不变。雾化电子烟业务方面，理性看待后续影响，主因：1) 思摩尔拥有印尼工厂，东南亚国家预计将陆续与美国协商调整，后续关税落地幅度仍有变数；2) 电子烟作为高加价倍率且具有消费粘性的品类，关税可一定程度向终端传导，并且涨价幅度也并不明显；3) 思摩尔作为以技术驱动型的企业在产业链具备较强议价能力。此外，目前雾化电子烟海外受益于非法产品监管趋严，合规市场扩容趋势不变。HNB 业务方面，目前公司大客户英美烟草 HNB 的销售国家均主要在日本及欧洲，并没有涉及美国市场。中期维度看，对于 glo hilo 产品的主攻市场也仍然是日韩和欧洲，后续扩张美国市场时，美国相关政策或已有变化。整体来看，目前 HNB 行业（市场份额第一菲莫此前预期其不考虑美国市场 25 年销量增 10-12%）及公司自身的成长逻辑未变，后续重点关注 glo hilo 在核心国家上市销售的效果。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.20/0.40/0.56 元，当前股价对应 PE 分别为 46/23/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

海外对非法产品监管力度低预期；新品拓展不畅；汇率大幅波动

国金证券研究所

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（港币）：9.790 元

相关报告：

- 1.《思摩尔国际港股公司点评：基本盘迎改善，第二增长曲线值得期待》，2025.3.18
- 2.《思摩尔国际深度研究：全球政策逆风期结束，雾化科技平台迎接新成...》，2024.12.18
- 3.《思摩尔国际港股公司点评：大客户传递积极信号，业绩弹性可期》，2024.10.17



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,168	11,799	13,072	16,180	19,489
营业收入增长率	-8.04%	5.64%	10.79%	23.78%	20.45%
归母净利润(百万元)	1,645	1,303	1,242	2,451	3,451
归母净利润增长率	-34.47%	-20.78%	-4.71%	97.34%	40.82%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.21	0.20	0.40	0.56
每股经营性现金流净额	0.52	0.00	0.08	0.41	0.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.68%	5.95%	5.37%	9.58%	11.88%
P/E	22.96	59.31	45.81	23.22	16.49
P/B	1.75	3.53	2.46	2.22	1.96

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,145	11,168	11,799	13,072	16,180	19,489
增长率	-11.7%	-8.0%	5.6%	10.8%	23.8%	20.5%
主营业务成本	6,885	6,834	7,387	7,438	8,591	9,819
%销售收入	56.7%	61.2%	62.6%	56.9%	53.1%	50.4%
毛利	5,260	4,334	4,412	5,634	7,589	9,670
%销售收入	43.3%	38.8%	37.4%	43.1%	46.9%	49.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	388	526	920	1,307	1,650	1,851
%销售收入	3.2%	4.7%	7.8%	10.0%	10.2%	9.5%
管理费用	1,148	867	914	1,307	1,537	1,851
%销售收入	9.5%	7.8%	7.7%	10.0%	9.5%	9.5%
研发费用	1,372	1,483	1,572	1,830	1,618	1,559
%销售收入	11.3%	13.3%	13.3%	14.0%	10.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	2,566	1,447	1,693	1,223	2,823	4,447
%销售收入	21.1%	13.0%	14.3%	9.4%	17.4%	22.8%
财务费用	-388	-490	38	-433	-445	-155
%销售收入	-3.2%	-4.4%	0.3%	-3.3%	-2.7%	-0.8%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,363	1,458	986	1,170	2,758	4,369
营业利润率	19.5%	13.1%	8.4%	9.0%	17.0%	22.4%
营业外收支						
税前利润	2,954	1,937	1,655	1,656	3,268	4,602
利润率	24.3%	17.3%	14.0%	12.7%	20.2%	23.6%
所得税	444	291	352	414	817	1,150
所得税率	15.0%	15.0%	21.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,510	1,645	1,303	1,242	2,451	3,451
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,510	1,645	1,303	1,242	2,451	3,451
净利率	20.7%	14.7%	11.0%	9.5%	15.1%	17.7%

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,763	5,332	5,171	4,504	6,187	8,902
应收款项	3,162	2,617	2,855	2,995	3,668	4,419
存货	841	781	910	764	859	982
其他流动资产	5,433	10,840	7,911	7,824	8,127	8,428
流动资产	19,199	19,571	16,846	16,088	18,842	22,731
%总资产	78.8%	76.7%	60.9%	58.9%	62.1%	65.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,764	3,311	4,637	4,900	5,051	5,259
%总资产	11.3%	13.0%	16.8%	18.0%	16.6%	15.2%
无形资产	526	463	196	188	180	161
非流动资产	5,161	5,938	10,808	11,213	11,506	11,844
%总资产	21.2%	23.3%	39.1%	41.1%	37.9%	34.3%
资产总计	24,359	25,508	27,654	27,300	30,348	34,575
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,150	1,270	1,370	1,337	1,542	1,762
其他流动负债	2,439	2,297	3,890	2,327	2,718	3,274
流动负债	3,589	3,566	5,259	3,663	4,260	5,036
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	393	532	490	490	490	490
负债	3,982	4,099	5,750	4,154	4,750	5,527
普通股股东权益	20,377	21,410	21,897	23,139	25,590	29,041
其中：股本	424	428	431	431	431	431
未分配利润	19,969	21,075	21,466	22,708	25,158	28,610
少数股东权益	0	0	8	8	8	8
负债股东权益合计	24,359	25,508	27,654	27,300	30,348	34,575

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.42	0.27	0.21	0.20	0.40	0.56
每股净资产	3.35	3.49	3.54	3.74	4.14	4.70
每股经营现金净流	0.08	0.52	0.00	0.08	0.41	0.57
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	12.32%	7.68%	5.95%	5.37%	9.58%	11.88%
总资产收益率	10.31%	6.45%	4.71%	4.55%	8.08%	9.98%
投入资本收益率	10.70%	5.74%	6.09%	3.96%	8.27%	11.48%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.71%	-8.04%	5.64%	10.79%	23.78%	20.45%
EBIT 增长率	-55.84%	-43.61%	16.99%	-27.78%	130.91%	57.52%
净利润增长率	-52.52%	-34.47%	-20.78%	-4.71%	97.34%	40.82%
总资产增长率	6.51%	4.72%	8.41%	-1.28%	11.16%	13.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.8	67.5	60.6	57.7	52.2	52.6
存货周转天数	36.6	42.7	41.2	40.5	34.0	33.7
应付账款周转天数	51.7	63.7	64.3	65.5	60.3	60.6
固定资产周转天数	66.9	97.9	121.2	131.3	110.7	95.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.98%	-22.42%	-21.37%	-17.34%	-22.26%	-28.96%
EBIT 利息保障倍数	88.5	53.2	44.7	47.0	100.8	—
资产负债率	16.35%	16.07%	20.79%	15.22%	15.65%	15.98%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究