

思摩尔国际(06969)

报告日期: 2025 年 04 月 24 日

菲莫一季报再次印证新型烟草大势，持续布局

——思摩尔国际点评报告

投资要点

- 事件: 4.23 菲莫国际发布 2025Q1 业绩, IQOS 作为 HNB 市场份额 70%+ 的领军产品, 从其经营表现感知行业成长, 对思摩尔的 HNB 业务潜力具备指导意义。

25Q1 菲莫国际 SFP (Smoke-Free Products) 收入同比+20.4%, 毛利同比+33.1%, 毛利率超过 70%、同比提高 6.7pct, 且比传统烟高出 5pct; 出货量同比+14.4%, 其中 HNB/口含烟/电子烟分别+12%/+27%/+107%, 三类无烟产品均取得强劲开局。公司多产品组合拳形式打市场, 目前已在 30 个市场有 2 类无烟产品销售, 在 16 个市场 3 类无烟产品均有销售。

1) 即使是大家认为已经非常成熟的日本市场, HNB 渗透率仍在继续提升: 25 年 3 月达到 47.8% (24 年 12 月为 47.1%), 同比、环比均有提升。

2) 规模效益&生产力的提高驱动了 IQOS 毛利率的强劲提升。

3) 美国 HNB 市场即将打开: 美国市场 3 月底在德州试销收到了强烈的市场反馈, 未来几个月进行更多的试点。

4) 对 25 年 IQOS 的指引: 维持此前 25 全年烟支销量同比增长 10-12% (24 年达到 1400 亿支、同比+11.6%) 的指引, 管理层预计今年剩余时间 IQOS 将保持双位数增长。

5) 菲莫 HNB 烟弹 25Q1 在全球市场的份额为 5.7% (同比+0.6pct), 在日本市场达到 32.2% (24Q4 为 30.6%)

- 新型口含烟 ZYN 表现亮眼, 雾化电子烟开始起量, 稳步迈向“无烟气未来”

1) 新型口含烟: 尼古丁袋 ZYN 在美国 25Q1 出货量 2.02 亿罐 (同比+53%), 在美国以外的国际市场同样取得 53% 增长 (出货量 0.22 亿罐), 面对终端需求的爆发, 公司 3 月下旬加速产能释放、贸易商得以补库, 公司预计未来数月终端需求仍将加速。

2) 雾化电子烟: VEEV Q1 表现出色, 出货量大幅增长的同时毛利率进一步提升, 增长主要来自于欧洲烟弹市场, 在当地加大了分销和营销活动力度。

- 盈利预测及估值

国际烟草巨头贯彻无烟化战略, 菲莫 Q1 取得强劲开局, HNB 增长符合预期、美国市场有序推进, 看好新型烟草供应链核心标的思摩尔国际。其中 HNB 市场潜力仍然较大, 且 HNB 较雾化烟在监管上更占优 (对青少年低吸引力、减害性更易论证), 竞争格局更好 (参与厂商少), 同时英美烟草的新一代 Glo Hilo 产品无论横向对比市面上的领军产品 IQOS iluma i 或是纵向对比上一代老产品均有显著的性能和使用体验提升, 看好其在 25-26 年逐渐拓展至更多市场、迎来放量, 思摩尔做为 GLO HILO 核心供应商, 有望受益。

我们预计公司 25-27 年实现营收 128.9 亿、151.1 亿、173.5 亿, 同比增长+9%、+17%、+15%, 实现归母净利润 13.2 亿、19.2 亿、24.8 亿, 同比增长 2%、+45%、+29%。当前市值对应 25-27 年 PE 为 53.28X、36.65X、28.44X, 维持“买入”评级。

- 风险提示

政策影响加剧、客户拓展不及预期、新技术推广不及预期、行业竞争加剧

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$12.40
总市值(百万港元)	76,666.29
总股本(百万股)	6,182.77

股票走势图



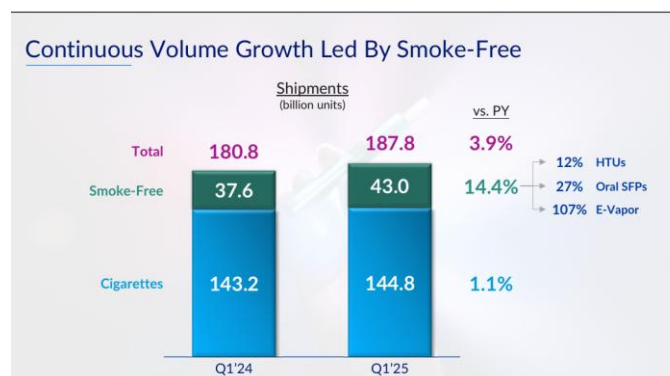
相关报告

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11799	12892	15112	17348
(+/-) (%)	5.64%	9.27%	17.22%	14.80%
归母净利润	1303	1324	1924	2480
(+/-) (%)	-20.78%	1.57%	45.38%	28.86%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.31	0.40
P/E	57.12	53.28	36.65	28.44

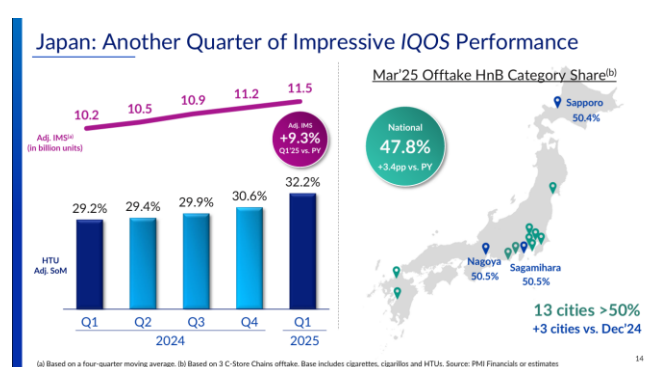
资料来源：浙商证券研究所

图1：菲莫国际 25Q1 不同品类出货量表现



资料来源：菲莫国际公告，浙商证券研究所

图2：IQOS 在核心市场日本份额不断提升，HNB 渗透率提升



资料来源：菲莫国际公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,846	16,962	19,427	22,356
现金	5,171	5,477	7,009	8,998
应收账款及票据	2,085	2,149	2,519	2,891
存货	910	871	989	1,110
其他	8,680	8,465	8,910	9,357
非流动资产	10,808	11,018	11,228	11,438
固定资产	3,380	3,480	3,580	3,680
无形资产	496	506	516	526
其他	6,932	7,032	7,132	7,232
资产总计	27,654	27,980	30,655	33,794
流动负债	5,259	4,115	4,770	5,433
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,370	1,460	1,656	1,859
其他	3,890	2,656	3,113	3,574
非流动负债	490	640	740	740
长期债务	0	150	250	250
其他	490	490	490	490
负债合计	5,750	4,756	5,510	6,173
普通股股本	431	431	431	431
储备	21,446	22,766	24,686	27,162
归属母公司股东权益	21,897	23,217	25,137	27,613
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	21,905	23,224	25,145	27,621
负债和股东权益	27,654	27,980	30,655	33,794

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,753	390	1,661	2,150
净利润	1,303	1,324	1,924	2,480
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	285	110	110	110
营运资金变动及其他	165	(1,044)	(374)	(440)
投资活动现金流	(1,865)	(189)	(187)	(120)
资本支出	(1,036)	(220)	(220)	(220)
其他投资	(829)	31	33	100
筹资活动现金流	(46)	110	62	(37)
借款增加	1,120	150	100	0
普通股增加	(575)	0	0	0
已付股利	(552)	(40)	(38)	(37)
其他	(38)	0	0	0
现金净增加额	(161)	306	1,532	1,989

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,799	12,892	15,112	17,348
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,387	7,843	8,900	9,989
销售费用	920	799	937	1,076
管理费用	914	1,160	1,209	1,353
研发费用	1,572	1,779	1,995	2,221
财务费用	38	40	38	37
除税前溢利	1,655	1,676	2,436	3,139
所得税	352	352	512	659
净利润	1,303	1,324	1,924	2,480
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,303	1,324	1,924	2,480
EBIT	1,693	1,716	2,474	3,176
EBITDA	1,978	1,826	2,584	3,286
EPS (元)	0.21	0.21	0.31	0.40

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.64%	9.27%	17.22%	14.80%
归属母公司净利润	-20.78%	1.57%	45.38%	28.86%
获利能力				
毛利率	37.39%	39.16%	41.10%	42.42%
销售净利率	11.05%	10.27%	12.73%	14.29%
ROE	7.68%	7.18%	7.65%	8.28%
ROIC	6.09%	5.80%	7.70%	9.00%
偿债能力				
资产负债率	20.79%	17.00%	17.97%	18.27%
净负债比率	-23.61%	-22.94%	-26.88%	-31.67%
流动比率	3.20	4.12	4.07	4.11
速动比率	2.92	3.91	3.86	3.91
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.46	0.52	0.54
应收账款周转率	5.94	6.09	6.48	6.41
应付账款周转率	5.60	5.54	5.71	5.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.21	0.31	0.40
每股经营现金流	0.28	0.06	0.27	0.35
每股净资产	3.54	3.76	4.07	4.47
估值比率				
P/E	57.12	53.28	36.65	28.44
P/B	3.45	3.04	2.81	2.55
EV/EBITDA	35.61	35.72	24.68	18.80

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>