

思摩尔国际（06969）

证券研究报告

2025 年 07 月 18 日

雾化电子烟业务受益于全球监管趋严，期待 HNB 业务放量！

事件：公司发布 2025H1 业绩预告，经初步审核，25H1 公司实现营收 60.13 亿元，同比增加 18%，实现净利润 4.43-5.41 亿元，同比-21%至-35%，利润下降主要原因为：1) 公司于 2024 年第四季度根据首次公开发售后购股权计划及股份奖励计划授予购股权及奖励股份所产生的会计影响，公司在 2025H1 内发生的以股份为基础的非现金付款开支同比增加约 1.76 亿元；2) 公司在 2025H1 进一步加大自有品牌产品的市场开拓力度，特别是海外市场拓展，导致分销及销售开支较上年同期显著增长；3) 公司法律服务相关费用较上年同期大幅增加。若加回非现金的以股份为基础的付款开支，经调整净利润为 6.88-7.87 亿元，同比-9%至+4%。

雾化电子烟业务受益于全球市场合规化发展

2025H1 公司实现营收 60.13 亿元，同比增加 18%，主要受益于自用品牌业务及企业客户业务的收入增长。英国市场方面，一次性电子烟禁令首周引发渠道剧震，禁令正在重塑欧洲市场格局。零售监测机构 Talysis 基于上万家便利店 EPoS 数据显示，全行业周销售额从£2300 万骤降至£1780 万，单周合法渠道损失超£500 万，预计一次性电子烟禁令将引导市场需求向可重复使用型电子烟产品（如开放式、换弹式设备）转移；美国市场方面，FDA 与美国海关与边境保护局（CBP）自 2023 年起联合开展非法电子烟打击行动，截至 2025 年 5 月已累计查获价值超过 1.35 亿美元非法电子烟。我们认为，随着监管力度进一步加强，公司自有品牌业务及企业客户业务有望延续增长趋势。

英美烟草 Glo Hilo 营销节奏积极，期待 HNB 业务放量

英美烟草加热烟草新品 Glo Hilo 完成试销，定档 9 月日本全国上市。英美烟草推出的加热烟草新品 Glo Hilo，采用红外线石英加热技术，能在 5 秒内极速升温至 370 度。6 月该产品在宫城县试销告捷后，定档 9 月 1 日全面登陆日本市场，建议零售价为 3980 日元（约 25 美元）。在市场策略方面，6 月 9 日开启宫城县试销，9 月 1 日进行全国推广，并在东京举行战略发布会造势。英美烟草首席执行官塔德乌·马罗科亲赴东京站台，强调日本作为无烟产品领先市场的重要性，称要“重振市场增长”，视日本为重要战略市场。目前日本无烟产品销量已超传统卷烟。据英国研究公司欧睿国际预测，到 2024 年，IQOS 的销售商菲利普莫里斯国际公司将占据日本加热烟草市场 69.8% 的最大份额，英美烟草公司将以 16.3% 的份额保持第二的位置。作为英美烟草重要的合作方，HNB 业务是公司第二增长曲线，2025 起将逐步为公司贡献更多收入增长机会。

盈利预测及投资建议

我们认为，公司作为提供雾化科技解决方案的全球领导者，壁垒优势不断凸显，在监管不断趋严的背景下，预计产业链集中度或将加速提升。由于公司加大自有品牌市场开拓力度，销售费用显著增长，HNB 业务作为第二增长曲线预计 2026 年起对收入和利润有显著贡献，我们预计公司 2025-2027 年净利润为 13.37/ 19.12/ 27.60 亿元（26/27 年前值为 16.84/22.14 亿元），同比+2.57%/+43.01% /+44.35%。基于公司的技术和龙头优势，维持“买入”评级。

风险提示：业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的公告为准，新型烟草政策变动风险，美国 FDA 监管变动风险，销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险，公司产能建设不及预期风险，新技术开发不及预期风险，价格变动风险，汇率风险，。

投资评级

行业 非必需性消费/家庭电器及用品

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 21.05 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 6,188.32

港股总市值(百万港元) 130,264.20

每股净资产(港元)

资产负债率(%)

一年内最高/最低(港元) 23.10/7.85

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《思摩尔国际-公司点评:传统业务受益合规市场发展，HNB+雾化美容业务开辟新增长曲线！》 2025-03-19
- 2 《思摩尔国际-公司点评:股权激励目标彰显长期发展信心，看好 HNB 新业务增长潜能》 2024-12-30
- 3 《思摩尔国际-公司点评:24Q3 收入稳步上升，看好自有品牌及 HNB 等新业务增长潜能》 2024-10-11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com