

思摩尔国际(06969)

报告日期: 2025 年 08 月 01 日

大客户英美烟草发布 25H1 业绩, Glo Hilo 日本销售反馈乐观

——思摩尔国际点评报告

投资要点

25H1 新型烟草盈利贡献加大

英美烟草 (BAT) 新型烟草产品收入 16.51 亿英镑 (同比+2.4%, 下同), 调整后毛利 10.06 亿英镑 (+6.8%), 调整后毛利率 59.5% (+2.5pct), 品类贡献利润 1.79 亿英镑 (+39%)。BAT 预计 25H2 新型烟草业务将加速发展, 预计全年新型烟草收入增速在中个位数。

HNB: 仙台试销反馈较好, H2 看欧洲推广

25H1 加热烟草收入同比+0.8%, 市占率同比下滑 70bps, 主要系日本市场竞争加剧以及公司对一些老产品的逐步淘汰。GloHilo 在仙台投放 5 周后本地市占率 +1.5pct, 且消费者对于 Glo 品牌定位已有所提升。

分区域来看:

- 1) 亚太中东及非洲 (APMEA) 销量 62 亿支 (+8.7%), 营收 2.26 亿英镑 (+10.1%), 主要系日本和哈萨克斯坦市场增长较快。格局来看, Glo 在日本 HNB 市占率 16.8% (同比-1pct), 在韩国市占率 8.6% (同比-1.4pct)。
- 2) 美洲及欧洲 (AME) 销量 39 亿支 (-8.3%), 营收 2.18 亿英镑 (-7.4%), 市场份额下降 10bps (波兰、捷克市占提升, 德国、罗马尼亚下滑), 主要系为 Glo Hilo 铺路、暂缓部分市场的老产品供给。

雾化烟: 受非法产品冲击

25H1 Vuse 销量同比-12.9%, 收入-15.3%。

- 1) 美国销量 1.23 亿支 (-13.8%), 收入 4.34 亿英镑 (-14.5%), 主要由于非法一次性电子烟泛滥 + 库存管理因素, 市占下降 20bps (至 49.5%)。
- 2) AME 市场销量 1.12 亿支 (-7.3%), 收入 2.67 亿英镑 (-11.4%), 其中欧洲表现较好、市占率同比+30bps, 主要系加拿大拖累。

口含烟: 美国增量显著

25H1 Velo 销量同比+42.2%, 收入+38.1%。

- 1) 美国销量 11 亿盒 (+206%), 营收 1.02 亿英镑 (+372%); Velo 口含烟在美国新型口含烟市场市占率 15.5% (vs.24Nov +9%), 复购率约 70%。
- 2) AME 市场销量 33 亿盒 (+24.9%), 营收 3.47 亿英镑 (+14.7%)。
- 3) APMEA 市场销量 6 亿盒 (+15.1%), 营收 2100 万英镑 (+29.7%), 销售主要来源于枢纽免税店。

投资建议

英美烟草在 Glo Hilo 上资源与营销投入力度较大, 除日本试销反馈较好外, 在欧洲部分国家也提前做了部署, 看好后续放量; 此外口含烟保持高速增长, 雾化烟在非法烟监管发力下有望迎来修复, 持续看好核心供应商思摩尔国际。我们预计思摩尔国际 25-27 年实现营收 131.61 亿、155.90 亿、186.33 亿, 同比增长 +11.55%、+18.45%、+19.52%, 实现归母净利润 13.11 亿、20.40 亿、27.63 亿, 同比增长 +0.57%、+55.68%、+35.40%。当前市值对应 25-27 年 PE 为 91.89X、59.02X、43.59X, 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

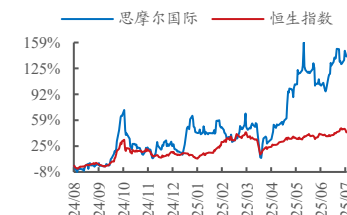
分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$21.20
总市值(百万港元)	131,192.45
总股本(百万股)	6,188.32

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	13161	15590	18633
(+/-) (%)	5.64%	11.55%	18.45%	19.52%
归母净利润	1303	1311	2040	2763
(+/-) (%)	-20.78%	0.57%	55.68%	35.40%
每股收益(元)	0.21	0.21	0.33	0.45
P/E	90.86	91.89	59.02	43.59

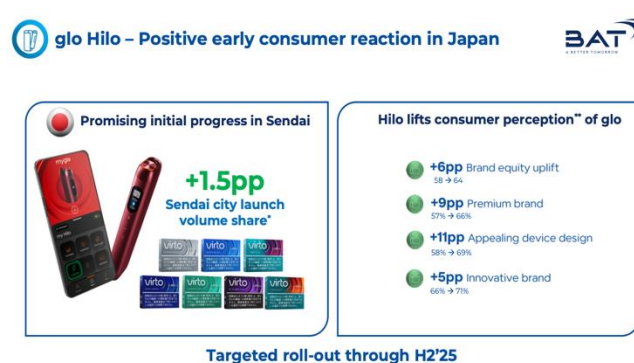
资料来源：浙商证券研究所

图1：英美烟草新型烟草产品规模及收入提升



资料来源：英美烟草公告，浙商证券研究所

图2：HNB新产品 Glo Hilo 试点反馈乐观



资料来源：英美烟草公告，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	17,033	19,653	23,104
现金	5,171	5,468	7,109	9,389
应收账款及票据	2,085	2,194	2,598	3,106
存货	910	888	1,004	1,168
其他	8,680	8,483	8,942	9,441
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	28,051	30,881	34,542
流动负债	5,259	4,199	4,893	5,795
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,370	1,488	1,682	1,957
其他	3,890	2,711	3,212	3,838
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	4,839	5,634	6,535
普通股股本	431	431	431	431
储备	21,446	22,753	24,789	27,548
归属母公司股东权益	21,897	23,204	25,240	27,999
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	21,905	23,211	25,248	28,007
负债和股东权益	27,654	28,051	30,881	34,542

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,753	371	1,756	2,402
净利润	1,303	1,311	2,040	2,763
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	(1,049)	(395)	(471)
投资活动现金流	(1,865)	(180)	(173)	(81)
资本支出	(1,036)	(220)	(220)	(220)
其他投资	(829)	40	47	139
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)	298	1,641	2,280

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,799	13,161	15,590	18,633
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,387	7,994	9,036	10,513
销售费用	920	882	967	1,155
管理费用	914	1,185	1,325	1,547
研发费用	1,572	1,816	2,058	2,385
财务费用	38	40	38	37
除税前溢利	1,655	1,659	2,583	3,497
所得税	352	348	542	734
净利润	1,303	1,311	2,040	2,763
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,303	1,311	2,040	2,763
EBIT	1,693	1,699	2,621	3,534
EBITDA	1,978	1,809	2,731	3,644
EPS (元)	0.21	0.21	0.33	0.45

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.64%	11.55%	18.45%	19.52%
归属母公司净利润	-20.78%	0.57%	55.68%	35.40%
获利能力				
毛利率	37.39%	39.26%	42.04%	43.58%
销售净利率	11.05%	9.96%	13.09%	14.83%
ROE	7.68%	7.18%	7.65%	8.28%
ROIC	6.09%	5.75%	8.12%	9.88%
偿债能力				
资产负债率	20.79%	17.25%	18.24%	18.92%
净负债比率	-23.61%	-22.91%	-27.17%	-32.63%
流动比率	3.20	4.06	4.02	3.99
速动比率	2.92	3.84	3.81	3.78
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.47	0.53	0.57
应收账款周转率	5.94	6.15	6.51	6.53
应付账款周转率	5.60	5.60	5.70	5.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.21	0.33	0.45
每股经营现金流	0.28	0.06	0.28	0.39
每股净资产	3.54	3.75	4.08	4.52
估值比率				
P/E	90.86	91.89	59.02	43.59
P/B	5.49	5.19	4.77	4.30
EV/EBITDA	58.19	63.63	41.59	30.54

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>