



思摩尔国际

(06969.HK)

2025 年 08 月 21 日

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

雾化电子烟如期显现改善，HNB 业务弹性可期

业绩简评

8 月 20 日，公司发布 2025 年半年度业绩公告。2025H1，公司实现营收 60.13 亿元，同比+18.3%，实现净利润 4.92 亿元，同比-28.0%。经调整后（扣除股权激励费用影响）25H1 净利润为 7.37 亿元，同比-2.1%。25Q2 实现净利润 3.00 亿元，同比-12.77%，经调整后（扣除股权激励费用影响）25Q2 净利润为 4.15 亿元，同比+9.68%。25H1 公司拟分红水平为每股 0.2 港元。

经营分析

欧洲雾化合规市场扩容带来显著业绩增量，HNB 业务逐渐进入兑现期。25H1 公司自有品牌业务实现营收 12.74 亿元，同比+14.1%，营收占比为 21.1%(24H1:22.0%)。25H1 面向企业客户营收为 47.39 亿元，同比+19.5%。其中中国/美国/欧洲及其他地区营收分别为 1.17/18.88/27.34 亿元，同比-6.1%/+1.5%/+38.0%。欧洲及其他地区营收增速较快，主因 25H1 欧洲各国全面限制一次性烟，为合规雾化市场带来显著扩容机遇。公司凭借卓越的产品性能优势，助力客户不断抢占市场份额，带来营收的较快增长。美国市场上尽管非法产品仍占主流，但 FDA 执法力度已显著加强，且美国邮政总局已取消电子烟分销商 Demand Vape 的邮寄豁免，直接影响非法产品的运输渠道。近日 FDA 拒绝帝国烟草旗下雾化产品的 PMTA，而之前由思摩尔代工的 VUSE 和 NJOY 均已获得通过，说明公司产品技术优势仍突出，美国雾化业务恢复可期。Glo hilo 将于 9 月在日本全国上市，后续也将进入更多重点市场，整体推广节奏明确，期待后续逐渐兑现更多业绩增量。

调整后净利润小幅下滑，整体盈利表现相对稳健。25H1 公司毛利率为 37.3%，同比-0.5pct。高毛利率的 OBM 业务营收占比同比下降至 22.0%，带来整体毛利率的小幅下滑。25H1 销售/管理/研发/财务费率分别为 8.17%/22.15%/12.00%/0.23%，同比分别+0.74%/+0.33%/-3.00%/-0.14pct。25H1 研发支出同比-4.9%，主因公司对电子烟领域的投入有所减少，更重视 HNB+医疗雾化投入，且对部分研发支出予以资本化处理。25H1 公司股权激励费用为 2.45 亿元，同比+252.1%，使得 25H1 净利润下滑 28.0%。扣除股权激励费用的影响，25H1 净利润同比-2.1%。

“稀缺性&确定性”，把握新型烟草产业发展机遇。公司作为唯一一家深度切入海外烟草巨头的雾化+HNB 供应链的上市企业，欧美雾化电子烟监管趋势持续向好、HNB 业务推进顺利及医疗雾化等持续贡献业绩新增量。在 HNB 领域公司已开发多个解决各种用户痛点的技术平台，正与业务伙伴合作加速商业化，相关扩展值得期待。看好公司后续充分受益新型烟草产业发展大机遇。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.20/0.36/0.56 元，当前股价对应 PE 分别为 104/58/37 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）：22.08 元

相关报告：

- 1.《思摩尔国际港股公司点评：H1 雾化基本盘已现改善，期待 HNB 后...》，2025.7.16
- 2.《思摩尔国际港股公司点评：费用增多影响短期利润，HNB 业务成长...》，2025.4.8
- 3.《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



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,168	11,799	13,317	16,253	19,564
营业收入增长率	-8.04%	5.64%	12.87%	22.05%	20.37%
归母净利润(百万元)	1,645	1,303	1,233	2,214	3,454
归母净利润增长率	-34.47%	-20.78%	-5.42%	79.66%	55.96%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.21	0.20	0.36	0.56
每股经营性现金流净额	0.52	0.28	0.21	0.34	0.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.68%	5.95%	5.33%	8.75%	12.01%
P/E	22.99	59.38	104.24	58.02	37.20
P/B	1.75	3.53	5.56	5.08	4.47

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	13,317	16,253	19,564
增长率	-11.7%	-8.0%	5.6%	12.9%	22.1%	20.4%
主营业务成本	6,885	6,834	7,387	7,743	8,784	10,011
%销售收入	56.7%	61.2%	62.6%	58.1%	54.0%	51.2%
毛利	5,260	4,334	4,412	5,574	7,470	9,553
%销售收入	43.3%	38.8%	37.4%	41.9%	46.0%	48.8%
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	1,065	1,463	1,761
%销售收入	3.2%	4.7%	7.8%	8.0%	9.0%	9.0%
管理费用	1,148	867	914	1,332	1,625	1,761
%销售收入	9.5%	7.8%	7.7%	10.0%	10.0%	9.0%
研发费用	1,372	1,483	1,572	1,997	1,869	1,565
%销售收入	11.3%	13.3%	13.3%	15.0%	11.5%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	2,566	1,447	1,693	1,210	2,549	4,503
%销售收入	21.1%	13.0%	14.3%	9.1%	15.7%	23.0%
财务费用	-388	-490	38	-433	-404	-102
%销售收入	-3.2%	-4.4%	0.3%	-3.3%	-2.5%	-0.5%
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	1,006	1,160	2,487	4,427
营业利润率	19.5%	13.1%	8.5%	8.7%	15.3%	22.6%
营业外收支						
税前利润	2,954	1,937	1,655	1,643	2,953	4,605
利润率	24.3%	17.3%	14.0%	12.3%	18.2%	23.5%
所得税	444	291	352	411	738	1,151
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	1,233	2,214	3,454
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	1,233	2,214	3,454
净利率	20.7%	14.7%	11.0%	9.3%	13.6%	17.7%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,510	1,645	1,303	1,233	2,214	3,454
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-305	72	-326	-25	-34	-76
非经营收益						
营运资金变动	-1,958	1,204	491	-200	-383	-840
经营活动现金净流	470	3,193	1,753	1,294	2,095	2,790
资本开支	-1,695	-1,231	-1,036	-540	-440	-440
投资	-1,137	-6,311	-945	-650	-450	-450
其他	408	527	116	-2,374	62	76
投资活动现金净流	-2,424	-7,016	-1,865	-3,564	-828	-814
股权募资	-295	-112	-575	0	0	0
债权募资	2,048	245	1,120	0	0	0
其他	-1,477	-746	-590	-26	-28	0
筹资活动现金净流	276	-612	-46	-26	-28	0
现金净流量	-1,664	-4,431	-161	-2,310	1,225	1,962

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	2,861	4,086	6,047
应收款项	3,162	2,617	2,855	3,199	3,685	4,436
存货	841	781	910	946	976	1,001
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	14,830	16,874	19,912
%总资产	78.8%	76.7%	60.9%	51.9%	54.6%	58.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,764	3,311	3,380	3,644	3,794	4,002
%总资产	11.3%	13.0%	12.2%	12.8%	12.3%	11.7%
无形资产	526	463	496	488	480	461
非流动资产	5,161	5,938	10,808	13,724	14,017	14,356
%总资产	21.2%	23.3%	39.1%	48.1%	45.4%	41.9%
资产总计	24,359	25,508	27,654	28,555	30,891	34,268
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,150	1,270	1,370	1,392	1,576	1,796
其他流动负债	2,439	2,297	3,890	3,462	3,413	3,130
流动负债	3,589	3,566	5,259	4,854	4,989	4,927
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	393	532	490	577	577	577
负债	3,982	4,099	5,750	5,431	5,567	5,504
普通股股东权益	20,377	21,410	21,897	23,116	25,317	28,757
其中：股本	424	428	431	431	431	431
未分配利润	19,969	21,075	21,446	22,665	24,866	28,306
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	28,555	30,891	34,268

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	0.36	0.56
每股净资产	3.35	3.49	3.54	3.73	4.09	4.65
每股经营现金净流	0.08	0.52	0.28	0.21	0.34	0.45
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%	5.33%	8.75%	12.01%
总资产收益率	10.31%	6.45%	4.71%	4.32%	7.17%	10.08%
投入资本收益率	10.70%	5.74%	6.09%	3.93%	7.55%	11.74%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.71%	-8.04%	5.64%	12.87%	22.05%	20.37%
EBIT 增长率	-55.84%	-43.61%	16.99%	-28.51%	110.64%	76.64%
净利润增长率	-52.52%	-34.47%	-20.78%	-5.42%	79.66%	55.96%
总资产增长率	6.51%	4.72%	8.41%	3.26%	8.18%	10.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.8	67.5	60.6	59.2	54.1	52.6
存货周转天数	36.6	42.7	41.2	43.2	39.4	35.5
应付账款周转天数	51.7	63.7	64.3	64.2	60.8	60.6
固定资产周转天数	66.9	97.9	102.1	94.9	82.4	71.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.98%	-22.42%	-21.37%	-9.88%	-13.86%	-19.02%
EBIT 利息保障倍数	88.5	53.2	44.7	46.5	91.0	—
资产负债率	16.35%	16.07%	20.79%	19.02%	18.02%	16.06%

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。

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