

2025 年 8 月 22 日
思摩尔 (6969.HK)

HNB 业务如期落地，雾化烟加速恢复

事件：思摩尔 2025 上半年实现总营业收入 60.1 亿元（人民币，下同，列明除外），同比增长 18.3%；实现净利润 4.9 亿元，同比减少 13.9%。剔除股权激励的净利润为 7.4 亿元，同比下降 2.1%。我们认为 2025 年是 HNB 业务逻辑不断兑现的一年，同时雾化电子烟也随着各地监管落地而向好发展。考虑 HNB 业务的落地，我们调整 25/26/27 年净利润至 11.6/15.0/19.1 亿元（2025/3/20 预测为 13.0/13.2/14.6 亿元），对应每 EPS 收益为 0.20/0.26/0.34 港元（2025/3/20 预测为 0.23/0.23/0.25 港元）。考虑当下的市场情绪和公司发展前景，目标价从 15.2 港元上调至 23.7 港元（基于同业比较及 DCF 两个估值方法），较当前股价有 7.3% 上涨空间。当前估值已接近公平水平，评级从“买入”下调至“增持”。

报告摘要

HNB 业务试点地区继续扩张。HNB 业务将是公司未来增长的第二曲线，24 年四季度在塞尔维亚市场进行试点，25 年 6 月正式在日本仙台市进行销售。展望未来，公司将继续支持其战略客户于 2025 年 9 月在日本全国范围内推出该 HNB 产品系列，并在 2025 年下半年扩展至更多关键市场。目前 HNB 产品普遍还有加热时间长、使用时间短的痛点，使用体验距离传统卷烟仍有一定差距，这将是公司未来积极优化改善的方向。

APV 产品收入快速增长。25 年上半年公司的 APV 产品收入 12.7 亿元，同比增长 14.1%，其中欧洲市场收入 10.7 亿元，同比增长 15%，是业务的主要增长引擎，美国市场收入下滑 6.7%。公司于上半年推出 XROS 5 和 XROS 5 MINI，采用行业领先的快速充电技术、增强的电池容量和升级的用户界面，成为市场热销产品。

雾化电子烟加速复苏。25 年上半年 2B 业务收入 47.4 亿元，同比增长 19.5%。主要是随着欧洲和美国对于一次性烟的禁令执行逐步落地，环境正向着利好公司的方向发展。其中欧洲及其他市场收入 27.34 亿元，同比强劲增长约 38.0%，产品创新带来更多订单。美国市场收入约人民币 18.88 亿元，同比增长约 1.5%，非合规产品对市场仍影响，特殊用途的雾化产品仍处于恢复期。中国市场收入约人民币 1.17 亿元，同比下降约 6.1%。

研发开支下降。25 年上半年公司研发费用 7.2 亿元，同比下降 4.9%，占收入 12%，较去年同期下降 3.1pct。对于传统的封闭式雾化烟及特殊用途雾化产品的投入占比减少，但对于医疗美容、HNB 业务线的投入占比在增加。**毛利率下降。**25 年上半年毛利率 37.3%，同比下降 0.5pct，主要是 2B 业务占比提升，被原材料成本下降抵消。**销售费用加大。**上半年销售费用 4.9 亿元，占收入比重 8.2%，同比提升 0.8pct，主要是加大了对自有品牌业务的市场营销投入。**行政开支增加。**上半年行政开支 6.1 亿元，占收入比重 10.1%，同比提升 3.4pct，主要是股权激励费用增加。

公司现金流强劲。截止 25 年 6 月底账面现金及投资理财共计 178 亿元，上半年经营现金流 8.1 亿元，远超净利润。25 年 6 月底资产负债率 18%，流动比率 3.4，财务状况良好，现金充沛。

我们认为 2025 年是 HNB 业务逻辑不断兑现的一年，同时雾化电子烟也随着各地监管落地而向好发展。考虑 HNB 业务的落地，我们调整 25/26/27 年净利润至 11.6/15.0/19.1 亿元（2025/3/20 预测为 13.0/13.2/14.6 亿元），对应每 EPS 收益为 0.20/0.26/0.34 港元（2025/3/20 预测为 0.23/0.23/0.25 港元）。考虑当下的市场情绪和公司发展前景，目标价从 15.2 港元上调至 23.7 港元（基于同业比较及 DCF 两个估值方法），较当前股价有 7.3% 上涨空间。当前估值已接近公平水平，评级从“买入”下调至“增持”。

风险提示：政策变动、客户合作变动、行业竞争加剧。

（转下页...）

公司动态分析

证券研究报告

烟草

投资评级：增持
下调评级
6 个月目标价 23.7 港元
股价 2025-8-22 22.12 港元

总市值(亿港元)	1,452.29
流通市值(亿港元)	1,452.29
总股本(亿股)	61.90
流通股本(亿股)	61.90
12 个月低/高(港元)	8.9/24.1
平均成交(百万港元)	6.04

股东结构（截止 2024-12-31）

陈志平	32.3%
亿纬锂能	30.8%
其他股东	36.9%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.95	26.41	133.59
绝对收益	6.39	33.04	176.96

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

(年结 31/12, 人民币百万)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,145	11,168	11,799	13,649	16,180	19,041
增长率(%)		-8.04%	5.65%	15.68%	18.54%	17.68%
净利润	2,510	1,645	1,303	1,160	1,500	1,912
增长率(%)		-34.46%	-20.79%	-10.95%	29.29%	27.44%
毛利率(%)	43.31%	38.81%	37.39%	37.31%	37.31%	37.31%
净利润率(%)	20.67%	14.73%	11.04%	8.50%	9.27%	10.04%
每股收益(港元)	0.44	0.29	0.23	0.20	0.26	0.34
每股净资产(港元)	3.58	3.76	3.85	4.00	4.22	4.50
市盈率	50.2	76.6	96.7	108.6	84.0	65.9
市净率	6.2	5.9	5.8	5.5	5.2	4.9
净资产收益率(%)	12.67%	7.87%	6.02%	5.19%	6.41%	7.70%
股息率(%)	1.43%	0.22%	0.22%	0.20%	0.26%	0.33%

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,145	11,168	11,799	13,649	16,180	19,041
YoY		-8.0%	5.6%	15.7%	18.5%	17.7%
营业成本	-6,885	-6,834	-7,387	-8,556	-10,143	-11,936
毛利	5,260	4,334	4,412	5,093	6,038	7,105
毛利率	43.3%	38.8%	37.4%	37.3%	37.3%	37.3%
销售费用	-388	-526	-920	-1,115	-1,375	-1,618
占收入比例	-3.2%	-4.7%	-7.8%	-8.2%	-8.5%	-8.5%
管理费用	-1,148	-867	-914	-1,384	-1,640	-1,930
占收入比例	-9.5%	-7.8%	-7.7%	-10.1%	-10.1%	-10.1%
研发费用	-1,372	-1,483	-1,572	-1,640	-1,780	-1,904
占收入比例	-11.3%	-13.3%	-13.3%	-12.0%	-11.0%	-10.0%
其他收入/经营费用	631	506	687	662	785	924
占收入比例	5.2%	4.5%	5.8%	4.9%	4.9%	4.9%
财务费用	-29	-27	-38	-27	-27	-27
占收入比例	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
除税前溢利	2,954	1,937	1,655	1,590	2,000	2,549
所得税	-444	-291	-352	-429	-500	-637
所得税率	15.0%	15.1%	21.3%	27.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	2,510	1,645	1,303	1,160	1,500	1,912
EPS (港元)	0.44	0.29	0.23	0.20	0.26	0.34
市盈率 (倍)	50.2	76.6	96.7	108.6	84.0	65.9

数据来源：Wind资讯，国证国际预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和 A 股中烟草相关公司作为可比公司。2026 年预测 PE 的平均值在 24.4x。考虑思摩尔的行业地位、增长前景，我们给与 90x PE。2026 年预测 EPS 为 0.26 港元，对应股价测算为 23.7 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 5.8%，同时，短期考虑 HNB 业务的发展前景，给与 16% 的年化增速，长期给予 2% 的增速。合理市值为 1412 亿港元，对应价格为 23.7 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 23.7 港元，较最新的收盘价有 7.3% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2024A	2025E	2026E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2026E	2027E
中烟香港	6055. HK	262	HKD	6. 0	8. 5	9. 5	10. 7	12. 0	43. 8	30. 7	27. 6	24. 4	21. 8
yoy				60%	43%	11%	13%	12%					
中国波顿	3318. HK	22	HKD	1. 6	0. 2				13. 4	106. 8			
yoy				203%	-87%								
比亚迪电子	0285. HK	890	HKD	44. 3	46. 7	59. 4	74. 0	88. 3	20. 1	19. 0	15. 0	12. 0	10. 1
yoy				118%	6%	27%	25%	19%					
豪芯科技	RLX. N	35	USD	0. 7	0. 8	0. 9	1. 0	1. 2	47. 0	45. 5	40. 4	34. 6	29. 5
yoy				-63%	3%	13%	17%	17%					
劲嘉股份	002191. SZ	61	CNY	1. 2	0. 7				51. 1	84. 1			
yoy				-40%	-39%								
集友股份	603429. SH	51	CNY	1. 2	-0. 7				44. 1				
yoy				-30%	N/A								
盈趣科技	002925. SZ	144	CNY	4. 5	2. 5	3. 9	5. 4	7. 0	32. 0	57. 4	37. 5	26. 6	20. 7
yoy				-35%	-44%	53%	41%	29%					
东峰集团	601515. SH	91	CNY	1. 5	-4. 9				60. 8				
yoy				-48%	N/A								
华宝股份	300741. SZ	117	CNY	3. 8	-3. 0				30. 8				
yoy				-48%	N/A								
平均估值									38. 1	57. 3	30. 1	24. 4	20. 5

注：时间截止2025/8/22，预测值为wind一致预测

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2026年EPS				
PE		0.21	0.24	0.26	0.29	0.32
	84.0	17.9	19.9	22.1	24.3	26.8
	87.0	18.6	20.6	22.9	25.2	27.7
	90.0	19.2	21.3	23.7	26.1	28.7
	93.0	19.8	22.0	24.5	26.9	29.6
	96.0	20.5	22.8	25.3	27.8	30.6

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034
(年结31/12; RMB 000)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	12,145	11,168	11,799	13,649	16,180	19,041	22,045	25,568					
增长率%		-8.0%	5.6%	15.7%	18.5%	17.7%	15.8%	16.0%					
EBIT	2,983	1,964	1,693	1,617	2,028	2,577	2,983	3,460					
增长率%		-34.2%	-13.8%	-4.5%	25.4%	27.1%	15.8%	16.0%					
EBIT率%	24.6%	17.6%	14.3%	11.8%	12.5%	13.5%	13.5%	13.5%					
有效税率%	15.0%	15.1%	21.3%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%					
EBIT x (1-有效税率)	2,535	1,668	1,333	1,180	1,521	1,932	2,237	2,595					
+ 折旧	-	679	710	710	754	792	824	851					
+ 营运资金变动	-1,958	1,204	491	335	303	343	360	422					
- 资本支出	-1,693	-1,155	-817	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000					
自由现金流, FCF	-1,116	2,396	1,717	1,225	1,578	2,067	2,421	2,868	3,327	3,859	4,476	5,193	6,023
增长率%		-314.6%	-28.3%	-28.6%	28.8%	31.0%	17.1%	18.5%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现因子			1.0000	0.9452	0.8934	0.8444	0.7981	0.7543	0.7130	0.6739	0.6370	0.6020	0.5690
FCF现值			1,717	1,158	1,410	1,746	1,932	2,163	2,372	2,601	2,851	3,126	3,428
FY2025-34 FCF现值总额				24,503									
永续期价值现值				92,002									
企业价值				116,505									
+ 净现金				13,408									
- 少数股东权益				-									
DCF 估值(HKD 000)				141,209									
假设:													
WACC				5.8%									
短期增长率				16%									
永续增长率				2%									

数据来源：iFind资讯，国证国际预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、大客户合作变动、政策变动。

附表：财务报表预测

资产负债表

(年结31/12, 人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	16,168	12,492	13,408	14,714	16,436
贸易应收款项	1,888	2,085	2,298	2,724	3,206
存货	781	910	979	1,161	1,366
预付及其他应收	729	770	891	1,056	1,243
其他流动资产	4	589	589	589	589
流动资产总额	19,571	16,846	18,165	20,244	22,840
物业、厂房及设备	4,676	4,637	4,927	5,173	5,381
预付按金	120	280	280	280	280
无形资产	90	196	196	196	196
长期银行存款	1,018	3,107	3,107	3,107	3,107
递延税项资产	34	35	35	35	35
其他非流动资产	-0	2,553	2,553	2,553	2,553
非流动资产总额	5,938	10,808	11,098	11,344	11,552
总资产	25,508	27,654	29,263	31,588	34,392
贸易应付款项	1,270	1,370	1,529	1,812	2,133
其他应付及合同负债	2,114	3,696	4,276	5,068	5,965
短期有息债务	-	-	-	-	-
金融负债-流动负债	-	-	-	-	-
应付即期税项	62	77	77	77	77
租赁负债	118	116	116	116	116
其他流动负债	2	-	-	-	-
流动负债总额	3,566	5,259	5,997	7,074	8,290
长期有息债务	-	-	-	-	-
金融负债-非流动负债	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	265	190	190	190	190
递延收入-非流动负债	5	14	14	14	14
其他	262	286	286	286	286
非流动负债总额	532	490	490	490	490
总负债	4,099	5,749	6,487	7,564	8,780
股本	428	431	431	431	431
储备	20,981	21,466	22,345	23,594	25,181
少数股东权益	-	-	-	-	-
总股东权益	21,410	21,905	22,776	24,025	25,612
现金流量表					
(年结31/12, 人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	1,937	1,655	1,590	2,000	2,549
所得税	-138	-314	-429	-500	-637
营运资本变动	1,204	491	335	303	343
折旧及摊销	271	285	710	754	792
其他	-82	-364	27	27	27
经营性现金流净额	3,193	1,753	2,233	2,585	3,074
资本开支	-1,217	-1,029	-1,000	-1,000	-1,000
其他	-5,799	-836	-	-	-
投资性现金流净额	-7,016	-1,865	-1,000	-1,000	-1,000
新发股份	-112	-575	-	-	-
支付股息	-719	-552	-282	-251	-325
新增债务	-	-1,968	-	-	-
利息支出	-27	-38	-27	-27	-27
收购附属公司	-	3,233	-	-	-
其他	245	-145	-	-	-
筹资性现金流净额	-612	-46	-309	-278	-352
现金净变动	-4,435	-157	924	1,307	1,722
现金期初余额	15,195	16,168	12,492	13,408	14,714
现金期末余额	10,760	16,011	13,416	14,714	16,436

数据来源: Wind资讯, 国证国际预测

利润表

(年结31/12, 人民币百万)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,168	11,799	13,649	16,180	19,041
营业城北	-6,834	-7,387	-8,556	-10,143	-11,936
毛利	4,334	4,412	5,093	6,038	7,105
销售费用	-526	-920	-1,115	-1,375	-1,618
管理费用	-867	-914	-1,384	-1,640	-1,930
研发费用	-1,483	-1,572	-1,640	-1,780	-1,904
其他收入/经营费用	506	687	662	785	924
财务费用	-27	-38	-27	-27	-27
除税前利润	1,937	1,655	1,590	2,000	2,549
所得税	-291	-352	-429	-500	-637
净利润	1,645	1,303	1,160	1,500	1,912
归属母公司净利润	1,645	1,303	1,160	1,500	1,912
EPS (港元)	0.29	0.23	0.20	0.26	0.34
EBITDA	2,642	2,403	2,327	2,782	3,368

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		5.6%	15.7%	18.5%	17.7%
除税前利润增长率 (%)		-14.5%	-3.9%	25.8%	27.4%
净利润增长率 (%)		-20.8%	-10.9%	29.3%	27.4%
盈利能力:					
毛利率 (%)	38.8%	37.4%	37.3%	37.3%	37.3%
净利率 (%)	14.7%	11.0%	8.5%	9.3%	10.0%
ROE (%)	7.9%	6.0%	5.2%	6.4%	7.7%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	16.1%	20.8%	22.2%	23.9%	25.5%
流动比率 (x)	5.49	3.20	3.03	2.86	2.76
利息覆盖倍数 (x)	97.19	63.23	85.42	102.13	123.66
营运能力					
存货周转天数	43	42	42	42	42
应收账款周转天数	68	61	61	61	61
应付账款周转天数	65	65	65	65	65
每股资料					
调整后EPS (港元)	0.29	0.23	0.20	0.26	0.34
BPS (港元)	3.76	3.85	4.00	4.22	4.50
每股经营现金 (港元)	0.56	0.31	0.39	0.45	0.54
估值比率					
PE	76.58	96.68	108.57	83.97	65.89
PB	5.88	5.75	5.53	5.24	4.92

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010