

思摩尔国际 (06969.HK)

HNB 未来可期，雾化业务有望修复

随着各国监管力度强化，公司雾化主业有望迎来修复，大客户 HNB 产品试销反馈积极，成长空间广阔，有望成为公司第二增长曲线，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 13.04/18.62/24.15 亿元，对应 PE 分别为 81.8/57.3/44.2x，维持“强烈推荐”投资评级。

事件：公司公布 2025 年中期业绩，2025H1 公司实现营业收入 60.13 亿元人民币/同比+18.3%，实现净利润 4.92 亿元/同比-28.0%，调整后净利润 7.37 亿元/同比-2.1%。公司拟派发中期股息每股 20 港仙，派息率 225%。

□ **自有品牌业务维持双位数增长。**2025H1 公司自有品牌业务实现营业收入 12.74 亿元/同比+14.1%，占公司收入比重 21.2%，其中欧洲及其他国家和地区/美国/中国营业收入分别为 10.69/1.74/0.31 亿元，同比+15.1/-6.7/+2595.2%，中国市场高速增长主要得益于雾化美容产品销售贡献。

□ **雾化业务有望修复，HNB 销售放量可期。**2025H1 公司 ToB 业务营业收入 47.39 亿元/同比+19.5%，占公司收入比重 78.8%，其中欧洲及其他国家和地区/美国/中国营业收入分别为 27.34/18.88/1.17 亿元，同比分别+38.0/+1.5/-6.1%。2025H1 英国及欧盟各国在上半年出台一次性电子烟禁令，合规产品迎来扩容机会，公司顺应趋势推出多个创新合规产品，实现下游客户订单增长；美国市场执法力度强化趋势明确，占据主流的非法产品有望逐步退出市场，公司美国雾化业务有望逐步恢复。6 月大客户英美烟草在日本仙台推出 HNB 新品 Glo Hilo，预计 9 月在日本全境推广，并持续推广至其他关键市场，HNB 试销反馈积极，25H2 有望放量。

□ **股权激励费用抬升管理费用率，研发费用节降。**2025H1 公司毛利率 37.3%，同比-0.5 pct，主因产品结构变化，较高毛利率的自主品牌业务营收占比下降导致。2025H1 销售/管理/研发费用率分别为 8.2%/10.1%/12.0%，同比分别+0.8/+3.4/-3.0pct。公司加大自有品牌海外市场开拓、分销开支增长较大，销售费用率同比提升 0.8pct，25H1 股权激励费用为 2.45 亿元/同比+252.1%，管理费用率同比明显提升。研发费用因雾化电子烟投入减少以及部分研发支出资本化处理而回落。

□ **盈利预测与投资评级：**随着各国监管力度强化，公司雾化主业有望迎来修复，大客户 HNB 产品试销反馈积极，成长空间广阔，有望成为公司第二增长曲线。考虑公司股权支付费用以及一次性产收入短期受政策影响承压，我们调整预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 13.04/18.62/24.15 亿元，对应 PE 分别为 81.8/57.3/44.2 x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**各国监管政策变化，关税波动，行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11177	11799	13258	15739	18323
同比增长	-8%	6%	12%	19%	16%
营业利润(百万元)	1458	1006	1133	1904	2601
同比增长	-38%	-31%	13%	68%	37%
归母净利润(百万元)	1645	1303	1304	1862	2415
同比增长	-34%	-21%	0%	43%	30%

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服

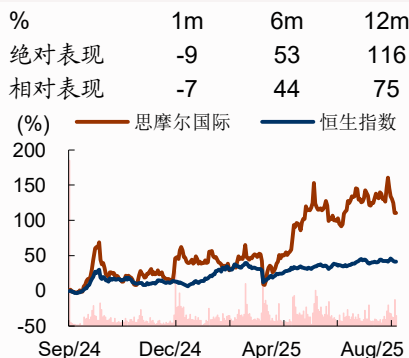
目标估值: NA

当前股价: 18.91 港元

基础数据

总股本(百万股)	6188
香港股(百万股)	6188
总市值(十亿港元)	117.0
香港股市值(十亿港元)	117.0
每股净资产(港元)	3.6
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	17.9%
主要股东	赵紫涵
主要股东持股比例	39.1006%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《思摩尔国际 (06969) — 24H1 收入利润企稳，自有品牌表现超预期》2024-08-20
- 2、《思摩尔国际 (06969) — 业务矩阵多元化，自有品牌表现亮眼，24 年有望触底回升》2024-03-20
- 3、《思摩尔国际 (06969) — 风险因素释放短期无需过分担忧，Q3 业绩修复》2023-10-16

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

杨蕊菁 S1090524100002

yangruijing1@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.27	0.21	0.21	0.30	0.39
PE	64.3	82.0	81.8	57.3	44.2
PB	4.9	4.9	4.7	4.4	4.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	19571	16846	18589	21326	24416
现金及现金等价物	5332	5171	6384	8222	10391
交易性金融资产	0	1	1	1	1
其他短期投资	10836	7320	7320	7320	7320
应收账款及票据	1888	2085	2343	2781	3238
其它应收款	729	770	865	1027	1196
存货	781	910	1013	1187	1355
其他流动资产	4	590	663	787	917
非流动资产	5938	10808	10585	10380	10194
长期投资	1018	3107	3107	3107	3107
固定资产	3311	3380	3157	2953	2766
无形资产	1455	1453	1453	1453	1453
其他	154	2868	2868	2868	2868
资产总计	25508	27654	29173	31706	34610
流动负债	3566	5259	5839	6820	7765
应付账款	1270	1370	1524	1786	2039
应交税金	98	130	130	130	130
短期借款	0	0	0	0	0
其他	2198	3760	4185	4904	5597
长期负债	532	490	490	490	490
长期借款	0	0	0	0	0
其他	532	490	490	490	490
负债合计	4099	5750	6329	7310	8255
股本	428	431	431	431	431
储备	20981	21466	22406	23957	25916
少数股东权益	0	8	8	8	8
归属于母公司所有者权益	21410	21897	22837	24388	26347
负债及权益合计	25508	27654	29173	31706	34610

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3193	1753	1106	1747	2221
净利润	1645	1303	1304	1862	2415
折旧与摊销	271	285	288	269	252
营运资本变动	1204	491	50	82	23
其他非现金调整	72	(326)	(537)	(467)	(470)
投资活动现金流	(7016)	(1865)	478	414	417
资本性支出	(1231)	(1036)	(150)	(150)	(150)
出售资产及现金	1	85	85	85	85
投资增减	60424	43948	0	0	0
其它	526	31	543	479	482
筹资活动现金流	(612)	(46)	(370)	(323)	(469)
债务增减	245	1120	0	0	0
股本增减	(112)	(575)	0	0	0
股利支付	719	552	364	311	457
其它筹资	(27)	(38)	(6)	(12)	(12)
其它调整	(1438)	(1105)	(728)	(621)	(914)
现金净增加额	(4431)	(161)	1213	1838	2169

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	11177	11799	13258	15739	18323
主营收入	11168	11799	13258	15739	18323
营业成本	6834	7387	8221	9634	10995
毛利	4334	4412	5037	6106	7328
营业支出	2885	3406	3905	4202	4727
营业利润	1458	1006	1133	1904	2601
利息支出	27	38	6	12	12
利息收入	517	0	46	58	74
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	72	707	496	421	407
非经常项目损益	(83)	(20)	(13)	(6)	(3)
除税前利润	1937	1655	1656	2365	3067
所得税	291	352	352	503	652
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	1645	1303	1304	1862	2415
EPS(元)	0.27	0.21	0.21	0.30	0.39

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-8%	6%	12%	19%	16%
营业利润	-38%	-31%	13%	68%	37%
净利润	-34%	-21%	0%	43%	30%
获利能力					
毛利率	38.8%	37.4%	38.0%	38.8%	40.0%
净利率	14.7%	11.0%	9.8%	11.8%	13.2%
ROE	7.7%	6.0%	5.7%	7.6%	9.2%
ROIC	8.1%	6.2%	5.8%	7.7%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	16.1%	20.8%	21.7%	23.1%	23.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.5	3.2	3.2	3.1	3.1
速动比率	5.3	3.0	3.0	3.0	3.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	8.4	8.7	8.5	8.8	8.6
应收帐款周转率	3.9	4.3	4.4	4.5	4.4
应付帐款周转率	5.6	5.6	5.7	5.8	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.21	0.21	0.30	0.39
每股经营现金	0.52	0.28	0.18	0.28	0.36
每股净资产	3.49	3.53	3.69	3.94	4.26
每股股利	0.09	0.09	0.23	0.12	0.12
估值比率					
PE	64.3	82.0	81.8	57.3	44.2
PB	4.9	4.9	4.7	4.4	4.1
EV/EBITDA	45.1	52.3	53.3	39.4	31.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。