

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

思摩尔国际 (6969.HK)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

思摩尔国际：日本 HILO 营销推广有望加速，美国合规市场修复

2025 年 9 月 19 日

事件：近日美国 FDA 与 CBP 联合公告称，在芝加哥开展的一周执法行动中，共查获逾 400 万件未经授权的电子烟产品，估算零售价值超过 8600 万美元，官方表示这是美国迄今为止最大规模的电子烟查获行动。此外，美国多个州在今年更新电子烟相关新规，加速出台允许上架产品名录，其中威斯康星州 9 月起仅允许销售 FDA 过审产品，部分门店被迫清除 80% 非法库存。

日本竞争加剧，英美烟草营销力度有望加大。根据我们跟踪，菲莫/日烟在日本市场均在近日降价 2000 日元（烟具），其中日烟烟具价格已降低至 980 日元。英美烟草也已开启降价促销，我们认为 HILO 产品力较日烟有优势，后续伴随英美开拓市场力度将持续强化、份额斜率或将加速提升。

美国格局有望进一步优化。我们认为，25 年起美国州政府层面立法/执行节奏加速，对合规渠道内的非法产品影响较深，我们预计 Q3 起美国主要渠道合规产品上架率有望显著提升。截止 5 月中旬美国合规口味（烟草+薄荷醇）市占率仅为 44%，PMTA 审核产品总数仅有 39 款，执法力度加强有望释放合规产品增长空间（但期间灰色渠道&非法库存将持续影响），我们预计 25Q3 美国 VUSE 市占率边际显著提升，核心供应链有望充分受益。

欧洲产品结构加速变化。2025H1 思摩尔欧洲及其他地区 ODM 收入同比分别+38.0%，此前市场担忧一次性高幅下滑对收入造成压力，但目前公司产品持续革新，传统一次性（非合规）份额已顺利被可调味系统、大口数透明油仓、2+10 平台等合规产品承接，并有望凭借新品持续开拓英美外的重要客户，欧洲雾化高增有望延续。此外，英国市场显示 8 月开放式设备加速上新，一次性份额有望进一步向其余产品切换，思摩尔自主品牌近年来深耕开放设备，未来有望保持快速增长。

HNB 静候佳音。9 月 1 日起 HILO 正式在日本全境上市，并有望于年内在欧洲部分地区进行推广，我们预计烟具 Q4 有望率先起量进行铺货、后续烟弹收入有望逐季增长，届时产品竞争力、利润分配、远期成长空间将更为清晰。

盈利预测：我们预计公司实际经营情况持续改善，多项承压因素或见拐点、且 HNB 步入加速扩张期，预计 2025-2027 年公司净利润分别为 12.3、20.2、30.6 亿元，对应 PE 分别为 89.2X、54.4X、35.9X。

风险提示：全球监管趋严，新型烟草渗透率提升不及预期，国际贸易摩擦加剧。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11799	13994	16346	19291
增长率 YoY %	6%	19%	17%	18%
归属母公司净利润(百万元)	1303	1230	2015	3060
增长率 YoY%	-21%	-6%	64%	52%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.20	0.33	0.49
市盈率 P/E(倍)	57.75	89.17	54.44	35.85

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 17 日收盘价



资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,846	15,716	19,042	23,103
现金	5,171	3,267	5,649	9,356
应收账款及票据	2,085	2,419	2,857	3,354
存货	910	1,033	1,190	1,347
其他	8,680	8,996	9,346	9,046
非流动资产	10,808	13,343	13,365	13,190
固定资产	3,380	3,403	3,425	3,251
无形资产	496	496	496	496
其他	6,932	9,443	9,443	9,443
资产总计	27,654	29,058	32,407	36,293
流动负债	5,259	5,360	6,706	7,547
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,370	1,614	1,824	2,085
其他	3,890	3,746	4,882	5,462
非流动负债	490	577	577	577
长期债务	0	0	0	0
其他	490	577	577	577
负债合计	5,750	5,937	7,284	8,124
普通股股本	431	431	431	431
储备	21,446	22,663	24,664	27,710
归属母公司股东权益				
益	21,897	23,114	25,115	28,161
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	21,905	23,121	25,123	28,169
负债和股东权益	27,654	29,058	32,407	36,293

现金流量表				
单位:百万 元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,753	675	1,896	2,679
净利润	1,303	1,230	2,015	3,060
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	285	177	178	174
营运资金变动及其他	165	-733	-297	-555
投资活动现金流	-1,865	-2,544	520	1,061
资本支出	-1,036	-200	-200	0
其他投资	-829	-2,344	720	1,061
筹资活动现金流	-46	-20	-20	-20
借款增加	1,120	0	0	0
普通股增加	-575	0	0	0
已付股利	-552	-20	-20	-20
其他	-38	0	0	0
现金净增加额	-161	-1,904	2,382	3,707

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,799	13,994	16,346	19,291
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,387	8,695	9,835	11,234
销售费用	920	1,120	1,275	1,254
管理费用	914	1,539	1,553	1,698
研发费用	1,572	1,749	1,962	2,122
财务费用	38	-239	-143	-262
除税前溢利	1,655	1,619	2,519	3,825
所得税	352	389	504	765
净利润	1,303	1,230	2,015	3,060
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,303	1,230	2,015	3,060
EBIT	1,693	1,380	2,376	3,562
EBITDA	1,978	1,557	2,554	3,736
EPS (元)	0.21	0.20	0.33	0.49

重要财务指标				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.64%	18.61%	16.81%	18.02%
归属母公司净利润	-20.78%	-5.59%	63.80%	51.83%
获利能力				
毛利率	37.39%	37.86%	39.83%	41.77%
销售净利率	11.05%	8.79%	12.33%	15.86%
ROE	5.95%	5.32%	8.02%	10.87%
ROIC	6.09%	4.54%	7.57%	10.12%
偿债能力				
资产负债率	20.79%	20.43%	22.48%	22.39%
净负债比率	-23.61%	-14.13%	-22.49%	-33.21%
流动比率	3.20	2.93	2.84	3.06
速动比率	2.92	2.67	2.57	2.80
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.49	0.53	0.56
应收账款周转率	5.94	6.21	6.20	6.21
应付账款周转率	5.60	5.83	5.72	5.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.20	0.33	0.49
每股经营现金流	0.28	0.11	0.31	0.43
每股净资产	3.54	3.73	4.06	4.55



研究团队简介

姜文镭，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。