

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: Q3 收入创新高, HNB 逐步贡献增量

2025 年 10 月 14 日

事件: 公司发布 2025Q3 业绩报告。25Q1-3 收入实现 102.10 亿元 (同比+21.8%), 期内全面收益总额为 7.85 亿元 (同比-25.5%); 单 Q3 收入实现 41.96 亿元 (环比+27.5%, 同比+27.2%), 期内全面收益总额为 2.84 亿元 (环比-3.1%, 同比-13.9%), 剔除股份支付费用后, Q3 经调整利润为 4.44 亿元 (环比+4.8%, 同比+4.0%)。

雾化拐点显现, 欧洲维系高增。受益于全球监管趋严, 我们预计公司雾化主业维系稳健增长。分地区来看: 1) 美国: FDA 与多部门频繁联合执法, 公司作为美国合规市场核心供应商有望充分受益, 我们预计美国市场环比稳步修复。2) 欧洲: 尽管欧洲一次性政策落地, 公司凭借前瞻政策判断力/市场洞察力, 持续推出新型合规雾化产品, 市场份额有望稳步攀升, 我们预计欧洲收入维系高增。

HNB 逐步贡献增量, 静待英美加速扩张。根据公告, Q3 公司全力支持战略客户在全球更多主要市场推出 HNB 产品, 出货量增加驱动收入同比/环比实现快速增长。我们预计 Q3 报表增长已部分体现 HNB 增量贡献, 且前期多数收入预计来自于烟具业务。目前 HILO 已正式进军波兰, 并有望快速登录意大利 (24 年烟弹市场规模高达 39.3 亿欧元, 销量为 141.9 亿支, 占全球 8%)。HILO 最大优势在于加热时间少, 根据我们产业调研反馈, 此特性在欧洲吸引力明显强于亚洲, 且 GLO 此前在西欧市占率仅为 5.6%, 未来增长弹性有望更强, 公司 HNB 业务有望逐季提升。

费用率持续优化, 静待盈利复苏。25Q3 公司经调整后净利率约 10.6% (24Q3 为 13.0%), 我们判断下滑主要系产品结构改变短期影响毛利率 (前期 HNB 烟具为主, 毛利率有限)。费用方面, 公司明确表示销售/管理/研发三费 (剔除股份支付费用后) 增速弱于收入, 费用率已逐步进入下滑通道。展望未来, 伴随 HNB 烟弹收入占比提升, 盈利能力有望持续优化。

盈利预测: 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 10.9、20.4、30.5 亿元, 对应 PE 估值分别为 83.5X、44.5X、29.8X。

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	14610	17669	21253
增长率 YoY %	6%	24%	21%	20%
归属母公司净利润(百万元)	1303	1088	2040	3050
增长率 YoY%	-21%	-16%	87%	49%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.18	0.33	0.49
市盈率 P/E(倍)	57.75	83.46	44.52	29.78

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 13 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	15,834	19,496	23,812	
现金	5,171	3,162	5,621	9,353	
应收账款及票据	2,085	2,526	3,088	3,694	
存货	910	1,094	1,305	1,529	
其他	8,680	9,052	9,482	9,236	
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	29,176	32,861	37,002	
流动负债	5,259	5,620	7,278	8,384	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	1,370	1,709	2,001	2,366	
其他	3,890	3,910	5,277	6,018	
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	6,197	7,855	8,961	
普通股股本	431	431	431	431	
储备	21,446	22,521	24,547	27,583	
归属母公司股东权益	21,897	22,972	24,998	28,034	
少数股东权益	8	8	8	8	
股东权益合计	21,905	22,979	25,006	28,041	
负债和股东权益	27,654	29,176	32,861	37,002	

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	548	1,920	2,645	
净利润	1,303	1,088	2,040	3,050	
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	-717	-298	-578	
投资活动现金流	-1,865	-2,523	573	1,120	
资本支出	-1,036	-200	-200	0	
其他投资	-829	-2,323	773	1,120	
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	-2,009	2,459	3,732	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	11,799	14,610	17,669	21,253	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	7,387	9,209	10,787	12,750	
销售费用	920	1,169	1,378	1,381	
管理费用	914	1,724	1,679	1,870	
研发费用	1,572	1,826	2,120	2,338	
财务费用	38	-239	-138	-261	
除税前溢利	1,655	1,432	2,550	3,812	
所得税	352	344	510	762	
净利润	1,303	1,088	2,040	3,050	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1,303	1,088	2,040	3,050	
EBIT	1,693	1,193	2,412	3,551	
EBITDA	1,978	1,370	2,590	3,725	
EPS (元)	0.21	0.18	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%	23.83%	20.94%	20.28%	
归属母公司净利润	-20.78%	-16.49%	87.44%	49.49%	
获利能力					
毛利率	37.39%	36.97%	38.95%	40.01%	
销售净利率	11.05%	7.45%	11.55%	14.35%	
ROE	5.95%	4.74%	8.16%	10.88%	
ROIC	6.09%	3.95%	7.72%	10.13%	
偿债能力					
资产负债率	20.79%	21.24%	23.91%	24.22%	
净负债比率	-23.61%	-13.76%	-22.48%	-33.35%	
流动比率	3.20	2.82	2.68	2.84	
速动比率	2.92	2.56	2.41	2.58	
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.51	0.57	0.61	
应收账款周转率	5.94	6.34	6.29	6.27	
应付账款周转率	5.60	5.98	5.81	5.84	
每股指标 (元)					
每股收益	0.21	0.18	0.33	0.49	
每股经营现金流	0.28	0.09	0.31	0.43	
每股净资产	3.54	3.71	4.04	4.53	

研究团队简介

姜文镗，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。