

思摩尔国际

(06969.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

回购展现公司发展信心，当前位置已具布局价值

事件简评

12 月 11 日，公司公告称，为推进股权激励计划，公司于 12 月 11 日购买 814 万股股份，每股均价为 12.26 港元，总花费为 9977 万港元，公司单日大额回购充分展现后续发展信心。

经营分析

Hilo 产品力逐渐得到验证，英美烟草促销力度持续加大。据 BAT2025 年业绩预告，日本市场上 BAT 积极推进线上线下营销活动，产品品牌和性能引起消费者的强烈共鸣，来自传统卷烟和加热烟草消费者的留存率约为 50%。高留存率直接验证 hilo 优秀的产品力，为后续烟弹起量奠定坚实基础。据 BAT 官网，近期 hilo 于波兰市场上大幅提高优惠力度，Hilo 器具加两包烟弹仅售 1 兹罗提，Hilo Plus 器具加两包烟弹仅售 79 兹罗提。依托 BAT 完备的销售网络和足够的营销资源，后续 Hilo 烟弹销售有望持续放量，为思摩尔贡献核心盈利增量。

核心雾化业务持续修复，有望持续受益于欧美市场扩容。2024 年以来，美国监管部门持续加大对非法电子烟的打击力度，非法产品的生存空间受到严重挤压。且 FDA 官方表态谨慎支持扩大调味烟范围，合规市场有望持续扩容。英法等国已全面禁止一次性烟，欧洲市场正处于由一次性向换弹式、类换弹式和开放式产品的需求转换中。2025H2，BAT 美国市场上营收回暖，全球核心市场市占率较 24 年底+0.1pct，其中美国市场+0.7pct。BAT 预计 2026 年美国市场不会拖累整体新型烟草业务营收的增长，雾化业务正处于持续修复中。思摩尔作为头部烟草巨头核心供应商，且自营的开放式产品持续贡献业绩增量，有望充分受益于欧美合规雾化市场扩容。展望后续，在 IQOS、日烟等持续发力加热烟草、行业竞争日渐激烈的背景下，BAT 明确表示将于 2026 年加快 Hilo 全球推广节奏，以持续抢占加热烟草从高端到中低端的市场份额。海外新型烟草渗透率提升的长期趋势确定，公司依托自身技术实力、量产能力深度绑定大烟草集团享受产业发展大趋势的优势地位突出。公司雾化、HNB 业务向上的趋势没有变化，各项业务积极信号正不断涌现，建议积极关注。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.22/0.37/0.59 元，当前股价对应 PE 分别为 53/31/20 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

市价（港币）：12.370 元

相关报告：

- 1.《思摩尔国际港股公司点评：Q3 业绩超预期，期待 HNB 加速放量》，2025.10.13
- 2.《思摩尔国际港股公司点评：雾化电子烟如期显现改善，HNB 业务弹...》，2025.8.22
- 3.《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



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,168	11,799	14,228	16,985	20,462
营业收入增长率	-8.04%	5.64%	20.59%	19.38%	20.48%
归母净利润(百万元)	1,645	1,303	1,370	2,298	3,656
归母净利润增长率	-34.47%	-20.78%	5.15%	67.72%	59.08%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.21	0.22	0.37	0.59
每股经营性现金流净额	0.52	0.28	0.24	0.35	0.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.68%	5.95%	5.89%	9.00%	12.53%
P/E	23.00	59.41	52.55	31.33	19.70
P/B	1.75	3.53	3.10	2.82	2.47

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	14,228	16,985	20,462
增长率	-11.7%	-8.0%	5.6%	20.6%	19.4%	20.5%
主营业务成本	6,885	6,834	7,387	8,330	9,561	10,952
%销售收入	56.7%	61.2%	62.6%	58.5%	56.3%	53.5%
毛利	5,260	4,334	4,412	5,898	7,423	9,510
%销售收入	43.3%	38.8%	37.4%	41.5%	43.7%	46.5%
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	1,152	1,359	1,637
%销售收入	3.2%	4.7%	7.8%	8.1%	8.0%	8.0%
管理费用	1,148	867	914	1,352	1,563	1,739
%销售收入	9.5%	7.8%	7.7%	9.5%	9.2%	8.5%
研发费用	1,372	1,483	1,572	2,134	2,038	1,637
%销售收入	11.3%	13.3%	13.3%	15.0%	12.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	2,983	1,964	1,693	1,324	2,538	4,579
%销售收入	24.6%	17.6%	14.3%	9.3%	14.9%	22.4%
财务费用	29	27	38	-433	-408	-109
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	-3.0%	-2.4%	-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	2,352	1,458	1,006	1,267	2,471	4,497
营业利润率	19.4%	13.1%	8.5%	8.9%	14.5%	22.0%
营业外收支						
税前利润	2,954	1,937	1,655	1,757	2,947	4,688
利润率	24.3%	17.3%	14.0%	12.3%	17.3%	22.9%
所得税	444	291	352	387	648	1,031
所得税率	15.0%	15.0%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	2,510	1,645	1,303	1,370	2,298	3,656
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	1,370	2,298	3,656
净利率	20.7%	14.7%	11.0%	9.6%	13.5%	17.9%

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	1,370	2,298	3,656
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-305	72	-326	-31	-40	-82
非经营收益						
营运资金变动	-1,958	1,204	491	-148	-394	-866
经营活动现金净流	470	3,193	1,753	1,477	2,162	2,960
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	-2,368	68	82
投资活动现金净流	-2,424	-7,016	-1,865	-3,558	-822	-808
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	-2,121	1,298	2,138

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	3,050	4,348	6,486
应收款项	3,162	2,617	2,855	3,418	3,851	4,639
存货	841	781	910	1,018	1,062	1,095
其他流动资产	5,433	10,840	7,911	7,825	8,127	8,429
流动资产	19,199	19,571	16,846	15,310	17,388	20,649
%总资产	78.8%	76.7%	60.9%	52.7%	55.4%	59.0%
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%	12.5%	12.1%	11.4%
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%	47.3%	44.6%	41.0%
资产总计	24,359	25,508	27,654	29,035	31,406	35,005
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,150	1,270	1,370	1,497	1,716	1,965
其他流动负债	2,439	2,297	3,890	3,699	3,567	3,274
流动负债	3,589	3,566	5,259	5,196	5,283	5,239
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	5,773	5,860	5,816
普通股股东权益	20,377	21,410	21,897	23,254	25,538	29,181
其中：股本	424	428	431	431	431	431
未分配利润	19,969	21,075	21,446	22,803	25,087	28,730
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	29,035	31,406	35,005

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.42	0.27	0.21	0.22	0.37	0.59
每股净资产	3.35	3.49	3.54	3.75	4.12	4.71
每股经营现金净流	0.08	0.52	0.28	0.24	0.35	0.48
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%	5.89%	9.00%	12.53%
总资产收益率	10.31%	6.45%	4.71%	4.72%	7.32%	10.45%
投入资本收益率	12.44%	7.79%	6.09%	4.44%	7.75%	12.24%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.71%	-8.04%	5.64%	20.59%	19.38%	20.48%
EBIT 增长率	-52.15%	-34.18%	-13.79%	-21.81%	91.78%	80.38%
净利润增长率	-52.52%	-34.47%	-20.78%	5.15%	67.72%	59.08%
总资产增长率	6.51%	4.72%	8.41%	4.99%	8.17%	11.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.8	67.5	60.6	57.4	54.7	52.6
存货周转天数	36.6	42.7	41.2	41.7	39.2	35.5
应付账款周转天数	51.7	63.7	64.3	61.9	60.5	60.5
固定资产周转天数	66.9	97.9	102.1	88.9	78.8	68.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.98%	-22.42%	-21.37%	-10.63%	-14.76%	-20.25%
EBIT 利息保障倍数	102.9	72.2	44.7	50.9	90.7	—
资产负债率	16.35%	16.07%	20.79%	19.88%	18.66%	16.62%

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