

思摩尔招股书速读

benacona@avza.com.cn

证券研究报告 2020年6月

分析师: 彭聪

执业资格证: S0020520040002

电话: 021-51097188 E-MAIL: pengcong@gyzq.com.cn

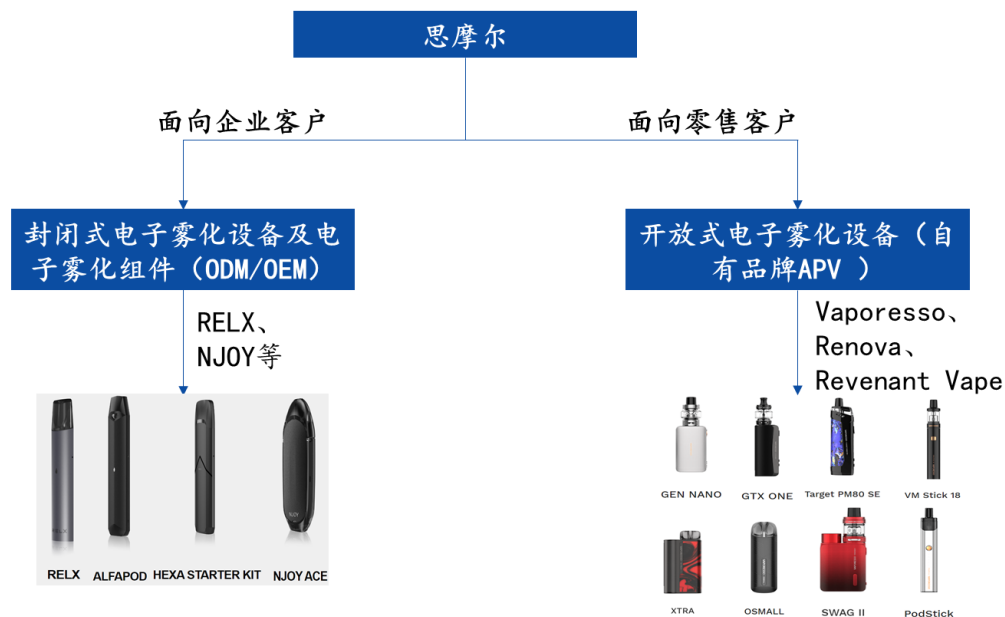
联系人: 黄浦

电话: 021-51097188-1859 E-MAIL: huangpu@gyzq.com.cn

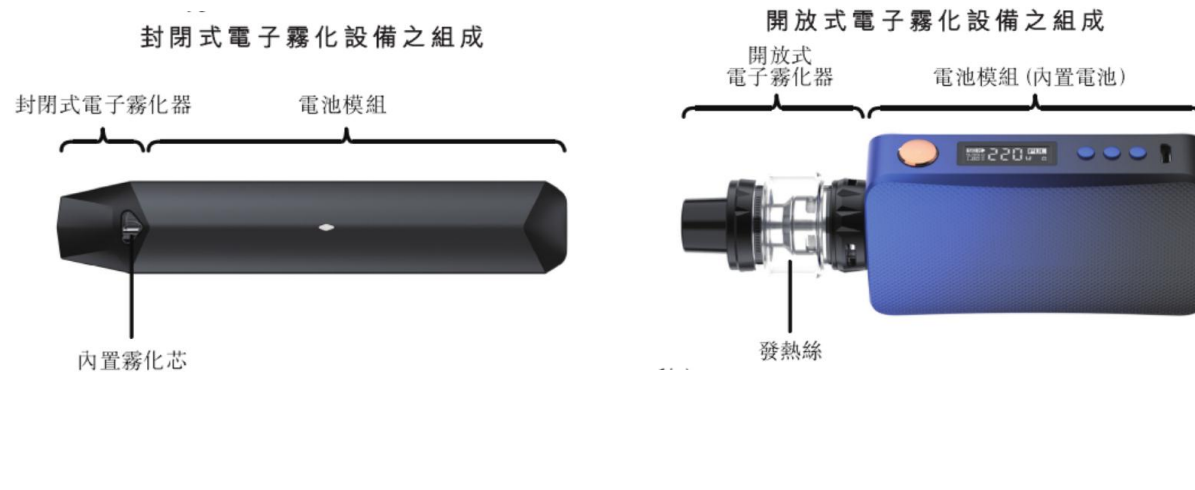
概况一：雾化芯+电子烟制造全球龙头，2019年全球市场份额16.5%

- 主营业务：公司通过创新及领先的雾化科技解决方案运营两个主要业务板块：（1）To B端，为全球领先烟草公司及独立电子雾化公司研究、设计及制造封闭式电子雾化设备及雾化组件；（2）To C端，自有品牌APV（开放式电子雾化设备）的研究、设计、制造及销售。
- 按营收计，公司全球最大电子雾化设备生产商，全球市场份额16.5%，拥有先进的研发、制造技术，深厚的客户基础。

图：公司主营业务



图：公司主要产品



概况二：2019年12月提交港交所上市申请，2020年6月18日 通过了港交所上市聆讯

- **发展历程：**思摩尔国际控股成立于2019年7月，主要通过其全资子公司麦克韦尔开展业务。思摩尔的创始人兼控股股东陈志平2007年首次涉足制造电子雾化设备及研发电子雾化技术，以少数股东身份加入深圳思摩尔科技有限公司，随后其股权增至85%。2009年9月陈志平通过代持安排成立深圳麦克韦尔，该公司为雾化及加热技术服务提供研发平台，同时为ODM、OEM业务模式制造及内部销售等提供平台，2012年深圳思摩尔注销，在此期间主要通过麦克韦尔开展业务。2014年麦克韦尔获亿纬锂能投资，2015年赴新三板上市，2019年摘牌后进行股权调整，12月思摩尔国际申请港交所上市。

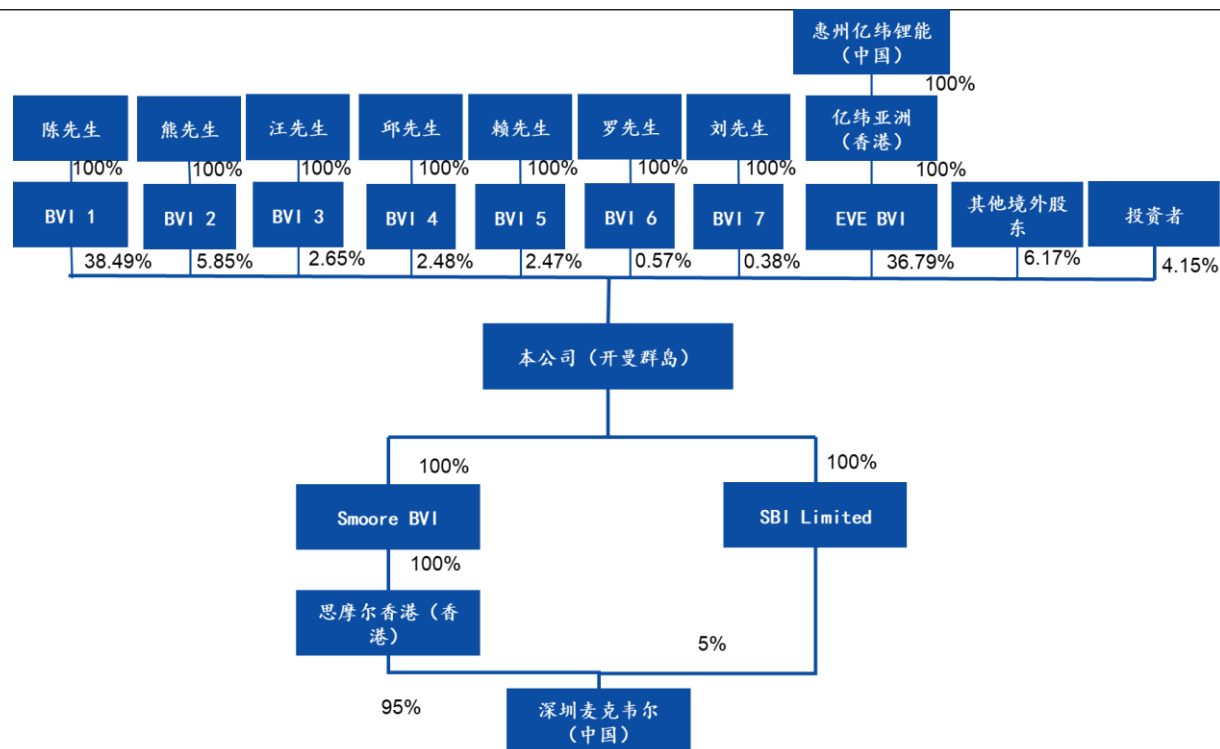
图：公司发展历程



概况三：高管与亿纬锂能等持股接近90%，核心管理团队行业经验丰富

- **股权结构：**公司实际控制人为创始人陈志平先生，在拟发行完成后，持有38.49%，成为第一大股东，与熊少明是一致行动人，合计持有公司44.34%的股份。亿纬锂能为第二大股东，持有36.79%，股权结构稳定。公司管理团队行业经验丰富，团队成员平均拥有8年的行业经验，其中公司董事长兼行政总裁陈志平，拥有十余年的行业销售、营销及业务管理经验。

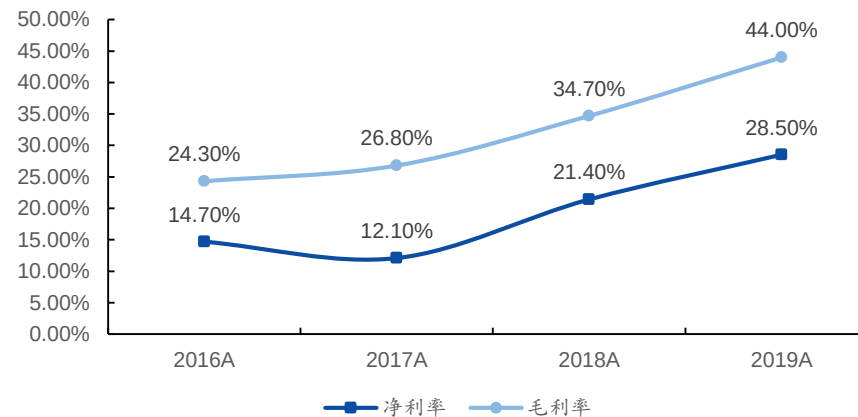
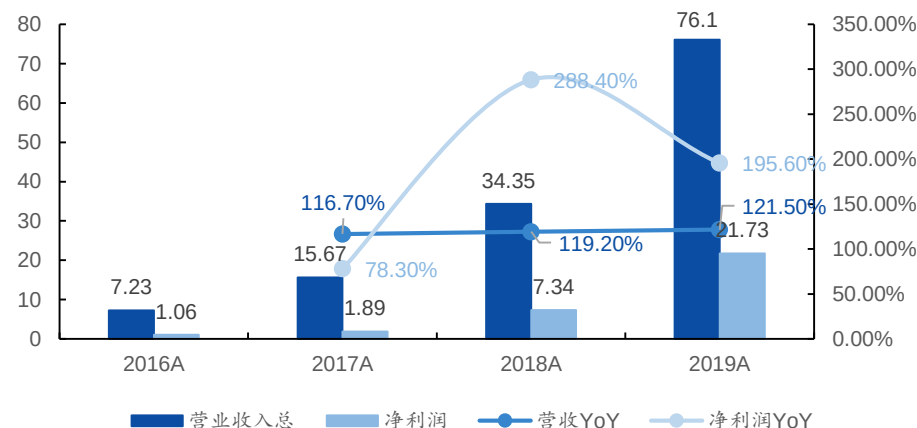
图：公司股权结构



经营情况：2019年营收同比增长121.50%，净利润同比增长196%

- 得益于电子烟市场的爆发，公司营业收入三年复合增速119.2%，2019年全年营业收入76.1亿元，同比增长121.50%，净利润21.73亿元，同比增长195.60%。
- 产品价格上升：2019年陶瓷加热技术的电子雾化设备销量增加导致雾化设备单价从2018年的5.7元/pcts增长到8.7元/pcts。2019年推出均价更高的新系列加热不燃烧产品，电子雾化组件从2018年的4.7元/pcts增长到7.5元/pcts。
- 订单快速增加&价格上升驱动公司盈利能力快速增长，2019年毛利率44.00%，提升9.3pct，净利率28.5%，提升7.1pcts。

图：公司2019年营收/净利润76.1/21.73亿元，同比增长121.50%/195.6% 图：2019年公司毛利率44%，净利率28.5%



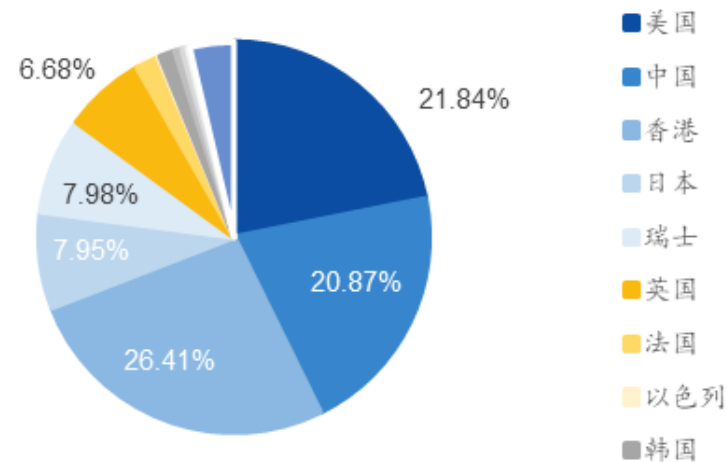
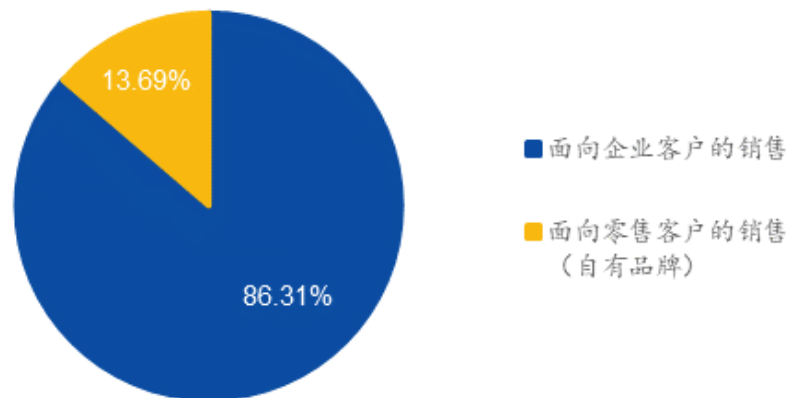
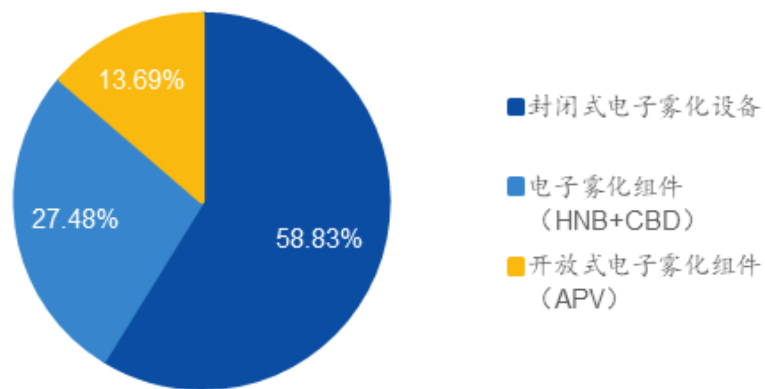
客户：与国际客户绑定，海外市场收入约80%

- 公司业务具体分为三类，其中封闭式电子雾化设备（包括陶瓷加热与不含陶瓷加热）占比58.83%。电子雾化组件主要包括HNB与CBD，占比27.48%。自有品牌业务APV占比13.69%。
- 公司大部分业务面向50多个海外国家的出口，主要包括美国、日本以及欧洲国家，根据更新后的招股书，2019年全年美国占比21.84%，香港占比26.41%（93%转运发往美国），对中国销售占比21.84%，考虑转运至美国，美国实际占比为46.5%。
- 公司客户：日本烟草、英美烟草、Reynolds Asia-Pacific、RELX及NJOY。

图：2019年产品结构

图：To B端贡献公司主要营收

图：2019年中美日为主要市场（营收占比）



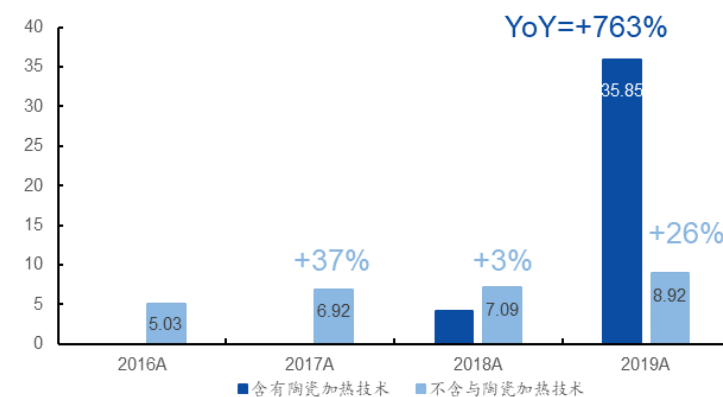
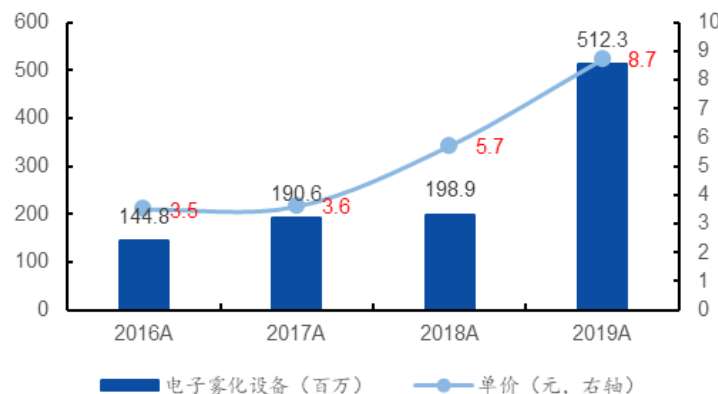
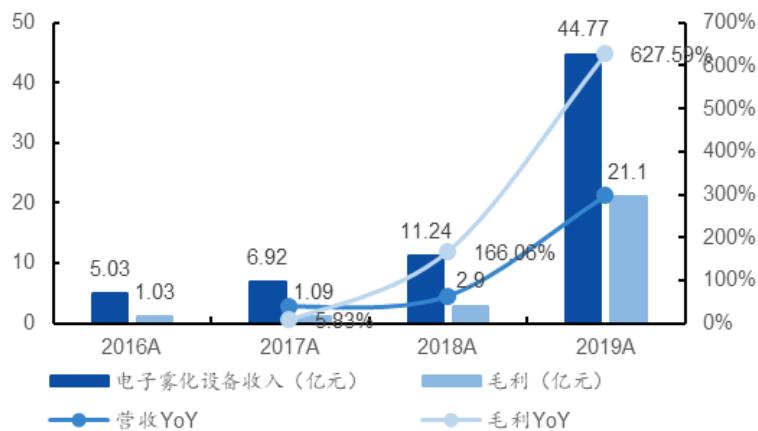
电子雾化设备业务：2019年营收增长298%，出货5.12亿只

- 电子雾化设备是指由封闭式电子雾化器（雾化芯和电子雾化液）和电池组成的电子雾化设备，主要是雾化电子烟。2019年电子雾化设备营收44.77亿元，同比增长298%，对应毛利21.1亿元，同比增长627.59%。受益于2019年搭载陶瓷雾化芯的电子烟在国内外市场的井喷式爆发，公司主要客户市占率显著提升，本块业务2019年同比增长近3倍，陶瓷加热型雾化设备占电子雾化设备营收的80%。
- 电子雾化设备量价齐升，2019年毛利率提升21pcts至47.10%。凭借电子烟市场的爆发，以及公司2018年以来量产的FEELM陶瓷雾化芯受到市场的认可，电子雾化设备2019年出货量5.12亿只，同比增长157.6%。18-19年电子雾化设备平均单价分别提升至5.7（+58%）、8.7（+53%）元，平均单价连续两年提升50%以上，带动毛利率提升至47.1%。

图：2019年电子雾化设备营收44.77亿元，同比增长298.31%

图：2019年电子雾化设备销量5.12亿只，平均单价8.7元

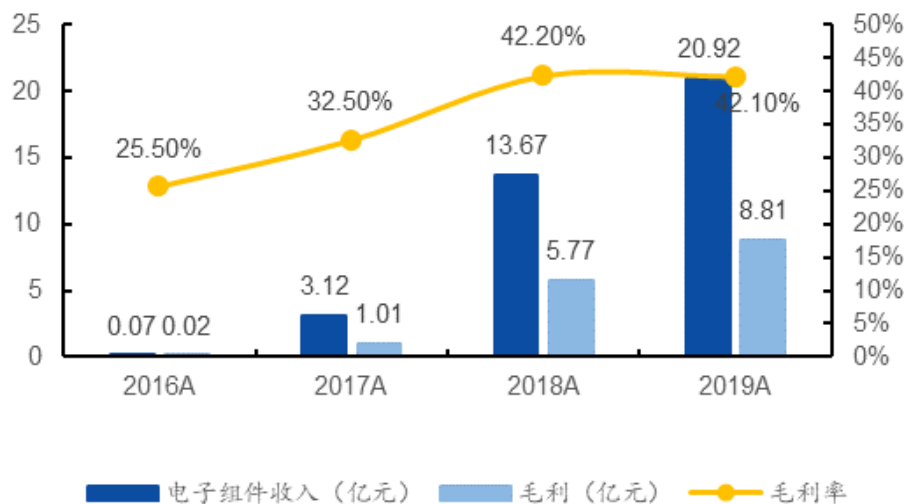
图：2019年雾化设备收入80%含有陶瓷加热技术



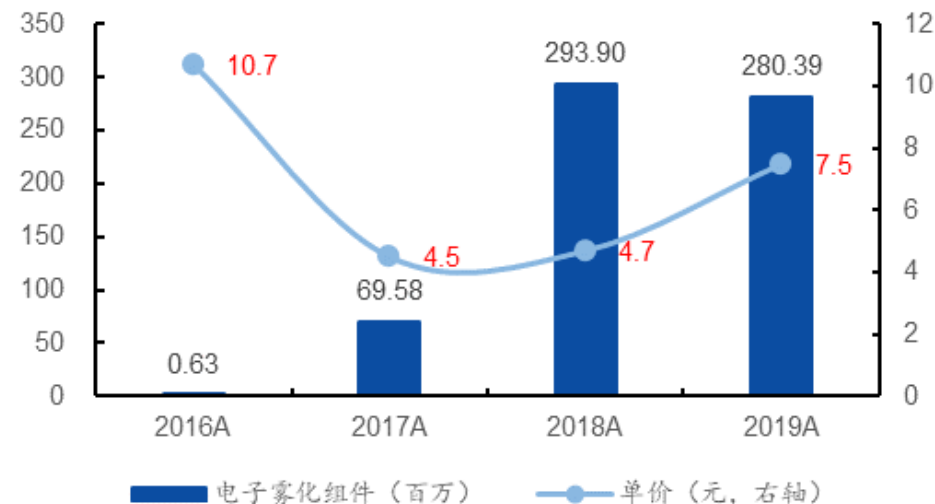
电子雾化组件：2019年收入20.92亿元，同比增长53.04%

- 电子雾化组件主要包括HNB、CBD和THC的封闭式电子雾化器和电池。1) HNB，公司电子雾化组件通过加热含有尼古丁的烟草胶囊产生雾化汽，2017年5月开始与日本烟草合作。2) 将陶瓷加热技术制造可用于医疗或娱乐用途的CBD及THC雾化的电子雾化设备组件（封闭式电子雾化器及电池）。
- 电子雾化组件2019年收入20.92亿元，同比增长53.04%，毛利8.81亿元，同比增长52.7%，毛利率为42.10%。

图：2019年组件营收20.92亿元，同比增长53.04%



图：2019年电子雾化组件销量2.8亿标准单位，平价单价7.5元



▶▶▶ APV: 2019年收入10.4亿元, 同比增长10.7%

- 面向零售客户业务板块下包含Vaporesso、Renova、Revenant Vape等自有品牌下的APV, 均为开放式电子雾化设备。
- 2019年公司自营APV收入10.4亿元, 同比增长10.7%。毛利贡献3.6亿元, 同比增长12.5%, 毛利率34.7%。
- 自有品牌平均销售价格2016-2019年分别为159.5/118.1/108.9/81.8元, 主要是公司改变产品策略提供更小尺寸的产品组合, 以满足客户的偏好。

图: 2019年APV营收10.4亿元, 同比增长10.7%

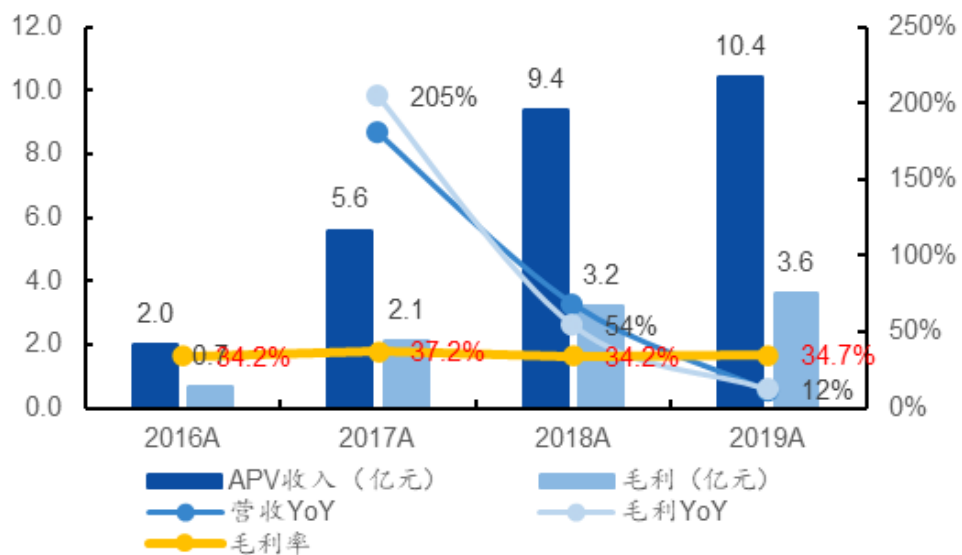
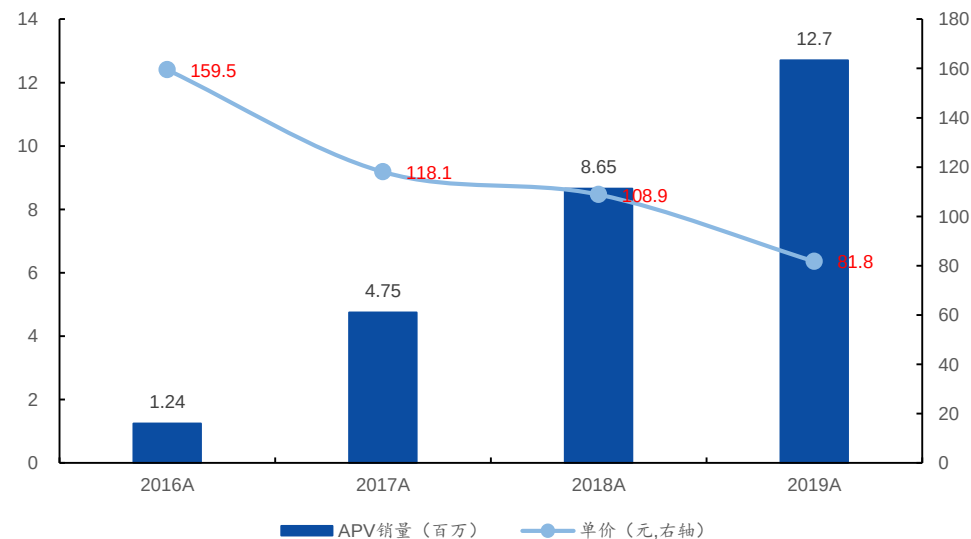


图: 2019年APV销量1273万个, 平均单价81.8元



»»» 看点一：疫情影响相对较小，前四个月B端销售收益+20.3%，C端销售收益-40.5%，总收益+7.8%

- COVID-19爆发使得2020年一季度产能较计划产能降低三分之一，2月17日期逐步恢复生产与3月中旬恢复全面生产与运营。
- 截至2020年4月30日止四个月面向企业客户销售的收益及销售量的分别相较于2019年同期增长约20.3%及12.4%。
- 截至2020年4月30日止四个月面向零售客户销售的自有品牌APV的销售收益及销售量的分别相较于2019年同期分别减少约40.5%及33.6%。因此，截至2020年4月30日止四个月的总收益相较于2019年同期增长7.8%。

表：COVID-19对前五大客户的影响

客户	销售司法权区	客户是否于截至最后实际可行日期复工	对自2020年1月1日至最后实际可行日期的销售渠道之影响	对自2020年1月1日至最后实际可行日期的订单之影响
SVI Global Tech Limited	美国	居家办公	销售渠道通常不会受影响。	订单少于预期
客户H	美国	办公室复工	销售渠道通常不会受影响。	因消费者需求及销售渠道未受影响故并无受影响
客户A	日本及欧洲	办公室复工	销售渠道通常不会受影响。	客户取消了人民币3.8百万元的订单，占该客户于2019年收益贡献的约1.0%，乃主要由于需求低于预期
客户J	中国	办公室复工	销售渠道通常不会受影响。	因终端消费者需求及销售渠道未受影响故并无受影响。
客户G	美国	居家办公；重要员工于办公室复工	暂时关闭若干实体店铺。然而，在线店铺继续营业且并未受影响	订单略微受到负面影响

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

>>> 看点一：疫情影响相对较小，前四个月B端销售收益+20.3%， C端销售收益-40.5%，总收益+7.8%

表：COVID-19对主要市场（2019年收益占90%）的影响情况

国家	对电子烟雾化设备及电子烟雾化组件消费者需求的影响	对自有品牌APV消费者需求的影响	对面向企业客户销售之销售渠道的影响		对面向零售客户销售之销售渠道的影响	
			主要销售渠道	影响	主要销售渠道	影响
美国	因该等产品属日常消费品且具有一定的客户粘性故影响有限	暂时影响有关需求	便利店及加油站	由于便利店及加油站通常继续营业故影响有限	电子烟雾化商铺、烟草商铺及线上店铺	大部分电子烟雾化商铺及烟草商铺已减少了营业时间。线上商铺的销售有所增加
中国		暂时影响有关需求	便利店及超市	由于便利店及超市通常继续营业故影响有限		便利店及超市因便利店及超市继续营业故影响有限
日本		因往绩记录期我们销往日本超过99.0%的产品乃为加热不燃烧设备的电子烟雾化组件故不适用	便利店、专卖店及烟草商铺	因销售渠道继续开放故并无影响	因往绩记录期我们销往日本超过99.0%的产品乃为加热不燃烧设备的电子烟雾化组件故不适用	因往绩记录期我们销往日本超过99.0%的产品乃为加热不燃烧设备的电子烟雾化组件故不适用
瑞士		因主要销售渠道继续开放故并无重大影响	便利店及电子烟商铺	因便利店继续营业故并无重大影响	便利店及电子烟商铺	因便利店继续营业故并无重大影响
英国		暂时影响有关需求	便利店及加油站	因便利店及加油站通常继续营业故影响有限	电子烟商铺、烟草商铺及线上店铺	暂时关闭电子烟商铺及烟草商铺，销售乃通过线上店铺或电话进行。
法国		暂时影响有关需求	便利店及加油站	因便利店及加油站通常继续营业故影响有限	电子烟商铺、烟草商铺及线上店铺	大部分电子烟商铺及烟草商铺已减少了营业时间

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

看点二：PMTA截至在即，利好行业健康发展，部分客户PMTA申请已经获得接纳

- 监管靴子逐渐落地，驱动行业新一轮规划化增长。美国政府于2009年授予FDA（美国食品药品监督管理局）监管烟草制品的权利，FDA于2016年将电子烟纳入监管范围。以Juul为代表的电子烟创业公司三年时间估值达380亿美金，行业迎来野蛮增长阶段，2018年市场规模达181亿美元。后为了规范行业健康发展，2019年FDA出台PMTA法案，规定2007年2月15日后，任何新型烟草产品的合法上市都需要经过美国FDA审批，申请上市的法定截止日期为2020年9月9日，提交申请后可继续销售产品一年，如果申请没有通过则产品要求被强制下架。2020年特朗普政府为保护未成年人，将电子烟购买者的年龄下限从18提到21岁，并对调味电子烟颁布禁令，目前只有薄荷醇和烟草味的电子烟可以在市场上销售。
- 根据招股书更新，公司将于2020年9月9日前根据烟草上市前申请规定评估及先前销售业绩就两类自有品牌APV筹备烟草上市前申请。美国的前五大客户中有两名客户已为公司制造的产品筹备烟草上市前申请且该等烟草上市前申请已获食品药品监督管理局接纳。美国的其他企业客户预期于截止日期之前就公司制造的产品筹备烟草上市前申请。

表：美国电子烟监管政策梳理

时间	主体	内容
2016/8	FDA:《烟草制品的管控法案》	设计所有烟草制品，包括电子烟产品（涵盖E-cigarette以及APV类产品）等
2009/6	美国政府:《预防家庭吸烟和烟草控制法》	授予FDA监管卷烟、卷烟烟草、无烟烟草和自制卷烟的权力
2019/9	FDA:PMTA拟议法案	明确将电子烟划入PMTA程序中，要求现有电子尼古丁传送系统产品的烟草上市前申请须于2020年9月9日前提交上市申请；申请包括制造和供应链体系，如果没有被批准则禁止流通
2019	纽约州、密歇根州、华盛顿州、俄勒冈州、蒙大拿州及罗德岛州：临时紧急香味禁令	目前，纽约、俄勒冈州调味电子烟的禁令已经生效；密歇根州、蒙大拿州已经失效或者被搁置；纽约州、俄勒冈州及蒙大拿州的法院随后禁止了该禁令；罗德岛州目前已将临时禁令变更为永久禁令
2020/1	特朗普政府	宣布全美范围内对水果、糖果、薄荷和甜点口味的电子烟下了禁令；为保护未成年人将全美范围内购买所有烟草和电子烟产品的最低年龄从18岁提高到21岁
2020/3	FDA:“卷烟包装和广告的必要警告”规则	2021年6月18日起，新的香烟健康警示语将在香烟包装和广告中突出显示，占据香烟包装前后面板面积的前50%和香烟广告顶部面积的至少20%

资料来源：FDA，思摩尔招股书 国元证券研究中心

- ❑ 公司拥有10个专业及大型生产基地，主要位于深圳东莞两地，2016年开始加快生产扩展并设立更多的生产基地，当前电子雾化设备业务方面，每月产能超过1亿个标准单位。
- ❑ 本次募资主要用于广东省江门市和深圳产业园的建立，其中江门一期产业园计划于2022年投产，二期计划于2023年投产；深圳产业园计划2024年投产，产业园投产后，月产能预计分别增9000万/1.2亿/5190万标准单位。其次，用于投资研发，包括建设深圳集团级研究院、开发新加热技术及支付产品认证开支、自动化生产线配套及ERP系统升级。

表：募资主要用于产能扩张与自动化产线建设

募集资金用途	详细说明	投资额
提高产能，包括广东省江门及深圳建立产业园	江门产业园：2022年6月第一期投产，面积为33万平方米，96条自动化生产及装配线，2600名员工，面向企业销售而言，产能将增加9000万/月；2023年第二期投产，建筑面积44万平方米，产能将增加1.2亿/月 深圳产业园：2024年投产，18.7万平方米，产能将增加5190万/月	江门一期投资12亿元，一二期合计投资27-30亿元；深圳产业园投资投资10.4亿元
投资研发，包括深圳设立集团级研究院、开发新加热技术及支付产品认证开支	研究院：6万平方米，2025年运营	
在新生产基地实施自动化生产及装配线、升级集团级ERP系统及现有工厂	-	
拨付运营资金及其他一般企业用途	-	

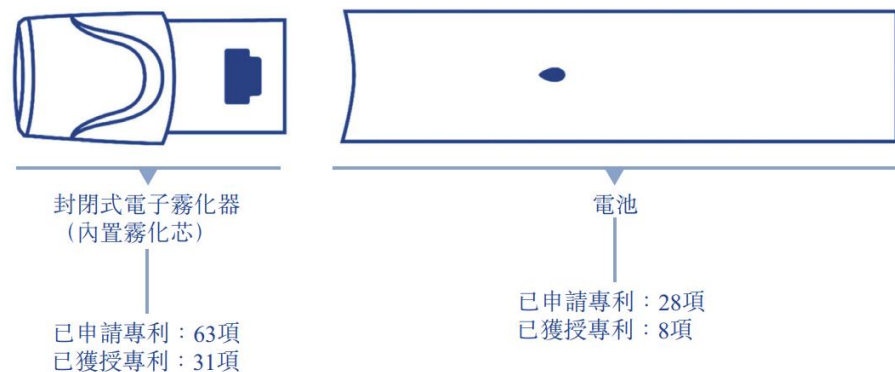
表：公司年产能及利用率情况

(亿标准单位)	2016	2017	2018	2019
面向企业客户销售	2.20	2.94	6.47	11.26
产能利用率	65.97%	88.98%	79.40%	62.50%
电子雾化设备产能	1.65	1.79	2.97	5.93
产能利用率	75.50%	77.72%	69.63%	72.38%
电子雾化组件产能	0.55	1.15	3.50	5.34
产能利用率	37.45%	106.43%	87.70%	51.54%
面向零售客户销售产能	0.06	0.11	0.19	0.25
产能利用率	20.76%	43.18%	53.25%	49.40%

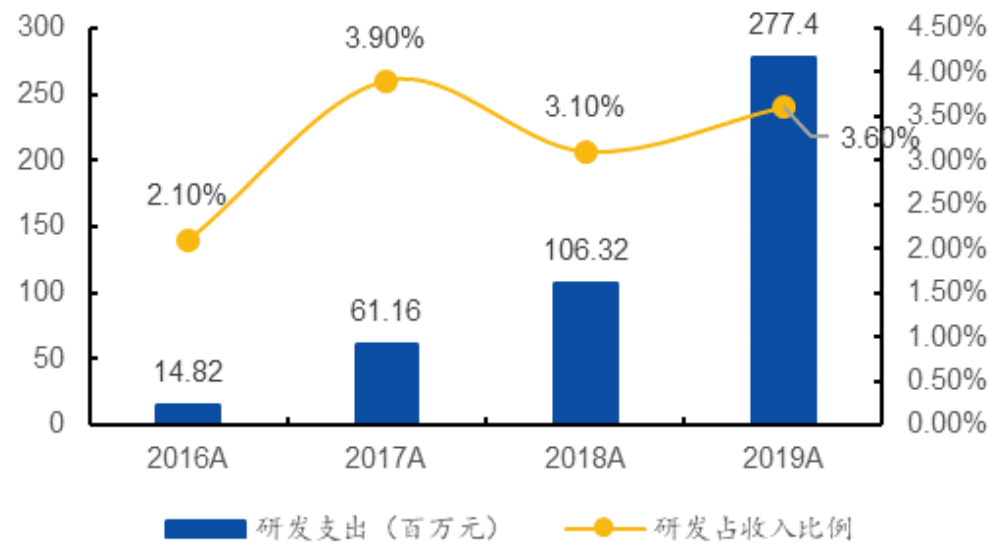
资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

- FEELM技术领先。**2016年，公司推出第二代加热技术FEELM，其将金属薄膜与陶瓷导体相结合，在材料和结构科学方面实现提升。FEELM的金属薄膜设计创造了宽幅加热表面，可以施加温度，确保了即时雾化汽的产生。因在雾化技术和材料上的突破性创新，于2018年9月荣获全球烟草论坛GTNF颁发的“金叶奖”。
- 研发人员众多+研发支出力度较高。**公司研发平台由基础研究院、技术中心及技术产业化中心构成，研发人员超过634名，2019年研发支出2.77亿元，申请国内外专利超过1,500项，其中已获授700多项专利。

图：知识产权保护示例—封闭式电子雾化设备



图：思摩尔2019年研发支出2.77亿元，研发费用率3.6%



>>> 附表一：主营业务构成

表：思摩尔主营业务构成

	年份	2016A	2017A	2018A	2019A
电子雾化设备	收入（亿元）	5.03	6.92	11.24	44.77
	YoY		37.57%	62.43%	298.31%
	毛利润（亿元）	1.03	1.09	2.9	21.1
	YoY		5.83%	166.06%	627.59%
	毛利率	20.5%	15.8%	25.9%	47.10%
	产能（亿）	1.65	1.79	2.97	5.93
	产量（亿）	1.25	1.39	2.07	4.29
	销量（亿）	1.45	1.91	1.99	5.12
	平均单价（元）	3.5	3.6	5.7	8.7
	收入（亿元）	0.07	3.12	13.67	20.92
电子雾化组件	YoY		4357.14%	338.14%	53.04%
	毛利润（亿元）	0.02	1.01	5.77	8.81
	YoY		4950.00%	471.29%	52.69%
	毛利率	25.50%	32.50%	42.20%	42.10%
	产能（亿）	0.55	1.15	3.50	5.34
	产量（亿）	0.21	1.23	3.07	2.75
	销量（亿）	0.01	0.70	2.94	2.80
	平均单价（元）	10.7	4.5	4.7	7.5
	收入（亿元）	2	5.6	9.4	10.41
	YoY		180.00%	67.90%	10.70%
APV	毛利润（亿元）	0.67	2.087	3.22	3.61
	YoY		204.60%	54.30%	12.40%
	毛利率	34.20%	37.20%	34.20%	34.70%
	产能（亿）	0.06	0.11	0.19	0.25
	产量（亿）	0.01	0.05	0.10	0.13
	销量（亿）	0.01	0.05	0.09	0.13
	平均单价（元）	159.5	118.1	108.9	81.8
	收入（亿元）	7.23	15.67	34.35	76.1
	YoY		116.70%	119.20%	121.50%
	毛利润（亿元）	1.06	1.89	7.34	21.7
合计	YoY	14.70%	12.10%	21.40%	28.50%
	毛利率		78.30%	288.40%	195.60%

资料来源：思摩尔招股书 国元证券研究中心 注释：产销量为公司所换算的标准单位

表：思摩尔利润表

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
营业收入	7.07	15.65	34.34	76.10
营业成本	(5.35)	(11.46)	(22.43)	(42.58)
毛利	1.72	4.19	11.91	33.20
其他收入-经营	0.18	0.05	0.16	0.49
其他经营净收益	0.09	(0.18)	0.03	(0.23)
应收贸易账款及应收票据减值亏损	(0.02)	(0.01)	(0.04)	(0.05)
销售费用	(0.19)	(0.51)	(0.99)	(1.58)
管理费用	(0.33)	(0.63)	(1.23)	(3.27)
研发费用	(0.15)	(0.61)	(1.06)	(2.77)
财务费用	(0.01)	(0.03)	(0.08)	(0.18)
除税前溢利	1.30	2.27	8.69	25.67
所得税	(0.23)	(0.38)	(1.35)	(3.93)
净利润与综合收益总额	1.06	1.89	7.34	21.74
单位：亿元，CNY				

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn