

【广发轻工&海外】思摩尔国际 (06969.HK)

21H1 国内业务高增，盈利持续改善

公司评级	增持
当前价格	43.40 港元
合理价值	52.34 港元
前次评级	增持
报告日期	2021-08-20

核心观点:

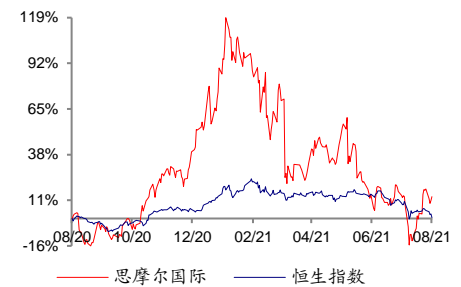
- 思摩尔发布中期业绩公告，21H1 营收 69.53 亿元，同比增长 79.19%，调整后净利润 29.75 亿元，同比增长 127.47%。其中 Q2 调整后净利润 17.48 亿元，同比增长 76.29%，环比增长 42.40%。
- 收入端，①分业务看，21H1 面向企业客户/零售客户的收入同比增长 86.2%/16.7%；②分地区看，21H1 中国大陆/中国香港/美国/欧洲/日本营收变动为 330.8%/20.4%/27.3%/24.8%/-39.6%，考虑香港和大陆的再出口，实际美国最高增速接近 25%，大陆增速超过 400%。③具体来看，美国 21H1 一次性小烟骤增或制约换弹小烟行业增速，但大客户英美烟草因战略积极转向、价格战&营销战等实现份额提升，根据英美烟草中报，其美国雾化烟收入固定汇率下同比增长 56.3%，而预计公司其他客户和品类恢复缓慢。国内 21H1 实际收入占比升至 40.8%，政策落地前供给大幅扩张，渠道加速拓展，大客户悦刻一季报指引 21H1 收入预计同比增长 386%，国内新增头部品牌作为公司客户，且销售额同样高增。此外，欧洲增速回暖，日本消费税负面影响持续。
- 盈利端，21H1 毛利率同比提升 5.9pct 至 54.9%，调整后净利率同比提升 9.1pct 至 42.8%。公司减少材料损耗、发挥规模效应，且提高自动化水平。销售费用率同比下降 0.9pct，研发费用率同比下降但研发费用稳定增长，截至 21H1 累计申请专利 2616 件，获得授权 1272 件。
- 盈利预测与投资建议。预计 21-23 调整后净利 58/75/96 亿元，同比增 49%/30%/28%，给予思摩尔国际 21 年 45 倍 PE 的合理估值，对应合理价值 52.34 港元/股（使用港币汇率为 0.83），维持“增持”评级。
- 风险提示。全球控烟行动加剧；新型烟草相关政策具有不确定性。

盈利预测：（注：除非特别注明，报告货币单位是人民币）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,610.60	10,009.94	14,797.44	19,598.85	25,419.56
增长率（%）	121.6%	31.5%	47.8%	32.4%	29.7%
EBITDA（百万元）	2,596.88	4,201.27	7,206.93	9,473.62	12,238.53
归母净利润（百万元）	2,173.79	3,893.43	5,785.93	7,501.04	9,571.11
增长率（%）	196.2%	79.1%	48.6%	29.6%	27.6%
EPS（元/股）	0.37	0.66	0.97	1.25	1.60
市盈率（P/E）	-	91.30	37.43	28.87	22.62
ROE（%）	-	31.4%	31.8%	29.2%	27.1%
EV/EBITDA	-	48.80	28.22	28.20	21.50

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

曹倩雯



SAC 执证号: S0260520110002



caoqianwen@gf.com.cn

分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 【广发轻工&海外】思摩尔国际(06969.HK):21Q2 净利好于预期，龙头壁垒逐步夯实 2021-07-09
- 【广发轻工&海外】思摩尔国际(06969.HK):整体经营稳健，竞争优势突出 2021-06-06
- 【广发轻工&海外】思摩尔国际(06969.HK):21Q1 净利同比高增，整体运营良好 2021-04-22

一、营收净利快速增长

思摩尔国际2021H1实现营收69.53亿元，同比增长79.19%，剔除上市一次性开支后净利润29.75亿元，同比增长127.47%，在前期预告区间内。其中Q2调整后净利润17.48亿元，同比增长76.29%，环比增长42.40%。

图1：思摩尔国际营收与增速

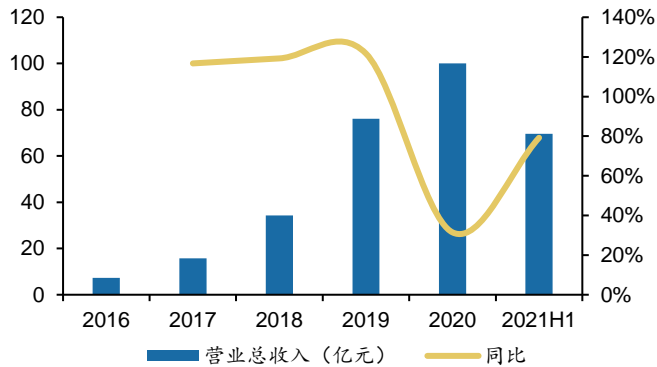
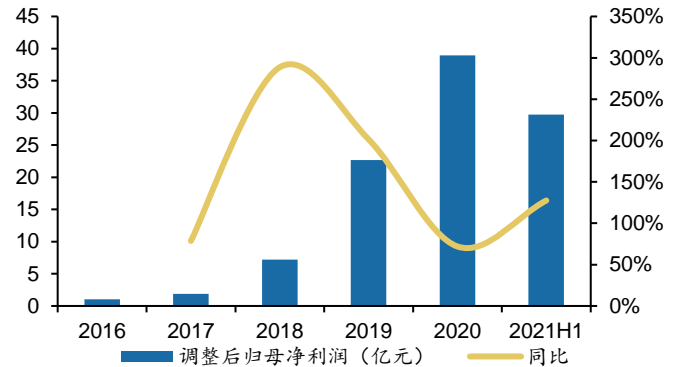


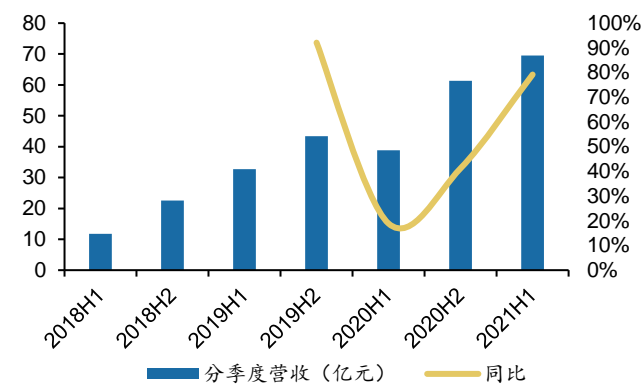
图2：思摩尔国际调整后归母净利润与增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

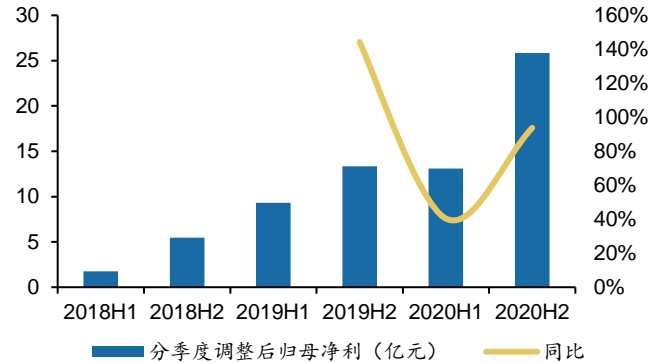
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：思摩尔国际半年度营收



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：思摩尔国际半年度调整后归母净利润



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

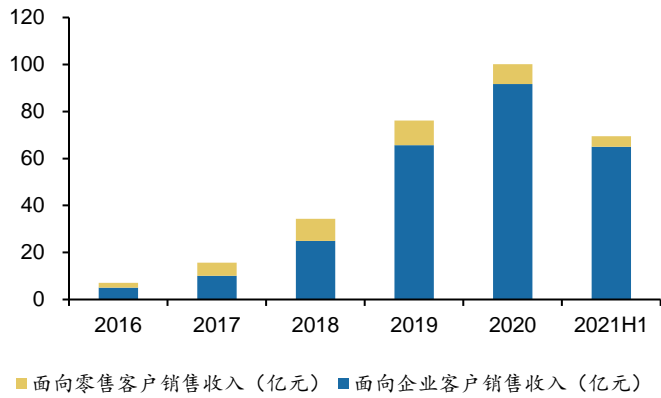
二、内销收入高速增长，小烟贡献主要增量

分品类看：雾化小烟仍在景气向上通道。①公司面向企业客户的销售收入同比增长86.2%，收入主要由雾化小烟代工贡献，国内客户悦刻引领行业扩张，海外客户英美烟草积极提升份额，此外公司及时扩充产能与人员，其他品类看HNB同比有一定压力，CBD/THC行业呈向上态势。②面向零售客户的销售收入同比增长16.7%，收入主要来自海外雾化大烟（APV产品）零售，去年疫情导致专卖店减少营业时间或关闭，今年渠道有一定恢复。

分地区看：中国大陆收入大幅增长，美国和欧洲收入平稳向上。中国大陆/中国香港/美国/欧洲/日本营收同比变动分别为330.8%/20.4%/27.3%/24.8%/-39.6%。

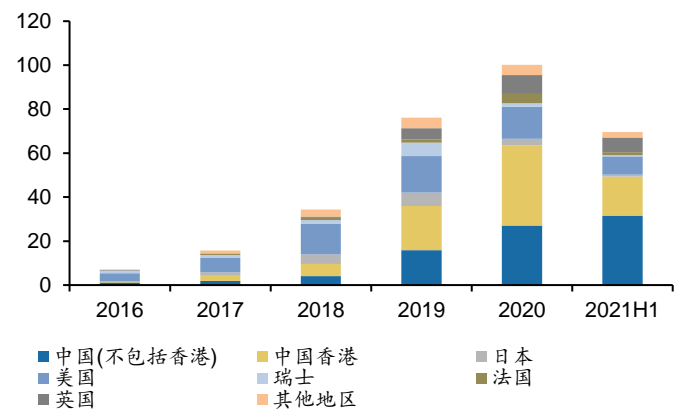
其中，销往香港的产品实际需转运至其他国家，21H1香港收入中94.0%发往美国（20H1为96.7%），而大陆客户包含出口贸易商，对应产品最终销往国外，21H1大陆收入实际占比40.8%（即10.1%实为出口），假设大陆贸易商出口全部销往美国，则实际美国营收同比增速至多25%，而实际国内营收同比增速在400%以上。

图5：思摩尔国际分品类营收



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：思摩尔国际分地区营收 (亿元)

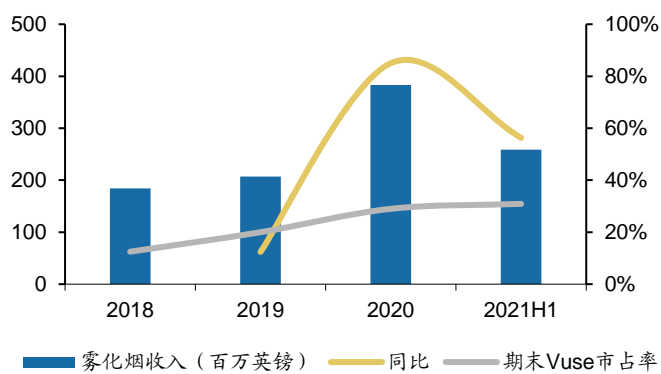


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

具体分析，美国看，虽根据英美烟草中报，雾化烟行业同比增速恢复至30%，但增长主要源于一次性小烟的急剧增加（目前可卖多口味），换弹小烟受到一定挤压且口味烟禁令影响持续。其中JUUL受政策和舆论影响份额稳中有降，而思摩尔大客户英美烟草因战略积极转向新型烟草、充足资金发起价格战与营销战、在渠道网络快速铺货，实现份额提升。根据英美烟草中报，美国Vuse收入同比增长40.8%，固定汇率下同比增长56.3%，市占率由20年平均24.9%升至21H1平均30%，但美国其他客户如NJoy/日烟表现平淡，大烟（APV）缓慢恢复。

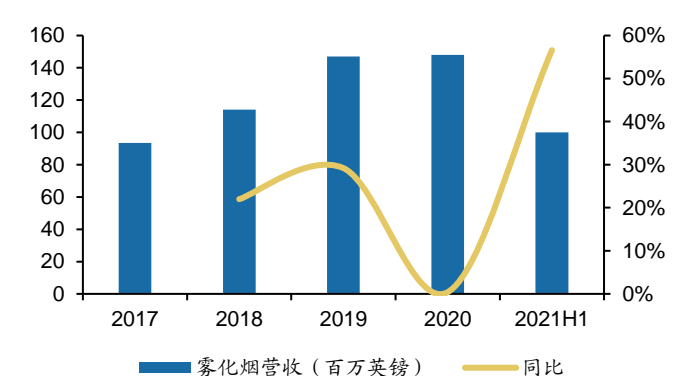
国内看，21H1中国大陆实际收入占比升至40.8%，国内政策落地前供给大幅扩张，渠道加速拓展。根据一季报，大客户悦刻21Q1收入同比增长551%，同时指引21H1收入预计同比增长386%，H1门店保持扩张且改善渠道管理，虽竞争加剧但市场地位相对稳固。此外，其他国内头部品牌如柚子、魔笛、雪加等按照规划拓展渠道保持增长，思摩尔也顺利进入新客户供应链。

图7：英美烟草美国雾化烟收入与增速



数据来源：广发轻工《详解英美烟草中报，新型烟草全区域多品类高增》、广发证券发展研究中心

图8：英美烟草欧洲与北非雾化烟收入与增速



数据来源：广发轻工《详解英美烟草中报，新型烟草全区域多品类高增》、广发证券发展研究中心

欧洲来看，新型烟草自然需求向上&政策扰动较小，今年疫情缓解后呈现增速回暖，根据英美烟草中报，英美烟草欧洲与北非地区雾化烟收入同比增长56.6%，Vype品牌迁移至Vuse后享品牌红利而高增。

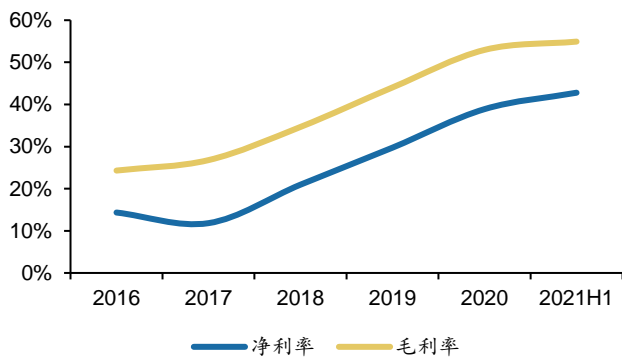
日本来看，主要销售HNB产品，营收下滑一方面系20H1日本HNB税收增加影响延续至21H1，另一方面大客户日烟HNB产品竞争力较弱且产品供应链面临调整，但公司正在拓展新客户弥补下滑态势，产品也持续迭代。

三、规模效应与自动化升级，盈利能力大幅提升

21H1思摩尔国际毛利率同比提升5.9pct至54.9%。调整后净利率同比提升9.1pct至42.8%。毛利率提升一方面因公司梳理供应链条、减少材料损耗、发挥采购的规模效应，另一方面因公司提高自动化和智能化生产水平，单线生产效率可达每小时7200个雾化器。拆分成本结构，原材料成本/生产间接成本占比分别下降2.4/1.8pct至69.2%/11.3%。

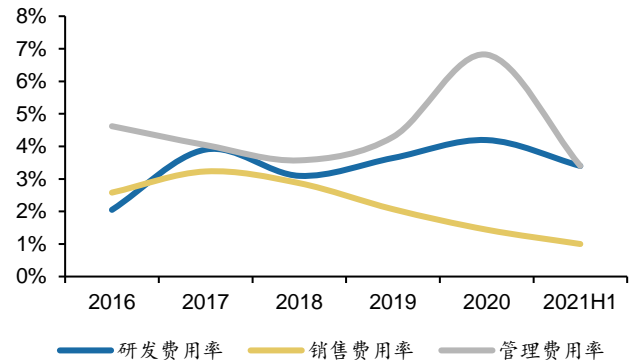
21H1思摩尔销售费用率同比下降0.9pct至1.0%，基于规模效应与管理效率提升，剔除上市一次性费用后，管理费用率预计同比持平，剔除去年PMTA申请费，则研发费用率同比下降1.5pct至3.4%，但研发费用同比增长23.7%。公司持续在雾化烟、HNB以及医疗保健雾化等领域投入研发，全球设立7个研究院，21H1增加研发人员160余人，申请专利366件，截至2021H1，公司有超千人的研发团队，研发人员占非生产人员一半，累计申请专利2612件，累计获得专利授权1272件。

图9：思摩尔国际毛利率及净利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：思摩尔国际期间费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

四、未来展望：海外客户提份额，内销存在不确定性

海外来看，以美国为例，第一，雾化烟特别换弹小烟行业仍有承压，但根据英美烟草中报，FDA已开始对一次性小烟进行审查，后续有望采取管制，叠加政策禁令消化，行业有增速回暖的可能。第二，思摩尔大客户英美烟草维持高景气，在美份额缓步上移，公司预计2025年新型烟草收入有望达50亿英镑，若达成目标则未

来五年CAGR预计28%。第三，公司在美全部客户进入PMTA第三阶段的审核阶段，未来落地可进一步提升集中度，而且根据蓝洞新消费，近日FDA拒绝电子烟公司JD Nova的450万份PMTA申请，因其缺乏足够环境评估，迈出实质性一步。第四，公司雾化大烟零售品牌PMTA也有4款产品进入审核阶段，若通过也受益于行业门槛提升；CBD/THC需求旺盛，合法市场预计持续扩张，思摩尔受益于行业趋势。此外，公司进一步加强HNB的市场和客户的开拓。

国内来看，3月22日工信部和烟草局起草《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，在附则中增加一条“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”，因此政策监管有望落地，中烟的管控预计对国内电子烟行业增速、思摩尔市占率与盈利能力形成一定制约，具体影响需等相关细则落地。此外，政策落地前虽然行业趋势向上，但已有一些管控收紧的迹象，例如根据蓝洞新消费，湖南中烟在21年7月的烟草工作会议提到，摸排登记辖区电子烟实体店1635户、清退864户，上下游已加强管控，且舆论也有一定制约作用。此外，HNB也在加强与中烟的产品研发合作。

五、盈利预测

预计思摩尔2021年-2023年实现收入148/196/254亿元，同比增长48%/32%/30%；调整后归母净利润58/75/96亿元，同比增长49%/30%/28%。

参考可比公司中烟香港净利增速（预计2020年~2023年CAGR=6%）和PE估值水平（21年44倍），以及思摩尔业绩增长情况（预计2020年~2023年CAGR=35%），再考虑到政策不确定性带来估值压制，给予思摩尔国际2021年45倍PE的合理估值，对应合理价值52.34港元/股（使用港币汇率为0.83），维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS		PE	
		2021/08/19	2021E	2022E	2021E	2022E
06055.HK	中烟香港	15.08	0.35	0.46	43.5	33.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：中烟香港数据来自 Wind 一致预期；中烟香港收盘价及 EPS 货币单位为 HKD；收盘价为 2021/08/19 收盘价

六、风险提示

控烟趋势加剧；新型烟草市场接受度不足；政策不确定性风险；电子烟发明专利等知识产权风险。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,170	12,441	17,018	22,326	28,982
货币资金	731	9,558	13,191	16,336	20,390
应收及预付	659	2,218	1,644	2,450	3,631
存货	548	439	943	1,364	1,935
其他流动资产	231	226	1,240	2,176	3,026
非流动资产	1,132	2,333	4,495	7,700	11,842
固定资产	833	1,116	2,989	5,720	9,257
无形资产	59	88	277	551	906
租金按金	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
其他	241	1,129	1,229	1,429	1,679
资产总计	3,302	14,774	21,513	30,026	40,824
流动负债	2,049	2,108	3,062	4,074	5,300
短期借款	368	0	0	0	0
应付及预收	442	702	983	1,321	1,729
其他流动负债	1,240	1,406	2,079	2,753	3,571
非流动负债	518	266	266	266	266
长期借款	232	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	286	266	266	266	266
负债合计	2,567	2,374	3,328	4,339	5,566
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	0	410	599	599	599
留存收益与资本公积	735	11,990	17,586	25,087	34,658
归属母公司股东权益	735	12,400	18,186	25,687	35,258
负债和股东权益	3,302	14,774	21,513	30,026	40,824

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,615	10,010	14,797	19,599	25,420
营业成本	4,258	4,714	6,601	8,864	11,609
销售费用	158	144	148	196	254
管理费用	327	683	518	686	890
财务费用	14	-70	-114	-148	-184
营业利润	2,567	4,171	7,069	9,179	11,730
利润总额	2,567	3,118	7,232	9,376	11,964
所得税	393	718	1,446	1,875	2,393
上市一次性开支加回	90	1,494	0	0	0
调整后净利润	2,265	3,893	5,786	7,501	9,571
EPS (元)	0.39	0.66	0.97	1.25	1.60

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,184	3,035	6,384	7,095	9,154
净利润	2,265	3,893	5,786	7,501	9,571
折旧摊销	30	30	138	295	508
营运资金变动及其他	-111	-888	459	-701	-925
投资活动现金流	-489	-1,261	-2,750	-3,951	-5,101
资本支出	-560	-313	-2,200	-3,300	-4,400
投资变动	71	-949	-550	-651	-701
筹资活动现金流	-1,900	7,058	0	0	0
银行借款	600	-600	0	0	0
股权融资	0	410	0	0	0
现金净增加额	-1,142	8,832	3,634	3,145	4,054
期初现金余额	-1,358	1,610	9,558	13,191	16,336
期末现金余额	-211	10,442	13,191	16,336	20,390

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	121.6%	31.53%	47.83%	32.45%	29.70%
营业利润增长	198.7%	62.50%	69.46%	29.85%	27.80%
归母净利润增长	208.6%	79.11%	48.61%	29.64%	27.60%
获利能力					
毛利率	44.05%	52.91%	55.39%	54.77%	54.33%
净利率	38.90%	36.66%	38.84%	38.10%	37.53%
ROE	-	31.40%	31.82%	29.20%	27.15%
偿债能力					
资产负债率	77.75%	16.07%	15.47%	14.45%	13.63%
净负债比率	-17.8%	-77.1%	-72.5%	-63.6%	-57.8%
流动比率	1.06	5.90	5.56	5.48	5.47
速动比率	0.79	5.69	5.25	5.15	5.10
营运能力					
总资产周转率	2.31	0.68	0.69	0.66	0.62
应收账款周转率	11.55	4.51	9.00	8.00	7.00
存货周转率	9.64	6.71	6.71	6.71	6.71
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.66	0.97	1.25	1.60
每股经营现金流	0.37	0.51	1.07	1.18	1.53
每股净资产	0.13	2.09	3.03	4.29	5.88
估值比率					
P/E	-	92.13	37.43	28.87	22.62
P/B	-	28.93	11.91	8.43	6.14
EV/EBITDA	-	49.27	28.22	28.20	21.50

广发造纸轻工行业研究小组

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。