



Research and
Development Center

制造+研发能力夯实，雾化科技龙头优势凸显

—思摩尔国际 (6969)公司深度报告

2022年07月14日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

相关研究

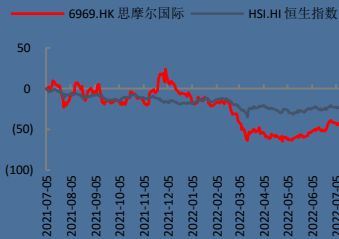
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

思摩尔国际 (6969)

投资评级 **增持**
上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	21.95
52 周内股价波动区间 (港元)	46.17-14.09
最近一月涨跌幅 (%)	6.03
总股本 (亿股)	59.98
总市值 (亿港元)	1406.6

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

制造+研发能力夯实，雾化科技龙头优势凸显

2022 年 07 月 14 日

主要观点：

◆**公司是全球最大的雾化科技公司，陶瓷芯雾化技术世界领先，成长性突出。**公司主要业务为封闭式电子雾化设备的 ODM 制造与开放式雾化自有品牌 APV 的制造和销售，ODM 业务占比超九成。2021 年按收入计公司占全球电子雾化设备市场份额的 22.8%。公司盈利能力与成长性突出，2016-2021 年收入、经调整净利润 CAGR 分别达 81%、120%。

◆**2H21 以来监管及疫情扰动，公司阶段性承压，随着内销压力消化、外销确定性强化，成长有望持续改善。**内销方面：短期看，国内电子烟监管阶段性落地，2H21 公司内销占比已显著回落至 27%，持续消化未来潜在政策风险。长期看，内销产品国标规范，生产持牌照经营，利于向先进产能集中；国内电子烟距欧美的渗透率仍有较大差距，具有持续提升空间。外销方面：以欧美为主的全球电子烟市场持续高速增长，Euromonitor 预计 2021-2026 年全球零售规模 CAGR 达 12.5%。近期美国 PMTA 加速推进，公司客户 Vuse、NJOY、Logic 均有产品获批，第一大客户 Vuse 的竞争对手 JUUL 上市申请被拒，我们预计美国电子烟市场的竞争格局或将优化，公司外销成长确定性有望进一步强化。

◆**公司以制造力起步，以研发力确立龙头地位，制造能力+研发技术构筑长期核心竞争壁垒。**制造端：公司产能有序投放，目前在国内拥有 15 个生产基地，ODM 业务年设计产能达 25.8 亿标准单位，公司预计新建江门一期基地将于 2H22 投产，新增产能超 10 亿单位/年；自动化产线于 21 年投入使用，随着产能爬坡有效降低人工成本持续优化毛利率。研发端：FEELM 品牌陶瓷芯技术全球领先并持续升级，公司年报预计 2022 年研发投入 16.8 亿元，超过去 6 年总和，储备材料科学、流体力学、空气动力学、热力学等研究方向，巩固长期技术领先地位。

◆**依托雾化技术平台拓展产品矩阵，打开成长空间。**一次性电子烟：Frost & Suvillian 预计一次性产品将成为行业中增长最快品类，未来 5 年 CAGR 达 27.5%，公司计划 22 年向海外推出一一次性产品，近期一次性陶瓷芯技术 FEELM Max 在海外发布，产品力优势凸显，有望贡献业绩增量。大麻雾化器：近期美国众议院通过联邦层面医用大麻合法化，目前已多州对医用与娱乐大麻的持开放态度，大麻雾化器有望成为公司成长驱动。

◆**盈利预测与估值**：公司依托制造能力有序扩张与研发优势不断积累，将持续巩固全球雾化科技龙头领先地位。随着内销影响逐步消化，海外成长确定性增强，我们预计公司中长期在全球雾化设备行业的份额有望持续提升，保持较强劲增长。预计公司 2022-2024 年收入分别为 139.6 亿元、178.3 亿元、226.1 亿元，分别同比增长 1.4%、27.8%、26.8%；归母净利润分别为 37.3 亿元、49.3 亿元、61.6 亿元，分别同比变化-29.5%、32.2%、25.0%。目前股价对应 2022 年 PE 为 30x，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险因素**：监管风险、疫情大范围爆发风险、原料成本大幅上涨

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10010	13755	13955	17834	22608
增长率 YoY %	31.5%	37.4%	1.4%	27.8%	26.8%
归属母公司净利润 (百万元)	2400	5287	3728	4929	6159
增长率 YoY%	10.4%	120.3%	-29.5%	32.2%	25.0%
毛利率%	52.9%	53.6%	48.8%	50.2%	50.1%
净资产收益率ROE%	19.4%	27.5%	17.2%	19.8%	21.3%
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.88	0.62	0.82	1.03
市盈率 P/E(倍)	125.79	38.86	30.37	22.97	18.38
市净率 P/B(倍)	24.35	10.68	5.23	4.55	3.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年07月13日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、公司概况：制造与研发实力领先的全球雾化龙头	7
1.1 公司简介：雾化科技领军者	7
1.2 财务概况：盈利能力显著，成长性突出	8
二、内销影响逐步消化，外销成长确定性强化	11
2.1 全球政策与疫情扰动，业绩阶段性承压	11
2.2 内销：内销占比持续下降，逐步消化政策扰动	12
2.3 外销：海外电子烟成长性突出，关注竞争格局优化	14
三、制造力+研发力构筑龙头核心优势	16
3.1 制造能力：产能有序扩张，规模效应持续释放	16
3.2 研发投入加码，巩固技术壁垒	17
3.3 雾化技术应用扩展，积极布局新赛道	19
3.3.1 依托陶瓷芯技术，开拓一次性增量市场	19
3.3.1 美国医疗大麻合法化，特殊用途雾化设备前景广阔	20
四、盈利预测与投资建议	23
五、风险因素	25

表目录

表 1: 目前美国 PMTA 从提交到获批时间约 2 年	16
表 2: 公司收入预测表	23
表 3: 公司盈利预测表	24
表 4: 相对估值表	24

图目录

图 1: 公司主要业务与产品	7
图 2: 公司发展历程	8
图 3: 截止 2021 年公司股权结构	8
图 4: 2016-2021 年公司收入 CAGR 达 81%	9
图 5: 2016-2021 年公司经调整净利润 CAGR 达 120%	9
图 6: 公司 ODM 业务收入持续增长	9
图 7: 公司 APV 业务收入增速亮眼	9
图 8: 2016-2021 年公司毛利率不断提升	10
图 9: 公司产品结构变化是毛利率提升的驱动之一	10
图 10: 公司分产品毛利率	10
图 11: 公司期间费用率情况	10
图 12: 公司毛利率与经调整净利率变化趋势一致	10
图 13: 公司现金流情况健康 (百万元)	11
图 14: 公司经营活动产生的现金净额/营业收入%	11
图 15: 公司 2021 年下半年收入有所下滑	12
图 16: 公司 2021H2-22Q1 经调整净利润有所下滑	12
图 17: 2H21 公司营业收入按客户地区划分	12
图 18: 2H21 公司营业收入按内外销划分	12
图 19: 中国电子烟行业规模有所放缓	13
图 20: 中国电子烟渗透率提升空间较大	13
图 21: 2H21 公司内销收入增速下降	13
图 22: 公司中国地区客户收入占比下降	13
图 23: 2021 年全球电子烟重回高速增长-零售口径	14
图 24: 减害属性突出，全球电子烟渗透率持续提升	14
图 25: 2021 年全球电子烟零售市场分布占比	14
图 26: 美国与西欧电子烟未来保持较高增长	14
图 27: 2021 年电子雾化设备规模-出厂口径	15
图 28: 公司在全球雾化设备的市占率持续提升	15
图 29: Vuse 收入规模持续快速增长	15
图 30: 全球电子烟品牌市占率 (%)	15

图 31: 2021 年公司面向企业客户销售产能达 25.8 亿标准单位/年.....	17
图 32: 2021 年公司面向企业客户产能利用率为 67.6%.....	17
图 33: 2016-2021 年公司毛利率持续提升.....	17
图 34: 公司营业成本优化.....	17
图 35: FEELM 陶瓷芯与棉芯对比.....	18
图 36: 公司预计 2022 年研发投入将达 16.8 亿元.....	19
图 37: 公司累计申请数量.....	19
图 38: 公司研发平台示意图.....	19
图 39: 2021-2026 年一次性电子雾化设备 CAGR 将达 27.5%.....	20
图 40: 预计 2026 年一次性设备占封闭式电子雾化设备的 47%.....	20
图 41: FEELM Max 解决方案介绍.....	20
图 42: 全球特殊用途电子雾化设备的成长性显著.....	21
图 43: 截止 22 年 5 月 美国娱乐大麻与医疗大麻合法化的州.....	21
图 44: 美国 CBD 消费品结构 (百万美元).....	22

投资聚焦

- **公司是全球最大的雾化科技公司，成长性突出。**公司主要业务为封闭式电子雾化设备的ODM制造与开放式雾化自有品牌APV的制造和销售，ODM业务占比超九成。2021年按收入计公司占全球电子雾化设备市场份额的22.8%。公司盈利能力与成长性突出，2016-2021年收入、经调整净利润CAGR分别达81%、120%。
- **2H21以来监管及疫情扰动公司阶段性承压。**分半年度经营情况看，公司1H21、2H21实现营业收入69.53亿元、68.02亿元，分别同比增长79%、11%；实现经调整净利润29.75亿元、24.67亿元，分别同比增长127.5%、-4.6%，主要由于内销监管影响渠道下单节奏，带来收入端和利润端增速下降。22Q1实现季度经调整净利润5.5亿元，同比-54.9%，主要由于深圳工厂受疫情影响生产和出货受阻，研发支出的大幅增长也导致利润增长下滑。
- **随着内销压力消化、外销确定性强化，成长有望持续改善。**1)内销方面，政策冲击逐步消化。电子烟监管自2021年下半年起逐步落地，Euromonitor预计2022-2026年内销零售CAGR放缓至9.4%。短期看，21H2起公司内销占比已显著回落至27%，持续消化国内未来潜在政策风险。长期看，内销产品国标规范，生产持牌照经营，利于向先进产能集中；国内电子烟距欧美的渗透率仍有较大的差距，具有持续提升空间。2)外销方面，竞争格局有望优化，增强成长确定性。以欧美为主的全球电子烟持续高速增长，Euromonitor预计2021-2026年零售规模CAGR达12.5%。美国PMTA进入加速期，公司客户Vuse、NJOY、Logic均有产品获批，第一大客户Vuse的竞争对手JUUL上市申请被拒，我们认为美国市场竞争格局有望优化，公司大客户成长性进一步清晰。
- **产能与研发投入有序投入，巩固长期领先地位。**1)制造端：公司产能有序投放，公司预计江门一期基地将于2H22投产，新增产能超10亿单位/年；自动化产线已于21年投入使用，随着产能爬坡有效降低人工成本持续优化毛利率。2)研发端：公司年报预计2022年研发投入16.8亿元，超过过去6年总和，储备材料科学、流体力学、空气动力学、热力学等研究方向，巩固长期技术领先地位。
- **依托雾化技术平台拓展产品矩阵，打开成长空间。**1)一次性电子烟：Frost & Suvillian预计一次性产品将成为增长最快品类，未来5年CAGR达27.5%，公司计划22年向海外推出一一次性产品，贡献业绩增量。2)大麻雾化器：2022年4月美国联邦层面通过医用大麻合法化，各州对医用与娱乐大麻的立法或将陆续放开，大麻雾化器有望成为公司成长驱动。
- **盈利预测与估值：**公司作为全球雾化科技龙头，依托制造能力有序扩张与研发优势不断积累，将持续巩固行业领先地位。随着内销影响逐步消化，海外成长确定性增强，我们预计公司中长期仍可保持较强劲增长，在全球雾化设备行业的份额有望持续提升。我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为37.3亿元、49.3亿元、61.6亿元，分别同比变化-29.5%、32.2%、25.0%。目前股价对应2022年PE为30x，首次覆盖给予“增持”评级。

一、公司概况：制造与研发实力领先的全球雾化龙头

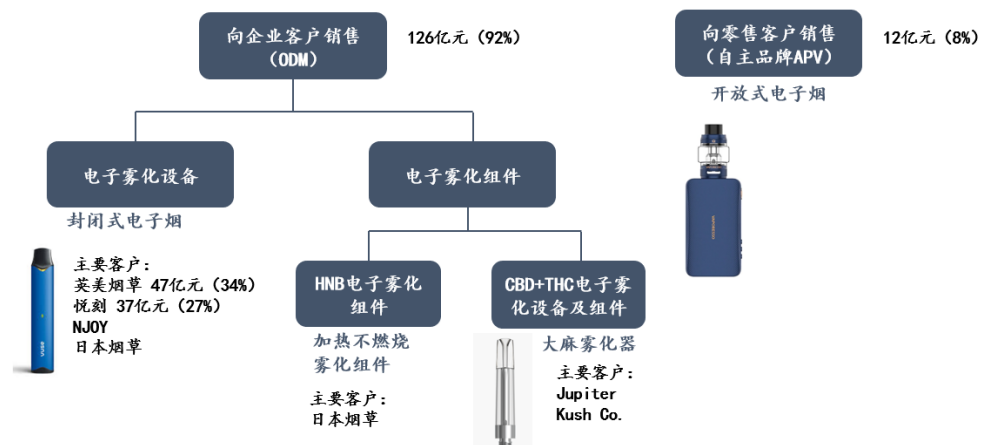
公司是全球最大的雾化科技公司，主要业务为封闭式电子雾化设备的 ODM 制造与开放式雾化自有品牌 APV 的制造和销售，其中 ODM 业务占比超九成。主要客户包括英美烟草、日本烟草、NJOY、悦刻等新型烟草行业龙头。公司依托全球领先的陶瓷芯雾化技术，盈利能力与成长性突出，2016-2021 年收入、经调整净利润 CAGR 分别达 81%、120%。同时公司在制造与研发的持续投入巩固长期竞争优势。

1.1 公司简介：雾化科技领军者

公司成立于 2009 年，是全球雾化科技解决方案的领导者。公司秉承“雾化让生活更美好”的使命，专注打造全球领先的雾化科技平台。公司主要业务包括：1) ODM 业务：对国内外企业客户销售的封闭式电子雾化设备及电子雾化组件；2) 自主品牌：开放式雾化自有品牌 APV 的制造与销售。2021 年公司 ODM 制造业务占比在九成以上。

公司产品销往全球 50 余个国家，主要客户包括英美烟草（Vuse 品牌）、日本烟草（Logic、Ploom 品牌）、NJOY、悦刻等，2021 年按收入规模计，公司在全球电子雾化设备行业规模的市占率达 22.8%，显著领先其他竞争对手。

图 1：公司主要业务与产品



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

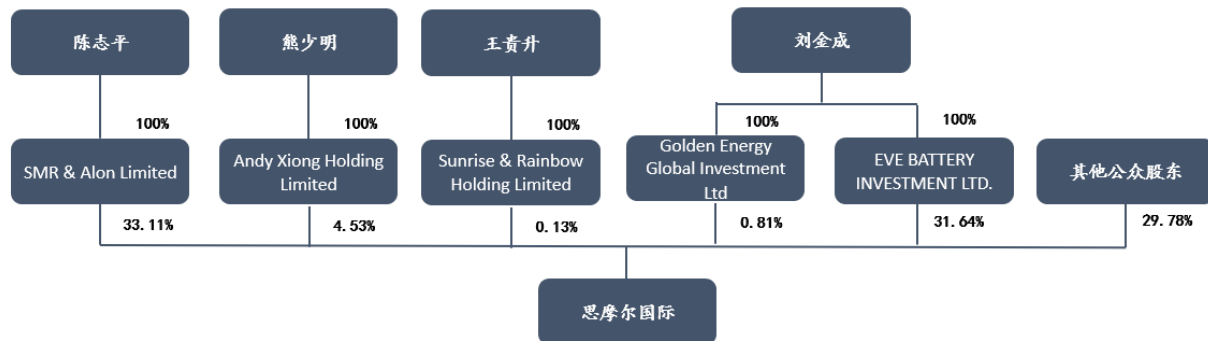
公司研发力、产品力突出，陶瓷雾化芯 FEELM 显著驱动增长。自 2013 年起逐步将重心放在加热技术的研究，2016 年先后推出第一代、第二代加热技术，凭借陶瓷雾化芯的技术壁垒成功建立起 FEELM 产品品牌，2018 年起公司含陶瓷加热技术的 ODM 产品占比开始迅速提升，2019 年含陶瓷加热技术的电子雾化设备收入规模达 36 亿元，占电子雾化设备收入的 80%，优秀的产品成为公司增长的主要驱动因素。

公司以制造力起步，以研发力确立龙头地位，制造能力+研发技术构筑核心竞争壁垒。目前已在广东地区布局 15 个生产基地，ODM 业务年设计产能达 25.8 亿标准单位，公司预计目前在建江门生产基地一期预计将在 2022 年下半年投产，届时新增产能超 10.8 亿标准单位；2021 年公司自主研发的第一代自动化产线投产，单线每小时生产效率达到了创纪录的每小时 7,200 个雾化器。公司持续加码研发，截止 2021 年已在中美布局 7 个基础研究院，在新型材料、雾化技术、医疗健康等领域积累研究；公司预计 2022 年研发支出将达约 16.8 亿元，超过过去 6 年研发投入的总和，旨在提升公司长期竞争优势。

图 2: 公司发展历程


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

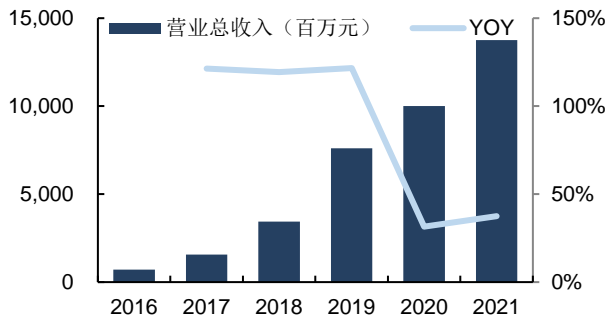
主要管理层持股, 亿纬锂能为第二大股东。陈志平先生为公司实际控制人, 同时担任公司执行董事、行政总裁, 截止 2021 年 12 月 31 日的持股比例为 33.11%, 为公司第一大股东。熊少明先生为公司执行董事、副总裁, 持股比例为 4.53%。刘金成先生为公司执行董事、CFO、联席公司秘书, 持股比例为 0.13%。刘金成先生为公司非执行董事, 同时为亿纬锂能法定代表人及董事会主席, 合计持股 32.45%, 其中亿纬锂能持股比例为 31.64%为第二大股东。

图 3: 截止 2021 年公司股权结构


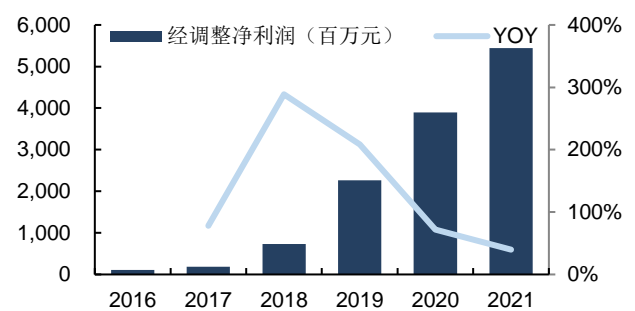
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 财务概况: 盈利能力显著, 成长性突出

公司过去六年收入与利润保持高速增长。公司作为全球雾化设备制造龙头, 过去六年收入、利润保持高速增长, 2016-2021 年营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 81%、120%。公司 2021 年营业收入规模达 137.6 亿元, 同比增长 37.4%, 实现经调整净利润 54.4 亿元, 同比增长 39.8%, 利润调整项目主要包括上市开支及股权激励开支。

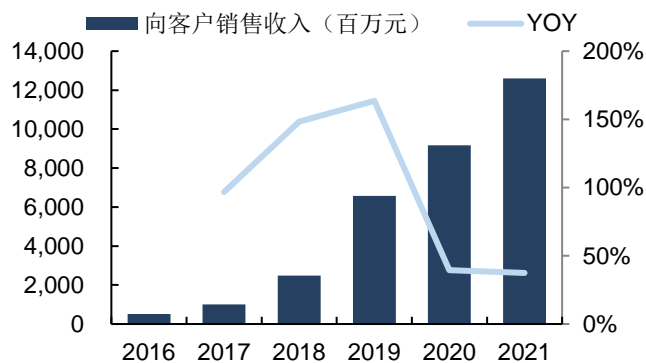
图 4: 2016-2021 年公司收入 CAGR 达 81%


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

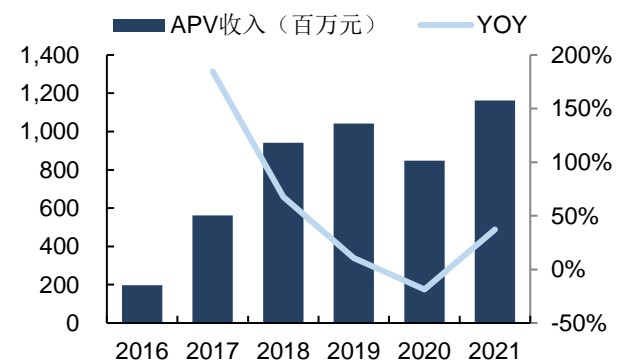
图 5: 2016-2021 年公司经调整净利润 CAGR 达 120%


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

ODM 业务占比超过 9 成, 开放式电子烟自主品牌 APV 增速亮眼。公司 ODM 业务包括封闭式电子雾化设备和电子雾化组件, 2021 年实现收入 126 亿元, 同比增长 37.4%。自主品牌 APV 业务为开放式电子烟产品, 主要销往海外, 2020 年受到海外疫情影响自有品牌产品销售收入有所下滑, 进入 2021 年随着海外疫情好转, APV 销售收入同比显著回升, 2H21 实现销售收入 7.06 亿元, 同比增长 54.6%, 2021 年全年实现收入 11.6 亿元, 同比增长 37.1%, 2021 年全年自主品牌占公司总收入的 8.4%。

图 6: 公司 ODM 业务收入持续增长


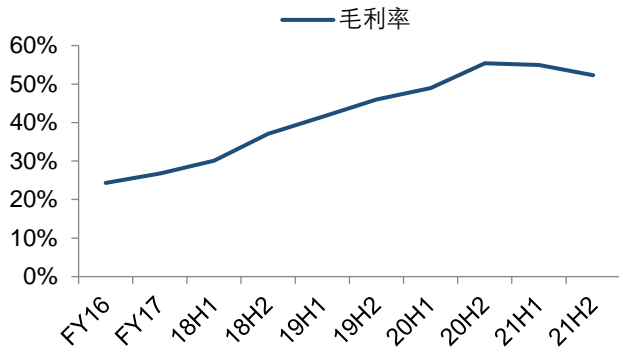
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 公司 APV 业务收入增速亮眼


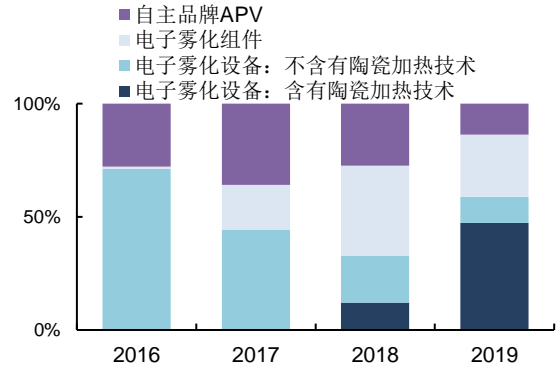
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司盈利能力显著提升, 主要为高毛利含陶瓷芯雾化设备占比提升及规模效应释放。公司毛利率从 2016 年的 24.3% 显著提升至 2021 年的 53.6%, 主要由于: 1) 产品结构变化, 其中高毛利的含陶瓷加热技术设备的占比提升, 根据招股书披露数据, 2019 年公司含陶瓷芯雾化设备的营收占比显著提升至 47%, 成为主要产品构成, 而 2019 年含陶瓷芯产品的毛利率为 50.5%, 高于其他品类。2) 生产规模效应释放, 驱动各品类毛利率同步提升。

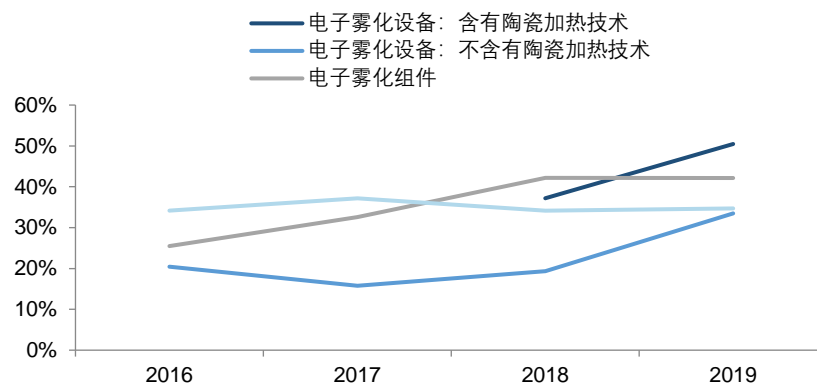
公司 2021 年实现毛利率 53.6%, 同比提升 0.7pct, 毛利率提升速度有所放缓, 主要由于: 1) 原材料价格上涨及疫情下全球供应链扰动对成本端有一定压力。2) 2H21 受国内政策扰动渠道订货谨慎, 内销产能利用有所下降, 拖累毛利率。2021 年随着公司自主研发的自动化产线已开始投入使用, 自动化产能的爬坡有望持续提升整体毛利率。

图 8: 2016-2021 年公司毛利率不断提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

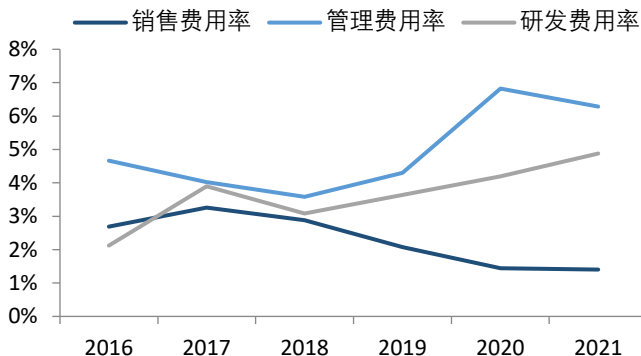
图 9: 公司产品结构变化是毛利率提升的驱动之一


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

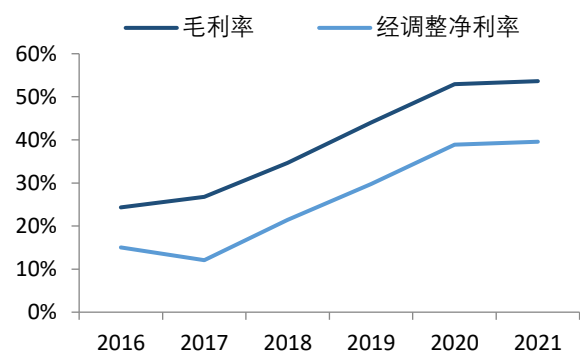
图 10: 公司分产品毛利率


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

费用有序投入, 经调整净利率稳步提升。2021 年公司销售、管理、研发费用率分别为 1.4%、6.3%、4.9%, 分别同比变化 0pct、-0.5pct、+0.7pct。其中 2016-2021 年公司销售费用率总体呈现下降趋势, 显示出公司雾化技术优势地位显著, 现有客户稳定, 且无需投入过多销售费用获取客户。管理费用率在 2020 年显著提升至 6.8%, 主要由于公司 3.6 亿元的回购股权费用支出, 剔除影响后当年管理费用率为 3.2%, 同比下降 0.3pct。公司研发费用率稳步提升, 公司持续在基础材料、雾化科技、医疗健康等领域投入, 有助于公司长期巩固全球雾化科技龙头地位。利润率方面, 公司 2021 年经调整净利率为 39.6%, 同比+0.7pct, 与毛利率与费用率变化趋势一致。

图 11: 公司期间费用率情况


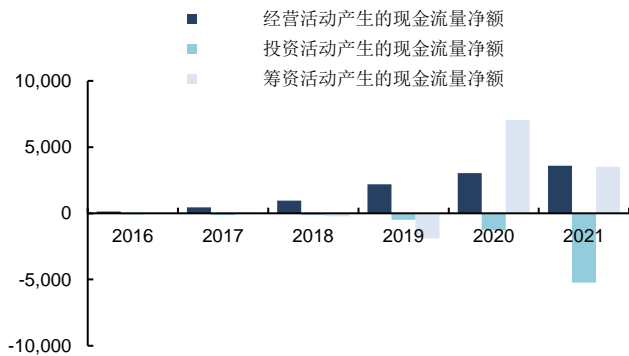
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 公司毛利率与经调整净利率变化趋势一致


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

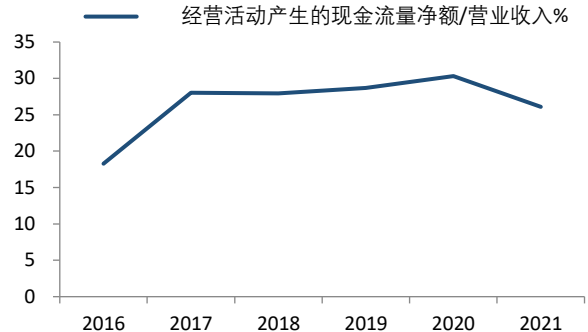
公司经营活动产生的现金流占收入比重基本维持在 30% 左右。投资活动产生的现金流 2021 年有较大的增长，主要由于公司加大对物业、厂房及设备的投资，以建设新的生产基地、研发基地与办公楼。公司筹资活动产生的现金流主要为 2020 年 IPO 募资所得 74 亿元，以及 2021 年配售所得 37 亿元。

图 13: 公司现金流情况健康 (百万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司经营活动产生的现金净额/营业收入%



资料来源: wind, 信达证券研发中心

二、内销影响逐步消化，外销成长确定性强化

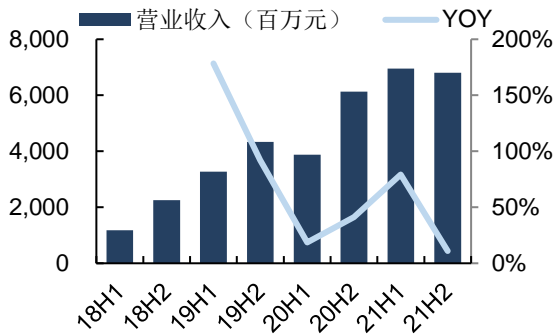
2021 年下半年以来受全球电子烟政策及疫情扰动，公司业绩阶段性承压，展望未来：1) 内销政策冲击逐步消化。短期看，2H21 起公司内销占比已显著回落至 27%，持续消化国内未来潜在政策风险；同时，我们预计电子烟生产牌照将在 10 月 1 日之前的政策过渡期内有序发放，利于行业向优质产能集中。长期看，国内电子烟距欧美渗透率仍有较大差距，仍具发展空间。2) 外销增长持续，竞争格局有望优化，增强成长确定性。美国 PMTA 进入加速期，公司客户 Vuse、NJOY、Logic 均有产品获批，第一大客户 Vuse 的竞争对手 JUUL 上市申请被拒，美国市场竞争格局有望优化。

2.1 全球政策与疫情扰动，业绩阶段性承压

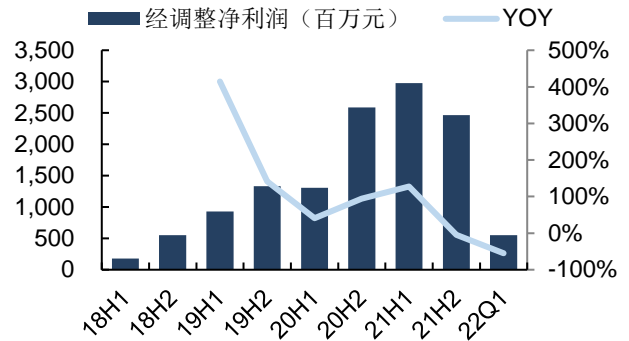
全球新型烟草监管+疫情造成短期扰动，2H21 到 22Q1 阶段性承压。分半年度经营情况看，公司 1H21、2H21 实现营业收入 69.53 亿元、68.02 亿元，分别同比增长 79%、11%；实现经调整净利润 29.75 亿元、24.67 亿元，分别同比增长 127.5%、-4.6%。

2H21 收入与利润端较 1H21 有所下滑，主要由于：1) 美国市场受监管外的一次性与合成尼古丁口味产品冲击，叠加部分客户销售推广力度不足使其份额下滑，导致外销收入放缓。2) 中国市场品牌与零售端担忧政策监管，订货谨慎，导致内销收入下滑。3) 利润端下滑主要由于毛利率下降与研发费用率上升。

公司公告 22Q1 经营情况，实现季度经调整净利润 5.5 亿元，同比-54.9%，主要由于：1) 公司工厂主要位于深圳，受疫情管控冲击，公司一季度的生产和出运计划受到了暂时性负面影响，公司预计全年的经营计划无重大影响。2) 研发费用大幅增长导致利润承压，中长期看，研发投入有助于公司保持在雾化领域的技术领先优势，拓宽雾化技术的应用领域，增强长期竞争力。

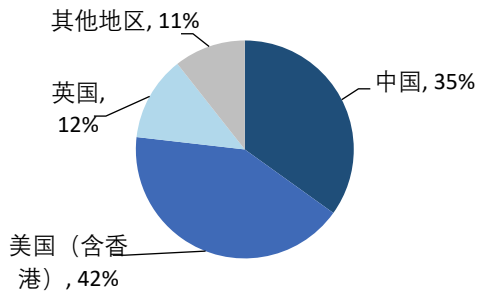
图 15: 公司 2021 年下半年收入有所下滑


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

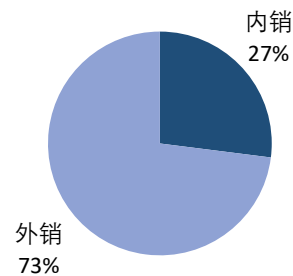
图 16: 公司 202H21-22Q1 经调整净利润有所下滑


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从内外销占比看, 2H21 开始公司内销占比回落, 外销占比超 7 成。公司 2H21 在中国、美国(含香港)、英国及其他海外地区客户的收入占比分别为 35%、42%、12%、11%。而由于部分国内客户收入为间接出口(通过贸易商出口), 根据公司调整的出口外销/内销口径, 2H21 公司内销收入占比已从 1H21 的 40.8% 回落至 2H21 的 27%, 下半年外销占比已超 7 成。

图 17: 2H21 公司营业收入按客户地区划分


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 2H21 公司营业收入按内外销划分


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 内销: 内销占比持续下降, 逐步消化政策扰动

中国电子烟监管加码, Euromonitor 预计行业增长将放缓至 9.4%, 长期仍有渗透率提升空间。2019-2021 年国内电子烟行业呈爆发式增长, 行业增长 CAGR 达 58%, 2021 年行业规模达 196 亿元。

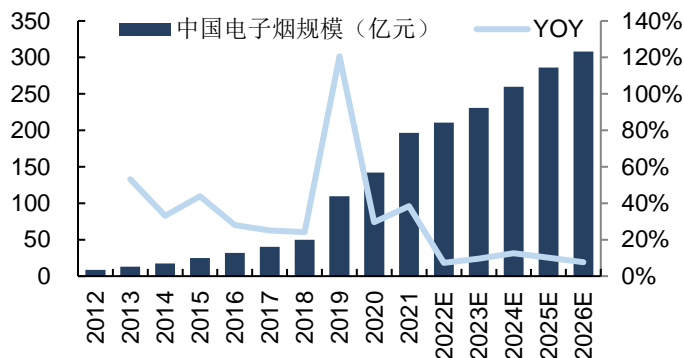
2021 年下半年起, 政策对内销产业链进行全面规范, 监管视同卷烟。2020 年 7 月国家禁止网售电子烟。2021 年 3 月新修订《烟草专卖法实施条例》将电子烟等新型烟草纳入, 监管参考卷烟执行。2022 年 3 月《电子烟管理办法》、《电子烟国家标准》相继出台, 对产品标准、生产、批发和零售等各环节做出明确的规范要求。《电子烟管理办法》将于过渡期后的 2022 年 10 月 1 日正式实施, 产业链各环节需持烟草专卖生产、批发、零售企业许可证合规经营; 同时, 持有电子烟生产、零售牌照的企业将进入统一交易管理平台, 平台对产品销售进行统筹管理。

过渡期内, 电子烟生产牌照正有序发放, 符合国家标准、具备规模生产及产品质量良好的电子烟生产企业有望成功申请生产牌照。根据蓝洞新消费报道, 截止 7 月 7 日, 共计 64 家企

业已获得烟草专卖生产牌照，其中，尼古丁提取企业有 6 家，烟油雾化物类 21 家，电子烟产品类（工厂、供应链、出口等）28 家，电子烟持牌类（电子烟品牌）9 家。

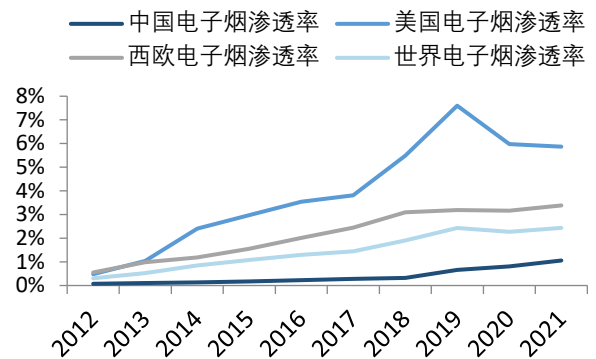
根据 Euromonitor 预测，到 2026 年中国电子烟行业规模将达 308 亿元，2021-2026 年行业 CAGR 放缓至 9.4%。从电子烟渗透率看，2012-2021 年中国电子烟渗透率从 0.1% 提升至 1.1%，但距离电子烟消费的主要市场美国、西欧 6%、3.4% 的渗透率仍有较大的差距。长期看，电子烟的减害属性和更好的用户体验，将驱动行业从传统卷烟向新型烟草产品迭代，中国市场的长期渗透率有待继续提升。

图 19: 中国电子烟行业规模有所放缓



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 20: 中国电子烟渗透率提升空间较大

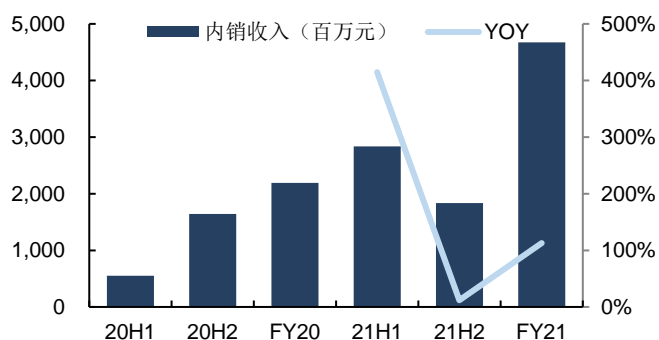


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

下半年国标正式实施，对行业的具体影响仍需等待后续政策落地，公司内销占比持续下降消化政策风险。根据公司公告，2H21 起，公司内销占比从 1H21 的 40.8% 下降至 2H21 的 27%，2021 年全年内销收入规模为 18.4 亿元，收入占比 34%，内销收入规模回落，逐步消化国内政策风险。

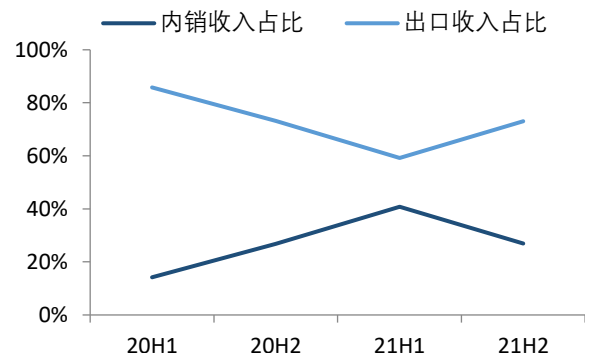
根据《电子烟管理办法》的过渡期要求，10 月 1 日之前的过渡期内仍可销售非国标口味烟，过渡期后产品标准将严格按照国标执行，同时所有产品的订购、提货将在全国统一的电子烟交易平台进行。**短期看**，随着下半年国标正式实施，我们预计内销规模将有较大回落，具体降幅仍需观察过渡期后实际销售情况，公司从 2H21 开始内销占比下降，已持续消化内销部分政策风险。**中期看**，参考发达国家，大部分国家均对电子烟等新型烟草产品征收消费税，国内征税情况仍需等待政策出台，消费税的税率、税收分摊及对产业链、消费端各环节的影响仍需观察。**长期看**，电子烟的减害与消费升级属性对需求端仍有支撑，电子烟内销仍具备渗透率提升的增长空间。

图 21: 2H21 公司内销收入增速下降



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 公司中国地区客户收入占比下降



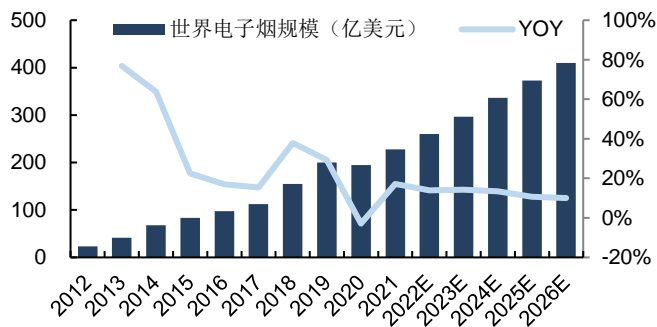
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.3 外销：海外电子烟成长性突出，关注竞争格局优化

雾化电子烟作为传统卷烟的减害替代品，全球电子烟市场发展迅速，2021年重回17.2%高速增长，Euromonitor预计2021-2026年行业CAGR达12.5%。据Euromonitor零售口径统计，2021年全球电子烟规模达228亿美元，同比增长17.2%，恢复高速增长。2012-2021年CAGR达29%，预计到2026年全球电子烟规模将达410亿美元，5年CAGR为12.5%。

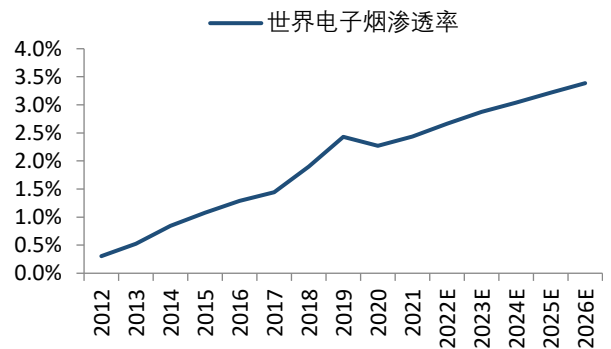
从电子烟渗透率看，全球电子烟占烟草行业比重从2012年的0.3%提升至2021年的2.4%，作为传统烟草的减害替代品，伴随消费者认知的提升，电子烟将持续成为大烟草行业的增长驱动，根据Euromonitor预测到2026年全球电子烟渗透率将达3.4%。

图 23：2021 年全球电子烟重回高速增长-零售口径



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

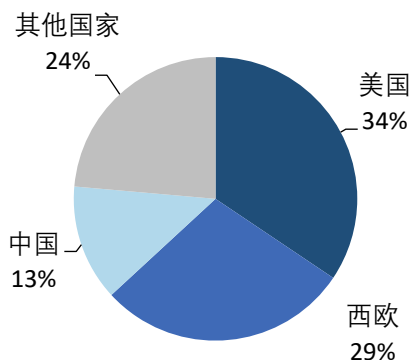
图 24：减害属性突出，全球电子烟渗透率持续提升



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

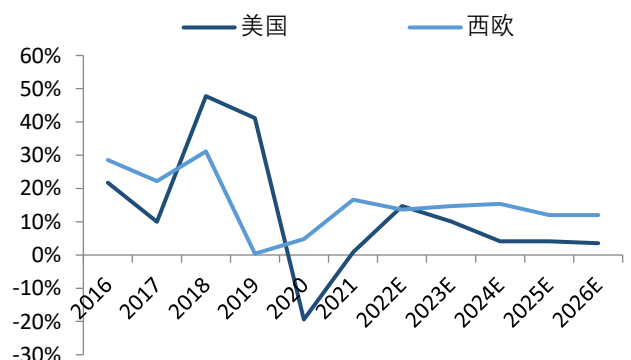
欧美为电子烟主要消费市场，美国增长主要来自竞争格局优化，欧洲成长性突出。2021年美国、西欧、中国、其他国家的电子烟零售市场规模分别占全球市场的34%、29%、13%、24%，欧美合计规模占比超六成。从两大主要消费市场的增长速度看，美国市场由于FDA强化监管，对电子烟上市销售的审核严格，2020年开始行业增速有所下降，根据Euromonitor预测，2021-2026年美国电子烟零售市场CAGR为7.2%，未来在上市严格审查的美国市场，结构性增长主要来自龙头品牌的份额提升。欧洲市场主要国家对于电子烟上市监管较为宽松，不要求新产品上市前申请获批，只要求向相关部门通报，同时未禁止口味烟，Euromonitor预计2021-2026年西欧电子烟零售市场CAGR为13.5%。

图 25：2021 年全球电子烟零售市场分布占比



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 26：美国与西欧电子烟未来保持较高增长

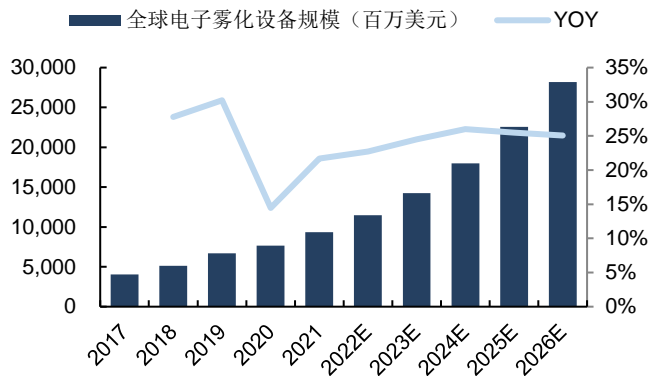


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

公司是全球电子雾化设备龙头，市场份额显著领先。根据Frost & Suvillian出厂口径统计，2021年全球电子雾化设备规模达115亿美元，同比增长23%，Frost & Suvillian预计到2026

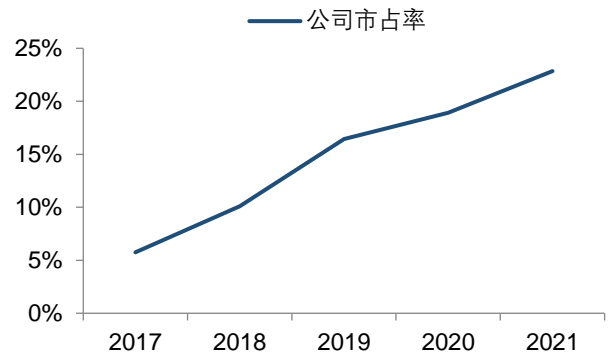
年全球电子雾化设备规模将达到 282 亿美元，5 年 CAGR 为 25%。同时，公司在全球电子雾化设备的市占率持续提升，根据 Frost & Suvillian 的市场规模数据与汇率换算后的公司总收入测算，到 2021 年公司全球市占率达到 22.8%，较 2017 年提升 17.1pct。

图 27: 2021 年电子雾化设备规模-出厂口径



资料来源: Frost & Suvillian, 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 公司在全球雾化设备的市占率持续提升



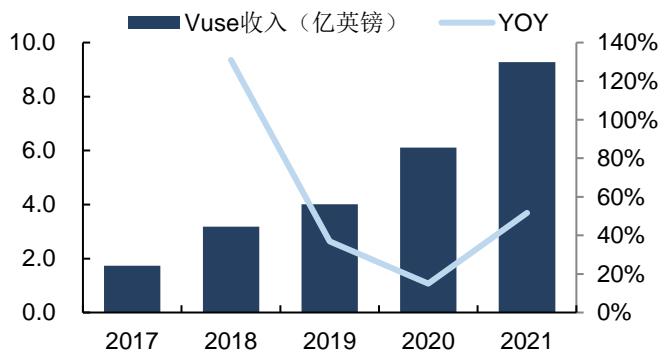
资料来源: Frost & Suvillian, 公司公告, 信达证券研发中心

大客户英美烟草依托公司领先陶瓷雾化技术在全球市场份额持续提升，中期增长规划清晰。2021 年公司对第一大客户英美烟草销售收入达 47.2 亿元，占总收入比重 34%。英美烟草近年来持续加大对新型烟草板块的布局，旗下电子烟品牌 Vuse 采用公司领先的陶瓷雾化芯，收入规模从 2017 年的 1.73 亿英镑增长至 2021 年的 9.27 亿英镑，CAGR 达 52%。根据英美烟草对新型烟草板块的中期经营计划，到 2025 年其新型烟草板块的收入规模将较 2021 年实现翻倍增长，我们根据翻倍目标测算，2021-2025 年英美烟草的新型烟草板块将实现至少 25% 复合增长。

根据英美烟草公告数据，到 2021 年 12 月，Vuse 在全球最大电子烟市场美国的市占率达 35.9%，与第一名 JUUL 仅差 0.1%。同时，Vuse 在加拿大、英国、法国、德国等欧洲国家的市占率均有不同程度的提升，持续抢占全球电子烟市场份额。

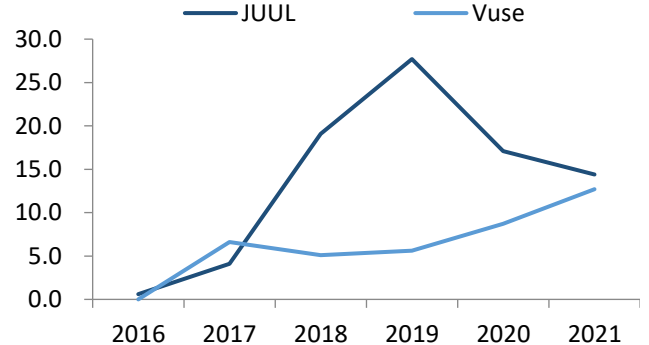
根据 Euromonitor 零售口径统计，Vuse 在全球电子烟行业的市占率呈现加速提升趋势，市占率从 2017 年的 6.6% 提升至 2021 年的 12.7%。

图 29: Vuse 收入规模持续快速增长



资料来源: 英美烟草公告, 信达证券研发中心

图 30: 全球电子烟品牌市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

FDA 拒绝 JUUL 在美国销售，公司三大客户均有产品获批，竞争格局有望优化。2022 年 6 月 23 日 FDA 对 JUUL 颁布禁止销售令 (MDO)，禁止 JUUL 设备及 5%、3% 尼古丁浓度的烟草与薄荷醇口味烟弹在美国销售。

此前 FDA 已给予 Vuse Solo、Logic Pro、Logic Power、NJOY Ace、Vuse Giro、Vuse Vibe、NJOY DAILY 七款 ENDS（电子尼古丁传输系统）产品 PMTA。Vuse、Logic、NJOY 均为公司大客户，其中 NJOY Ace 为首款获批的现代化换弹式雾化电子烟，由公司代工。

截止 21 年 12 月，JUUL 与 Vuse 两个品牌在美国的零售市占率均约 35%。如果最终美国法院驳回 JUUL 对 FDA 的上诉，同时批准主流产品 Vuse Alto 上市申请，美国电子烟行业竞争格局将大幅优化，公司大客户 Vuse 有望成为美国市场受益方，打开市占率提升空间。

2022 年下半年 FDA 进入加速审评窗口期，持续关注 Vuse Alto 审评结果。从获批产品申报到通知结果的时间看，获批产品的提交申报时间集中在 19Q4 到 20Q1，从提交到审核时间约 2 年。公司为英美烟草代工的主要产品 Vuse Alto 的提交时间为 2020 年 9 月，持续关注该产品的审批结果。

FDA 的监管显著提高了美国电子烟行业进入门槛，行业有望进一步向获批头部品牌集中。同时，FDA 的监管下，任何新的电子烟产品上市前均需由品牌方与供应商提交认证材料，有利于品牌商与供应商之间的绑定程度提升。

表 1：目前美国 PMTA 从提交到获批时间约 2 年

公司	产品名称	提交 PMTA 日期	结果公告日期
英美烟草	Vuse Solo	10/10/2019	通过：10/12/2021
日本烟草	Logic Pro、Logic Power	8/19/2019	通过：03/24/2022
日本烟草	Logic Vapeleaf	8/19/2019	通过：03/24/2022
NJOY	NJOY Ace	3/10/2020	通过：04/26/2022
英美烟草	Vuse Giro	4/1/2020	通过：05/12/2022
英美烟草	Vuse Vibe	4/1/2020	通过：05/12/2022
NJOY	NJOY DAILY	3/30/2020	通过：06/10/2022
JUUL Lab	JUUL	7/30/2020	禁止销售：06/23/2022
英美烟草	Vuse Alto	9/4/2020	

资料来源：FDA，信达证券研发中心

三、制造力+研发力构筑龙头核心优势

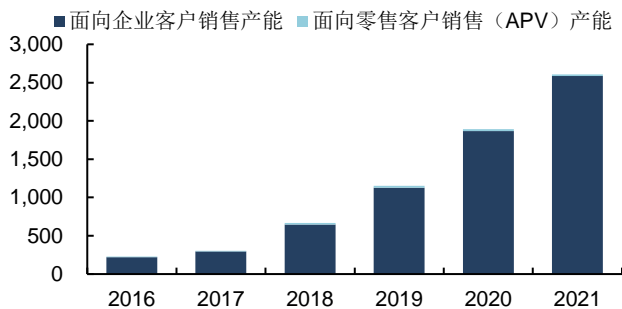
公司以制造力起步，以研发力确立龙头地位，制造能力+研发技术构筑核心竞争壁垒。制造端：产能有序投放，公司预计江门基地将于 22 年下半年投产，新增超 10 亿单位年产能；自动化产线于 21 年投入使用，随着产能爬坡有效降低人工成本持续优化毛利率。研发端：FEELM 品牌陶瓷芯技术全球领先并持续升级，公司预计 2022 年研发投入 16.8 亿元，超过去 6 年总和，储备材料科学、流体力学、空气动力学、热力学等研究方向，巩固长期技术领先地位。

依托雾化技术平台，公司积极布局一次性电子烟、大麻雾化器、医疗美容雾化等新兴高增长赛道，有望持续多元化产品结构，释放雾化技术应用的增长潜力。

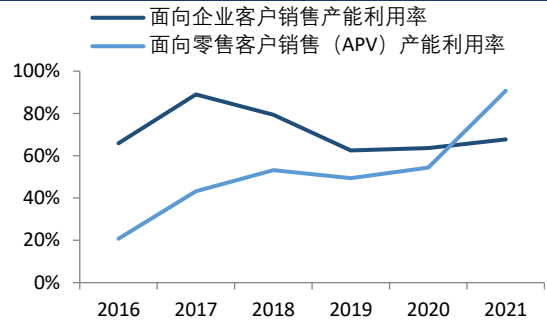
3.1 制造能力：产能有序扩张，规模效应持续释放

目前公司共拥有 15 个生产基地，主要位于广东深圳与东莞，公司预计江门生产基地将于 22 年下半年投产。产能方面，公司产能主要为面向企业客户销售产能，2021 年公司面向企业客户销售设计产能为 25.8 亿标准单位/年。产能利用率方面，2018-2019 年面向企业客户产

能利用率下降，主要由于公司位于深圳宝安区新安工厂于 2018 年开始运营，位于东莞长安及深圳宝安的 4 处工厂于 2019 年开始运营，2020-2021 年随着新投产产能爬坡，公司产能利用率平稳提升，2021 年公司面向企业客户的产能利用率达 67.6%。**新增产能方面**，2020 年与 2021 年公司新增产能均超 7 亿单位/年，主要为公司通过增加新的租赁厂房及提升自动化水平所增加的产能。公司上市募资计划建设的江门产业园一期预计于 2022 年底投产，目前正在做投产前的设备购置、装修与申请牌照准备，新增面向企业客户产能不少于 10.8 亿标准单位/年。江门产业园二期仍未开工，计划面向企业客户产能不少于 14.4 亿标准单位/年。

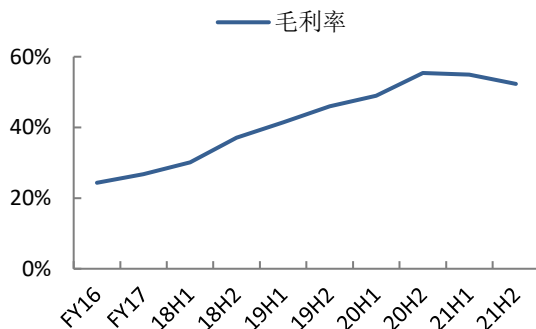
图 31: 2021 年公司面向企业客户销售产能达 25.8 亿标准单位/年


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

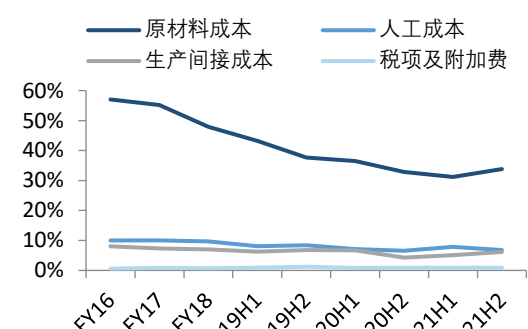
图 32: 2021 年公司面向企业客户产能利用率为 67.6%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司产能规模扩大释放的规模效应，自动化产线的布局节约人工成本，毛利率持续优化。毛利率方面，公司毛利率提升主要由于 1) 产品结构中高毛利陶瓷芯占比提升；2) 产能有序扩张下规模效应释放摊薄成本。**自动化方面**，为了持续提升生产运营效率，减少对于人工成本的依赖，公司一直通过自主研发的方式持续提升生产的自动化和智能化水平。2021 年公司将最新一代自动化生产线投入正式生产运营，单线生产效率达到了创纪录的 7,200 个标准雾化器/小时。2H21 公司人工成本占收入比重从 2016 年的 10% 显著降低至 6.8%。

图 33: 2016-2021 年公司毛利率持续提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34: 公司营业成本优化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 研发投入加码，巩固技术壁垒

FEELM 品牌的陶瓷雾化技术确立全球领先地位。FEELM 是公司旗下高端电子雾化科技品牌，专注于尖端雾化技术研究，以及搭载 FEELM 陶瓷芯的雾化设备研发及生产。2015 年成功研发出第一代陶瓷雾化芯，2016 年推出第二代加热技术的陶瓷雾化芯，FEELM 技术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。2019 年陶瓷发热体技术摘

得行业首个“中国专利优秀奖”。

FEELM 的金属薄膜设计创造了宽幅加热表面，可以有效施加温度，确保了实时雾化汽的产生，对比另一种雾化电子烟广泛使用棉芯技术，FEELM 的减害属性、用户体验及产品品质的显著提升。目前，采用 FEELM 品牌陶瓷雾化芯技术的客户包括悦刻、Vuse 和 NJOY 等，上述公司的封闭式电子烟产品分别在国内和海外市场占据份额领先地位。

FEELM Air 陶瓷芯技术迭代升级，减害性与用户体验不断提升。2022 年 1 月，公司 FEELM 品牌发布了新一代电子雾化解决方案 FEELM Air，通过创新材料、工艺与结构打造的超薄加热膜，使产品在减害、口感、防漏液、电池效率及用户交互等方面均取得了突破，进一步提升产品力优势。

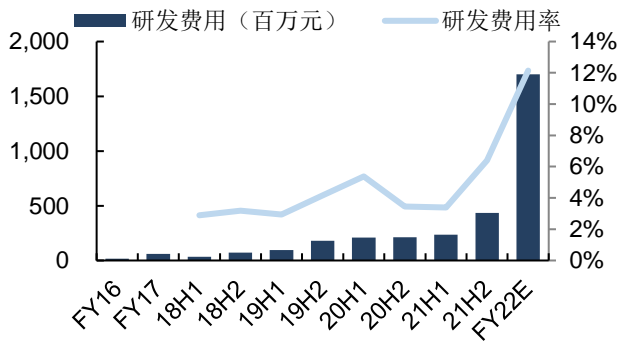
图 35: FEELM 陶瓷芯与棉芯对比

 FEELM 陶瓷芯		 棉芯
吸入颗粒小且均匀，口感丝滑	口味	吸入颗粒较大且不均匀，导致口感粘稠
抽吸体验持久性强，抽吸后期仍有良好体验	持久性	持久性较弱，抽吸后期体验持续下降
尼古丁传输效率提升 87.58%，满足感强	尼古丁满足	尼古丁传输效率较低，导致满足感差
加热温度均匀，无灼烧味口感	烧灼味口感	加热不均匀导致灼烧味口感
陶瓷芯和更好的密封性显著降低漏液率	漏液率	结构松散，无法锁住烟油导致漏液率高
抽吸无爆裂音，非常安静	爆裂音	抽吸存在爆裂音，存在较大风险
自动化生产工艺和国际化生产标准保证高良品率	质量控制	传统人工制造工艺导致良品率不稳定

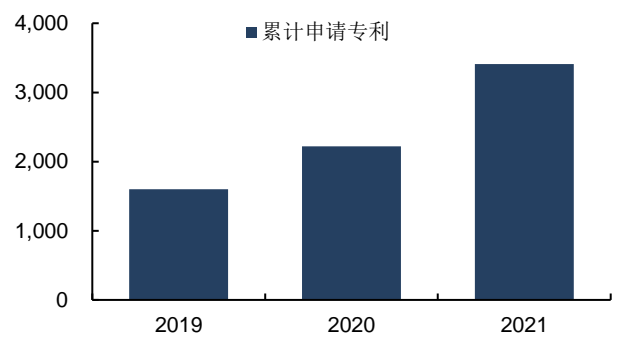
资料来源：FEELM 官网，信达证券研发中心

公司计划 2022 年研发投入超过过去 6 年总和，巩固长期竞争优势。为保证行业领先优势，加大技术壁垒，公司始终重视研发投入。由于公司持续专注于关键技术的研究，研发人员人数增加、雇员薪资及福利支出上升，导致 2018-2021 年研发费用占营业收入百分比大体呈上升趋势，由 18 年 3.5% 上升至 21 年 4.88%，2021 年研发费用增长至 6.7 亿元。公司计划 2022 年大幅增加研发开支至 16.8 亿元，根据我们的盈利预测估算研发费用率将达约 12%，较 2021 年的 5% 显著提升。公司预计研发投入方向包括材料科学、流体力学、空气动力学、热力学等领域，旨在保持公司在雾化科技领域的竞争优势。同时，公司也将探索雾化技师在医疗、健康等领域的应用。

研发型技术企业，搭建全球化基础研究体系。截止 2021 年，公司已累计申请中国及国外专利 3408 件，其中发明专利 1570 件，专利主要方向涵盖陶瓷加热技术的结构、形状、材料、生产流程等方面；研发人员数量达 1254 人，占非生产人员约半成。

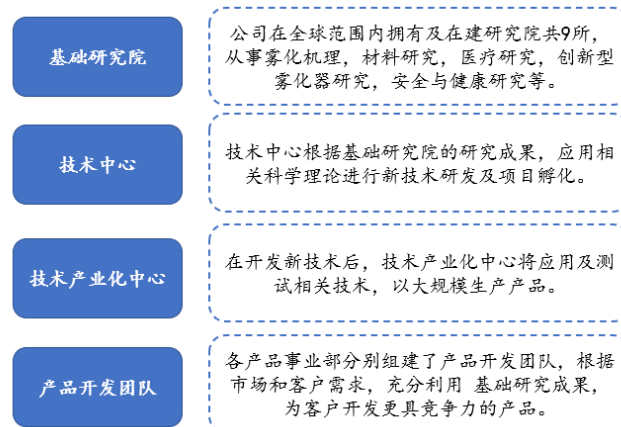
图 36: 公司预计 2022 年研发投入将达 16.8 亿元


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37: 公司累计申请数量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司的研发平台按照研究层次，分为基础研究院、技术中心、技术产业化中心与产品开发团队。在基础研究方面，根据公司官网统计，公司在全球范围内拥有及在建基础研究院共 9 所，涉及的基础研究领域包括新型材料研究、创新雾化技术研究、雾化医疗、安全与健康研究等，通过对底层技术原理的研究积累，为产品迭代与新产品开发蓄能。在产品方面，公司依托雾化技术平台积极进行产品多元布局，现正积极研发医疗和美容雾化设备，使雾化科技在生活中更被广泛使用。

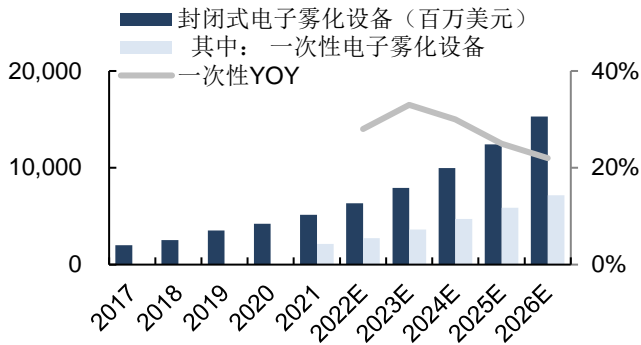
图 38: 公司研发平台示意图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

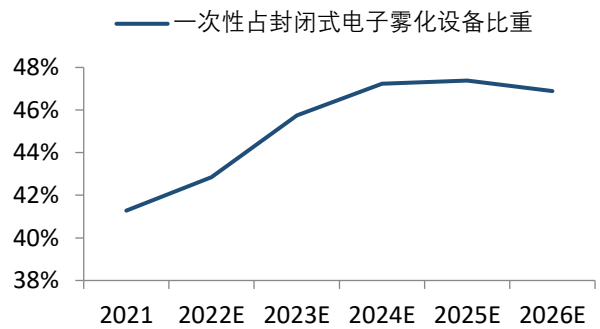
3.3 雾化技术应用扩展，积极布局新赛道

3.3.1 依托陶瓷芯技术，开拓一次性增量市场

全球一次性电子烟成长性显著，Frost & Suvillian 预计将成为增速最快的产品类型。一次性电子烟为即用即抛的封闭式电子雾化设备，2020 年开始在欧美等国受到消费者广泛欢迎。根据 Frost & Suvillian 估计，按出厂口径统计，2021 年全球一次性电子雾化设备的市场规模为 21.3 亿美元，占封闭式电子雾化设备规模的 41%，而到 2026 年一次性电子雾化设备的规模将达 71 亿美元，预计占封闭式电子雾化设备规模的 47%。从增长速度看，2022-2026 年一次性电子烟将成为所有电子烟产品中增长最快的类别，Frost & Suvillian 预计未来 5 年的 CAGR 达 27.5%。

图 39: 2021-2026 年一次性电子雾化设备 CAGR 将达 27.5%


资料来源: Frost & Suvillian, 公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 预计 2026 年一次性设备占封闭式电子雾化设备的 47%


资料来源: Frost & Suvillian, 信达证券研发中心

公司推出 **FEEL Max 一次性烟弹解决方案**，驱动一次性电子烟产品升级。2022 年 5 月，公司旗下雾化科技品牌 FEELM 推出了全球首个陶瓷线圈一次性烟弹解决方案 FEELM Max。目前市场中大部分一次性电子烟仍采用棉芯，在健康减害、用户体验等方面均有较大的改善空间。公司本次推出的 FEELM Max 技术为陶瓷芯在一次性产品中的应用，能够显著改善棉芯存在的问题。FEELM Max 有望复制 FEELM 在换弹式产品的成功经验，将先进的陶瓷芯技术引入新兴的一次性电子烟市场，驱动产品升级。

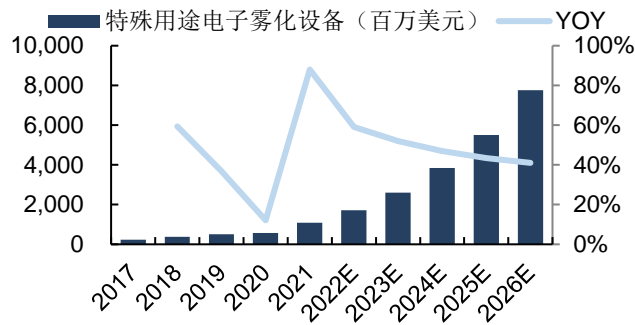
根据公司 2021 年年报，公司预计将在 2022 年向海外市场推出一一次性电子雾化产品，进一步强化产品组合。依托公司在雾化领域的长期积累，新推出的一次性电子雾化产品将在消费者体验、产品安全性上树立新的标准，新产品的推出将是对公司现有产品线的有益补充，我们预计在 2022 年将贡献一定增量。

图 41: FEELM Max 解决方案介绍


资料来源: 电子烟资讯网, 信达证券研发中心

3.3.1 美国医疗大麻合法化，特殊用途雾化设备前景广阔

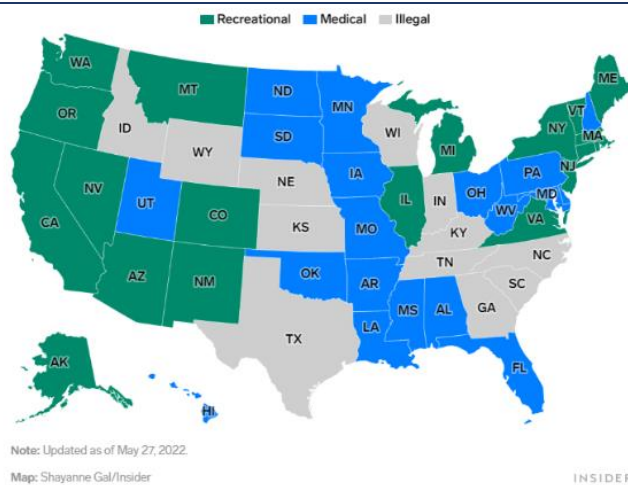
特殊用途电子雾化设备成长空间显著，主要为大麻雾化与医疗雾化。特殊用途电子雾化设备主要包括多种应用的电子雾化设备，可用于医疗或娱乐 CBD 及 THC 雾化。根据 Frost & Suvillian 统计，2021 年全球特殊用途的电子雾化设备规模达 10.8 亿美元，预计到 2026 年规模将达 77.6 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 48%。

图 42: 全球特殊用途电子雾化设备的成长性显著


资料来源: Frost & Suvillian, 公司公告, 信达证券研发中心

大麻根据其中成瘾性成分 THC 含量差异分为工业大麻、医疗大麻与娱乐大麻。大麻的独特效果主要由其中的大麻素引起, THC (四氢大麻酚) 和 CBD (大麻二酚) 两种大麻素是大麻治疗和娱乐效果的主要成分。其中 THC 是对中枢神经系统作用最强的精神活性成份, 可致幻并造成严重精神影响, THC 也是娱乐大麻起作用的主要成分。CBD 为大麻的非成瘾成分, 有抗痉挛、抗焦虑、抗炎症等药理作用。从用途上分类, 大麻可分为工业大麻、医疗大麻与娱乐大麻, 工业大麻的 THC 含量小于 0.3%, 医疗大麻与休闲大麻的 THC 含量普遍大于 0.3%, 使用一般需要经过严格审批, 一般工业大麻主要用于纤维纺织品, 使用不受限制, 而医疗和娱乐大麻则在全球受到不同程度的监管。

美国医疗大麻联邦级立法参议院通过, 未来更多州有望放开医疗与娱乐大麻使用。2022 年 4 月美国联邦对全国医用大麻合法化法案(MORE Act)通过众议院审批, 其中包含将大麻从“受控物质”清单中删除、征收联邦税并取消其使用的刑事定罪, 这项法案后续仍需得到参议院的批准, 通过后法案将呈交美国总统签署。根据 Insider 统计, 美国娱乐大麻合法化的地域包括 19 个州或地区 (Insider5 月统计), 美国医疗大麻合法化的地域包括 38 个州或地区 (Insider5 月统计)。目前医疗、娱乐大麻已在多州放开, 如果未来美国众议院最终通过联邦层面医疗大麻合法化, 美国各州将陆续允许医疗大麻的使用, 各州对娱乐大麻的立法也有望更加宽松。

图 43: 截止 22 年 5 月 美国娱乐大麻与医疗大麻合法化的州


资料来源: Business Insider, 信达证券研发中心

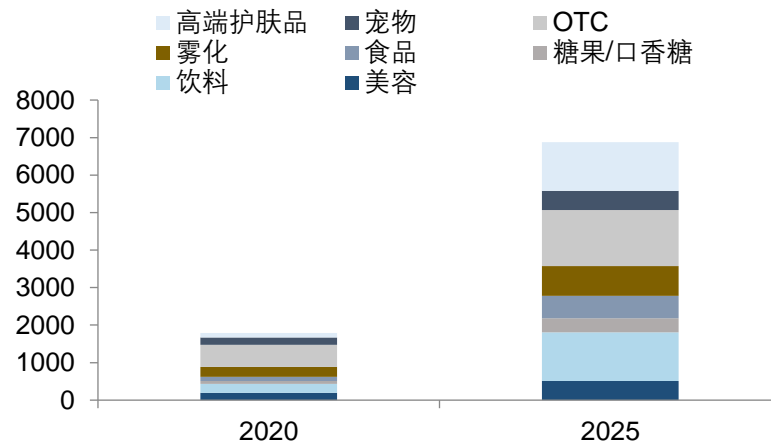
CBD 的使用方式非常多, 可以舌下滴服、食用、吸、涂抹等不同方式, 其中雾化是 CBD 吸收效率最高的方式。美国大部分州针规定对销售所含 THC 浓度低于 0.3% 的工业大麻提取的 CBD 油的电子雾化设备不设限制; 随着美国各州对医疗和娱乐大麻开放的趋势, 对于 THC

浓度高于 0.3%的医疗、娱乐大麻提取的 CBD 制品的管制也有望更宽松。

美国 CBD 消费品行业有望持续高速增长。据 hempindustrydaily 预测，到 2025 年美国 CBD 消费品的零售市场规模将达 69 亿美元，2020-2025 年的复合增速为 40%。其中可吸入式(雾化)规模将从 2020 年的 2.67 亿美元增长至 2025 年的 7.93 亿美元，CAGR 达 31%。

公司电子雾化组件板块包括了医疗或娱乐的 CBD 及 THC 雾化的电子雾化设备的电子雾化组件(封闭式电子雾化器及电池)，主要客户为美国大麻 CBD 消费品公司。公司的 CBD 雾化设备品牌 CCEL 同样应用了陶瓷芯雾化技术，凭借优秀的产品力在美国 CBD 雾化市场占据领先地位。

图 44: 美国 CBD 消费品结构 (百万美元)



资料来源: hempindustrydaily, 信达证券研发中心

四、盈利预测与投资建议

主要收入预测假设:

- 1、面向客户销售 ODM 业务: 1) 电子雾化设备: 公司该业务为封闭式电子烟的内销和外销。外销客户主要为英美烟草 (Vuse)、日本烟草 (Logic)、NJOY, 其中 Vuse 在以美国为主的全球电子烟市占率持续提升, 预计将保持较高速增长, 其中 Logic 与 NJOY 考虑其均有产品通过美国 PMTA, 预计将持续营销投入, 保持稳定增长; 内销客户主要为悦刻, 考虑到 2022 年 10 月后国标开始执行, 行业整体增速下降, 预计 2022-2024 年增长放缓。2) 电子雾化组件: 公司该业务产品主要包括 HNB 电子雾化设备及组件和大麻雾化设备及组件, 受益美国大麻雾化行业政策趋于明朗, 预计该业务 2022-2024 年将保持较快增长。
- 2、面向零售客户销售业务: 公司该业务为自主品牌 APV 开放式产品, 随着公司对产品的不断研发迭代, 技术驱动下产品力优势突出, 预计在全球市场中将保持较高速增长。

我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 139.6 亿元、178.3 亿元、226.1 亿元, 分别同比增长 1.4%、27.8%、26.8%。

表 2: 公司收入预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
面向企业客户销售-ODM	6,569	9,163	12,594	12,270	15,476	19,425
YOY	163.60%	39.50%	37.44%	-2.57%	26.13%	25.52%
其中: 电子雾化设备	4,477	7,531	10,554	9,721	12,289	15,442
YOY	298.30%	68.20%	40.14%	-7.89%	26.42%	25.65%
占比	58.80%	75.20%	76.73%	69.66%	68.91%	68.30%
其中: 电子雾化组件	2,092	1,632	2,039	2,549	3,187	3,983
YOY	52.90%	-22.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
占比	27.50%	16.30%	14.83%	18.27%	17.87%	17.62%
面向零售客户销售-APV	1,042	847	1,162	1,684	2,358	3,184
YOY	10.60%	-18.70%	37.14%	40.00%	35.00%	30.00%
占比	13.70%	8.50%	8.45%	12.07%	13.22%	14.08%
总收入	7,611	10,010	13,755	13,955	17,834	22,608
YOY	121.6%	31.5%	37.4%	1.4%	27.8%	26.8%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

主要盈利预测假设: 1) 毛利率: 2022 年公司内销占比持续降低, 其中毛利率较高的陶瓷加热电子烟占比随之降低, 同时 2022 年毛利率较低的一次性电子烟将在海外推出, 产品结构变化导致毛利率下降, 后续随着自动化产线产能逐步爬坡毛利率预计维持在 50% 左右, 我们预计 2022-2024 年毛利率分别为 48.8%、50.2%、50.1%。2) 期间费用率: 预计销售费用率、管理费用率保持稳定, 2022 年起公司加大研发投入, 预计当年研发开支约 16.8 亿元, 2023-2024 年维持 2022 年研发费用率水平。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 37.3 亿元、49.3 亿元、61.6 亿元, 分别同比变化-29.5%、32.2%、25%。

表 3: 公司盈利预测表

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,611	10,010	13,755	13,955	17,834	22,608
增长率	121.6%	31.5%	37.4%	1.4%	27.8%	26.8%
营业成本	4,258	4,714	6,378	7,150	8,879	11,289
%销售收入	56.0%	47.1%	46.4%	51.2%	49.8%	49.9%
毛利	3,352	5,296	7,377	6,804	8,955	11,320
%销售收入	44.0%	52.9%	53.6%	48.8%	50.2%	50.1%
其他收入	4	69	16	20	20	20
%销售收入	0.1%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	158	144	193	223	285	362
%销售收入	2.1%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	327	683	864	876	1,120	1,420
%销售收入	4.3%	6.8%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用	277	420	671	1,689	2,158	2,736
%销售收入	3.6%	4.2%	4.9%	12.1%	12.1%	12.1%
财务费用	14	-70	-399	-206	-243	-279
%销售收入	0.2%	-0.7%	-2.9%	-1.5%	-1.4%	-1.2%
所得税	393	718	922	658	870	1,087
所得税率	15.3%	23.0%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
归属于母公司的净利润	2,174	2,400	5,287	3,728	4,929	6,159
增长率	196.2%	10.4%	120.3%	-29.5%	32.2%	25.0%
净利率	28.6%	24.0%	38.4%	26.7%	27.6%	27.2%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司依托制造能力有序扩张与研发优势不断积累, 将持续巩固全球雾化科技龙头领先地位。随着内销影响逐步消化, 海外成长确定性增强, 预计公司中长期在全球雾化设备行业的份额有望持续提升, 保持较强劲增长。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 139.6 亿元、178.3 亿元、226.1 亿元, 分别同比增长 1.4%、27.8%、26.8%; 归母净利润分别为 37.3 亿元、49.3 亿元、61.6 亿元, 分别同比变化-29.5%、32.2%、25.0%, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 4: 相对估值表

公司	股价	净利润 (百万元, wind 一致预期)					PE	
	2022/7/13	21A	22E	23E	24E	22E	23E	
盈趣科技	19.34 元	1,071.1	1,266.2	1,556.2	1911.4	12.0	9.7	
亿纬锂能	98.38 元	2,843.1	3,285.5	5,904.9	8426.2	56.9	31.6	
雾芯科技	1.95 美元	1,875.5	1,154.0	1,981.0	3627.0	17.8	10.4	
中烟香港	12.0 港元	493.7	411.0	513.5	922.0	20.2	16.2	
比亚迪电子	21.1 港元	2,297.8	2,414.8	3,290.6	4191.7	16.9	12.4	
中国波顿	3.7 港元	185.7	217.0	258.0	306.0	15.8	13.3	
平均						23.2	15.6	
思摩尔国际	21.95 港元	5,287.0	4,621.5	5,868.6	6984.1	24.4	19.2	

资料来源: wind, 信达证券研发中心

五、风险因素

监管风险：公司主要客户产品在美国市场销售需要通过 FDA 的 PMTA 审评，目前第一大客户占公司收入比例较大，如果其未通过美国市场的上市申请，可能对公司业务造成较大的不利影响。

疫情大范围爆发风险：目前我国新冠疫情呈现多点散发态势，病毒变异、疫情反复对宏观经济造成的影响具有不确定性。若未来新冠疫情在全国范围内大面积爆发，将对公司生产与供应链产生负面影响。

原材料成本大幅上涨风险：公司原材料成本占收入比重约 30%，若出现原材料价格大幅上涨的情况，公司的盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	17,986	20,202	23,805	29,157
现金	11,427	13,480	15,485	20,133
应收账款及票据	2,409	2,242	3,702	3,834
存货	560	870	906	1,352
其他	3,590	3,610	3,712	3,838
非流动资产	4,886	5,723	6,046	6,361
固定资产	1,751	2,596	2,926	3,248
无形资产	371	363	356	349
其他	2,763	2,763	2,763	2,763
资产总计	22,871	25,925	29,851	35,517
流动负债	3,394	4,025	4,747	6,410
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	827	1,373	1,359	2,115
其他	2,567	2,651	3,389	4,296
非流动负债	231	231	231	231
长期债务	0	0	0	0
其他	231	231	231	231
负债合计	3,625	4,255	4,978	6,641
普通股股本	419	419	419	419
储备	18,827	21,250	24,454	28,457
归属母公司股东权益	19,246	21,670	24,873	28,877
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	19,246	21,670	24,873	28,877
负债和股东权益	22,871	25,925	29,851	35,517

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13755	13955	17834	22608
同比 (%)	37.4%	1.4%	27.8%	26.8%
归属母公司净利润	5287	3728	4929	6159
同比 (%)	120.3%	-29.5%	32.2%	25.0%
毛利率 (%)	53.6%	48.8%	50.2%	50.1%
ROE%	27.5%	17.2%	19.8%	21.3%
EPS (摊薄) (元)	0.88	0.62	0.82	1.03
P/E	38.86	30.37	22.97	18.38
P/B	10.68	5.23	4.55	3.92
EV/EBITDA	33.72	24.34	17.81	13.48

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,755	13,955	17,834	22,608
其他收入	16	20	20	20
营业成本	6,378	7,150	8,879	11,289
销售费用	193	223	285	362
管理费用	864	876	1,120	1,420
研发费用	671	1,689	2,158	2,736
财务费用	-399	-206	-243	-279
除税前溢利	6,209	4,386	5,798	7,246
所得税	922	658	870	1,087
净利润	5,287	3,728	4,929	6,159
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	5,287	3,728	4,929	6,159
EBIT	5,666	4,036	5,412	6,823
EBITDA	5,754	4,099	5,489	6,908
EPS (元)	0.88	0.62	0.82	1.03

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,588	4,097	3,970	7,044
净利润	5,287	3,728	4,929	6,159
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	88	62	77	85
营运资金变动及其他	-1,786	307	-1,036	799
投资活动现金流	-5,226	-740	-240	-240
资本支出	-1,978	-900	-400	-400
其他投资	-3,248	160	160	160
筹资活动现金流	3,522	-1,305	-1,725	-2,156
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	3,648	0	0	0
已付股利	-2,370	-1,305	-1,725	-2,156
其他	2,245	0	0	0
现金净增加额	1,869	2,053	2,005	4,648

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

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 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	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。