

盈利短期承压，Q2 经营步入改善

华泰研究

2022 年 7 月 18 日 | 中国香港

公告点评

消费轻工

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

30.02

研究员

吕明璋

SAC No. S0570521060001

lvmingzhang@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

联系人

刘思奇

SAC No. S0570121070181

liusiqi@htsc.com

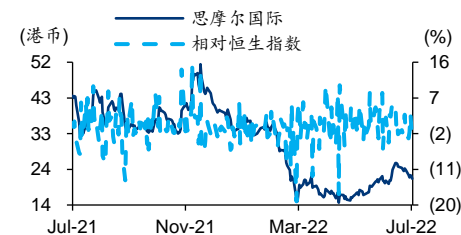
SFC No. BSE590

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	30.02
收盘价(港币 截至 7 月 15 日)	20.95
市值(港币百万)	125,667
6 个月平均日成交额(港币百万)	415.95
52 周价格范围(港币)	14.22-53.50
BVPS(人民币)	3.20

股价走势图



资料来源: S&P

发布 1H22 业绩预告，疫情扰动&加码研发等因素致利润短期承压

公司于 7 月 15 日发布 2022 年中期业绩预告，公司预告 1H22 未经审核集团期内溢利及全面收益总额同比下滑 46.0%-54.1%至人民币 13.22-15.54 亿元，其中 2Q22 同比下滑 39.5%-53.2%至人民币 7.96-10.28 亿元。此外，公司预告 1H22 未经审核集团经调净利润同比下降 46.0%-53.8%至 13.75-16.06 亿元，其中 2Q22 同比下滑 39.8%-53.0%至人民币 8.21-10.53 亿元。我们预计 2022/2023/2024 年 EPS 为人民币 0.68/0.84/1.03 元。参考可比公司 Wind 一致预期 22 年 31 倍 PE 均值，考虑到公司壁垒深厚，给予公司 22 年 38 倍目标 PE，给予目标价 30.02 港币，维持“买入”评级。

疫情扰动、产品结构变化和战略性投入导致盈利有所承压

1) 收入端，1H22 来自中国区域的收入有所下降，尤其 1Q22 深圳地区疫情管控严格影响生产运营，但 2Q22 营收已环比改善，生产运营恢复正常；2) 毛利端，公司不同毛利率产品的结构性变化导致 1H22 毛利率下滑；3) 费用端，为增强公司的竞争优势，以适应长期发展的需要，公司 1H22 加大在雾化技术、医疗、健康等领域的研发支出，并增加在信息系统、组织及流程、营销体系建设等方面的投入，导致研发、管理和销售费用同比有较大幅度增长。综合影响下公司 1H22 溢利及全面收益总额同比有所下降。

国内外监管政策有序推进，长期看好龙头份额提升

国内方面，电子烟监管政策有序推进，据国家烟草专卖局数据，截至 2022 年 7 月 15 日，已有 66 家企业获得电子烟生产牌照，伴随行业规范化管理，电子烟行业壁垒提高，长期看产品劣质的中小品牌及制造商将逐步退出市场，利好份额向技术优势领先的龙头企业集中。国际方面，已于 4 月生效的美国联邦法律正式将合成尼古丁纳入 FDA 监管，合成尼古丁产品须在 5 月 14 日前提交 PMTA 申请，并于 7 月 13 日前过审。7 月 15 日，FDA 首次向未经授权、非法销售合成尼古丁产品的厂商发出警告，若未来大量未过审产品被清退出美国市场，公司将有望受益于海外市场格局优化。

雾化设备全球龙头，维持“买入”评级

考虑到疫情影响及产品结构变化，我们下调公司国内外收入预测及毛利率预测，预计 2022/2023/2024 年归母净利润分别为人民币 40.86/50.21/61.99 亿元(前值人民币 45.38/58.52/73.22 亿元)，对应 EPS 为人民币 0.68/0.84/1.03 元。参考可比公司 Wind 一致预期 22 年 31 倍 PE 均值，考虑到公司壁垒深厚，给予公司 22 年 38 倍目标 PE，给予目标价 30.02 港币(前值 32.95 港币)，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策收紧，行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	10,010	13,755	14,261	17,477	21,445
+/-%	31.53	37.42	3.68	22.55	22.70
归属母公司净利润(人民币百万)	2,400	5,287	4,086	5,021	6,199
+/-%	10.57	120.30	(22.72)	22.88	23.47
EPS(人民币，最新摊薄)	0.41	0.88	0.68	0.84	1.03
ROE(%)	36.54	33.41	20.32	22.26	23.73
PE(倍)	41.74	19.42	25.13	20.45	16.56
PB(倍)	8.08	5.33	4.90	4.25	3.65
EV EBITDA(倍)	24.04	16.62	21.54	17.01	13.31

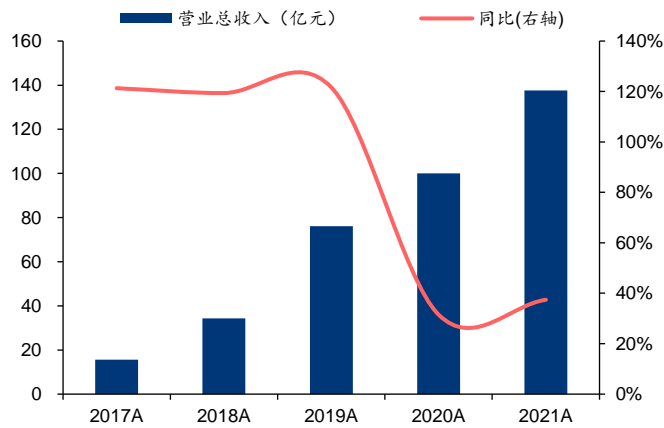
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值 (截至 2022 年 7 月 15 日, 参考 Wind 一致预期)

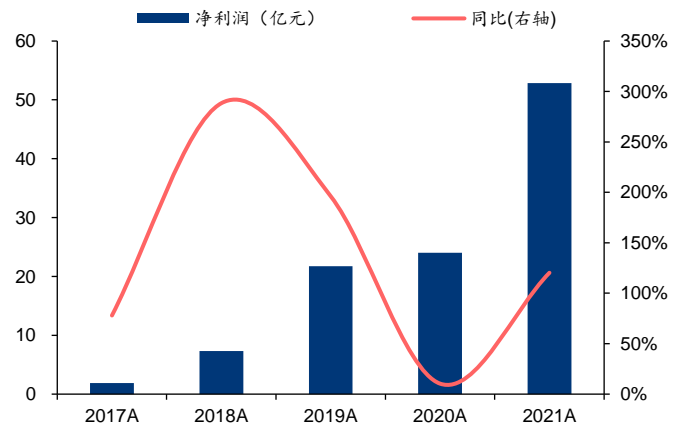
公司简称	公司代码	价格 (当地货币)	市值 (当地货币, 十亿)	归母净利润 (当地货币, 亿)			PE (x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
宁德时代	300750 CH	533.00	1300.84	254.62	399.97	543.27	51	33	24
立讯精密	002475 CH	33.00	233.82	100.21	133.26	166.25	23	18	14
歌尔股份	002241 CH	31.73	108.40	58.50	74.03	88.79	19	15	12
颐海国际	1579 HK	23.95	25.07	8.49	10.18	11.69	30	25	21
平均值							31	22	18

注: 2022-2024 年归母净利润参考 Wind 一致预期

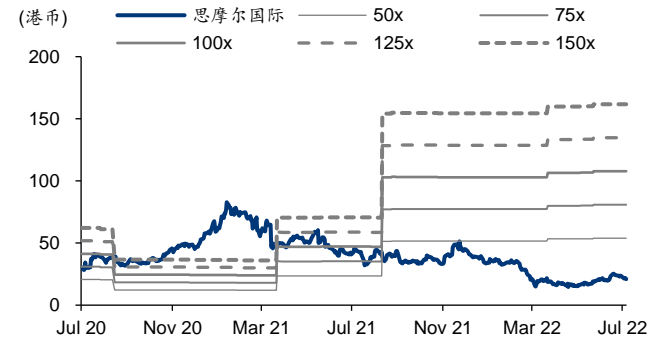
资料来源: 公司公告、Wind、Bloomberg、华泰研究

图表2: 公司营业收入情况


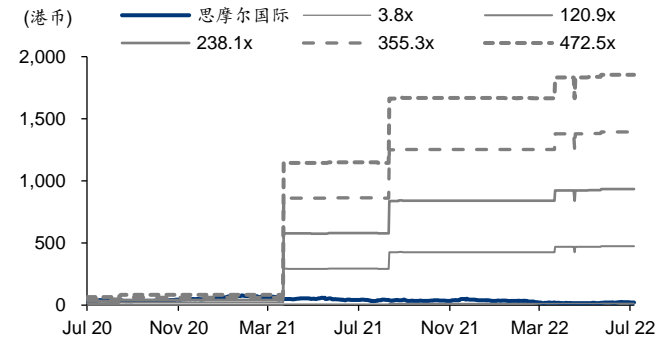
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 公司净利润情况


资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 思摩尔国际 PE-Bands


资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 思摩尔国际 PB-Bands


资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,010	13,755	14,261	17,477	21,445
销售成本	(4,714)	(6,378)	(7,104)	(8,843)	(10,964)
毛利润	5,296	7,377	7,158	8,634	10,481
销售及分销成本	(144.17)	(192.92)	(199.66)	(244.68)	(300.23)
管理费用	(1,103)	(1,534)	(2,567)	(2,971)	(3,496)
其他收入/支出	(0.13)	(7.66)	(14.26)	(17.48)	(21.45)
财务成本净额	69.98	399.19	421.77	495.61	616.34
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	4,150	6,209	4,799	5,896	7,280
税费开支	(717.85)	(922.38)	(712.82)	(875.89)	(1,081)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2,400	5,287	4,086	5,021	6,199
折旧和摊销	(56.21)	(87.74)	(127.20)	(154.35)	(174.45)
EBITDA	4,136	5,898	4,504	5,555	6,839
EPS (人民币, 基本)	0.41	0.88	0.68	0.84	1.03

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	438.83	560.07	552.43	832.51	884.54
应收账款和票据	2,444	2,744	2,635	3,958	4,132
现金及现金等价物	9,558	11,427	12,262	14,802	18,233
其他流动资产	0.00	3,254	3,254	3,254	3,254
总流动资产	12,441	17,986	18,703	22,847	26,504
固定资产	1,063	2,108	2,463	2,819	2,858
无形资产	88.16	66.40	176.12	266.39	352.99
其他长期资产	1,182	2,711	2,711	2,711	2,711
总长期资产	2,333	4,886	5,351	5,796	5,922
总资产	14,774	22,871	24,054	28,643	32,426
应付账款	1,451	2,261	1,873	3,273	3,107
短期借款	118.01	145.51	0.00	0.00	0.00
其他负债	539.33	987.80	987.80	987.80	987.80
总流动负债	2,108	3,394	2,861	4,261	4,095
长期债务	212.64	174.56	174.56	174.56	174.56
其他长期债务	53.00	56.15	56.15	56.15	56.15
总长期负债	265.65	230.71	230.71	230.71	230.71
股本	410.07	419.45	419.45	419.45	419.45
储备/其他项目	11,990	18,827	20,543	23,732	27,680
股东权益	12,400	19,246	20,962	24,151	28,100
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	12,400	19,246	20,962	24,151	28,100

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	41.74	19.42	25.13	20.45	16.56
PB	8.08	5.33	4.90	4.25	3.65
EV EBITDA	24.04	16.62	21.54	17.01	13.31
股息率 (%)	0.00	2.19	1.69	2.08	2.57
自有现金流收益率 (%)	1.89	1.36	2.76	3.66	4.77

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	4,136	5,898	4,504	5,555	6,839
融资成本	(69.98)	(399.19)	(421.77)	(495.61)	(616.34)
营运资本变动	(1,004)	(1,592)	(270.41)	(202.64)	(392.00)
税费	(717.85)	(922.38)	(712.82)	(875.89)	(1,081)
其他	691.16	604.23	421.77	495.61	616.34
经营活动现金流	3,035	3,588	3,521	4,477	5,365
CAPEX	(387.04)	(1,978)	(600.00)	(600.00)	(300.00)
其他投资活动	(874.42)	(3,248)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,261)	(5,226)	(600.00)	(600.00)	(300.00)
债务增加量	(180.67)	2,270	(145.51)	0.00	0.00
权益增加量	7,404	3,730	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(2,370)	(2,370)	(1,831)	(2,250)
其他融资活动现金流	(164.95)	(107.20)	421.77	495.61	616.34
融资活动现金流	7,058	3,522	(2,094)	(1,336)	(1,634)
现金变动	8,832	1,885	827.17	2,541	3,431
年初现金	731.39	9,558	11,427	12,262	14,802
汇率波动影响	(5.58)	(16.17)	7.74	0.00	0.00
年末现金	9,558	11,427	12,262	14,802	18,233

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	31.53	37.42	3.68	22.55	22.70
毛利润	57.97	39.30	(2.97)	20.62	21.40
营业利润	57.99	39.35	(22.43)	23.39	23.39
净利润	10.57	120.30	(22.72)	22.88	23.47
EPS	8.79	114.98	(22.72)	22.88	23.47
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	52.91	53.63	50.19	49.40	48.88
EBITDA	41.32	42.88	31.58	31.79	31.89
净利润率	23.98	38.44	28.65	28.73	28.91
ROE	36.54	33.41	20.32	22.26	23.73
ROA	26.55	28.09	17.41	19.05	20.30
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(74.41)	(57.71)	(57.66)	(60.57)	(64.27)
流动比率	5.90	5.30	6.54	5.36	6.47
速动比率	5.69	5.13	6.34	5.17	6.26
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.11	0.73	0.61	0.66	0.70
应收账款周转天数	59.86	67.90	67.90	67.90	67.90
应付账款周转天数	72.27	104.76	104.76	104.76	104.76
存货周转天数	37.68	28.19	28.19	28.19	28.19
现金转换周期	25.27	(8.67)	(8.67)	(8.67)	(8.67)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.41	0.88	0.68	0.84	1.03
每股净资产	2.11	3.20	3.49	4.02	4.68

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，吕明璋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 宁德时代（300750 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕明璋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 宁德时代（300750 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
中性： 预计行业股票指数基本与基准持平
减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15% 以上
增持： 预计股价超越基准 5%~15%
持有： 预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
卖出： 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司