

思摩尔国际(6969.HK)

点评报告

公司研究  
轻工制造行业

证券研究报告

# 坚持长期主义，期待海外新业务放量、格局优化

## ——思摩尔国际点评报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008  
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎️ 联系人：傅嘉成  
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

### 报告导读

公司公告 2022 年上半年净利润 13.22 亿-15.54 亿，经调整纯利 13.75-16.06 亿，同比下降 46-54%。2022Q1 经调整纯利为 5.53 亿元，计算 2022Q2 单季度经调整纯利为 8.22-10.53 亿元，同比下滑 40%-53%，中位数为 9.38 亿（同比-46%）。

### 投资要点

□ 国内业务占比下降+加大研发投入致 Q2 业绩下滑，H2 利润率有望改善  
 公司 22Q2 经调整净利下滑主要系：

1) 收入端高基数下预计同比下滑。国内市场 21Q2 是思摩尔 21 年单季度收入高点，彼时多品牌高速开店、铺货，22Q2 因 5.1 开始《电子烟管理办法》正式实施，虽然 4 月出货高峰，但 5-6 月由于渠道担忧老产品未来销售受阻、提货意愿减弱，因此 Q2 国内收入预计同比下滑 2 位数。海外市场 22Q2 维持增长，其中换弹式的增长目前仍受到一次性产品挤压，但 APV、THC 业务增长势头预计较好。综合来看 22Q2 收入环比 Q1 向好，但同比仍有压力。

2) 国内业务占比下降拖累毛利率。FEELM 国内业务的毛利率高于海外，21Q2 国内/国外业务占比为 40%/60%，22Q2 预计国内占比仅 30-35%，从而导致毛利率因业务结构变化而下降。

3) 费用投入力度加大。研发端，22 年公司研发支出预算为 16.8 亿，超过过去 6 年研发投入总和、比 21 年多 10 亿，因此 22 年每个季度平均研发费用多 2.5 亿。22 年公司已于迈阿密、成都、深圳新建 3 个研究院，基础科学院总数达 10 个，加大医疗、美容物化产品的研发，同时增强专利保护。管理&销售费用，公司为提升长期管理及营销能力，上半年增加了对信息系统、组织及流程、营销体系建设等方面的投入，管理、销售费用加大投入。考虑下半年公司销售规模将环比提升，费用率摊薄后利润率有望修复。

□ 国内监管思路清晰、烟草新产品过渡，海外期待 PMTA 执法+一次性产品  
 国内：Q2-Q3 口味烟的生产交付尚不受影响，且生产、渠道、批发环节陆续获批牌照，烟草口味新产品的报批进行中、预计 8-9 月开始出货，整体监管思路以温和过渡为主基调。参考美国，我们认为短期冲击后，电子烟减害属性仍将支撑长期需求。

海外：1) 思摩尔核心客户陆续过审 PMTA，JUUL 未过审提供订单弹性。21 年 10 月以来思摩尔海外大客户 Vuse、NJOY、Logic 陆续有部分 SKU 通过 PMTA，且审核进度有加速。6 月 23 日 FDA 驳回了 Vuse 最大的竞争对手 JUUL 的 PMTA 申请，虽然后者仍在申诉、但 FDA 对拒绝令的定调不变。根据尼尔森数据统计，Vuse 在美国市场份额达 35%、超越 JUUL (32.9%)，剩余市场份额分别由 NJOY (5.1%)、帝国烟草 (3.6%)、LOGIC (1.2%) 与其他中小品牌 (22.1%) 占据。预期 JUUL 和其他未过审品牌退出市场后，思摩尔客户的市场份额均有望实现提升。

### 评级

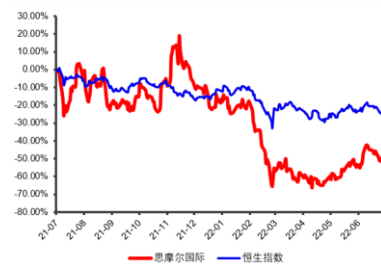
### 买入

上次评级 买入  
 当前价格 HK\$ 20.95

### 单季度业绩

### 元/股

2H/2021	0.42
1H/2021	0.47
2H/2020	0.41
1H/2020	0.01



### 公司简介

雾化科技方案领导者，技术实力突出。

### 相关报告

- 《电子烟：FDA 驳回 JUULPMTA 申请，竞争格局迎变化》220623
- 《电子烟：首款一次性产品通过 PMTA，FDA 审核提速》220613
- 《思摩尔国际：疫情停工+研发费用拖累 Q1 业绩，成长仍稳健》220407

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

2) 一次性、医疗等新赛道布局进入业绩贡献期。22年5月底公司在伦敦发布了 FEELM MAX 一次性陶瓷技术，较市面产品在毒素释放、口数、抽吸体验上均有更好表现，6月底开始有少量出货，下半年预计有较大收入贡献。一次性产品初期利润率低于平均、但伴随规模效应释放有望提升。公司 雾化美容仪 产品经历多轮验证后预计 22 年内有望推向市场，雾化医疗设备 预计 22 年底出产品、23 年贡献增量。

3) APV 设备保持良好势头。APV21 年受益新品推出高速增长，22 年进一步推出新品，同时加大市场开拓，预计增长表现亮眼。

#### □ 盈利预测

思摩尔国际坚持长期主义，即使在行业压力期，投入不减、为未来业务打基础，有望在市场转好时抓住机遇实现自身成长。我们预计公司 22-24 年实现营收 146.47 亿 (+6.48%)、185.43 亿 (+26.6%)、230.2 亿 (+24.14%)，实现归母净利润 35.06 亿 (-35.59%)、45.62 亿 (+30.14%)、57.43 亿 (+25.89%)，对应当前股价 PE 分别为 30.83X/23.69X/18.82X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

政策影响加剧、客户拓展不及预期、新技术推广不及预期、行业竞争加剧

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	13,755	14,647	18,543	23,020
(+/-)	37.42%	6.48%	26.60%	24.14%
归母净利润	5,443	3,506	4,562	5,743
(+/-)	39.79%	-35.59%	30.14%	25.89%
每股收益(元)	0.88	0.57	0.76	0.96
P/E	19.86	30.83	23.69	18.82

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	17986	18976	21565	25308	<b>营业收入</b>	13755	14647	18543	23020
现金	14675	14081	15385	17478	营业成本	6378	8224	10184	12532
交易性金融资产	6	6	6	6	营业税金及附加	0	0	0	0
应收账款	2409	2917	4500	4708	营业费用	193	205	260	322
其它应收款	335	439	556	691	管理费用	864	1024	1233	1531
预付账款	0	0	0	0	研发费用	671	1529	1854	2302
存货	560	1532	1117	2425	财务费用	25	16	28	34
其他	0	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4886	5874	6876	7884	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	(4)	(23)	69	10
固定资产	2055	3055	4055	5055	<b>营业利润</b>	5660	3677	5029	6361
无形资产	66	55	57	65	营业外收支	361	329	338	396
在建工程	977	977	977	977	<b>利润总额</b>	6209	4007	5367	6757
其他	1788	1788	1788	1788	所得税	922	601	805	1014
<b>资产总计</b>	22871	24850	28441	33193	<b>净利润</b>	5287	3406	4562	5743
<b>流动负债</b>	3394	2959	3365	4100	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	5443	3506	4562	5743
应付款项	827	1122	1345	1717	EBITDA	6358	4075	5447	6843
预收账款	295	374	440	611	EPS (最新摊薄)	0.88	0.57	0.76	0.96
其他	2272	1463	1580	1772	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	231	261	253	248		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	231	261	253	248	营业收入	37.42%	6.48%	26.60%	24.14%
<b>负债合计</b>	3625	3220	3618	4348	营业利润	99.16%	-35.47%	33.96%	25.89%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	39.79%	-35.59%	30.14%	25.89%
归属母公司股东权益	19246	21630	24824	28844	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	22871	24850	28441	33193	毛利率	53.63%	43.85%	45.08%	45.56%
					净利率	38.44%	23.25%	24.60%	24.95%
					ROE	33.41%	16.66%	19.64%	21.40%
					ROIC	26.14%	17.48%	26.27%	29.71%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	15.85%	12.96%	12.72%	13.10%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.30	6.41	6.41	6.17
					速动比率	5.13	5.90	6.08	5.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.73	0.61	0.70	0.75
					应收账款周转率	5.95	5.50	5.00	5.00
					应付账款周转率	15.03	15.03	15.03	15.03
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.88	0.57	0.76	0.96
					每股经营现金	0.60	5.01	8.32	10.62
					每股净资产	1.02	51.57	59.18	68.77
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.86	30.83	23.69	18.82
					P/B	5.61	5.00	4.35	3.75
					EV/EBITDA	14.85	23.40	17.31	13.53

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>