

轻工制造 | 公司研究

2022年07月18日

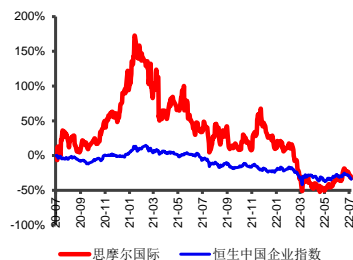
增持

维持

市场数据：2022年07月15日

收盘价(港币)	20.95
恒生中国企业指数	6,958.02
52周最高/最低价(港币)	53.00/14.09
H股市值(亿港元)	1,508.61
流通H股(百万股)	5,998.44
汇率(人民币/港币)	1.16

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

屠亦婷
A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨
A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

屠亦婷
(8621)23297818
tuyt@swsresearch.com

业绩表现符合预期，海外成长逻辑更加顺畅

思摩尔国际(06969.HK) 22H1 业绩预告点评

公司公告 22H1 业绩预告，表现基本符合预期：公司 22H1 实现净利润 13.22~15.54 亿元，同比 -54.1%~-46.0%，经调整后净利润 13.75~16.06 亿元，同比 -53.8%~-46.0%，业绩表现基本符合预期，主要系：1) 国内电子烟监管逐步落地，国内市场收入短期内大幅下降；2) 海外市场加大了低毛利的一次性产品投放力度，毛利率回落；3) 期间费用率上行，2022 年预计研发投入超 16 亿元，海外一次性、开放式等产品市场开发力度加大，营销费用、管理费用同比均较大幅度上行。单季度看，22Q2 实现净利润 7.96~10.27 亿元，同比 -53.2%~-39.5%，经调整后净利润 8.21~10.53 亿元，同比 -53.0%~-39.8%，而 22Q1 公司净利润/经调整后净利分别同比变动 -55.3%/-54.9%，同比降幅有所收窄，主要系 22Q1 生产及出货受到深圳疫情影响，22Q2 基本恢复正常。

国内电子烟监管严于海外，22H2 难言乐观，长期看新型烟草渗透率提升的大趋势不变，但具体节奏对公司业绩扰动较大。国内电子烟新政整体采用专营许可的牌照管理(定量额度制)+产品监管(新型烟草研究院负责测评)的双线监管思路，严于美国仅审核产品(FDA 的 PMTA 审核)的单线监管。目前电子烟新政正有序如期落地，10 月 1 日之前的过渡期是牌照密集发放阶段，截至目前已发放 65 张生产牌照，包括 6 家烟用烟碱类、22 家烟油/雾化物类、9 家品牌类、28 家产品/代工类和数千张零售牌照(全国电子烟零售许可证规划超 5 万张)，后续建议跟踪公司牌照情况。当前电子烟新政对国内电子烟产业的冲击已经初步显现，10 月 1 日新国标正式实行，预计 22Q3 或成为公司受到冲击最大的季度。长期看，新政保障电子烟行业规范化运行，为新型烟草的安全性和减害性提供隐性背书，推动新型烟草渗透率提升；且竞争力重回产品力本身，重塑行业格局，利好技术型龙头公司整合市场，市场空间和公司股份额均有回升机会，但是具体节奏对公司的业绩扰动较大。

海外业务增长逻辑更加顺畅，重申后续看点：1) 美国 FDA 审核趋严，合成尼古丁纳入监管利好换弹式市场增速回升，大客户英美烟草等市场份额持续提升：6 月 FDA 驳回 JUUL 的 PMTA 申请，利好部分单品已经通过 PMTA、安全性得到 FDA 认证的电子雾化龙头市场份额持续提升，根据尼尔森数据，截至 5 月底，美国电子雾化市场中 Vuse、JUUL、NJoy、blu eCigs 的市占率分别为 35.1%、33.1%、3.0%、1.9%，其中英美烟草、NJoy 均为思摩尔国际代工客户，公司海外代工业务存在扩容机会；但 Myblu、JUUL 相继被拒或意味着大品牌 PMTA 审核严于预期，后续英美烟草的核心单品 Vuse Alto 是否能通过 FDA 审核仍需密切跟踪。此外，合成尼古丁正式纳入 FDA 监管，弥合监管漏洞，7 月 13 日后未通过 PMTA 审核的一次性厂商将退出市场，利好合规的换弹式厂商市场份额提升；**2) 发布全球首款陶瓷芯一次性解决方案 FEELM Max，兼具技术、制造和客户优势，在一次性赛道有望弯道超车：**一次性电子烟尽管纳入监管，但消费习惯和消费群体已经培育，且欧洲如英国等国并未对电子烟口味进行限制，根据沙利文报告，2022-2026 年全球一次性电子烟的年复合增长率约 28%，超过电子雾化的 25%。公司以陶瓷芯一次性解决方案降维切入棉芯为主的一次性市场，在口数、口感顺滑度、口味一致性、产品安全性、电池续航性能方面解决行业痛点；且凭借陶瓷芯自动化生产的优势，有能力兼顾收入规模和毛利率水平；**3) 开放式产品有望延续 2021 年增速：**围绕尼古丁传输效率提升持续迭代技术，推出爆款；市场化拓展能力强，海外多国市占率第一；**4) 非烟雾化产品有望超过 2021 年的高增速：**大麻油类雾化在北美市场份额 50%+，继续发力膏状、花类大麻雾化器；美国工业大麻合法化法案推出，合法市场空间扩大；叠加北美诉讼胜利概率较大，将驱逐不健康竞争者；医疗雾化 2022 年有产品和订单落地。

财务数据及盈利预测

人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,010	13,755	13,396	17,682	22,252
同比增长率(%)	31.5%	37.4%	-2.6%	32.0%	25.8%
净利润(百万元)	2,400	5,287	3,610	5,134	6,475
同比增长率(%)	10.4%	120.3%	-31.7%	42.2%	26.1%
每股收益(元)	0.41	0.88	0.60	0.85	1.08
净资产收益率(%)	19.4%	27.5%	15.8%	18.3%	18.8%
市盈率(倍)	45.0	20.4	29.9	21.0	16.7
市净率(倍)	8.7	5.6	4.7	3.9	3.1

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本；“净资产收益率”为摊薄 ROE

思摩尔国际是全球电子烟制造龙头，多年技术迭代和产品化能力、持续稳定的规模化交付和品质保障能力，构成了长期竞争力，并通过专利保护巩固先发优势，加之和全球大客户的深度绑定关系，龙头地位稳固；通过打造雾化科技平台，逐渐成为多应用领域研发平台。海外业务成为公司主要增长点：技术储备充足，一次性、开放式电子烟陆续推出差异化新品，预计后续高增速得以保持；美国监管规范化推进，英美烟草等合规大客户率先受益，市占率持续提升，后续建议密切关注核心代工产品 VUSE Alto 的审核进度。鉴于 22H2 国内业务冲击已经初步显现，我们下调 2022-2024 年归母净利润预测至 36.10/51.34/64.75 亿元（原为 44.40/59.60/73.99 亿元），同比分别-31.7%/+42.2%/+26.1%，当前市值对应 PE 分别为 30/21/17 倍。长期来看，新型烟草通过技术迭代替代传统卷烟的大趋势不改，渗透率仍有较大提升空间，思摩尔国际卡位海内外头部公司的核心代工角色，在行业趋于规范化背景下，与核心客户的绑定更加紧密，并具备技术领先和迭代能力，具有较强的差异化竞争优势，仍维持“增持”评级！

风险提示：PMTA 审核进度不及预期、新产品市场开拓不及预期、国内市场冲击程度超预期等。

表：利润表（百万元人民币）

利润表					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	10,010	13,755	13,396	17,682	22,252
其中：营业收入	10,010	13,755	13,396	17,682	22,252
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
二、营业总成本	5,976	8,130	9,792	12,339	15,392
其中：营业成本	4,714	6,378	7,048	9,173	11,414
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	144	193	201	265	334
管理费用	683	864	841	1,110	1,397
研发费用	420	671	1,680	1,768	2,225
财务费用	15	25	22	22	22
加：其他收益	19	93	93	93	93
投资收益		0	0	0	0
净敞口套期收益		0	0	0	0
公允价值变动收益	-1,058	0	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	-0	-8	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）		0	0	0	0
资产处置收益		0	0	0	0
上市费用	73	0	0	0	0
三、营业利润	2,922	5,710	3,698	5,436	6,953
加：营业外收入	195	499	549	604	664
减：营业外支出	0	0	0	0	0
四、利润总额	3,117.8	6,209.3	4,247	6,040	7,617
减：所得税	718	922	637	906	1,143
五、净利润	2,400	5,287	3,610	5,134	6,475
持续经营净利润	2,400	5,287	3,610	5,134	6,475
终止经营净利润		0	0	0	0
少数股东损益		0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2,400	5,287	3,610	5,134	6,475

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续咨询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。