

评级：增持（维持）

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

联系人：张舒怡

Email: zhangsy@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
思摩尔国际	16.7	0.88	0.67	0.86	1.03	19.0	25.0	19.5	16.3	0.7	买入

备注：股价截至 2022 年 07 月 28 日收盘，单位为人民币。

投资要点

- **事件：英美烟草发布 2022 中期业绩。**英美烟草 7 月 27 日公布 2022 半年度业绩，公司 22H1 共实现营收 128.69 亿英镑，同比增长 5.7%，其中来自新型烟草营收为 12.83 亿英镑，同比增长 45.4%，新型烟草营收占比 10%，同比提升 2.7 个百分点；公司 22H1 共实现运营利润 36.78 亿英镑，同比-25.0%，其中新型烟草业务亏损 2.22 亿英镑，同比减亏 56.1%。
- **新型烟草收入和用户数维持高增长预期。**1) 收入端：公司 22H1 实现新型烟草营收 12.83 亿英镑 (+45.4%，固定汇率调整后增速 45.0%)。若以最近 12 个月收入计算，则新型烟草收入占比达 14.6% (+2pcts.)，2018-2022 年新型烟草收入 CAGR 为 31%。公司维持 2025 年实现新型烟草收入 50 亿英镑的目标（对应 2021-2025 年 CAGR 为 18.1%）。2) 用户数：截至 2022 年中，英美烟草的非可燃烟草消费者人数已达 2040 万人，较 2021 年末增加 210 万人，2018-2022 年非可燃烟草消费者人数 CAGR 达 30%。公司维持 2025 年非可燃烟草消费者人数达 5000 万人的目标（对应 2021-2025 年 CAGR 为 28.6%）。
- **新型烟草目标 2025 年实现盈利，提价+降本同步推进。**22H1 新型烟草业务减亏 2.81 亿英镑（以固定汇率计，同比减亏 55.4%，2021 年全年同比减亏 10%），目前已在 9 个国家实现新型烟草业务盈利。公司 22H1 对三大类新型烟草产品的设备和烟弹都做了提价，1/3 的减亏来自于提价因素，剩下 2/3 来自于规模效应以及效率提升，以 Vuse 为例，单位采购成本由于自动化生产而降低了 17%，同时优化的营销策略降低了获客和留存成本，提高了公司的销售价差。
- **分产品：雾化烟增速亮眼，加热不燃烧市占率提升。**1) 雾化烟领域，Vuse 收入 6.17 亿英镑，同增 55.2%，销量同增 18.6%，市占率达 34.7%，较 2021 年提升 1.2 个百分点，若剔除一次性电子烟，则 Vuse 市占率达 49.8%，较 2021 年提升 6.7 个百分点。在前五大电子烟市场中，美国、加拿大、英国、法国、德国的一次性电子烟占比分别为 22.2%、0%、59.8%、22.8%、28.8%，若剔除一次性电子烟，则 21Q3-22Q2，Vuse 美国市占率从 42.1% 提升至 49.2%，加拿大市占率从 83.3% 提升至 89.0%，英国市占率从 31.0% 提升至 39.9%，法国市占率从 76.8% 提升至 88.2%，德国市占率从 61.7% 提升至 63.9%。2) 加热不燃烧领域，glo 收入 4.97 亿英镑，同增 38.6%，销量同增 30.4%，市占率达 19.6%，较 2021 年提升 1.6 个百分点。3) 现代口嚼烟领域，velo 收入 1.69 亿英镑，同增 34.2%，销量同增 10.1%，市占率达 31.4%，较 2021 年下降 3.4 个百分点。
- **分地区：美国及 AMSSA 雾化烟高增，欧洲加热不燃烧、现代口嚼烟放量。**1) 美国市场：实现新型烟草收入 3.87 亿英镑，同比增长 59.2%，其中雾化烟收入 3.76 亿英镑，同比增长 59.9%，出货量同增 19.4%。2) 欧洲市场：实现新型烟草收入 5.37 亿英镑，同比增长 49.8%，其中雾化烟收入 1.12 亿英镑，同比增长 11.7%，加热不燃烧产品收入 2.67 亿英镑，同比增长 87.5%，现代口嚼烟收入 1.57 亿英镑，同比增长 36.1%。3) 美洲及撒哈拉以南非洲地区（AMSSA）：实现新型烟草收入 0.93 亿英镑，同比增长 71.5%，均为雾化烟收入。4) 亚太及中东地区（APME）：实现新型烟草收入 2.63 亿英镑，同比增长 15.9%。（以上均为固定汇率调整后数据）
- **持续投入新型烟草研发创新，新产品 glo hyper X2 和 Vuse Go 下半年将登陆更多市场。**22H1 公司在新型烟草领域投资超过 10 亿英镑，持续进行创新和研发，新产品表现优异：雾化烟领域，全新的一次性电子烟 Vuse Go 已于 5 月在英国上市，提供 6 种口味，定位较高端，目前已接近达到英国市占率第二，预计下半年将在欧洲市场快速推广。同时，公司 5 月在加拿大推出 Vuse ePod 2-plus，是公司第一款蓝牙连接产品，具备儿童防护、设备寻找和在线购买功能，上市后已占据加拿大市场销量的一半。加热不燃烧领域，新产品 glo hyper X2 具备更小、更轻的机身以及

基本状况

上市公司数	159
行业总市值(百万元)	1243066
行业流通市值(百万元)	466864

行业-市场走势对比
相关报告

电磁感应加热，精确控温按钮能够提供更个性化的温度选择，上周已在日本上市，下半年将在更多市场推出。

- **投资建议：**海外烟草巨头发力新型烟草，维持高增预期，思摩尔国际绑定海外大客户，渠道和产品强强联合，受益大客户 Vuse 高增长&一次性产品贡献增量，有望同时享有份额提升和行业扩容红利；国内市场产业链不确定性逐一落地，有序监管下赛道长期成长可期。建议关注【思摩尔国际】。
- **风险提示：**美国薄荷味电子烟政策风险、Vuse Alto 系列 PMTA 风险、下游需求不及预期风险、产品质量风险等

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。