

# 思摩尔国际 (06969.HK)

## 行业见底，核心竞争力不变，多元成长可期

**公司发布 Q1-Q3 财务业绩：**期内经调整纯利为 21.57 亿元（同比-48.9%）；单 Q3 经调整纯利为 7.21 亿元（同比-42.3%）。业绩短期承压主要系：1）海外：美国一次性小烟枪抢占部分市场，自动化水平提升促阶段降价、Q3 价格环比已企稳；国内：新规落地，品牌谨慎拿货。2）产品&地区结构变化影响毛利率（一次性、海外占比提升），3）研发（2022 年研发费用为 16.8 亿，超过过去六年总和）&管理（建设信息系统等）&销售费用（建设全球销售渠道等）增幅较大。展望未来，受益于 1）美国 FDA 执法趋严、优化格局，2）欧洲一次性小烟贡献增量，3）国内 23 年回归替烟，业务趋稳，4）费用（管理&销售）规模效应显现。我们预计收入端 Q3 或为阶段性底部，利润端有望于 2023 年回暖。

**国内格局清晰，行业恢复稳增。**自国标及管理办法发布以来，公司已合计收到六张生产企业许可证，预计产能配额充裕以及产品覆盖全面，竞争格局有望长期优化。此外，尽管国内禁止风味口味、短期影响销售，但对标美国禁止风味口味，销量短期承压，半年后仍恢复稳健增长。我们预计国内将聚焦减害&烟草口味研发，2023 年起国内业务有望恢复稳增。

**美国期待格局优化，一次性将为增长新动力。**截止目前，公司主要客户英美烟草旗下 VUSE 四款代表产品已有三款通过 PMTA 审核，周期均约 2 年；此外，客户 LOGIC&NJOY 已成功通过、验证思摩尔供应链能力。根据 FDA 审核周期推断，预计 VUSE ALTO 23 年审核通过落地可期。此外，FDA 近期审核趋严，VUSE 市占率有望提升，助力公司美国业务实现稳增。目前欧洲小烟客户订单可见度较高（22 年 10 亿以上预期不变）、23 年增长预计加速。自主品牌 APV 与海外大麻业务凭借产品性能卓越、预计维系高增。

**投资评级：**公司系全球雾化科技龙头，雾化烟板块深度绑定全球大客户，一次性小烟、HNB、大麻雾化、医疗雾化、美容雾化等板块有望贡献增量，且国内长期格局有望受益。预计 2022-2024 年净利润为 27.6 亿元、30.9 亿元、39.2 亿元，对应 PE 估值分别为 18.5X、16.5X、13.1X，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策超预期，行业竞争加剧。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,010	13,755	12,858	14,451	19,376
增长率 yoy (%)	31.5	37.4	-6.5	12.4	34.1
归母净利润(百万元)	3,893	5,443	2,763	3,092	3,919
增长率 yoy (%)	10.4	120.3	-49.2	11.9	26.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.40	0.88	0.46	0.51	0.65
净资产收益率(%)	19.4	27.5	12.6	12.3	13.5
P/E(倍)	21.3	9.7	18.5	16.5	13.1
P/B(倍)	4.1	2.7	2.3	2.0	1.8

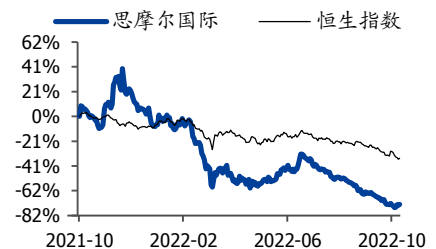
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 10 月 14 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	消费电子产品
前次评级	买入
10月14日收盘价(港元)	9.40
总市值(百万港元)	57,133.21
总股本(百万股)	6,078.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	16.29

### 股价走势



### 作者

分析师 姜春波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文铨

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

### 相关研究

- 《思摩尔国际 (06969.HK)：短期经营承压，聚焦管理&研发，期待厚积薄发》2022-08-25
- 《思摩尔国际 (06969.HK)：产能审批额度充裕，国内格局趋于清晰》2022-08-04
- 《思摩尔国际 (06969.HK)：乌云正褪去，静待国内新国标产品面市及 Vuse 通过 PMTA 审核》2022-07-17

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	12441	17986	26617	30115	34032
现金	9558	11427	20754	22702	25800
应收票据及应收账款	2218	2409	1916	2945	3572
其他应收款	226	335	190	400	391
预付账款	0	0	0	0	0
存货	439	560	504	814	1014
其他流动资产	0	0	3254	3254	3254
<b>非流动资产</b>	2333	4886	4570	4578	4971
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1116	2108	1786	1786	2170
无形资产	88	66	72	81	91
其他非流动资产	1129	2711	2711	2711	2711
<b>资产总计</b>	14774	22871	31187	34693	39003
<b>流动负债</b>	2108	3394	3369	3783	4155
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	702	827	802	1215	1583
其他流动负债	1406	2567	2567	2568	2572
<b>非流动负债</b>	266	231	218	218	237
长期借款	0	0	-13	-13	6
其他非流动负债	266	231	231	231	231
<b>负债合计</b>	2374	3625	3587	4001	4392
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	410	419	6010	6010	6010
资本公积	735	11990	11990	11990	11990
留存收益	0	0	2763	5855	9774
归属母公司股东权益	12400	19246	27600	30692	34611
<b>负债和股东权益</b>	14774	22871	31187	34693	39003

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3035	3588	3597	2123	3661
净利润	2400	5287	2763	3092	3919
折旧摊销	-18	0	206	216	258
财务费用	15	25	23	23	31
投资损失	-19	-93	-64	-72	-97
营运资金变动	0	0	670	-1136	-450
其他经营现金流	658	-1631	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1261	-5226	175	-152	-555
资本支出	0	0	-316	8	394
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-1261	-5226	-141	-144	-161
<b>筹资活动现金流</b>	7058	3522	5555	-23	-8
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-232	0	-13	0	19
普通股增加	410	9	5591	0	0
资本公积增加	-171	11255	0	0	0
其他筹资现金流	7051	-7742	-23	-23	-26
<b>现金净增加额</b>	8826	1885	9327	1948	3099

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10010	13755	12858	14451	19376
营业成本	4714	6378	6792	8414	11673
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	144	193	334	332	488
管理费用	683	864	1067	925	1056
研发费用	420	671	1680	1445	1967
财务费用	15	25	23	23	31
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	195	499	386	434	581
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	19	93	64	72	97
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	4150	6077	3411	3817	4839
营业外收入	-1032	132	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	3118	6209	3411	3817	4839
所得税	718	922	648	725	919
<b>净利润</b>	2400	5287	2763	3092	3919
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2400	5287	2763	3092	3919
EBITDA	3121	6209	3616	4034	5096
EPS (元)	0.40	0.88	0.46	0.51	0.65

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.5	37.4	-6.5	12.4	34.1
营业利润(%)	61.8	46.5	-43.9	11.9	26.8
归属于母公司净利润(%)	10.4	120.3	-47.7	11.9	26.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	52.9	53.6	47.2	41.8	39.8
净利率(%)	24.0	38.4	21.5	21.4	20.2
ROE(%)	19.4	27.5	12.6	12.3	13.5
ROIC(%)	18.9	27.1	12.4	12.2	13.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	16.1	15.8	11.5	11.5	11.3
净负债比率(%)	-74.9	-58.2	-93.3	-89.6	-88.1
流动比率	5.9	5.3	7.9	8.0	8.2
速动比率	5.7	4.2	6.8	6.9	7.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.7	0.5	0.4	0.5
应收账款周转率	7.0	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.88	0.46	0.51	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.60	0.60	0.35	0.61
每股净资产(最新摊薄)	2.06	3.20	3.66	4.18	4.83
<b>估值比率</b>					
P/E	21.3	9.7	18.5	16.5	13.1
P/B	4.1	2.7	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.4	6.4	8.5	7.1	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 14 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38124100  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com