

2024年06月24日
思摩尔国际(06969.HK)

SDIC

公司快报

证券研究报告

消费电子产品(HS)

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 12.12 港元
股价(2024-06-21) 9.37 港元

交易数据

总市值(百万元)	57,510.24
流通市值(百万元)	57,510.24
总股本(百万股)	6,137.70
流通股本(百万股)	6,137.70
12个月价格区间	4.73/9.84 元

股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.7	34.9	24.9
绝对收益	16.8	32.5	15.4

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

刘夏凡 联系人

SAC 执业证书编号: S1450123040055

liuxf3@essence.com.cn

相关报告

23Q3 经营环比改善, 中长期成长仍可期	2023-10-17
23Q2 国内环比改善, 海外一次性产品持续放量	2023-08-27
海外一次性产品全新发布, 业绩逐季改善可期	2023-05-16
Q1 海外表现亮眼, 业绩低点修复可期	2023-04-26
22 年业绩底部已现, 研发	2023-03-23

FDA 首次批准薄荷醇口味电子烟, 积极回购彰显公司发展信心

事件: 美国当地时间 6 月 21 日, 食品药品监督管理局 (FDA) 通过上市前烟草产品申请 (PMTA) 途径批准在美国销售四种电子烟产品。FDA 向 NJOY LLC 发布了四种薄荷味电子烟产品的营销授权令——NJOY ACE Pod Menthol 2.4%、NJOY ACE Pod Menthol 5%、NJOY DAILY Menthol 4.5% 和 NJOY DAILY EXTRA Menthol 6%。

首次批准非烟草口味电子烟, 市场合规监管方向逐步明确

6 月 21 日四种薄荷味电子烟产品营销授权标志着 FDA 首次批准非烟草味电子烟产品。此前 FDA 担心青少年使用所有电子烟的风险, 尤其是对青少年更具吸引力的调味产品严格限制非烟草口味产品。但在经过严格的科学审查, FDA 认为成年吸烟者完全改用危害较小的产品所带来的好处的证据强度足以抵消对青少年的风险。虽然授权不适用于任何其他薄荷味电子烟产品, 且 FDA 保留暂停撤销授权的权利, 但我们认为此次授权代表非烟草口味产品限制开始松动, 政策利好趋势明显, 非烟草味市场规模有望加速扩张。截至目前, FDA 已经批准了 27 种烟草味和薄荷味电子烟产品和设备, 此次授权的 NJOY 品牌为思摩尔国际重要客户, 后续其他品牌薄荷醇调味产品也有望陆续过审。同时, 2024 年 6 月 5 日, 美国 FDA 撤销了于 2022 年 6 月向 JUUL 颁发的 MDO (营销拒绝令), 申请恢复待处理状态, 由 FDA 进行实质性审查。此次撤销主要考虑到自 2022 年 MDO 颁布以来, FDA 在处理电子烟产品积累了更多经验, 且法院判决确立了新的判例法。虽然撤销 MDO 不代表授权或拒绝, 也不表明申请是否可能获得授权或拒绝, 但此次提高了获得授权的可能性。在电子烟减害的核心基础下, 电子烟渗透率提升长期逻辑持续验证。

一次性产品政策趋严利好换弹式产品回升, 积极回购彰显发展信心

1) 一次性产品: 海外市场一次性需求仍旺盛, 公司推出的陶瓷雾化发热体技术平台 FEELM Max, 新品受客户认可, 同时持续积极推出创新产品, 加强自由品牌布局, 市占率有望稳步提升。2) 换弹式产品: 2024 年 3 月 11 日, 英国政府推出草拟法规, 计划于 2025 年 4 月禁售一次性电子烟, 任何违反该法规的商家将面临 200 英镑的罚款并可能被监禁。公司的美国市占率稳步提升, 一次性产品监管趋严利好长期发展。3) 加热不燃烧: 公司产品组合具显著差异化和竞争力的产品组合, 后续若与大客户合作顺利有望逐步放量。4) 雾化医疗: 3 月雾化美容产品解决方案“岚至”面市, 技术具有差异化优势, 同时哮喘及慢性阻塞性肺病的药械结合产品的开发和生产布局顺利。5)

特殊用途雾化：持续加强本地营销和交付能力建设，23Q4 推出创新产品一面市即获客户认可，24 年有望贡献增量。

6 月 10 日，据美国司法部（DOJ）和 FDA 宣布，将联手成立一个联邦多机构工作组，并召集多个执法部门合作，以打击电子烟的非法销售和分销。FDA 加强执法，或利好产品已获批的龙头。

此外，公司自 2024 年 5 月 16 日开启本轮回购，截至目前公司已累计回购 7866.10 万股，占总股份 1.28%，共支付 6.65 亿港元，彰显公司对自身长期发展信心。

加码发展可期

投资建议：思摩尔国际作为全球电子雾化龙头，研发持续加码、技术实力领先，伴随美中市场逐步企稳回升、新产品新业务持续拓展，长期成长仍可期。我们预计思摩尔国际 2024-2026 年营业收入为 123.57、140.24、157.02 亿元，同比增长 10.65%、13.49%、11.96%；经调整后净利润为 16.94、18.91、21.64 亿元，同比增长 0.95%、11.64%、14.43%，对应 PE 为 36.6x、32.8x、30.0x，给予 2024 年 41.0xPE，对应目标价 13.03 元，即 12.12 港元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：行业监管超预期严格的风险；雾化技术路径被颠覆的风险；新业务发展不及预期风险；大股东减持风险；代工产品不过审风险；客户订单增长不及预期风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
主营收入	121.5	111.7	123.6	140.2	157.0
净利润	25.1	16.5	16.8	18.8	20.5
经调整后净利润	25.8	16.8	16.9	18.9	21.6
每股收益(元)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

盈利和估值	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.7	24.6	37.5	36.6	32.8
净利润率	20.7%	14.7%	13.6%	13.4%	13.1%
经调整后净利润率	21.2%	15.0%	13.7%	13.5%	13.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

利润表

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售总额	121.45	111.68	123.57	140.24	157.02
YOY (%)	-11.71%	-8.04%	10.65%	13.49%	11.96%
营业成本	68.85	68.34	78.90	85.77	96.27
毛利润	52.60	43.34	44.67	54.47	60.75
毛利率	43.31%	38.81%	36.15%	38.84%	38.69%
营业费用	29.37	29.03	28.40	35.70	39.94
销售费用	3.88	5.26	4.94	5.61	6.28
管理费用	11.48	8.67	9.59	10.89	12.19
财务费用	0.29	0.27	0.27	0.27	0.27
研发费用	13.72	14.83	13.59	18.93	21.20
销售费用率	3.19%	4.71%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	9.45%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%
财务费用率	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
研发费用率	11.30%	13.28%	11.00%	13.50%	13.50%
其他收入	4.97	6.19	3.00	3.00	3.00
其他收益与亏损	1.33	-1.04	0.50	0.43	0.43
预期信贷亏损拨回/(拨备)	-0.01	0.10	0.08	0.08	0.08
营业利润	29.54	19.36	19.69	22.13	24.16
YOY (%)	-52.42%	-34.47%	1.72%	12.37%	9.20%
税前利润	29.54	19.36	19.69	22.13	24.16
所得税	4.44	2.91	2.86	3.32	3.62
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	25.10	16.45	16.84	18.81	20.54
YOY (%)	-52.52%	-34.47%	2.35%	11.71%	9.20%
净利率	20.7%	14.7%	13.6%	13.4%	13.1%

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心

资产负债表

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	114.27	97.63	53.32	134.46	164.22
应收款项	24.09	23.02	18.88	40.85	44.36
存货	5.60	8.41	7.81	11.93	13.76
其他流动资产	35.89	62.94	115.70	42.30	45.93
流动资产	179.85	191.99	195.71	229.54	268.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	21.08	42.75	46.76	47.18	49.20
无形资产	0.66	0.79	0.90	0.65	0.69
其他	27.12	8.07	11.72	21.29	20.53
非流动资产	48.86	51.61	59.38	69.12	70.42
资产总计	228.71	243.60	255.09	298.66	338.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	8.27	11.50	12.70	14.56	16.57
其他流动负债	25.67	24.39	22.96	36.98	40.00
流动负债	33.94	35.89	35.66	51.54	56.57
长期贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	2.31	3.93	5.33	3.93	3.93
负债	36.25	39.82	40.99	55.47	60.50
普通股股东权益	192.46	203.77	214.10	243.19	278.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债股东权益合计	228.71	243.59	255.09	298.66	338.69

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心

现金流量表

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	52.87	25.10	16.45	16.84	18.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非现金支出	-1.94	-3.05	0.72	-2.05	-2.10
非经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-15.92	-19.58	12.04	-2.50	-2.50
经营活动现金净流	35.01	2.48	29.21	12.29	14.21
资本开支	-19.78	-16.95	-12.31	-7.30	-7.32
投资	-35.84	-11.37	-63.11	-36.77	-37.09
其他	3.36	4.08	5.27	2.05	2.10
投资活动现金净流	-52.26	-24.24	-70.16	-42.02	-42.31
借款增加	22.70	20.48	2.45	15.21	12.72
普通股增加	36.48	-2.95	-1.12	-1.00	-1.00
其他	-23.95	-14.77	-7.46	-9.20	-11.00
筹资活动现金净流	35.22	2.76	-6.12	5.01	0.72
现金净流量	17.97	-19.00	-47.07	-24.73	-27.38

资料来源：Wind 资讯，国投证券研究中心

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034