



基本盘改善趋势已现，APV 业务亮眼

业绩简评

8 月 19 日，公司发布 2024 年 H1 业绩公告，2024 年收入/净利润分别同比-1.7%/-4.8%至 50.4/6.8 亿元，整体业绩基本符合预期。

经营分析

自有品牌业务高速增长，24Q2 换弹式产品销售显现积极信号：分业务来看，公司 ODM/OBM 收入分别同比-12.4%/+71.9%至 39.2/11.2 亿元。ODM 业务方面，1) 中国市场 H1 收入同比+41.4%至 0.9 亿元，中国市场雾化电子烟销售正现稳步恢复趋势；2) 美国市场、欧洲及其他市场 H1 收入分别同比-9.8%/-16.0%至 18.6/19.8 亿元。美国市场随着对非法产品监管趋严，合规换弹式产品逐步受益，公司 24Q2 美国换弹式产品收入环比+6.1%，同比+6.5%。欧洲及其他市场虽然受监管导向影响，一次性烟产品下滑影响（24H1 公司整体一次性烟收入同比-18.9%至 12.2 亿元），但该区域 24Q2 换弹式产品收入同比+22.5%，后续随着对于传统一次性烟监管趋严，新型封闭式及开放式产品份额或将显著提升。OBM 业务方面，公司依托爆品推出及进一步加大国际市场开拓，上半年实现优异增长，其中美国/欧洲及其他市场分别增长 20.6%/88.0%，公司自有品牌 VAPORESSO 已逐步成为 APV 领域头部品牌。

H1 毛利率同比回升，医疗、加热不燃烧产品加大研发投入：公司 2024H1 毛利率同比+1.8pct 至 38.0%，主因：1) 公司 OBM 业务收入占比提升；2) 公司持续推进降本增效。费用率方面，公司 24H1 研发费用率同比+3.1pct 至 15.1%，主因公司加大医疗、加热不燃烧产品的研发投入。公司销售费用率同比+3.3pct 至 7.4%，主因公司为开拓 OBM 业务，持续提升全球本地化运营能力，并且加大市场开拓及新品推广。此外，公司依托降本增效、阿米巴经营等措施，管理费用率 24 年 H1 同比-2.4pct 至 6.7%。

ODM 业务改善大趋势已现，众多新增长点后续逐步兑现可期：目前海外对非法电子烟产品监管已显著趋严，科学的监管导向有望助推合规市场显著扩容，公司雾化电子烟 ODM 业务改善大趋势已现。此外，公司自主品牌 APV 业务依托公司优质产品力叠加综合销售运营能力持续提升，后续增长持续性可期，并且 HNB、医疗雾化等业务均已取得阶段性成绩，后续有望逐步对公司做出实质性贡献。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.27/0.31/0.36 元，当前股价对应 PE 分别为 30/26/23 倍，维持“买入”评级。

风险提示

海外对非法产品监管力度低预期；新品拓展不畅；汇率大幅波动。

国金证券研究所

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）

gongyizhi@gjzq.com.cn

市价（港币）：9.090 元

相关报告：

1. 《思摩尔国际公司点评：艰难时刻将过，新增长点逐步显现》，2024.3.20



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,145	11,168	12,113	13,421	15,055
营业收入增长率	-11.71%	-8.04%	8.46%	10.80%	12.17%
归母净利润(百万元)	2,510	1,645	1,667	1,904	2,200
归母净利润增长率	-52.52%	-34.47%	1.33%	14.24%	15.54%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.27	0.27	0.31	0.36
每股经营性现金流净额	0.08	0.52	0.30	0.35	0.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	7.68%	7.22%	7.62%	8.09%
P/E	27.27	22.31	30.18	26.42	22.87
P/B	3.33	1.71	2.18	2.01	1.85

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	13,755	12,145	11,168	12,113	13,421	15,055
增长率	37.4%	-11.7%	-8.0%	8.5%	10.8%	12.2%
主营业务成本	6,378	6,885	6,834	7,159	7,839	8,722
%销售收入	46.4%	56.7%	61.2%	59.1%	58.4%	57.9%
毛利	7,377	5,260	4,334	4,954	5,583	6,334
%销售收入	53.6%	43.3%	38.8%	40.9%	41.6%	42.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	193	388	526	812	966	1,129
%销售收入	1.4%	3.2%	4.7%	6.7%	7.2%	7.5%
管理费用	864	1,148	867	799	899	1,009
%销售收入	6.3%	9.5%	7.8%	6.6%	6.7%	6.7%
研发费用	671	1,372	1,483	1,756	1,866	2,032
%销售收入	4.9%	11.3%	13.3%	14.5%	13.9%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	5,810	2,566	1,447	1,553	1,805	2,102
%销售收入	42.2%	21.1%	13.0%	12.8%	13.4%	14.0%
财务费用	-399	-388	-490	-408	-435	-486
%销售收入	-2.9%	-3.2%	-4.4%	-3.4%	-3.2%	-3.2%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	5,650	2,363	1,458	1,575	1,834	2,140
营业利润率	41.1%	19.5%	13.1%	13.0%	13.7%	14.2%
营业外收支						
税前利润	6,209	2,954	1,937	1,961	2,240	2,589
利润率	45.1%	24.3%	17.3%	16.2%	16.7%	17.2%
所得税	922	444	291	294	336	388
所得税率	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	5,287	2,510	1,645	1,667	1,904	2,200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	5,287	2,510	1,645	1,667	1,904	2,200
净利率	38.4%	20.7%	14.7%	13.8%	14.2%	14.6%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,287	2,510	1,645	1,667	1,904	2,200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-194	-305	72	47	55	66
非经营收益						
营运资金变动	-1,592	-1,958	1,204	-161	-90	-86
经营活动现金净流	3,588	470	3,193	1,819	2,155	2,477
资本开支	-1,978	-1,695	-1,231	-650	-540	-440
投资	-3,584	-1,137	-6,311	-1,200	-650	-450
其他	336	408	527	-22	-29	-38
投资活动现金净流	-5,226	-2,424	-7,016	-1,872	-1,219	-928
股权募资	3,648	-295	-112	0	0	0
债权募资	2,270	2,048	245	0	0	0
其他	-2,395	-1,477	-746	-25	-26	-28
筹资活动现金净流	3,522	276	-612	-25	-26	-28
现金净流量	1,869	-1,664	-4,431	-74	914	1,526

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,427	9,763	5,332	5,258	6,173	7,699
应收账款	2,744	3,162	2,617	2,833	3,075	3,413
存货	560	841	781	756	806	848
其他流动资产	3,254	5,433	10,840	11,838	12,340	12,642
流动资产	17,986	19,199	19,571	20,686	22,393	24,602
%总资产	78.6%	78.8%	76.7%	76.0%	76.4%	77.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,751	2,764	3,311	3,694	3,957	4,108
%总资产	7.7%	11.3%	13.0%	13.6%	13.5%	12.9%
无形资产	371	526	463	465	456	448
非流动资产	4,886	5,161	5,938	6,522	6,927	7,220
%总资产	21.4%	21.2%	23.3%	24.0%	23.6%	22.7%
资产总计	22,871	24,359	25,508	27,208	29,320	31,822
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	827	1,150	1,270	1,293	1,409	1,565
其他流动负债	2,567	2,439	2,297	2,302	2,389	2,529
流动负债	3,394	3,589	3,566	3,594	3,798	4,094
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	231	393	532	532	532	532
负债	3,625	3,982	4,099	4,127	4,330	4,627
普通股股东权益	19,246	20,377	21,410	23,081	24,990	27,195
其中：股本	419	424	428	428	428	428
未分配利润	18,827	19,969	21,075	22,747	24,656	26,861
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	22,871	24,359	25,508	27,208	29,320	31,822

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.89	0.42	0.27	0.27	0.31	0.36
每股净资产	3.20	3.35	3.49	3.76	4.07	4.43
每股经营现金净流	0.60	0.08	0.52	0.30	0.35	0.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	27.47%	12.32%	7.68%	7.22%	7.62%	8.09%
总资产收益率	23.12%	10.31%	6.45%	6.13%	6.50%	6.91%
投入资本收益率	25.70%	10.70%	5.74%	5.72%	6.14%	6.57%
增长率						
主营业务收入增长率	37.42%	-11.71%	-8.04%	8.46%	10.80%	12.17%
EBIT 增长率	90.64%	-55.84%	-43.61%	7.31%	16.24%	16.47%
净利润增长率	120.30%	-52.52%	-34.47%	1.33%	14.24%	15.54%
总资产增长率	54.81%	6.51%	4.72%	6.66%	7.76%	8.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.5	69.8	67.5	57.6	55.6	54.6
存货周转天数	28.2	36.6	42.7	38.6	35.9	34.1
应付账款周转天数	43.2	51.7	63.7	64.4	62.0	61.4
固定资产周转天数	36.8	66.9	97.9	104.1	102.6	96.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.21%	-45.98%	-22.42%	-20.48%	-22.57%	-26.35%
EBIT 利息保障倍数	232.0	88.5	53.2	62.1	69.4	75.1
资产负债率	15.85%	16.35%	16.07%	15.17%	14.77%	14.54%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究