

各项业务渐进良性通道，费用拖累业绩释放节奏

2024 年 08 月 20 日

➤ **事件。**思摩尔国际发布 24 半年度业绩公告，2024H1 实现收入/税后利润/调期内综合收益总额 50.37/6.83/7.25 亿元(同降 1.67%/4.76%/1.3%)，24Q2 实现调期内综合收益总额 4.15 亿元(同降 5.95%)。

➤ **一次性产品承压&自主品牌产品放量&换弹式环比显著改善。**2024H1 收入同降 2%至 50 亿元：分客户：上半年面向企业客户/面向零售客户收入同比变动 -12.3%/+71.9%至 39.22/11.16 亿元；分产品：1) 换弹产品收入同比个位数下滑，不过伴随全球监管收紧，换弹产品收入呈现逐季改善势头，单 Q2 收入美国同增 6.5%，欧洲同增 22.5%；2) 自主品牌：加强数字化营销+新产品迭代（上半年推出 XRO 4），自主品牌业务同比增长 72%至 11.16 亿元，占收入比重达 22%；3) 一次性产品：同降 19%至 12.17 亿元，主要受制于欧洲一次性电子烟监管升级；4) 特殊雾化产品料仍有压力，主因上半年公司推动业务组织架构调整，且渠道建设仍处于布局期，为明年发展进行蓄力；5) HNB 业务相对较少，主要为日烟服务，新品值得期待。

➤ **受研发&管理费用投放拖累，2024H1 利润同降 5%至 6.83 亿元。**毛利率/净利率为 38%/13.56%，同比变动+1.79/-0.44pct。毛利率方面：我们判断 24 年 H1 换弹式产品和自主品牌业务毛利率依然稳定在高位，一次性产品受开工率影响，毛利率或略有下滑；费用率方面，销售/行政开支/研发费用率为 7.4%/6.7%/15.1%，同比变动+3.3/-2.4/+3.1pct。其中研发费用投向：1 雾化：推出新款雾化芯，且布局四面环绕屏；2、HNB：构建差异化产品组合；3、特殊雾化产品：超薄发热体为提升口感与品质；4、雾化医疗产品：完成数款针对哮喘/慢阻肺药物输送装置研发，并进入预临床或注册批次生产阶段。

➤ **展望下半年，整体收入增长提速，利润或仍有压力。**收入方面：1) 换弹产品：伴随监管收紧，我们预计收入实现双位数增长；2) 一次性产品：虽然产品监管持续收紧，不过考虑新产品推出（大口数&带屏产品），我们预计或和去年维持稳定；3) 自主品牌：热卖产品持续放量，不过 23 年下半年基数相对较高，我们预计增速略有放缓。利润方面：各业务线毛利率维持稳定，不过如研发&销售费用高投入可能会延续，管理费用亦可能因为全球业务拓展而增长提速，我们预计毛利率或略有下滑。

➤ **投资建议：**1) 尼古丁类：公司为全球最大电子雾化设备制造商，产品合规能力强，欧美政府针对非合规产品打击力度提升，增长提速值得期待；2) 特殊雾化：新团队逐步理顺，且公司布局渠道端，我们预计 2025 年后或进入发力期；3) HNB：公司已储备多种新型加热技术解决方案，重点关注核心大客户拓展进程；4) 雾化医疗：思摩尔美国研究中心已完成团队组建，国内呼吸机联用雾化给药装置研发成功并取得生产许可。我们预计 24-26 年归母净利润为 16.58/18.65/21.55 亿元，对应估值为 29/26/22X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**技术和产品迭代效果不及预期、监管力度与国家标准收紧。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,168	12,739	15,330	18,499
增长率(%)	-8.0	14.1	20.3	20.7
净利润	1,645	1,658	1,865	2,155
增长率(%)	-34.5	0.8	12.4	15.6
EPS	0.27	0.27	0.30	0.35
P/E	29	29	26	22
P/B	2.3	2.2	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 20 日收盘价，汇率 1HKD=0.916RMB，财年与自然年相同）

推荐

维持评级

当前价格：

8.54 港元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 1.思摩尔国际 (6969.HK) 2023 年年报点评：海外收入稳健增长，自有品牌持续发力-2024/03/20
- 2.思摩尔国际 (6969.HK) 2023 年三季报点评：收入&利润环比改善，利空逐步落地静待业绩拐点-2023/10/17
- 3.思摩尔国际 (6969.HK) 2023 半年报点评：国内市场仍承压，一次性产品大幅增长-2023/08/22
- 4.思摩尔国际 (6969.HK) 2023H1 业绩预告点评：国内市场延续承压，海外一次性产品放量-2023/07/19
- 5.思摩尔国际 (6969.HK) 2023 年一季报点评：业绩低点&预期冰点，乘产业趋势静候景气反转-2023/04/17

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	19,571	19,018	20,755	21,439
现金及现金等价物	5,332	4,624	5,556	5,361
应收账款及票据	1,888	2,358	2,752	3,415
存货	781	804	1,136	1,254
其他	11,569	11,231	11,311	11,409
非流动资产合计	5,938	6,037	6,121	6,210
固定资产	3,311	3,403	3,480	3,562
商誉及无形资产	463	463	463	463
其他	2,164	2,171	2,178	2,185
资产合计	25,508	25,055	26,876	27,650
流动负债合计	3,566	2,954	4,411	4,530
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	1,270	712	1,713	1,274
其他	2,297	2,242	2,698	3,256
非流动负债合计	532	532	532	532
长期借贷	0	0	0	0
其他	532	532	532	532
负债合计	4,099	3,486	4,943	5,062
普通股股本	428	428	428	428
储备	21,075	21,234	21,598	22,253
归属母公司股东权益	21,410	21,568	21,933	22,587
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	21,410	21,568	21,933	22,587
负债和股东权益合计	25,508	25,055	26,876	27,650

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,193	1,110	2,740	1,623
净利润	1,645	1,658	1,865	2,155
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	271	208	213	218
营运资金变动及其他	1,276	-756	662	-750
投资活动现金流	-7,016	-318	-308	-318
资本支出	-1,231	-300	-290	-300
其他投资	-5,785	-18	-18	-18
筹资活动现金流	-612	-1,500	-1,500	-1,500
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	-112	0	0	0
已付股利	-719	-1,500	-1,500	-1,500
其他	218	0	0	0
现金净增加额	-4,431	-708	932	-195

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,168	12,739	15,330	18,499
其他收入	9	4	0	0
营业成本	6,834	7,927	9,700	11,949
销售费用	526	637	690	740
管理费用	867	968	1,150	1,295
研发费用	1,483	1,720	1,993	2,349
财务费用	-490	-480	-416	-389
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-20	-20	-20	-20
除税前利润	1,937	1,951	2,194	2,535
所得税	291	293	329	380
净利润	1,645	1,658	1,865	2,155
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,645	1,658	1,865	2,155
EBIT	1,447	1,471	1,777	2,146
EBITDA	1,718	1,679	1,990	2,364
EPS (元)	0.27	0.27	0.30	0.35

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-8.04	14.06	20.34	20.67
归属母公司净利润	-34.47	0.81	12.42	15.56
盈利能力(%)				
毛利率	38.81	37.77	36.72	35.41
净利率	14.73	13.02	12.16	11.65
ROE	7.68	7.69	8.50	9.54
ROIC	5.74	5.80	6.89	8.08
偿债能力				
资产负债率(%)	16.07	13.92	18.39	18.31
净负债比率(%)	-24.91	-21.44	-25.33	-23.74
流动比率	5.49	6.44	4.71	4.73
速动比率	2.23	2.49	1.99	2.06
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.50	0.59	0.68
应收账款周转率	5.33	6.00	6.00	6.00
应付账款周转率	5.65	8.00	8.00	8.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.27	0.30	0.35
每股经营现金流	0.52	0.18	0.45	0.26
每股净资产	3.49	3.51	3.57	3.68
估值比率				
P/E	29	29	26	22
P/B	2.3	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	24.28	24.85	20.96	17.65

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026