

思摩尔国际 (06969)

证券研究报告
2024年08月21日**中国内地市场触底反弹，海外市场合规优势凸显有望实现高增！****事件：**公司发布 2024 年中期业绩，2024 上半年公司实现营收 50.37 亿元，同比降低 1.7%；实现净利 6.83 亿元，同比下降 4.8%。**24H1 自有开放式品牌市场份额提升，带动盈利能力回升**

分板块来看，2024H1 公司面向零售客户销售（APV）实现收入 11.16 亿元（占比 22.1%），同比增长 71.9%，主要因来自欧洲及其他市场收入同比增长 88.0%，来自美国市场收入同比增长 20.6%；面向企业客户销售（ODM）实现收入 39.22 亿元（占比 77.9%），同比减少 12.3%，主要由于来自欧洲及其他市场销售收入同比下降 16.0%，来自美国市场的销售收入同比下降 9.8%。此外，由于欧洲对电子雾化市场监管力度逐步加强，传统一次性产品需求正向新型封闭式及开放式产品转化，使得部分客户对传统一次性产品的需求受到较大影响，2024H1 公司一次性产品实现收入 12.17 亿元，同比下降 18.9%。**从盈利水平来看**，2024H1 毛利率为 38.0%，同比提高 1.8pct；净利率为 13.6%，同比降低 0.4pct；毛利率上升主要因毛利率较高的面向零售客户销售（APV）的自有品牌业务有较大增长，收入占比提高，同时公司扩大降本增效覆盖的产品范围，推动成本降低。

分地区来看，欧洲及其他市场为第一大销售地区，销售占比为 45.4%；其次为美国（考虑通过中国香港转运的产品），销售占比约为 36.9%，同比降低 3.3pct；扣除中国贸易商的出口销售，中国内地市场销售占比为 1.7%，同比提高 0.5pct。

研发储备及计划：公司持续加大研发投入，2024H1 年公司研发开支为 7.60 亿元，同比增长 23.7%，占营收的比重达到 15.1%；其中用于雾化医疗及雾化美容产品研发开支 1.85 亿元，同比增长 63.2%，公司于 2024 年第一季度重磅推出 MOYAL 岚至品牌和第一代雾化美容产品解决方案，为业内首款实现高粘度护肤精华雾化的美容产品，用于电子尼古丁传输系统研发开支 4.82 亿元，同比增长 15.1%，公司于 2024 上半年推出多款新型产品解决方案，包括世界首款四面环绕屏超高瓦数一次性产品以及全球首款 20000 口高爆发双芯一次性产品；此外，开放式产品 XRO4 备受消费者喜爱，助力公司开放式自有品牌的市场份额持续提升，已成为头部品牌。

首款薄荷醇口味电子烟过审，FDA 执法力度加强，利好龙头品牌公司

近期，美国 FDA 先后批准了四款 NJOY 薄荷味电子烟产品以及七款 Vuse Alto 电子烟产品，截至 2024 年 7 月 18 日，FDA 已经收到近 2700 万份产品申请并对其中约 96% 的申请完成审查，已批准 34 种电子雾化产品和设备，其中 17 款产品来自公司客户。**受益于 FDA 执法力度加强，公司在美国市场换弹式产品收入呈现逐季向好趋势，2024Q2 收入同比增长约 6.5%，环比增长约 6.1%**。我们认为美国电子烟市场的“类烟草化管理”大势所趋，监管趋严背景下大品牌、大公司的资源、技术储备可以应对不断提升的准入门槛和监管成本，龙头品牌的竞争力和市场占有率有望继续提升。

盈利预测及投资建议

我们认为，公司作为提供雾化科技解决方案的全球领导者，壁垒优势不断凸显，在监管不断趋严的背景下，预计产业链集中度或将加速提升。受益于一次性产品监管趋严，公司收入结构发生变化，高毛利 APV 业务拉高整体利润率，我们上调公司 2024-2026 年净利润为 16.75/21.52/26.03 亿元（前值为 16.64/20.71/24.62 亿元），同比增长 1.82%/28.48%/20.94%。基于公司的技术和龙头优势，维持“买入”评级。

风险提示：新型烟草政策变动风险，美国 FDA 监管变动风险，销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险，公司产能建设不及预期风险，新技术开发不及预期风险，价格变动风险，汇率风险。

投资评级

行业	非必需性消费/家庭电器及用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.54 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	6,138.24
港股总市值(百万港元)	52,420.56
每股净资产(港元)	3.81
资产负债率(%)	19.65
一年内最高/最低(港元)	10.52/4.61

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

- 《思摩尔国际-公司点评:美国 FDA 首批薄荷醇电子烟，公司有望受益合规市场发展》2024-06-25
- 《思摩尔国际-公司点评:24Q1 净利修复，看好行业逐步规范后公司龙头优势》2024-04-17
- 《思摩尔国际-公司点评:中国大陆市场收入或筑底，海外市场持续开拓!》2024-03-20

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com