

## 24H1 自有品牌高增长，盈利能力稳步提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-03

收盘价（港元）	9.14
近 12 个月最高/最低（港元）	10.12/4.73
总股本（百万股）	6160
流通股本（百万股）	6160
流通股比例（%）	100
总市值（亿港元）	563
流通市值（亿港元）	563

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

### 相关报告

1. 24Q1 业绩稳步增长，监管趋严下  
份额有望提升 2024-04-19

### 主要观点：

#### ● 事件：公司发布 2024 年半年度报告，基本符合预期

公司发布 2024 年半年度报告，2024H1 实现营业收入 50.37 亿元，同比减少 1.7%；实现净利润 6.83 亿元，同比减少 4.8%。

#### ● 自有品牌业务规模 and 市场份额持续提升，毛利率同比增长

分业务来看，2024H1 自有品牌业务/面向企业客户业务实现营业收入 11.16/39.22 亿元，同比变动+71.9%/-12.3%。在上半年推出了口吸品类 XROS 迭代版及肺吸品类 GEN 迭代版，助力自有品牌 VAPORESSO 市场份额进一步提升。细分地区来看，2024H1 自有品牌业务中欧洲等地区/美国分别实现营业收入 9.29/1.87 亿元，同比增加 88%/20.6%；面向企业客户业务中美国/中国内地/欧洲等地区实现营业收入 18.58/0.88/19.76 亿元，同比变动-9.8%/+41.4%/-16.0%。香港市场主要负责国际客户的转运和贸易工作，中国内地市场同时包括最终销往国际市场的收入。受欧美国对电子雾化市场的监管力度加强，美国市场特殊雾化产品业务处于恢复期；欧洲市场的传统一次性产品受到较大影响，但换弹产品收入趋势逐渐向好。2024H1 毛利率为 38.0%，提升 1.8 个百分点。主要原因：1) 较高毛利率的自有品牌业务规模 and 市场份额上升。2) 扩大降本增效的产品范围，推动成本的降低。

#### ● 加大市场推广投入，研发能力持续提升

2024H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.44%/6.73%/15.09%/0.38%，分别同比+3.37/-2.37/+3.08/+0.16 个百分点。销售费用率提升主要系：1) 加大国际市场的开拓，营销人员的薪酬增加；2) 增加雾化美容产品解决方案相关的推广费用，并加大电子雾化及特殊用途雾化产品在国际市场的推广力度。管理费用率下降主要系公司持续推行降本增效措施，强化预算管理制度，以及持续开展阿米巴经营，管理效率大幅提升。研发费用率提升主要系公司加大了雾化医疗和加热不燃烧领域产品的投入。

#### ● 投资建议

我们认为，在全球监管趋严的趋势下，行业集中度将加速提升，而公司依靠合规能力、技术领先优势、健康的客户结构和开放灵活的商业模式，竞争壁垒凸显，市场份额有望持续提升。此外，公司布局的雾化医疗/美容/HNB 等业务有望逐渐进入放量阶段，提供新业绩增量。基于中报业绩，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 118.11/135.83/150.33 亿元，分别同比增长 6%/15%/11%；归母净利润分别为 16.32/19.15/21.34 亿元，分别同比-1%/+17%/+11%。截至 2024 年 9 月 3 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.27/0.31/0.35 元，对应 PE 分别为 31.38/26.75/23.99 倍。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

政策不确定性；新业务不及预期；行业竞争加剧；汇率波动等。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11168	11811	13583	15033
收入同比(%)	-8%	6%	15%	11%
归母净利润	1645	1632	1915	2134
归母净利润同比(%)	-34%	-1%	17%	11%
ROE (%)	7.68%	7.08%	7.67%	7.88%
每股收益 (元)	0.27	0.27	0.31	0.35
市盈率 (P/E)	22.13	31.38	26.75	23.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

 (以 2024 年 9 月 3 日收盘价计算, 1 港币  $\approx$  0.9128 人民币)

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	19,571	20,441	21,950	23,574	<b>营业收入</b>	11,168	11,811	13,583	15,033
现金	5,332	5,638	6,104	6,669	其他收入	9	12	12	12
应收账款及票据	1,888	1,905	2,122	2,313	<b>营业成本</b>	6,834	7,275	8,394	9,321
存货	781	791	903	992	销售费用	526	437	489	526
其他	11,569	12,107	12,821	13,601	管理费用	867	886	992	1,082
<b>非流动资产</b>	5,938	6,925	7,904	8,886	研发费用	1,483	1,358	1,535	1,684
固定资产	3,311	3,512	3,711	3,920	财务费用	-490	-53	-56	-61
无形资产	463	529	588	642	<b>除税前溢利</b>	1,937	1,920	2,242	2,494
其他	2,164	2,884	3,604	4,324	所得税	291	288	327	359
<b>资产总计</b>	25,508	27,365	29,854	32,460	<b>净利润</b>	1,645	1,632	1,915	2,134
<b>流动负债</b>	3,566	3,791	4,365	4,837	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1,645	1,632	1,915	2,134
应付账款及票据	1,270	1,323	1,526	1,695	EBIT	1,458	1,866	2,185	2,433
其他	2,297	2,468	2,839	3,142	EBITDA	1,729	2,278	2,624	2,899
<b>非流动负债</b>	532	532	532	532	EPS (元)	0.27	0.27	0.31	0.35
长期债务	0	0	0	0					
其他	532	532	532	532					
<b>负债合计</b>	4,099	4,324	4,897	5,369					
普通股股本	428	428	428	428					
储备	21,075	22,708	24,622	26,757					
<b>归属母公司股东权益</b>	21,410	23,042	24,956	27,091					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	21,410	23,042	24,956	27,091					
负债和股东权益	25,508	27,365	29,854	32,460					

  

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	3,193	2,214	2,500	2,730	<b>成长能力</b>				
净利润	1,645	1,632	1,915	2,134	营业收入	-8.04%	5.75%	15.01%	10.68%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-34.47	-0.78%	17.29%	11.49%
折旧摊销	271	411	439	466	<b>获利能力</b>				
营运资金变动及其	1,276	171	146	129	毛利率	38.81%	38.40%	38.20%	38.00%
<b>投资活动现金流</b>	-7,016	-1,908	-2,033	-2,165	销售净利率	14.73%	13.82%	14.09%	14.20%
资本支出	-1,231	-678	-698	-728	ROE	7.68%	7.08%	7.67%	7.88%
其他投资	-5,785	-1,230	-1,335	-1,437	ROIC	0.06	0.07	0.07	0.08
<b>筹资活动现金流</b>	-612	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
借款增加	0	0	0	0	资产负债率	16.07%	15.80%	16.40%	16.54%
普通股增加	-112	0	0	0	净负债比率	-0.25	-0.24	-0.24	-0.25
已付股利	-719	0	0	0	流动比率	5.49	5.39	5.03	4.87
其他	218	0	0	0	速动比率	5.27	5.18	4.82	4.67
<b>现金净增加额</b>	-4,431	306	466	565	<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.45	0.47	0.48
					应收账款周转率	5.33	6.23	6.75	6.78
					应付账款周转率	5.65	5.61	5.89	5.79
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.27	0.27	0.31	0.35
					每股经营现金流	0.52	0.36	0.41	0.44
					每股净资产	3.49	3.75	4.07	4.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.13	31.38	26.75	23.99
					P/B	1.70	2.22	2.05	1.89
					EV/EBITDA	17.97	20.01	19.05	17.05

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2024 年 9 月 3 日收盘价计算, 1 港币 ≈ 0.9128 人民币)

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 徐偲, 南洋理工大学工学博士, CFA 持证人。曾在宝洁(中国)任职多年, 兼具实体企业和二级市场经验, 对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券, 负责轻工, 大消费, 中小市值研究。2023年10月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘, 多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师:** 余倩莹, 复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券, 研究传媒、轻工、中小市值行业。2024年4月加入华安证券。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。