



全球政策逆风期结束，雾化科技平台 迎接新成长

投资逻辑

复盘为何思摩尔此前经历戴维斯双杀：2021年以来公司EPS持续下降主因中国相关监管政策密集出台以及海外非法产品冲击，收入端增长承压，并且产品结构变动拖累毛利率，与此同时公司加大研发投入培育新业务，进一步影响盈利能力。在此背景下，市场对于公司后续成长存在担忧，也使得此前PE中枢下行。而公司目前核心优势依然明显，为后续业绩反转奠定基础，一方面依托于持续研发投入，保持核心产品技术领先优势，与大客户深度绑定，另一方面公司多款代工产品已通过美国PMTA审核，客户粘性进一步提升。

欧美政策逆风期或将结束，公司雾化换弹+开放式电子烟业务有望显著受益。美国方面，根据欧睿统计，目前非法产品市场份额超70%，今年以来，美国一方面明显加大对于非法产品的打击力度，另一方面放宽口味限制的预期正在提升。根据测算，美国合法换弹式产品的中期市场规模有望较23年增长63%-299%。欧洲方面，通过梳理可发现各国逐步明确一次性烟禁令时间点，后续换弹及开放式产品份额有望回升。根据测算，欧洲换弹式产品中期市场规模或将较23年增长42%-60%，开放式产品中期市场规模或将较23年增长52%-75%。在此趋势下，公司在美国、欧洲市场不仅收入端将受益于市场规模扩容，并且依托于收入结构变化，利润率水平有望边际回升。

大客户HNB新品推出，公司有望迎来第二增长曲线。HNB在全球仍处渗透率提升红利期，23年HNB全球市场规模达341亿美元，18-23年CAGR达23.1%，并且政策不确定性相对较小。公司布局HNB赛道多年，技术储备丰富。公司大客户英美烟草近期已在塞尔维亚推出HNB突破性新品glo hilo，产品力提升较为明显，并将于2025年在核心市场中进一步推广。此外，公司作为其新型烟草核心供应商，后续有望受益于英美烟草在HNB领域的快速成长。

基于雾化平台优势，新业务有望打开长期增长新空间。近年来，公司在保证雾化电子烟技术领先优势的同时，对于特殊、医疗及美容雾化等研发方向上持续加大投入。依托自身雾化平台化优势，公司在特殊、美容雾化领域持续迭代产品，并且在医疗雾化领域储备了较多差异化的领先技术。整体来看，公司新品类在平台化优势助推下，产品迭代顺利，后续有望逐步放量，支撑公司长期成长。

盈利预测、估值和评级

不充分考虑HNB业务贡献的情况下，我们预计公司24-26年EPS分别为0.22/0.26/0.37元人民币，当前股价对应PE分别为45/38/27倍，考虑公司后续新业务成长性较强，给予25年合理PE48x，对应目标价为13.35港币，维持“买入”评级。

风险提示

海外监管力度不及预期；HNB业务不及预期；汇率波动风险；

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

市价（港币）：10.76元

目标价（港币）：13.35元

相关报告：

- 《思摩尔国际港股公司点评：大客户传递积极信号，业绩弹性可期》，2024.10.17
- 《思摩尔国际公司点评：基本盘改善趋势已现，APV业务亮眼》，2024.8.20
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,145	11,168	12,040	13,380	16,218
营业收入增长率	-11.71%	-8.04%	7.80%	11.14%	21.21%
归母净利润(百万元)	2,510	1,645	1,363	1,612	2,305
归母净利润增长率	-52.52%	-34.47%	-17.15%	18.27%	43.02%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.27	0.22	0.26	0.37
每股经营性现金流净额	0.08	0.52	0.22	0.28	0.39
ROE(归属母公司) (摊薄)	12.32%	7.68%	5.99%	6.61%	8.64%
P/E	28.05	22.95	45.35	38.34	26.81
P/B	3.40	1.75	2.71	2.53	2.32

来源：公司年报、国金证券研究所



目录

1. 复盘为何思摩尔此前经历戴维斯双杀: 政策监管与非法产品冲击.....	4
2. 高研发投入铸就高产品壁垒, 核心竞争优势仍在.....	6
2.1 持续高研发投入, 核心品类优势稳固, 新品类发展值得期待.....	6
2.2 持续深度绑定核心龙头客户, 奠定业绩快速修复基础.....	7
3. 政策监管趋向科学合理, 预计合规市场迎来扩容.....	8
3.1 中国监管政策已趋明朗, 市场需求有望逐渐改善.....	8
3.2 美国非法市场监管正加强, 合规市场需求有望回升.....	10
3.3 欧洲限制一次性烟进程已开启, 换弹及开放式产品份额有望回升.....	12
4. 大客户 HNB 新品即将推出, 公司有望迎来第二增长曲线.....	14
5. 基于雾化平台优势, 新业务有望打开长期增长新空间.....	16
5.1 特殊雾化: 技术布局领先, 成长空间可期.....	17
5.2 医疗雾化: 市场广阔, 多款产品在研, 后续发展值得期待.....	17
5.3 美容雾化: 较早孵化专属品牌, 后续拓展效果值得期待.....	18
6. 盈利预测和估值.....	19
7. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 思摩尔 2021 年以来经历戴维斯双杀.....	4
图表 2: 思摩尔历史 EPS 与 PE 变化情况.....	4
图表 3: 公司在中国和美国营收均下降.....	4
图表 4: 公司美国区收入波动下降.....	4
图表 5: 2021 年以来美国非法电子烟市占率快速上升.....	5
图表 6: 美国一次性烟市占率持续上升.....	5
图表 7: 思摩尔在中国内地营收大幅下降.....	5
图表 8: 中国雾化电子烟整体市场规模急剧萎缩.....	5
图表 9: 2022 年以来公司一次性产品营收占比快速上升.....	6
图表 10: 2022 年以来公司扣非归母净利润大幅下滑.....	6
图表 11: 2022 年以来公司利润率下滑较明显.....	6
图表 12: 公司持续保持高研发投入.....	6
图表 13: 公司推出全球首款高爆发大口数陶瓷芯.....	7
图表 14: 公司申请专利数持续保持较快增长.....	7



图表 15:	公司研发重心向新业务倾斜	7
图表 16:	公司主要研究机构研发布局	7
图表 17:	公司主要营收来自前五大客户	8
图表 18:	公司主要客户在美国市占率不断提升	8
图表 19:	通过 FDA 审核产品大多数为思摩尔代工	8
图表 20:	我国电子烟监管政策框架逐渐完善	9
图表 21:	23 年以来思摩尔中国内地营收降幅收窄	10
图表 22:	23H2 以来雾芯科技中国内地营收有所改善	10
图表 23:	2023 年底以来美国加大对一次性和非法电子烟的打击力度	10
图表 24:	FDA 首次批准 4 款薄荷醇口味电子烟	11
图表 25:	FDA 意图简化电子烟申请流程	11
图表 26:	2023 年底美国雾化电子烟市场规模为 243.74 亿美元	12
图表 27:	不同假设下合法换弹式市场规模较 2023 年同比变动情况	12
图表 28:	2024 年英国一次性烟市占率下滑至 30%	13
图表 29:	2024 年英国青少年中一次性烟市占率大幅下降	13
图表 30:	欧洲各国正收紧对一次性电子烟的监管	13
图表 31:	预计未来欧洲雾化电子烟市场规模将趋于平稳	14
图表 32:	2024 年欧洲一次性电子烟市场规模占比为 44%	14
图表 33:	不同假设下欧洲各品类电子烟市场规模变动情况 (单位: 百万美元)	14
图表 34:	多国对 HNB 监管持开放态度	15
图表 35:	2027 年全球 HNB 市场规模有望达 566 亿美元	15
图表 36:	全球主要 HNB 消费市场规模增长较快	15
图表 37:	思摩尔在 HNB 领域已有较多技术储备	16
图表 38:	近年来英美烟草在 HNB 的营收增长较快	16
图表 39:	英美烟草计划 2024 年底推出新品 Glo Hi lo	16
图表 40:	公司新业务拓展已取得一定成效	17
图表 41:	CCELL 陶瓷芯雾化在多个方面优于传统棉芯线圈	17
图表 42:	中国医用雾化市场规模增长较快	18
图表 43:	Air Smooth 联动雾化可减少 60% 的药物浪费	18
图表 44:	2024 年以来摩尔雾化已获授权的美容雾化专利一览	18
图表 45:	天猫 MOYAL 岚至旗舰店热销商品多定位在中高端	19
图表 46:	思摩尔分业务营业收入预测表	20
图表 47:	思摩尔可比公司估值情况	20



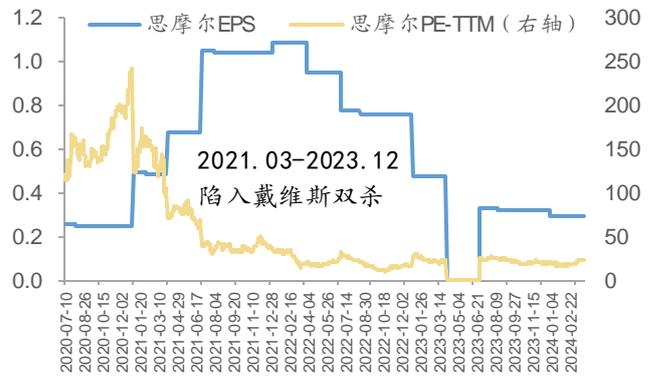
1. 复盘为何思摩尔此前经历戴维斯双杀：政策监管与非法产品冲击

2021年以来公司EPS持续下降主因国内外相关监管政策密集出台以及非法产品冲击，公司收入端增长受到限制，并且产品结构变动拖累毛利率，与此同时公司持续高研发投入培育新业务，进一步影响公司盈利能力与ROE中枢。在此背景下，市场对于公司后续成长存在一定担忧，也使得PE中枢下行。

图表1：思摩尔 2021 年以来经历戴维斯双杀



图表2：思摩尔历史 EPS 与 PE 变化情况



数据来源：wind，国金证券研究所

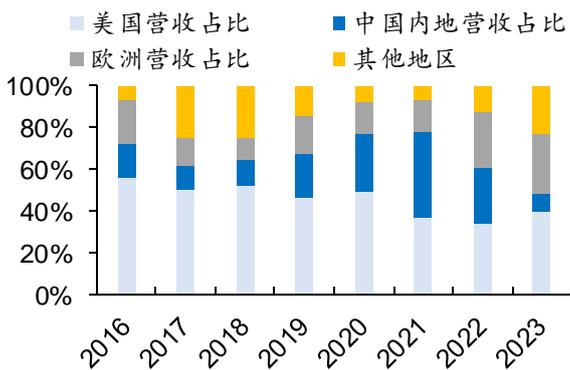
数据来源：wind，国金证券研究所

思摩尔营业收入影响复盘：政策监管及一次性烟和非法产品市占率快速上升，公司在中国和美国市场营收降幅显著。2023年公司营收较2021年峰值时下降19%，主要是中国和美国市场的营收减少所致。公司在欧洲市场虽然受到一次性烟冲击，但开放式大烟表现尚佳，因此欧洲区收入表现尚可。

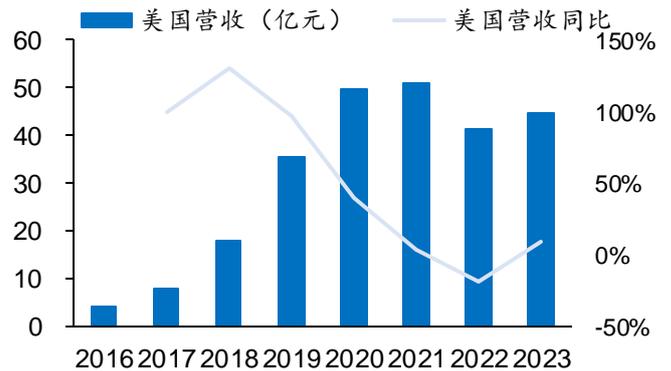
美国地区营收下降原因：一次性烟及非法产品冲击。受产品口味限制影响，美国非法市场近年来持续扩大。根据欧睿统计，2021年起，美国非法电子烟市占率快速提升，2023年已达75%以上，严重挤压正规厂商生存空间。

中国地区营收下降原因：政策限制产品口味，合规市场需求显著萎缩。2022年国内《电子烟管理办法》出台，禁止销售除烟草口味外的调味电子烟，国内合规电子烟需求急剧萎缩，使得思摩尔国内营收在2022年同比下降53%，2023年又进一步大幅下降93%。

图表3：公司在中国和美国营收均下降



图表4：公司美国区收入波动下降

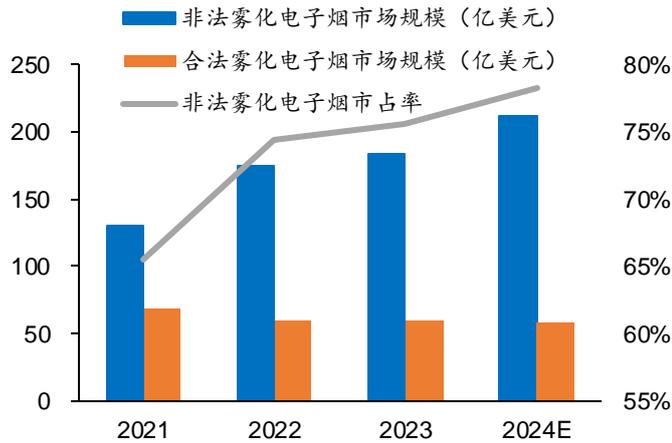


数据来源：公司公告，国金证券研究所

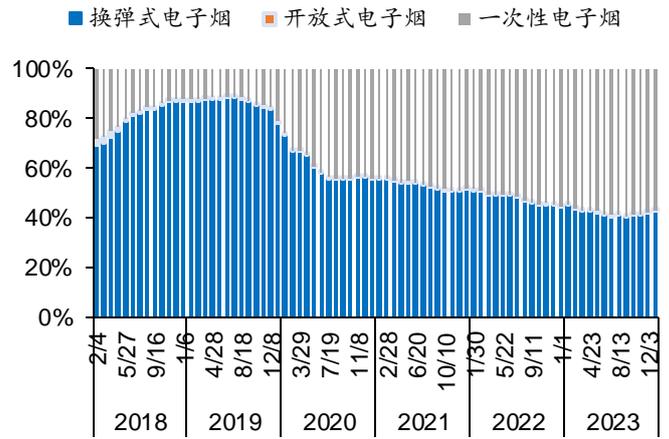
数据来源：公司公告，国金证券研究所



图表5: 2021年以来美国非法电子烟市占率快速上升



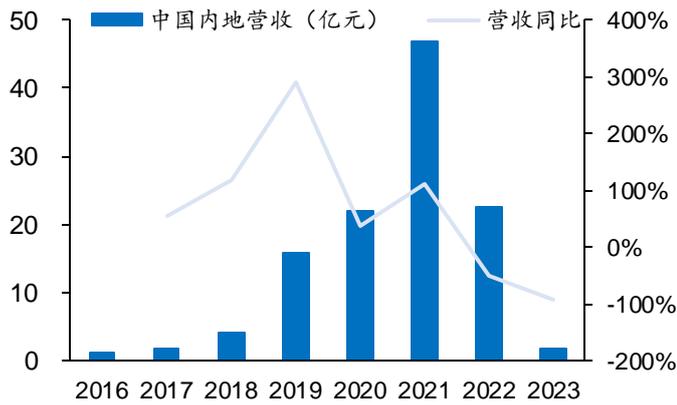
图表6: 美国一次性烟市占率持续上升



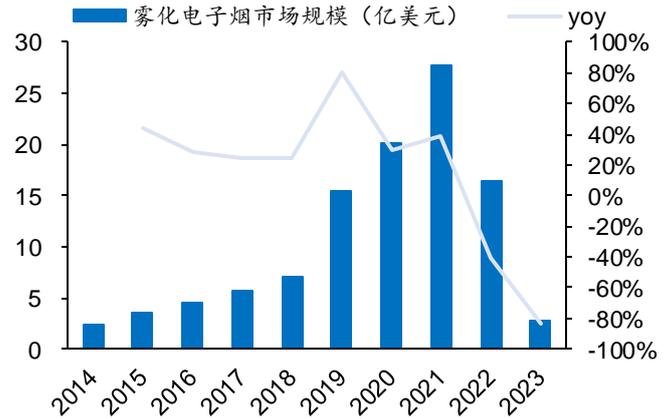
数据来源: 欧睿, 国金证券研究所。注: 2024年数据为欧睿预测值

数据来源: CDC, 国金证券研究所

图表7: 思摩尔在中国内地营收大幅下降



图表8: 中国雾化电子烟整体市场规模急剧萎缩



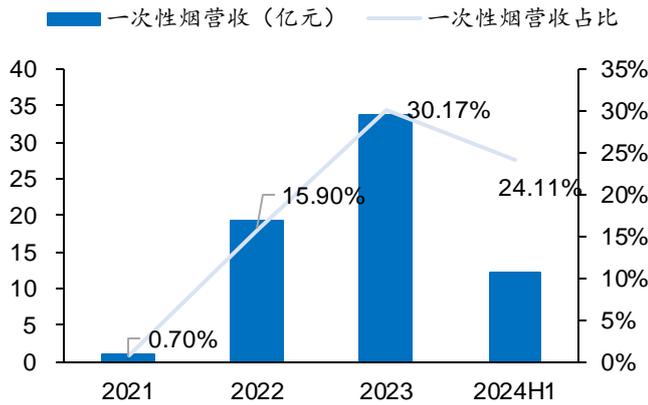
来源: 思摩尔年报, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所。注: 2024年数据为欧睿预测值

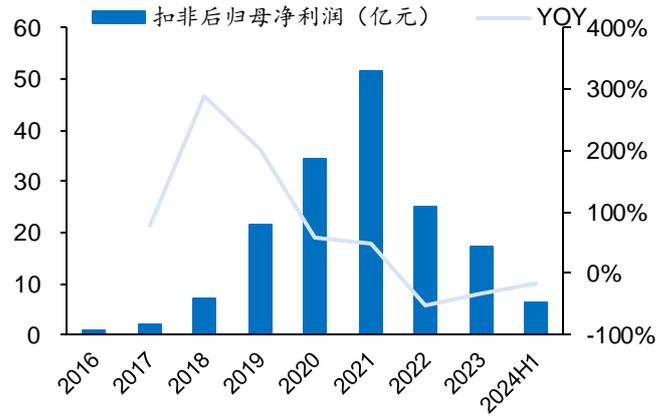
思摩尔盈利能力下降原因复盘: 一次性烟占比快速上升, 产品结构变化使得毛利率下降。与换弹式产品相比, 一次性产品毛利率较低。一次性产品由于价格优势叠加部分年轻人偏好变化, 欧美市场换弹式产品份额下降, 一次性产品市场份额迎来较快增长, 推动公司一次性产品营收占比快速提升, 产品结构变化使得公司毛利率近年来逐步下降。此外, 2021年以来, 公司由于进行新品类拓展, 研发费用持续提升, 进一步压缩了公司的净利率水平。2024H1公司毛利率与净利率分别为38%和13%, 较2021H1分别下降17pct和29pct。



图表9：2022年以来公司一次性产品营收占比快速上升



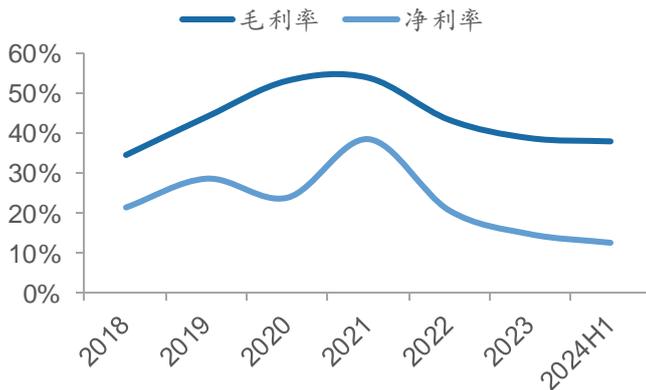
图表10：2022年以来公司扣非归母净利润大幅下滑



数据来源：公司公告，国金证券研究所

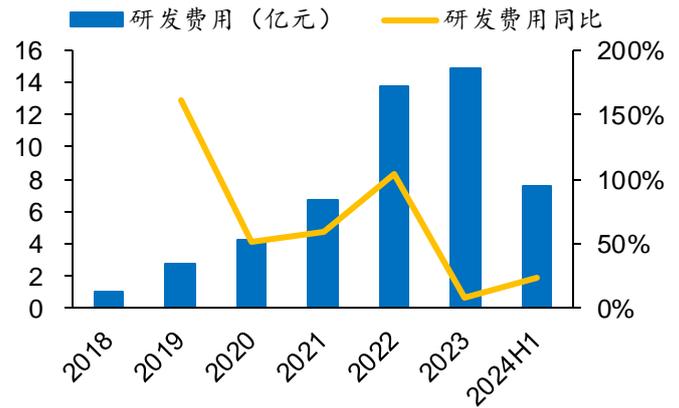
数据来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：2022年以来公司利润率下滑较明显



数据来源：公司财报，国金证券研究所

图表12：公司持续保持高研发投入



数据来源：公司财报，国金证券研究所

2.高研发投入铸就高产品壁垒，核心竞争优势仍在

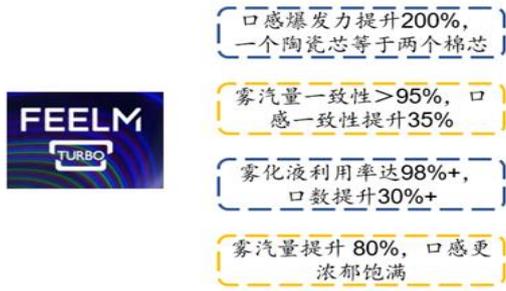
2.1 持续高研发投入，核心品类优势稳固，新品类发展值得期待

持续保持高研发投入，研发体系完善高效。公司近年来研发投入不断加码，2023年研发费用为14.83亿元，同比增长8%，较2019年增长435%，2019-2023年CAGR为52.05%。2022年以来公司营收增速有所放缓，管理层依旧坚持高研发投入铸就高产品壁垒的战略方针，研发费率大幅提升。2023年研发费用率为13.27%，较2019年提升9.62pct。截止2023年底，公司研发团队超过1400人，已构建起包括海内外在内的多个基础研究院、技术中心、技术产业化中心和专项研究中心在内的完整研发体系，为保证核心产品领先优势打下坚实基础。

专利数持续增加，铸就核心品类技术领先优势。在保持技术优势的同时，公司为应对全球扩张的需要，一如既往地持续构建覆盖全球的专利保护体系，不断强化针对核心技术的专利壁垒。公司专利涵盖温控、发热体、防漏液、储液四大技术类型，专利技术主要分布在发热体技术、电子技术、结构相关技术和产品外观方面。截止2023年底，公司在全球累计申请专利7695件，其中发明专利3867件。在核心品类持续研发投入的支撑下，2024年2月，公司推出全球首款高爆发陶瓷芯雾化解决方案FEELM Turbo以及支持更大口数不充电的解决方案POWER ALPHA 2.0。FEELM Turbo在口感爆发力、雾气量一致性等多个指标上均实现较大突破，公司在核心的雾化电子烟领域继续保持领先优势。

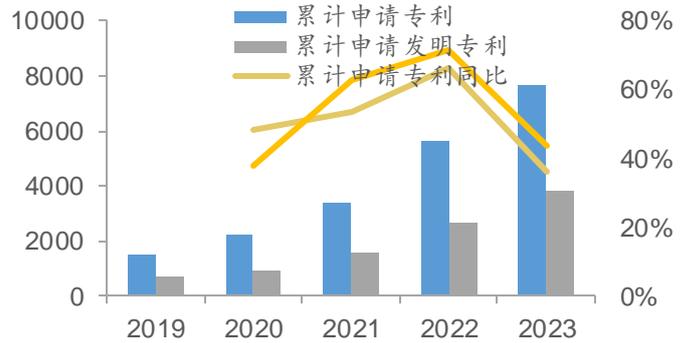


图表13: 公司推出全球首款高爆发大口数陶瓷芯



数据来源: 思摩尔 FEELM 美好生活公众号, 国金证券研究所

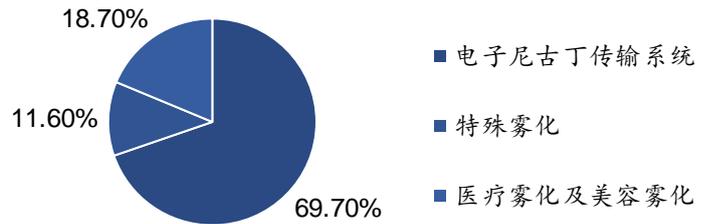
图表14: 公司申请专利数持续保持较快增长



数据来源: 公司财报, 国金证券研究所

坚定投入新业务研发，期待新业务曲线打开营收增长新空间。2023 年公司在电子雾化和加热不燃烧领域的研发投入占比为 69.7%，而投向特殊用途、医疗、美容雾化领域的研发支出为 4.49 亿元，同比增加 26.11%，占总研发投入比例为 20.3%，同比提升 4.3pct。公司着重培育包括特殊雾化、医疗、美容雾化等多条新业务，在国内外新设立多个专门研究机构。随着在新品类上的研发投入不断增加，公司积累的技术储备优势有望逐渐释放，新业务有望打开公司新成长空间。

图表15: 公司研发重心向新业务倾斜



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表16: 公司主要研究机构研发布局

研究机构	主要设备	研究领域
深圳基础研究院	场发射扫描电子显微镜、带有光束驱动器及光束光谱仪的液相色谱-质谱仪	雾化原理及机理研究，包括研究电子雾化的目的、过程及结果以及吸雾化气对人体的影响
长沙基础研究院	波长色散 X 射线荧光光谱仪、闪光导热仪	电子雾化过程研究，专注于新加热材料
分析测试及安全评估中心		建成中国首个 PMTA 全项非临床检测实验室，已覆盖 PMTA 非临床研究要求的，对材料安全、有害成分、毒理测试等所有非临床项目检测
FEELM 口感研究中心		发布行业首个口感科学模型，涵盖味感、香韵、气蕴和劲度 4 大维度 51 项细化指标，对应消费者雾化体验过程中口、舌、鼻、喉等人体不同感官器官的感受，建立从感官层面认知好口感的系统体系

数据来源: 公司财报, 思摩尔招股书, 蒸汽联, 国金证券研究所。

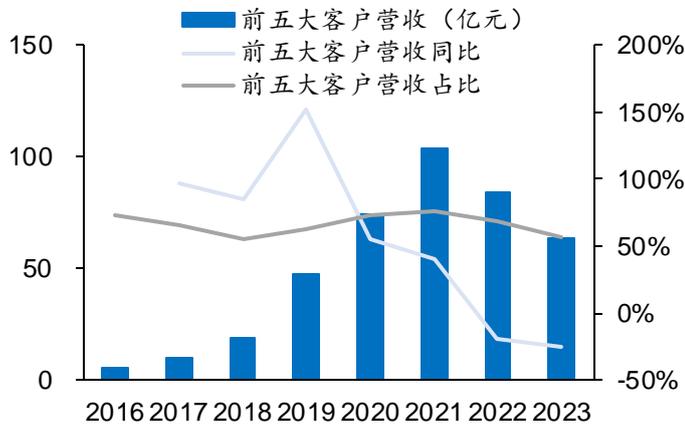
2.2 持续深度绑定核心龙头客户，奠定业绩快速修复基础

思摩尔以优异的产品性能，助力核心客户市占率持续提升，双方合作进一步巩固。公司营收主要来源于向企业客户代工电子烟产品，前五大客户均为国内外知名烟草企业，为公司



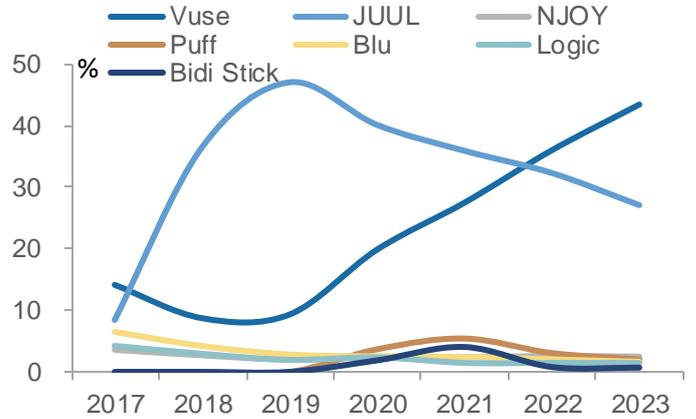
贡献稳定的营收来源。2023年公司在前五大客户取得营收63.49亿元，营收占比为56.8%，其中向第一大客户的销售额占比约为40.8%。依托思摩尔代工产品的优异产品力，2019至2023年英美烟草在美国雾化电子烟市场的市占率由9.3%提升至43.3%，已超越JUUL成为美国雾化电子烟第一大品牌商。在此背景下，思摩尔与英美烟草等大客户合作关系进一步巩固。

图表17：公司主要营收来自前五大客户



数据来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：公司主要客户在美国市占率不断提升



数据来源：欧睿，国金证券研究所

美国获批电子烟产品多为思摩尔代工，PMTA 助力提升客户粘性。2024年7月FDA审核批准了英美烟草旗下品牌 VUSE 的多款产品，均为思摩尔代工制造。并且通过梳理目前FDA所有通过审批的电子烟产品，可发现多数均为思摩尔代工产品，彰显出公司较强的研发实力以及优异的产品力。PMTA 审核程序强调产品的代工厂与品牌商的一致性，若更换代工厂则需重新审核。一定程度上进一步使得公司与下游客户深度绑定，客户粘性进一步提升。

图表19：通过FDA审核产品大多数为思摩尔代工

时间	品牌	所属公司	产品系列	代工商
2024/7/18	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Alto Pod Golden (5%尼古丁含量)	思摩尔
2024/7/18	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Alto Pod Rich (5%尼古丁含量)	思摩尔
2024/7/18	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Alto Pod Golden (2.4%尼古丁含量)	思摩尔
2024/7/18	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Alto Pod Rich (2.4%尼古丁含量)	思摩尔
2024/7/18	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Alto Pod Golden (1.8%尼古丁含量)	思摩尔
2024/7/18	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Alto Pod Rich (1.8%尼古丁含量)	思摩尔
2024/7/18	RJ Reynolds Vapor Company	英美烟草	Vuse Alto 电池	思摩尔
2022/4/26	NJOY LLC	NJOY	NJOY ACE 烟杆	思摩尔
2022/4/26	NJOY LLC	NJOY	NJOY ACE 经典烟原味 (2.4%尼古丁含量)	思摩尔
2022/4/26	NJOY LLC	NJOY	NJOY ACE 经典烟原味 (5%尼古丁含量)	思摩尔
2022/4/26	NJOY LLC	NJOY	NJOY ACE 浓烟原味 (5%尼古丁含量)	思摩尔

数据来源：公司公告，国金证券研究所

3.政策监管趋向科学合理，预计合规市场迎来扩容

3.1 中国监管政策已趋明朗，市场需求有望逐渐改善

中国电子烟政策风险已出清，监管框架逐渐完善。2021年3月，国家烟草专卖局发布《烟草专卖法实施条例（征求意见稿）》，并于当年11月经国务院修改通过。该实施条例首次将电子烟正式纳入法律监管范畴，明确规定“电子烟等新型烟草制品参照卷烟的有关规定执行，”电子烟的生产批发和运输等全部环节均向卷烟靠拢。2022年3月与4月，《电子烟管理办法》和《电子烟国家标准》相继出台，监管框架基本确立。2022年10月，电子烟消费税正式开征，进一步规范电子烟产业链布局，行业发展不确定性大幅降低，监管政



策风险已基本出清。

图表20: 我国电子烟监管政策框架逐渐完善

推出时间	颁布主体	相关政策	政策内容
2018. 08	市场监管总局、烟草专卖局	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	强调未成年人吸食电子烟存在重大健康安全风险，各市场主体不得向未成年人销售电子烟
2019. 11	烟草专卖局、市场监管总局	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，撤回通过互联网发布的电子烟广告，及时下架电子烟
2019. 11	卫健委、烟草专卖局、市场监管总局等	《关于进一步加强青少年控烟工作的通知》	全面开展电子烟危害宣传和规范管理。督促各地主动加强对电子烟危害的宣传教育，警示各类市场主体不得向未成年人销售电子烟，尤其是通过互联网向未成年人销售电子烟
2020. 07	市场监管总局、烟草专卖局	《电子烟市场专项检查行动方案》	全面清理互联网电子烟售卖，全面强化对互联网平台的监管。开展互联网电子烟信息全面清理，电子烟实体店、电子烟自动售卖机等新型渠道全面检查
2021. 03	工信部、烟草专卖局	《修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》	推进电子烟监管法治化、明确电子烟等新型烟草制品的监管法律依据，将电子烟等新型烟草制品参照卷烟的有关规定执行
2022. 03	烟草专卖局	《电子烟管理办法》	禁止销售除烟草口味外的调味电子烟和可自行添加雾化物的电子烟。 各种新型烟草制品均纳入监管范围，生产、批发和零售环节均实行许可证管理，建立全国统一的电子烟交易管理平台
2022. 04	市场监管总局	《电子烟》国家标准	明确电子烟、雾化物等相关术语、定义，对电子烟设计和原材料的选用等提出原则要求，对电子烟烟具、雾化物和释放物提出明确技术要求
2022. 09	财政部、海关总署、税务总局	《财政部、海关总署、税务总局关于对电子烟征收消费税的公告》	电子烟生产（进口）和批发环节的消费税税率分别为 36%和 11%，出口电子烟的适用出口退（免）税政策，征收对象为包括烟弹、烟具以及烟弹与烟具组合销售在内的电子烟产品
2024. 04	烟草专卖局	《电子烟产品技术审评实施细则（征求意见稿）》	拟要求在境内销售的电子烟产品，应当通过技术审评，未通过技术审评的不得上市销售。

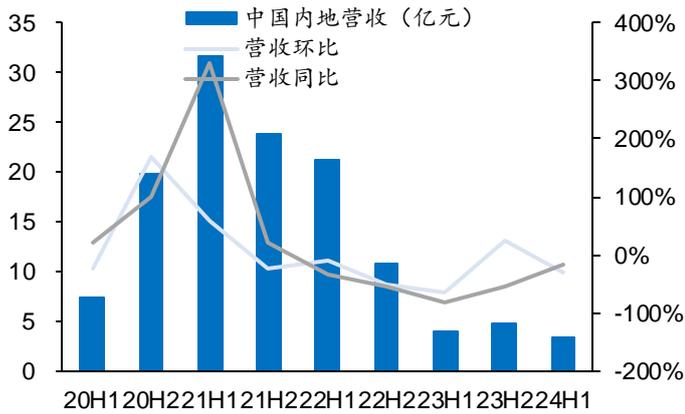
数据来源：中国政府网，国金证券研究所

随着监管政策风险的逐步出清，随着产品持续优化叠加非法监管力度提升，中国合规电子烟需求有望迎来进一步改善。23H1 以来公司在国内营收虽然仍持续下降，但降幅已有所收窄。24H1 公司在国内实现营收 3.27 亿元，同比-16.79%，降幅收窄明显。与此同时，2023H2 以来雾芯科技（悦刻）的营收同比与环比均有所改善，一定程度上说明国内电子烟市场需求正逐步企稳。

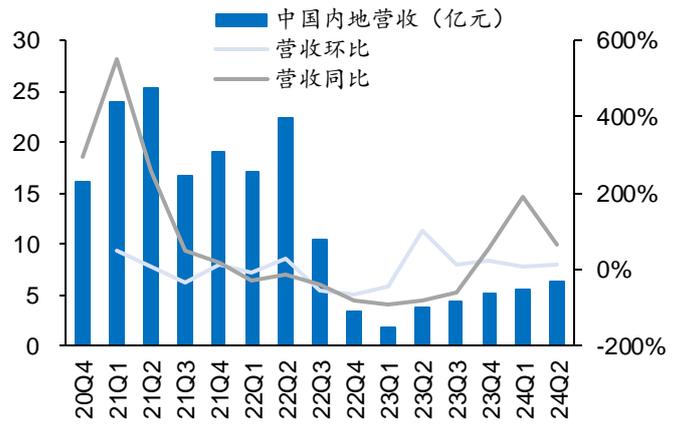


图表21: 23年以来思摩尔中国内地营收降幅收窄

图表22: 23H2以来雾芯科技中国内地营收有所改善



数据来源: 思摩尔财报, 国金证券研究所



数据来源: 雾芯科技财报, 国金证券研究所

3.2 美国非法市场监管正加强, 合规市场需求有望回升

非法市场监管力度加强: 自 2023 年末以来, 美国监管部门持续加大对非法电子烟的打击力度。以下重要事件充分显现美国对于非法市场监管正显著加强: 1) 2024 年 5 月, FDA 更新进口警报, 授权美国海关在必要时可扣押可能存在问题的电子烟产品; 2) 2024 年 6 月, FDA 与美国司法部等部门成立联合小组, 跨部门打击电子烟的非法分销和销售。3) 2024 年 8 月, FDA 与财政部提出一项新议案, 规定所有进口电子烟均需提交 FDA 签发的 STN 编号。任何未提交 PMTA 申请、未获得 STN 编号的电子烟, 都可能被禁入美国。该议案后续若落地, 或可从源头管控非法产品。

图表23: 2023 年底以来美国加大对一次性和非法电子烟的打击力度

时间	事件	进展
2023 年 12 月	查获非法电子烟	FDA 与美国海关和边境保护局 (CBP) 联合行动, 查获约 140 万件非法电子烟产品, 估计零售价值超过 1800 万美元。
2024 年 1 月	美国 FDA 再次拒绝 Bidi Vapor LLC 电子烟进入市场	美国 FDA 拒绝 Bidi Vapor LLC 的电子烟产品进入市场, 因为 Bidi Vapor LLC 公司未能证明其产品对成年烟民提供降低风险的替代方案, 该公司被禁止在美国销售此产品
2024 年 5 月	美国 FDA 在加州查获价值超 70 万美元的非法调味电子烟	美国 FDA 与司法部联手查获了超过 45000 支非法电子烟, 估值约为 70.3 万美元。查获的产品主要是调味电子烟, 涉及 Puff Bar/Puff、Elf Bar/EB Design、Esco Bar、Kuz、Smok 和 Pixi 等品牌的一次性电子烟
2024 年 5 月	美国多个学校严厉打击青少年吸电子烟	CDC 第十年报告显示, 中学和高中生中, 电子烟是最常使用的烟草产品。在密歇根州西部的学区, 青少年在校内使用电子烟是首要的问题, 一些电子烟设备甚至含有尼古丁。
2024 年 5 月	FDA 更新进口警报	FDA 加强管控非法电子烟进口, 公布的“红色名单”清单将授权美国海关和边境保护局在“无需进行物理检查”情况下扣押可能存在的电子烟产品
2024 年 6 月	FDA 等部门成立打击非法电子烟小组	FDA 宣布将与司法部等部门联合成立工作小组, 利用所有可用的刑事和民事手段打击电子烟非法分销和销售, 以重点解决美国青少年电子烟成瘾的问题
2024 年 7 月	新一轮 337 调查	7 月 17 日, ITC 投票决定对特定电子烟产品启动 337 调查
2024 年 7 月	两院要求打击非法电子烟	两院拨款委员会会命令 FDA 打击非法一次性电子烟, 可能的措施包括增加 FDA 执法资金、限制电子烟口味和尼古丁含量等
2024 年 8 月	FDA 与财政部意图从源头管控非法产品	所有进口电子烟均需提交 FDA 签发的 STN 编号。任何未提交 PMTA 申请、未获得 STN 编号的电子烟, 都可能被禁入美国



数据来源：两个至上，FDA，国金证券研究所

口味限制有放松趋势，合规市场有望扩容：FDA 首次批准薄荷醇口味，口味限制或逐步放松。1) 2024 年 6 月 21 日，FDA 正式批准 NJOY 提交的四款薄荷醇调味电子烟，这是 FDA 首次允许薄荷醇电子烟在美国境内合法销售。这说明 FDA 电子烟监管的最终目的是保护青少年不受电子烟诱导、维护社会公众健康，即单纯的限制口味并非 FDA 本意，只要有充足可靠的信息表明产品不会对未成年人产生诱导，即使非烟草味电子烟仍可能通过审批。2) 2024 年 5 月，奥驰亚旗下 NJOY 提交水果味新产品的 PMTA 申请，并且 24Q3 英美烟草也提交了新的调味产品进行审核。后续若 FDA 放宽口味限制，合规市场有望大幅承接非法市场需求，行业扩容可期。

图表24: FDA 首次批准 4 款薄荷醇口味电子烟

产品名	分类	尼古丁浓度
NJOY DAILY EXTRA Menthol 6%	一次性电子烟	尼古丁浓度为 45 毫克/克
NJOY DAILY Menthol 4.5%	一次性电子烟	尼古丁浓度为 60 毫克/克
NJOY ACE POD Menthol 2.4%	封闭式电子烟弹	尼古丁浓度分为 24 毫克/克和 50 毫克/克两种，每
NJOY ACE POD Menthol 5%	封闭式电子烟弹	个烟弹含有 1.9 毫升的电子烟油

数据来源：FDA 官网，国金证券研究所

FDA 意图简化申请流程，审批速度有望加快：2024 年 6 月以来，FDA 连续发布通知称，将建立合规检查结果数据库，并计划于 2025 年推出新一代门户网站，意在整合通过审批的产品信息、简化电子烟厂商的申请流程。

图表25: FDA 意图简化电子烟申请流程

发布时间	政策内容
6 月 28 日	FDA 推出“烟草合规性检查结果数据库”，囊括所有烟草零售检查结果，更易检索零售商的合规性和执法行动结果
7 月 15 日	FDA 重新发布与 Swedish Match 的 General Snus 产品现有修改风险烟草产品 (MRTP) 订单续期相关的申请文件，延长申请文件的公众评论期。
7 月 15 日	FDA 称计划于明年推出新一代 CTP 门户网站，用于提交某些新烟草制品的申请，可将提交的文件整合在一个系统中，使申请流程更简洁高效，并确保提交数据的准确性和完整性

数据来源：FDA 官网，国金证券研究所

雾麻科技举行“蓝牙年龄验证技术”PMTA 提交前会议，为防止青少年使用电子烟贡献技术支持。2024 年 11 月 18 日，雾麻科技成功与 FDA 举行“蓝牙年龄验证技术”PMTA 提交前会议，该项技术可通过使用前年龄验证有效防止青少年接触电子烟。该技术为电子烟厂商提供安全且高效的电子烟解决方案提供较明确可行的技术支持，同时为成年人消费者提供更多经 PMTA 授权的多样化口味电子烟选择。FDA 表示，若该技术满足所有法定要求，将优先审查搭载此项技术的所有电子烟产品的 PMTA 申请。雾麻科技表示将于 2025 年一季度完成该技术的申请工作，若该项技术未来能够大规模应用，预期将显著提升美国合法雾化电子烟市场规模的修复速度。

在上述政策变动背景下，我们基于以下假设，测算出美国市场上合法换弹式产品的市场规模将较 2023 年增长 63%-299%之间。

假设：

- 1) 保守估计，假设不考虑合法与非法产品总计的雾化电子烟市场总量将保持 2023 年水平不变。
- 2) 参照欧睿统计，2023 年美国非法/合法雾化市场规模分别为 184.10/59.64 亿美元；假设未来封闭式/开放式产品的占比保持在 82%/12%不变，开放式占比在 CDC 的数据统计中可忽略不变。
- 3) 考虑政策执行力度的不同，假设美国非法电子烟市占率最终下降至 30%/45%/60%。
- 4) 考虑后续产品口味限制有放松叠加对于青少年抽吸监管趋严，合法的换弹式电子烟产品份额有望回升，其占合法市场的份额预计将变化至介于 2020 年-2023 年之间水平，分别假设变化至 43%/50%/60%。

注 1：欧睿统计，2023 年美国雾化电子烟市场规模为 243.74 亿美元，非法产品市占率为

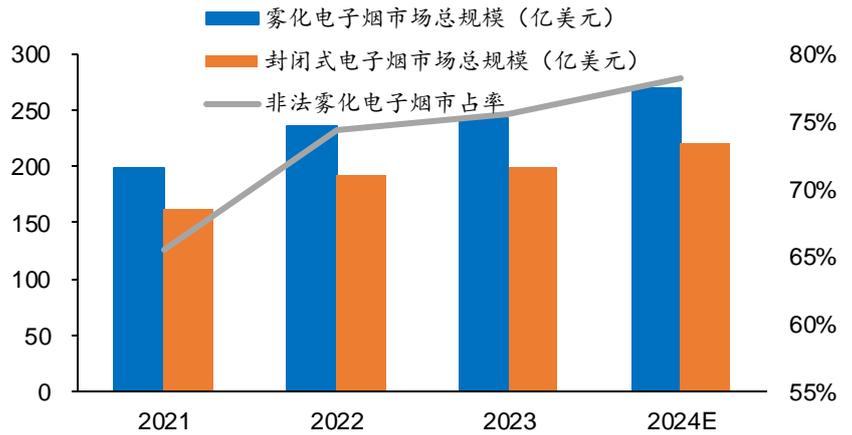


75.53%，则非法/合法市场规模分别为 184.10/59.64 亿美元。

注2：欧睿统计，2020-2023 年美国封闭式产品在雾化电子烟的市占率保持在 81%-82% 之间，开放式产品保持在 18%-19% 之间。

注3：2020 年 1 月，FDA 开始限制换弹式产品口味，一次性产品占比快速提升。除政策限制外，一次性电子烟流行有其易于携带、性价比高等自身原因。据 CDC 统计，2020 年初美国不打击一次性、无口味限制前换弹式和一次性市占率分别为 74% 和 26%，而 2023 年底换弹式和一次性市占率分别为 43% 和 57%。未来限制青少年吸食、放开口味限制，换弹式占比有望回升、一次性占比下降，最终占比或介于 2020 年-2023 年之间。

图表26：2023 年底美国雾化电子烟市场规模为 243.74 亿美元



数据来源：欧睿，国金证券研究所

图表27：不同假设下合法换弹式市场规模较 2023 年同比变动情况

非法产品市占率 / 封闭式市场中换弹式占比	60%	45%	30%
43%	63%	125%	186%
50%	90%	161%	233%
60%	128%	214%	299%

来源：欧睿，国金证券研究所；注：测算结果仅供参考，不构成投资建议

3.3 欧洲限制一次性烟进程已开启，换弹及开放式产品份额有望回升

欧洲多国均收紧对一次性电子烟的监管，担忧青少年身心健康和保护环境是主要原因。2024 年 3 月，欧洲废物处理和资源利用协会 (FEAD) 等七大协会因为一次性电子烟对环境污染和循环经济的负面影响，联合呼吁至迟 2024 年底前欧洲应当全面禁止一次性电子烟的使用。目前多国均已陆续提案，欧洲多数国家全面禁售一次性电子烟已在日程之中。

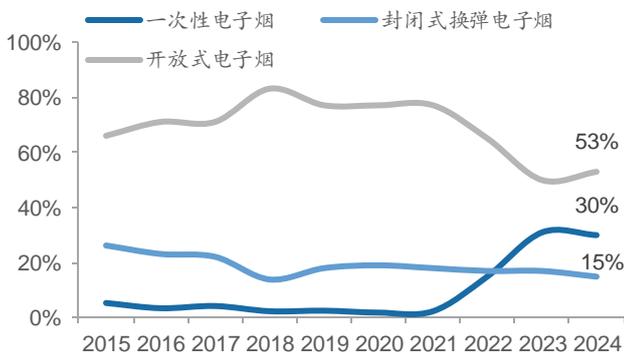
英国为主要消费市场，政策风向标意义显著。英国为全球第二大 (2023 年占全球市场规模比例：15.6%)、欧洲第一大 (2023 年占欧洲市场规模比例：34.8%) 雾化电子烟消费市场，一次性烟导致的系列问题较突出，政策转向有较大的借鉴价值。2024 年 1 月，英国政府宣布将全面禁止销售一次性电子烟，同时要求制造商采用更朴素、视觉吸引力更低的产品包装，以解决青少年滥用电子烟问题。2024 年 10 月英国政府称英格兰和威尔士地区将于 2025 年 6 月起全面禁售一次性电子烟。

监管政策趋严，英国一次性电子烟市占率已开始边际下滑。英国政府收紧对一次性电子烟的监管，主要是出于青少年吸烟现象泛滥、一次性电子烟产生的环保问题，以及打击非法产品以维护行业秩序等三方面的考虑。据英国税务海关总署，目前英国约有 12% 的成年人吸食电子烟，其中 18-24 岁年龄段的使用率高达 25%。据英国吸烟与健康行动组织 (ASH) 统计，近年来英国一次性电子烟广受消费者欢迎，市场占比迅速上升。受监管政策影响 2024 年初一次性电子烟市占率有所回落，由 2023 年的 31% 下降至 30%，11-17 岁青少

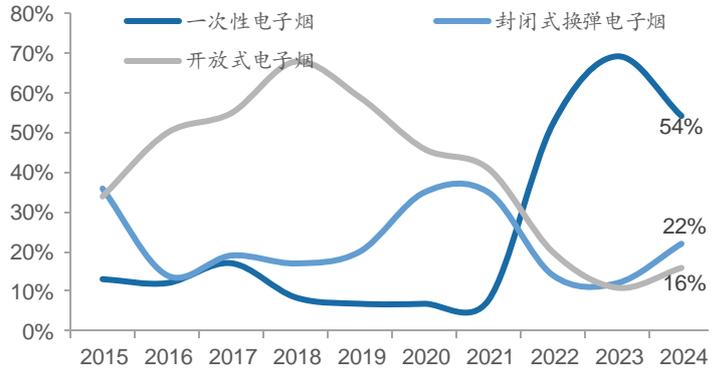


年的市占率由 69%下降至 54%。

图表28: 2024 年英国一次性烟市占率下滑至 30%



图表29: 2024 年英国青少年中一次性烟市占率大幅下降



数据来源: ASH, 国金证券研究所。注: 2024 年数据截止至 2024 年 3 月。

数据来源: ASH, 国金证券研究所。注: 2024 年数据截止至 2024 年 3 月。

禁止一次性电子烟趋势下, 换弹式和开放式电子烟迎来新增长空间。从 2024 年以来欧洲各国的监管风向来看, 出于一次性电子烟导致的青少年滥用成瘾问题, 且一次性电子烟油、电池等回收困难导致的污染环境等问题, 各国全面限制一次性电子烟的销售、或征收较高额外税负将是大势所趋。监管政策趋严, 在一次性电子烟产品限制及销售渠道收窄的趋势下, 原有消费者可能会转向换弹式及开放式电子烟, 一定程度上或助推公司欧洲地区收入及盈利能力迎来提升。

图表30: 欧洲各国正收紧对一次性电子烟的监管

国家/地区	最新提案时间	目前进展	预计落地时间
英国	2024 年 10 月	英国政府宣布将全面禁止销售一次性电子烟, 限制开放式电子烟口味、产品包装应更加朴素。10 月, 英国政府称英格兰和威尔士地区将于 2025 年 6 月起全面禁售一次性烟。	2025 年 6 月
其中: 苏格兰	2024 年 2 月	苏格兰拟禁售一次性电子烟, 英国便利店协会敦促其评估后续影响。拟定于 2025 年	
爱尔兰	2024 年 5 月	爱尔兰努力禁止一次性电子烟销售, 环境部长计划制定法律阻止销售, 担心青少年成瘾和环境污染。	拟定于 2024 年底
德国	2024 年 5 月	德国联邦环境部与消费者保护部发布了《电气和电子设备法》修订草案, 规定自 2026 年中起, 所有销售点都必须接受一次性电子烟的回收, 或完全禁止一次性电子烟。	2026 年中
	2024 年 7 月	德国废物管理协会等社会组织联合致信环境部, 要求迅速在全国范围内禁止一次性电子烟。	/
比利时	2024 年 3 月	比利时宣布, 自 2025 年 1 月 1 日起, 比利时将禁止销售一次性电子烟, 以实现“无烟一代”的目标。	拟定于 2025 年 1 月 1 日
瑞士	2024 年 6 月	瑞士议会法案要求修改联邦烟草和电子烟法案禁止一次性产品的销售, 但不影响可充电的电子烟。	/
波兰	2024 年 7 月	波兰财政部提议对一次性和可重复使用的电子烟设备收取 40 兹罗提 (10.08 美元) 的费用	/

来源: 两个至上, 国金证券研究所

在上述政策变动背景下, 根据以下假设, 我们测算在各国一次性烟禁令全面落地后, 中期欧洲换弹式产品市场规模将较 2023 年增长 42%-60%, 开放式市场规模将较 2023 年增长 52%-75%。在此趋势下, 公司在欧洲市场不仅收入端将受益于换弹式和开放式产品市场规模扩容, 并且依托于收入结构变化, 利润率水平有望边际回升。



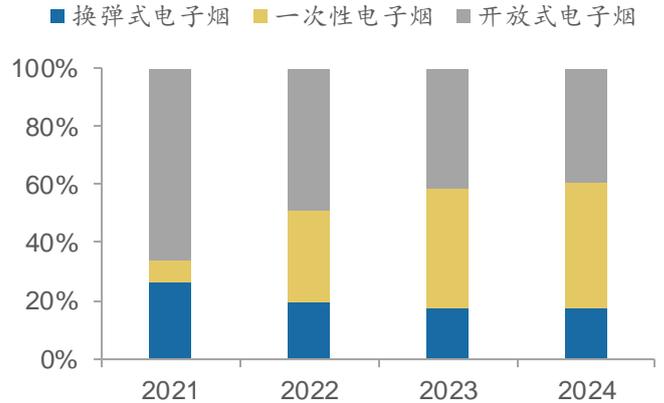
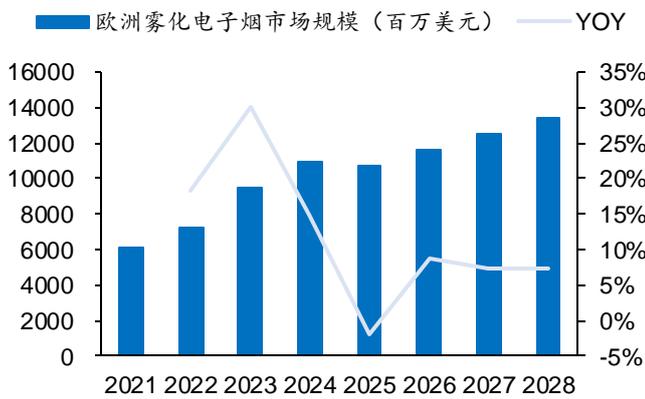
1) 考虑雾化电子烟在欧洲已培育起较为庞大的用户群体，虽然各国限制一次性电子烟，但欧洲当地电子烟消费文化较为流行，各国也充分认可电子烟替代传统卷烟的减害作用。保守假设未来几年欧洲雾化电子烟总体市场规模不变，而受限制的一次性电子烟的市场份额将由开放式和换弹式取代。

2) 英国、法国等雾化电子烟主要消费市场均表示将全面禁止销售一次性电子烟，受监管政策影响，预计 2025 年一次性电子烟市场份额将快速下降，2025 年之后市占率将缓慢下降。考虑各国执行政策力度不同，且部分国家尚未出台明确禁止一次性电子烟的法律条文，因此假设中期欧洲一次性烟市占率分别为 0%/10%/20%/30%。

3) 假设换弹式和开放式的占比将会回到 2021 年一次性烟尚未流行时的状态，2021 年与 2024 年换弹式占比分别为 26.4%和 17.1%，开放式占比分别为 65.9%与 39.2%。因此假设一次性烟退出的市场份额将分别由换弹式和开放式取代 25%和 75%。

图表31: 预计未来欧洲雾化电子烟市场规模将趋于平稳

图表32: 2024 年欧洲一次性电子烟市场规模占比为 44%



数据来源: 欧睿, 国金证券研究所

数据来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表33: 不同假设下欧洲各品类电子烟市场规模变动情况 (单位: 百万美元)

	2023 年	假设中期一次性烟市占率分别为:			
		30%	20%	10%	0%
一次性烟市场规模	3917	1175	783	392	0
换弹式烟市场规模	1642	2327	2425	2523	2621
开放式烟市场规模	3927	5983	6277	6571	6865
一次性烟退出的市场份额	2742	3133	3525	3917	
换弹式增加的市场份额	685	783	881	979	
开放式增加的市场份额	2056	2350	2644	2937	
一次性市场规模同比 2023 年		-70%	-80%	-90%	-100%
换弹式市场规模同比 2023 年		42%	48%	54%	60%
开放式市场规模同比 2023 年		52%	60%	67%	75%

来源: 欧睿, 国金证券研究所测算

4. 大客户 HNB 新品即将推出, 公司有望迎来第二增长曲线

HNB 对传统卷烟有较好的替代作用, 减害特征明显, 监管体系已较明确。目前多国机构均表明, HNB 对传统卷烟有着良好的替代作用, 由于其减害性, 各国监管机构对 HNB 大多持较开放态度。目前包括英、日、韩等国在内的各主要 HNB 消费国均建立起了完备的监管体系, 政策不确定性已较小。如日本政府认为 HNB 的广泛流行可一定程度上减少对卷烟的依赖, 因此规定只要取得牌照之后即可销售。



图表34: 多国对 HNB 监管持开放态度

对 HNB 的监管政策或态度

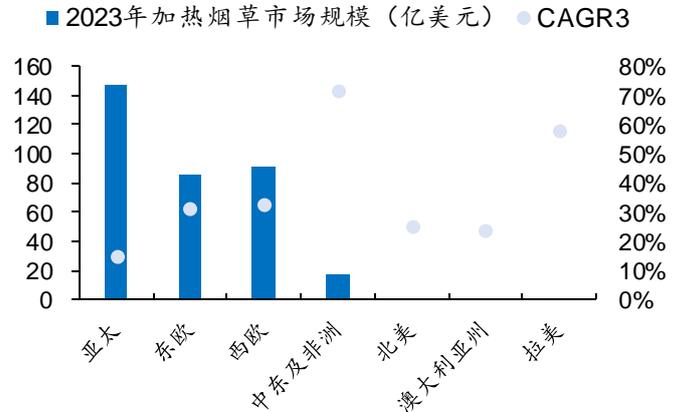
英国	2018 年 11 月，将 HNB 产品作为新分类纳入征税体系。2021 年 10 月，发布将电子烟和其他含尼古丁产品作为药品许可的指南，支持将电子烟作为许可疗法推向市场。
美国	2019 年，FDA 审核通过 IQOS 制品，认为 IQOS 所产生的毒素含量低于传统卷烟，适合保护公众健康，因而予以批准。2020 年 7 月，FDA 通过了 IQOS 的 MRTP 申请，正式作为减害产品在美国上市销售。
日本	HNB 烟具可自由销售，烟弹可销售流通，监管同烟草产品
韩国	将 HNB 按照烟草制品进行监管，允许相关产品销售，征收 90% 高额税率
俄罗斯	2023 年 4 月，国家杜马通过法案，将 HNB 纳入许可证监管，生产、进口均需许可证，零售端暂不需许可证

来源：华经产业研究院，两个至上，蒸汽联，观研报告网，国金证券研究所

HNB 全球市场规模广阔，亚太欧洲等主要消费市场持续扩容。据欧睿，近年来全球 HNB 市场规模快速扩张，2023 年 HNB 市场规模达 341 亿美元，2018-2023 年 CAGR 达 23.12%；预计至 2027 年有望达 566 亿美元，2023-2027 年 CAGR 达 13.45%。亚太及欧洲地区为 HNB 主要消费市场，2023 年亚太地区 HNB 市场规模为 148 亿美元，占全球比重为 43%。其中日本以 115 亿美元的规模居世界首位，市场占比达 34%。2023 年亚太及东欧、西欧市场 HNB 市场规模三年 CAGR 分别为 15.0%/31.1%/32.7%，保持了较快的扩容速度。

图表35: 2027 年全球 HNB 市场规模有望达 566 亿美元

图表36: 全球主要 HNB 消费市场规模增长较快



数据来源：欧睿，国金证券研究所

数据来源：欧睿，国金证券研究所

公司布局 HNB 领域多年，技术储备丰富。公司此前专门成立 METEX 技术平台，多年来专注于加热不燃烧领域。METEX 根据不同的固体雾化介质特性，有针对性的研发和提供相应的解决方案。2019 年，METEX 推出“替代金属加热刀片”核心技术。目前公司拥有电阻加热和电磁加热两大技术平台，在可更换加热器技术、电热分离技术、精准温控技术和隔热技术上已形成具有差异化的领先技术储备，为后续与客户的深度合作打下坚实基础。



图表37: 思摩尔在 HNB 领域已有较多技术储备



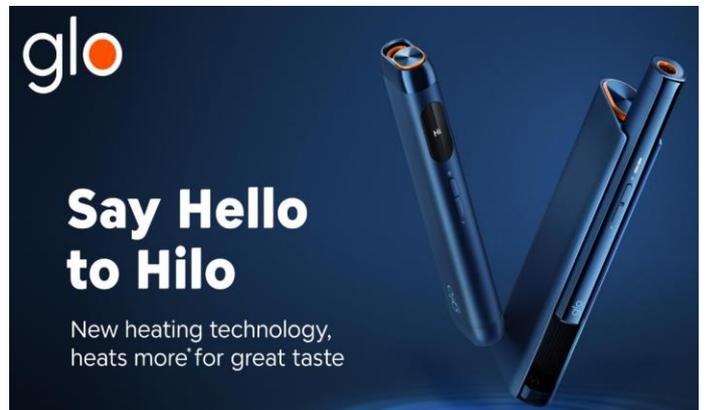
- 可更换加热器: 准确识别发热片特性, 带来多重口感, 确保坚固性、可持续性、耐用性
- 电热分离: 增加加热体设计的灵活性, 提高加热效率, 较好还原烟草燃烧本味
- 精准温控: 保留导热性和高灵敏度, 温度检测范围达 $\pm 0.2^{\circ}\text{C}$
- 隔热: 连续加热3支后表面温度低于 48°C , 低表面温度可实现舒适的抓握

数据来源: 思摩尔官网, 国金证券研究所

英美烟草 HNB 突破性新品即将上市, 思摩尔有望受益。2024 年 2 月, 思摩尔第一大客户英美烟草与菲莫国际达成专利和解, 双方已解决在加热烟草产品上的专利纠纷。菲莫国际凭借旗下的 IQOS 系列产品目前在 HNB 领域处于行业领先地位, 英美烟草由于 HNB 产品力相对偏弱, 其此前在 HNB 领域规模与菲莫国际差距较大。为此英美烟草持续加大研发投入, 2023 年研发开支同比增长约 26% 至 4.08 亿英镑, 大部分投向减害产品。2024 年 10 月, 英美烟草宣布将于年底前推出针对 HNB 高端市场的突破性新品 Glo Hilo, 同时宣布思摩尔国际为其重要供应商。目前, Glo Hilo 已正式在塞尔维亚上市。英美烟草预计 HNB 市场中高端产品占比有望达 80%, 且 Hilo 将于 2025 年在核心市场中进一步推广, 后续思摩尔有望受益于英美烟草在 HNB 领域的快速成长。

图表38: 近年来英美烟草在 HNB 的营收增长较快

图表39: 英美烟草计划 2024 年底推出新品 Glo Hilo



来源: 英美烟草年报, 国金证券研究所

来源: 英美烟草官网, 国金证券研究所

5. 基于雾化平台优势, 新业务有望打开长期增长新空间

基于雾化平台优势, 持续扩展品类, 打开长期增长空间。公司自 2022 年以来持续保持高研发投入, 在保证雾化电子烟产品技术领先优势的同时, 新增特殊雾化、医疗雾化、美容雾化等研发方向。目前公司已基于自身雾化平台化优势, 在特殊雾化、美容雾化领域持续迭代新产品, 并且在医疗雾化领域储备了较多差异化的领先技术。整体来看, 公司新品类均可依托原有雾化技术优势, 进展顺利, 后续有望逐步放量, 支撑公司长期成长。



图表40: 公司新业务拓展已取得一定成效



来源: 思摩尔官网, 思摩尔年报, Data Bridge, 国金证券研究所

5.1 特殊雾化: 技术布局领先, 成长空间可期

公司 CCELL 陶瓷芯雾化技术优势显著, 成长空间正逐步打开。2016 年公司即成立雾化品牌 CCELL, 推出满足特殊雾化市场的雾化器。CCELL 雾化芯采用微孔陶瓷设计, 将发热丝跟陶瓷高温共烧成一体。与传统棉芯线圈相比, CCELL 陶瓷芯雾化技术能够增强雾化效果和蒸汽量, 确保蒸汽释放的纯净和一致性, 供电更加持久耐用。凭借优异的性能, 自推出以来 CCELL 迅速抢占美国市场, 与特殊雾化器的头部经销商展开深度合作。2024 年以来公司调整经营策略, 进一步压缩分销链条, 直接面向更广阔的中小型分销商及 C 端市场, 特殊雾化业务成长空间可期。

图表41: CCELL 陶瓷芯雾化在多个方面优于传统棉芯线圈

	CCELL 陶瓷芯雾化	传统棉芯线圈
口感	稳定的饱和度会产生更纯净的味道和更干净	较低的油饱和度会烧焦产品并影响风味
雾化稳定性	每次使用都产生口感一致的烟雾	加热不稳定并减少油流量, 容易导致炸油
使用方便性	第一口即可使用	需要 5-6 口气才能启动
兼容性	专为处理最稠的油而设计	与高粘度提取物不相容

来源: 思摩尔 CCELL 官网, 国金证券研究所

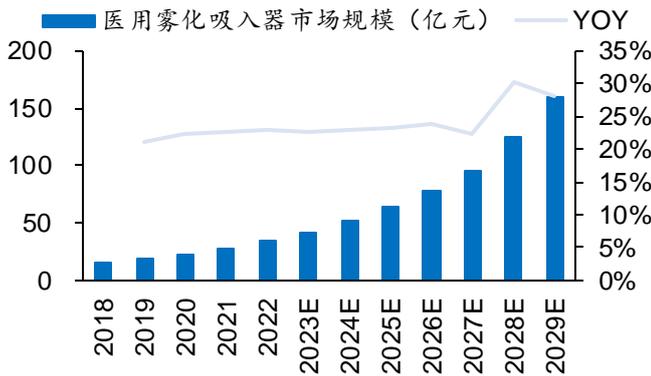
5.2 医疗雾化: 市场广阔, 多款产品在研, 后续发展值得期待

全球医用雾化需求延续较优增长, 行业发展前景广阔。医用雾化器主要应用于呼吸道疾病, 相较于传统的服药治疗, 医用雾化器将药液雾化成微小颗粒, 药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部沉积, 可迅速无痛地有效治疗患者。随着居民健康意识的提升、人均医疗支出的扩大以及国家政策支持, 近年来中国医用雾化器市场需求不断扩大。据智研瞻产业研究院, 预计 2023 年中国雾化吸入器市场规模为 42 亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 22%, 预计至 2029 年市场规模有望达 160 亿元, 2023-2029 年 CAGR 为 25%。此外, 全球市场需求广阔, 也有望呈现较优增长, 据 Data Bridge, 2023 年全球肺部药物递送设备市场规模约为 601 亿美元, 预计于 2031 年有望达到约 995 亿美元, 2024-2031 年的复合增长率达 7%。

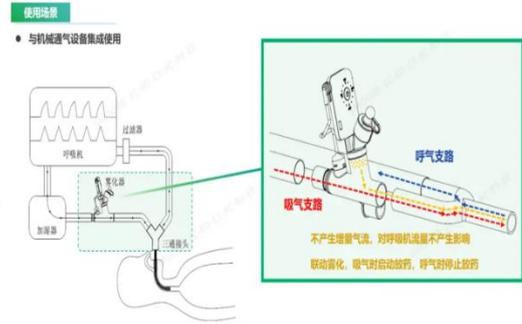
推出医用网式雾化器系统 Air Smooth, 多项医疗雾化产品在研, 后续发展值得期待。公司早在 2017 年便涉足医疗雾化领域, 并于 2020 年成立子公司深圳摩尔雾化健康医疗科技。摩尔雾化于 2023 年研发的医用网式雾化器系统 Air Smooth 首创创气释药专利技术, 采用新的自研筛孔式技术, 具有药物颗粒细腻均匀、用药量和药物残留少、使用寿命长、便于居家和外出使用等优点。Air Smooth 全球首创的联动雾化功能可实现产品与呼吸机同步雾化, 在呼吸比为 1:1.5 的情况下可减少 60% 的药物浪费。此外, 公司于 2021 年在美国成立吸入药物子公司, 目前正逐步搭建全球领先的吸入药物生产供应链。2023 年公司完成了三款针对哮喘及慢阻肺的药物递送装置的开发和生产布局, 数款药物制剂的开发、制剂和装置获得欧美药监机构的认可。同时已就产品研发路径与数个药监机构达成一致意见, 分别进入预临床或注册批次生产的阶段, 后续发展值得期待。



图表42：中国医用雾化市场规模增长较快



图表43：Air Smooth 联动雾化可减少 60% 的药物浪费



数据来源：智研瞻产业研究院，国金证券研究所

数据来源：思摩尔 AirSmooth 公众号，国金证券研究所

5.3 美容雾化：较早孵化专属品牌，后续拓展效果值得期待

市场规模较大，开拓新品牌以技术优势切入赛道：据欧睿统计，2021 年中国家用美容仪市场规模约为 100 亿元，同比增长约 10.7%，预计至 2025 年市场规模将达 251-374 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 25.87%-39.07%。公司于 2020 年便开始孵化 MOYAL 岚至品牌，以雾化底层技术研究优势为基础，深入皮肤机理及渗透技术研发，凭借领先技术切入美容赛道。

与卫光生物深度合作，TPS 无创透皮给药技术消费者接受度值得期待。公司于 2024 年一季度推出 MOYAL 岚至品牌和第一代雾化美容产品解决方案。MOYAL 岚至的 TPS 无创透皮给药技术能够在不破皮的前提下将料体高效递送至真皮浅层，媲美传统微针和水光针等给药手段的无创变美将有望真正带来医美群体的井喷式爆发，为消费者带来更安全便捷的医美体验。2024 年 7 月，思摩尔与卫光生物合作成立中御生物，卫光生物在蛋白类药物和生物活性原料上有 40 余年的研发技术积累，双方将在 MOYAL 岚至品牌的药械结合雾化创新产品方面展开深度战略合作。

图表44：2024 年以来摩尔雾化已获授权的美容雾化专利一览

专利名称	专利类型	法律状态	公开(公告)日期	公开(公告)号
奇丝地花菌中 Grifolin 衍生物的制备方法及其在抗衰护肤品中的应用	发明授权	已授权	2024-09-10	CN116283786B
电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/8/30	CN221618204U
主机及电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/7/26	CN221410390U
主机、雾化杯及电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/7/5	CN221265235U
雾化弹、驱动组件及电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/6/18	CN221154983U
促渗仪套件	外观设计	已授权	2024/06/07	CN308676948S
电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/5/17	CN220969531U
主机和电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/5/17	CN220966405U
雾化美容仪充电底座	外观设计	已授权	2024/05/14	CN308637183S
电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/5/7	CN220897974U
电子雾化装置	实用新型	已授权	2024/5/7	CN220897973U
电子雾化装置	外观设计	已授权	2024/3/22	CN308534803S
阻尼器及其蠕动泵模组	实用新型	已授权	2024/3/22	CN220647217U
一种便携式雾化装置	实用新型	已授权	2024/2/27	CN220530458U

来源：企查查，国金证券研究所



图表45: 天猫 MOYAL 岚至旗舰店热销商品多定位在中高端

商品名	超导枪美容仪器水光家用自打导入仪	超导仪美容仪器家用脸部提拉紧致抗衰	透皮超导枪美容仪器水光家用自打导入仪	精华空弹套装雾光精华仪配件
售价	¥ 4999	¥ 7999	¥ 4999	¥ 399

数据来源: 天猫, 国金证券研究所

6. 盈利预测和估值

收入端预测

1) 面向企业客户: 美国

美国严厉打击非法电子烟使得合规市场规模扩大, 同时放宽换弹产品口味限制使消费者提升对换弹产品关注度, 最终刺激公司换弹产品营收迎来较快增长。我们预计 2024-2026 年公司在美国市场上面向企业客户的营收增速分别为 8.4%/16.6%/23.5%, 毛利率分别为 47.5%/46.6%/45.8%。

2) 面向企业客户: 中国

目前中国内地电子烟行业发展的不确定性已大幅减少, 监管政策风险逐步出清, 市场活力逐渐回升并向积极健康的趋势发展, 我国电子烟市场规模有望迎来边际修复。因此我们预计 2024-2026 年公司在内地营收增幅为 177.9%/32.1%/33.5%, 毛利率分别为 50.2%/49.2%/48.2%。

3) 面向企业客户: 欧洲及其他地区

公司在欧洲及其他地区主要面向企业客户销售一次性烟、换弹式产品及包括 HNB 在内的其他产品。欧洲各国全面限制一次性烟, 预计使得公司的一次性烟收入大幅减少的同时, 换弹式产品营收将保持一定的增长。因此预计 2024-2026 年营收增速分别为 -6.3%/-6.4%/+12.1%, 预计毛利率分别为 30.4%/33.4%/34.3%。

4) 面向零售客户—APV 大烟

公司主要依托自有品牌 VAPORESSO 面向零售客户销售开放式大烟。VPA 业务在欧洲营收占比接近 80%, 2024 年以来欧洲各国严格限制一次性电子烟的趋势日渐明确, 预计将促使部分消费者转向开放式大烟, 为公司业绩增长提供良好机遇。综合考虑 VAPORESSO 技产品术优势突出助力公司品牌市占率不断提升, 我们预计 2024-2026 年公司 APV 业务营收分别增长 30.0%/32.0%/28.0%, 预计毛利率分别为 48.0%/45.0%/42.5%。

费用端预测:

1) **销售费率:** 未来几年公司持续拓展新业务曲线, 产品营销推广活动增多, 预计 2024-2026 年销售费率将持续上升, 分别为 7.8%/9.3%/9.7%。

2) **管理费:** 公司在集团内部推进阿米巴经营, 管理效率不断提升, 带动员工薪酬支出显著下降, 预计 2024-2026 年管理费率为 7.8%/7.8%/7.8%。

3) **研发费率:** 为保证核心产品竞争优势及拓展新业务的需要, 公司自 2022 年以来便大幅增加研发支出, 预计未来几年公司将持续保持高研发投入, 预计 2024-2026 年研发费率分别为 15.0%/13.5%/10.0%。



图表46: 思摩尔分业务营业收入预测表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
面向企业客户					
营业收入	10679	9321	9638	10210	12161
收入同比	-15.20%	-12.72%	3.4%	5.9%	19.1%
毛利率	42.69%	36.99%	39.17%	40.80%	41.34%
其中: 美国					
营业收入	3773	4084	4428	5161	6374
收入同比	-22.73%	8.23%	8.43%	16.56%	23.49%
毛利率	48.33%	47.46%	47.45%	46.56%	45.75%
其中: 中国大陆					
营业收入	2246	163	453	598	799
收入同比	-51.92%	-92.74%	177.90%	32.07%	33.50%
毛利率	51.11%	50.28%	50.22%	49.20%	48.17%
其中: 欧洲及其他					
营业收入	4660	5074	4757	4451	4988
收入同比	53.40%	8.89%	-6.25%	-6.44%	12.08%
毛利率	34.07%	28.14%	30.38%	33.45%	34.27%
面向零售客户					
营业收入	1466	1847	2402	3170	4058
同比增速	26.16%	26.05%	30.00%	32.00%	28.00%
毛利率	47.77%	48.09%	48.30%	45.28%	42.46%
总计					
营业收入	12145	11168	12040	13380	16218
同比增速	-11.71%	-8.04%	7.80%	11.14%	21.21%
毛利率	43.31%	38.81%	41.13%	42.88%	43.04%

数据来源: 公司财报, 国金证券研究所测算

思摩尔作为全球雾化设备龙头企业, 即使 22 年以来短期业绩存在一定波动, 但牢牢绑定头部客户, 市场份额依旧坚韧, 且公司及时调整经营方针, 持续保持高研发投入以保证较高的技术壁垒。展望未来, 一方面国内电子烟监管政策风险已基本出清, 欧美国家严厉打击非法和一次性电子烟, 利好换弹式产品市占率的提升, 预计将显著提升公司的利润水平。另一方面, 公司依托雾化技术平台, 在 HNB、特殊雾化及医疗美容雾化上储备较多的在手专利和客户资源, 未来逐步放量后有望为公司带来业绩增长新空间。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 120.40/133.80/162.18 亿元, 同比分别增长 7.80%/11.14%/21.21%; 归母净利润分别为 13.63/16.12/23.05 亿元, 同比分别增长 -17.15%/+18.27%/+43.02%。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.22/0.26/0.37 元, 当前股价对应 PE 分别为 45/38/26 倍, 维持“买入”评级。

图表47: 思摩尔可比公司估值情况

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
新型烟草产业链								
002925.SZ	盈趣科技	14.87	0.43	0.59	0.76	34.8	25.3	19.5
RLX.N	雾芯科技	2.00	0.44	0.55	0.69	32.7	26.0	20.9
板块均值						33.7	25.6	20.2
代工产业链								
2313.HK	申洲国际	59.5	3.88	4.38	4.91	14.2	12.6	11.2



300750.SZ	宁德时代	267.03	11.67	14.22	16.85	22.9	18.8	15.9
002475.SZ	立讯精密	40.58	1.88	2.38	2.89	21.6	17.1	14.0
板块均值						19.5	16.1	13.7
6969.HK	思摩尔	10.76	0.22	0.26	0.37	44.51	37.64	26.32

数据来源：wind，国金证券研究所测算。股价为 2024/12/13 数据，其中可比公司采用 wind 一致预测。

7.风险提示

- 1) **海外对非法产品监管力度低预期。**欧美各国对电子烟监管大多尚未出台明确的政策法规，最终实施的监管力度存在不确定性。
- 2) **新业务市场拓展不及预期。**目前公司培育的新业务曲线尚处于爬坡期，市场格局尚不明朗，市场拓展情况尚存在较大的不确定性。
- 3) **汇率波动风险。**公司境外收入占比较高，若汇率波动加大可能对公司业绩产生影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	13,755	12,145	11,168	12,040	13,380	16,218	货币资金	11,427	9,763	5,332	4,876	5,483	7,070
增长率	37.4%	-11.7%	-8.0%	7.8%	11.1%	21.2%	应收账款	2,744	3,162	2,617	2,816	3,066	3,677
主营业务成本	6,378	6,885	6,834	7,087	7,643	9,237	存货	560	841	781	748	786	924
%销售收入	46.4%	56.7%	61.2%	58.9%	57.1%	57.0%	其他流动资产	3,254	5,433	10,840	11,838	12,340	12,642
毛利	7,377	5,260	4,334	4,953	5,737	6,981	流动资产	17,986	19,199	19,571	20,278	21,674	24,313
%销售收入	53.6%	43.3%	38.8%	41.1%	42.9%	43.0%	%总资产	78.6%	78.8%	76.7%	75.5%	75.6%	76.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,751	2,764	3,311	3,694	3,957	4,108
销售费用	193	388	526	939	1,244	1,573	%总资产	7.7%	11.3%	13.0%	13.7%	13.8%	13.0%
%销售收入	1.4%	3.2%	4.7%	7.8%	9.3%	9.7%	无形资产	371	526	463	465	456	448
管理费用	864	1,148	867	939	1,044	1,265	非流动资产	4,886	5,161	5,938	6,597	7,002	7,295
%销售收入	6.3%	9.5%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	%总资产	21.4%	21.2%	23.3%	24.5%	24.4%	23.1%
研发费用	671	1,372	1,483	1,806	1,806	1,622	资产总计	22,871	24,359	25,508	26,875	28,676	31,608
%销售收入	4.9%	11.3%	13.3%	15.0%	13.5%	10.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	5,810	2,566	1,447	1,362	1,723	2,605	应付款项	827	1,150	1,270	1,280	1,374	1,658
%销售收入	42.2%	21.1%	13.0%	11.3%	12.9%	16.1%	其他流动负债	2,567	2,439	2,297	2,288	2,382	2,725
财务费用	-399	-388	-490	-408	-426	-469	流动负债	3,394	3,589	3,566	3,567	3,755	4,382
%销售收入	-2.9%	-3.2%	-4.4%	-3.4%	-3.2%	-2.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	231	393	532	536	536	536
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,625	3,982	4,099	4,103	4,291	4,918
营业利润	5,650	2,363	1,458	1,257	1,626	2,496	普通股股东权益	19,246	20,377	21,410	22,773	24,384	26,690
营业利润率	41.1%	19.5%	13.1%	10.4%	12.1%	15.4%	其中：股本	419	424	428	428	428	428
营业外收支							未分配利润	18,827	19,969	21,075	22,438	24,050	26,355
税前利润	6,209	2,954	1,937	1,770	2,149	3,074	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	45.1%	24.3%	17.3%	14.7%	16.1%	19.0%	负债股东权益合计	22,871	24,359	25,508	26,875	28,676	31,608
所得税	922	444	291	407	537	768	比率分析						
所得税率	14.9%	15.0%	15.0%	23.0%	25.0%	25.0%	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	5,287	2,510	1,645	1,363	1,612	2,305	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.89	0.42	0.27	0.22	0.26	0.37
归属于母公司的净利润	5,287	2,510	1,645	1,363	1,612	2,305	每股净资产	3.20	3.35	3.49	3.69	3.95	4.32
净利率	38.4%	20.7%	14.7%	11.3%	12.0%	14.2%	每股经营现金净流	0.60	0.08	0.52	0.22	0.28	0.39
							每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
净利润	5,287	2,510	1,645	1,363	1,612	2,305	净资产收益率	27.47%	12.32%	7.68%	5.99%	6.61%	8.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	23.12%	10.31%	6.45%	5.07%	5.62%	7.29%
非现金支出	-194	-305	72	-79	-72	-81	投入资本收益率	25.70%	10.70%	5.74%	4.60%	5.30%	7.32%
非经营收益							增长率						
营运资金变动	-1,592	-1,958	1,204	-163	-101	-125	主营业务收入增长率	37.42%	-11.71%	-8.04%	7.80%	11.14%	21.21%
经营活动现金净流	3,588	470	3,193	1,386	1,725	2,396	EBIT增长率	90.64%	-55.84%	-43.61%	-5.89%	26.55%	51.15%
资本开支	-1,978	-1,695	-1,231	-650	-540	-440	净利润增长率	120.30%	-52.52%	-34.47%	-17.15%	18.27%	43.02%
投资	-3,584	-1,137	-6,311	-1,200	-650	-450	总资产增长率	54.81%	6.51%	4.72%	5.36%	6.70%	10.23%
其他	336	408	527	33	98	109	资产管理能力						
投资活动现金净流	-5,226	-2,424	-7,016	-1,817	-1,092	-781	应收账款周转天数	60.5	69.8	67.5	57.7	55.5	52.7
股权募资	3,648	-295	-112	0	0	0	存货周转天数	28.2	36.6	42.7	38.8	36.1	33.3
债权募资	2,270	2,048	245	0	0	0	应付账款周转天数	43.2	51.7	63.7	64.8	62.5	59.1
其他	-2,395	-1,477	-746	-25	-26	-28	固定资产周转天数	36.8	66.9	97.9	104.7	102.9	89.5
筹资活动现金净流	3,522	276	-612	-25	-26	-28	偿债能力						
现金净流量	1,869	-1,664	-4,431	-456	606	1,587	净负债/股东权益	-58.21%	-45.98%	-22.42%	-19.06%	-20.29%	-24.48%
							EBIT利息保障倍数	232.0	88.5	53.2	54.5	66.3	93.0
							资产负债率	15.85%	16.35%	16.07%	15.27%	14.96%	15.56%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	8	29
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-02-02	买入		N/A
2	2023-03-22	买入		N/A
3	2023-04-16	买入		N/A
4	2024-03-20	买入		N/A
5	2024-08-20	买入		N/A
6	2024-10-17	买入		N/A

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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