

买入

2024年12月31日

购股权设置积极市值目标，HNB 业务发展潜力巨大

- **营收同比增长，研发费用持续投入：**公司 2024 年前三季度实现收入 83.2 亿元，同比增长 4.0%。第三季度单季收入 32.9 亿元，同比增长 16.5%，主要得益于自有品牌及企业客户业务中封闭式产品的收入增长，税前利润为 5.1 亿元，同比下降 2.6%，税后利润为 3.8 亿元，同比下降 22.5%，利润下降的主要是因为研发及管理费用显著上升。
- **购股权设置积极市值目标，展露长期发展底气：**于 2024 年 12 月 27 日宣布，拟向董事会主席陈志平有条件授予 6100 万份购股权，行使价为每股 11.26 港元。购股权与公司市值目标挂钩，当公司连续 15 个营业日的平均市值首次达到 3000 亿、4000 亿和 5000 亿港元时，分别可归属 30%、60%和 100%的购股权。购股权有效期为 10 年，若绩效目标未能于 2030 年 12 月 31 日前达成，相关购股权将失效。这一购股权方面体现了公司对未来发展的较好信心。
- **HNB 业务发展潜力巨大，看好其利润空间：**2024 年 11 月底，公司独供英美烟草的加热不燃烧产品 Glo HiLo 在塞尔维亚上市，该产品定位高端，具有加热时间短，烟雾量饱满，且饱满口数持续时间长的特点，产品将于 2025 年拓展至关键市场，预计该产品能助力英美烟草打造良好的市场竞争力。公司与英美烟草达成合作，通过分成模式进行利润分配，预期自 2025 年下半年起，公司利润将逐步增厚，而到 2026 年，利润有望呈现爆发式的增长态势，展现出强劲的发展动力和盈利潜力，为公司的长期发展奠定坚实基础。
- **目标价 17.4 港元，给予买入评级：**我们看好公司自主品牌的持续发展，预计 HNB 新业务会有一个好的表现。我们预测公司 2024-2026 年的收入分别为 121.6/139.2/166.5 亿元，净利润分别为 13.5/18.6/25.3 亿元。我们给予公司目标价 17.4 港元，相当于 2026 年 40 倍市盈率，较现价有 32.9%的上升空间，给予买入评级。

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

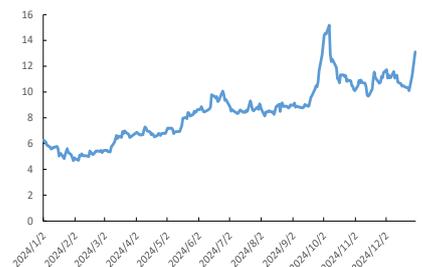
行业	电子烟
股价	13.1 港元
目标价	17.4 港元 (+32.9%)
股票代码	6969
已发行股本	61.80 亿股
市值	809.54 亿港元
52 周高/低	15.26/4.61 港元
每股净资产	3.74 港元
主要股东	陈志平 (33.56%) EVE BATTERY INVESTMENT LTD. (30.77%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入(千元)	12,144,980	11,168,422	12,161,242	13,924,930	16,649,303
变动(%)	-11.7%	-8.0%	8.9%	14.5%	19.6%
归母净利润(千元)	2,510,316	1,645,090	1,354,126	1,855,446	2,529,170
变动(%)	-52.5%	-34.5%	-17.7%	37.0%	36.3%
每股盈利(元)	0.41	0.27	0.22	0.30	0.41
变动(%)	-52.5%	-34.4%	-17.7%	37.0%	36.3%
基于13.1港元的市盈率(倍)	30.4	46.3	56.2	41.0	30.1
每股派息(港元)	0.18	0.10	0.09	0.12	0.16
股息现价比	1.4%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

# 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
财务年度截至<12月31日>千元						财务年度截至<12月31日>千元					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
<b>营业收入</b>	12,144,980	11,168,422	12,161,242	13,924,930	16,649,303	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(6,885,348)	(6,833,976)	(7,567,994)	(8,374,558)	(9,627,753)	毛利率 (%)	43.3%	38.8%	37.8%	39.9%	42.2%
<b>毛利</b>	<b>5,259,632</b>	<b>4,334,446</b>	<b>4,593,247</b>	<b>5,550,372</b>	<b>7,021,550</b>	净利率 (%)	20.7%	14.7%	11.1%	13.3%	15.2%
其他收入	496,984	619,147	539,698	473,225	416,976	ROE (%)	12.7%	7.9%	6.7%	9.2%	10.8%
其他收益及亏损	133,266	(103,740)	(117,096)	(131,969)	(148,531)	<b>营运表现</b>					
销售费用	(387,671)	(526,238)	(802,642)	(807,646)	(882,413)	研发费用率 (%)	11.3%	13.3%	14.2%	13.8%	13.8%
管理费用	(1,147,916)	(867,154)	(863,448)	(946,895)	(1,098,854)	销售费用率 (%)	3.2%	4.7%	6.6%	5.8%	5.3%
研发费用	(1,372,258)	(1,482,846)	(1,726,896)	(1,921,640)	(2,297,604)	管理费用率 (%)	9.5%	7.8%	7.1%	6.8%	6.6%
融资成本	(28,980)	(27,192)	(29,773)	(32,569)	(35,630)	实际税率 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>税前溢利</b>	<b>2,954,326</b>	<b>1,936,539</b>	<b>1,593,090</b>	<b>2,182,878</b>	<b>2,975,494</b>	股息支付率 (%)	41.7%	35.3%	40.0%	40.0%	40.0%
税项	(444,010)	(291,449)	(238,963)	(327,432)	(446,324)	库存周转天数	37.13	43.31	43.20	42.94	42.69
<b>净利润</b>	<b>2,510,316</b>	<b>1,645,090</b>	<b>1,354,126</b>	<b>1,855,446</b>	<b>2,529,170</b>	应收账款周转天数	70.79	68.46	66.36	62.93	62.93
折旧及摊销	222,044	271,433	793,513	927,438	1,073,142	应付账款周转天数	52.40	64.63	65.18	68.87	69.52
EBITDA	3,176,370	2,207,972	2,386,603	3,110,316	4,048,636	<b>财务状况</b>					
EPS	0.41	0.27	0.22	0.30	0.41	负债/股东权益	19.5%	19.1%	22.8%	22.0%	21.8%
增长						收入/总资产	49.9%	43.8%	52.7%	52.6%	54.5%
收入 (%)	-11.7%	-8.0%	8.9%	14.5%	19.6%	总资产/股东权益	119.5%	119.1%	122.8%	122.0%	121.8%
每股收益 (%)	-52.5%	-34.4%	-17.7%	37.0%	36.3%						
EBITDA	-49.6%	-30.5%	8.1%	30.3%	30.2%	<b>现金流量表</b>					
资产负债表						现金流量表					
财务年度截至<12月31日>千元						财务年度截至<12月31日>千元					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
货币资金	9,762,933	5,332,076	3,976,377	5,265,498	6,774,683	<b>净利润</b>	2,954,326	1,936,539	1,593,090	2,182,878	2,975,494
应收账款及票据	2,301,628	1,888,208	2,211,135	2,400,850	2,870,569	折旧及摊销	222,044	271,433	793,513	927,438	1,073,142
存货	840,602	781,204	895,621	985,242	1,126,053	其他	(2,706,506)	975,921	(498,289)	(227,172)	(584,658)
其他流动资产	6,293,610	11,569,264	10,550,917	11,641,763	12,892,908	<b>营运活动现金流</b>	<b>469,864</b>	<b>3,183,893</b>	<b>1,888,314</b>	<b>2,883,143</b>	<b>3,463,978</b>
<b>流动资产</b>	<b>19,198,773</b>	<b>19,570,752</b>	<b>17,634,049</b>	<b>20,293,353</b>	<b>23,664,213</b>	资本开支	(1,694,807)	(1,231,390)	(1,490,445)	(1,640,007)	(1,807,501)
固定资产	4,274,994	4,675,648	4,039,660	4,691,528	5,367,427	其他投资活动	(729,177)	(5,784,529)	(981,799)	1,031,213	1,131,535
无形资产	79,011	90,126	109,652	122,473	128,264	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,423,984)</b>	<b>(7,015,919)</b>	<b>(2,472,243)</b>	<b>(608,795)</b>	<b>(675,966)</b>
其他非流动资产	806,539	1,171,758	1,278,975	1,342,790	1,412,388	负债变化	(179,111)	(173,951)	(191,346)	(210,481)	(231,529)
<b>非流动资产</b>	<b>5,160,544</b>	<b>5,937,532</b>	<b>5,428,287</b>	<b>6,156,791</b>	<b>6,908,079</b>	股本变化	(295,314)	(111,685)	0	0	0
<b>总资产</b>	<b>24,359,317</b>	<b>25,508,284</b>	<b>23,062,337</b>	<b>26,450,143</b>	<b>30,572,292</b>	已付股息	(1,447,882)	(718,891)	(541,651)	(742,178)	(1,011,668)
应付账款	1,150,234	1,269,804	1,351,428	1,580,105	1,833,858	其他融资活动	1,903,185	280,482	(29,773)	(32,569)	(35,630)
其他应付款	1,821,680	1,478,708	1,610,158	1,843,672	2,204,381	<b>融资活动现金流</b>	<b>276,192</b>	<b>(612,360)</b>	<b>(762,770)</b>	<b>(985,228)</b>	<b>(1,278,827)</b>
其他	617,043	817,821	759,496	764,303	810,021	<b>现金变化</b>	<b>(1,677,928)</b>	<b>(4,444,386)</b>	<b>(1,346,699)</b>	<b>1,289,121</b>	<b>1,509,185</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,588,957</b>	<b>3,566,333</b>	<b>3,721,081</b>	<b>4,188,080</b>	<b>4,848,260</b>	期初持有现金	11,426,758	9,762,933	5,323,076	3,976,377	5,265,498
租赁负债	299,938	264,957	291,453	320,598	352,658	期末持有现金	9,762,933	5,323,076	3,976,377	5,265,498	6,774,683
其他	93,214	267,385	267,829	268,617	269,835						
<b>非流动负债</b>	<b>393,152</b>	<b>532,342</b>	<b>559,281</b>	<b>589,215</b>	<b>622,493</b>						
<b>总负债</b>	<b>3,982,109</b>	<b>4,098,675</b>	<b>4,280,363</b>	<b>4,777,295</b>	<b>5,470,752</b>						
<b>股东权益</b>	<b>20,377,208</b>	<b>21,409,609</b>	<b>18,781,974</b>	<b>21,672,848</b>	<b>25,101,540</b>						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话：(852) 2522-2101  
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。