

思摩尔国际 (06969.HK)

全球雾化科技龙头迎政策拐点，布局加热不燃烧打造第二曲线

增持（首次）

2025 年 02 月 09 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12145	11168	11854	13016	15004
同比(%)	(11.71)	(8.04)	6.14	9.80	15.27
归母净利润（百万元）	2510	1645	1321	1661	2236
同比(%)	(52.52)	(34.47)	(19.68)	25.73	34.57
EPS-最新摊薄（元/股）	0.41	0.27	0.21	0.27	0.36
P/E（现价&最新摊薄）	31.65	48.30	60.13	47.83	35.54

投资要点

■ **全球雾化科技龙头，to B 模式为主发展多元业务：**公司前身麦克韦尔于 2009 年在深圳成立，公司以雾化电子烟代工起家发展多元业务，2020 年在联交所上市。公司 to B 业务主要通过 ODM 模式研究、设计及制造电子雾化产品和组件、加热不燃烧产品及特殊雾化产品等，to C 业务产品为自有品牌开放式产品或 APV。2023 年公司营收 111.7 亿元，同比-8%，其中 to B 业务/to C 业务占比 83%/17%。2024 年 12 月发布股权激励计划，以市值作为绩效目标体现中长期发展信心。

■ **雾化电子烟监管趋严，加热不燃烧空间可观：**

● **雾化电子烟监管趋严，合规龙头格局优化。**1) 2023 年全球雾化电子烟市场规模为 212 亿美元，同比+7%。在全球控烟减害的背景下，渗透率长期仍处于提升通道。2) 美国和欧洲各国电子烟政策和执法力度趋严，合规、换弹式产品份额或将提升。2021 年雾化电子烟 CR5 为 43%，此后略有下滑，合规龙头或将受益于格局优化。

● **加热不燃烧空间可观，龙头公司卡位布局。**1) 2023 年全球加热不燃烧规模为 345 亿美元，同比+12%，欧睿预计 2023-2028 年 CAGR 为 14%。HNB 替烟减害效果明显，主要消费国渗透率有望提升。2) HNB 进入壁垒较高，传统烟草巨头在产品研发和渠道拓展有显著优势，2023 年菲莫国际、英美烟草和日本烟草三大龙头市场份额为 71%/16%/6%，龙头公司 HNB 业务收入占比中长期将持续提升。

■ **合规龙头深度绑定大客户，HNB 有望开启第二曲线：**1) 与行业龙头客户深度绑定，合规趋势下率先受益。公司与英美烟草、日本烟草、NJOY 等合作方深度绑定，监管趋严合规龙头换弹式销售率先好转。2024H1 公司一次性产品收入同比-19%，Q2 换弹式收入同比+22.5%。2) **高研发投入保持技术领先，满足客户新品研发需要。**公司持续加大研发投入，2024H1 研发支出 7.6 亿元，同比+24%，增长主要来自 HNB 和雾化医疗。3) **HNB 有望打造第二曲线，多元业务助力长期发展。**公司与英美烟草合作的 HNB 新品 glo Hilo 和 glo Hilo plus 已在塞尔维亚上市，预计 2025 年起全面推广，销量爬坡助力打造第二曲线。此外特殊雾化、医疗雾化有望贡献增量。

■ **盈利预测与投资评级：**思摩尔国际是全球雾化科技龙头，与大客户绑定深耕雾化电子赛道，加大研发投入发展多元业务，未来或将受益于欧洲和美国电子烟监管趋严，加热不燃烧业务有望打造第二曲线。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 13.2/16.6/22.4 亿元，对应 PE 为 60/48/36 倍，未来率先受益于电子烟格局改善、加热不燃烧放量释放业绩弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**监管政策不确定性、新业务推广不及预期、市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	13.96
一年最低/最高价	4.89/15.26
市净率(倍)	4.02
港股流通市值(百万港元)	86,289.22

基础数据

每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	19.65
总股本(百万股)	6,181.18
流通股本(百万股)	6,181.18

相关研究

《思摩尔国际(06969.HK): 2022Q3 业绩点评：业绩短期承压，技术储备夯实中长期竞争力》

2022-10-18

《思摩尔国际(06969.HK): 2022 中报点评：政策调整期业绩承压，研发先行布局新赛道》

2022-08-25

内容目录

1. 公司概况：全球雾化科技龙头，to B 模式为主发展多元业务	5
1.1. 发展历程：雾化电子打开市场，多元业务稳步拓展	5
1.2. 业务模式：To B 模式为主，海外市场高占比	6
1.3. 股权结构：创始人团队为实控人，股权激励体现发展信心	9
2. 行业分析：雾化电子烟监管趋严，加热不燃烧空间可观	10
2.1. 雾化电子烟监管趋严，合规龙头格局优化	10
2.2. 加热不燃烧空间可观，龙头公司卡位布局	13
3. 公司看点：合规龙头深度绑定大客户，HNB 有望开启第二曲线	15
3.1. 与行业龙头客户深度绑定，合规趋势下率先受益	15
3.2. 高研发投入保持技术领先，满足客户新品研发需要	17
3.3. HNB 有望打造第二曲线，多元业务助力长期发展	18
4. 财务分析：业绩复苏，盈利能力持续增强	20
5. 盈利预测与投资建议	22
5.1. 盈利预测	22
5.2. 投资建议	24
6. 风险提示	24

图表目录

图 1:	搭载 FEELM 雾化技术的产品分布 (截至 2023 年 6 月 30 日)	5
图 2:	思摩尔国际发展历程	6
图 3:	2018-2023 年及 2024H1 分业务营收结构 (亿元)	7
图 4:	面向企业客户销售收入 (亿元) 及 yoy	8
图 5:	面向企业客户收入按地区分	8
图 6:	2016-2024H1 面向零售客户销售收入及单价	8
图 7:	2023-2024H1 面向零售客户收入按地区分	8
图 8:	2018-2023 年及 2024H1 分地区营收结构 (亿元)	9
图 9:	2023-2024H1 按实际销售地区分收入 (亿元)	9
图 10:	公司股权结构图 (截至 2024 年 6 月 30 日)	9
图 11:	全球电子烟行业规模 (单位: 亿美元)	11
图 12:	2023 年电子烟行业分国家规模 (亿美元) 及占比	11
图 13:	重要国家雾化电子烟渗透率	11
图 14:	重要国家和地区一次性产品市场规模占比	12
图 15:	全球雾化电子烟品牌集中度 (按市场规模)	13
图 16:	全球雾化电子烟品牌竞争格局 (按市场规模)	13
图 17:	全球加热不燃烧产品零售市场规模和销售量	13
图 18:	2023 年加热不燃烧分国家规模 (亿美元) 及占比	13
图 19:	日本 HNB 产品市场规模和渗透率、市场份额	14
图 20:	2023 年 HNB 分国家渗透率和市场份额	14
图 21:	HNB 全球分公司市占率 (按销售量)	14
图 22:	龙头公司 HNB 相关业务收入 (亿美元) 及 yoy	15
图 23:	龙头公司 HNB 产品销量 (亿支) 及 yoy	15
图 24:	公司前 5 大客户收入及占比	16
图 25:	公司一次性产品收入及占比	16
图 26:	公司研发支出及 yoy	17
图 27:	公司研发支出分产品结构	17
图 28:	2020-2024H1 公司全球累计申请专利数量	17
图 29:	与英美公司合作新品 glo Hilo 和 glo Hilo plus	18
图 30:	2018-2024H1 英美烟草新型烟草业务收入结构	18
图 31:	2019-2028E 全球特殊用途电子雾化设备市场规模 (按出厂价) 及 yoy	20
图 32:	2016-2023 年及 2024Q1-Q3 营业收入及增速	20
图 33:	2016-2023 年及 2024H1 公司毛利率	21
图 34:	2016-2023 年及 2024H1 公司四大费用率	21
图 35:	2016-2023 年及 2024Q1-Q3 归母净利润及归母净利率	22
表 1:	公司主要产品类型	7
表 2:	公司主要管理层介绍	10
表 3:	雾化电子烟各国监管政策一览	12
表 4:	公司主要客户 (截至 2024 年 6 月 30 日)	15
表 5:	通过 FDA 审核的电子烟产品及设备及公司代工情况 (截至 2024 年底)	16

表 6: 部分 HNB 领域专利 18

表 7: glo Hilo、glo Hilo plus 与 IQOS ILUMA i 产品对比 19

表 8: 公司积极拓展新品类雾化业务..... 19

表 9: 2024-2026 年收入预测 23

表 10: 2024-2026 年毛利率和费用率预测 23

表 11: 2024-2026 年营收和归母净利润预测 23

1. 公司概况：全球雾化科技龙头，to B 模式为主发展多元业务

1.1. 发展历程：雾化电子打开市场，多元业务稳步拓展

打造全球雾化科技龙头企业。2009 年，公司前身麦克韦尔于深圳成立，公司以雾化电子烟代工起家，通过陶瓷芯加热技术拓展全球知名烟草企业和独立品牌客户，是全球领先的电子雾化技术解决方案提供商。2020 年公司在香港联交所上市，业务涉及封闭式电子雾化、加热不燃烧和特殊用途雾化产品，开放式电子雾化产品，同时拓展雾化医疗和雾化美容等新业务，其市场覆盖北美、欧洲、中国、日本等多个主要消费地区。根据沙利文报告，2023 年公司在全球电子雾化设备市场的市占率为 13.7%，是提供雾化科技解决方案的全球领导者。

图1: 搭载 FEELM 雾化技术的产品分布 (截至 2023 年 6 月 30 日)



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段。

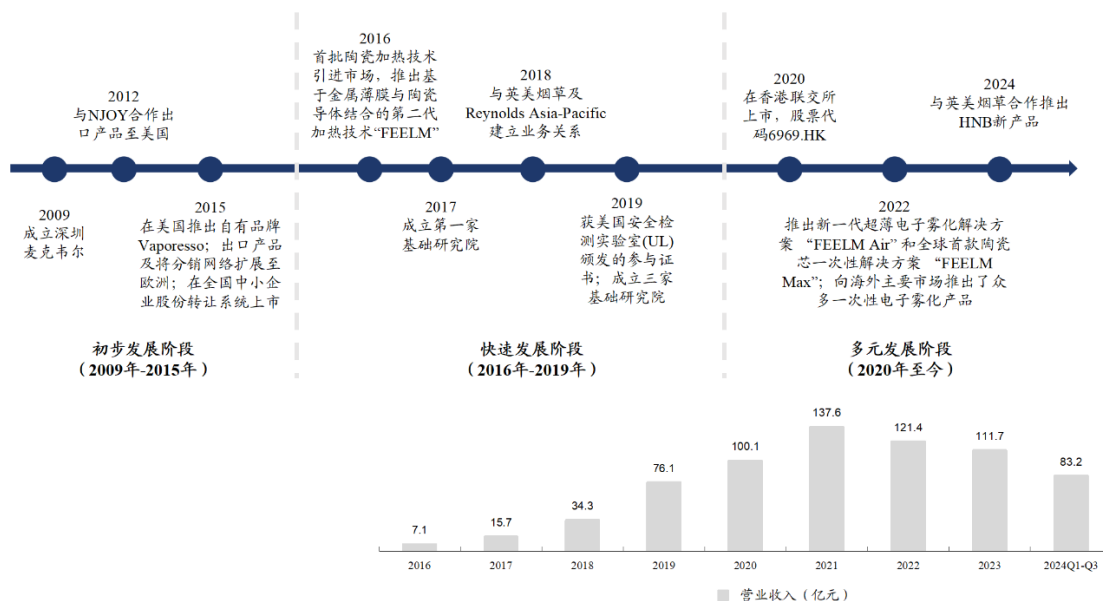
初步发展阶段（2009-2015 年）：海外代工起家，新三板挂牌。2009 年 9 月，麦克韦尔在深圳成立，以出口代工电子烟为主，2012 年与 NJOY 合作出口产品至美国。2015 年，公司在美国推出自有品牌“Vapresso”，并将产品和分销网络扩展至欧洲，同年在三板上市。

快速发展阶段（2016-2019 年）：依托陶瓷芯技术，拓展客户和业务。2016 年，公司推出两代陶瓷加热技术，第二代“FEELM”结合金属薄膜和陶瓷导体，在防漏液、防干烧和雾化稳定性等方面领先于传统棉芯，获得多项大奖。2017 年开始与日本烟草合作制造加热不燃烧的电子雾化组件。2018 年，公司与英美烟草 Vuse 建立合作，积累海外客户资源，同时在国内与悦刻等公司合作，快速拓展国际国内市场。同年，FEELM 陶瓷雾化技术获得全球权威大奖金叶奖。2019 年，公司通过美国安全检测实验室（UL）的

权威认证，公司已成为全球领先的电子雾化设备制造商。

多元发展阶段（2020年至今）：主要消费国监管趋严，拓展多元业务。2020年公司
在香港联交所上市，股票代码为 6969.HK。2020 年起，美国、中国等开始限制口味烟，
同时欧洲一次性产品流行。2021 年公司开始布局一次性产品，2022 年推出新一代超薄
电子雾化解决方案“FEELM Air”和全球首款陶瓷芯一次性雾化方案“FEELM Max”。
公司积极布局加热不燃烧、特殊雾化、医疗雾化和美容雾化多元业务，在加热不燃烧方
面，公司通过 METEX 平台积累技术，2024 年与英美烟草合作推出 HNB 新产品。

图2：思摩尔国际发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：To B 模式为主，海外市场高占比

公司产品以尼古丁传输设备为主，同时布局特殊雾化和雾化新业务。1) 尼古丁传输系统分为雾化电子烟和加热不燃烧：雾化电子烟按照是否可以自行添加烟油可分为开放式电子烟和封闭式电子烟，其中封闭式电子烟按照是否可以充电重复使用分为换弹式产品和一次性产品。加热不燃烧（HNB）产品通过加热烟草而非燃烧来产生蒸汽，口感和使用感更接近传统烟草。2) 特殊雾化主要指大麻 CBD/THC 雾化产品，具有医疗、娱乐等用途。3) 雾化新业务包括医疗雾化和美容雾化产品。

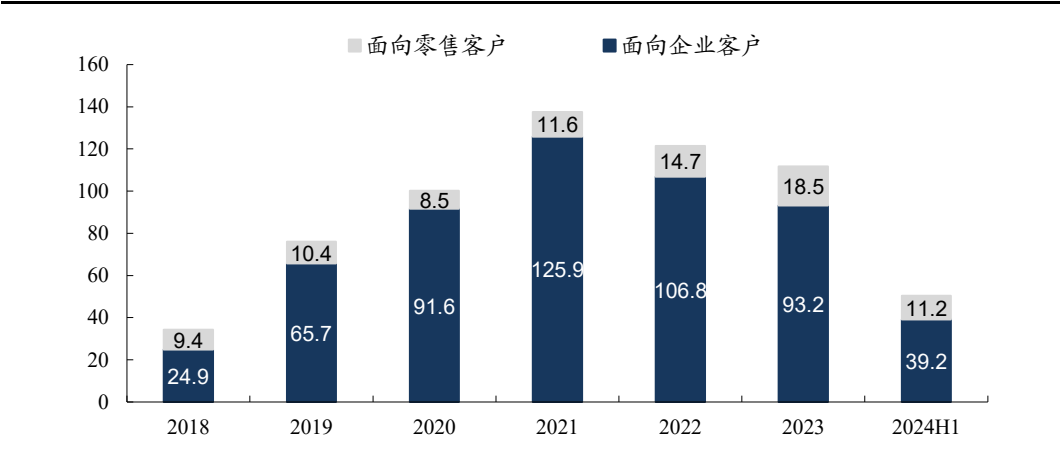
表1：公司主要产品类型

产品	业务类型	自有/代工品牌	产品图示
特殊雾化	To B	CCELL	
雾化电子烟	封闭式：换弹式 一次性	To B	Vuse, Logic, RELX, NJOY 等
	开放式	To C	VAPORESSO 等
尼古丁			
	加热不燃烧（HNB）	To B	Glo, Ploom 等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司业务可分为 to B 和 to C 两部分，其中 to B 业务收入约占 8 成。1）面向企业客户（to B）业务通过 ODM/OEM 模式研究、设计及制造电子雾化产品、电子雾化组件、加热不燃烧产品及特殊雾化产品（CBD）等；2）面向零售客户（to C）业务研究、设计、制造及销售自有品牌开放式产品或高级进阶私人电子雾化产品（APV）。2023 年公司实现营收 111.7 亿元，同比-8%，其中 to B 业务/to C 业务收入分别为 93.2/18.5 亿元，分别占比 83%/17%，同比-13%/+26%。此外，公司积极布局以雾化技术为基础的雾化医疗以及雾化美容等新业务。

图3：2018-2023 年及 2024H1 分业务营收结构（亿元）

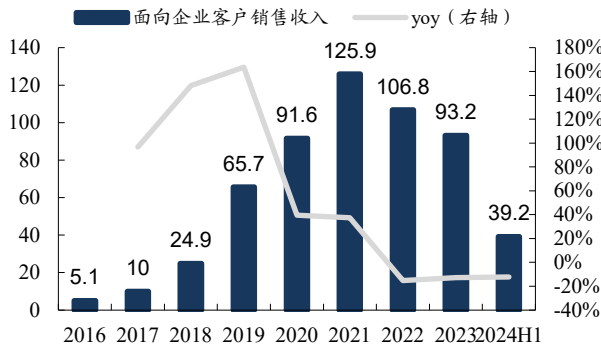


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

面向企业客户业务：收入整体下滑，美国和欧洲贡献主要收入。公司利用陶瓷芯技术快速打开客户渠道，2017-2021 年公司 to B 业务收入 CAGR 为 80%。2021 年起，由于全球监管趋严和一次性产品流行，公司业务规模下滑，2023 年公司面向企业客户收入为 93.2 亿元，同比-13%。按实际销售地看，美国市场主要销售电子雾化产品及特殊用途雾化产品，中国大陆市场主要销售换弹式电子雾化产品，欧洲及其他市场主要销售一次

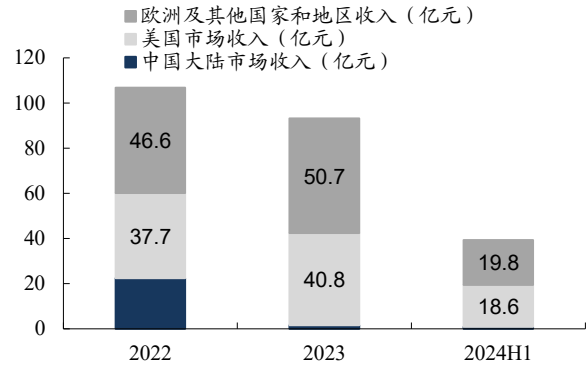
性电子雾化产品及换弹式电子雾化产品。2023 年 to B 业务在欧洲及其他国家和地区/美国/中国大陆分别实现收入 50.7/40.8/1.6 亿元，占 to B 业务的 54%/44%/2%，同比 +9%/+8%/-93%。2024H1 面向企业客户业务收入 39.2 亿元，同比-12%，欧洲及其他国家和地区/美国/中国大陆同比-16%/-10%/+41%。

图4：面向企业客户销售收入（亿元）及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

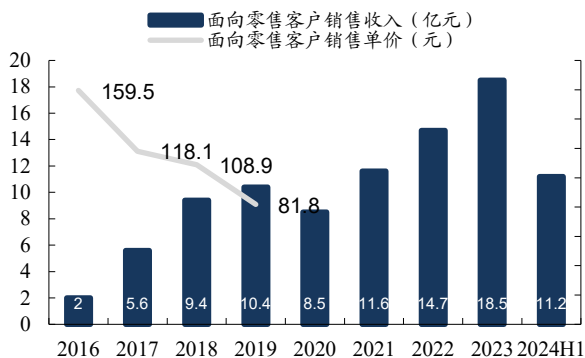
图5：面向企业客户收入按地区分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

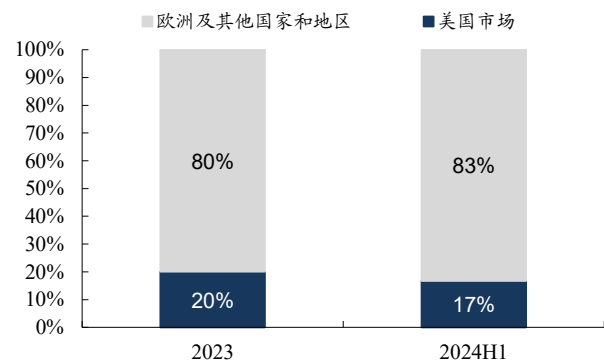
面向零售客户业务：开放式自有品牌持续快速增长。公司面向零售客户研究、设计、制造和销售开放式自有品牌 APV、APV 组件及零配件，品牌包括 VAPORESSO、Renova 及 Revenant Vape，销售单价较高。2020 年以来公司在海外陆续推出 VAPORESSO COSS、VAPORESSO ARMOUR 等新系列，本地化运营和数字化管理助力公司市场份额持续提升，to C 业务收入逐年增长，2023 年收入为 18.5 亿元，同比+26%。2024 年推出 XROS 迭代版 XRO 4，叠加一次性替代需求增加，2024H1 收入为 11.2 亿元，同比+72%，占总收入比重为 22%，同比+9pct。按实际销售地分，to C 业务收入主要来自欧美市场，地区收入结构较稳定。

图6：2016-2024H1 面向零售客户销售收入及单价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2023-2024H1 面向零售客户收入按地区分

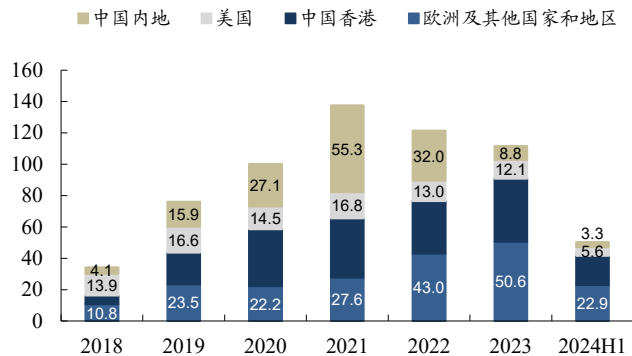


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

欧美海外市场为主导。2021 年以来，受国内监管政策影响，中国大陆市场收入显著下降，而海外市场得益于一次性电子雾化产品和自有品牌销售提升，收入保持稳健增长。

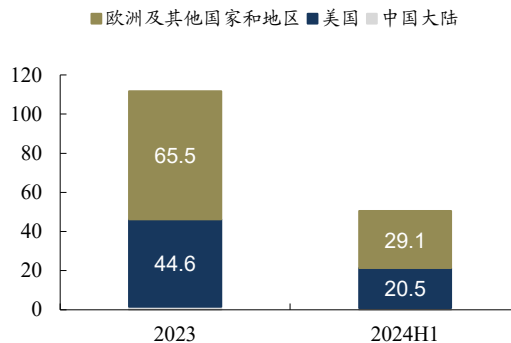
按照客户注册地分，2023 年欧洲及其他国家和地区/中国香港/美国/中国内地营业收入分别为 50.6/40.2/12.1/8.8 亿元；其中香港所得收益以再出口或转运为基准，2023 年经香港销往美国的产品收入为 32.5 亿元，占香港收入的 81%。按实际销售地区口径，2024H1 欧洲及其他国家和地区/美国/中国大陆实际营业收入分别为 29.1/20.5/0.9 亿元。

图8：2018-2023 年及 2024H1 分地区营收结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2023-2024H1 按实际销售地区分收入（亿元）

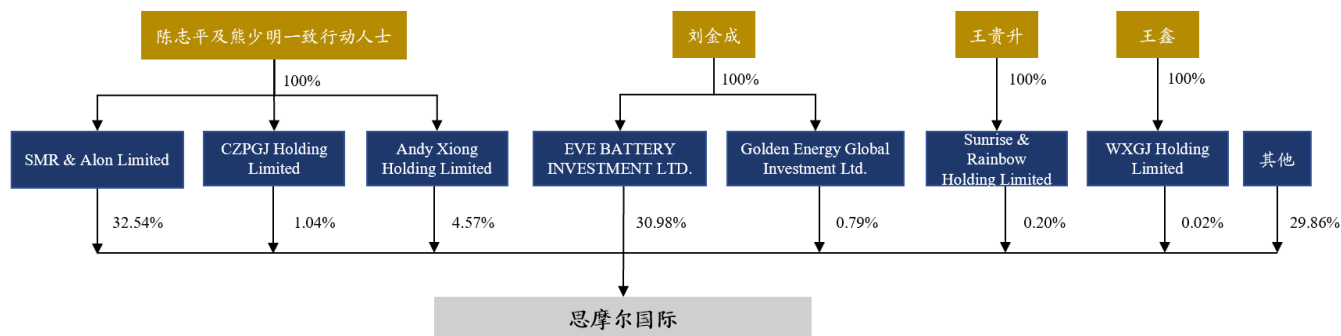


数据来源：招股书，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：创始人团队为实控人，股权激励体现发展信心

创始人团队为实控人，股权结构稳定。SMR & Alon Limited 是第一大股东，创始人陈志平及熊少明一致行动人士是实控人，截至 2024 年 6 月 30 日，持股比例合计为 38.15%。第二大股东是上市公司亿纬锂能（300014.SZ）的间接全资子公司 EVE BATTERY INVESTMENT LTD，其实控人刘金成间接持股 31.77%。创始团队为实控人，电池供应商为第二大股东，股权结构稳定。

图10：公司股权结构图（截至 2024 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层深耕电子烟行业，经验丰富。创始人陈志平在新型烟草行业深耕十余年，负责公司整体管理、战略制定及重大决策。董事王鑫曾任深圳麦克韦尔自有品牌开放式电子雾化设备或 APV 业务事业部副总经理。

表2: 公司主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
陈志平	董事会主席及行政总裁	2009年成立深圳麦克韦尔, 2021年5月前曾任深圳麦克韦尔的董事会主席及总经理。
熊少明	董事、副总裁	2009年加入深圳麦克韦尔并自彼时起担任深圳麦克韦尔之副总经理。自2015年7月至今亦已任职深圳麦克韦尔监事会监事及监事会主席。
王贵升	董事、首席财务官、联席公司秘书	拥有逾20年财务和管理经验, 曾在多个上市公司担任高级管理职务。
王鑫	董事	曾任本公司全资附属公司深圳麦克韦尔自有品牌开放式电子雾化设备或APV业务事业部副总经理。
罗春华	运营部总经理	曾任东莞伟易达电子通讯设备厂副经理、广州名美科技有限公司经理。
潘卫东	技术中心总经理	曾任深圳优合胜通信技术有限公司的运营总监。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股权激励以市值作为绩效目标, 体现公司中长期发展信心。2024年12月27日, 公司发布股权激励计划, 拟授予公司创始人及董事会主席陈志平先生6100万份股权, 行权价为11.26港元/股。绩效目标为2025年1月1日至2030年12月31日期间, 公司连续15个营业日平均市值首次达到或超过3000、4000、5000亿港元时, 分别可归属30%、60%、100%的购股权。同时公司拟向9名获选参与者(“承授人”)授出共141.6万股奖励股份。股权激励设置积极的市值目标, 体现公司中长期发展信心。

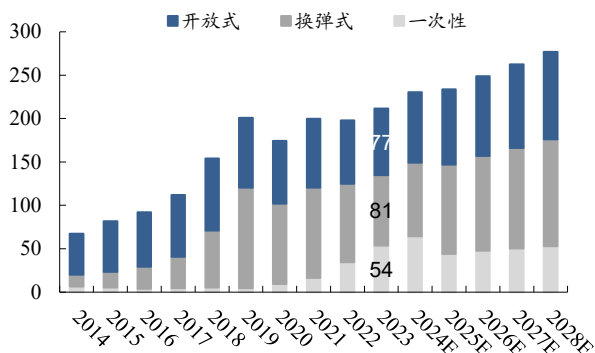
2. 行业分析: 雾化电子烟监管趋严, 加热不燃烧空间可观

2.1. 雾化电子烟监管趋严, 合规龙头格局优化

雾化电子烟行业规模将继续增长, 美国 and 英国为最大市场。根据欧睿数据, 2015-2019年全球雾化电子烟市场规模快速扩张, 零售额口径下CAGR为+25%。2023年, 世界各类烟草制品销售额6456.5亿美元, 其中卷烟占比78.5%、雪茄及其他可燃烟草制品占比9.6%、加热卷烟和电子烟等无烟气烟草制品占比11.9%。2023年全球雾化电子烟的市场规模为212亿美元(折合人民币1491亿元), 同比+7%, 较2019年同期+5%, 其中封闭一次性、封闭换弹式和开放式电子烟市场规模分别为54/81/77亿美元, 占比为25%/38%/36%。

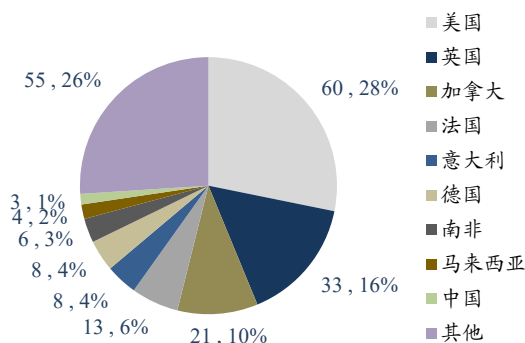
分国家看, 美国、英国、加拿大、法国和意大利为前五大市场, 2023年电子烟市场规模分别为60/33/21/13/8亿美元, 占比为28%/16%/10%/6%/4%。欧睿预计2024年全球雾化电子烟零售规模为230亿美金, 同比+9%; 2023-2028年雾化电子烟行业规模CAGR为6%, 其中一次性/封闭式/开放式CAGR分别为-0.3%/+9%/+6%。

图11：全球电子烟行业规模（单位：亿美元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

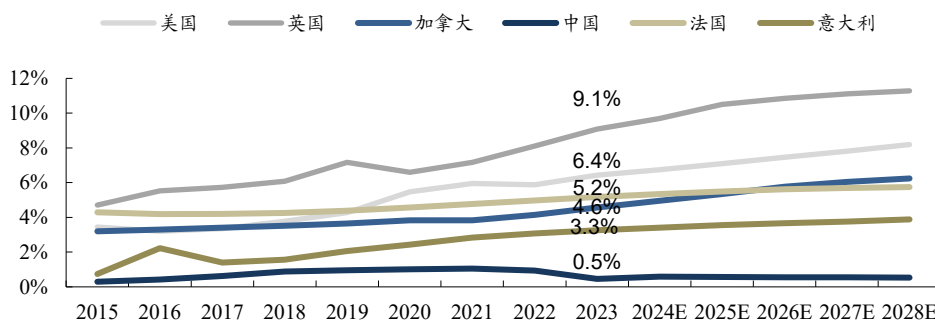
图12：2023年电子烟行业分国家规模（亿美元）及占比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

渗透率长期仍处于提升通道。在全球控烟减害的背景下，电子雾化设备有替代传统卷烟的减害作用，主要电子烟消费国渗透率持续提升。根据欧睿数据，2023年英国/美国/法国/加拿大/意大利电子烟渗透率为 9.1%/6.4%/5.2%/4.6%/3.3%，较 2019 年提升 1.9/2.2/0.8/0.9/1.2pct，预计 2023-2028 年延续提升趋势。短期来看，监管政策出台、加大执法力度或民众对电子烟减害认知缺乏等原因扰动电子烟渗透率表现。

图13：重要国家雾化电子烟渗透率



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

一次性和不合规产品流行，各国电子烟政策和执法力度趋严。由于相继出台口味烟限制政策和市场环境变化，部分消费者从合规、换弹式产品转向非合规、一次性产品，短期出现劣币驱逐良币现象。以美国为例，美国疾病控制与预防基金会和真相倡议组织发布的报告显示，2019-2023年美国零售店的电子烟销售量增加了47%，其中水果、糖果、薄荷、薄荷醇和甜点等调味电子烟占销售总量的80%以上，一次性电子烟销售量增加了500%以上。截至2024年3月，34种获FDA授权的产品占美国实体零售店总销售额的13.7%。为了控制非合规产品泛滥和一次性产品流行引起的青少年成瘾问题，各国相继推出一次性产品禁令，加大对非法市场的执法力度。例如2024年10月，FDA与美国海关与边境保护局联合查获约300万件未授权电子烟产品，总零售价达7600万美元。

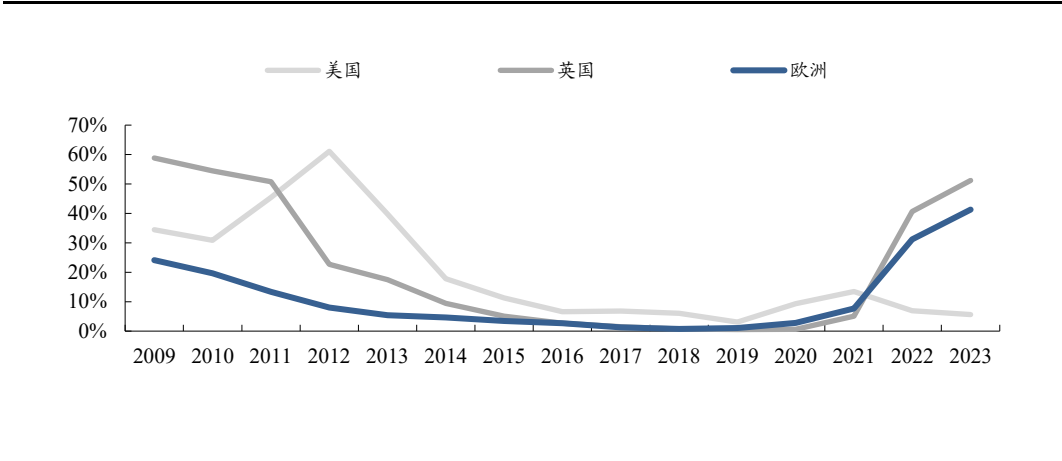
表3：雾化电子烟各国监管政策一览

国家	换弹式口味限制	一次性禁令	不合规市场执法力度
美国	FDA 仅允许烟草和薄荷醇口味，部分州仅允许烟草口味	FDA 仅允许烟草和薄荷醇味	PMTA 审批流程复杂，2024 年起 FDA 加强打击非法电子烟执法力度
加拿大	将禁止除薄荷、薄荷醇和烟草的口味		
中国	仅允许烟草口味	仅允许烟草口味	监管政策和处罚严格
英国	议会考虑禁止特定口味或限制口味描述	计划 25 年 6 月起禁止	处罚相对宽松，未来加强监管
欧盟	部分成员国禁止部分或全部口味	法国、比利时禁止，其余国家拟收紧	监管力度逐步加强

数据来源：各国官网，两个至上，SeeSmo，东吴证券研究所

合规、换弹式产品份额或将提升，美国合规口味烟或扩容。据英美烟草 2024 年资本市场日口径，美国非法调味产品约占雾化电子烟市场规模的 70%，路易斯安那州加强监管后，合法雾化市场规模增长 28%，非法一次性产品渠道减少 91%。欧睿数据披露，2023 年欧洲一次性产品市场规模占雾化电子烟市场的 41%，随着 2025 年一次性禁令陆续落地，一次性产品市场规模占比将回落至 25%，换弹式产品的市占率提升。2024 年 6 月 PMTA 批准薄荷醇味产品，未来美国合规市场有扩容的可能。

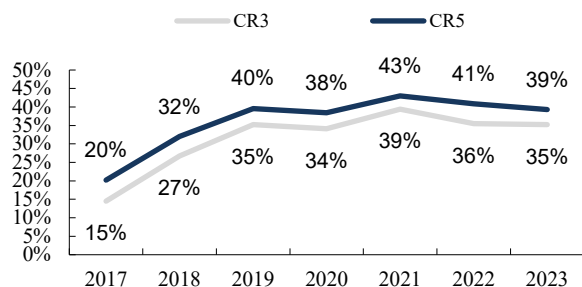
图 14：重要国家和地区一次性产品市场规模占比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

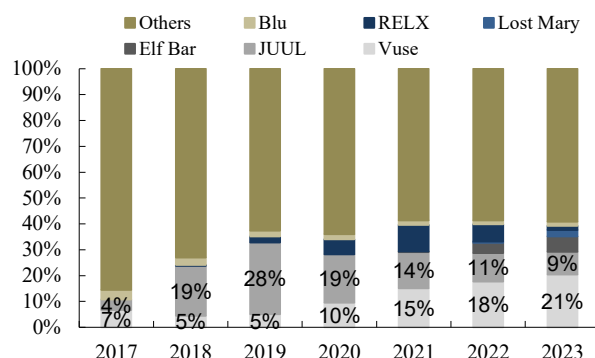
合规龙头品牌市占率有望提升。2021 年之前全球雾化电子烟品牌集中度持续提升，2021 年 CR3/CR5 分别为 39%/43%，2021-2023 年集中度略有下滑，预计随着各国加大对不合规产品的执法力度，市场格局将有所改善。分品牌看，2023 年换弹式 Vuse 和 JUUL 为前两大品牌，一次性产品 ElfBar 和 Lost Mary 市占率快速提升。我们预计不合规产品或将出清，格局优化趋势下未来合规龙头的市占率有望提升。

图15: 全球雾化电子烟品牌集中度 (按市场规模)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图16: 全球雾化电子烟品牌竞争格局 (按市场规模)

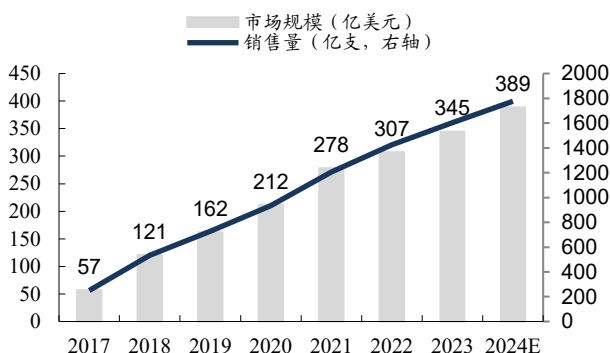


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

2.2. 加热不燃烧空间可观，龙头公司卡位布局

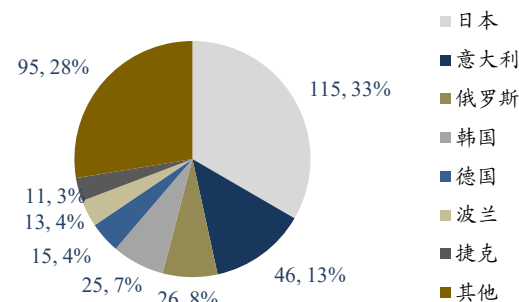
加热不燃烧行业规模快速增长。加热不燃烧（HNB）使用电池驱动的加热系统，通过加热烟草产生含尼古丁的雾化汽。自菲利普莫里斯2014年推出IQOS后，加热不燃烧市场规模快速增长，欧睿数据零售额口径下，2018-2023年HNB产品全球销售量/市场规模的CAGR为25%/23%，2023年全球规模为345亿美元，同比+12%，其中日本/意大利/俄罗斯/韩国/德国分别为115/46/26/25/15亿美元，占比为33%/13%/8%/7%/4%。欧睿预计2023-2028年HNB行业市场规模CAGR为14%，2024年规模为389亿美元。

图17: 全球加热不燃烧产品零售市场规模和销售量



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图18: 2023年加热不燃烧分国家规模(亿美元)及占比

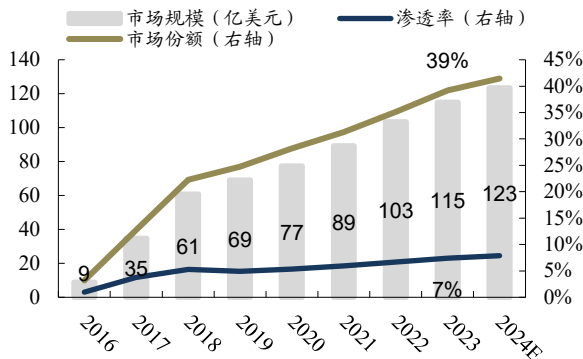


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

HNB 替烟减害效果明显，主要消费国渗透率有望提升。研究表明，加热不燃烧较传统卷烟产生更少的有害物质，其口感较电子烟更接近传统卷烟，有助于减害替代。以第一大消费国日本为例，2014年起，菲莫国际的IQOS、日本烟草的Ploom TECH和英美烟草的glo先后在日本推出，由于雾化电子烟被禁止销售，HNB市场规模和渗透率快速提升，推动日本吸烟率加速下降。根据欧睿数据，2023年日本HNB零售市场规模115亿元，占烟草产品的市场份额提升至39%，渗透率（即HNB使用人数占合法吸烟人数

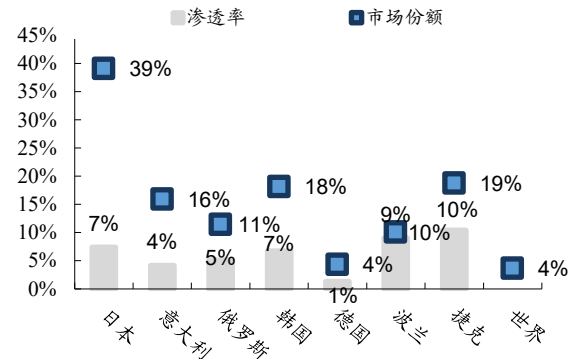
的比例)为7%。根据全球烟草减害组织简报,2023年日本卷烟销量881亿支,较2015年下降52%。2023年世界HNB市场份额为4%,主要消费国渗透率仍有提升空间。

图19: 日本HNB产品市场规模和渗透率、市场份额



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

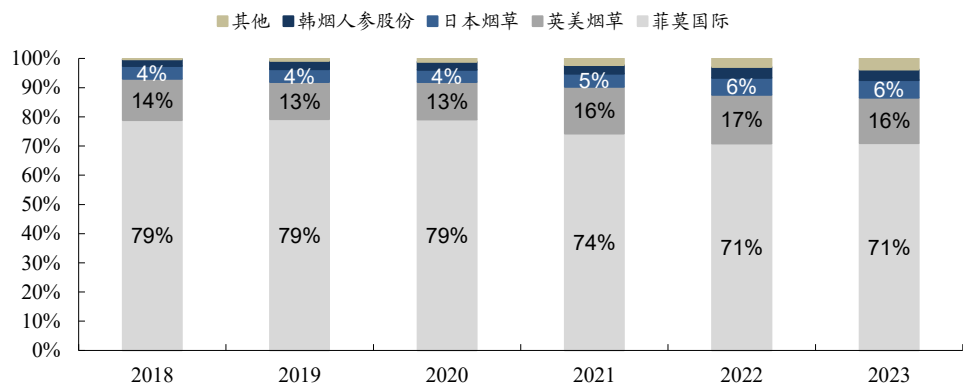
图20: 2023年HNB分国家渗透率和市场份额



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

HNB进入壁垒较高,三大龙头市场份额超9成。加热不燃烧产品的研发、生产和推广需要较多时间和资金投入,行业进入壁垒较高。HNB市场的主要参与者以传统烟草巨头为代表,传统巨头在技术研发、市场培育和渠道拓展上具有显著优势。根据欧睿数据,2023年按销售量计的前三大公司菲莫国际、英美烟草和日本烟草的市场份额为71%/16%/6%,三大龙头占据9成以上市场。

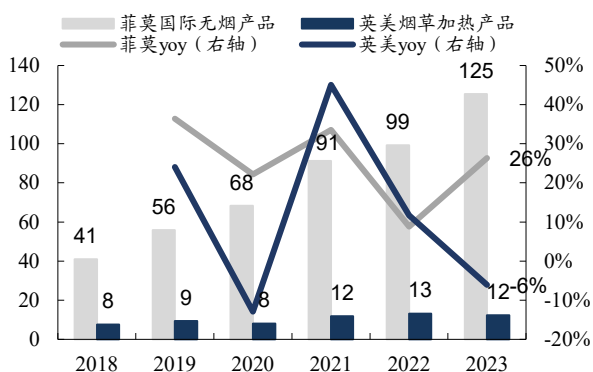
图21: HNB全球分公司市占率(按销售量)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

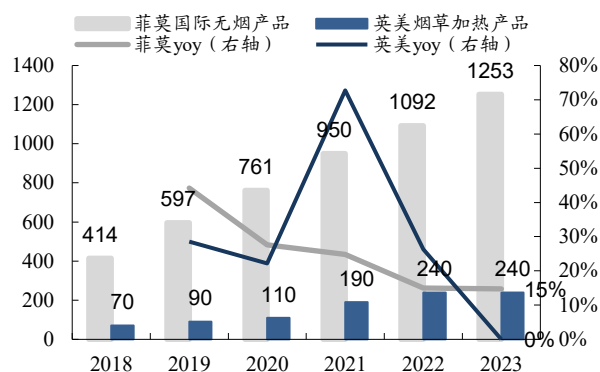
龙头公司HNB相关业务收入占比中长期将持续提升。HNB前两大龙头公司菲莫国际和英美烟草的核心品牌分别为IQOS和glo,2023年菲莫无烟产品/英美加热产品的收入分别为125/12亿美元,同比+26%/-6%,2018-2023年CAGR为25%/10%;2023年菲莫/英美销量为1253/240亿支,同比+15%/0%。菲莫HNB业务持续稳健增长,计划2030年无烟产品收入占比突破三分之二(2023年为36%);英美烟草由于行业竞争等原因,业务增长承压,为了持续推进产品迭代,目标2035年新型烟草收入占比达到50%。

图22: 龙头公司 HNB 相关业务收入 (亿美元) 及 yoy



数据来源: 菲莫国际年报, 英美烟草年报, 东吴证券研究所

图23: 龙头公司 HNB 产品销量 (亿支) 及 yoy



数据来源: 菲莫国际年报, 英美烟草年报, 东吴证券研究所

3. 公司看点: 合规龙头深度绑定大客户, HNB 有望开启第二曲线

3.1. 与行业龙头客户深度绑定, 合规趋势下率先受益

建立全球客户网络, 包括全球领先的烟草公司及独立电子雾化公司。公司合作客户涵盖位列全球前几大的烟草公司 (如日本烟草、英美烟草), 以及专注于电子雾化产品创新、设计及销售的公司 (如 RELX、NJOY)。公司通过先进的技术和产品、完善的市场反馈机制等帮助客户的电子烟品牌占领较大市场份额, 构建稳定且良好的客户和渠道资源。2023 年, 英美烟草 VUSE 品牌在美、英、法、德、加拿大 top5 市场的市场份额约 36.1%, 美国市场扩大至 45.6%; 日本烟草 Ploom X 出口全球 13 个国家, 日本国内市场份额达到 11.4%。2021 年, RELX 悦刻在国内拥有六成以上的市场份额。

表4: 公司主要客户 (截至 2024 年 6 月 30 日)

公司	合作年限	合作产品	客户简介
英美烟草	6 年	封闭式电子烟 Vuse 加热不燃烧 glo	世界第二大烟草上市企业。2023 年, 电子烟覆盖 63 个市场, 前 5 大市场 Vuse 市场份额 36.1%, 美国市占率 45.6%; 主销市场 glo 市占率 18.2%, 日本市占率 7.4%。
日本烟草	9 年	封闭式电子烟 Logic 加热不燃烧 Ploom	日本唯一烟草专卖公司, 世界第三大跨国烟草公司。2021 年 Logic 全球市占率 1.5%, 2023 年 Ploom X 出口全球 13 个国家, 日本国内市场份额达到 11.4%。
NJOY	11 年	封闭式电子烟 NJOY	美国电子烟市场开拓者, 2024Q3 美国电子烟市场市占率 25%
雾芯科技	6 年	封闭式电子烟 RELX 悦刻	中国最大电子烟品牌商, 2021 年国内市占率超 62.6%, 全球市占率 8.9%
Jupiter Research	8 年	大麻雾化产品	加拿大大麻企业 TILT Holdings 的子公司, 大麻雾化分销商, 2016 年将公司 CCELL 设备引入美国市场

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

PMTA 审查程序下合规品牌和代工方深度绑定。FDA 审核程序严格，大致可以分为提交前会议、接受审查、归档审查、实质审查、决议/裁决、上市后报告 6 个程序。电子烟产品包括烟油、电子烟具、套装以及相关配件和部件在内的都需要提交审核，产品任何信息的变化都需要重新申请获批。品牌商若更换制造商将面临高昂测试成本和无法通过审核停止销售的风险，合规电子烟品牌与代工方捆绑。截至 2024 年底，FDA 审核通过的 34 款产品中，65%由思摩尔国际代工。

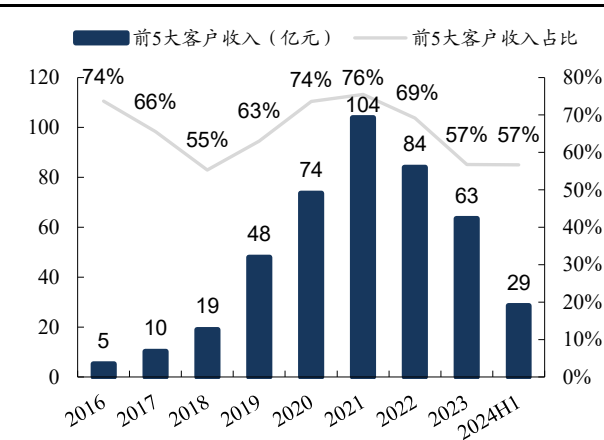
表5: 通过 FDA 审核的电子烟产品及设备及公司代工情况（截至 2024 年底）

公司	PMTA 产品	通过时间	思摩尔代工产品
英美烟草 (16 款)	Vuse Alto (7 款)	2024. 7.18	Vuse Alto 系列产品 (7 款)
	Vuse Ciro/Vuse Vibe (6 款)	2022. 5.12	
	Vuse Solo (3 款)	2021.10.12	
NJOY (10 款)	NJOY DAILY/NJOY ACE (4 款)	2024.6.21	DAILY 和 ACE 系列 产品 (10 款)
	NJOY DAILY (2 款)	2022.6.10	
	NJOY ACE (4 款)	2022.4.26	
日本烟草 (8 款)	Logic Power /Logic Pro (6 款)	2022.3.24	Logic Power 和 Logic Pro 系列产品 (5 款)
	Logic Vapeleaf (2 款)		

数据来源：美国 FDA 官网，东吴证券研究所

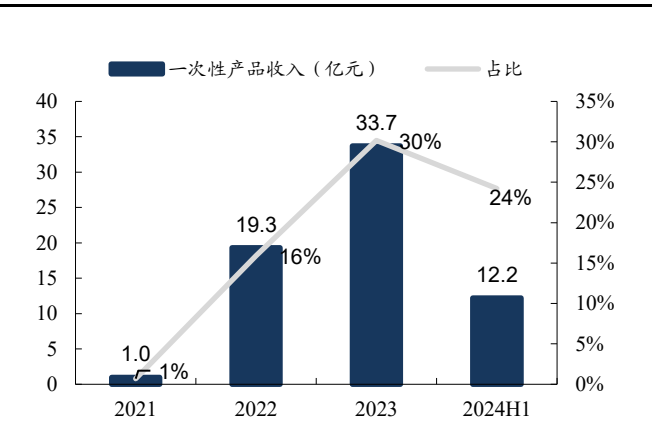
公司前五大客户收入占比较高，监管政策和执法趋严的趋势下，合规龙头换弹式销售有望率先好转。电子烟市场准入壁垒高，公司的大部分收入来自深度合作的几个烟草大厂和头部电子烟品牌。从 2016 年开始，公司前 5 大客户收入贡献稳定保持在 55% 以上，客户集中度较高。监管政策趋严和打击非法力度加大是行业长期趋势，此前市场不合规产品泛滥问题将逐步改善，一次性电子烟占比将持续下降，换弹式合规产品的销售恢复，公司合作的龙头公司有望率先受益。2024H1 公司一次性产品收入为 12.2 亿元，同比-19%，占公司收入的比重下降至 24%；Q2 换弹式产品收入环比+93.2%，同比+22.5%，监管趋严合规龙头换弹式表现好转。

图24: 公司前 5 大客户收入及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25: 公司一次性产品收入及占比

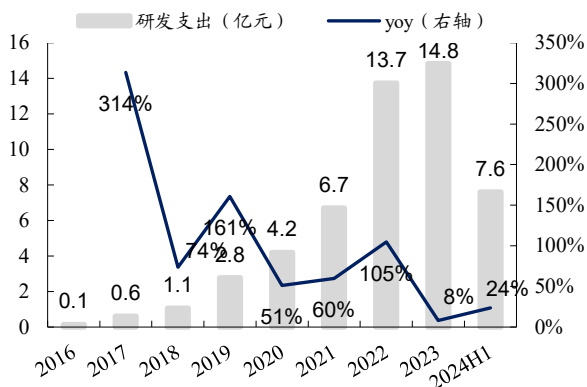


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 高研发投入保持技术领先，满足客户新品研发需要

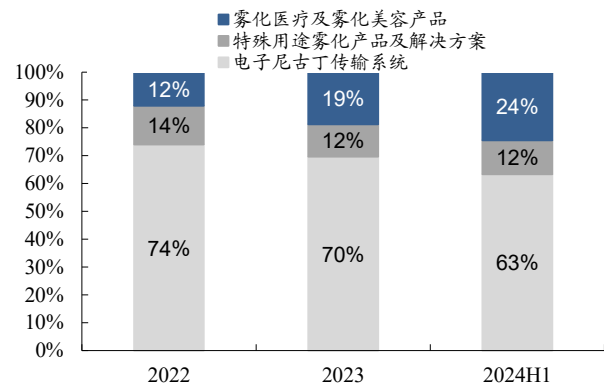
打造专业研发团队和研发体系，加大新产品研发投入。2023 年底，公司已有超过 1400 人的全球科技研发队伍，形成以基础研究院、技术中心及技术产业化中心三大研发部分构成的研发体系。2024 年上半年，公司研发支出达 7.6 亿元，同比+23.7%。其中，电子尼古丁传输系统研发（含电子雾化器及加热不燃烧）/特殊用途雾化产品及解决方案研发/雾化医疗及雾化美容产品研发支出分别同比+15.1%/12.5%/63.2%，占比 63.4%/12.2%/24.4%，主要增长来源于雾化医疗及 HNB 产品领域。

图26：公司研发支出及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

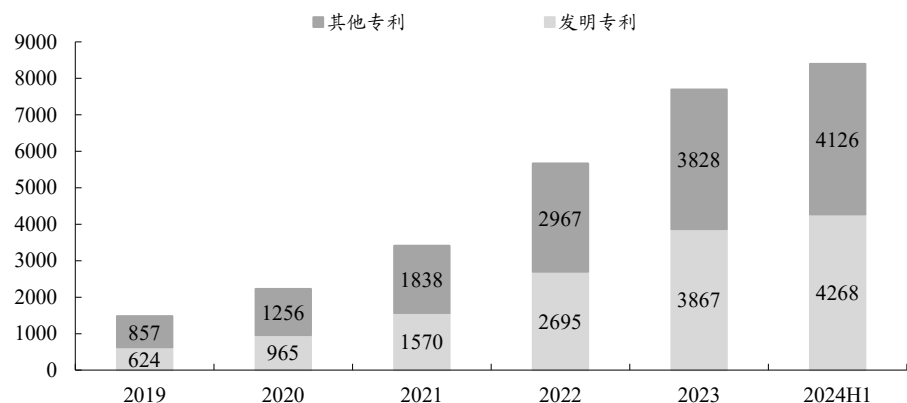
图27：公司研发支出分产品结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

专利成果支持产品更新迭代。公司研发产出专利数可观，截至 2024H1，公司全球累计申请专利 8394 件，其中发明专利 4268 件；2024H1 新增申请专利 699 件，其中发明专利 401 件。雾化芯、加热结构、药物递送等技术不断更新迭代，产品更新适应市场需求变化。未来公司将减少电子雾化器的研发投入，重视 HNB 产品的更新迭代。

图28：2020-2024H1 公司全球累计申请专利数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司深耕 HNB 研发多年，新品可分享雾化组件和烟支价值链。2010 年公司开始布局研发 HNB 产品，2017 年开始与日本烟草合作，通过制造 HNB 电子雾化组件推进

HNB 市场；2018 年与日本烟草合作推出 HNB 产品 Ploom Tech，将烟油雾化技术运用于混合型 HNB。公司设立 METEX 事业部专注 HNB 研究，自主研发并拥有多项 HNB 技术专利和多种加热技术。2024 年公司与英美烟草公司推出 glo Hilo 和 glo Hilo plus，公司设计制造电子雾化组件，同时拥有烟支专利技术，可参与分享价值链。

表6: 部分 HNB 领域专利

专利类型	专利名称	时间
加热装置	电子雾化装置及其雾化主体、雾化器加热组件和电子雾化器	2022.05
	电磁加热	
	加热组件和电子雾化器	2022.04
	加热器件及电子雾化装置	2022.03
	电阻加热	
	发热体和装热装置	2021.12
	中心电阻加热	
	发热体及制备方法、加热不燃烧气雾形成装置	2020.08
其他装置	加热不燃烧装置及其控制方法	2024.11
	加热不燃烧烟具、射频功率放大器及输出模块	2024.08
	加热模组及加热不燃烧器具	2024.06
	加热控制方法、程序产品、气溶胶形成装置及存储介质	2023.03

数据来源：国家知识产权局，东吴证券研究所

3.3. HNB 有望打造第二曲线，多元业务助力长期发展

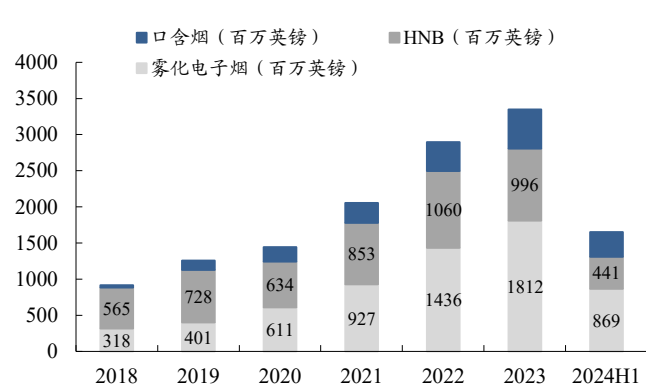
与英美烟草合作的 HNB 新品在塞尔维亚上市，预计 2025 年起进行推广。2024 年 12 月，公司与英美烟草合作的 glo Hilo 和 glo Hilo plus 两款高端定位的加热烟草设备新品在塞尔维亚推出，英美烟草预计该产品在 2025 年起进行推广，且已向美国 PMTA 提交申请。HNB 烟支利润率较高，英美烟草预计通过此次高端新品带动 HNB 业务恢复增长，提高市占率。

图29: 与英美公司合作新品 glo Hilo 和 glo Hilo plus



数据来源：英美烟草公司官网，东吴证券研究所

图30: 2018-2024H1 英美烟草新型烟草业务收入结构



数据来源：英美烟草公司公告，东吴证券研究所

新品在技术设计等方面具有优势，销量爬坡助力公司打造第二曲线。对比菲莫国际 IQOS ILUMA 系列产品，glo Hilo 新品在外观设计、加热技术、使用时长等方面竞争力提升。公司 HNB 业务有望在 glo Hilo 和 glo Hilo plus 销量爬坡中快速增长，随着 HNB 在烟草制品的市场份额不断提升，公司有望形成第二成长曲线。

表7: glo Hilo、glo Hilo plus 与 IQOS ILUMA i 产品对比

	glo Hilo	glo Hilo plus	IQOS ILUMA i (七代)
形状	一体式	分离式	分离式
重量	76g	92g	146g
尺寸	123mm × 16mm × 30mm	烟杆 109mm × 15mm × 18mm	121.5mm × 47mm × 23.4mm
加热技术	预加热时间更短，加热温度提升至 370°C		电磁加热技术，加热温度 300°C
充电方式	线充	线充和无线充	线充
充电时间	充满小于 90 分钟，40 分钟可充至 80%		充满 135 分钟
吸烟时间	标准模式 5 分 10 秒，加速模式 3 分 40 秒，无限次抽吸		最多 6 分钟或 18 口
充满电后连续使用次数	烟杆单独可使用 2 次，连接充电底座可使用 20 次		使用标准模式时最多 3 次

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

拓展多品类雾化业务，积极寻找增量空间。2022 年，公司提出新增特殊雾化、医疗雾化、美容雾化等业务方向，加大这些方面的研发投入。目前公司基于原有的雾化技术优势，在医疗雾化、美容雾化等领域持续研发新技术、新产品，积极与相关领域公司开展合作，目前处于业务初期，未来或将带来业绩增量。

表8: 公司积极拓展新品类雾化业务

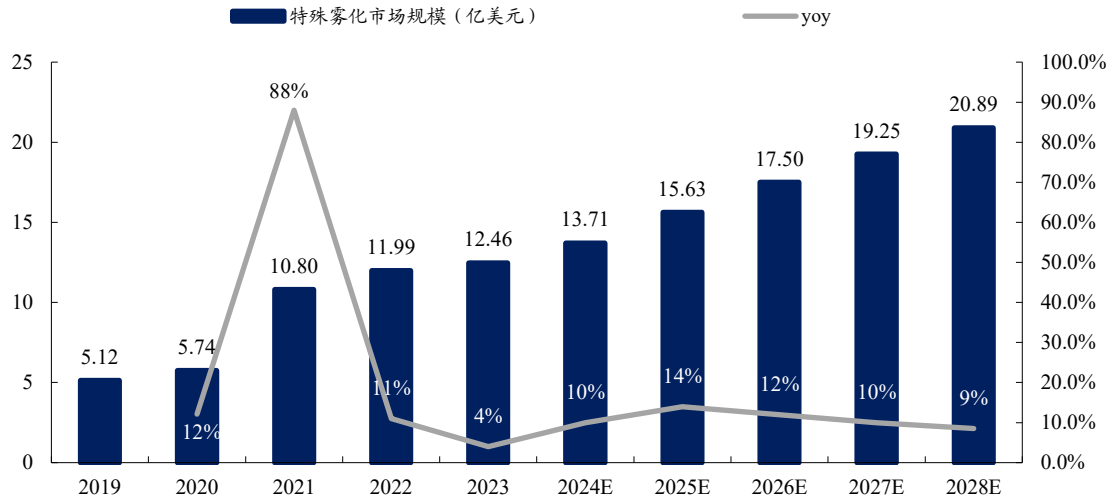
拓展方向	技术储备	目前进展	产品展示
特殊雾化	CCELL 陶瓷芯雾化技术	与 Jupiter Research、KIM International 等龙头大麻分销商合作；在美国建立专门研究院；应用于 Vapresso 等多个品牌，已在美国市场推出相关产品	
医疗雾化	医用网式雾化器系统 Air Smooth	2021 年成立吸入药物子公司；2023 年推出联动雾化功能；2024 年上半年，完成数款针对哮喘及慢阻肺的药物递送装置的开发和生产布局，以及十数款药物制剂的开发	
美容雾化	气液两相流雾化技术	与卫光生物合作；2024 年 Q1 推出 MOYAL 品牌和第一代雾化美容产品解决方案；2024 年 10 月，MOYAL 在美国上市	

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

特殊雾化增长较快，美国合法化后空间较大。根据沙利文报告，2016-2023 年全球特殊用途电子雾化设备市场规模（按出厂价）逐年增长，在 2023 年达到了 12.46 亿美元，并预测未来 5 年持续增长，在 2028 年有望超过 20 亿美元。美国为公司特殊用途雾化产品的主要市场，特殊雾化市场的潜力较大，2022 年大麻市场吸食方式雾化份额达到

28%，并且随着近期各界敦促 FDA 加强对不合规产品的执法和美国市场大麻合法化的加速推进，有望在美国市场获得更大的市场份额。公司积极研发特殊用途雾化产品及解决方案，2023 年研发费用达到 1.7 亿元；同时布局自有大麻雾化设备品牌 AUXO，持续建立美国本地销售团队，努力开拓美国特殊用途雾化市场。

图31：2019-2028E 全球特殊用途电子雾化设备市场规模（按出厂价）及 yoy

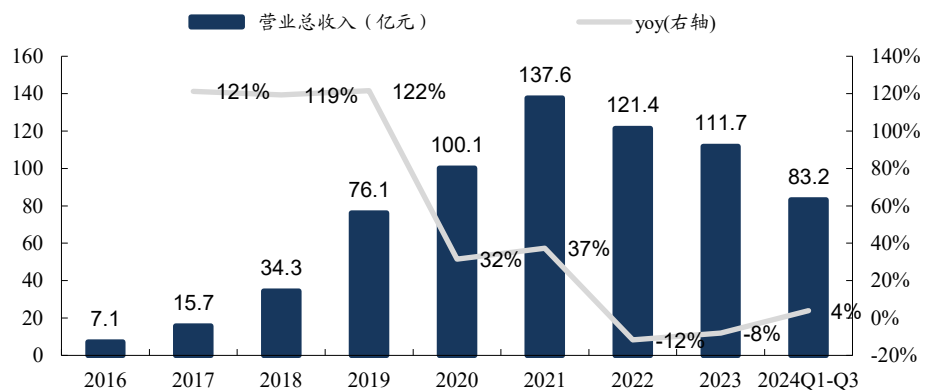


数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

4. 财务分析：业绩复苏，盈利能力持续增强

2024Q1-Q3 业绩恢复增长。2021 年前公司营业收入增长迅速，2016-2021 年营收从 7.1 亿元增长至 137.6 亿元，CAGR 达 81%；2022 年起，中国大陆对电子烟行业监管政策频出，同时美国市场受到不合规产品的冲击，业绩明显下滑。2024 年，美国和欧洲对电子雾化市场的监管力度明显加强，短期内收入下滑。2023 年实现营收 111.7 亿元，同比-8%，2024 年业绩有所复苏，2024Q1-Q3 实现营收 83.2 亿元，同比+4%。

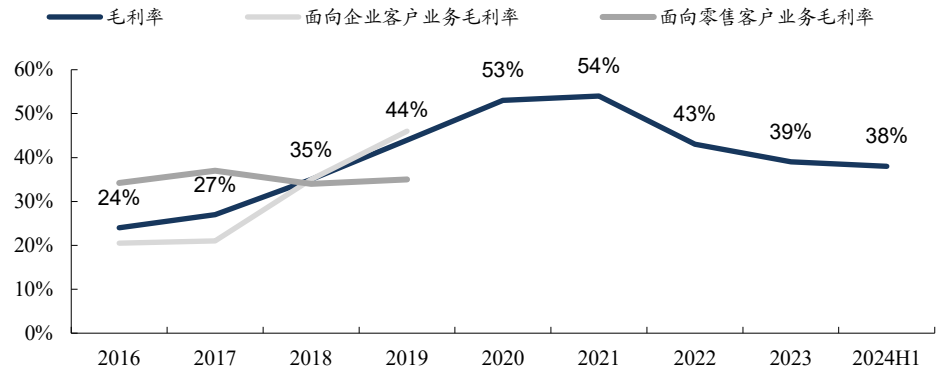
图32：2016-2023 年及 2024Q1-Q3 营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2024 年毛利率结构性改善。2021 年前毛利率逐年上涨，2022 后低毛利的一次性电子雾化产品收入占总收入比重增加，毛利率下滑，2023 年毛利率为 39%，同比-4pct，2024 H1 毛利率为 38%，同比+2pct，主要因为低毛利的一次性产品收入占比下降。

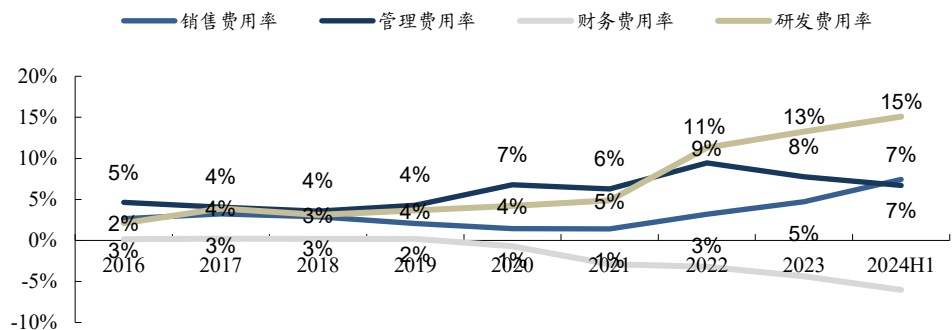
图33：2016-2023 年及 2024H1 公司毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销售和研发费用增加带动期间费用率上行。2021 年后公司销售费用率呈现上升趋势，主要由于公司持续提升全球本地化运营能力和加大产品推广力度。2021 年起公司持续加大研发投入，研发费用率逐年上升，结构上看，2023 年起加大对 HNB 和雾化医疗领域投入。2022 年，公司为提升管理能力增加管理费用，管理费用率大幅上涨，2023 年起采用阿米巴经营提高管理效率，管理费用率走低。2024 年上半年销售/管理/研发/财务费用率合计 23%，期间费用率持续上行。

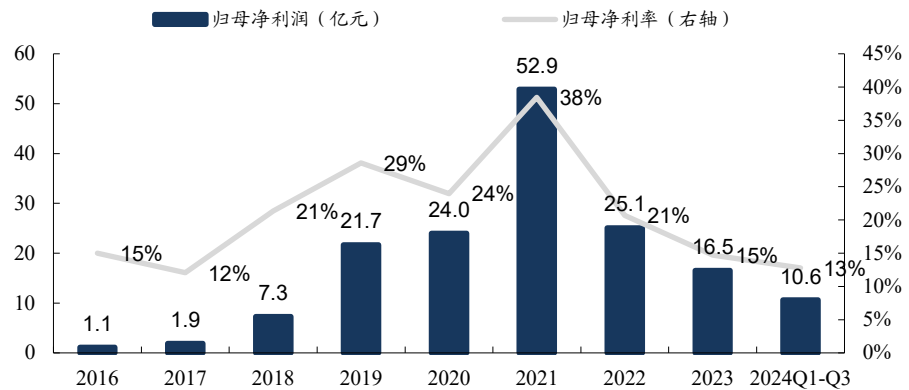
图34：2016-2023 年及 2024H1 公司四大费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

归母净利润下滑。2021 年前归母净利润保持稳定增长，2021 年归母净利润为 52.9 亿，实现归母净利率 38%，2016-2021 年 CAGR 达 117%。2021 年后中国等市场营收下滑、毛利率走低叠加费用率提升，利润端承压，2024Q1-Q3 实现归母净利润 10.6 亿元，归母净利率为 13%。

图35：2016-2023 年及 2024Q1-Q3 归母净利润及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设：

面向企业端销售：

美国：加强打击非法电子烟执法力度，一次性产品监管趋严，同时放宽换弹式产品口味限制，一次性产品收入减少，合规的换弹式产品收入增加，我们预计 2024-2026 年收入增速为-6%/+5%/+15%。

欧洲及其他国家和地区：加强对一次性产品的监管力度，一次性产品收入减少的同时换弹式产品收入增加，我们预计 2024-2026 年收入增速为-10%/+3%/+12%。

中国大陆：监管政策趋严的负面影响逐渐消失，不合规产品出清，市场逐渐恢复健康发展态势，我们预计 2024-2026 年收入增速为+40%/+10%/+5%。

自有品牌销售：公司自有品牌主要面向零售客户销售开放式产品，2024 年 H1 欧洲及其他国家和地区/美国收入占比为 83%/17%。受益于欧美地区对一次性产品监管趋严，开放式产品收入有望增加，我们预计 2024-2026 年欧洲及其他国家和地区收入增速为+88%/+26%/+20%，美国收入增速为+20%/+20%/+20%。

表9：2024-2026 年收入预测

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
面向企业客户销售（亿元）	106.79	93.21	86.34	89.86	101.67
yoy	-15.2%	-12.7%	-7.4%	4.1%	13.2%
自有品牌销售（亿元）	14.66	18.47	32.20	40.30	48.36
yoy	26.2%	26.0%	74.3%	25.2%	20.0%
合计	121.45	111.68	118.54	130.16	150.04
yoy	-11.7%	-8.0%	6.1%	9.8%	15.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率：具有较高毛利率的换弹式雾化电子设备和自有品牌业务占比提升，毛利率结构性提升，我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 38.0%/38.2%/38.9%。

期间费用率：2021 年以来公司期间费用率逐渐提升，主要来源于销售、管理和研发费用率提升。目前公司积极开拓 HNB、特殊雾化、医疗雾化、美容雾化等新业务，需要加大产品在国际市场的推广和前期技术的开发研究，我们预计公司 2024-2026 年销售费用率为 7.2%/6.2%/5.5%，研发费用率为 14%/13.7%/13.2%。公司内部推行阿米巴经营，持续降本增效，预计 2024-2026 年管理费用率为 6.6%/6.1%/5.6%。

表10：2024-2026 年毛利率和费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	43.3%	38.8%	38.0%	38.2%	38.9%
销售费用率	3.2%	4.7%	7.2%	6.2%	5.5%
管理费用率	9.5%	7.8%	6.6%	6.1%	5.6%
研发费用率	11.3%	13.3%	14.0%	13.7%	13.2%
财务费用率	-3.2%	-4.4%	-0.5%	-0.2%	-0.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

由于公司保持与龙头烟草商的深度合作，积极开拓 HNB、特殊雾化、医疗雾化、美容雾化等新业务，业绩保持增长，我们预计公司 2024-2026 年营收 118.5/130.2/150.0 亿元，同比+6.1%/+9.8%/+15.3%；2024-2026 年归母净利润预测 13.2/16.6/22.4 亿元，同比-19.7%/+25.7%/+34.6%。

表11：2024-2026 年营收和归母净利润预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	121.45	111.68	118.54	130.16	150.04
yoy	-11.7%	-8.0%	6.1%	9.8%	15.3%
归母净利润（亿元）	25.10	16.45	13.21	16.61	22.36
yoy	-52.5%	-34.5%	-19.7%	25.7%	34.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

思摩尔国际是全球雾化科技龙头，与大客户绑定深耕雾化电子赛道，加大研发投入发展多元业务，未来或将受益于欧洲和美国电子烟监管趋严，加热不燃烧业务有望打造第二曲线。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 13.2/16.6/22.4 亿元，对应 PE 为 60/48/36 倍，未来率先受益于电子烟格局改善、加热不燃烧放量释放业绩弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

监管政策不确定性：欧美各国对非合规产品的监管力度有不确定性，劣币驱逐良币现象可能延续；一次性禁令落地进度影响公司生产和销售。

新业务推广不及预期：HNB 新品仍处于新上市阶段，后续推广进度可能不及预期，医疗雾化等新业务的市场拓展情况存在较大不确定性。

市场竞争加剧：传统雾化电子烟市场的一次性产品和非合规产品的挤占作用依然存在，新型烟草加热不燃烧的主要玩家加大研发投入，存在市场竞争加剧风险。

思摩尔国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,570.75	20,439.80	21,615.14	23,633.04	营业总收入	11,168.42	11,853.76	13,015.91	15,003.59
现金及现金等价物	5,332.08	3,060.55	2,012.08	2,589.88	营业成本	6,833.98	7,349.33	8,043.83	9,167.19
应收账款及票据	1,888.21	1,975.63	2,097.01	2,333.89	销售费用	526.24	853.47	806.99	825.20
存货	781.20	816.59	871.42	967.65	管理费用	867.15	782.35	793.97	840.20
其他流动资产	11,569.26	14,587.03	16,634.64	17,741.62	研发费用	1,482.85	1,659.53	1,783.18	1,980.47
非流动资产	5,937.53	8,192.49	9,192.04	10,188.86	其他费用	9.09	11.85	13.02	15.00
固定资产	3,310.62	3,632.59	4,230.96	4,994.41	经营利润	1,457.80	1,197.23	1,574.92	2,175.52
商誉及无形资产	463.37	391.45	342.63	306.00	利息收入	516.70	79.98	55.91	50.18
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	27.19	25.00	30.00	30.00
其他长期投资	1,017.89	3,017.89	3,517.89	3,817.89	其他收益	(10.77)	114.26	117.26	116.26
其他非流动资产	1,145.65	1,150.56	1,100.56	1,070.56	利润总额	1,936.54	1,366.47	1,718.10	2,311.96
资产总计	25,508.28	28,632.29	30,807.18	33,821.90	所得税	291.45	45.09	56.70	76.29
流动负债	3,566.33	5,365.64	5,879.20	6,658.32	净利润	1,645.09	1,321.38	1,661.40	2,235.67
短期借款	0.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,269.80	1,388.21	1,541.73	1,782.51	归属母公司净利润	1,645.09	1,321.38	1,661.40	2,235.67
其他	2,296.53	2,477.44	2,837.47	3,375.81	EBIT	1,447.03	1,311.49	1,692.19	2,291.78
非流动负债	532.34	535.73	535.73	535.73	EBITDA	1,718.46	1,511.44	1,912.64	2,544.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	532.34	535.73	535.73	535.73					
负债合计	4,098.68	5,901.37	6,414.93	7,194.05					
股本	428.27	428.27	428.27	428.27	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.27	0.21	0.27	0.36
归属母公司股东权益	21,409.61	22,730.92	24,392.25	26,627.85	每股净资产(元)	3.49	3.68	3.95	4.31
负债和股东权益	25,508.28	28,632.29	30,807.18	33,821.90	发行在外股份(百万股)	6,181.18	6,181.18	6,181.18	6,181.18
					ROIC(%)	5.88	5.56	6.53	8.20
					ROE(%)	7.68	5.81	6.81	8.40
					毛利率(%)	38.81	38.00	38.20	38.90
					销售净利率(%)	14.73	11.15	12.76	14.90
					资产负债率(%)	16.07	20.61	20.82	21.27
					收入增长率(%)	(8.04)	6.14	9.80	15.27
					净利润增长率(%)	(34.47)	(19.68)	25.73	34.57
					P/E	48.30	60.13	47.83	35.54
					P/B	3.68	3.50	3.26	2.98
					EV/EBITDA	18.27	51.54	41.28	30.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年2月7日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>