



雾化主业积极修复，HNB 弹性可期

华泰研究

2025 年 3 月 18 日 | 中国香港

年报点评

消费轻工

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

16.78

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986樊俊豪
fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523090004
SFC No. BSE590刘思奇
liusiqi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	16.78
收盘价(港币 截至 3 月 17 日)	13.50
市值(港币百万)	83,453
6 个月平均日成交额(港币百万)	286.10
52 周价格范围(港币)	6.36-15.26
BVPS(人民币)	3.54

股价走势图



资料来源: S&P

公司 24 年营收 118.0 亿元(yoy+5.3%), 归母净利润 13.0 亿元(yoy-20.8%), 略低于我们此前预期(13.71 亿元), 主要系公司销售及研发投入增加, 以及所得税费用较上年增加所致。其中 24H1/H2 收入分别为 50.4/67.6 亿元, 同比-1.7%/+11.2%; 归母净利润 6.8/6.2 亿元, 同比-4.8%/-33.2%。公司下半年收入同比增速回正, 我们判断主要系 1) 美国对不合规电子烟执法加强, 欧洲多国禁止或计划禁止一次性电子烟, 带动封闭式产品需求恢复; 2) 自有品牌 VAPORESSO 业务快速成长所致。综合来看, 公司雾化主业在 24H2 已迎来修复, HNB 新业务进展积极, 维持买入评级, 目标价 16.78 港币。

24H2 To B 业务收入恢复增长, 自有品牌表现靓丽

分业务看, 24 年 To B 销售收入 93.2 亿元(yoy-0.3%), 其中 H1/H2 收入分别为 39.2/54.0 亿元, 同比-12.3%/+10.7%, 下半年收入恢复正增长。分区域看: 1) 美国对不合规电子烟产品的执法力度加强, 带动换弹式产品的终端需求增长, 美国地区下半年收入 21.3 亿元(环比+14.6%/同比+5.2%); 2) 欧洲对一次性电子烟监管力度加强, 叠加下游客户新品上市, 产品需求由一次性向换弹式转化, 24 年一次性产品收入 30.5 亿(yoy-9.5%), 但 24H2 欧洲区收入同比+14.4%至 31.2 亿元。To C 方面, 公司进一步加大自有品牌业务开拓力度, 2024 年自有品牌业务收入 24.8 亿元(yoy+34.0%)。

自有品牌等业务开拓带动销售费用率提升, 持续加大 HNB 等研发投入

2024 年公司销售毛利率为 37.4%(yoy-1.4pct), 主要系公司业务结构变化, 导致销售成本项的人工成本和间接成本项增加。费用端, 2024 年公司分销及销售/行政/研发费用率分别为 7.8%/7.7%/13.2%, 分别同比+3.1/持平/+0.1pct, 其中分销及销售费用率增加主要系公司加大国际市场的开拓和新产品推广力度所致, 而研发费用率微增主要系公司加大雾化医疗及加热不燃烧领域研发投入所致。综合影响下公司 24 年净利率 11.0%(yoy-3.6pct)。

盈利预测与估值

考虑到公司持续研发等投入, 我们上调研发及销售费用率预测, 预计 25-27 年归母净利润分别为 15.91/22.14/28.47 亿元(25-26 年分别下调 12.0%/4.2%), 对应 EPS 分别为 0.26/0.36/0.46 元, 我们认为 HNB 业务有望在 26 年快速放量, 建议估值切换至 26 年, 参考可比公司 26 年 Wind 一致预期 PE 均值 20 倍, 考虑到: 1) HNB 新业务有望打开第二增长曲线; 2) 各国监管政策改善利好合规龙头, 长期价值属性凸显; 3) 公司研发及管理优势持续夯实, 给予公司 26 年 43 倍 PE, 目标价 16.78 港币(前值 15.66 港币, 基于 25 年 50 倍目标 PE, EPS 为 0.29 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业政策收紧, 需求不及预期, 新业务不及预期, 行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	11,203	11,799	12,958	14,939	17,124
+/-%	(7.75)	5.31	9.82	15.29	14.63
归属母公司净利润(人民币百万)	1,645	1,303	1,591	2,214	2,847
+/-%	(34.47)	(20.78)	22.11	39.11	28.61
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.27	0.21	0.26	0.36	0.46
ROE(%)	7.87	6.02	7.06	9.17	10.84
PE(倍)	46.46	59.05	48.37	34.77	27.04
PB(倍)	3.57	3.51	3.32	3.07	2.80
EV EBITDA(倍)	42.48	56.56	42.62	30.28	23.63

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

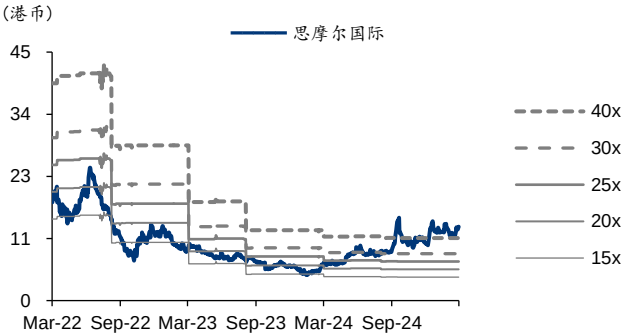
图表1: 可比公司估值 (截至 2025 年 3 月 17 日, 参考 Wind 一致预期)

公司简称	公司代码	价格 (元/股)	市值 (亿)	归母净利润 (亿)			PE (x)		
				2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
宁德时代	300750 CH	256.00	11,273	507.45	642.60	772.08	22	18	15
立讯精密	002475 CH	40.67	2,946	136.03	171.76	209.61	22	17	14
歌尔股份	002241 CH	27.22	946	27.65	36.40	45.39	34	26	21
雾芯科技	RLX US	2.26	29	5.60	6.22	7.26	37	33	28
盈趣科技	002925 CH	16.85	131	2.68	3.96	5.40	49	33	24
平均值							33	25	20

注: 宁德时代 2024 年利润为实际值, 其余各公司盈利预测参考 Wind 一致预期; 雾芯科技收盘价、市值单位为亿美元, 其余均为亿人民币

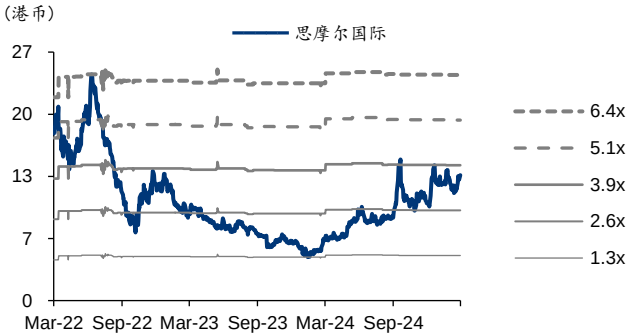
资料来源: 公司公告、Wind、Bloomberg、华泰研究

图表2: 思摩尔国际 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 思摩尔国际 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,203	11,799	12,958	14,939	17,124
销售成本	(6,862)	(7,387)	(8,073)	(9,099)	(10,378)
毛利润	4,341	4,412	4,884	5,840	6,746
销售及分销成本	(526.24)	(919.55)	(945.09)	(1,030)	(1,112)
管理费用	(2,350)	(2,486)	(2,536)	(2,775)	(3,044)
其他收入/支出	(9.88)	(20.28)	(12.96)	(14.94)	(17.12)
财务成本净额	489.51	609.70	631.13	790.75	1,043
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,937	1,655	2,021	2,811	3,616
税费开支	(291.45)	(351.79)	(429.58)	(597.58)	(768.54)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	1,645	1,303	1,591	2,214	2,847
折旧和摊销	(271.43)	(271.43)	(336.04)	(353.63)	(366.20)
EBITDA	1,718	1,317	1,726	2,374	2,939
EPS (人民币, 基本)	0.27	0.21	0.26	0.36	0.46

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	781.20	910.43	938.46	1,145	1,231
应收账款和票据	2,617	2,855	3,155	3,773	4,168
现金及现金等价物	5,332	5,171	6,091	7,760	10,176
其他流动资产	10,840	7,911	7,911	7,911	7,911
总流动资产	19,571	16,846	18,095	20,589	23,487
固定资产	4,676	4,637	4,926	4,873	4,706
无形资产	90.13	196.36	170.12	210.12	250.12
其他长期资产	1,172	5,975	5,975	5,975	5,975
总长期资产	5,938	10,808	11,071	11,057	10,931
总资产	25,508	27,654	29,166	31,646	34,418
应付账款	2,749	3,091	3,291	3,901	4,303
短期借款	118.42	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	699.41	2,169	2,169	2,169	2,169
总流动负债	3,566	5,259	5,460	6,070	6,471
长期债务	264.96	190.21	190.21	190.21	190.21
其他长期债务	267.39	300.09	300.09	300.09	300.09
总长期负债	532.34	490.30	490.30	490.30	490.30
股本	428.27	431.30	431.30	431.30	431.30
储备/其他项目	20,981	21,466	22,776	24,647	27,017
股东权益	21,410	21,897	23,208	25,078	27,448
少数股东权益	0.00	7.62	7.62	7.62	7.62
总权益	21,410	21,905	23,215	25,086	27,456

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	46.46	59.05	48.37	34.77	27.04
PB	3.57	3.51	3.32	3.07	2.80
EV EBITDA	42.48	56.56	42.62	30.28	23.63
股息率 (%)	0.73	0.37	0.45	0.62	0.80
自由现金流收益率 (%)	0.84	0.69	1.12	1.80	2.69

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,718	1,317	1,726	2,374	2,939
融资成本	(489.51)	(609.70)	(631.13)	(790.75)	(1,043)
营运资本变动	381.00	(24.27)	(127.67)	(215.52)	(79.47)
税费	(291.45)	(351.79)	(429.58)	(597.58)	(768.54)
其他	1,874	1,422	631.13	790.75	1,043
经营活动现金流	3,193	1,753	1,169	1,561	2,091
CAPEX	(1,231)	(540.00)	(440.00)	(340.00)	(240.00)
其他投资活动	(5,785)	(4,770)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(7,016)	(1,865)	(440.00)	(340.00)	(240.00)
债务增加量	245.41	(193.16)	0.00	0.00	0.00
权益增加量	22.45	3.03	0.00	0.00	0.00
派发股息	(975.78)	(560.75)	(280.92)	(343.04)	(477.20)
其他融资活动现金流	95.56	609.70	631.13	790.75	1,043
融资活动现金流	(612.36)	(208.68)	350.21	447.71	565.46
现金变动	(4,435)	(320.30)	1,079	1,669	2,417
年初现金	9,763	5,332	5,012	6,091	7,760
汇率波动影响	4.53	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	5,332	5,012	6,091	7,760	10,176

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(7.75)	5.31	9.82	15.29	14.63
毛利润	(17.47)	1.64	10.70	19.57	15.51
营业利润	(38.17)	(32.24)	41.00	45.38	27.34
净利润	(34.47)	(20.78)	22.11	39.11	28.61
EPS	(35.10)	(21.33)	22.08	39.11	28.61
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	38.75	37.39	37.69	39.09	39.39
EBITDA	15.34	11.16	13.32	15.89	17.16
净利润率	14.68	11.05	12.28	14.82	16.63
ROE	7.87	6.02	7.06	9.17	10.84
ROA	6.60	4.90	5.60	7.28	8.62
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(23.11)	(22.74)	(25.42)	(30.18)	(36.38)
流动比率	5.49	3.20	3.31	3.39	3.63
速动比率	5.27	3.03	3.14	3.20	3.44

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.45	0.44	0.46	0.49	0.52
应收账款周转天数	92.87	83.48	83.48	83.48	83.48
应付账款周转天数	150.05	142.29	142.29	142.29	142.29
存货周转天数	42.54	41.22	41.22	41.22	41.22
现金转换周期	(14.64)	(17.58)	(17.58)	(17.58)	(17.58)

每股指标 (人民币)

EPS	0.27	0.21	0.26	0.36	0.46
每股净资产	3.49	3.54	3.75	4.06	4.44

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、刘思奇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、刘思奇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司