

自有品牌业务表现亮眼，欧美市场实现恢复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-26

收盘价（港元）	13.44
近12个月最高/最低（港元）	14.80/6.55
总股本（百万股）	6182
流通股本（百万股）	6182
流通股比例（%）	100
总市值（亿港元）	831
流通市值（亿港元）	831

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. 24H1 自有品牌高增长，盈利能力稳步提升 2024-09-04

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年年度业绩公告，下半年业绩改善

公司发布 2024 年年度业绩公告，2024 年实现营业收入 117.99 亿元，同比增长 5.56%；净利润 13.03 亿元，同比下降 20.78%。董事会拟宣派截至 2024 年末末期股息每股普通股 5 港仙。

● 自有品牌业务高增长，业务结构持续优化

分业务来看，2024 年自有品牌业务/面向企业客户业务分别实现营业收入 24.75/93.24 亿元，同比变动+34.0%/-0.3%，占总收入的比重分别为 21.0%/79.0%，同比变动+4.5/-4.5pcts。细分地区来看，1) 2024 年自有品牌业务中，欧洲及其他/美国市场分别实现营业收入 20.24/4.24 亿元，同比变动+37.2%/+14.0%，公司的电子雾化自有品牌业务继续产品系列化的战略，精简产品 SKU，推出平台化产品，提升产品利润率与周转率，自有品牌 VAPORESSO 在开放式产品领域的市场份额进一步提升，成为全球主要市场的头部品牌。中国内地市场实现营业收入 0.27 亿元，主要来自雾化美容产品销售，公司雾化美容的自有品牌岚至产品销售取得了较大突破，逐渐得到更多用户认可。2) 面向企业客户业务中，美国市场 2024 年实现营业收入 39.88 亿元，同比下降 2.4%；2024 年下半年实现营业收入 21.28 亿元，同比增长 5.1%，受益于美国对不合规电子雾化产品执法加强，公司于美国的电子雾化销售收入于下半年同比恢复增长。欧洲及其他市场 2024 年实现营业收入 50.97 亿元，同比增长 0.3%；2024 年下半年实现营业收入 31.16 亿元，同比增长 14.2%，公司支持战略客户于欧洲及其他市场推出新一代封闭式电子雾化产品，安全性及口感较上一代产品表现更佳，助力封闭式换弹产品收入高增长。中国市场 2024 年实现营业收入 2.39 亿元，同比增长 25.1%。

● 产品结构变化影响盈利，重视研发高投入

2024 年，公司毛利率为 37.4%，同比下降 1.3pcts，主要系低毛利的产品占比提升所致。销售/管理/研发费用率分别为 7.8%/7.7%/13.3%，同比+3.1pct/+0.0pct/+0.1pct。销售费用率提升主要系公司加大自有品牌业务在全球的营销投入及中国内地市场推出雾化美容产品带来的营销投入增加所致。研发开支增长主要系公司加大了对雾化医疗领域和加热不燃烧产品领域的投入。

● 加热不燃烧业务为第二条业务增长曲线，2025 年为关键落地阶段

根据沙利文报告，全球加热不燃烧市场规模按零售价格计算，2029 年全球市场规模将达到约 668.6 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 10.1%。随着市场涌现更多消费者使用体验更佳的产品，加热不燃烧产品的用户规模有望进一步提升。2025 年，公司支持客户推出的加热不燃烧产品有望在全球更多市场推出，新产品有望自 2025 年开始逐步为公司贡献更多收入增长机会。此外，公司亦积极布局特殊用途雾化产品赛道，2025 年公司将持续推出创新产品，完善产品品类，通过本地化运营提高终端

市场洞察，并继续优化商业模式，提升业务运营效率，打开未来增长空间。

● **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。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 128.05/149.52/172.34 亿元，分别同比增长 9%/17%/15%；归母净利润分别为 14.21/17.88/22.69 亿元，分别同比增长 9%/26%/27%。截至 2025 年 3 月 26 日，总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.23/0.29/0.37 元，对应 PE 分别为 54.62/43.41/34.21 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11799	12805	14952	17234
收入同比(%)	6%	9%	17%	15%
归母净利润	1303	1421	1788	2269
归母净利润同比(%)	-21%	9%	26%	27%
ROE (%)	5.95%	6.09%	7.12%	8.29%
每股收益(元)	0.21	0.23	0.29	0.37
市盈率(P/E)	58.01	54.62	43.41	34.21

资料来源：wind，华安证券研究所

(以 2025 年 3 月 26 日收盘价计算，1 港币 ≈ 0.9342 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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16,846	16,082	16,828	17,912	营业收入	11,799	12,805	14,952	17,234
现金	5,171	3,134	2,054	2,737	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	2,085	2,241	2,595	2,920	营业成本	7,387	7,939	9,195	10,513
存货	910	952	1,096	1,197	销售费用	920	960	987	1,034
其他	8,680	9,755	11,083	11,057	管理费用	914	986	1,151	1,327
非流动资产	10,808	12,300	14,276	16,570	研发费用	1,572	1,703	1,989	2,292
固定资产	4,637	5,599	6,544	7,622	财务费用	38	-155	-94	-62
无形资产	196	196	196	196	除税前溢利	1,655	1,714	2,175	2,791
其他	5,975	6,505	7,535	8,752	所得税	352	293	387	523
资产总计	27,654	28,382	31,104	34,482	净利润	1,303	1,421	1,788	2,269
流动负债	5,259	4,566	5,500	6,609	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,303	1,421	1,788	2,269
应付账款及票据	1,370	1,424	1,609	1,811	EBIT	1,693	1,559	2,081	2,730
其他	3,890	3,142	3,891	4,798	EBITDA	1,693	1,559	2,081	2,730
非流动负债	490	490	490	490	EPS (元)	0.21	0.23	0.29	0.37
长期债务	0	0	0	0					
其他	490	490	490	490					
负债合计	5,750	5,057	5,990	7,099					
普通股股本	431	431	431	431					
储备	21,466	22,887	24,675	26,944					
归属母公司股东权益	21,897	23,318	25,106	27,375					
少数股东权益	8	8	8	8					
股东权益合计	21,905	23,326	25,114	27,383					
负债和股东权益	27,654	28,382	31,104	34,482					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	0	462	1,510	1,937	成长能力				
净利润	1,303	1,421	1,788	2,269	营业收入	5.64%	8.53%	16.77%	15.27%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-20.78%	9.03%	25.84%	26.88%
折旧摊销	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动及其	-1,303	-959	-278	-332	毛利率	37.39%	38.00%	38.50%	39.00%
投资活动现金流	0	-2,498	-2,590	-1,254	销售净利率	11.05%	11.10%	11.96%	13.16%
资本支出	0	-962	-945	-1,078	ROE	5.95%	6.09%	7.12%	8.29%
其他投资	0	-1,536	-1,645	-176	ROIC	6.09%	5.54%	6.81%	8.10%
筹资活动现金流	0	0	0	0	偿债能力				
借款增加	0	0	0	0	资产负债率	20.79%	17.82%	19.26%	20.59%
普通股增加	0	0	0	0	净负债比率	-23.61%	-13.44%	-8.18%	-10.00%
已付股利	0	0	0	0	流动比率	3.20	3.52	3.06	2.71
其他	0	0	0	0	速动比率	2.92	3.27	2.80	2.45
现金净增加额	0	-2,036	-1,080	683	营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.46	0.50	0.53
					应收账款周转率	5.94	5.92	6.18	6.25
					应付账款周转率	5.60	5.68	6.06	6.15
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.21	0.23	0.29	0.37
					每股经营现金流	0.00	0.07	0.24	0.31
					每股净资产	3.54	3.77	4.06	4.43
					估值比率				
					P/E	58.01	54.62	43.41	34.21
					P/B	3.51	3.33	3.09	2.84
					EV/EBITDA	42.30	47.77	36.30	27.43

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 3 月 26 日收盘价计算, 1 港币 ≈ 0.9342 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。