

买入

2025 年 4 月 29 日

自有品牌业务增速亮眼，看好 HNB 业务发展潜力

- **24 年业绩符合预期，25Q1 费用端压力致使利润短期承压：**公司 2024 全年实现收入 118.0 亿元，同比增长 5.3%。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，毛利率 37.4%，同比下降 1.3 个百分点，税后利润为 13.0 亿元，同比下降 20.8%，利润下降的主要是因为毛利率下滑以及销售费用显著上升。25Q1 税前利润 2.54 亿元，同比下降 36.3%，税后利润 1.9 亿元，同比下降 43.4%，主要是行政、销售及研发开支同比增加，以及去年税率较低所致。
- **一次性业务受政策影响承压，自有品牌业务增速亮眼：**公司 ODM 业务 24 年全年收入 93.2 亿元，同比下降 0.3%，下半年呈现恢复的态势，同比增长 9.7%，主要是欧洲及多国相继强化一次性电子雾化产品监管，公司一次性电子雾化产品同比下降 9.5%至 30.5 亿元。因此，用户预计将逐步向合规的封闭换弹式及开放式产品转化。自有品牌业务收入实现 24.8 亿元，同比增长 34%，海外主要是来源于 VAPORESSO 产品的销售，随着公司今年将在重点市场成立产品中心捕捉市场变化，同时通过技术创新提高竞争力，预计今年自有品牌将延续增长态势。
- **HNB 业务试销反馈积极，看好其发展潜力：**公司独供英美烟草的加热不燃烧产品 Glo HiLo 潜力巨大，与现有主流产品相比，该产品的使用体验和口感均得到提升，收获消费者与客户好评。根据战略规划，该产品将于 2025 年全面进军核心市场，预计自 2025 年下半年起，将为公司带来持续的利润增长。预计至 2026 年，伴随市场渗透率提升与客户群体扩容，利润有望呈现爆发式增长，彰显强劲的发展动能与盈利潜力，为公司构筑长期稳健发展的坚实基础。
- **目标价 19.00 港元，给予买入评级：**我们看好公司自主品牌的持续发展，并对 HNB 新业务会有一个较好的预期。我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 131.3/151.5/179.3 亿元，净利润分别为 16.0/21.9/30.7 亿元。我们给予公司目标价 19.00 港元，相当于 2026 年 50 倍市盈率，较现价有 44.6%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	13.14 港元
目标价	19.00 港元 (+44.6%)
股票代码	6969
已发行股本	61.83 亿股
市值	812.42 亿港元
52 周高/低	15.26/6.60 港元
每股净资产	3.84 港元
主要股东	SMR & Alon Limited (32.33%) EVE BATTERY INVESTMENT LTD. (30.77%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入(千元)	11,168,422	11,798,662	13,130,286	15,150,889	17,929,182
变动(%)	-8.0%	5.6%	11.3%	15.4%	18.3%
归母净利润(千元)	1,645,090	1,303,255	1,601,287	2,194,372	3,065,837
变动(%)	-34.5%	-20.8%	22.9%	37.0%	39.7%
每股盈利(元)	0.27	0.21	0.26	0.36	0.50
变动(%)	-34.4%	-20.8%	23.6%	37.0%	39.7%
基于13.1港元的市盈率(倍)	46.4	58.6	47.4	34.6	24.7
每股派息(港元)	0.10	0.10	0.10	0.14	0.20
股息现价比	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	1.5%

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					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
营业收入	11,168,422	11,798,662	13,130,286	15,150,889	17,929,182	盈利能力					
营业成本	(6,833,976)	(7,386,693)	(8,302,227)	(9,391,690)	(10,919,810)	毛利率 (%)	38.8%	37.4%	36.8%	38.0%	39.1%
毛利	4,334,446	4,411,969	4,828,058	5,759,198	7,009,372	净利率 (%)	14.7%	11.0%	12.2%	14.5%	17.1%
其他收入	619,147	721,775	648,996	651,857	647,158	ROE (%)	7.9%	6.0%	7.2%	9.3%	12.2%
其他收益及亏损	(103,740)	(14,584)	(21,663)	(28,764)	(36,734)						
销售费用	(526,238)	(919,552)	(879,729)	(909,053)	(896,459)	营运表现					
管理费用	(867,154)	(914,109)	(945,381)	(954,506)	(986,105)	研发费用率 (%)	13.3%	13.3%	12.6%	12.0%	11.0%
研发费用	(1,482,846)	(1,572,313)	(1,654,416)	(1,818,107)	(1,972,210)	销售费用率 (%)	4.7%	7.8%	6.7%	6.0%	5.0%
融资成本	(27,192)	(37,863)	(23,077)	(24,562)	(26,196)	管理费用率 (%)	7.8%	7.7%	7.2%	6.3%	5.5%
税前盈利	1,936,539	1,655,043	1,952,789	2,676,064	3,738,826	实际税率 (%)	15.0%	21.3%	18.0%	18.0%	18.0%
税项	(291,449)	(351,788)	(351,502)	(481,691)	(672,989)	股息支付率 (%)	35.3%	44.6%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润	1,645,090	1,303,255	1,601,287	2,194,372	3,065,837	库存周转天数	43.31	43.20	42.94	42.94	42.94
折旧及摊销	271,433	285,140	759,874	819,745	893,380	应收账款周转天数	68.46	61.45	61.45	61.45	61.45
EBITDA	2,207,972	1,940,183	2,712,663	3,495,809	4,632,206	应付账款周转天数	64.63	65.21	66.36	66.36	66.36
EPS	0.27	0.21	0.26	0.36	0.50						
						财务状况					
增长						负债/股东权益	19.1%	26.2%	26.2%	26.1%	25.7%
收入 (%)	-8.0%	5.6%	11.3%	15.4%	18.3%	收入/总资产	43.8%	42.7%	45.5%	49.7%	54.8%
每股收益 (%)	-34.4%	-20.8%	23.6%	37.0%	39.7%	总资产/股东权益	119.1%	126.2%	126.2%	126.1%	125.7%
EBITDA	-30.5%	-12.1%	39.8%	28.9%	32.5%						
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					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
货币资金	5,332,076	5,170,700	5,114,661	5,099,261	5,407,376	净利润	1,936,539	1,655,043	1,952,789	2,676,064	3,738,826
应收账款及票据	1,888,208	2,084,825	2,210,719	2,550,924	3,018,699	折旧及摊销	271,433	285,140	759,874	819,745	893,380
存货	781,204	910,425	976,733	1,104,905	1,284,683	其他	984,921	(186,847)	(860,335)	(1,226,596)	(1,521,879)
其他流动资产	11,569,264	8,680,478	9,412,439	10,217,596	11,103,269	营运活动现金流	3,192,893	1,753,336	1,852,328	2,269,213	3,110,327
流动资产	19,570,752	16,846,428	17,714,552	18,972,686	20,814,028						
固定资产	4,675,648	4,637,073	4,828,455	5,044,726	5,281,382	资本开支	(1,231,390)	(906,340)	(942,181)	(1,024,496)	(1,116,012)
无形资产	90,126	196,363	187,288	175,768	161,744	其他投资活动	(5,784,529)	(958,613)	(321,616)	(378,729)	(456,684)
其他非流动资产	1,171,758	5,974,514	6,129,849	6,292,951	6,464,207	投资活动现金流	(7,015,919)	(1,864,953)	(1,263,797)	(1,403,225)	(1,572,696)
非流动资产	5,937,532	10,807,950	11,145,593	11,513,445	11,907,333						
总资产	25,508,284	27,654,378	28,860,144	30,486,130	32,721,362	负债变化	(173,951)	(145,426)	19,021	20,924	23,016
应付账款	1,269,804	1,369,576	1,509,496	1,707,580	1,985,420	股本变化	(111,685)	(575,140)	0	0	0
其他应付款	1,478,708	1,721,052	1,807,105	1,897,460	1,992,333	已付股息	(718,891)	(552,391)	(640,515)	(877,749)	(1,226,335)
其他	817,821	2,168,737	2,168,737	2,168,737	2,168,737	其他融资活动	280,482	652,111	(23,077)	(24,562)	(26,196)
流动负债	3,566,333	5,259,365	5,485,337	5,773,777	6,146,490	融资活动现金流	(612,360)	(45,706)	(644,570)	(881,388)	(1,229,515)
租赁负债	264,957	190,214	209,235	230,159	253,175						
其他	267,385	300,088	300,088	300,088	300,088	现金变化	(4,435,386)	(157,323)	(56,039)	(15,400)	308,116
非流动负债	532,342	490,302	509,323	530,247	553,263	期初持有现金	9,762,933	5,332,076	5,170,700	5,114,661	5,099,261
总负债	4,098,675	5,749,667	5,994,661	6,304,024	6,699,753	期末持有现金	5,332,076	5,170,700	5,114,661	5,099,261	5,407,376
股东权益	21,409,609	21,904,711	22,865,483	24,182,107	26,021,609						

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。