

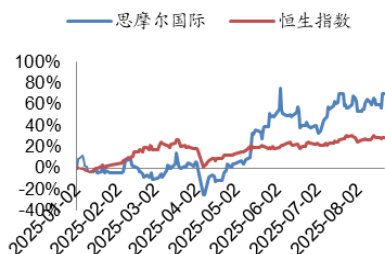
电子雾化业务持续复苏，HNB 业务有望加速放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-21

收盘价（港元）	22.08
近 12 个月最高/最低（港元）	22.80/8.77
总股本（百万股）	6190
流通股本（百万股）	6190
流通股比例（%）	100
总市值（亿港元）	1400
流通市值（亿港元）	1400

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

- 24Q1 业绩稳步增长，监管趋严下份额有望提升 2024-04-19
- 自有品牌业务表现亮眼，欧美市场实现恢复 2025-03-26

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年半年报

公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营业收入 60.13 亿元，同比增长 18.3%；净利润 4.92 亿元，同比下降 28.0%；调整后净利润 7.37 亿元，同比下降 2.1%。公司收入增长主要得益于全球主要市场对不合规产品更为有效的执法行动，以及公司快速推出创新合规新产品以满足市场需求的敏捷能力使雾化业务得以复苏。

● 电子雾化市场持续复苏，自有品牌业务保持强劲增势

2025 年上半年，自有品牌业务方面，公司实现营业收入 12.74 亿元，同比增长 14.1%；其中，来自于欧洲及其他国家和地区市场/美国市场/中国市场的营业收入分别为 10.69/1.74/0.31 亿元，分别同比增长 15.1%/下降 6.7%/增长 2,595.2%。公司有品牌电子雾化业务通过扩大渠道覆盖、深化本地化运营，促使在关键区域的占率持续增长，行业领先品牌 VAPORESSO 表现强劲。面向企业客户业务方面，公司实现营业收入 47.39 亿元，同比增长 19.5%；其中，来自于欧洲及其他国家和地区市场/美国市场/中国市场的营业收入分别为 27.34/18.88/1.17 亿元，分别同比增长 38.0%/增长 1.5%/下降 6.1%。全球电子雾化产品的监管格局变得更加明确，执法措施也更加严格，为合规参与者创造了增长机会。公司把握这一机遇，协助电子雾化客户迅速推出创新、合规产品以填补不合规产品禁令留下的市场缺口。

● 加大营销投入，加强员工激励，夯实长期竞争优势

2025 年上半年，公司毛利率为 37.3%，同比-0.5pp；研发/销售/管理费用率分别为 12.0%/8.2%/10.1%，分别同比-3.0/+0.8/+3.4pp；净利率为 8.2%，同比-5.2pp；调整后净利率为 12.3%，同比-2.5pp。销售费用率增长主要系公司加大了对自有品牌业务的市场营销投入，以支持持续的全球扩张。管理费用率增长主要系公司发生的以股份为基础的付款开支及法律及合规服务相关费用增加所致。研发费用率下降主要系对电子雾化产品的投入减少及公司对符合条件的开发成本予以资本化所致。

● HNB 业务取得重要突破，2025 年为关键转折年

根据弗若斯特沙利文数据，全球 HNB 产品市场规模按零售价格计算，2029 年将达到约 668.6 亿美元，2024 年到 2029 年期间的复合增长率约为 10.1%。公司成功支持战略客户在关键市场推出高端 HNB 产品系列，继 2024 年第四季度在塞尔维亚首次推出后，于 2025 年 6 月在日本仙台市推出，早期的消费者反馈显示出积极的结果。展望未来，公司将继续支持客户于 2025 年 9 月在日本全国范围内推出该 HNB 产品系列，并在 2025 年下半年扩展至更多关键市场。公司将继续推进与客户多样化技术解决方案的商业化，由于市场上主流产品未能完全解决如类真烟口感和预热时间等关键用户痛点，HNB 用户数量和产品渗透率仍然有限，公司将继续致力于 HNB 产品的研发，以提升用户体验、优化

类真烟口感，并推动用户基础的增长。

● 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。2025 年公司 HNB 业务取得重要突破，第二增长曲线确立。此外，公司布局的雾化医疗/美容等新兴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 134.50/154.90/176.55 亿元（前值为 128.05/149.52/172.34 亿元），分别同比增长 14%/15%/14%；归母净利润分别为 10.70/18.12/25.95 亿元（前值为 14.21/17.88/22.69 亿元），分别同比-18%/+69%/+43%。截至 2025 年 8 月 20 日，对应 EPS 分别为 0.17/0.29/0.42 元，对应 PE 分别为 117/69/48 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	13450	15490	17655
收入同比(%)	6%	14%	15%	14%
归母净利润	1303	1070	1812	2595
归母净利润同比(%)	-21%	-18%	69%	43%
ROE (%)	5.95%	4.66%	7.32%	9.49%
每股收益 (元)	0.21	0.17	0.29	0.42
市盈率 (P/E)	57.04	117.38	69.30	48.38

资料来源：wind，华安证券研究所

（以 2025 年 8 月 20 日收盘价计算，1 港币 ≈ 0.9186 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	14,332	16,013	18,513	营业收入	11,799	13,450	15,490	17,655
现金	5,171	1,169	1,058	3,198	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	2,085	2,354	2,689	2,992	营业成本	7,387	8,339	9,526	10,770
存货	910	1,000	1,135	1,227	销售费用	920	1,116	1,084	1,059
其他	8,680	9,809	11,130	11,097	管理费用	914	1,372	1,239	1,324
非流动资产	10,808	14,003	15,021	16,175	研发费用	1,572	1,789	1,859	1,942
固定资产	3,380	3,558	3,569	3,529	财务费用	38	-155	-35	-32
无形资产	496	471	448	425	除税前溢利	1,655	1,354	2,293	3,285
其他	6,932	9,973	11,004	12,221	所得税	352	284	482	690
资产总计	27,654	28,335	31,034	34,688	净利润	1,303	1,070	1,812	2,595
流动负债	5,259	4,797	5,698	6,770	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	1,070	1,812	2,595
应付账款及票据	1,370	1,496	1,667	1,855					
其他	3,890	3,300	4,031	4,916	EBIT	1,693	1,199	2,258	3,253
非流动负债	490	577	577	577	EBITDA	1,978	1,589	2,657	3,649
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.17	0.29	0.42
其他	490	577	577	577					
负债合计	5,750	5,374	6,275	7,348					
普通股股本	431	431	431	431					
储备	21,446	22,502	24,300	26,882					
归属母公司股东权	21,897	22,953	24,751	27,332					
少数股东权益	8	8	8	8					
股东权益合计	21,905	22,961	24,759	27,340					
负债和股东权益	27,654	28,335	31,034	34,688					

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	1,753	501	1,920	2,648	成长能力				
净利润	1,303	1,070	1,812	2,595	营业收入	5.64%	14.00%	15.16%	13.98%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-20.78%	-17.92%	69.38%	43.23%
折旧摊销	285	390	399	396	获利能力				
营运资金变动及其	165	-959	-290	-343	毛利率	37.39%	38.00%	38.50%	39.00%
					销售净利率	11.05%	7.95%	11.70%	14.70%
投资活动现金流	-1,865	-4,489	-2,017	-495	ROE	5.95%	4.66%	7.32%	9.49%
资本支出	-1,036	-543	-386	-333	ROIC	6.09%	4.13%	7.21%	9.40%
其他投资	-829	-3,946	-1,631	-162	偿债能力				
					资产负债率	20.79%	18.97%	20.22%	21.18%
筹资活动现金流	-46	0	0	0	净负债比率	-23.61%	-5.09%	-4.27%	-11.70%
借款增加	1,120	0	0	0	流动比率	3.20	2.99	2.81	2.73
普通股增加	-575	0	0	0	速动比率	2.92	2.73	2.55	2.48
已付股利	-552	0	0	0	营运能力				
其他	-38	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.48	0.52	0.54
现金净增加额	-161	-4,002	-110	2,139	应收账款周转率	5.94	6.06	6.14	6.22
					应付账款周转率	5.60	5.82	6.02	6.12

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
每股收益	0.21	0.17	0.29	0.42	P/E	57.04	117.38	69.30	48.38
每股经营现金流	0.28	0.08	0.31	0.43	P/B	3.45	5.47	5.07	4.59
每股净资产	3.54	3.71	4.00	4.42	EV/EBITDA	35.56	78.29	46.86	33.53

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 8 月 20 日收盘价计算, 1 港币 ≈ 0.9186 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述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。