

## 海外收入稳健增长，自有品牌持续发力

2024 年 03 月 20 日



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

➤ **事件。**思摩尔国际发布 2023 年度业绩公告，2023 年全年实现收入/净利润 111.68/15.66 亿元(-8.04%/-37.21%)，23Q4 实现收入/净利润 31.66 /3.72 亿元(-3.52%/-8.43%)。

➤ **本地化运营叠加监管加强执法力度，美国地区实现收入增长。**全年收入 111.68 亿元 (-8.04%)，全球市占率下降至 12.41% (-5.7pcts)，下半年公司收入 60.46 亿元，同比-6.87%。分客户：全年企业客户/零售客户收入同比变动-12.7%/+26.0%至 93.21/18.47 亿元，收入占比 83.5%/16.5%。分区域：2023 年海外/国内销售占比 98.5%/1.5%；23H1/23H2 海外收入占比分别为 98.79%/98.33%，收入同比分别增加 27.96%/0.01%；其中，一方面得益于公司积极的海外政策，通过搭建本地化营销团队及门店管理系统，提升产品上架率，同时加强海外供应链建设（截止 2023 年 1 月 31 日公司已建立 5 个海外仓库），提升交付速度；另一方面，大客户 VUSE 市占率持续位居美国第一（2023 年 12 月美国市场份额为 42%），叠加 FDA 持续对不合规产品的打击，美国地区全年收入同比增加 8.28%。中国市场因新规后终端产品提价、消费者未接受非水果口味产品（22 年 1-9 月非烟草口味销售占比超 90%）导致企业客户销售同降 92.74%。

➤ **一次性产品占比提升，多业务布局盈利暂时承压。**2023 年净利润 15.66 亿元 (-37.21%)。2023 年公司毛利率/净利率为 38.8%/14.03%，同比降低 4.5/6.5pcts。公司毛利率下降主因毛利率较高的中国市场收入占比下降以及毛利率较低的一次性产品占比提升。2023 年销售/行政开支/研发费用占收入比重为 4.7%/7.8%/13.3%，同比变动+1.5/-1.7/+2.0pct。销售费用率提升主因公司搭建本地化营销团队，同时加强海外渠道建设；行政费用率下降主因公司加强信息化建设提高运营效率以及法律/资讯费用下降导致；研发费用提升分为三个方面：1、电子雾化产品：推出陶瓷雾化芯技术平台 FEELM TURBO，提升雾化效率实现更高抽吸口数（同等注液量下实现口数提升 30%），为消费者带来更优质体验。同时针对自有品牌业务，推出收款智能雾化系统 COSS，具备自动注液以及自动充电功能，发热体和雾化液的分离系统以及真空密封油仓设计有效防止烟油与空气接触，进一步提升客户体验，其中自有品牌 Vapresso 旗下 XROS 系列产品收入同比增长 54%；2、加热不燃烧产品：储备多种技术路线，形成差异化产品组合，同时在材料以及设计上进行穿行进一步减害，同时配备智能传感器满足客户个性化需求；3、特殊雾化产品：推出极大提升用户口感以及便利性的产品；4、雾化美容产品：推出 MOYAL 品牌，该产品以高效的介质、雾化器具和促渗器具提升客户护肤体验；5、雾化医疗产品：专注为患者提供医械合一的呼吸系统相关疾病解决方案，并进入预临床或注册批次生产的阶段。

## 推荐

维持评级

当前价格：

7.02 港元

## 相关研究

1.思摩尔国际 (6969.HK) 2023 年三季报点评：收入&利润环比改善，利空逐步落地静待业绩拐点-2023/10/17

2.思摩尔国际 (6969.HK) 2023 半年报点评：国内市场仍承压，一次性产品大幅增长-2023/08/22

3.思摩尔国际 (6969.HK) 2023H1 业绩预告点评：国内市场延续承压，海外一次性产品放量-2023/07/19

4.思摩尔国际 (6969.HK) 2023 年一季报点评：业绩低点&预期冰点，乘产业趋势静候景气反转-2023/04/17

5.思摩尔国际 (6969.HK) 2022 年年报点评：景气逐步筑底，关注合规市场占比提升-2023/03/22

**海外电子烟市场下降背景下，公司依靠一次性产品维持增长。**就 2023 下半年看，公司收入为 60.46 亿元，其中中国/海外收入分别为 1.01/59.45 亿元，同比变化-81.58%/0.01%，就海外市场看，扣除一次性产品后收入为 40.74 亿元，同比下降 5.9%；公司净利润为 8.32 亿元，其中扣除一次性电子烟后（假设净利率为 8%）为 6.83 亿元，对应净利率为 16.75%，环比下降 0.85pct。规模效应下一次性产品毛利率逐渐提升，下半年毛利率为 41.01%，同比上升 1.71pct，环比上升 4.81pct；另一方面公司增加研发投入，下半年研发/行政费用率为 14.36%/6.64%，同比变动+2.56pct/-1.96pct，环比变动+2.36pct/-2.46pct。

**投资建议：**我们预计季度盈利逐步筑底，随着合规新品发布和监管环境趋严，环比上行可期；海外：1) 尼古丁类：公司为全球最大电子雾化设备制造商，产品合规能力强，欧美政府加重打击非合规产品，增速值得期待；2) 特殊雾化：新产品逐步发布叠加海外市场快速成长，看好企稳回升；3) HNB：截至 23 年底公司已储备多种新型加热技术解决方案。4) 医疗：完成三款针对哮喘及慢阻肺的药物传送装置的开发，目前多款药物制剂和装置获得欧美医药机构的认可，且就产品研发路径与数个药监机构达成一致，进入预临床或注册批次生产阶段。5) 美容：首个产品已推出，成为业内收款实现高粘度护肤精华雾化的美容产品。预计 24-26 年净利润为 17/19/22 亿元，对应估值为 24X/21X/18X，维持“推荐”评级。

**风险提示：**技术和产品迭代效果不及预期、监管力度与国家标准收紧。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,168	12,739	15,330	18,499
增长率 (%)	-8.0	14.1	20.3	20.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,645	1,658	1,871	2,164
增长率 (%)	-34.5	0.8	12.8	15.7
每股收益 (元)	0.27	0.27	0.30	0.35
PE	24	24	21	18
PB	1.9	1.8	1.8	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 19 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>19,571</b>	<b>19,100</b>	<b>20,920</b>	<b>21,687</b>
现金及现金等价物	5,332	4,706	5,722	5,609
应收账款及票据	1,888	2,358	2,752	3,415
存货	781	804	1,136	1,254
其他	11,569	11,231	11,311	11,409
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,938</b>	<b>5,955</b>	<b>5,962</b>	<b>5,979</b>
固定资产	4,676	4,686	4,686	4,696
商誉及无形资产	90	90	90	90
其他	1,172	1,179	1,186	1,193
<b>资产总计</b>	<b>25,508</b>	<b>25,055</b>	<b>26,882</b>	<b>27,666</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,566</b>	<b>2,954</b>	<b>4,411</b>	<b>4,530</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,270	712	1,713	1,274
其他	2,297	2,242	2,698	3,256
<b>非流动负债合计</b>	<b>532</b>	<b>532</b>	<b>532</b>	<b>532</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	532	532	532	532
<b>负债合计</b>	<b>4,099</b>	<b>3,486</b>	<b>4,943</b>	<b>5,062</b>
普通股股本	428	428	428	428
储备	20,981	21,140	21,511	22,175
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>21,410</b>	<b>21,568</b>	<b>21,939</b>	<b>22,603</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>21,410</b>	<b>21,568</b>	<b>21,939</b>	<b>22,603</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>25,508</b>	<b>25,055</b>	<b>26,882</b>	<b>27,666</b>

现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,193</b>	<b>1,182</b>	<b>2,813</b>	<b>1,695</b>
净利润	1,645	1,658	1,871	2,164
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	290	290	290
营运资金变动及其他	1,548	-766	652	-759
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,016</b>	<b>-308</b>	<b>-298</b>	<b>-308</b>
资本支出	0	-300	-290	-300
其他投资	-7,016	-8	-8	-8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-612</b>	<b>-1,500</b>	<b>-1,500</b>	<b>-1,500</b>
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-1,500	-1,500	-1,500
其他	-612	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>0</b>	<b>-626</b>	<b>1,015</b>	<b>-113</b>

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>11,168</b>	<b>12,739</b>	<b>15,330</b>	<b>18,499</b>
其他收入	9	4	0	0
营业成本	6,834	7,927	9,700	11,949
销售费用	526	637	690	740
管理费用	867	968	1,150	1,295
研发费用	1,483	1,720	1,993	2,349
财务费用	-490	-480	-424	-401
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-20	-20	-20	-20
除税前利润	1,937	1,951	2,201	2,546
所得税	291	293	330	382
净利润	1,645	1,658	1,871	2,164
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,645</b>	<b>1,658</b>	<b>1,871</b>	<b>2,164</b>
EBIT	1,447	1,471	1,777	2,146
EBITDA	1,447	1,761	2,067	2,436
EPS (元)	0.27	0.27	0.30	0.35

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	-8.04	14.06	20.34	20.67
归属母公司净利润	-34.47	0.81	12.80	15.70
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	38.81	37.77	36.72	35.41
销售净利率	14.73	13.02	12.20	11.70
ROE	7.68	7.69	8.53	9.58
ROIC	5.74	5.80	6.89	8.07
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	16.07	13.92	18.39	18.30
净负债比率(%)	-24.91	-21.82	-26.08	-24.81
流动比率	5.49	6.47	4.74	4.79
速动比率	2.23	2.52	2.03	2.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.45	0.50	0.59	0.68
应收账款周转率	5.33	6.00	6.00	6.00
应付账款周转率	5.65	8.00	8.00	8.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.27	0.30	0.35
每股经营现金流	0.52	0.19	0.46	0.28
每股净资产	3.49	3.51	3.57	3.68
<b>估值比率</b>				
P/E	24	24	21	18
P/B	1.9	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA	23.72	19.50	16.61	14.09

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026