

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

## 相关研究

1、思摩尔国际 (6969): 1H22 业绩符合预期, 下半年收入预期改善

2、思摩尔国际 (6969) 深度报告: 制造+研发能力夯实, 雾化科技龙头优势凸显

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 一次性&amp;APV 表现突出, 多元布局发展可期

2024年03月21日

**事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入 111.68 亿元, 同比下降 8.0%, 实现净利润 15.66 亿元, 同比下降 37.2%。单 Q4 公司实现营业收入 31.66 亿元, 同比下降 3.52%, 实现净利润 3.72 亿元, 同比下降 8.43%。公司年度拟每股派息 5 港仙。

**点评:**

- **国内市场占比降至 1.5%, 海外市场稳步增长, 一次性&APV 表现突出。** 2023 年实现营业收入 111.68 亿元, 同比下降 8.0%, 主要为国内业务显著下降所致。**分业务看, 1) 面向企业客户销售:** 2023 年实现收入 93.21 亿元, 同比下降 12.7%。其中向美国、欧洲及其他地区、中国客户的销售额分别为 40.84 亿元、50.74 亿元、1.63 亿元, 分别同比变化 +8.2%、+8.9%、-92.7%。**2) 面向零售客户销售:** 即公司 APV 开放式自有品牌产品, 2023 年实现收入 18.47 亿元, 同比增长 26%, 其中向欧洲及其他地区、美国的自有品牌销售额分别为 14.75 亿元、3.72 亿元, 分别同比+31%、+8.8%。2023 年公司加大海外市场开拓力度, VAPORESSO COSS 系列、VAPORESSO ARMOUR 系列陆续在海外市场推出, 具备创新型的自动注液功能, 同时兼具自动充电功能, 及更长使用寿命。**分地区看, 1) 美国:** 2023 年面向企业客户实现收入 40.84 亿元, 同比增长 8.2%, 公司主要客户美国市场份额维持第一, 随着 FDA 对市场内不合规产品的执法趋严, 客户合规产品有望逐步扩大市场份额。**2) 中国:** 2023 年实现收入 1.63 亿元, 同比下降 92.7%, 占比由上年的 18.5%显著下降至 1.5%。**3) 欧洲及其他市场:** 2023 年面向企业客户实现收入 50.74 亿元, 同比增长 8.9%, 2023 年公司一次性产品实现收入 33.7 亿元, 同比增长 74.5%, 一次性产品销售占比提升至 30.2%。2023 年公司推出了升级的一次性陶瓷雾化芯技术平台 FEELM Max, 并已进入主要客户供应链并实现大规模出货。
- **自动化生产提效, 研发投入收获渐显。1) 毛利率方面,** 公司 2023 年实现毛利率 38.8%, 同比-4.5pct, 主要由于产品结构变化所致, 其中人工成本占比为 5.5%, 同比-1.7pct, 主要为生产自动化水平提升、人员减少所致。**2) 期间费用方面,** 公司 2023 年销售、管理、研发费用率分别为 4.7%、7.8%、13.3%, 分别同比变化+1.5pct、-1.7pct、+2.0pct, 其中销售费用率提升主要由于公司加大大地化营销团队搭建及加大海外市场及新品开拓力度。管理费用率下降主要为公司提升管理效率。研发费用率提升主要为加大雾化医疗领域投入, 在美容领域公司于 24 年一季度推出 MOYAL 岚至品牌和第一代雾化美容产品解决方案, 是行业首款实现高粘度护肤精华雾化的美容产品。
- **盈利预测与投资评级:** 公司依托制造有序扩张与研发优势积累, 持续巩固全球雾化科技龙头领先地位。随着内销影响逐步消化, 海外成长驱动强化, 新产品推出及研发投入逐步兑现, 我们预计公司中长期在全球雾化设备行业的份额有望持续提升。我们预计公司 2024-2026 年净利润

分别为 16.47 亿元、18.39 亿元、21.02 亿元，分别同比+0.1%、+11.6%、+14.3%。目前股价对应 2024 年 PE 为 24x，维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**监管风险、原料成本大幅上涨风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12145	11168	12414	13882	15393
增长率 YoY %	-11.7%	-8.0%	11.1%	11.8%	10.9%
净利润(百万元)	2510	1645	1647	1839	2102
增长率 YoY%	-52.5%	-34.5%	0.1%	11.6%	14.3%
毛利率%	43.3%	38.8%	37.9%	38.2%	38.4%
净资产收益率ROE%	12.3%	7.7%	7.3%	7.8%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.27	0.27	0.30	0.34
市盈率 P/E(倍)	27.00	22.31	23.55	21.10	18.45
市净率 P/B(倍)	3.33	1.71	1.73	1.64	1.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 03 月 20 日收盘价，港币兑人民币汇率

0.92

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	19,571	19,765	21,420	22,663
现金	5,332	5,084	6,316	7,098
应收账款及票据	1,888	2,250	2,378	2,753
存货	781	760	956	941
其他	11,569	11,671	11,770	11,872
<b>非流动资产</b>	5,938	6,708	6,965	7,215
固定资产	4,676	5,448	5,706	5,959
无形资产	90	88	87	85
其他	1,172	1,172	1,172	1,172
<b>资产总计</b>	25,508	26,473	28,384	29,879
<b>流动负债</b>	3,566	3,460	4,176	4,304
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,270	1,101	1,539	1,380
其他	2,297	2,359	2,638	2,925
<b>非流动负债</b>	532	532	532	532
长期债务	0	0	0	0
其他	532	532	532	532
<b>负债合计</b>	4,099	3,992	4,708	4,836
普通股股本	428	428	428	428
储备	20,981	22,052	23,247	24,614
<b>归属母公司股东权益</b>	21,410	22,480	23,676	25,042
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	21,410	22,480	23,676	25,042
负债和股东权益	25,508	26,473	28,384	29,879

**主要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11168	12414	13882	15393
同比 (%)	-8.0%	11.1%	11.8%	10.9%
归属母公司净利润	1645	1647	1839	2102
同比 (%)	-34.5%	0.1%	11.6%	14.3%
毛利率 (%)	38.8%	37.9%	38.2%	38.4%
ROE%	7.7%	7.3%	7.8%	8.4%
EPS (摊薄) (元)	0.27	0.27	0.30	0.34
P/E	22.31	23.55	21.10	18.45
P/B	1.71	1.73	1.64	1.55
EV/EBITDA	21.38	17.95	15.12	13.13

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	11,168	12,414	13,882	15,393
其他收入	9	20	20	20
<b>营业成本</b>	6,834	7,706	8,580	9,484
销售费用	526	434	486	539
管理费用	867	993	1,111	1,231
研发费用	1,483	1,552	1,721	1,893
财务费用	-490	-210	-178	-228
<b>除税前溢利</b>	1,937	1,938	2,163	2,473
所得税	291	291	324	371
<b>净利润</b>	1,645	1,647	1,839	2,102
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利</b>	1,645	1,647	1,839	2,102
EBIT	1,467	1,748	2,005	2,265
EBITDA	1,467	1,878	2,148	2,415
EPS (元)	0.27	0.27	0.30	0.34

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3,193	1,260	2,301	1,943
净利润	1,645	1,647	1,839	2,102
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	130	143	149
营运资金变动及其他	1,548	-518	319	-308
<b>投资活动现金流</b>	-7,016	-901	-401	-401
资本支出	0	-900	-400	-400
其他投资	-7,016	-1	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-612	-607	-669	-761
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-607	-669	-761
其他	-612	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	0	-248	1,232	782

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。