

思摩尔国际(6969 HK)

面临政策收紧风险，不改长期增长趋势

思摩尔国际是全球雾化电子烟制造龙头，占有最大市场份额。公司约 63% 收入来自海外（2020 年数据），其中美国客户贡献了约五成收入。中国内地电子烟市场过去几年蓬勃增长，现面临政策收紧的风险（电子烟参照卷烟管理），但我们认为中国市场仍不改长期增长趋势：烟民数量庞大及电子烟渗透率极低。我们认为对于电子烟整体产业链来讲，制造端受到的冲击要小于经销商及下游品牌商，公司作为制造端的龙头仍是中国电子烟市场的最大受益者。目前市场处于政策落地前阶段，加上有新的强有力竞争者入局，市场信心不足，处于低估状态。按中性情形预估，我们预计 21-23 年，公司营收、净利润年复合增速分别为 33.9% 和 35%，我们的目标价 60.5HKD，对应 35x2023 年 PE 及 1.2xPEG。

电子烟行业高速增长

按收益划分的全球电子烟市场规模从 2014 年的 124 亿美金迅速增加至 2019 年的 367 亿美金，年复合增速为 24.2%，预计 2019-2024 年将以 24.9% 的年复合增速进一步增至 1115 亿美元。中国的烟民群体大约有 2.86 亿人，按数量排名全球第一，且基数庞大，超过第二至十名市场总和。而中国的电子烟渗透率非常低，2019 年仅为 1.2%，而同期美国和英国电子烟使用者渗透率分别为 32.4%、50.4%。根据 CIC 的预测，而减害替代市场规模年复合增速达 65.7%，至 2023 年达 113 亿美金。全球的电子烟市场中，美国、欧盟及英国占据最大的市场份额，美国作为最大的电子烟市场，2014 年美国电子烟市场规模为 64 亿美元，2019 年增至 207 亿美元，且预期于 2024 年达到 644 亿美元（占全球电子烟市场规模的 57.8%）。2019 年，欧盟+英国、中国及日本的电子烟市场规模分别为 73 亿、27 亿、5 亿美金。中国电子烟市场处于低渗透率、高增长预期的阶段。

电子烟行业政策梳理

公司主要市场为美国、欧洲、中国、日本，我们简要梳理这四地的政策如下：

- 1) 美国：上市前申请规定（PMTA）。联邦食品、药品和化妆品法案规定所有电子烟尼古丁传送系统产品制造商须向 FDA 提交烟草上市前申请；香味禁令。
- 2) 欧盟及英国：政策较宽松，其中英国权威机构认证电子烟较传统卷烟减害作用。
- 3) 日本：只允许 HNB 产品；
- 4) 中国：电子烟等新型烟草制品参照实施条例中关于卷烟的有关规定执行。可能带来的潜在影响：专卖制、税率提升；“守护成长”专项行动，可能参照美国禁止口味电子烟。

思摩尔的优势：专利优势，与大客户共同成长

公司是雾化科技解决方案的全球领导者，主要运营两个业务板块：1) 为烟草公司及独立电子烟公司研究、设计及制造封闭式电子烟雾化设备及电子烟雾化组件；2) 面向零售客户的自有电子烟品牌销售（APV 等）。截止 2020 年末，思摩尔累计申请专利 2,221 件，其中发明专利 965 件，专利数量处于行业领先地位。2018 年公司开始推广 FEELM，含有陶瓷加热技术的电子烟雾化组件出货量增长迅速，2018 年含陶瓷加热技术的电子烟雾化组件贡献收入 4.2 亿，占总收入比重 12.1%，2019 年这个数字就达 35.9 亿元，占总收入比重 47.2%。含陶瓷加热技术的电子烟雾化组件毛利率显著高于普通棉芯电子烟雾化组件，推动

中国

消费
餐饮服务

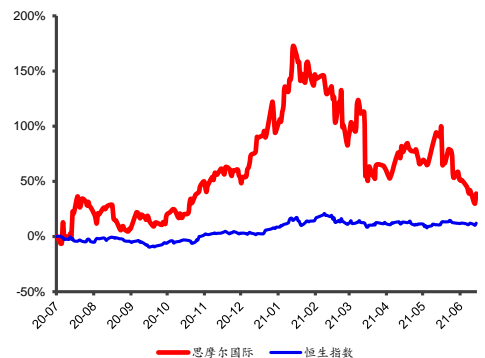
2021 年 06 月 23 日

买入

目标价	HKD60.5
上次评级/目标价	首次覆盖
收盘价 (23 Jun 21)	HKD43.05
上行/下行空间 (%)	40.5%
恒生指数	28817.07
总市值 (亿 HKD)	2568.36
52 周最高 (HKD)	90
52 周最低 (HKD)	25.05
近 3 个月日均成交量 (千股)	21911.17

资料来源：Wind，国信证券（香港）研究部

股价表现



资料来源：Wind（截至 2021-06-23 收盘），国信证券（香港）研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报 (%)	40.0%	11.5%	N/A
相对 HSI 回报 (%)	41.2%	12.6%	N/A

资料来源：Wind（截至 2021-06-23 收盘），国信证券（香港）研究部

公司简介

公司是提供雾化科技解决方案的全球领导者，包括基于 ODM 制造加热不燃烧产品的电子烟雾化设备及电子烟雾化组件，拥有先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合及多元化的客户群。根据弗若斯特沙利文的资料，于 2019 年，按收益计，公司是全球最大电子烟雾化设备制造商，占总市场份额的 16.5%。公司通过创新及领先的雾化科技解决方案运营两个主要业务板块：(i) 为若干全球领先烟草公司及独立电子烟公司（如日本烟草、英美烟草、ReynoldsAsia-Pacific、RELX 及 NJOY）研究、设计及制造封闭式电子烟雾化设备及电子烟雾化组件，及(ii) 为零售客户进行自有品牌开放式电子烟雾化设备或 APV 的研究、设计、制造及销售。

资料来源：公司资料，国信证券（香港）研究部

杨晓琴

证监会中央编号：BBR309

+852 2899 6772

Vivian.yang@guosen.com.hk

公司整体毛利率提升。虽然陶瓷芯并不是思摩尔独有，但 FEELM 陶瓷芯自问世以来已 9 年，期间公司不断加大研发投入打磨产品，有充分的专利技术储备，也被市场验证具有理想的良率、量产能力及消费体验，领先地位短期内难以被颠覆。

公司与大客户共同成长，尤其是美国客户，需要思摩尔国际一同参与 PMTA 申请，更换供应商成本及难度非常高，我们认为海外客户流失风险较低。国内面临政策风险及竞争加剧双重压力，1) 政策方面，我们认为行业政策落地后将有利于电子烟行业规范发展，下游品牌商或面临一定洗牌，但从国际烟草巨头来看，传统卷烟销售额下滑、新型烟草销售增速较快已成趋势，思摩尔国际作为全球电子烟制造龙头，是新型烟草消费蓬勃发展的最确定受益者。2) 竞争方面，公司表示核心的零部件是独供，而且这个行业足够大，增长很快，中国市场渗透率很低，可以容纳不同玩家。且公司凭借专利技术、已经市场证明的稳定量产能力、理想的良率等构筑的龙头地位，并不会因为新入竞争者而轻易失去。

盈利预测及估值

综上，我们认为公司海外客户较稳定，因应中国内地政策监管力度强（专卖+加税+香味禁令）/中（加税+香味禁令）/弱（加税）三种情境对公司营收和盈利做出悲观/基本/乐观三种预测。在中性情境下，我们预计 2021-2023 年思摩尔国际收入、净利润增速分别为 37.1%/31.4%/29.7% 及 88.6%/28.8%/29.7%，在此情形下，如果分别给予 30x/35x/40x2023 预测 PE，分别对应目标市值 2720.7/3174.2/3627.6 亿港元。我们首次覆盖，给予买入评级，目标价 60.5hkd，对应 35x2023 预测 PE 及 1.2xPEG。

表 1 盈利预测

截至 Dec31 (人民币百万)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	7,611	10,010	13,722	18,027	23,371
经营利润	2,567	4,118	5,420	7,066	9,162
净利润	2,171	3,432	4,619	5,896	7,643
每股盈利 (RMB)	0.41	0.45	0.87	1.11	1.44
每股股息 (RMB)	0.03	0.22	0.00	0.23	0.30
市盈率 (x)	87.5	79.2	41.2	32.3	24.9
股息率 (%)	0.10	0.62	0.00	0.65	0.83
市净率 (x)	248.8	17.0	21.9	15.4	11.1
每股盈利增长 (%)	178.7	10.4	92.5	27.6	29.6

数据源：上市公司公告，Wind（行情数据截至 2021-06-23 收盘），国信证券（香港）研究部

风险提示

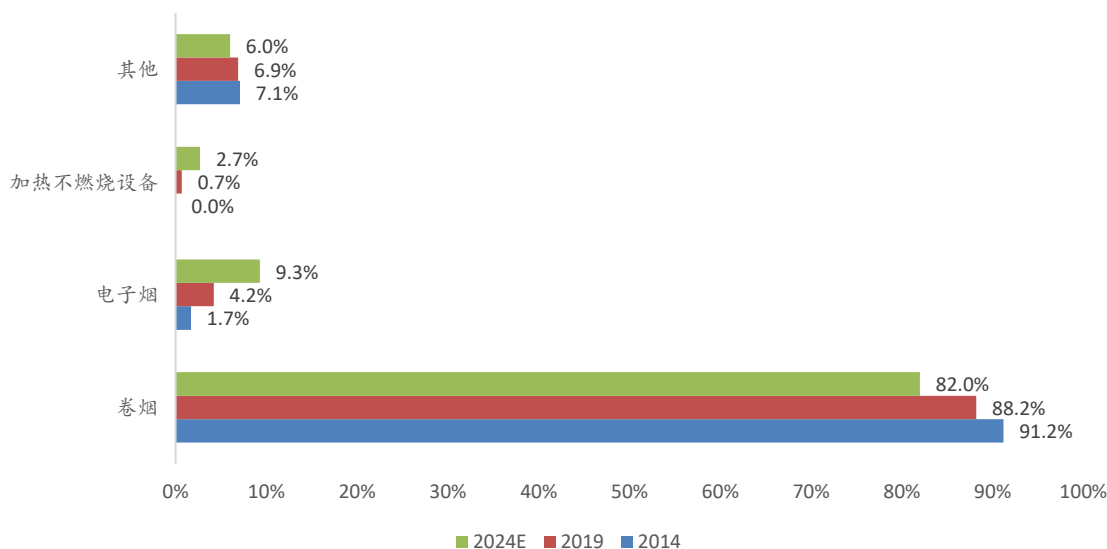
- 1) **政策风险**：出现超出预期的监管政策
- 2) **竞争风险**：新竞争者入局，竞争加剧

行业概览及分析

电子烟行业高速增长

烟草制品主要包括传统卷烟、电子烟、加热不燃烧设备及其他（如斗烟、嚼烟、雪茄及鼻烟），就销售价值而言，传统卷烟占主导地位，2019 年传统卷烟的销售价值占烟草制品的 88.2%。但就发展势头而言，电子烟及加热不燃烧设备增幅较快，根据弗若斯特沙利文的预计，电子烟的销售价值占比将从 2019 年的 4.2% 增加至 2024 年度 9.3%，而加热不燃烧设备的销售价值占比将从 2019 年的 0.7% 增加至 2.7%。预计电子烟及加热不燃烧设备的使用者数量将分别于 2025 年增加至 8960 万人及 1900 万人。

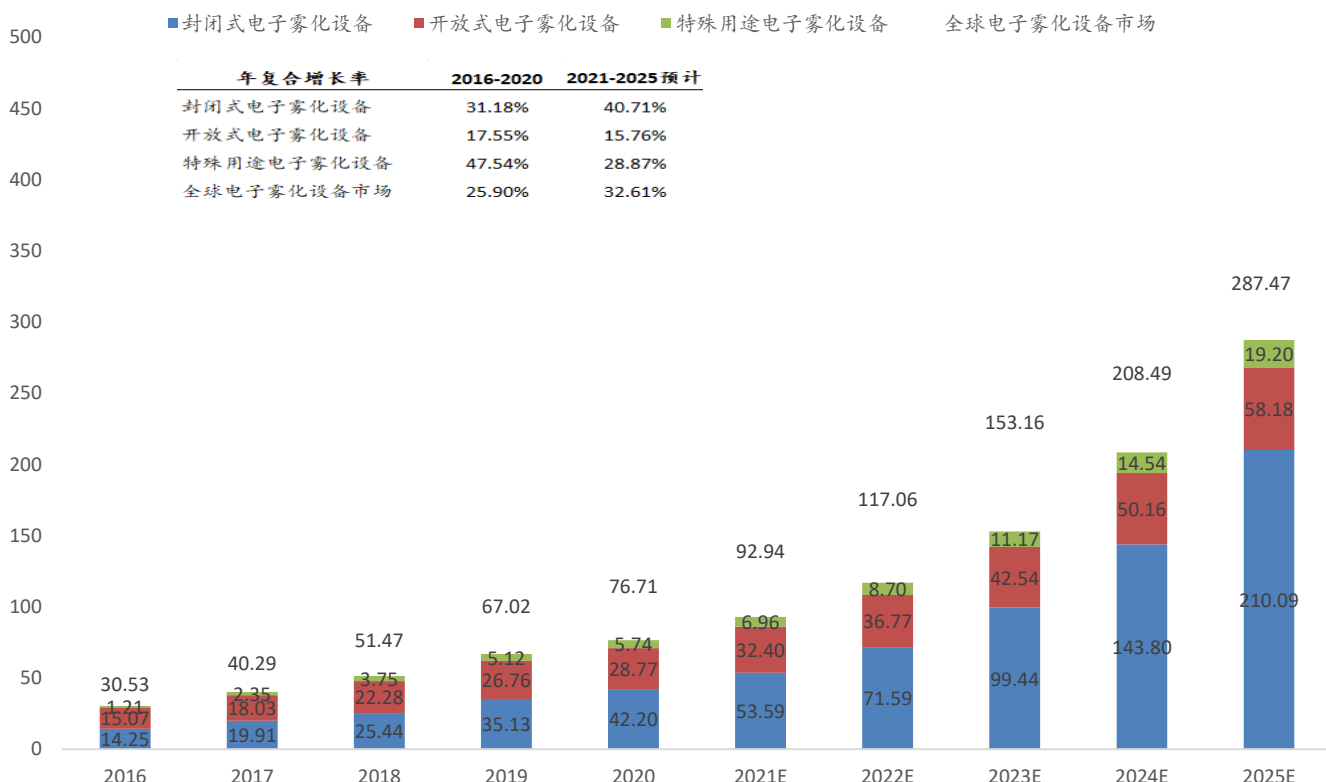
图 1 不同烟草制品的全球市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文，思摩尔国际招股书，国信证券（香港）研究部整理

电子烟作为一种创新的电子消费品，在全球范围内越来越流行。按收益划分的全球电子烟市场规模从 2014 年的 124 亿美金迅速增加至 2019 年的 367 亿美金，年复合增速为 24.2%，预计 2019-2024 年将以 24.9% 的年复合增速进一步增至 1115 亿美元。其中封闭式电子雾化设备增长尤为迅速，2014-2019 年市场规模年复合增速 30%，从 59 亿美金增加至 218 亿美金；预计 2019-2024 年年复合增速为 29.6%，到 2024 年封闭式电子雾化设备市场规模预计达 797 亿美金，占整体电子烟市场规模的 71.4%。

图2 全球电子雾化设备市场规模预测

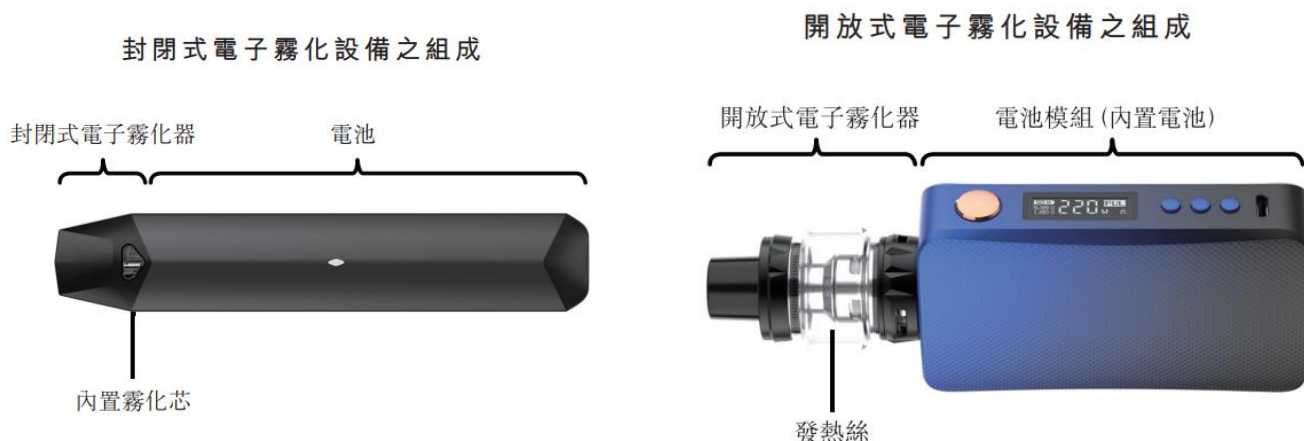


资料来源：弗若斯特沙利文，思摩尔国际招股书，国信证券（香港）研究部整理

封闭式电子雾化设备：包括可充电封闭式电子雾化设备及一次性封闭式电子雾化设备，一般包括以下组件：1) 封闭式电子雾化器（其包括雾化芯及电子雾化液）；2) 电池。封闭式电子雾化设备易于使用及随身携带，一般可用 3-12 天，视乎使用者的消耗习惯。目前市场上封闭式电子雾化设备的主流品牌有：Blu、JUUL、NJOY、Vuse、RELX、Logic、Vype 等。

开放式电子雾化设备：使用者可更换发热丝及电池模组，且可自行购买不同电子雾化液注入。开放式电子雾化设备拥有更多灵活性，目前市场上开放式电子雾化设备的主要品牌包括：Aspire、iJoy、Joyetech、SMOK 及 Vapresso（思摩尔国际面向零售客户的开放式电子烟品牌）。

图3 封闭式电子雾化设备组成示意图



资料来源：上市公司招股书，国信证券（香港）研究部整理

电子雾化组件

思摩尔国际为加热不燃烧产品制造电子雾化组件（封闭式电子雾化器及电池），目前的客户是日烟的 Ploom。与菲利普莫里斯国际的加热不燃烧产品 IQOS 烟弹为卷烟不同，日烟的 Ploom 内置烟弹是烟草胶囊。但对于直接加热卷烟的 HNB 产品，公司也有技术储备。

图4 思摩尔国际生产电子雾化组件示意图



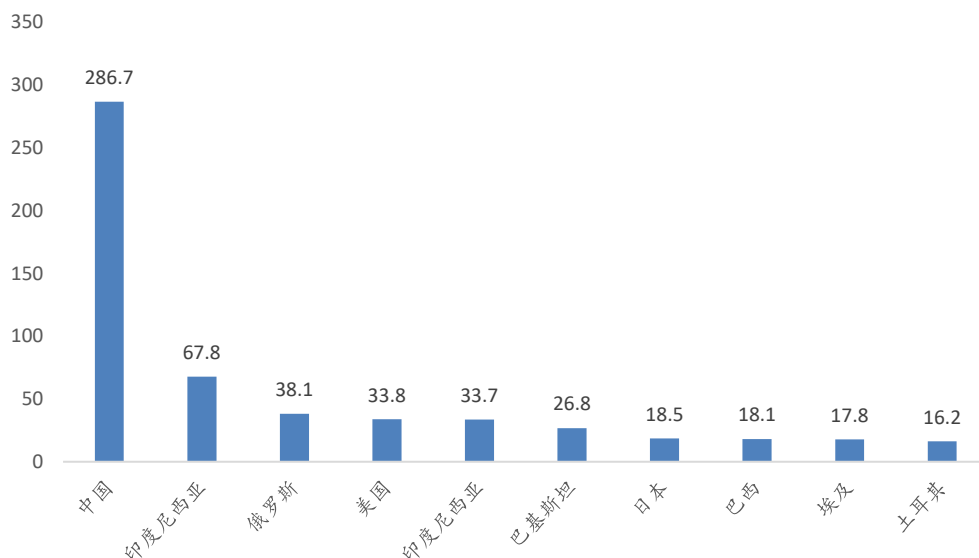
数据源：上市公司招股书，国信证券（香港）研究部

尽管面临监管收紧风险，但中国仍是增长潜力巨大的市场

中国拥有全球最大烟民群体，电子烟渗透率仍非常低

中国的烟民群体大约有 2.86 亿人，按数量排名全球第一，且基数庞大，超过第二至十名市场总和。而中国的电子烟渗透率非常低，2019 年仅为 1.2%，而同期美国和英国电子烟使用者渗透率分别为 32.4%、50.4%。英国是全球对电子烟减害认证最明确的国家，所以电子烟在英国的渗透率上升非常迅速。从英国的例子我们也可得知，官方或者权威机构对于电子烟能减少对吸食者健康的危害这一观点的认同，对电子烟渗透率的提升起着相当重要的影响。

图5 按成人可燃烟草使用者数量排名的前 10 大市场（2019）（单位：百万人）

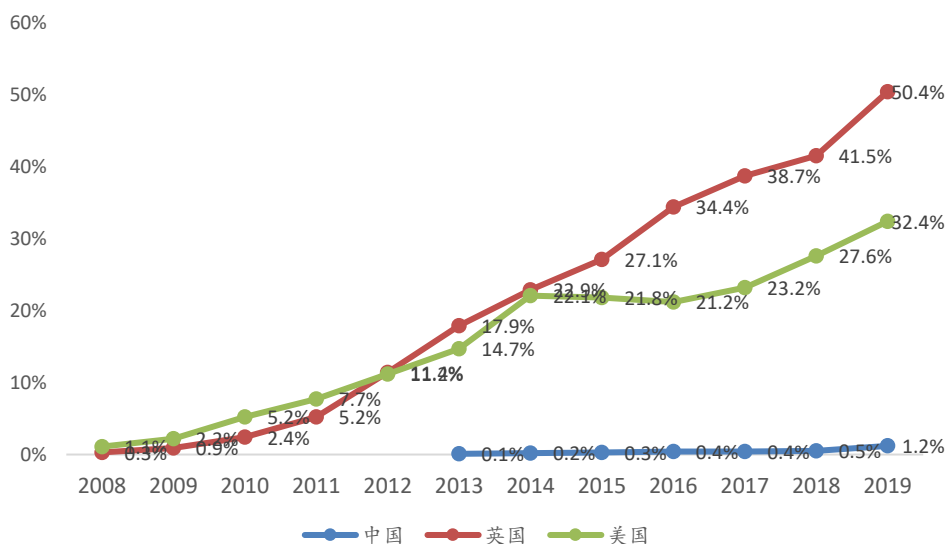


数据源：雾芯科技招股书，CIC，国信证券（香港）研究部

2015 年，英国卫生部下属执行机构英格兰公共卫生局（PHE）发布了一份独立审查报告，该审查报告认为电子烟虽然并非 100% 安全，但比烟草减害 95%，有害化学物质含量几乎忽略不

计，政策应该把鼓励吸烟人群使用电子烟作为关键控烟政策，以降低吸烟带来的伤害。之后，英国政府允许医院出售电子烟，并为患者提供电子烟休息室，以鼓励烟瘾患者从传统卷烟向电子烟转换，最终停止吸烟。另一方面，英国政府也在不断规范电子烟行业的监管。英国政府要求 PHE 在 2022 年之前每年更新对电子烟的安全性审查，更新英国电子烟使用最新数据，为政策和法规提供信息与洞察，迄今为止，每年的报告都通过调研及数据支持，强力证明电子烟可以辅助戒烟。官方认证电子烟能够减害及政策鼓励烟民尝试电子烟，令英国电子烟使用者渗透率迅速超越美国并拉开差距，达到 50.4%。

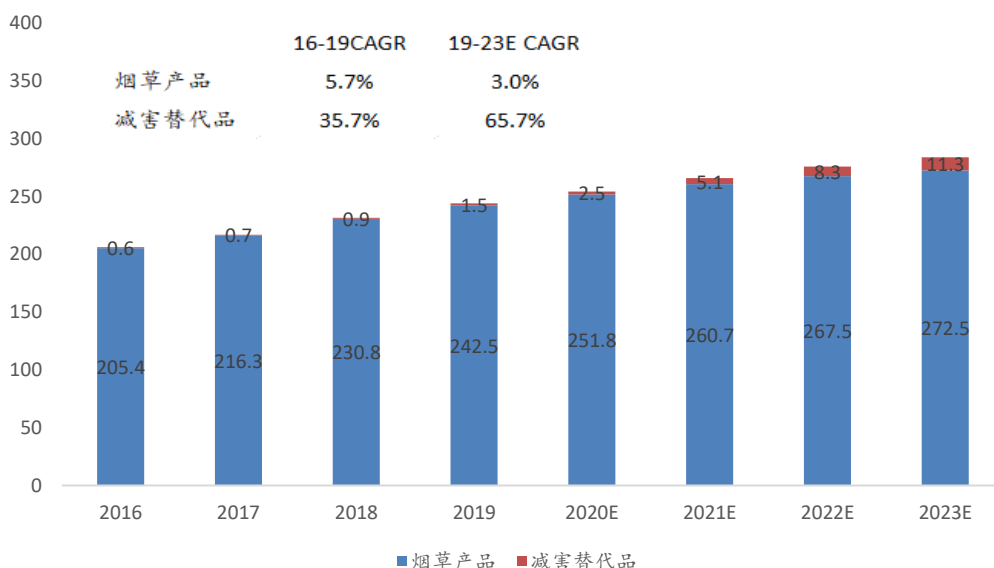
图 6 中美英电子烟雾化烟使用者渗透率



数据源：雾芯科技招股书，CIC，国信证券（香港）研究部

根据雾芯科技的招股书，2016-2019 年中国烟草市场按零售价值计总市场规模从 2060 亿美金增至 2440 亿美金，其中烟草产品市场规模的年复合增速为 5.7%，而减害替代产品的市场规模从 6 亿美金增至 15 亿美金，年复合增速为 35.7%，预计 2019-2023 年传统烟草市场规模年复合增速进一步下降至 3%，而减害替代产品市场规模年复合增速达 65.7%，至 2023 年达 113 亿美金。

图 7 按零售价值计中国烟草产品市场规模及减害替代产品市场规模(单位：十亿 USD)



数据源：雾芯科技招股书，CIC，国信证券（香港）研究部整理

全球的电子烟市场中，美国、欧盟及英国占据最大的市场份额，美国作为最大的电子烟市场，2014年美国电子烟市场规模为64亿美元，2019年增至207亿美元，且预期于2024年达到644亿美元（占全球电子烟市场规模的57.8%）。2019年，欧盟+英国、中国及日本的电子烟市场规模分别为73亿、27亿、5亿美金。目前而言，电子烟的需求集中于北美及欧洲，而全球90%的电子烟于中国生产，中国电子烟制造行业集中于深圳，思摩尔国际是最早的电子烟制造商之一。

表2 按收益（零售价格）及货运地点划分的区域电子烟市场规模（单位：亿美元）

	2014	2019	2024E	2014-2019CAGR	2019-2024CAGR
美国	64	207	644	26.5%	25.5%
欧盟及英国	36	73	205	15.2%	22.9%
中国	7	27	84	31.0%	25.5%
日本	1	5	15	38.0%	24.6%

数据来源：思摩尔国际招股书，弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

政策对上游制造商的影响相对较小

可以说，未来中国市场的增长是被市场寄予厚望的。目前中国的电子烟行业面临监管政策收紧的风险，2021年3月工业和信息化部、国家烟草专卖局研究起草了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，里面提出将电子烟等新型烟草制品参照实施条例中关于卷烟的有关规定执行。那么未来中国的电子烟行业必然面临洗牌，过往那种低门槛、自由经营的时代或许会彻底结束，电子烟产业将进入许可经营时代；相关企业面临税收增加的风险：与传统卷烟相比，电子烟无须缴纳消费税。据了解，目前电子烟企业税收负担率仅为13%左右（思摩尔国际2020年实际税率为23%），相比67%左右的卷烟综合税费负担率差距甚大。虽然严格监管在短期内会增加电子烟生产和经营成本，压缩利润空间，但从长远来看，将电子烟纳入烟草制品范围，一方面可为电子烟生产、批发和销售等各环节提供法律依据，另一方面能对电子烟产业的整体合规健康发展提供法律指引。实现电子烟监管法治化，有助于行业长期健康发展。相较而言，电子烟品牌商及渠道商受到的影响较大，而上游制造商受到的影响较小。

主要电子烟市场政策

有关电子烟的法规及政策因不同国家和地区而异。我们就思摩尔国际的主要市场：美国、欧盟及英国、日本、中国的相关政策做一个梳理。

美国主要相关法律：

- 1) 电子烟归属FDA监管。于2016年8月开始，食品药品监督管理局（FDA）扩大其监管权力至包含电子烟。根据此规则，FDA将评估雾化器相关的问题，包括主要成分、产品特点及健康风险，以及其对未成年人及无烟者的吸引力。FDA规定禁止向未成年人销售电子烟；2) 上市前申请规定。联邦食品、药品和化妆品法案规定所有电子烟尼古丁传送系统产品制造商须向FDA提交烟草上市前申请。3) 香味禁令。2019年9月开始，美国若干州陆续宣布了临时紧急香味禁令，禁止销售及拥有所有非烟草口味的电子烟（若干州将薄荷醇香味排除在外），2020年2月，FDA调味电子烟新规禁令正式在美国生效，禁止了除烟草和薄荷醇以外的调味电子烟销售。

欧洲主要相关法律

2014 年生效的“烟草产品指令”从五个方面对电子烟进行规管：1) 待制造商及/或分销商提供的资料；2) 广告及促销；3) 安全问题及警告；4) 产品展示；5) 有关疑似风险的临时措施。欧盟成员国必须确保禁止刊登任何与烟草相关产品的广告，除非是专门针对专业从事电子烟贸易的专业人员的广告。此外，不得对该等旨在（直接或间接）推广电子烟的设备进行任何广告宣传。

日本主要相关法律

日本对 HNB 及电子雾化烟的监管条例不同：1) HNB 产品受《烟草商业法》管控，在日本销售须获得日本财政部牌照，允许线上，自动售货机，便利店，专卖店等销售渠道，在多数餐饮、住宿场所都有专门区域允许使用 HNB。2018 年后，日本电子烟的税收政策改革，不仅按照烟弹重量征税，同时计划用 5 年时间将 HNB 烟弹税率提高到卷烟的 80% 左右，卷烟目前税率 62% 左右也按照烟叶重量征税，且按烟叶征税部分的权重逐渐增加。2018 年 7 月，日本出台《健康促进法》，增强公共场所全面禁烟措施，但是将 HNB 排除在外，于 2020 年 4 月分阶段实施。2) 对于电子雾化烟，电子雾化烟的烟杆被作为医疗器械受《医疗器械法》管控，烟弹则作为药品受《药事法》管控。2010 年起生效的“药事法”，含尼古丁的电子烟被分类为药用产品且受药事法所规限，药事法规定其销量、广告、制造、进口及分销须获上市许可。截至最后实际可行日期，尚无药用电子烟获批准。厚生劳动省发表声明允许私人进口药用电子烟，唯仅作私人用途且数量低于一个月的储量。进口、销售或制造吸烟替代产品（包括所有类别的电子雾化设备、HNB 设备及彼等各自的组件）亦可能受经济产业省颁布的安全法规管，该法规管该等活动旨在防止该等产品引起的危害及动乱。

中国主要相关法律

2019 年 10 月 30 日颁布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，明确要求不得通过互联网销售电子烟，不得通过互联网发布电子烟广告。严格监管电子烟行业的线上渠道。2021 年 3 月《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》中提及将电子烟等新型烟草制品参照实施条例中关于卷烟的有关规定执行。

2021 年 6 月 18 日，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局联合开展保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动，此次整治工作主要聚焦于：1、强化电子烟相关的宣传教育，督促设置警示标识；2、完善中小学、幼儿园周围距离标准，加快违法网店清理，严查向未成年人售烟行为。

我们认为中国未来对电子烟监管除了专卖门槛外，税率提升外，也有可能参照美国做法禁止口味烟以减低电子烟对青少年的吸引。除了美国，加拿大近期也传出禁止大多数口味电子烟产品的消息。蓝洞新消费报道，6 月 21 日消息，据外电报道，加拿大周五表示，它打算禁止大多数口味的电子烟产品，以阻止年轻人消费电子烟。根据加拿大公报，这是一份概述待政府监管命令，自由党政府表示，它将限制电子烟的口味为烟草、薄荷和薄荷醇。禁止使用樱桃、甜瓜和芒果等水果口味。加拿大政府表示，限制水果口味和使用甜味剂作为一种成分，预计会降低电子烟对年轻人的吸引力。公报中提供的加拿大数据表明，年轻人的电子烟率仍然很高。此外，超过 60% 的 15 至 19 岁青少年使用水果味电子烟，而 20 岁及以上的人使用电子烟的比例为 40%。

公司研究

思摩尔国际（6969.HK）：面临政策收紧风险，不改长期增长趋势



表3 思摩尔国际主要销售市场相关法律法规及潜在影响、收益贡献

主要销售市场	重大法律法规、行政命令及政策	相关产品及潜在影响	收益贡献（2020）
美国	烟草上市前申请规定：要求所有电子烟草上市前申请获得食品药品监督管理局接纳 香味禁令：美国若干州颁布香味禁令，禁止销售及拥有所有非烟草口味的电子烟尼古丁传送系统产品（若干州将薄荷醇香味除外）	销往美国的产品主要包括封闭式电子烟雾化器及自有品牌APV（不受香味禁令影响）。截至2020H1，思摩尔前五大客户中有两名客户已就公司制造的产品筹备烟草上市前申请且该等上市前申请已经获得食品药品监督管理局接纳。其他于美国的企业客户预期于2020年9月9日前筹备上市申请。 于2019年思摩尔国际于美国市场销售的封闭式电子烟雾化设备中的36.4%乃为调味型封闭式电子烟雾化器电子烟尼古丁传送系统，占同年总收益的9.4%。根据弗若斯特沙利文的资料，尽管已自2020年2月起颁布香味禁令，2019-2024年，美国按收益划分的电子烟市场规模预期仍以25.5%的年复合增长率增长。此外，公司2020于美国市场销售的电子烟尼古丁传送系统产品收益同比增加134% 潜在负面影响：可能抑制消费者对电子烟雾化设备的兴趣及使用 公司的加热不燃烧产品的电子烟雾化组件可分类至非电子烟尼古丁传送系统产品，原因为彼灯不含电子烟雾化液及尼古丁且我们并无向美国市场销售该等雾化组件 公司可用于医疗或娱乐CBD及THC雾化的电子烟雾化设备的电子烟雾化组件可分类至非电子烟尼古丁传送系统产品	49.50%
中国	于2019年10月30日，国家市场监督管理总局及国家烟草专卖局联合颁布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》 2021年3月关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定（征求意见稿）：将电子烟等新型烟草制品参照实施条例中关于卷烟的有关规定执行	在中国销售的产品主要是封闭式电子烟雾化设备（TO B）及开放式电子烟雾化设备（to C，自有品牌APV） 电子烟产业将进入许可经营时代；税率上升的可能性：与传统卷烟相比，电子烟无须缴纳消费税。据了解，目前电子烟企业税收负担率仅为13%左右（2020年思摩尔国际税率为23%），相比67%左右的卷烟综合税费负担率差距甚大。	27.10%
香港	2019吸烟（公众卫生）（修订）条例草案：提议禁止另类吸烟产品（包括电子烟产品及涉及为其组件或配件用途的物品）的进口、制造、销售、分销及广告。豁免属过境物品或航空转运货物的电子烟雾化产品。	封闭式电子烟雾化设备（TO B），及开放式电子烟雾化设备（面向零售客户销售之自有品牌APV）及加热不燃烧设备之电子烟雾化组件。香港所得收益乃以再出口或转运为基础，并没有产品于香港进行分销或出售。销往香港的产品大部分转运至美国。	36.30%
日本	烟草商业法：禁止任何个人或公司（日本烟草除外）制造任何烟草制品（包含烟叶的加热不燃烧设备）且要求烟草制品销售者或分销商须自财政部长处获得牌照 健康促进法：除专用的吸烟室外，事务所、餐饮店等公共设施内部原则上禁止吸烟，但将HNB产品排除在外 《药事法》及《医疗器械法》：电子烟化烟的烟杆被作为医疗器械受《医疗器械法》管控，含有尼古丁的电子雾化液则作为药品受《药事法》管控。目前只允许个人进口使用，且不超过一个月储量。	加热不燃烧设备之电子烟雾化组件，占思摩尔国际销往日本超99%的产品 电子烟化烟在日本不可做商业销售	3.10%
欧盟及英国	2014/40/EU号指令：主要在五个主要方面对电子烟雾化设备进行规范，包括1）待制造上及/或分销商提供的资料、2）广告及促销、3）安全问题及警告、4）产品展示及5）有关疑似风险的临时措施	封闭式电子烟雾化设备（面向企业客户销售）；及开放式电子烟雾化设备（面向零售客户销售的自有品牌APV）	15.40%

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

注：美国贡献的收益包括通过香港转售的产品

公司概况及分析

主要产品及收入结构

公司是雾化科技解决方案的全球领导者，根据弗若斯特沙利文的数据，2019年思摩尔国际是全球最大的电子烟雾化设备制造商（按出厂价划分的收益计），占总市场份额的16.5%，而前五大参与者一共占30.5%的市场份额。

思摩尔国际业务主要包含to B的电子烟ODM业务及to C的自有品牌开放式电子烟销售。

To B电子烟ODM业务的主要产品有：

- 1) 封闭式电子烟雾化设备
- 2) 电子烟雾化组件

公司研究

思摩尔国际 (6969.HK)：面临政策收紧风险，不改长期增长趋势



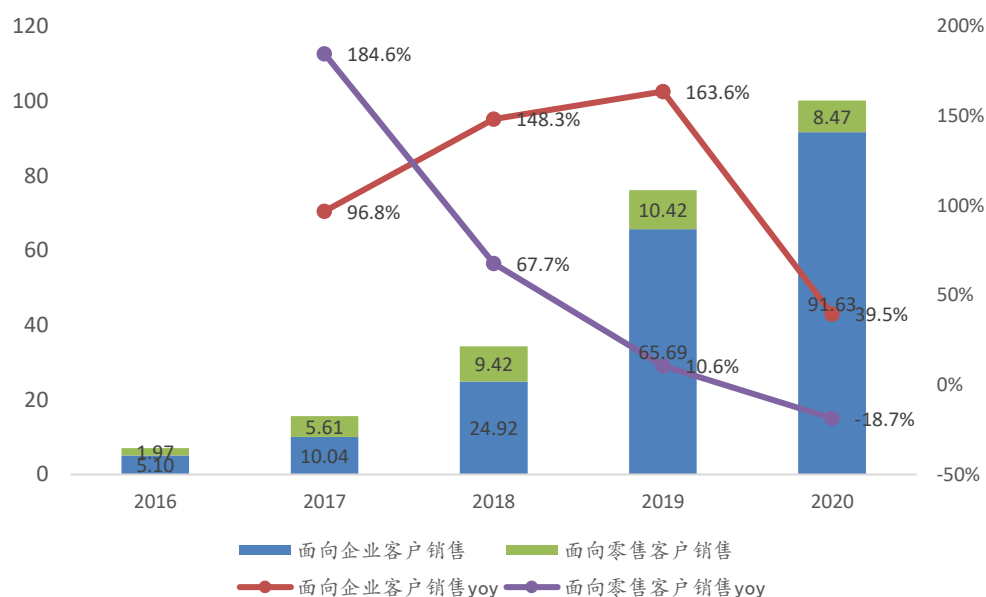
表 4 思摩尔国际主要产品

TO B		
	包含组件	特点
封闭式电子雾化设备	雾化芯及电子雾化液（来自供应商） 电池	一般可持续使用 3-12 天 可充电或属于一次性设备 便携、易用
开放式电子雾化设备	开放式电子雾化器（其包括发热丝） 电池模组	终端消费者可自行注入电子雾化液 拥有更多自由，可混合使用不同发热丝、电池模组及雾化液以生成更多个性化的体验
电子雾化组件（为加热不燃烧产品提供）	封闭式电子雾化器 电池	思摩尔制造的是通过加热含有尼古丁的烟草胶囊（而非直接加热烟草）产生雾化汽的加热不燃烧产品的雾化组件 可用于医疗或娱乐 CDB&THC 雾化的电子雾化设备的电子雾化组件
TO C		
开放式电子雾化设备		自有品牌 Vapresso、Renova、Revenant Vape 等 Vapresso 美国官网零售价格 14-80 美金不等

资料来源：上市公司招股书，公司官网，国信证券（香港）研究部整理

To B 业务占公司收入 9 成（2020 年数据），To C 业务去年受到疫情影响，收入同比下滑 18.7%。2016-2020 年，思摩尔总营收从 7.1 亿元人民币增至 100.1 亿元人民币，年复合增速达 93.96%；其中面向企业客户销售收入从 5.1 亿元人民币增至 91.6 亿元人民币，年复合增速高达 105.88%，面向零售客户销售收入从 2 亿元人民币增至 8.5 亿元人民币，年复合增速 43.95%。

图 8 To B 业务收入占比 9 成并维持更高增速（销售收入单位：亿元人民币）



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

公司研究

思摩尔国际（6969.HK）：面临政策收紧风险，不改长期增长趋势



目前 Vaporesso 官方网站上售卖的成套电子雾化设备有 38 个型号，售价从 14-120 美金不等。除了成套设备，官网也提供了不同型号模组、线圈、烟油箱等零配件单独售卖，消费者可自行组合。

图 9 思摩尔部分自有品牌电子烟官网零售价



资料来源：Vaporesso 官网，国信证券（香港）研究部

FEELM 陶瓷芯技术突破助力公司销售增长及毛利率提升

FEELM 是思摩尔旗下高端电子雾化科技品牌，专注于尖端雾化技术研究，以及搭载 FEELM 陶瓷芯的雾化设备研发及生产。2016 年，公司第一代加热技术问世，其旨在取代传统的棉芯发热丝，可更高效及有效地吸收和蒸发高粘度提取电子雾化液。2016 年下半年，公司进一步推出第二代加热技术 FEELM，其将金属薄膜与陶瓷导体相结合，FEELM 的金属薄膜设计创造了可以施加温度的宽幅加热表面，从而确保了即时雾化汽的产生。FEELM 推出后深受客户好评，搭载 FEELM 陶瓷芯的产品远销亚洲、欧美、非洲、大洋洲等地区的众多国家，服务于多家全球 500 强企业及独立电子雾化企业。

图 10 FEELM 里程碑



资料来源：思摩尔官网，国信证券（香港）研究部整理

2018 年公司开始推广 FEELM, 含有陶瓷加热技术的电子雾化组件出货量增长迅速, 2018 年含陶瓷加热技术的电子雾化组件贡献收入 4.2 亿, 占总收入比重 12.1%, 2019 年这个数字就达 35.9 亿元, 占总收入比重 47.2%。2020 年公司没有单独披露这个数据, 但据公司透露, 较 2019 年占比有进一步提升。含陶瓷加热技术的电子雾化组件毛利率显著高于普通棉芯电子雾化组件, 推动公司整体毛利率提升。

虽然陶瓷芯并不是思摩尔独有, 但 FEELM 陶瓷芯自问世以来已 9 年, 期间公司不断加大研发投入打磨产品, 有充分的专利技术储备, 也被市场验证具有理想的良率、量产能力及消费体验, 领先地位短期内难以被颠覆。

棉芯和陶瓷芯在价格上实现分层, 棉芯价格较低且口味还原度高, 而陶瓷芯的优势在于有更好的口感一致性与稳定性, 和棉芯相比大幅改善了漏液现象。如果未来中国仿效美国禁止口味电子烟, 那么棉芯在口味还原度方面的优势将更加不重要, 陶瓷芯的渗透率有望加速提升。

表 5 含有陶瓷加热技术的雾化设备收入占比迅速上升

	2016		2017		2018		2019		2020	
	亿元 RMB	占比%	亿元 RMB	占比%	亿元 RMB	占比%	亿元 RMB	占比%	亿元 RMB	占比%
面向企业客户销售	5.1	72.1	10.0	64.1	24.9	72.6	65.7	86.3	91.6	91.5
电子雾化设备	5.0	71.1	6.9	44.2	11.2	32.8	44.8	58.8		
含有陶瓷加热技术	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2	12.1	35.9	47.2		
不含陶瓷加热技术	5.0	71.1	6.9	44.2	7.1	20.7	8.8	11.6		
电子雾化组件	0.1	1.0	3.1	19.9	13.7	39.8	20.9	27.5		
面向零售客户销售	2.0	27.9	5.6	35.9	9.4	27.4	10.4	13.7	8.5	8.5

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 6 公司不同产品每标准单位的平均售价（单位：元人民币）

	2016	2017	2018	2019
面向企业客户销售				
电子雾化设备	3.5	3.6	5.7	8.7
电子雾化组件	10.7	4.5	4.7	7.5
面向零售客户销售	159.5	118.1	108.9	81.8

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

表 7 公司不同产品毛利率

	2016	2017	2018	2019
面向企业客户销售	20.5%	21.0%	34.9%	45.5%
电子雾化设备	20.4%	15.8%	25.9%	47.1%
含有陶瓷加热技术	na	na	37.2%	50.5%
不含陶瓷加热技术	20.4%	15.8%	19.4%	33.5%
电子雾化组件	25.5%	32.5%	42.2%	42.1%
面向零售客户销售	34.2%	37.2%	34.2%	34.7%
总计	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

2020 年，思摩尔单年新增专利申请数量 740 件，其中发明专利 341 件，进一步提升其在雾化领域的技术领先优势。截止 2020 年末，思摩尔累计申请专利 2,221 件，其中发明专利 965 件。

主要收入来自美国，国内客户高速增长不可忽视

从 2016-2020 思摩尔的前五大客户来看，公司与部分客户建立了长期、稳定的合作，如日本烟草连续五年都是贡献收入排在前五的客户。2018 年开始，雷诺烟草（母公司英美烟草）旗下品牌 VUSE 迅速崛起，而思摩尔也从中收益，2018-2020 年，雷诺烟草贡献的收入从 2.93 亿增加值 34.8 亿人民币，增加近 11 倍。国内客户雾芯科技的悦刻稳占国内电子烟份额第一，其贡献的收入也从 2019 年的 8.8 亿元人民币增加了 110%至 2020 年的 18.4 亿元人民币。

表 8 思摩尔国际历年前五大客户

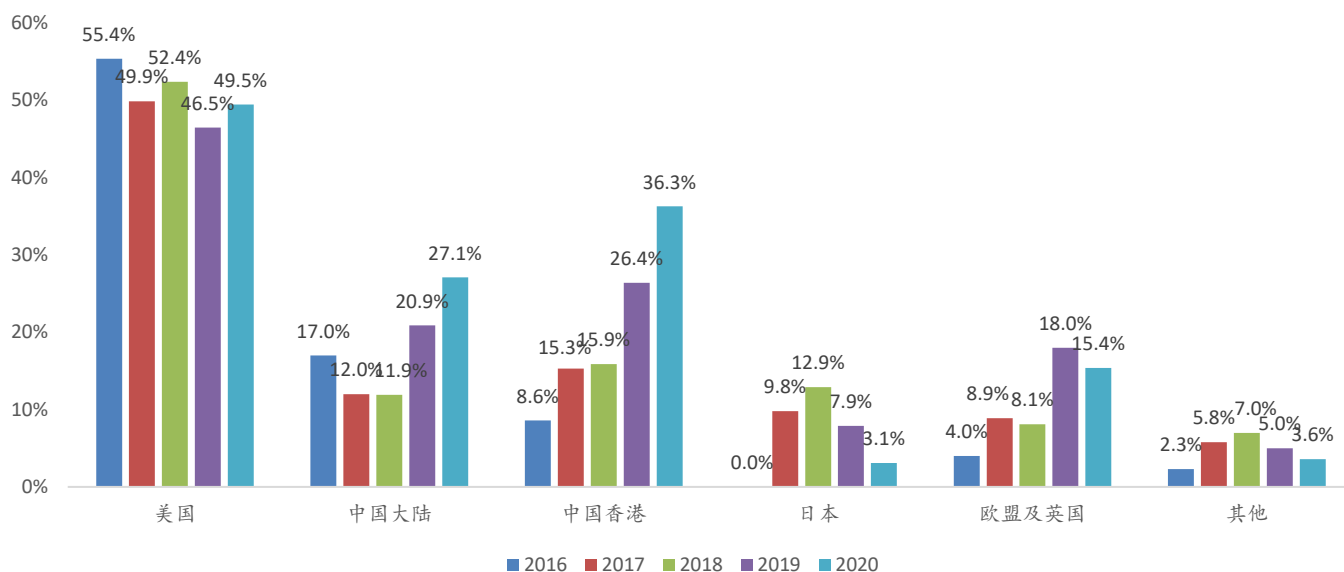
	贡献收入/亿元 RMB					供应产品 类型	信贷期及付 款方式	合作 年期
	2016	2017	2018	2019	2020			
日本烟草	2.16	3.98	7.11	9.60	不足 10%	烟油型 &HNB	净 30 天	六年
Nu Mark (奥驰亚子公司)	2.06	2.63	2.21			烟油型	净 30 天	六年
Shenzhen I Miracle Technology Co. Ltd	0.44					烟油型	净 30 天	六年
SVI Global Tech Limited (包括出口给 NJOY)	0.37	1.13		11.93	不足 10%	烟油型	预付款	八年
客户 E	0.18					烟油型	预付款	六年
客户 F		1.32				烟油型	净 60 天	六年
Jupiter Research		1.22	4.19	6.15		CBD/THC	净 40 天 发货后 30 天/	五年
雷诺烟草 (英美烟草子公司)			2.93	11.48	34.77	烟油型	净 60 天	三年
KushCo Holdings INC			2.55			CBD/THC	预付款	三年
雾芯科技				8.78	18.41	烟油型	净 30 天	三年

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

注：2020 年年报只披露了贡献收入占比超过 10%的客户

从地域上来看，公司大部分收入来自美国客户，2016-2020 年，来自美国（含通过香港转运的收入）的收入占比约在 46-55%，中国内地客户贡献的收入近年来也明显上升，2020 年贡献了 27%的收入。于香港注册成立的客户主要负责公司海外客户的转运或为贸易公司，2020 向香港注册客户销售的产品约 96.3%（2019 约 93.4%）乃发往美国。

图 11 思摩尔国际收入结构（按客户注册成立地点划分）

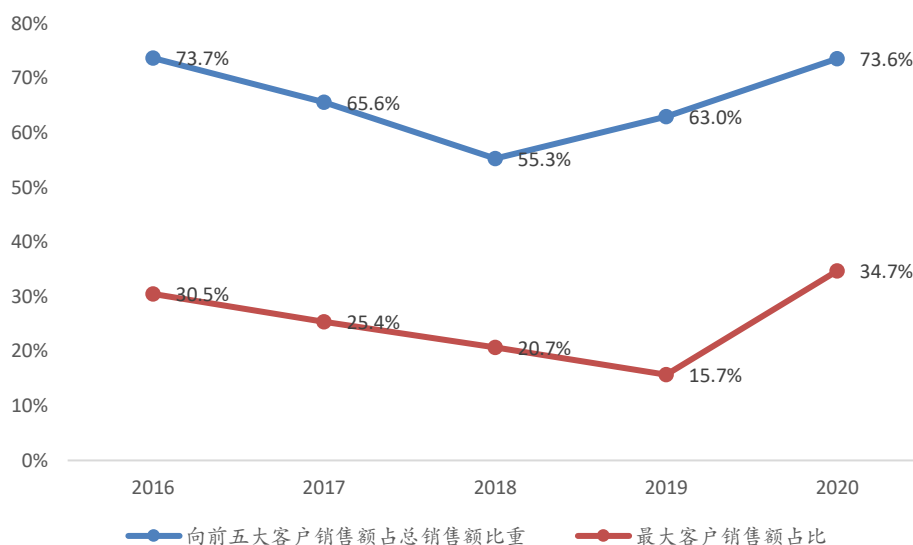


资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

注：美国收入包含直接或间接运输至美国的产品收益

当然，前五大客户销售占比较高，也为公司带来一定风险。2016-2020 年，前五大客户贡献的销售额占比居高不下，而最大客户销售占比在 2020 年达 34.7%。客户集中度较高，因损大客户或者客户销量下滑带来的风险不可忽视。过去几年，公司收入及利润均实现高速增长，然而我们也看到电子烟下游竞争较激烈，品牌此消彼长变数不小。如前几年如日中天的美国电子烟雾化烟龙头 JUUL 近两年就遭遇了销量暴跌，市场份额不断缩水。相比下游品牌商而言，思摩尔国际这种制造商在电子烟红利期显得更加稳定。

图 12 思摩尔前五大&最大客户销售额占比



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

未来增长看点：产能扩张、自动化生产线增加及医疗保健雾化产品

截至 2020 年底，思摩尔国际面向企业客户的设计产能是 23.16 亿标准单位/年，面向零售客户销售的设计产能为 2580 万标准单位/年。公司根据客户的需求增至即使扩大产能，经过多年的合作，公司也已经探索出一套根据客户需求快速灵活调整产能的运营模式，未来将适当提高自建物业工厂的比例。

近年产能扩张计划：2021 年通过增加新的租赁厂房及提升自动化水平，使面向企业客户销售的产能储备增加不少于 5 亿个标准单位/年；2022 年底预计江门产业园一期可投入使用，将增加 10.8 亿个标准单位/年（面向企业客户的产品）；江门产业园二期完工后，预计面向企业客户产品将进一步增加不少于 14.4 亿个标准单位/年，即江门产业园二期完工后，公司面向企业客户产品的产能将达 53.36 亿标准单位/年，较目前提升 130%。

而生产线自动化、智能化的提升，使公司能够在向企业客户提供更有竞争力的价格的同时保持毛利率水平不降。目前思摩尔人工成本占总成本比 14% 左右，如果全用自动化线可以让人工成本降低 70%-80%，整体成本大约能降 10%。

公司持续加大在研发领域的投入，积极推进雾化技术在健康、医疗领域的深度应用，取得了令人满意的进展。比如呼吸系统疾病的患者可能需要长期做雾化治疗，去医院用一些大型的设备，公司的方向是主攻家庭使用的便携式雾化给药器具，这一块的应用应该来说前景广阔。

盈利预测及估值

海外客户的增速良好，即使面临比亚迪电子的竞争，但由于海外客户尤其是美国客户需要提供上市前申请 PMTA，更换供应商风险较大，对品牌商而言，2007-2016 年间在市场上售卖产品于 2020 年 9 月 10 日前申请 PMTA 就可以继续在市场上卖，但如果产品是 2016 年才开始在市场上售卖，需要得到 PMTA 批准才能继续售卖。对于新进入者想加入美国市场，需要申请 PMTA 认定。PMTA 申请过程中大约 1/3 的材料需要供应商提供，所以供应商在申请认证过程中十分重要。对于烟弹、烟杆、烟弹和烟杆三个部分提供一些数据，每一个 SKU 申请单价 1000 万美元左右。PMTA 是一个较高的准入门槛，但最重要的是产品能够得到市场的认可，PMTA 使品牌商与供应商绑定程度较高。我们相信公司海外客户流失的风险不大。

国内客户面临竞争增加及政策不明朗因素双重考验，1) 政策方面，我们认为行业政策落地后将有利于电子烟行业规范发展，下游品牌商或面临一定洗牌，但从国际烟草巨头来看，传统卷烟销售额下滑、新型烟草销售增速较快已成趋势，思摩尔国际作为全球电子烟制造龙头，是新型烟草消费蓬勃发展的最确定受益者。2) 竞争方面，公司表示核心的零部件是独供，而且这个行业足够大，增长很快，中国市场渗透率很低，可以容纳不同玩家。行业在有了客户之后需要得到市场认证，即消费者复购率。行业需要用技术做领先。如：JUUL 是海外第一个大单，出的是棉产品。当时三年时间无任何收入，之后就决定了要走技术差异化（技术领先，产品差异化）。成本不是越低越好，产品得到市场认证更重要。

我们因应政策监管力度强（专卖+加税+香味禁令）/中（加税+香味禁令）/弱（加税）三种情境对公司营收和盈利做出悲观/基本/乐观三种预测。在中性情境下，我们预计 2021-2023 年思摩尔国际收入、净利润增速分别为 37.1%/31.4%/29.7% 及 88.6%/28.8%/29.7%，在此情形下，如果分别给予 30x/35x/40x2023 预测 PE，分别对应目标市值 2720.7/3174.2/3627.6 亿港元。我们首次覆盖，给予买入评级，目标价 60.5hkd，对应 35x2023 预测 PE 及 1.2xPEG。

（注：按 1 元人民币=1.2 元港币兑换）

公司研究

思摩尔国际 (6969.HK)：面临政策收紧风险，不改长期增长趋势



表 9 思摩尔国际业绩预测——乐观情形（单位：百万人民币）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收	711	1,561	3,457	7,601	10,011	14,166	19,677	26,350
营收 YOY		119.5%	121.5%	119.9%	31.7%	41.5%	38.9%	33.9%
毛利	173	418	1,200	3,344	5,297	7,366	10,232	13,702
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%	52.9%	52.0%	52.0%	52.0%
销售费用	-19	-51	-99	-158	-144	-326	-453	-606
销售费用占收入比	2.6%	3.2%	2.9%	2.1%	1.4%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-33	-63	-123	-327	-683	-595	-826	-1,107
管理费用占收入比	4.7%	4.1%	3.5%	4.3%	6.8%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	-15	-61	-106	-277	-420	-567	-787	-1,054
研发费用占收入比	2.1%	3.9%	3.1%	3.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
经营利润	119	243	859	2,567	4,118	5,879	8,166	10,935
经营利润率	16.7%	15.5%	24.9%	33.8%	41.1%	41.5%	41.5%	41.5%
财务费用	-1	-3	-8	-18	-15	-34	-47	-63
财务费用占收入比	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
税前净利润	130	227	869	2,567	3,118	5,845	8,119	10,872
所得税	-23	-38	-135	-393	-718	-994	-1,380	-1,848
实际税率	-18.1%	-16.6%	-15.5%	-15.3%	-23.0%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
税后净利润	106	189	734	2,174	2,400	4,851	6,739	9,024
净利润 YOY		77.9%	288.4%	196.2%	10.4%	102.1%	38.9%	33.9%

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 10 思摩尔国际业绩预测——中性情形（单位：百万人民币）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收/百万	711	1,561	3,457	7,601	10,011	13,722	18,027	23,371
营收 YOY		119.5%	121.5%	119.9%	31.7%	37.1%	31.4%	29.7%
毛利	173	418	1,200	3,344	5,296	6,861	8,923	11,569
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%	52.9%	50.0%	49.5%	49.5%
销售费用	-19	-51	-99	-158	-144	-316	-379	-491
销售费用占收入比	2.6%	3.2%	2.9%	2.1%	1.4%	2.3%	2.1%	2.1%
管理费用	-33	-63	-123	-327	-683	-576	-757	-982
管理费用占收入比	4.7%	4.1%	3.5%	4.3%	6.8%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	-15	-61	-106	-277	-420	-549	-721	-935
研发费用占收入比	2.1%	3.9%	3.1%	3.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
经营利润	119	243	859	2,567	4,118	5,420	7,066	9,162
经营利润率	16.7%	15.5%	24.9%	33.8%	41.1%	39.5%	39.2%	39.2%
财务费用	-1	-3	-8	-18	-15	-33	-43	-56
财务费用占收入比	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
税前净利润	130	227	869	2,567	3,118	5,387	7,023	9,106
所得税	-23	-38	-135	-393	-718	-862	-1,194	-1,548
实际税率	-18.1%	-16.6%	-15.5%	-15.3%	-23.0%	-16.0%	-17.0%	-17.0%
税后净利润	106	189	734	2,174	2,400	4,525	5,829	7,558
净利润 YOY		77.9%	288.4%	196.2%	10.4%	88.6%	28.8%	29.7%

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

公司研究

思摩尔国际 (6969.HK)：面临政策收紧风险，不改长期增长趋势



表 11 思摩尔国际业绩预测——悲观情形 (单位：百万人民币)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收/百万	711	1,561	3,457	7,601	10,011	14,123	16,970	20,365
营收 YOY		119.5%	121.5%	119.9%	31.7%	41.1%	20.2%	20.0%
毛利	173	418	1,200	3,344	5,296	7,061	7,636	9,164
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%	52.9%	50.0%	45.0%	45.0%
销售费用	-19	-51	-99	-158	-144	-325	-390	-468
销售费用占收入比	2.6%	3.2%	2.9%	2.1%	1.4%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-33	-63	-123	-327	-683	-593	-713	-855
管理费用占收入比	4.7%	4.1%	3.5%	4.3%	6.8%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	-15	-61	-106	-277	-420	-565	-679	-815
研发费用占收入比	2.1%	3.9%	3.1%	3.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
经营利润	119	243	859	2,567	4,118	5,578	5,855	7,026
经营利润率	16.7%	15.5%	24.9%	33.8%	41.1%	39.5%	34.5%	34.5%
财务费用	-1	-3	-8	-18	-15	-34	-41	-49
财务费用占收入比	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
税前净利润	130	227	869	2,567	3,118	5,545	5,814	6,977
所得税	-23	-38	-135	-393	-718	-943	-1,171	-1,406
实际税率	-18.1%	-16.6%	-15.5%	-15.3%	-23.0%	-17.0%	-20.2%	-20.2%
税后净利润	106	189	734	2,174	2,400	4,602	4,642	5,571
净利润 YOY		77.9%	288.4%	196.2%	10.4%	91.8%	0.9%	20.0%

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 6 三种不同情形盈利预测对应估值

	2021E	2022E	2023E	对应市值/亿 HKD		
				30xPE	35xPE	40xPE
乐观情形						
净利润(百万)	4,851	6,739	9,024	3248.6	3790.0	4331.5
净利润 YOY	102.1%	38.9%	33.9%			
中性情形						
净利润(百万)	4,525	5,829	7,558	2720.7	3174.2	3627.6
净利润 YOY	88.6%	28.8%	29.7%			
悲观情形						
净利润(百万)	4,602	4,642	5,571	2005.6	2339.9	2674.2
净利润 YOY	91.8%	0.9%	20.0%			

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

风险提示

- 1) 政策风险：出现超出预期的监管政策
- 2) 竞争风险：新竞争者入局，竞争加剧

公司研究

思摩尔国际 (6969.HK)：面临政策收紧风险，不改长期增长趋势



财务报表摘要 (截至每财年 12 月 31 日)

损益表 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收益	7,611	10,010	13,722	18,027	23,371
收益增长率 (%)	121.6	31.5	37.1	31.4	29.7
销售成本	(4,258)	(4,714)	(6,861)	(9,103)	(11,803)
毛利	3,352	5,296	6,861	8,923	11,569
其他收入	4	69	0	0	0
经营费用	(790)	(1,247)	(1,441)	(1,857)	(2,407)
经营溢利	2,567	4,118	5,420	7,066	9,162
经营溢利增长率 (%)	199%	60%	32%	30%	30%
其他营业外收入/(支出)	11	(39)	0	0	0
财务收入	4	85	48	42	55
财务费用	(18)	(15)	(2)	(5)	(8)
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
税前利润	2,564	4,150	5,467	7,104	9,209
所得税	(393)	(718)	(847)	(1,208)	(1,565)
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	2,171	3,432	4,619	5,896	7,643
其他调整	3	(1,032)	0	0	0
实际利润	2,174	2,400	4,619	5,896	7,643
实际利润增速 (%)	196.2	10.4	92.5	27.6	29.6
每股收益(人民币元)	0.430	0.409	0.774	0.988	1.281
实际每股收益(人民币元)	0.41	0.45	0.87	1.11	1.44
实际每股收益增速 (%)	178.7	10.4	92.5	27.6	29.6
每股股息(人民币元)	0.03	0.22	0.00	0.23	0.30
每股股息增速 (%)	352.0	552.2	(100.0)	N/A	27.6

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

资产负债表 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
固定资产	887	1,116	1,798	2,673	3,785
联营公司及合营公司	0	1,006	137	180	234
其他	245	211	335	412	509
非流动资产	1,132	2,333	2,271	3,266	4,527
存货	548	439	1,098	1,442	1,870
应收款及预付款项	885	2,444	2,058	2,704	3,506
银行存款及现金	731	9,558	8,350	10,918	15,133
其他	5	0	0	901	1,169
流动资产	2,170	12,441	11,506	15,965	21,677
银行及其他借款	368	0	0	0	0
应付贸易账款及其他应付款项	442	702	1,509	1,983	2,571
应付税项	128	285	343	451	584
其他	1,111	1,121	1,647	2,163	2,805
流动负债	2,049	2,108	3,499	4,597	5,960
银行及其他借款	232	0	100	200	300
其他	286	266	412	541	701
非流动负债	518	266	512	741	1,001
净资产	735	12,400	9,766	13,893	19,244
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
溢价及储备	735	12,400	9,766	13,893	19,244
股东应占权益	735	12,400	9,766	13,893	19,244
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	735	12,400	9,766	13,893	19,244
每股净资产(人民币元)	0.1	2.1	1.6	2.3	3.2

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

财务比率	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
毛利率 (%)	44.0	52.9	50.0	49.5	49.5
经营利润率 (%)	33.7	41.1	39.5	39.2	39.2
实际利润率 (%)	28.6	24.0	33.7	32.7	32.7
净债务/权益 (%)	(17.8)	(77.1)	(84.5)	(77.1)	(77.1)
净债务/总资产	(4.0)	(64.7)	(59.9)	(55.7)	(56.6)
流动比率	1.1	6.8	3.6	3.9	4.0
股息支付率	52.5	0.0	30.0	30.0	30.0
利息覆盖率 (倍)	142.9	271.6	3,661.9	1,596.3	1,244.7
股息覆盖率 (倍)	1.9	N/A	3.3	3.3	3.3
应收账款周转天数	32.6	59.9	59.1	47.6	47.8
应付账款周转天数	42.8	43.7	58.0	69.1	69.4
存货周转天数	39.7	37.7	40.3	50.2	50.5
现金循环天数	29.5	53.9	41.3	28.7	28.9
杜邦分析	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
税负率 (%)	-15.32	-23.02	-15.50	-17.00	-17.00
利息负担率 (%)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
经营利润率 (%)	33.7	41.1	39.5	39.2	39.2
资产周转率 (倍)	2.7	1.1	1.0	1.1	1.0
杠杆率 (倍)	4.5	1.2	1.4	1.4	1.4
资产收益率 (%)	255.2	36.5	41.7	49.8	46.1
净资产收益率 (%)	75.9	26.6	32.4	35.7	33.6

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

现金流量表 (百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
息税前利润	2,567	4,118	5,420	7,066	9,162
折旧与摊销	30	56	73	117	174
利息费用	-14	70	46	37	47
营运资本变动	-115	-1,004	1,059	0	0
已交税金	-393	-718	-847	-1,208	-1,565
其他经营性现金流	512	58	108	134	158
经营活动	2,587	2,581	5,858	6,147	7,975
资本支出	-387	-755	-991	-1,285	-1,634
自由现金流	2,200	1,827	4,867	4,861	6,342
非流动资产处置	1	0	0	0	0
联营公司及合营公司 (净值)	0	0	0	0	0
投资减少	8,424	0	0	0	0
投资增加	-9,379	869	-944	-321	-380
其他投资性现金流	79	-124	-77	-96	-114
投资活动	-1,261	-10	-2,013	-1,702	-2,127
新增贷款	-181	100	100	100	100
偿还贷款	7,404	0	0	0	0
已付股息	0	-1,386	-1,769	-2,293	-2,901
其他融资性现金流	-165	-5,721	129	160	190
融资活动	7,058	-7,007	-1,540	-2,033	-2,611
现金增加/(减少)	8,832	-1,208	2,568	4,216	5,335
年初现金	731	9,558	8,350	10,918	15,133
外汇汇率影响	-6	0	0	0	0
年末现金	9,558	8,350	10,918	15,133	20,468

资料来源：公司数据，国信证券（香港）研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance>20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance>5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance<-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

公司研究

思摩尔国际 (6969.HK)：面临政策收紧风险，不改长期增长趋势



信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。