

思摩尔国际 (06969.HK)

勇立潮头，树立电子雾化标杆

电子雾化领域领军者，全赛道覆盖。公司是全球最大电子雾化设备制造商，2019年市占率为16.5%，产品覆盖全赛道，包括封闭式、开放式、加热不燃烧、特殊用途的雾化设备。公司营收、净利润高速增长，营收由2016年的7.07亿元增加至2019年的76.11亿元，CAGR~120.8%；净利润由2016年的1.06亿元增加至2019年的21.74亿元，CAGR~173.5%。

新型烟草渗透率持续提升，市场空间巨大。新型烟草双品类共同发展，2019年全球电子雾化烟和加热不燃烧设备占烟草市场的份额分别为4.2%/0.7%，预计到2024年占比将分别提升至9.3%/2.7%，市场规模分别为1,115亿美元/325亿美元。其中，按出厂价口径，全球电子雾化设备的市场规达227亿美元，加热不燃烧设备的市场规模达81~108亿美元。

电子烟管制政策日渐明朗，利好头部电子烟企业出清。出于对青少年健康的保护，各国加强电子烟监管，美国是电子烟最大消费国，FDA通过PMTA许可树立行业标杆，高昂的申请费用及繁复的申请过程将有利于头部企业进一步提升市场份额。我们认为，类似电动车逐步取代燃油车，电子烟将逐步替代传统烟草，对电子烟的监管将回归到产品和供应链的安全性上。

技术领先缔造品牌优势，盈利水平大幅提升。2016年公司推出的陶瓷加热技术“FEELM”全球领先，2019年公司发布品牌标识FEELM inside，并标注在出厂的烟弹上，有助于提升产品认知度和品牌力。含陶瓷加热技术的产品毛利率高于其他产品，随着相关产品销量的增加，公司面向企业客户的毛利率从2016年的20.5%增至2019年的45.5%。

头部客户合作稳定，CBD及医用领域可拓展性强。公司客户包括日本烟草、英美烟草、Reynolds Asia-Pacific、RELX及NJOY等跨国烟草集团及全球领先电子烟企业。为满足电子烟使用的一致性及申请PMTA需要，客户轻易不会更换制造商。公司作为CBD行业的领先者，伴随大麻合法化市场的扩大，将享受行业增长红利；公司未来将积极开发医疗及保健领域客户，革新给药方式，应用于治疗哮喘、COPD（慢阻肺）等疾病。

投资策略：我们预测公司2020-2022年净利润为24.53亿元/60.71亿元/92.31亿元，剔除公允价值变动、股权激励等影响后2020年净利润为36.84亿元。我们预测公司2020-2022年EPS为0.42元/1.04元/1.58元，对应PE为74.4x/30.1x/19.8x，调整后2020年PE为49.5x。公司是全球电子雾化设备龙头，行业成长空间广阔，我们给予公司2021年目标价人民币52元，港币60元，对应50倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策风险、市场竞争加剧风险、贸易摩擦风险、原材料及人工成本上涨风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,434	7,611	11,331	17,736	26,134
增长率 yoy (%)	119.4	121.6	48.9	56.5	47.3
归母净利润（百万元）	734	2,174	2,453	6,071	9,231
增长率 yoy (%)	288.4	196.2	12.9	147.5	52.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.13	0.37	0.42	1.04	1.58
净资产收益率 (%)	75.7	295.9	27.2	40.2	38.0
P/E (倍)	248.6	83.9	74.4	30.1	19.8
P/B (倍)	188.3	248.4	57.2	19.7	9.9

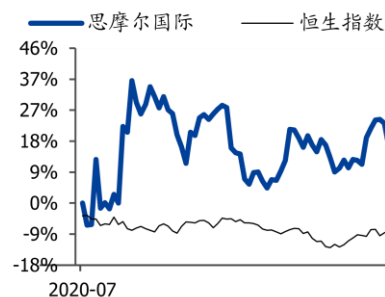
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	
最新收盘价(港币)	36.20
总市值(亿港币)	2,110.34
总股本(亿股)	58.30
其中自由流通股(%)	
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

分析师 郑树明

执业证书编号：S0680520040003

邮箱：zhengshuming@gszq.com

研究助理 王凯婕

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究

1、《思摩尔国际 (06969.HK)：电子雾化领域领导者》

2020-07-07

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1841	2170	10473	16599	26035	营业收入	3434	7611	11331	17736	26134
现金	942	731	8579	13339	21775	营业成本	2243	4258	5774	8759	12570
应收票据及应收账款	353	659	848	1511	1964	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	139	231	320	543	729	营业费用	99	158	232	355	510
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	123	327	748	754	1098
存货	391	548	726	1207	1567	研发费用	106	277	567	656	993
其他流动资产	16	0	0	0	0	财务费用	8	18	21	31	50
非流动资产	588	1132	1640	2379	3068	资产减值损失	4	5	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	-23	-11	-12	-12
固定资产	522	887	1369	2080	2744	公允价值变动收益	0	0	-1058	0	0
无形资产	17	59	84	112	138	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	49	186	186	186	186	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2429	3302	12112	18978	29103	营业利润	853	2518	2922	7170	10902
流动负债	1248	2049	2577	3371	4264	营业外收入	16	49	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	25	0	0
应付票据及应付账款	571	442	932	1152	1838	利润总额	869	2567	2897	7170	10902
其他流动负债	677	1607	1645	2219	2426	所得税	135	393	444	1098	1670
非流动负债	212	518	518	518	518	净利润	734	2174	2453	6071	9231
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	212	518	518	518	518	归属母公司净利润	734	2174	2453	6071	9231
负债合计	1460	2567	3095	3889	4782	EBITDA	902	2586	2907	7132	10821
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.13	0.37	0.42	1.04	1.58
股本	63	0	5830	5830	5830	主要财务比率					
资本公积	906	735	735	735	735	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	0	0	2453	8525	17756	成长能力					
归属母公司股东权益	969	735	9018	15089	24321	营业收入 (%)	119.4	121.6	48.9	56.5	47.3
负债和股东权益	2429	3302	12112	18978	29103	营业利润 (%)	284.4	195.2	16.0	145.4	52.0
现金流量表 (百万元)						归属母公司净利润 (%)	288.4	196.2	12.9	147.5	52.0
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	获利能力					
经营活动现金流	960	2184	3684	5656	9358	毛利率 (%)	34.7	44.0	49.0	50.6	51.9
净利润	734	2174	2453	6071	9231	净利率 (%)	21.4	28.6	21.7	34.2	35.3
折旧摊销	48	30	80	127	183	ROE (%)	75.7	295.9	27.2	40.2	38.0
财务费用	8	18	21	31	50	ROIC (%)	61.1	127.5	57.7	58.0	46.3
投资损失	0	0	0	0	0	偿债能力					
营运资金变动	-208	-479	72	-573	-107	资产负债率 (%)	60.1	77.8	25.5	20.5	16.4
其他经营现金流	378	442	1058	0	0	净负债比率 (%)	-75.4	31.5	-238.9	-133.7	-112.6
投资活动现金流	-128	-489	-1645	-866	-872	流动比率	1.5	1.1	4.1	4.9	6.1
资本支出	-200	-460	508	739	689	速动比率	1.1	0.8	3.8	4.6	5.7
长期投资	0	0	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	-327	-949	-1138	-127	-183	总资产周转率	2.0	2.7	1.5	1.1	1.1
筹资活动现金流	-215	-1900	5809	-31	-50	应收账款周转率	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
短期借款	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.8	8.4	8.4	8.4	8.4
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
普通股增加	0	-63	5830	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.37	0.42	1.04	1.58
资本公积增加	559	-171	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.16	0.37	0.63	0.97	1.61
其他筹资现金流	-774	-1666	-21	-31	-50	每股净资产 (最新摊薄)	0.17	0.13	0.55	1.59	3.17
现金净增加额	617	-205	7848	4760	8436	估值比率					
						P/E	248.6	83.9	74.4	30.1	19.8
						P/B	188.3	248.4	57.2	19.7	9.9
						EV/EBITDA	201.4	70.7	60.1	23.8	14.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、思摩尔：电子雾化领域的领军者	5
1.1 全球最大电子雾化设备制造商	5
1.2 创始人实际控制人，亿纬锂能为第二大股东	7
1.3 营业收入、净利润呈现爆发式增长	8
二、新型烟草行业：双品类共同发展，行业增长空间广阔	9
2.1 行业高速增长，思摩尔潜在市场空间超 300 亿美元	9
2.2 电子烟管制政策日渐明朗，头部电子烟企业集中度提高	13
2.3 电子雾化设备制造商众多，品牌商集中度高	15
三、公司盈利确定性强：技术领先、客户优质、成本下降	16
3.1 技术领先缔造品牌优势，盈利水平大幅提升	16
3.2 头部客户合作稳定，CBD/医用领域可拓展性强	21
3.3 锂电池原材料成本下行，建设自有工厂减少租赁成本	22
四、盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 估值分析	26
风险提示	27

图表目录

图表 1: 思摩尔发展里程碑	5
图表 2: 公司商业模式	5
图表 3: 公司主要产品	6
图表 4: 公司分业务板块收入及占比	6
图表 5: 公司分业务收入规模及增速	7
图表 6: 超额配股权完成后公司股权结构（行使超额配股权后）	7
图表 7: 2016 年-2020H1 营收及同比增速	8
图表 8: 2016 年-2020H1 净利润及同比增速	8
图表 9: 2016 年-2020H1 公司期间费用率水平	8
图表 10: 2016 年-2020H1 公司毛利率和调整后净利率水平	8
图表 11: 2016 年-2020H1 公司调整后 ROE 水平	9
图表 12: 2016 年-2020H1 公司应收账款及存货周转天数	9
图表 13: 公司调整后 ROE 杜邦分析	9
图表 14: 电子烟分类	9
图表 15: 封闭式电子雾化设备结构	10
图表 16: 开放式电子雾化设备结构	10
图表 17: 加热不燃烧设备结构（以 IQOS 为例）	10
图表 18: 2014-2024 年全球烟草市场规模（万亿美元）	11
图表 19: 2014-2024 年不同烟草制品的全球市场份额	11
图表 20: 2014-2024 年电子雾化设备市场规模及复合年增长率（按出厂价格）	12
图表 21: 2014、2019、2024 年不同电子雾化设备市场份额（按出厂价格）	12
图表 22: 电子雾化设备市场不同地域份额	13
图表 23: 2013-2023 年全球加热不燃烧设备市场规模（按零售价格）	13
图表 24: 各国监管政策	14
图表 25: 电子雾化设备价值链构成	15

图表 26: 2019 年全球前五大电子雾化设备参与者市场份额	15
图表 27: 传统烟草巨头旗下的电子烟企业	16
图表 28: 部分独立电子烟企业	16
图表 29: 公司基础研究院情况	17
图表 30: 2016-2020H1 研发费用及占比	17
图表 31: 2016-2019 年研发部门平均薪酬	17
图表 32: FEELM 雾化芯与传统棉芯比较	18
图表 33: 主要陶瓷雾化芯公司比较	18
图表 34: 带有“FEELM inside”标识的烟弹	19
图表 35: 2016-2019 年面向企业的产品均价 (元/标准单位)	19
图表 36: 2016-2019 年面向零售的产品均价 (元/标准单位)	19
图表 37: 2016-2019 年主要产品销量 (亿标准单位)	20
图表 38: 公司分业务板块毛利和毛利率	20
图表 39: 2016-2019 年各业务毛利率	20
图表 40: 2020H1 销售地域营收占比	21
图表 41: 2016-2019 年主要客户营收占比	21
图表 42: 2019 年公司前五大客户情况	21
图表 43: 2016-2019 年公司分销商数量及营收占比	22
图表 44: 2019 年公司分销商营收占比 (按地区)	22
图表 45: 2016-2019 年营业成本构成	23
图表 46: 2016-2019 年各项营业成本占比	23
图表 47: 2020H1 公司原材料成本构成	23
图表 48: 2014-2019 年锂离子电池平均价格	23
图表 49: 2016-2019 年公司产能利用率 (面向企业客户)	23
图表 50: 2016-2019 年公司产能利用率 (面向零售客户)	23
图表 51: 2019-2024 年公司产能规模测算	24
图表 52: 公司电子雾化设备收入预测	25
图表 53: 电子雾化组件收入预测	25
图表 54: 面向零售客户销售收入预测	26
图表 55: 公司收入、毛利与费用率预测	26
图表 56: 可比公司估值比较	27

一、思摩尔：电子雾化领域的领军者

1.1 全球最大电子雾化设备制造商

思摩尔国际控股有限公司（股票代码：6969.HK，以下简称“公司”）是专注于雾化领域的全球领导者，2019 年公司电子雾化设备的市占率为 16.5%，位居全球第一。

公司成立于 2019 年 7 月，主要通过全资子公司深圳麦克韦尔科技有限公司开展业务。公司创始人兼控股股东陈志平先生于 2007 年加入深圳市思摩尔科技有限公司，首次涉足电子雾化设备制造行业，后该公司于 2012 年注销并将业务整合入深圳麦克韦尔；陈志平先生于 2009 年通过代持安排成立深圳麦克韦尔，系保持深圳思摩尔科技及深圳麦克韦尔在形式上的独立性，便于开发客户及维护客户关系；2015 年深圳麦克韦尔在新三板挂牌并于 2019 年摘牌；2020 年 7 月思摩尔国际控股在港交所上市。

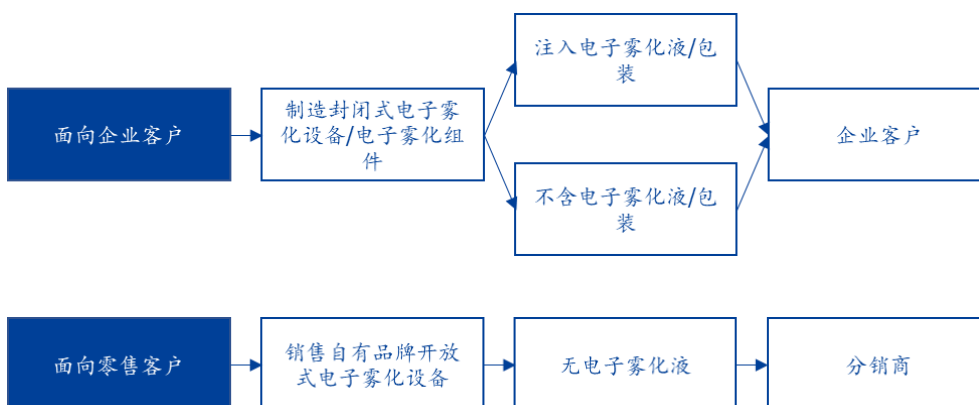
图表 1：思摩尔发展里程碑

时间	发展里程碑
2007 年	创始人兼控股股东陈志平以少数股东身份加入深圳市思摩尔科技有限公司
2009 年	陈先生通过代持成立深圳麦克韦尔
2012 年	产品销往美国
2015 年	产品销往欧洲，深圳麦克韦尔挂牌新三板，与日本烟草建立业务关系；在美国市场推出自有品牌 APV “Vapresso”
2016 年	推出第一代陶瓷加热技术，同年推出第二代陶瓷加热技术 FEELM
2018 年	与英美烟草及 Reynolds Asia-Pacific 建立业务关系
2019 年	麦克韦尔从新三板摘牌，改制为有限公司，思摩尔国际控股有限公司成立
2020 年	思摩尔国际于港交所上市

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司产品包括封闭式电子雾化设备、电子雾化组件（加热不燃烧及特殊用途的雾化设备）及开放式电子雾化设备，上述产品在 2019 年的营收占比分别为 58.8%/27.5%/13.7%，增速同比为 298.25%/52.91%/10.64%。其中，前两项产品主要以 OEM/ODM 形式面向企业客户销售，第三项产品以自有品牌面向零售客户（即分销商）销售，公司自有品牌 Vapresso 在开放式电子雾化设备中的品牌知名度排名第三。

图表 2：公司商业模式



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 3: 公司主要产品

公司产品	面向企业客户销售		面向零售客户销售
	封闭式电子雾化设备	电子雾化组件	开放式电子雾化设备
产品构成	封闭式电子雾化器（包括雾化芯、电子雾化液）及电池	封闭式电子雾化器及电池	开放式电子雾化器（包括发热丝）和电池模组（包括电池）
产品示意图			
特点	可充电或一次性使用，具备便携、个性化及易使用等优势，可持续使用 3-12 天	用于加热不燃烧产品（HNB）、医疗/娱乐用途的 CBD/THC 产品	允许使用者混合使用不同发热丝、电池模组及电子雾化液以生成更多个性化体验，允许终端消费者自行替换电池
客户或品牌代表	英美烟草 Vuse、日烟 LOGIC、NJOY、RELX 悦刻、YOOZ 柚子	HNB: 日烟 Ploom Tech CBD: 加拿大 Jupiter Research	自有品牌 Vaporesso、Renova、Revenant Vape

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

公司收入以面向企业客户销售为主。2019 全年来自企业客户的销售收入为 65.69 亿元，占比 86.3%，其中 44.77 亿来自封闭式电子雾化设备销售，20.92 亿来自电子雾化组件销售；来自零售客户的销售收入为 10.42 亿元，占比 13.7%。其中，2018 年公司推广含有陶瓷加热技术的电子雾化设备，获得客户青睐，其营收占比从 2018 年的 12.1% 提升至 2019 年的 47.2%。

图表 4: 公司分业务板块收入及占比

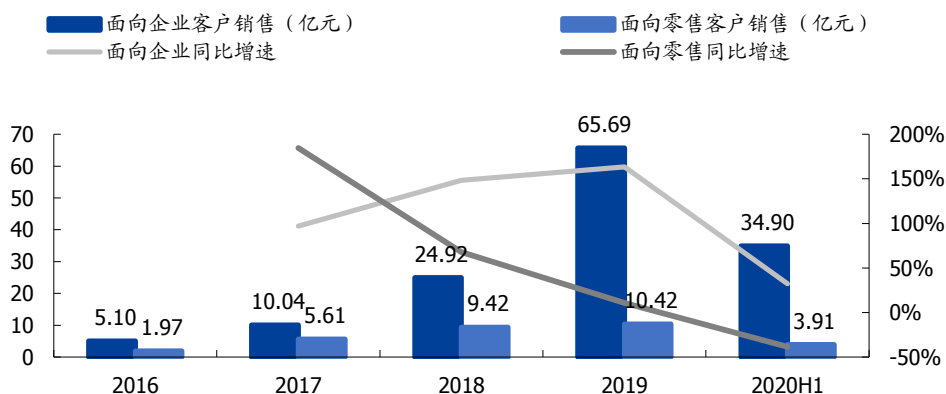
	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	人民币亿元	%	人民币亿元	%	人民币亿元	%	人民币亿元	%
面向企业客户销售	5.10	72.1	10.04	64.1	24.92	72.6	65.69	86.3
—电子雾化设备	5.03	71.1	6.92	44.2	11.24	32.8	44.77	58.8
—含有陶瓷加热技术	-	-	-	-	4.15	12.1	35.95	47.2
—不含陶瓷加热技术	5.03	71.1	6.92	44.2	7.09	20.7	8.82	11.6
—电子雾化组件	0.07	1.0	3.12	19.9	13.68	39.8	20.92	27.5
面向零售客户销售	1.97	27.9	5.61	35.9	9.42	27.4	10.42	13.7
总计	7.07	100.0	15.65	100.0	34.34	100.0	76.11	100.0

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

近年来，公司来自企业客户销售的收入维持高速增长，2017-2019 年的增速分别为 96.81%/148.28%/163.59%；来自零售客户销售的收入增速逐年降低，2017-2019 年的增速分别为 184.62%/67.72%/10.64%。

受新冠疫情影响，2020Q1 开工较晚，整体业务增速有所下滑，2020H1，面向企业客户的营收同比增长 32.29%至 34.90 亿元，面向零售客户的营收同比下降 38.53%至 3.91 亿元，两者增速形成差异的主要原因系面向企业客户的产品终端销售渠道为便利店、药店、加油站等，疫情期间保持营业，而面向零售客户的 APV 终端销售渠道为专卖店，疫情期间部分店铺临时关闭，且经销商考虑临近 9 月 9 日 PMTA 截止日，存在观望行为。

图表 5: 公司分业务收入规模及增速

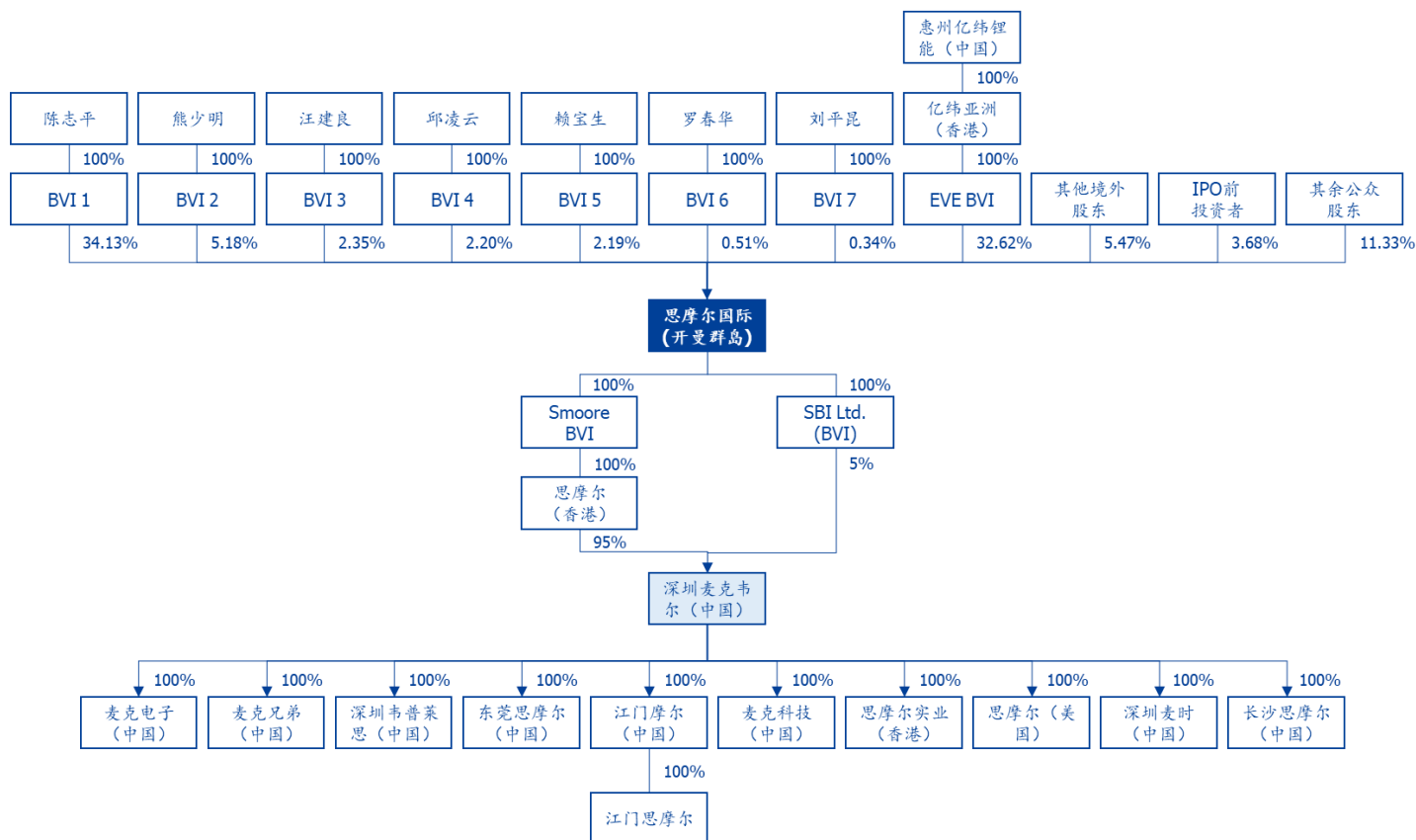


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 创始人实际控制, 亿纬锂能为第二大股东

创始人陈志平先生为实际控制人, 供应商亿纬锂能为第二大股东。公司第一大股东为陈志平, 通过 BVI 1 间接持股 34.13%; 公司创始股东兼董事熊少明与陈志平为一致行动人, 其通过 BVI 2 间接持股 5.18%; 第二大股东惠州亿纬锂能通过 EVE BVI 间接持股 32.62%。陈志平、熊少明及惠州亿纬锂能为公司控股股东, 合计持股比例为 71.93%。

图表 6: 超额配股权完成后公司股权结构 (行使超额配股权后)

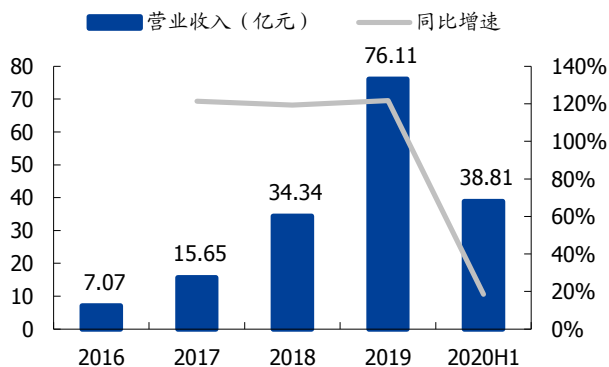


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

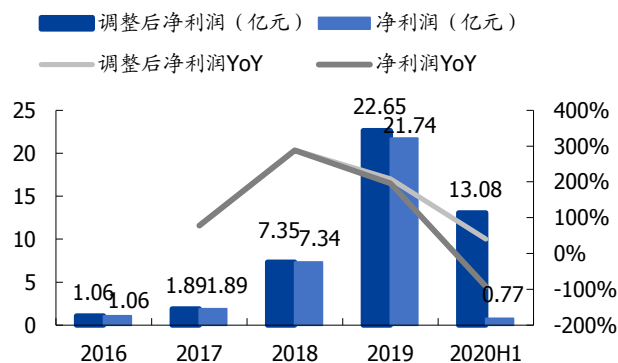
1.3 营业收入、净利润呈现爆发式增长

公司营收和净利润呈现爆发式增长，16-19年CAGR分别为121%和174%。得益于公司强大的研发能力与客户网络，公司营收由2016年的人民币7.07亿元增长至2019年的人民币76.11亿元，复合年增长率为120.8%。公司调整后净利润由2016年的人民币1.06亿元增加至2019年的人民币21.74亿元，复合年增长率为173.5%，2020年上半年受上市费用增加、期权摊销及公允价值变动等一次性因素影响，净利润为0.77亿元，剔除影响后净利润为13.08亿元。

图表7: 2016年-2020H1 营收及同比增速



图表8: 2016年-2020H1 净利润及同比增速



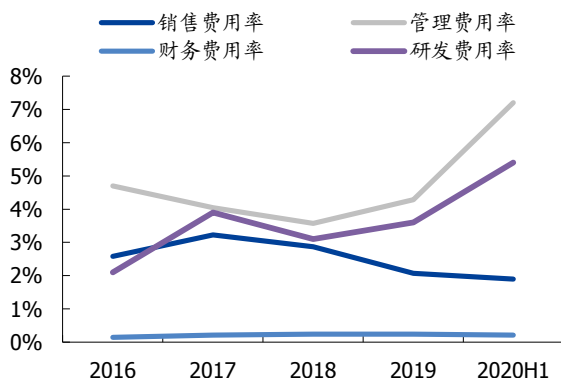
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

期间费用控制良好，毛利率、净利率逐年上升。收入增长产生规模效应，销售费用率从2016年的2.6%降至2020H1的1.9%，管理费用率从2016年的4.7%降至2020H1年的3.4%（剔除股权费用影响），其中2020H1管理费用率为7.2%，主要系股权费用增长，剔除影响后管理费用率为3.4%。公司重视研发，将技术领先作为发展的核心动力，尽管收入不断增长，研发费用率依然保持增加，其中2020H1由于增加PMTA产品认证费用，研发费用率从2019年的3.6%升至2020H1的5.4%。2017年以来公司财务费用率维持在0.2%，较为稳定。

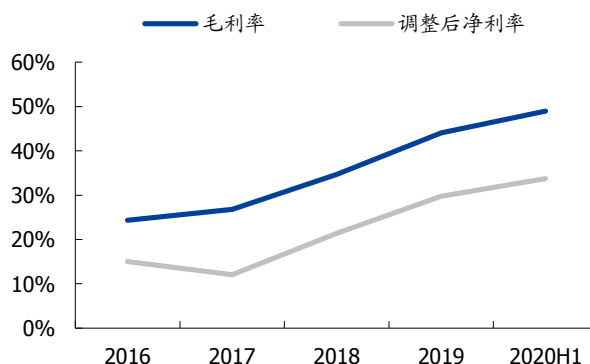
公司毛利率增长主要系高毛利率的含有陶瓷加热技术的电子雾化设备销售增加；公司对期间费用率控制良好，剔除股权费用影响，公司调整后净利率跟随毛利率逐年上升，盈利能力大幅提升。2020H1，公司毛利率为49.0%，调整后净利率为33.7%。

图表9: 2016年-2020H1 公司期间费用率水平



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表10: 2016年-2020H1 公司毛利率和调整后净利率水平

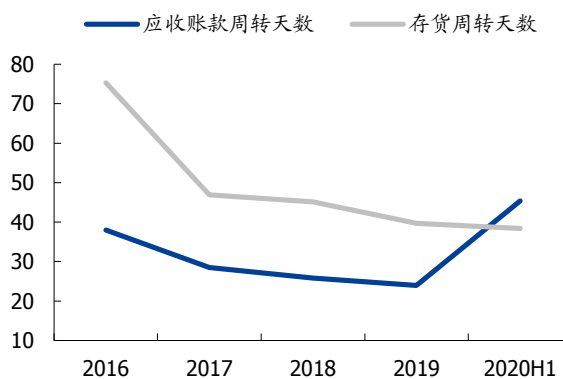
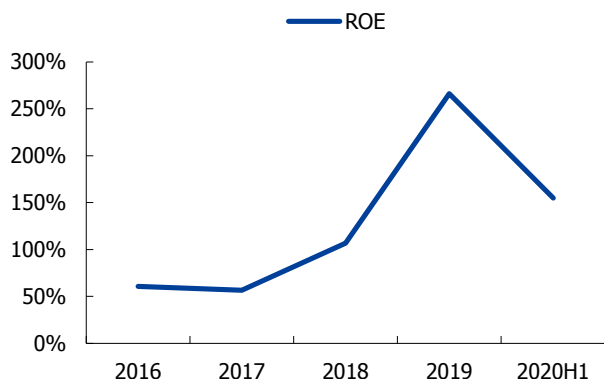


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

营运能力稳定，经营持续向好。近年来公司调整后 ROE 显著上升，应收账款周转天数和存货周转天数呈下降趋势，在业务迅速扩张的同时，营运能力保持稳定。2020 年上半年公司 ROE 有所下降，主要系总资产周转率下降所致。

图表 11: 2016 年-2020H1 公司调整后 ROE 水平

图表 12: 2016 年-2020H1 公司应收账款及存货周转天数



资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

图表 13: 公司调整后 ROE 杜邦分析

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
调整后净利率 (%)	15.0	12.1	21.4	29.8	33.7
权益乘数	1.9	2.4	2.5	3.4	4.7
总资产周转率 (次)	2.1	1.9	2.0	2.7	1.0
ROE (%)	60.7	56.4	106.6	266.1	154.9

资料来源：wind，国盛证券研究所

二、新型烟草行业：双品类共同发展，行业增长空间广阔

2.1 行业高速增长，思摩尔潜在市场空间超 300 亿美元

按出烟原理，可将电子烟分为电子雾化设备及加热不燃烧设备。其中电子雾化设备通过加热电子雾化液（又称烟油）产生雾化气，当使用者从中吸气时会有类似于吸烟的体验，电子雾化设备通常分为封闭式与开放式两类；加热不燃烧设备通过加热烟草产生雾化气，通常烟草被制作成烟弹（形状类似卷烟，长度较短），属于烟草制品，有明确的监管。

图表 14: 电子烟分类

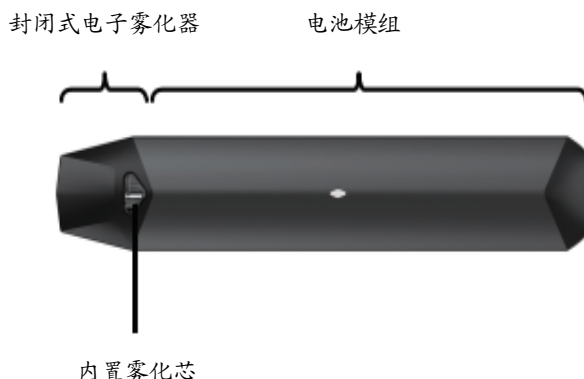
分类	组成	原理	特点	核心技术	代表品牌
电子雾化设备	电池、控制芯片、雾化芯与电子雾化液	吸入雾化汽以摄入吸烟所需的尼古丁	不经燃烧，焦油等有毒物质含量低；便携、个性化	雾化芯技术、电子雾化液、芯片，产品生命周期相对较短，受行业快速发展趋势及新技术影响较大	封闭式为 Blu、JUUL、Logic、NJOY、RELX、Vuse 及 Vype；开放式为 Aspire、iJoy、Joyetech、SMOK 及 Vapresso
加热不燃烧设备	电池供电的加热系统，使用时需要配套烟弹	加热烟草而非直接燃烧烟草，产生包含尼古丁及其他化学物质的雾化汽	加热温度低，毒性较低；口感更像卷烟	加热技术、烟草配方、控制芯片	Glo、IQOS、Ploom Tech、Jouz、Kungfu、Lil 等

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

1) 电子雾化设备

封闭式电子雾化设备分为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，由封闭式电子雾化器（包括雾化芯及电子雾化液）及电池组成，易于使用，便携性良好。

图表 15: 封闭式电子雾化设备结构



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

开放式电子雾化设备允许使用者更换发热丝及电池模组，且可自行注入不同电子雾化液，对于电子雾化液的选择更加灵活，提供了更多的个性化使用体验。

图表 16: 开放式电子雾化设备结构

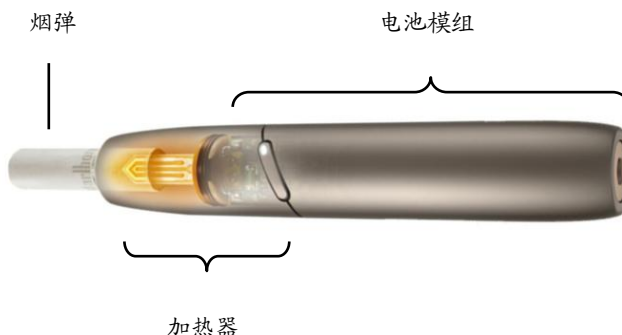


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

2) 加热不燃烧设备

加热不燃烧设备（HNB）是一种使用由电池驱动的加热系统设备，可通过加热烟草产生含有尼古丁的雾化器，其代表为菲莫国际旗下的 IQOS，加热不燃烧烟弹属于烟草制品。

图表 17: 加热不燃烧设备结构（以 IQOS 为例）



资料来源：IQOS，国盛证券研究所

根据 F&S 报告，2024 年电子雾化设备（出厂价）的市场空间约 227 亿美元，2024 年加

热不燃烧设备（零售价）的市场空间约 325 亿美元，我们假设 HNB 出厂价约占零售价的 1/4~1/3，测算出 2024 年加热不燃烧设备（出厂价）市场规模约 81~108 亿美元，二者合计测算思摩尔的潜在市场空间约 308-335 亿美元。

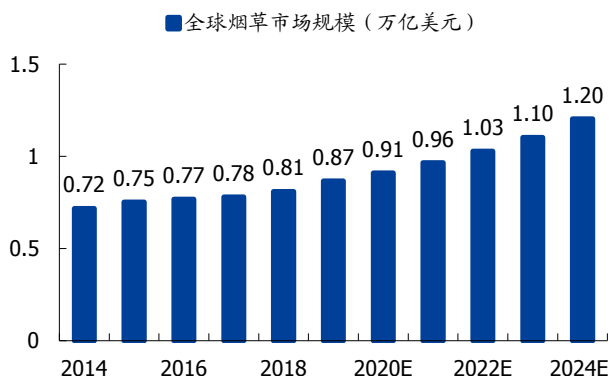
1、全球烟草市场规模及新型烟草渗透率

全球烟草市场规模庞大，新型烟草的渗透率不断提升。全球烟草市场规模庞大，2019 年达到 8654 亿美元，其中卷烟仍是占比最高的品类，约占 88.2%，预计到 2024 年，全球烟草市场规模将增长至 1.2 万亿美元。

对于烟民而言，健康诉求与戒烟困难之间的矛盾促使他们寻求中间替代品，同时电子烟较为时尚的外型与一定的社交属性吸引了年轻的消费群体，以上均促进了新型烟草对传统烟草的延伸和替代。

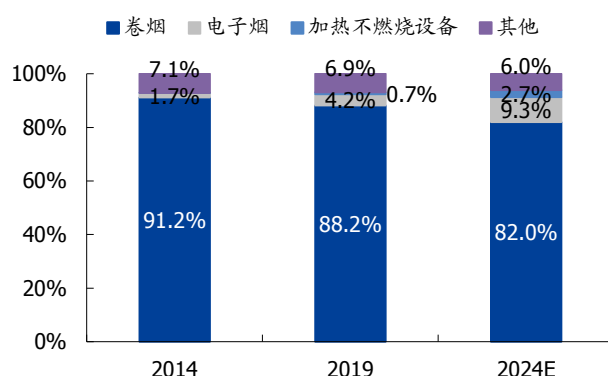
根据 F&S 报告，电子烟（此处指电子雾化烟）占烟草的市场份额由 2014 年 1.7% 提升至 2019 年 4.2%，预计到 2024 年占比达到 9.3%，市场规模达 1,115 亿美元；而加热不燃烧设备的市场份额由 2014 年 0.002% 提升至 2019 年 0.7%，预计到 2024 年占比达到 2.7%，市场规模达 325 亿美元；二者合计占比为 12.0%，市场规模合计约 1,440 亿美元。

图表 18: 2014-2024 年全球烟草市场规模（万亿美元）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 19: 2014-2024 年不同烟草制品的全球市场份额



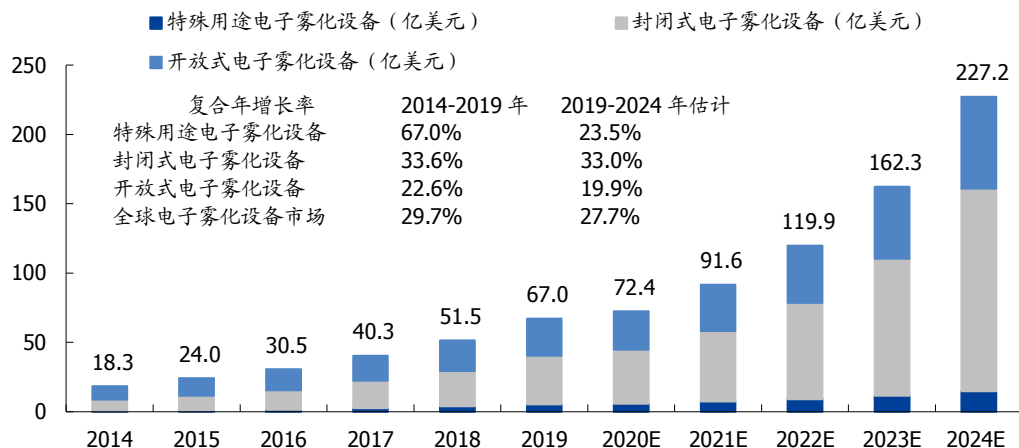
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所 注：其他包括斗烟、嚼烟、雪茄及鼻烟等

2、全球电子雾化设备市场规模

全球电子雾化设备市场规模增长迅速。全球电子雾化设备市场包括封闭式电子雾化设备、开放式电子雾化设备及特殊用途电子雾化设备，近年来市场稳健增长，一定程度上由电子雾化设备多样化及改进所驱动。

根据 F&S 报告，全球电子雾化设备市场规模由 2014 年的 18.3 亿美元迅速增至 2019 年的 67.0 亿美元，复合年增长率为 29.7%。随着全球需求不断增加，全球电子雾化设备的市场规模预期将于 2024 年达到 227.2 亿美元，复合年增长率达 27.7%，其中封闭式电子雾化设备的市场规模将达到 146.1 亿美元，占比最高。

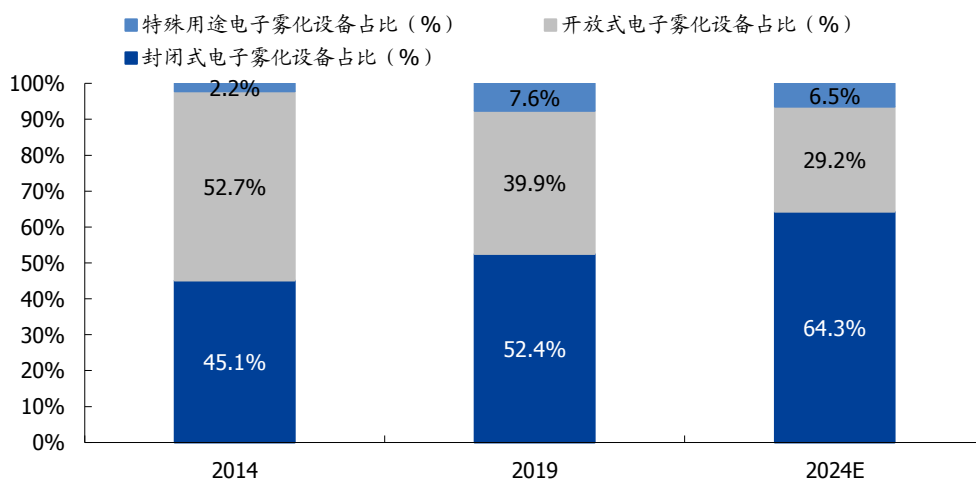
图表 20: 2014-2024 年电子雾化设备市场规模及复合年增长率 (按出厂价格)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 注: 特殊用途电子雾化设备可用于医疗或娱乐 CBD 及 THC 雾化

封闭式电子雾化设备是流行趋势。2019 年, 封闭式电子雾化设备占全球电子雾化设备市场份额的 52.4%, 而开放式电子雾化设备及特殊用途电子雾化设备分别占 39.9% 及 7.6%。由于更加流行, 封闭式电子雾化设备的市场份额预期到 2024 年将占全球电子雾化设备市场总额的 64.3%, 开放式电子雾化设备的市场份额下降至 29.2%。

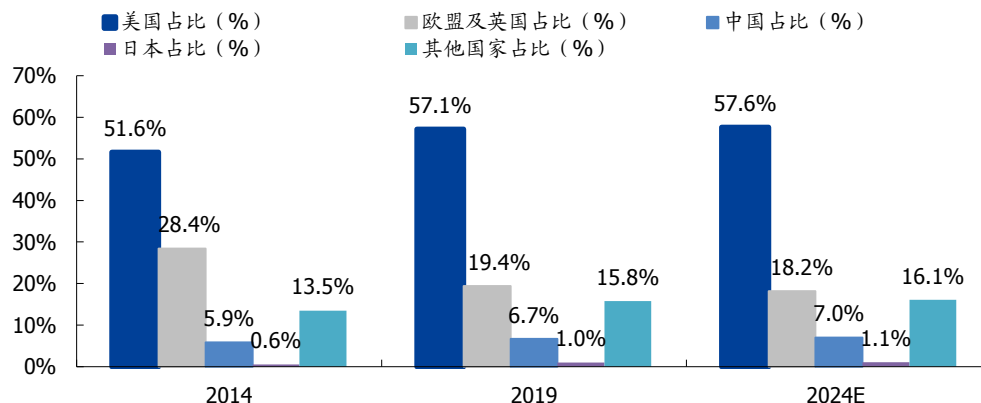
图表 21: 2014、2019、2024 年不同电子雾化设备市场份额 (按出厂价格)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

美国拥有全球最大的电子雾化设备市场。2019 年美国电子雾化设备市场份额占比达 57.1%, 欧盟及英国、中国、日本分别占全球电子雾化设备市场份额的 19.4%、6.7% 及 1.0%。预计到 2024 年, 按地区划分的市场结构基本维持稳定, 美国占比第一, 第二名为欧盟及英国, 第三名为中国。

图表 22: 电子雾化设备市场不同地域份额



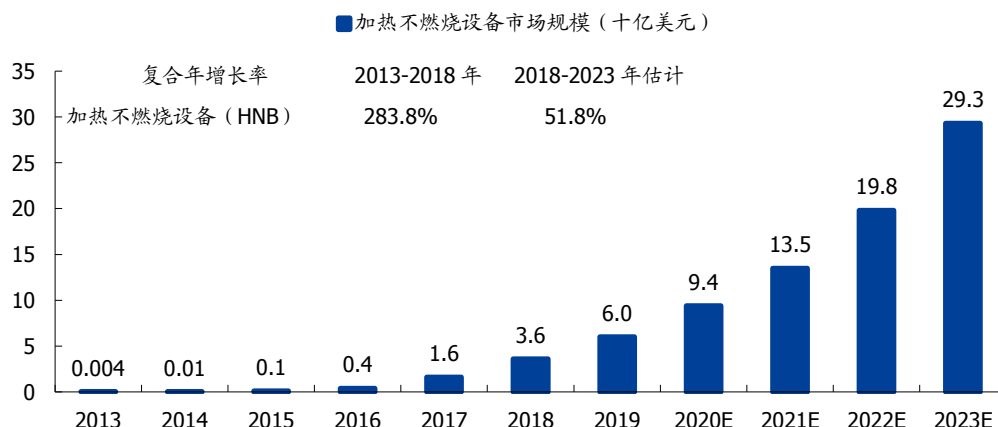
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3、全球加热不燃烧设备市场规模

HNB 高速发展, IQOS 是代表。加热不燃烧设备 (HNB) 利用外部热源加热烟草, 具有口感更像传统烟草制品的特点, 近年来发展迅猛。菲莫国际 2014 年在日本推出 IQOS, 良好的使用体验加上危害较低的特点, 使产品迅速受到了市场的欢迎, 预计提升口感的技术将成为未来的主要竞争方向。

根据 F&S, 2013-2018 年全球加热不燃烧设备市场规模的复合年增长率为 283.8%, 2018 年 HNB 市场规模达到 36 亿美元, 预计 18-23 年复合年增长率达 51.8%, 到 2023 年达到 293 亿美元。F&S 进一步预测 2024 年 HNB 设备的市场规模将增长至约 325 亿美元, 假设 HNB 出厂价约占零售价的 1/4~1/3, 测算出 2024 年加热不燃烧设备 (出厂价) 市场规模约 81~108 亿美元。

图表 23: 2013-2023 年全球加热不燃烧设备市场规模 (按零售价格)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 电子烟管制政策日渐明朗, 头部电子烟企业集中度提高

各国对电子烟管制政策日渐明朗。目前, 电子雾化设备的安全性及是否存在潜在的健康危害尚不清楚, 部分国家针对电子烟已出台相关管制政策: 美国将电子雾化设备纳入食品药品监督管理局 (FDA) 监管范围; 欧盟将电子烟纳入烟草制品统一监管; 日本将产生尼古丁雾化汽的电子雾化设备纳入医药监管范围。

电子烟严监管的逻辑为保护青少年健康。2019 年末，美国部分州宣布了禁止非烟草香味电子烟产品，马兰诸塞州甚至颁布了永久性法定香味禁令，而中国则于 2019 年宣布禁止通过互联网渠道销售电子烟，以上举措的逻辑均为加强对未成年人身心健康的保护，即不把青少年纳入产品的营销对象，强监管将使实力不足的参与者逐渐退出市场。

PMTA 申请促进头部企业集中，FDA 树立电子烟行业监管标杆。对于新 SKU，FDA 要求制造商于 2020 年 9 月 9 日前递交烟草上市前申请（PMTA，全称 Premarket Tobacco Application）并获得许可后才可在美国上市销售。截止目前，根据 Vape PMTA 统计，思摩尔的 Vapresso 产品申请已获得受理，JUUL 和 Vuse 的产品申请完成提交。一方面由于 PMTA 申请费用较为高昂，申请过程较为繁复，此措施有利于头部企业进一步提升市场份额，另一方面 PMTA 申请也为电子烟行业树立了监管标杆，有利于行业的有序发展。

新型烟草的减害作用获 FDA 认可，监管最终或将落实到产品安全上。以 IQOS 为例，2019 年 4 月其就通过了 PMTA 烟草上市前申请，随后于 2020 年 7 月正式通过改良风险烟草产品（MRTP）的审核，产品作为减害产品在美销售，其减害作用获得 FDA 认可。我们认为，类似电动车逐步取代燃油车，电子烟产品将逐步替代传统烟草，对电子烟的监管最终将回到产品和供应链的安全性上来，而美国作为电子烟使用大国，其监管政策值得其他国家借鉴与学习。

图表 24: 各国监管政策

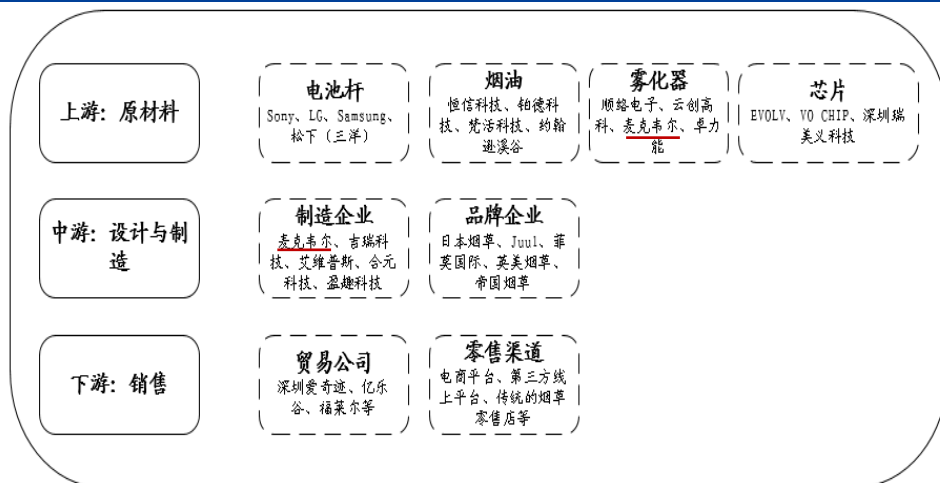
国家	相关监管政策
美国	✓ 2016 年，食品药品监督管理局（FDA）将电子雾化设备纳入监管范围，要求呈递产品包含的所有材料清单与健康文件，目前各州将销售电子尼古丁传送系统产品对象的最低法定年龄提高至 21 岁，进入州际贸易前需取得食品药品监督管理局的营销指令。
	✓ FDA 规定，所有被视为新型烟草的制品必须获得 PMTA 许可才可以上市销售，递交材料的截止日期为 2020 年 9 月 9 日，其中 2016 年 8 月 8 日前上市的产品可在 2020 年 9 月 9 日前继续销售，其他产品则禁止在获得许可前销售。
	✓ 2019 年 9 月起，美国部分州宣布了对电子尼古丁传送系统产品的临时紧急香味禁令，禁止销售及拥有几乎所有非烟草香味电子尼古丁传送系统产品，包括纽约州、密歇根州、马兰诸塞州、华盛顿州、俄勒冈州、蒙大拿州、罗德岛州等，随后部分州法院禁止了该禁令，但马兰诸塞州、新泽西州立法对该州颁布永久性法定香味禁令。
	✓ 根据联邦法律，分销或以分销为目的持有管制物质属于重罪，过去大麻及 THC（四氢大麻酚）属于管制物质。2018 年 12 月立法修订，规定所含 THC 浓度干重低于 0.3% 的工业大麻提取 CBD 油不属于管制物质，其生产、持有或销售未受禁止亦不受处罚，有利于以大麻消费为目的的电子雾化产品及组件。
欧盟	✓ 欧洲议会及委员会于 2014 年 4 月 3 日统一发布 2014/40/EU 号指令，2016 年 5 月 20 日起在欧盟成员国施行，该指令适用于包括电子烟在内的烟草有关产品，要求制造商及进口商须向成员国主管机关提交有关其拟投放市场的产品资料，禁止产品做广告进行推广促销，要求外包装应以产品投放所在成员国官方语言进行健康警告，禁止产品展示出促进或鼓励消费的任何要素等。
日本	✓ 烟草商业法对烟草制品（包括 HNB 产品）进行监管，规定日本烟草是唯一可制造烟草制品的公司。
	✓ 含尼古丁的电子雾化液或封闭式电子雾化器作为“药品”受药事法规限，其销售、广告、制造、进口及分销须获上市许可，电子烟中用于产生含尼古丁雾化汽的设备作为“医疗器械”受到监管。不含尼古丁的电子雾化液或封闭式电子雾化器或不产生含尼古丁的雾化汽的电子烟设备则不受监管。
中国	✓ 2017 年 12 月，国家烟草专卖局发布《关于落实开展加热不燃烧卷烟监督工作的通知》，将 HNB 烟草制品纳入其烟草监管范围。
	✓ 2018 年 8 月 28 日，国家市场监督管理总局及国家烟草专卖局共同发布《国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，明令禁止向未成年人出售电子烟产品。
	✓ 2019 年 10 月 30 日，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，禁止电子烟生产商及电子商务平台通过互联网渠道售卖电子烟。

资料来源：招股说明书，烟草专卖局，国盛证券研究所

2.3 电子雾化设备制造商众多，品牌商集中度高

电子雾化设备行业的价值链包括三部分，即供应商（上游）、电子雾化设备制商（中游）及零售与品牌推广（下游）。上游板块包括原材料、设备及劳工服务供应商等，核心是雾化器、烟油、芯片等，此外还包括导油棉、五金、塑料等原材料，核心技术大多位于价值链上游。中游板块的参与者主要分为品牌商与制造商两大类，国外电子烟企业通常为传统烟草巨头和专业制造企业，国内电子烟企业多从代工厂起家，积累经验后创立自有品牌。下游板块电子雾化设备一般通过线下及线上渠道进行分销。

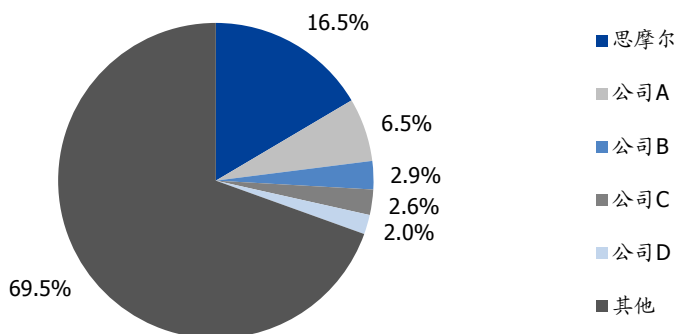
图表 25：电子雾化设备价值链构成



资料来源：网络资料，国盛证券研究所

全球制造商众多，龙头已经显现。全球有超过 1200 家电子雾化设备制造商，大部分电子雾化设备制造商为中小型企业，行业竞争十分激烈。以收益统计，2019 年思摩尔占全球电子雾化设备市场份额的 16.5%，位居全球第一，前五大制造商占比为 30.5%。据统计，2019 年全球售出的逾 90% 的电子雾化设备是由中国的品牌所有者或 OEM/ODM 制造，且电子烟制造产业集聚于我国深圳与东莞等城市。

图表 26：2019 年全球前五大电子雾化设备参与者市场份额



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

品牌商市场集中度高，大型烟草集团积极参与电子烟业务。电子烟制造企业的客户包括传统烟草巨头和独立电子烟企业，其中，由于各国控烟政策趋严，烟草产品减害是必然趋势，各大烟草公司开始自主研发或以兼并收购的方式涉足电子烟领域。当前，较为领先的雾化电子烟企业包括 JUUL、Vuse（英美烟草）、NJOY、Blu（帝国烟草）、Logic（日本烟草），较为领先的 HNB 电子烟企业包括 IQOS（菲莫国际）、Glo（英美烟草）、Ploom Tech（日本烟草）等。

图表 27: 传统烟草巨头旗下的电子烟企业

企业	电子烟品牌	产品类型	产品介绍
帝国烟草	Blu	封闭式电子雾化设备	2015 年帝国烟草从雷诺美国处收购电子烟品牌 Blu, Blu 自 2008 年即开始销售电子烟, 目前产品包括一次性烟弹电子烟和可反复填充烟油式电子烟, 2020H1 美国市场份额约为 9%
	Glo	加热不燃烧设备 (HNB)	2016 年在日本推出 Glo, 采用内舱陶瓷壁 15 秒加热, 烟弹可以完全燃烧
英美烟草 (BAT)	Vype	封闭式电子雾化设备	2013 年推出 Vype, 采用蒸汽烟技术, 即 Vype puretech 技术, 取代传统电子烟的线圈和芯加热机制, 为加热电子烟油提供了更精确和可测量的方式
	Vuse	封闭式电子雾化设备	原隶属于雷诺美国, 2017 年雷诺美国被英美烟草收购, Vuse 主要通过雷诺美国的烟草专卖店分销, 2020H1 美国市场份额约为 36%
菲莫国际/奥驰亚集团	IQOS	加热不燃烧设备 (HNB)	2014 年菲莫国际推出 IQOS, 与万宝路牌 HEETS 专用烟弹 (经过精加工的特制香烟) 配套使用, 已于 2020 年 7 月正式通过 FDA 作为改良风险烟草产品 (MRTP) 进行销售的审核
日本烟草 (JTI)	Ploom Tech	加热不燃烧设备 (HNB)	与菲莫国际的 IQOS 不同的是, Ploom Tech 不直接加热烟叶, 而是通过蓄电池加热的装置产生蒸汽, 并通过装满烟叶的烟草胶囊实现吸烟的体验
	Logic	封闭式电子雾化设备	Logic 原为美国领先电子烟生产商, 2015 年被日本烟草收购, 2020H1 美国市场份额约 8%

资料来源: 网络资料、statista、国盛证券研究所

图表 28: 部分独立电子烟企业

企业	电子烟品牌	产品类型	产品介绍
JUUL Labs	JUUL	封闭式电子雾化设备	JUUL 成立于 2015 年, 原为美国电子烟公司 Pax Labs 旗下电子烟品牌, 2017 年 7 月作为一家独立公司从 Pax Labs 分离出来, 2018 年被奥驰亚集团收购 35% 股份, JUUL 首创尼古丁盐技术, 美国市场份额曾一度超过 70%, 2020H1 因受禁口味烟影响, 其市场份额下降至约 42%
NJOY	NJOY	封闭式电子雾化设备	2006 年成立, 2020H1 美国市场份额约 2%, 以其换弹电子烟 NJOY Ace 闻名
雾芯科技	RELX	封闭式电子雾化设备	2018 年成立, 悦刻由华为、优步前员工创办, 第一款产品即采用了当时行业最先进的陶瓷雾化芯和尼古丁盐技术, 由麦克韦尔生产, 目前悦刻的市占率排名中国第一

资料来源: 网络资料、statista、国盛证券研究所

三、公司盈利确定性强: 技术领先、客户优质、成本下降

3.1 技术领先缔造品牌优势, 盈利水平大幅提升

1、加热技术全球领先, 成功打造 FEELM 品牌

先进的研发-制造综合技术平台。电子雾化行业进入壁垒较高, 主要包括研发能力要求、与客户的稳固关系、高水准人才及重大资本投资。公司拥有由行业先驱及专家组成的管理团队, 平均拥有八年电子雾化设备行业工作经验, 公司创始股东罗春华担任研发部负责人, 在管理及研发电器方面拥有逾 10 年经验, 曾于 1998 年 11 月获中国兵器工业总公司授予的科技进步二等奖。公司拥有先发优势及突破性技术, 有助于维持其在电子雾化行业的领先地位。

公司拥有由基础研究院、技术中心及技术产业化中心组成的研发平台，其中基础研究院探索及发展基础知识并引发新思维，技术中心随后应用该科学理论进行新技术研发及项目孵化，技术产业化中心对相关技术进行应用及测试，以大规模生产产品。通过整合三个部门的不同功能，可加强核心技术的发展，并迅速响应市场需求。

图表 29: 公司基础研究院情况

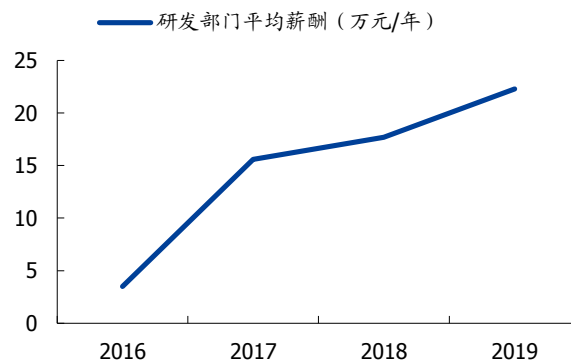
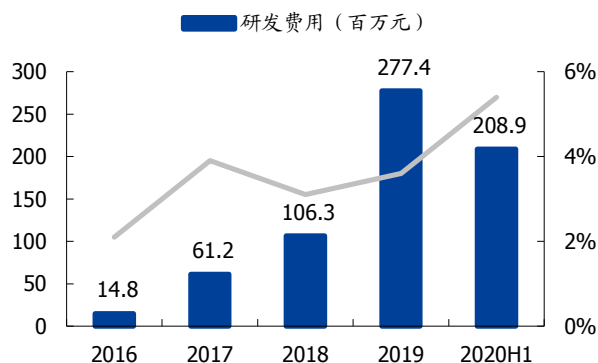
研究院	租赁或自有	总建筑面积 (平方米)	员工人数 (人)	设备数量	主要设备	研究领域
深圳基础研究院	租赁	4500	77	289	场发射扫描电子显微镜、带有光束驱动器及光束光谱仪的液相色谱—质谱仪	雾化原理及机理研究，包括研究电子雾化的目的、过程及结果以及吸雾化汽对人体的影响
长沙基础研究院	自有	4748	41	154	波长色散X射线荧光光谱仪、闪光导热仪	电子雾化过程研究，专注于新加热材料
唐山基础研究院	自有	2867	27	102	扫描电子显微镜、真空/脱脂/气压烧结炉	电子雾化过程研究，专注于新加热材料及新材料的制造过程

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

加大研发投入，激励促进研发。公司近年来在研发部门的投入显著增加，2016 年至 2020H1，公司分别产生研发开支 14.8 百万元、61.2 百万元、106.3 百万元、277.4 百万元及 208.9 百万元，分别占各自期间总营收的 2.1%、3.9%、3.1%、3.6%及 5.4%，其中 2020H1 由于增加 PMTA 产品认证费用，研发费用率较 19 年大幅上升。公司持续吸纳研发人员，截至 2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年，研发部门分别包括 203 名、237 名、344 名及 615 名人员，公司对研发人员进行了大量的薪资与福利投入，以更好地激励技术人员进行研发。

图表 30: 2016-2020H1 研发费用及占比

图表 31: 2016-2019 年研发部门平均薪酬



资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

核心技术提升产品品质，维持行业领先地位。2016 年，公司即推出了第一代加热技术，取代传统棉芯发热丝，同年公司进一步推出第二代加热技术“FEELM”，将金属薄膜与陶瓷导体相结合，在材料和结构科学方面实现提升，其中，金属薄膜的设计可确保雾化气的即时产生。2018 年，“FEELM”荣获《烟业通讯》(Tobacco Reporter)及 Vapor Voice Magazine “金叶奖”；2019 年，“FEELM”荣获中国国家知识产权局授予的“第 21 届中国专利奖”；2020 年，公司一次性电子雾化产品获得 IF 工业设计大奖。公司通过研发核心技术维持在行业中的领先地位，目前已申请中国及国外专利超过 1600 项，其中 700 多项专利已获授权。

FEELM 技术的主要优势包括：1) 产品品质高：FEELM 雾化芯为多孔陶瓷结构，封闭性

很强，漏液率低于行业水平 98%，解决行业痛点。口感上，雾化分子颗粒小，雾气细腻且均匀，口感绵柔醇净；2）制造实现自动化：以无人化操作为基础，采用先进的控制和检测技术，在电子雾化行业中首次实现了封闭式 POD 产品的全工艺流程自动化，实现雾化器行业生产制造模式的突破。

图表 32: FEELM 雾化芯与传统棉芯比较

比较维度	FEELM 雾化芯	棉芯
漏液率	陶瓷碗状结构，封闭性强，大大降低漏液可能，破解行业长期存在的漏液痛点，让漏液率降低 98%	棉芯结构疏松，锁液性差，易产生漏液问题
口感	雾化分子颗粒小，雾气细腻且均匀，口感绵柔醇净	雾化分子颗粒大，雾气浓烈但不均，口感易粘腻
一致性	一致性好，从第一口到最后一口体验始终如一	一致性差，抽吸过程中体验感逐步降低
传输效率	精准雾化出适于人体吸收的粒子，有效成分传输效率较棉芯提高 56%	同等烟雾量下，有效成分传递效率差
焦味	温度控制均匀，不易糊芯，没有焦味	温度控制不均匀，易糊芯，易产生焦味
抽吸体验	抽吸超静音，体验佳	抽吸有噼啪声，体验不好
品质	世界级检测标准，自动化批量生产，卓越品质保证	传统手工绕丝制作，品质难以稳定保障

资料来源: FEELM 官网, 国盛证券研究所

FEELM 陶瓷雾化芯技术早于同行，下游客户质量高。公司在全球率先推出金属覆膜陶瓷雾化芯技术的企业，竞争者在产品形态及材料上均模仿了 FEELM 的技术特点。FEELM 具备先发优势，已与多家全球知名电子烟品牌商达成合作。

图表 33: 主要陶瓷雾化芯公司比较

公司	思摩尔	卓力能	合元科技
品牌	FEELM	SILMO	PURLAVA
发布时间	2016 年发布第二代	2019 年 3 月发布 SILMO 3.0	2019 年发布
核心技术	黑陶覆膜雾化芯技术	厚膜陶瓷发热体技术	陶瓷雾化技术
技术特点	以陶瓷为载体，内部形成大量蜂窝状毛细孔，有利于烟油的均匀渗透和加热雾化，在陶瓷底部经过特殊工艺覆盖金属膜，以“S”型分布，提升整体加热性能，首次实现了封闭式 POD 产品的全工艺流程自动化	采用新型微孔陶瓷制作基体，可批量成型、印刷及切割；采用触点导电设计，无引脚涉及，无需人工焊接。整机采用模块化设计，实现全自动化生产，保障产品的高度一致性和稳定性	物理构造上进行了形状和尺寸精密的优化，供油面积增加了 2.4 倍，提高了发热体的雾化效率，节能 20% 以上；独特专利的四方结构设计及印刷工艺，可通过自动化生产
专利数	600+	200+	1000+
产品形态			
下游客户	英美烟草、菲莫国际、日本烟草、RELX 悦刻、YOOZ 柚子、NJOY 等	RELX 悦刻, Puffco	英美烟草、菲莫国际、日本烟草、MYX 觅等

资料来源: 公司官网, 公众号, 国盛证券研究所

FEELM inside 塑造品牌力，成为行业高品质的象征。2019 年 4 月，在深圳 IECIE 展上，

公司电子雾化科技品牌 FEELM 在现场对外发布新品牌标识——FEELM inside，后续在使用 FEELM 科技的雾化弹上都将逐渐带上“FEELM inside”标识，目前 NJOY, RELX 悦刻、YOOZ 柚子、MOTI 魔笛、bink 冰壳等国内外知名电子烟品牌的烟弹都采用了 FEELM 技术。

类比电脑行业，消费者在购买电脑时认准“intel inside”，电子烟行业中，“FEELM inside”代表着最先进的陶瓷雾化技术，此举有助于提升产品认知度和品牌力，对后续的产品销售有极大帮助。目前，FEELM inside 技术标识已在多个国家和地区完成了商标注册，包括中国，美国，英国，欧盟，加拿大，南非，沙特，阿联酋，俄罗斯，巴拉圭，新西兰，澳大利亚，马来西亚，日本，韩国，印尼等。

图表 34: 带有“FEELM inside”标识的烟弹

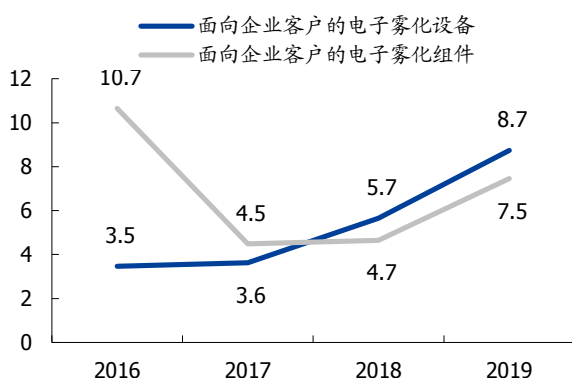


资料来源: Vapordna, 国盛证券研究所

2、技术革新改变产品结构，毛利率显著提升

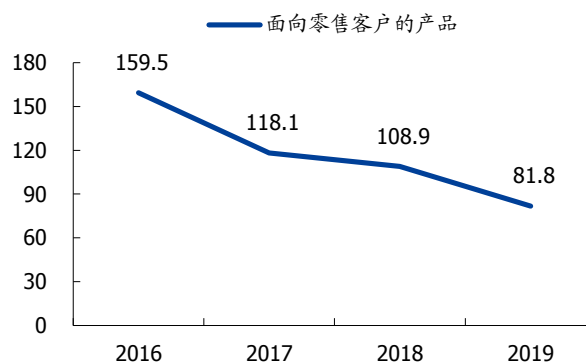
应用陶瓷加热技术使得公司的销售均价持续提升。公司产品平均销售价格受产品类型、结构、所用材料、设计及规格等影响。2018 年公司将陶瓷加热技术应用到电子雾化设备中，引起量价提升；2017 年公司开始销售加热不燃烧产品的电子雾化组件，其价格较低，导致面向企业客户销售的电子雾化组件的平均售价降低；2018 年至 2019 年，公司引进一系列新的平均销售价格较高的加热不燃烧产品使销售价格回升。2016 年至 2019 年，面向零售的产品组合改变引起平均销售价格持续下降。

图表 35: 2016-2019 年面向企业的产品均价（元/标准单位）



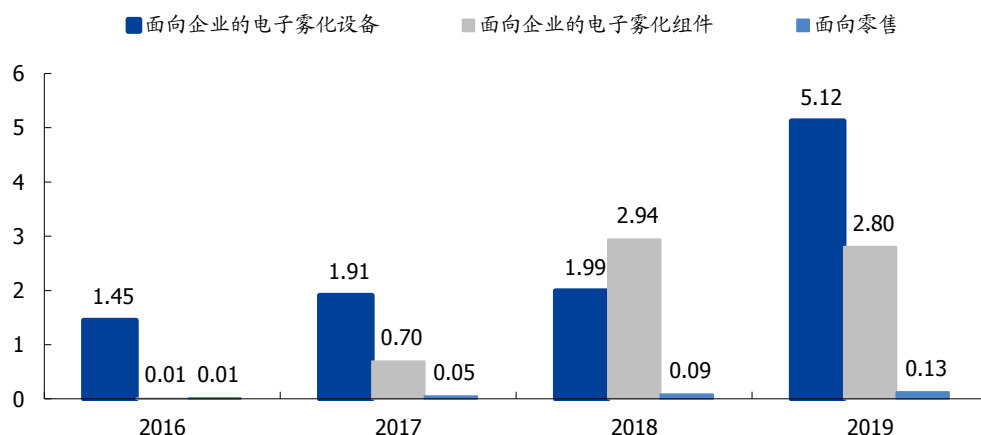
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 36: 2016-2019 年面向零售的产品均价（元/标准单位）



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 37: 2016-2019 年主要产品销量 (亿标准单位)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

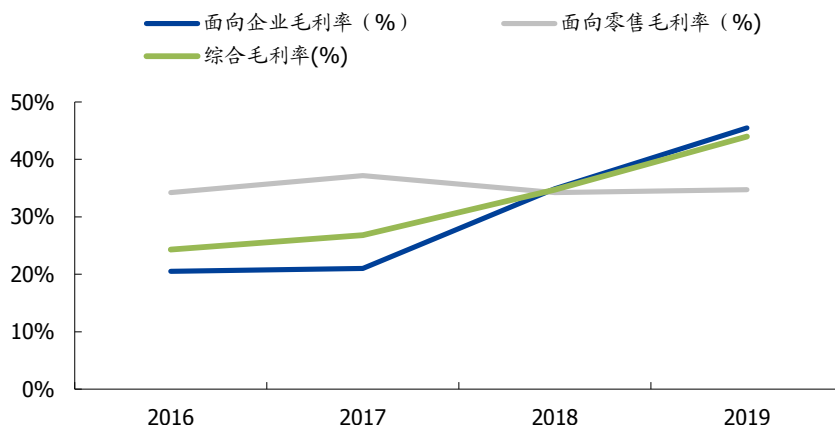
含有陶瓷加热技术的电子雾化设备毛利率较高, 2019 年达到 50.5%, 公司自 2018 年开始推广“FEELM”作为陶瓷加热技术品牌, 随着面向企业的配有陶瓷加热技术的电子雾化设备销售增加, 面向企业客户的毛利率从 2016 年的 20.5% 增至 2019 年的 45.5%, 盈利能力显著提升。

图表 38: 公司分业务板块毛利和毛利率

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	人民币亿元	%	人民币亿元	%	人民币亿元	%	人民币亿元	%
面向企业客户销售	1.05	20.5	2.11	21.0	8.69	34.9	29.91	45.5
— 电子雾化设备	1.03	20.4	1.09	15.8	2.92	25.9	21.10	47.1
— 含有陶瓷加热技术	0.00	—	0.00	—	1.54	37.2	18.14	50.5
— 不含陶瓷加热技术	1.03	20.4	1.09	15.8	1.37	19.4	2.95	33.5
— 电子雾化组件	0.02	25.5	1.02	32.5	5.77	42.2	8.81	42.1
面向零售客户销售	0.67	34.2	2.09	37.2	3.22	34.2	3.61	34.7
总计	1.72	24.3	4.19	26.8	11.91	34.7	33.52	44.0

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 2016-2019 年各业务毛利率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

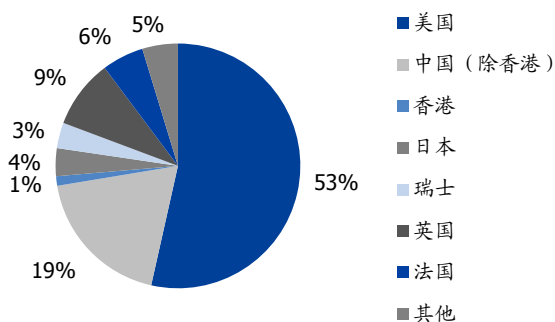
3.2 头部客户合作稳定，CBD/医用领域可拓展性强

公司目前已建立起由全球领先烟草公司及独立电子烟公司组成的全球客户网络。公司产品被广泛销往 50 多个海外国家，主要包括美国、欧洲及日本，代表客户包括英美烟草、日本烟草、Reynolds Asia-Pacific、RELX 悦刻、NJOY 等，以上客户为全球电子烟龙头企业，与之合作增加了公司业内品牌知名度，将吸引更多潜在客户。

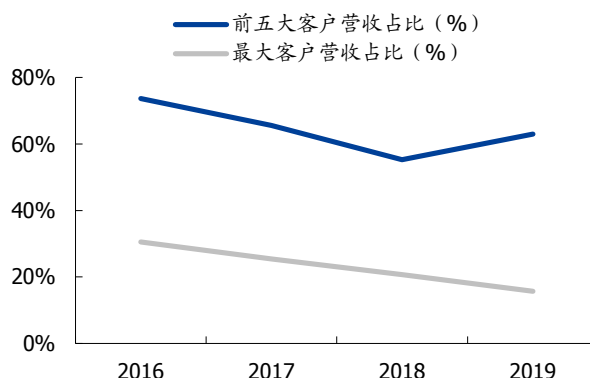
为满足电子烟使用的一致性，客户轻易不会更换制造商。不同于传统制造业，电子烟品牌商通常只会选取一家供应商进行生产，原因为不同制造商之间存在技术路线差异，如果替换供应商，则终端产品的体验会有改变，因此客户粘性较强。思摩尔已与悦刻、日烟建有专属工厂供货，加深合作。此外，品牌商申请 PMTA 许可时，有大量的工作需要其供应商协作完成，随着 PMTA 申请的增多，双方将进一步加深联系。

与头部客户合作稳定，有利于公司产品创新。2016-2019 年，公司前五大客户及第一大客户的营收占比整体呈下降趋势，客户集中风险降低，其中前五大客户的合作期限为 2-7 年不等，合作相对稳定，与主要客户的稳固关系增强了公司在产品设计、研发方面的技能及经验。使得公司能在多个产品线中实现创新理念，扩展产品类别及客户群，并形成广泛的产品组合，以适应新的市场趋势。此外，头部电子烟客户通常对品质及生产能力要求较高，价格敏感度低，有助于公司提升盈利水平。

图表 40: 2020H1 销售地域营收占比



图表 41: 2016-2019 年主要客户营收占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 注: 香港转运销售并入美国

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

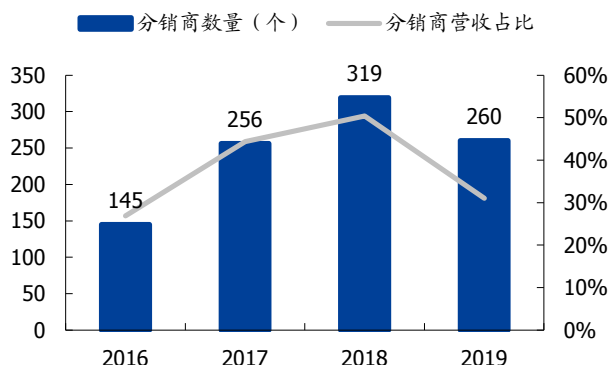
图表 42: 2019 年公司前五大客户情况

客户	背景	地址	合作 年期	信贷期及 付款方式	营业收入 (亿元)
SVI Global Tech Limited	一间从事多种业务(包括供应链、OEM 及测试服务), 及主要帮助海外客户自亚洲采购产品之公司	香港	七年	预付款	11.93
客户 H	一间于伦敦证券交易所公开交易之公司的附属公司及领先国际卷烟及烟草制造公司	英国	两年	净 60 天	11.48
客户 A	一间于东京证券交易所公开交易之公司及领先国际烟草公司, 亦从事制药、房地产及加工食品等其他业务	日本	五年	净 30 天	9.60
客户 J	从事电子烟业务的集团公司之附属公司并为中国最大封闭式电子雾化设备品牌	中国	两年	净 30 天	8.78
客户 G	一间于 OTCQB 公开交易之公司的附属公司及于美国提供雾化解决方案的领先吸入科技公司及一名领先的电子雾化产品分销商	美国	四年	净 40 天	6.15

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

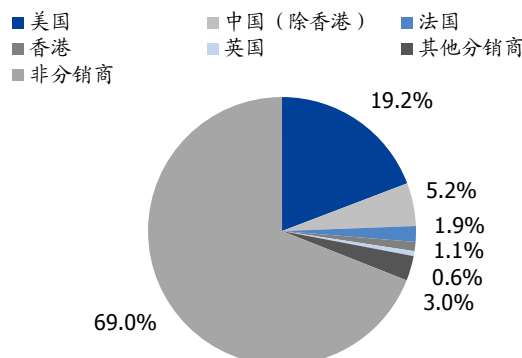
公司拥有遍布全球的分销商，来自分销商的收入占比为 **31%**。2016 年至 2019 年，公司分销商数量分别为 145 家、256 家、319 家、260 家，营收占比分别为 26.9%，44.4%，50.4% 及 31%。截至 2019 年末，公司在全球拥有 260 家分销商，主要位于美国，法国及英国，来自美国分销商的营收占比为 19.2%。

图表 43: 2016-2019 年公司分销商数量及营收占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 44: 2019 年公司分销商营收占比 (按地区)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

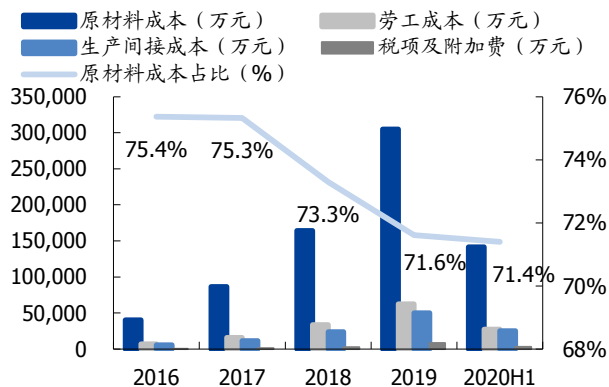
CBD 及医用领域可拓展性强。根据 F&S 数据，2019 年 CBD/THC 电子雾化设备的市场规模约 5.1 亿美元，2019-2024 年的复合增长率为 23.5%，预计到 2024 年市场规模将达到 14.7 亿美元，公司为 CBD/THC 电子雾化设备的领先者，随着大麻合法市场的不断增大，公司有望享受行业增长红利，销售将随之快速增长。

革新给药方式，开发医疗及保健领域客户。公司正就医疗自动化设备研发核心组件。凭借公司的自动化技术，可缩小现有的医疗自动化设备、精准控制剂量及有效气溶胶粒子大小及提高保健精油的雾化效率。具体而言，控制气溶胶粒子大小确保药物气溶胶进入人体并被有效吸收的比率，使病人适量用药。公司在精准计量药物上已取得了重要突破，公司主要专注于开发医疗雾化设备，该设备将有助于治疗哮喘、慢性阻塞性肺病 (COPD) 及其他呼吸系统疾病，并缓解疼痛。

3.3 锂电池原材料成本下行，建设自有工厂减少租赁成本

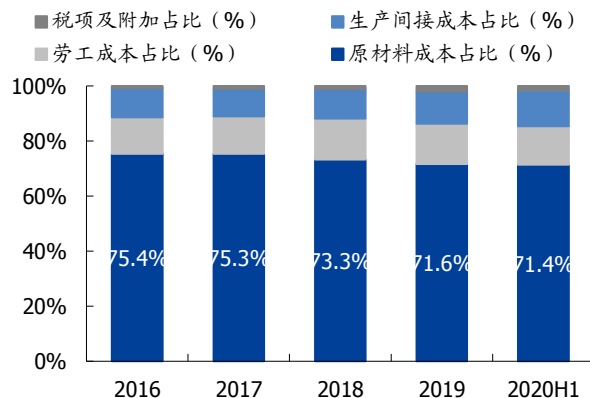
公司营业成本以原材料成本为主，占比超过 **70%**。公司成本主要包括原材料成本、劳工成本、生产间接成本及税项与附加费，原材料成本是成本的绝大部分。公司生产产品时使用的主要原材料包括金属部件、电子材料、塑料材料及包装材料。在 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年及 2020H1，原材料成本分别占总销售成本的 75.4%、75.3%、73.3%、71.6%、71.4%。

图表 45: 2016-2019 年营业成本构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

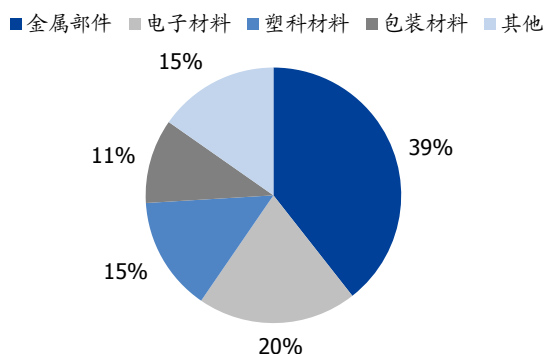
图表 46: 2016-2019 年各项营业成本占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

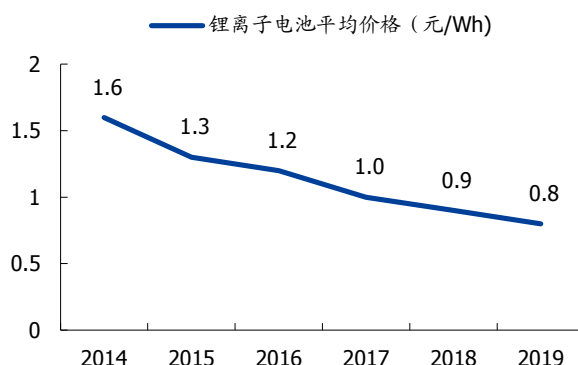
不锈钢和锂离子电池是电子烟的主要原材料, 其中锂离子电池的价格由于电池负极材料和电池隔板等关键部件的价格下降导致其由 2014 年的每瓦时约 1.6 元减少至 2019 年的每瓦时约 0.8 元, 预期未来锂离子电池价格持续下降, 将有助于整体成本的下降。

图表 47: 2020H1 公司原材料成本构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

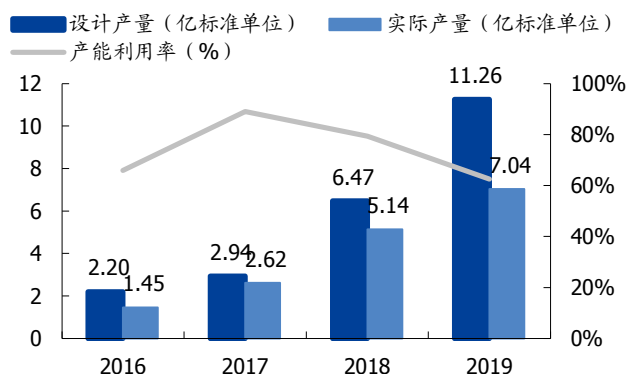
图表 48: 2014-2019 年锂离子电池平均价格



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

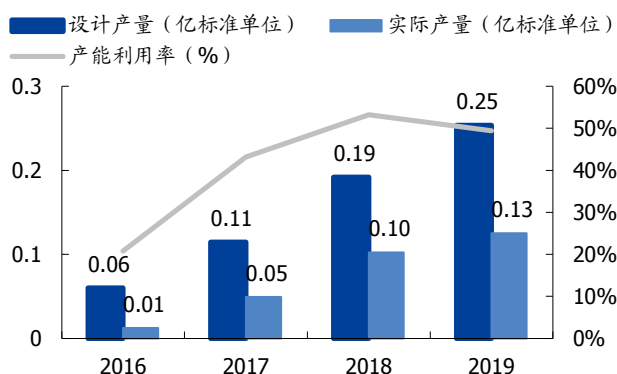
产能充足, 可支撑业务高速发展。随着行业的高速增长, 公司不断提升产能以应对客户需求, 2019 年公司面向企业客户的产能为 11.26 亿个标准单位, 较 2018 年翻了一番, 产能利用率尚未饱和。我们对江门一期、江门二期及深圳新基地的扩展计划进行测算, 认为 2022-2024 年公司产能规模可支撑公司高速发展。

图表 49: 2016-2019 年公司产能利用率 (面向企业客户)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 50: 2016-2019 年公司产能利用率 (面向零售客户)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 51: 2019-2024 年公司产能规模测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
原有生产基地						
面向企业客户（亿标准单位）	11.26	16.33	17.15	17.15	17.15	17.15
yoy	74%	45%	5%	0%	0%	0%
面向零售客户（亿标准单位）	0.25	0.24	0.25	0.25	0.25	0.25
yoy	32%	-5%	5%	0%	0%	0%
新建生产基地						
江门一期（亿标准单位）			5.40	10.80	10.80	10.80
江门二期（亿标准单位）					7.20	14.40
深圳产业园（亿标准单位）						3.11
产能合计	11.52	16.57	22.80	28.20	35.40	45.72
yoy	73%	44%	38%	24%	26%	29%

资料来源：招股说明书，公司公告，国盛证券研究所 注：假设江门一期 2021/07 投运，江门二期 2023/07 投运，深圳新基地 2024/07 投运

建设自有工厂逐步替代租赁工厂，节省租赁成本。公司 IPO 所募资金将主要用于扩大产能（占比 50%）及建设自动化生产线、升级 ERP 系统、升级工厂（占比 25%），包括在江门及深圳建立产业园，并在新生产基地装配自动化生产线，以满足业务快速增长需求。

未来将分两期建设江门产业园，投资额约为 27 亿元至 30 亿元人民币，第一期预期于 2021 年开始运营，预期每标准单位生产成本将降低，就面向企业客户的销售而言，每月产能将增加约 0.9 亿个标准单位；第二期预期于 2023 年开始运营，就面向企业客户的销售而言，预期每月产能将增加约 1.2 亿个标准单位。未来将在深圳建立产业园，预期于 2024 年开始运营，预期每月产能将增加约 0.519 亿个标准单位。

公司预计于 2022-2024 年当现有工厂租赁期满后，用新建自有生产基地取代大部分租赁工厂，有助于公司降低生产成本。以公司某个生产基地为例，分配用于生产一个标准产品成本的平均租金约 15.8 分，而基于对江门一期的测算，自有生产基地中分配用于生产一个标准产品成本的平均厂房折旧为 3.1 分，低于租赁模式，有关土地的成本大幅降低。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预测公司 2020-2022 年电子雾化设备收入分别为 78.79 亿元、132.38 亿元、202.54 亿元，同比增长 76.0%、68.0%、53.0%。

图表 52: 公司电子雾化设备收入预测

电子雾化设备	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (千元)	503,233	691,644	1,124,168	4,477,005	7,879,529	13,237,608	20,253,541
yoy		37.4%	62.5%	298.3%	76.0%	68.0%	53.0%
含有陶瓷加热技术收入 (千元)			415,171	3,594,713			
不含陶瓷加热技术收入 (千元)	503,233	691,644	708,997	882,292			
毛利	102,837	109,046	291,705	2,109,559	4,176,150	7,148,309	11,139,447
yoy		6.0%	167.5%	623.2%	98.0%	71.2%	55.8%
含有陶瓷加热技术毛利 (千元)			154,388	1,814,122			
不含陶瓷加热技术毛利 (千元)	102,837	109,046	137,317	295,437			
毛利率	20.4%	15.8%	25.9%	47.1%	53.0%	54.0%	55.0%
含有陶瓷加热技术毛利率			37.2%	50.5%			
不含陶瓷加热技术毛利率	20.4%	15.8%	19.4%	33.5%			
产能 (千标准单位)	165,230	178,835	297,191	592,606			
产量 (千标准单位)	124,749	138,990	206,946	428,901			
产能利用率	75.5%	77.7%	69.6%	72.4%			
销量 (千标准单位)	144,842	190,626	198,950	512,271	819,634	1,311,414	1,967,121
yoy		31.6%	4.4%	157.5%	60.0%	60.0%	50.0%
平均单价 (元/标准单位)	3.47	3.63	5.65	8.74	9.61	10.09	10.30
yoy		4.4%	55.7%	54.7%	10.0%	5.0%	2.0%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年电子雾化组件收入为 24.78 亿元、33.17 亿元、43.99 亿元，同比增长 18.5%、33.9%、32.6%。

图表 53: 电子雾化组件收入预测

电子雾化组件	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	6,745	312,052	1,367,822	2,091,656	2,477,567	3,317,462	4,398,954
yoy		4526.4%	338.3%	52.9%	18.5%	33.9%	32.6%
毛利	1,720	101,551	576,947	881,461	1,040,578	1,409,921	1,891,550
yoy		5804.1%	468.1%	52.8%	18.1%	35.5%	34.2%
毛利率	25.5%	32.5%	42.2%	42.1%	42.0%	42.5%	43.0%
产能 (千标准单位)	55,224	115,451	350,024	533,710			
产量 (千标准单位)	20,679	122,870	306,957	275,058			
产能利用率	37.4%	106.4%	87.7%	51.5%			
销量 (千标准单位)	633	69,581	293,900	280,387	322,445	419,179	544,932
yoy		10892.3%	322.4%	-4.6%	15.0%	30.0%	30.0%
平均单价 (元/标准单位)	10.66	4.48	4.65	7.46	7.68	7.91	8.07
yoy		-57.9%	3.8%	60.3%	3.0%	3.0%	2.0%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年面向零售客户销售收入为 9.74 亿元、11.81 亿元、14.82 亿元，同比增长-6.5%、21.3%、25.4%。

图表 54: 面向零售客户销售收入预测

面向零售客户销售	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	197,276	561,494	941,719	1,041,940	974,214	1,181,234	1,481,740
yoy		184.6%	67.7%	10.6%	-6.5%	21.3%	25.4%
毛利	67,394	208,705	321,853	361,332	340,975	419,338	533,427
yoy		209.7%	54.2%	12.3%	-5.6%	23.0%	27.2%
毛利率	34.2%	37.2%	34.2%	34.7%	35.0%	35.5%	36.0%
产能 (千标准单位)	6,000	11,450	19,200	25,350			
产量 (千标准单位)	1,245	4,944	10,225	12,522			
产能利用率	20.8%	43.2%	53.3%	49.4%			
销量 (千标准单位)	1,237	4,753	8,645	12,730	14,003	17,504	22,405
yoy		284.2%	81.9%	47.3%	10.0%	25.0%	28.0%
平均单价 (元/标准单位)	159.48	118.13	108.93	81.85	69.57	67.48	66.13
yoy		-25.9%	-7.8%	-24.9%	-15.0%	-3.0%	-2.0%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 113.31 亿元、177.36 亿元、261.34 亿元, 同比增长 48.9%、56.5%、47.3%, 毛利率分别为 49.0%、50.6%、51.9%。根据对关键费用率的假设, 我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 24.53 亿元、60.71 亿元、92.31 亿元, 同比增长 12.9%、147.5%、52.0%。2020H1 公司受上市支出、公允价值变动及股权激励等一次性开支的影响为约 12.31 亿元, 剔除上述因素后, 2020 年调整后公司净利润为 36.84 亿元。

图表 55: 公司收入、毛利与费用率预测

思摩尔	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (千元)	707,254	1,565,190	3,433,709	7,610,601	11,331,309	17,736,304	26,134,235
yoy		121.3%	119.4%	121.6%	48.9%	56.5%	47.3%
毛利 (千元)	171,951	419,302	1,190,505	3,352,352	5,557,703	8,977,568	13,564,424
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%	49.0%	50.6%	51.9%
销售费用率	2.6%	3.2%	2.9%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
管理费用率	4.7%	4.0%	3.6%	4.3%	6.6%	4.3%	4.2%
研发费用率	2.1%	3.9%	3.1%	3.6%	5.0%	3.7%	3.8%
财务费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

4.2 估值分析

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42 元/1.04 元/1.58 元, 对应 PE 倍数为 74.4x/30.1x/19.8x, 其中 2020 年调整后 EPS 为 0.63 元, PE 倍数为 49.5x。选取涉及电子烟产业链的上市公司作为可比公司, 思摩尔的估值水平高于可比公司, 主要系公司为全球电子雾化设备龙头, 具备一定估值溢价。公司是细分领域龙头, 行业成长空间广阔, 基于当前公司估值, 我们给予公司 2021 年目标价人民币 52 元, 港币 60 元, 对应 50 倍 PE, 公司成长性高, 参考 PEG 估值, 2021 年 EPS 增速为 65% (调整后), 对应 PEG 为 0.77x, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 56: 可比公司估值比较

相对估值		股价	EPS					PE					总市值
股票代码	公司简称	(元)	18A	19E	20E	21E	22E	18A	19E	20E	21E	22E	(亿元)
002191	劲嘉股份	9.08	0.50	0.60	0.65	0.76	0.89	18.3	15.2	14.0	11.9	10.2	133
300741	华宝股份	49.54	1.91	2.01	2.07	2.18	2.35	26.0	24.7	24.0	22.7	21.1	305
300014	亿纬锂能	53.24	0.31	0.83	1.07	1.51	1.91	171.7	64.4	49.6	35.3	27.8	980
002925	盈趣科技	62.38	1.78	2.12	2.36	2.97	3.74	35.1	29.4	26.5	21.0	16.7	286
平均值								62.8	33.4	28.5	22.7	19.0	
6969.HK	思摩尔国际	36.20*	0.13	0.37	0.42	1.04	1.58	248.6	83.9	74.4	30.1	19.8	2,110*

资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 可比公司取 wind 一致预期, 估值日期为 2020 年 10 月 19 日, 思摩尔国际的股份及市值单位为港币。

风险提示

政策风险。各国的烟草制品法规可能对公司业务产生不利影响。

市场竞争加剧风险。全球制造商众多, 替代品竞争激烈, 市场竞争加剧对公司业务产生不利影响。

贸易摩擦风险。公司出口至美国的所有产品须加征 25% 的关税, 存在客户要求公司支付关税的风险。

原材料及人工成本上涨风险。原材料和人工成本上涨将对公司利润率产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com