

# 海外收入稳健增长，雾化新业务逐步落地

2024年4月2日

推荐/维持

公司报告

**事件：**公司发布 2023 年度业绩，全年实现收入 111.68 亿元，同比-8.0%；净利润 16.45 亿元，同比-34.5%；全面综合收益总额 15.66 亿元，同比-37.2%。

**海外整体增长稳健，中国大陆市场拖累收入。**

- 企业客户销售方面**，23 年实现收入 93.21 亿元，同比-12.7%。(1) 美国市场全年 40.84 亿元，低基数下（22 年产品降价）稳健增长（+8.2%），23H2 同比有所下滑（-6.3%）。公司助力大客户在换弹产品中提升市占率，不过当地市场仍有大量不合规一次性产品，对公司客户的合规产品有所不利。(2) 欧洲及其他海外地区 50.74 亿元（+8.9%），公司于 22 年顺应市场趋势推出一一次性产品，23 年销售放量至 33.70 亿元（+74.5%），23H1/H2 分别销售 15.00（+369%）/18.70（+16.1%）亿元；相应地，换弹产品等估计销售承压。(3) 中国大陆全年 1.63 亿元（-92.7%），主要系 22 年底新政策限制电子烟口味、加征消费税，市场整体承压。
- 自主品牌业务方面**，23 年实现收入 18.47 亿元，同比+26.0%；其中美国市场 3.72 亿元（+8.8%），欧洲及其他国家地区 14.75 亿元（+31.3%）。亮眼表现主要由于公司推进数字化营销管理，搭建海外本地团队，并陆续推出差异化创新产品。

**看好一次性产品与自主品牌业务支撑收入稳增长。**

- 展望 24 年面向企业客户销售：**(1) 美国市场收入增速预计相对稳健，公司主要客户市占率稳居首位，尽管销量增速仍受非合规产品制约。随着政府执法力度增强，未来增速有望获得提振。此外，特殊用途雾化产品经过仓储、渠道、产品矩阵的优化，销售于 23H2 恢复增长，24 年有望贡献增量。(2) 欧洲及其他海外地区预计实现较快增长。公司不断创新一次性产品，满足合规的同时提升抽吸口数和口感，配合大客户持续拓展市场。面对部分国家禁限一次性产品的政策变化，公司在换弹产品上已长期领先市场，亦可承接消费需求（但需关注各国实际对非合规产品的执法情况）。(3) 中国大陆市场目前对收入影响小，预计仍需逐渐修复。
- 24 年自主品牌业务方面**，预计仍将实现较快收入增速。公司强化营销和运营、提升竞争力的举措此前已见成效，市占率提升趋势有望延续，同时公司亦推出了具备自动注油、自动充电功能，寿命更长的新系列产品。

**毛利率受产品结构影响，销售与研发费用投放发力。**(1) 23 年公司实现毛利率 38.8%，同比-4.5pct.，主要系产品结构影响，包括高毛利率的中国大陆市场收入下降，低毛利率的一次性产品收入高增。(2) 23 年销售费用率 4.7%（+1.5pct.），系公司持续发力海外市场开拓、新品推广所致；管理费用率 7.8%（-1.7pct.），主要系公司管理效率提升，管理人员费用有所下降；研发费用率 13.3%（+2.0pct.），主要系雾化医疗领域研发投入增加。

**未来毛利率有望趋稳，费用率预计相对稳定。**展望 24 年，公司毛利率预计平稳或小幅下行。运营效率和规模效应提升下，23 年一次性产品毛利率逐季向上，未来一定程度上对冲产品结构对毛利率的拖累。公司持续强化营销与运营能力、加大研发投入的同时，管理和研发效率有所提升，综合来看费用率或将

**未来 3-6 个月重大事项提示：**  
无

**发债及交叉持股介绍：**

亿纬锂能(300014.SZ)持有本公司 19.02% 股份。

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

**交易数据**

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 52 周股价区间（港元） | 10.26-4.73      |
| 总市值（亿港元）     | 408.77          |
| 流通市值（亿港元）    | 408.77          |
| 总股本/流通股数(万股) | 613,770/613,770 |
| A 股/B 股（万股）  | -/-             |
| 52 周日均换手率    | 0.166           |

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

**52 周股价走势图**



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

保持稳定。

**雾化新业务持续推进，雾化美容解决方案落地。**（1）雾化美容领域，公司于24Q1推出 MOYAL 岚至品牌，以及第一代雾化美容产品解决方案，包括护肤介质、雾化器具、促渗器具。（2）雾化医疗领域，公司三款针对哮喘及慢阻肺的药物递送装置，以及数款药物制剂的开发，已进入注册批次生产或预临床阶段。（3）加热不燃烧产品领域，公司已开发多款有竞争力的加热技术平台，24年将进一步打磨产品，为商业化打好基础。

**盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年净利润为17.89、19.65、21.89亿元人民币，增速分别为8.76%、9.81%、11.41%，目前股价对应PE分别为21、19、17倍。公司在电子雾化产品研发、制造领域具备较强竞争优势，规模效应与经营效率不断提升。当前公司一次性产品逐步放量，自主品牌业务优化后快速增长，雾化产品布局全面，适应海外监管政策变化的能力较强，有望受益于监管加强。公司在加热不燃烧、雾化医疗等领域保持研发投入，有望开拓新的增长曲线。维持“推荐”评级。

**风险提示：**海外非合规产品监管不及预期，下游需求不及预期，市场竞争加剧，研发转化与产品开发不及预期，大客户自身经营风险

## 财务指标预测

| 指标        | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 12,144.98 | 11,168.42 | 12,394.52 | 13,711.92 | 15,227.60 |
| 增长率（%）    | -11.71    | -8.04     | 10.98     | 10.63     | 11.05     |
| 净利润（百万元）  | 2,510.32  | 1,645.09  | 1,789.28  | 1,964.88  | 2,189.09  |
| 增长率（%）    | -52.52    | -34.47    | 8.76      | 9.81      | 11.41     |
| 每股收益(元)   | 0.41      | 0.27      | 0.29      | 0.32      | 0.36      |
| PE        | 14.76     | 22.53     | 20.71     | 18.86     | 16.93     |
| PB        | 1.82      | 1.73      | 1.66      | 1.59      | 1.52      |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表          | 单位:百万元 |        |        |        |        | 利润表             | 单位:百万元 |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |                 | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>流动资产</b>    | 19,199 | 19,571 | 20,690 | 21,950 | 23,412 | <b>营业收入</b>     | 12,145 | 11,168 | 12,395 | 13,712 | 15,228 |
| 现金             | 9,764  | 5,336  | 5,757  | 6,526  | 7,353  | 营业成本            | 6,885  | 6,834  | 7,640  | 8,457  | 9,357  |
| 应收票据及应收账款      | 2,302  | 1,888  | 2,095  | 2,318  | 2,574  | 营业税金及附加         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他应收款          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 销售费用            | 388    | 526    | 632    | 686    | 761    |
| 预付账款           | 406    | 729    | 809    | 895    | 994    | 管理费用            | 2,520  | 2,350  | 2,572  | 2,845  | 3,160  |
| 存货             | 841    | 781    | 873    | 967    | 1,070  | 研发费用            | 29     | 27     | 28     | 29     | 29     |
| 其他流动资产         | 5,886  | 10,836 | 11,155 | 11,244 | 11,421 | 财务费用            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 5,161  | 5,938  | 6,120  | 6,265  | 6,374  | 资产减值损失          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 信用减值损失          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产           | 4,275  | 4,676  | 4,848  | 4,988  | 5,097  | 其他经营收益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产           | 79     | 90     | 100    | 105    | 105    | 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动资产        | 807    | 1,172  | 1,172  | 1,172  | 1,172  | 投资净收益           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 24,359 | 25,508 | 26,810 | 28,215 | 29,786 | <b>营业利润</b>     | 2,323  | 1,431  | 1,522  | 1,695  | 1,921  |
| <b>流动负债</b>    | 3,589  | 3,566  | 3,973  | 4,396  | 4,873  | 其他非经营损益         | 632    | 506    | 584    | 618    | 656    |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>利润总额</b>     | 2,954  | 1,937  | 2,106  | 2,313  | 2,577  |
| 应付票据及应付账款      | 1,150  | 1,270  | 1,420  | 1,571  | 1,739  | 所得税             | 444    | 291    | 317    | 348    | 388    |
| 其他流动负债         | 2,439  | 2,297  | 2,554  | 2,825  | 3,134  | <b>净利润</b>      | 2,510  | 1,645  | 1,789  | 1,965  | 2,189  |
| <b>非流动负债</b>   | 393    | 532    | 532    | 532    | 532    | 少数股东损益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>归属母公司净利润</b> | 2,510  | 1,645  | 1,789  | 1,965  | 2,189  |
| 其他非流动负债        | 393    | 532    | 532    | 532    | 532    | <b>EBITDA</b>   | 3,205  | 1,964  | 2,482  | 2,726  | 3,027  |
| <b>负债合计</b>    | 3,982  | 4,099  | 4,506  | 4,928  | 5,405  | <b>EPS (元)</b>  | 0.41   | 0.27   | 0.29   | 0.32   | 0.36   |
| 少数股东权益         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |        |
| 股本             | 424    | 428    | 428    | 428    | 428    | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资本公积           | 19,953 | 20,981 | 20,981 | 20,981 | 20,981 | 营业收入(%)         | -11.71 | -8.04  | 10.98  | 10.63  | 11.05  |
| 留存收益           | 0      | 0      | 895    | 1,877  | 2,972  | 净利润(%)          | -52.52 | -34.47 | 8.76   | 9.81   | 11.41  |
| 归属母公司股东权益      | 20,377 | 21,410 | 22,304 | 23,287 | 24,381 | <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 24,359 | 25,508 | 26,810 | 28,215 | 29,786 | 毛利率(%)          | 43.31  | 38.81  | 38.36  | 38.32  | 38.55  |
|                |        |        |        |        |        | 净利率(%)          | 20.67  | 14.73  | 14.44  | 14.33  | 14.38  |
|                |        |        |        |        |        | ROE(%)          | 12.32  | 7.68   | 8.02   | 8.44   | 8.98   |
|                |        |        |        |        |        | ROIC(%)         | 14.28  | 7.70   | 6.24   | 6.62   | 7.22   |
|                |        |        |        |        |        | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        |        | 资产负债率(%)        | 16.35  | 16.07  | 16.81  | 17.47  | 18.15  |
|                |        |        |        |        |        | 净负债比率(%)        | -47.92 | -24.92 | -25.81 | -28.02 | -30.16 |
|                |        |        |        |        |        | 流动比率            | 5.35   | 5.49   | 5.21   | 4.99   | 4.80   |
|                |        |        |        |        |        | 速动比率            | 3.48   | 2.23   | 2.18   | 2.22   | 2.24   |
|                |        |        |        |        |        | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        |        | 总资产周转率          | 0.50   | 0.44   | 0.46   | 0.49   | 0.51   |
|                |        |        |        |        |        | 应收账款周转率         | 5.28   | 5.91   | 5.91   | 5.91   | 5.91   |
|                |        |        |        |        |        | <b>每股指标(元)</b>  |        |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        |        | 每股收益            | 0.41   | 0.27   | 0.29   | 0.32   | 0.36   |
|                |        |        |        |        |        | 每股经营现金流         | 0.08   | 0.52   | 0.22   | 0.29   | 0.31   |
|                |        |        |        |        |        | 每股净资产           | 3.32   | 3.49   | 3.63   | 3.79   | 3.97   |
|                |        |        |        |        |        | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        |        | P/E             | 14.76  | 22.53  | 20.71  | 18.86  | 16.93  |
|                |        |        |        |        |        | P/B             | 1.82   | 1.73   | 1.66   | 1.59   | 1.52   |
|                |        |        |        |        |        | EV/EBITDA       | 10.22  | 18.71  | 14.86  | 13.46  | 12.08  |
| <b>现金流量表</b>   | 单位:百万元 |        |        |        |        |                 |        |        |        |        |        |
|                | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |                 |        |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 470    | 3193   | 1377   | 1785   | 1923   |                 |        |        |        |        |        |
| 净利润            | 2510   | 1645   | 1789   | 1965   | 2189   |                 |        |        |        |        |        |
| 折旧摊销           | 222    | 0      | 348    | 384    | 421    |                 |        |        |        |        |        |
| 财务费用           | 29     | 27     | 28     | 29     | 29     |                 |        |        |        |        |        |
| 其他经营现金流        | -2291  | 1521   | -788   | -593   | -716   |                 |        |        |        |        |        |
| <b>投资活动现金流</b> | -2424  | -7016  | -34    | -5     | 27     |                 |        |        |        |        |        |
| 资本支出           | 1532   | -139   | 530    | 530    | 530    |                 |        |        |        |        |        |
| 其他投资现金流        | -3956  | -6877  | -564   | -535   | -503   |                 |        |        |        |        |        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 276    | -612   | -923   | -1011  | -1123  |                 |        |        |        |        |        |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |                 |        |        |        |        |        |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |                 |        |        |        |        |        |
| 其他筹资现金流        | 276    | -612   | -923   | -1011  | -1123  |                 |        |        |        |        |        |
| <b>现金净增加额</b>  | -1678  | -4435  | 421    | 769    | 827    |                 |        |        |        |        |        |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题  | 日期         |
|--------|---|------------|
| 公司普通报告 | 思摩尔国际 (06969): 海外收入稳健增长, 内销触底静待修复         | 2023-08-25 |
| 公司普通报告 | 思摩尔国际 (06969): 业绩筑底, 关注一次性产品放量与中美市场边际改善   | 2023-03-24 |
| 公司普通报告 | 思摩尔国际 (06969): 价量承压叠加费用增加, 关注新品类进展与长期壁垒构筑 | 2022-08-26 |
| 公司普通报告 | 思摩尔国际 (06969): 国内暂时承压叠加费用增加, 关注业绩修复与中长期发展 | 2022-07-19 |
| 公司普通报告 | 思摩尔国际 (06969): 海外业务增长可期, 加大研发投入构筑长期壁垒     | 2022-04-01 |

资料来源: 东兴证券研究所