

思摩尔国际 (6969)

公司调研报告

全球电子雾化设备代工龙头

思摩尔国际为全球最大的电子雾化设备制造商，2019年的市占率达16.5%，2020年7月在香港上市。公司拥有To B和To C两个主要业务板块，通过OEM/ODM模式为烟草公司及独立电子雾化公司等品牌商提供封闭式电子雾化设备和电子雾化组件，并向零售客户销售自有品牌开放式电子雾化设备。80%产品主要供出口，20%左右销往中国内地。

公司未来增长动力主要来自于：(1) 电子烟对消费者的渗透率提升，市场经历外延扩张。弗若斯特沙利文预计电子烟占烟草市场的份额将由2019年的4.2%增加至2024年的9.3%，加热不燃烧设备的市场份额将由0.7%增至2.7%。且由于生理成瘾性，现有消费者的消费频次亦有提升空间。(2) 生产能力提升、优化运营生产效率。公司现有产能仍有40%-50%的提升空间，待新生产基地建好之后，公司产能还将大幅提升。新基地将采用自动化生产级装配线，运营生产效率将进一步提高，规模经济效应下成本有望进一步下降。(3) 马太效应，强者恒强：公司作为全球最大的电子雾化设备供应商，不断提升核心研发实力、改善用户体验，巩固龙头份额。公司每年投入销售额的3%-5%用于研发支出，此举有利于保持公司技术的领先性。申请产品市场准入手续费用昂贵、程序较复杂，监管环境趋严，亦促进行业集中度提升，利好龙头公司。

电子雾化设备产品将更多应用于医疗、娱乐等领域，潜在市场空间广阔。陶瓷加热技术制造还可用于医疗或娱乐CBD及THC雾化的电子雾化设备的电子雾化组件。近年来电子雾化设备逐渐被应用于各种医疗场景，包括但不限于医疗实验过程及临床治疗。药液可被雾化成微粒而通过吸入的方式更易进入呼吸道及肺部，实现无痛、快速及有效的治疗。使用电子雾化设备的吸入式治疗已成为治疗呼吸系统症状及疾病的重要方法。全球电子雾化设备市场规模由2014年的1,828.8百万美元迅速增至2019年的6,701.9百万美元，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年进一步达至22,716.9百万美元，自2019年起复合年增长率为27.7%。

财务数据表现亮眼，营收和净利润呈爆发式增长，期间费用控制好，利润率逐年上升。2016-19年公司营收和净利润年均复合增速分别为121%和174%。2020年前三季度公司保持净利润同比40%以上增速。公司销售费用率从2016年的2.6%降至2020H1的1.9%。剔除购股权费用，管理费用率从2016年的4.7%降至2020H1年的3.4%（若不剔除则2020H1管理费用率为7.2%，主要源自购股权费用）。公司重视研发投入，研发费用增速与净利润增速匹配，2016-20H1年均复合增长率达到165.5%，研发费用率在2.6%-3.6%左右。公司毛利率从2016年24.3%提升至2020H1的49%，经调整净利率逐年上升，盈利能力不断增强，从2016年15%增至2020H1的33.7%。

风险因素：政策及监管风险；产能建设不及预期风险；技术开发不及预期风险；汇率风险；业绩不及预期风险。

分析师

周霖
 (852) 3983 0857
euruszhou@dwzq.com.hk

主要数据

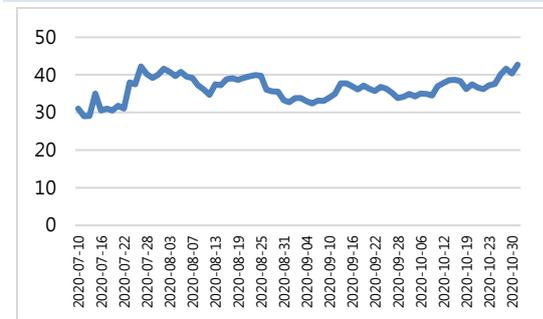
当前股价 (港元)	42.7 (11月2日收盘)
普通股股数 (百万股)	5,829.7
总市值 (百万港元)	248,927
3个月平均日成交 (百万港元)	540.8
52周股价波幅	25.05 - 44.85
主要股东	陈志平 34.13% 亿纬锂能 32.62%
公司行业	制造
公司业务	电子雾化设备研发生产

财务数据

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020H1
收入	1,565	3,434	7,611	3,881
毛利	419	1,191	3,352	1,901
经营溢利	230	878	2,612	1,396
经调整净利润	189	735	2,265	1,308
每股摊薄盈利(元)	0.04	0.14	0.43	0.015
市盈率(倍)*	1,185	305	99	86
市净率(倍)	546	231	305	233
股本回报率 (%)	46.0%	75.8%	308.4%	136.2%
总资产负债率 (%)	61.9%	60.1%	77.8%	79.1%

*2020E 市盈率以 (中报盈利*2) 测算

股价走势



思摩尔国际——全球电子雾化设备代工龙头

思摩尔国际为全球最大的电子雾化设备商，业务主要通过其全资子公司麦克韦尔开展，2019 年的市占率达 16.5%。创始人是第一大股东（34.13%），亿纬锂能为第二大股东（32.62%）。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，2009 年子公司深圳麦克韦尔成立，从事电子雾化设备制造。2012 年公司产品开始出口至美国市场，2015 年公司在美国推出自有品牌 APV「Vapresso」，并开始出口欧洲，2016 年推出第一代加热技术继而推出第二代加热技术 FEELM。2015 年深圳麦克韦尔在新三板挂牌（麦克韦尔 834742），并于 2019 年摘牌，2020 年 7 月思摩尔国际控股在香港上市。

图表：公司发展历程

时间	事件
2009	成立深圳麦克韦尔
2012	产品开始出口至美国市场
2014	获上游供应商亿纬锂能注资，持股 50.1%
2015	于美国市场成功推出自有品牌 APV「Vapresso」，开始出口产品至欧洲； 获深圳市科技创新委员会及三个其他政府机构授予「高新技术企业证书」； 深圳麦克韦尔于新三板挂牌； 日本烟草及其部分集团公司建立业务关系
2016	将首批陶瓷加热技术引进市场
2017	于中国长沙市成立第一家基础研究院
2018	与英美烟草及 Reynolds Asia-Pacific 建立业务关系； 「FEELM」获 Tobacco Reporter 及 Vapor Voice Magazines 授予「金叶奖」
2019	获授由美国安全检测实验室颁发的参与证书； 成立三家基础研究院，深圳基础研究院下成立的基础实验室获中国合格评定国； 家认可委员会授予实验室认可证书； 获中国国家知识产权局授予「第 21 届中国专利奖」； 从新三板除牌，拟于港交所上市
2020	「FEELM」获 iF 工业设计论坛授予「iF 设计奖」； 8 月于香港上市

来源：思摩尔国际，东吴证券国际

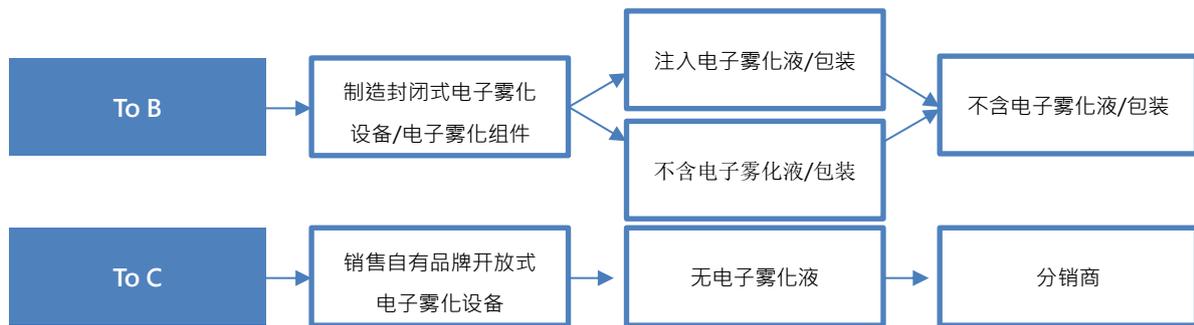
创始人是第一大股东，亿纬锂能为第二大股东。公司创始人兼董事长陈志平先生持股 34.13%，为第一大股东。亿纬锂能 2014 年既对公司注资，目前持股比例 32.62%。2020 年香港上市时，基石投资者持股 2.13 亿股，占总股本的 3.7%，占发行股本的 37%，基石投资者包括华能信托、Prime Capital、北京盘泽、常春藤、3W 基金、涌容资产、混沌投资、东方资管、千合资本、广发基金等。

公司主要有两个业务板块：

(1) **To B**：通过 OEM/ODM 模式为若干顶尖烟草公司及独立电子雾化公司等品牌商提供封闭式电子雾化设备和电子雾化组件，2019 年向企业客户销售封闭式电子雾化设备收入占比为 58.8%，向企业销售电子雾化组件收入占比 27.5%。

(2) **To C**：向零售客户销售自有品牌开放式电子雾化设备（Vaporesso、Renova、Revenant Vape 等）或 APV（Advanced Personal Vaporizer），2019 年向零售客户销售开放式电子雾化设备收入占比达 13.7%。

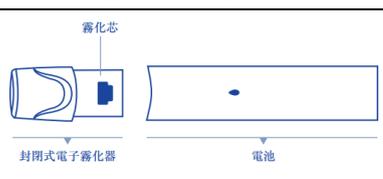
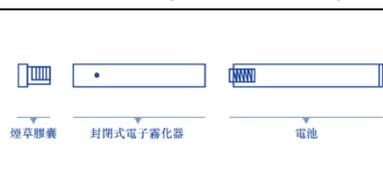
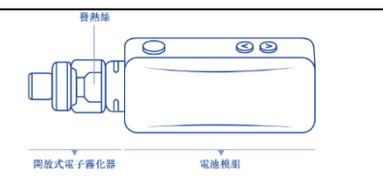
图表：公司两个业务板块



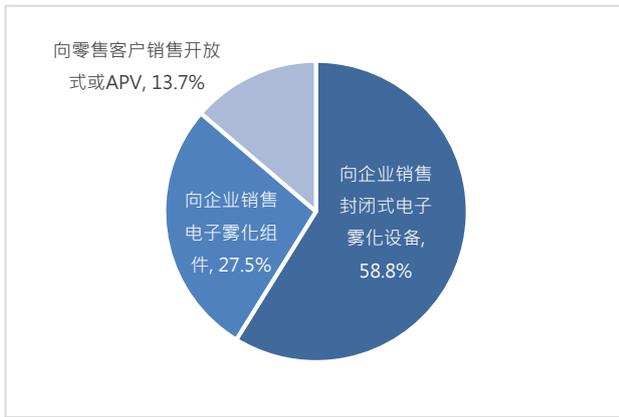
来源：思摩尔国际·东吴证券国际

公司的电子雾化产品分为三个类别：封闭式电子雾化设备，电子雾化组件，及开放式电子雾化设备。销往中国内地的产品占比在 20%左右，80%产品出口至 50 多个国家。

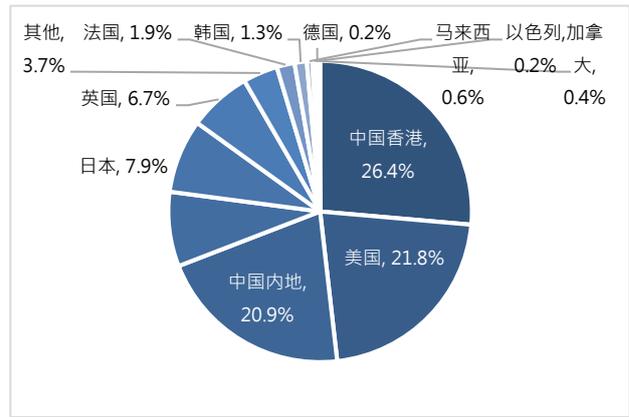
图表：公司主要三类产品

类别	封闭式电子雾化设备	电子雾化组件（加热不燃烧产品）	开放式电子雾化器
示意图			
构成	封闭式电子雾化器，包括雾化芯和电子雾化液（来自供应商）；电池	烟草胶囊，封闭式电子雾化器，电池	开放式电子雾化器（包括发热丝），电池模组（包括电池）
特点	可充电或属一次性设备，一般可持续使用 3-12 天，便携、个性化和易使用	产生雾化汽后通过并加热含有尼古丁的烟草胶囊，比竞品释放更少的气味	允许终端消费者自行替换组件，使用不同发热丝、电池模组及电子雾化液
客户品牌	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

图表：To B 和 To C 业务结构



图表：公司产品主要为出口



来源：思摩尔国际·东吴证券国际

*公司产品主要供出口·发往香港的产品约 90% 转运至美国

公司未来增长动力主要来自于：(1) 电子烟对消费者的渗透率提升·市场经历外延扩张·弗若斯特沙利文预计电子烟占烟草市场的份额将由 2019 年的 4.2% 增加至 2024 年的 9.3%·加热不燃烧设备的市场份额将由 0.7% 增至 2.7%·且由于生理成瘾性·现有消费者的消费频次亦有提升空间。(2) 生产能力提升·优化运营生产效率·公司现有产能仍有 40%-50% 的提升空间·待新生产基地建好之后·公司产能还将大幅提升·新基地将采用自动化生产级装配线·运营生产效率将进一步提高·规模经济效益下成本有望进一步下降。(3) 马太效应·强者恒强：公司作为全球最大的电子雾化设备供应商·不断提升核心研发实力·改善用户体验·巩固龙头份额·公司每年投入销售额的 3%-5% 用于研发支出·此举有利于保持公司技术的领先性·申请产品市场准入手续费用昂贵·程序较复杂·监管环境趋严·亦促进行业集中度提升·利好龙头公司。

思摩尔研发技术投入大·占据行业优势地位。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 8 年电子雾化设备行业工作经验·创始人罗春华担任研发部负责人·其在管理及研发电器方面拥有超过 10 年经验·公司设立基础研究院·技术中心及技术产业化中心三大研发平台·近年来不断加大研发投入·激励促进研发·2016 年至 2020H1·研发开支分别达到 14.8/ 61.2/ 106.3/ 277.4/ 208.9 百万元·占收入比例为 2.1%/ 3.9%/ 3.1%/ 3.6%/ 5.4%·研发人员数量不断增长·2016-20 年研发员工人数分别达到 203 名/ 237 名/ 344 名/ 615 名/ 645 名·公司为研发人员提供具有竞争力的薪资与福利·以更好地激励研发创新。

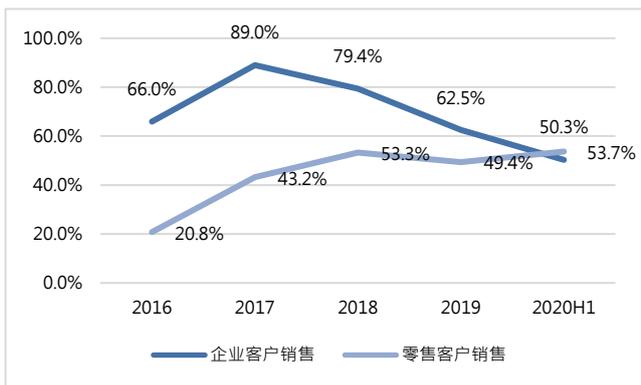
技术创新提升品质·产品维持行业领先地位。2016 年·公司推出了第一代陶瓷加热技术·取代传统棉芯发热丝·同年进一步推出第二代加热技术“FEELM”·将金属薄膜与陶瓷导体结合·其金属薄膜的设计可确保雾化气的即时产生·在材料和结构科学方面实现提升·2018 年“FEELM”荣获《烟业通讯》(Tobacco Reporter) 及 Vapor Voice Magazine 授予“金叶奖”·2019 年“FEELM”获得中国国家知识产权局授予的“第 21 届中国专利奖”；2020 年·公司产品获得 iF 工业设计大奖·公司通过研发核心技术保持行业领先地位·目前已申请中国及国外专利超过 1600 项·其中已获授权 700 多项专利。

现有产能利用率 50%至 60%，满足短期需求。公司目前拥有十个生产基地，总面积 14.4 万平方米，位于深圳及东莞，平均剩余租期 5 年左右，每月产能超过 1 亿个标准单位。公司的生产线根据顾客的具体要求建造，例如，位于深圳市宝安区西乡的工厂，仅用于制造日本烟草所要求产品。这种模式下，客户的转换成本较高，公司与客户建立紧密的战略合作关系，订立生产及供应协议，有利于绑定公司与客户关系。截止至 2019 年底，公司对企业及零售客户销售的产能利用率分别为 62.5%/49.4%；2020 年初疫情爆发，公司 3 月开始正常生产运营，产能利用快速恢复并继续爬坡，截止至 2020 年 6 月底对企业/零售客户销售的产能利用率恢复至 50.3%/53.7%。现有产能利用率仍有提升空间。

图表：公司目前十个主要生产基地

生产基地	位置	总建筑面积 (平方米)	租期 (月)	租期届满日期	月租 (元)	运营日期	产品
1	深圳宝安区	1,600	60	2022.9.14	37,618	2009.9	封闭式电子雾化设备及电子雾化组件
2	深圳宝安区	14,163	108	2028.8.30	410,727	2019.12	封闭式电子雾化设备
3	深圳宝安区	11,000	60	2023.7.31	459,897	2018.9	封闭式电子雾化设备
4	深圳宝安区	22,000	64	2022.11.30	926,539	2017.12	封闭式电子雾化设备及电子雾化组件
5	深圳宝安区	10,008	60	2023.2.28	319,141	2014.4	封闭式电子雾化设备
6	深圳宝安区	15,474	36	2022.8.4	842,833	2019.12	封闭式电子雾化设备
7	深圳宝安区	7,969	45	2023.3.31	330,222	2018.5	开放式电子雾化设备
8	东莞长安镇	9,980	60	2023.8.31	264,511	2013.9	封闭式电子雾化设备及电子雾化组件
9	东莞长安镇	26,780	60	2023.12.1	863,333	2019.2	电子雾化组件
10	东莞洪梅镇	24,803	60	2024.3.31	527,080	2019.5	陶瓷及其他中间产品
		总计 14.4 万	平均 61.3 个月 (5 年)				

图表：思摩尔产能利用率



来源：思摩尔国际·东吴证券国际

建立广东江门及深圳新基地，未来预期实现扩产增效。公司计划总投资 56 亿元左右建设位于广东江门、深圳的生产基地，建成之后总建筑面积 95.7 万平方米，每月增产 2.62 亿个标准单位。(1) 江门产业园 1 期：投资约 27 到 30 亿元，总建筑面积 33 万平方米，安装 96 条自动化生产及装配线，配备约 2,600 名雇员，预期于 2022 年 6 月前完成设备安装测试，开始运营。新工厂的每标准单位生产成本将降低，月产能将

增加约 90 百万个标准单位。假设均安装自动化装配线，公司预期江门产业园第一期将于 1 或 2 个月内实现收支平衡。(2) **江门产业园 2 期**：总建筑面积约为 44 万平方米，总投资 16 亿元，计划于 2021 年开始建设，2023 年前后投入运营，届时每月产能将进一步增加约 120 百万个标准单位。(3) **深圳产业园**：总建筑面积约为 18.7 万平方米，预期于 2024 年竣工，耗资总额 10.4 亿元，预期每月产能将提高约 51.9 百万个标准单位。得益于与深圳的研发中心通讯便捷，该产业园将主要生产新推出的产品，其主要生产的产品类型为适合大规模生产的电子雾化设备，预期于 2022 年至 2024 年，现有租赁工厂租赁届满时，公司将以自有新生产基地取代大部分租赁工厂，大幅提升现有产能，增强规模经济效益，并引入更多先进的自动化生产及装配线，提高运营及生产效率。

图表：规划中的生产基地

地区	建筑面积	投资	设备	预计投产时间	每月增加产能
江门产业园 1 期	33 万平方米	27-30 亿元	自动化生产及装配线	2022 年 6 月前	90 百万个标准单位
江门产业园 2 期	44 万平方米	16 亿元	自动化生产及装配线	2023 年前后	120 百万个标准单位
深圳产业园	18.7 万平方米	10.4 亿元	自动化生产及装配线	2024 年	51.9 百万个标准单位
总计	95.7 万	56.4 亿元	-	-	2.62 亿个标准单位

来源：思摩尔国际·东吴证券国际

电子烟市场渗透率不断提升，电子雾化技术应用领域扩张

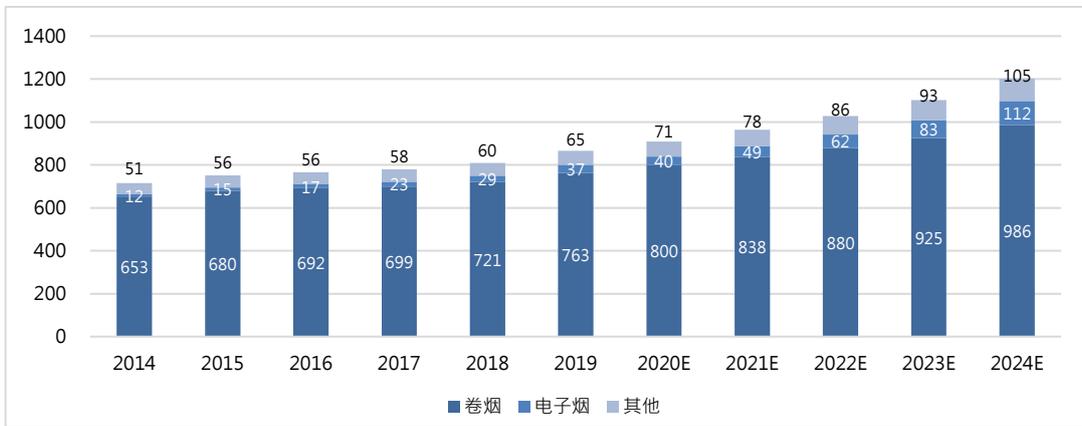
全球电子烟市场渗透率将不断提升。2019 年全球烟草制品市场规模 8,654 亿美元，同比增长 6.9%。烟草制品包括卷烟、电子烟、加热不燃烧设备及其他(如斗烟、嚼烟、雪茄及鼻烟)，其中，卷烟份额最高，2019 年卷烟市场份额达到 88.2%，而电子烟及加热不燃烧设备市场处于成长初期，但增速较快。电子烟是一种电池供电设备，当使用者从中吸气时会散发出雾化的电子雾化液。弗若斯特沙利文预计电子烟的市场份额将由 2019 年的 4.2% 增加至 2024 年的 9.3%，加热不燃烧设备的市场份额也将由 0.7% 增加至 2.7%。

全球电子烟品牌商市场规模未来 5 年翻 3 倍，美国为最大市场。据弗若斯特沙利文数据，2019 年全球电子烟品牌商市场规模 367 亿美元，预计未来 5 年复合增速 24.9%，到 2024 年将翻 3 倍至 1,115 亿美元。由于美国吸雾化汽的文化兴起较早，是目前全球最大的电子烟市场，品牌商市场规模从 2014 年的 64 亿美元增加至 2019 年的 207 亿美元，预期于 2024 年将达 644 亿美元。2019 年，欧盟及英国、中国、日本的电子烟品牌商市场分别达 73 亿美元、27 亿美元及 5 亿美元，预期未来几年市场规模将持续扩大。

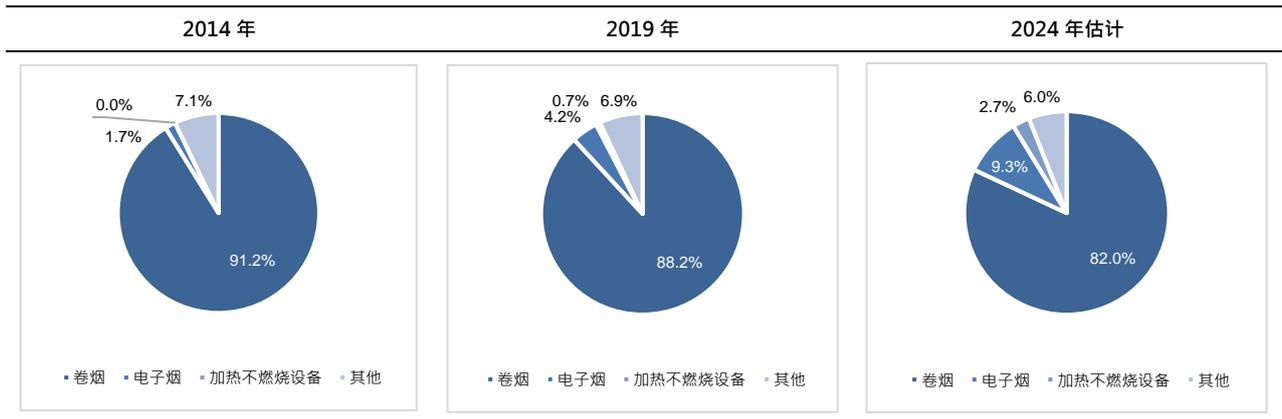
封闭式电子雾化设备为主流电子烟产品形式。电子烟产品分为封闭式电子雾化设备和开放式电子雾化设备。其中封闭式电子雾化设备品牌商占主导，2019 年市场规模 218 亿美元，占比 59%，预计未来 5 年复合增速 29.6%，到 2024 年将达 797 亿美元，占比 71%；而开放式电子雾化设备品牌商市场规模为 150 亿美元，未来 5 年复合增速为 16.3%。

思摩尔是全球最大的电子雾化设备供应商，份额提升快速。2018年，思摩尔在全球电子雾化设备的市占率仅为10.1%，与第二名9.7%仅相差0.4pct。而到2019年，思摩尔份额提升至16.5%，远高于第二名的6.5%，这主要由于公司高性能高品质的产品Feelm陶瓷芯得以大规模应用。

图表：全球烟草市场规模（十亿美元）



图表：不同烟草制品的全球市场份额



图表：全球烟草市场规模的年均复合增速

	2014-2019年	2019-2024年		2014-2019年	2019-2024年
全球烟草市场规模	3.9%	6.8%	全球电子烟市场规模	24.2%	24.9%
卷烟	3.2%	5.2%	封闭式电子雾化设备	30.0%	29.6%
电子烟	24.2%	24.9%	开放式电子雾化设备	17.9%	16.3%
其他	5.3%	9.9%			

来源：思摩尔国际，东吴证券国际

未来，电子雾化设备产品将更多应用于医疗、娱乐等领域，市场空间广阔。除电子烟外，陶瓷加热技术制造还可用于医疗或娱乐CBD及THC雾化的电子雾化设备的电子雾化组件（封闭式电子雾化器及电池）。近年来电子雾化设备逐渐被应用于各种医疗场景，包括但不限于医疗实验过程及临床治疗。药液可被雾化成微粒而通过吸入的方式更易进入呼吸道及肺部，实现无痛、快速及有效的治疗。使用电子雾化设备的吸入式治疗已成为治疗呼吸系统症状及疾病的重要方法。随着电子雾化及医疗行业参与者

的意识不断提高，医疗应用或将成为电子雾化设备行业的重要组成部分。全球电子雾化设备市场规模由 2014 年的 1,828.8 百万美元迅速增至 2019 年的 6,701.9 百万美元，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于 2024 年进一步达至 22,716.9 百万美元，年均复合增速为 27.7%。

欧美日监管政策逐渐明朗，高昂准入费用、申请程序筑就一定行业壁垒。目前，部分国家针对电子烟已出台相关管制政策，随着应用日渐广泛，监管逐渐趋严：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。对于新上市产品，美国 FDA 要求制造商于 2020 年 8 月 8 日前递交 PMTA 烟草上市前申请（Premarket Tobacco Application），获得许可后才能上市销售。截止目前，思摩尔的 Vapresso 产品申请已获得受理，JUUL 和 Vuse 的完成提交产品申请。由于 PMTA 申请费用较为高昂，申请过程较为繁复，头部企业凭借技术资金优势更易获得批准。美国作为电子烟第一消费大国，其监管政策框架与监管方向将为其他国家提供借鉴，对电子烟的监管及市场准入政策有望逐渐出台完善，促使行业上下游整合加快，利好具有资金及研发实力优势的龙头公司。

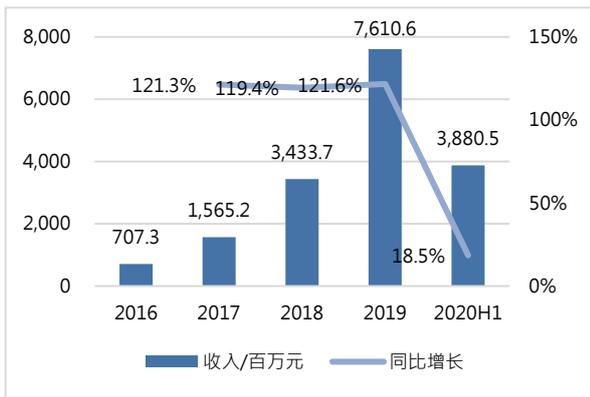
财务分析

公司营收和净利润呈现爆发式增长。2016-19 年公司营收和净利润年均复合增速分别为 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 7.07 亿元增长至 2019 年的 76.11 亿元，复合年增长速达到 120.8%。公司调整后净利润从 2016 年的 1.06 亿元增加至 2019 年的 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，剔除非经营性开支影响后净利润 13.08 亿元。2020 年三季度公司实现净利润同比增长 32.6%至 10.49 亿元，经调整净利润 24.62 亿元，同比上升 42.8%。

期间费用控制好。公司销售费用率从 2016 年的 2.6%降至 2020H1 的 1.9%，市场拓展费用增长，主要用于应对疫情对销售渠道的影响。剔除购股权费用，管理费用率从 2016 年的 4.7%降至 2020H1 年的 3.4%（若不剔除则 2020H1 管理费用率为 7.2%，主要由于购股权费用增加）。公司重视研发投入，研发费用增速与净利润增速匹配，研发费用增速 2016-20H1 年均复合增长率达到 165.5%；研发费用率在 2.6%-3.6% 左右，唯 2020H1 增加 PMTA 产品认证费用，研发费用率从 2019 年 3.6%升至 2020H1 的 5.4%。

利润率逐年上升。公司毛利率从 2016 年 24.3%提升至 2020H1 的 49%，主要由于高毛利率的含有陶瓷加热技术的电子雾化设备销售增加，同时由于期间费用率控制良好，剔除股权费用影响，公司经调整净利率逐年上升，盈利能力不断增强，从 2016 年 15% 增至 2020H1 的 33.7%。

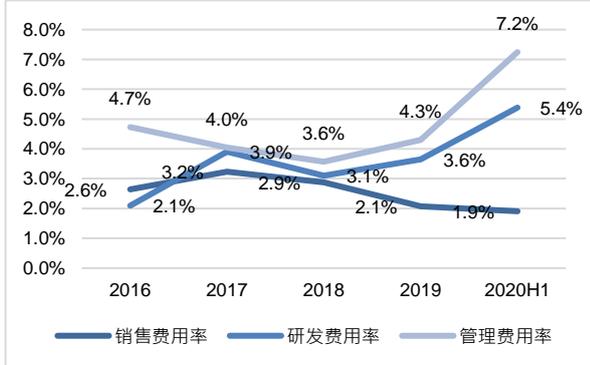
图表：收入及增速



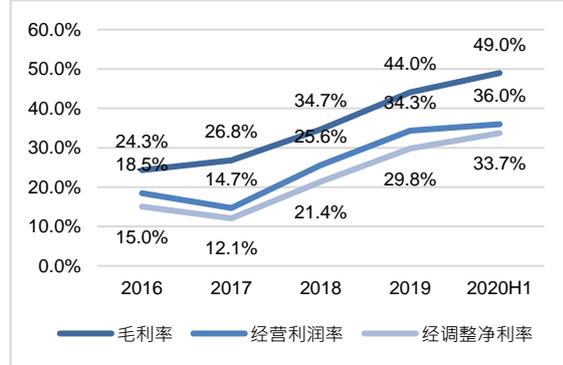
图表：经调整净利润及增速



图表：经营费用率



图表：利润率



*管理费用率：2020H1 剔除购股权费用影响后为 3.4%

图表：公司上市募资用途

资金用途	比例
扩大产能（建设江门及深圳产业园）	50%
设备及系统升级（新生产基地实施自动化生产及装配线、升级集团级 ERP 系统；升级现有工厂）	25%
投资研发（深圳设立集团级研究院、开发新加热技术级支付产品认证开支）	20%
运营资金级一般企业用途	5%

图表：思摩尔所纳入指数

- (1) 恒生综合指数
 - 恒生综合行业指数——非必需性消费
 - 恒生综合大型股指数
 - 恒生综合大中型股指数
- (2) 恒生消费品制造及服务业指数
- (3) 恒生港股通新经济指数

来源：思摩尔国际·东吴证券国际

思摩尔国际财务指标

损益表 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020H1
收入	707	1,565	3,434	7,611	3,881
销售成本	(535)	(1,146)	(2,243)	(4,258)	(1,980)
毛利	172	419	1,191	3,352	1,901
销售开支	(19)	(51)	(99)	(158)	(74)
行政开支	(33)	(63)	(123)	(327)	(281)
研发开支	(15)	(61)	(106)	(277)	(209)
其他收入	18	5	16	49	44
其他损益净额	7	(19)	(1)	(28)	15
经营利润	131	230	878	2,612	1,396
财务成本	(1)	(3)	(8)	(18)	(8)
非经营性开支	0	0	(1)	(26)	(1,082)
除所得税前利润	130	227	869	2,567	305
所得税开支	(23)	(38)	(135)	(393)	(229)
税后利润	106	189	734	2,174	77
经调整净利润	106	189	735	2,265	1,308

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020H1
物业、厂房和设备	90	203	522	887	948
无形资产	22	12	17	59	56
递延所得税资产	0	1	4	14	14
按金	5	36	45	173	159
非流动资产总额	118	253	588	1,132	1,176
存货	127	171	391	548	296
应收账款及票据	109	139	353	659	1,298
预付款项及其他应收款项	37	88	139	231	212
金融资产	42	93	0	0	0
定期存款	0	0	16	0	0
现金及现金等价物	104	333	942	731	1,610
流动资产	419	825	1,841	2,170	3,416
股本	63	63	63	0	0
储备	197	347	906	735	960
权益总额	260	410	969	735	960
租赁负债	21	81	212	283	216
可转换优先股	0	0	0	232	1,658
递延收入	0	0	0	3	2
非流动负债	21	81	212	518	1,876
贸易应付款	172	368	571	442	515
其他应付款项及应计开支	42	128	300	573	596
应付税项	13	21	113	94	203
合约负债	19	48	209	386	341
租赁负债	10	21	56	107	100
可换股承兑票据	0	0	0	368	0
递延收入	0	0	0	1	1
具有追索权的已贴现应收票	0	0	0	80	0
流动负债	256	586	1,248	2,049	1,756
负债与权益总额	537	1,078	2,429	3,302	4,593

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018	2019	2020H1
除税前溢利	130	227	869	2,567	305
折旧及摊销	6	6	13	30	0
营运资金变动	11	211	108	(115)	0
其他变动	(17)	(5)	(30)	(297)	797
经营活动所得现金净额	129	439	960	2,184	1,102
购买有形资产及无形资产	(27)	(85)	(200)	(514)	(178)
已付研发成本	(11)	0	(5)	(46)	0
其他变动	(42)	(55)	77	71	10
投资活动所得现金净额	(80)	(140)	(128)	(489)	(168)
借款	0	0	31	1	0
偿还借款	0	0	(31)	(1)	0
利息支出	(1)	(3)	(8)	(18)	(8)
发行股份	38	0	0	0	0
发行成本	0	0	0	(2)	(2)
其他变动	(12)	(55)	(207)	(1,880)	(48)
融资活动所得现金净额	26	(59)	(215)	(1,900)	(59)
现金变动净额	75	240	617	(205)	875
期初值	25	104	333	942	731
外汇变动损益	4	(11)	(8)	(6)	4
期末值	104	333	942	731	1,610

财务比率	2016	2017	2018	2019	2020H1
同比增长率(%)					
收入	-	121.3%	119.4%	121.6%	18.5%
毛利	-	143.8%	183.9%	181.6%	39.9%
净利	-	77.9%	288.4%	196.2%	-91.7%
盈利能力(%)					
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%	49.0%
经营溢利率	18.5%	14.7%	25.6%	34.3%	36.0%
净利率	15.0%	12.1%	21.4%	29.8%	33.7%
净资产收益率	40.8%	46.0%	75.8%	308.4%	136.2%
偿债能力					
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.1	1.9
现金比率	0.4	0.6	0.8	0.4	0.9
总资产负债率(%)	51.5%	61.9%	60.1%	77.8%	79.1%
营运能力					
存货周转天数	86.7	54.6	63.7	47.0	54.6
应收账款周转天数	56.0	32.5	37.5	31.6	122.1
应付账款周转天数	116.9	117.3	92.9	37.9	94.9
杜邦分析					
净利率(%)	15.0%	12.1%	21.4%	29.8%	33.7%
资产周转率	1.3	1.5	1.4	2.3	0.8
权益乘数	2.1	2.6	2.5	4.5	4.8

来源：思摩尔国际·东吴证券(国际)

免责声明

东吴证券公司投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券行业投资评级标准：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

本报告由东吴证券国际经纪有限公司编写。本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，在任何司法管辖权下的地方均不用作或视为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品、交易策略或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财务状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致东吴证券(香港)金融控股有限公司的子公司 东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。

本报告不应倚赖以取代独立判断。东吴证券国际可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。过往表现并不可视为未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。东吴证券国际之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及之任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。收件人如对本报告内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应根据香港法律管辖及解释。

一般披露事项

东吴证券国际及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。东吴证券国际可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。东吴证券国际一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需求。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知，本报告任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任、损害或损失。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

东吴证券国际之政策：刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券(国际)在最近的 12 个月内与报告中提到的公司不存在投资银行业务关系。

东吴证券国际及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)。