

# 思摩尔国际 (06969.HK)

## 电子雾化领域领导者

**电子雾化领域的领导者。**思摩尔是全球最大电子雾化设备制造商，2019年占总市场份额的16.5%。公司主要通过核心雾化技术提供雾化科技解决方案，OEM/ODM模式搭配自有品牌APV组成主营业务板块。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7.07亿元增加至2019年的人民币76.11亿元，复合年增长率为120.8%；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%。

**全球电子雾化设备市场规模增长迅速，美国市场份额最大。**根据弗若斯特沙利文报告电子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%，电子烟使用者预计2025年达89.6百万人。全球电子雾化设备市场规模由2014年的1828.8百万美元迅速增至2019年的6701.9百万美元，复合年增长率为29.7%。技术创新、功能的丰富及安全性的提升、线上及线下零售渠道的开发、吸雾化汽作为一种文化及爱好的增长趋势刺激电子雾化设备的发展。全球电子雾化设备的市场规模预期将于2024年达22716.9百万美元，复合年增长率将达27.7%。美国拥有全球电子雾化设备市场的最大市场份额，在2019年达57.1%。

**先进的研发-制造综合技术平台，打造核心竞争力。**电子雾化行业进入壁垒较高，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。2018年公司将陶瓷加热技术应用到电子雾化设备中，引起产品销量上升，产品价格上升。为提升产品性能，公司的研发团队开展可行性研究并于新产品“TARGET”应用研发的加热技术，通过消除若干雾化缺陷，赢得了市场的欢迎。募投项目将助力研发与产能扩张，支持公司未来高速发展。

**拓展新客户，探索新领域。**公司目前已建立起由全球领先的烟草公司及独立电子雾化公司组成的全球客户网络，被广泛销往50多个海外国家，主要包括美国、日本及欧洲国家，客户包括日本烟草、英美烟草、Reynolds Asia-Pacific、RELX及NJOY等。覆盖全球的客户网络增加了公司业内品牌知名度，更将吸引许多全球领导品牌的潜在客户。公司的目标是探索新的应用领域，特别是医疗及保健领域，以进军新兴市场并进一步多样化公司的客户群。

**投资策略：**我们预测公司2020-2022年收入分别为94.07亿元、133亿元、174.02亿元，同比增长23.6%、41.4%、30.8%。净利润分别为27.24亿元、40.16亿元、54.38亿元，同比增长25.3%、47.4%、35.4%。

**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	9,407	13,300	17,402
增长率 yoy (%)	119.4	121.6	23.6	41.4	30.8
归母净利润(百万元)	734	2,174	2,724	4,016	5,438
增长率 yoy (%)	288.4	196.2	25.3	47.4	35.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.13	0.38	0.47	0.70	0.95
净资产收益率(%)	75.7	295.9	78.8	53.7	42.1
P/E(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 股票信息

行业

发行价格

合理估值(港元/股)

12.98

### 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



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1841	2170	10684	14831	20271
现金	942	731	9266	12263	17665
应收票据及应收账款	353	659	592	1177	1137
其他应收款	139	231	227	421	426
预付账款	0	0	0	0	0
存货	391	548	600	970	1043
其他流动资产	16	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	588	1132	1360	1803	2116
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	522	887	1090	1504	1792
无形资产	17	59	84	112	138
其他非流动资产	49	186	186	186	186
<b>资产总计</b>	2429	3302	12044	16633	22387
<b>流动负债</b>	1248	2049	2324	2897	3213
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	571	442	796	897	1274
其他流动负债	677	1607	1528	2000	1940
<b>非流动负债</b>	212	518	518	518	518
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	212	518	518	518	518
<b>负债合计</b>	1460	2567	2842	3415	3731
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	63	0	5744	5744	5744
资本公积	906	735	735	735	735
留存收益	0	0	2724	6740	12178
归属母公司股东权益	969	735	9202	13219	18656
<b>负债和股东权益</b>	2429	3302	12044	16633	22387

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	960	2184	3100	3573	5891
净利润	734	2174	2724	4016	5438
折旧摊销	48	30	71	97	129
财务费用	8	18	10	36	47
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-208	-479	295	-577	278
其他经营现金流	378	442	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-128	-489	-299	-539	-442
资本支出	-200	-460	228	442	314
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-327	-949	-71	-97	-129
<b>筹资活动现金流</b>	-215	-1900	5734	-36	-47
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-63	5744	0	0
资本公积增加	559	-171	0	0	0
其他筹资现金流	-774	-1666	-10	-36	-47
<b>现金净增加额</b>	617	-205	8534	2997	5402

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3434	7611	9407	13300	17402
营业成本	2243	4258	5203	7117	9126
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	99	158	207	306	418
管理费用	123	327	423	585	766
研发费用	106	277	367	532	644
财务费用	8	18	10	36	47
资产减值损失	4	5	0	0	0
其他收益	3	-23	-11	-12	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	853	2518	3186	4712	6390
营业外收入	16	49	30	30	30
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	869	2567	3216	4742	6420
所得税	135	393	492	725	982
<b>净利润</b>	734	2174	2724	4016	5438
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	734	2174	2724	4016	5438
EBITDA	888	2575	3137	4516	6100
EPS (元/股)	0.13	0.38	0.47	0.70	0.95

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	119.4	121.6	23.6	41.4	30.8
营业利润 (%)	284.4	195.2	26.5	47.9	35.6
归属母公司净利润 (%)	288.4	196.2	25.3	47.4	35.4
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	34.7	44.0	44.7	46.5	47.6
净利率 (%)	21.4	28.6	29.0	30.2	31.2
ROE (%)	75.7	295.9	78.8	53.7	42.1
ROIC (%)	60.1	127.0	58.7	44.4	36.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.1	77.8	23.6	20.5	16.7
净负债比率 (%)	-75.4	31.5	-240.0	-151.2	-129.3
流动比率	1.5	1.1	4.6	5.1	6.3
速动比率	1.1	0.8	4.3	4.8	6.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.0	2.7	1.2	0.9	0.9
应收账款周转率	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转率	4.8	8.4	8.4	8.4	8.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.38	0.47	0.70	0.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	0.38	0.54	0.62	1.03
每股净资产 (最新摊薄)	0.17	0.13	0.60	1.30	2.25
<b>估值比率</b>					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-0.8	0.1	-2.6	-2.5	-2.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、电子雾化领域的领导者 .....	5
1.1 全球最大电子雾化设备制造商 .....	5
1.2 第一大股东为陈志平，亿纬锂能注资寻求业务协同效应 .....	7
1.3 营收、净利润呈现爆发式增长 .....	8
二、电子雾化设备行业：双品类共同发展，行业增长空间广阔 .....	9
2.1 电子雾化设备基本工作原理 .....	9
2.2 封闭式电子雾化设备是流行趋势，预期渗透率进一步增长 .....	10
2.3 电子雾化设备制造属价值链中游，研发提升产业价值 .....	13
2.4 管制政策趋严，传统烟草高额利税造成阻碍 .....	14
2.5 原材料价格下降驱动利润增长 .....	15
三、研发制造双优势，全球客户网络打造强大供产体系 .....	16
3.1 先进的研发-制造综合技术平台，打造核心竞争力 .....	16
3.2 技术改变产品结构，增强盈利能力 .....	18
3.3 遍布全球的客户网络，打造强大供产体系 .....	20
3.4 良好的成本管控 .....	22
四、募投助力研发与产能扩张，开发新市场、探索新领域 .....	23
4.1 募投助力研发与产能扩张，支持公司未来高速发展 .....	23
4.2 增加新客户，进军新领域 .....	24
五、盈利预测 .....	25
风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革 .....	5
图表 2: 公司主要产品 .....	5
图表 3: 2019 年营收构成 .....	6
图表 4: 公司分业务板块收入及占比 .....	6
图表 5: 公司分业务板块毛利和毛利率 .....	7
图表 6: 股权结构 .....	7
图表 7: 2016 年-2019 年营收及同比增速 .....	8
图表 8: 2016 年-2019 年净利润及同比增速 .....	8
图表 9: 2016 年-2019 年公司期间费用率水平 .....	8
图表 10: 2016 年-2019 年公司净利率和毛利率水平 .....	8
图表 11: 2016 年-2019 年公司存货、应收账款周转天数 .....	9
图表 12: 2016 年-2019 年公司 ROE 水平 .....	9
图表 13: 电子烟分类 .....	9
图表 14: 封闭式电子雾化设备结构 .....	10
图表 15: 开放式电子雾化设备结构 .....	10
图表 16: 2014-2024 年电子雾化设备市场规模及复合年增长率 .....	11
图表 17: 电子雾化设备市场不同地域份额 .....	11
图表 18: 2014、2019、2024 年不同电子雾化设备市场份额 .....	12
图表 19: 加热不燃烧设备市场规模（十亿美元） .....	12
图表 20: 电子雾化设备产业链构成 .....	13
图表 21: 2019 年前五大电子雾化设备参与者市场份额 .....	14

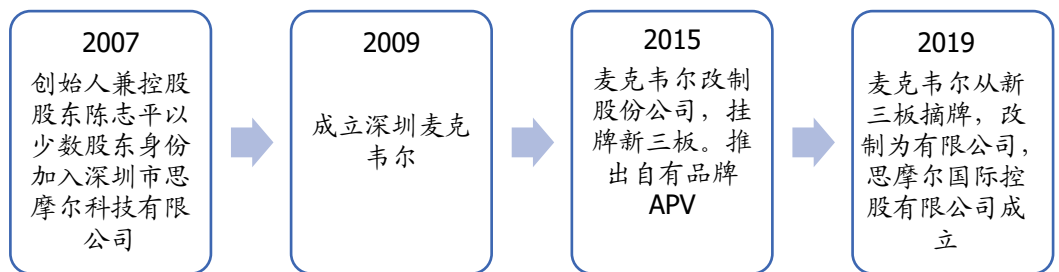
图表 22: 各国监管政策.....	15
图表 23: 2014-2019 年不锈钢平均价格 .....	16
图表 24: 2014-2019 年锂离子电池平均价格.....	16
图表 25: 公司研究院情况 .....	16
图表 26: 2016-2019 年研发费用及占比 .....	17
图表 27: 2016-2019 年研发部门平均薪酬.....	17
图表 28: 公司重要研发成果.....	18
图表 29: 2016-2019 年面向企业的电子雾化设备产品均价.....	18
图表 30: 2016-2019 年面向企业的电子雾化组件产品均价.....	18
图表 31: 2016-2019 年面向零售的产品均价.....	19
图表 32: 2016-2019 年主要产品销量与平均售价.....	19
图表 33: 2016-2019 年各业务毛利率.....	20
图表 34: 2016-2019 年主营业务构成及同比增速 .....	20
图表 35: 2016-2019 年客户营收占比.....	21
图表 36: 2019 年销售地域营收占比.....	21
图表 37: 2019 年公司前五大客户情况 .....	21
图表 38: 公司分销商数量(家) .....	22
图表 39: 2016-2019 年营业成本构成.....	23
图表 40: 2016-2019 年各项营业成本占比 .....	23
图表 41: 2016 -2019 年成本占总营收比例.....	23
图表 42: 2016-2019 年公司产能利用率 .....	24
<b>图表 43: 公司电子雾化设备收入预测.....</b>	<b>25</b>
图表 44: 电子雾化组件收入预测 .....	26
图表 45: 面向零售客户销售收入预测.....	26
图表 46: 公司费用率预测 .....	27

## 一、电子雾化领域的领导者

### 1.1 全球最大电子雾化设备制造商

思摩尔国际控股成立于2019年7月，其前身为深圳市思摩尔科技有限公司，创始人兼控股股东陈志平以少数股东身份于2007年加入深圳市思摩尔科技有限公司，后成立深圳麦克韦尔，目前主要业务通过公司全资附属公司深圳麦克韦尔科技有限公司开展。2015年麦克韦尔在新三板挂牌，推出自有品牌APV。2019年，公司是全球最大电子雾化设备制造商。

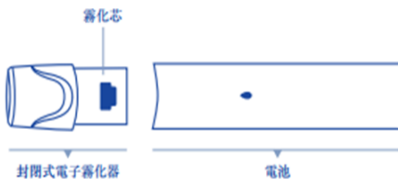

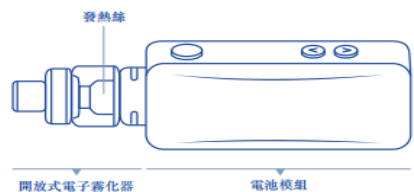
图表1: 公司历史沿革



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司专注于电子雾化设备的研发、制造与销售, 是提供雾化科技解决方案的全球领导者, 公司凭借其先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合及多元化的客户群, 近年来业务发展迅猛。就收入而言, 2018年公司成为全球最大电子雾化设备制造商, 占总市场份额的10.1%, 2019年市场份额达到16.5%。

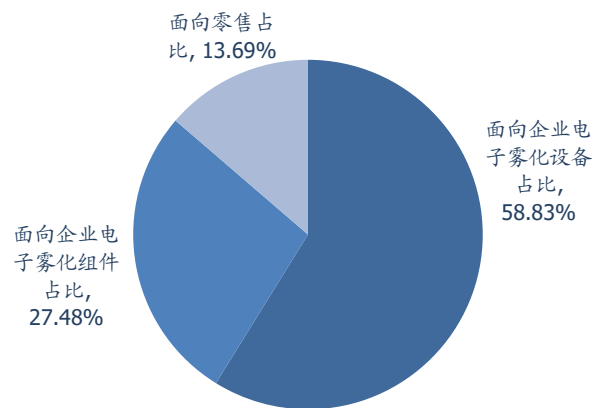
图表2: 公司主要产品

主要产品	组成	示意图	优点
封闭式电子雾化设备	封闭式电子雾化器(包括雾化芯及电子雾化液)及电池		便携、个性化及易使用, 视使用习惯可持续使用3-12天
电子雾化组件(封闭式电子雾化器)	是不加热燃烧设备的组件		不直接加热烟草, 而是产生雾化汽后通过并加热含有尼古丁的烟草胶囊, 比竞争产品释放更少的气味
开放式电子雾化设备	开放式电子雾化器(包括发热丝)和电池模组		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

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司主要通过核心雾化技术提供雾化科技解决方案，OEM/ODM 模式搭配自有品牌 APV 组成主营业务板块：通过 OEM/ODM 模式为若干全球领先烟草公司及独立电子雾化公司提供研究、设计及制造封闭式电子雾化设备及电子雾化组件服务；向零售客户销售自行设计、研发的 Vapresso、Renova、Revenant Vape 等自有品牌的 APV，根据弗若斯特沙利文进行的调查，就品牌知名度而言，公司的自有品牌 APV「Vapresso」在开放式电子雾化设备的主流品牌中排名第三。公司目前业务以面向企业的电子雾化设备和电子雾化组件为主，截至 2019 年底，主营业务中面向企业的电子雾化设备营收占比 58.83%，面向企业电子雾化组件营收占比 27.48%，面向零售营收占比 13.69%。

图表 3: 2019 年营收构成



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 4: 公司分业务板块收入及占比

	2016		2017		2018		2019	
	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%
面向企业客户销售	509,978	72.1	1,003,696	64.1	2,491,990	72.6	6,568,661	86.3
— 电子雾化设备	503,233	71.1	691,644	44.2	1,124,168	32.8	4,477,005	58.8
— 含有陶瓷加热技术	—	—	—	—	415,171	12.1	3,594,713	47.2
— 不含陶瓷加热技术	503,233	71.1	691,644	44.2	708,997	20.7	882,292	11.6
— 电子雾化组件	6,745	1.0	312,052	19.9	1,367,822	39.8	2,091,656	27.5
面向零售客户销售	197,276	27.9	561,494	35.9	941,719	27.4	1,041,940	13.7
总计	707,254	100.0	1,565,190	100.0	3,433,709	100.0	7,610,601	100.0

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所



图表 5: 公司分业务板块毛利和毛利率

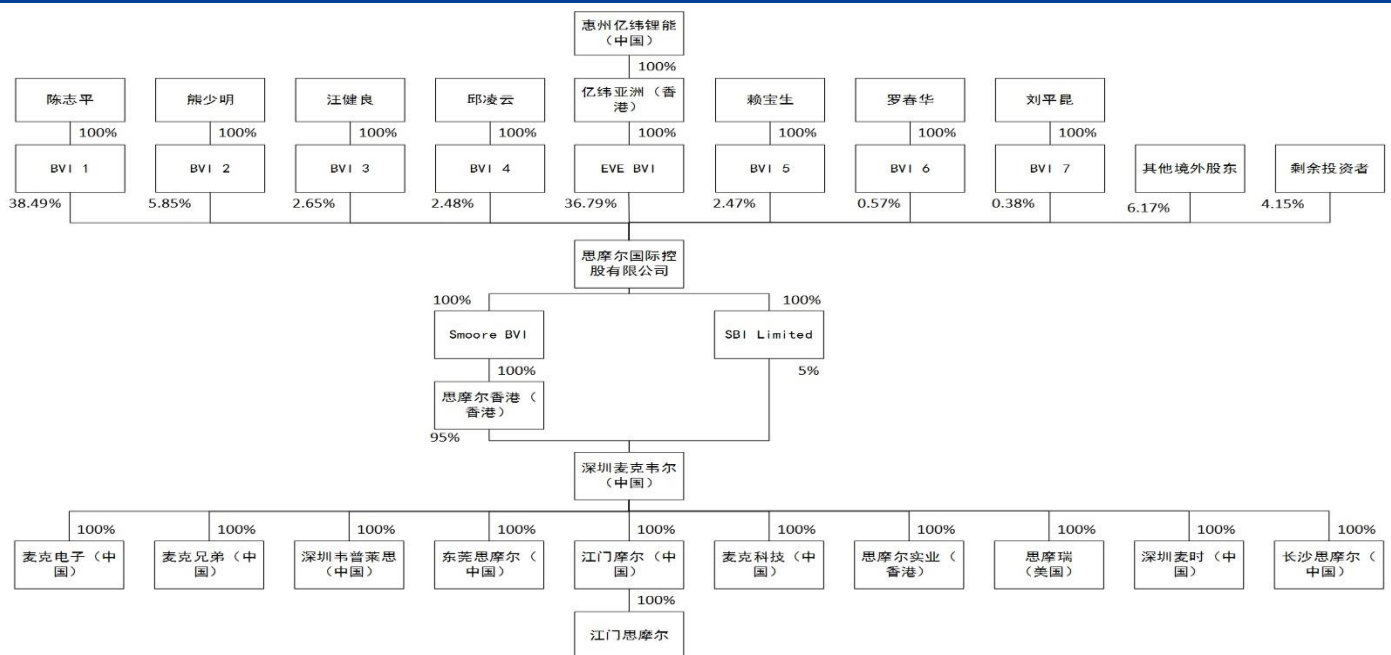
	2016		2017		2018		2019	
	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%
面向企业客户销售	104,557	20.5	210,597	21.0	868,652	34.9	2,991,020	45.5
— 电子雾化设备	102,837	20.4	109,046	15.8	291,705	25.9	2,109,559	47.1
— 含有陶瓷加热技术	—	—	—	—	154,388	37.2	1,814,122	50.5
— 不含陶瓷加热技术	102,837	20.4	109,046	15.8	137,317	19.4	295,437	33.5
— 电子雾化组件	1,720	25.5	101,551	32.5	576,947	42.2	881,461	42.1
面向零售客户销售	67,394	34.2	208,705	37.2	321,853	34.2	361,332	34.7
总计	171,951	24.3	419,302	26.8	1,190,505	34.7	3,352,352	44.0

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 1.2 第一大股东为陈志平, 亿纬锂能注资寻求业务协同效应

7位创始股东累计通过机构持股 52.89%，其中公司第一大股东为陈志平，通过 BVI 1 间接持股 38.49%，公司创始股东兼董事熊少明持股 5.85%。为寻求业务协同效应，2014 年，已供应电池产品 3 年的亿纬锂能注资，通过 EVE BVI 间接持股 36.79%。陈志平、熊少明、亿纬锂能及其控股的机构是公司的控股股东，实际控制人总共持股为 81.13%，其余境外股东持股 6.17%，剩余投资者持股 4.15%。

图表 6: 股权结构

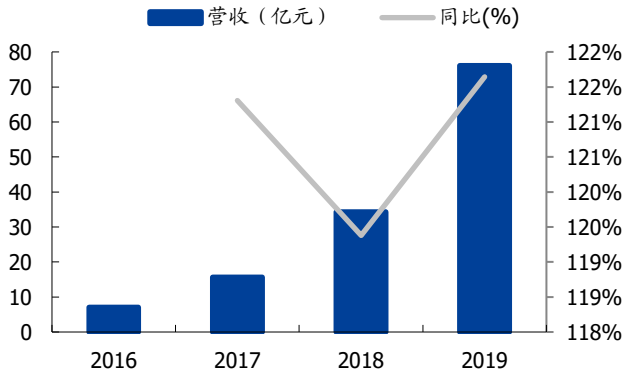


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 1.3 营收、净利润呈现爆发式增长

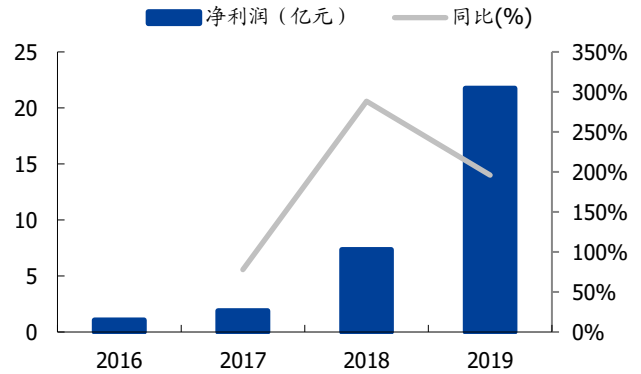
公司营收和净利润呈现爆发式增长。得益于公司强大的研发能力与客户网络，公司营收由2016年的人民币7.07亿元增加至2019年的人民币76.11亿元，复合年增长率为120.8%。公司的净利润由2016年的人民币1.06亿元增加至2019年的人民币21.74亿元，复合年增长率为173.5%。

图表7: 2016年-2019年营收及同比增速



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

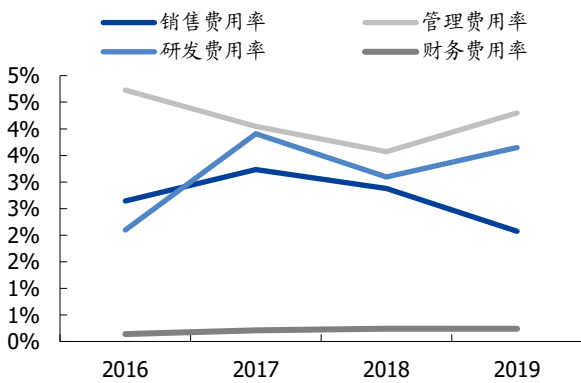
图表8: 2016年-2019年净利润及同比增速



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

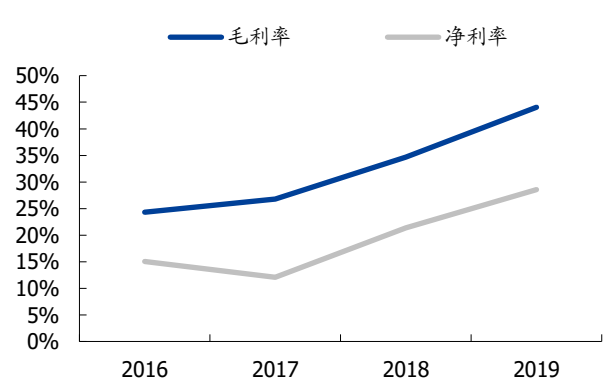
期间费用控制良好, 净利率逐年上升。毛利率增长主要由于向企业客户销售配备陶瓷加热技术的高毛利电子雾化设备的销售增加。由于公司销售及营销成果驱动导致销售持续增长, 分销及销售人员人数及相应工资也增加, 使得员工薪资及福利增加, 销售费用绝对额有所增长, 但占总营收比例保持稳定。业务扩张导致员工总数增加, 相关的员工薪资、福利及办公室开支增加, 管理费用绝对额增长, 从2016年的33.4百万元上升至2019年的327.0百万元, 但业务扩张使管理费用率逐渐降低。公司对期间费用率控制良好, 净利率逐年上升, 盈利能力大幅提升。

图表9: 2016年-2019年公司期间费用率水平



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表10: 2016年-2019年公司净利率和毛利率水平

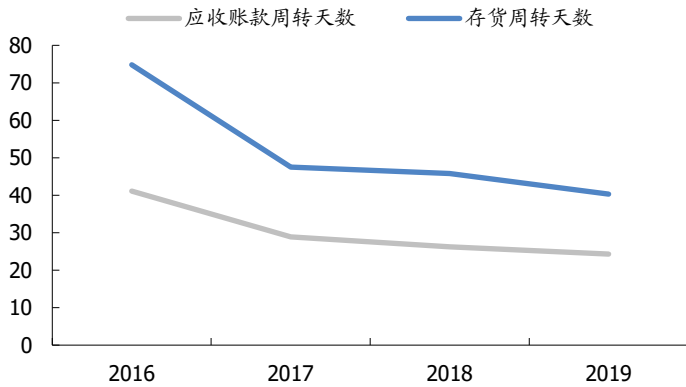


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

营运能力稳定, 经营持续向好。公司近年来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。高效的存货管理将缩短产品投放至市场的时间, 维持、抢占市场占有率, 有助于在快速发展的电子雾化行业维持竞争力。

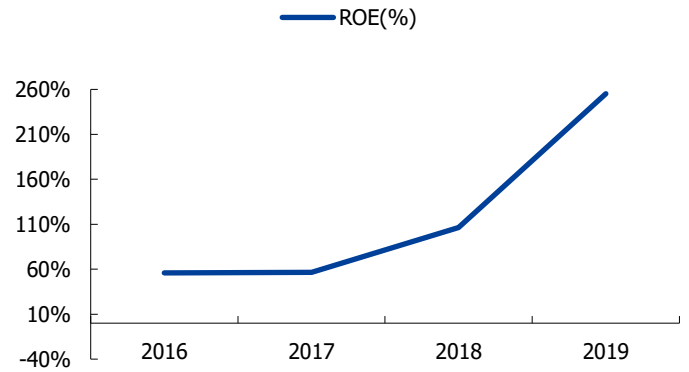


图表 11: 2016 年-2019 年公司存货、应收账款周转天数



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 12: 2016 年-2019 年公司 ROE 水平



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**受新冠疫情影响, 2020 年前四月营收增速有所放缓。**受新冠疫情影响, 公司 2020 年第一季度的产能低于计划的三分之一。截至 2020 年 4 月 30 日止四个月, 公司面向零售客户销售的收入及销售分别较 2019 年同期减少约 40.5% 及 33.6%。减少的主要原因为 COVID-19 疫情的影响导致生产中断。公司的分销商销售渠道亦由此减少产生了影响, 且终端消费者不得不更多依赖于线上购买公司的自有品牌 APV。尽管存在上述对生产的负面影响, 但截至 2020 年 4 月 30 日止四个月面向企业客户销售的收入和销售量较同期增长 20.3% 及 12.4%。公司 2020 年前四个月销售的收入相较于 2019 年同期增长约 7.8%。

## 二、电子雾化设备行业: 双品类共同发展, 行业增长空间广阔

### 2.1 电子雾化设备基本工作原理

电子烟是一种与传统卷烟类似的电子化设备, 当使用者从中吸气时会散发出雾化的电子雾化液, 从而提供类似于吸烟的体验, 目前主要包括电子雾化设备和加热不燃烧设备, 大部分电子烟产品由电池、加热/雾化元件与盛放电子雾化液或烟杆的结构组成。

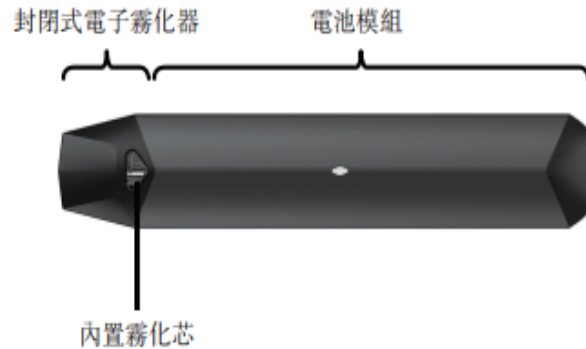
图表 13: 电子烟分类

设备	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的影响较大	封闭式为 Blu、JUUL、Logic、NJOY、RELX、Vuse 及 Vype; 开放式为 Aspire、iJoy、Joyetech、SMOK 及 Vapresso
加热不燃烧式设备	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、Jouz、Kungfu、Lil 及 Ploom Tech

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

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，具有易于使用的特点，形状通常与笔或 USB 存储条相似，便携性良好。

图表 14: 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。消费者需求的不断变化,如更高的烟雾量及更高的功率,促进了开放式电子雾化设备的发展。随着发热丝封装技术及电子雾化设备组装技术愈发成熟,开放式电子雾化设备将更便于欠缺电子雾化设备方面的知识及动手能力的消费者使用。

图表 15: 开放式电子雾化设备结构



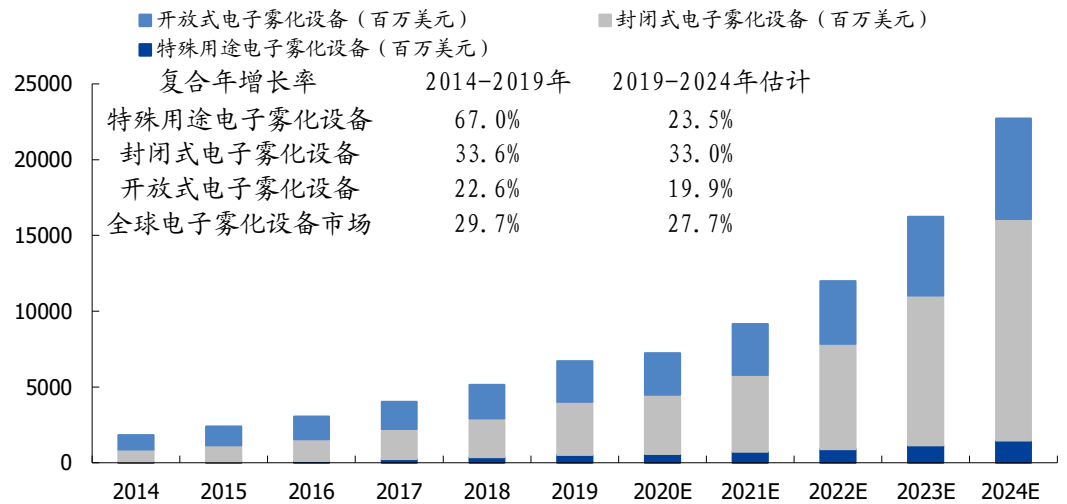
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 2.2 封闭式电子雾化设备是流行趋势，预期渗透率进一步增长

全球电子雾化设备市场规模增长迅速，美国市场份额最大。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。根据弗若斯特沙利文报告，电子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%，电子烟使用者预计 2025 年达 89.6 百万人。全球电子雾化设备市场规模由 2014

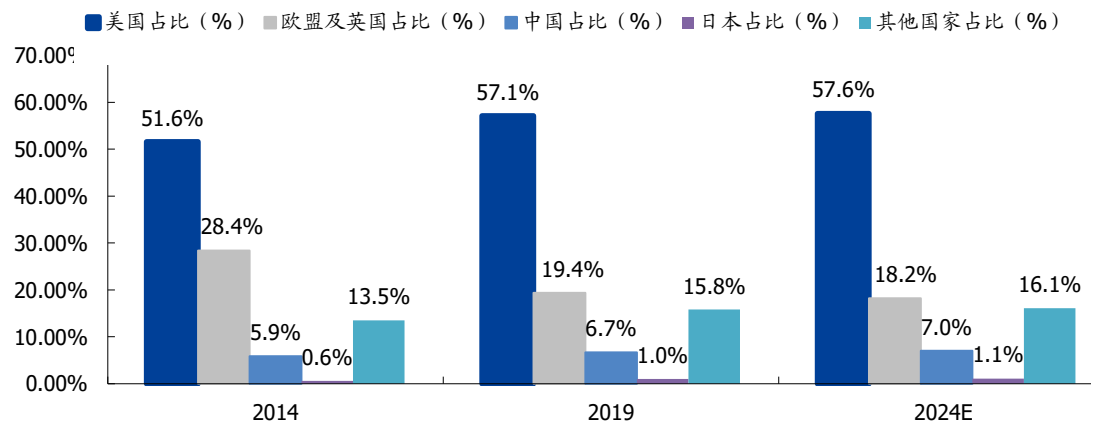
年的1828.8百万美元迅速增至2019年的6701.9百万美元，复合年增长率为29.7%。随着全球需求不断增加，全球电子雾化设备的市场规模预期将于2024年达22,716.9百万美元，复合年增长率将达27.7%。美国拥有全球电子雾化设备市场的最大市场份额，在2019年达57.1%。2019年，欧盟及英国、中国、日本分别占全球电子雾化设备市场份额的19.4%、6.7%及1.0%。

图表 16: 2014-2024 年电子雾化设备市场规模及复合年增长率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

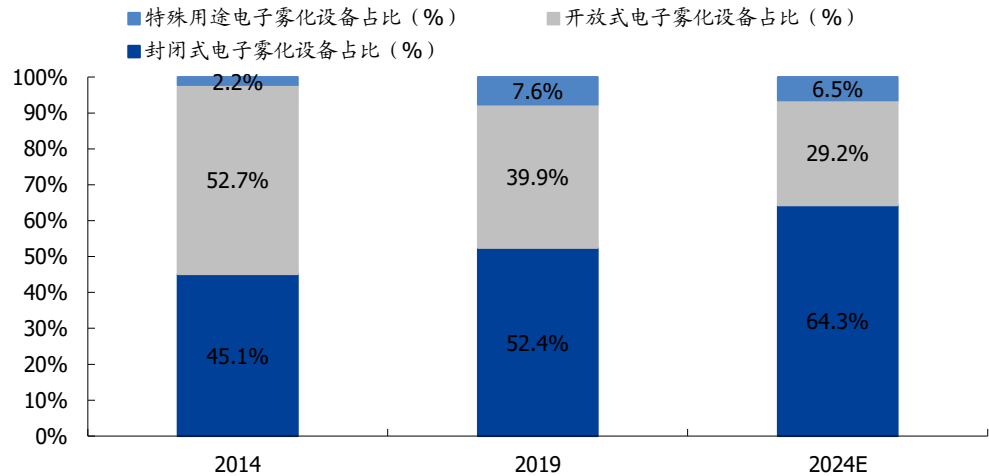
图表 17: 电子雾化设备市场不同地域份额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

- **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%。由于不断流行，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%。
- **技术创新等因素驱动电子雾化设备市场发展。**技术创新、功能的丰富及安全性的提升、线上及线下零售渠道的开发、吸雾化汽作为一种文化及爱好的增长趋势及电子雾化设备各种具有吸引力的产品特性刺激电子雾化设备的发展，加之欧盟、中国及日本的客户近年来需求不断增加，预期全球市场中电子雾化设备的渗透率将进一步增长。

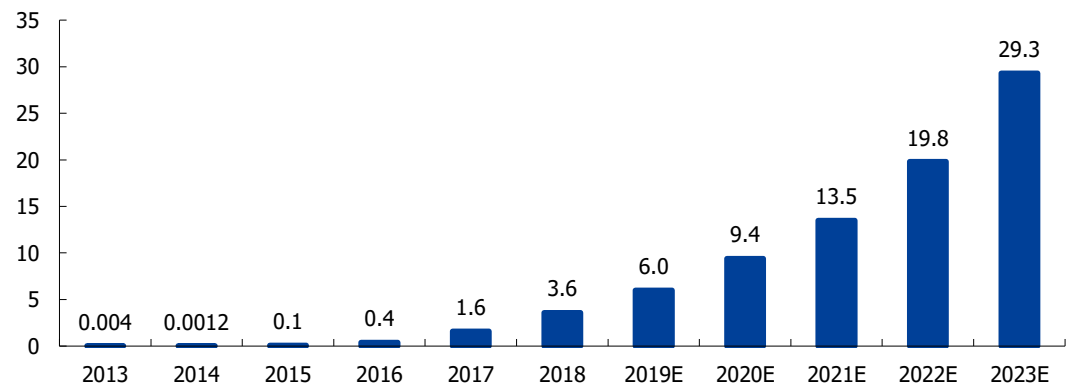
图表 18: 2014、2019、2024 年不同电子雾化设备市场份额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**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, 预计未来在口感提升方面的技术将成为主要竞争方向。2013-2018 年, 加热不燃烧设备复合年增长率为 283.8%, 2018 年 HNB 市场规模达到 36 亿美元, 预计未来五年复合年增长率达 51.8%, 到 2023 年达到 293 亿美元。预计加热不燃烧设备的使用者数量将于 2025 年增加至 19.0 百万人。此外到 2025 年加热不燃烧设备的使用率将比 2015 年高约 190 倍。

图表 19: 加热不燃烧设备市场规模 (十亿美元)



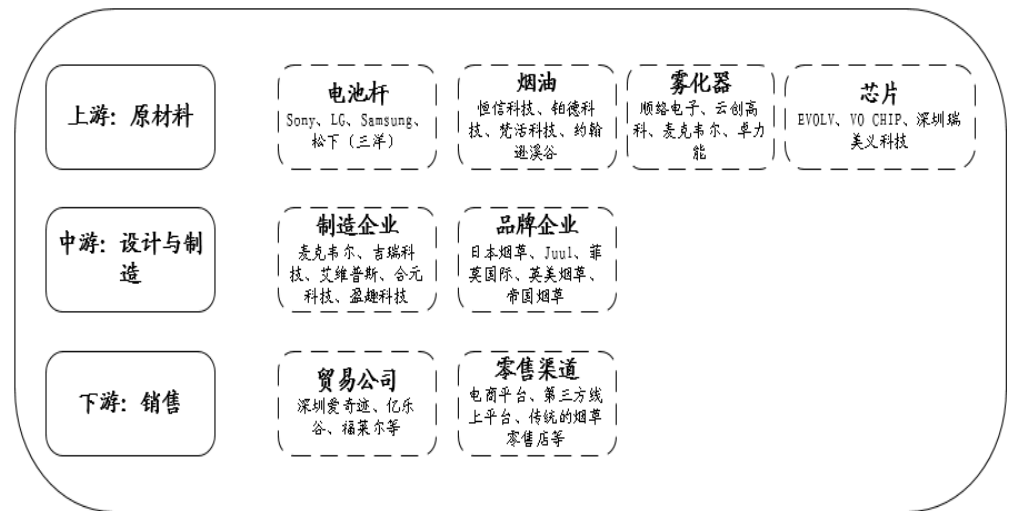
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**低尼古丁成监管要点, 雾化技术将决定口感差异。**尼古丁浓度影响着电子烟的使用体验, 随着《欧盟烟草产品指令》出台, 预计对电子烟中尼古丁浓度的限制将成为监管要点。《欧盟烟草产品指令》明确限制尼古丁浓度在 20mg/ml 以下, 并将烟弹容量上限设为 10ml, 降低尼古丁浓度是电子烟未来的发展趋势, 这将对电子雾化设备企业技术与产品创新提出新要求。未来随着技术发展与厂商研发的持续投入, 雾化技术将决定口感差异。尼古丁盐 pH 值较低, 能够在较低温度下实现雾化, 相同时间内摄入水平更高, 将大大改善电子雾化设备的使用体验。

### 2.3 电子雾化设备制造属价值链中游，研发提升产业价值

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，核心是陶瓷发热芯、烟油、芯片等，此外还需要导油棉、五金、塑料等原材料。电子雾化设备制造属价值链中游，而核心技术大多位于价值链上游，研发对于制造商掌握核心技术，维持市场地位十分重要。中游板块的电子雾化设备制造商与上游供应商合作制造及装配电子雾化设备，主要分为品牌与制造商两大类，国外电子烟企业分为传统的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。据估计，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。就下游市场而言，电子雾化设备一般通过线下及线上渠道进行分销。

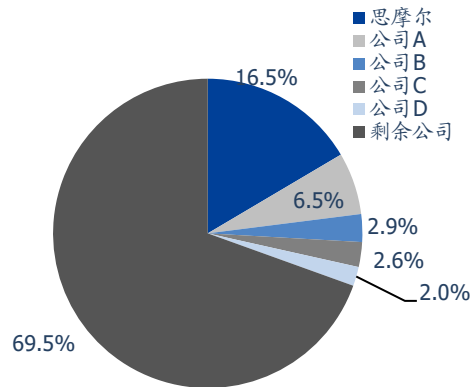
图表 20: 电子雾化设备产业链构成



资料来源: 网络资料, 国盛证券研究所

全球制造商众多, 替代品竞争激烈。全球有超过 1200 家电子雾化设备制造商, 2019 年, 前五大制造商占全球电子雾化设备市场的 30.5%, 前十大制造商仅占总市场份额的一半以下, 且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。电子雾化设备市场参与者的挑战主要包括替代品竞争, 包括其他电子雾化设备制造商、加热不燃烧设备品牌公司, 传统烟草制品及传统卷烟的其他替代品等, 缺乏统一安全标准、利益冲突各方游说增加, 及更严格法律框架也给行业带来更多挑战。预计未来更多知名公司, 包括拥有大量客户基础、大量财务资源、成熟的技术能力及完善的分销渠道的传统烟草公司也将进入市场参与竞争。

图表 21: 2019 年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

## 2.4 管制政策趋严, 传统烟草高额利税造成阻碍

**各国对电子烟政策监管趋严。**目前, 电子雾化设备的安全性与是否存在潜在的健康危害尚不清楚, 多个国家针对电子烟设备已出台相关管制政策, 世界各国对电子烟的生产、销售管制愈加严格。目前, 巴西、新加坡等国家已明确禁止销售电子烟, 作为最大电子雾化设备市场的美国将电子雾化设备纳入食品药品监督管理局监管范围, 要求制造商递交烟草上市前申请备案, 中国禁止通过互联网渠道销售电子烟, 日本则将产生尼古丁雾化汽的电子雾化设备纳入医药监管范围。

**高额的利税将对电子烟市场发展造成阻碍。**除了政策的严厉监管, 传统烟草带来高额利税, 也对电子烟造成影响。烟草行业每年市场规模庞大, 2019年烟草行业实现工商税利总额 12056 亿元, 同比增长 4.3%; 上缴财政总额 11770 亿元, 同比增长 17.7%, 税利总额和上缴财政总额创历史最高水平, 高额利税给国家带来重要税收, 对电子烟市场发展造成阻碍。



图表 22: 各国监管政策

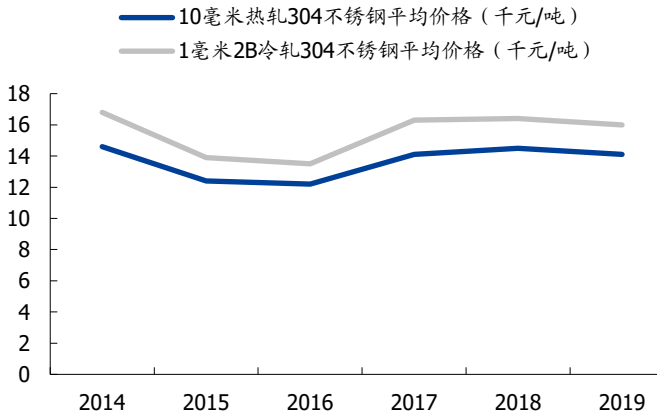
国家	政策
美国	<p>电子雾化设备及组件的进口、销售、分销、宣传及使用均受到联邦及州的两级监管。</p> <p>2016年,食品药品监督管理局将电子雾化设备纳入监管范围,要求呈递产品包含的所有材料清单与健康文件,目前各州将销售电子尼古丁传送系统产品的最低法定年龄提高至 21 岁,进入州际贸易前需取得食品药品监督管理局的营销指令。</p> <p>《联邦食品、药品和化妆品法案》规定所有电子尼古丁传送系统产品制造商须于 2022 年 8 月 8 日向食品药品监督管理局提交烟草上市前申请备案并获批准。然而,于 2019 年 7 月 12 日,马里兰州的美国地区法院食品药品监督管理局将提交现有电子尼古丁传送系统产品的烟草上市前申请的终止日期提前至 2020 年 5 月 12 日。于 2020 年 4 月 22 日,由于爆发 COVID -19,法院命令将截止日期延长至 2020 年 9 月 9 日。</p> <p>针对以大麻消费为目的的电子雾化产品及组件,联邦法律规定所含 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。</p>
欧盟	<p>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 日起适用于欧盟成员国,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。</p>
日本	<p>烟草商业法并不监管任何不含烟叶的产品。日本制药工业协会颁布药事法,自 2010 年起,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。截至最后实际可行日期,无药用电子烟获批准。</p> <p>电子雾化设备可能受电气用品和材料安全法监管,其应在业务开始之日起 30 天内知会经济产业省,并对该电气用品和材料进行评估以符合指定技术标准。</p>
中国	<p>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。</p> <p>2019 年 11 月 1 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》,核心要求禁止通过互联网渠道售卖电子烟。</p>

资料来源:招股说明书,国盛证券研究所

## 2.5 原材料价格下降驱动利润增长

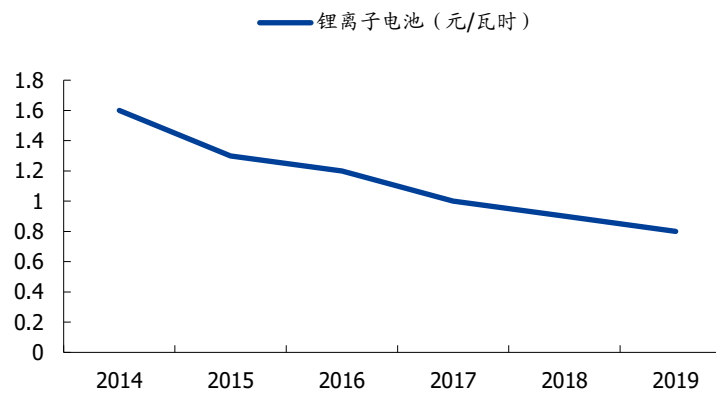
不锈钢和锂离子电池是电子烟的主要原材料,镍和铬等原材料价格不断上升,10 毫米热轧及 1 毫米冷轧 304 不锈钢的价格分别由 2016 年的每吨 1.22 万元及 1.35 万元增长至 2018 年的 1.45 万元及 1.64 万元。随着镍价格下降,不锈钢价格在 2018-2019 年间有所下降。而锂离子电池的价格由于电池负极材料和电池隔板等关键部件的价格下降导致其由 2014 年的每瓦时约 1.6 元减少至 2019 年的每瓦时约 0.8 元。预期未来锂离子电池价格持续下降,将为行业带来更多利润空间。

图表 23: 2014-2019 年不锈钢平均价格



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 24: 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

### 三、研发制造双优势，全球客户网络打造强大供产体系

#### 3.1 先进的研发-制造综合技术平台，打造核心竞争力

**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，逾 634 名研发人员，各部门专注于相关研究领域的不同层面。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。

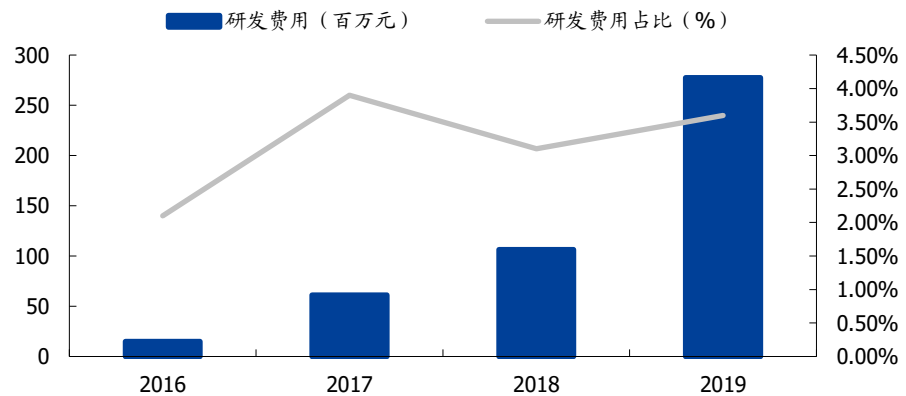
图表 25: 公司研究院情况

研究院	租赁或自有	总建筑面积 (平方米)	员工人数	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，在探索电子雾化技术的创新和应用方面有丰富经验。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。同时公司内部培训实行差异化的雇员培养、绩效评估及激励计划，以培训和挽留雇员，建立高水准的人才储备。公司近年来在研发部门的投入显著增加，2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年，公司分别产生研发开支 14.8 百万元、61.2 百万元、106.3 百万元及 277.4 百万元，分别占各自期间总营收的 2.1%、3.9%、3.1%及 3.6%。

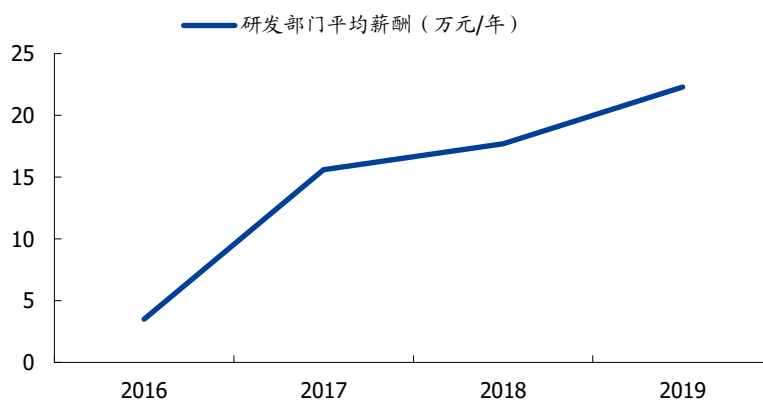
图表 26: 2016-2019 年研发费用及占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**激励技术人员进行研发。**公司持续关注对关键技术进行研究的的技术人员，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，并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 27: 2016-2019 年研发部门平均薪酬



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**核心技术成行业壁垒，维持行业领先地位。**2016 年，公司推出第一代加热技术，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，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 “金叶奖”。2019 年获得了中国国家知识产权局授予“第 21 届中国专利奖”。

公司的研发道路随着行业趋势，从产品应用发展为产品结构，再进一步发展为核心电子雾化技术，通过研发核心技术维持公司在行业中的领先地位。目前公司已申请中国及国外专利超过 1500 项，其中 700 多项专利已获授权。

为提升产品性能，公司的研发团队开展可行性研究并于新产品“TARGET”应用研发的加热技术，通过消除若干雾化缺陷，赢得了市场的欢迎。公司通过自主研发自动化生产设施，与有力的品质控制一同实现了更高的生产能力及更低的不良率。

图表 28: 公司重要研发成果

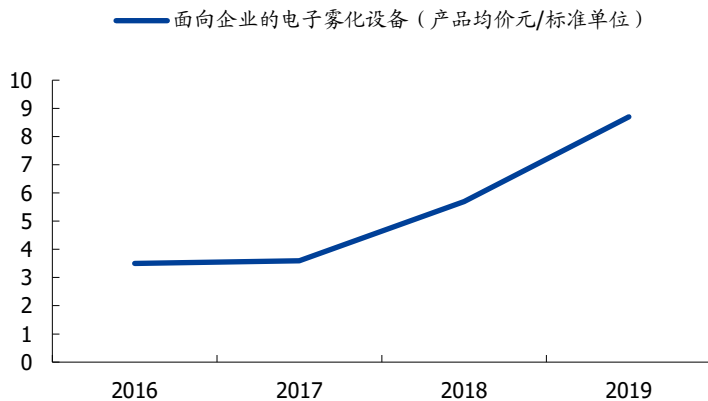
时间	研发情况
2012	与 NJOY 合作推出“NJOY King Size”
2014	替换传统吸电子雾化液棉，与 Logic 就“Tight1.0”展开合作
2016	第一代加热技术问世，取代传统棉芯发热丝 推出第二代加热技术“FEELM”
2018	“FEELM”荣获《烟业通讯》(Tobacco Reporter)及 Vapor Voice Magazine “金叶奖”
2019	深圳麦克韦尔获授由美国安全检测实验室颁发的参与证书 获中国国家知识产权局授予“中国专利奖” 获中国合格评定国家认可委员会颁发“实验室认可证书”
2020	一次性电子雾化产品获得 IF 工业设计大奖

资料来源: 招股说明书, wind, 国盛证券研究所

### 3.2 技术改变产品结构，增强盈利能力

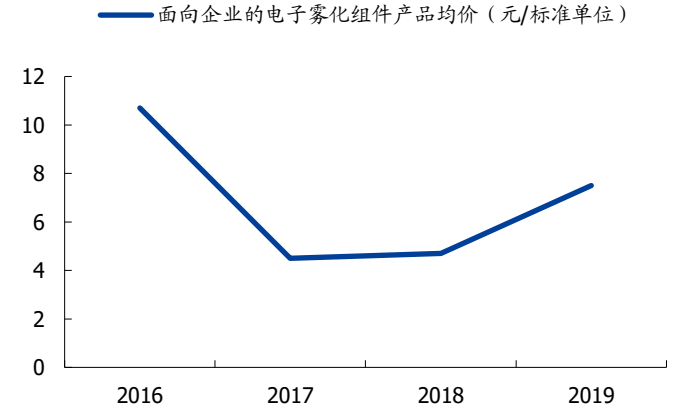
应用陶瓷加热技术使得公司销售持续提升。公司每标准单位产品平均销售价格受产品类型、结构、所用材料、设计及规格等影响，通过技术创新改变产品结构，增强公司盈利能力。2018 年公司将陶瓷加热技术应用到电子雾化设备中，引起产品销量上升，产品价格上升。而 2017 年公司开始销售加热不燃烧产品的电子雾化组件，加热不燃烧产品的电子雾化组件价格较低，导致面向企业客户销售的电子雾化组件的平均售价降低，2018 年至 2019 年，引进一系列新的平均销售价格较高的加热不燃烧产品使销售价格回升。2016 年至 2019 年，面向零售的产品组合改变引起平均销售价格持续下降。

图表 29: 2016-2019 年面向企业的电子雾化设备产品均价



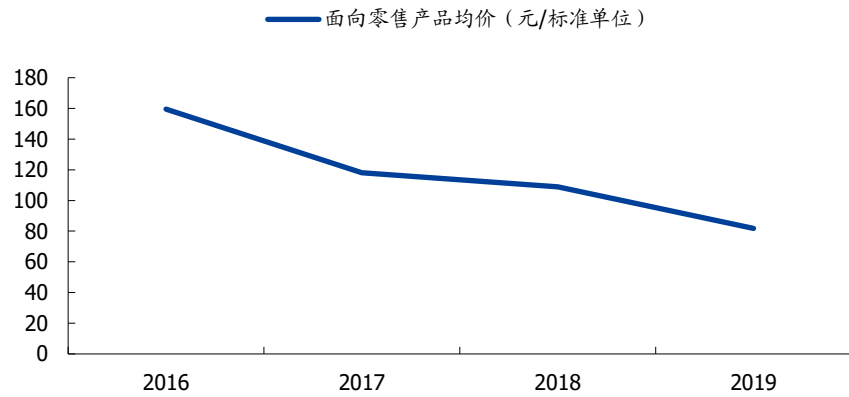
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 2016-2019 年面向企业的电子雾化组件产品均价



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 31: 2016-2019 年面向零售的产品均价



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2019 年公司的封闭式电子雾化器 (其为封闭式电子雾化设备的主要收益来源) 的主要市场 (包括美国、欧盟及中国) 的零售价格在 2.8 美元至 7.0 美元, 出厂批发销售价格占零售价格之百分比通常介乎约 20% 至 40%。公司自有品牌 APV 于 2019 年之零售价格介乎约 20 美元至 100 美元, 且出厂批发销售价格占零售价格之百分比通常介乎约 35% 至 40%。

图表 32: 2016-2019 年主要产品销量与平均售价

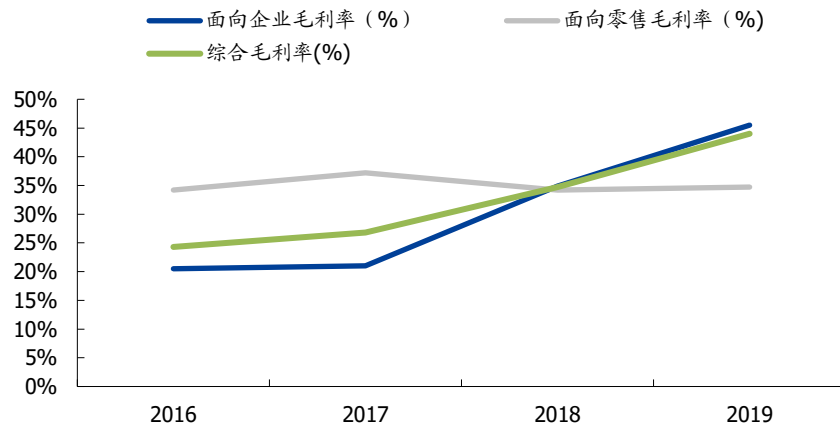
项目	2016		2017		2018		2019	
	销量 (千标准单位)	平均销售价格 (元/标准单位)	销量 (千标准单位)	平均销售价格 (元/标准单位)	销量 (千标准单位)	平均销售价格 (元/标准单位)	销量 (千标准单位)	平均销售价格 (元/标准单位)
面向企业的电子雾化设备	144842	3.5	190626	3.6	198950	5.7	512271	8.7
面向企业的电子雾化组件产品均价	633	10.7	69581	4.5	293900	4.7	280387	7.5
面向零售产品均价	1237	159.5	4753	118.1	8645	108.9	12730	81.8

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

从产品分类来看, 面向企业的配有陶瓷加热技术的电子雾化设备销售增加, 以及配有陶瓷加热技术的高毛利率电子雾化组件的市场需求增加, 导致毛利率增至 2019 年的 45.5%。2016 年至 2017 年, 面向零售的毛利率有所增加, 但 2018 年由于美国政府对分销往美国的自有品牌 APV 施加的关税增加, 导致毛利率从 37.2% 降至 34.2%。

面向企业客户销售的配有陶瓷加热技术的电子雾化设备的销量增加, 自有品牌 APV 产品组合变动并掌握自有品牌 APV 定价权, 导致近年来毛利率显著上升, 2016-2019 年间, 公司整体毛利率由 24.3% 上升至 44.0%, 盈利能力显著提升。

图表 33: 2016-2019 年各业务毛利率



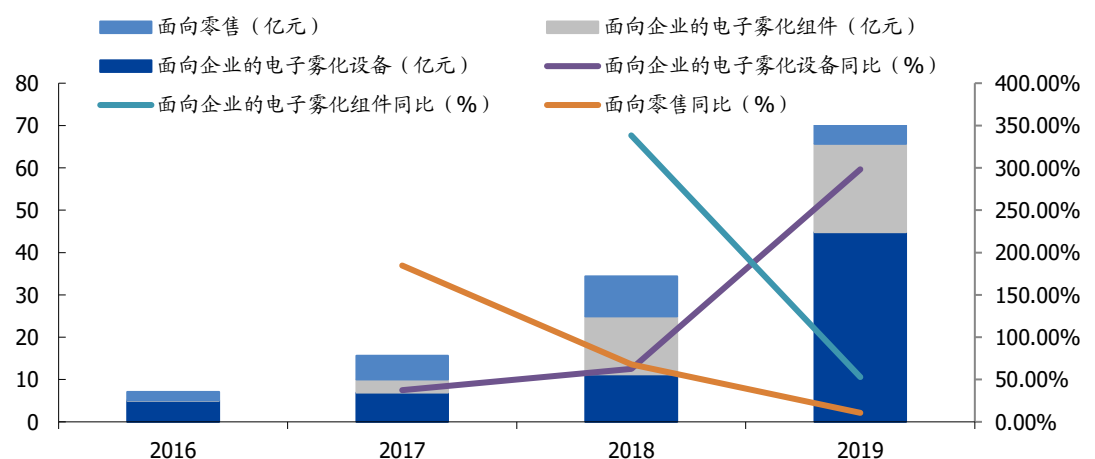
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 3.3 遍布全球的客户网络, 打造强大供产体系

公司目前已建立起由全球领先的烟草公司及独立电子雾化公司组成的全球客户网络, 产品可满足客户及消费者的需求及口味, 被广泛销往 50 多个海外国家, 主要包括美国、日本及欧洲国家, 主要客户包括日本烟草、英美烟草、Reynolds Asia-Pacific、RELX 及 NJOY 等。

公司不断引进新产品, 客户网络持续扩大, Reynolds Asia-Pacific 在 2018 年成为公司新的企业客户, 加之应用公司专利陶瓷加热技术的电子雾化组件市场需求不断增长, 面向企业客户销售营收在 2019 年达到 65.69 亿。随着公司自有品牌 APV 分销商基础不断扩大及研发成果驱动自有品牌 APV 市场需求增大, 2019 年, 面向零售客户营收达 10.42 亿。

图表 34: 2016-2019 年主营业务构成及同比增速



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

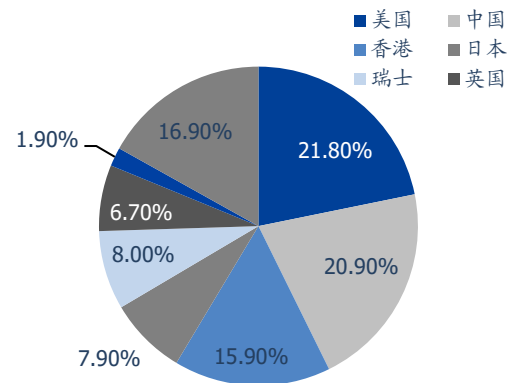
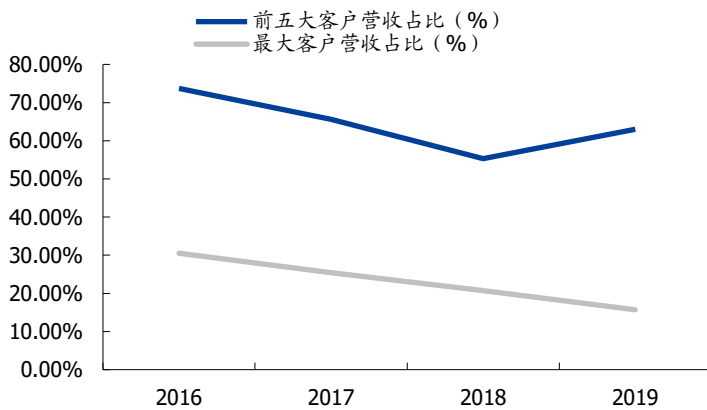
覆盖全球的客户网络增加了公司业内品牌知名度, 更将吸引许多全球领导品牌的潜在客户。与主要客户的稳固关系增强了公司在产品设计、研发方面的技能及经验, 使得公司能在多个产品线中产生并实现创新理念, 从而扩展产品类别及客户群, 并形成广泛的产品组合, 以适应新的市场趋势, 进一步多样化收益流及降低产品及客户集中风险。自



2015年起至2019年，公司逐步与前五大客户建立业务关系，就面向企业客户的销售而言，每月可生产超过1亿个标准单位。

图表 35: 2016-2019 年客户营收占比

图表 36: 2019 年销售地域营收占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

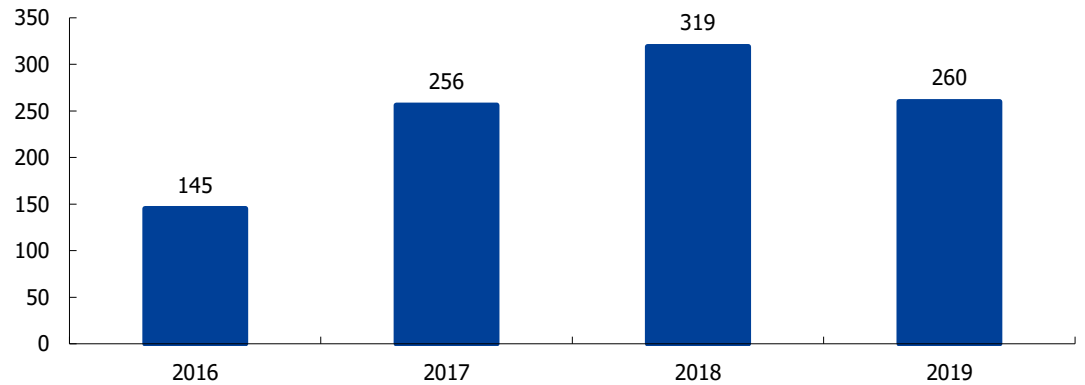
图表 37: 2019 年公司前五大客户情况

客户	背景	经营规模及财务状况	地址	合作年期	信贷期及付款方式	自客户产生之收益 (人民币千元)
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	于 2019 年, 该客户的收益约为 300.0 百万美元	香港	七年	预付款	1,192,888
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	该公开交易之公司截至 2019 年 12 月 31 日的净资产约为 642 亿英镑及于 2019 年的收益约为 259 亿英镑	英国	两年	净 60 天	1,147,565
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	该公开交易之公司截至 2019 年 12 月 31 日的净资产约为 27436 亿日元及于 2019 年的收益约为 21756 亿日元	日本	五年	净 30 天	959,739
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	于该集团公司的所有附属公司 (包括客户 J) 之注册资本超过人民币 200.0 百万元	中国	两年	净 30 天	877,619
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	该公开交易之公司于 2019 年的收益约为 120.0 百万美元及于截至 2019 年 12 月 31 日的权益总额超过 200.0 百万美元	美国	四年	净 40 天	615,378

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司拥有优秀的分销商和营销团队。公司拥有 191 名员工的销售及营销团队。截至 2019 年 12 月 31 日，公司在全球拥有 260 家分销商，主要位于美国，法国及英国。于 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年，公司的分销模式所产生的收益分别占总收益的 26.9%，44.4%，50.4% 及 31%。公司在 2017 年、2018 年及 2019 年，分别有 6 家、7 家及 36 家战略合作分销商，占营收的 17.6%、27.8%、24.1%，或分别占分销模式产生的收入的 39.6%、55.1% 及 76.0%。

图表 38: 公司分销商数量 (家)



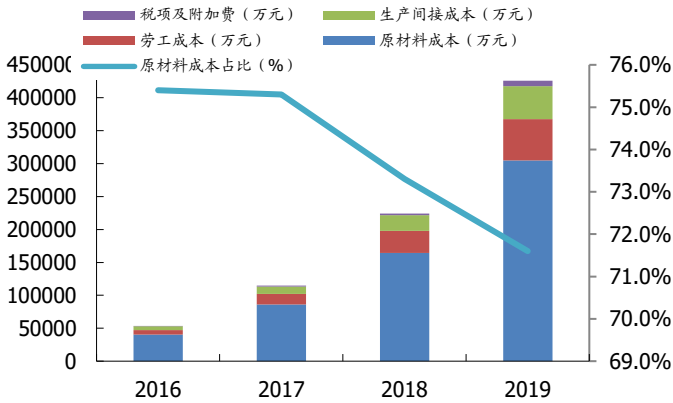
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

### 3.4 良好的成本管控

作为中国最早的雾化科技解决方案提供商之一，公司拥有完善的生产系统与成熟的供应链，以实现规模经济。截至 2019 年，公司与前五大供应商已平均合作约五年，与供应商的长期关系确保了稳定及优质的原材料供应，以强大的生产能力为基础，公司与供应商有较高的议价能力，能有效控制成本，尽量降低原材料价格，从而实现更高的利润空间。

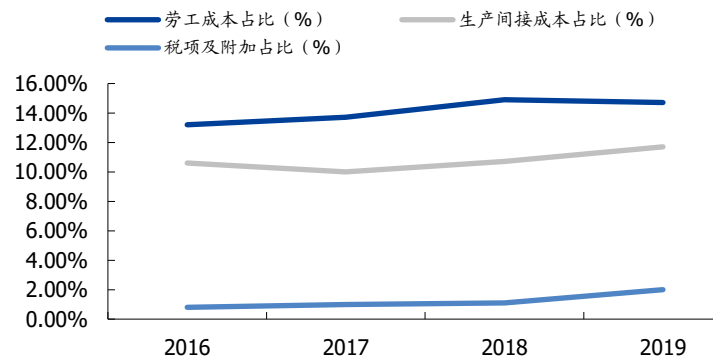
公司成本主要包括原材料成本、劳工成本、生产间接成本及税项与附加费，原材料成本、劳工成本及生产间接成本是成本的绝大部分。生产产品时使用的主要原材料包括金属部件、电子材料、塑料材料及包装材料。在 2016 年、2017 年、2018 年及 2019，原材料成本分别占总销售成本的 75.4%、75.3%、73.3% 及 71.6%。

图表 39: 2016-2019 年营业成本构成



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

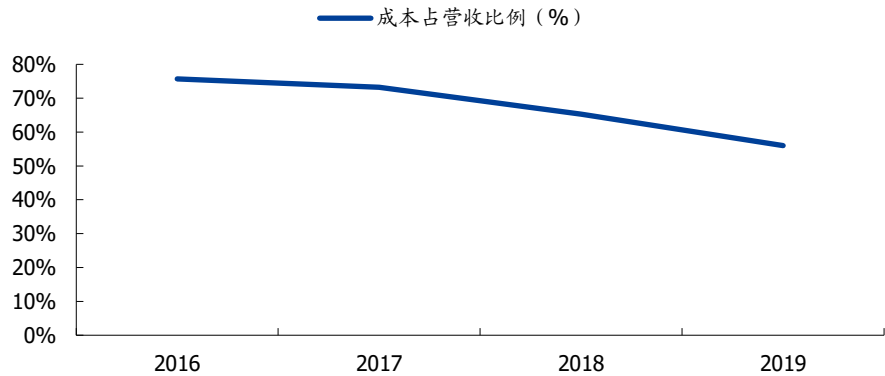
图表 40: 2016-2019 年各项营业成本占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

销售成本占总营收的百分比逐渐下降, 2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年分别占总营收的 75.7%、73.2%、65.3%、56.0%。该下降趋势显示出公司控制及管理原材料成本、劳工成本及生产间接成本以提升盈利能力的水平正在逐渐增强。公司的合约价格主要由其报价时的估计成本和加工费组成, 因此原材料成本及劳工成本的任何波动均会影响公司的盈利能力。

图表 41: 2016 -2019 年成本占总营收比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 四、募投助力研发与产能扩张, 开发新市场、探索新领域

### 4.1 募投助力研发与产能扩张, 支持公司未来高速发展

**提升研发能力, 保持核心优势。**拥有电子雾化行业强大的研发技术是公司的核心优势, 提升研发能力, 将继续帮助公司在快速变化和竞争激烈的电子雾化行业中保持优势。为了不断改善现有产品及推出新技术和产品以维持与业务合作伙伴的稳固关系, 公司将通过基础研究院加强对电子雾化理论的科学研究, 并升级加热技术以改善用户体验, 继续开发及推出专注于产品安全、雾化口感及迎合客户偏好的下一代电子雾化技术品牌。此次募投将被用于投资研发, 包括在深圳设立集团级研究中心、研发新加热技术、建立海外实验室等, 同时探究电子雾化技术在医疗与健康领域的应用。

**产能扩张，提升运营效率。**公司近年来产能利用率呈上升趋势，加上公司收益自 2016 年至 2019 年以 120.8% 的复合年增长率增长以及全球电子雾化行业的快速发展，公司急需扩大产能。此次募投将被用于扩大产能，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的需求。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，第一期投入运营后，就面向企业客户的销售而言，每月产能将增加约 90 百万个标准单位；第二期预期于 2023 年前后开始运营，就面向企业客户的销售而言，预期每月产能将增加约 120 百万个标准单位。

此次募投还将用于升级集团级 ERP 系统，以大幅降低经营成本并改善公司的运营效率；升级现有工厂的智能化配置及资讯科技系统、建立测试中心以及维修或更换设备，用于提升企业在采购管理、生产规划、存货、销售、物流及行政的运营效率。

图表 42: 2016-2019 年公司产能利用率

产品类别	项目	2016	2017	2018	2019
面向企业客户	设计产量(标准单位)	220,454,400	294,286,280	647,215,300	1,126,315,902
	实际产量(标准单位)	145,428,249	261,860,774	513,902,431	703,959,164
	产能利用率(%)	66.0%	89.0%	79.4%	62.5%
面向零售客户	设计产量(标准单位)	6,000,000	11,450,000	19,200,000	25,350,000
	实际产量(标准单位)	1,245,336	4,943,763	10,224,648	12,521,775
	产能利用率(%)	20.8%	43.2%	53.3%	49.4%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 4.2 增加新客户，进军新领域

作为全球最大的电子雾化设备制造商，公司未来将通过吸引新客户增加其在电子雾化行业的市场份额。公司对下游销售渠道控制有限，未来将加强与拥有成熟销售渠道的批发商及公司的合作，以扩大在电子雾化行业的市场份额并增强销售网络。就电子雾化设备的潜在应用，公司将接触不同类型的客户，包括医学研究院及制药公司，也将组织推广活动，参加国际展览及博览会，以提高在新应用领域的名牌知名度，并吸引来自不同领域的新客户。

公司的目标是探索新的应用领域，特别是医疗及保健领域，以进军新兴市场并进一步多样化公司的客户群。例如，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为确保更高比率的药物气溶胶进入人体并被有效吸收，而控制剂量乃为确保病人用药适量。公司在精准计量药物上已取得了重要突破，这对生成一项完备的医疗方案而言至关重要。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。

## 五、盈利预测

我们预测公司 2020-2022 年电子雾化设备收入分别为 59.1 亿元、86.8 亿元、118.48 亿元，同比增长 32%、46.88%、36.5%。

图表 43: 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	5,909,647	8,680,089	11,848,321
yoy		37.44%	62.54%	298.25%	32.00%	46.88%	36.50%
含有陶瓷加热技术收入(千元)	0	0	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(千元)	102,837	109,046	291,705	2,109,559	2,836,630	4,340,044	6,042,644
yoy		6.04%	167.51%	623.18%	34.47%	53.00%	39.23%
含有陶瓷加热技术毛利(千元)	0	0	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	20.44%	15.77%	25.95%	47.12%	48%	50%	51%
含有陶瓷加热技术毛利率			37.19%	50.47%			
不含陶瓷加热技术毛利率	20.44%	15.77%	19.37%	33.49%			
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	75.50%	77.72%	69.63%	72.38%			
销量(千标准单位)	144,842	190,626	198,950	512,271	614,725	836,026	1,086,834
yoy		31.61%	4.37%	157.49%	20%	36%	30%
平均单价(元/标准单位)	3.47	3.63	5.65	8.74	9.61	10.38	10.90
yoy		4.43%	55.74%	54.67%	10%	8%	5%

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 23.72 亿元、32.02 亿元、38.67 亿元，同比增长 13.4%、35%、20.75%。

图表 44: 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(千元)	6,745	312,052	1,367,822	2,091,656	2,371,938	3,202,116	3,866,555
yoy		4526.42%	338.33%	52.92%	13.40%	35.00%	20.75%
毛利(千元)	1,720	101,551	576,947	881,461	996,214	1,360,899	1,643,286
yoy		5804.13%	468.14%	52.78%	13.02%	36.61%	20.75%
毛利率	25.50%	32.54%	42.18%	42.14%	42%	43%	43%
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	37.45%	106.43%	87.70%	51.54%			
销量(千标准单位)	633	69,581	293,900	280,387	294,406	368,008	423,209
yoy		10892.26%	322.39%	-4.60%	5%	25%	15%
平均单价(元/标准单位)	10.66	4.48	4.65	7.46	8.06	8.70	9.14
yoy		-57.91%	3.78%	60.29%	8%	8%	5%

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 11.25 亿元、14.18 亿元、16.87 亿元, 同比增长 8%、26%、19%。

图表 45: 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(千元)	197,276	561,494	941,719	1,041,940	1,125,295	1,417,872	1,687,268
yoy		184.62%	67.72%	10.64%	8.00%	26.00%	19.00%
毛利(千元)	67,394	208,705	321,853	361,332	371,347	482,076	590,544
yoy		209.68%	54.21%	12.27%	2.77%	29.82%	22.50%
毛利率	34.16%	37.17%	34.18%	34.68%	33%	34%	35%
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	20.76%	43.18%	53.25%	49.40%			
销量(千标准单位)	1,237	4,753	8,645	12,730	15,276	21,386	29,941
yoy		284.24%	81.89%	47.25%	20%	40%	40%
平均单价(元/标准单位)	159.48	118.13	108.93	81.85	73.66	66.30	56.35
yoy		-25.92%	-7.79%	-24.86%	-10%	-10%	-15%

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 94.07 亿元、133 亿元、174.02 亿元, 同比增长 23.6%、41.39%、30.84%, 毛利率分别为 44.69%、46.49%、47.56%。根据以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 27.24 亿元、40.16 亿元、54.38 亿元, 同比增长 25.3%、47.4%、35.4%。



图表 46: 公司费用率预测

思摩尔	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (千元)	707,254			7,610,601			
		1,565,190	3,433,709		9,406,880	13,300,077	17,402,144
yoy		121.31%	119.38%	121.64%	23.60%	41.39%	30.84%
毛利 (千元)	171,951	419,302				6,183,020	8,276,474
			1,190,505	3,352,352	4,204,192		
毛利率	24.31%	26.79%	34.67%	44.05%	44.69%	46.49%	47.56%
销售费用率	2.64%	3.23%	2.88%	2.07%	2.20%	2.30%	2.40%
管理费用率	4.73%	4.04%	3.57%	4.30%	4.50%	4.40%	4.40%
研发费用率	2.10%	3.91%	3.10%	3.64%	3.90%	4.00%	3.70%
财务费用率	0.14%	0.21%	0.24%	0.24%	0.11%	0.27%	0.27%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 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

#### 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

#### 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

#### 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