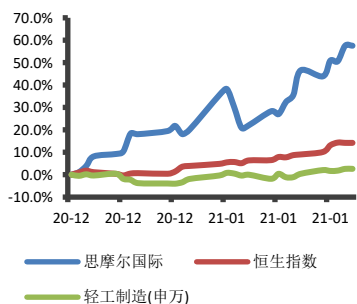


**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2021年01月21日**
**市场数据**

目前股价（港元）	78.45
总市值（亿港元）	4601
流通市值（亿港元）	4601
总股本（万股）	58.65
流通股本（万股）	58.65
12个月最高/最低	81.55/25.05

**分析师**

分析师：张潇 S1070518090001  
 ☎ 0755-83881635  
 ✉ xiaozhang@cgws.com  
 分析师：林彦宏 S1070519060001  
 ☎ 0755-83881635  
 ✉ linyh@cgws.com  
 联系人（研究助理）：邹文婕  
 S1070119010007  
 ☎ 0755-83559624  
 ✉ zouwenjie@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 20年业绩超预期，Q4利润创单季新高

**——思摩尔国际（6969.HK）公司动态点评**
**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3434	7611	12439	17573	24449
(+/-)%	119.4%	121.6%	63.4%	41.3%	39.1%
净利润（百万元）	734	2174	2437	5333	7231
(+/-)%	288.4%	196.2%	12.1%	118.8%	35.6%
摊薄 EPS（元/股）	1.16	0.37	0.67	0.91	1.24
PE	57	178	99	72	53

资料来源：长城证券研究所（注：净利润为未经调整口径）

**核心观点**

- 披露业绩预告，预计全年经调整后净利润 38.5-39.7 亿元，业绩超预期。**  
 公司披露 20 年业绩预告，预计全年净利润同比增长 10%-15%，对应净利润 23.9-25 亿元；经调整净利润（剔除可转换优先股公允价值变动亏损 10.2 亿元、可换股承兑票据公允价值变动亏损 3850 万元、上市开支 7220 万元即以股份为基础的付款开支 3.35 亿元）同比增长 70%-75%，对应净利润 38.5-39.7 亿元。单季度来看，公司实现净利润 12.7-13.8 亿元，同比 +176%-200%，实现调整后净利润 13.9-15 亿元，同比 +158%-178%。Q4 单季调整后净利润再创新高，环比 Q3 增加 1.2-2.3 亿元。
- 海外市场：头部客户 VUSE 表现亮眼，PMTA 将带来高粘性并加速集中度提升。** 2019 年下半年，美国电子烟市场在调味禁令、电子烟肺病（实际与 THC 相关）等事件的影响下遭遇短期打击，20 年美国电子烟市场逐渐恢复活力。从行业格局来看，英美烟草 VUSE 通过推出 99 美分烟杆的促销模式快速获得 Juul 丢失的份额，成为美国市场增长最快的电子烟品牌。截至 20Q3，VUSE 在前五大电子烟市场的份额达 26%，较 19 年上升 7pp；其中在美国的市场份额达到 24.1%。20 年 3 月，英美烟草对其发展战略做出重大调整，强调重点打造电子烟品牌 VUSE、加热卷烟品牌 glo 及新型口含烟品牌 Velo。同时英美烟草的新 logo 去除原有烟叶标志，表明了英美烟草向新型烟草转型的决心。随着 PMTA 申请通道的关闭，VUSE、NJOY 等头部品牌与思摩尔的绑定变得更加难以撼动。同时，前期由于疫情、大选等因素，美国并未对未提交 PMTA 的品牌进行严格执法，21 年随着新任政府上台执法力度或将增强，PMTA 带来的中小品牌出清的效果有望集中显现。
- 国内市场：品牌加速线下渠道布局提升消费者教育，悦刻、Yooz 等品牌放量驱动公司业绩高增。** 2019 年底电子烟线上禁售驱动品牌方加速抢夺线下渠道资源，截至 20 年底，悦刻门店数量近 8000 家（净增近 6000 家），Yooz 门店数量超过 2500 家（净增约 2000 家），其他腰部品牌也纷纷通过增加补贴力度等方式进行渠道的加速布局，同时还涌现出数个电子烟集合店渠道品牌。线下渠道的快速加密提升了电子烟在消费者中的认知度，令

国内电子烟市场取得较好的增长。根据中国电子商会电子烟行业委员会数据，2020年我国电子烟市场增速约为30%。悦刻作为国内电子烟第一品牌成为最大受益品牌，20Q1-3收入22亿元，同比+93%，市场份额达到62.6%。截至目前，悦刻所有换弹式电子烟设备均由思摩尔供货，20Q1-3向思摩尔的采购占悦刻采购总额的79%。此外，第二梯队的Yooz、Moti等品牌也与思摩尔形成了稳定的合作关系。我国电子烟尚处发展早期，市场空间充足。而除悦刻稳居龙头位置外，国内电子烟第二梯队品牌格局尚未确定，品牌方与思摩尔合作意愿较强，预计国内市场业务将持续为思摩尔提供充足的增长动力。

- **投资建议：**公司为全球雾化科技领军者，已构筑较为坚实的技术壁垒。同时公司绑定全球头部电子烟品牌商，有望受益于政策落地后的集中度提升。预计20-22年收入分别为124、175、244亿元，经调整后净利润分别为39、53、72亿元，同比分别+75%、+37%、+34%；未经调整的净利润23.9、52.6、70.5亿元，同比分别+10%、+120%、+36%。经调整净利润对应PE分别为99、72、53x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**雾化烟政策收紧、加征电子烟消费税、核心客户更换供应商、竞争对手实现大幅技术突破等。

**附：盈利预测表**

利润表 (MRMB)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3434	7611	12439	17573	24449	成长性					
营业成本	2243	4258	6257	9050	12836	营业收入增长	119.4%	121.6%	63.4%	41.3%	39.1%
销售费用	99	158	224	316	416	营业成本增长	95.8%	89.8%	46.9%	44.6%	41.8%
管理费用	229	604	809	1142	1589	营业利润增长	241.1%	199.2%	78.5%	36.9%	35.8%
财务费用	8	18	19	26	37	利润总额增长	283.4%	195.5%	12.1%	118.8%	35.6%
投资净收益	3	-23	0	0	0	净利润增长	288.4%	196.2%	12.1%	118.8%	35.6%
营业利润	876	2620	4676	6403	8694	盈利能力					
营业外收支	23	88	5	6	7	毛利率	34.7%	44.0%	49.7%	48.5%	47.5%
利润总额	869	2567	4607	6297	8539	销售净利率	21.4%	28.6%	31.4%	30.3%	29.6%
所得税	135	393	706	965	1308	ROE	106.4%	255.2%	251.5%	158.9%	90.5%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	7.8%	12.7%	10.4%	8.6%	6.8%
净利润	734	2174	2437	5333	7231	营运效率					
资产负债表	(MRMB)					销售费用/营业收入	2.9%	2.1%	1.8%	1.8%	1.7%
流动资产	1841	2170	7162	10093	19508	管理费用/营业收入	6.7%	7.9%	6.5%	6.5%	6.5%
货币资金	942	731	3564	6507	13028	财务费用/营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
应收账款	492	885	1365	1814	2609	投资收益/营业利润	0.4%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	391	548	2233	1772	3870	应收账款周转率	9.55	11.05	11.05	11.05	11.05
非流动资产	588	1132	1654	2420	3487	存货周转率	7.97	9.06	4.50	4.52	4.55
固定资产	522	833	1341	2051	3029	流动资产周转率	2.58	3.80	2.67	2.04	1.65
资产总计	2429	3302	8816	12513	22995	总资产周转率	1.96	2.66	2.05	1.65	1.38
流动负债	1248	2049	3860	4516	6180	偿债能力					
短期借款	0	368	552	631	788	资产负债率	60.7%	70.3%	74.4%	68.5%	55.0%
应付款项	571	442	2558	1967	4451	流动比率	1.47	1.06	1.86	2.23	3.16
非流动负债	212	518	2587	3652	5180	速动比率	1.16	0.79	1.28	1.84	2.53
长期借款	0	232	2315	3258	4621	每股指标 (元)					
负债合计	1460	2567	6447	8168	11360	EPS	1.16	0.37	0.67	0.91	1.24
股东权益	969	735	2369	4345	11635	每股净资产	1.53	0.13	0.41	0.75	2.00
股本	63	63	5830	5830	5830	每股经营现金流	1.52	0.37	0.74	0.82	1.48
留存收益	906	671	-3461	-1485	5806	每股经营现金/EPS	1.31	1.00	1.11	0.90	1.19
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值					
负债和权益总计	2429	3302	8816	12513	22995	PE	57.17	177.77	99.05	72.47	53.44
现金流量表	(MRMB)					PEG	0.48	1.46	1.56	1.76	1.37
经营活动现金流	960	2184	4325	4775	8623	PB	43.31	526.00	163.15	88.95	33.21
其中营运资本减少	108	-115	19	26	37	EV/EBITDA	4.38	1.46	0.82	0.60	0.44
投资活动现金流	-128	-489	-568	-807	-1165	EV/SALES	1.12	0.50	0.31	0.22	0.16
其中资本支出	205	560	577	831	1172	EV/IC	2.22	1.24	0.56	0.34	0.20
融资活动现金流	-215	-1900	-919	-1018	-932	ROIC/WACC	256.4%	416.6%	340.3%	283.4%	222.2%
净现金总变化	609	-211	2833	2943	6521	REP	1.03	5.19	1.64	1.41	0.92

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>