

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

思摩尔国际 (06969)

买入

轻工

重大事件快评

维持评级

2021年01月14日

核心客户拟上市，国内电子烟渗透率或加速提升

证券分析师：荣泽宇 010-88005307
联系人：蔡志明 010-88005330

rongzeyu@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003
caizhiming@guosen.com.cn

事项：

2020年12月31日，雾芯科技（悦刻）向美国证监会递交招股说明书，其2018、2019和2020年前三季度收入分别为1.33、15.49、22.01亿元。截至2020年9月30日，公司拥有超过5000家线下专卖店和10万+的分销网点，覆盖全国250多个城市。

国信轻工观点：

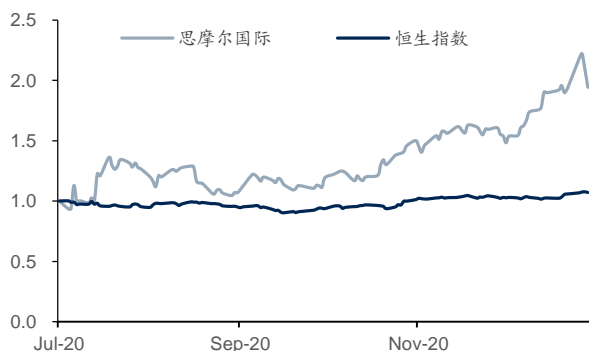
悦刻此次在美上市将进一步巩固并提升其品牌形象，同时为其新品研发迭代、线下门店扩张注入充足资金。雾化电子烟的产品认知度和渗透率有望在以悦刻为代表的头部品牌提速扩张的带领下持续提升，进而拉动中游代工需求。作为全球最大的电子烟代工龙头和悦刻的代工厂商，思摩尔国际的中长期业绩的确定性和成长性将受益于行业发展。

评论：

■ 上市以来回顾：疫情阴霾散去，线下市场迎来爆发，业绩和关注度共同推动股价向好

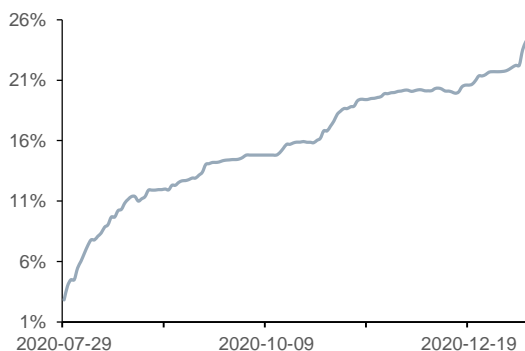
1) 上市早期受疫情影响，股价阶段性下挫，纳入港股通后内资持续买入。由于基数效应和疫情对国内外电子烟销售的影响，公司2020上半年有效产能和收入利润增速未能延续此前三位数的高增长。在短期业绩增速下滑，PMTA审核存在不确定性等风险因素的影响下思摩尔国际股价自7月28日高点持续下跌，并在8-10月间横盘震荡。7月27日和8月17日公司分别被纳入深港通和沪港通，此后内资持续买入。截至2021年1月12日，港股通持股占自由流通股股本比例达24.22%。

图 1：思摩尔国际和恒生指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：港股通持股占自由流通股本比例不断提升

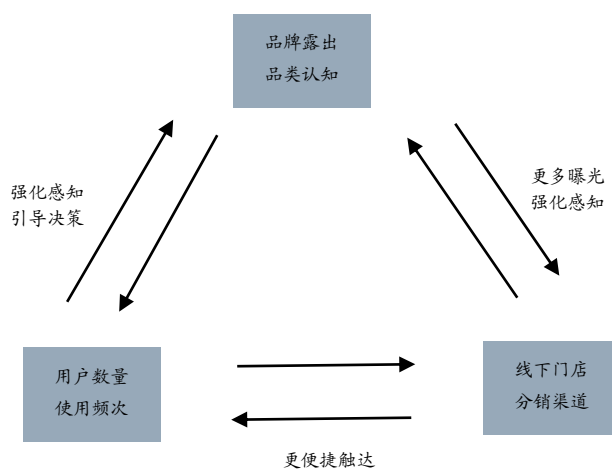


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2) 各品牌线下开店加速, 国内电子烟渗透率有望不断提升。电子烟线上禁售令的实施使得各品牌方只能通过线下渠道扩张。悦刻 2020 年 1 月 11 日在上海开设了全球首家旗舰店, 同时启动了新零售“361”计划, 计划在 2020-2022 年间 3 年时间累计投入 6 亿元开设 1 万家线下门店。其余品牌商如雪加、YOOZ 等也纷纷布局加盟门店和终端零售渠道。但由于上半年疫情影响, 线下门店开设进度受阻。线下渠道拓展实际上在三季度才开始加速。

悦刻 2020H1 烟弹累计销售数量 0.63 亿颗, 2020 年 Q3 单季度烟弹销售数量 0.62 亿颗, 开始显著放量。按悦刻 62.6% 市占率, 人均月消费 3-4 颗烟弹保守计算, 国内电子烟用户约 1000 万人, 在 3.2 亿烟民中渗透率约 3%。我们认为, 随着电子烟线下门店和用户数量增加, 其产品曝光频次的提升将促使更多潜在用户走上“感知-了解-购买决策”的路径, 进而推动电子烟在消费者群体中的触及和渗透率加速提升。

图 3: 电子烟渗透率提升路径



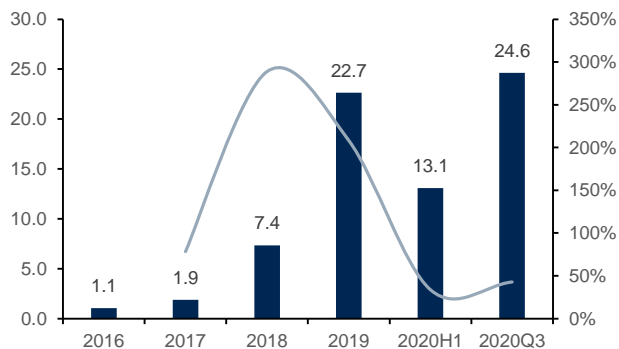
资料来源: 国信证券经济研究所分析整理

3) 三季度调后净利润增速提升。思摩尔国际 2020 年 10 月 28 日发布的公告显示 2020 年 Q3 单季度调后净利润为 11.60 亿元 (+46.4%), 2020H1 调后净利润为 13.08 亿元 (+40.4%)。公司已逐步走出疫情影响, 业绩增长呈加速趋势。

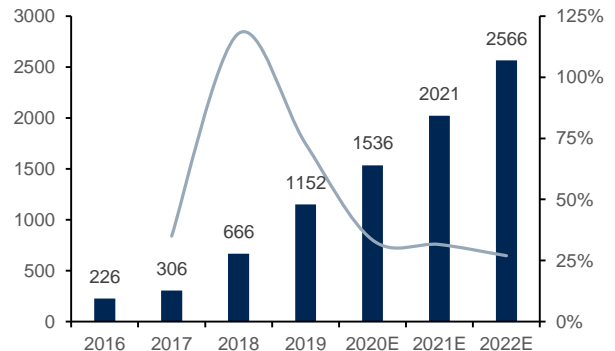
综上, 思摩尔国际上市后一段时间内公司股价受到疫情冲击短期业绩、PMTA 审核存在不确定性等风险因素的压制。但随着 2020 年 9 月 1 日思摩尔国际旗下 VAPORESSO 通过 PMTA 审核, 三季度疫情缓和下各电子烟品牌开店、出货加速放量, 前述风险对公司股价和估值的压制逐渐减弱。加之公司三季度业绩增速上升, 市场关注点逐步回归到公司中长期业绩成长空间和持续性上。

电子烟作为新兴消费品, 因其减害、便捷等特点在全球多个地区受到烟民和年轻群体的欢迎。其巨大的发展前景也在吸引越来越多来自资本市场的关注。在全球低利率的宏观环境中, 市场对于面向未来、受到年轻消费者喜爱的、具有长期广阔成长空间的消费赛道中优质的新经济代表公司, 例如思摩尔国际、泡泡玛特等, 都给予了高度认可。业绩的回暖和确定性加强、叠加市场关注度和认可度提升, 推动公司估值和股价持续走高。

“技术+规模”优势陪伴核心客户长期成长。作为全球最大的电子烟代工龙头, 思摩尔国际有望凭借核心技术 FEELM 雾化芯的优势和规模带来的供应链议价能力, 长期为下游诸多大客户稳定且高品质的代工服务, 从而享受电子烟行业整体快速发展的 β 和自身在代工市场占有率提升的 α 。

图 4: 公司 2016-2020Q3 调后归母净利润和同比增速 (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司实际和预测产能 (百万标准单位)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

■ 投资建议:

我们此前对公司的新增产能预测较为保守。考虑到公司 2020 年实际产能增长大于此前预测值等因素, 我们适当上调 2020 和 2021 年的新增产能预测值, 并因此上调公司 2020-2022 年收入和利润等指标的预测。

上调后我们预测, 公司 2020-2021 年新增产能分别为 380、480 百万个标准单位 (前值分别为 115、127 百万个标准单位), 2020-2022 年收入分别为 113.47、162.67、213.99 亿元 (前值分别为 102.03、122.52、157.72 亿元), 净利润分别为 34.62、52.29、68.96 亿元 (前值分别为 34.27、43.15、55.97 亿元)。

公司 2021 年 1 月 13 日的收盘价 65.95 港元对应的 2020-2022 年预测 PE 分别为 93.40、61.84、46.88 倍。基于对电子烟这一新兴赛道未来广阔成长空间的乐观预期, 和公司在中游代工制造领域中技术、客户、规模的领先地位, 我们维持对思摩尔国际的“买入”评级。上调合理估值区间至 70.01~75.44 港元 (前值 47.88~54.74 港元)。

表 1: 思摩尔国际和部分消费、制造公司估值对比 (截至 2021.1.13)

证券代码	证券简称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
9992.HK	泡泡玛特	75.70	884.20	0.42	0.87	1.45	150.66	72.73	43.64
603605.SH	珀莱雅	203.17	408.61	2.42	3.27	4.11	83.95	62.13	49.43
300750.SZ	宁德时代	385.00	8,968.48	2.33	3.12	4.08	165.24	123.40	94.36
6969.HK	思摩尔国际	65.95	3,222.72	0.59	0.89	1.18	93.43	61.94	46.72

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测
 注: 2020-2022 年 EPS 均为国信证券经济研究所预测

■ 风险提示:

国内外更多区域禁止调味电子烟; 传统制造业巨头进入电子烟代工行业加剧市场竞争; 电子烟被发现重大健康风险; 公司产品售价下跌。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	731	9219	12508	17172	营业收入	7611	11347	16267	21399
应收款项	885	1529	2137	2728	营业成本	4258	6183	8591	11269
存货净额	548	884	1240	1547	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	5	20	38	34	销售费用	158	229	321	411
流动资产合计	2170	11652	15924	21481	管理费用	652	900	1280	1705
固定资产	833	1096	1806	2871	财务费用	18	(80)	(142)	(190)
无形资产及其他	113	109	104	100	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	186	186	186	186	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	40	0	0	0
资产总计	3302	13043	18021	24638	营业利润	2564	4114	6217	8204
短期借款及交易性金融负债	368	0	0	0	营业外净收支	3	7	8	6
应付款项	570	1549	1806	2315	利润总额	2567	4121	6225	8210
其他流动负债	1111	1334	1872	2463	所得税费用	393	659	996	1314
流动负债合计	2049	2883	3678	4778	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	232	232	232	232	归属于母公司净利润	2174	3462	5229	6896
其他长期负债	286	286	286	286					
长期负债合计	518	518	518	518	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2567	3401	4196	5296	净利润	2174	3462	5229	6896
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	735	9642	13825	19342	折旧摊销	(30)	301	355	440
负债和股东权益总计	3302	13043	18021	24638	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(18)	80	142	190
关键财务与估值指标					营运资本变动	(170)	207	(189)	207
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	0	0	0	0
每股收益	0.37	0.59	0.89	1.18	经营活动现金流	1974	3970	5395	7543
每股红利	0.00	0.12	0.18	0.24	资本开支	(282)	(560)	(1060)	(1500)
每股净资产	0.13	1.64	2.36	3.30	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	187%	220%	210%	178%	投资活动现金流	(282)	(560)	(1060)	(1500)
ROE	296%	36%	38%	36%	权益性融资	0	6138	0	0
毛利率	44%	46%	47%	47%	负债净变化	232	0	0	0
EBIT Margin	33%	36%	37%	37%	支付股利、利息	0	(692)	(1046)	(1379)
EBITDA Margin	33%	38%	40%	40%	其它融资现金流	(2367)	(368)	0	0
收入增长	122%	49%	43%	32%	融资活动现金流	(1902)	5078	(1046)	(1379)
净利润增长率	196%	59%	51%	32%	现金净变动	(211)	8487	3289	4664
资产负债率	78%	26%	23%	21%	货币资金的期初余额	942	731	9219	12508
息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	货币资金的期末余额	731	9219	12508	17172
P/E	148.7	93.4	61.8	46.9	企业自由现金流	1670	3337	4209	5879
P/B	440.1	33.5	23.4	16.7	权益自由现金流	(449)	3003	4309	6019
EV/EBITDA	129.7	75.4	50.9	38.9					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《国信证券-思摩尔国际-6969.HK-财报点评：短期波动不改长期成长》——2020-09-16

《国信证券-思摩尔国际-6969.HK-深度报告：方兴未艾的电子烟代工领导者》——2020-08-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032