

【广发轻工】思摩尔国际 (06969.HK)

十问十答思摩尔国际，高景气赛道的高壁垒龙头

核心观点：

- **雾化陶瓷芯赛道景气度高。**①新型烟草渗透率提升。特别国内市场发展空间大（渗透率1%对比英国50%），品牌商跑马圈地。②雾化芯是重要环节，其中陶瓷芯体验好，新客户接受度高，有替代棉芯趋势。
- **思摩尔技术壁垒深厚。**①思摩尔技术优势显著。产品口感好、还原度高；且一致性强，良品率高。主要因细节 know-how 掌握更好，根源在思摩尔战略眼光（较早重视研发）、试错基数（反馈规模大、同客户改进产品），研发投入（20H1 研发费用占收入 5.1%）。②结合外部因素，客户粘性加深。内销龙头扩张期需要产品供应稳定，海外客户对思摩尔专利存在依赖，叠加重金申请 PMTA 时供应商是考核要素。
- **短期看，思摩尔有望高增。**①国内客户快速增长。悦刻是市占率 63% 的第一龙头，20Q1-3 收入同比增 93%；柚子 H2 加速跑马圈地，明年内销龙头有望高速增长。②海外客户有望回暖。口味烟等政策禁令使除 Juul 以外龙头份额提升，英美烟草营销拓展最积极而增速最高，明年趋势将维持，其他龙头预计也有恢复性增长，且 PMTA 政策催化集中度提升。③其他业务今年表现较弱，未来 APV 预计平稳增长，CBD 与 HNB 业务存在向上弹性，整体收入有望维持高增。
- **长期看，思摩尔空间广阔。**①收入端，新型烟草渗透率提升空间大（特别是中国），思摩尔有望凭技术壁垒实现份额提升。②盈利端，30%+净利率有向下可能，但自动化生产和供应链梳理可消化盈利压力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 20~22 年公司收入 105/152/203 亿元，同比增长 38%/44%/34%；归母净利润同比增长 61%/47%/34%。参考可比公司 PE 和公司业绩增速，给予思摩尔 21 年 65 倍 PE 合理估值，对应合理价值 68.91 港元/股（使用港币汇率 0.83），维持“增持”评级。
- **风险提示。**市场接受度不足，政策不确定性，技术专利风险（本文除特殊注明外，使用货币均为人民币）

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,433.71	7,610.60	10,515.17	15,187.21	20,300.69
增长率（%）	119.4%	121.6%	38.2%	44.4%	33.7%
EBITDA（百万元）	872.18	2,596.88	4,217.95	6,240.50	8,404.95
归母净利润（百万元）	733.95	2,173.79	3,507.67	5,161.07	6,914.91
增长率（%）	288.4%	196.2%	61.4%	47.1%	34.0%
EPS（元/股）	0.13	0.37	0.60	0.88	1.18
市盈率（P/E）	-	-	94.25	64.05	47.81
ROE（%）	75.7%	295.9%	82.7%	54.9%	42.4%
EV/EBITDA	-	-	78.07	49.25	36.21

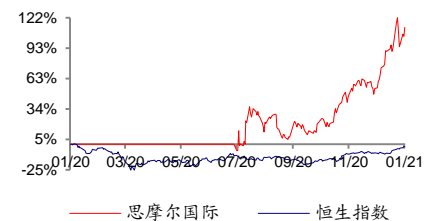
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	增持
当前价格	67.50 港元
合理价值	68.91 港元
前次评级	增持
报告日期	2021-01-15

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	5865/5865
总市值/流通市值（亿港元）	3748/3748
一年内最高/最低（港元）	68.85/29.00
30 日日均成交量/成交额（百万）	23/1342
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	68.82/120.3

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

曹倩雯



SAC 执证号：S0260520110002



caoqianwen@gf.com.cn

请注意，曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发轻工&海外】思摩尔国际 (06969.HK)：收入保持稳健增长，规模效应逐步显现 2020-08-27

目录索引

一、基础篇.....	4
(一) 如何判断雾化陶瓷芯市场未来趋势?	4
(二) 如何看待思摩尔陶瓷芯的技术壁垒?	5
(三) 如何看待思摩尔的客户粘性?	6
二、扩张篇.....	7
(四) 国内雾化烟客户如何展望?	7
(五) 海外雾化烟客户如何展望?	8
(六) 其他业务未来如何展望?	9
三、空间篇.....	11
(七) 思摩尔是否具备长期成长性?	11
(八) 思摩尔长期盈利能力如何变化?	11
四、风险篇.....	13
(九) 竞争对手风险如何看待?	13
(十) 政策风险如何看待?	13
五、盈利预测和投资建议.....	15
六、风险提示.....	18

图表索引

图 1: 各国电子烟渗透率.....	4
图 2: 国内电子烟行业规模.....	4
图 3: 研发投入占比持续提升.....	5
图 4: 专利数目持续增加.....	5
图 5: 思摩尔 2019 年主要客户结构.....	7
图 6: 悦刻营业收入(单位: 亿元).....	8
图 7: 柚子门店情况(单位: 家).....	8
图 8: 英美烟草主要品牌及系列美国市占率.....	9
图 9: 日烟与 NJoy 在思摩尔采购额.....	9
图 10: 美国大麻合法化支持比率.....	10
图 11: 美国 CBD 市场规模与展望.....	10
图 12: 全球雾化烟制造环节市占率.....	11
图 13: 2019 年思摩尔人工成本占 14%.....	12
图 14: 思摩尔生产工人人均收益提升.....	12
图 15: 全球与美国 CR3.....	14
图 16: 美国部分州征收从价税情况.....	14
表 1: 部分头部品牌 PMTA 申请情况.....	6
表 2: 思摩尔历年收入拆分及盈利预测.....	16
表 3: 思摩尔历年费用率情况及未来费用率假设.....	17
表 4: 可比公司估值表.....	17

一、基础篇

（一）如何判断雾化陶瓷芯市场未来趋势？

（1）雾化芯下游市场预判维持高景气

①海外新型烟草市场需求向上。其一，烟民替烟减害需求和年轻人娱乐社交需求持续存在；其二，新型烟草巨头仍在以高性价比产品、大规模营销战，培育消费者心智；其三，尼古丁具备成瘾性，叠加社交粘性，形成高复购率，首次购买客户易转化为粘性客户，复购频率甚至可超卷烟。举例而言，虽然受到口味烟禁令和疫情影响，美国雾化烟市场今年仍未有明显下滑。

②国内新型烟草市场快速增长。其一，空间大。我国电子烟出于对政策和商业模式的担忧而起步晚，市场2018年才开始大规模铺开，由于减害和娱乐需求同样存在，因此发展空间广阔。根据悦刻招股书，2019年我国电子烟普及率（电子烟用户数/烟草制品用户数）为1.2%，同期美国/英国分别为32%/50%。其二，增速高。当前电子烟龙头跑马圈地激进拓渠道，行业成长期快速培育消费者心智，而且政策环境和舆论环境较为宽松，除网售禁令外无严格政策，电子烟得到快速发展。

（2）雾化芯中陶瓷芯与棉芯并存，尚未找到更好的替代材料

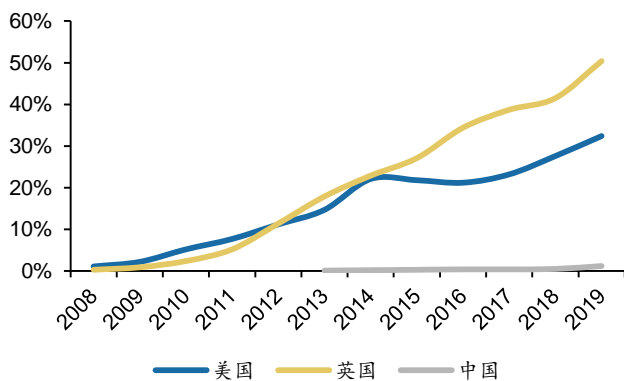
雾化芯是雾化烟重要环节，将烟油雾化的加热器件，与烟油一起决定口感。

①陶瓷芯渗透率持续提升。过去主流是棉芯，优势是价格低、口味还原度好；缺点是容易出现炸油、漏油问题，而且依赖人工、难以工业化生产和把控品质。陶瓷芯近三年研发推广，优点是不炸油、漏油率低，且工业化大规模量产。缺点是价格相对高、口味还原度弱，但产品迭代后还原度有改进，因此陶瓷芯渗透率提升。

②未来陶瓷芯与棉芯共存。海外经历陶瓷芯对棉芯的自然替代，而国内起步即为陶瓷芯，当前国内部分品牌商出于成本考虑，有提升棉芯占比意愿。我们认为，棉芯与陶瓷芯将共存，但对棉芯的培育可能困难较多，因为对于封闭式小烟，陶瓷芯综合性能更好。其中对于新客户，陶瓷芯虽然口味还原度低，但体验更好、质量问题更少，故接受度更高；对于复购客户，陶瓷芯已形成一定消费习惯。

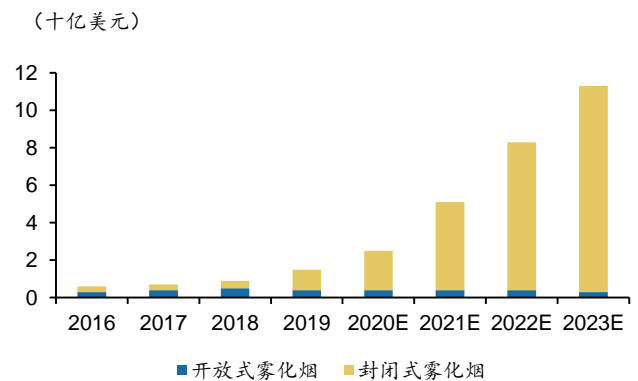
③当前雾化芯龙头也在研究其他材料的可能性，但目前并未找到更优的材料。

图1：各国电子烟渗透率



数据来源：思摩尔招股书，广发证券发展研究中心

图2：国内电子烟行业规模



数据来源：悦刻招股书，广发证券发展研究中心

（二）如何看待思摩尔陶瓷芯的技术壁垒？

（1）思摩尔技术优势的具体表现

① **口感相对较好**，部分解决陶瓷芯的痛点。思摩尔雾化芯烟雾量大且细腻，口味还原度更高，顺滑度和稳定性更高，糊芯和漏油等问题更少。

② **产品一致性强**，大规模量产良品率更高。同行产品良率无法保证，而且出厂产品的一致性也更差、售后问题更多。

（2）思摩尔技术优势的形成原因

① **细节know-how掌握更好**。陶瓷烧制的流程可复制，但细节参数难以模仿。思摩尔在陶瓷芯生产的每个环节都通过丰富的理论指导和经验积累，细节之处掌握最精确，例如前期陶瓷粉的配比、添加剂的配方，后期烧制温度和时间、升温与排气节奏控制等，所以在孔隙率、导热效率、孔径一致性等指标方面做得更好更精确，从而最终形成更好的口感与一致性。而且不同品牌商需求及提供的烟油不同，需要对参数做调整，思摩尔的调整也会更快更准确。

② **部分技术成果形成专利**。思摩尔2019年累积1500项专利，部分为发明专利，竞争对手需越过专利限制，无形中形成门槛。

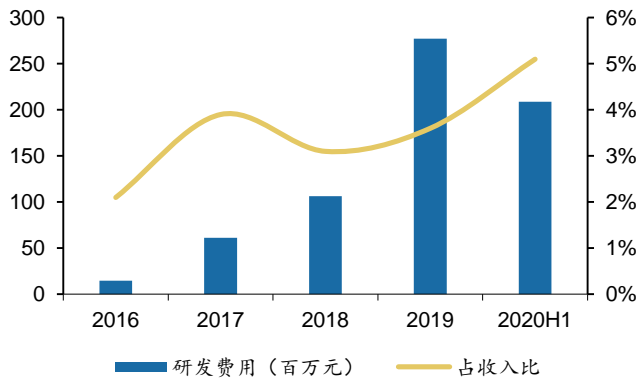
（3）思摩尔技术优势的背后根源

① **战略眼光**。思摩尔研发起步早且持续投入，竞争对手更偏代工厂，过去盈利好、订单多，对研发重视不够，在陶瓷芯大规模起势后才开始研究。思摩尔持续研发储备技术，本身具备陶瓷厂延伸研发链条，形成先发优势。

② **试错基数**。思摩尔不仅有理论支持，而且有充分的试错经验。一方面，思摩尔规模是竞争对手的数倍，对于细节参数的试错基数更大、得到的反馈数据更多；另一方面，部分优质客户具备市场敏感性，及时获取消费者反馈，与思摩尔定期开会讨论产品改进方向，持续迭代产品，解决糊芯、漏油等问题。

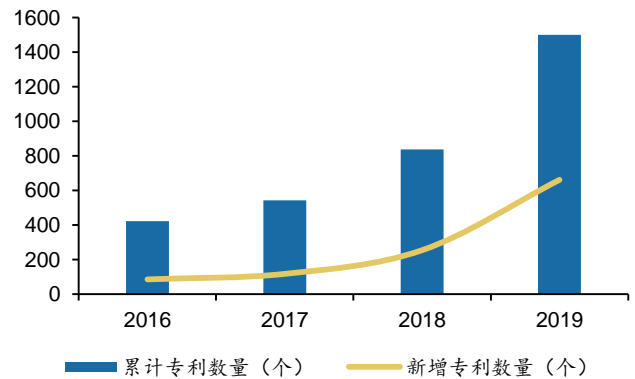
③ **研发投入**。2019年研发费用2.77亿元，占收入的3.6%，H1研发费用占比已升至5.1%，属于行业领先水平，将先发优势进一步扩大。

图3：研发投入占比持续提升



数据来源：思摩尔招股书，广发证券发展研究中心

图4：专利数目持续增加



数据来源：思摩尔招股书，广发证券发展研究中心

（三）如何看待思摩尔的客户粘性？

（1）海外客户粘性较强，PMTA加深海外客户绑定

①**海外客户本身粘性强**。海外大客户居多，特别是英美烟草、日本烟草是传统龙头通过并购进入新型烟草领域，目前阶段对产品技术理解不够深入，因此思摩尔不仅贡献生产制造，还提供研发技术和部分专利，所以客户当前对思摩尔依赖度高。特别是同一产品系列基本对应单一供应商，因此供应商转换频率非常小。

②**PMTA进一步绑定客户**。一方面，供应商是PMTA申请时重要的考核要素，需提供数据细节并接受考察，更换供应商面临重新申请PMTA的风险；另一方面，PMTA申请一个品牌往往花费千万美金以上，因此更换供应商可能性进一步缩小。

（2）国内客户中供应地位有望维持

由于陶瓷芯本身价格高于棉芯，而品牌商在终端价格一致情况下，陶瓷芯毛利率更低。叠加思摩尔由于技术优势明显，陶瓷芯价格高于竞争对手。因此国内大客户未来有降低思摩尔供应份额的可能，但思摩尔口感更好，消费者已形成消费习惯，更换供应商面临较大的客户流失风险，特别是在跑马圈地时期各家积极拉新，品牌商市场地位不够稳固，因此产品供应的稳定性非常重要。所以即使国内客户中思摩尔供应份额有下降可能，但一供的供应地位有望维持。

表 1：部分头部品牌 PMTA 申请情况

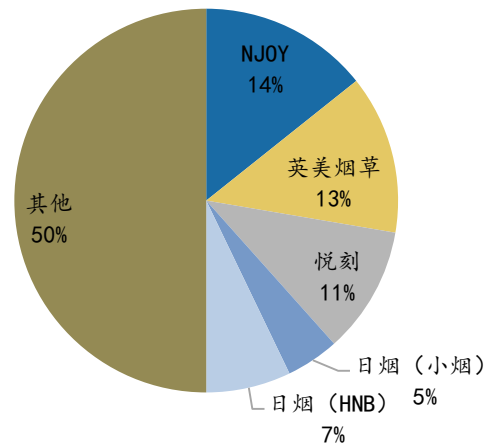
公司	品牌	提交时间	所处阶段
英美（雷诺）	Vuse Alto	2020/09	实质性审查
日烟	Logic	2020/01	实质性审查
NJOY	NJOY	2020/03	实质性审查
帝国	Myblu	2020/04	已提交
JUUL	JUUL	2020/07	实质性审查

数据来源：思摩尔招股书，广发证券发展研究中心

二、扩张篇

思摩尔当前客户结构：根据招股书，思摩尔当前主要有四类业务，封闭式雾化烟代工、开放式雾化烟零售、HNB代工、CBD&THC代工，2019年收入占比分别为59%/14%/8%/20%。其中封闭式雾化烟主要客户是NJOY、英美烟草、悦刻、日烟（小烟部分），2019年占总收入比重分别为16%、15%、12%、5%，HNB主要客户是日烟（HNB部分），CBD&THC主要客户是Jupiter、Kim。

图5：思摩尔2019年主要客户结构



数据来源：思摩尔招股书，广发证券发展研究中心

（四）国内雾化烟客户如何展望？

当前需求逐步培育，国内雾化烟市场快速扩容，因此一方面，思摩尔大客户快速增长；另一方面，思摩尔国内有培育新客户的空间。

（1）悦刻

目前国内最大的电子烟企业，也是思摩尔的合作伙伴。根据悦刻招股书，悦刻收入端20Q1-3同比增长93%，净利润同比增长170%，市占率升至63%。公司前期以快消品打法渗透消费者心智，后期加速线下扩张、保障渠道可触及性，根据蓝洞新消费报道与招股书，悦刻由19年底1500家门店扩张至20年9月底的5000家，同时渗透10万家便利店、超市等销售网点，未来将维持拓展速度。由于公司20年新开门店陆续放量，同时21年维持开店趋势，我们预判悦刻20-21年将高速增长。

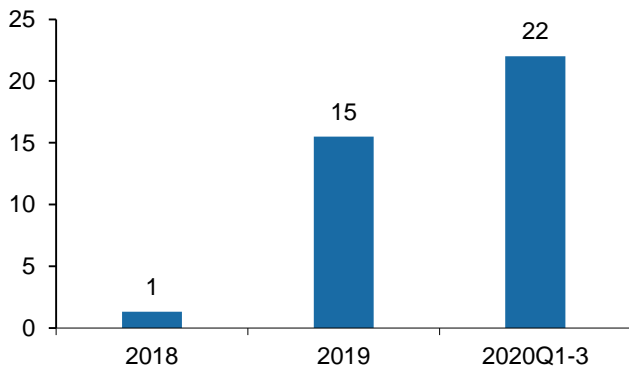
（2）柚子

其他品牌体量较悦刻有一定距离，但也在高景气赛道中保持扩张。柚子也是思摩尔重要的国内客户，今年率先推出9.9元烟杆，打价格战推动消费者首次购买，通过高复购率的烟弹保障盈利，而且大幅扩张渠道，10月门店1000家，而12月初即达2500家（包含即将开业的专卖店）。柚子由小品牌快速拓店并成长为头部企业，我们预判20-21两年将保持快速增长。

(3) 潜在客户

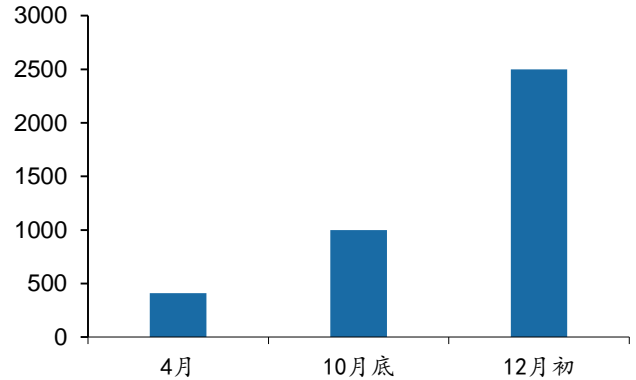
随着行业快速扩张，众多新品牌有望脱颖而出。新品牌渠道扩张快，重心在前端开店招商，而对产品供应的质量与稳定性有诉求，且对优质供应商形成依赖。思摩尔供应口碑好、成功案例多，潜在客户拓展空间大。

图6: 悦刻营业收入 (单位: 亿元)



数据来源: 悦刻招股书, 广发证券发展研究中心

图7: 柚子门店情况 (单位: 家)



数据来源: 蓝洞新消费, 广发证券发展研究中心

(五) 海外雾化烟客户如何展望?

(1) 海外概览

海外雾化烟市场稳定增长，受疫情影响今年增速下滑，但保持向上。美国来看，受口味烟禁令影响，市场规模略有下滑；分结构看，2020年前美国开放式雾化烟（俗称大烟）由于渠道与产品便利性较差，市场受到挤压，而封闭式雾化烟（俗称小烟）中，一次性小烟口感体验差，发展弱于换弹小烟；但2020年口味烟禁令对换弹小烟有直接影响，因而给开放式雾化烟和一次性小烟以发展机会。

格局来看，根据蓝洞新消费报道，JUUL受政策禁令和社会舆论影响显著，美国市占率明显下滑，海外市场也很难推开。其他品牌因此有不同程度的份额提升，其中英美烟草因跑马圈地最为积极而增速最高，在欧美各国均有份额提升态势。

未来短期，行业与龙头存在疫情后的恢复性增长。**未来长期**，虽美国行业增速下滑，也有政策监管收紧的可能；但地域来看，欧洲部分国家与全球其他地区尚有较大渗透率提升空间，结构来看，一次性小烟有可能被纳入政策监管，而换弹小烟占比有望恢复性提升；格局来看，PMTA等政策催化下，集中度将显著提升。

而思摩尔面对的基本是换弹小烟市场的龙头（一次性小烟价格低、陶瓷芯占比低），因此未来将受益于结构与格局的变化。此外也与其他潜在大客户探讨合作。

(2) 英美烟草

英美烟草今年预计是增速最快的海外龙头。其一，原本擅长烟草口味，口味烟占比小，受禁令影响小。其二，烟杆以0.99美元销售，亏本卖烟杆但大量获取用户

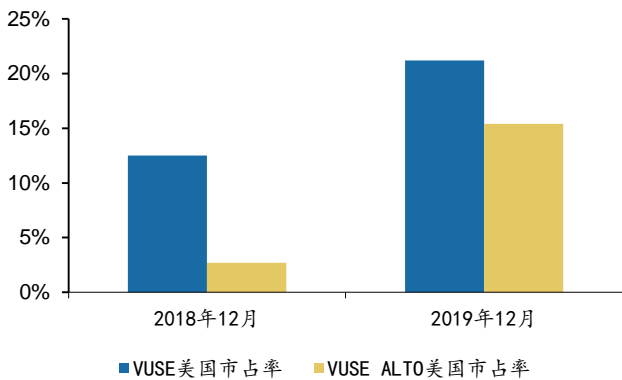
(包括新培育的烟民和从JUUL转化来的用户)，然后通过烟弹的复购获取盈利。虽然初期现金流压力很大，但英美烟草作为传统烟草百年龙头，资金充裕、传统业务盈利稳定，足以供应价格战、营销战和PMTA申请所需资金。因此美国和欧洲均保持快速增长和份额快速提升，预期21年趋势保持。

(3) NJoy与日烟

NJoy早期即与思摩尔深度合作绑定，也是通过思摩尔陶瓷芯结合本身的积极营销实现2019年的高速增长。但20Q2后NJoy作为创业公司资金不足，需要预留充足资金给PMTA申请，因而宣传营销投入力度较弱，20年增速预计弱于英美烟草，而21年若PMTA通过，现金流改善，将会有恢复性增长。

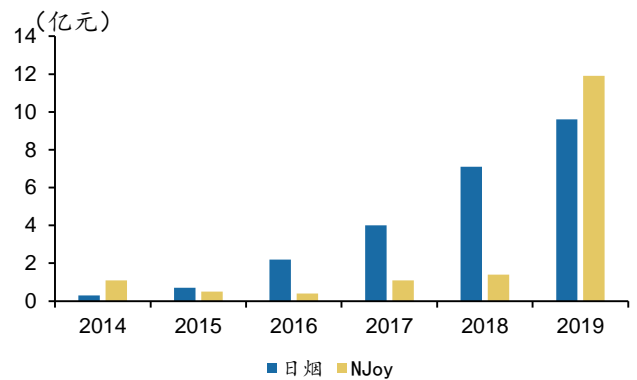
日烟表现相对较弱，主要系营销策略相对保守，而且产品棉芯占比高，有更新换代不够及时的问题，我们预期21年若日烟Logic产品力提升并及时推出并铺开宣传，结合PMTA提升进入门槛，将会看到份额的提升。

图8: 英美烟草主要品牌及系列美国市占率



数据来源: 英美烟草财报, 广发证券发展研究中心

图9: 日烟与 NJoy 在思摩尔采购额



数据来源: 思摩尔招股书, 广发证券发展研究中心

(六) 其他业务未来如何展望?

(1) HNB领域表现弱于雾化烟，但未来同样可期

思摩尔当前HNB领域主要是供应日烟的Ploom，由于Ploom受IQOS专利等限制，产品力有一定差距（例如加热方式是环状式加热，热量利用率低），20年表现相对较弱。但HNB当前渗透率快速提升，若未来日烟迭代新产品，则预计销售回暖。

(2) CBD&THC受政策催化，美国市场有望高增

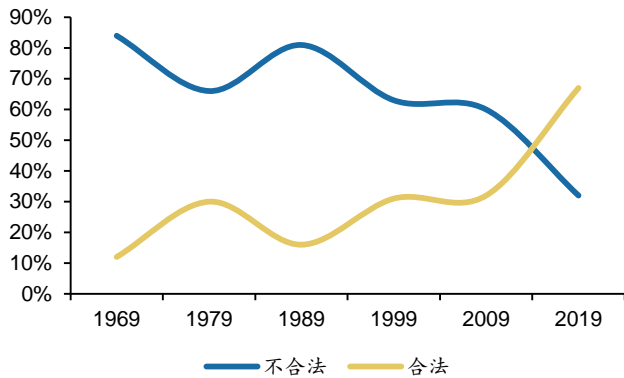
CBD&THC同属大麻领域，前者用于医疗，后者用于娱乐。根据央视网报道，截至20年11月中，美国共有15个州（外加哥伦比亚特区）将少量大麻合法用于娱乐，20个州仅将其合法用于医疗。由于CBD&THC产品销售受疫情影响，且根据烟草在线，肺病问题带来舆论危机，因此20年增速放缓。根据研究机构Brightfield Group报告，20年美国CBD市场将从19年的42亿美元增长到47亿美元，增幅仅14%。但疫情好转、舆论氛围转暖后，增速有望提升。

而根据招股书，思摩尔CCELL雾化芯在CBD&THC享有头部地位，因此作为龙头受益于CBD&THC雾化市场的快速增长。

(3) APV受疫情影响显著，未来有望稳定增长

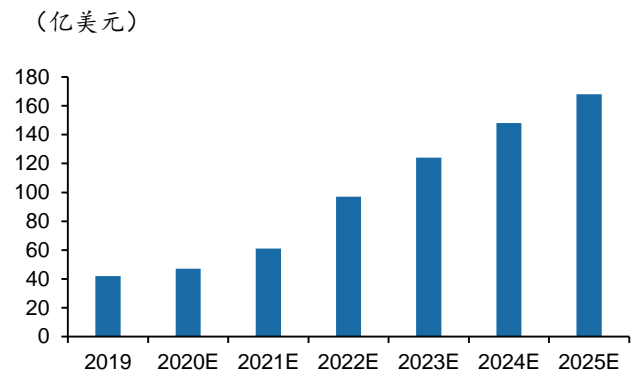
公司开放式雾化烟以自有品牌Vapresso等销售，品牌力领先、市占率居前，根据招股书，Vapresso2019年市占率约5.7%。公司持续激励培育经销商，维持终端良好运营。但根据悦刻招股书，美国开放式雾化烟占比有下行趋势，而且由于疫情封城等影响，因此20年预期业务有一定下滑，而且公司当前重心放在市场前景更好且思摩尔技术壁垒更高的小烟上，未来APV预判跟随行业稳定增长。

图10: 美国大麻合法化支持比率



数据来源: Pew Research Center, 广发证券发展研究中心

图 11: 美国 CBD 市场规模与展望



数据来源: Brightfield Group, 广发证券发展研究中心

三、空间篇

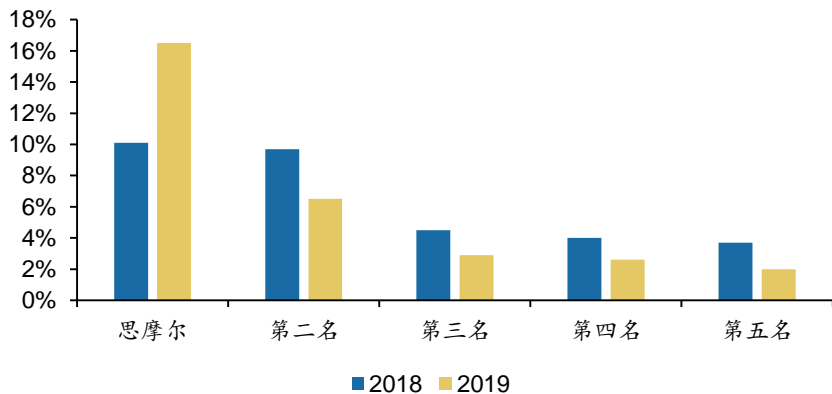
(七) 思摩尔是否具备长期成长性?

(1) **新型烟草渗透率提升空间大。**全球来看,根据悦刻招股书,2019年全球烟草产品总市场规模8507亿美元,2019年全球雾化烟市场规模352亿美元,则全球雾化烟渗透率约4.1%,17-19年复合增速29.8%。根据悦刻招股书,2019年我国烟草产品总市场规模2440亿美元,2019年我国雾化烟市场规模15亿美元,则我国雾化烟渗透率约0.6%,17-19年复合增速35.7%,因此未来仍有较大提升空间。

(2) **思摩尔技术壁垒保障份额。**由于竞争对手技术相对较弱,而且客户供应商转换较为麻烦,因此思摩尔与存量客户具备供应粘性,也有拓展潜在客户的可能。因此未来思摩尔仍有份额提升空间,根据思摩尔招股书,2018年公司在雾化烟制造环节市占率10%,2019年即升至16.5%,未来有望进一步提升。

(3) **雾化技术具备一定的应用领域延伸空间。**

图12: 全球雾化烟制造环节市占率



数据来源: 思摩尔招股书, 广发证券发展研究中心

(八) 思摩尔长期盈利能力如何变化?

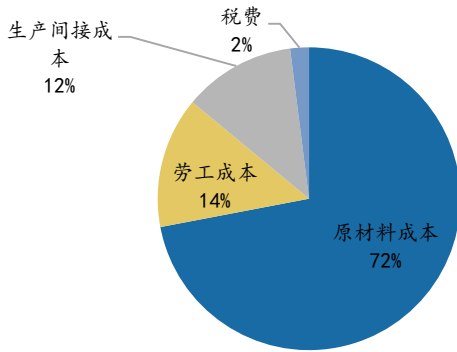
当前来看,思摩尔技术壁垒维持其产业链地位,19年净利率28.6%,20H1经调整后的净利率33.7%(剔除上市一次性开支),净利率远高于传统制造业。未来一方面,客户规模大幅扩张、集中度逐渐提升,另一方面,竞争对手和跨界对手也在投入研发,虽然与思摩尔技术存在差异,但边际差异可能缩小,因此竞争格局可能难以保持当前一家独大的状态,因此思摩尔对客户的供应价格有向下可能,毛利率短期可以维持,长期来看是有向下的可能。

但公司可以通过多种方式消化盈利压力。一方面,思摩尔本身的上游供应链尚有梳理空间,原材料生产门槛低,但受益于行业发展当前盈利尚可,未来思摩尔可将盈利压力进一步转嫁;另一方面,当前产业劳动密集型,思摩尔劳工成本占比14%,拥有生产人员近1万人。除产品禀赋外,也与政策有风险、订单不稳定导致的固定资产投资谨慎有关,但近年公司自动化水平持续提升,生产人员人均收入

2018/2019年同比增长49%/48%，而且募集资金用于自动化产线，未来仍有望提升生产效率。

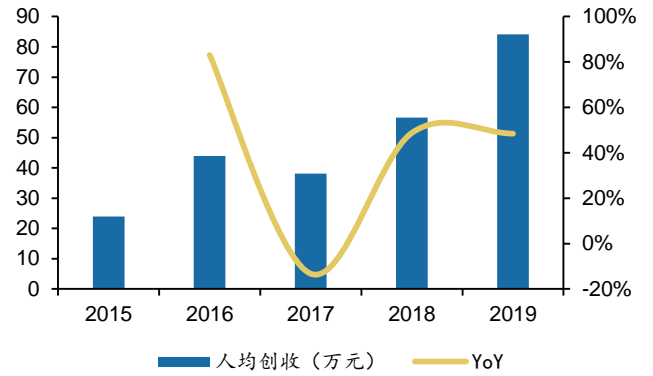
综上，我们预判未来长期思摩尔盈利能力有下降可能，但考虑到技术壁垒带来的产业链地位，以及类烟草行业本身产业链条盈利能力就优于其他行业，因此盈利下行空间有限。

图13: 2019年思摩尔人工成本占14%



数据来源: 思摩尔招股书, 广发证券发展研究中心

图14: 思摩尔生产工人人均收益提升



数据来源: 思摩尔招股书, 广发证券发展研究中心

四、风险篇

（九）竞争对手风险如何看待？

（1）直接竞争对手当前技术相对落后

思摩尔直接的竞争对手包括同做雾化芯的卓力能、华诚达、聚为等，竞争对手虽然均在陶瓷芯方面投入研发并申请专利，但由于研发起步相对落后且投入力度弱于思摩尔，因此生产产品的口感和一致性方面较思摩尔有一定差距。

此外，下游品牌商特别是海外客户，由于大部分与思摩尔形成深度绑定，考虑到安全、专利风险，一般不会轻易更换供应商，PMTA政策进一步滞缓了产品迭代，因此竞争对手很难进入大客户供应链条。

（2）跨界对手目前雾化烟布局少，未来可能形成威胁

消费电子龙头也踏足电子烟领域，但目前集中在HNB领域，因为HNB代工相对复杂，但其中雾化组件的作用不够显著，匹配传统制造龙头的生产禀赋。

当前跨界对手很少布局雾化烟，主要因政策态度和市场前景均具备不确定性，而且当前阶段海外龙头也与思摩尔形成绑定，跨界对手面对的电子烟市场相对其主业来讲仍然较小。因此也尚未开始研发投入和产能建设。

但未来不排除跨界竞争对手进入雾化烟领域，主要系雾化烟呈现高成长性，而且制造环节盈利水平较高，而且跨界对手可能形成一定威胁，主要系资金雄厚，保障自身制造水平基础上，加速投入雾化芯的研发。不过，从开始研发到产品落地，再到良品率提升到一定水准，再到绑定下游大客户，尚需几年时间。

（十）政策风险如何看待？

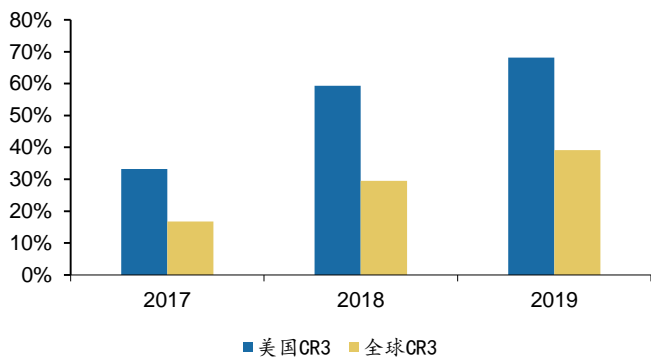
海外政策逐渐成熟，国内政策具备不确定性。当前除网售禁令外无明确监管条例，但未来仍存在一定风险。

全球来看，各国对新型烟草管控方式和态度不一，除渠道、宣传、产品、包装外，最重要的监管机制是监管尼古丁含量以及完善税收体系。由于烟油是重要的消耗品，因此一般以烟油为基础收从价或从量税。不仅抬升价格起到保护未成年人作用和监管作用，还有利于弥补电子烟替代传统烟草而形成的税收下降。

如果管控方式是税收，我们对其可能的影响做出如下判断：

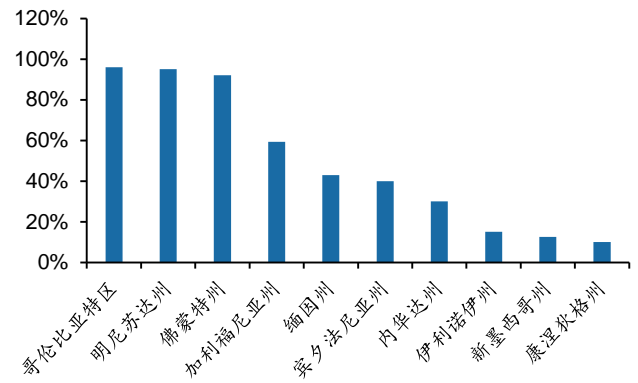
一方面，借鉴美国收税经验，部分税负可通过终端加价消化，由于电子烟具备成瘾性，消费者价格敏感度相对不高，因此有转嫁给终端消费者的可能。另一方面，由于我国电子烟行业仍在拓新阶段，若在此阶段出台收税政策，为保持产品的高性价比来吸引新客户，我们认为我国电子烟终端加价程度可能小于美国，部分税负还是要产业链本身消化。但由于当前产业链各环节盈利能力较好，因此税负可能带来各环节盈利下滑，但对整体行业发展影响有限。

图15: 全球与美国CR3



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图16: 美国部分州征收从价税情况



数据来源: State Statutes, 蓝洞新消费, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

核心假设:

- 电子雾化设备方面**，以封闭式雾化烟为主，由于今年国内行业高速增长、海外行业稳健回暖，公司凭借技术壁垒拥有份额提升，因此预测20~22年电子雾化设备收入同比增长75%/49%/36%。分客户来看，BAT由于积极营销扩张，预计20~22年BAT带来收入同比增长150%/45%/30%；NJOY2020年由于投入费用申请PMTA而营销投入不足，21年增速有望回暖，预计20~22年NJOY带来收入同比增长20%/35%/25%；日烟小烟Logic产品营销亮点不足，预计20~22年日烟小烟带来收入同比增长10%/30%/20%；悦刻作为国内龙头景气度高，预计20~22年悦刻带来收入同比增长130%/70%/50%。
- 电子雾化组件方面**，分为HNB组件与CBD&THC组件。HNB来看，今年公司HNB客户产品力不足，业绩表现较弱，未来产品迭代后有望迎来恢复性增长，预计20~22年HNB组件收入同比增速为-30%/35%/20%。CBD&THC来看，今年行业受疫情与舆论影响较大，未来疫情转暖后，市场规模增速有望回升，思摩尔有望受益，预计20~22年CBD&THC组件收入同比增速为1%/30%/25%。
- 面向零售客户的销售**，主要是开放式雾化烟，由于零售市场竞争激烈，预计思摩尔出让利润抢占市场，预计20年单价同比下降10%，21~22年单价保持稳定；同时由于疫情期间渠道受限，预计20~22年销量同比增速为-20%/30%/25%，综合来看面向零售客户的销售预计20~22年收入同比增速为-28%/30%/25%。
- 毛利率方面**，由于公司产品结构改善，毛利率更高的封闭式雾化烟占比提升，同时陶瓷芯产品占比提升，同时公司提高运营效率，提高生产自动化，梳理供应链，进一步发挥采购的规模效应。因此2020年毛利率预计提升6pct以上，21~22年维持相对稳定。
- 费用率方面**，管理费用来看，2020年预计大幅上涨，主要是公司首次公开发售购股权摊销导致员工薪酬及福利大幅增长，预计20~22年管理费用率分别为6%/5%/4.5%；研发费用来看，2020年预计上升，主要是公司产生较大金额的与FDA的PMTA产品认证相关的研究测试费用所致，预计20~22年公司重视研发以保持技术领先，研发费用率分别为4.5%/4.4%/4.3%。公司销售费用率呈现逐年降低趋势，因此预计20~22年的销售费用分别为1.7%/1.6%/1.5%。

预计2020年-2022年公司实现收入105.15、151.87、203.01亿元人民币，同比增长38.2%、44.4%、33.7%；实现归母净利润35.08、51.61、69.15亿元人民币，同比增长61.4%、47.1%、34.0%；EPS分别为0.60、0.88、1.18元人民币。

盈利预测相较上一篇报告《思摩尔中报点评：收入保持稳健增长，规模效应逐步显现》有较大提升，主要因下游客户H2以来展现超预期增长态势，特别是封闭式雾化烟业务高速增长。①悦刻：根据悦刻招股书，20Q1-3收入同比增长93%，其中Q1-3分别同比增长85%/86%/101%，因下半年疫情转暖后公司加速门店的扩张，门店由19年底1500家增至20年9月的5000家（根据悦刻招股书），所以Q3开始增速提升，而Q4开店进一步加速，且19Q4由于电子烟网售禁令，单季度收入环

比下滑26%，因此20Q4基数较低，增速有望进一步提升，20全年增速有望超过110%，又因思摩尔供应份额提升，因此悦刻给思摩尔带来收入有望同比增长130%。②其他国内客户：如柚子也是思摩尔客户，今年同样由于激进拓店呈现翻倍增长，据蓝洞新消费，柚子20年10月门店1000家，12月初含即将开的门店总共2500家，Q4增速同样超预期。

③英美烟草：第一，据英美烟草20中报，凭借积极营销，即使存在疫情影响，20H1雾化烟同比增速仍有41%。第二，其中美国雾化烟同比增75%，故英美烟草美国雾化烟业务全年增速预判80%+。而且公司美国雾化烟是由收购的雷诺来布局，以Vuse品牌销售。第三，其中Vuse的Alto系列18年8月上市后份额快速提升，根据英美烟草19年报，Alto系列占Vuse品牌的比重由18年12月的22%升至19年12月的73%，而且是从19H2开始提升加速，20年将进一步提升，因此Alto份额预计19年平均在40%+，而20年预计平均在75%以上，份额提升接近翻倍。第四，英美烟草一个产品系列对应同一供应商，Alto系列主要由思摩尔供应，因此判断英美烟草给思摩尔带来收入预计同比增长150%。

表 2: 思摩尔历年收入拆分及盈利预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元人民币)	707.3	1565.2	3433.7	7610.6	10515.2	15187.2	20300.7
YOY		121.3%	119.2%	121.6%	38.2%	44.4%	33.7%
营业成本 (百万元人民币)	535.4	1145.6	2243.3	4259.8	5118.2	7470.5	10114.6
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.1%	51.3%	50.8%	50.2%
面向企业客户的销售收入							
收入 (百万元人民币)	510.0	1003.7	2492.0	6568.7	9765.4	14212.5	19082.4
电子雾化设备							
收入 (百万元人民币)	503.2	691.6	1124.2	4477.0	7843.9	11690.5	15957.6
YOY		37.4%	62.5%	298.3%	75.2%	49.0%	36.5%
BAT 带来收入 (百万元人民币)			292.6	1147.6	2868.9	4159.9	5407.9
YOY				292.3%	150.0%	45.0%	30.0%
NJOY 带来收入 (百万元人民币)	36.9	112.5	142.5	1192.9	1431.5	1932.5	2415.6
YOY		205.1%	26.7%	737.1%	20.0%	35.0%	25.0%
日烟小烟收入 (百万元人民币)	215.8	243.9	267.8	354.7	390.2	507.3	608.7
YOY		84.2%	78.8%	35.0%	10.0%	30.0%	20.0%
悦刻带来收入 (百万元人民币)				877.6	2018.5	3431.5	5147.2
YOY					130.0%	70.0%	50.0%
其他客户收入 (百万元人民币)	250.5	335.2	421.3	904.2	1134.8	1659.4	2378.1
YOY		33.8%	25.7%	114.6%	25.5%	46.2%	43.3%
毛利率	20.4%	15.8%	25.9%	47.1%	54.0%	53.0%	52.0%
电子雾化组件							
收入 (百万元人民币)	6.8	312.1	1367.8	2091.7	1921.5	2522.0	3124.8
YOY			338.3%	52.9%	-8.1%	31.3%	23.9%
HNB 组件收入 (百万元人民币)	0.1	153.8	443.4	605.0	423.5	571.7	686.1
YOY			188.4%	36.5%	-30.0%	35.0%	20.0%
CBD/THC 收入 (百万元人民币)	6.7	158.3	924.5	1486.7	1498.0	1950.3	2438.7

YOY			484.0%	60.8%	0.8%	30.2%	25.0%
毛利率	25.5%	32.5%	42.2%	42.1%	46.0%	46.0%	46.0%
面向零售客户的销售							
收入(百万元人民币)	197.3	561.5	941.7	1041.9	749.8	974.7	1218.3
YOY		184.6%	67.7%	10.6%	-28.0%	30.0%	25.0%
数量(百万个)	1.2	4.8	8.7	12.7	10.2	13.2	16.6
YOY		284.2%	81.9%	47.3%	-20.0%	30.0%	25.0%
价格(元/个)	159.5	118.1	108.9	81.8	73.6	73.6	73.6
YOY		-26.0%	-7.8%	-24.9%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.2%	37.2%	34.2%	34.7%	37.0%	37.0%	37.0%

数据来源: 思摩尔招股书、广发证券发展研究中心

表 3: 思摩尔历年费用率情况及未来费用率假设

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.23%	2.88%	2.07%	1.70%	1.60%	1.50%
管理费用率	4.04%	3.57%	4.30%	6.00%	5.00%	4.50%
研发费用率	3.91%	3.10%	3.64%	4.50%	4.40%	4.30%

数据来源: 思摩尔国际控股有限公司港交所上市申请文件、广发证券发展研究中心

估值:

看好思摩尔集团作为中国最早的雾化科技解决方案提供商之一与雾化科技解决方案的全球领导者, 受益于新型烟草渗透率逐步提升, 凭其核心优势巩固竞争壁垒。参考可比公司中烟香港业绩增速(中烟香港: 预计2020年~2022年CAGR=12.1%)和PE估值水平(对应21年估值30X), 以及思摩尔业绩增长情况(预计2020年~2022年CAGR=47.1%), 给予思摩尔国际2021年65倍PE的合理估值, 对应合理价值68.91港元/股(使用港币汇率为0.83), 维持“增持”评级。

表 4: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (港元)	EPS (港元)		PE (X)	
		2021/01/14	2020E	2021E	2020E	2021E
06055.HK	中烟香港	14.76	0.32	0.49	45.78	30.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 中烟香港数据来自 Wind 一致预期; 中烟香港收盘价及 EPS 货币单位为 HKD; 收盘价为 2021/01/14 收盘价

六、风险提示

(1) 新型烟草市场接受度不足

雾化烟国内接受度可能小于预期，主要系烟民转化有一定难度。

(2) 政策不确定性风险

国内含尼古丁的雾化烟有被禁止出售的可能，尽管该可能性较小。

(3) 电子烟发明专利等知识产权风险

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,579	2,170	4,446	7,971	13,263
货币资金	593	731	1,513	3,001	5,944
应收及预付	425	659	1,168	1,898	2,900
存货	378	548	731	1,149	1,686
其他流动资产	182	231	1,033	1,922	2,733
非流动资产	838	1,132	2,558	5,199	7,929
固定资产	675	833	1,753	3,588	5,312
无形资产	30	59	65	71	76
租金按金	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	133	241	741	1,541	2,541
资产总计	2,417	3,302	7,004	13,170	21,192
流动负债	1,384	2,049	2,244	3,249	4,356
短期借款	0	368	0	0	0
应付及预收	537	442	531	775	1,049
其他流动负债	848	1,240	1,713	2,474	3,307
非流动负债	285	518	518	518	518
长期借款	0	232	232	232	232
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	285	286	286	286	286
负债合计	1,669	2,567	2,762	3,767	4,874
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	63	0	122	122	122
留存收益和资本公积	685	735	4,121	9,282	16,197
归属母公司股东权益	748	735	4,242	9,403	16,318
负债和股东权益	2,417	3,302	7,004	13,170	21,192

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,275	7,615	10,535	15,212	20,331
营业成本	1,915	4,258	5,118	7,470	10,115
销售费用	64	158	179	243	305
管理费用	104	327	631	759	914
财务费用	5	14	12	-9	-31
营业利润	1,095	2,567	4,134	6,071	8,125
利润总额	1,097	2,567	4,142	6,095	8,166
所得税	176	393	635	934	1,251
净利润	921	2,174	3,508	5,161	6,915
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	921	2,174	3,508	5,161	6,915
EBITDA	1,144	2,597	4,218	6,241	8,405
EPS (元)	0.00	0.37	0.60	0.88	1.18

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,015	2,184	3,163	4,798	6,457
净利润	921	2,174	3,508	5,161	6,915
折旧摊销	50	30	84	169	280
少数股东权益	0	0	0	0	0
营运资金变动及其他	44	-19	-429	-533	-737
投资活动现金流	-177	-489	-1,990	-3,296	-3,501
资本支出	-183	-560	-1,010	-2,010	-2,010
其他投资	6	71	-980	-1,286	-1,491
筹资活动现金流	-1,182	-1,900	-391	-14	-14
银行借款	0	600	-368	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
已付股利	-1,142	-1,142	-23	-14	-14
其他	-40	-1,358	0	0	0
现金净增加额	-349	-211	782	1,488	2,943

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	119.3	121.6	38.16%	44.43%	33.67%
营业利润增长	393.5	198.7	61.05%	46.85%	33.83%
归母净利润增长	288.3	196.1	61.36%	47.14%	33.98%
获利能力					
毛利率	41.50%	44.05%	51.33%	50.81%	50.18%
净利率	28.12%	28.55%	33.29%	33.93%	34.01%
ROE	75.75%	296%	82.68%	54.89%	42.38%
偿债能力					
资产负债率	60.11%	77.75%	39.43%	28.60%	23.00%
净负债比率	-79.3	-17.8	-30.1	-29.4	-35.0
流动比率	1.47	1.06	1.98	2.45	3.04
速动比率	1.15	0.79	1.65	2.10	2.65
营运能力					
总资产周转率	1.41	2.31	1.50	1.16	0.96
应收账款周转率	7.71	11.55	9.00	8.00	7.00
存货周转率	3.57	9.64	9.64	9.64	9.64
每股指标 (元)					
每股收益	0.13	0.37	0.60	0.88	1.18
每股经营现金流	0.17	0.37	0.54	0.82	1.10
每股净资产	0.13	0.13	0.72	1.60	2.78
估值比率					
P/E	-	-	94.25	64.05	47.81
P/B	-	-	77.93	35.16	20.26
EV/EBITDA	-	-	78.07	49.25	36.21

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
陆逸：资深分析师，亚利桑那州州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
张兆函：高级分析师，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
曹倩雯：高级分析师，北京大学硕士，2020年11月加入广发证券，曾就职于方正证券、太平洋证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。