

买入

龙头优势持续扩张，政策不改行业长期发展逻辑

思摩尔国际 (6969.HK)

2021-04-13 星期二

投资要点

目标价: **60.0 港元**
 现价: 47.4 港元
 预计升幅: 26.6%

► 公司公布 2020 年业绩:

2020 年, 公司实现收入 100.1 亿元人民币(下同), 同比+31.5%; 经调整后净利润 38.9 亿元, 同比+31.9%。业绩符合预期。

► 下游大客户增长强劲, 公司盈利能力持续提升:

公司主要大客户英美烟草、悦刻 20 年表现强劲, 雾化电子烟相关收入分别同比+52%与+147%。受益于此, 公司 20 年来自这两家的收入分别同比+203%/+110%至 34.8 亿/18.4 亿元。同时, 由于 1) 产品组合持续优化、2) 规模化优势持续显现(剔除期权费后销管费用率同比下降 1pct 至 4.6%), 公司盈利能力持续提升, 毛利率提升 8.9pct 至 52.9%。

► 产能规划积极, 约支撑 500 亿收入规模:

截至 20 年底, 公司拥有产能 23.2 亿个标准单位(下同), 预计 21 年通过租赁增加 5 亿个、22 年底建成江门一期增加 10.8 亿个。未来江门二期完成后, 公司合计将拥有产能 53.4 亿个, 支撑收入规模约 500 亿元。

► 政策扰动不改行业长期发展逻辑, 我们对未来保持乐观:

此前工信部发布《实施条例》意见征求意见稿引发市场担忧, 我们认为此举重点在于加强监管与规范市场, 电子烟作为我国优势产业, 一刀切概率不大。并且, 监管趋严将抬升行业门槛, 理论上利好龙头。电子烟行业是由需求驱动, 政策扰动不改行业长期发展逻辑, 我们对未来保持乐观。

► 维持“买入”评级:

我们更新公司 2021/2022 年每股盈利预测至 0.96/1.27 元, 上调目标价至 HKD60.0, 对应 2022 年 40 倍 PE, 维持“买入”评级。

重要数据

日期	2020-04-08
收盘价(港元)	47.4
总股本(百万股)	5,961
总市值(百万港元)	28,580
净资产(百万元)	12,399
总资产(百万元)	14,773
52 周高低(港元)	90.0/25.1
每股净资产(元)	2.11

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

陈志平 (34.64%)
 亿纬锂能 (33.11%)

相关报告

思摩尔国际 (6969.HK) - 首发报告-20201215

研究部

姓名: 汪伟杰
 SFC: BNQ701
 电话: 0755-21516067
 Email: wangwj@gyzq.com.hk

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,611	10,010	14,691	20,012	26,419
同比增长	121.6%	31.5%	46.8%	36.2%	32.0%
归母净利润	2,174	2,400	5,469	7,239	9,566
同比增长	196.2%	10.4%	127.9%	32.4%	32.1%
毛利率	44.0%	52.9%	54.6%	53.1%	53.3%
每股收益(元)	0.44	0.42	0.96	1.27	1.68
PE@47.4HKD	91.6	95.9	42.0	31.7	24.0

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

公司公布 2020 年业绩：

2020 年，公司实现收入 100.1 亿元人民币（下同），同比+31.5%；经调整后净利润 38.9 亿元，同比+31.9%。业绩符合预期。

图 1：2016-2020 公司收入及增速

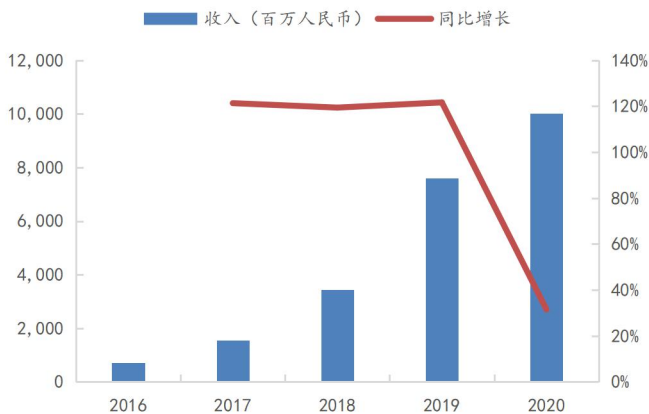
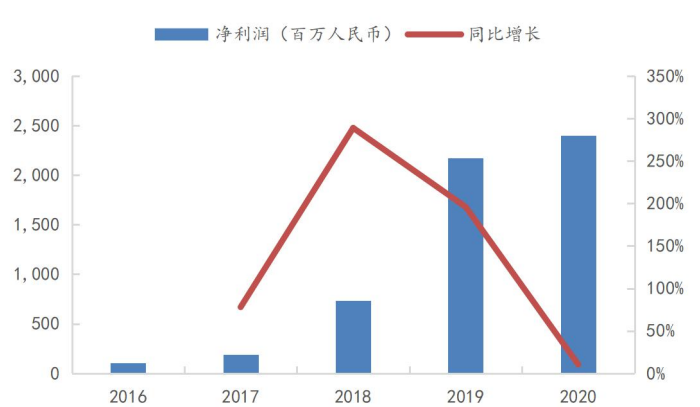


图 2：2016-2020 公司归母净利润及增速



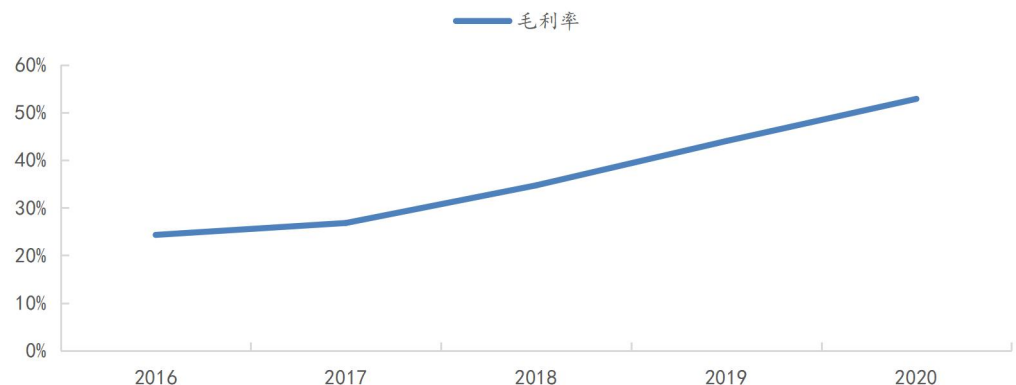
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

下游大客户增长强劲，公司盈利能力持续提升：

公司主要大客户英美烟草、悦刻 20 年表现强劲，雾化电子烟相关收入分别同比+52%与+147%。受益于此，公司 20 年来自这两家的收入分别同比+203%/+110%至 34.8 亿/18.4 亿元。同时，由于 1) 产品组合持续优化、2) 规模化优势持续显现（剔除期权费后销管费用率同比下降 1pct 至 4.6%），公司盈利能力持续提升，毛利率提升 8.9pct 至 52.9%。

图 3:2016-2020 公司毛利率/销售费用率/行政费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

产能规划积极，约支撑 500 亿收入规模：

截至 20 年底，公司拥有产能 23.2 亿个标准单位（下同），预计 21 年通过租赁增加 5 亿个、22 年底建成江门一期增加 10.8 亿个。未来江门二期完成后，公司合计将拥有产能 53.4 亿个，支撑收入规模约 500 亿元。

政策扰动不改行业长期发展逻辑，我们对未来保持乐观：

此前工信部发布《实施条例》征求意见稿引发市场担忧，我们认为此举重点在于加强监管与规范市场，电子烟作为我国优势产业，一刀切概率不大。并且，监管趋严将抬升行业门槛，理论上利好龙头。电子烟行业是由需求驱动，政策扰动不改行业长期发展逻辑，我们对未来保持乐观。

维持“买入”评级：

我们更新公司 2021/2022 年每股盈利预测至 0.96/1.27 元，上调目标价至 HKD60.0，对应 2022 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：

监管政策变动风险；

税收政策风险；

终端消费者消费习惯变动风险；

汇率波动风险。

人民币 百万						财务分析					
损益表						现金流量表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	7,611	10,010	14,691	20,012	26,419	盈利能力					
毛利	3,352	5,296	8,022	10,620	14,071	毛利率 (%)	44.0%	52.9%	54.6%	53.1%	53.3%
其他业务收入	(5)	142	254	330	396	EBITDA 利率 (%)	34.4%	42.2%	50.0%	48.6%	48.6%
销售及分销成本	(158)	(144)	(191)	(240)	(317)	净利率 (%)	28.6%	34.7%	37.2%	36.2%	36.2%
管理费用	(604)	(1,102)	(1,249)	(1,661)	(2,193)	营运表现					
经营利润	2,585	4,191	6,837	9,049	11,957	SG&A/收入 (%)	10.0%	12.5%	9.8%	9.5%	9.5%
财务费用	(15)	0	0	0	0	实际税率 (%)	15.3%	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%
联营公司	0	0	0	0	0	库存周转	47.0	34.0	34.0	34.0	34.0
税前盈利	2,570	4,191	6,837	9,049	11,957	应付账款天数	85.8	110.8	110.8	110.8	110.8
所得税	(393)	(718)	(1,367)	(1,810)	(2,391)	应收账款天数	42.7	89.1	89.1	89.1	89.1
净利润	2,177	3,473	5,469	7,239	9,566	ROA	65.9%	23.5%	27.2%	27.1%	27.1%
折旧及摊销	30	32	507	686	873	ROE	296.3%	28.0%	32.6%	32.1%	31.7%
EBITDA	2,615	4,223	7,344	9,735	12,830	财务状况					
总收入 (%)	121.6%	31.5%	46.8%	36.2%	32.0%	净负债/股本	2.5	0.6	0.6	0.6	0.7
EBITDA (%)	193.9%	61.5%	73.9%	32.6%	31.8%	收入/总资产	2.3	0.7	0.7	0.7	0.7
每股收益 (%)	297.0%	103.4%	227.9%	132.4%	132.1%	总资产/股本	4.5	1.2	1.2	1.2	1.2
资产负债表						现金流量表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	731	9,558	12,906	17,813	24,782	EBITDA	2,615	4,223	7,344	9,735	12,830
应收账款	890	2,444	3,587	4,886	6,450	融资成本(收入)	(4)	(3)	143	194	267
存货	548	439	621	874	1,150	营运资金变化	(427)	(1,184)	(2,091)	(2,524)	(3,321)
其他流动资产	0	0	0	0	0	所得税	(422)	(421)	(1,367)	(1,810)	(2,391)
总流动资产	2,170	12,441	17,113	23,574	32,382	营运性现金流	2,184	3,035	5,397	7,404	9,776
固定资产	887	1,116	1,709	1,854	1,602	资本开支	(460)	(458)	(883)	(925)	(689)
无形资产	59	88	160	185	192	其他投资活动	(30)	(804)	(73)	(124)	(205)
其他非流动资产	186	1,129	1,129	1,129	1,129	投资性现金流	(489)	(1,261)	(956)	(1,049)	(894)
总资产	3,302	14,774	20,111	26,741	35,305	借贷所得款项	1	2	0	0	0
应付帐款	1,014	1,451	2,053	2,891	3,801	偿还借贷	(1)	0	0	0	0
短期银行贷款	0	0	0	0	0	付股权持有人股息	(1,142)	(1,141)	(1,094)	(1,448)	(1,913)
其他短期负债	1,035	657	657	657	657	其他融资活动	(758)	8,197	0	0	0
总短期负债	2,049	2,108	2,710	3,548	4,458	融资性现金流	(1,900)	7,058	(1,094)	(1,448)	(1,913)
长期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	(205)	8,832	3,347	4,908	6,969
其他负债	2,567	2,374	2,976	3,814	4,724	期初持有现金	942	732	9,559	12,906	17,813
总负债	2,567	2,374	2,976	3,814	4,724	期末持有现金	732	9,559	12,906	17,813	24,782
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益	735	12,400	16,775	22,567	30,219						
负债及权益	3,302	14,774	19,751	26,381	34,944						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析师声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>