五轮电子(833767)　行业快速发展，关注公司自有品牌产品销售

基本数据

2018 年 5 月 17 日	
收盘价(元)	4.15
总股本(万股)	3350
流通股本(万股)	1211
总市值(亿元)	1.39
每股净资产(元)	1.34
PB(倍)	3.10

投资评级：买入(首次)

财务指标

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万元)	53.99	83.32	99.19	133.91	172.74
净利润(百万元)	6.53	8.71	7.61	12.25	18.21
毛利率（%）	32.28	31.15	34.78	33.53	32.78
净利率（%）	12.09	10.45	7.67	9.15	10.54
ROE（%）	39.57	33.85	20.81	21.44	28.86
EPS(元)	0.63	0.4	0.24	0.37	0.54

深圳市五轮电子股份有限公司，主要从事电子烟及配套产品的生产、销售。据公司公转书披露，公司主要采取“ODM/OEM 生产并指定销售”的经营和销售模式，向海外电子烟品牌销售商提供电子烟及其配套产品，以获取收入、利润及现金流。2014 年，五轮电子开始推出自主品牌：现有“AMIGO（阿米哥）”品牌主打国际市场，已在海外电子烟市场形成一定知名度。另外，“JIGANTOR（巨人）、Chain Reaction（连锁反应）”主打国内销售，将以超大烟雾吞吐量的功能特性、智能个性化操作界面及模式、线条优美的外观造型打开国内销售局面。

电子烟行业保持快速增长。2017 年全球电子烟市场继续保持高速增长。据数据统计，2010 年全球电子烟市场规模约为 4.16 亿美元，至 2016 年市场容量扩大至 71 亿美元。六年时间内市场容量扩张了 17 倍，年复合增速高达 60.5%。预计 2018 年行业规模将超百亿美元，期间年复合增速为 50%。电子烟的高速增长势必导致对传统烟草的替代。

打造自有品牌销售。五轮电子 14 年之前以 ODM/OEM 产品为主：如 D-1 烟弹、一次性电子烟，从 2011 年到 2014 年、欧美市场份额一直维持一定的销售份额。2014 年，五轮电子开始推出自主品牌：现有“AMIGO（阿米哥）”品牌主打国际市场，已在海外电子烟市场形成一定知名度。另外，“JIGANTOR（巨人）、Chain Reaction（连锁反应）”主打国内销售。2017 年公司设立了全新的 VAPESOULE,其定位为电子烟高端产品，与原低中档产品的区分开来。2018 年，该品牌将在海外多个网站推广，在京东、天猫等国内电商投放广告，并于世界各地的电子烟展中推广。

盈利预测

预测公司 2018~2019 归属于上市公司股东的净利润分别为 0.123 亿元、0.182 亿元，每股收益分别为 0.37 元、0.54 元。

风险提示

同行竞争的风险；产品推广的风险。

研究员 周川南

zhouchuannan@wtneeq.com

010-85715117

目　录

- 风险分析 1
- 专注于电子烟产品生产、销售 1
- 2017 年电子烟行业延续高增长 3
- 结合先进制造技术，发展自有品牌 5
- 2017 年公司收入增长 19% 7
- 盈利预测 8

图表目录

图表 1　同类公司对比收入增长情况 1
图表 2　公司部分产品情况 2
图表 3　2017 年公司前五大客户情况 3
图表 4　股东及持股情况 3
图表 5　全球电子烟市场情况 4
图表 6　行业内巨头并购情况 5
图表 7　公司各环节技术情况 6
图表 8　公司财务及盈利能力情况 7
图表 9　盈利预测 8

■ 风险分析

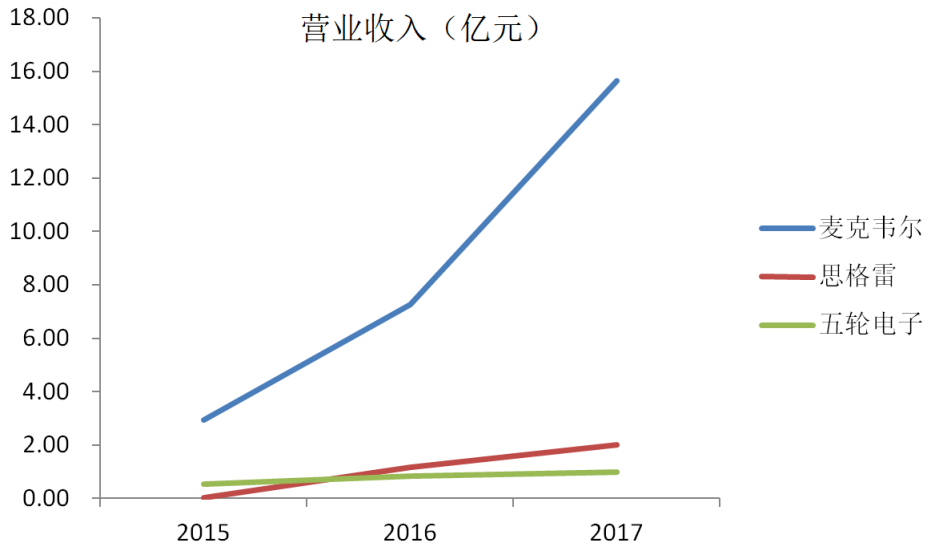
- **与实际控制人相关分析**

公司实际控制人是实钟鸣、郭小平，共持有公司 79.63%股份。报告期内无股权质押情况。

- **与经营相关分析**

报告期内，公司收入增速低于行业内相关公司；2017 年公司国内销售收入下滑。

图表 1 同类公司对比收入增长情况



资料来源：choice

■ 专注于电子烟产品生产、销售

深圳市五轮电子股份有限公司，成立于 2011 年 1 月。公司位于深圳市宝安区，主要从事电子烟及配套产品的生产、销售。据公司公转书披露，公司主要采取“ODM/OEM 生产并指定销售”的经营和销售模式，向海外电子烟品牌销售商提供电子烟及其配套产品，以获取收入、利润及现金流。2014 年，五轮电子开始推出自主品牌：现有“AMIGO（阿米哥）”品牌主打国际市场，已在海外电子烟市场形成一定知名度。另外，“JIGANTOR（巨人）、Chain Reaction（连锁反应）”主打国内销售，将以超大烟雾吞吐量的功能特性、智能个性化操作界面及模式、线条优美的外观造型打开国内销售局面。

图表 2　　公司部分产品情况

产品名称	1981-V3 电子烟
产品图片展示	
功能描述	1、全透明玻璃管，直观了解烟液用量情况，避免干烧。 2、可换芯，易清洗，烟雾量大，不漏油。
技术参数	1、结构参数：外形尺寸：Φ18.50*L82.50mm　螺纹：M7*0.5mm。 2、电性参数：双发热丝电阻头，电阻值为 1.6Ω。
产品特色	1、主要材质为不锈钢镀铬，透明管采用德国拜耳 PC6555 材料。 2、底部 4 个大小不一气流调节环，方便控制烟雾量。 3、弹性烟嘴设计，烟油注入后能快速渗透至底部发热丝处，有效控制烟油用量。

产品名称	Donner-22(多瑙)电子烟
产品图片展示	
功能描述	1、全透明玻璃管，直观了解烟液用量情况，避免干烧。 2、配备气流调节环，可自由调节气流大小。
技术参数	1、结构参数：外形尺寸：Φ23.0*L76.0mm　螺纹：M7*0.5mm。 2、电性参数：电阻头阻值范围：0.48-0.65Ω。
产品特色	1、不锈钢底材，采用滚花特殊处理工艺。 2、底部调节环采用“一”字形设计，烟雾量控制方便快捷。 3、透明管容量大，可容纳 4.0ml 烟油，烟雾量为普通雾化器的 5 倍。

资料来源：公开转让说明书

报告期内，公司产品主要是外销为主：

图表 3　　2017 年公司前五大客户情况

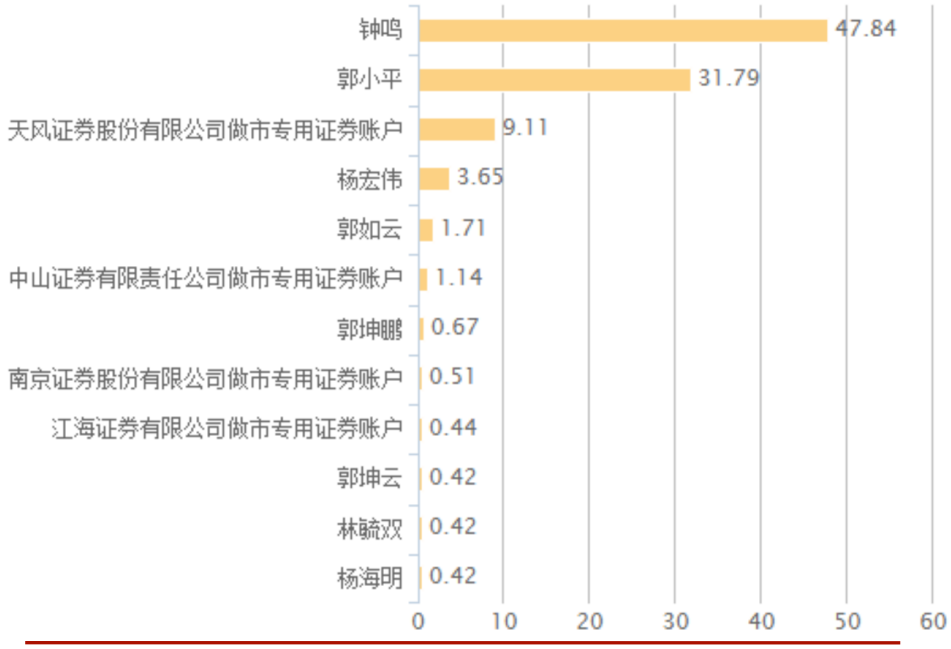
单位：元

序号	客户	销售金额	年度销售占比	是否存在关联关系
1	SMV JAPAN CO,LTD	12,317,892.92	12.42%	否
2	JOINTDO ELECTRONICS CO.,LIMITED	9,612,526.43	9.69%	否
3	FULL-SCALE DISTRUBUTORS LLC	9,490,706.49	9.57%	否
4	SPARK INDUSTRIES LLC	4,861,457.59	4.90%	否
5	EONSMOKE LLC	4,331,729.82	4.37%	否
合计		40,614,313.25	40.95%	-

资料来源：2017 年年度报告

截至报告期，公司前十大股东情况如下：

图表 4　　股东及持股情况

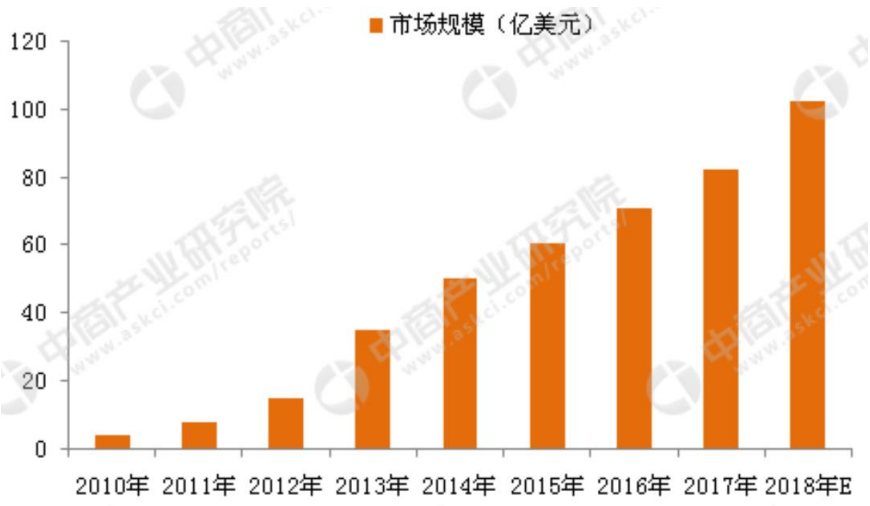


资料来源：choice

■ 2017 年电子烟行业延续高增长

2017 年全球电子烟市场继续保持高速增长。据数据统计，2010 年全球电子烟市场规模约为 4.16 亿美元，至 2016 年市场容量扩大至 71 亿美元。六年时间内市场容量扩张了 17 倍，年复合增速高达 60.5%。预计电子烟行业将在未来继续保持高增长势头，至 2018 年行业规模将超百亿美元，期间年复合增速为 50%。电子烟的高速增长势必导致对传统烟草的替代。

图表 5　　全球电子烟市场情况



资料来源：中商研究

分区域看，当前全球电子烟主要市场在欧美。数据显示，2016 年全球电子烟消费前三大市场是美国、英国和意大利，分别占据全球电子烟销售额的 43.2%、12.7%和 6.9%。尽管我国生产了全球 90%以上的电子烟，产品主要以出口为主，国内电子烟消费仅占全球的 6%。

- **未来行业将形成并购整合的趋势**

我国是世界上最大的蒸汽电子烟生产国及出口国，全球 90%左右的蒸汽电子烟产品及配件产自我国，美国市场上电子烟小烟销售前五名的品牌中有三家由中国电子烟公司生产，大烟销量前五名则全部是中国公司生产并出口的。据公司年报披露，国内生产企业共计 500 家。行业内国内生产厂商主要采用 ODM/OEM 生产方式，部分企业建立自主品牌时间短，国内尚未出现有国际竞争力的电子烟品牌。 面对快速增长的电子烟市场，国际烟草巨头已开始转型。除通过并购进入电子烟市场外，雷诺、英美烟草、菲莫、帝国烟草等烟草巨头也纷纷成立电子烟子公司，布局电子烟长远发展。未来行业内有望形成并购整合的趋势。

图表 6　　行业内巨头并购情况

烟草公司		当前发展
Lorillard	罗瑞拉德	2012年4月，以1.35 亿美元收购美国领先电子烟生产企业BLU ECIGS 2013年10月，再次以3000万英镑收购英国电子香烟制造商SKYCIG 13Q1-3，电子烟业务占主营业务收入比重已攀升至3.4%
RJReynolds	雷诺美国	子公司雷诺兹汽公司2012年开始在局部市场测试自有“VUSE”品牌电子香烟，并于同年在市场上试销
PM	菲莫国际	目前正在开发自有的电子香烟，打算在2017年推出加热而非燃烧烟草的产品
Imperial Tobacco	帝国烟草	积极发展电子烟领域；目前已成立一家公司开发电子烟 并于2013年9月，以7500万美元收购叁龙（如烟）公司（00329.HK）电子烟业务
BRITISH AMERICAN TOBACCO	英美烟草	2012年收购了英国CN CREATIVE电子烟公司，此后向市场上推出了一款名为E-SWISHER的电子烟制品 2013年7月在美国卡罗拉多州成功推出Vype电子烟
Altria	奥驰亚	旗下子公司NU MARK于13年8月在印第安纳州推出电子烟MARKTEN
JTI	日烟国际	2011年8月注资位于旧金山的PLOOM公司开发低温非燃烧新型烟草制品 2013年4月产品正式在奥地利投放市场，随后相继在韩国、意大利及日本推出

资料来源：公开转让说明书

- **政策有利于电子烟市场发展格局**

全球有120多个国家生产卷烟,生产量最大的前10个国家是中国、俄罗斯、美国、印尼、德国、波兰、韩国、日本、菲律宾、土耳其。在这120多个国家中（不含中国），管理政策大体分为垄断经营、部分开放、完全开放三类。目前有8个国家垄断经营,有6个国家部分开放,大多数国家实行完全开放的政策。近10年来,欧美等发达国家出于控烟原因,逐步减少了对烟叶生产的扶持力度。如美国实施了买断烟叶种植配额，终止联邦烟叶支持计划；欧盟通过改革农业补贴政策，实施烟叶种植替代，引导烟农逐步退出烟叶种植。此外，对卷烟生产过程和产品质量将实行越来越严格的管制，是未来的发展趋势。如欧盟的《烟草制品管制指令》、美国的《家庭吸烟预防和烟草控制法》，对烟草生产经营的企业设立、产品标准、包装、成分、名称、广告、企业捐赠等环节实行严格而细致的监管。

而另一方面，随着电子烟产品逐步受到用户认可，以及传统烟草公司向电子烟市场转型，行业迎来了加快发展的机遇。2017年更是被誉为行业新的发展转折点，全球电子烟市场行情呈现回暖的趋势。这一年，国内外发生了许多行业事件，如中国电子商会电子烟行业委员会 CECC 在深圳成立；阿里巴巴发布《电子烟行业品质自律公约》，天猫商城新增《电子烟行业标准》；正式生效中国电子烟行业首份《电子烟雾化类器具产品通用规范》和《电子烟雾化液规范》正式公布等。

■　结合先进制造技术，发展自有品牌

公司专注于电子烟生产，在生产的各个产品环节具备领先技术，并形成专利：

图表 7　公司各环节技术情况

雾化芯技术	传统电子烟依靠导热元件（玻纤绳及棉芯）进行雾化，公司采用雾化芯技术进行雾化，不仅解决了电子烟消费者时刻关注的安全健康问题，也解决了传统导热元件因长时间使用而损耗、雾化性能大打折扣的问题。烟雾更加细腻，出烟量更大，口感媲美真烟。
液态传感器技术	当烟液进入雾化器后，液态传感器可立即捕捉到相关信息，采用生物技术进行智能分析并传递给微电脑智能控制芯片，芯片迅速处理前端各传感器传输过来的数据，从而精准控制雾化器雾化输出量及其工作状态，烟碱被雾化，将含有烟碱和香精的溶液雾化成微粒，通过肺部吸收，同时吐出模拟烟雾，模拟烟雾不含香烟中的焦油和其他有害成分，也不会产生二手烟，亦不会弥漫或缭绕在密闭空间中。
微电子技术	由气流传感器、控制电路、执行电路、大功率集成电路、高频超声发声器、雾化腔罩、内置锂离子电池等微电子元件构成，通过现代微电子技术实现了气流感应、模拟烟雾、模拟烟气温度。大功率输出，安全可测温控温，带蓝牙功能的电子烟方案，实现了更高端、更安全、更智能、更极致的客户体验，同时根据市场发展趋势，加入 USB 充电技术。
全自动成品组装生产技术	电子烟雾化器采用全自动注油、贴标、组装，操作员只需定时把整筐的物料倒入设备的自动上料机构，设备自动对物料进行整理、分选，然后通过大量的机器手自动完成产品的注油、装配、打标、贴标、检测等工序，最后自动输出雾化器成品，整个过程无需人员参与，机器全自动作业完成产品的生产，整个生产过程洁净、美观、高效、稳定，改变了电子烟雾化器的传统生产模式。
先进发热丝组件加工技术	发热丝组件实现了大规模全自动生产，整个生产过程没有人工参与，发热丝的阻值、间距、松紧程度等均由机器控制，保证了生产出的发热丝组件在产品一致性、阻值稳定性等方面

	有竞争优势。

资料来源：公开转让说明书

公司所在的电子烟制造环节的进入门槛不算高，未来随着产品竞争激烈，相关公司的产品毛利率很难长期维持在高位，产品生产效率将成为未来竞争的关键。据公司披露，公司已实现关键部件电阻头组装设备的自动化、电子烟成品与电池成品检测仪器的自动化，设备生产能力较传统生产方式产能提高 1 倍，确保交期准时，由于关键生产环节采用自动化生产，比较手工作业，能更为准确定位产品质量问题，确保公司产品质量稳定。

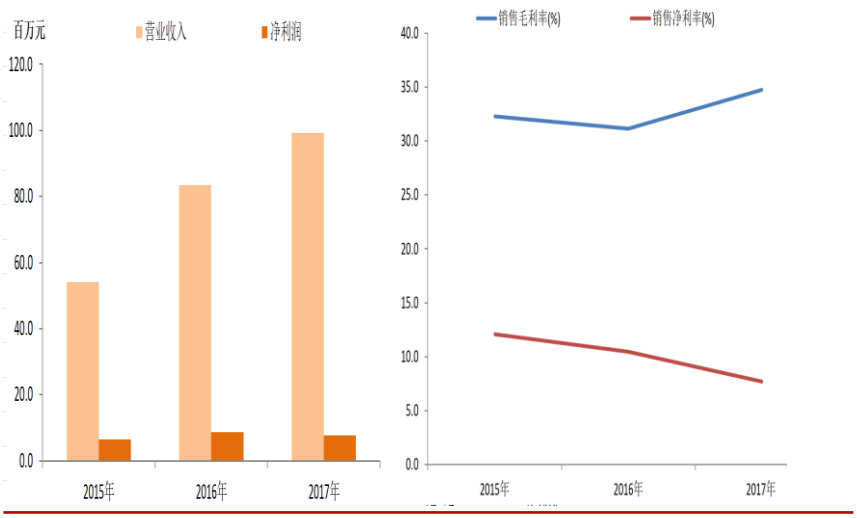
- **打造自有品牌值得关注**

五轮电子 14 年之前以 ODM/OEM 产品为主：如 D-1 烟弹、一次性电子烟，从 2011 年到 2014 年、欧美市场份额一直维持一定的销售份额。由于订单交货周期短、价格具有竞争力、品质稳定，在欧美客户中树立了良好口碑。2014 年，五轮电子开始推出自主品牌：现有“AMIGO（阿米哥）”品牌主打国际市场，已在海外电子烟市场形成一定知名度。另外，“JIGANTOR（巨人）、Chain Reaction（连锁反应）”主打国内销售。2017 年公司设立了全新的 VAPESOULE，其定位为电子烟高端产品，与原低中档产品的区分开来。2018 年，该品牌将在海外多个网站推广，在京东、天猫等国内电商投放广告，并于世界各地的电子烟展中推广。

公司实际控制人郭小平女士为国内第一批从事电子烟销售的从业人员，从事电子烟销售十余年，积累了广泛的电子烟行业客户资源，五轮电子发展至今，最终客户中拥有一批象 X20、SMOKE-tip、CIG20、wanna vape、eon smoke、vapouriz 的忠实客户，这也为公司成立短短几年来市场份额迅速增长，销售收入快速增加及后续发展打下了良好的市场基础。

■ 2017 年公司收入增长 19%

图表 8　公司财务及盈利能力情况



资料来源：choice

公司 2017 年实现营业总收入 99,187,680.43 元，较去年同期 83,324,082.84 元，增加了 19.04%。2017 年末，公司按行业市场细分的方式，结合现有客户与潜在客户、产品类别，制定了 2018 年销售计划，该计划将更为切实可行。公司提到在触屏电子烟、扁烟的研发方面，将为 2018 年研发的重点，争出做出极致化产品。

费用方面，2017 年管理费用较上年同期增长 39.16%，主要原因是公司研发支出的投入增大 3,624,334.57 元，较上年增长 115.68%，同时公司管理人员的薪酬较上年增加 2,092,996.28 元，涨幅 48.27%。销售费用较上年同期增长 54.55%，主要原因为公司推广费的投入增大 748,445.55 元，较上年增长 102.29%，同时公司销售人员的薪酬较上年增加 752,474.52 元，涨幅 44.27%。财务费用较上年同期增长 212.03%，主要原因为：2017 年下半年美元汇率的持续下跌，造成的外币应收账款科目的汇兑损失。

■ 盈利预测

图表 9 盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万元)	53.99	83.32	99.19	133.91	172.74
净利润(百万元)	6.53	8.71	7.61	12.25	18.21
毛利率（%）	32.28	31.15	34.78	33.53	32.78
净利率（%）	12.09	10.45	7.67	9.15	10.54
ROE（%）	39.57	33.85	20.81	21.44	28.86
EPS(元)	0.63	0.4	0.24	0.37	0.54

资料来源：梧桐公会，choice

预测公司 2018~2019 归属于上市公司股东的净利润分别为 0.123 亿元、0.182 亿元，每股收益分别为 0.37 元、0.54 元。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法，并且以独立的方式表述，研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价，亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果，提出对某家特定企业的研究需求，也可以完成别人的悬赏任务，或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会
电　　话：010-85715117
传　　真：010-85714717
电子邮件：wtlx@wtneeq.com