

电气设备

证券研究报告
2019年06月03日

再论电子烟，从电动车产业链对标说起

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

杨藻 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517060001
yangzao@tfzq.com
吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《电气设备-行业专题研究:电车全球观之 3: 海外动力电池三巨头财务报表解析》 2019-06-01
- 《电气设备-行业专题研究:聚焦产品力系列: 亿纬锂能: 我们如何看亿纬锂能的核心竞争力?》 2019-05-28
- 《电气设备-行业研究周报:动力电池 4 月装机点评, 风光平价项目解读》 2019-05-26

电子烟与电动车的“像”与“不像”:

电子烟行业与新能源车市场相似, 主要基于以下两点:

- 同为“新产品”代替“老产品”。作为“老产品”, 烟草与燃油车市场都较为成熟, 增长乏力。而电子烟与电动车作为“新产品”, 其开发的功能可完全替代“老产品”, 且危害相对较小, 使用体验更加多元化的产品。
- 两者市场规模与渗透率保持高速增长。电子烟市场 2017 年以达 170 亿美元, 复合增速 52%, 全球销售渗透率从 2013 年不到 1%, 增长至 2017 年 3.04%。新能源车至 2018 年, 全球销量达到 185 万辆, 复合增速 66%, 全球新能源车渗透率从 2014 年 0.28% 增长至 2018 年至 2%。

电子烟与新能源车有所不同:

电子烟率先实现平价, 市场爆发更快。同级别新能源汽车价格相较于燃油车价格较高。但在电子烟市场, 电子烟年消费额已与传统烟草持平。按照一位烟民每周消费 5 包烟, 每包烟平均 12 元计算, 烟民每年消费传统烟草为 3120 元。同等烟草消费量下, 电子烟每年花费约 3171 元, 电子烟价格率先与传统香烟持平, 且电子烟产品使用更加多元化, 我们认为电子烟市场爆发更快。

麦克韦尔能否保持高盈利?

公司利润率有望维持较高水平, 判断主要基于以下两点:

- 下游客户的利润率较高。目前电子烟下游品牌毛利率极高, 经测算, 毛利率可达 63%。麦克韦尔供货部分电子烟器具与雾化器+烟油舱两部分产品, 下游电子烟客户毛利率达到 64%与 54%。下游客户毛利率较高, 公司面临压价风险较小。
- 雾化技术所带来的较强议价能力。公司电子烟雾化器技术在行业处于领先水平。麦克韦尔研发费用率约 3%-4%, 近三年来, 研发费用增速均超过 50%, 高研发有望使麦克韦尔维持技术领先, 保持议价能力。

风险提示: 电子烟销量不及预期, 国内外电子烟政策风险, 电子烟产品快速迭代



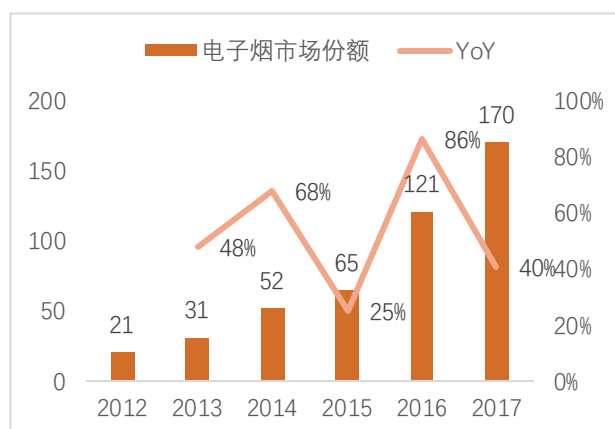
1. 对标电动车逻辑，电子烟时代已至

1.1. 电子烟与电动车的“像”与“不像”

从产品属性来看，电子烟与电动车相似，同为“新产品”代替“老产品”。作为“老产品”，烟草与燃油车市场都较为成熟，增长乏力。而电子烟与电动车作为“新产品”，其开发的功能可完全替代“老产品”，且危害相对较小，使用体验更加多元化的产品。

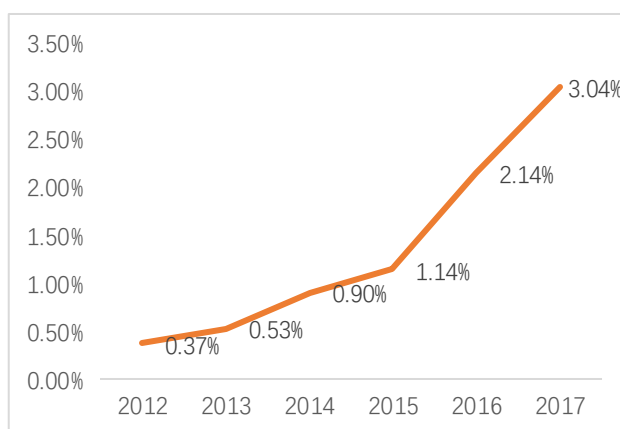
从行业增速来看，电子烟与电动车相似，近年两者市场规模与渗透率都保持较快增长。电子烟市场在2013年开始高速增长，至2017年已达170亿美元，复合增速52%，全球电子烟销售渗透率从2013年不到1%，增长至2017年3.04%。2017年中国电子烟市场约为6.7亿美元，渗透率从2012年0.04%增长至2017年0.31%。新能源车同样自2013年开始快速增长，至2018年，全球销量达到185万辆，复合增速66%，全球新能源车渗透率从2014年0.28%增长至2018年至2%。中国市场为电动车主要消费地区，2018年销量为125万辆，渗透率达到5.6%

图 1：2012–2018 全球电子烟市场规模（亿美元）



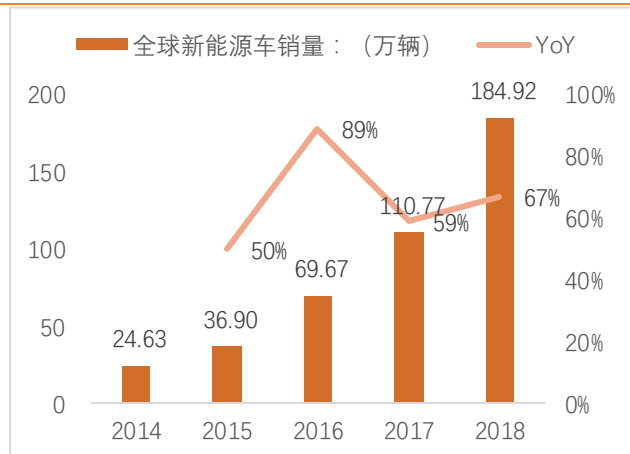
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 2：2012–2018 全球电子烟渗透率



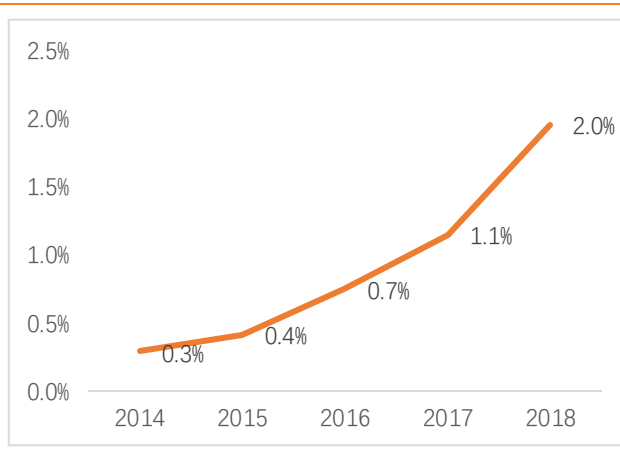
资料来源：商务部，天风证券研究所

图 3：2014–2018 全球新能源车销量



资料来源：LMC Automotive，天风证券研究所

图 4：2014–2018 全球新能源车渗透率



资料来源：LMC Automotive，天风证券研究所

从经济性来看，电子烟比电动车率先实现平价。同级别新能源汽车价格相较于燃油车价格较高，同时在国家补贴逐渐退坡背景下，下游车企为保持与燃油车的竞争力，会采取向上游压价以降低成本，中游制造企业如动力电池等利润率降低。但在电子烟市场，经测算平均一位烟民年均电子烟消费额已与传统烟年均消费额相当，且电子烟毛利较高，中游电子烟制造企业不会受到下游压价。下游电子烟与传统烟年消费额测算如下：

假设：

1. [烟民平均每周消耗 5 包香烟，年消耗香烟 260 包](#)
2. [平均单包香烟价格为 12 元](#)
3. [电子烟设备价格平均为 399 元](#)
4. [电子烟烟弹每只 33 元，相当于 3 包香烟](#)

表 1 传统烟 VS 电子烟年均花费

传统烟民每年花费	
烟民每周香烟花费（元）	60
烟民每年香烟花费（元）	3120
电子烟烟民每年花费	
电子烟首次购买套装价格（烟具+三支烟弹）	399
烟弹年消耗量（个）	87
烟弹年消费（元）	2871
电子烟用户年花费为（元）	3171

资料来源：淘宝网、天风证券研究所

电子烟率先在价格上与传统香烟持平，且电子烟使用更加多元化，我们认为在电子烟技术逐渐成熟，用户习惯逐渐养成后，电子烟渗透率会进一步增加。

1.2. 从上游来看，中国是主要生产地，但行业分散

中国为电子烟主要产区，已经拥有完整的电子烟供应链和完善的生产设备。2017 年中国电子烟企业近 4000 家，行业较为分散。小厂商以 OEM 代工为主，大厂商一般既有 ODM，同时也拥有自有品牌，例如麦克韦尔，艾维普思，合元科技等。随着市场逐渐成熟，未来有下游渠道优势的企业有望凭借稳定的订单资源，主导行业整合，完成对电子烟全产业链的布局。

表 2 电子烟中游制造厂商

中游厂商类型	主要企业	厂商介绍
电子烟制造厂商 (OEM/ODM)	麦克韦尔	主营业务为 ODM 和自有品牌开放式烟油电子烟（曾新三板上市）
	合元科技	主营业务为 ODM/OEM 代加工，自有品牌康诚一品
	五轮电子	主营业务为 ODM/OEM 代加工，为海外电子烟品牌提供配套产品（新三板上市）
	吉瑞科技	主营业务为 ODM/OEM 代加工，并拥有自主烟油式电子烟与 HNB 式电子烟品牌
	新宜康	主营业务为 OEM 代加工，自有品牌 iTaste 系列等
	卓尔悦	主营业务为 OEM 代加工和自有品牌 Exceed Edge
	天长集团	部分业务为 OEM 代加工，客户为帝国烟草旗下产品 Blu
	思格雷	主营业务为自有品牌思格雷（新三板上市）
	艾维普思	主营业务为自有品牌开放式烟油电子烟 SMOK 及 KOOPOR（曾新三板上市）

资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

1.3. 从下游来看，传统烟草巨头发力，行业集中度高

传统烟草巨头积极布局电子烟行业，产业下游集中度高。电子烟作为潜在传统香烟的代替

品，获得市场的关注。由于近年来传统烟草增长乏力，烟草巨头紧盯这块成长的“蛋糕”。菲莫国际、英美烟草、日本烟草和帝国烟作为全球四大烟草巨头，无一例外的都在布局电子烟产业，并将新型减害烟草制品作为未来发展的战略重点。

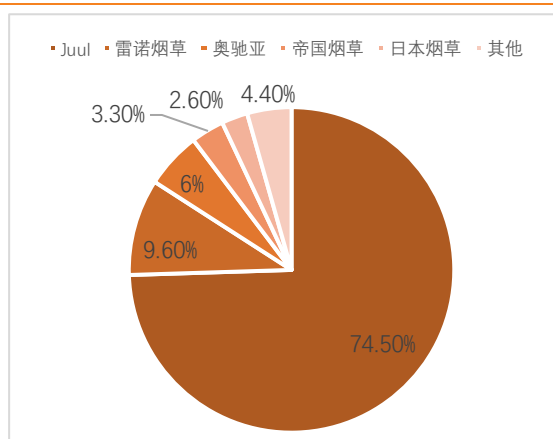
随着市场监管日趋严格，电子烟的研发、生产、销售、合规成本有所提升，传统烟草巨头凭借强大的品牌影响力，广泛的分销渠道与资金优势，快速占领电子烟市场份额，行业趋于高度集中。以电子烟市场较为成熟的美国为例，2018 年 Juul 和四大烟草巨头的电子烟销量占据美国电子烟市场的约 95%。

表 3 烟草巨头收购过程及旗下产品

烟草企业	收购企业	烟油式电子烟产品布局	HNB 电子烟产品布局
菲莫国际 (奥驰亚)	2011 年成立 NuMark 电子烟公司 2014 年收购 GreenSmoke 2018 年收购 Juul 公司 35% 的股权	Numark 旗下 MarkTen、Greensmoke 与 Juul	IQOS
英美烟草	2017 年收购雷诺烟草公司	Vuse 与 Vype 系列	Glo、iFuse
日本烟草	收购电子烟企业 Logic	Logic	PloomTech
帝国烟草	2012 年成立 Fontem Venture 电子烟公司 2014 年收购电子烟品牌 Blu eCigs	Blu	Pulze

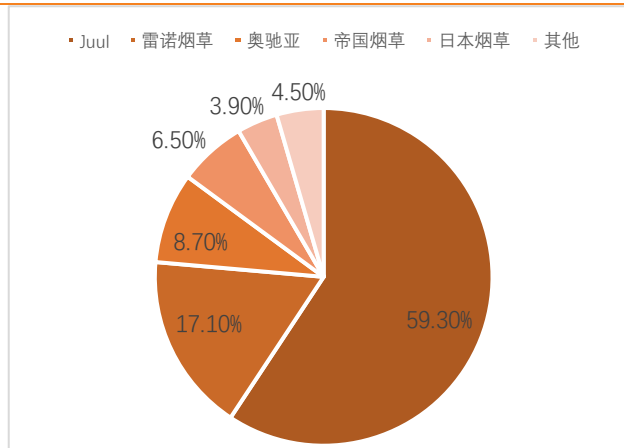
资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 5：2018 年美国市场电子烟品牌占有率



资料来源：Winston Salem Journal, 天风证券研究所

图 6：2017 年美国市场电子烟品牌占有率



资料来源：Winston Salem Journal, 天风证券研究所

2. 麦克韦尔龙头地位显著，发展多元产品线

2.1. 一次性雾化器为其核心产品，ODM 与 APV 业务双擎驱动

麦克韦尔的产品以雾化器为主，套烟器具为辅（套烟）。雾化器为公司的优势所在，目前拥有多项发热体技术专利，并推出了全新一代雾化芯 FEELM 与 CCELL。FLEEM 雾化器主要用于封闭式电子烟（小烟），雾化器内置在烟弹中，随烟弹更替，为配套消耗品。主营的一次性雾化器消耗品，可以保证在电子烟渗透率逐渐增高，对电子烟器具需求下降的情况下，公司的主营业务一次性雾化器 仍可以持续创收，减少随行业发展的波动性。

CCELL 主要用于开放式电子烟，客户为 Jupiter Research 以及自有产品 Vapresso，开放式电子烟雾化器更换频率较低，CCELL 同时用于工业大麻雾化器设备中，未来前景广阔。

涉足 HNB 电子烟产品 ODM 业务，布局电子烟全产品链。日本烟草集团为第二大客户，

公司为其 HNB 电子烟产品 Ploomtech 的供货商。Ploomtech 需雾化器产生气溶胶，与特制烟草混合后，产生带有尼古丁的烟雾供用户吸食，工作原理与 IQOS 不同。目前公司也正在大力研发空气加热不燃烧技术。

图 7：麦克韦尔封闭式电子烟雾芯产品



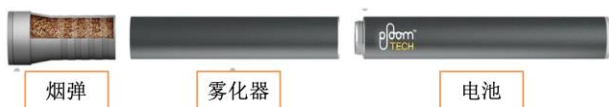
资料来源：Feelm 官网，天风证券研究所

图 8：麦克韦尔开放式电子烟雾芯产品



资料来源：麦克韦尔官网，天风证券研究所

图 9：Ploomtech 产品结构



资料来源：Ploomtech 官网，天风证券研究所

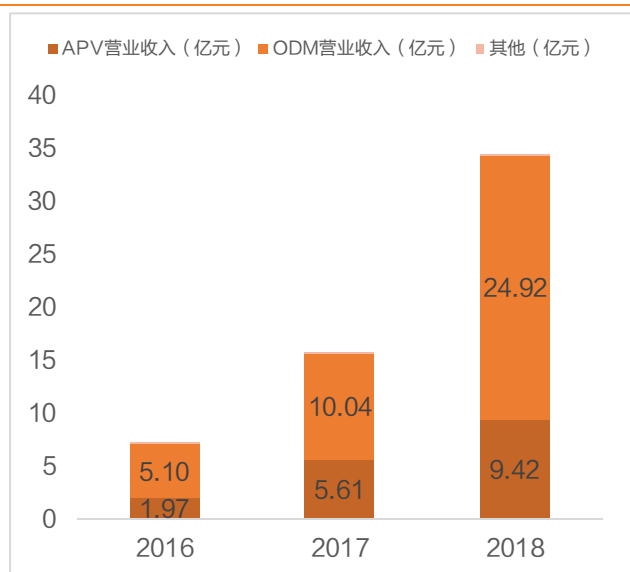
图 10：Ploomtech 工作原理



资料来源：Ploomtech 官网，天风证券研究所

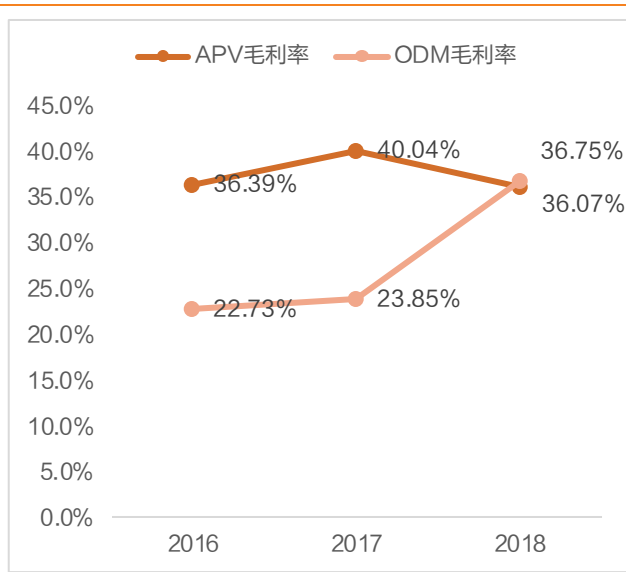
ODM 与 APV 业务双擎驱动。公司业务为双轮驱动，分别为为国际大型烟草公司和其他新兴品牌等提供应用公司专利技术的**电子雾化器 ODM 业务**和**自有品牌 (APV) 业务**。其中，ODM 业务主要提供封闭式电子烟雾化器产品（小烟），下游客户主要目的为替烟。自营品牌 APV 业务，主要产品为 Vapresso，为针对客户的娱乐性需求（大烟）。**ODM 业务占比 72%，APV 业务占比 28%**。

图 11：麦克韦尔分项目收入情况



资料来源：麦克韦尔年报，天风证券研究所

图 12：麦克韦尔各项目毛利率

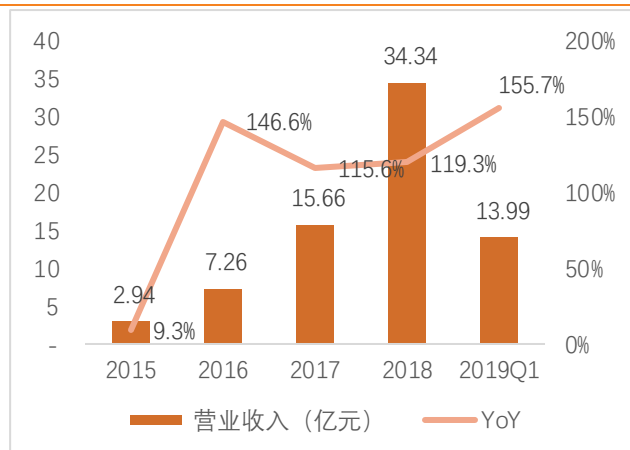


资料来源：麦克韦尔年报，天风证券研究所

业绩进入高速增长阶段。**从营收来看**，2016-2018 年分别为 7.3 亿、16 亿、34 亿，**复合增长率为 117%**。2019Q1 营收创同期新高，达到 14 亿元。**从净利润**，2016-2018 年分别为 1.2 亿，2.2 亿，7.8 亿，**复合增长率为 151%**，2019 年 Q1 净利润达到 3.8 亿元。

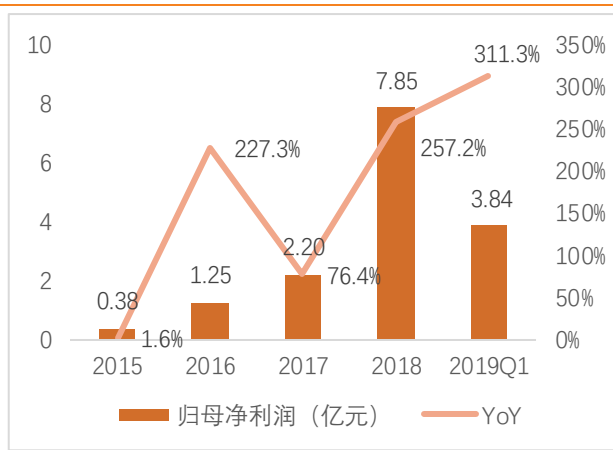
目前，国内有一定规模的电子烟企业有艾维普思以及伟创力等，因其还未上市或未披露相关信息，具体数据不得而知。但与上市公司比，如思格雷、五轮电子、艾维普思（2017 年退市），麦克韦尔营业收入远超同行，且 2016-2018 保持近 120% 的高速增长，增速也高于其他公司，**行业龙头地位显著**。

图 13：麦克韦尔营业收入 (亿元)



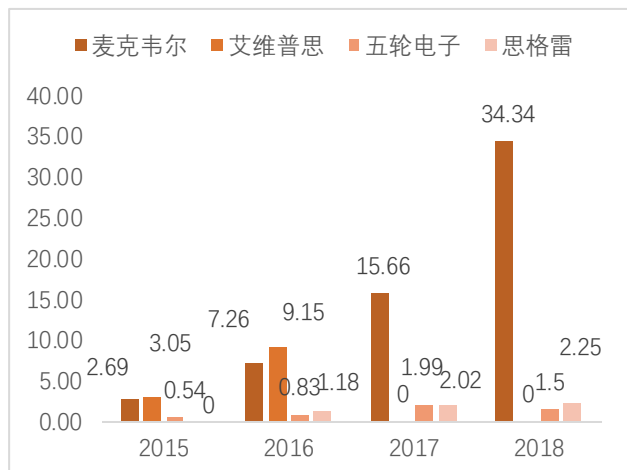
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：麦克韦尔净利润 (亿元)



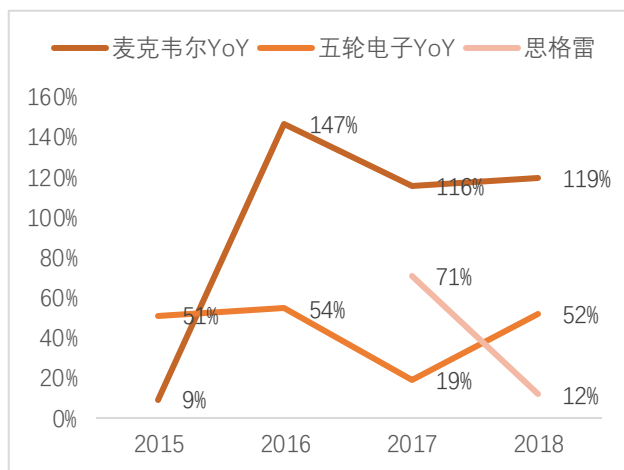
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：上市制造电子烟企业营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：上市制造电子烟企业营收增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 从下游客户分析麦克维的成长性

3.1. ODM 经验丰富，稳定优质订单有保障

麦克韦尔至今已有近 10 年的 ODM 业务经验，客户为奥驰亚、英美烟草以及日本烟草，三家公司 2017、2018 年占公司营业收入的 36%、26%。

下游客户主要销售市场为美国，日本、以及英、法、德为主的欧洲国家。公司第一大客户 [Jupiter Research](#) 以及第四大客户 [Kim International](#) 采购雾化器主要用于工业大麻，销售地区为北美。第二大客户日本烟草，公司代加工其烟油式电子烟 Logic 与 HNB 电子烟 Ploomtech。Logic 主要销售地区为美国与欧洲，2018 年美国市占率为 2.6% 相比去年有所下滑，英国市场表现较好，市占率第一。Ploomtech 主要销售市场为日本，市占率约 8%。

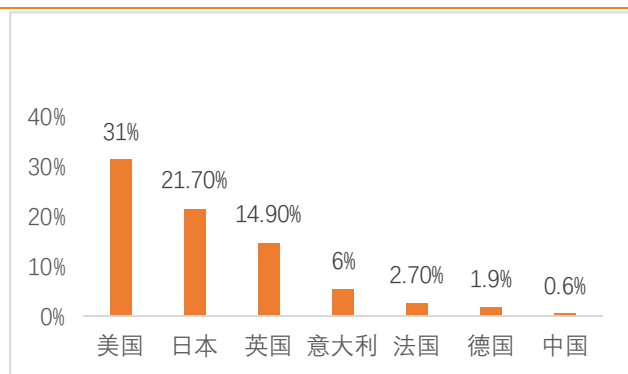
第三大客户雷诺烟草，其主要产品为烟油式电子烟 Vuse 与 Vype，主要销售于美国与欧洲市场，Vuse 在美市占率第二，达 10%。第五大客户 Numark 自 2018 年末，已停止销售其电子烟产品，预计今年来自 Numark 订单将会减少。

表 4 麦克韦尔前五大客户信息

主要客户	客户介绍	公司供应产品种类	公司 ODM 主要供应产品	产品下游主要销售地区（市占率）	2018 年麦克韦尔销售金额（亿人民币）
Jupiter Research LLC	美国雾化器硬件销售商	开放式电子烟	大麻雾化器	北美	4.19
Japan Tabaco INC.	日本烟草	HNB 式电子烟 封闭式电子烟	Ploomtech Logic	日本（8%），欧洲 英国为主的欧洲国家，美国（2.6%）	4.08 2017 年：1.55 2017 年：1.52
REYNOLDS LIMITED	雷诺烟草	封闭式电子烟	Vuse Vype	美国（10%） 英法德等欧洲国家	2.68
KIM INTERNATIONAL CORPORATION	美国医用盒体用品公司	-	医用大麻雾化器	北美	2.55
Nu Mark LLC	奥驰亚	封闭式电子烟	Greensmoke MarkTen	美国（2019 年停止销售） 美国（2019 年停止销售）	2.21

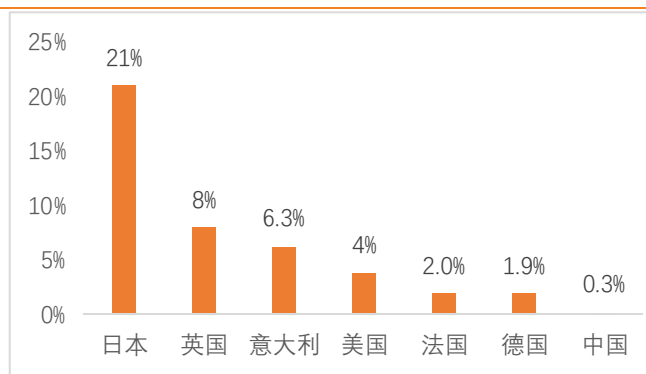
资料来源：麦克韦尔年报、各公司官网、天风证券研究所

图 17：各国电子烟用户占烟民总数比



资料来源：Reuters，天风证券研究所等

图 18：各国电子烟销售渗透率

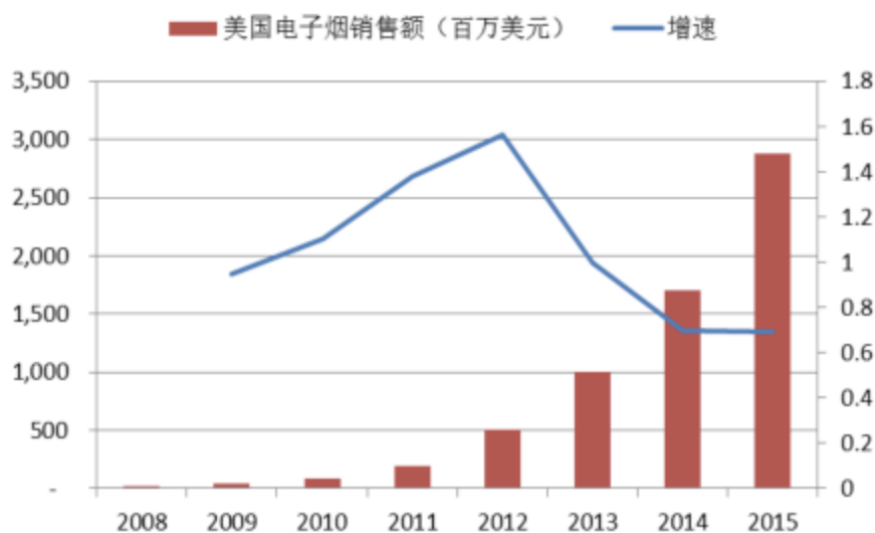


资料来源：日烟官网，天风证券研究所等

美国电子烟销售渗透率约 4%，但烟民渗透率较高约 31%。造成烟民渗透率较高主要原因系电子烟用户中，传统烟与电子烟同时使用的用户占比为 15.9%，其余用户为新增单一电子烟用户，使分母不变，分子变大，体现为渗透率较高。销售渗透率与烟民渗透率差距较大的原因为，目前美国市场为烟油式电子烟（小烟），口感与真烟有一定差距，使用者多为尝新的年轻人，使用频率较低，除第一次购买烟具以及配套产品外，后续相关配套产品如烟弹等购买频率不高，致使销售渗透率较低。

美国为公司主要销售地区，其中封闭式电子烟 Logic、Vuse、Markten/Greensmoke 市占率分别为 2.6%、9.6%、5.6%，市场份额较上年有所下降，主要因为 Juul 的快速扩张，压缩了其他品牌市场份额。虽然客户产品市场份额下降，但电子烟消耗品烟弹的销售额仍快速增长，雷诺烟草披露 2018 年其烟弹销售量增长 36%。

图 19：美国市场电子烟规模及增速



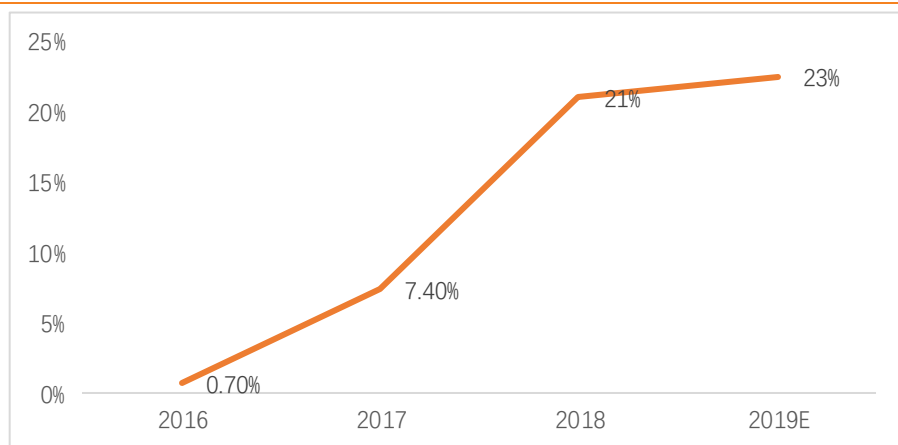
资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

欧洲主要国家市场渗透率约为 4-5%，英国渗透率最高。欧洲为公司第二大销售地区，代加工封闭式电子烟产品为 Logic、Vype。除英国市场外，其他国家渗透率还处在较低水平，未来还有一定增长空间，同时现有用户对于一次性雾化器（烟弹）的需求会不断增加，预计未来会持续带来可观的订单增量。

日本电子烟销售额与烟民渗透率较高约 21%，增长近年放缓。日烟预计 2019 年日本电子烟渗透率将会提升 1-2%。公司代加工产品为 Ploomtech，2017-2018 年销售额增长约 80%，日本市场占率达到 8.1%，日烟预计 2020 年 Ploomtech 市占率将达到 40%，

仍有较大增长空间，同时 Ploomtech 雾化器为消耗品，需定期更换，随 Ploomtech 用户人数增多，消耗品需求也同时增加。

图 20：日本电子烟市场销售渗透率



资料来源：日本烟草年报、天风证券研究所

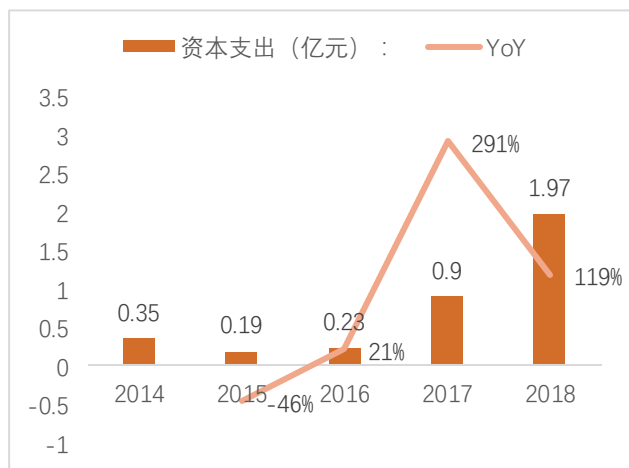
综合来看，公司主营的小烟雾化器可持续创收，减小受器具制造随行业发展的波动性。在渗透率较高地区，对于消耗品一次性雾化器（烟弹）的需求会保持增加，对于电子烟器具的需求会逐渐下降。对于渗透率较低的市场，烟具与消耗品雾化器都会保持较高的增长。

4. 麦克韦尔规模效应显现，利润率逐年提高

4.1. 产能提升，三费率低于行业平均水平

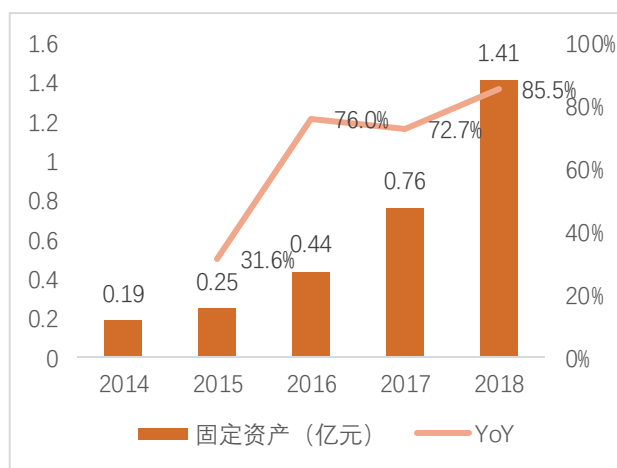
资本支出增速明显，主要为固定资产购置以及专利研发开支。2017 年、2018 年公司资本开支均维持在 110% 以上的增速，主要用于生产设备购置。生产规模的扩大使公司电子烟雾化器与电子烟套烟产能分别上升 120% 至 64.7 亿个和上升 68% 至 1,920 万套。

图 21：麦克韦尔资本支出



资料来源：麦克韦尔年报，天风证券研究所

图 22：麦克韦尔固定资产



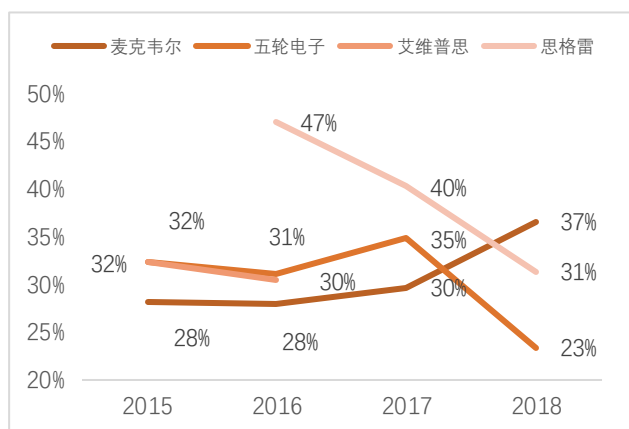
资料来源：麦克韦尔年报，天风证券研究所

前期毛利率处于行业较低水平，后期毛利、净利均实现反超。2015-2017 年，麦克韦尔毛利率在行业中处于偏下水平，低于其他上市电子烟制造企业。原因系前期麦克韦尔以 ODM 业务为主，未实现规模化生产，毛利率较低。而艾维普思、思格雷以自有品牌为主，五轮电子从 2014 年即推出自有品牌，前期毛利率较高。

近年来，在其他厂家毛利率下滑的情况下，麦克韦尔毛利率持续提升，2018 年内超越其

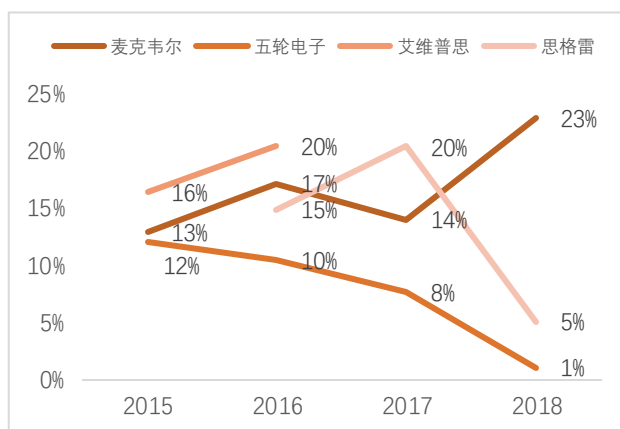
他三家，达到 37%，主要原因为随公司订单量增加，生产规模扩大，规模效应显现，ODM 业务毛利率从 2015 年 20% 上升至 2018 年 37%。

图 23：上市制造电子烟企业毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

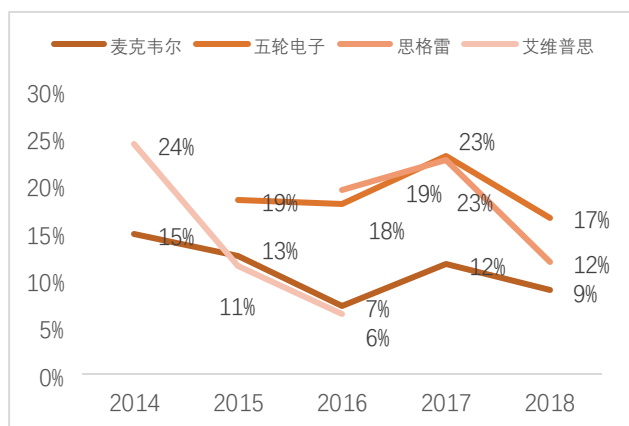
图 24：上市制造电子烟企业净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

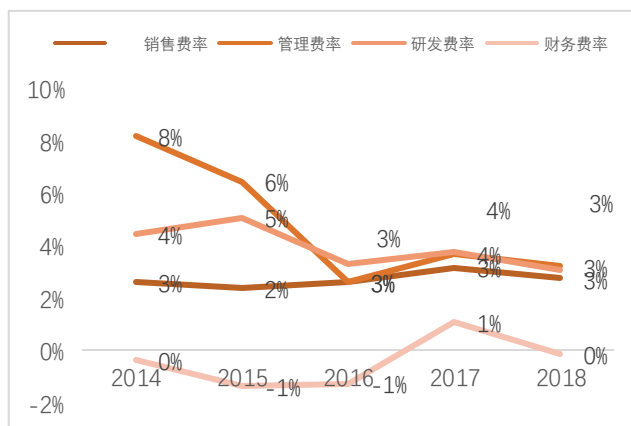
麦克韦尔成本控制能力较强，期间费率约为 10% 左右。公司期间费用率低于其他上市公司 3-6 个百分点。其中管理费用率从 2014 年 8% 的较高水平下降至 2018 年 3%，主要原因为收入增速大于管理费用增速。销售费用近年来稳定在 3%-4% 左右，主要原因为 2014-2015 年公司自有产品没有上线，销售费率与其他拥有自主品牌的厂家如艾维普思相比较低，2016-2018 自有品牌推出后，营收增速大于销售费率增速，导致销售费率较低。

图 25：电子烟制造上市企业期间费率（%）



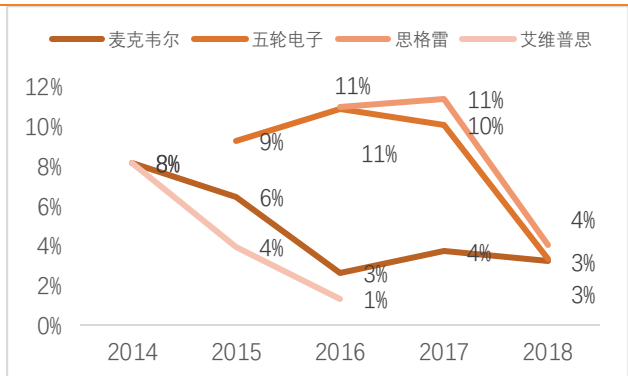
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：麦克韦尔期间费率（%）



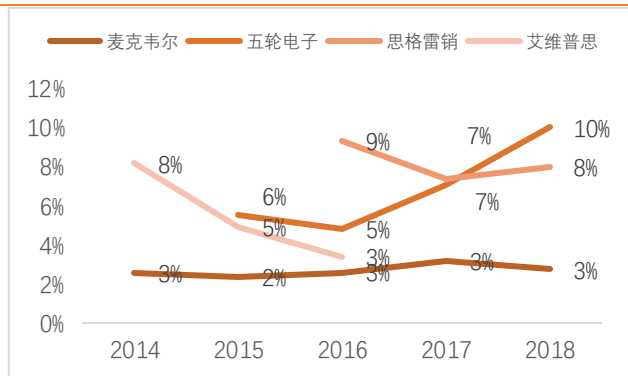
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：电子烟制造上市企业管理费率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：制造电子烟上市企业销售费率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 盈利能力强劲，ROE 高达 103%

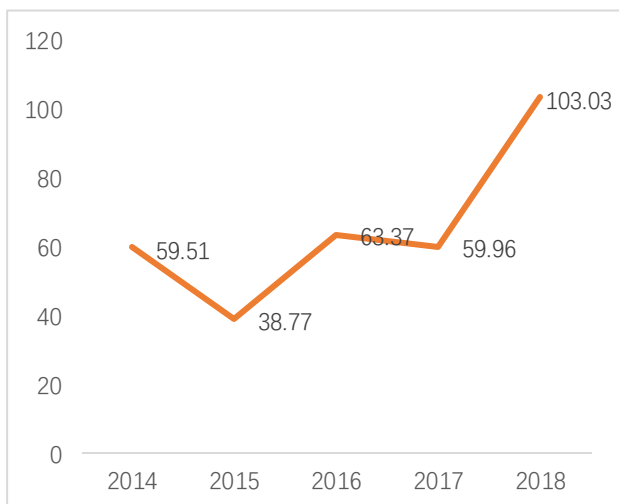
麦克韦尔盈利能力强劲，2018 年平均 ROE 高达 103%。使用杜邦分析法，可将公司 ROE 分解为五项指标乘积，分别为经营利润率，税率负担，利息负担，资产周转率以及权益乘数。分解后可以得出，公司 ROE 较高原因有 3 点：

- 1) 无利息负担。公司目前没有有息负债，经营与发展可靠自身利润支撑。
- 2) 资产周转率较高。公司较高的营业收入，拉高资产周转率，自上市以来维持在 1.9 以上，资产利用效率较高。与同行业上市公司比较，麦克韦尔资产周转率逐年提高，主要因为营业收入的增速大于总资产增加速度。
- 3) 经营净利润较高。公司经营利润 2018 年达 26.55%，较去年增加 10%。

总结来看，公司高资产周转率以及高经营利润率，反映出公司销售能力较强，下游需求旺盛，且产品利润较高。

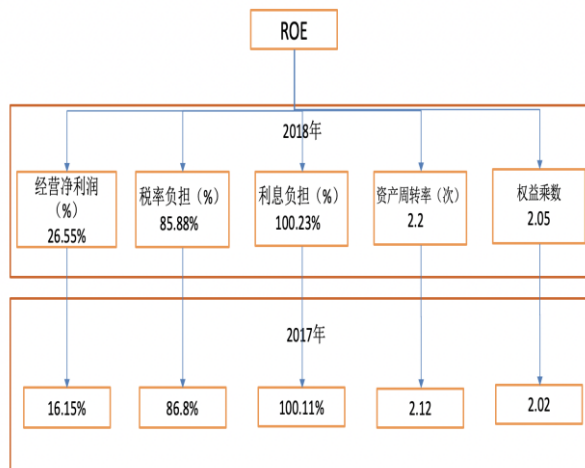
营业利润率为 ROE 增长主要驱动力。除经营利润率外，其他四指标变化程度较小，经营利润率增长 8%，ROE 上涨约 43%，营业利润率增长原因为为营业收入高速增长，以及规模效应所带来的成本下降。

图 29：平均 ROE（%）



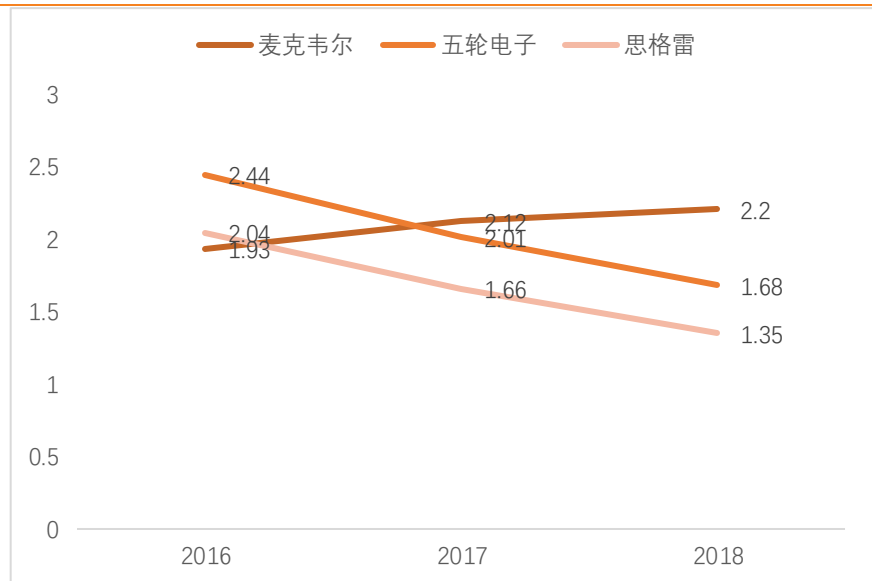
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：ROE 杜邦分析



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：上市电子烟企业资产周转率



资料来源：Wind、天风证券研究所

4.3. 持续研发投入保证盈利水平

营收有望保持高增长。电子烟市场还有较大增长空间，对于电子烟器具以及电子烟配套产品（烟弹）将保持较高的需求。未来营业收入有望保持高速增长，原因有以下 3 点：

- 1) **电子烟制造下游集中度逐渐提高，切入其 ODM 供应链，未来订单增量可期。**随电子烟市场规模持续增长，烟草巨头电子烟销售放量，麦克韦尔作为其供应商，有望获得大量订单。
- 2) **公司规模化生产，可保证大量的、高质量的产品生产。**对于下游客户来说，稳定、大量、高质量的货源供给对于其产品销售至关重要，目前中国电子烟制造企业中，可提供一定规模的高质量代加工企业较少，麦克韦尔作为行业龙头，在规模生产与质量上的优势，未来订单增量可期。
- 3) **积极研发雾化器新技术，Feelm 获得市场认可。**Feelm 于 2018 年获得全球权威大奖—金叶奖，也是唯一获得这项荣誉的中国技术品牌。该产品提高了雾化效率，更有利于产品封装，防漏油作用相对明显。Feelm 获得市场的认可，为麦克韦尔构建一定行业壁垒，保证客户粘度与市场份额。

利润率有望维持在较高水平。电子烟行业整体利润里目前仍处在较高水平，2018 年公司毛利率达到 37%，净利率达到 23%，均属于历史最高水平。鉴于麦克韦尔所处电子烟市场初期阶段，市场广阔，订单增量基本可以保证。所以公司利润率能否维持在目前的较高水平，主要取决于以下 2 点：

- 1) **下游客户的盈利能力。**如下游电子烟客户可以维持较高利润，麦克韦尔则不会受到压价，利润率可维持在较高水平。目前电子烟下游品牌毛利率极高，经测算，**毛利率可达 63%**。麦克韦尔供货部分电子烟器具与雾化器+烟油舱两部分产品，下游电子烟客户毛利率达到 64%与 54%。**下游客户毛利率较高，公司面临压价风险较小。**

毛利率测算过程如下：

假设：

1. 电子烟器具出厂价格约（元）：90

2. 电子烟雾化器+烟油舱出厂价格约(元): 15

3. 烟油成本约(元/ml): 0.25

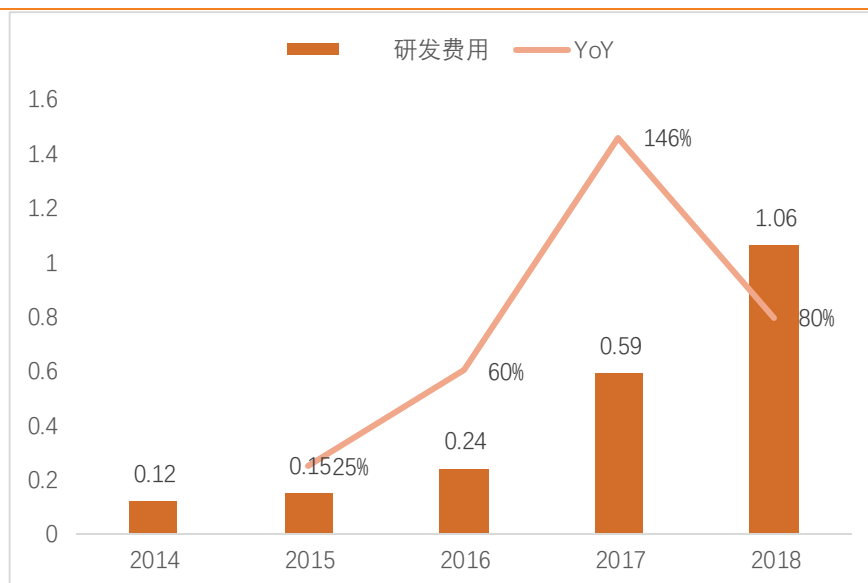
表 5 单只电子烟毛利率测算

	价格(元)	利润率
电子烟器具平均单价(元)	250	64%
烟弹平均价格(元)	33	54%
每颗烟弹中烟油售价(元):	7.2	93%
单只电子烟售价(一枚烟弹)	283	
单只电子烟成本(一枚烟弹)	105.5	63%

资料来源: 淘宝、蒸汽联、天风证券研究所

2) **雾化技术所带来的议价能力**。公司电子烟雾化器技术在行业处于领先水平, 获得市场的认可, 未来保持技术领先优势, 为客户提供应用公司专利的 ODM 贴牌业务, 则会维持公司议价能力。麦克韦尔研发费用率约 3%-4%, 近三年来, 研发费用增速均超过 50%, 高研发有望使麦克韦尔维持技术领先, 保持议价能力

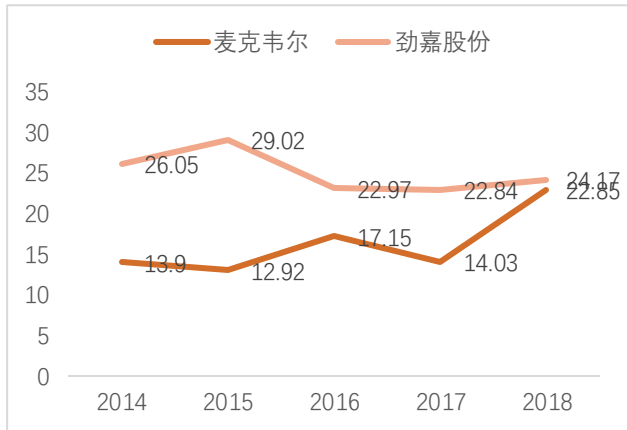
图 32: 麦克韦尔研发费用(亿元)



资料来源: 麦克韦尔年报、天风证券研究所

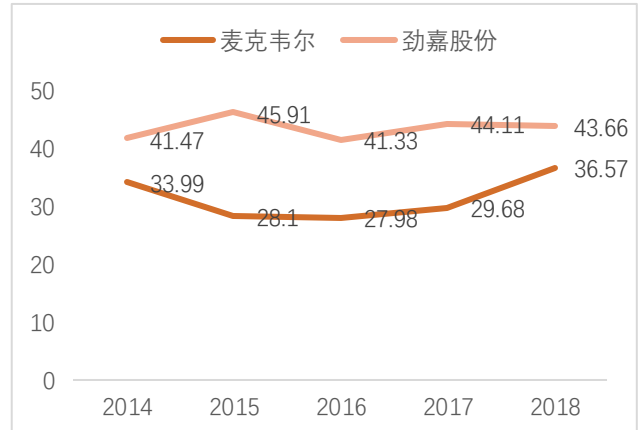
对标传统烟器具公司, 进一步说明利润可维持较高水平。电子烟对标产品为传统烟草, 传统烟草毛利率高达 70%与电子烟的 63%相近, 麦克韦尔主要承做部分对应为传统烟草的烟标部分, 以劲嘉股份作为对标公司, 麦克韦尔销售净利率与劲嘉股份逐渐接近到达约 23%。考虑到麦克韦尔所生产的电子烟器具相比于传统烟标产品, 麦克韦尔所制造产品相对拥有更高科技含量, 有较强议价能力, 利润率有望维持在当前水平。

图 33：销售净利率比较 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：销售毛利率比较 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com