

电气设备

国内线上禁售电子烟影响几何？

国内线上禁售电子烟影响几何？ 国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局 11 月 1 日发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》(简称《通告》), 明确要求禁止向未成年人销售电子烟, 并要求电子烟企业禁止线上销售电子烟。

首先《通告》明确指出电子烟“为卷烟等传统烟草制品的补充”, 后续电子烟法规中或将电子烟定义为烟草制品, 归由烟草专卖局监管, 本质上认可了电子烟的合法地位, 打消了市场对于完全取缔电子烟的担心。

电子烟作为特殊消费品类, 线上宣传有一定风险性, 且烟民对于味道的敏感度较高, 线下门店为体验式消费, 更易于获客, 因此电子烟企业的主要销售渠道为线下。

我们以国内电子烟头部企业——悦刻为例进行测算。根据悦刻创始人汪莹表示, 悦刻在 19 年 8 月的市场率已超过 60%, 我们认为悦刻的线上销售占比具有较强的代表性。

根据淘宝、天猫等线上数据显示, 10 月悦刻在线上的销售额约 6400 万元, 同期 Yooz 销售额只有约 300 万元。悦刻线上以天猫为主要销售渠道, 10 月销售额为 4066 万元。由于电子烟作为新兴行业, 数据匮乏, 因此悦刻 10 月总销售额难以精确获得, 但是我们从其与麦克韦尔合作的产能可大致推算出其月销售额。悦刻与麦克韦尔合作的烟弹产能峰值为 5000 万颗/月, 自 18 年 4 月正式量产以来, 17 个月时间产能增长了 160 倍, 我们预计当前出货量约 2000 万颗/月。

根据测算悦刻线上销售占比只有 6.4%。我们将悦刻天猫旗舰店 10 月数据汇总, 发现当月烟杆销量约 5.5 万只, 烟弹销量为 75 万颗, 烟弹比为 13.7, 每颗烟弹销售价格约 33 元/颗, 烟杆销售价格约 233 元/支, 因此大致计算出 10 月总销售额约 10 亿元, 线上销售占比约 6.4%。

预计禁售线上电子烟影响麦克韦尔收入不到 1%, 传递至亿纬锂能可忽略不计。18 年麦克韦尔国内收入占比为 12%, 19 年随着国内电子烟市场的兴起, 预计占比不到 30%, 假设线上渠道关闭后, 50%线上消费者流失, 50%消费者转为线下购买, 预计对电子烟销售影响约 3%, 影响麦克韦尔收入不到 1%, 传导至亿纬锂能影响更小。

如何看明年麦克韦尔明年业绩? 由于美国市场政策不明朗, 因此我们对麦克韦尔 2020 年业绩预测进行情景假设: 悲观: 未找到致死原因或由于 CBD 致死导致 CBD 市场低迷、口味型包括薄荷味被禁; 中性: 未找到致死原因或由于 CBD 致死导致 CBD 市场低迷、口味型不包括薄荷味被禁; 乐观: 由于黑市 THC 致死, THC 黑市受影响, CBD 市场恢复、口味型不包括薄荷味被禁;

根据测算结果, 悲观/中性/乐观下, 2020 年麦克韦尔净利润分别降至 17.6 亿元/21.9 亿元/32.6 亿元(考虑国内禁售线上电子烟), 对应亿纬锂能投资收益为 6.62 亿元/8.21 亿元/12.25 亿元, 同比变化为-31%/-14%/28%, 美国市场对麦克韦尔业绩有一定影响, 需继续关注肺部疾病是否由于 CBD 引发以及美国政策的变化。

风险提示: 国内电子烟政策趋严, 美国电子烟禁售薄荷味电子烟与 CBD, 欧洲及其他地区禁售电子烟;

证券研究报告

2019 年 11 月 03 日

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

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: Tesla Q3 盈利为何大超预期? 能否持续?》 2019-10-27
- 《电气设备-行业深度研究: 对特斯拉长期需求的思考》 2019-10-20
- 《电气设备-行业深度研究: 中国锂电崛起之——消费电芯》 2019-09-28

1. 国内电子烟线上销售禁令对麦克韦尔影响几何？预计影响收入不足 1%

1.1. 明确电子烟为传统烟草的补充，本质上认可电子烟合法地位

2019 年 11 月 1 日，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》(简称《通告》)，明确要求禁止向未成年人销售电子烟，并且要求电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，电商平台及时关闭电子烟店铺并将电子烟产品及时下架。

首先《通告》明确指出电子烟“为卷烟等传统烟草制品的补充”，后续电子烟法规中或将电子烟定义为烟草制品，归由烟草专卖局监管，本质上认可了电子烟的合法地位，打消了市场对于完全取缔电子烟的担心。目前电子烟还没有明确的法规进行约束，其监管一直处于空白状态，国家烟草专卖局、安监局和药监局在将其作为烟草或药品监管上并未达成一致意见，因此本次定义或将促使电子烟定义为烟草制品，归由烟草专卖局监管，本质上认可了电子烟的合法地位，打消了市场对于完全取缔电子烟的担心。

1.2. 禁止电子烟线上销售对麦克韦尔影响几何？影响收入不足 1%

电子烟作为特殊消费品类，线上宣传有一定风险性，且烟民对于味道的敏感度较高，线下门店为体验式消费，更易于获客，因此电子烟企业的主要销售渠道为线下。

我们以国内电子烟头部企业——悦刻为例进行测算。根据悦刻创始人汪莹表示，悦刻在 19 年 8 月的市场率已超过 60%，我们认为悦刻的线上销售占比具有较强的代表性。

根据淘宝、天猫等线上数据统计，10 月悦刻在线上的销售额约 6400 万元，同期 Yooz 销售额只有约 300 万元。悦刻线上以天猫为主要销售渠道，10 月销售额为 4066 万元。由于电子烟作为新兴行业，数据匮乏，因此悦刻 10 月总销售额难以精确获得，但是我们从其与麦克韦尔合作的产能可大致推算出其月销售额。悦刻与麦克韦尔合作的烟弹产能峰值为 5000 万颗/月，自 18 年 4 月正式量产以来，17 个月时间产能增长了 160 倍，我们预计当前出货量约 2000 万颗/月。

根据测算悦刻线上销售占比只有 6.4%。我们将悦刻天猫旗舰店 10 月数据汇总，发现当月烟杆销量约 5.5 万只，烟弹销量为 75 万颗，烟弹比为 13.7，每颗烟弹销售价格约 33 元/颗，烟杆销售价格约 233 元/支，因此大致计算得出 10 月总销售额约 10 亿元，线上销售占比约 6.4%。

表 1：悦刻线上销售额

单位：万元	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10
天猫-旗舰店	1240	1019	1463	664	2007	2715	3207	4511	4945	4066
淘宝-非旗舰店	209	176	331	618	607	442	694	999	1006	959
京东	413	340	488	221	669	905	1069	1504	1648	1355
线上合计	1862	1534	2281	1504	3283	4063	4970	7013	7600	6381

资料来源：天猫、淘宝，天风证券研究所（京东销售为预测值）

表 2：Yooz 线上销售额

单位：万元	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10
天猫-旗舰店			128.2	264.4	180.9	186.6	177.1	186.2
淘宝-非旗舰店	36.2	43.2	75.1	54.6	65.3	63.3	51.9	32.2
京东			32.0	66.1	45.2	46.6	44.3	46.6
合计	36.2	43.2	235.4	385.0	291.4	296.5	273.3	265.0

资料来源：天猫、淘宝，天风证券研究所（京东销售为预测值）

表 3：悦刻 10 月天猫旗舰店细分销量与烟弹比

	类型	销量(万个)	单价(元)	金额(万元)	烟弹比	烟杆数量(万只)	烟弹数量(万颗)
RELX 悦刻阿尔法电子烟换弹雾化烟大烟雾 2019 年	烟杆+烟弹	0.35	399	138.4	2	0.35	0.69
RELX 悦刻电子烟套装悦刻灵点智能雾化烟【1 烟杆+4 烟弹】3 期免息	烟杆+烟弹	0.21	399	82.4	4	0.21	0.83
RELX 悦刻电子烟男女正品 2018 新款大烟雾充电式一次性烟弹包邮	烟杆+烟弹	4.00	299	1196.0	2	4.00	8.00
RELX 悦刻电子烟清口雾化套装一吸清新【1 杆+2 弹】0 尼古丁系列	烟杆+烟弹	0.07	299	21.6	2	0.07	0.14
RELX 悦刻电子烟换弹雾化烟 2019 年新款-仙女春季套装	烟杆+烟弹	0.02	299	7.0	2	0.02	0.05
RELX 悦刻电子烟大烟雾男士正品 2018 新款雾化器充电一次性烟弹	烟杆+烟弹	0.02	534	9.9	4	0.02	0.07
RELX 悦刻电子烟雾化器小烟新款男女 2018 大烟雾 1 烟杆+3 烟弹+保护壳	烟杆+烟弹	0.01	334	3.3	3	0.01	0.03
RELX 悦刻电子烟全新组合大烟雾 1 烟杆+2 烟弹配专属座充	烟杆+烟弹	0.00	299	0.3	3	0.00	0.00
RELX 悦刻电子烟经典套装 1 烟杆+8 烟弹赠 49 元座充	烟杆+烟弹	0.83	398	328.5	8	0.83	6.60
RELX 悦刻正品电子烟烟油水果味一次性电子烟烟弹需搭配第一代套装	纯烟弹	15.00	99	1485.0	3		45.00
RELX 悦刻正品电子烟烟弹水果味一次性电子烟烟弹需搭配第一代套装	纯烟弹	3.50	35	122.5	1		3.50
RELX 悦刻阿尔法电子烟专属烟弹多种口味需搭配悦刻阿尔法烟杆	纯烟弹	2.00	99	198.0	2		4.00
RELX 悦刻灵点电子烟套装盒装烟弹 6 种口味 1 盒 2 颗	纯烟弹	1.00	99	99.0	2		2.00
RELX 悦刻第一代烟弹清口雾化棒一吸即清新【需搭配烟杆】	纯烟弹	0.85	35	29.8	1		0.85
RELX 悦刻盒装烟弹老冰棍儿新口味 1+1 组合多种口味选择需搭配烟杆	纯烟弹	0.06	198	12.6	6		0.38
RELX 悦刻一次性电子烟全口味小悦刻全家桶配置	一次性烟杆+烟弹	0.02	312	4.7	8		0.12
RELX 悦刻一次性便携电子烟雾化烟 2019 年新款小悦刻	一次性烟杆+烟弹	3.00	39	117.0	1		3.00
合计		30.93		3856.08	13.68	5.50	75.28

资料来源：天猫悦刻旗舰店，天风证券研究所（未列示烟杆套、充电盒等，销售金额与天猫、淘宝等线上数据略有差异）

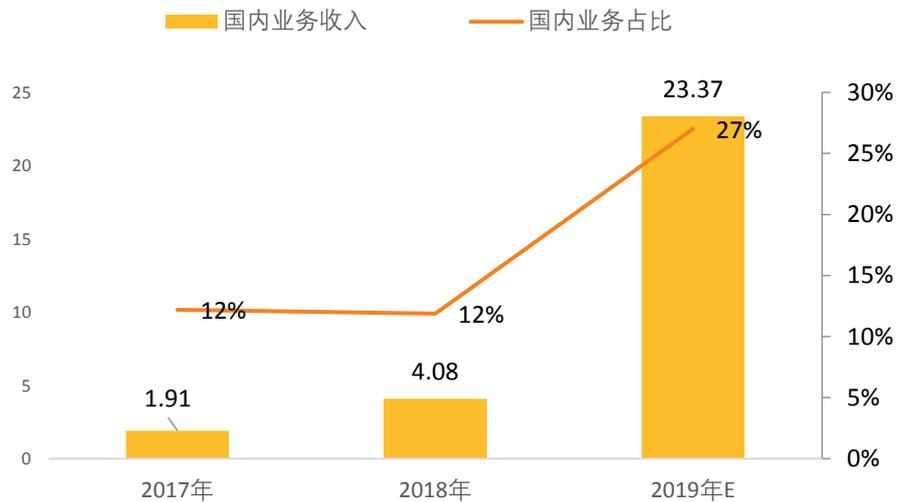
表 4：悦刻 10 月线上销量占比约 6.4%

	总销量(万颗)	单价(元/颗)	总销售额(万元)	线上销售额(万元)	线上占比
烟弹	2000	33	66000		
烟杆	146	233	34074		
合计	2146		100074	6381	6.4%
悦刻 10 月烟弹比	13.7				

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，天风证券研究所

预计禁售线上电子烟影响麦克韦尔收入不到 1%，传递至亿纬锂能可忽略不计。18 年麦克韦尔国内收入占比为 12%，19 年随着国内电子烟市场的兴起，预计占比不到 30%，假设线上渠道关闭后，50%线上消费者流失，50%消费者转为线下购买，预计对电子烟销售影响约 3%，影响麦克韦尔收入不到 1%，传导至亿纬锂能影响更小。

图 1：麦克韦尔国内业务收入占比（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 麦克韦尔 20 年业绩情景测算

由于截至目前，美国 CDC 与 FDA 均未明确提出肺部疾病致死的真实原因，且特朗普对是否禁止薄荷味电子烟态度反复，导致美国市场政策不明朗，因此我们对麦克韦尔 2020 年业绩预测进行情景假设：

悲观：未找到致死原因或由于 CBD 致死导致 CBD 市场低迷、口味型包括薄荷味被禁；

中性：未找到致死原因或由于 CBD 致死导致 CBD 市场低迷、口味型不包括薄荷味被禁；

乐观：由于黑市 THC 致死，THC 黑市受影响，CBD 市场恢复、口味型不包括薄荷味被禁；

根据测算结果，悲观/中性/乐观下，2020 年麦克韦尔预计受利润下降分别为 16.4 亿元/12.2 亿元/1.4 亿元（考虑国内禁售线上电子烟），净利润分别降至 17.6 亿元/21.9 亿元/32.6 亿元，对应亿纬锂能投资收益为 6.62 亿元/8.21 亿元/12.25 亿元，同比变化为 -31%/-14%/28%，美国市场对麦克韦尔业绩有一定影响，需继续关注肺部疾病是否由于 CBD 引发以及美国政策的变化。

表 5：悲观情景假设测算

单位：亿元	海外收入	美国市场占比	影响比例	收入影响	毛利率	费率	所得税	影响净利润
烟杆	10.5	70%	81%	8.5	31%	8.9%	14%	1.6
陶瓷芯-烟弹	8.1	70%	81%	6.6	34%	8.9%	14%	1.4
棉芯-烟弹	25.6	70%	81%	20.8	13%	8.9%	14%	0.7
CBD	43.2	100%	80%	34.6	45%	8.9%	14%	10.8
APV	10.4	70%	81%	8.4	30%	8.9%	14%	1.5

合计	97.8	78.8	16.0
----	------	------	------

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

表 6：中性情景假设测算

单位：亿元	海外收入	美国市场占比	影响比例	收入影响	毛利率	费率	所得税	影响净利润
烟杆	10.5	70%	23%	1.7	31%	9%	14%	0.3
陶瓷芯-烟弹	8.1	70%	23%	1.3	34%	9%	14%	0.3
棉芯-烟弹	25.6	70%	23%	4.1	13%	9%	14%	0.1
CBD	43.2	100%	80%	34.6	45%	9%	14%	10.8
APV	10.4	70%	23%	1.7	30%	9%	14%	0.3
合计	97.8			43.4				11.8

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

表 7：乐观情景假设测算

单位：亿元	海外收入	美国市场占比	影响比例	收入影响	毛利率	费率	所得税	影响净利润
烟杆	10.5	70%	23%	1.69	31%	9%	14%	0.32
陶瓷芯-烟弹	8.1	70%	23%	1.31	34%	9%	14%	0.28
棉芯-烟弹	25.6	70%	23%	4.13	13%	9%	14%	0.15
CBD	43.2	100%	0	0.00	45%	9%	14%	0.00
APV	10.4	70%	23%	1.67	30%	9%	14%	0.30
合计	97.8			8.80				1.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

表 8：2020 年麦克韦尔业绩受影响测算汇总

单位：亿元	悲观	中性	乐观
2019 年预计利润	25.55	25.55	25.55
2020 年原预测利润	34.03	34.03	34.03
THC 致死影响利润	16.0	11.8	1.05
国内线上禁售影响利润	0.4	0.4	0.35
合计影响利润	16.4	12.2	1.4
考虑两大影响后 2020 年预计利润	17.6	21.9	32.6
YoY	-31%	-14%	28%

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

表 9：亿纬锂能投资收益影响测算

单位：亿元	悲观	中性	乐观
原预测投资收益	12.78	12.78	12.78
考虑两大影响后投资收益	6.62	8.21	12.25
减少投资收益	6.16	4.57	0.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

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