

亿纬锂能系列二：电子烟浪潮兴起，思摩尔中长期空间巨大

pengcong@gyzq.com.cn

分析师: 彭聪

执业资格证: S0020520040002

电话: 021-51097188 E-MAIL: pengcong@gyzq.com.cn

证券研究报告 2020年7月15日

联系人: 黄浦

电话: 021-51097188-1859 E-MAIL: huangpu@gyzq.com.cn



核心观点：电子烟行业确定性成长，思摩尔中长期空间巨大，亿纬锂能受益思摩尔成长

- **电子烟具备减害作用，政策风险无忧。**市场对电子烟行业最大的担心主要在于政策风险，我们认为政策风险无忧；1) 电子烟具备减害作用，既满足用户尼古丁成瘾，又可以减少肺病概率；从而国家肺病医保支出也会相应减少；2) **电子烟扭转烟草销量下滑，利于扩大行业规模和国家财政收入**，2019年中国烟草销量4735万箱，同比下滑0.2%；全球（不含中国卷烟）销量6000万箱，同比下滑2%；电子烟用户在快速增长，2011年电子烟用户仅为700万人，2018年电子烟用户达到4100万人，7年复合增速29%；3) **各国监管政策逐步完善，电子烟有望规范化发展**，美国FDA推出PMTA法案，电子烟有法可依，IQOS正式当做减害产品销售；日本对HNB政策宽容，替代性需求催生第一大消费国；中国将HNB纳入烟草制品范畴，并且中烟积极布局HNB，未来监管政策有望逐步完善。
- **电子烟2019年渗透率4.9%，2024年预计达到12%，远期或将全部替代传统卷烟。**根据弗若斯特沙利文统计，2019年全球雾化电子烟市场规模达367亿美元，同比增速为28.3%，雾化电子烟占整个烟草行业的渗透率为4.2%；加热不燃烧电子烟市场规模61亿美元，渗透率为0.7%；弗若斯特沙利文预计，2024年雾化电子烟市场规模有望达到1115亿美元，2019-2024CAGR为24.9%，雾化电子烟渗透率增长至9.3%；加热不燃烧电子烟市场规模达到325亿美元，2019-2024CAGR为39.7%，渗透率达到2.7%。考虑电子烟具备减害作用，并且利于行业与税收，未来或将全部替代传统卷烟，具备20倍提升空间。
- **思摩尔是电子烟里的高通+富士康，雾化芯和代工制造全球领先，2019年市占率16.5%。**凭借领先的Feelm雾化芯，思摩尔成功进入全球烟草巨头供应链，下游客户包括日本烟草、英美烟草、RELX及NJOY等。2019年思摩尔实现营收76.11亿元，同比增长121.6%；2016-2019年营收CAGR为119.2%；2019年归母净利润为21.74亿元，同比增长196.18%；2016-2019年归母净利润CAGR为174%。思摩尔2019年市占率达到16.5%，领先第二名10个百分点，当前思摩尔总设计产能15.6亿pcs，伴随IPO募资扩产到2024年将总共新增31.4亿pcs，此外思摩尔募资对原产线自动化升级，未来思摩尔成本和规模优势持续增强，市占率将持续上升。

□ 投资建议：

亿纬锂能，持有思摩尔33.11%股权，我们认为这部分股权在2025年市值1491亿元（中性情况）。另外公司动力电池进入盈利期，TWS电池进入三星供应链，预计公司2020-2022年营收分别为106.9/145.2/195.2亿元，同比增长66.73%/35.83%/34.42%，归母净利润分别为23.86/33.06/45.21亿元，同比增长56.77%/38.56%/36.76%，EPS分别为1.30/1.79/2.45元，维持买入评级。

风险提示：新能源汽车销量不达预期，电子烟销量不达预期，TWS电池销量不达预期，电子烟政策监管风险等。



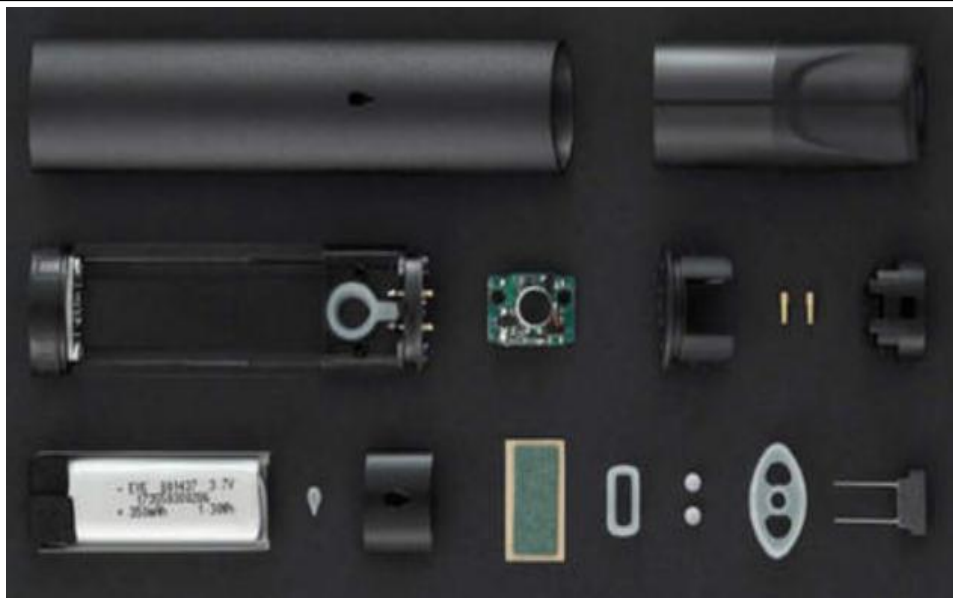
CONTENTS

- 1、为什么说电子烟政策风险无忧？
 - 2、电子烟市场空间广阔，有20倍增长空间
 - 3、思摩尔公司概况：雾化芯+电子烟制造全球龙头
 - 4、亿纬锂能：受益思摩尔上市，动力电池+TWS电池持续高增长，维持亿纬锂能买入评级
- 风险提示

市场主流电子烟分为雾化型和HNB型。雾化型电子烟是通过雾化设备，将烟油加热雾化成烟雾状后供用户吸食，雾化电子烟主要由包含烟油的烟弹、雾化器和电池等组成。

加热不燃烧(HNB)是以加热不燃烧的思路将温度控制在200-350度区间，将烟弹里的烟叶刚好加热到足以散发出烤烟味的程度，加热不燃烧电子烟是由烟弹、加热棒和充电盒等组成。

图表1：雾化电子烟RELX



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

图表2：加热不燃烧烟IQOS



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

相对传统香烟，电子烟危害更小。普通香烟燃烧时候会产生400多种有害物质，包括焦油、一氧化碳、砷和尼古丁等，而电子烟通过雾化烟油产生蒸汽或者加热不燃烧的方式大量减少了传统卷烟燃烧所产生的焦油等有毒有害物质，并且同时提供尼古丁供应吸食。根据2015年英国公共卫生部发布的电子烟报告显示，香烟烟雾中的有害成分几乎不存在电子烟蒸汽中，即使存在，也不到传统香烟的5%，并且电子烟中的主要化学物质与任何严重的风险无关，减害性高达95%。英国公共卫生部更是在后续的电子烟系列报告中鼓励吸烟者改用电子烟，并支持使用电子烟作为戒烟工具。此外，2019年爆发的“电子烟肺炎”，美国CDC最终将THC（四氢大麻酚）中添加的维生素E醋酸盐确定为致病诱因，与正规尼古丁电子烟无关。

图表3：传统烟与电子烟差异

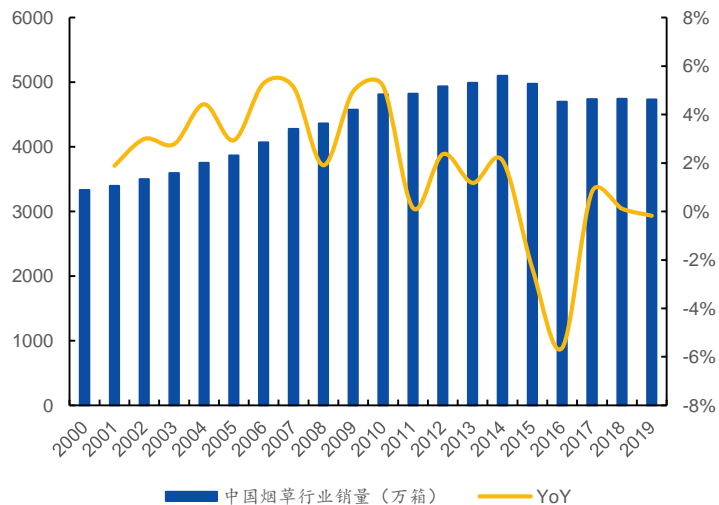
	传统烟	雾化型电子烟	加热不燃烧式电子烟
工作原理	烟草直接燃烧	加热烟油	加热特制烟草（250-350℃），使其散发出香味的程度，但不产生一氧化碳、焦油等有害物质
主要成分	烟草：含有焦油、重金属、一氧化碳等	烟油：尼古丁液体、食品添加剂等，如：丙二醇、丙三醇、聚乙二醇和香料等	特制烟草
使用次数	一次性	开放式：可多次使用； 封闭式：需更换烟弹	需更换烟弹
烟味	重	开放式：重； 封闭式：轻	较轻
释放物	-	传统烟草的5%	传统烟草的5%
细胞毒性	-	传统烟草的9%	传统烟草的14%
致癌物	烟草烟雾中包括7000多种化学物质，69种不明（虽然烟油成分减害性明显，但未有科学研究表明雾化后是否存在其他有害物质）	无	无
价格	价格不等，其价格中含有较多税收	开放式：价格较低； 封闭式：较高适中	价格较高

资料来源：中国烟草学报，国元证券研究中心

伴随消费者健康意识提升和各国控烟运动兴起，传统卷烟市场规模在持续下降。据世卫组织报告（本节所采用的人口和吸烟率数据均来自世卫组织报告，数据包含中国），2018年全球15岁以上烟草产品使用人数约13.5亿，自2000年（约14亿）以来持续下降，预计至2025年将下降到13亿；2018年，全球吸烟人口约11亿，预计至2025年仍保持在11亿，人口总数增长与吸烟率下降的影响几近抵消。相应的烟草销量也在持续下滑，2019年中国烟草销量4735万箱，同比下滑0.2%；全球（不含中国卷烟）销量6000万箱，同比下滑2%。电子烟用户快速增长，发展电子烟有利于扩大行业规模。2011年电子烟用户仅为700万人，2018年电子烟用户达到4100万人，7年复合增速29%；近年来由于各国电子烟政策趋严，用户增速有所放缓。烟草税收占我国财政收入6.3%左右，2019年烟草行业实现工商税利总额12056亿元，同比增长4.3%；上缴财政总额11770亿元，同比增长17.7%，烟草行业销量对国家意义重大，发展电子烟对于扩大行业收入、国家财政收入具有积极意义。

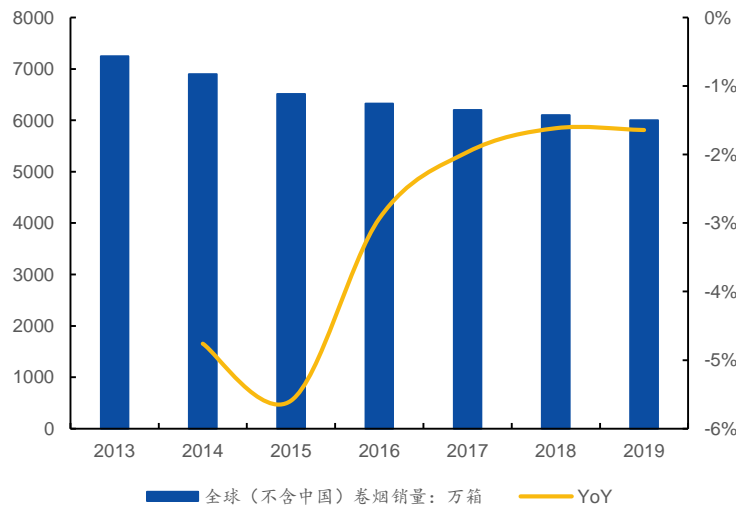
我们前瞻研判电子烟行业政策风险无忧，政策核心考量点或在于如何打击非法违规电子烟产品，保障电子烟使用安全、中烟如何在电子烟市场领域维持垄断。

图表4：中国烟草销量呈现下滑趋势



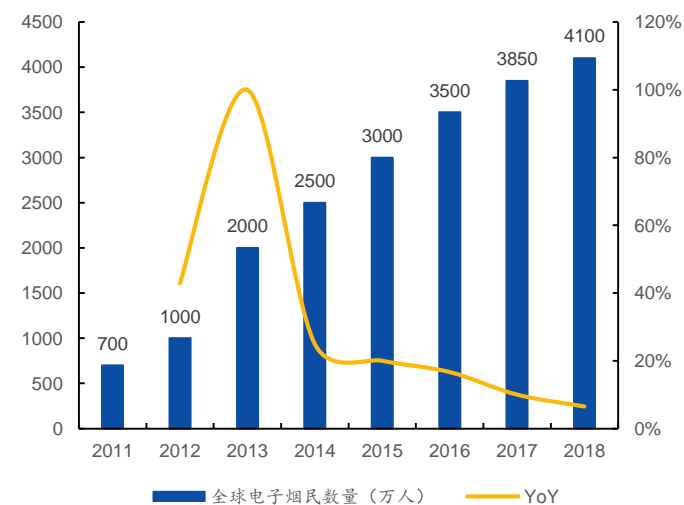
资料来源：世卫组织报告等，国元证券研究中心

图表5：全球烟草销量呈现下滑趋势



资料来源：世卫组织报告等，国元证券研究中心

图表6：全球电子烟用户快速增长



资料来源：世卫组织报告等，国元证券研究中心

外延内扩双发展，烟草巨头布局新型烟草已成为主旋律。随着控烟政策和用户健康意识的觉醒，传统烟草产业急需升级，烟草巨头纷纷布局电子烟等新型烟草领域。在HNB市场中，以IQOS为例，自2008年起，菲莫国际投入30亿美元、聘请400多名科学家研发HNB产品，2016年推广IQOS后引爆市场需求，在日本的烟草市占率从2016年的不足1%到迅速增长至2019年的17.6%。在雾化电子烟领域，并购成为主流，2015年帝国烟草收购知名电子烟品牌Blue；2017年英美烟草以494亿美元高价收购当时最大电子烟品牌Vuse；2018年奥驰集团以128亿美元收购美国第一大电子烟品牌Juul的35%股权。

图表7：传统烟草巨头积极布局电子烟

烟草巨头	电子烟布局	布局成果	
日本HNB市场	奥驰集团	旗下子公司菲莫国际2008年开始研发IQOS，聘请400多名科学家、投入30亿美元用于研发IQOS	2019年，IQOS的日本烟草市场份额为17.6%；转化率维持71%高位；2019年在日本HNB市占率达72%
	英美烟草	聘请全球100多名专家研发glo	2019年年底，glo覆盖全球17个市场；在日本市占率达5.0%；加热卷烟品类的市场占有率达到19.6%。
	日本烟草	2011年成功研发PloomTECH，2016年登陆日本市场	2019年在日本HNB市占率约为8%
美国雾化电子烟市场	奥驰集团	2018年12月奥驰亚出资128亿美元收购JUUL35%股权	2020年4月JUUL在美电子烟市占率达64.3%
	英美烟草	2017年以494亿美元收购雷诺，将当时最大电子烟品牌Vuse纳入麾下	Vuse2020年4月美国电子烟市场份额为15.8%
	日本烟草	2015年收购美国领先品牌Logic	Logic在26个国家销售
	帝国烟草	2015年收购电子烟品牌Blu	Vuse2020年4月美国电子烟市场份额为4%

资料来源：尼尔森数据，世卫组织报告等，国元证券研究中心

美国FDA推出PMTA法案，电子烟有法可依，进入有序化发展。美国电子烟主要是由FDA（美国食品药品监督管理局）监管，在电子烟发展初期阶段，美国电子烟经历过禁止进口一度停滞发展；2010年哥伦比亚特区地方法院判决FDA败诉，美国电子烟监管开始适当调整；伴随电子烟行业不断发展，FDA监管政策也处于持续完善中，2019年FDA出台PMTA（烟草预上市申请）拟议法案。PMTA法案规定2007年2月15日后，任何新型烟草产品的合法上市都需要经过美国FDA审批，PMTA审查项目包括申请资质、基本信息、描述性信息、产品样本、产品标签、科学研究结果、产品属性与生产过程、体内毒理学研究和HPHCS（有害成分及潜在有害成分）等，申请上市的法定截止日期为2020年9月9日，提交申请后，申请人可以继续销售该产品一年或直至该产品被批准或拒绝（以先到者为准）。PMTA实施后电子烟行业将有法可依，行业将进入规范化发展阶段。7月8日菲莫旗下加热不燃烧产品IQOS正式通过了FDA作为改良风险烟草产品（MRTP）进行销售的审核，将正式作为减害产品在美国上市销售。

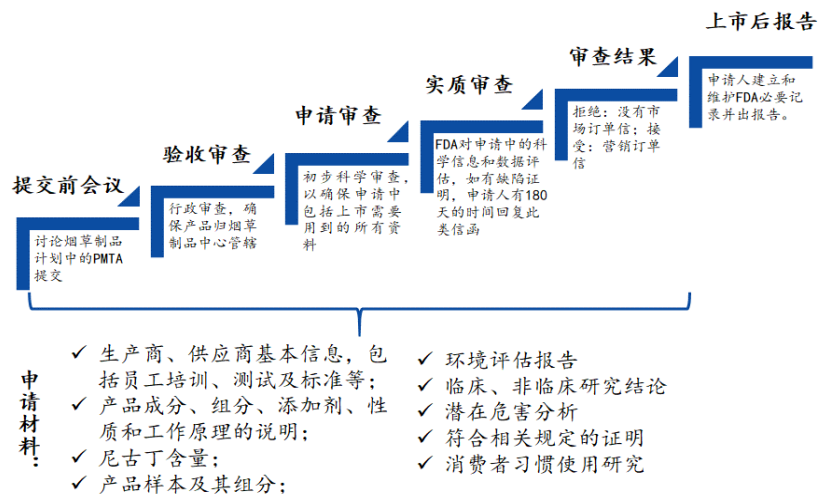
图8：美国电子烟监管政策发展历史

时间	相关政策事件
2008年12月	美国食品与药品管理局(FDA)规定，暂停进口电子烟产品，因为这些电子烟产品是未经批准的烟碱输送装置
2009年6月	美国国会通过法律授权FDA管理烟草制品
2010年1月	美国哥伦比亚特区地方法院对FDA停止进口电子烟做出判决，称该局无权禁止进口电子烟产品
2010年6月	FDA发布控烟规定，禁止向未成年人销售卷烟以及无烟气烟草制品，并限制他们的营销
2011年4月	FDA表示他们计划扩大对烟草制品的监管权力，包括电子烟产品
2014年4月	FDA称要将电子烟和雪茄烟也作为烟草制品同等对待，并进行监管。
2016年8月	FDA颁布了《烟草制品的管控法案》，此法案涉及到所有烟草制品，包括所有电子烟产品(涵盖E-cigarette以及APV类产品)等，对电子烟的生产、宣传到销售都有更加严格的要求。
2019年9月	FDA明确将电子烟划入PMTA程序中，要求现有电子烟尼古丁传送系统产品的烟草上市前申请须于2020年9月9日前提交上市申请；申请包括制造和供应链体系，如果没有被批准则禁止流通
2019年	目前，纽约、俄勒冈州调味电子烟的禁令已经生效；密歇根州、蒙大拿州已经失效或者被搁置；纽约州、俄勒冈州及蒙大拿州的法院随后禁止了该禁令；罗得岛州目前已将临时禁令变更为永久禁令
2020年1月	特朗普政府宣布全美范围内对水果、糖果、薄荷和甜点口味的电子烟下了禁令；为保护未成年人将全美范围内购买所有烟草和电子烟产品的最低年龄从18岁提高到21岁
2020年7月	7月8日菲莫旗下加热不燃烧产品IQOS正式通过了FDA作为改良风险烟草产品（MRTP）进行销售的审核，将正式作为减害产品在美国上市销售。

资料来源：蓝洞、FDA、招股说明书，国元证券研究中心

PMTA提高电子烟准入门槛，行业进入良性成长阶段。 1) PMTA申请流程复杂：一个品牌的PMTA申请需要经过6大环节，提交包括临床和非临床实验健康研究、产品全方位信息和研究数据等材料，根据目前已经提交PMTA的VUSE产品透露，公司为提交研究材料，仅在数据整理和文件准备方面，就组织100余人的后勤团队梳理，最终研究材料多达15万页；你我集团为PMTA申请配备包括病理学、临床研究专家、专业研究人员、法律顾问团队等多元化专业研究团队。2) 申请费用成本高昂：FDA官网公布，PMTA每项申请费在11.7万至46.6万美元之间。据美国律师事务所估计，加上PMTA审查所需的产品检验、研究报告和UL 8139认证，PMTA申请准入门槛至少需要花费2000万美元。目前为止，销售电子烟产品的三大美国烟草公司均已向FDA提交上市前烟草申请，其中菲莫国际的IQOS系列通过了PMTA申请，历时2年；阿波罗预算支出高达5000万美元。高额的应用费和成本将提升行业准入门槛，大量中小品牌将逐步退出市场，行业进入良性成长阶段。

图表9: PMTA申请过程和材料



资料来源：FDA、艾邦电子烟产业资讯，国元证券研究中心

图表10: PMTA申请情况汇总

时间	公司	PMTA申请情况
Apr-19	菲莫国际	公司生产的IQOS 通过PMTA申请
Aug-19	日本烟草	日本烟草国际旗下的Logic提交PMTA
Sep-19	美国阿波罗	阿波罗申请PMTA预算支出高达5000万美金
Sep-19	悦刻	悦刻和供应链（麦克韦尔）开始准备PMTA
Oct-19	雷诺兹美国	Vuse的PMTA材料包括达15万余页的研究数据
Nov-19	你我集团	Suorin的PMTA专项团队已组建完成，成员涵盖病理学、临床研究专家等
Dec-19	Avail Vapor	美国烟油制造厂AVAIL Vapor宣布已签署9个主要品牌FDA法规合同
Jan-20	聚为集团	聚为集团已在申请美国PMTA
Apr-20	Fontem	ITG旗下Fontem US提交的产品申请为myblu

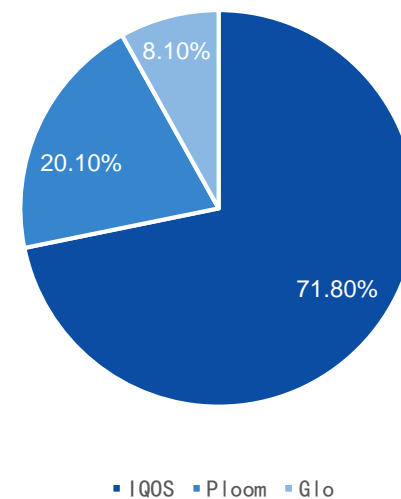
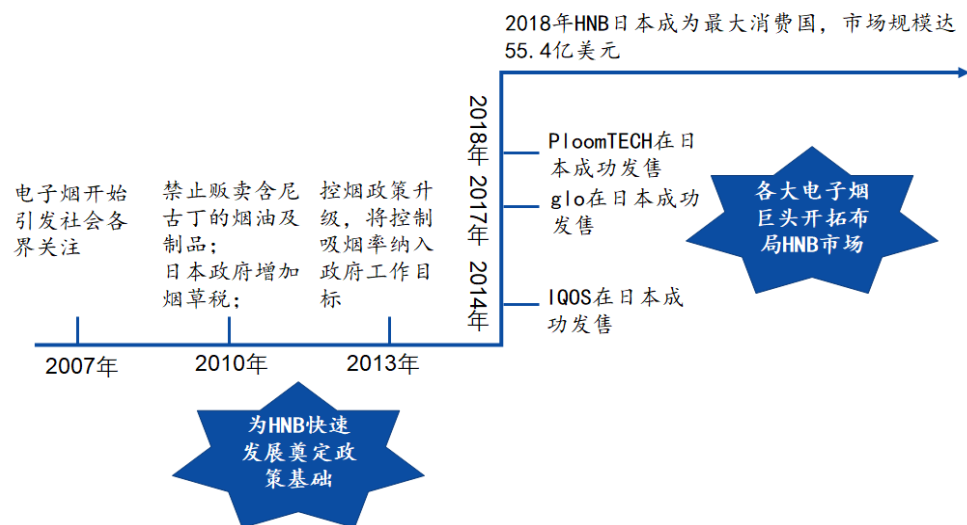
资料来源：FDA，国元证券研究中心

日本对HNB政策宽容，替代性需求催生第一大消费国。1) 禁止销售雾化电子烟和越来越严厉的控烟政策为HNB发展铺平道路。2010年日本政府将含尼古丁的电子烟被分类为药用产品且受药事法所规限，药事法规定其销售、广告、制造、进口及分销须获上市许可，目前为止，无药用电子烟获批准。针对烟草制品，日本政府2010和2018年分别增加3.5日元和3日元的烟草税；2012年政府首次将控烟率纳入政府目标。2) 日本对HNB政策端友好，各大烟草巨头成功开拓HNB市场。日本政府将HNB视为烟草制品，从而HNB对烟草税收影响较小，在政策端支持HNB发展。2018年日本厚生劳动省发表了对加热不燃烧烟草产品的声明，指出加热不燃烧烟草产品的确是代替传统卷烟更安全的选择，其至少将有害致癌物减少了75%。HNB的健康性得到官方认证叠加在口味上与卷烟相似，HNB快速成为卷烟的替代品，2018年日本HNB市场规模达55.4亿美元，2019年日本加热卷烟市场规模约73.6万箱，是加热卷烟第一大市场，占日本国内烟草产品市场的23%。

2014年-2018年菲莫国际旗下的IQOS、英美烟草的glo和日本烟草的PloomTECH相继在日本发售，IQOS是日本市场的绝对龙头，截止2018年，IQOS占日本加热不燃烧市场份额的71.8%，英美烟草旗下glo所占市场份额为20.1%，日本烟草旗下PloomTech占8.1%。

图表11：日本电子烟发展历程

图表12：2018日本加热不燃烧烟分品牌市占率



资料来源：中国产业信息网，日本国家消费者信息网络系统，国元证券研究中心

资料来源：《2018年世界烟草发展报告》，国元证券研究中心

加热不燃烧电子烟纳入烟草制品范畴，中烟积极布局HNB，未来监管政策有望放开。2017年，国家烟草局将HNB划分到烟草制品范围中，纳入监管范围，明确规定国内市场禁止销售但可出口海外。随着控烟政策的实施、销售升级所带来的新型烟草消费机遇，中烟集团旗下各区域公司加速布局HNB，从2017年开始，中烟集团下的多个地方公司陆续研发出“功夫-宽窄”、“MC”、“MU+”等多种HNB产品并成功试水海外市场。2020年6月18日，四川中烟在成都开设首家体验店，随着产品、技术等不断成熟，预计政策端将逐步完善。

尚未将雾化电子烟纳入烟草制品，禁止线上销售和宣传，旨在保护未成年人。2018年国家烟草专卖局支持电子烟等新型烟草制品的研发创新，但为了保护未成年人，全面禁止电子烟线上销售和宣传，但同时也充分肯定了电子烟作为传统卷烟的补充作用。2020年7月13日，国家烟草专卖局召开电子烟市场专项检查行动部署电视电话会议，表明了持续依法打击违法违规制售电子烟行为、保护未成年人权益的鲜明态度和坚定决心。

图表13：中烟公司积极布局HNB

企业/品牌名称	上市时间	布局成果
四川中烟：“宽窄·功夫”	2018年	首批实现规模生产和出口
	2020年	功夫2.0在电池快充、触摸开关、温控等方面进行创新，6月18日在成都开设首家体验店
云南烟草：“MC”品牌	2018/4	历时5年，进入韩国市场；目标市场为柬埔寨、俄罗斯、日本和加拿大等
广东中烟：MU+、ING	2018/7	历时5年研发，最终成功在老挝上市
湖北中烟：烟具MOK、烟弹COO	2018/9	在多特蒙德国际烟草展上亮相，10月在韩国首尔上市
安徽中烟：都宝	2019/1	首批颗粒型HNB都宝在滁州卷烟厂正式出口，亮相国际市场。

资料来源：中国中烟，中国香烟网 国元证券研究中心

图表14：中国电子烟政策发展历程

时间	主体	内容
2017/5	国家烟草专卖局：《关于开展新型卷烟产品鉴别检验工作的通知》	HNB本身属于烟草制品，依法纳入监管范围
2017/6	市县烟草专卖局：《禁止销售进口新型卷烟的告知书》	目前国内销售的HNB均为非法销售
2018/4	国家烟草专卖局：2018年全国烟草工作会议	推动新型烟草监管、研发准备；鼓励产品研发创新
2018/8	国家烟草专卖局：《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	禁止对未成年人销售电子烟，下架电商平台产品
2019/11	国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局：《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	全面叫停电子烟网上销售和广告宣传；市场主体禁止向未成年人销售
2020/7	电子烟市场专项检查行动部署电视电话会议	持续依法打击违法违规制售电子烟行为

资料来源：中国中烟，中国香烟网 国元证券研究中心



CONTENTS

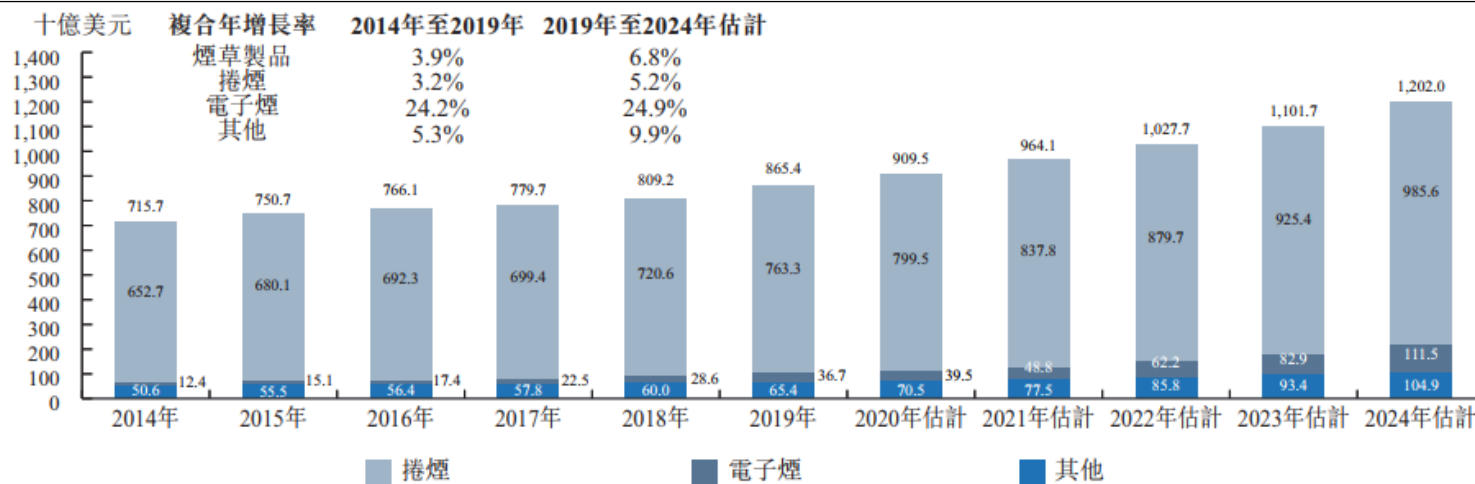
- 1、为什么说电子烟政策风险无忧？
 - 2、电子烟渗透率仅4.9%，提升空间巨大
 - 3、思摩尔公司概况：雾化芯+电子烟制造全球龙头
 - 4、亿纬锂能：受益思摩尔上市，动力电池+TWS电池持续高增长，维持亿纬锂能买入评级
- 风险提示

烟草市场空间广阔。全球烟草的市场规模由 2014 年的7157 亿美元以3.9 %的年复合增速增加至2019年的8,654亿美元，预期将以6.8%的年复合增速进一步增长至2024年的12020亿美元。

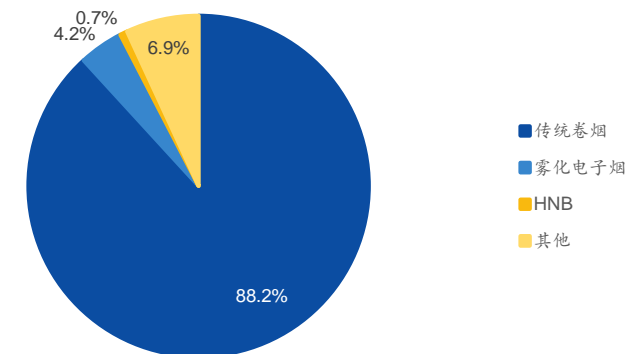
2019年电子烟市占率达到4.9%，2024年有望达到12%，拥有巨大提升空间， 远期或能全部替代传统卷烟。根据弗若斯特沙利文统计，2019年全球雾化电子烟市场规模达367亿美元，同比增速为28.3%，雾化电子烟占整个烟草行业的渗透率为4.2%；加热不燃烧电子烟市场规模61亿美元，渗透率为0.7%；弗若斯特沙利文预计，2024年雾化电子烟市场规模有望达到1115亿美元，2019-2024CAGR为24.9%，雾化电子烟渗透率增长至9.3%；加热不燃烧电子烟市场规模达到325亿美元，2019-2024CAGR为39.7%，渗透率达到2.7%。考虑电子烟具备减害作用，并且利于行业与税收，未来或将全部替代传统卷烟，具备20倍提升空间。

雾化和HNB路线会并行发展。我们认为雾化电子烟高标准生产的话则安全可控，口味受年轻人欢迎；HNB烟草口感还原度高，口味受重度烟民喜爱，未来两条路线会并行发展。

图表15：全球烟草市场规模



图表16：2019年电子烟市占率4.9%



资料来源：思摩尔招股说明书，国元证券研究中心

资料来源：思摩尔招股说明书，国元证券研究中心

电子烟人均年花费测算

1) 雾化电子烟一颗2ml烟弹实测等于2.5包传统香烟，按照1天1包烟的需求测算的话，1年烟弹需求达146颗，烟弹年花费5110元，烟杆一年一根，一根烟杆售价230元，年总花费达到5340元，相对传统卷烟更具经济性。

2) HNB一颗烟弹和一根烟类似，可以抽吸12-15口，按照1天1盒烟弹需求测算，1年烟弹需求达到365盒，15-20元/盒，烟弹年花费6387.5元，烟具按照150美金/个计算，年总花费7392.5元，与传统卷烟年花费差距不大。

图表17：电子烟年人均花费测算

	雾化电子烟	HNB	卷烟
年烟弹需求（颗、盒）	146	365	365
烟弹价格（元/颗、盒）	35	17.5	20
烟弹年花费（元）	5110	6387.5	7300
年烟杆需求（个）	1	1	-
烟杆价格（元/个）	230	1005	-
年总花费	5340	7392.5	7300

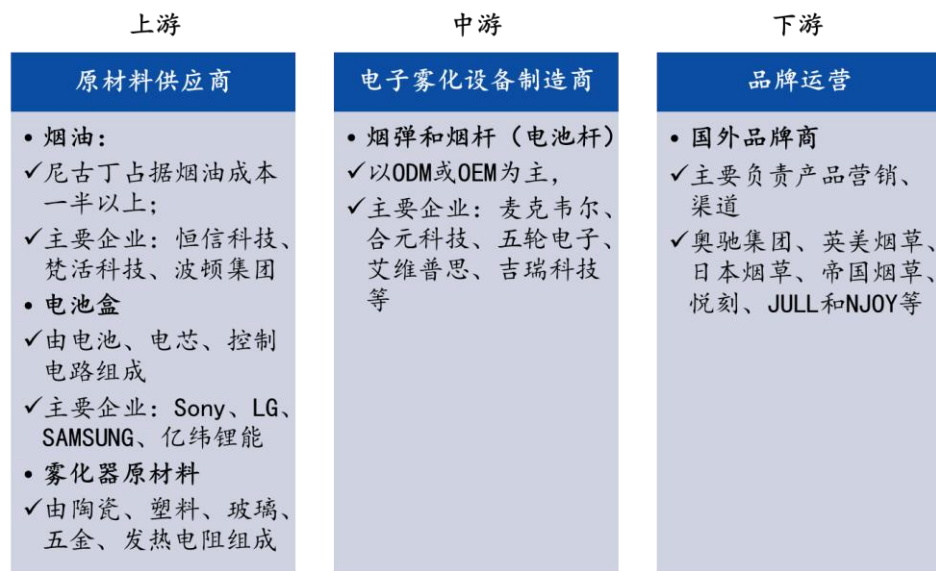
资料来源：国元证券研究中心

雾化电子烟产业链分为：1) 上游原材料：包括烟油、电池盒和雾化器原材料等；2) 中游制造商：生产制造，是产业链的核心主力；3) 下游销售：品牌运营商。雾化芯是保证产品口感和质量的关键，具备雾化芯研发、生产能力的中游制造企业在产业链地位占据核心地位。

以Juul为代表的雾化小烟结构通常分为两部分，由一个迷你小巧的主机和一个烟弹组成。烟弹结构一般都有一个气流通路、一个非常小巧的雾化芯，雾化芯把烟弹油仓内的烟油导入到发热电阻上当电阻加热时即可蒸发出烟雾，达到替烟的作用；烟油是包含尼古丁的烟油，其中尼古丁占据一半的成本。

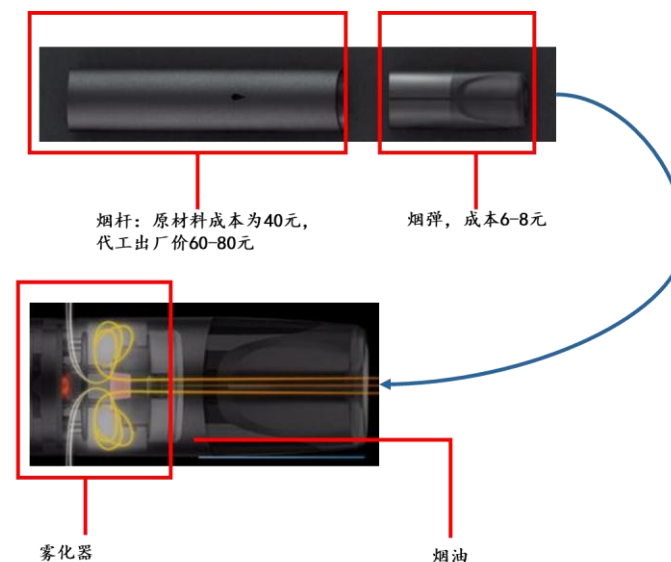
目前雾化小烟套装（烟杆+2颗烟弹）售价约299元，烟弹平均售价35元/颗；而烟杆成本一般60-80元/个，烟弹成本6-8元/个。

图表18：雾化电子烟产业链



资料来源：中国香烟网，RELX，艾邦电子烟，国元证券研究中心

图表19：雾化小烟构成

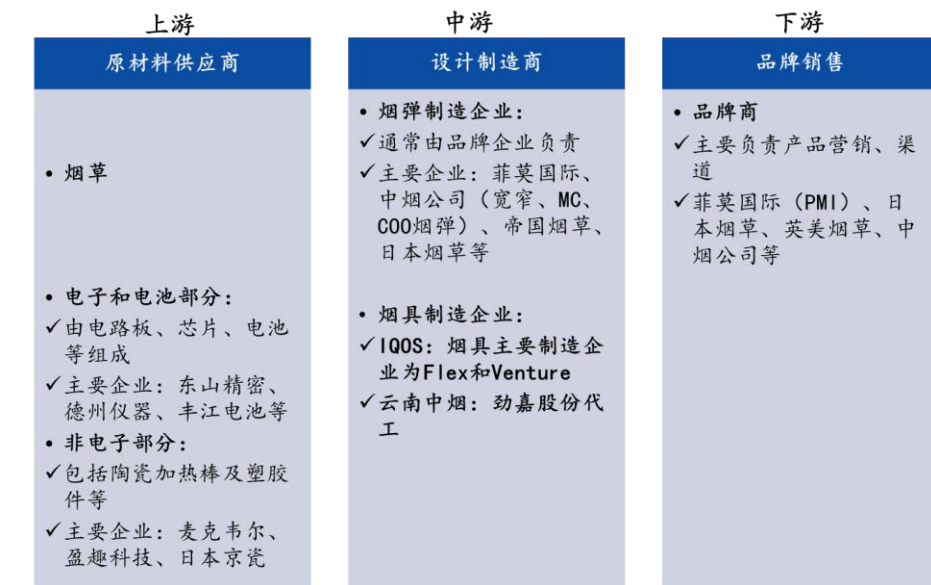


资料来源：中国香烟网，RELX，艾邦电子烟，国元证券研究中心

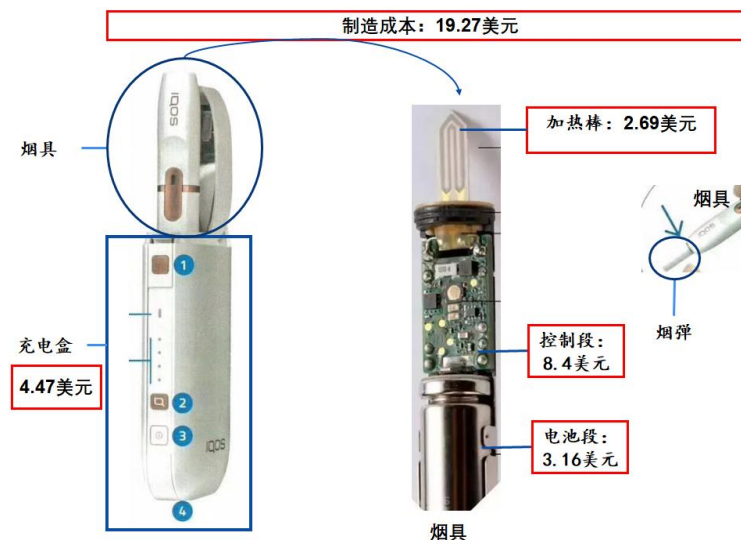
加热不燃烧电子烟与雾化电子烟产业链略有不同，HNB核心为中游的烟弹制造，主要由品牌商负责，并且专利壁垒较高；烟具围绕烟弹特性量身定做，由于HNB控制加热温度在250-350度之间，因此对烟具（主要为电池、电子和加热棒）的技术要求较高。

成本构成，以IQOS为例，设备制造总成本为19.27美元，电池和电子的成本为11.56美元，充电盒为4.47美元，加热棒成本为2.69美元，加热棒的成本占比大约在14%左右。

图表20：HNB产业链



图表21：HNB成本构成



资料来源：中国香烟网 IQOS使用说明书，TECHINSIGHT，VapeHK，国元证券研究中心



CONTENTS

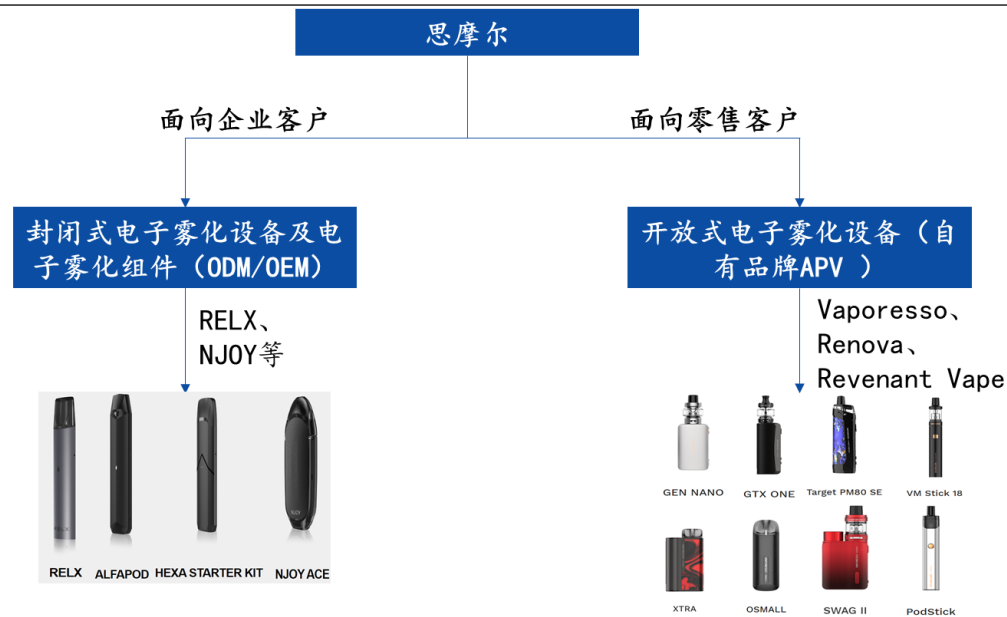
- 1、为什么说电子烟政策风险无忧？
 - 2、电子烟市场空间广阔，有20倍增长空间
 - 3、思摩尔公司概况：雾化芯+电子烟制造全球龙头
 - 4、亿纬锂能：受益思摩尔上市，动力电池+TWS电池持续高增长，维持亿纬锂能买入评级
- 风险提示



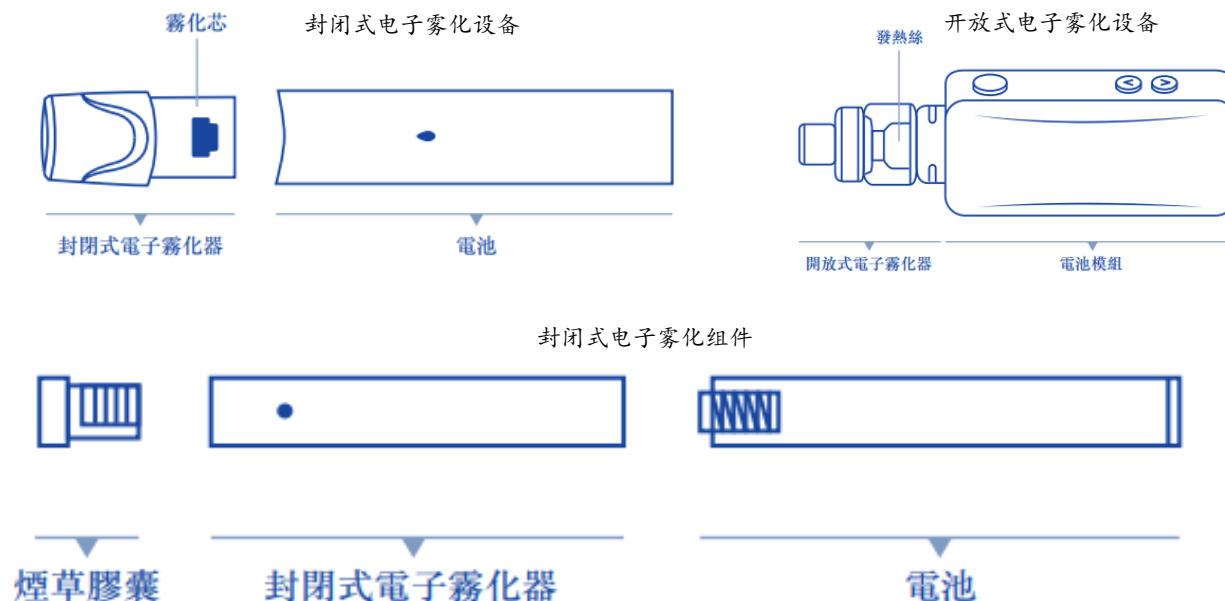
思摩尔公司概况：雾化芯+电子烟制造全球龙头，类似手机的高通+富士康

思摩尔国际于2020年7月港股上市，具体业务运营公司为麦克韦尔。公司主营业务包括（1）To B端，雾化电子烟ODM/OEM及雾化器零部件供应；（2）To C端，自营品牌电子烟、APV的研发、生产和销售。公司2016年率先推出陶瓷加热技术雾化器，陶瓷加热相对于过去的棉芯加热，具备雾化汽量更高（提高25%）、连续性更好和节约电能三大优点。得益于公司推出的陶瓷加热雾化技术，公司与雾化电子烟行业快速发展，目前公司已是全球电子雾化设备龙头企业，2019年市占率16.5%，下游客户包括日本烟草、英美烟草、Reynolds Asia Pacific、RELX、NJOY和悦刻等雾化电子烟巨头企业。

图表22：公司主营业务



图表23：公司主要产品



资料来源：FEELM官网，Vaporesso，招股说明书，国元证券研究中心

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

发展历程：思摩尔创始人兼控股股东陈志平2007年首次涉足制造电子雾化设备及研发电子雾化技术，以少数股东身份加入深圳思摩尔科技有限公司，随后其股权增至85%。2009年9月陈志平通过代持安排成立深圳麦克韦尔，该公司为雾化及加热技术服务提供研发平台，同时为ODM、OEM业务模式制造及内部销售等提供平台，2012年深圳思摩尔注销，在此期间主要通过麦克韦尔开展业务。2014年麦克韦尔获亿纬锂能投资，2015年赴新三板上市，

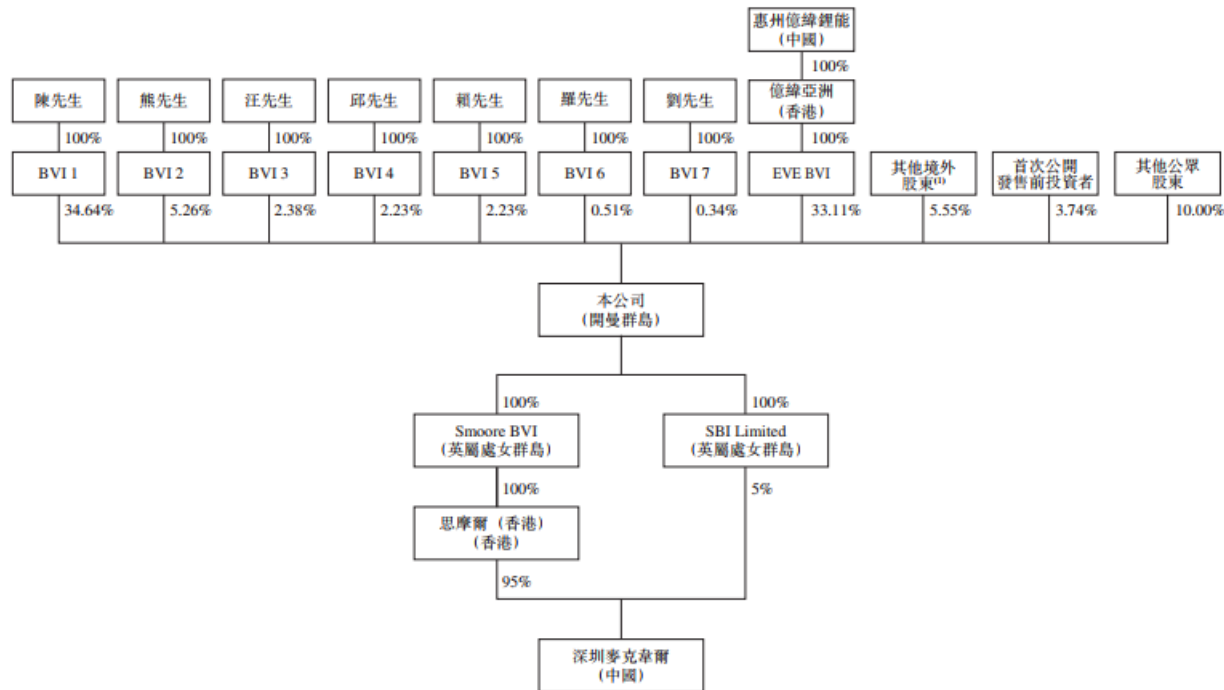
2015年在美国成功推出自有品牌APV“Vapresso”；2016年，公司先后推出第一代加热技术和第二代加热技术FEELM，将首批陶瓷加热技术引入市场；2017年5月与日本烟草（日本唯一）建立业务关系，2018年与英美烟草（世界第二大）和Reynolds Asia-Pacific（美国第二大）进行合作，截止2019年12月，公司已将出口扩至50多个海外国家或地区。2019年摘牌后进行股权调整，7月思摩尔国际成立作为麦克韦尔母公司，12月思摩尔国际申请港交所上市，2020年6月通过聆讯，7月10日上市。

图表24：公司发展历程



股权结构稳定，管理团队经验丰富：公司实际控制人为创始人陈志平先生，在拟发行完成后，持有34.64%，成为第一大股东，与熊少明是一致行动人，合计持有公司39.9%的股份。亿纬锂能为第二大股东，持有33.11%，股权结构稳定。公司管理团队行业经验丰富，核心团队成员平均拥有9年以上相关经验，其中公司董事长兼行政总裁陈志平与副总熊少明拥有十余年的电子雾化行业经验。

图表25：公司股权结构



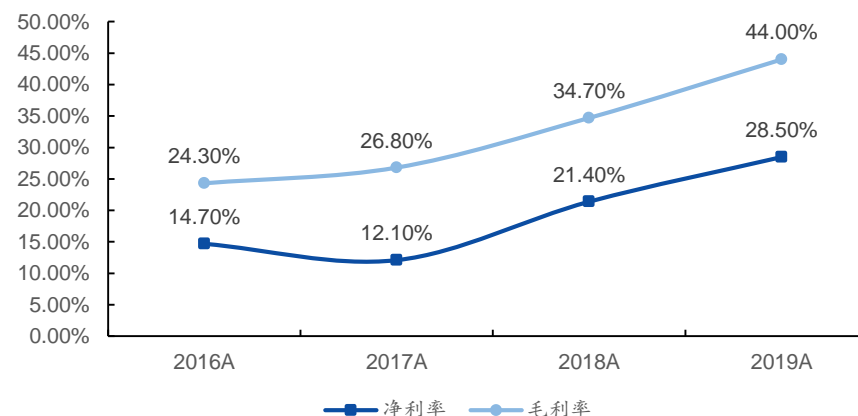
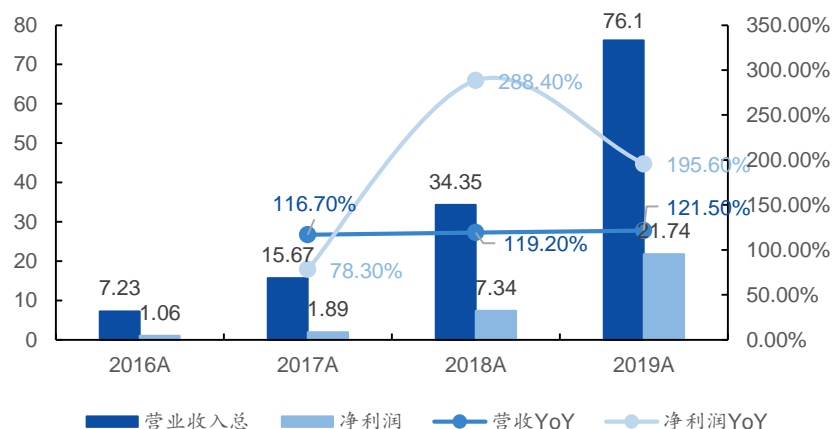
资料来源：招股书，国元证券研究中心

营收净利持续高增长。公司2019年实现营收76.11亿元，同比增长121.6%；2016-2019年营收CAGR为119.2%；2019年归母净利润为21.74亿元，同比增长196.18%；2016-2019年归母净利润CAGR为174%。2016年公司陶瓷加热技术刚推出，2017年公司营收增长116.7%，主要得益于自营APV销售和与日本烟草合作，APV从2亿营收增长到5.6亿；电子雾化组件营收从0.07亿增长到3.12亿；2018年公司开拓客户英美烟草、雷诺兹、悦刻，ODM业务开始快速增长，从17年的6.92亿增长至11.24亿，同时电子雾化组件和APV分别保持338%和68%的增速；三业务快速增长驱动2018年营收增长119.2%；2019年得益于下游ODM客户需求增长，电子雾化设备增长298%，营收达到44.77亿；电子雾化组件增长52.69%，营收达到20.92亿；2019年营收76亿，同比增长121.6%。

陶瓷加热新品占比增加，驱动价格与毛利率上涨。2019年陶瓷加热技术的电子雾化设备销量增加导致雾化设备单价从2018年的5.7元/pcs增长到8.7元/pcs；2019年推出均价更高的新系列加热不燃烧产品，电子雾化组件从2018年的4.7元/pcs增长到7.5元/pcs。伴随订单快速增加&价格上升驱动公司盈利能力快速增长，2019年毛利率44.00%，提升9.3pct，净利率28.5%，提升7.1pct。

图表26：公司2019年营收/净利润76.1/21.73亿元，同比增长121.50%/195.6%

图表27：2019年公司毛利率44%，净利率28.5%



资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

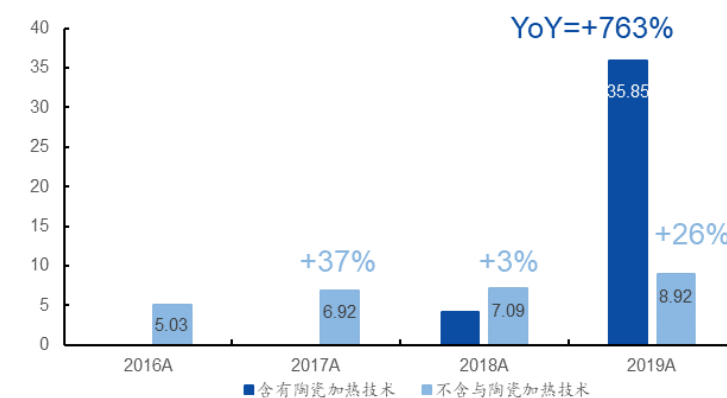
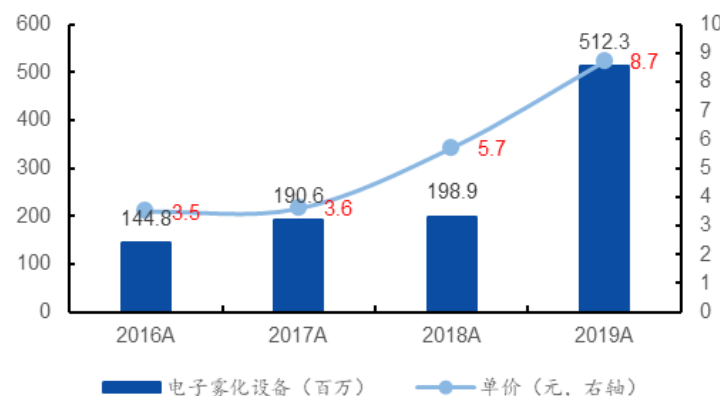
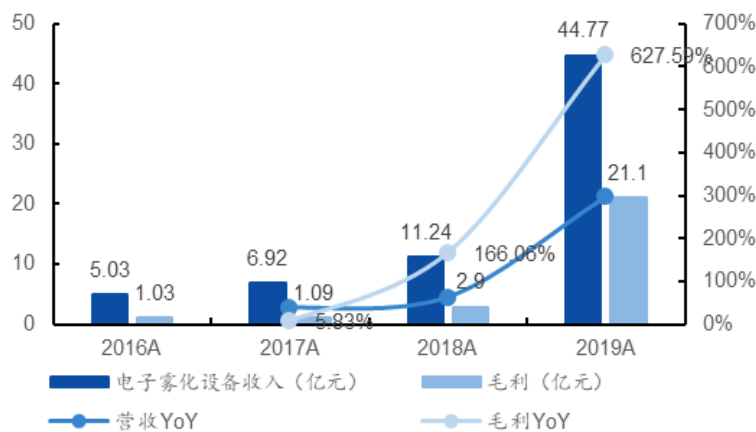
电子雾化设备是指由封闭式电子雾化器（雾化芯和电子雾化液）和电池组成的电子雾化设备，主要是雾化电子烟。2019年电子雾化设备营收44.77亿元，同比增长298%，对应毛利21.1亿元，同比增长627.59%。受益于2019年搭载陶瓷雾化芯的电子烟在国内外市场的井喷式爆发，公司主要客户市占率显著提升，本块业务2019年同比增长近3倍，陶瓷加热型雾化设备占电子雾化设备营收的80%。

电子雾化设备量价齐升，2019年毛利率提升21pcts至47.10%。凭借电子烟市场的爆发，以及公司2018年以来量产的FEELM陶瓷雾化芯受到市场的认可，电子雾化设备2019年出货量5.12亿只，同比增长157.6%。18-19年电子雾化设备平均单价分别提升至5.7（+58%）、8.7（+53%）元，平均单价连续两年提升50%以上，带动毛利率提升至47.1%。

图表28：2019年电子雾化设备营收44.77亿元，同比增长298.31%

图表29：2019年电子雾化设备销量5.12亿只，平均单价8.7元

图表30：2019年雾化设备收入80%含有陶瓷加热技术



资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

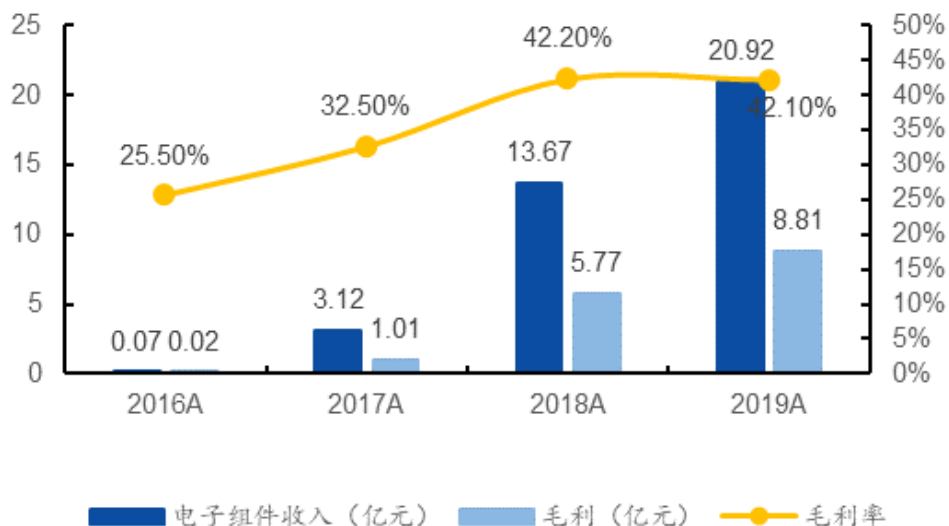
资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

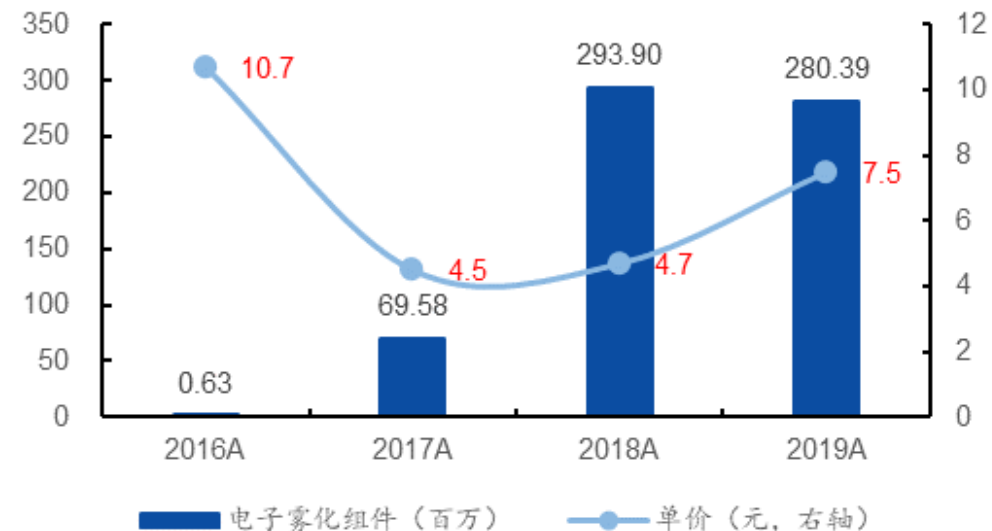
电子雾化组件主要包括HNB、CBD和THC的封闭式电子雾化器和电池。1) HNB，公司电子雾化组件通过加热含有尼古丁的烟草胶囊产生雾化汽，2017年5月开始与日本烟草合作。2) 将陶瓷加热技术制造可用于医疗或娱乐用途的CBD及THC雾化的电子雾化设备组件（封闭式电子雾化器及电池）。

电子雾化组件2019年收入20.92亿元，同比增长53.04%，毛利8.81亿元，同比增长52.7%，毛利率为42.10%。

图表31：2019年组件营收20.92亿元，同比增长53.04%



图表32：2019年电子雾化组件销量2.8亿标准单位，平价单价7.5元



资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

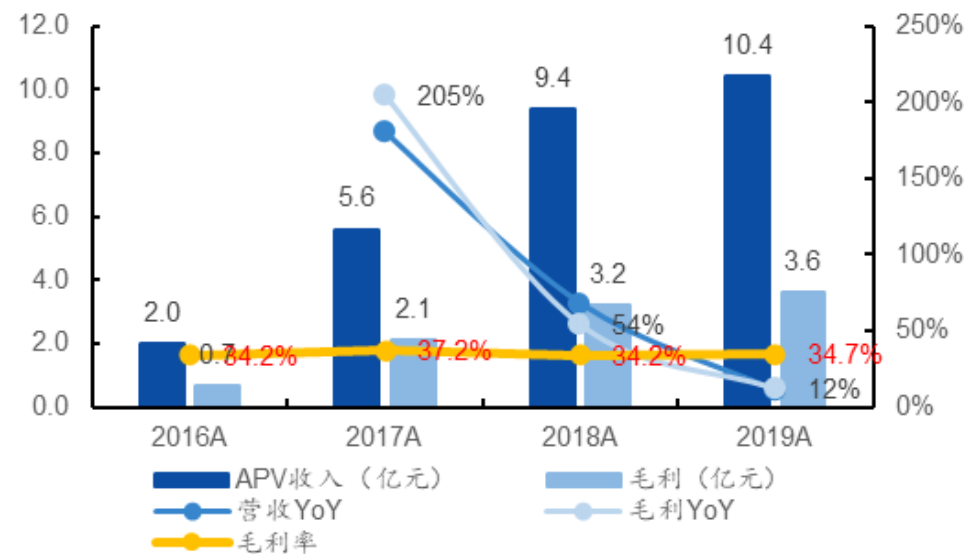
资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

面向零售客户业务板块下包含Vapresso、Renova、Revenant Vape等自有品牌下的APV，均为开放式电子雾化设备。

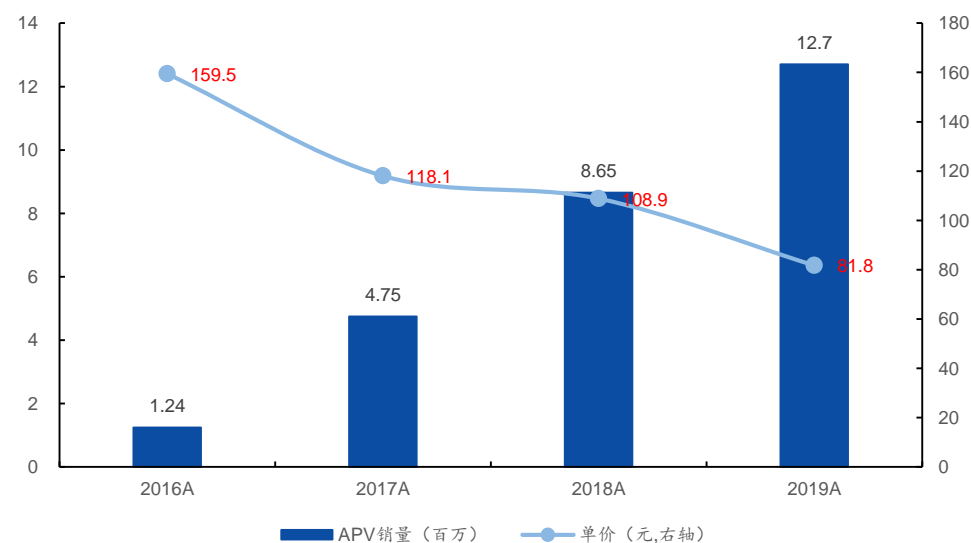
2019年公司自营APV收入10.4亿元，同比增长10.7%。毛利贡献3.6亿元，同比增长12.5%，毛利率34.7%。

自有品牌平均销售价格2016-2019年分别为159.5/118.1/108.9/81.8元，主要是公司改变产品策略提供更小尺寸的产品组合，以满足客户的偏好。

图表33: 2019年APV营收10.4亿元，同比增长10.7%



图表34: 2019年APV销量1273万个，平均单价81.8元



资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

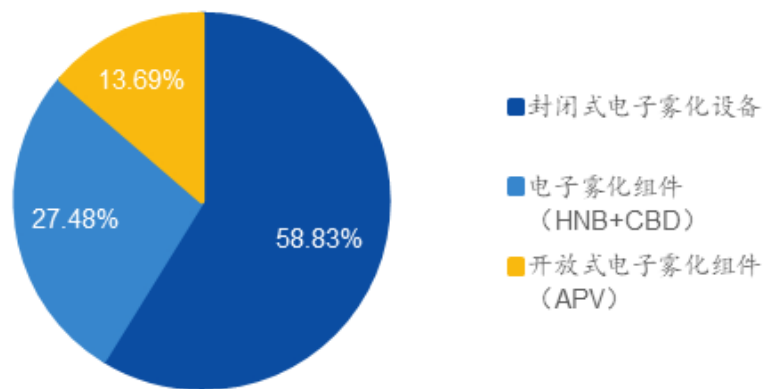
资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

公司业务具体分为三类，其中封闭式电子雾化设备（包括陶瓷加热与不含陶瓷加热）占比58.83%。电子雾化组件主要包括HNB与CBD，占比27.48%。自有品牌业务APV占比13.69%。

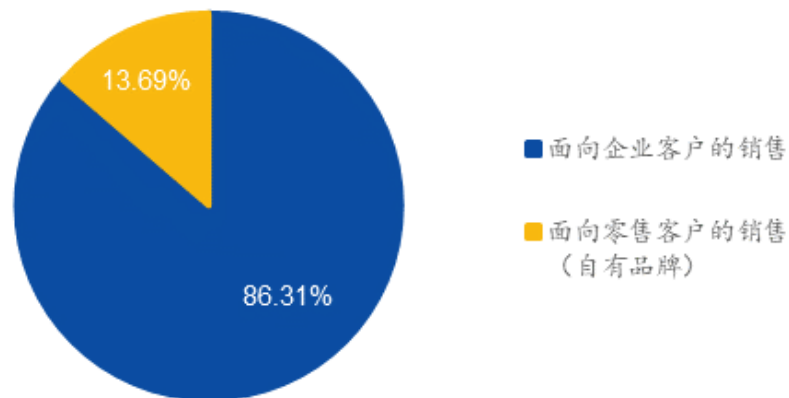
公司大部分业务面向50多个海外国家的出口，主要包括美国、日本以及欧洲国家，根据更新后的招股书，2019年全年美国占比21.84%，香港占比26.41%（93%转运发往美国），对中国销售占比21.84%，考虑转运至美国，美国实际占比为46.5%。

2019年公司市占率16.5%，下游客户包括日本烟草（世界四大烟草公司之一，旗下电子烟Ploom、Logic）、英美烟草（全球第二大烟草制造商，旗下Vuse、Vape）、Reynolds Asia-Pacific（英美烟草子公司）、RELX（国内雾化电子烟第一）及NJOY（美国第三方雾化电子烟）。

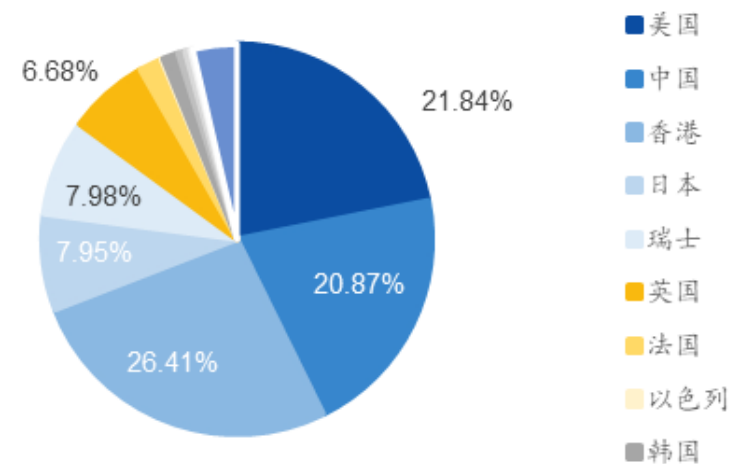
图表35： 2019年产品结构



图表36： To B端贡献公司主要营收



图表37： 2019年中美日为主要市场（营收占比）



资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心



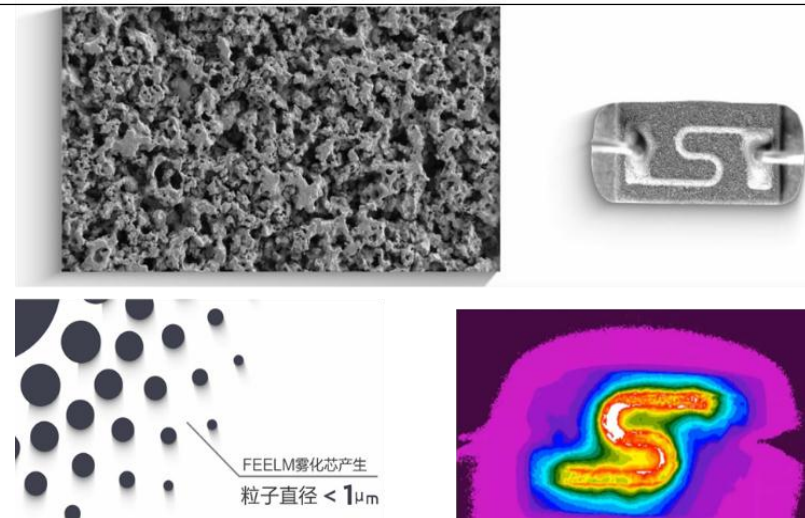
核心竞争力：领先的陶瓷加热雾化技术，地位类似锂电的宁德时代，推动市占率提升

雾化芯已历三代，陶瓷芯优点众多，成为主流。雾化芯是电子雾化器的核心部件，其功能在于还原香气，将液体雾化成适合人体吸收的雾气。电子烟的优劣取决于雾化芯的好坏。因此，发热体雾化芯技术都是全球雾化科技研究的热点方向。现有的雾化芯的结构设计问题，使得进入到雾化芯的烟油量不稳定，导致雾化效果差、烟雾量小。为了改善使用过程中的问题，雾化芯结构经历了多代演变。第一代电子烟采用过玻纤等材料，廉价但是体验感差，目前还有用于低端电子烟品牌；第二代技术是棉芯，以JUUL为代表，优点是储油量大、导油性好；第三代技术是思摩尔2016年推出，2018年批量供应陶瓷雾化芯，解决棉芯容易烧糊、寿命短等缺陷。

图表38：三代雾化芯特点比较

类型	玻纤绳	棉芯	陶瓷芯
价格	低	中	略高
口感还原度	一般	90%	80%
糊芯现象	容易	容易	无
烟雾量	中	大	较大
加热稳定性	中	中	好
环保		有钨镉等重金属	安全性高
代表品牌	低端电子烟&一次性电子烟	JUUL, 中端一次性电子烟	VUSE、悦刻、NJOY

图表39：陶瓷雾化芯加热均匀，减少焦味解决行业痛点



资料来源：艾邦电子烟产业资讯, 公司官网, 国元证券研究中心

资料来源：公司官网, 国元证券研究中心



核心竞争力：领先的陶瓷加热雾化技术，地位类似锂电的宁德时代，推动市占率提升

思摩尔领跑陶瓷雾化芯技术，打造FEELM技术品牌。2012年，思摩尔就开始创新性地投入陶瓷雾化芯研究。2016年推出第一代陶瓷芯CCELL，并进一步推出第二代Feelm陶瓷芯技术，将金属薄膜与陶瓷导体相结合，主要用于封闭式POD雾化设备，极大地提升了用户使用体验。2017年，FEELM陶瓷雾化芯技术获得国家发明专利。2018年9月，在英国伦敦举办的全球烟草论坛GTNF上，FEELM获颁“金叶奖”，成为国内唯一获此奖项的雾化科技品牌。

思摩尔凭借较早的战略布局，率先量产陶瓷雾化芯技术，领先同行业公司1-2年。思摩尔于2016年率先推出陶瓷芯，而国内同行卓力能、华诚达的AX、伊卡普和博迪等陶瓷芯产品均在2017年及之后推出。

图表40：思摩尔陶瓷雾化芯产品



图表41：思摩尔早于同行1-2年推出陶瓷芯

制造商	陶瓷芯技术品牌	推出时间
思摩尔	FEELM	2016年
卓力能	SILMO	2017年
华诚达	AX	2018年
伊卡普	PREF ILM	2018年
博迪	BCORE	2018年
聚为	优克拉	2019年

资料来源：公司官网，蒸汽联，国元证券研究中心

资料来源：公司官网，蒸汽联，国元证券研究中心



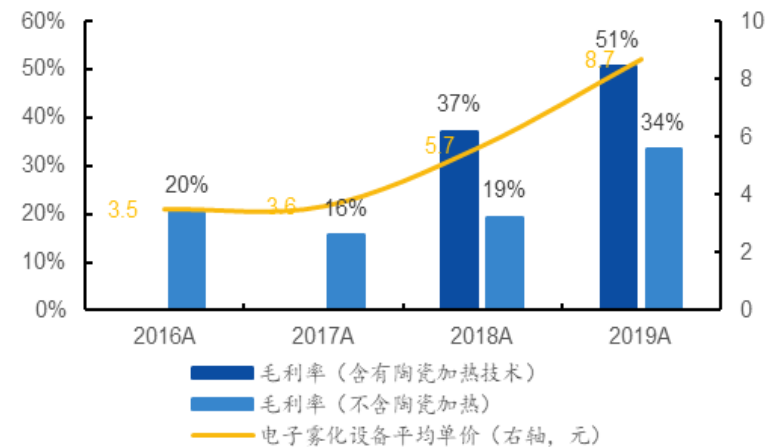
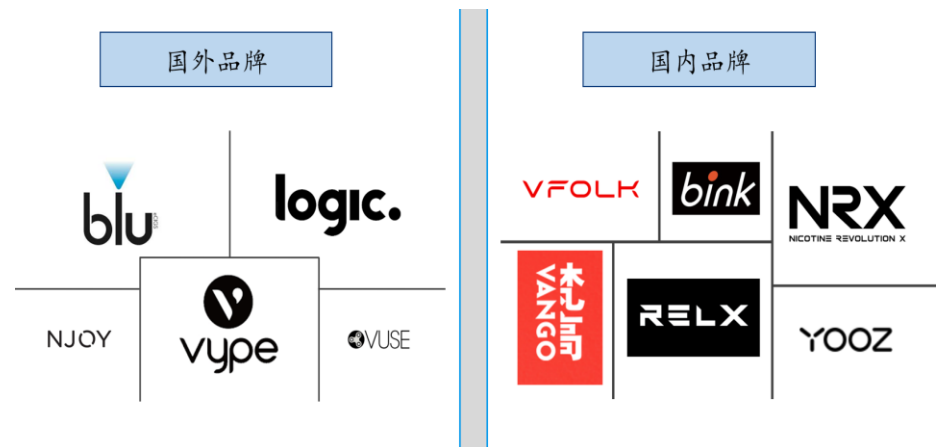
核心竞争力：领先的陶瓷加热雾化技术，地位类似锂电的宁德时代，推动市占率提升

雾化技术与品牌商深度绑定，**Feelm**技术覆盖市场主要电子烟品牌。**Feelm**核心优势在于雾化芯加热温度均匀，颗粒控制在1um以下，人体吸收与代谢更容易，有更好的口感与满足感。因此，**Feelm**在国内外陶瓷雾化市场占比较大，国外使用**FEELM**技术的有**NJOY**、**VUSE**（英美烟草）、**Vype**（英美烟草）、**Logic**（日烟国际）、**Blu**（帝国烟草）等，国内使用**FEELM**技术的有悦刻**RELX**、冰壳**bink**、**VANGO**梵高、**NRX**、**YOOZ**柚子、**FUNN**、**VFOLK**、瓦拉丁**VLADDIN**等品牌。以悦刻为例，2018年成立短短两年成为领先的电子雾化器品牌，在尼尔森2020年4月的报告中19个新一线城市，悦刻封闭式电子烟占到**69%**的市场份额。其优质的产品体验是基于**feelm**雾化芯带来的，雾化技术决定了产品品质、吸食效果之间的差异体验，对雾化芯技术有较强的依赖与粘性，如一些品牌商龙头开始和制造商联合建厂，深度绑定以实现产品的一致性。

陶瓷雾化芯技术2018年开始批量出货，带动电子雾化设备单价与毛利率和市占率上行。2018、2019年面向企业客户销售的电子雾化设备的平均销售价格分别增长至**5.7元**（+58%）、**8.7元**（+53%）。18年含有陶瓷加热技术的雾化设备毛利率**37%**，较非陶瓷芯设备毛利率高**18pcts**，近乎一倍。19年陶瓷芯设备毛利率**51%**，较非陶瓷芯设备高**17pcts**。2018公司市占率**10.1%**，第二名**9.7%**；2019年市占率**16.5%**，第二名**6.5%**。

图表42：思摩尔陶瓷雾化芯客户

图表43：陶瓷芯问世大幅提升了电子雾化设备售价与毛利率



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

募资产扩产，夯实研发。当前公司拥有10个专业及大型生产基地，主要位于深圳东莞两地，10个生产基地总设计产能15.6亿pcs，分产品来看电子雾化设备年产能5.93亿pcs，电子雾化组件年产能5.34亿pcs，APV年产能0.25亿pcs。

本次发行5.74亿股本，发行价12.4港元/股，则募资净额68.6亿港币，募投项目包括：1) 34.3亿港元用于江门和深圳产业园，主要是为了提高产能，其中江门一期产业园计划于2022年投产，二期计划于2023年投产；深圳产业园计划2024年投产，产业园投产后，月产能预计分别增9000万/1.2亿/5190万标准单位；2) 17.15亿港元用于自动化生产线配套及ERP系统升级；3) 13.72亿港元用于投资研发，包括建设深圳集团级研究院、开发新加热技术及支付产品认证开支；4) 3.43亿港元用于补充流动资金。

图表44：募资主要用于产能扩张与自动化产线建设

募集资金	募集资金用途	详细说明	总投资额
34.3亿港元	提高产能，包括广东省江门及深圳建立产业园	江门产业园：2022年6月第一期投产，江门一期投资12亿元，二期合计投资27-30亿元；深圳产业园投资10.4亿元（RMB） 2023年第二期投产，建筑面积44万平方米，产能将增加1.2亿/月 深圳产业园：2024年投产，18.7万平方米，产能将增加5190万/月	元，一二期合计投资27-30亿元；深圳产业园投资10.4亿元（RMB）
17.15亿港元	在新生产基地实施自动化生产及装配线、升级集团级ERP系统及现有工厂	江门一期和二期自动化生产及装配线将分别于2022年及2024年前安装，2025年前在深圳的新产业园逐步安装该等新自动化生产及装配线	江门一期和二期自动化生产及装配线将分别耗资约人民币7.4/9.2亿元，ERP系统花费5000万港元、现有工厂升级花费1.5亿港元 研究院建设花费7亿，8.25亿用于研发
12.1亿港元	投资研发，包括深圳设立集团级研究院、开发新加热技术及支付产品认证开支	研究院：6万平方米，2025年运营	
3.43亿港元	拨付运营资金及其他一般企业用途	-	

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

图表45：公司年产能及利用率情况

(亿标准单位)	2016	2017	2018	2019
面向企业客户销售	2.20	2.94	6.47	11.26
产能利用率	65.97%	88.98%	79.40%	62.50%
电子雾化设备产能	1.65	1.79	2.97	5.93
产能利用率	75.50%	77.72%	69.63%	72.38%
电子雾化组件产能	0.55	1.15	3.50	5.34
产能利用率	37.45%	106.43%	87.70%	51.54%
面向零售客户销售 APV 产能	0.06	0.11	0.19	0.25
产能利用率	20.76%	43.18%	53.25%	49.40%

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

图表46：思摩尔主营业务构成

年份		2016A	2017A	2018A	2019A
电子雾化设备	收入 (亿元)	5.03	6.92	11.24	44.77
	YoY		37.57%	62.43%	298.31%
	毛利润 (亿元)	1.05	1.09	2.92	21.1
	YoY		3.81%	167.89%	622.60%
	毛利率	20.4%	15.8%	26.0%	47.1%
	产能 (亿)	1.65	1.79	2.97	5.93
	产量 (亿)	1.25	1.39	2.07	4.29
	销量 (亿)	1.45	1.91	1.99	5.12
	平均单价 (元)	3.5	3.6	5.7	8.7
	电子雾化组件	收入 (亿元)	0.07	3.12	13.68
YoY			4357.14%	338.46%	52.92%
毛利润 (亿元)		0.02	1.02	5.77	8.81
YoY			5000.00%	465.69%	52.69%
毛利率		25.50%	32.50%	42.18%	42.14%
产能 (亿)		0.55	1.15	3.50	5.34
产量 (亿)		0.21	1.23	3.07	2.75
销量 (亿)		0.01	0.70	2.94	2.80
平均单价 (元)		10.7	4.5	4.7	7.5
APV		收入 (亿元)	1.97	5.61	9.42
	YoY		184.77%	67.91%	10.62%
	毛利润 (亿元)	0.67	2.09	3.22	3.61
	YoY		211.94%	54.07%	12.11%
	毛利率	34.16%	37.17%	34.18%	34.68%
	产能 (亿)	0.06	0.11	0.19	0.25
	产量 (亿)	0.01	0.05	0.10	0.13
	销量 (亿)	0.01	0.05	0.09	0.13
	平均单价 (元)	159.5	118.1	108.9	81.8
	合计	收入 (亿元)	7.07	15.65	34.34
YoY			121.36%	119.42%	121.64%
毛利润 (亿元)		1.72	4.19	11.91	33.52
YoY			143.60%	184.25%	181.44%
毛利率		24.3%	26.8%	34.7%	44.1%

资料来源：思摩尔招股书 国元证券研究中心 注释：产销量为公司所换算的标准单位

图表47：思摩尔利润表

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
营业收入	7.07	15.65	34.34	76.10
营业成本	(5.35)	(11.46)	(22.43)	(42.58)
毛利	1.72	4.19	11.91	33.20
其他收入-经营	0.18	0.05	0.16	0.49
其他经营净收益	0.09	(0.18)	0.03	(0.23)
应收贸易账款及应收票据减值亏损	(0.02)	(0.01)	(0.04)	(0.05)
销售费用	(0.19)	(0.51)	(0.99)	(1.58)
管理费用	(0.33)	(0.63)	(1.23)	(3.27)
研发费用	(0.15)	(0.61)	(1.06)	(2.77)
财务费用	(0.01)	(0.03)	(0.08)	(0.18)
除税前溢利	1.30	2.27	8.69	25.67
所得税	(0.23)	(0.38)	(1.35)	(3.93)
净利润与综合收益总额	1.06	1.89	7.34	21.74
单位：亿元，CNY				

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心



CONTENTS

- 1、为什么说电子烟政策风险无忧？
 - 2、电子烟市场空间广阔，有20倍增长空间
 - 3、思摩尔公司概况：雾化芯+电子烟制造全球龙头
 - 4、亿纬锂能：受益思摩尔上市，动力电池+TWS电池持续高增长，维持亿纬锂能买入评级
- 风险提示

亿纬锂能前瞻布局电子烟赛道，2014年投资电子烟公司麦克韦尔，7月10日思摩尔上市后，亿纬锂能将持有思摩尔33.11%股权，我们认为这部分股权在2025年市值1491亿元（中性情况）。

我们假设思摩尔盈利能力不变，考虑思摩尔在HNB和雾化路线持续发力，根据电子烟行业渗透率以及思摩尔市占率做敏感性分析，推算思摩尔中长期对应市值

核心假设：

1) 2020年电子烟渗透率6.2%，2025年19.76%，2030年54.11%；假设及测算过程如下

参考招股书弗若斯特沙利文对于雾化电子烟和加热不燃烧烟（测算得出）的2019-2024年复合增速，我们假设雾化电子烟2019-2030年复合增速为24.9%，HNB2019-2030年复合增速为39.7%；

2019年中国烟草销量4735万箱，同比下滑0.2%；全球（不含中国卷烟）销量6000万箱，同比下滑2%；综上，我们假设传统卷烟每年销量下滑1%，此处不参考招股书卷烟预测增速；

根据招股书数据，测算出不含HNB其他烟草2019-2024年复合增速为4.12%，我们假设不含HNB的其他烟草2019-2030年复合增速均为4.12%

图表48：电子烟市场规模及渗透率测算

市场规模（亿美元）	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
卷烟	7633	7557	7481	7406	7332	7259	7186	7114	7043	6973	6903	6834
雾化电子烟	367	458	573	715	893	1116	1506	2033	2745	3705	5002	6753
HNB	61	85	118	165	231	322	450	629	879	1228	1715	2396
不含HNB的其他烟草	593	634	672	703	723	726	756	787	820	853	889	925
总体市场规模	8654	8734	8844	8989	9179	9423	9899	10564	11486	12759	14509	16908
雾化电子烟渗透率	4.24%	5.25%	6.47%	7.95%	9.73%	11.84%	15.21%	19.25%	23.89%	29.04%	34.48%	39.94%
HNB渗透率	0.70%	0.97%	1.34%	1.84%	2.51%	3.42%	4.55%	5.95%	7.65%	9.62%	11.82%	14.17%
电子烟渗透率	4.94%	6.22%	7.81%	9.79%	12.24%	15.26%	19.76%	25.20%	31.55%	38.66%	46.30%	54.11%

资料来源：思摩尔招股书，国元证券研究中心

核心假设

2) 思摩尔盈利能力不变

3) 思摩尔市占率敏感性分析

i、保守情况，维持16.5%市占率，2020年净利润27亿元，2025年利润87亿元，给予2025年30倍估值，对应2608亿元

2) 中性情况，思摩尔每年市占率增加2%，2020年净利润31亿元，2025年净利润150亿元，给予2025年30倍估值，对应4506亿元

3) 乐观情况，思摩尔每年市占率增加4%，2020净利润34亿元，2025年净利润213亿元，给予2025年30倍估值，对应6403亿元

图表49：思摩尔中长期利润预测

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
电子烟渗透率		4.94%	6.22%	7.81%	9.79%	12.24%	15.26%	19.76%	25.20%	31.55%	38.66%	46.30%	54.11%
保守假设，市占率不变	思摩尔市占率	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
	净利润（亿元）	21.74	27.36	34.37	43.09	53.87	67.14	86.96	110.88	138.80	170.11	203.71	238.08
中性假设，市占率年提升2%	思摩尔市占率	16.50%	18.50%	20.50%	22.50%	24.50%	26.50%	28.50%	30.50%	32.50%	34.50%	36.50%	38.50%
	净利润（亿元）	21.74	30.67	42.70	58.75	79.99	107.83	150.20	204.97	273.40	355.69	450.63	555.53
乐观假设，市占率年提升4%	思摩尔市占率	16.50%	20.50%	24.50%	28.50%	32.50%	36.50%	40.50%	44.50%	48.50%	52.50%	56.50%	60.50%
	净利润（亿元）	21.74	33.99	51.03	74.42	106.11	148.52	213.44	299.05	407.99	541.27	697.55	872.97

资料来源：思摩尔招股书 国元证券研究中心

三元软包进入戴姆勒、现代起亚和小鹏供应链，三元方形电池持续培育投入：1) 2020H1戴姆勒海外销量相对稳定，预计全年对戴姆勒出货2GWh；2) 2019年子公司亿纬集能收到了现代起亚发出的供应商选定通报，六年订单需求达13.48GWh，预计2020下半年，公司逐步开始供货现代起亚；3) 公司软包电池配套小鹏P7，受益小鹏P7销量增长。综合来看，公司2020年三元动力电池收入有望达到25.5亿元。

磷酸铁锂竞争力持续增强，进入盈利期：1) 公司2019年2.5GWh满产满销，铁锂电池已经具备一定竞争力，20年扩产3.5GWh，全年出货有望大幅增加。2) 2020年迎来通信储能领域增长大年，随着锂电对铅酸的逐步替换以及5G基站铺设的储能扩容需求，全年储能业务有望大幅增长。

图表50：公司产能情况

(GWh)	广东惠州	湖北荆门	扩产中	合计
方形磷酸铁锂	-	2.5	3.5 (荆门)	6
方形三元	-	2	-	2
软包三元电池	3.0 (戴姆勒)	-	6.0 (起亚)	9
圆柱三元	1	2.5	-	4
合计	4	7	9.5	21

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图表51：公司动力储能业务收入拆分情况

单位：百万元	2020E	2020Q2	2020Q1	2019E
动力电池-磷酸铁锂收入	1,544	130	122	1,650
出货量(GWh)	2.27	0.18	0.17	2.26
单价(元/Wh)	0.68	0.72	0.72	0.73
动力电池-三元方形、软包收入	2,550	190	190	210
出货量(GWh)	3.00	0.20	0.20	0.20
单价(元/Wh)	0.85	0.95	0.95	1.05
储能电池收入	1,000	98	162	160
出货量(GWh)	1.56	0.15	0.25	0.24
单价(元/Wh)	0.64	0.65	0.65	0.68
动力储能收入合计	5093.60	417.10	474.25	2020.00

资料来源：国元证券研究中心

- **三元圆柱**：公司三元圆柱产能合计3.5GWh，主要客户包括TTI、小牛、格力博等，将持续受益于海外电动工具需求增长，以及国内电动两轮车锂电渗透率提升。
- **TWS电池**：公司突破瓦尔塔专利封锁，进入三星供应链；随着TWS耳机发展，预计公司会持续拓展客户，销量有望高速增长，预计2020年销量达到5000万颗。
- 此外，随着电子烟爆发以及智能家居（蓝牙音箱）、可穿戴设备的销量增长（如小米手环等），全年消费锂电有望实现较快增长。

图表52：小牛电动车销量（辆），假设单车1.2度电，19年装机506MWh

	2017A	2018A	2019A
NQi	86,524	117,289	116,693
MQi	54,001	122,233	75,802
UQi	48,942	100,063	206,747
Gova	/	/	22,085
合计	189,467	339,585	421,327
YoY		79.2%	24.1%

图表53：预计TWS耳机电池出货5000万颗，实现收入7.5亿元

单位：百万		2020E	2020Q2	2020Q1	2019E
收入	消费电池-小型3C	1,650	325	310	900
	其他3C(收入/百万)	900	250	160	900
	TWS电池(收入/百万)	750	75	150	-
	TWS出货(万颗)	5000	500	1000	-
	单价(元/颗)	15.00	15.00	15	-
净利率	消费电池-小型3C	21%	12%	16%	12%
	其中TWS	30%	30%	30%	-
净利润	消费电池-小型3C	346.5	39	49.6	108
	其中TWS	225	22.5	45	-

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

- 公司锂原电池市占率第一，多年来保持复合增速10%以上增长，具有良好盈利能力与现金流情况。
- ETC**：估算公司2019年ETC装了7000-8000万套，公司产品质量高，市占率有望持续提升。
- 智能电表**：公司市占率70%以上，随着智能电表的替换周期启动，预计全年出货量超过5000万套，成为新的增长亮点。

图表54：预计锂原电池实现收入19.5亿元

单位：百万	2020E	2020Q2	2020Q1	2019A
锂原电池收入	1,947	452	404	1,891
1)ETC电池	556	139	139	724
2) 智能电表	359	86	90	215
3) 其他	1032	227	175	952
净利率	22%	21%	21%	24%
净利润	428	95	85	460

资料来源：工信部，电能革新，国元证券研究中心

图表55：ETC与智能电表收入测算

ETC

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
年末保有量(万辆)	24,000	25,411	26,541	27,686	28,848	30,028
新增车辆	2808	2611	2400	2472	2546	2623
报废车辆	1,200	1,200	1,271	1,327	1,384	1,442
报废率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
新增OBU (万套)	1,535	10,344	6,948	2348.40	2418.85	2491.42
渗透率		70.83%	94%	94.09%	94.17%	94.24%
替换需求OBU (万套)			950	903	857	857
合计 (万套)		10,344	7898	3251		
电池单价 (元/套)	9.00	10.00	10.00	9.00	8.00	8.00
亿纬锂能市占率	70%	70%	80%	80%	80%	80%
出货量 (万套)	1075	7241	6319			
ETC对应收入(百万)	97	724	556	169	155	159
YoY		649%	-23%	-70%	-8%	3%

智能电表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
国网智能电表招标数量 (万只)	5651	7652	7652	9947.6	9450	6615
YoY	23.95%	35.41%	0%	30%	-5%	-30%
公司市占率	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
假设均为单相电表，配单只电池，单价5元	5	5	5	5	5	5
收入 (百万)	212	287	287	373	354	248
修正 (2019年压单至2020年完成)，假设压单25%		215	359			

资料来源：工信部，电能革新，国元证券研究中心

- 公司是锂原电池绝对龙头，长期保持稳定增长，2020年受益智能电表替换周期，对冲ETC退坡影响。小型消费锂电已切入海外主流TWS耳机品牌供应链，产品壁垒高，盈利能力强，消费锂电在5G物联背景下有望逐点突破，保持较强的盈利能力三元软包电池绑定奔驰、起亚和小鹏等优质客户，受益全球电动化浪潮，整体进入盈利期。与此同时通信储能扩容大年，公司储能业务潜力有望爆发。前瞻布局电子烟，持有全球电子烟龙头思摩尔33.11%股权，思摩尔2019年市占率16.5%，并且处于持续高增长态势，我们认为这部分股权在2025年市值1271亿元（中性情况）。
- 预计公司2020-2022年营收分别为106.9/145.2/195.2亿元，同比增长66.73%/35.83%/34.42%，归母净利润分别为23.86/33.06/45.21亿元，同比增长56.77%/38.56%/36.76%，EPS分别为1.30/1.79/2.45元，维持买入评级。

图表56：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4351.19	6411.64	10690.40	14520.91	19519.29
收入同比(%)	45.90	47.35	66.73	35.83	34.42
归母净利润(百万元)	570.71	1522.01	2386.05	3305.99	4521.23
归母净利润同比(%)	41.49	166.69	56.77	38.56	36.76
ROE(%)	16.02	20.15	24.41	25.27	25.69
每股收益(元)	0.31	0.83	1.30	1.79	2.45
市盈率(P/E)	174.02	65.25	41.09	29.66	21.69

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

- 1) 新能源汽车销量不达预期，动力电池销量不达预期；
- 2) 电子烟销量不达预期；
- 3) TWS电池销量不达预期；
- 4) 电子烟政策监管风险。



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn