



中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告 · 轻工行业 · 美股公司动态研究

雾芯科技（RLX.N）：国内雾化电子烟龙头品牌， 乘风而上快速成长

分析师：罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

SAC 执证编号：S1440519060003

发布日期：2021年1月21日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供，由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请参阅最后一页的重要声明。

目录

一、雾芯科技（悦刻）：快速崛起的国内雾化电子烟龙头品牌

二、行业：雾化电子烟赛道高速增长，国内市场潜力巨大

三、政策监管：重点防范未成年人吸烟，静候电子烟国标落地

四、公司驱动：产品持续迭代，渠道高速扩张，品牌不断强化

五、投资建议与风险提示

1.1 多轮融资优势明显，悦刻雾化电子烟快速崛起

- 雾芯科技（悦刻）成立于2018年1月2日，主营雾化电子烟RELX悦刻品牌业务，产品主要包括封闭式电子烟杆和烟弹等。公司于2020年12月31日正式向美国纳斯达克递交招股书，股票代码RLX，拟于2021年1月上市。
- 2019年悦刻即成为国内电子烟市场第一品牌。根据CIC数据，19年、20Q1-3悦刻品牌的国内市占率分别为48.0%和62.6%，20年9月市占率则高达67.6%。

图表：雾芯科技（悦刻）发展历程



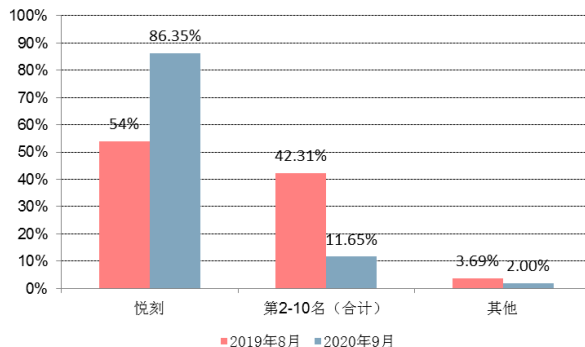
1.1 多轮融资优势明显，悦刻雾化电子烟快速崛起（续）

- 悦刻多轮融资资金优势凸显，品牌渠道高速扩张。公司自2018年1月成立后，已先后开展共计7轮融资，IPO前融资金额合计已超过4.4亿美元。悦刻利用募集资金提前实现产品品牌化、抢占消费者心智，同时在2019年11月国内禁止线上渠道销售、行业融资难度变大后，依靠线下渠道快速布局不断抢占市场份额。

图表：雾芯科技（悦刻）融资历程

时间	融资轮次	融资金额
2018年9月	天使轮	3600万元人民币
2018年9月	A轮	1230万美元
2018年11月	A+轮	2490万美元
2019年2月	B轮	2210万美元
2019年4月、5月	C轮	7500万美元
2019年8月、2020年1月	C+轮	1,073亿美元
2020年9月	D-1轮	重新指定一定数量天使轮与A轮股份
2020年9月	D-2轮	1.824亿美元

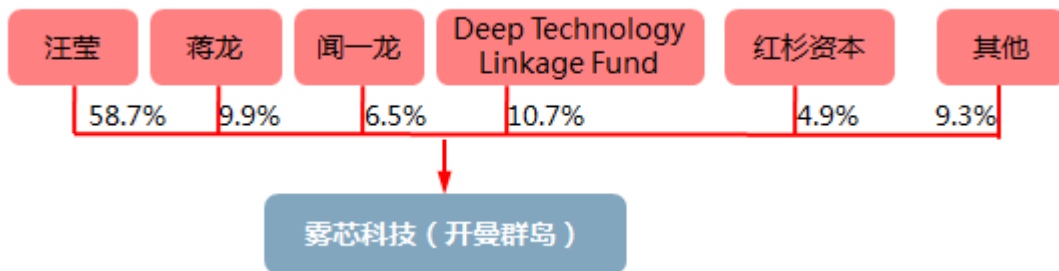
图表：电子烟品牌市场占有率变化



1.2 股权结构稳定，公司实控人为汪莹女士

- 根据2021年1月15日招股书，雾芯科技上市定价为8-10美元/ADS，拟发行1.165亿股ADS募资10.845亿美元。以招股价中间值计算，悦刻本次IPO发行估值约为139.79亿美元。
- **公司股权结构相对稳定，汪莹为实际控制人。**公司通过VIE结构实现海外上市，其中海外母公司为设立在开曼群岛的Relx Inc.，上市主体为RLX Technology Inc.。其中以董事长兼首席执行官汪莹为首的高管团队合计持股58.7%；另外两位创始人蒋龙、闻一龙分别持股9.9%和6.5%；此外，源码资本旗下Deep Technology Linkage Fund、红杉中国分别持股10.7%、4.9%。

图表：雾芯科技股权结构相对稳定



1.3 管理团队年轻优秀，分工协作优势互补

- **悦刻管理团队年轻且优秀，优势互补协同作战。**公司创始团队成员来自顶级电子消费品、快速消费品、互联网、咨询和投资公司，其中三位联合创始人均曾就职于优步中国、董事长兼CEO汪莹为前优步中国负责人。一方面，优秀的团队背景使得公司在创立6个月即获得源码资本等的天使投资；另一方面，三位联合创始人汪莹、蒋龙、闻一龙分别负责统筹协调、渠道建设和产品研发，优势互补助推公司成长。

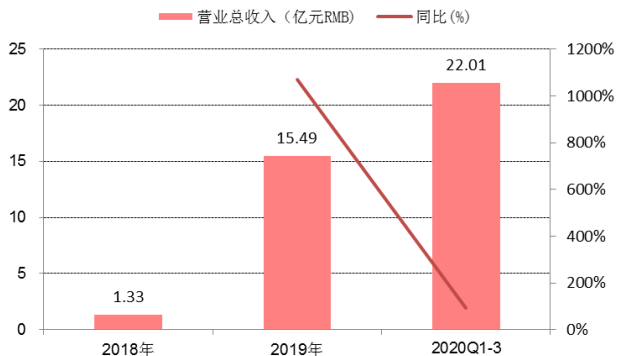
图表：雾芯科技（悦刻）管理团队年轻且优秀，优势互补

姓名	年龄	公司职务	工作经历与背景
汪莹	39	联合创始人、董事长兼CEO	曾担任优步中国总经理，任职于贝恩咨询。
蒋龙	42	联合创始人、董事、渠道销售负责人	曾任职优步中国、百加得、欧莱雅、宝洁等
闻一龙	32	联合创始人、董事、研发与供应链负责人	曾任职优步中国，担任奔驰工程师
Yueduo Zhang	34	财务主管	曾任职于元璟资本、上汽集团以及毕马威
Zhenjing Zhu	36	独立董事	现担任CBC Capital投资总监，曾任职于国泰资本、中信私募股权基金

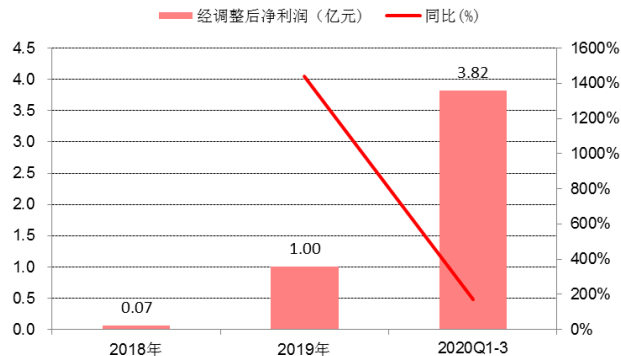
1.4 业绩：营收增长提速，盈利大幅向好

- 根据招股书，公司2019年、2020Q1-3实现营收15.49、22.01亿元人民币，分别同比增长1068%、93%；实现经调整后净利润1.00、3.82亿元，分别同比增长1442%、170%。
- **分季度看，20Q3当季业绩明显提速。**其中20Q1、20Q2、20Q3 公司营收分别同比增长85%、86%、101%，经调整后净利润分别同比增长-24%、156%、281%。
- **分渠道看，线下经销贡献主要收入。**2019年公司线下经销、线上电商、线下直营收入占比分别为73.5%、26.1%、0.4%。受2019年11月线上禁售影响，公司全面转向线下销售，2020Q1-3线下经销占比提升至98.2%、线下直营占比为1.8%。

图表：雾芯科技营业收入及增速



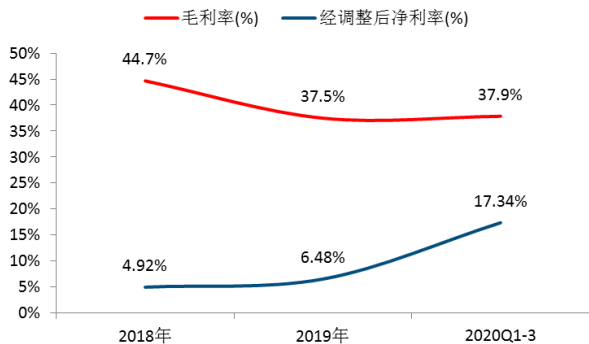
图表：雾芯科技经调整后净利润及增速



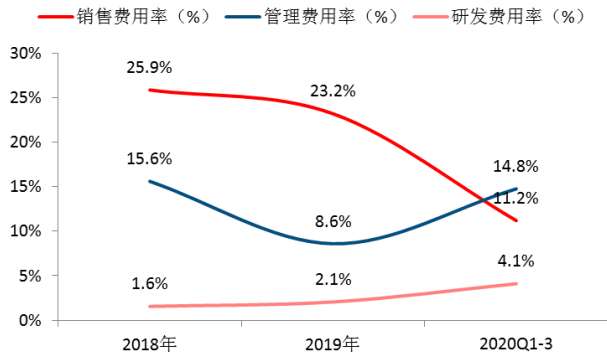
1.4 业绩：营收增长提速，盈利大幅向好（续）

- **毛利率方面**，2018年至2020Q1-3公司毛利率分别为44.7%、37.5%、37.9%，其中2019年下降主要原因系公司为渠道商扩大让利。
- **净利率方面**，2018年至2020Q1-3公司经调整后净利率分别为4.9%、6.5%、17.3%，其中20Q3当季达22.0%。
- **销售费用率大幅下行，助力盈利释放**。线上禁售政策降低公司对线上营销费用支出，公司2019年、2020Q1-3销售费用率分别为23.2%、11.2%，分别同比下降2.6pct、12.0pct。

图表：雾芯科技盈利能力向好



图表：雾芯科技销售、管理、研发费用率变化



目录

一、雾芯科技（悦刻）：快速崛起的国内雾化电子烟龙头品牌

二、行业：雾化电子烟赛道高速增长，国内市场潜力巨大

三、政策监管：重点防范未成年人吸烟，静候电子烟国标落地

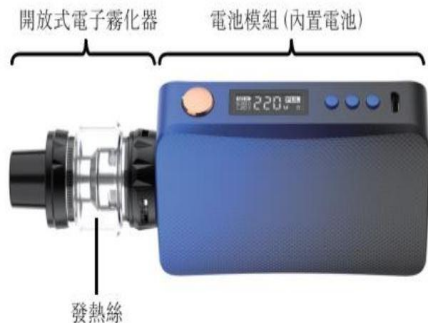
四、公司驱动：产品持续迭代，渠道高速扩张，品牌不断强化

五、投资建议与风险提示

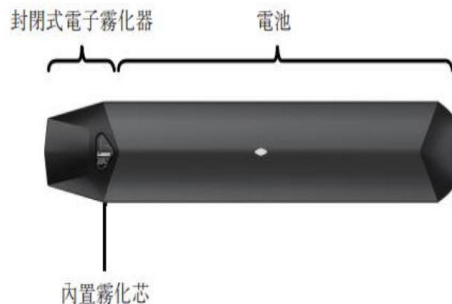
2.1 雾化电子烟包含开放式、封闭式产品

- 新型烟草制品主要包括蒸汽式电子烟、加热不燃烧烟草制品（HNB，Heat Not Burning）、无烟烟草制品等，具有无需燃烧、提供尼古丁、几乎无焦油等三大特征。
- 蒸汽式电子烟：又称作雾化电子烟，主要由电池（烟杆）+雾化器+含有烟油的烟弹等构成，其中烟油主要由尼古丁、丙二醇、丙三醇及香精等混合而成。使用时通过电池供电驱动雾化器，烟弹中的烟油经过雾化器的加热可雾化成蒸汽，供吸烟者吸入，从而达到传统烟草制品的愉悦效果。
- 蒸汽式电子烟有两种主要形式—开放式和封闭式：（1）开放式电子烟配备大功率电池以及独立雾化器，用户可以自己手动添加烟油，针对娱乐需求，消费群体以年轻人为主；（2）封闭式电子烟包括换弹式、一次性小烟，烟油封闭预置、可直接更换烟弹使用，设备体积小，主要针对戒烟需求。

图表：蒸汽式电子烟-开放式电子雾化设备



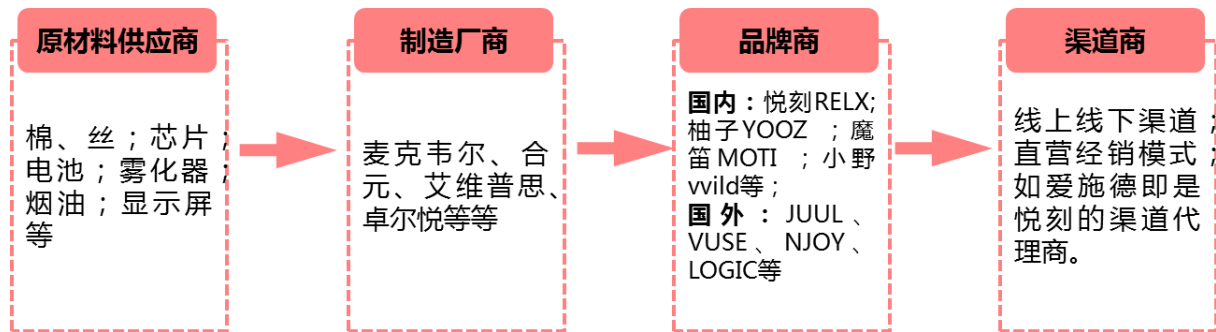
图表：蒸汽式电子烟-封闭式电子雾化设备



2.2 雾化电子烟产业链：制造商、品牌商相对核心

- 雾化电子烟产业链主要分为上游原材料供应商与制造商、品牌商以及下游渠道商等多个环节：
- 其中产业链上游为原材料供应商与制造商主要技术集中于电池、雾化器和烟油，核心在于雾化器。中游品牌商通过下游经销网络或者直营渠道对接终端消费者。一方面，具有技术研发壁垒的ODM制造工厂掌握主导权；另一方面，品牌商既需要与制造商合作研发和迭代产品，又需要构建庞大经销网络将产品推向消费者，产业链地位显著。

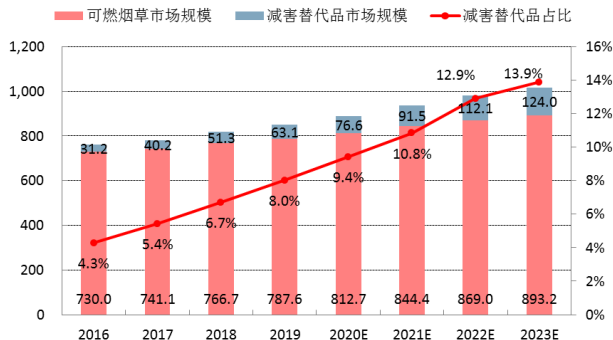
图表：雾化电子烟产业链分布



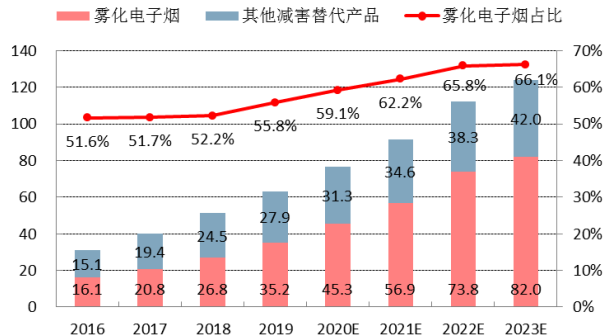
2.3 烟草减害趋势明显，雾化电子烟高速成长

- **全球烟草减害趋势明显。**2016-2019年全球烟草减害替代品市场规模从312亿美元提升到631亿美元，占全球烟草市场比例从4.3%提升到8.0%，年复合增速为26.3%；预计2023年全球烟草减害替代品市场规模将达到1240亿美元，占整体烟草市场比例将提升至13.4%。
- **雾化电子烟高速成长，已成为主要烟草减害替代品。**2019年雾化电子烟产品占全球减害替代品市场的55.8%，规模约为352亿美元；预计2023年规模将提升至820亿美元，2019-2023年复合增速为23.5%。

图表：全球可燃烟草、减害替代品市场规模（10亿美元）



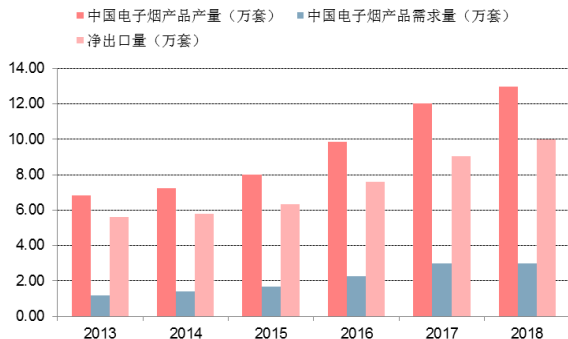
图表：全球减害替代品细分市场规模（10亿美元）



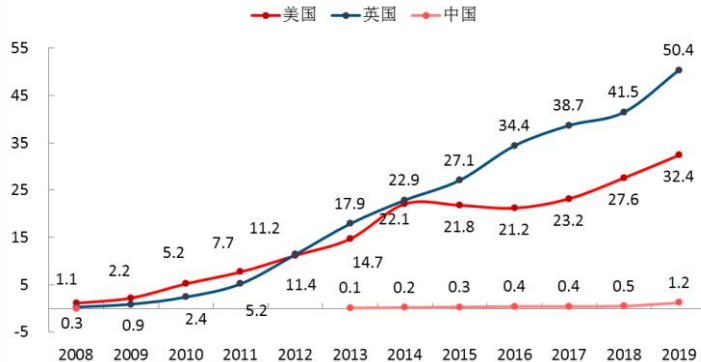
2.4 中国为电子烟主要生产国，用户渗透率远低于欧美

- **我国系全球电子烟最大生产基地，出口总量占全球90%以上。**2017年我国电子烟产品及配套产品的产量分别达到8284万套和12.01亿个，其中大部分出口海外市场，国内市场的电子烟产品及配套产品需求量分别仅为679万套和2.98亿个。国内又以深圳地区集中了全球主要电子烟产能，聚集了超过600家相关公司。
- **国内电子烟用户渗透率远低于欧美。**美国、英国的雾化电子烟用户渗透率从2016年的21.2%、34.4%分别增长至2019年的32.4%、50.4%。2019年中国烟民数量达到2.867亿，占到全球近三分之一，但电子烟用户渗透率仅为1.2%，潜在发展空间较大。

图表：中国电子烟行业供需情况



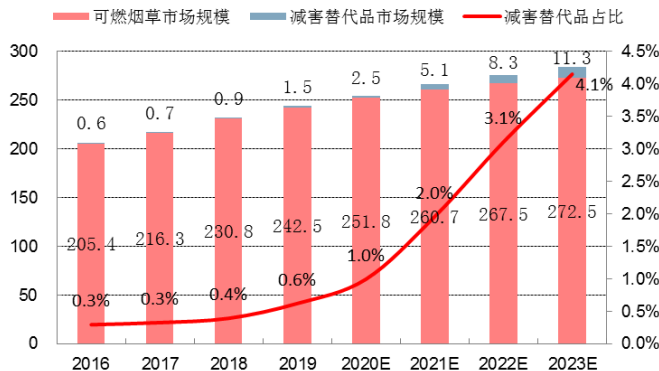
图表：2008-2019年中美英三国雾化电子烟用户渗透率 (%)



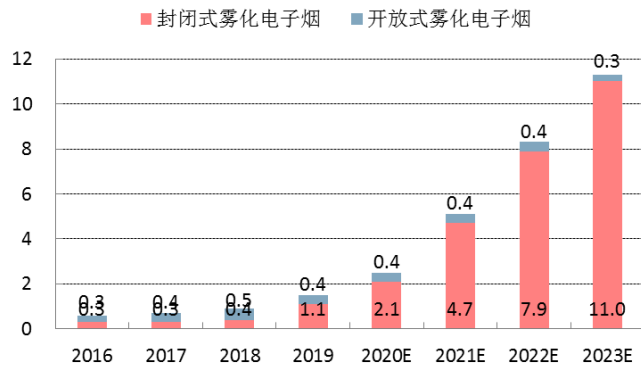
2.5 国内雾化电子烟市场预期高增，以封闭式产品为主

- 国内雾化电子烟市场预期高速增长，2019-2023年复合增速将达65.9%。2019年中国雾化电子烟市场规模为15亿美元，占整体国内烟草市场的0.6%；预计2023年国内雾化电子烟市场规模将达到113亿美元，占比将达4.0%，2019-2023年复合增速为65.9%。
- 其中封闭式雾化电子烟是中国市场主流产品，2019年规模为11亿美元、占国内市场的73.3%。预计2023年国内封闭式雾化电子烟市场规模将达到110亿美元，2019-2023年复合增速为77.5%，届时将占到国内市场的97.1%。

图表：中国可燃烟草、减害替代品市场规模（10亿美元）



图表：中国雾化电子烟市场规模（10亿美元）



目录

一、雾芯科技（悦刻）：快速崛起的国内雾化电子烟龙头品牌

二、行业：雾化电子烟赛道高速增长，国内市场潜力巨大

三、政策监管：重点防范未成年人吸烟，静候电子烟国标落地

四、公司驱动：产品持续迭代，渠道高速扩张，品牌不断强化

五、投资建议与风险提示

3.1 电子烟减害性渐获认可，防范未成年人吸烟成重点

- 2018 年以后，随着雾化电子烟市场爆发式增长，各国纷纷开始针对雾化电子烟推出更加严格的监管政策。从全球范围内看，不少国家已承认雾化电子烟的减害性，目前出台的各种禁令主要目的为防范未成年人吸烟；其中主要手段包括禁售调味型电子烟及限制线上渠道销售。
- 例如，英国卫生部2015 年便公开表示电子烟相对传统卷烟减害达95%。英国卫生部2015 年开始多次公开表示对电子烟减害性的认可，在其2020 年3 月关于电子烟的第六份报告“英格兰的电子烟：2020 年证据更新摘要”指出青少年使用电子烟并没有大幅度增加，而禁止调味电子烟会降低烟民从卷烟转向电子烟的积极性，从而增加健康风险。

图表：英国卫生部2015 年便公开表示电子烟相对传统卷烟减害达95%

Research and analysis

E-cigarettes: an evidence update

An expert review of the latest evidence concludes that e-cigarettes are around 95% safer than smoked tobacco and they can help smokers to quit.

3.1 电子烟减害性渐获认可，防范未成年人吸烟成重点（续）

以国内政策监管为例：

- 2018年8月31日，国家市场监督管理总局及国家烟草专卖局联合发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，**明确禁止向未成年人出售电子烟。**
- 2019年11月1日，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局联合发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，防止未成年人通过互联网购买并吸食电子烟，敦促相关企业或个人停止通过互联网销售电子烟及发布广告；**同时，一方面认定电子烟为传统卷烟的补充、对线上销售电子烟进行管控，另一方面也表明对于电子烟的监管态度是推动良性发展而非全面取缔。**
- 2020年7月14日，为进一步保护未成年人免受电子烟侵害，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局制定了《电子烟市场专项检查行动方案》提出，通过专项检查，以更加严格的监管措施、更加严厉的治理手段，全面清理互联网电子烟售卖，全面强化对互联网平台的监管，切实保护未成年人身心健康。

3.2 行业协会引导规范发展，静候电子烟国标落地

- 2017年1月14日，中国电子商会电子烟行业委员会（隶属工信部）在深圳成立，剔除要重点从会员、行业大会、行业标准、培训、国际交流等方面开展工作。
- 为应对蒸汽式电子烟乱象，电子烟强制性国家标准项目在2017年10月11日立项。根据国家标准信息公共服务平台信息，目前国家强制性标准《电子烟》制定已进入“审查”阶段。

图表：电子烟国家强制性标准已处于“正在审查”状态

国标 计划	20171624-Q-456 电子烟	正在审查
	📄 国际标准分类号 (ICS) 65.160 📄 中国标准分类号 (CCS) X87	
	📄 英文标题 Electronic cigarette	
	📄 制修订 制订	
	📄 组织起草部 国家烟草专卖局 门	
	📄 技术委员会 全国烟草标准化技术委员会	
📄 项目周期 24 个月		
		📅 下达于 2017-10-11

目录

一、雾芯科技（悦刻）：快速崛起的国内雾化电子烟龙头品牌

二、行业：雾化电子烟赛道高速增长，国内市场潜力巨大

三、政策监管：重点防范未成年人吸烟，静候电子烟国标落地

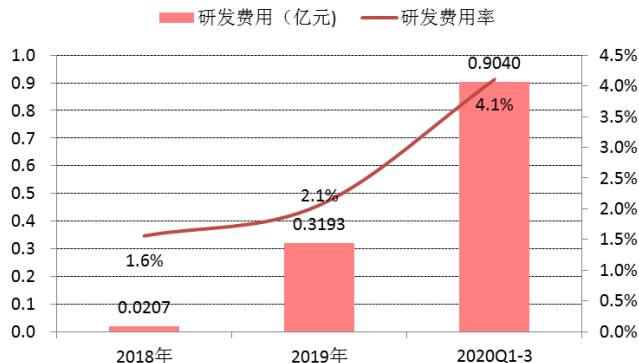
四、公司驱动：产品持续迭代，渠道高速扩张，品牌不断强化

五、投资建议与风险提示

4.1 重视研发，产品快速迭代，产品力助推销量增长

- **悦刻重视产品研发，持续加大投入。**2018年、2019年、2020Q1-3公司研发费用率分别为1.6%、2.1%、4.1%，其中单季度研发费用从2019Q1的338万元提升至2020Q3的3855万元、增长超10倍。
- **专利技术行业领先，打造系统性科学研究平台。**目前公司在全球共提交专利申请425件，其中54%为发明专利申请，行业内遥遥领先。同时公司在深圳分别设立RELX理化实验室和生命科学实验室，其中2019年启用的RELX理化实验室主要从事电子雾化器相关的安全性检测和创新研究，为国内首家通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认证；2020年9月启用的生命科学实验室则是中国电子烟行业首个生物科学实验室，将系统性研究和减轻与电子蒸汽产品相关的健康风险。**公司关于雾化液的研究论文还被刊登在国家烟草专卖局新型烟草行业内刊《新烟》上。**

图表：悦刻重视研发，不断加大研发投入



图表：坚持打造优质产品体验，科学研究成果获得烟草局认可



一款产品的诞生

悦刻产品的诞生 历经381天研发时间，91天长期测试，23个DOE版本验证，6轮用户调研和内测，耗损工程样品13900+个，大大提升防漏油能力。

381天 研发时间	91天 长期测试	23个 DOE版本验证
6轮 用户调研&内测	13900+个 工程样品耗损	

悦刻的雾化液方向

悦刻将自己的研究成果发表在国家烟草专卖局关于新型烟草行业的内刊《新烟》

烟草局认可

作为电子烟雾化企业的论文，被刊登在国家烟草专卖局新型烟草行业内刊《新烟》。



4.1 重视研发，产品快速迭代，产品力助推销量增长（续）

- **产品矩阵不断丰富，满足不同消费者需求。**悦刻主要产品为封闭式电子烟杆和烟弹，成立三年内已针对不同人群和消费习惯发布5代不同系列产品，持续优化和改进产品。其中第四代产品悦刻“无限”获得德国红点设计奖。
- **此外，悦刻为消费者提供多种口味与色彩选择。**一般而言，雾化电子烟消费人群对多样化的产品选择更为看重。悦刻提供的系列产品包含多种口味，如悦刻第一代产品包含22种、第四代产品悦刻“无限”包含13种，满足了不同消费者需求。

图表：悦刻产品矩阵不断丰富，前后推出5个系列产品

	悦刻一代	悦刻阿尔法	悦刻灵点	悦刻无限	悦刻幻影
产品图示					
发布时间	2018年	2019年4月	2019年8月	2020年1月	2020年12月
产品售价	299元/1杆2弹	399元/1杆2弹	450元/1杆4弹	268元/1杆	268元/1杆
烟弹容量	2ml	1.6ml	1.5ml	2ml	2ml
口味数量	22	20	14	13	7

4.1 重视研发，产品快速迭代，产品力助推销量增长（续）

- **与思摩尔合作打造专属工厂，严苛品控全面把握产品质量与安全。**悦刻最大供应商为全球电子雾化设备龙头思摩尔国际，2019年全球市占率达到16.5%。自2018年4月量产后，悦刻产品销量高速增长，为此公司在2019年8月与思摩尔国际合作启用专属工厂；悦刻对该工厂要求极高，目前专属工厂已通过了通常适用于食品制药企业的GMP优良制造规范国际认证。
- **RELX悦刻品牌与思摩尔国际陶瓷雾化品牌FEELM相互赋能，长期合作不断深入。**作为核心供应商，2019年、2020Q1-3思摩尔占悦刻采购总额的比例分别达到72%、79%。在思摩尔优质供应链的稳定支持下，悦刻产品供应足以匹配自身快速增长的销售需求。

图表：与思摩尔合作打造全球规模最大的电子烟专属工厂



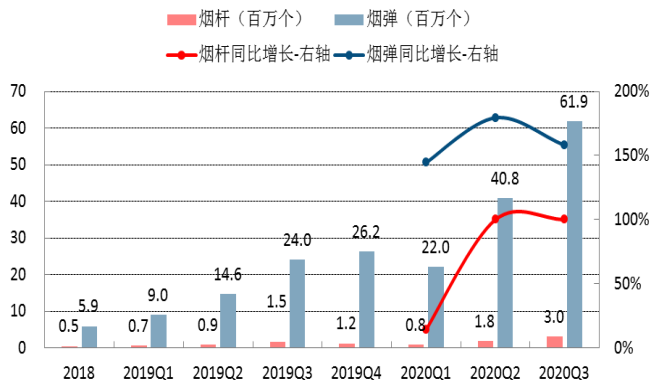
图表：悦刻所用Feelm陶瓷芯对比棉芯优势明显

FEELM 雾化芯	棉芯
<p>雾化分子颗粒小，雾气细腻且均匀，口感绵柔纯净</p> <p>一致性好，从第一口到最后一口体验始终如一</p> <p>精准雾化适于人体吸收的粒子，有效成分传输效率较棉芯提高50%</p> <p>温度控制均匀，不易糊芯，没有焦味</p> <p>陶瓷碗状结构，封胶性强，大大降低漏液可能</p> <p>抽吸超静音，体验佳</p> <p>世界级检测标准，自动化批量生产，卓越品质保证</p>	<p>雾化分子颗粒大，雾气浓烈但不均，口感易粘腻</p> <p>一致性差，抽吸过程中体验感逐步降低</p> <p>同等容量下，有效成分传输效率差</p> <p>温度控制不均匀，易糊芯，易产生焦味</p> <p>棉芯结构疏松，松紧性差，易产生漏液问题</p> <p>抽吸有明显声，体验不好</p> <p>传统手工绕丝制作，品质难以稳定保障</p>
<p>口感</p> <p>一致性</p> <p>传输效率</p> <p>焦味</p> <p>漏液率</p> <p>抽吸体验</p> <p>品质</p>	

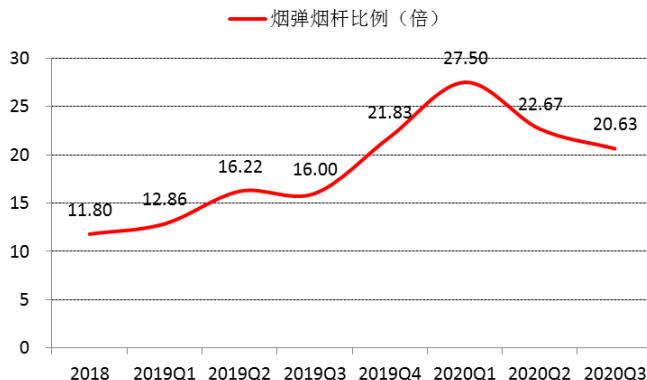
4.1 重视研发，产品快速迭代，产品力助推销量增长（续）

- **产品力渐获认可，消费者粘性不断增强。**从悦刻产品销售看，20Q1-3公司烟杆销量为560万支、烟弹销量为1.25亿颗，烟弹/烟杆出货比例为22.27，2018、2019年这个比例分别为11.8、17.16。即使受19年11月线上禁售和20年初新冠疫情冲击，悦刻从20Q2开始销售快速反弹，其中2、3季度烟杆销售增速均达到100%、烟弹销售增速均超过150%。

图表：悦刻烟杆、烟弹销售变化



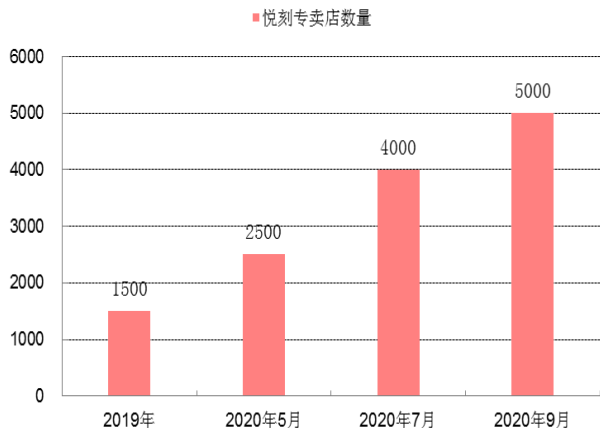
图表：悦刻烟杆烟弹比例上升，预示消费者粘性持续增强



4.2 全方位支持经销商，积极拓展线下渠道

- 19年11月国内线上禁售电子烟后，公司全面转向线下销售。20Q1-3公司线下经销占比达到98.2%、直营占比为1.8%。公司经销网络分为品牌专卖店和店中店/授权店两种形式，其中悦刻专卖店根据店铺面积分为悦刻小铺、迷你店、标准店以及明星店。截至2020年9月30日，公司在全国专卖店数量超过5000家，授权分销网点达到10万多家。

图表：悦刻专卖店数量统计



图表：悦刻线下专卖店门店形态丰富

门店类型	面积要求	实景图示
明星店	大于等于 15 平米	
标准店	大于等于 15 平米	
迷你店	5-15 平米	
悦刻小铺	5 平米	

4.2 全方位支持经销商，积极拓展线下渠道（续）

- 一方面，RELX悦刻将代理商看做公司的核心价值合作伙伴。代理商享有系统化培训、渠道制胜战略、新星竞技场、激励式考核、悦刻帮帮团等多维度品牌赋能，可实现小投入大回报。
- 另一方面，公司为最大程度支持代理商开店，针对专卖店、店中店/授权店等不同模式制定极简合作流程以及全面服务支持，其中专卖店、店中店/授权店最快分别可7天、5天完成开店。同时，公司在官网、Relx Me APP等多个线上开放入口、搭建社区平台，构建和运营新零售私域流量，为消费者提供产品介绍、门店查询以及客户服务等。

图表：悦刻店中店/授权店支持政策



图表：悦刻代理商合作流程



4.2 全方位支持经销商，积极拓展线下渠道（续）

- **借助爱施德渠道优势实现终端快速开拓。**爱施德是国内3C数码领域的数字化分销和零售服务商，也是全国最大的苹果手机经销商，截至2020年6月末已在全国设立30多个分支机构和办事处，服务31个省级区域，覆盖T1-T6全渠道和10万家实体门店及线上零售商。
- 成立于2017年的一号机科技是爱施德旗下的新零售平台，面向非通讯产品和终端服务开拓分销业务，2019年9月与RELX悦刻达成了悦刻“无限”和“云白”系列的全国经销授权合作。**20年前三季度一号机科技门店与悦刻共同发力，作为分销商为悦刻贡献了收入的15.1%。**

图表：爱施德业务产业布局



图表：爱施德2019年9月与RELX悦刻达成全国经销授权合作



4.3 多项措施保护青少年，龙头品牌不断强化

- 2019年公司先后推出“守护者计划”和未成年人智能保护系统——“向阳花系统”，将保护未成年人免受电子烟侵害作为第一守则，明确“反对未成年人使用电子烟、公司反对在未成年人面前使用电子烟”两大主张，从产品标示、营销渠道、技术革新等方面持续发力，积极推动龙头品牌影响力不断提升。

图表：2019年初悦刻正式启动“守护者计划”



图表：2019年12月，悦刻推出未成年人智能保护系统——“向阳花系统”

向阳花系统



全店扫描

门店摄像头自动识别人脸，判断顾客年龄



FaceID技术

悦刻结合公安部统一身份校验系统，确保人证合一，才可以进行购买



“电子围栏”

通过大数据、GPS、POI自动过滤不符合法律规定的开店地址



烟弹追溯机制

烟弹、烟杆“一物一码”，发现未成年人持有产品，可通过系统快速定位售卖源头，严惩售卖方

目录

一、雾芯科技（悦刻）：快速崛起的国内雾化电子烟龙头品牌

二、行业：雾化电子烟赛道高速增长，国内市场潜力巨大

三、政策监管：重点防范未成年人吸烟，静候电子烟国标落地

四、公司驱动：产品持续迭代，渠道高速扩张，品牌不断强化

五、投资建议与风险提示

5.1 重点推荐雾芯科技、思摩尔国际

- **雾芯科技 (RLX.N)** 作为国内雾化电子烟龙头品牌，产品、渠道、品牌优势明显。伴随全球雾化电子烟持续渗透，以及行业监管逐渐趋于规范，公司未来预计保持高增，推荐重点关注！
- 同时，**思摩尔国际 (6969.HK)** 作为全球最大的电子雾化设备制造商，技术研发优势显著，客户资源丰富，同时有望受益于行业监管趋于规范带来的集中度加速提升，持续看好思摩尔国际的成长潜力。预计思摩尔国际2020-2021年营业收入分别为106.51、154.88亿元人民币，同比增长39.87%、45.42%；经调整后净利润为36.39、51.97亿元人民币，同比增长67.39%、42.82%；对应最新PE分别为120.8x、84.6x。
- **风险提示**：雾化电子烟政策收紧、加征电子烟消费税、核心客户更换供应商、行业竞争加剧、技术路线迭代风险等。

分析师介绍

罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016年加入中信建投。2018年《新财富》轻工制造行业第三名、《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind金牌分析师轻工制造行业第一名；2019年《新财富》轻工制造行业入围奖、《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第四名、新浪金麒麟最佳分析师第四名、《财经》最佳分析师第二名；2020年《新财富》轻工制造行业入围奖、《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第四名、新浪金麒麟最佳分析师第四名、Wind金牌分析师轻工制造行业第二名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北
塔22楼2201室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22
层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csci.hk

