

行业研究/动态点评

2021年01月24日

行业评级:

轻工制造 增持 (维持)

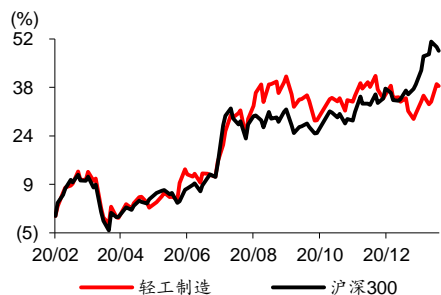
陈羽锋 SAC No. S0570513090004
研究员 SFC No. BPX276
025-83387511
chenyufeng@htsc.com

周鑫 SAC No. S0570520090001
研究员 02128972068
zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《轻工制造: 地产交易具韧性, 家居零售稳健修复》2021.01
- 2 《轻工制造: 行业周报 (第二周)》2021.01
- 3 《轻工制造: 行业周报 (第一周)》2021.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

悦刻登陆美股, 电子烟再迎催化

核心观点: 国内电子烟市场快速发展, 雾芯科技赴美上市催化板块情绪

雾芯科技 (RLX US) 于北京时间 1 月 22 晚在美国纽交所上市, 旗下悦刻是中国龙头雾化电子烟品牌, 据招股说明书数据, 悦刻 2020 年前三季度营收同比增长 93.3%至 22.0 亿元, 在国内封闭式电子烟市场占有率高达 62.6%。我们认为产品快速更新迭代带来的用户体验提升、19 年 11 月线上禁售电子烟后头部品牌线下渠道快速扩张加强消费者触达是近两年电子烟行业快速发展的驱动力。当前电子烟品牌线下渠道拓展力度不断加大, 国内电子烟市场迎来快速发展, 同时思摩尔国际 (6969 HK)、雾芯科技等产业链龙头上市进一步催化板块情绪, 建议关注电子烟产业链相关标的。

悦刻: 国内雾化电子烟龙头品牌, 产品与渠道护城河深厚

据招股说明书, 雾芯科技 2019 年/2020 年前三季度营收分别为 15.49/22.01 亿元, 同比分别增长 1068%/93%; 经调整后净利润分别为 1.00/3.82 亿元。据 CIC 数据, 悦刻 2020 年前三季度国内销售市占率达到 62.6%, 2020 年 9 月单月市占率达到 67.6%, 龙头优势明显。产品端, 悦刻推出五代系列产品迎合用户需求; 渠道端, 19 年 11 月线上禁售电子烟后加大线下布局, 据招股说明书, 截至 20Q3 公司拥有超过 5000 家品牌专卖店与 10 万家合作零售渠道店。此次赴美上市, 公司募资 14 亿美元将主要用于产品技术研发、分销及零售网络强化、供应链优化等, 进一步夯实公司竞争优势。

国内电子烟品牌加速线下开店, 渠道扩张有望带动产业链快速发展

2019 年 11 月, 我国烟草专卖局, 国家市场监督管理总局发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》, 叫停电子烟线上销售, 在此影响下国内电子烟品牌商纷纷布局线下渠道。除雾芯科技线下渠道快速扩张、募资进一步强化线下销售网络外, YOOZ (未上市)、雪加 (未上市) 等电子烟品牌亦加大线下拓展力度, 根据蓝洞新消费, YOOZ 2021 年计划新开专卖店 1 万家, 给予经销商金额高达 6 亿元; 雪加于 2020 年 12 月更新加盟店补贴政策, 给予加盟商开店最高 9.2 万元补贴。展望 2021 全年, 我们认为电子烟品牌商开店铺货有望提速, 进而带动电子烟全产业链的发展。

产品迭代+渠道快速扩张, 我国电子烟渗透率有望持续提升

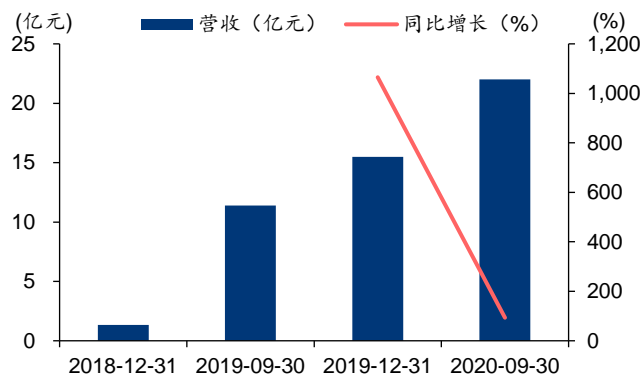
据 CIC 数据, 2019 年我国电子烟市场规模约 15 亿美元, 电子烟渗透率仅为 1.2%, 其中封闭式小烟占整体电子烟市场的 74.1%, CIC 预计 2023 年中国雾化电子烟市场规模有望达到 113 亿美元, 其中封闭式小烟规模有望达到 110 亿美元。我们认为随着产品持续迭代、消费者对电子烟认可度不断提升以及电子烟销售渠道的快速扩张, 电子烟行业有望迎来快速发展。

建议关注电子烟产业链相关标的

国内电子烟市场快速发展有望带动产业链企业加速成长, 其中上游包括电子烟内部电池、芯片、烟油厂商, 电子烟包装供应企业; 中游主要是电子烟制造端企业, 以及国内电子烟品牌商; 下游主要包括电子烟的销售渠道。

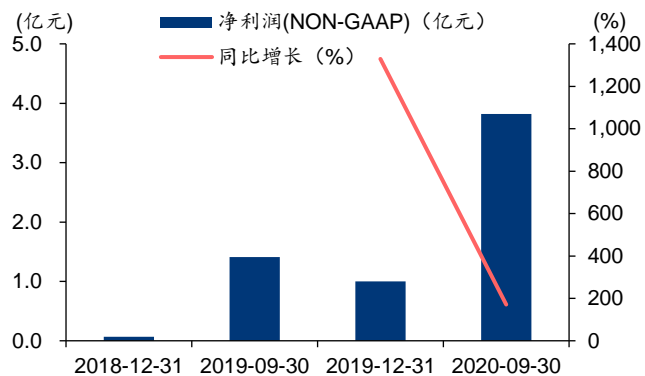
风险提示: 电子烟政策风险、行业竞争加剧。

图表1：2018年以来雾芯科技营收情况



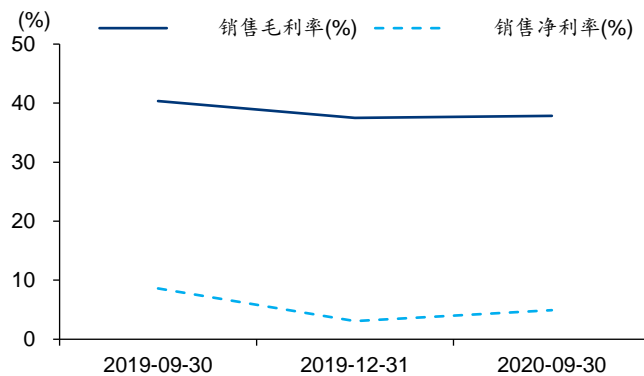
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2018年以来雾芯科技净利润 (NON-GAAP) 情况



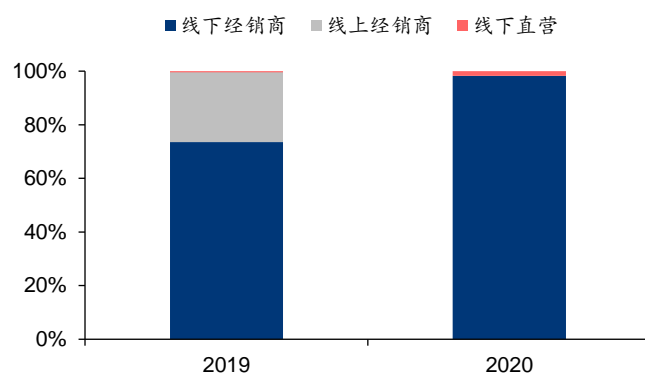
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：2019年以来雾芯科技销售毛利率，销售净利率情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：2019年以来雾芯科技分渠道销售占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，陈羽锋、周鑫，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈羽锋、周鑫本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com