

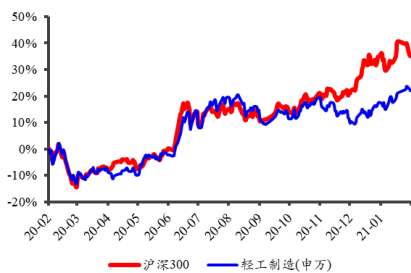


新型烟草市场高速扩容，制造商与品牌商乘势崛起

行业评级：增持

报告日期：2021-3-1

行业指数与沪深300走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

主要观点：

中国拥有全球最多的烟民，烟草行业税利是重要财政收入来源。2018年中国的卷烟销售额占全球卷烟消费的44.6%。2020年烟草财政总额占全国财政收入的6.58%。

新型烟草制品被广泛视为传统烟草制品的减害替代物。2019年，英国国家卫生研究所发现，电子烟在帮助吸烟者戒烟方面的效果是尼古丁替代疗法（NRT）的两倍。新型烟草制品分电子烟与加热不燃烧两类。我国明确禁售加热不燃烧设备，电子烟是主流新型烟草制品。

全球电子烟市场增长远快于传统卷烟行业，预计2024年达到1115亿美元。全球电子烟市场规模从2014年的124亿美元增长至2019年的367亿美元，年复合增长率24.2%。预计到2024年，全球电子烟市场规模能达到1115亿美元，年复合增长率高达24.9%，电子烟的市场份额将由2019年的4.2%增加至2024年的9.3%。

美国是最大的电子烟市场，2019年电子烟消费占全球的57.1%。预计2019到2024年，美国、欧盟及英国的电子烟市场规模将分别以年复合增长率25.5%和23.0%增长至644和207亿美元。

中国电子烟渗透率远低于欧美，2024年内销市场规模有望增至84亿美元。根据CIC，2019年中国电子烟的用户渗透率仅为1.2%，而英美的电子烟用户渗透率分别高达50.4%和32.4%，国内电子烟用户渗透率仍有很大的提升空间。2019年，中国电子烟市场规模仅27亿美元，预计到2024年，国内电子烟市场规模将以年复合增长率25.5%增长至84亿美元。

全球电子烟90%中国制造，产业链下游渠道价值占比过半。产业链中游和下游占有核心地位。我们推算出产业链中，2019年制造商的毛利率在50%左右（以思摩尔的陶瓷芯为例），净利率在28%左右，品牌商的毛利率在37%左右，净利率在17%左右，下游渠道在产业链中的价值占比过半。

多国对电子烟征收消费税，但国内监管法规和电子烟国标缺失。我国电子烟的监管进程主要停留在标准制定进行过程中，目前明确的是禁止向未成年人出售以及禁止线上销售。多国对电子烟征收消费税，目前我国卷烟综合税率为66.6%，但电子烟仅按普通消费品征税。参考海外市场，未来或有加征消费税等政策出台。

思摩尔国际是全球雾化科技解决方案的领导者。公司是全球最大电子雾化设备制造商，2019年市场份额占16.5%。收入利润近年来增势迅猛，连续四年实现倍增。尽管受到疫情影响，但根据公司发布的2020年正面盈利预告，2020年全年公司收入同比增10%-15%，经调整后纯利同比增长70%-75%。盈利能力持续提升，2016-2019年公司毛利率由24.31%稳步提升至44.05%，净利率从14.69%提升至28.55%。研发构筑技术壁垒，2019年，含有陶瓷加热技术的电子雾化设备的毛利率高达50.5%。

雾芯科技是国内份额绝对领先的电子烟品牌商。公司自成立起便专注于技术更新和产品开发，已推出五个系列的可充电封闭式电子烟产品。2019年和2020Q3，其封闭式电子烟的国内零售市场份额分别达到48%和62.6%，遥遥领先。2018年成立以来，公司营收与利润爆发式增长，营业收入由2018年的1.33亿元增加至2020年Q3的22.01亿元；调整后净利润从2018年的652万元增长至2020Q3的3.81亿元。盈利能力方面，公司2018/2019/2020Q3的毛利率分别为44.70%/37.5%/37.9%；调整后的净利率分别为4.91%/6.52%/17.34%。

风险提示：1) 行业面临政策风险；2) 制造类企业面临技术变革的风险；3) 品牌商存在渠道扩张不达预期的风险。4) 产品质量和产品安全的风险。

正文目录

1. 中国是全球最大的烟草产品市场，新型烟草制品方兴未艾	6
1.1 中国是全球最大的烟草产品市场，2020 年烟草财政总额占全国财政收入的 6.58%	6
1.2 新型烟草制品方兴未艾，封闭式电子烟是国内主流	7
2. 全球新型烟草市场快速扩容，中国电子烟渗透率远低于英美	9
2.1 全球烟草制品市场规模平稳增长，市场呈寡头垄断格局	9
2.2 中国电子烟渗透率远低于欧美，2024 年内销市场规模有望增至 84 亿美元	11
3. 全球电子烟 90%中国制造，产业链中下游渠道利润丰厚	13
4. 电子烟监管有待明晰，税收制度有待完善	15
4.1 美国：PMTA 门槛高，禁售调味烟，加强未成年人保护	15
4.2 日本及欧盟：日本严格限制电子烟，欧盟围绕五个重要方向监管	16
4.3 中国：线上禁售，加强未成年人保护，政策尚待明晰	17
4.4 税收：多国对电子烟征收消费税，我国电子烟税负远低于传统烟草	18
5. 思摩尔——雾化科技解决方案的全球领导者	20
5.1 研发构筑技术壁垒，厚积薄发成就雾化龙头	20
5.2 亿纬锂能入股，管理层行业经验丰富专业能力强	22
5.3 收入利润连续翻倍增长，盈利能力持续提升	24
5.4 销售以 ODM 模式为主，海外业务占比高	26
6. 雾芯科技——份额绝对领先的电子烟品牌商	29
6.1 三年打造电子烟销量第一品牌，2021 年赴美上市	29
6.2 创始人团队实力雄厚，注重员工激励激活团队活力	30
6.3 规模与利润爆发式增长，盈利能力持续提升	32
7. 风险提示	34

图表目录

图表 1 2019 年全球十大可燃烟草成人用户数 (百万人)	6
图表 2 中国烟草专卖层级结构	7
图表 3 中国历年烟草税利以及烟草财政总额及占当年财政收入比重 (亿元)	7
图表 4 各类烟草制品简介	8
图表 5 封闭式电子烟与开放式电子烟区分	8
图表 6 雾化液的主要成分经常用于制作日常食物 (除尼古丁外)	9
图表 7 全球烟草市场规模 (十亿美元) (2014-2024)	10
图表 8 按收益 (零售价格) 划分的全球电子烟市场规模 (十亿美元)	10
图表 9 全球卷烟市场竞争格局 (2018)	11
图表 10 按收益 (零售价格) 及货运地点划分的电子烟市场规模 (亿美元)	12
图表 11 全球电子烟消费占比 (2019)	12
图表 12 2008—2019 年电子烟在中美英三国的用户渗透率	13
图表 13 电子烟产业链上下游及代表企业	14
图表 14 电子烟产业链利润分布测算	14
图表 15 美国电子烟市场的监管	16
图表 16 欧盟及英国电子烟市场的监管 (2014/40/EU 号指令)	17
图表 17 中国电子烟市场的监管	18
图表 18 部分国家和地区对电子烟的征税体系	19
图表 19 思摩尔国际业务矩阵	20
图表 20 思摩尔国际发展历程	21
图表 21 思摩尔国际的股权结构 (超额配售发行后)	22
图表 22 思摩尔国际管理层履历	23
图表 23 思摩尔国际购股权分批解锁比例	23
图表 24 思摩尔国际历年营业收入及同比增速	24
图表 25 思摩尔国际历年扣非后归母净利润及同比增速	24
图表 26 思摩尔国际历年 ROE (平均)	25
图表 27 思摩尔国际历年的毛利率和净利率	25
图表 28 思摩尔国际主要业务的毛利率走势	25
图表 29 思摩尔国际历年各费用占收入的比重	26
图表 30 思摩尔国际历年的期间费用率走势	26
图表 31 思摩尔国际以面向企业客户销售为主	26
图表 32 思摩尔国际的主要产品销售占比	27
图表 33 思摩尔国际的主要产品平均销量走势 (万)	27
图表 34 思摩尔国际的主要产品的平均价格走势 (元)	28
图表 35 思摩尔国际的销售地区分布	28
图表 36 思摩尔国际历年的销售区域收入占比	28
图表 37 雾芯科技公司发展历程	29
图表 38 悦刻主要产品介绍	30
图表 39 悦刻向阳花系统	30
图表 40 雾芯科技股权结构	31
图表 41 核心管理人员简介	32

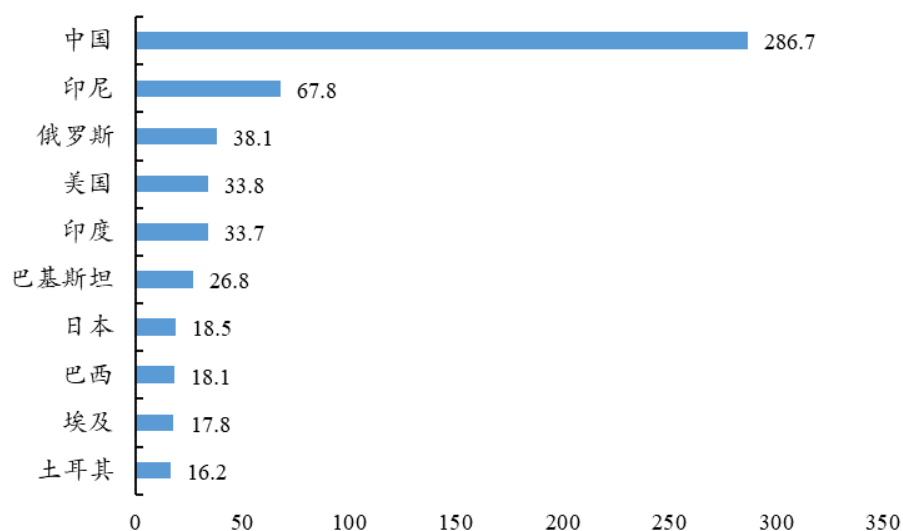
图表 42 历年营业收入及同比增速.....	32
图表 43 历年调整后净利润及同比增速.....	32
图表 44 各项费用率变动情况.....	33
图表 45 毛利率以及净利率变动.....	33
图表 46 雾芯科技的产品单价和单位成本（元）.....	33
图表 47 雾芯科技的烟杆和烟弹销量.....	34

1. 中国是全球最大的烟草产品市场，新型烟草制品方兴未艾

1.1 中国是全球最大的烟草产品市场，2020 年烟草财政总额占全国财政收入的 6.58%

中国拥有人数最多的烟民，是全球最大的烟草产品市场。根据 CIC，2019 年中国成年烟民数量达 2.87 亿，为全球第一。另据中烟香港的招股书，2018 年中国的卷烟销售额达 14,405 亿元，约占全球卷烟消费的 44.6%。

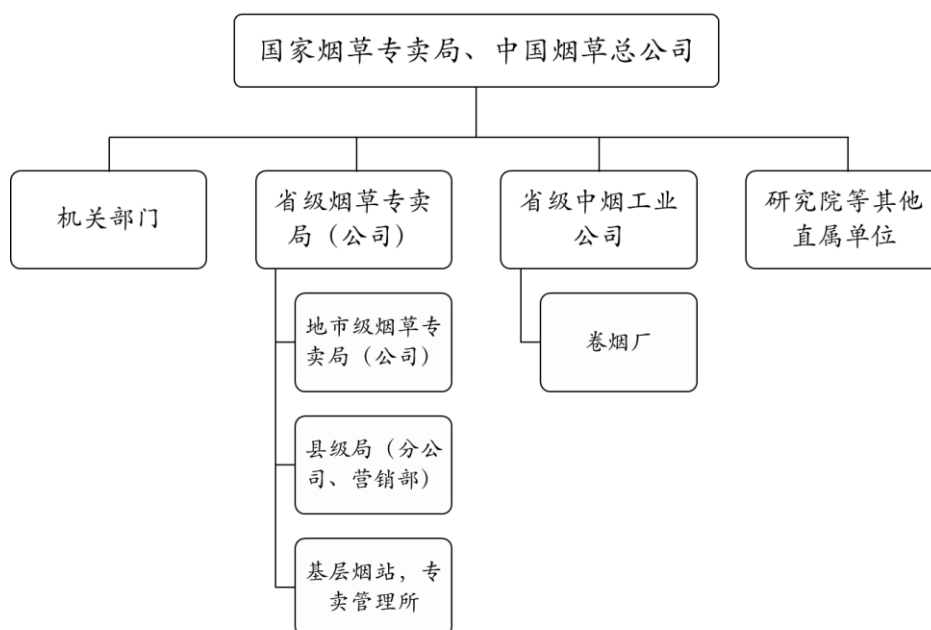
图表 1 2019 年全球十大可燃烟草成人用户数（百万人）



资料来源：CIC，华安证券研究所

根据《烟草专卖法》和《实施条例》，我国对烟草专卖品的生产、销售、进出口实行**专卖管理及采纳烟草专卖许可证制度**。烟草专卖品是指卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束及烟草专用机械，**尚没有包括新型烟草产品**。

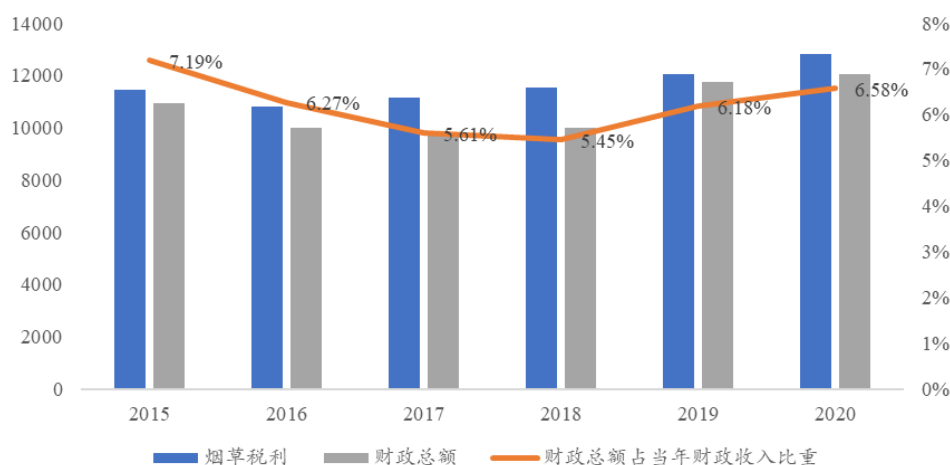
图表 2 中国烟草专卖层级结构



资料来源：华经情报网，华安证券研究所

烟草行业的税利是我国重要的财政收入来源，2020年烟草财政总额占全国财政收入的6.58%。据我国国家烟草专卖局公布的数据显示，2020年，烟草行业实现工商税利总额12803亿元和财政总额12037亿元，两者皆创历史新高，其中烟草财政总额约占全国一般公共预算收入的6.58%。从2015年到2020年，烟草财政总额占当年全国财政收入的比重不低于5.45%。

图表 3 中国历年烟草税利以及烟草财政总额及占当年财政收入比重（亿元）



资料来源：国家烟草专卖局，华安证券研究所

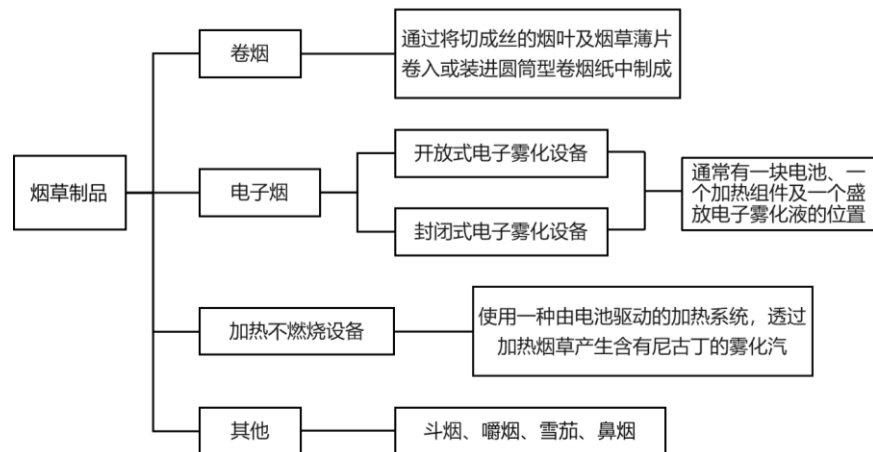
1.2 新型烟草制品方兴未艾，封闭式电子烟是国内主流

新型烟草制品主要分为电子烟和加热不燃烧两大类。其中，电子烟是一种使用者从中吸气时会散发出雾化的电子雾化液并且由电池供电的设备，主要包括开放式电子雾化

设备及封闭式电子雾化设备两种类型。电子烟通常由一块电池、一个加热组件及一个盛放电子雾化液的位置组成。**封闭式电子雾化设备是电子烟的主流。**

加热不燃烧产品是使用一种由电池驱动的加热系统，透过**加热烟草**生成含有尼古丁的雾化汽。日本是世界上最大的加热不燃烧烟草制品市场，占 2018 年全球销售收入的 50% 以上。中国于 2017 年开始生产加热不燃烧烟草制品但主要用于出口，**目前国内明文禁售加热不燃烧烟草制品。**

图表 4 各类烟草制品简介



资料来源：思摩尔招股书，华安证券研究所

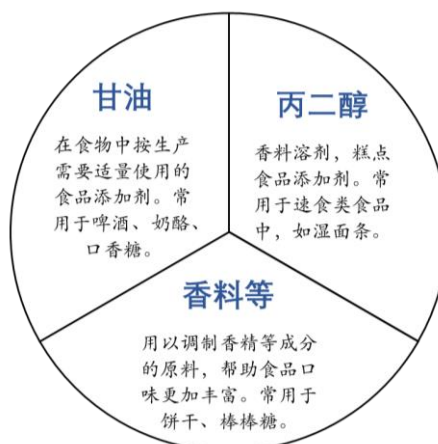
图表 5 封闭式电子烟与开放式电子烟区分

	开放式电子雾化设备	封闭式电子雾化设备
样式	<p>开放式电子雾化器 电池模组 (内置电池) 发热丝</p>	<p>封闭式电子雾化器 电池 内置雾化芯</p>
组件	可更换的发热丝及电池模块，且可自行注入不同电子雾化液	1) 封闭式电子雾化器 (包括雾化芯及电子雾化液) 2) 电池
雾化液区别	自行注油有更多选择，但存在良莠不齐情况	同一品牌产品，品质更稳定，体验一致
吸入口数	雾化液注入量没有限制，可重复添加	由于是预先注油，结构封闭，所以单次可吸入口数有限
雾化蒸汽量	产生蒸汽量更大	产生蒸汽量更小
特点	提供更多的个性化用户体验；	形状通常与笔或 USB 存储条相似，便于随身携带亦易于使用；一般可使用约 3 至 12 天，视消耗习惯而定
主流品牌	Aspire、Ijoy、Joyetech、SMOK 及 Vapresso	Blu、JUUL、Logic、NJOY、RELX、Vuse 及 Vype

资料来源：思摩尔招股书，华安证券研究所

尽管有争议，但新型烟草制品仍被广泛视为传统烟草制品的减害替代物。2019年，英国国家卫生研究所的研究发现，电子烟在帮助吸烟者戒烟方面的效果是尼古丁替代疗法（NRT）的两倍。根据悦刻官网，除尼古丁外，电子烟的雾化液主要成分如甘油、丙二醇、香料等经常用于制作日常食物。

图表 6 雾化液的主要成分经常用于制作日常食物（除尼古丁外）



资料来源：悦刻官网，华安证券研究所

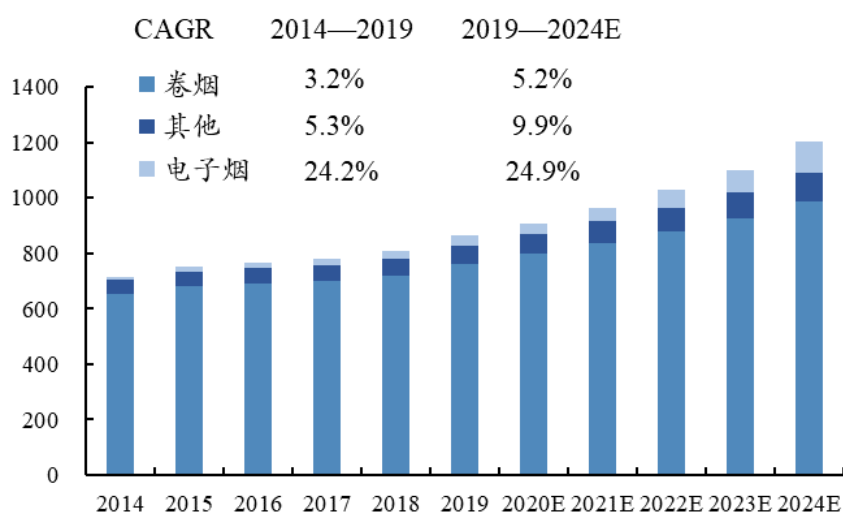
2. 全球新型烟草市场快速扩容，中国电子烟渗透率远低于英美

2.1 全球烟草制品市场规模平稳增长，市场呈寡头垄断格局

根据思摩尔招股书，按收益划分的全球烟草制品市场规模由2014年的7,157亿美元增长至2019年的8,654亿美元，年复合增长率为3.9%。预计到2024年，全球烟草市场规模将以复合年增长率6.8%进一步增长至12,020亿美元。

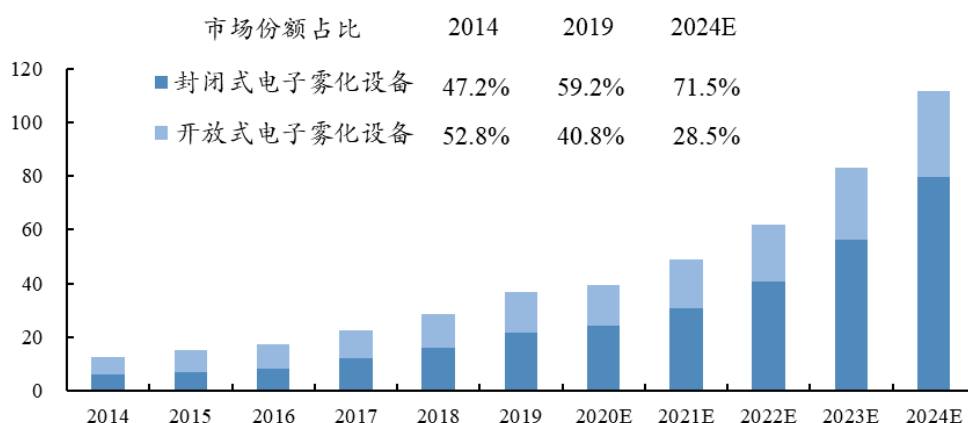
就销售价值而言，卷烟在所有烟草制品中占据主导地位，2019年其市场份额为88.2%，但其增长速度缓慢。

全球电子烟市场规模从2014年的124亿美元增长至2019年的367亿美元，年复合增长率为24.2%。根据弗若斯特沙利文，预计未来5年，全球电子烟市场规模将从2019年的367亿美元增长至2024年的1115亿美元，年复合增长率仍将高达24.9%，其市场份额将由2019年的4.2%增加至2024年的9.3%。

图表 7 全球烟草市场规模（十亿美元）（2014-2024）


资料来源：弗若斯特沙利文报告，思摩尔招股书，华安证券研究所

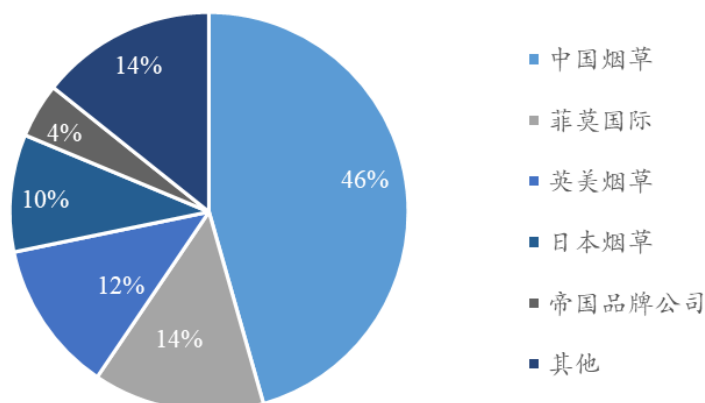
在全球电子烟市场中，封闭式电子雾化设备占主导地位。根据思摩尔招股书，以零售价格划分的收益计算，封闭式电子雾化设备的市场规模由 2014 年的 59 亿美元增加至 2019 年 218 亿美元，年复合增长率为 30%，**预计未来将以 29.6% 的年复合增长率增加至 2024 年的 797 亿美元**。开放式电子雾化设备的市场规模则由 2014 年的 66 亿美元增加至 2019 年的 150 亿美元，年复合增长率 17.9%，预计将以 16.3% 的年复合增长率增长至 2024 年的 318 亿美元。2019 年封闭式电子烟拥有 59.2% 的电子烟市场份额，**预期 2024 年将达到 71.5%**。

图表 8 按收益（零售价格）划分的全球电子烟市场规模（十亿美元）


资料来源：弗若斯特沙利文报告，思摩尔招股书，华安证券研究所

就市场格局而言，全球烟草市场呈现寡头垄断格局，传统卷烟市场已经实现较高的集中度。根据 2019 年世界烟草发展报告、烟草在线以及我们的估算，以销量计算，中国烟草及四大国际烟草巨头大约占据了全球 86% 的市场份额。

图表 9 全球卷烟市场竞争格局（2018）



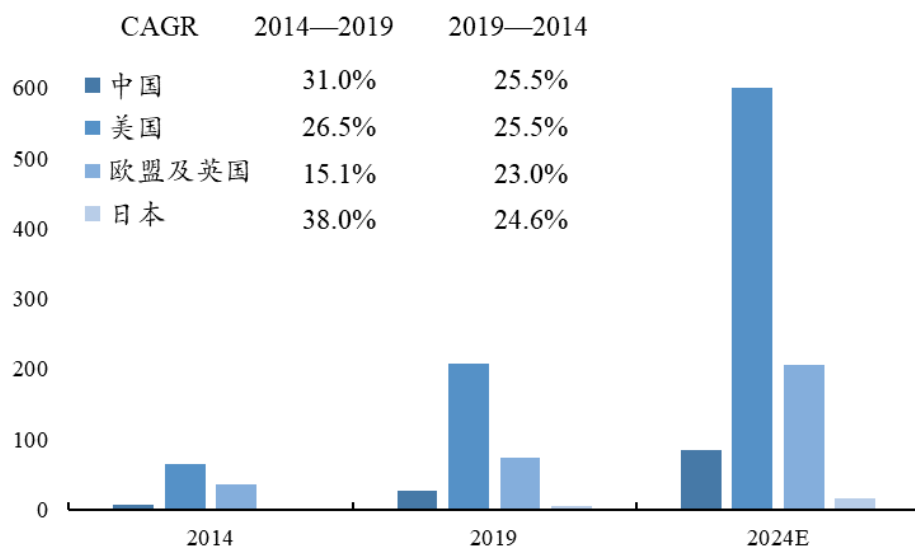
资料来源：世界烟草发展报告，华安证券研究所

2.2 中国电子烟渗透率远低于欧美，2024 年内销市场规模有望增至 84 亿美元

美国是电子烟最大的消费市场，市场规模从 2014 年的 64 亿美元增加至 2019 年的 207 亿美元，年复合增长率为 26.5%。2019 年，美国的电子烟消费占全球市场的 57.1%。2019 年，欧盟包括英国的电子烟市场为 73 亿美元，年复合增长率为 15.1%，占全球电子烟消费市场的 19.4%。预计 2019 到 2024 年，美国、欧盟包括英国的电子烟市场规模将分别以年复合增长率 25.5% 和 23.0% 增长至 644 和 207 亿美元。

与欧美市场相比，中国电子烟市场方兴未艾。根据思摩尔的招股书，中国电子烟市场规模从 2014 年的 7 亿美元增长至 2019 年的 27 亿美元，复合年增长率为 31.0%，2019 年国内电子烟消费占全球市场的 6.7%。预计 2019 到 2024 年，国内电子烟市场规模将以年复合增长率 25.5% 增长至 84 亿美元。

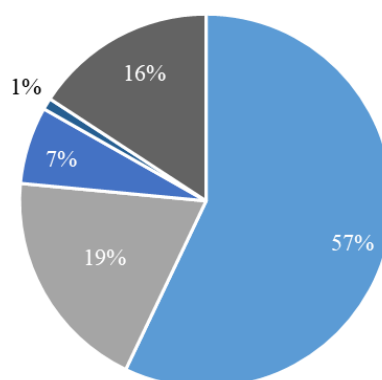
另根据中国电子烟行业委员会发布的《2020 年世界电子烟产业报告》，2020 年中国电子烟内销零售额预估 145 亿人民币，同比 2019 年的 112 亿人民币增长 30%。报告预测 2021 年中国电子烟内销零售额为 185 亿元人民币，未来以年复合增长 28% 增长至 2025 年内销零售额 498 亿元。

图表 10 按收益（零售价格）及货运地点划分的电子烟市场规模（亿美元）


资料来源：弗若斯特沙利文报告，思摩尔招股书，华安证券研究所

图表 11 全球电子烟消费占比（2019）

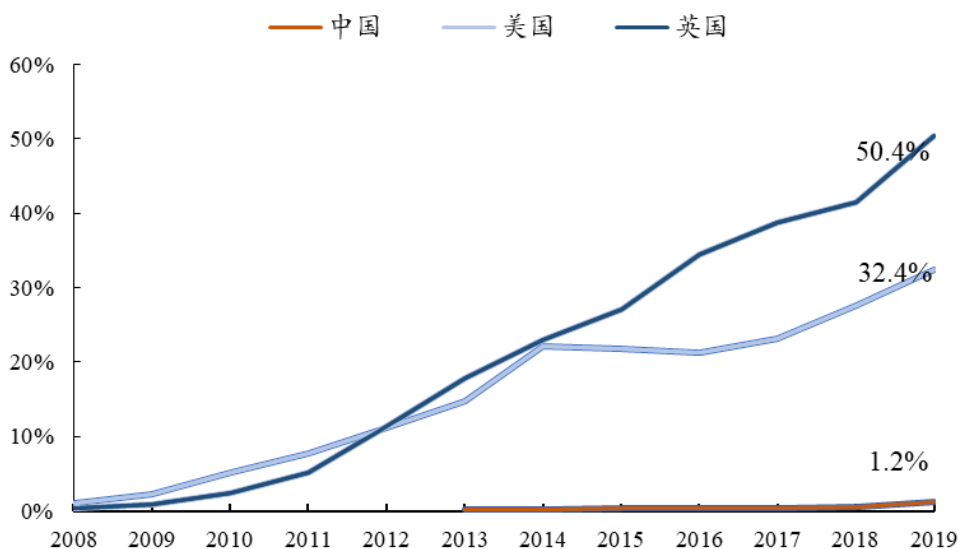
■ 美国 ■ 欧盟及英国 ■ 中国 ■ 日本 ■ 其他



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

从用户渗透率的角度分析，中国的电子烟用户渗透率远低于英美。据 CIC 报告，中国电子烟用户渗透率仅从 2016 年的 0.4% 增长至 2019 年的 1.2%。而 2019 年全球雾化电子烟渗透率约 4.2%，英美的电子烟用户渗透率分别高达 50.4% 和 32.4%。未来，国内电子烟用户渗透率仍有很大的提升空间。

图表 12 2008—2019 年电子烟在中美英三国的用户渗透率



资料来源：CIC，华安证券研究所

3. 全球电子烟 90%中国制造，产业链中下游渠道利润丰厚

电子烟产业链的上游板块包括原材料、零部件及劳工服务供货商；中游包括制造厂商及品牌商；下游主要是渠道商。中游和下游在产业链中占有核心地位。

上游的代表企业有华宝股份、亿纬锂能等。中游制造商以代工形式为品牌商生产烟具、烟弹等，例如掌握雾化核心技术的思摩尔国际、合元科技等。品牌商国内以悦刻、柚子、魔笛等为代表，国外以JUUL、NJOY、VUSE为代表。国内禁止电子烟在线上渠道销售后，下游销售渠道主要包括品牌体验店、专卖店、授权分销商、经销商、便利店等。

根据弗若斯特沙利文，估计 2019 年全球售出的电子雾化设备 90%以上来自中国。以思摩尔国际为例，公司提供体系完备的 ODM 业务模式，以高生产效率为品牌商提供电子雾化设备的制造服务，自主研发的陶瓷雾化芯具有较高的技术研发壁垒，在产业链中竞争优势显著。

图表 13 电子烟产业链上下游及代表企业

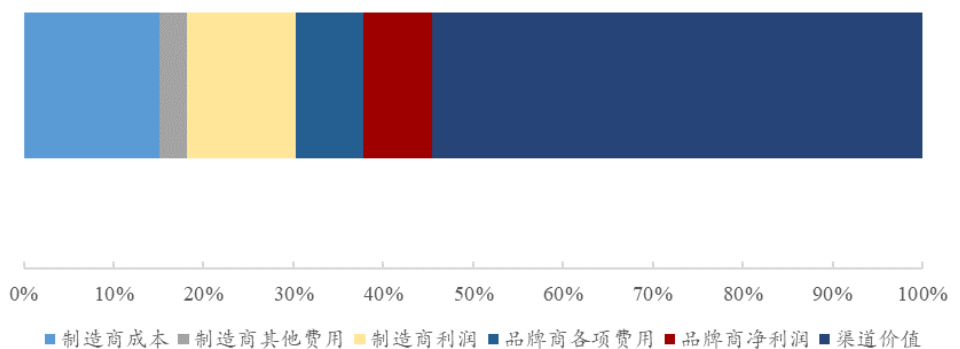


资料来源：华安证券研究所整理

在电子烟产业链中，下游渠道的利润空间相比其他消费品的渠道利润空间更大。主要是因为电子烟仍处发展早期，国内消费者认知亟待提升，线下渠道对于提供一手消费者体验及增加产品的曝光度都十分重要。

根据思摩尔和雾芯科技的历年业绩，我们推算在电子烟产业链中，2019年制造商的毛利率在50%左右（以陶瓷芯为例），净利率在28%左右，品牌商的毛利率在37%左右，净利率在17%左右，对应终端的销售价值，估算出下游渠道在产业链中的价值占比超过一半。

图表 14 电子烟产业链利润分布测算



资料来源：华安证券研究所整理

4. 电子烟监管有待明晰，税收制度有待完善

2016年，世界卫生组织建议各国政府应考虑禁止在室内场所使用电子烟，以保护非使用者免于被迫接触二手气溶胶，并应发布有关电子烟潜在健康风险的警告以及对电子烟征收更高税金。此后，各国监管机构已颁布或考虑不同水平及方面的法规。美欧等地区政策及法规的原则是确保电子烟的质量、消费者健康以及避免未成年人接触。日本对电子烟的生产及销售严格限制。

在中国，除禁止向青少年销售电子烟及透过互联网销售外，目前尚无明确的电子烟监管规定，就电子烟是否被视为烟草制品仍然存在不确定因素。不过，伴随国内部分电子烟产业链的企业登陆资本市场，相关话题持续引起热议，预计相关法律法规的出台指日可待。政策出台将促使行业门槛持续增加，有利于行业加速洗牌，提高行业集中度。

4.1 美国：PMTA 门槛高，禁售调味烟，加强未成年人保护

2016年8月8日，美国食品药品监督管理局（FDA）扩大其监管权力至包含电子烟。联邦食品、药品和化妆品法案规定所有电子尼古丁传送系统产品制造商须向食品药品监督管理局提交烟草上市前申请（PMTA）。美国作为全球电子烟市场最大的国家，FDA又是公认的食品、药品领域的最高检测标准，PMTA是全球电子烟监管的标志性事件。

根据此项规定，电子烟分为三类：1) 于2007年2月15日之前美国市场上的电子烟；2) 现有电子烟，主要包括自2007年2月15日至2016年8月8日期间于美国市场首次分销的产品；3) 新电子烟，主要包括自2016年8月8日前或截至该日未在美国市场分销或销售的产品。

这三类产品中，第二种现有电子尼古丁传送系统产品须于2020年9月9日前提交PMTA予FDA。而第三种新电子尼古丁传送系统产品引进美国市场前须对该等产品进行PMTA。

据了解，PMTA申请具体涉及到具体的型号、口味等细节。其中，烟油的申请审批难度已接近药品审批的复杂程度。一款电子烟PMTA申请下来对市场参与者的研发、技术、资金等实力有很高的要求。

此外，对电子烟的产品包装及广告、销售对象和调味烟禁售等，FDA也有明确规定：

1) **产品包装及广告的尼古丁警告及其他标签要求方面**，规定对含有尼古丁的所有电子烟产品的卷标须印列尼古丁上瘾警告声明。此外，含有视觉元素的有关产品的所有广告亦须注明警告。

2) **零售对象的年龄及限制**：烟草控制法禁止向未满21岁的个人销售电子烟，且FDA颁发规定禁止自动售货机销售该等受监管的烟草制品，并要求个人及在线销售零售商核实客户的年龄。

3) **免费样品禁令**：规定禁止通过制造商、分销商或电子尼古丁传送系统产品零售商向

消费者提供电子烟的免费样品。

4) **禁售调味烟**：2020年初，FDA将优先立即对调味型封闭式电子雾化器电子烟（烟草或薄荷醇香味电子烟除外）以及任何制造商未能采取适当措施防止青少年接触或其面向青少年或其营销可能促进青少年使用电子烟的产品执行行动。

美国对电子烟的严监管于中国而言，一方面，作为全球最大的电子烟消费市场，美国的监管规则将影响国内电子烟监管政策的制定。另一方面，由于全球90%的电子烟生产在中国，PMTA的高门槛导致许多国内的中小电子烟品牌及代工厂无法将产品出口美国，这会加速国内电子烟行业的洗牌，有助于提升思摩尔等大的制造商与客户的粘性。

图表 15 美国电子烟市场的监管

美国电子烟市场的监管	
监管主体	美国食品药品监督管理局（FDA）
烟草上市前申请（PMTA）	1) 于2007年2月15日之前美国市场上的电子烟。 2) 现有电子烟，主要包括自2007年2月15日至2016年8月8日期间于美国市场首次分销的产品，须于2020年9月9日前提交PMTA予FDA。 3) 新电子烟，主要包括自2016年8月8日前或截至该日未在美国市场分销或销售的产品，引进美国市场前须对该等产品进行PMTA。
产品包装及广告的尼古丁警告及其他标签要求	规定对含有尼古丁的所有电子烟产品的卷标须印列尼古丁上瘾警告声明“警告：本产品含尼古丁。尼古丁为上瘾化学物质。”的字样。
零售对象的年龄及限制	烟草控制法禁止向未满21的个人销售电子烟，且FDA颁发规定禁止自动售货机销售该等受规管烟草制品，并要求个人及在线销售零售商核实客户的年龄。
免费样品禁令	规定禁止通过制造商、分销商或电子尼古丁传送系统产品零售商向消费者提供电子烟的免费样品。
禁售调味烟	优先立即对调味型封闭式电子雾化器电子烟（烟草或薄荷醇香味电子烟除外）以及任何制造商未能采取适当措施防止青少年接触或其面向青少年或其营销可能促进青少年使用电子烟的电子烟产品执行行动。

资料来源：思摩尔招股书，华安证券研究所

4.2 日本及欧盟：日本严格限制电子烟，欧盟围绕五个重要方向监管

日本对于含尼古丁的电子烟销售限制颇严。在日本，含有尼古丁的电子雾化液或封闭式电子雾化器作为“药品”进行监管，而电子烟中用于产生含尼古丁的雾化汽设备被作为“医疗器械”进行监管。被视为药品或医疗器械的产品在未经销售授权的情况下不得于日本销售。

在欧盟及英国，2014年4月3日，欧洲议会及委员会就关于统一各成员国有关烟草及烟草相关产品的生产、展示及销售的法律、法规及管理条文发布2014/40/EU号指令，并于2016年5月20日将该指令适用于欧盟成员国。该指令适用于与烟草有关的产品，

包括电子烟、替换装容器及用于吸烟的草药品，主要在五个重要方面对所有类别的电子雾化设备、加热不燃烧设备及其相应组件进行监管。

- 1) **待制造商及分销商提供的数据**：制造商及进口商须向成员国主管机关提交有关其拟投放市场的任何有关产品的通知。
- 2) **广告及促销**：要求成员国确保禁止刊登任何与烟草相关产品的广告，除非是特别针对专业从事电子烟贸易的专业人员的广告。此外，不得对该等旨在（直接或间接）推广电子烟的设备进行任何广告宣传。
- 3) **安全问题及警告**：任何外包装均应以产品投放所在成员国官方语言进行健康警告。
- 4) **产品展示**：i) 单位包装及任何外包装的标签以及产品本身**不得包括**通过对其特性、健康影响、风险或排放营造错误印象而促进或鼓励其消费的任何要素或特征，ii) **不得暗示**特定烟草制品的危害性低于其他产品或旨在减少烟雾中部分有害成分之影响或具有活力、精力充沛、康复、恢复精神、天然、有机属性或具有其他健康或生活益处。
- 5) **有关可疑风险的临时措施**：倘主管机关确定或有合理理由相信特定的电子烟或特定类型的电子烟可能对人类健康造成严重危害，则可采取适当临时措施。其应立即将所采取的措施及支持数据通知欧盟委员会及其他成员国主管机关。

图表 16 欧盟及英国电子烟市场的监管（2014/40/EU 号指令）

欧盟2014/40/EU号指令	
待制造商及分销商提供的数据	制造商及进口商须向成员国主管机关提交有关其拟投放市场的任何有关产品的通知。
广告及促销	要求成员国确保禁止刊登任何与烟草相关产品的广告，除非是特别针对专业从事电子烟贸易的专业人员的广告。此外，不得对该等旨在（直接或间接）推广电子烟的设备进行任何广告宣传。
安全问题及警告	任何外包装均应以产品投放所在成员国官方语言进行健康警告。 该等警告应覆盖单位包装或外包装的整个表面，且其必须为不可消除的印刷、不可擦除且完全可见，并且应在用作上述警告的表面区域以宽度为1毫米的黑色边框环绕。
产品展示	1) 单位包装及任何外包装的标签以及产品本身 不得包括 通过对其特性、健康影响、风险或排放营造错误印象而促进或鼓励其消费的任何要素或特征。 2) 不得暗示特定烟草制品的危害性低于其他产品 或旨在减少烟雾中部分有害成分之影响或具有活力、精力充沛、康复、恢复精神、天然、有机属性或具有其他健康或生活益处。
有关可疑风险的临时措施	倘主管机关确定或有合理理由相信特定的电子烟或特定类型的电子烟可能对人类健康造成严重危害，则可采取适当临时措施。其应立即将所采取的措施及支持数据通知欧盟委员会及其他成员国主管机关。

资料来源：思摩尔招股书，华安证券研究所

4.3 中国：线上禁售，加强未成年人保护，政策尚待明晰

目前我国电子烟监管仍处于起步阶段，电子烟尚未被定义为“烟草制品”，而国内也尚

无专门管理电子雾化设备及电子雾化组件生产的法律及法规。现有的与电子烟产品有关的主要法规一是禁止向未成年人出售电子烟及通过网络销售的法规，二是若干城市就使用电子烟作为吸烟形式的吸烟控制规定。未来明确监管主体和监管政策出台将有利于行业规范成长。

从具体的发展历程来看，我国电子烟的监管进程主要停留在标准制定进行过程中、禁止向未成年人出售以及线上销售渠道禁售电子烟等阶段。

2017年9月，国家烟草专卖局向国家标准化管理委员会提出《电子烟》强制性国家标准立项申请。

2018年8月，国家市场监督管理总局和国家烟草专卖局联合发布了《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，要求禁止向未成年人出售电子烟。

2019年10月，国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局联合发布了《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，要求各类市场主体不得向未成年人销售电子烟；敦促电子烟生产、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并撤回电子烟广告。

2020年7月，两部门联合在全国开展电子烟市场专项检查行动，开展互联网电子烟信息全面清理、实体店与自动售卖机等新型渠道全面检查。

图表 17 中国电子烟市场的监管

中国电子烟市场的监管	
2017年9月	国家烟草专卖局向国家标准化管理委员会提出《电子烟》强制性国家标准立项申请。
2018年8月	国家市场监督管理总局和国家烟草专卖局联合发布了《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，要求禁止向未成年人出售电子烟。
2019年10月	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局又联合发布了《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，要求各类市场主体不得向未成年人销售电子烟；1) 敦促电子烟生产、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，2) 电商平台及时关闭电子烟店铺并将电子烟产品及时下架并撤回电子烟广告。
2020年7月	两部门联合在全国开展电子烟市场专项检查行动，开展互联网电子烟信息全面清理、实体店与自动售卖机等新型渠道全面检查。

资料来源：思摩尔招股书，华安证券研究所

4.4 税收：多国对电子烟征收消费税，我国电子烟税负远低于传统烟草

近年来，美欧、俄罗斯等市场陆续开始或者提议对电子烟产品征收消费税。

从价计税时：应纳税额=应税消费品销售额×适用税率；

从量计税时：应纳税额=应税消费品销售数量×适用税额标准。

例如，俄罗斯2020年对所有类型的电子雾化烟和HNB以每支约5.2元计消费税，2021

年与2022年则以每支5.5元/5.6元计消费税。对2020年电子烟烟液以每毫升1.4元计消费税，2021与2022年以每年增长0.1元/毫升计税。

意大利政府预计2021年至2023年对电子烟征收的消费税逐步增加到40%。

丹麦预计从2022年对每毫升烟油征收约0.32美元的流动税。

德国政府提议对含尼古丁的电子烟产品征收新税，该税将于2022年夏季生效。从2022年7月起，电子烟油每毫克尼古丁将征收0.02欧元的税。

美国各州对电子烟征收的税率各不相同，如明尼苏达州对电子烟产品征收95%的从价税，纽约州按零售价格征收20%从价税。

图表 18 部分国家和地区对电子烟的征税体系

俄罗斯	对于所有类型的电子雾化烟和加热不燃烧设备，2020年的消费税将为每支50卢布（5.2元人民币），2021年为52卢布（5.4元），2022年为54卢布（5.6元）。2020年，电子烟烟液的消费税将为每1毫升13卢布（1.4元），2021年为14卢布（1.5元），2022年为每1毫升15卢布（1.6元）。
意大利	从2021年到2023年这三年中，意大利政府预计对电子烟征收的消费税逐步增加到40%。
丹麦	宣布对每毫升烟油征收2.00丹麦克朗（约合0.32美元）的流动税，该税将于2022年生效。
德国	政府提议对含尼古丁的电子烟产品征收新税，该税将于2022年夏季生效。从2022年7月起，电子烟油每毫克尼古丁将征收0.02欧元的税。
欧盟	烟草产品指令（TPD）规定含有尼古丁的烟油仅在专业的填充器内投放市场，且填充容器的体积不超过10mL，在一次性电子烟或单次使用的烟弹中，烟弹或贮液器的体积不得超过2mL；含有尼古丁的烟油中，尼古丁含量不得超过20mg/mL。 2020年6月，欧盟国家提议对电子烟和加热烟草产品征收消费税。
宾夕法尼亚州	2016年7月通过关于针对电子烟产品征收40%税额的法案。
明尼苏达州	对电子烟产品征收95%从价消费税。
纽约州	按零售价格征收20%从价税。
华盛顿州	除含有>5%尼古丁的电子烟，其余产品征从量税0.27美元/ml。

资料来源：华安证券研究所整理

我国传统的烟草行业税费主要包括七税费两专项，分别是烟叶税、消费税、增值税、企业所得税、进口关税、城市建设维护税、教育费附加，以及以税后利润为基础上缴的国有资本收益和专项税后利润。**现行消费税的征收范围暂未包括电子烟等品目**，主要包括烟、酒、油、车等税目，其中烟包括甲类卷烟、乙类卷烟、雪茄及烟丝等子目录。

根据国家烟草专卖局烟草经济研究所，以每条调拨价格在70元以上的甲类卷烟为例：

1) **消费税一个税种要缴满4个细分项**。首先要在生产环节征收56%的从价税，再单包征收每包0.06元的从量税，到了批发环节再从价和从量征收一遍，分别是11%的从价

税和每包 0.1 元的从量税。

2) 从生产到批发到零售的链条中，这条卷烟要缴纳 13% 的增值税。在此基础上以全部消费税和增值税的税额为基础，缴纳 7% 的城市建设维护税和 5% 的教育费附加。

3) 烟草厂、烟草公司、烟草零售户须分别以自身盈利为税基缴纳 25% 的企业所得税。

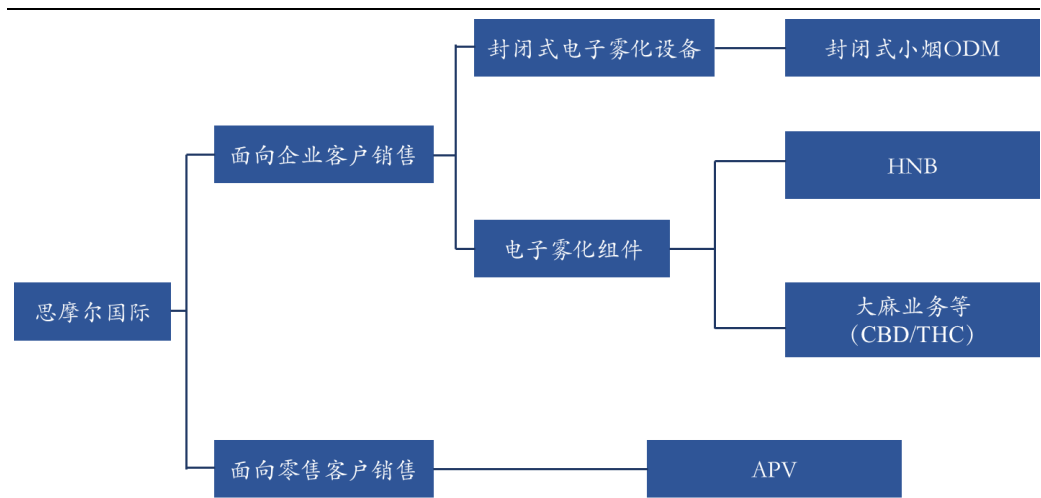
4) 总额较低的烟叶税与烟丝生产过程中的税费。

国家烟草专卖局烟草经济研究所《2018 年中国控烟履约进展报告》显示，目前我国卷烟综合税率为 66.6%。但目前我国电子烟仅按普通消费品征税，不缴纳消费税，其担负的税负责任远低于传统烟草。参考海外市场，未来或有加征消费税等政策出台。

5. 思摩尔——雾化科技解决方案的全球领导者

思摩尔国际是全球雾化科技解决方案的领导者。按收益计，公司是全球最大电子雾化设备制造商。2019 年，其市场份额占总市场的 16.5%。公司通过创新及领先的雾化科技解决方案运营两个主要业务板块：1) 为若干全球领先烟草公司及独立电子雾化公司研究、设计及制造封闭式电子雾化设备及电子雾化组件；2) 为零售客户进行自有品牌开放式电子雾化设备或高级进阶私人电子烟设备（APV）的研究、设计、制造及销售。

图表 19 思摩尔国际业务矩阵



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.1 研发构筑技术壁垒，厚积薄发成就雾化龙头

公司是最早进入电子烟行业的企业之一，创始人拥有十多年丰富的行业经验。从创始人兼控股股东陈先生于 2007 年作为一名少数股东加入深圳市思摩尔科技开始，至 2009 年 9 月通过代持安排成立深圳麦克韦尔，公司的发展经历了电子烟行业发展的起伏波动。

公司的发展可以大致分为三个阶段：

2007-2014 年（创立与发展）：创始人陈先生作为一名少数股东于 2007 年加入深圳市思摩尔科技有限公司，是其首次涉足制造电子雾化设备及研发电子雾化技术，随后其逐渐增加股权至 85%。2009 年 9 月，陈先生通过代持安排成立深圳麦克韦尔，为雾化及加热技术服务提供研发平台，亦为根据 ODM 及 OEM 业务模式制造和销售提供平台。2012 年，其取消注册深圳市思摩尔科技有限公司，并向深圳麦克韦尔投入可用资源用于其业务发展及扩张。**公司于 2012 年开始向美国出口电子烟产品。**

2015-2017 年（出口业务高速增长）：2015 年，公司于美国市场成功推出自有品牌 APV (Vapresso)，开始出口产品并将分销网络扩展至欧洲。同年，公司于新三板挂牌，与日本烟草及其部分集团公司建立业务关系。**2016 年，公司推出第一代加热技术，将首批陶瓷加热技术引进市场。2017 年，公司于长沙成立第一家基础研究院。**

2018 至今（研发领先，港股上市）：2018 年，公司推出基于金属薄膜与陶瓷导体结合的第二代加热技术“FEELM”，FEELM 获《烟业通讯》及 VaporVoice Magazines 授予“金叶奖”。同年，公司与英美烟草、Reynolds Asia-Pacific 等公司建立业务关系，**市场份额进一步提升。**

2019 年，深圳麦克韦尔获授由美国安全检测实验室颁发的参与证书。同年，公司成立三家基础研究院且于深圳基础研究院下成立的基础实验室获中国合格评定国家认可委员会授予实验室认可证书。

为筹备国际融资平台上融资，深圳麦克韦尔于 2019 年除牌，思摩尔国际于 2020 年 7 月在港交所挂牌上市。

图表 20 思摩尔国际发展历程



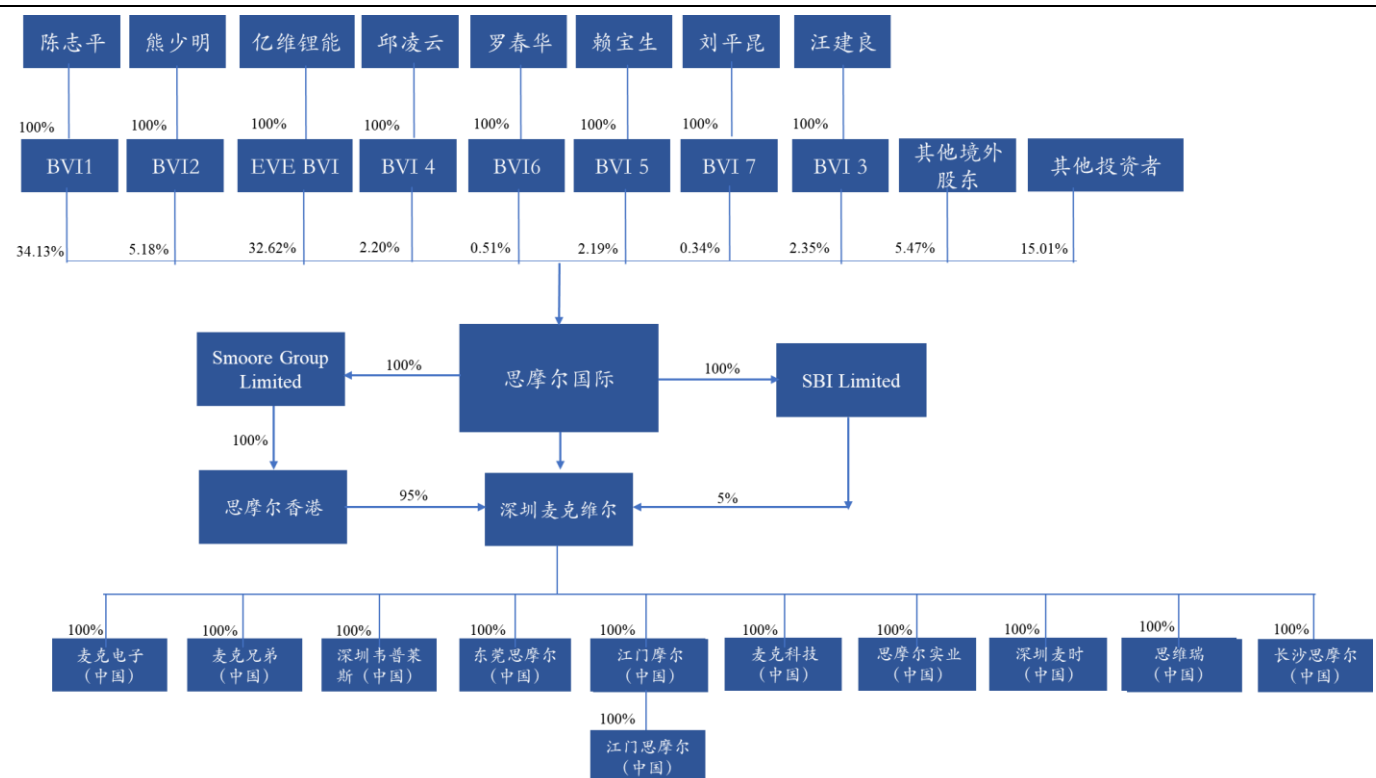
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

5.2 亿纬锂能入股，管理层行业经验丰富专业能力强

思摩尔国际成立于2019年7月，业务主要通过全资子公司麦克维尔开展。公司完成超额配售发行后，实际控制人陈志平先生与一致行动人熊少明先生合计持有思摩尔39.31%的股份。

亿纬锂能是公司的第二大股东，持有公司32.62%的股份。其中，亿纬锂能于2011年开始就与思摩尔建立了业务关系，由思摩尔向其采购电池产品。2014年，亿纬锂能入股了思摩尔。

图表 21 思摩尔国际的股权结构（超额配售发行后）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司的管理层拥有丰富的行业经验和优秀的专业能力。创始人陈志平先生1999年7月毕业于上海同济大学市场营销专业，并于2014年10月毕业于中欧商学院。陈先生在新型烟草行业拥有十多年的行业经验，主要负责公司的整体管理及业务运营，包括协调董事会事务、制定战略及运营计划以及重大业务决策等。一致行动人熊先生于1994年6月毕业于武汉理工大学物资管理专业，担任思摩尔的执行董事兼副总经理，主要负责领导公司的战略规划、执行董事会制定的业务目标及管理日常运营。

图表 22 思摩尔国际管理层履历

姓名	职位	加入时间	职责	履历
陈志平	执行董事，董事会主席，行政总裁	2009/9	监督整体管理及业务运营、协调董事会事务、制定战略及运营计划及作出重大业务决策	1999年毕业于同济大学市场营销专业，并于2014年在中欧国际工商学院获得高级管理人员工商管理硕士学位。在电子雾化行业中拥有逾10年的经验，且于业务管理方面极具经验。
熊少明	执行董事，副总经理	2009/9	领导战略规划、执行董事会制定的业务目标及管理日常运营	1994年毕业于武汉理工大学物资管理专业。2009年加入深圳麦克韦尔并担任深圳麦克韦尔之副总经理。2015年至今亦任职深圳麦克韦尔监事会监事及监事会主席。
王贵升	执行董事，CFO，联席公司秘书	2018/4	负责财务规划及管理、监督会计部门、法律部门及公司秘书事务	毕业于中国金融学院，获中欧国际工商学院工商管理硕士学位，为中国注册会计师、香港注册会计师与英国特许公认会计师会员。于财务管理、会计及业务管理方面拥有逾20年的经验，担任联交所及中国其他交易所公开上市公司的董事及高级管理层拥有逾14年的经验。
邱凌云	董事会秘书	2011/1	协调董事会会议及相关事务以及投资者关系管理	1999年取得上海大学工学学士学位，并于2015年取得中欧国际工商学院工商管理硕士学位。邱先生拥有约5年财务管理经验。
罗春华	运营部总经理	2010/11	监督业务发展	本科毕业于北京理工大学无线电工程学院，并取得广州华南理工大学电子与通信工程专业工程硕士学位。1998年获中国兵器工业总公司授予科技进步二等奖。加入思摩尔前，曾担任多个专注于技术研发的职位，于管理及研发电器方面拥有逾10年经验。
潘卫东	技术中心总经理	2014/4	监督产品研发	1997年本科毕业于十堰湖北汽车工业学院热加工技术及设备工程，并于2017年取得中欧国际工商学院工商管理硕士学位，在业务经营及研发方面拥有超过9年的经验。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司于 IPO 前出台购股权计划深度绑定核心团队。公司于 2019 年 9 月向 558 名员工授出 3.19 亿股的购股权，占到公司发行后总股本的约 5.5%，行权价格为每股人民币 0.38 元，购股权将于上市后 3 个月至 4 年内分批解锁。

图表 23 思摩尔国际购股权分批解锁比例

时间段	购股权解锁比例
上市三个月后	30.98%
上市一年后	18.57%
上市两年后	21.41%
上市三年后	18.97%
上市四年后	10.07%
合计	100%

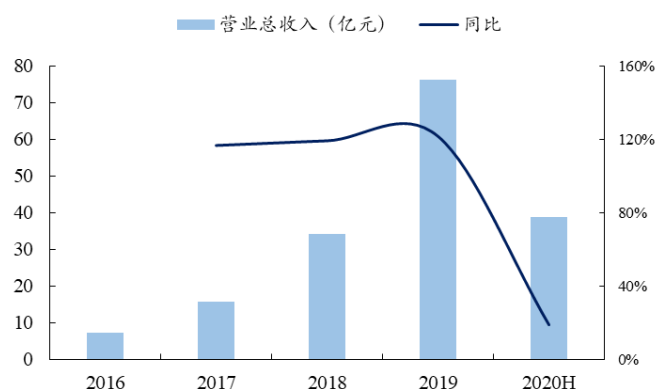
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

5.3 收入利润连续翻倍增长，盈利能力持续提升

公司的收入利润近年来增势迅猛，连续四年实现倍增。随着“FEELM”陶瓷加热技术的不断深化，2019年含有陶瓷加热技术的电子雾化设备的销售量增长迅速。公司2016-2019年的营业收入增长迅速，营业总收入由7.23亿人民币增长至76.15亿人民币，年复合增长率为119.20%。2016-2019年，公司的扣非后归母净利润由1.04亿人民币增长至21.71亿人民币，年复合增长率为175.34%。

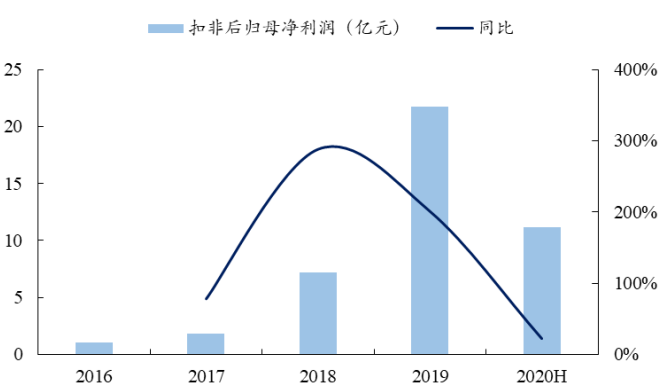
尽管受到疫情影响，但公司2020年上半年依然实现了收入和利润的正增长，上半年实现收入38.94亿元，同比增长18.88%；实现扣非后归母净利润11.18亿元，同比增长22.84%。根据公司发布的2020年正面盈利预告，2020年全年公司收入同比增10%-15%，经调整后纯利同比增长70%-75%。

图表 24 思摩尔国际历年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 思摩尔国际历年扣非后归母净利润及同比增速

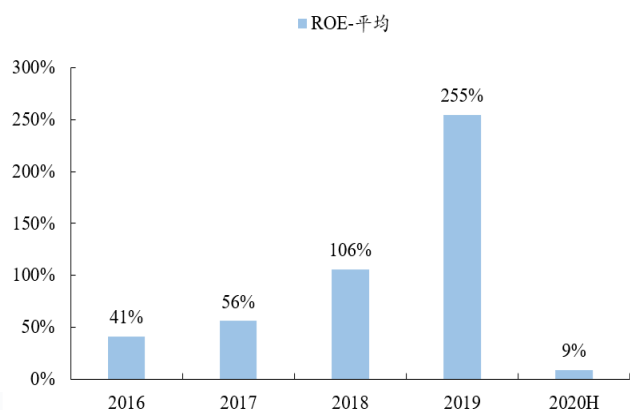


资料来源：公司公告，华安证券研究所

ROE（平均）和净利率持续提升。2017至2019年，公司连续三年的ROE分别为56.36%、106.42%和255.19%。2016-2019年，公司毛利率由24.31%稳步提升至44.05%，净利率从14.69%提升至28.55%，盈利能力逐年增强。

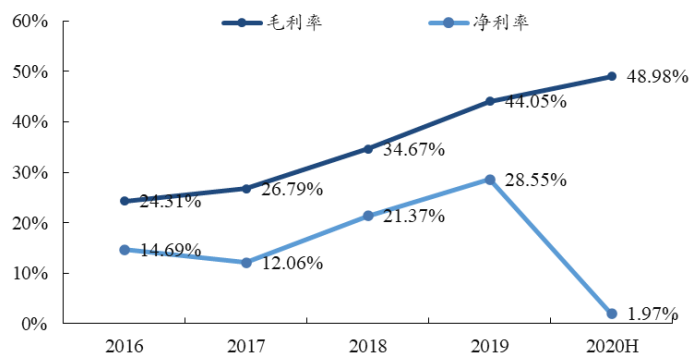
盈利能力的提升一方面主要来自于对原材料、人工等生产成本以及期间费用等成本的管理控制，伴随规模效应的释放，费用率以及单位生产成本呈下降走势。另一方面也源于FEELM陶瓷等盈利水平更高的产品的研发及推出。我们看到，2019年含有陶瓷加热技术的电子雾化设备的毛利率高达50.5%，远高于不含陶瓷加热技术的电子雾化设备33.50%的毛利率。

图表 26 思摩尔国际历年 ROE (平均)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 思摩尔国际历年的毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

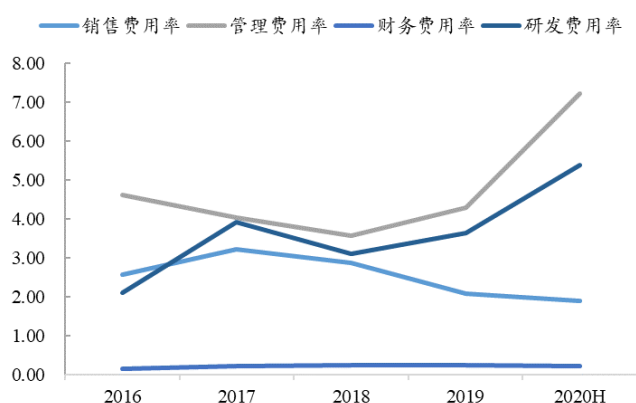
图表 28 思摩尔国际主要业务的毛利率走势

	2016	2017	2018	2019
面向企业销售	20.5%	21.0%	34.9%	45.5%
电子雾化设备	20.4%	15.8%	25.9%	47.1%
含有陶瓷加热技术	—	—	37.2%	50.5%
不含陶瓷加热技术	20.4%	15.8%	19.4%	33.5%
电子雾化组件	25.5%	32.5%	42.2%	42.1%
面向零售销售	34.2%	37.2%	34.2%	34.7%
总计	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

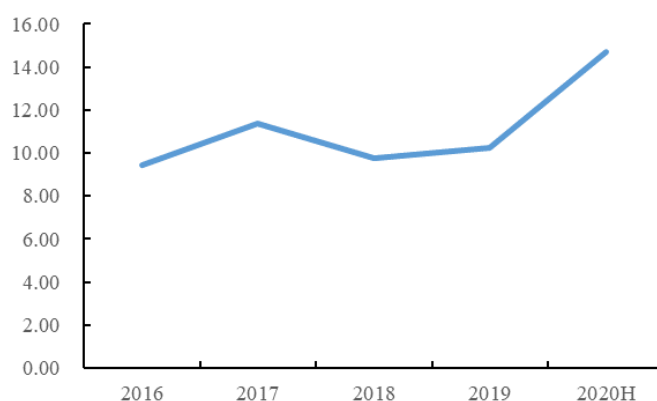
期间费用率保持波动，其中销售费用率和管理费用率下降，研发费用率有所抬升。公司的销售费用率从2016年的2.58%下降至2019年的2.07%。管理费用率则从2016年的4.62%下降至2019年的4.29%。研发费用率从2016年的2.10%提升至2019年的3.64%。2020年上半年受疫情影响，整体费用率有所抬升，但根据全年正面盈利公告，预计全年仍然保持平稳。

图表 29 思摩尔国际历年各费用占收入的比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 思摩尔国际历年的期间费用率走势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.4 销售以 ODM 模式为主，海外业务占比高

公司的业务模式包括 OBM 及 ODM 两类，其中 ODM 业务主要是向 B 端客户销售电子雾化设备（封闭式）及电子雾化组件两种产品；OBM 业务主要是向 C 端客户销售 APV（开放式大烟）产品。截至 2019 年，公司 ODM 的收入占比为 86.30%，较 2016 年的 72.10% 有 14.2 个百分点的占比提升。

受益于产品结构的升级和新技术的运用，公司 ODM 业务的毛利率也从 2016 年的 20.50% 迅速提升至 2019 年的 45.50%。OBM 业务的毛利率整体表现平稳，且收入增速日渐平稳，主要与 APV 等大烟产品整体的增长放缓有关。

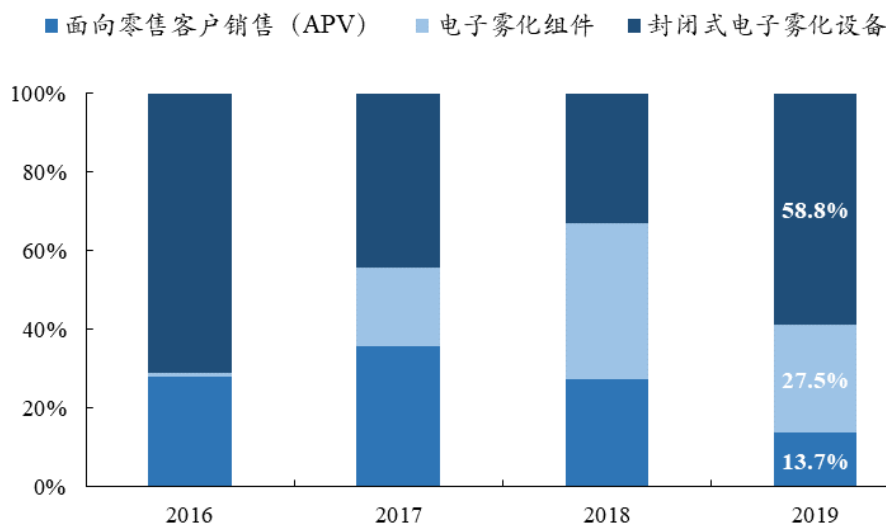
图表 31 思摩尔国际以面向企业客户销售为主

表 2016-2019 思摩尔国际按渠道拆分收入（亿元）				
年份	2016	2017	2018	2019
面向企业客户的销售收入	5.1	10.04	24.92	65.69
YOY		96.80%	148.28%	163.59%
占比	72.10%	64.10%	72.60%	86.30%
毛利率	20.50%	21.00%	34.90%	45.50%
面向零售客户的销售收入	1.97	5.61	9.42	10.42
YOY		185.02%	67.72%	10.64%
占比	27.90%	35.90%	27.40%	13.70%
毛利率	34.20%	37.20%	34.20%	34.70%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

从产品角度来看，封闭式电子雾化设备的收入占比最高。2019 年，公司 58.8% 的收入来源是封闭式电子雾化设备，27.5% 的收入来自于电子雾化组件，其余 13.7% 的收入来自于面向零售客户销售的 APV。受益于陶瓷芯的推出与应用以及电子烟行业的迅速扩容，预计未来思摩尔的封闭式电子雾化设备收入仍能保持快速增长。

图表 32 思摩尔国际的主要产品销售占比



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

从销量角度分析，面向企业销售与面向零售销售的销售量自 2016 年起逐年攀升，尤其是 2019 年面向企业销售的电子雾化设备激增至 51,227 万件，同比增加 157.5%。2019 年电子雾化组件的销量为 28,039 万件，同比下降了 4.60%。

图表 33 思摩尔国际的主要产品平均销量走势（万）

	2016	2017	2018	2019
面向企业销售				
电子雾化设备	14,484	19,063	19,895	51,227
YOY		31.61%	4.36%	157.49%
电子雾化组件	63	6,958	29,390	28,039
YOY		10944.44%	322.39%	-4.60%
面向零售销售				
	124	475	865	1,273
YOY		283.06%	82.11%	47.17%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

从单价角度分析，2016 年至 2019 年面向企业销售的电子雾化设备单位售价从 3.5 元上升至 8.7 元，而面向企业销售的电子雾化组件的单位售价从 10.7 元下降至 7.5 元，面向零售端的单位售价从 159.5 元下降至 81.8 元。

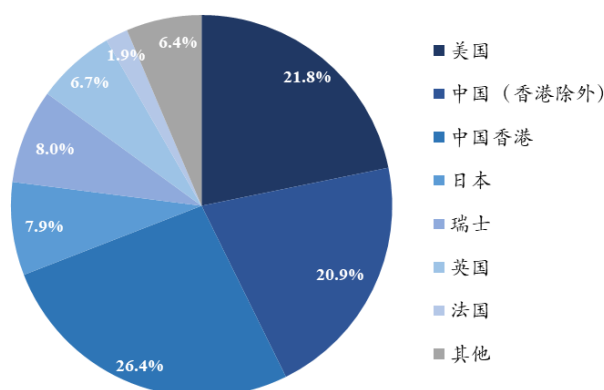
图表 34 思摩尔国际的主要产品的平均价格走势（元）

	2016	2017	2018	2019
面向企业销售				
电子雾化设备	3.5	3.6	5.7	8.7
YOY		2.86%	58.33%	52.63%
电子雾化组件	10.7	4.5	4.7	7.5
YOY		-57.94%	4.44%	59.57%
面向零售销售	159.5	118.1	108.9	81.8
YOY		-25.96%	-7.79%	-24.89%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

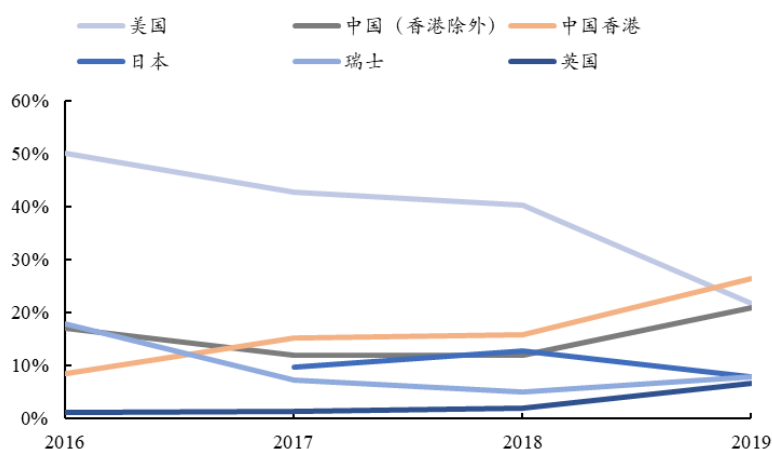
分地区来看，公司海外业务的收入占比高于国内，主要的海外销售地区包括美国、日本以及欧洲等国家。2019年，公司销往美国、中国香港、中国大陆的收入占比分别为21.8%、26.4%、20.9%，其中香港93.4%的收入是经转运销往美国的。因此，实际上美国的销售收入占公司总收入的比重约为46.46%。

图表 35 思摩尔国际的销售地区分布



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 36 思摩尔国际历年的销售区域收入占比



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

6. 雾芯科技——份额绝对领先的电子烟品牌商

6.1 三年打造电子烟销量第一品牌，2021 年赴美上市

雾芯科技是一家消费级电子雾化器品牌公司，主要从事 RELX 电子雾化器的研发、设计、和销售。2018 年 3 月，公司发布第一代电子烟产品，自成立起便专注技术更新和产品开发，不断推陈出新，已推出五个系列的可充电封闭式电子烟产品。根据 CIC，2019 年和 2020 年前三季度，其封闭式电子烟的国内零售市场份额分别达到 48%和 62.6%，市占率遥遥领先。

思摩尔是悦刻的主要供应商。2019 年和 2020Q3，思摩尔占悦刻总采购金额的 72%和 79%；思摩尔也占 2019 年和 2020Q3 悦刻应付款的 69%和 83%。

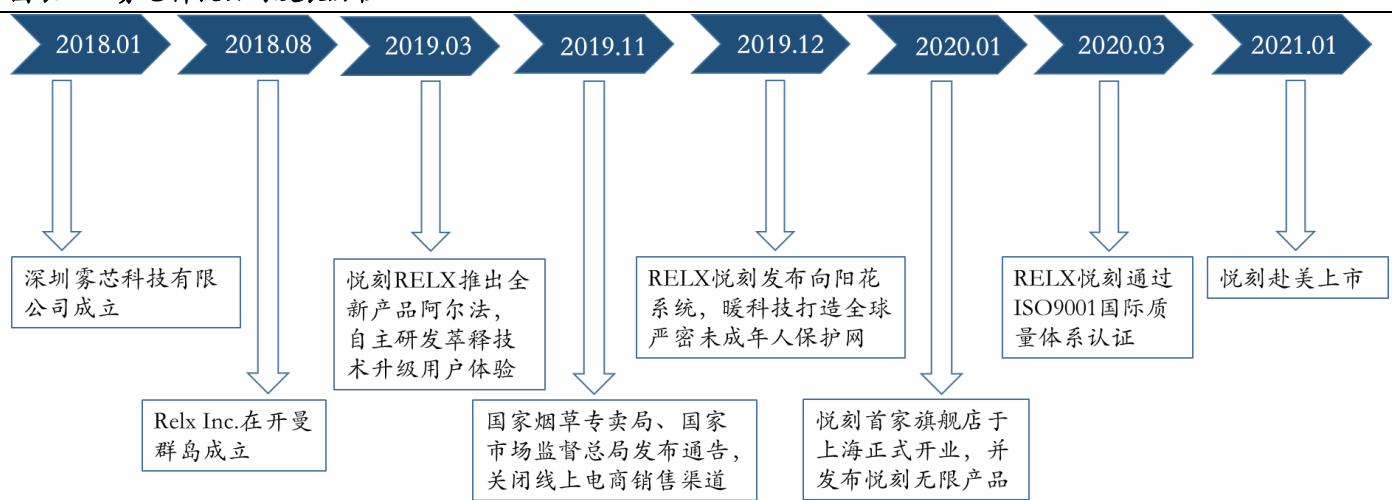
2018 年 1 月，深圳雾芯科技有限公司成立。公司在同年 3 月发布第一代电子烟产品并迅速打开市场。2019 年，公司成立了国内首个独立电子烟品牌实验室 RELX Lab。

2019 年 3 月，公司推出全新系列产品阿尔法。2019 年 9 月，悦刻灵点智能雾化烟发布。同年公司发布向阳花系统，打造全球严密未成年人保护网。

公司成立初期便致力于打造线下销售渠道，在 2019 年 11 月国内线上销售渠道被禁止的背景下，公司以“品牌专卖店+综合零售网点”的模式迅速开店抢占线下市场。截至 2020 年 9 月 30 日，悦刻已建立了 110 个授权线下分销商的分销网络，向全国 5,000 多家 RELX 品牌合作伙伴商店和 10 万多家其他零售店提供电子烟产品。

2020 年 1 月，公司首家旗舰店于上海正式开业，并发布悦刻无限系列产品。2021 年 1 月，公司赴美上市。

图表 37 雾芯科技公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 悦刻主要产品介绍

产品系列	产品特点
RELX经典	为满足成年吸烟者的共同需求而开发的，它为成年吸烟者提供了一种方便易用的替代方法，并采用了基本的封闭系统电子蒸汽结构。
RELX阿尔法	拥有尖端技术，可进一步改善用户体验，其中包括我们专有的AlphaStream系统（具有细长的A形气道，可提供最佳的吸入体验），以及加固的防漏墨盒，持久的电池和USB-C充电。
RELX灵点	首款智能电子蒸汽产品，专为渴望探索技术驱动体验的成年吸烟者量身定制。凭借内置的蓝牙功能，零点包括了年龄验证技术以远程锁定设备以防止未成年人使用，以及其他功能使成年吸烟者能够更准确，更智能地管理其使用情况。获得了2019年欧洲产品设计奖的铜奖和2018年国际设计奖的铜奖。
RELX无限	在公司专有的Supersmooth系统的支持下，RELX无限旨在改善电子烟体验的各个方面，例如足够的蒸汽量，舒适的温度，最佳的口感和灵敏的激活。RELX无限拥有11个结构层，可帮助防止电子液体泄漏和冷凝，还提供了可靠的用户体验。RELX无限赢得了红点奖。
RELX幻影	体现了公司为全面提高成年吸烟者的用户体验而开发的最新技术，包括新推出的电池容量指示器，更长的电池寿命和充电速度，增强的抗电子液体泄漏结构性，精致的气道设计。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 悦刻向阳花系统

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

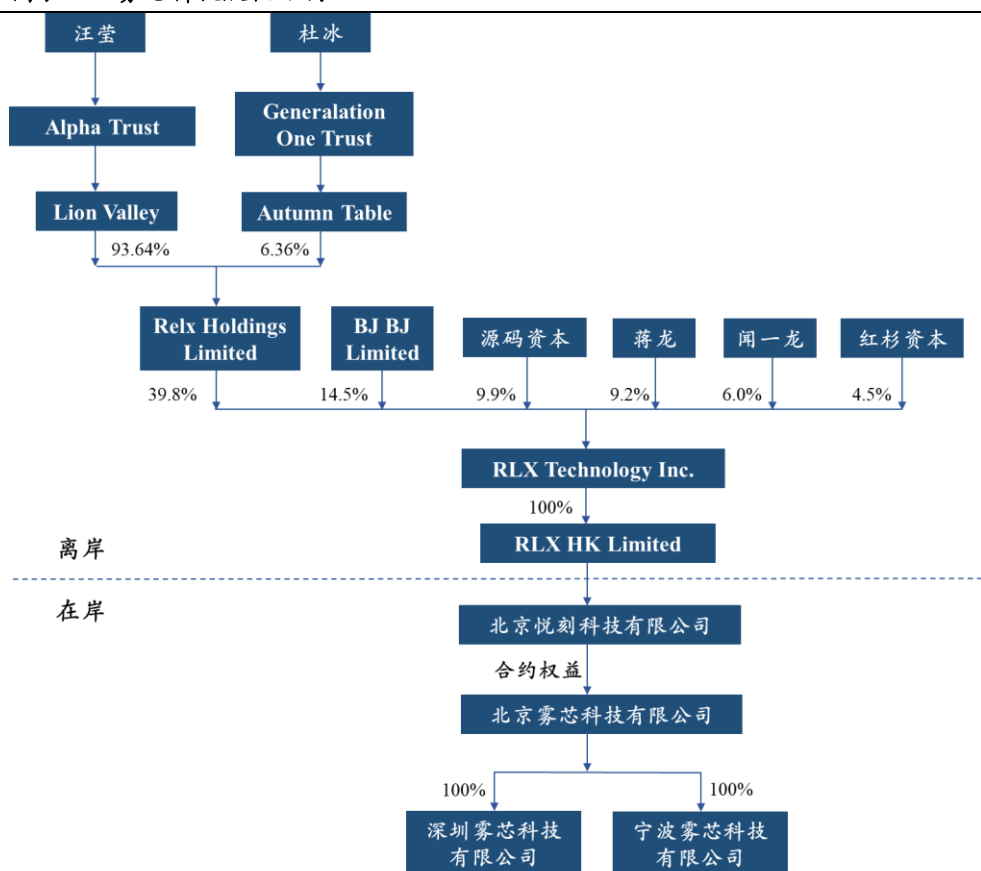
资料来源：公司公告，华安证券研究所

6.2 创始人团队实力雄厚，注重员工激励激活团队活力

公司股权结构稳定，核心创始人汪莹以 90% 的投票权对公司具有绝对话语权。从成立之初，公司就注重对核心管理层以及员工的激励。联合创始人蒋龙、闻一龙分别持股 9.2% 和 6.0%。公司从创立之初就实行购股权计划，2018、2019 及 2020Q3 公司的股权激励费用分别为 680 万元、5270 万元和 2.73 亿元。2021 年，公司发布了最长期限为十年的股权激励方案，继续绑定员工核心利益，彰显出公司长远发展的

信心。

图表 40 雾芯科技股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司管理团队均在 40 岁左右，年富力强且具有高学历背景，在各自工作领域积累了多年经验。核心创始人汪莹女士拥有西安交大金融与法律学与管理学学士学位以及哥伦比亚商学院 MBA 学位，在快速消费品，科技及相关行业拥有超过十年的工作经验。创办雾芯科技前，她担任过滴滴优享的负责人和优步中国区域总经理。加入优步中国之前，汪女士在贝恩公司担任过顾问。

联合创始人蒋先生拥有清华大学机械工程学士学位和中国科学院科学政策战略与管理硕士学位，负责悦刻在中国的分销与零售管理。蒋先生在快消品和科技行业拥有 17 年丰富经验，曾在滴滴、优步、百加得以及欧莱雅、宝洁等公司工作。

另一位联合创始人闻一龙先生主要负责悦刻的供应链，产品开发和科学研究。闻先生在快消品，技术和汽车行业拥有 9 年经验，先后获得了上海交通大学的机械工程学士学位以及密歇根大学的机械工程和设计、制造双硕士学位。

图表 41 核心管理人员简介

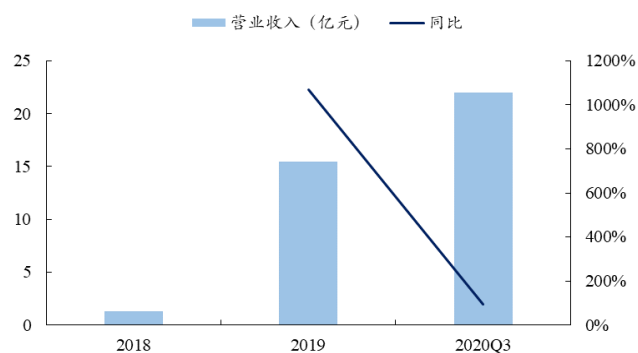
姓名	年龄	职务	学历背景	简介
汪莹	39	董事会主席、首席执行官	西安交大金融与法律学士学位，西安交大管理学硕士学位和哥伦比亚商学院MBA学位	汪莹女士是公司的联合创始人，自公司成立以来一直担任董事会主席和首席执行官。自Relx inc.成立以来，汪女士一直担任该公司的董事会主席和首席执行官。汪女士在快速消费品，科技及相关行业拥有超过10年的工作经验。
蒋龙	42	董事	清华大学机械工程学士学位，中国科学院科学政策战略与管理硕士学位	蒋龙先生是公司的联合创始人，自2020年10月起担任董事。Jiang先生负责公司在中国的分销和零售管理。Jiang先生在快速消费品和科技行业拥有17年的丰富经验。
闻一龙	32	董事	上海交通大学机械工程学士学位，密歇根大学机械工程，设计和制造双硕士学位	闻一龙先生是公司的联合创始人，自2020年10月起担任公司的董事。闻先生负责公司的供应链，产品开发和科学研究。闻先生在快速消费品，科技和汽车行业有9年的工作经验。
Zhenjing Zhu	36	独立董事	哥伦比亚商学院的MBA学位	Zhenjing Zhu女士为公司董事。Zhu拥有超过13年的私募股权和风险资本投资经验，并在医疗保健行业拥有广泛的专业知识。Zhu女士目前担任CBC Capital的投资总监。

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

6.3 规模与利润爆发式增长，盈利能力持续提升

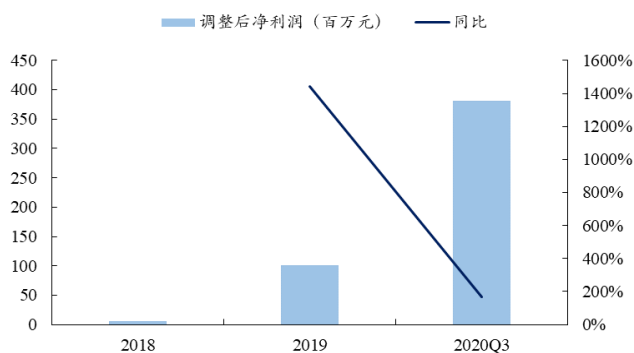
营收与利润处于爆发增长时期。公司的营业收入由 2018 年的 1.33 亿元增加至 2020Q3 的 22.01 亿元，2020Q3 的收入同比增加了 93.28%；调整后净利润从 2018 年的 652 万元，增长至 2020Q3 的 3.81 亿元，2020Q3 的调整后净利润同比增加了 169.79%。

图表 42 历年营业收入及同比增速



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 43 历年调整后净利润及同比增速



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

期间费用率整体呈下降走势。2018、2019、2020Q3 的销售费用率分别为 25.90%、23.20%、11.20%。2019 年 10 月公司关闭了在线渠道后不会产生电子商务平台服务费，也是 2020 年销售费用率下降的主要原因之一。

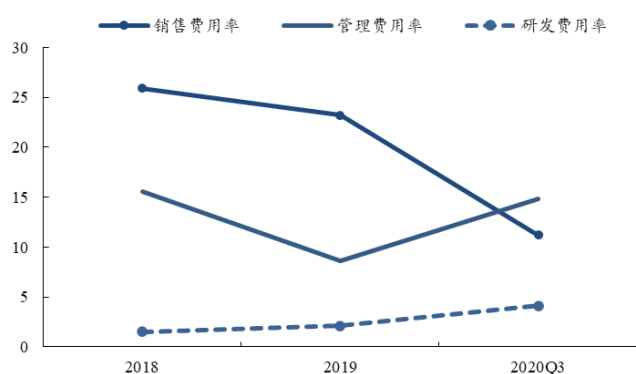
管理费用率波动向下，2018、2019、2020Q3 的管理费用率分别为 15.6%、8.6%、14.8%。考虑到公司注重对人员的激励和人才的引进，预计未来管理费用率将保持稳

定。

研发费用率持续提升。公司 2018、2019、2020Q3 的研发费用率分别为 1.5%、2.1%、4.1%，处于快速扩张加强研发投入的阶段。随着公司在科学研究、技术和产品开发方面的不断进步，预计公司的研发费用将持续提升但整体费用率或保持平稳。

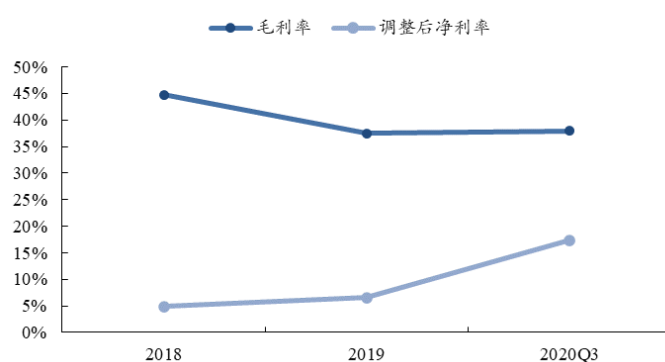
毛利率因线下占比的上升下降，但调整后净利率迅速提升。2018/2019/2020Q3，公司的毛利率分别为 44.70%/37.5%/37.9%；调整后的净利率分别为 4.91%/6.52%/17.34%。毛利率整体呈下降趋势主要是 2019 年 10 月之后公司停止毛利率较高的线上渠道销售，毛利率相对较低的线下分销商销售占比显著增加。

图表 44 各项费用率变动情况



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

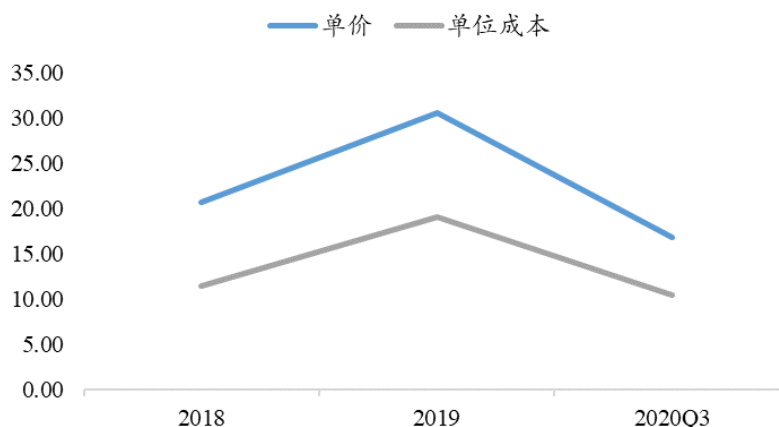
图表 45 毛利率以及净利率变动



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

从产品价格角度看，若将烟杆和烟弹视数量合计为产品销量，则公司的产品单位价格从 2018 年的 20.72 元降至 2020Q3 的 16.89 元，产品的单位成本也从 2018 年的 11.46 元降至 10.50 元。

图表 46 雾芯科技的产品单价和单位成本 (元)

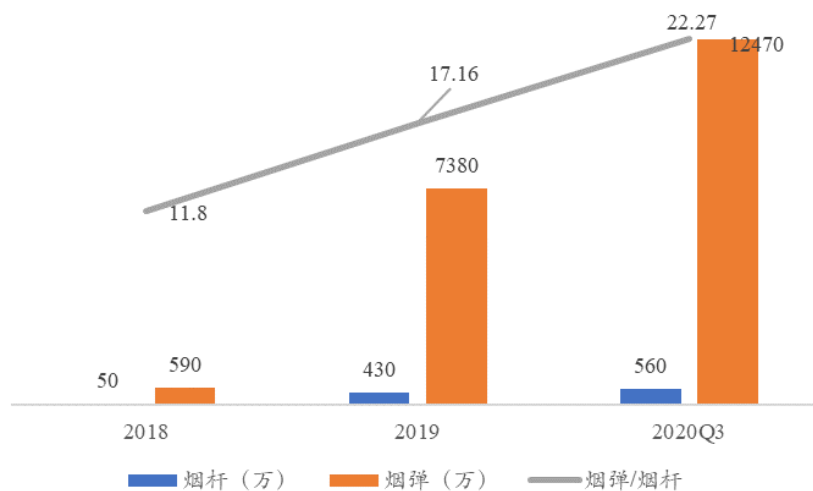


资料来源：公司公告，华安证券研究所

从销量角度看，公司 2018 和 2019 年的烟杆销量与烟弹销量分别为 50 万套/590 万支和 430 万套/7380 万支。2020Q3 的烟具销量 560 万套，同比增长达 80.6%；烟弹

销量 1.247 亿支，同比增长达 162.0%。而烟弹烟杆比说明了用户的粘性，公司 2018/2019/2020Q3 的烟弹烟杆比分别为 11.8/17.16/22.27。

图表 47 雾芯科技的烟杆和烟弹销量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

7. 风险提示

- 1) **行业面临政策风险**: 国内电子烟行业发展已到一定规模,但行业标准尚未出台,相关法规和税收政策有待完善,或对未来产业链不同环节公司的利润获得产生影响。
- 2) **技术变革风险**: 技术变革或对未来产品研发的方向产生影响,制造类企业面临未跟上技术更新迭代的压力。
- 3) **品牌商渠道扩张不达预期的风险**: 国内电子烟零售市场仍处于快速扩容时期,品牌商面临渠道扩张以及管理,产品迭代更新等多个层面的激烈市场竞争。
- 4) **产品质量风险**: 制造商若出现产品质量风险,有可能损失客户;品牌商若出现产品质量或者产品安全风险,有可能出现诉讼以及消费者不信任等风险。

分析师及研究助理简介

虞晓文，华安证券研究所轻工行业分析师，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年开始从事轻工制造行业研究，重点覆盖家居、文具、个护、电子烟以及造纸包装等板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。