

轻工制造电子烟行业点评

悦刻 Q1 延续高增，行业静待监管细则落地 增持（首次）

2021年06月04日

证券分析师 张潇
执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

投资要点

- **雾芯科技披露一季报，收入端延续高增，业绩超预期。**21Q1 雾芯科技（品牌名悦刻）实现净收入人民币 23.98 亿元（公司此前对 Q1 收入预期为 23 亿元），同比+550.7%，环比+48.2%；GAAP 净亏损为人民币 2.67 亿元，20Q4GAAP 净亏损为 2.37 亿元；Non-GAAP 净利润（剔除股份补偿费用）为人民币 6.1 亿元（公司此前对 Q1Non-GAAP 净利润预期为 5.9 亿元），20Q4 为 4.2 亿元，环比+45.6%。公司预计 Q2 净收入将超过人民币 28.5 亿元，Non-GAAP 净利润超过人民币 7.2 亿元。悦刻在 21Q1 加大开店补贴力度，加速渠道铺设，驱动雾芯科技业绩持续高增。
- **雾芯科技毛利率持续提升，盈利水平稳定高位。**21Q1 雾芯科技毛利率同比+9.8pp，环比+3.1pp 至 46%；Non-GAAP 净利率环比略降 0.4pp 至 25.5%。上市以来，雾芯科技毛利率持续提升，主要得益于产品结构持续优化、规模效应及供应链效率的不断提升。
- **监管细则尚待落地，判断品牌端风险高于制造端。**3 月 22 日，工信部发文，拟在烟草专卖法实施条例中附加一条：“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”4 月 22 日，征求意见期满，但具体监管方案尚未落地。我们认为，后续政策监管的方式可能有几个方面：1) 加强原料尼古丁的规范化管理力度，电子烟企业对尼古丁的获取门槛及成本或有上行；2) 规范渠道管理，有可能纳入烟草专卖体系或建立类似的准入机制，设置于学校附近或禁烟场所的渠道或被重点监管；3) 建立电子烟征税制度，缩小电子烟与传统卷烟的税负差异，巩固国家及社会的控烟成果；4) 建立和完善电子烟相应的产品标准，最大限度降低不合格产品带来的隐患。**综合来看，我们认为后续政策对于品牌的风险将高于制造端**，原因在于：1) 我国为全球电子烟制造中心，承接全球约 90% 的供应链，电子烟制造企业业务遍及全球，受我国政策影响程度有限，抗风险性较强；2) 中烟对于雾化电子烟在供应链方面储备尚不完善，即使在悲观情况下也需要和民营企业合作进行供货。
- **加热不燃烧培育趋于成熟，正式推出可期。**相比雾化电子烟，中烟在加热不燃烧领域的布局已经较为成熟，云南中烟、四川中烟、湖北中烟等多家中烟公司已有较为成熟的产品，并已在海外进行一段时间的试销。20 年中，四川中烟于成都开设首家 HNB 线下体验店；20 年 11 月，浙江中烟旗下公司披露电子烟/加热不燃烧产品供应商中标名单；21 年 6 月 1 日，由上海新型烟草研究院和深圳烟草合资的子公司深圳新型烟草制品有限公司公布新型烟草加热器具产品（配件）供应商与零部件供应商资源库中标名单，麦时科技（思摩尔全资子公司）、合元科技、亿纬锂能等企业中标。随着各地中烟对于加热不燃烧的储备日趋完善，HNB 在国内有望于今年正式推出。
- **投资建议：**新型烟草减害性已得到一定的学术支持，我们仍看好行业的长期发展，短期仍需等待监管细则落地。建议关注客户遍布全球，在雾化电子烟、加热不燃烧、大健康领域均有布局，技术及产品优势突出的雾化科技龙头【思摩尔国际】；与中烟体系长期合作，并于云南中烟在新型烟草领域进行深度战略合作，产品、供应链、产能稳步布局的【劲嘉股份】。
- **风险提示：**国内新型烟草政策收紧，海外客户需求不及预期，行业竞争加剧，原材料供应紧张等。

行业走势



相关研究

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>