

电子烟产业链跟踪

思摩尔 VS 华宝国际 VS 中国波顿 VS 盈趣科技

2020年，全球电子烟销售额达424亿美元，同比增长15.6%。其中，美国市场占比位居首位，电子烟渗透率为38%。

而我国，拥有全球规模龙头的烟民数量，2020年电子烟消费总额为83亿元，电子烟渗透率只有1.5%。

近期，监管层发布关于修改《烟草专卖法实施条例》的决定，指出“电子烟等新型烟草制品参照卷烟有关规定执行”。

这让此前一直处于野蛮生长状态的电子烟，在国内确立了“合法身份”，行业将进入有序监管阶段。

今天，我们来跟踪一下电子烟产业链的景气度情况。对这条产业链，我们在几个月前也研究过，当时的报告详见**产业链报告库**。

从产业链上的参与者近期的增长情况来看：

思摩尔国际——2021 年中报，累计实现收入 69.68 亿元，同比增长 78.94%，归母净利润为 28.79 亿元，同比增长 3655.26%。

盈趣科技——2021Q3，累计收入 56.1 亿元，同比增长 66.8%；归母净利润为 8.88 亿元，同比增长 29.07%。

中国波顿——2021 中报，收入为 10.84 亿元，同比增长 5.81%；归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 59.88%。

华宝国际——2021 中报，收入为 17.6 亿元，同比增长 2.83%；归母净利润为 4.81 亿元，同比增长 1158.96%。

从机构对产业链景气度的预期情况来看：

可比厂商	机构预期收入			机构预期收入增速		
思摩尔国际	150.31	200.18	265.09	50.16	33.18	32.43
华宝国际	42.85	49.44	60.9	11.18	15.38	23.18
中国波顿	24.89	31.67	38.8	34.33	27.24	22.51
盈趣科技	75.34	97.99	121.85	41.89	30.06	24.34
可比厂商	机构预期归母净利润			机构预期归母净利润增速		
思摩尔国际	56.56	74.79	97.73	135.68	32.24	30.67
华宝国际	12.39	14.53	18.16	196.19	17.23	24.97
中国波顿	1.87	3.07	4.6	60.35	64.17	49.84
盈趣科技	12.19	15.85	20.07	19	29.95	26.62

图：wind 机构一致预期增长和景气度情况

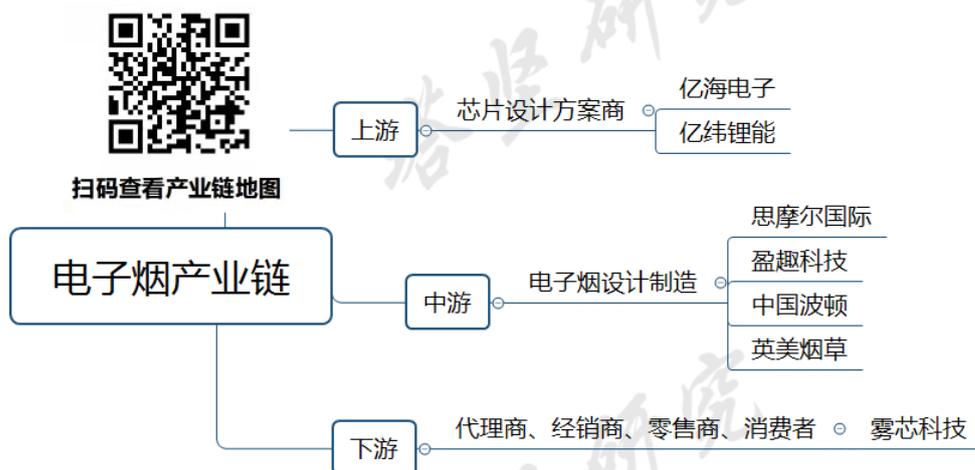
来源：塔坚研究

电子烟这条产业链的各个环节，包括：

上游，为芯片设计方案商，电池、烟油、雾化器、屏幕、棉、丝等配件生产企业，塑料、五金等其他原材料，丝印、包装等供应商；代表公司亿海电子、亿纬锂能、索尼等

中游，是电子烟的设计制造，主要包括电子烟制造商和传统烟草商，目前国内大部分的电子烟生产商是采用 OEM、ODM 的商业模式，行业内一款电子烟产品的设计生产周期平均为 3 至 5 个月；代表公司思摩尔国际、盈趣科技、中国波顿、英美烟草等

下游，主要包括代理商、经销商、零售商和终端消费者，零售商从代理商和经销商手中获得产品，将其销售给终端客户。代表公司雾芯科技。



图：电子烟产业链

来源：塔坚研究

看到这里，随之而来的几个问题：

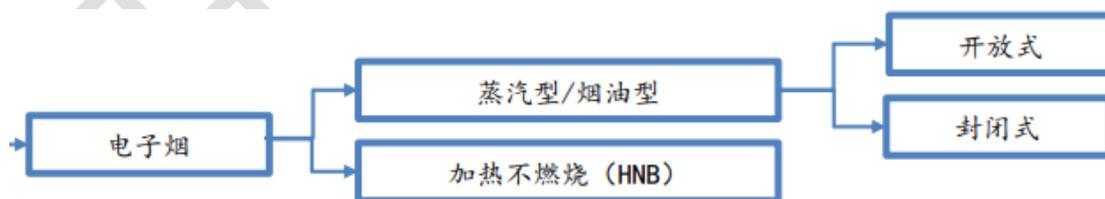
- 1) 电子烟的市场规模如何测算？雾化 VS HNB，未来的发展趋势是怎样的？
- 2) 电子烟国标发布，对产业链的影响有哪些？

广义电子烟，包括**雾化电子烟**以及**HNB 电子烟**，二者都含有尼古丁，但相较传统烟草，形式略有不同，且具备一定的减害性。

雾化电子烟，是通过雾化芯将含尼古丁、香精香料等的**烟油**，加热雾化形成烟雾供人吸食，口味多样但口感与真烟相差较大，使用尼古丁盐后与真烟口感较为接近。由于口味众多，在年轻人、新手之间更受欢迎。

雾化电子烟，又可细分为：1、封闭式电子烟配备预加油烟弹，便于携带，称为小烟；2、开放式电子烟可自行注入烟油，满足个性化需求具备灵活性，被称为大烟。

HNB 电子烟，是通过低温加热**烟叶**但不燃烧，使其尼古丁及香味物质挥发产生烟气供人吸食，口感接近真烟。



图：电子烟设备分类

来源：东吴证券

从市场规模和增速对比，截至 2019 年，HNB 终端零售市场规模约 171 亿美元，增速约 45%；对比来看，雾化约为 195 亿美元和 25% 的增速。整体来看，HNB 与雾化电子烟体量相当，而且发展增速更快。

从消费区域分布对比，美国、我国以雾化电子烟为主，日本、韩国则以 HNB 为主。

从监管层面对比，国内近期的电子烟国标落地，明确了雾化电子烟参照卷烟条例管理，同时，HNB 本身就是烟草消费，但国内对于 HNB 新型烟草一直未能允许销售。

接下来，我们将思摩尔国际（雾化电子烟雾化器）、盈趣科技（雾化电子烟精密塑胶部件）、中国波顿（雾化电子烟烟具）、华宝国际（HNB 烟草薄片）四家放在一起对比，从微观来透视行业景气度。

(贰)

从 2020 年收入体量看，思摩尔（100.79 亿元）> 盈趣科技（53.5 亿元）> 华宝国际（38.56 亿元）> 中国波顿（18.56 亿元）；从电子烟业务来看，思摩尔（100.79 亿元）> 中国波顿（8.01 亿元）

> **华宝国际 (6.22 亿元)** (注: 1、华宝国际里含烟草香精, 但无具体比例, 故此处未计入香精收入; 2、盈趣未披露具体数据)

一、思摩尔国际——主要面向企业客户销售电子雾化设备 (FEELM 陶瓷雾化技术)、电子雾化组件等。主要电子烟品牌客户有: 悦刻 (雾芯科技)、VUSE (英美烟草)、NJOY 等。

另外, 它也向零售客户销售自有品牌的开放式电子雾化设备及高级进阶私人电子烟设备 APV 产品。

2020 年, 电子雾化设备及组件占比 91.54%, 自有电子烟品牌 APV 占比 8.46%。

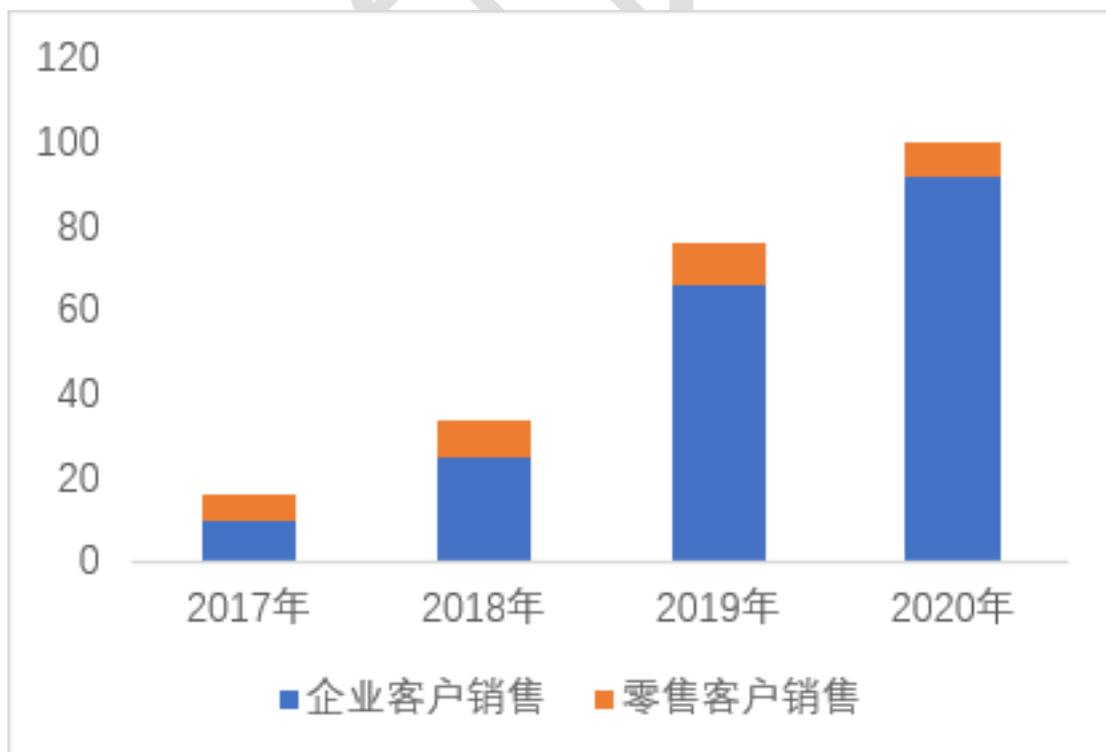
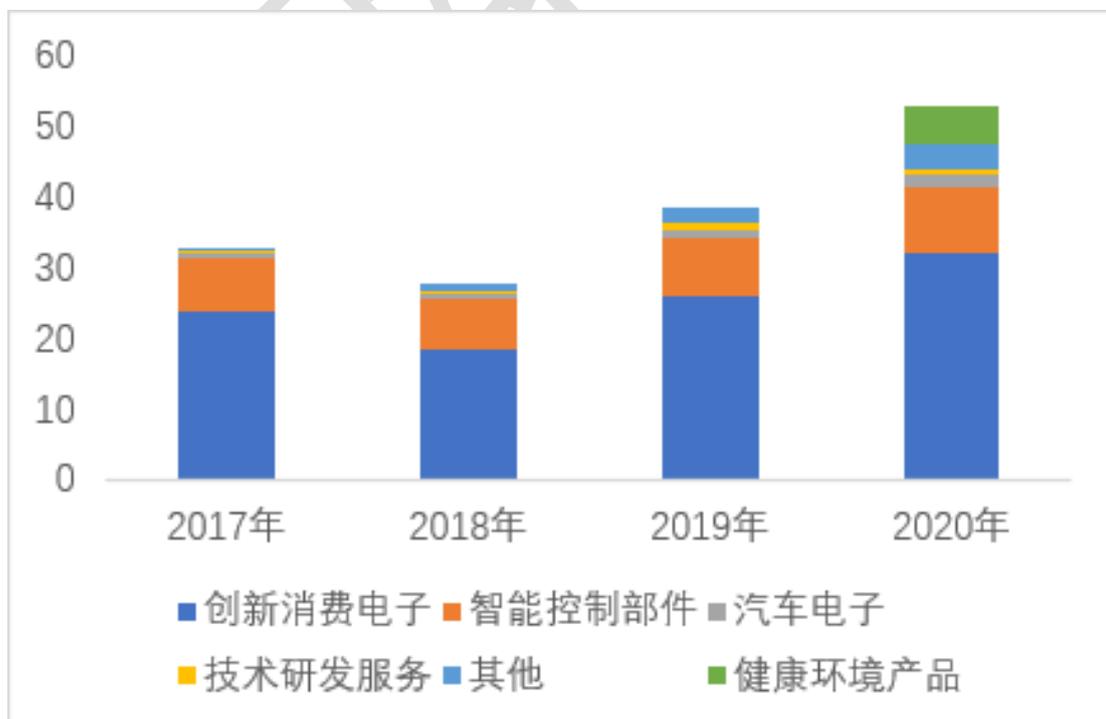


图: 收入结构 (单位: 亿元) 来源: 塔坚研究

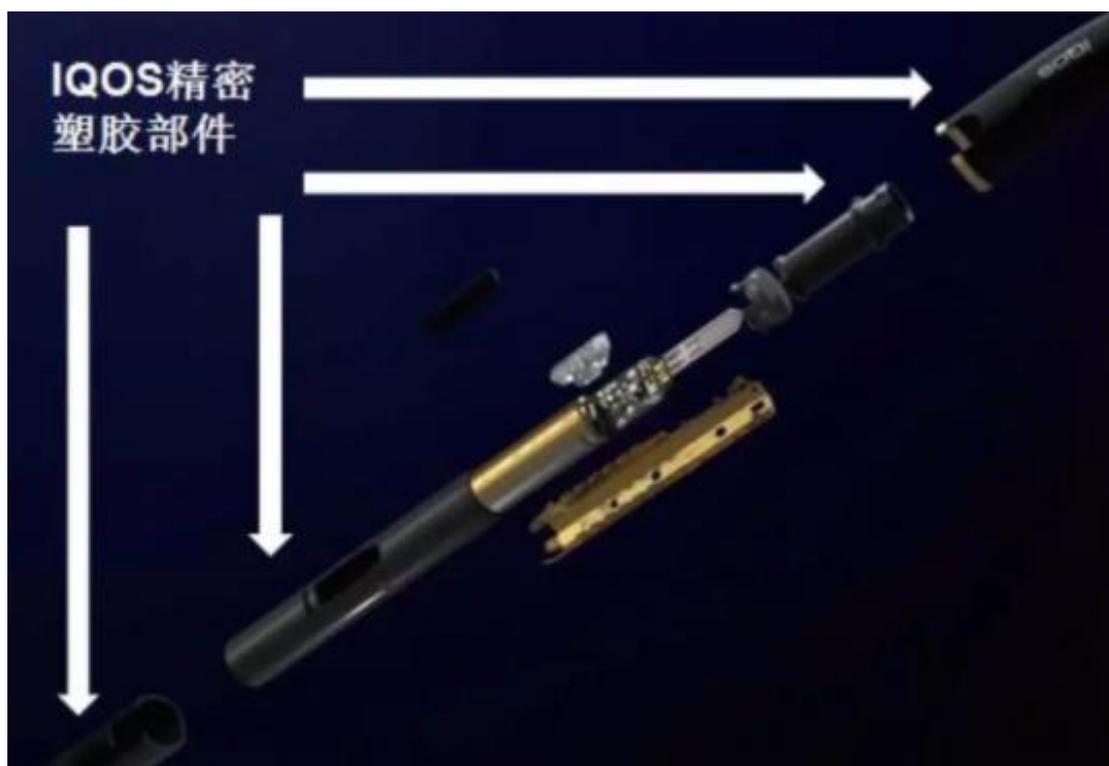
二、盈趣科技——收入以创新消费电子为主，其次是智能控制部件。

其中，创新消费电子产品主要包括：电子烟精密塑胶部件、家用雕刻机、家用图标图案熨烫机、智能垃圾桶、家用食品粉末分配机等；智能控制部件主要包括：智能控制部件（网络遥控器、演示器、游戏控制器等）、嵌入式智能控制部件（咖啡机人机界面模组、水冷散热控制系统等）。

2020 年，创新消费电子产品占比 60.21%，智能控制部件占比 17.98%。其中，电子烟业务包含在创新消费电子产品，主做 IQOS 的电子烟精密塑胶部件，但未具体披露其收入数据。整体来看占比较小。



图：收入结构（单位：亿元） 来源：塔坚研究

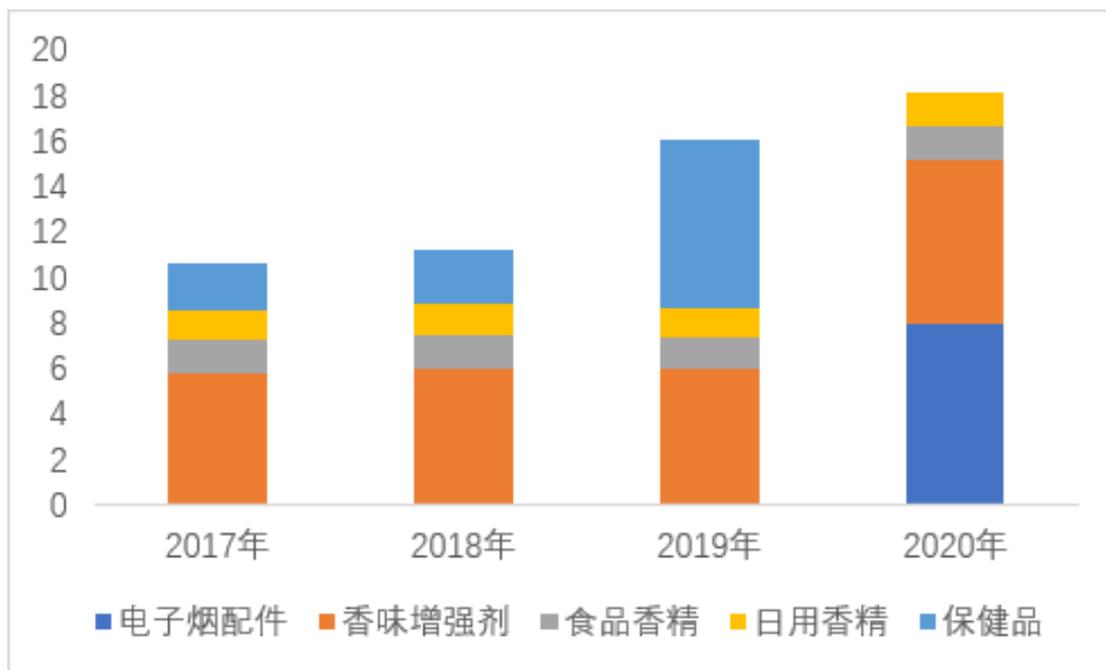


图：IQOS 电子烟精密塑胶部件

来源：知乎

中国波顿——在 2020 年之前，其收入主要来自香味增强剂。2020 年开始，电子烟收入贡献成为主要来源，其中电子烟产品包括可弃置式电子烟、可充电式电子烟、电子烟配件等。

2020 年，电子烟配件占比为 43.22%，香味增强剂占比为 38.76%。

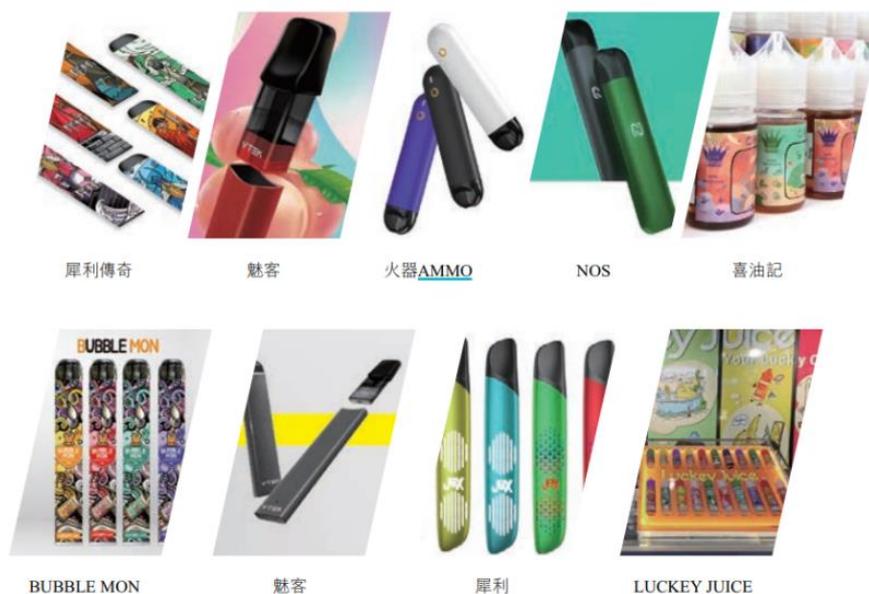


图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

中国波顿旗下拥有火器、NOS、魅客等多个电子烟品牌，以及喜油记、LUCKEY JUICE 烟油品牌。

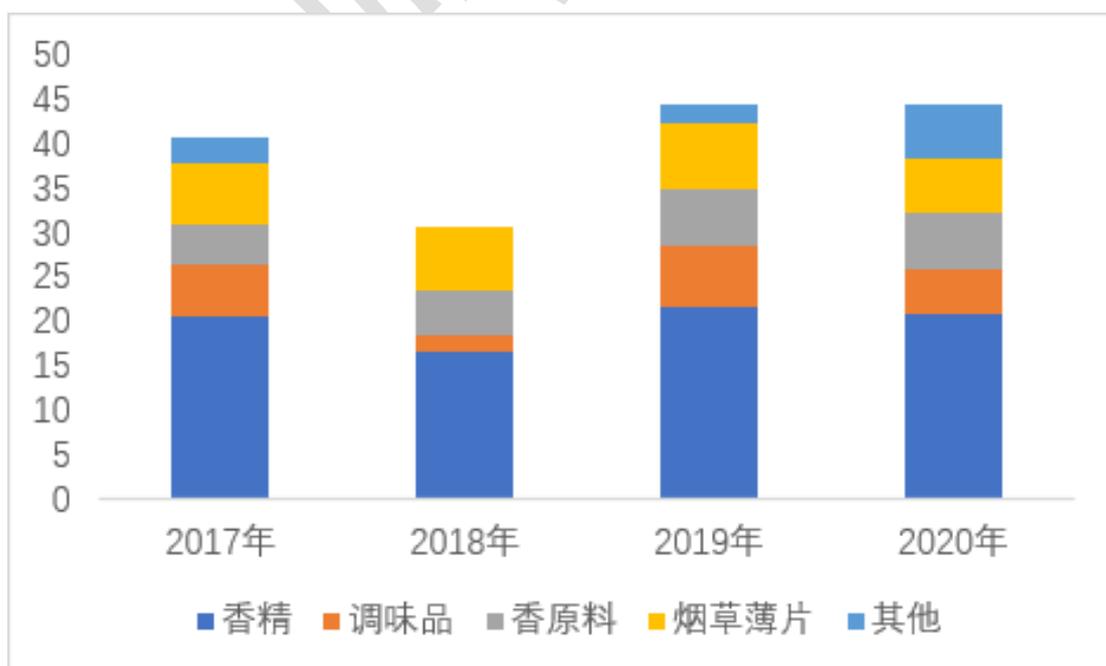
代表品牌方面，**火器**在2020年4月销量已经进入国内电子烟行业第二，名气仅次于悦刻；**Bubble Mon**在韩国电子烟市占率保持龙头。



图：中国波顿的电子烟产品

来源：公司年报

三、华宝国际——其收入以香精为主，2020年香精收入占比为54.1%，烟草薄片（用于HNB）收入占比为16.13%。

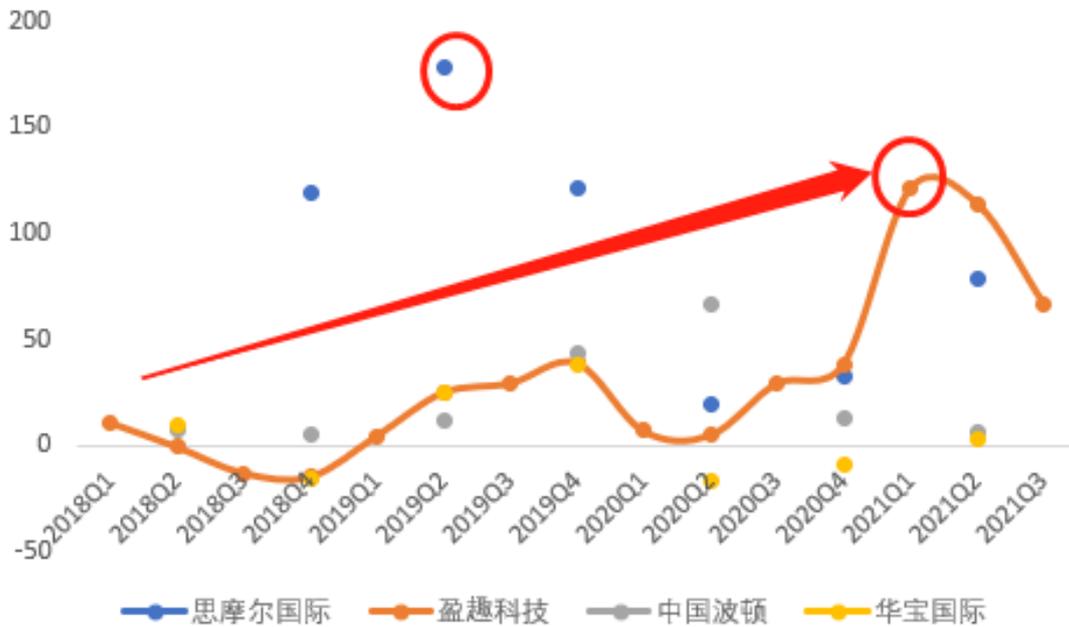


图：收入结构（单位：亿元） 来源：塔坚研究

(叁)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增速情况放在一起，感知下增长趋势：

一、营业收入增速



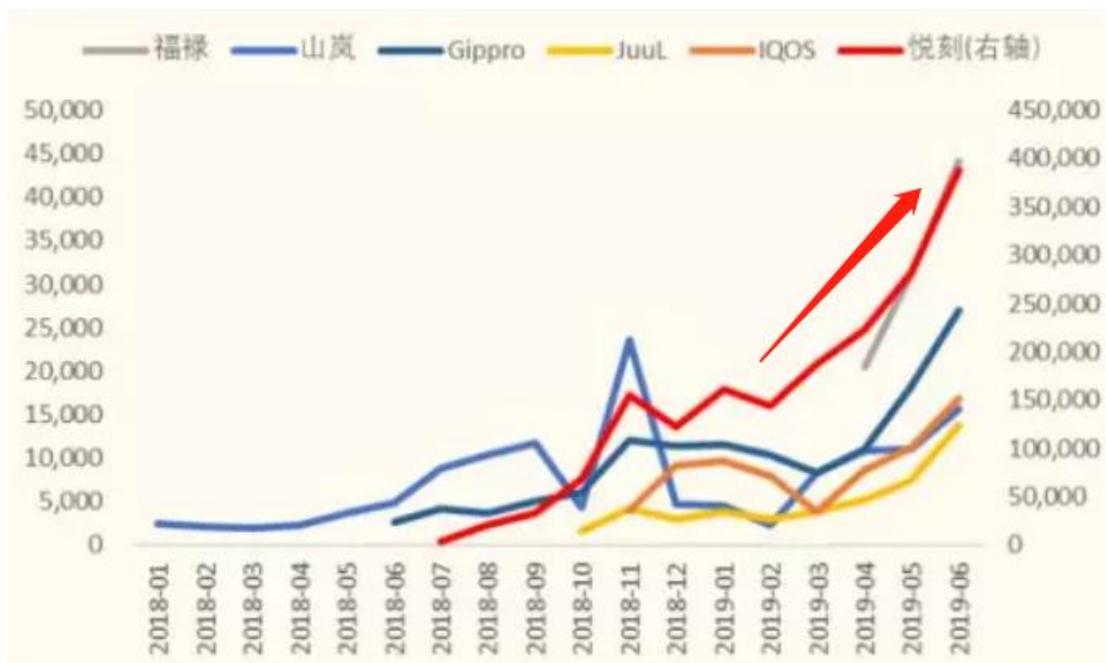
图：收入增速（单位：%） 来源：塔坚研究

从收入增速来看，思摩尔国际和盈趣科技收入增速高于中国波顿。其中：

思摩尔国际 2019Q2 增速很高，是由于 FEELM 陶瓷芯成功搭载于英美烟草 VUSE 及悦刻后，获得市场积极反馈，实现快速放

量。从出货量数据来看，悦刻上半年出货量一直处于首位，2019 年

6月销售额增速超30%，受益于当时电子烟线上渠道爆发（线上销售禁令是2019年10月出台）。



图：2019 上半年电子烟销量 来源：国金证券

盈趣科技 2021Q1 增速较高是受市场需求增加所致，主要客户 Cricut 家用雕刻机业务保持较高增速，由于全球卫生事件持续影响下，消费者居家事件与雕刻机使用次数迅速增长，家用雕刻机系列产品快速更新换代。

二、归母净利润增速



图：归母净利润增速（单位：% ，左轴-思摩尔、华宝）

来源：塔坚研究

从归母净利润增速来看，思摩尔、华宝增速远高于其他两家。其中，思摩尔国际 2021Q2 增速畸高，是由于去年同期受可转换优先股公允价值变动损益影响，造成利润为负，导致基数极低。盈趣科技 2021Q1 增速较高，是因为投资收益的影响，主要系银行理财收益及远期结售汇合约投资收益增长。中国波顿 2021Q2 增速大幅提升，是受益于期间广告成本、经营租赁及代理费用减少，导致销售开支减少。

(肆)

对增长态势有所感知后，接着再将各家公司收入和利润拆开具体来看：（注：港股未披露单季度数据，仅中报、年报累计数据）

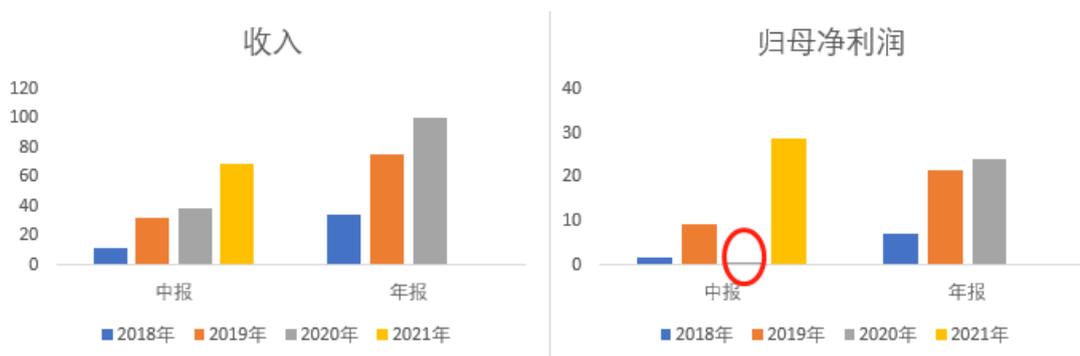
一、思摩尔国际——2021 年中报，累计实现收入 69.68 亿元，同比增长 78.94%，归母净利润为 28.79 亿元，同比增长 3655.26%。

其中报归母净利润增幅高，是由于去年同期受可转换优先股公允价值变动损益影响，前期利润为负，基数低。

1) 从单季度增速分析 由于港股未披露单季度数据，2021 中报收入增速较以往同期高，是因为新一代自动化生产线于报告期正式投产，产能达到 7200 个雾化器/时（原产能 6000 个左右），并且，FEELM 品牌陶瓷雾化产品受到客户认可，订单规模增长。

思摩尔国际	2018中报	2018年报	2019中报	2019年报	2020中报	2020年报	2021中报
收入	11.76	34.35	32.75	76.15	38.94	100.79	69.68
同比增速		119.24	178.43	121.67	18.88	32.37	78.94
环比增速	-	-	-	-	-	-	-
思摩尔国际	2018中报	2018年报	2019中报	2019年报	2020中报	2020年报	2021中报
归母净利润	1.81	7.34	9.21	21.74	0.77	24.00	28.79
同比增速		288.38	410.13	196.18	-91.68	10.4	3655.26
环比增速	-	-	-	-	-	-	-

图：近几个季度收入&归母净利润增长情况 来源：塔坚研究



图：收入&归母净利润（单位：亿元） 来源：塔坚研究

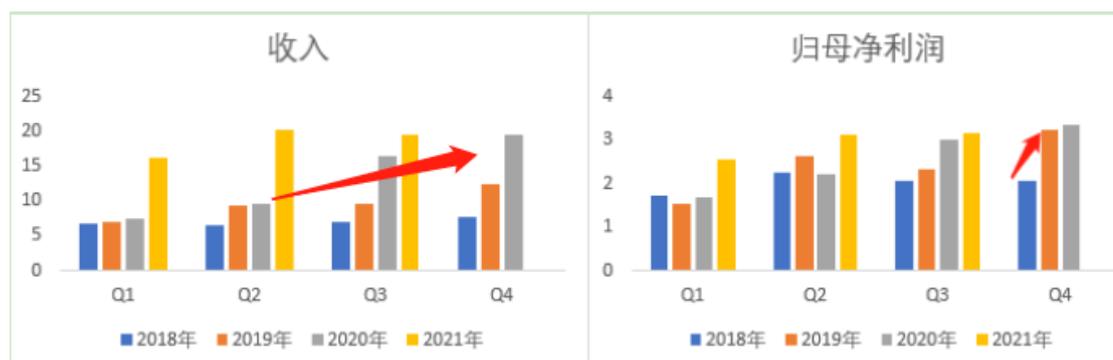
2) 追溯前几个季度增长情况 2020 中报归母净利润偏低是受可转换股承兑票据、可转换优先股公允价值变动损益的影响所致。

二、盈趣科技——2021Q3，累计收入 56.1 亿元，同比增长

66.8%；归母净利润为 8.88 亿元，同比增长 29.07%。 1) 从单季度增速分析 2021Q3 单季度收入 19.57 亿元，同比增长 18.6%，环比下降-3.44%；归母净利润 3.17 亿元，同比增长 6.19%，环比增长 1.02%。 2021Q1、Q2 的高增长在于去年同期低基数影响，而后产品恢复增长所致。

盈趣科技	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
收入	6.93	9.37	9.72	12.53	7.39	9.66	16.48	19.57	16.26	20.27	19.57
同比增速	4.28	45.85	36.97	64.34	6.63	3.16	69.54	56.21	120.01	108.38	18.64
环比增速	-9.09	35.13	3.78	28.9	-41.01	30.73	70.55	18.77	-16.92	24.66	-3.44
盈趣科技	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
归母净利润	1.54	2.63	2.32	3.23	1.68	2.2	3	3.37	2.56	3.14	3.17
同比增速	-9.68	16.18	11.58	55.37	9.05	-16.68	29.21	4.29	52.56	42.14	6.19
环比增速	-25.96	71.03	-11.75	39.04	-48.04	30.69	36.85	12.23	-23.99	22.59	1.02

图：近几个季度收入&归母净利润增长情况 来源：塔坚研究



图：收入&归母净利润（单位：亿元） 来源：塔坚研究

2) 追溯前几个季度增长情况 自 2020Q3 起，收入同比增速持续高增长， 受益于大客户 Provo Craft 近年来一直围绕着手制作自动化领域不断扩大并丰富产品线，海外家用雕刻机需求不断增长，加上卫生事件得到控制，订单持续回暖。 2019Q4 归母净利润大增是受未到期的远期结售汇合约公允价值变动收益影响。

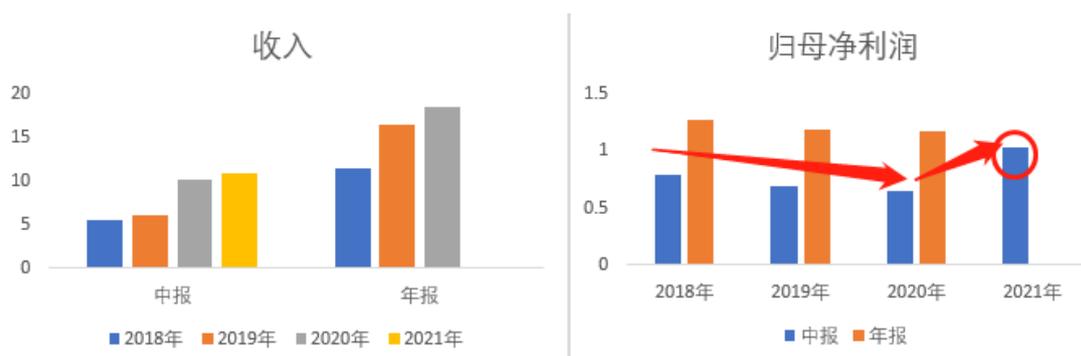
三、中国波顿——2021 中报，收入为 10.84 亿元，同比增长

5.81%；归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 59.88%。 1) 单

季度增速分析 由于港股未披露单季度数据，其 2021 中报收入增速趋缓主要是由于进行内部战略改革及重组，上半年其香味增强剂业务收入差于预期。

中国波顿	2018中报	2018年报	2019中报	2019年报	2020中报	2020年报	2021中报
收入	5.46	11.48	6.13	16.45	10.25	18.56	10.84
同比增速	7.38	4.88	12.25	43.34	67.03	12.83	5.81
环比增速	-	-	-	-	-	-	-
中国波顿	2018中报	2018年报	2019中报	2019年报	2020中报	2020年报	2021中报
归母净利润	0.79	1.27	0.69	1.19	0.65	1.17	1.03
同比增速	-6.57	-2.03	-11.85	-6.3	-6.88	-2.35	59.88
环比增速	-	-	-	-	-	-	-

图：近几个季度收入&归母净利润增长情况 来源：塔坚研究



图：收入&归母净利润（单位：亿元）来源：塔坚研究

2) 追溯前几个季度增长情况 其归母净利润前几个季度一直持续负增长，2021中报归母净利润较往年同期增长，且增速较高，这是由于去年同期受卫生事件影响基数较低，同时，当期广告成本、经营租赁及代理费用减少所致。

四、华宝国际——2021中报，收入为17.6亿元，同比增长

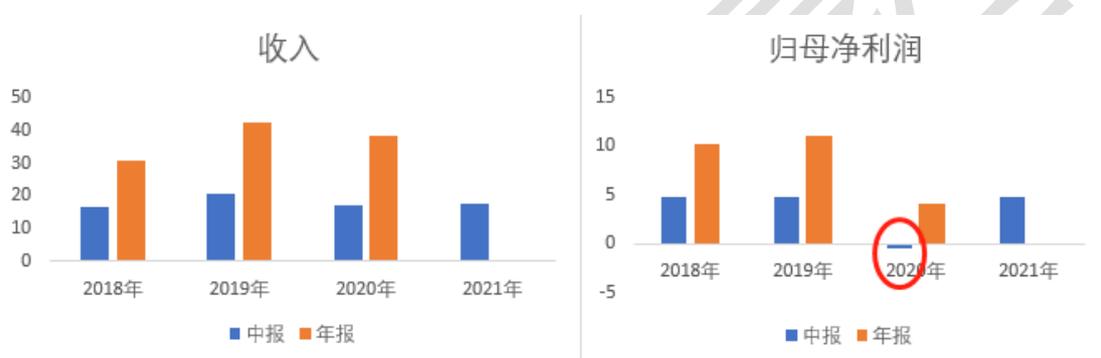
2.83%；归母净利润为4.81亿元，同比增长1158.96%。 其归母净利润增速极高，是由于去年同期对嘉豪食品进行商誉减值，造成利润为负，前期基数低所致。

1) 单季度增速分析 由于港股未披露单季度数据，从中报和年报

数据增速来看，自2020中报之后，收入增速已逐渐恢复，卫生事件逐步控制下，其香精、调味品等业务开始回暖。

华宝国际	2018中报	2018年报	2019中报	2019年报	2020中报	2020年报	2021中报
收入	16.53	30.61	20.69	42.41	17.16	38.56	17.64
同比增速	9.06	-15.73	25.17	38.56	-17.08	-9.1	2.83
环比增速	-	-	-	-	-	-	-
华宝国际	2018中报	2018年报	2019中报	2019年报	2020中报	2020年报	2021中报
归母净利润	4.77	10.18	4.8	11.12	-0.45	4.18	4.81
同比增速	4.43	-19.25	0.66	9.24	-109.46	-62.37	1158.96
环比增速	-	-	-	-	-	-	-

图：近几个季度收入&归母净利润增长情况 来源：塔坚研究



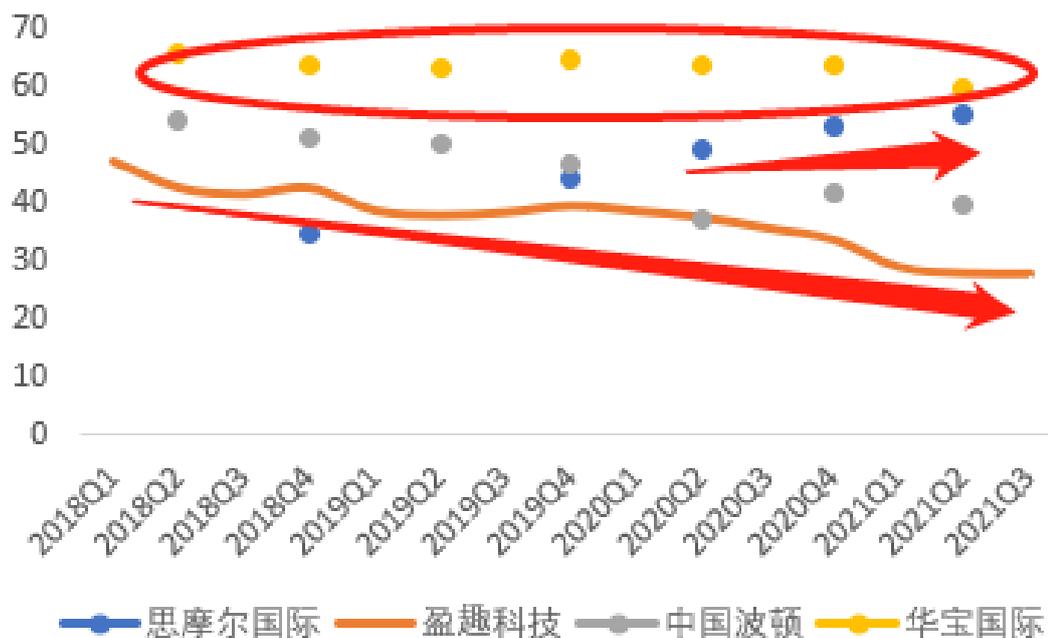
图：收入&归母净利润（单位：亿元） 来源：塔坚研究

2) 追溯前几个季度增长情况 2020中报其归母净利润为负是由于当期商誉减值损失影响，对嘉豪食品及其附属公司确认了商誉减值。

(伍)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况。

一、毛利率方面



图：毛利率情况 来源：塔坚研究

从三家公司的毛利率趋势看，思摩尔的毛利率自 2020 年开始不断提升，其他两家的毛利率不断下滑。思摩尔自 2019Q4 毛利率逐渐提升，一是规模效应导致产品生产成本下降，二是向企业客户推出了新系列加热不燃烧产品，其平均售价较高。

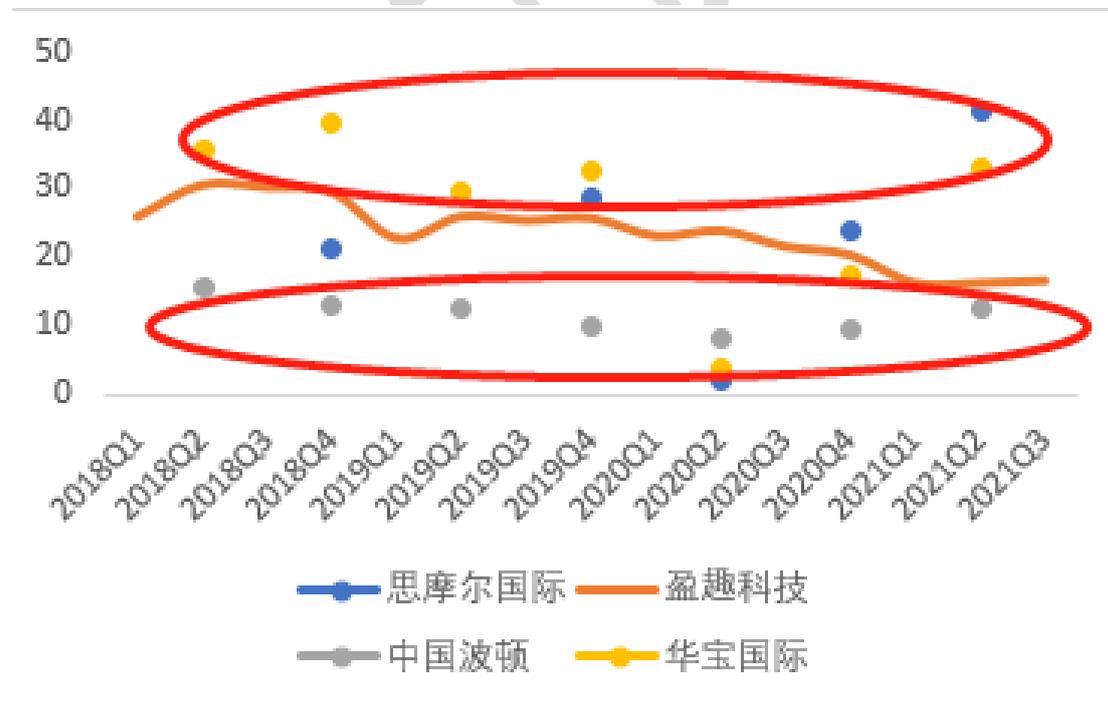
盈趣科技毛利率呈现下降趋势，这是因为非电子烟业务（如雕刻机产品）的快速增长，这部分产品的毛利率相对电子烟产品的毛利率低。华宝国际毛利率处于较高水平，这是由于其收入来源主要是烟草香精，烟草香精的毛利率远高于食品香精、日化香精等，也是卷烟工艺中至关重要的技术环节。

二、成本结构方面 从成本构成来看，以思摩尔国际为例，其主要是原材料成本（金属部件、电子材料、塑料材料、包装等）占比72.8%，其次是人工成本。

	截至12月31日止年度				變動 %
	2020年		2019年		
	人民幣千元	%	人民幣千元	%	
原材料成本	3,429,640	72.8	3,049,348	71.6	12.5
人工成本	677,188	14.4	625,462	14.7	8.3
生產間接成本	520,500	11.0	499,548	11.7	4.2
稅項及附加	86,796	1.8	83,891	2.0	3.5
總計	4,714,124	100.0	4,258,249	100.0	10.7

图：思摩尔成本构成 来源：公司年报

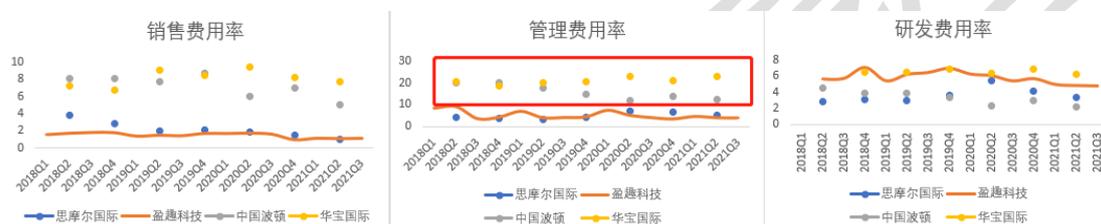
三、净利率方面



图：净利率情况 来源：塔坚研究

净利率走势与毛利率趋势基本一致。高毛利率的思摩尔、华宝国际，净利率也比较高。不过，中国波顿的净利率偏低，是因为其销售费用率偏高。

四、费用率方面 期间费用率方面，思摩尔、盈趣科技的费用率水平较为接近，而中国波顿、华宝国际的费用率水平接近，且较其他两家略高，是因为收入增速偏低，导致费用开支比例较大。



图：费用率情况 来源：塔坚研究

五、净资产收益率方面

ROE	2018年	2019年	2020年
思摩尔国际	106.42	255.19	36.54
盈趣科技	30.20	24.73	22.88
中国波顿	5.19	4.67	4.38
华宝国际	8.85	9.43	3.53
总资产周转率	2018年	2019年	2020年
思摩尔国际	1.96	2.66	1.12
盈趣科技	0.76	0.75	0.82
中国波顿	0.24	0.31	0.34
华宝国际	0.18	0.23	0.22
净利率	2018年	2019年	2020年
思摩尔国际	21.37	28.55	23.81
盈趣科技	29.47	25.64	20.20
中国波顿	12.75	9.94	9.33
华宝国际	39.49	32.39	17.33
权益乘数	2018年	2019年	2020年
思摩尔国际	2.51	4.49	1.19
盈趣科技	1.26	1.30	1.53
中国波顿	1.89	1.98	1.87
华宝国际	1.40	1.32	1.29

图：ROE 拆解 来源：塔坚研究

对比三家的回报数据，思摩尔的回报比较高，而中国波顿的回报偏低。拆开来看：思摩尔国际的回报高主要是净利率、总资产周转率高。其中，总资产周转率是由于产品受到客户及消费者欢迎，存货周转率不断提升。中国波顿回报偏低是其净利率较

低，由于其业务结构的差异，主要以香料香味增强剂为主，该产品相比电子烟相关产品的毛利率低。

以上基本数据分析完后，我们来看：电子烟行业的市场空间，如何测算？

(陆)

电子烟行业的规模测算，用公式表达为：雾化电子烟市场规模 = 中国烟民人数 × 雾化电子烟渗透率 × 烟弹单价 × 每人烟弹消耗量 + 新增烟杆数量 × 烟杆价格 HNB (加热不燃烧) 市场规模 = 中国烟民人数 × HNB 渗透率 × 每包单价 × 每人 HNB 消耗量 + 新增烟具数量 × 烟具价格

以上几大核心要素，我们挨个来看：

.....

(后文还有大约 6000 字内容，详见产业链报告库)

以上，仅为本报告部分内容。如需获取本文全文，以及其他更多内容，请订阅：

产业链报告库报告库。



识别二维码，订阅产业链报告库

了解更多，请添加工作人员微信



【产业链地图，版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业链研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业链内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不以任何利益关联方接触，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业链研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们

仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业链，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容以及本平台所有内容（包括但不限于文字、图片、图表、产业链地图）构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面以及本平台所有内容做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。