

业绩点评
内销阶段性低点或已在 Q1 确认，期待修复

雾芯科技 (RLX.N)

2023-06-06 星期二

主要财务指标

人民币百万元	2019A	2020A	2021A	2022A
销售收入	1,549	3,820	8,521	5,333
同比增长(%)		146.5%	123.1%	-37.4%
毛利率	37.5%	40.0%	43.1%	43.2%
Non-GAAP 归母净利润	100	801	2,248	1,607
Non-GAAP 归母净利率	6.5%	21.0%	26.4%	30.1%
Non-GAAP EPS (元)	0.07	0.56	1.60	1.22
PE @1.79USD	182.0	22.8	7.9	10.4

数据来源: Wind、公司公告、国元证券经纪(香港)整理

相关报告
业绩点评:

受非法口味产品影响, 23Q1 收入同比-89%, 负经营杠杆导致利润承压:
 雾芯科技 2023Q1 收入同比-89%至 1.89 亿元, 环比 22Q4 下降 44%; 剔除消费税影响后的毛利率为 36.8%, 同比-1.6pp; Non-GAAP 归母净利润为 1.83 亿元, 同比-52%, 环比-26%。期内雾芯科技业绩同比及环比均下滑, 主因: (1) 22 年 10 月电子烟国标正式生效, 22 年 11 月电子烟消费税生效。而 23Q1 是电子烟消费税生效的第一个完整季度。电子烟国标生效后, 除烟草味产品外, 调味型电子烟不再被允许合规销售。消费者从以往的调味型产品转向国标产品, 需要时间。(2) 23Q1 非法口味产品仍扰动市场, 导致合规的烟草味国标产品销售承压。积极因素方面, 23Q1 虽业绩承压, 但季内动销逐月环比改善趋势显著, 3 月销售额接近为 1 月的 1 倍。

我们的观点:

(1) 国标新品产品力增强、执法部门增大对非法口味产品的打击力度, 有助于提升消费者对国标产品的接纳度。截至 23Q1 公司新国标口味达到 12 个, 较 22Q4 的 9 个环比增加 3 个, 以“绿扇盈盈”为代表的国标烟弹的产品认可度有显著提升。执法部门在年初以来陆续在零售端、生产端开展了针对“奶茶杯”、“可乐罐”等非法水果味电子烟的打击工作。非法产品的部分出清有助于公司国标产品销售的回升。

(2) 预计今年行业的主题将是电子烟用户逐步转向使用国标产品, 口味审批的实践影响修复节奏。由于电子烟的减害性, 预计中长期渗透率提升仍是大方向。去年下半年电子烟行业监管新规实施后, 内销阶段性低点或已在 23Q1 确认。而国标新品产品力增强、非法产品出清是驱动力。一季度公司以出清过往的国标产品库存为主, 至一季度末公司库存水平显著优化, 23Q1 末公司库存环比 22Q4 下降 22%至 1.0 亿元。

(3) 公司作为行业龙头, 具备品牌优势及产品研发优势, 市场份额接近 9 成。国内电子烟行业监管框架已在 22 年下半年尘埃落地, 若国标新产品推进及非法产品出清如期, 公司有望逐季向上修复。

风险提示: 监管趋严超预期、竞争加剧等。

研究部

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gzyq.com.hk

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>