

中小盘

悦刻：中国电子烟第一品牌

雾芯科技：中国最大的电子烟品牌商。

公司于2018年成立，是中国最大的封闭式电子烟品牌，主营业务是RELX电子烟的研发、设计和销售，截止目前已推出5款可充电电子烟产品以及2款一次性电子烟产品。

公司营收及净利润高速增长，2020年1-9月营收为22.0亿元，同比+93.3%；经调整净利润为3.8亿元，同比+169.8%；毛利率始终处于35+%的较高水平，经调整净利率为17.3%。

行业概况：电子烟市场前景广阔，悦刻一家独大。

全球范围看电子烟渗透率持续增长，美国、英国和中国的电子烟渗透率从2016年的21.2%、34.4%和0.4%分别增长到2019年的32.4%、50.4%和1.2%。2019年中国约有2.867亿烟民，排名全球第1，但电子烟用户只有340万，渗透率远低于英国、美国，中国电子烟市场空间广阔。

2019年中国封闭式电子烟市场零售额为11亿美元，占中国电子烟市场的74%，19-23年中国电子烟市场增长将主要由封闭式电子烟驱动，预计2023年中国封闭式电子烟市场零售额为110亿美元，占中国电子烟市场的97%。

按零售额口径，2019年和2020年1-9月，悦刻封闭式电子烟零售额分别占据中国封闭式电子烟市场的48.0%和62.6%，为行业龙头。

优势明显：产品丰富，渠道广泛，管理层背景强。

悦刻产品在丰富度层面领先同行，曾获得德国红点设计奖及金点设计奖；相较于竞争对手，公司率先与思摩尔国际合作推出陶瓷芯电子烟，共同投资建设专属工厂实现高度绑定，确保了原材料的产能供应。

公司线下渠道最广泛，通过与110家授权经销商合作，向全国5,000多家品牌专卖店和10万多家合作零售店供应电子烟产品，覆盖32个省的310个城市，专卖店数量是竞争对手的2倍以上。

公司创始团队成员学历背景优秀，来自顶级电子消费品、快速消费品、互联网、咨询和投资公司，具备丰富的企业管理经验，且创始团队均曾在优秀中国任职，积累了宝贵的共事经验。

投资建议：电子烟行业市场空间广阔，悦刻有望持续受益于中国电子烟渗透率的提升，同时思摩尔国际作为悦刻的主要供应商，也将受益于行业的快速发展。重点推荐电子雾化龙头思摩尔国际，推荐关注中国电子烟品牌龙头悦刻。

风险提示：政策风险、市场竞争加剧风险、供应商依赖风险。

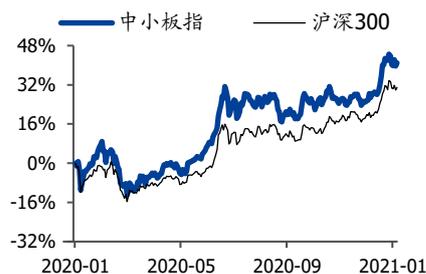
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
06969	思摩尔国际	买入	0.37	0.42	1.04	1.58	202.70	178.57	72.12	47.47

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 王凯捷

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究

- 《中小盘：万亿宠物赛道，投资掘金正当时》2020-06-16
- 《中小盘：电子烟新规出台，产业格局重塑》2019-11-01



内容目录

一、雾芯科技：中国最大的电子烟品牌商	4
1.1 公司概况：成立于 2018 年，汪莹为最终控制人	4
1.2 主营业务：市占率全国第一，季度销量同比翻倍	5
1.3 财务表现：净利率逐年上升，期间费用率下降明显	8
二、行业概况：电子烟市场前景广阔，悦刻一家独大	10
2.1 行业规模：中国电子烟用户渗透率低，市场前景广阔	10
2.2 行业政策：禁止向未成年人出售电子烟，敦促关闭相关互联网电商平台	13
2.3 竞争格局：品牌众多，悦刻一家独大	14
三、优势明显：产品丰富，渠道广泛，管理层背景强	16
3.1 产品优势：丰富的产品种类，研发增强用户体验	16
3.2 渠道优势：线下渠道最广泛，先发制人形成良性循环	18
3.3 管理层优势：学历背景优秀，管理经验丰富	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 股权结构（发行前）	5
图表 3: 悦刻可充电式封闭电子烟产品	6
图表 4: 公司分渠道业务收入（单位：百万元）	7
图表 5: 公司分渠道业务收入占比（单位：%）	7
图表 6: 公司电子烟烟杆和烟弹出货量（单位：百万个，%）	7
图表 7: 分季度公司烟杆和烟弹出货量（百万个，%）	7
图表 8: 公司收入及同比增速（单位：百万元，%）	8
图表 9: 公司净利润，经调整净利润及同比增速（单位：百万元，%）	8
图表 10: 公司营业成本及同比增速（单位：百万元，%）	8
图表 11: 2020 年 1-9 月公司营业成本构成	8
图表 12: 2018-2020 年 1-9 月毛利率（单位：%）	9
图表 13: 2018-2020 年 1-9 月净利率及经调整净利率（单位：%）	9
图表 14: 公司期间费用率（单位：%）	9
图表 15: 烟草行业分类	10
图表 16: 2016-2023E 全球烟草产品零售额（单位：十亿美元）	11
图表 17: 2016-2023E 全球减害替代品零售额（单位：十亿美元）	11
图表 18: 2008-2019 年美国、英国、中国电子烟使用者渗透率（单位：%）	12
图表 19: 2019 年全球可燃性烟草产品成人用户前十大市场（单位：百万人）	12
图表 20: 2016-2023E 中国烟草产品零售额（单位：十亿美元）	13
图表 21: 2016-2023E 中国电子烟零售额（单位：十亿美元）	13
图表 22: 2016、2019、2023E 中国电子烟市场零售额占比（单位：%）	13
图表 23: 中国电子烟相关政策	14
图表 24: 电子烟供应链及主要参与者	14
图表 25: 公司业务流程	15
图表 26: 公司在中国封闭式电子烟市场的占有率（单位：%）	15

图表 27: 中国电子烟品牌心智占有率排名	15
图表 28: 公司的“双轮驱动”发展模式.....	16
图表 29: 电子烟品牌产品横向比较	17
图表 30: RELX 采用思摩尔的陶瓷雾化芯.....	17
图表 31: 思摩尔的采购额占公司采购额的比例.....	17
图表 32: 公司线下经销商数量 (单位: 个)	18
图表 33: 电子烟品牌线下门店比较 (个)	19
图表 34: 悦刻标准店示意图	19
图表 35: 悦刻明星店示意图	19
图表 36: 悦刻小铺示意图.....	19
图表 37: 悦刻迷你店示意图	19
图表 38: 创始团队来自世界知名企业.....	20
图表 39: 创始人背景	20

一、雾芯科技：中国最大的电子烟品牌商

1.1 公司概况：成立于2018年，汪莹为最终控制人

北京雾芯科技有限公司（开曼）（以下简称“雾芯科技”、“公司”，股票代码：RLX, N）是一家电子烟品牌公司，于2018年成立，目前主营业务是“RELX悦刻”电子烟的研发、设计和销售，其零售额市占率在中国为62.6%，公司通过110个线下经销商将产品送达5,000多家品牌专卖店和10万多家合作零售店，并最终销售给用户，目前已实现对32个省的310个城市的覆盖。

2018年1月，深圳雾芯科技有限公司（“深圳雾芯”）成立并开始运营，即公司的运营主体。2018年8月Relx Inc.作为离岸控股公司在开曼群岛成立，同月Relx Inc.在香港成立雾芯香港有限公司（“雾芯香港”）作为其中间控股公司。2018年10月，雾芯香港在中国境内成立了全资子公司北京悦刻科技有限公司（“北京悦刻”），同月Relx Inc.通过北京悦刻完成对北京雾芯科技有限公司（“北京雾芯”）的协议控制并成为其主要受益人，北京雾芯是深圳雾芯的母公司。

自成立以来，公司累计完成八轮股权融资。2020年9月，Relx Inc.在开曼群岛成立了全资子公司“雾芯科技”（即本次上市主体）。2020年10月，Relx Inc.将持有的雾芯香港的100%股权转让给雾芯科技，交易完成后，雾芯香港成为雾芯科技的全资子公司。

图表1：公司历史沿革

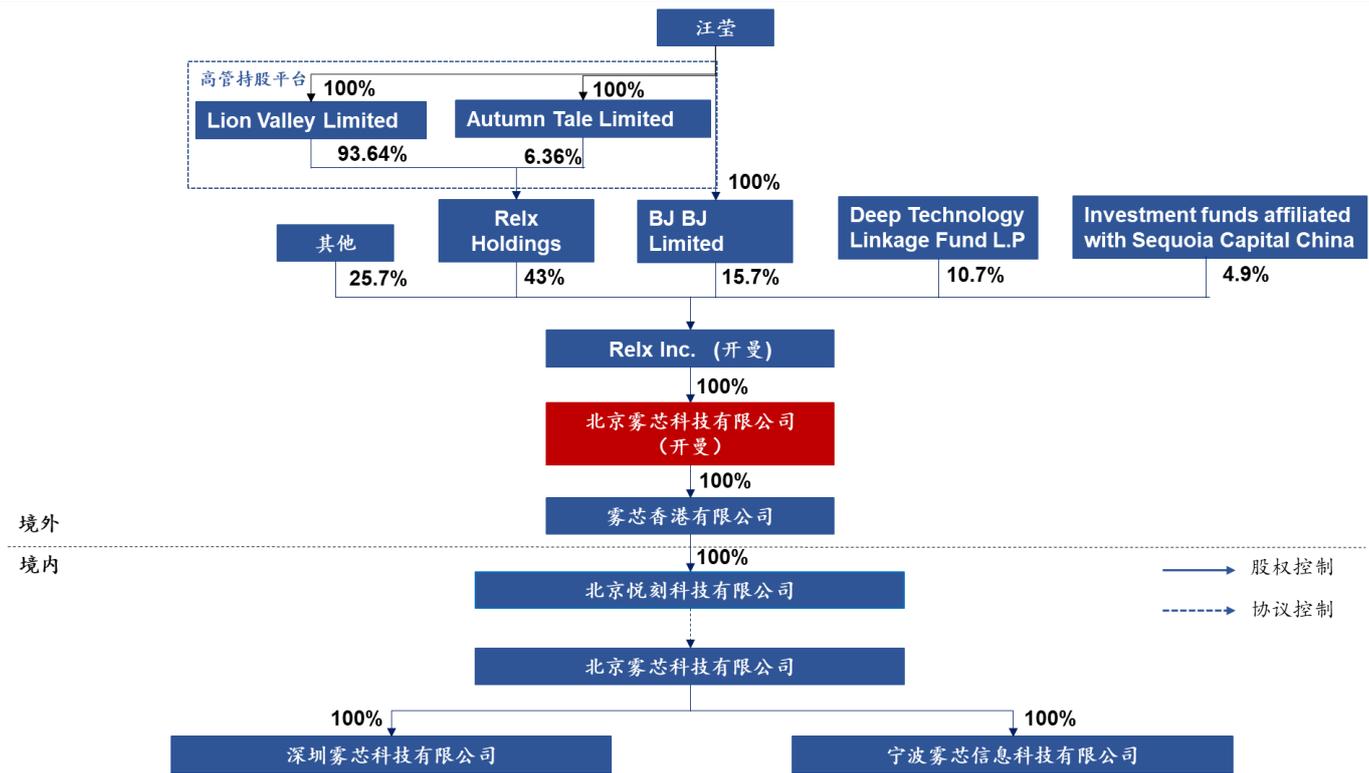
时间	事件
2018年1月	深圳雾芯成立并开始运营
2018年8月	在开曼群岛成立Relx Inc.
2018年8月	Relx Inc. 在香港成立雾芯香港
2018年10月	雾芯香港在中国成立全资子公司北京悦刻
2018年10月	Relx Inc. 通过北京悦刻完成对北京雾芯的协议控制，成为其主要受益人
2020年9月	Relx Inc.在开曼群岛成立全资子公司雾芯科技
2020年10月	Relx Inc.将持有的雾芯香港的100%股权转让给雾芯科技

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

母公司为Relx Inc.，汪莹为实际控制人。公司母公司为Relx Inc.，公司联合创始人、董事会主席兼首席执行官汪莹通过Relx Holdings和BJ BJ Limited 分别持有43%和15.7%的股份，合计为58.7%，蒋龙和闻一龙为公司的联合创始人兼董事，通过代持方式分别持有9.9%和6.5%的股份（通过Relx Holdings），其中创始人汪莹、蒋龙和闻一龙曾共同在优步工作。源码资本持股10.7%，红杉持股4.9%。

公司采取VIE结构，北京悦刻作为外商独资企业（WFOE）通过协议控制北京雾芯，北京雾芯全资控股深圳雾芯和宁波雾芯。

图表 2: 股权结构 (发行前)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.2 主营业务: 市占率全国第一, 季度销量同比翻倍

公司的产品为“RELX悦刻”封闭式电子烟, 截止2020年9月底, 按销售金额口径, 公司的电子烟产品在国内封闭式电子烟市场的占有率达**62.6%**, 遥遥领先于竞争者。公司深入参与电子烟的科学研究、技术和产品开发、供应链管理和线下分销, 截止目前已推出5款可充电式封闭电子烟产品, 以及2款一次性电子烟产品。

图表3: 悦刻可充电式封闭电子烟产品

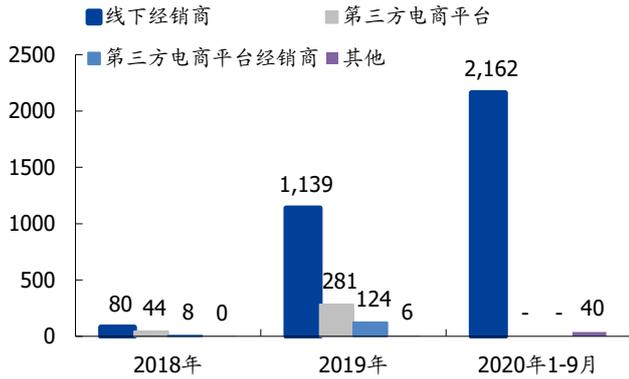
	悦刻一代	悦刻阿尔法	悦刻灵点	悦刻无限	悦刻幻影
产品					
价格	299元/套(1烟杆+2雾化弹)	399元/套(1烟杆+2雾化弹)	450元/套(1烟杆+4雾化弹)	268元/单杆(渐变色278元)	268元/单杆
材质	铝合金	铝合金	铝合金	铝合金	铝合金
雾化弹规格	99元/盒(3颗装) 雾化弹容量: 2ml	99元/盒(2、3颗装) 雾化弹容量: 1.6ml	99元/盒(2颗装) 雾化弹容量: 1.45ml	99元/盒(3颗装) 雾化弹容量: 1.9ml	99元/盒(3颗装) 雾化弹容量: 1.9ml
雾化杆重量	17g	20.1g	17.82g	18g	16g
充电接口&电池	充电接口: 安卓 USB 接口 电池容量: 350mAh 充电时长: 45-60 分钟	充电接口: type-C 接口 电池容量: 350mAh 充电时长: 约 40 分钟	充电接口: type-C 接口 电池容量: 330mAh 充电时长: 约 45 分钟	充电接口: type-C 接口 电池容量: 380mAh 充电时长: 约 45 分钟	充电接口: type-C 接口 电池容量: 380mAh 充电时长: 约 45 分钟
续航时间	1-2 天	1-2 天	1-2 天	2-3 天	2-3 天
产品特点	性价比高, 雾化弹口味多	口感优、工艺感足、性能好	搭配 APP, 智能互联(蓝牙款), 童锁	磨砂手感、口感升级、根源防漏、超长续航、双色指示灯	口感升华、潮汐灯(电量提示)、迷宫防漏
口味	劲爽薄荷、经典烟草、绿豆冰棒、冰镇西瓜、冰红茶、草莓雪冰等 16 种口味	冰川泉薄荷、红玉西瓜冰、滋滋可乐冰、香烤一号烟、沙沙绿豆冰等 17 种口味	暗爽薄荷、佛系绿豆、凉心香烟、红色能量、草莓雪冰、谦谦桃茶、橘子汽水等 15 种口味	爽薄荷、清雅烟、醇香烤烟、玫瑰荔枝、可乐冰、冰绿豆、菠萝旋风、橘子汽水等 13 种口味	冰镇西瓜、可乐冰、多汁葡萄、桃气乌龙、绿豆冰棒、老冰棍儿、草莓雪冰等 7 种口味
使用体验	携带方便、直接抽吸; 一颗雾化弹大约 500-600 口	吸阻感强, 入口顺滑, 5 重防漏油, 锁住冷凝液; 一颗雾化弹大约 500 口	棉花般柔软口味, 顺滑饱满; 一颗雾化弹大约 400-500 口	口感细腻、防漏油大幅提升; 可以接线充电亦可无限充电(充电盒需另购) 续航电池容量加大; 一颗雾化弹大约 500 口	呼吸感潮汐灯效, 互动体验更有趣; 人体工学舒适烟嘴; 独立辅助换气系统, 防漏效果更好; 一颗雾化弹大约 500 口

资料来源: 公司官网, 悦刻 APP, 国盛证券研究所

2018 年及 2019 年, 公司的销售收入主要来自三个渠道: ①销售给线下分销商, 随后分销商将产品销售给品牌专卖店及合作零售店; ②通过第三方电子商务平台直接销售给最终消费者; ③销售给第三方电子平台分销商, 随后分销商将产品销售给最终消费者, 2019 年来自以上三个渠道的收入占比分别为 73.5%、18.1%和 8.0%。

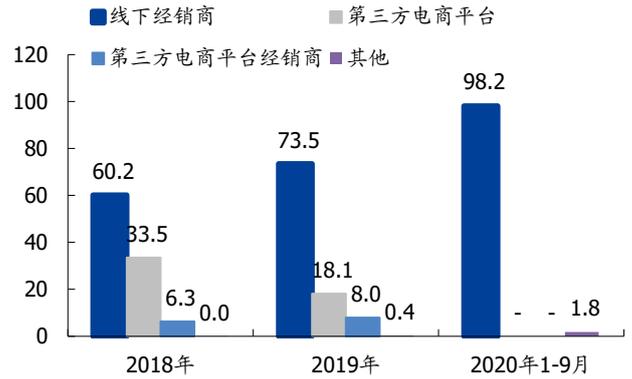
2019 年 11 月, 国家出台政策禁止网上销售电子烟, 公司随后关闭线上商店并停止与电商分销商的合作, 2020 年 1-9 月公司来自线下分销商的收入为 21.62 亿元, 占比提高到 98.2%。

图表 4: 公司分渠道业务收入 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 5: 公司分渠道业务收入占比 (单位: %)

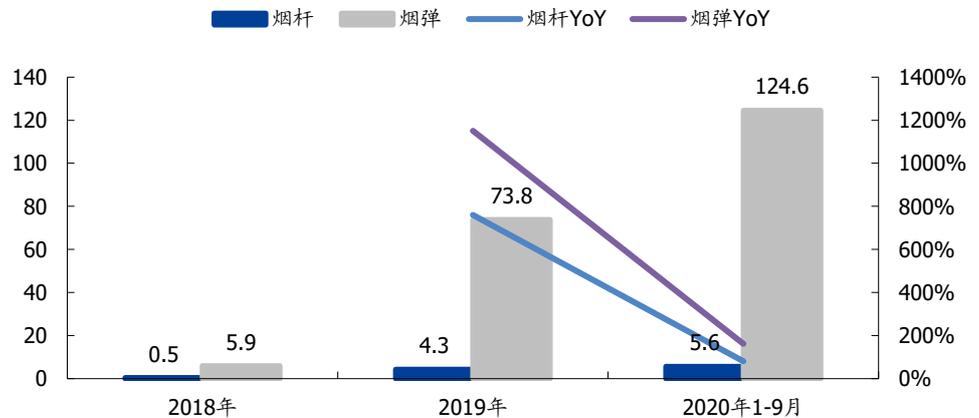


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司烟杆和烟弹的销量大幅增加, 烟杆销量从 2018 年 50 万个增长至 2020 年 1-9 月的 560 万个, 烟弹销量从 2018 年的 590 万个增长至 2020 年 1-9 月的 1.24 亿个, 其中烟弹增速远高于烟杆, 反映烟弹复购率的提升。

分季度看, 2020Q1 受禁止线上销售电子烟影响, 烟杆与烟弹的销量环比下降, 从 2020Q2 起, 公司产品的销量迅速恢复, 2020Q2 与 Q3 烟杆与烟弹出货量均实现了超过 100% 的同比增长。最新数据显示, 2020 年 10 月公司烟杆出货量 130 万个, 烟弹出货量 2610 万个; 2020 年 1-10 月公司烟杆累计出货量 690 万个, 烟弹出货量 1.51 亿个。

图表 6: 公司电子烟烟杆和烟弹出货量 (单位: 百万个, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 7: 分季度公司烟杆和烟弹出货量 (百万个, %)

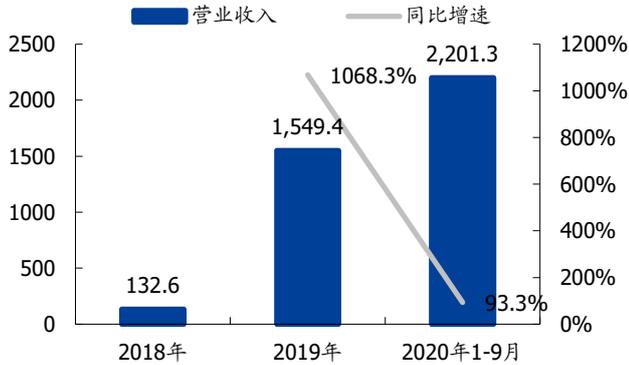
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
烟杆	0.7	0.9	1.5	1.2	0.8	1.8	3.0
yoy	-	-	-	-	14.3%	100.0%	100.0%
烟弹	9.0	14.6	24.0	26.2	22.0	40.8	61.9
yoy	-	-	-	-	144.4%	179.5%	157.9%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.3 财务表现：净利率逐年上升，期间费用率下降明显

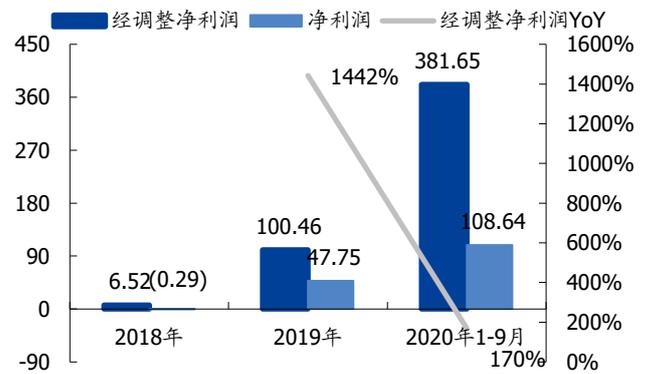
公司收入及净利润高速增长，以线下销售为主。2019年公司收入为15.5亿元，同比增长1068.3%；2020年1-9月公司收入为22.0亿元，同比增长93.3%。2019年公司净利润为4775万元，经调整净利润为1.0亿元，同比增长1442%；2020年1-9月公司净利润为1.1亿元，经调整净利润为3.8亿元，同比增长170%，调整项主要为股权激励费用。

图表 8: 公司收入及同比增速 (单位: 百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 9: 公司净利润, 经调整净利润及同比增速 (单位: 百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

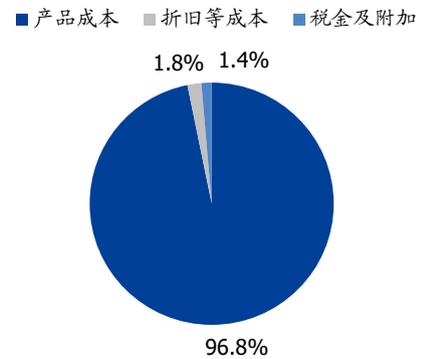
公司的营业成本主要包括产品成本, 生产过程中的机器设备折旧、租金、租赁资产改良, 以及税金, 2020年1-9月, 产品成本占营业成本的96.8%, 是最重要的成本项。

图表 10: 公司营业成本及同比增速 (单位: 百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

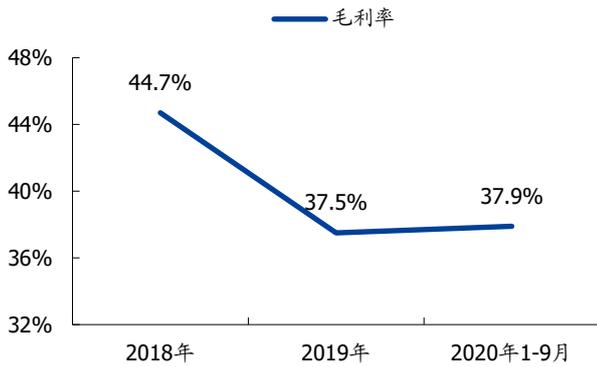
图表 11: 2020年1-9月公司营业成本构成



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

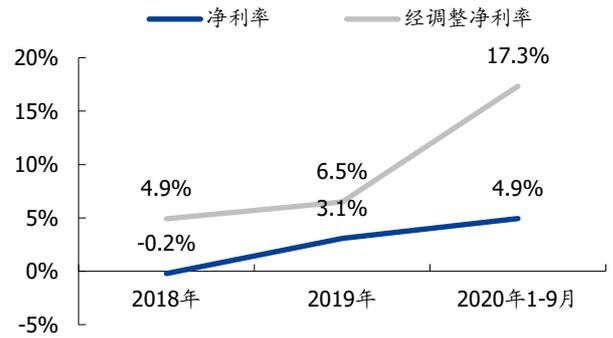
自2018年成立以来, 公司的毛利率始终处于35%以上的较高水平, 净利率由2018年的-0.2%增长至2020年1-9月的4.9%, 处于逐年上升的趋势, 其中经调整净利率由2018年的4.9%增长至2020年1-9月的17.3%。

图表 12: 2018-2020 年 1-9 月毛利率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 13: 2018-2020 年 1-9 月净利率及经调整净利率 (单位: %)



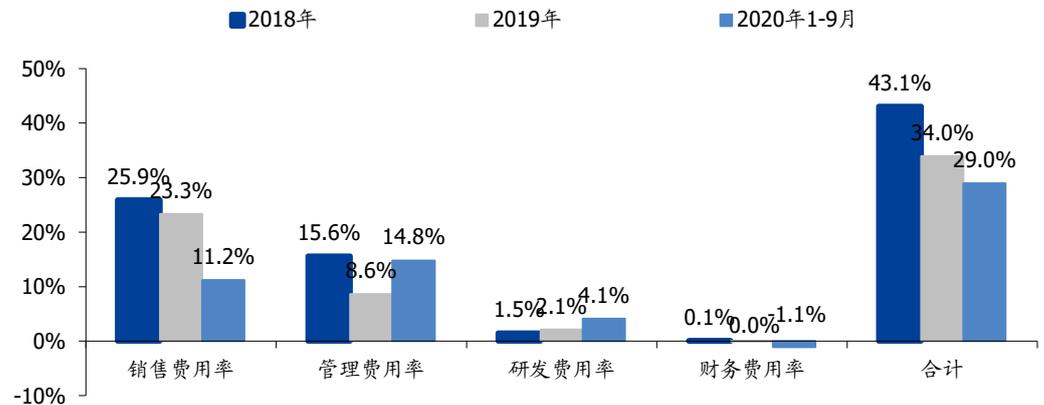
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

期间费用率方面, 公司的销售费用主要包括薪金、股权激励费用、折旧、市场宣传费用及运输费等。由于公司在 2019 年 11 月关闭了电子平台的网上商店并停止与电商平台分销商的合作, 公司不再产生与电商平台有关的费用, 销售费用率从 2019 年的 23.3% 下降至 2020 年 1-9 月的 11.2%。

公司的研发费用主要包括薪金和股权激励费用, 以及与研发活动相关的材料费用和设备折旧。随着公司在科学研究、技术和产品开发方面的不断投入, 尽管收入持续增长, 公司研发费用率亦保持逐年增加, 从 2019 年的 2.1% 增长至 2020 年 1-9 月的 4.1%。

整体看, 公司期间费用率从 2018 年的 43.1% 下降至 2020 年 1-9 月的 29.0%, 反映良好的费用管控效果。

图表 14: 公司期间费用率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

二、行业概况：电子烟市场前景广阔，悦刻一家独大

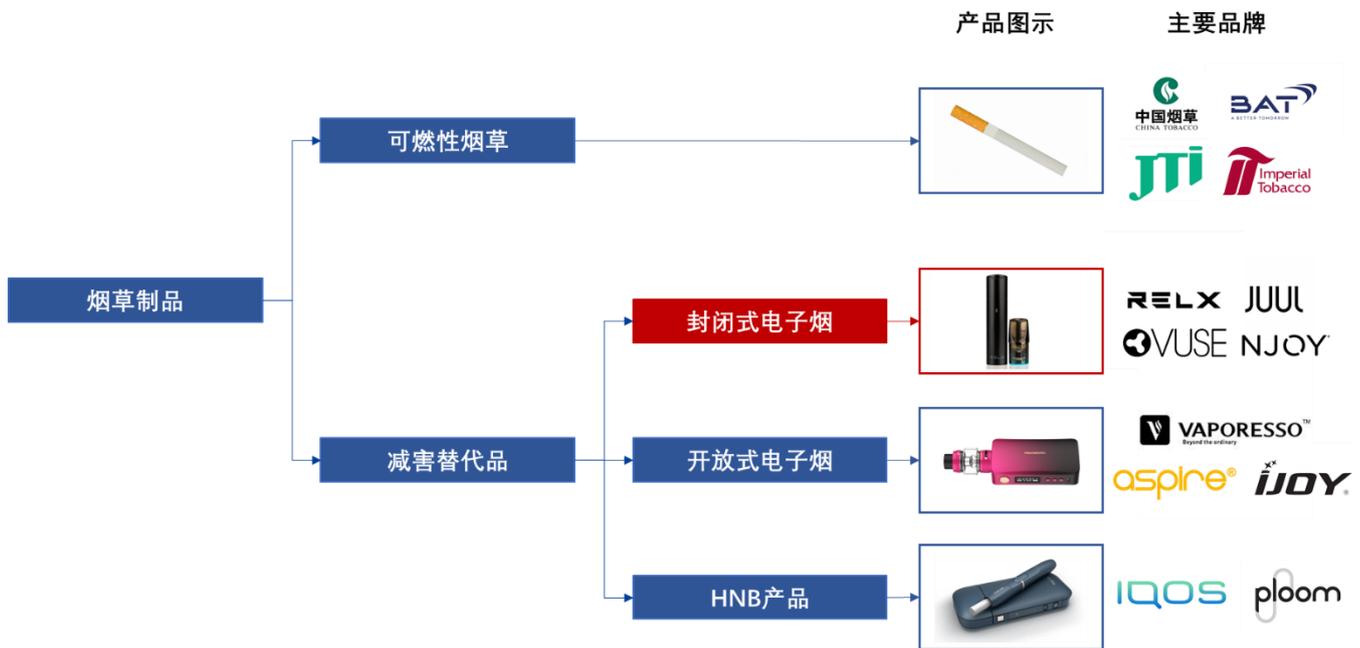
2.1 行业规模：中国电子烟用户渗透率低，市场前景广阔

烟草行业包括可燃性烟草产品（Combustible tobacco）和减害替代品（HRA, Harm reduction alternatives），可燃性烟草产品主要包括卷烟和雪茄等，是目前最主要的烟草产品。

近年来，减害替代品诸如电子烟、加热不燃烧产品（HNB）等陆续进入烟草市场。其中，电子烟通过加热烟油产生雾化气，当使用者从中吸气时会有类似于吸烟的体验，通常分为封闭式与开放式两类：封闭式电子烟俗称“小烟”，可充电或一次性使用，具备便携、个性化及易使用等优势，面向各类人群，**公司主要产品为封闭式电子烟**；开放式电子烟俗称“大烟”，允许使用者混合使用不同发热丝、电池模组及电子雾化液以生成更多个性化体验，主要面向电子烟“发烧友”。封闭式电子烟为主流，2019年封闭式电子烟的零售额在美国和中国电子烟市场中的份额分别为90%和74%。

加热不燃烧产品则通过加热烟草产生雾化气，通常烟草被制作成烟弹（形状类似卷烟，长度较短），一般属于烟草制品，有明确的监管。

图表 15: 烟草行业分类



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

2019年全球约有10亿可燃性烟草产品用户，其中85.5%是卷烟使用者。2019年全球可燃性烟草产品和减害替代品的零售额市场规模为8,507亿美元，预计2023年将达到10,172亿美元。其中，减害替代品保持高速增长，16-19年其零售额CAGR为26.3%，远高于传统烟草，2019年减害替代品的市场规模为631亿美元，预计19-23年其CAGR为18.4%，2023年其市场规模将达到1240亿美元，实现翻倍。

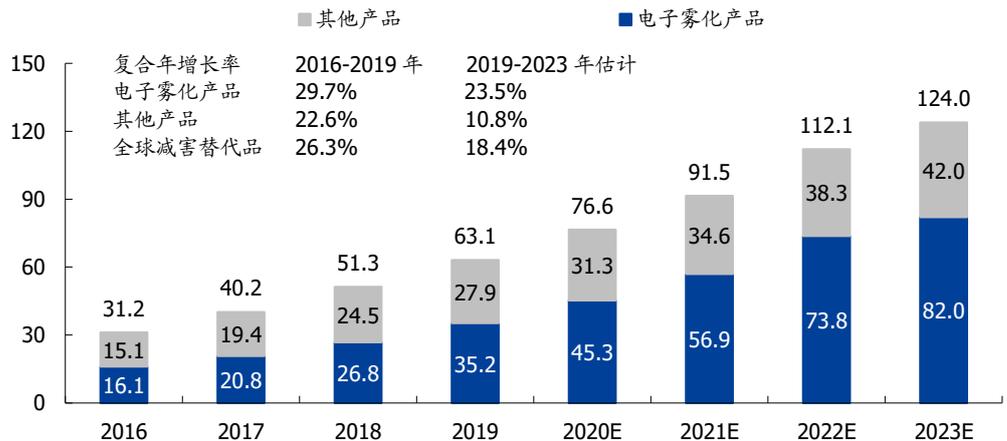
图表 16: 2016-2023E 全球烟草产品零售额 (单位: 十亿美元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

减害替代品中, 电子烟已成为主要产品类别, 就 2019 年的零售额来看, 其占据了全球减害替代品市场的 55.8%, 其市场规模为 352 亿美元。预计 19-23 年全球电子烟零售额 CAGR 为 23.5%, 2023 年市场规模将达到 820 亿美元, 主要由电子烟渗透率的增加所驱动。

图表 17: 2016-2023E 全球减害替代品零售额 (单位: 十亿美元)

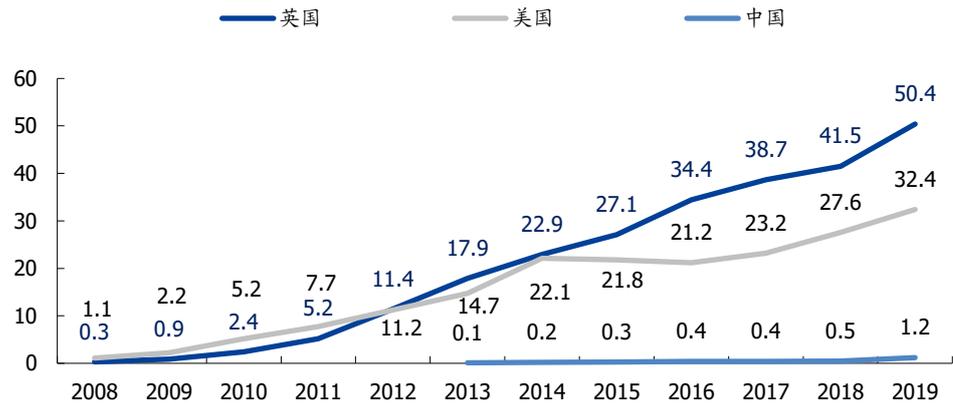


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

中国电子烟市场空间广阔

过去十几年以来, 美国、英国、中国的电子烟使用者的渗透率 (电子烟使用者数量/可燃性烟草产品使用者数量) 一直保持增长。美国、英国和中国的电子烟渗透率从 2016 年的 21.2%、34.4% 和 0.4% 分别增长到 2019 年的 32.4%、50.4% 和 1.2%。根据美英两国电子烟使用者渗透率情况来看, 我国电子烟的渗透率较低, 未来提升空间很大。

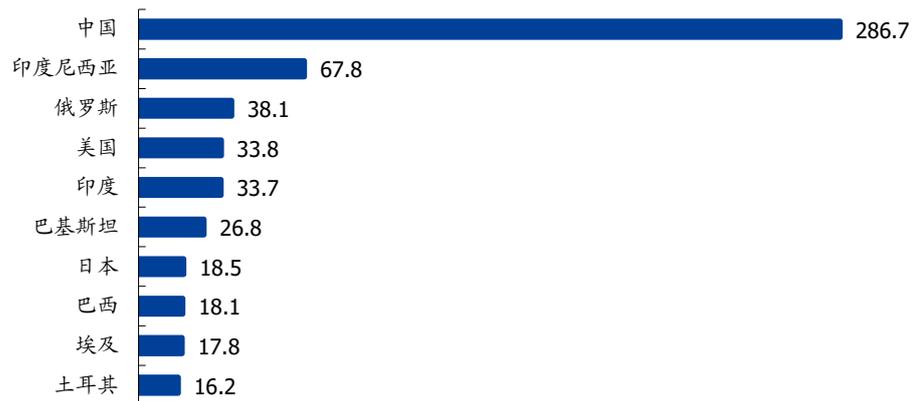
图表 18: 2008-2019 年美国、英国、中国电子烟使用者渗透率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

中国人口基数大, 烟民数量排名全球第一。2019 年, 中国约有 2.867 亿成人可燃性烟草产品用户, 就成人用户数量来看占据全球第一, 而中国的电子烟用户只有 340 万, 且渗透率较低, 电子烟在中国具有庞大的潜在消费人群。

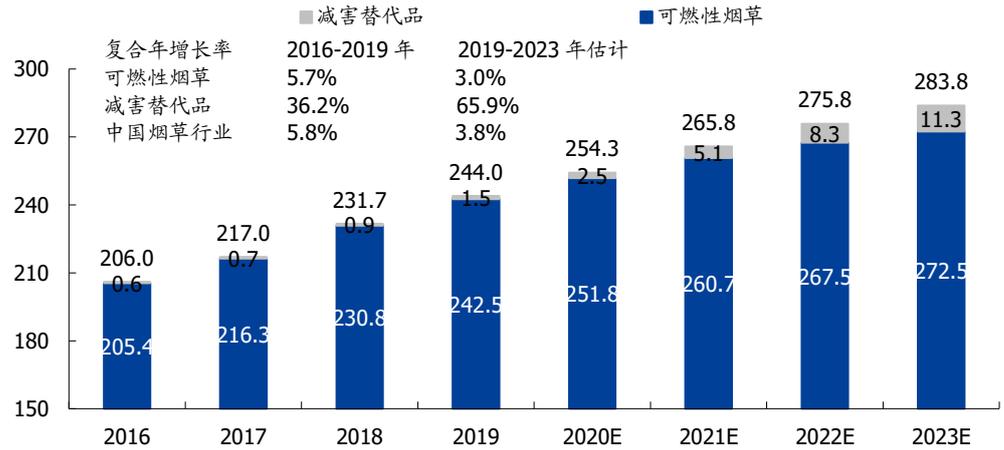
图表 19: 2019 年全球可燃性烟草产品成人用户前十大市场 (单位: 百万人)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

减害替代品零售额的增速远高于传统烟草。未来一段时间内, 中国可燃性烟草仍然是烟草行业主流, 但其市场增速将远低于减害替代品。2019 年中国减害替代品市场零售额达到 15 亿美元, 预计 19-23 年 CAGR 达 65.9%, 2023 年市场规模将达到 113 亿美元, 市场增长主要由封闭式电子烟驱动。

图表 20: 2016-2023E 中国烟草产品零售额 (单位: 十亿美元)

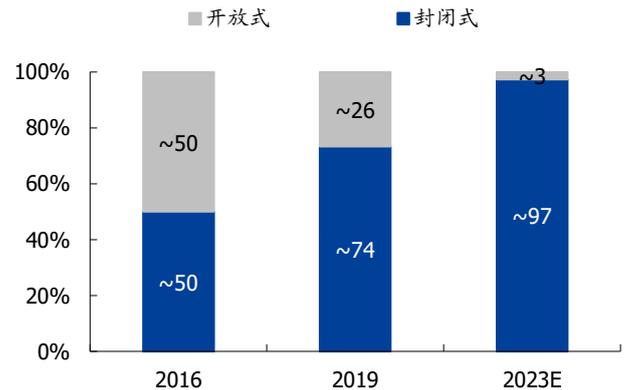
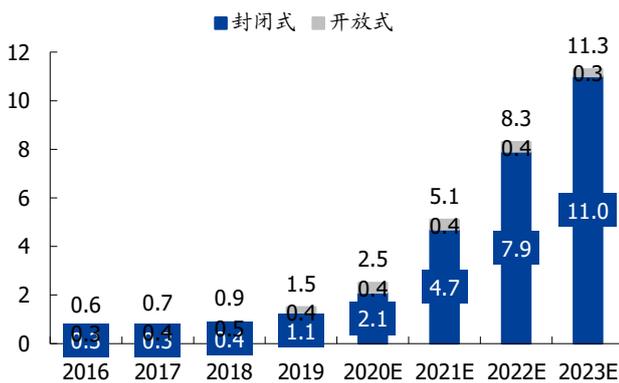


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 注: HNB 产品目前在中国被禁止销售, 故减害替代品均为电子烟。

封闭式电子烟将驱动中国电子烟市场的增长。2019 年中国封闭式电子烟市场零售额为 11 亿美元, 占中国电子烟市场的 74%, 预计 19-23 年 CAGR 达 77.5%, 2023 年中国封闭式电子烟市场零售额将达到 110 亿美元, 占中国电子烟市场的 97%。

图表 21: 2016-2023E 中国电子烟零售额 (单位: 十亿美元)

图表 22: 2016、2019、2023E 中国电子烟市场零售额占比 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 行业政策: 禁止向未成年人出售电子烟, 敦促关闭相关互联网电商平台

为保护未成年人身心健康, 近年来国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局多次就禁止向未成年人出售电子烟作出专门部署, 先后发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》、《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》, 禁止向未成年人出售电子烟、禁止在电商平台销售电子烟, 并于 2020 年下半年开展了为期两个月的电子烟市场专项检查行动, 取得明显成效。

图表 23: 中国电子烟相关政策

发布时间	政策文件	具体内容	影响
2018年8月28日	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局发布了《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	禁止市场主体向未成年人出售电子烟，建议电商平台对含有“学生”、“未成年人”等字样的电子烟产品下架，对相关店铺（销售者）进行扣分或关店处理；加强对上架电子烟产品名称的审核把关，采取有效措施屏蔽关联关键词，不向未成年人展示电子烟产品。	社会各界共同保护未成年人免受电子烟侵害的意识普遍增强，向未成年人直接推广和销售电子烟的现象有所好转
2019年11月1日	国家烟草专卖局、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》	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；敦促电商平台及时关闭电子烟店铺，并将电子烟产品及时下架；敦促电子烟生产、销售企业或个人撤回通过互联网发布的电子烟广告。	很多电子烟企业第一时间表态愿意“高度自律，拥护监管”，并及时在网页和 APP 上下架了电子烟产品。该通告有力推动电子烟生产、销售企业落实未成年人保护行动
2020年7月1日	国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局制定了《电子烟市场专项检查行动方案》	专项检查行动自2020年7月10日—9月10日，为期两个月，着力解决电子烟变相销售、虚假广告、自媒体传播、自动售卖机和实体店年龄核验等突出问题，防止电子烟危害未成年人，旨在全面清理互联网电子烟售卖，全面强化对互联网平台的监管切实保护未成年人身心健康。	有力震慑了电子烟违法违规经营者，切实保护了消费者和未成年人合法权益；得到了社会各界的高度关注，普遍反映积极，相关企业主动响应配合

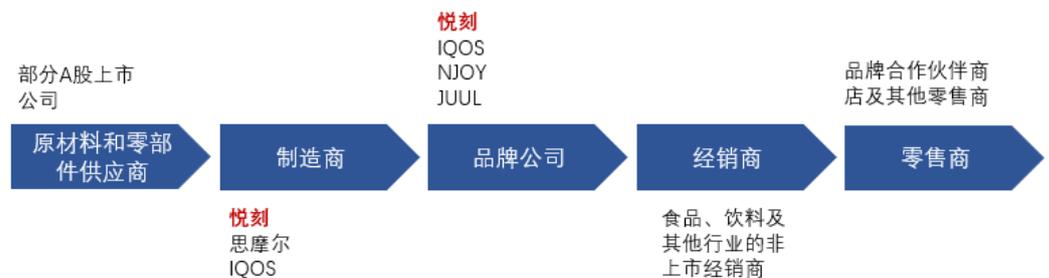
资料来源：国家烟草专卖局官网，国盛证券研究所

2.3 竞争格局：品牌众多，悦刻一家独大

中国电子烟产业中价值链的主要参与者包括：原材料和零部件的供应商、制造商、品牌公司、经销商和零售商，悦刻所涉及的环节包括产品制造及品牌运作。

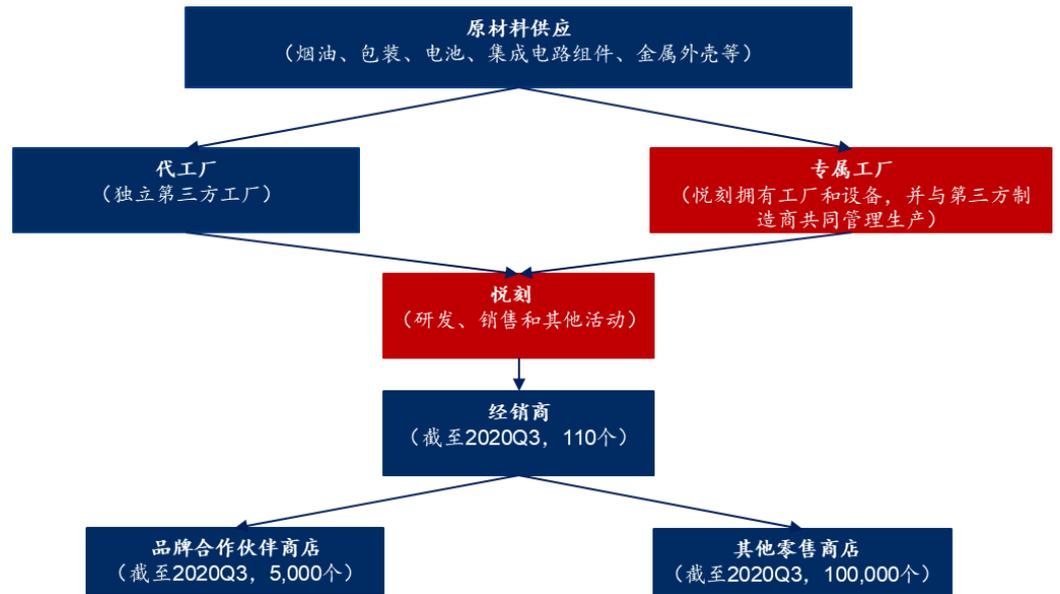
具体而言，公司的业务流程如下：①从上游原材料供应商订货；②将货物运送到思摩尔的工厂或悦刻的专门工厂进行生产；③将产成品送至悦刻总部；④悦刻将电子烟产品卖给经销商；⑤经销商将产品卖给品牌专卖店（60%）或合作零售店（40%）。

图表 24: 电子烟供应链及主要参与者



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

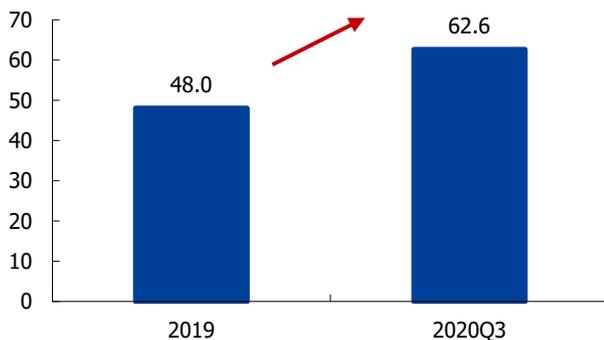
图表 25: 公司业务流程



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

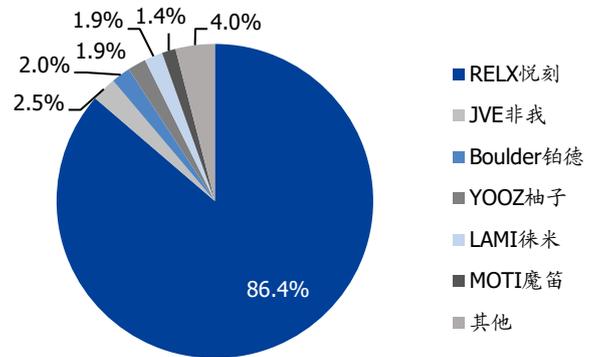
市场参与者众多, RELX 的零售额市占率排名全国第一。2019 年和 2020 年 1-9 月, 公司封闭式电子烟零售额分别占据市场零售额的 48.0%和 62.6%。根据蓝洞新消费发布的 2020 年第三季度中国电子烟用户心智品牌榜, RELX 悦刻第二季度份额为 75%, 第三季度份额上升到 86%, 属于行业龙头。用户心智榜排名第二至第六名的包括 JVE 非我、Boulder 铂德、YOOZ 柚子、LAMI 徕米和 MOTI 魔笛, 用户心智占有率从 1.4%~2.5% 不等, 远低于 RELX。

图表 26: 公司在中国封闭式电子烟市场的占有率 (单位: %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 27: 中国电子烟品牌心智占有率排名



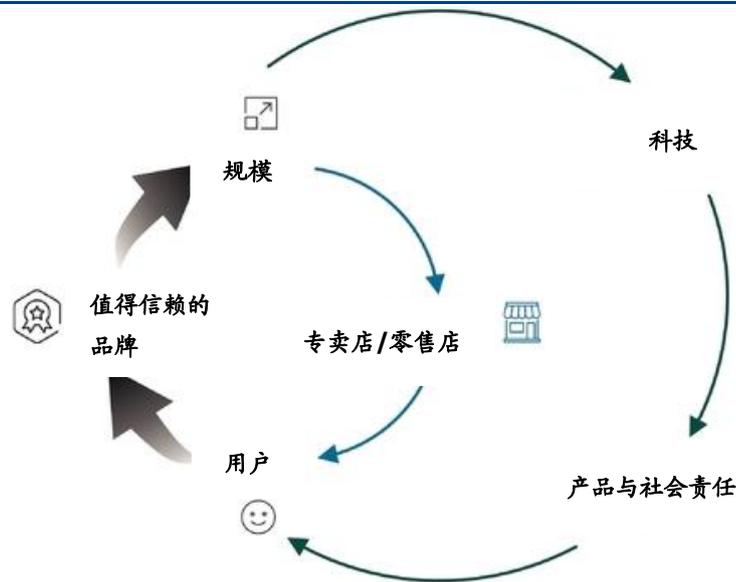
资料来源: 蓝洞新消费, 国盛证券研究所 观测窗口: 2020年7月1日 - 2020年9月30日

三、优势明显：产品丰富，渠道广泛，管理层背景强

公司采取“双轮驱动”发展模式。一方面，由于公司规模较大，可通过大量品牌专卖店及合作零售店获得潜在用户，用户形成消费习惯后会重复购买，支撑门店销售，同时门店也强化了 RELX 作为中国电子烟首选品牌的形象，进一步巩固公司的增长和规模。

另一方面，凭借较大的规模和市场领先地位，公司积累了足够资源投资于技术开发和减少相关危害的科学研究，不断为用户提供优质的电子烟产品，并参与到防止未成年人使用电子烟等社会责任的计划中，以上均加强了用户和公司之间的信任，进一步强化品牌形象并推动公司不断发展。

图表 28: 公司的“双轮驱动”发展模式



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.1 产品优势：丰富的产品种类，研发增强用户体验

产品种类丰富，获得设计类大奖。公司利用自身技术和产品开发能力以及对成年吸烟者的深入了解，不断开发出优质的电子烟产品。截至目前，公司已推出 5 款可充电电子烟产品以及 2 款一次性电子烟产品，在产品丰富度层面领先同行。公司 2020 年 1 月发布的悦刻无限先后获得 2020 年德国红点设计奖（Red Dot Award）及金点设计奖（Golden Pin Design Award），产品获得业内肯定。

图表 29: 电子烟品牌产品横向比较

品牌	公司	成立时间	产品数量	口味数量
悦刻 (RELX)	深圳雾芯科技有限公司	2018年1月	悦刻一代、悦刻阿尔法、悦刻灵点、悦刻无限、悦刻幻影等五个系列的可充电电子烟,小悦刻和悦刻云白等两个系列的一次性电子烟	5个系列可充电产品分别有16、17、15、13、和7种口味,2个一次性产品分别有12、7种口味
非我 (JVE)	深圳市非我科技有限公司	2019年9月	包括炫彩、光彩、莫属、特雾四个系列产品	4个系列分别有17、19、17、和5种口味
铂德 (Boulder)	铂德(深圳)科技有限公司	2013年10月	包括琥珀、GTR、KATE、Bling、超级Bling、蒲公英六个系列产品	6个系列分别有17、9、12、6、8、及14种口味
柚子 (YOOZ)	北京奇雾科技有限公司	2018年12月	包括MINI、二代ZERO两个系列	共23种口味
徕米 (LAMI)	徕米雾电科技(深圳)有限公司	2019年5月	包括徕米换弹雾化器	水果系列有8种口味、草本系列包括8种口味
魔笛 (MOTI)	深圳雷炎科技有限公司	2018年11月	包括经典换弹雾化烟 MOTI、智能电子烟 MOTI C、高端换弹雾化烟 MOTIS LITE、一次性电子烟 MOTI PIIN、MOTI MOJO 五个系列产品	共41种口味
雪加 (SNOW PLUS)	深圳雪雾科技有限公司	2019年5月	包括Pro和Lite两个系列产品	共19种口味

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

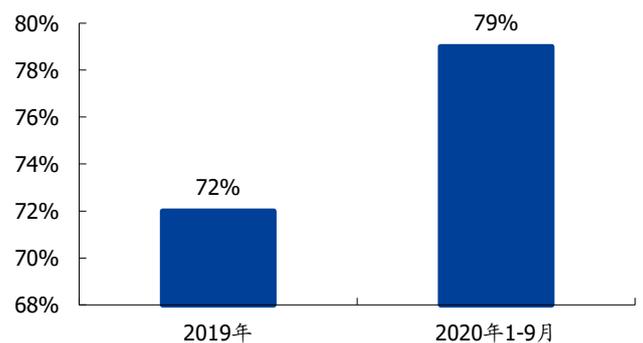
率先与思摩尔国际合作推出陶瓷芯电子烟, 高度绑定。公司创立之初即开始与思摩尔国际合作, 后者是全球最大电子雾化设备制造商, 其陶瓷加热技术“FEELM”解决了传统棉芯漏油、加热不均等问题, 已成为陶瓷雾化芯的主流技术, 公司竞争者魔笛、柚子等与思摩尔国际的合作开展较晚。目前, 公司已与思摩尔共同投资建设专属工厂, 确保产能的供应。思摩尔是公司最大供应商, 2020年1-9月, 公司采购额的79%来自思摩尔。

图表 30: RELX采用思摩尔的陶瓷雾化芯



资料来源: FEELM, 国盛证券研究所

图表 31: 思摩尔的采购额占公司采购额的比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司致力于科学研究, 通过研发增强用户体验。2019年4月公司成立RELX物理化学实验室, 主要用于对烟油和雾化器的评估和研究, 2020年8月公司成立RELX生物科学实验室(中国电子烟行业第一个生物科学实验室), 以进一步了解和最大程度降低电子烟相关健康风险。自2018年创立以来, 公司已在全球申请400多件专利, 其中发明专利占比超过54%。公司的研发团队规模不断扩充, 截止Q3公司研发人员有54名, 占比8%。

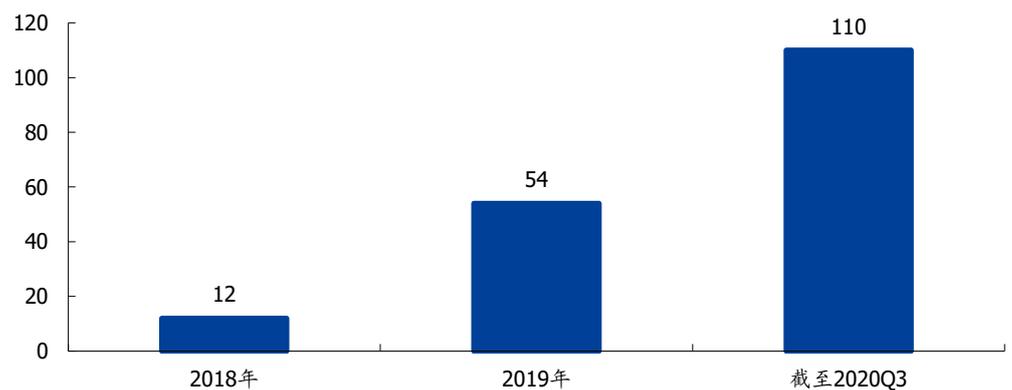
产品研发上，公司制定了内控的电子烟感官评价体系 V1.0 版，既注重抽吸感受，又与其他食品的评价准则相结合。同时，公司制定了从内测到品鉴官测试流程，通过品鉴官的 20 个维度评测结果进行反复调试，以保证每一个上市的雾化液口味都是精品。

作为中国电子烟行业的领导者，公司拥有广泛的用户群体，可向电子烟用户征求反馈意见，参与技术和产品创新，不断改善用户体验，使产品的传播度和用户依赖不断提高。公司采用严格的产品开发流程，一个新口味的诞生需要至少 80 天的时间，近 500 人参与评测，近 100 次配方反复调整，每个样品的上市几率只有 1.5%。

3.2 渠道优势：线下渠道最广泛，先发制人形成良性循环

经销商数量高速增长。针对中国电子烟市场，公司通过线下分销商进行产品销售，线下分销商再通过品牌专卖店和合作零售店将电子烟产品送达终端消费者手中。公司的授权经销商的数量从 2018 年底的 12 个增加到 2020Q3 末的 110 个，3 年不到翻了 10 倍，成为公司收入迅速增长的保障。

图表 32: 公司线下经销商数量 (单位: 个)

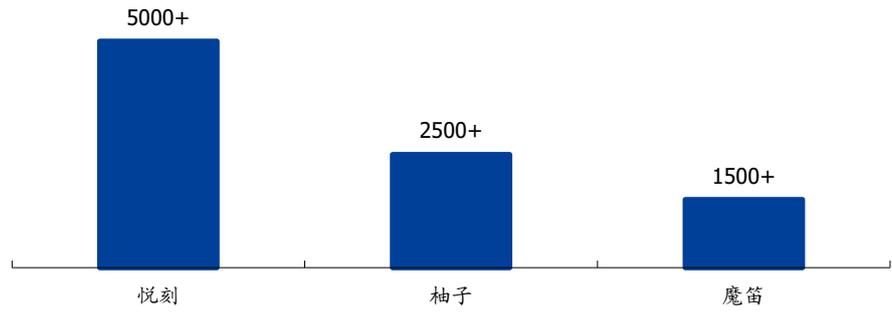


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

截至 2020 年 9 月 30 日，公司通过与 **110 家授权经销商合作**，向全国超过 **5,000 家 RELX 品牌专卖店**和超过 **100,000 家合作零售店**供应电子烟产品，覆盖 32 个省的 310 个城市，入驻全国各大知名商圈。公司还开启新零售战略项目，旨在打造场景融入式的跨界销售，无需额外投资拓店，最大化利用门店，为生活服务店铺带来更多的收入和多元化消费体验，悦刻店中店在中国全国成功营业 500+ 个门店，覆盖 3C 数码、网吧、烟酒店、潮品店、餐饮、酒吧、KTV、汽车 4S 店、棋牌室等 30 余种生活服务类场景。

与其他品牌相比，公司拥有更广泛的线下渠道，一方面可以更有效地触达终端消费者，另一方面，由于电子烟禁止在网上销售，线下门店成为公司品牌推广的利器。

图表 33: 电子烟品牌线下门店比较 (个)



资料来源: 公开信息, 蓝洞新消费, 国盛证券研究所

根据 RELX 官网, 公司线下门店包括标准店、明星店、悦刻小铺和迷你店, 其中标准店、明星店店铺面积要求大于等于 15m², 悦刻小铺面积要求 5m², 迷你店面积要求 5-15m²。开设店铺无需合作费, 公司还将提供设计支持、装修补贴、货品补贴、IT 收银软件支持等多项服务。店铺是品牌对外展示的窗口, 标准化的店铺对于提高品牌形象尤为重要。

图表 34: 悦刻标准店示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 35: 悦刻明星店示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 36: 悦刻小铺示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 37: 悦刻迷你店示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.3 管理层优势：学历背景优秀，管理经验丰富

公司创始团队成员学历背景优秀，来自顶级电子消费品、快速消费品、互联网、咨询和投资公司，相关行业管理经验丰富，且创始团队均曾在优步中国任职，积累了丰富的共事经验。

图表 38: 创始团队来自世界知名企业



资料来源: RELX 官网, 国盛证券研究所

图表 39: 创始人背景

姓名	职位	学校	过往工作经历
汪莹	联合创始人、董事会主席兼首席执行官	西安交通大学金融与法律学士学位, 西安交通大学管理学硕士学位和哥伦比亚商学院 MBA 学位	在快速消费品、科技及相关行业拥有超过 10 年的经验。 2013 年 10 月至 2014 年 12 月在贝恩公司担任顾问。此后还曾担任多个领导职位, 包括滴滴优享的主管和滴滴出行的优步中国区主管, 以及优步中国区的区域总经理(2014 年 12 月至 2018 年 4 月)。
蒋龙	联合创始人、董事、负责分销和零售管理	清华大学机械工程学士学位, 中国科学院科学政策策略与管理硕士学位	在快速消费品及科技行业拥有 17 年的丰富经验。 2003 年至 2008 年在宝洁公司工作, 离职前是高级大客户经理; 2008 年至 2010 年在欧莱雅担任高级集团大客户经理; 2010 年 6 月至 2014 年 10 月在百加得工作, 并担任多个领导职务, 包括中国客户营销和渠道的国家主管等; 2015 年 8 月至 2018 年 1 月在滴滴出行担任区域总经理, 并在优步中国担任多个职位。
闻一龙	联合创始人、董事、负责公司的供应链、产品开发和科学研究	上海交通大学机械工程学士学位, 密歇根大学机械工程学士学位以及密歇根大学机械工程、设计和制造双硕士学位	在快速消费品、技术和汽车行业拥有 9 年经验。 2012 年 12 月至 2014 年 7 月在梅赛德斯-奔驰担任车辆模拟工程师; 此后在滴滴出行担任区域总经理, 并于 2014 年 8 月至 2018 年 2 月在优步中国担任多个职位。

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

风险提示

政策风险。中国政府若出台有关电子烟的法规，如增加税收或对销售渠道加以限制，可能对公司业务产生不利影响。

市场竞争加剧风险。中国电子烟品牌众多，产品较为类似，市场竞争加剧对公司业务产生不利影响。

供应商依赖风险。公司大部分原材料来自第一大供应商思摩尔国际，如果思摩尔国际的产能或产品出现问题，将对公司产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com