

# 思摩尔国际 (06969)

证券研究报告

2020年07月06日

## 全球“雾化”设备代工龙头，受益新型烟草产业变革红利！

### 1、公司概况：全球最大雾化设备制造商

思摩尔国际控股有限公司是提供雾化科技解决方案的全球领导者，拥有先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合及多元化的客户群，是全球最大电子雾化设备制造商，2019年公司在全球的市占率达到16.5%。

### 2、行业剖析：星星之火可以燎原，百年烟草产业变革进行时

多年以来全球烟草行业一直在控烟条约的限制下缓慢发展，新型烟草作为一类减害产品被越来越多消费者关注和接受，根据欧睿国际统计，2019年全球新型烟草市场（雾化+HNB）销售规模达到354.26亿美元，同比增长28%，仅约占全球烟草销售规模的4.33%，渗透率仍处于较低阶段。具体从不同品类销售规模来看，因IQOS、JUUL的兴起，带动全球加热不燃烧、封闭式小烟品类迅速崛起，预计到2023年两者合计份额将超过85%。此外，由于尼古丁具有生理成瘾性，我们认为对于新型烟草产品进行严监管将是未来行业发展趋势之一，**严监管背景下将提升上游生产商、下游品牌商的监管、运营成本，也将带动行业上下游的集中度进一步提升。**

### 3、公司业务细分：两大业务三类产品，均呈现快速上升态势

公司产品主要可分为三种：封闭式电子雾化设备、电子雾化组件、开放式电子雾化设备。其中，前二者主要为公司对企业客户的代工产品，后者为公司自有品牌零售产品。近年来代工与零售业务均呈现快速增长趋势，2019年公司面对企业客户的营收为65.69亿元，同比增163.59%；对零售客户的营收在10.42亿元，同比增10.64%；从盈利能力来看，受益于公司含有陶瓷雾化芯的设备受到更多客户和消费者选择，毛利水平较高，公司代工业务的毛利率正在快速提升中，2019年为45.5%，较去年同期高10.6pct。

### 4、核心竞争力：五重优势提供循环动力

我们认为，公司自成立后得以快速发展的核心原因，源自其**研发、产品、生产、客户、品牌**五方面优势构成的循环动力体系：公司以研发实力打下坚实基础，独创的FEELM陶瓷雾化芯使其产品形成强大的差异化竞争力，再通过自动化生产等多种手段提高产品生产效率，满足国际大客户的多种需求，自身市场地位也得已提升，再叠加品牌宣传手段——在设备部件上印品牌名称，随知名度提升逆向提升议价能力，最终使公司业绩实现增长，由此便可再投入研发、改进产品、提升产能、更多订单、更广影响，业绩继续增长，从而使公司可以长期保持在螺旋上升式的发展路径上快速成长。我们认为，**公司未来的成长空间主要来自于新型烟草渗透率的提升、雾化电子烟消费频次的提升以及陶瓷雾化芯占比的提升**，同时，公司未来或存向医疗等多个方向发展的可能性，成为以“雾”业务为中心的平台型企业。

### 盈利预测及投资建议

我们认为，公司作为全球最大雾化设备制造商，壁垒优势不断凸显，随着全球雾化式设备及新型烟草渗透率的提升，与BAT、JTI、NJOY、悦刻等大客户深度绑定，在监管不断趋严的背景下，产业链上下游集中度均将加速提升，公司有望继续分享行业超额增长。我们预计公司2020-2022年收入102.95/145.36/205.70亿元，同增35%/41%/42%；净利润31.87/45.80/66.18亿元，同增47%/44%/45%。

**风险提示：**新型烟草政策变动风险，美国FDA监管变动风险，销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险，公司产能建设不及预期风险，新技术开发不及预期风险，价格变动风险，汇率风险

行业 日常消费/食品、饮料  
与烟草

发行价格 9.6-12.4 港元

合理估值区间 - 港元

### 发行数据

总股本(万股) 5744351

发行数量(万股) 57435

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

蒋梦晗 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519110001  
jiangmenghan@tfzq.com

戴飞 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520060004  
daifei@tfzq.com

## 内容目录

1. 公司概况.....	1
1.1. 发展历程：研发为基，持续拓展海外市场，铸就雾化行业龙头.....	
1.2. 股权结构：陈志平为实际控制人.....	
1.3. 乘海外市场之风，公司业绩高速增长.....	
2. 行业剖析：星星之火可以燎原，百年烟草产业变革进行时.....	1
2.1. 诞生背景：传统卷烟疲软，新型烟草兴起.....	
2.2. 市场结构：雾化与 HNB 双品类高速发展，行业空间未来可期.....	
2.3. 消费特征：雾化与 HNB 差异较大.....	1
2.3.1. HNB：体验近似传统卷烟，主打烟民消费转换.....	1
2.3.2. 雾化电子烟：技术创新助力抽吸体验改善，渗透率不断上升.....	1
2.4. 监管政策：严监管是必然趋势，产业链上下游集中度加速上升.....	1
3. 业务拆分：两大业务三类产品，均呈现快速上升态势.....	1
3.1. 面向企业客户的代工业务.....	1
3.1.1. 封闭式电子雾化设备（小烟）.....	1
3.1.2. 电子雾化组件（加热不燃烧烟草& CBD 雾化设备）.....	1
3.2. 面向零售客户的 APV 业务：开放式电子雾化设备（主要用于大烟）.....	1
4. 核心竞争力：五重优势提供循环动力.....	1
4.1. 基础研究：奠定研发实力，灵活应对市场多样需求.....	1
4.2. 产品力：性能远超竞品，独创 FEELM 陶瓷雾化芯.....	2
4.3. 供应链管理：规模化 x 自动化 x 地缘优势=产能、效率持续提高.....	2
4.4. 客户优势：绑定国际大客户，市场地位随行业集中趋势上升.....	2
4.5. 企业战略：超前品牌意识提升议价能力.....	2
5. 从现在看未来：大国雾匠，深耕“雾”业.....	2
5.1. 公司的未来成长空间在哪？.....	2
5.2. 供应链地位形成“雾”业资源壁垒，公司有望走上平台型企业发展道路.....	2
6. 盈利预测及投资建议.....	2

## 图表目录

图 1：公司发展里程碑一览.....	
图 2：思摩尔国际控股有限公司股权结构（拟发行后）.....	
图 3：公司近年来营收情况（亿元，%）.....	
图 4：公司近年来归母净利情况（亿元，%）.....	
图 5：2019 年公司销售地区分布示意图（%）.....	
图 6：2018 年全球雾化设备制造商竞争格局（%）.....	
图 7：2019 年全球雾化设备制造商竞争格局（%）.....	
图 8：过去一百年全球尼古丁消费方式占比（%）.....	
图 9：各大烟草公司在新型烟草领域品牌布局一览.....	

图 10: 全球新型烟草市场 (雾化与 HNB) 销售规模 (亿美元, %)	1
图 11: 新型烟草产品分类一览	1
图 12: 全球新型烟草销售规模 (十亿美金)	1
图 13: IQOS 在各地区的消费留存情况 (%)	1
图 14: 截止 2019 年底 IQOS 用户数量	1
图 15: 英国电子烟用户人群构成 (百万人)	1
图 16: 尼古丁盐人体吸收效率接近传统卷烟	1
图 17: 全球及主要国家雾化电子烟渗透率情况 (%)	1
图 18: 公司各板块收入情况 (亿元)	1
图 19: 公司各板块盈利能力 (%)	1
图 20: 2B 业务流程	1
图 21: 2B-封闭式电子雾化设备营收&毛利率 (亿元, %)	1
图 22: 2B-电子雾化组件营收&毛利率 (亿元, %)	1
图 23: 封闭式电子雾化设备 (示意图)	1
图 24: 2B-含有陶瓷加热技术-营收&毛利率 (亿元, %)	1
图 25: 2B-不含陶瓷加热技术-营收&毛利率 (亿元, %)	1
图 26: 公司生产的用于 HNB 的电子雾化组件 (封闭式电子雾化器) 示意图	1
图 27: 2C 业务流程	1
图 28: 开放式电子雾化设备 (示意图)	1
图 29: 零售业务分销商历年数量 (家)	1
图 30: 分销模式贡献收入占比 (%)	1
图 31: 公司发展动力体系示意图	1
图 32: 公司产品设计及生产流程示意图	1
图 33: 历年研发支出&占总营收比例 (亿元, %)	1
图 34: 雾化芯所在电子雾化设备中的位置及其内部结构拆解图 (以封闭式电子雾化设备为例)	2
图 35: 传统棉芯和 FEELM 雾化芯对比	2
图 36: FEELM 屡获全球多项荣誉	2
图 37: 生产流程示意图	2
图 38: 公司总部及生产部门所在地	2
图 39: 设计产能&实际产能&利用率-面向企业客户 (标准单位, %)	2
图 40: 设计产能&实际产能&利用率-面向零售客户 (标准单位, %)	2
图 41: 2016-2019 公司不同地域销售规模 (亿元)	2
图 42: 2019 公司不同地域销售市场份额 (%)	2
图 43: 公司为不同客户开发的不同产品外观示意图	2
图 44: 前五大客户贡献营收及历年占总营收比例 (亿元, %)	2
图 45: 公司将品牌名称印在了其生产的部件上	2
图 46: 公司成长空间示意图	2
图 47: 公司未来有望成为平台型企业	2
图 48: 公司主要业务板块拆分	2
图 48: 公司主要财务及预测指标	2

表 1：各国针对雾化电子烟品类监管措施一览 .....	1
表 2：各国针对加热不燃烧品类监管措施一览 .....	1
表 3：公司部分经营数据（百万元，%） .....	2

## 1. 公司概况

思摩尔国际控股有限公司成立于 2019 年 7 月，主要业务通过其全资附属公司深圳市麦克韦尔科技有限公司开展。公司是提供雾化科技解决方案的全球领导者，拥有先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合及多元化的客户群，是全球最大电子雾化设备制造商（以 2019 年收入计算）。

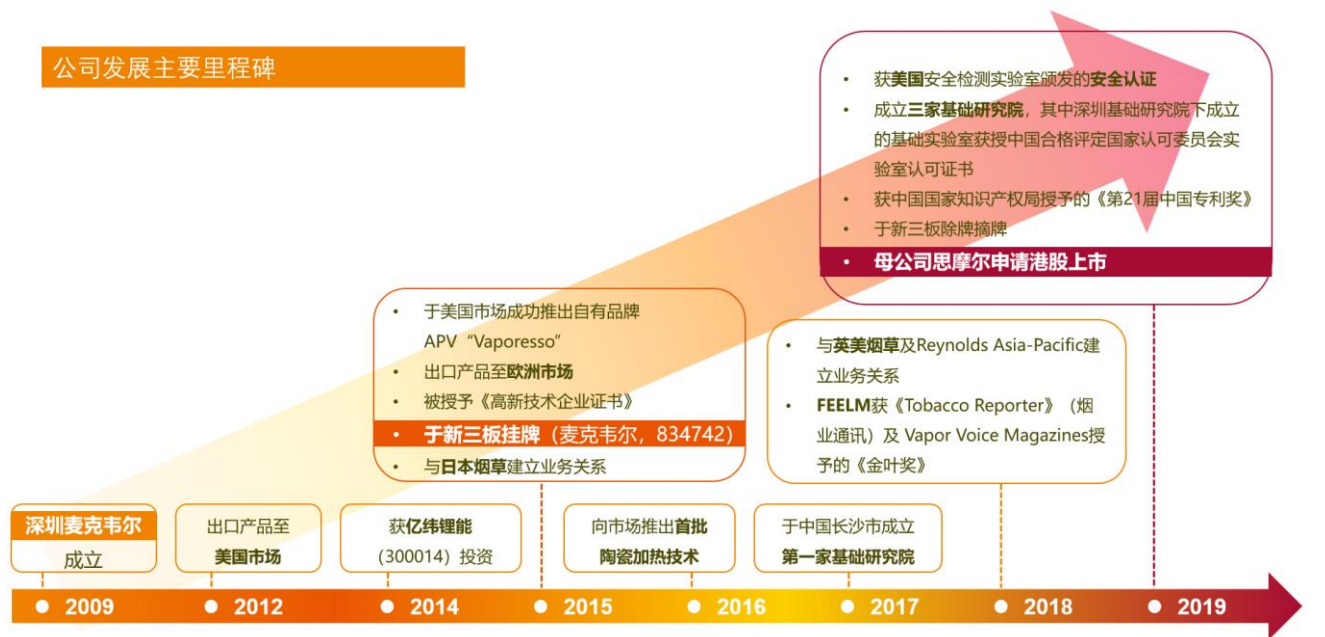
公司通过创新及领先的雾化科技解决方案运营两个主要业务板块：1）为全球领先烟草公司及独立电子雾化公司研究、设计及制造封闭式电子雾化设备及雾化组件。2）为零售客户进行自有品牌开放式电子雾化设备或 APV（Advanced Personal Vaporizer）的研究、设计、制造及销售，公司产品包括封闭式电子雾化设备、电子雾化组件以及开放式电子雾化设备。

### 1.1. 发展历程：研发为基，持续拓展海外市场，铸就雾化行业龙头

公司的业务主要通过深圳麦克韦尔开展，并凭借领先的研发基础、多元化的产品组合以及不断扩张的国际业务持续发展。创始人兼控股股东陈志平作为一位少数股东于 2007 年加入深圳市思摩尔科技有限公司，其首次涉足制造电子雾化设备及研发电子雾化技术且逐渐增加其股权至 85%。2009 年 9 月陈志平通过代持安排成立深圳麦克韦尔，该公司为雾化及加热技术服务提供研发平台，同时为 ODM 及 OEM 业务模式制造及内部销售及营销功能提供平台。

国际业务不断扩张，雾化技术成熟领先。公司于 2012 年将产品出口至美国市场，随后不断将出口扩展至 50 多个国家。截止 2019 年底，公司出口业务营业收入占总营业收入的 79.1%，出口业务的不断扩张助力公司业绩快速增长。此外，公司于 2015 年在美国市场推出自有品牌 APV，2016 年推出第一代加热技术后进一步推出第二代加热技术 FEELM。凭借研发及整合创新技术的优势，公司在产品技术、结构及设计方面不断改进，能够根据客户的不同需求提供定制化电子雾化设备，进一步增强客户粘性与议价能力。

图 1：公司发展里程碑一览

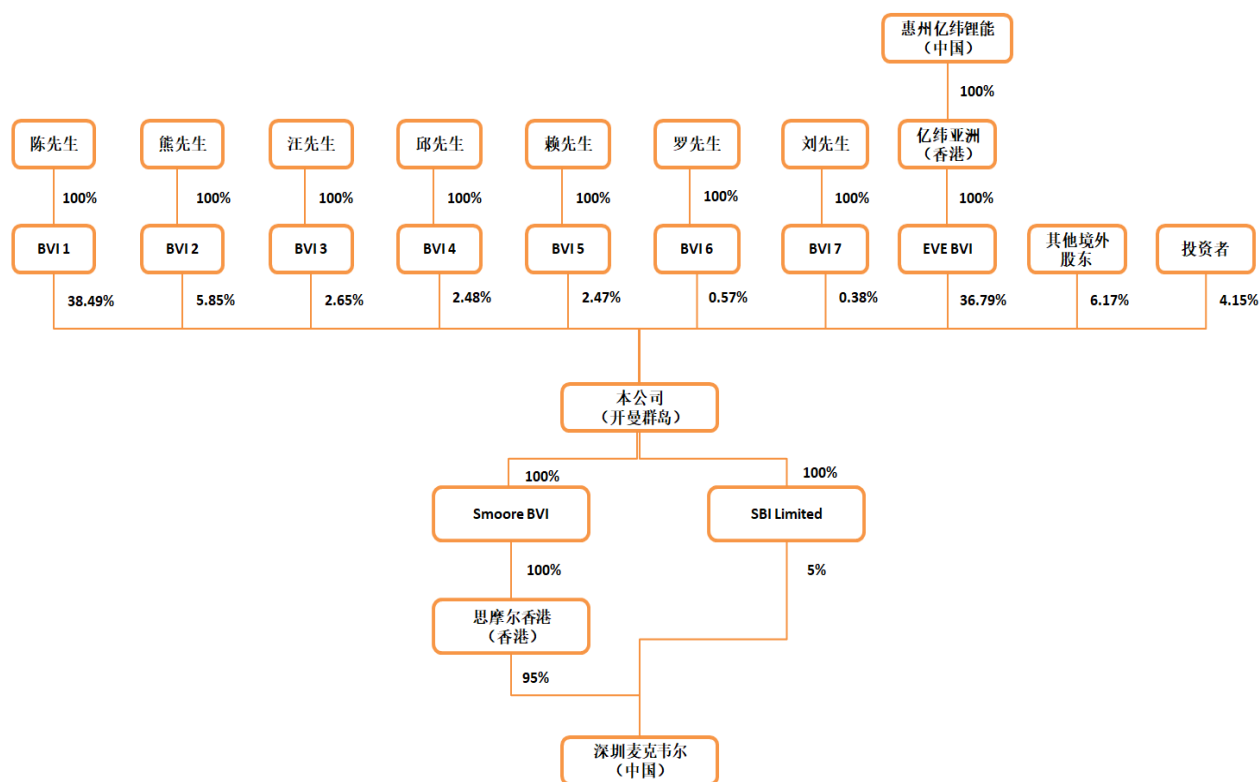


资料来源：招股书，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构：陈志平为实际控制人

根据招股书拟发行后股权结构图披露，创始人陈志平先生持有 38.49% 股份为第一大股东和实控人，亿纬锂能持有 36.79% 股份为第二大股东。同时，深圳麦克韦尔是公司的全资子公司，公司业务主要通过深圳麦克韦尔开展。

图 2：思摩尔国际控股有限公司股权结构（拟发行后）

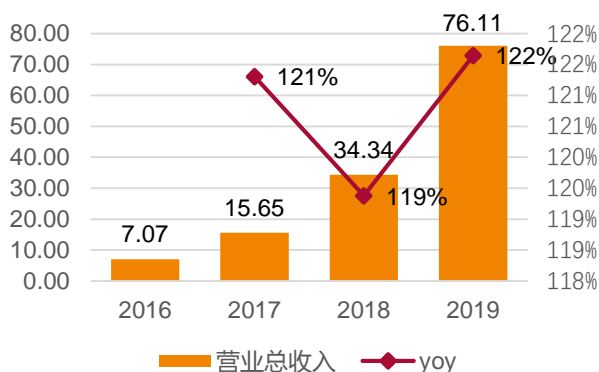


资料来源：招股书，天风证券研究所

### 1.3. 乘海外市场之风，公司业绩高速增长

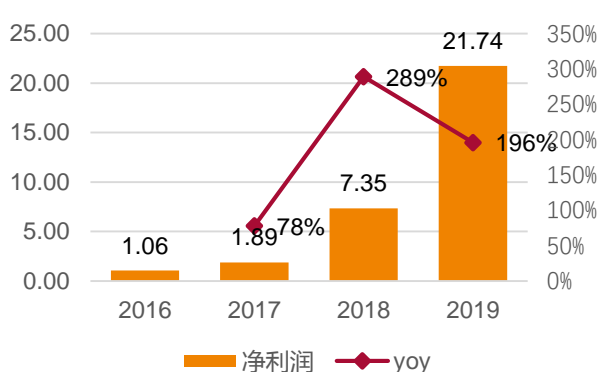
受益于电子烟成熟市场例如美国销量的增加，大陆、香港、日本等亚洲地区新兴市场电子烟的蓬勃发展，以及公司的雾化技术受到更多客户和消费者认可，公司近年来营收和利润高速增长。2016-2019 年公司的主营业务收入由 7.07 亿元增长至 76.11 亿元，复合增速达到 120.8%；归母净利润由 1.06 亿元增长至 21.74 亿元，复合增速达到 173.5%。

图 3：公司近年来营收情况（亿元，%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 4：公司近年来归母净利润情况（亿元，%）



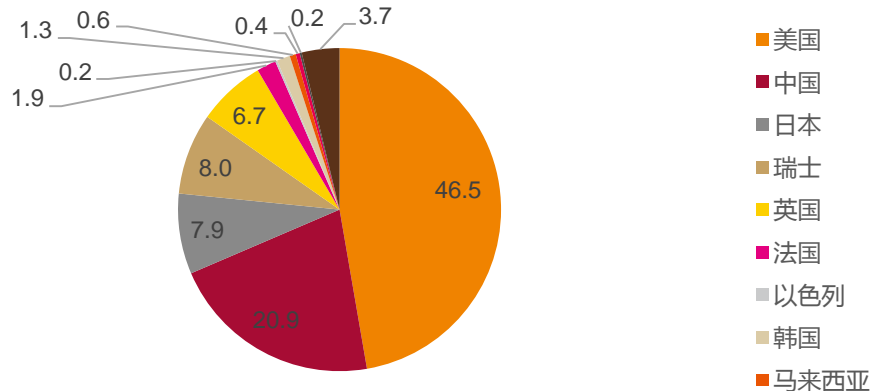
资料来源：招股书，天风证券研究所

从销售地区来看，美国市场贡献近半收入。因海外的 Vaping 文化及雾化电子烟市场发展较早且更为成熟，截止 2019 年底公司销售收入中近 80% 来自于海外市场 and 地区，例如美国、



日本、瑞士、英国等，其中美国地区销售收入占比超过 46%（香港为公司产品进行再出口和转运的中转地区，并不在当地销售）。

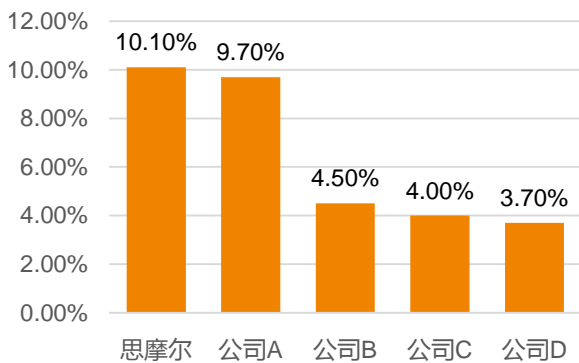
图 5：2019 年公司销售地区分布示意图（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

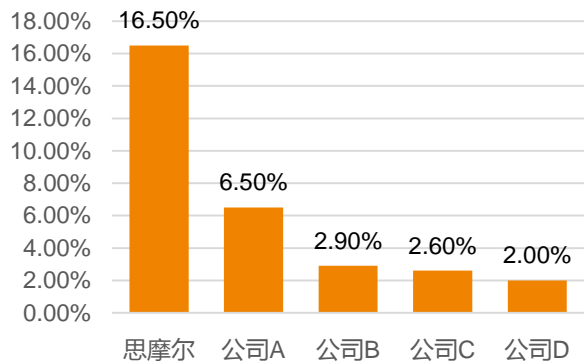
**全球第一大雾化设备制造商，领先优势愈加凸显。**根据弗若斯特沙利文数据统计，2019 年公司在全中国电子雾化设备市场的份额为 16.5%，高出第二名 10pct；而 2018 年公司市占率仅为 10.1%，且与第二名份额差距仅为 0.4pct。持续增加的领先优势也从侧面反映出在行业优胜劣汰、集中度逐步提升的过程中，公司受益于研发优势及供应链管理优势，产品愈加得到客户和消费者认可，业绩和市场份额近两年得到快速提升。

图 6：2018 年全球雾化设备制造商竞争格局（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 7：2019 年全球雾化设备制造商竞争格局（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

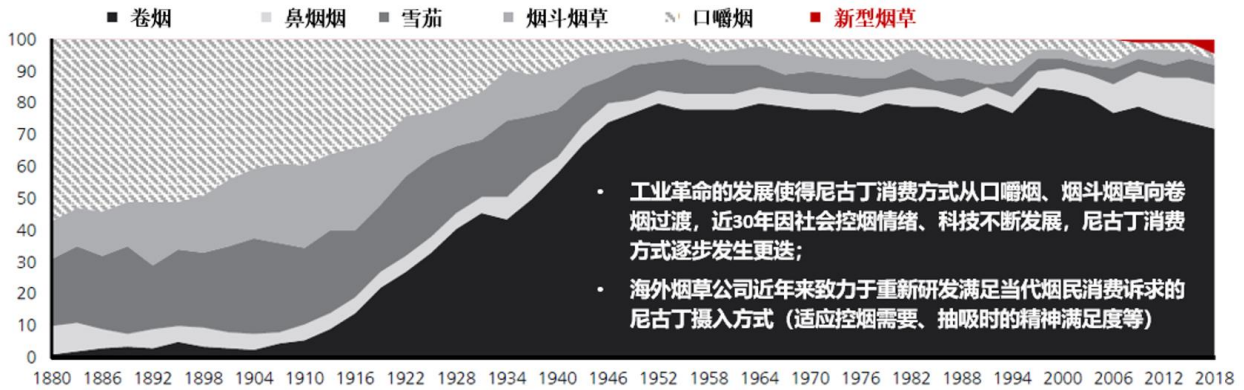
## 2. 行业剖析：星星之火可以燎原，百年烟草产业变革进行时

### 2.1. 诞生背景：传统卷烟疲软，新型烟草兴起

多年以来全球烟草行业一直在控烟条约的限制下缓慢发展。烟草作为一种成瘾性的有害产品，因影响人们的身体健康又不易戒止，受到反吸烟运动的抨击。并且随着人们健康意识的不断增强、控烟措施趋严、卷烟税赋上升等综合性因素影响下，烟草市场的发展正逐步受到越来越大的限制。面对这一困境，国际烟草巨头们在积极推动烟草行业的转型，努力降低卷烟的有害物质，而新型烟草制品就是当前巨头们的战略转型和研发重心。尽管新型烟草市场仍相对年轻，但随著技术发展的不断发展、研发投入不断增加得以不断改善产品体验，以满足更多的消费者喜好。根据欧睿国际统计，2019 年全球新型烟草市场（雾化+HNB）销售规模达到 354.26 亿美元，同比增长 28%，仅约占全球烟草销售规模的 4.33%，渗透率仍处于较低阶段。

图 8：过去一百年全球尼古丁消费方式占比（%）

1880-2018年全球尼古丁不同消费方式占比



资料来源：IMB，天风证券研究所

## 2.2. 市场结构：雾化与 HNB 双品类高速发展，行业空间未来可期

受益于技术不断成熟与消费者认知度的不断提升，全球电子烟市场近年来强劲增长。随着消费者对电子烟产品的接受程度不断提高、烟草巨头与新兴公司的积极营销，以及电子烟制造商的不断研发和创新，新型烟草已成为烟草制品的重要发展方向和研发热点。

图 9：各大烟草公司在新型烟草领域品牌布局一览

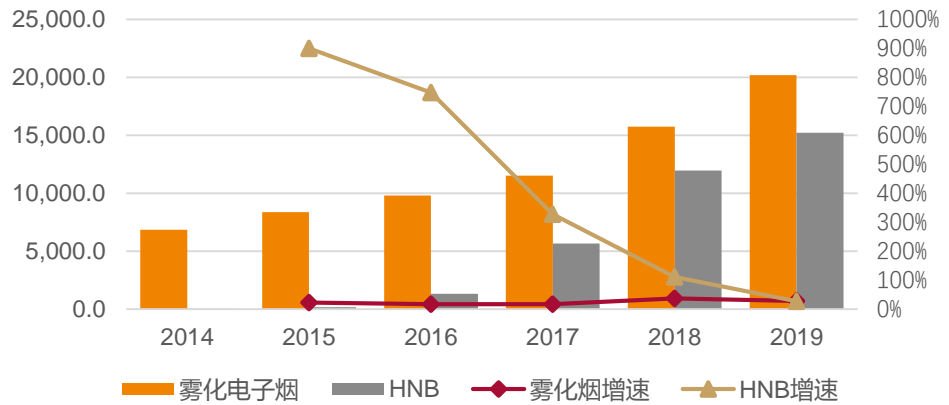
	常规卷烟	加热烟草	传统口嚼烟	电子雾化烟	新式口嚼烟
	更高毒性				更低毒性
菲莫国际	Marlboro, L&M, Chesterfield...	IQOS, 平台2 (碳加热)	无	IQOS Mesh	(与SWMA的合资公司已于2015年解散)
英美烟草	Pall Mall, Rothmans, Dunhill, Newport...	Glo, Glos Sens(双系统), Eclipse (碳加热)	斯堪地地区: Granit 美国: Grizzly	Vuse & Vype品牌 (Alto, ePod, ePen3)	Velo (仅限美国), EPOL, LYFT
帝国品牌	West, Davidoff, John Player Special...	Pulze	斯堪地地区: Skruf, Knox	Blu品牌 (myBlu)	Skruf
奥驰亚	Malboro, L&M... (仅限美国)	IQOS (持PMTA许可在美销售)	美国: Copenhagen, Skoal	持有JUUL35%股权	On!
日本烟草	Winston, Mevius, Camel (美国以外)	Ploom S	斯堪地地区: LD, Camel	Ploom Tech	Nordic Spirit

资料来源：UBS，天风证券研究所

根据欧睿国际统计数据显示，全球新型烟草市场规模以 38.9%的年复合增长率从 2014 年的 68 亿美元迅速增加至 2019 年的 354 亿美元，其中 2019 年雾化电子烟全球销售规模为 201.98 亿美元，同比增长 28%；加热不燃烧全球销售规模为 152.27 亿美元，同比增长 27%。

图 10：全球新型烟草市场（雾化与 HNB）销售规模（亿美元，%）





资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

雾化式电子烟设备又可以按照烟弹封闭与否分为封闭式电子雾化设备（烟油预注入）和开放式电子雾化设备（用户自行注入烟油）：封闭式电子雾化设备体积较小（形状类似于笔或者 USB 存储）、使用便携，更易被大众消费者所接受；而开放式电子雾化设备一般可以由用户自行更换发热丝或电池模组，以及注入不同类型的雾化液体，体积相对较大，因此消费者以雾化电子烟玩家为主，相对小众。

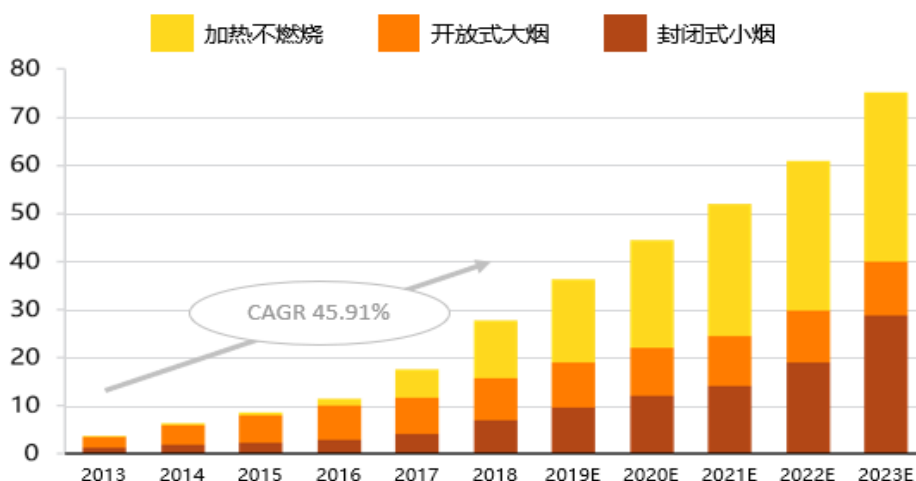
图 11: 新型烟草产品分类一览



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

具体从不同品类销售规模来看，在 2017 年之前全球电子烟产品以开放式大烟为主，2014 年封闭式大烟产品份额为 71%，因 IQOS、JUUL 的兴起，带动全球加热不燃烧、封闭式小烟品类迅速崛起，预计到 2023 年两者合计份额将超过 85%，开放式大烟逐步小众化。

图 12: 全球新型烟草销售规模 (十亿美金)



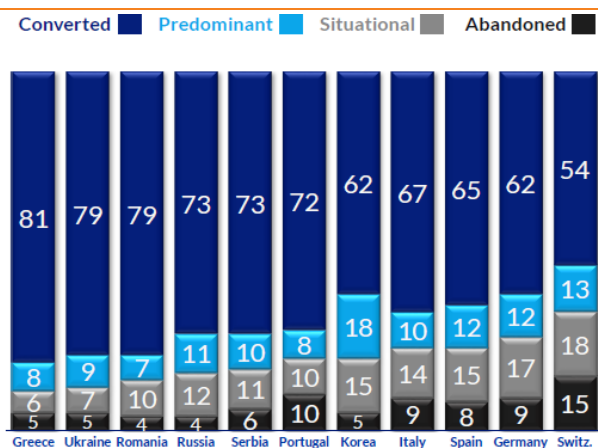
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

## 2.3. 消费特征：雾化与 HNB 差异较大

### 2.3.1. HNB：体验近似传统卷烟，主打烟民消费转换

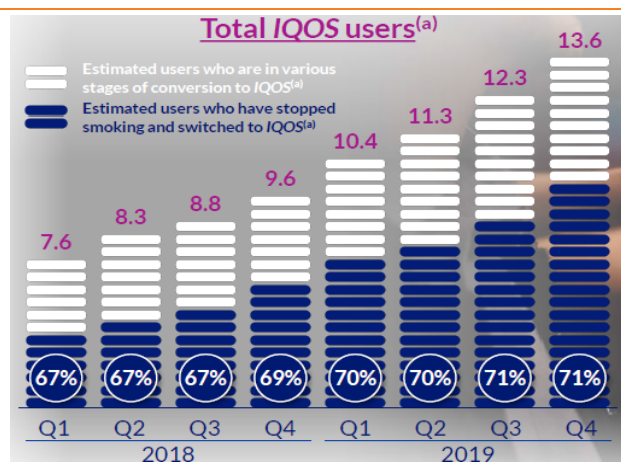
由于 HNB 本身使用由烟叶加工制成的烟弹作为核心加热介质，因此口味、体验和传统卷烟类似，消费者也以传统烟民为主，烟民转换率较高。以日本为例，截止 2019 年底，4 年时间 IQOS 在日本的市占率从一开始不足 1% 迅速增长至 17.6%。究其原因，除了产品优质，与公司的营销策略也密切相关：1) 口味近似卷烟、减害 90% 以上、多元化体验；2) 采取品牌影响力的营销策略；3) 销售渠道积极开发。此外，菲莫国际还在瑞士、俄罗斯、葡萄牙、德国、加拿大等 52 个国家的各个城市相继上市，截止 2019 年底，IQOS 目前已有 960 万留存消费者（即停止使用传统卷烟），全球市占率达到 2.2%。

图 13: IQOS 在各地区的消费留存情况 (%)



资料来源：PMI 2018 ASM，天风证券研究所

图 14: 截止 2019 年底 IQOS 用户数量



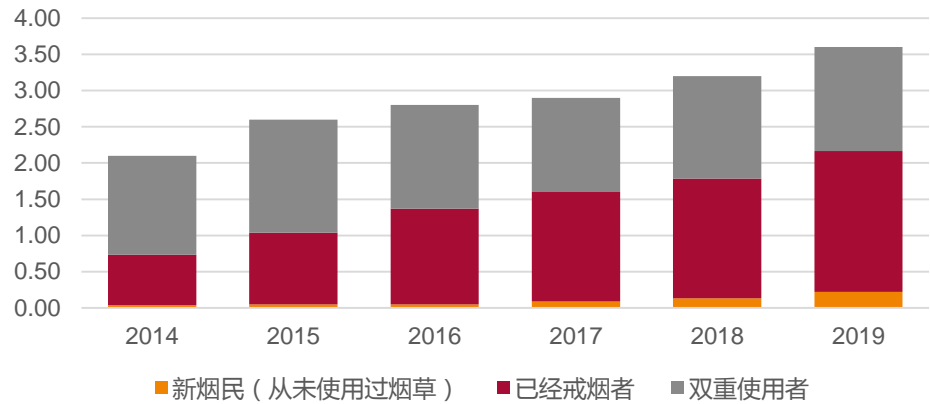
资料来源：PMI 2019 年报，天风证券研究所

### 2.3.2. 雾化电子烟：技术创新助力抽吸体验改善，渗透率不断上升

技术创新、功能的丰富及安全性的提升驱动消费者对电子雾化设备需求不断上升。随着技术的发展、研发持续的投入，雾化口感不断演变且在结构、效率及雾化口感方面变得愈发多样化。产品创新及电子设备技术的进步不仅增加了电子雾化设备的种类并提升了设备的使用安全性，同时降低了雾化设备的生产成本，使得电子雾化设备对于消费者而言使用感更好且价格较传统卷烟更易接受。此外，随着电子雾化设备制造技术愈发成熟，电子烟发生漏油的概率也在逐渐得到控制和下降，使得雾化电子烟的使用更加安全并更受消费者所青睐。根据 ASH 对英国电子烟用户的调查统计显示，随着电子烟的抽吸体验不断改善和提

升，有越来越多用户出于戒烟或健康的角度选择雾化电子烟作为满足尼古丁成瘾性的一种方式，2019 年英国电子烟用户中约 54%的用户是已经戒烟者（不再使用传统卷烟），40%的用户为双重使用者（既使用传统卷烟也使用电子烟）。

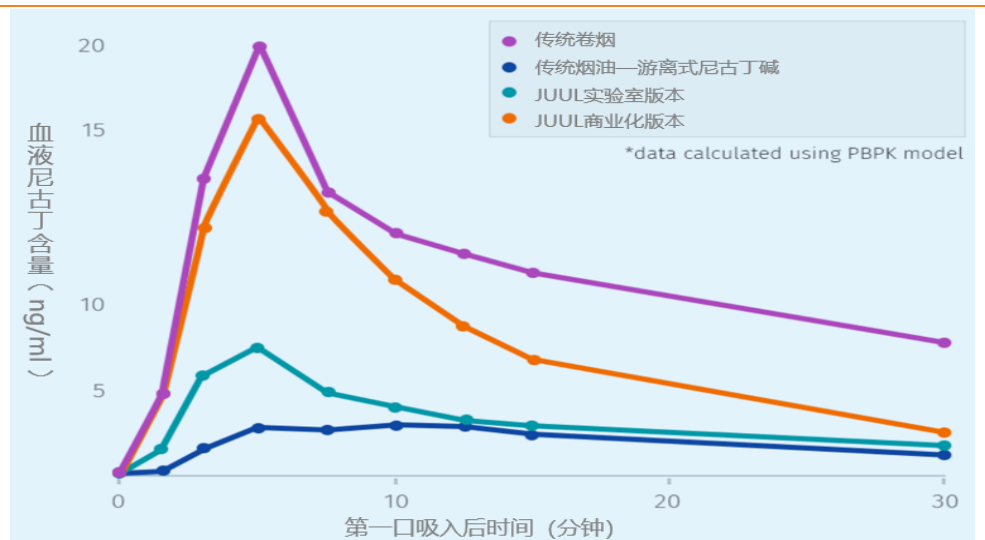
图 15：英国电子烟用户人群构成（百万人）



资料来源：Use of e-cigarettes among adults in Great Britain- ASH, 天风证券研究所

**产品技术革新—尼古丁盐面世，提升尼古丁利用效率，改善烟油使用体验。**在 JUUL 采用尼古丁盐（由苯甲酸与尼古丁碱合成）为电子烟烟油中的尼古丁添加剂之前，烟油中的尼古丁成份基本为游离式尼古丁碱。游离式尼古丁碱在一定程度上由于其刺激性（pH 值）较高，使得雾化电子烟在抽吸时的浓度和顺滑无法达到较好的平衡和协调，同时人体吸收效率不高，使得电子烟使用者很难获得抽烟一样的满足感，过高的尼古丁含量仅停留在对喉咙的过度刺激上，从而限制了雾化式电子烟的使用体验。而尼古丁盐的出现，由于其本身 pH 值低于游离式尼古丁碱，同时可以在较低温度下雾化，使得雾化式电子烟的抽吸体验得到大幅改善。此外，尼古丁盐比游离式尼古丁碱穿透力更强，增加了相同时间内的血液吸收水平，从而提供接近真烟尼古丁吸收效率的方案，可以在所含尼古丁浓度较高的情况下仍然保证口感的顺滑。目前，基本市场上大多数的雾化电子烟（包括一次性电子烟、封闭式电子烟等）都开始采用尼古丁盐作为烟油添加剂。

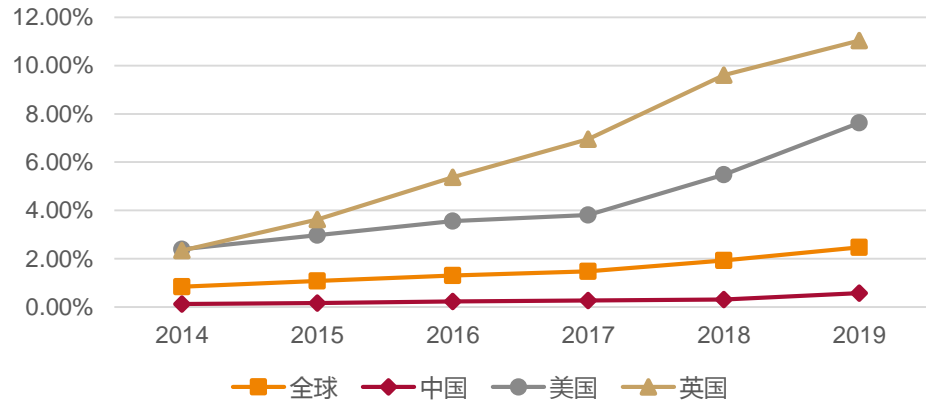
图 16：尼古丁盐人体吸收效率接近传统卷烟



资料来源：Vapingdaily, 天风证券研究所

**消费者认知度提高，雾化电子烟渗透率持续提升。**根据欧睿国际统计数据，尽管从全球范围来看，2019 年雾化式电子烟的销售额仅占全球烟草市场规模的 2.5%，但在主要销售国家例如美国和英国，雾化电子烟 2019 年已分别达到 7.6%和 11%的渗透率，而我国的渗透率仅为 0.6%，对标海外来看仍有较大成长空间。

图 17：全球及主要国家雾化电子烟渗透率情况（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

#### 2.4. 监管政策：严监管是必然趋势，产业链上下游集中度加速上升

由于尼古丁具有生理成瘾性，我们认为对于含有尼古丁的雾化电子烟和加热不燃烧制品进行严监管将是未来行业发展趋势之一，严监管背景下将提升上游生产商、下游品牌商的监管、运营成本，也将带动行业上下游的集中度进一步提升。

- **雾化电子烟**：除美国之外，各地区也陆续正在落地对于雾化类产品的监管措施，我们认为随着监管的逐步落地，行业准入门槛以及监管趋严所带来的经营成本将进一步上升，未来产业链集中度将加速提升。
- **加热不燃烧**：由于加热不燃烧产品由传统烟叶制成，目前已上市加热不燃烧的市场均按照烟草类产品进行管辖，同时进行该品类布局的公司均为传统卷烟生产公司（例如菲莫国际、英美烟草、日本烟草等），国际烟草行业总体呈现寡头垄断特征，集中度较高。

为应对美国截止日期到来，公司及其客户积极准备相关申请。根据公司招股书披露，目前公司正在根据 PMTA 申请规定准备 2 类自有品牌 APV 的上市申请材料，此外，公司前五大客户中有 2 个客户已就公司制造的产品筹备 PMTA 申请且该申请已被美国 FDA 所受理。

表 1：各国针对雾化电子烟品类监管措施一览

	监管机构	划分类别	监管制度
欧盟	欧盟委员会	无明确要求	1、申请制：只要提前六个月向各国有关部门通报即可。无批准环节。2、EUTPD 监管对象包括所有电子烟产品的进口商、生产商；对电子烟的产品要求具体包括对尼古丁浓度水平的限制、电子烟包装和标签的规则、防止儿童吸烟的指导方针等。
英国	公共卫生部 (PHE); 药品及保健品管理署 (MHRA)	消费品/药品	申请制：新的电子烟和替换装产品（或有重大改变的旧产品）生产商必须在产品投放英国市场前六个月向 MHRA 提交申请。申请公示在 MHRA 的网站后方可上市。零售商无需提交其销售的任何产品的信息，除非它们也具有生产者资格。零售商必须在 2017 年 5 月 20 日之前通过库存销售不符合 TPD 标签和产品成分要求的产品。
美国	FDA	烟草制品	审批制：2016 年 8 月之后发行的电子烟产品必须要通过 PMTA (Pre-market Tobacco Product Application) 认证才能上市。FDA 同时规定企业在提交申请报告时需要同时提交证明新型烟草产品比传统烟草减害的调查。
日本	厚生省 (卫生部)	医药产品 (含尼古丁烟油)	等同于禁止：含尼古丁的电子烟烟油被视为医药产品，销售、营销、制造、进口、分销均需依法获得许可证，但目前暂时无产品获批，允许私人进口少量医用电子烟。

韩国	卫生与福利部	烟草制品 (含尼古丁) 消费品 (不含尼古丁)	1、韩国对液体型电子烟税率视其尼古丁含量而定, 税率通常较低 (为传统香烟的 43.2%); 2、不含尼古丁的电子烟视为消费品进行监管, 含有尼古丁的电子烟被视为烟草制品进行监管, 禁止向未成年人 (19 岁以下) 销售, 每毫升需缴纳税费 1799 韩元。
----	--------	----------------------------	---

资料来源: Eurofins, Gov.uk, ECigIntelligence, 中国香烟网、烟叶通讯等, 天风证券研究所

表 2: 各国针对加热不燃烧品类监管措施一览

	监管机构	划分类别	监管制度
欧盟	欧盟委员会	无明确要求	无明确制度, 目前只有制度建议
英国	公共卫生部	无明确规定	无明确制度, 目前只有制度建议
美国	FDA	烟草制品	审批制: 在 PMTA 的基础上, 如果企业希望以“减害”的名义宣传产品, 需要额外通过 FDA 的 MRTP (modified risk tobacco product) 认证
日本	财务部	烟草制品	审批制: HNB 烟具可自由销售, HNB 烟弹根据《烟草商业法》与烟草为同类产品, 允许销售流通, 监管同烟草产品。(烟草制品批发、零售、进出口必须经过财务大臣批准登记, 烟草制品零售价格需经其批准)
韩国	卫生与福利部	烟草制品	1、监管同卷烟制品, 市场化制度, 非专卖专营。允许在各渠道销售流通。主要渠道为便利店。 2、税收以传统香烟税率的 90% 对 HNB 电子烟统一征税。

资料来源: Eurofins, Gov.uk, ECigIntelligence, 中国香烟网、烟叶通讯等, 天风证券研究所

### 3. 业务拆分: 两大业务三类产品, 均呈现快速上升态势

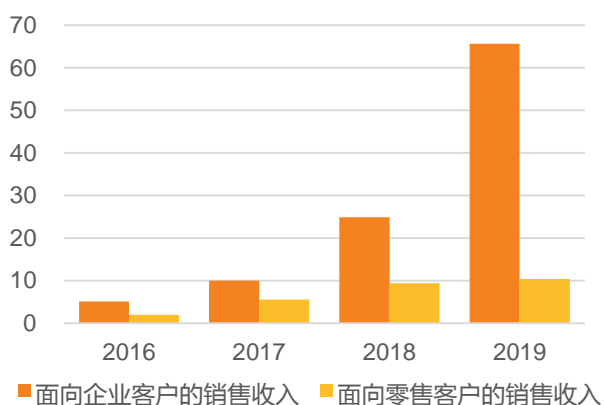
公司产品覆盖了市面上主流的新型烟草电子设备品类, 主要可分为三种: 封闭式电子雾化设备、电子雾化组件、开放式电子雾化设备。其中, 前二者主要为公司对企业客户的代工产品, 后者为公司自有品牌零售产品。根据公司招股说明书, 公司代工与零售业务均呈现快速增长趋势, 2019 年受益于含陶瓷加热技术的雾化设备销量大幅增加使得公司面向企业客户销售的收入增速迅猛。过去几年一方面受益于公司企业客户的产品线增多, 另一方面公司的含有陶瓷雾化芯的设备受到更多客户和消费者选择, 使得公司面向企业客户销售收入大幅增加。而面向零售客户销售收入的上升得益于公司的 APV 业务的分销商基础扩大以及自有品牌 APV 的市场需求增长。2019 年, 公司面对企业客户的营收为 65.69 亿元, 同比增 163.59%; 对零售客户的营收在 10.42 亿元, 同比增 10.64%。

从公司的毛利率和净利率水平来看, 2017 年以来均实现大幅度上升, 一方面是由于公司致力于控制原材料成本、劳工成本等发挥规模优势从而使得销售成本的相对值降低, 从而提高公司的盈利能力。公司代工业务的毛利率正在快速提升中, 2019 年为 45.5%, 较同期高 10.6pct, 较零售业务高 10.8pct; 同时零售业务毛利率多年保持在 35% 上下, 2019 年为 34.7%, 较同期高 0.5pct。

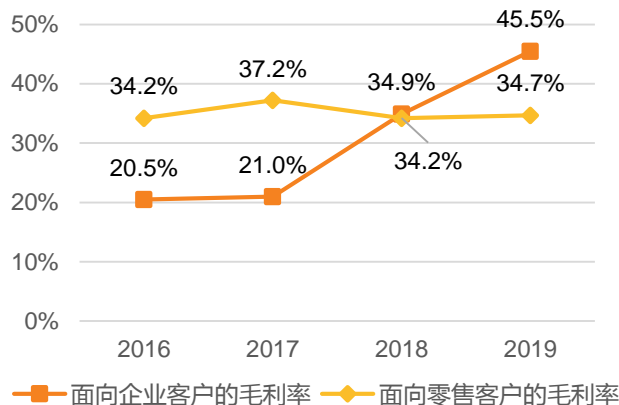
图 18: 公司各板块收入情况 (亿元)

图 19: 公司各板块盈利能力 (%)





资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

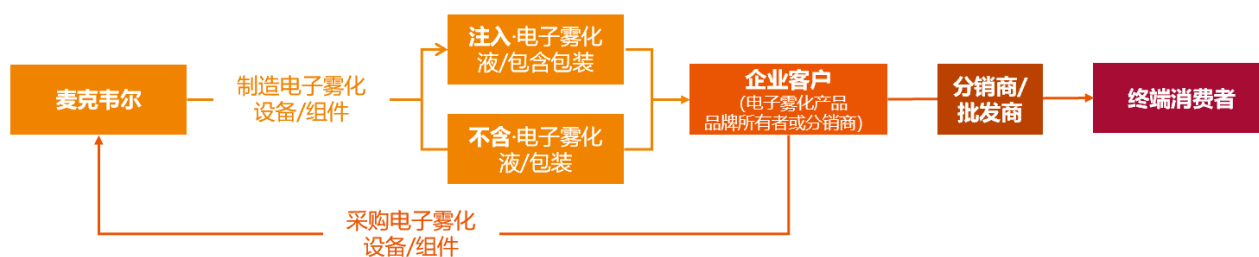


资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

### 3.1. 面向企业客户的代工业务

公司代工业务包括两种模式：1) ODM 原始设计制造商，公司设计及制造最终以客户品牌销售的指定产品；2) OEM 原始设备制造商，公司完全或部分根据客户设计和规格制造产品，且该产品以客户的品牌销售。

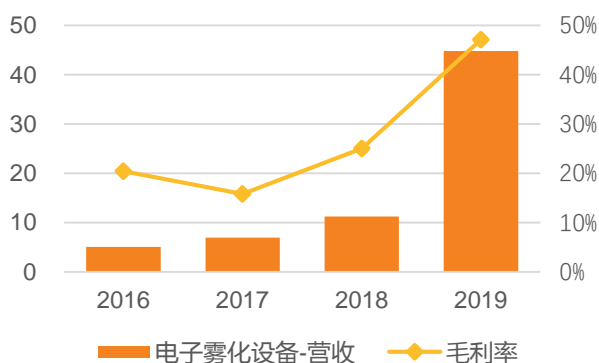
图 20：2B 业务流程



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

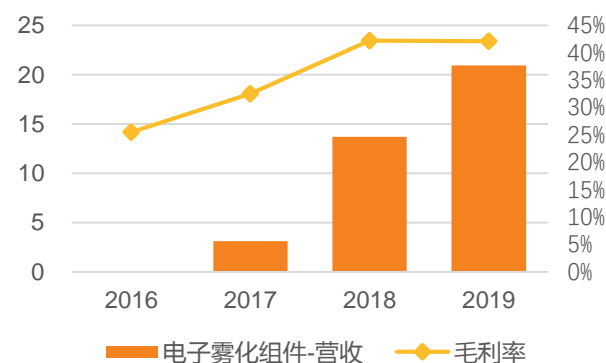
在代工模式下，公司生产的产品包括电子雾化组件和封闭式电子雾化设备。2019 年，公司电子雾化组件业务实现营收 20.92 亿元，同比增 52.92%，实现毛利率 42.1%，与同期持平；封闭式电子雾化设备业务较 2018 年实现大幅增长，现已超过组件业务，成为公司三类产品中第一大业绩贡献主力，实现营收 44.77 亿元，同比增 298.25%，实现毛利率 47.1%，较同期增 22.10pct。

图 21：2B-封闭式电子雾化设备营收&毛利率 (亿元，%)



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

图 22：2B-电子雾化组件营收&毛利率 (亿元，%)

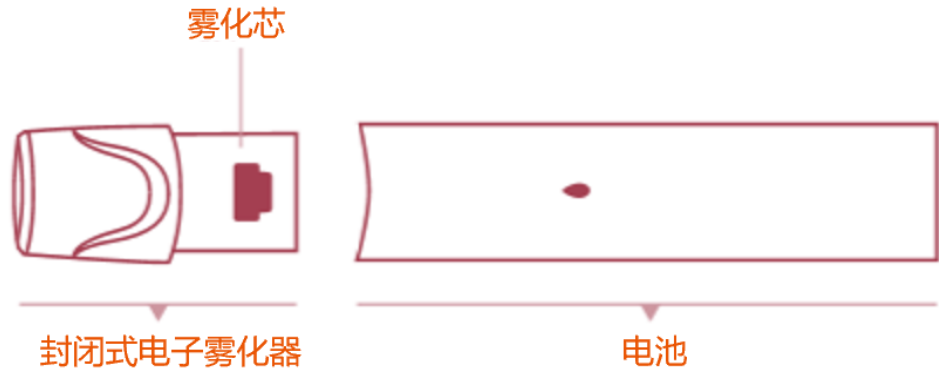


资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

### 3.1.1. 封闭式电子雾化设备（小烟）

公司制造的封闭式电子雾化设备主要用于封闭式电子烟（或称“小烟”）。小烟主要由封闭式电子雾化器及电池组成，其中，前者又包括了雾化芯和电子雾化液。根据招股说明书，公司并不生产电子雾化液，但可根据客户需要对封闭式电子雾化器注入或不注入电子雾化液。封闭式电子雾化设备可充电重复使用或一次性使用，根据使用者习惯一般可持续使用约 3 至 12 天，其较开放式电子雾化设备更具便携、多种个性化、及易使用的特点。

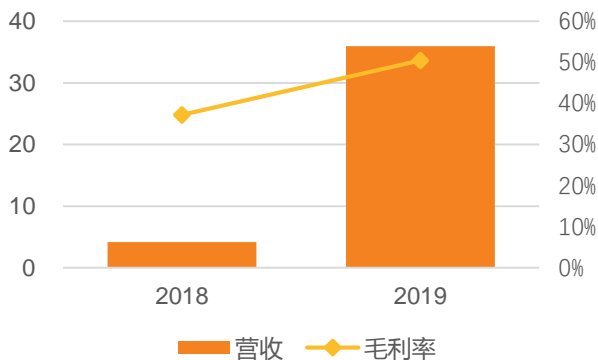
图 23：封闭式电子雾化设备（示意图）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

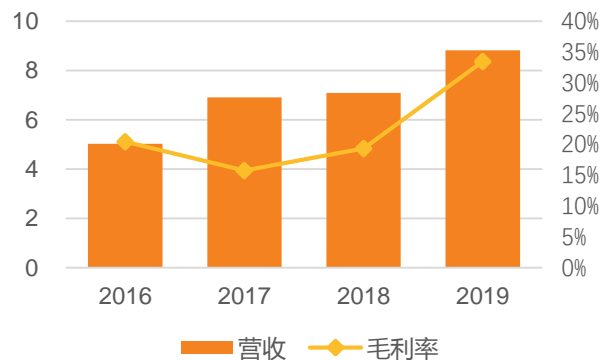
根据 2020 年 6 月招股书，公司对企业的电子雾化设备业务按是否含有陶瓷加热技术进一步对业务进行拆分。2019 年，含有陶瓷加热技术产品与不含陶瓷加热技术产品在封闭式电子雾化设备中占比分别为 80.32%和 19.71%，对应业绩分别为 35.96 亿元和 8.82 亿元，其中前者业绩于 2019 年实现大幅增长，同比增速达 765.84%，是公司目前各业务中增长最快的项目。

图 24：2B-含有陶瓷加热技术-营收&毛利率（亿元，%）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

图 25：2B-不含陶瓷加热技术-营收&毛利率（亿元，%）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

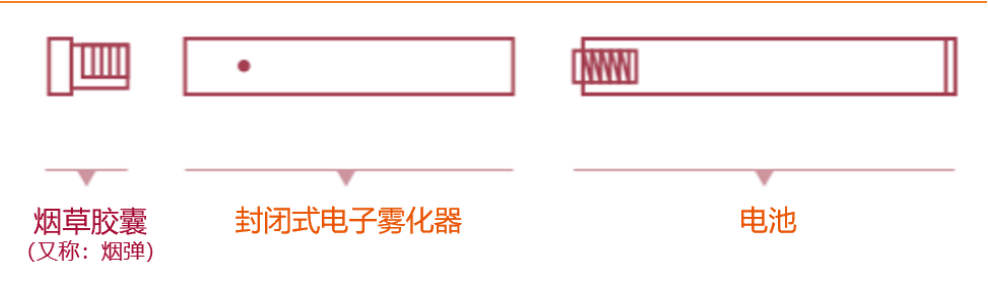
### 3.1.2. 电子雾化组件（加热不燃烧烟草& CBD 雾化设备）

公司制造的电子雾化组件主要用于加热不燃烧烟草 HNB 和工业大麻 CBD 雾化设备，主要产品为封闭式电子雾化器。其中：

- **加热不燃烧烟草 HNB** 是一种烟草制品，封闭式电子雾化器通过使用电池可加热烟草，从而产生含有尼古丁的雾化气体。由于其并非直接加热烟草，而是产生雾化汽后通过加热含有尼古丁的烟草胶囊，因此较可燃卷烟释放更少的有害物质。目前，公司主要为日本烟草的 HNB 品牌 Ploom TECH 生产封闭式电子雾化器；
- **工业大麻 CBD 雾化设备** 是一种可令使用者抽吸含有 CBD 的液体的器具，近年来相关市场受益工业大麻全球合法化进程不断推进而快速发展。

值得注意的是，公司在该业务中使用的自研陶瓷加热技术，除可应用于制造加热不燃烧产品和工业大麻雾化设备外，还可用于制造医疗用途或娱乐用途（如 THC 雾化）的电子雾化设备。

图 26：公司生产的用于 HNB 的电子雾化组件（封闭式电子雾化器）示意图

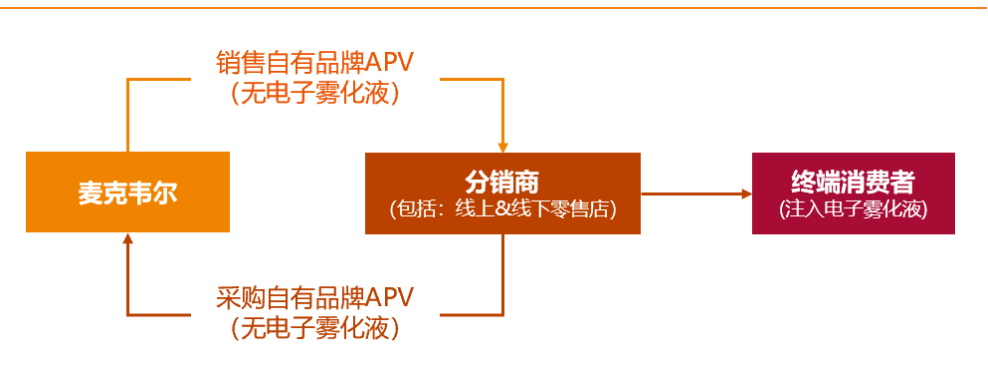


资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 面向零售客户的 APV 业务：开放式电子雾化设备（主要用于大烟）

除面向企业的代工业务外，公司也拥有自有品牌的 APV 零售业务。APV 指高级进阶私人电子烟设备，即一种拥有若干先进功能的电子雾化设备。公司将不含电子雾化液的 APV 设备销售给分销商，再由分销商通过其在当地市场的线上及线下渠道卖给终端消费者。

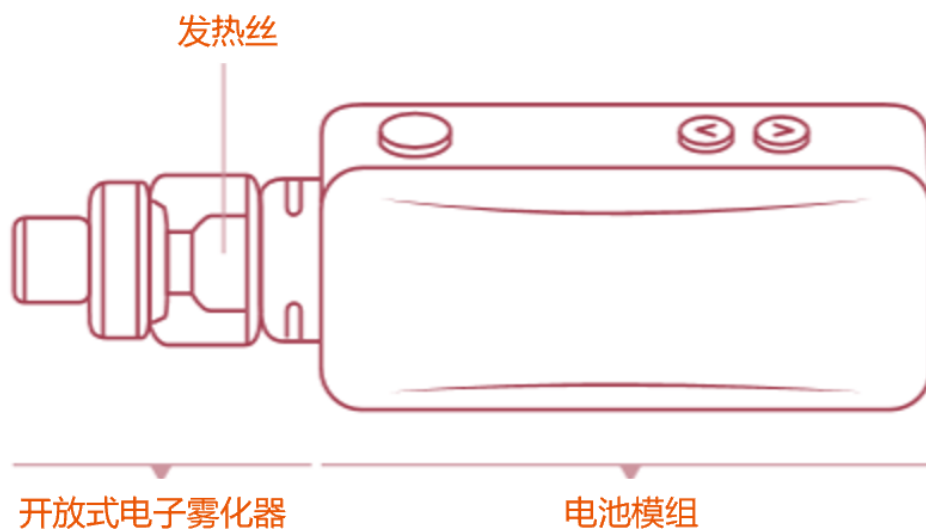
图 27：2C 业务流程



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

公司的 APV 主要为开放式电子雾化设备，即“大烟”设备，由开放式电子雾化器（包括发热丝）、电池模组（包括电池）组成。与封闭式电子雾化器不同的是，用户可自行将不同发热丝、电池模块、电子雾化液组合，以生成更多个性化体验。目前，公司拥有的开放式电子雾化设备品牌包括“Vapresso”、“Renova”、“Revenant Vape”等。

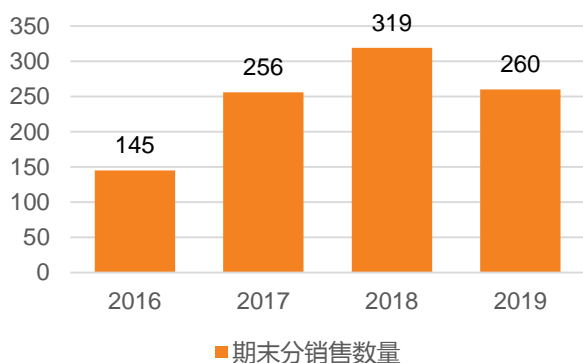
图 28：开放式电子雾化设备（示意图）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

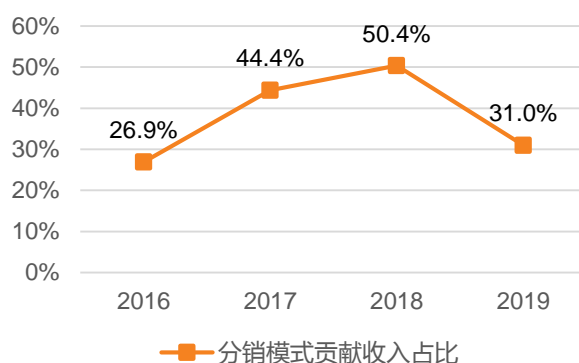
分销是公司零售业务主要销售渠道。根据订单量和产品类型，公司以推荐零售价的约34%-43%向分销商销售产品，并使用不同的回扣比例以激励分销商。公司的经销商渠道在2016-2018年的积极扩张后，于2019年进入优化阶段。因为尽管经销商数量降低，留下的是效率更高的渠道。同时，仍然有新的渠道商在不断加入。2019年，公司在全球拥有260家分销商，主要位于美国、法国及英国，分销模式营收占总营收的31.0%。

图 29：零售业务分销商历年数量（家）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

图 30：分销模式贡献收入占比（%）

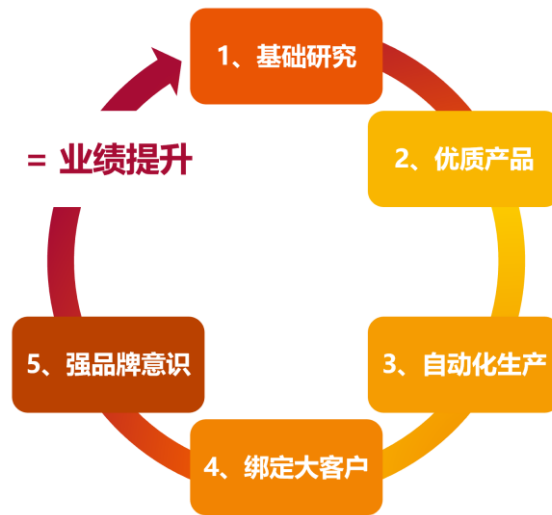


资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

#### 4. 核心竞争力：五重优势提供循环动力

我们认为，公司自成立后得以快速发展的核心原因，源自其研发、产品、生产、客户、品牌五方面优势构成的循环动力体系：公司以研发实力打下坚实基础，独创的 FEELM 陶瓷雾化芯使其产品形成强大的差异化竞争力，再通过自动化生产等多种手段提高产品生产效率，满足国际大客户的多种需求，自身市场地位也得以提升，再叠加品牌宣传手段——在设备部件上印品牌名称，随知名度提升逆向提升议价能力，最终使公司业绩实现增长，由此便可再投入研发、改进产品、提升产能、更多订单、更广影响，业绩继续增长，从而使公司可以长期保持在螺旋上升式的发展路径上快速成长。

图 31：公司发展动力体系示意图



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

#### 4.1. 基础研究：奠定研发实力，灵活应对市场多样需求

研发实力是公司在新兴行业发展的保障。公司所在的电子烟行业尚处快速成长期，市场受多种因素影响，包括但不限于：整体及当地经济环境、城市化进程及生活标准、不断变化的消费者偏好、消费者购买力、大众健康意识、监管政策、以及产品品牌的声誉及知名度等。这些都使公司在业内持续发展受到多重挑战，为面对不确定性较大的外部环境，公司需要培养灵活应对的能力以保持其市场地位并维持产品溢价。我们认为，在产品、生产、销售之前，首先要关注的是公司底层的基础研究能力，该能力的持续强化将支撑公司应对快速变化的市场环境。

长期以来，新产品的研发及商业化是公司在业内保持竞争力的主要原因。公司凭借在多年经验中积累的专业知识及核心技术，战略性地专注于研究、设计及发展自研的电子雾化设备，以创造行业新趋势并培养高增长潜力产品，这些努力在公司近年的高速增长的业绩也获得了体现。具体到研发路径，公司遵从于产品应用入手，发展到产品结构，再进一步发展到核心电子雾化技术的道路：

- 在业务早期，公司首先专注于开发便携式电子雾化设备，此举促成公司与 NJOY 展开合作，并促成 NJOY 于 2012 年推出“NJOY King Size”；
- 后公司意识到产品结构的重要性，开始聚焦作为电子雾化设备主要组件的雾化芯，并对其结构进行改进，由此开发出取代传统吸电子雾化液棉的“无棉技术”，此举促成公司 2014 年与 Logic 就其产品“Tight 1.0”展开合作；
- 2013 年后，公司有意建立自有技术品牌，开始更加重视对加热技术的研究。此后，公司第一代加热技术问世，该技术取代传统的棉芯发热丝，可更有效地吸收和蒸发高粘度提取电子雾化液；2016 年下半年，公司进一步推出第二代品牌“FEELM”，其将金属薄膜与陶瓷导体相结合，在材料和结构科学方面实现提升。

公司研发实力不仅表现在技术创新和突破方面，也体现在快速响应和满足客户需求上。公司作为 ODM 商，需要有能力为客户提供从研发、设计到生产等全环节服务。根据招股书，在项目内部获批后，公司研发团队将根据其研究和客户期望的设计、特点及规格着手设计新产品；新产品设计完成后，公司将制造模具、评估样品、归档技术文件并进行试用检验；而后将在生产基地内批量生产新产品。公司每个项目的研发时间通常在 3-5 个月，从开始制造模具至完成批量生产所需的时间通常在 4 个月左右。从时间角度来看，强研发实力为公司在服务客户时有效提升了生产力和响应速度。

图 32：公司产品设计及生产流程示意图





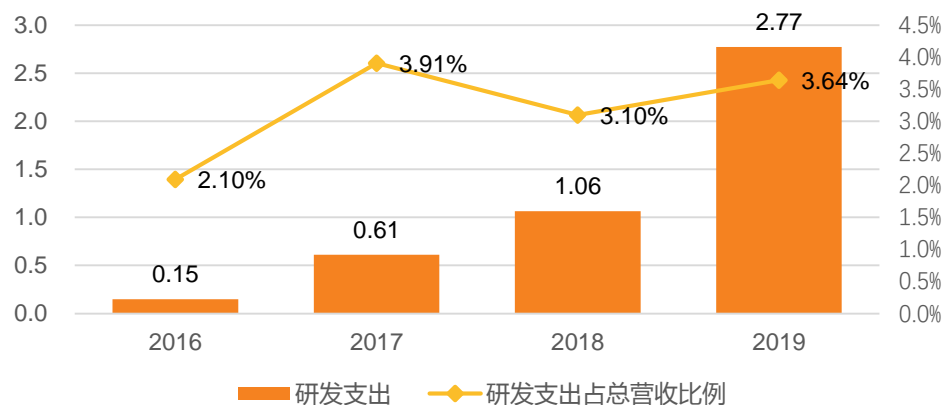
资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

公司研发能力现已广受业界认可。2019年4月，公司子公司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，该实验室为一家已获得美国联邦机构职业安全与健康管理局批准可以进行安全测试的全球安全认证公司；10月，公司成为自2013年以来五大电子雾化设备制造商中唯一一家获中国国家知识产权局授予“中国专利奖”的企业，表彰公司有关多孔陶瓷制备技术及应用的专利。“中国专利奖”是中国最负盛名的专利奖项之一；11月，公司获中国合格评定国家认可委员会颁发“实验室认可证书”，其认可范围包括公司实验室进行化学分析、物理性能测试和产品质量测试等的能力。

目前，公司研发平台由基础研究院、技术中心、技术产业化中心三个独立部门组成，使公司能够及时响应市场需求：1) 基础研究院专注于改善产品安全及雾化口感；2) 技术中心则基于基础研究成果，应用相应科学理论进行新技术开发及项目孵化；3) 技术产业化中心负责在开发新技术后，应用及测试相关技术，以助力产品实现规模化生产。同时，公司研发团队还负责所用原材料的研发及鉴定以提高产品质量、以及在生产流程中设计、定制及创新自动化技术。此外，公司还通过与大学合作掌握前沿知识、定期与客户沟通对新材料及技术应用见解、从消费者反馈中获取问题等多种渠道获得信息以支持研发。

公司作为国家高新技术企业，现已成为电子雾化科技领域的技术领先企业。2019年，公司获评“国家知识产权优势示范企业”，成为电子雾化科技领域首度入选的企业。截至2019年，公司拥有615名研发人员，研发支出为2.77亿元，近三年研发支出均占到总营收3%以上。截至2020年5月，公司已申报专利1568件，授权专利750件，远超深圳企业的平均水平。

图 33：历年研发支出&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

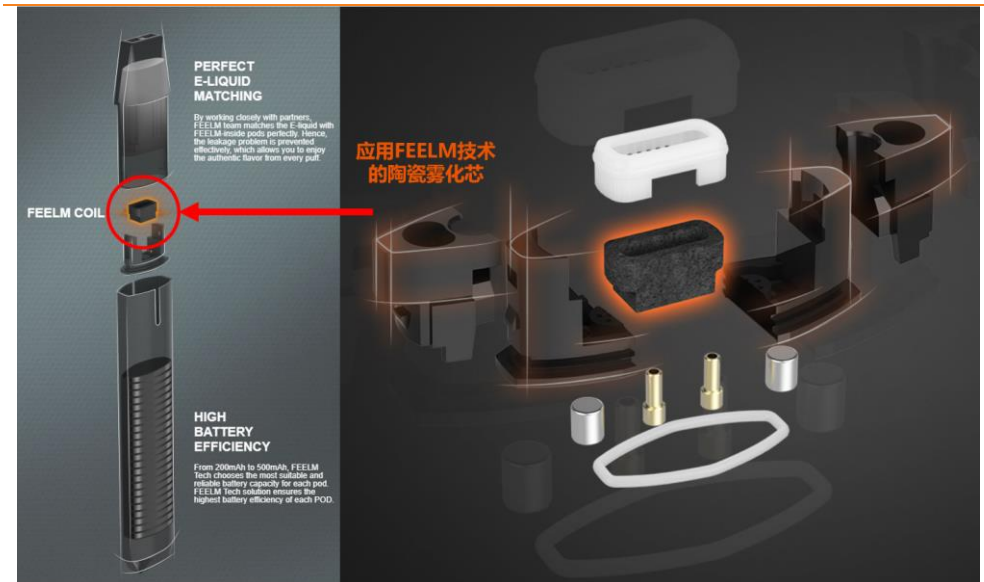
未来，本次 IPO 募集的资金也将继续用于投资研发，包括：

- 用于在深圳设立集团级研究中心，开发新加热技术及支付产品认证开支。截至招股书最后实际可行日期，公司就该项目已开始与当地政府进行沟通。
- 用于研发新加热技术、建立海外实验室、获取产品认证及向食品药品监督管理局递交烟草上市前申请。为使产品于美国市场后续也可顺利销售，公司已在筹备烟草上市前申请（PMTA）事宜：对内，公司成立了专门团队负责 PMTA，其中有对在 FDA 备案申请方面拥有丰富经验的成员；在外，公司雇佣了具有 PMTA 专业知识并了解 FDA 问题的美国律师事务所及咨询公司进行文献审核，以协助公司筹备及审查其 PMTA。
- 用于收购在电子雾化技术方面拥有研发资源或成熟技术的有前景公司。公司有意收购在电子雾化技术方面拥有研发资源及增长潜力，或于电子雾化技术应用方面拥有成熟经验的技术供货商或研究机构。收购对象需与公司的现有业务产生强大的协同效应或与之相辅相成。

#### 4.2. 产品力：性能远超竞品，独创 FEELM 陶瓷雾化芯

电子雾化设备的关键部件在于雾化器，其中雾化芯的性能对用户体验有着决定性的影响。

图 34：雾化芯所在电子雾化设备中的位置及其内部结构拆解图（以封闭式电子雾化设备为例）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**陶瓷雾化芯品牌产品 FEELM 是公司目前主打的核心自研技术产品。**传统的棉芯发热丝具有热量分部不均匀、加热过程无效、以及烧焦味道不可避免等问题。FEELM 雾化芯将金属薄膜与陶瓷导体相结合，其金属薄膜设计创造了宽幅加热表面，由此获得的**优势包括但不限于**：1) **口感丝滑**、还原度高，出烟均匀绵柔，纯净味道没有烧味；2) **陶瓷雾化芯金属膜迅速导热并均匀蒸发烟油，不糊芯**；3) **更大蒸汽**，与普通雾化芯相比，蒸气量增加 52%；4) **更高爽感**：FEELM 将尼古丁输送率提高了 56%；5) **安全稳定**，运行时**不会产生噪音**；6) **烟弹完全密封使体验干净方便，不漏油**；7) **自动化生产保证产品高效生产并拥有更高质量。**

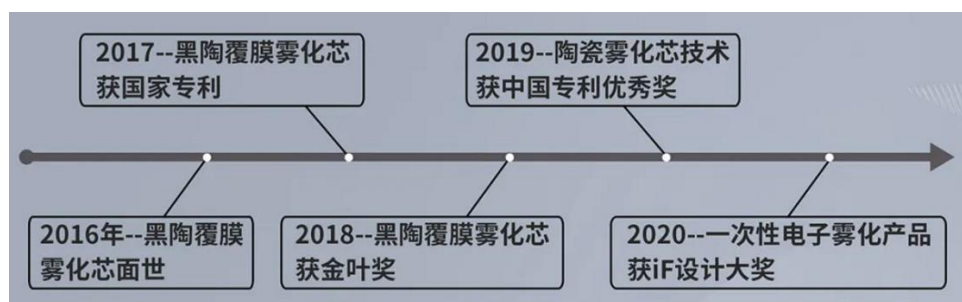
图 35：传统棉芯和 FEELM 雾化芯对比

<ul style="list-style-type: none"> <li>× 有颗粒感的粗糙蒸汽，伴随令人不快的燃烧味，口感还原弱</li> <li>× 具有传统材料导致的加热不均匀问题，易糊芯</li> <li>× 蒸气少，造成令人不愉的电子烟体验</li> <li>× 低爽感：蒸气少导致尼古丁输送率低</li> <li>× 有火星和噼啪噪音，具有高风险隐患</li> <li>× 漏油，造成浪费和使用麻烦</li> <li>× 手工制作，生产期长</li> </ul>	<p>棉芯 VS FEELM雾化芯</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 丝滑口感，出烟均匀绵柔，纯净味道没有烧味，口感高度还原</li> <li>✓ 陶瓷雾化芯金属膜迅速导热并均匀蒸发烟油，不糊芯</li> <li>✓ 大蒸汽量：与普通雾化芯相比，蒸气量增加52%</li> <li>✓ 高爽感：FEELM将尼古丁输送率提高了56%</li> <li>✓ 安全稳定的FEELM运行时不会产生噪音</li> <li>✓ 防漏：烟弹完全密封使体验干净方便</li> <li>✓ 自动化生产保证高质和高效</li> </ul>
---	-----------------------	---

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**FEELM 在全球屡获殊荣。**根据 FEELM 公众号，2017 年，FEELM 黑陶覆膜雾化芯获国家专利；2018 年 9 月，获《烟业通讯》（Tobacco Reporter）及 Vapor Voice Magazine 授予的金叶奖，是第一个获此奖项的中国科技品牌；2019 年，获第二十一届中国专利优秀奖，是国内电子雾化行业获得的首个国家专利奖项，同年，公司为 FEELM 产品把关的基础研究院先后通过美国 UL 认证和中国 CNAS 认证；2020 年初，FEELM 推出的环保型一次性电子雾化产品，摘得了 2020 年 iF 工业设计大奖。**我们认为，FEELM 的推出直接推动了公司业务自 2016 年后的高速增长。**根据公司官网，FEELM 技术已应用于全球 20 多个小烟品牌，出口美国、韩国、德国、法国、比利时、新西兰、南非等多个国家，内置 FEELM 的烟弹销量超过 2 亿只。

图 36：FEELM 屡获全球多项荣誉



资料来源：FEELM 公众号，天风证券研究所

### 4.3. 供应链管理：规模化 x 自动化 x 地缘优势=产能、效率持续提高

公司现已具备规模化的生产能力。目前，公司拥有 10 个专业及大型生产基地，总建筑面积约 143,776 平方米，每月可生产超过 1 亿个标准单位，生产及制造员工 9047 人，占员工总数的 85.8%。公司注重提高生产效率和维持低库存水平，以使自身保持迅速满足客户不断变化需求的能力。由此，与同业竞争对手相比，我们认为公司生产环节有以下五点值得重点关注：

- 一、**打造了一体化、自动化、标准化的生产体系，有效提升产能和良率。**在生产流程方面，公司做到了“三化”：1) 一体化。公司拥有一体化生产控制及供应链管理系统，该系统可密切监察生产流程中各主要环节；2) 自动化。公司的厂房配备自主开发的自动化生产设施，加上强有力的质量控制，使生产实现更高产能及更低不良率；3) 标准化。自动化生产为公司简化及标准化的生产流程打下基础，使公司可确保产品安全、产量稳定及正常生产流程的同时满足客户对产品质量和及时交付的要求。

图 37：生产流程示意图



资料来源：FEELM 公众号，天风证券研究所

- 二、产品全部自行生产，无第三方外包，有助技术改进。公司于自有的生产基地制造其所有产品，这使公司较外包给第三方的制造企业对生产技术、工艺优化有着更强的敏感度，利于专门生产经验的积累与完善，也使产能得已更快速的提高。
- 三、为大客户分配专属生产场地，高效满足大订单需求。在代工业务中，公司会为主要客户分配专属生产工厂。生产区的分隔部分按客户指示实行，旨在保障相关产品和生产流程的专有性。例如，公司在与主要客户之一的日本烟草建立战略合作关系后，建立了大型综合生产基地。
- 四、厂址位于深圳及东莞占有地缘优势，提升响应速度、降低生产成本。公司大部分生产基地位于深圳和东莞，正处于全球电子雾化设备供应链最发达地区，因此具有临近原材料、客户、物流等供应链配套资源、便于前沿信息的交互与收集、出口等多种地缘优势，这些优势在有效地降低了生产成本的同时使公司能够交付大量订单，且可及时处理客户需求。

图 38：公司总部及生产部门所在地



资料来源：公司官网，天风证券研究所



**五、使用信息科技系统提高运营管理效率。**公司使用 ERP 系统，其可迅速检索及分析运营数据及数据，包括采购、销售、存货、物流、生产、客户及财务数据，并协助规划及管理生产、预算、人力资源、存货控制、销售管理及财务呈报，通过从多部门共享生产及供应链数据，以改善和提高运营效率。

**目前，公司产能及利用率均处高位运行状态。**面向企业客户业务的实际产能 2019 年为 7.04 亿个标准单位，同比增 36.98%，产能利用率近年来保持在 60%以上；面向零售客户的实际产能仅为面向企业的 2%，2019 年为 0.13 亿个标准单位，同比增 22.47%，产能利用率自该业务于 2016 年开启后快速上升，近年来保持在 50%左右。

图 39: 设计产能&实际产能&利用率-面向企业客户 (标准单位, %)

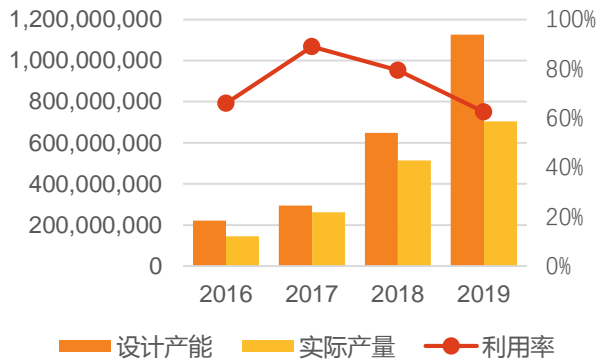
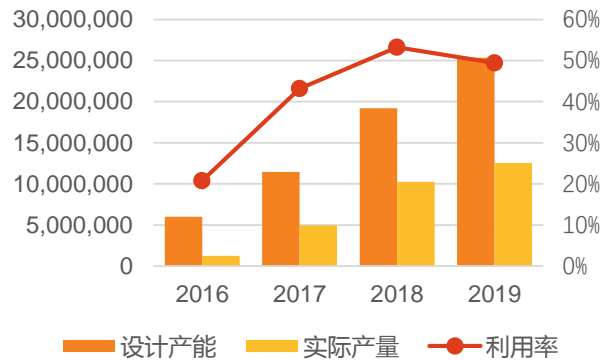


图 40: 设计产能&实际产能&利用率-面向零售客户 (标准单位, %)



资料来源: 思摩尔招股说明书, 天风证券研究所

资料来源: 思摩尔招股说明书, 天风证券研究所

**未来，本次 IPO 募集的资金也将继续用于投资生产，包括：**

➢ **为进一步提高生产能力，计划建立新的生产基地：**

- 1) **江门产业园。**计划分两期建设，生产大众化产品，并计划通过将更多类似生产线整合于一个生产基地以提高公司的运营及生产效率。**第一期**已于 2019 年 10 月与当地政府订立土地批租协议并于 2019 年 11 月获得国有土地使用权证。截至最后实际可行日期，第一期正按中国法律法规的要求进行规划及建设程序。第一期的总建筑面积约为 330,000 平方米，预计将于 2021 年开始运营，并安装 96 条自动化生产及装配线并配备约 2600 名雇员。运营后，预期每标准单位生产成本会将降低，就面向企业客户的销售而言，每月产能将增加约 9000 万个标准单位；**第二期**正与当地政府就购买国有土地使用权进行协商，且计划于 2021 年开始建设。第二期总建筑面积将约为 440,000 平方米，具有自动化生产及装配线。一旦第二期于 2023 年前后开始运营，就面向企业客户的销售而言，预期每月产能将进一步增加约 1.2 亿个标准单位。
- 2) **拟在深圳建立的产业园，**总建筑面积将约为 187,000 平方米。截至最后实际可行日期，公司就该项目已开始与当地政府进行沟通并向有关政府机关提交行业选择报告及可行性报告。就深圳产业园而言，预期收购国有土地使用权至开始运营需耗时约 2 年，预计该产业园于 2014 年开始运营，届时每月产能将进一步提高约 5190 万个标准单位。大规模新生产基地的建设，将能够满足公司快速增长的业务需求。

**公司有望以新生产基地取代目前租用的部分工厂。**公司目前于四个城市租赁物业，总建筑面积约为 262,076 平方米，其主要包括生产基地、仓库、办公场所、宿舍及食堂，租期通常介于 1-4 年。建设自有工厂而非仅使用租赁工厂为有益且更为可持续。通过设立自有工厂，将能够根据公司业务的用途量身定制工厂的结构，并且在升级设施或安装新设备时拥有更多灵活性。

- **升级公司的集团级 ERP 系统。**ERP 系统将进一步整合，使经营成本大幅降低并改善营运效率。

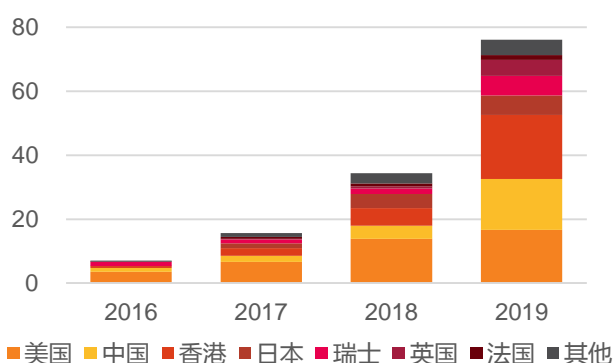


- **对现有工厂升级。**为提升公司于采购管理、生产规划、存货、销售、物流及行政的运营效率，公司拟升级现有工厂的智能化特征及信息科技系统、建立测试中心以及维修或更换现有设备。

#### 4.4. 客户优势：绑定国际大客户，市场地位随行业集中趋势上升

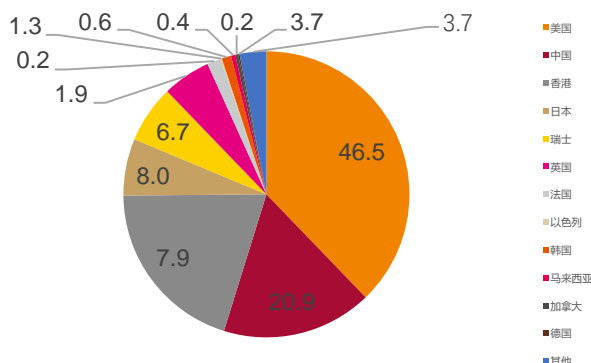
公司国内外客户资源丰富，产品已销往 50 多个海外国家。公司目前主要营收由面向企业客户的代工业务贡献。由于新型烟草的市场及客户基本分布在海外国家和地区，因此公司的大部分业务是面向海外国家市场，主要包括美国、日本、及欧洲等国家和地区，截至 2019 年，出口美国占总营收比例为 46.5%（包括香港转运部分），海外市场占比为 79.1%，中国占比为 20.9%。

图 41：2016-2019 公司不同地域销售规模（亿元）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

图 42：2019 公司不同地域销售市场份额（%）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

**与大客户绑定，建立长期稳定关系。**得益于领先的研发平台和良好的产品体验，公司的不同产品线可以满足不同国家消费者的需求以及口味，这为公司获得多位国内外大客户奠定了坚实基础。根据招股书和公司官网，目前公司的客户包括以日本烟草、英美烟草和雷诺烟草为代表的全球领先的传统烟草公司，以及以 RELX 及 NJOY 为代表的专注于电子雾化产品的“新秀”烟草公司。多年来，公司已与主要客户建立长期关系，我们认为其背后持续强化的客户壁垒值得关注：

- **从公司间日常业务角度来看：**公司不仅是主要客户的供货商，也是其产品研发合作伙伴，公司提供的优质产品助力客户品牌影响力在消费者中提升，客户收获更多市场份额同时继续向公司增加订单。这些不仅使公司对客户的粘性不断增加，也为公司营收稳定增长带来保障；同时，由于成为大客户的供应商需要通过多次测试才可获得资格认证，因为公司一旦进入大客户的供应商名单后，若无重大差错将不会被轻易更换。
- **从行业的特殊需求角度来看：**美国市场作为全球新型烟草最大市场，长期以来是公司大客户产品的主攻战场。其监管部门 FDA 要求在美上市的电子雾化等新型烟草产品均需通过 PMTA，该申请耗时耗资。对于公司来说，由于每个申请均需提交其所使用的技术，客户需要公司配合其进行详实且繁琐的资料准备和补充。我们认为，由于在此背景下客户更换供应商的成本将大为升高，这就直接强化了公司与大客户间的联系，形成其他供应商极难插足的客户壁垒。

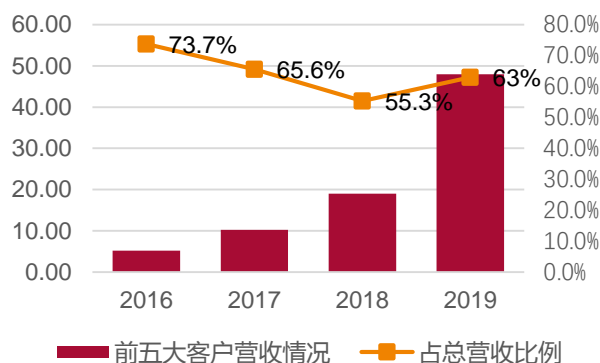
有限客户提供大部分收入，公司供应端市场地位或随需求端市场集中度提升而上升。根据招股书，公司大部分收益来自有限的客户，而从历年大客户对总营收贡献比例来看，公司营收长期由大客户贡献，截至 2019 年，前五大客户占比达 63.0%，其中最大客户占比达 15.7%。由此可见，公司在可见的将来也将持续依赖有限的主要客户。我们认为，这也意味着，公司对此等服务客户的服务将维持公司现有的业务规模，且随公司服务龙头企业客户的数量逐渐增多，将使公司业务有望随大客户在下游消费市场中地位的提升反向带动公司在上游供应市场中地位的提升。

图 43：公司为不同客户开发的不同产品外观示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 44：前五大客户贡献营收及历年占总营收比例（亿元，%）



资料来源：思摩尔招股说明书，天风证券研究所

### 4.5. 企业战略：超前品牌意识提升议价能力

“FEELM inside”是 FEELM 发起的品牌技术认证计划。公司正在将“FEELM inside”标识印在每个装有 FEELM 技术的烟弹上。我们认为，该行为作为一种在代工商中少见的品牌宣传措施，使公司技术品牌在最终用户中扩大知名度，用户因 FEELM 技术带来的良好体验感增加对客户品牌产品的购买，从而可反向提升客户对公司的粘性，进而提升公司的议价能力，为业绩的持续增长再添动力。

图 45：公司将品牌名称印在了其生产的部件上



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 5. 从现在看未来：大国雾匠，深耕“雾”业

### 5.1. 公司的未来成长空间在哪？

我们认为新型烟草是在传统烟草基础上的一次消费升级机遇和“颠覆”，在传统卷烟发展逐步滞缓的今天，以高科技、消费升级为媒介所诞生的新型烟草已经在如火如荼的抢占传统卷烟市场份额，快速上升的销售规模也反应了消费者对于新型烟草这一新品类的认知度和接受度在逐步上升。而在这一新兴消费领域中，我们认为公司未来的业绩增长主要来自以下三个方面：

- **新型烟草渗透率提升：**根据前文对于新型烟草行业的测算和分析，2019 年全球新型烟草行业的渗透率仅为 4.33%，而相对较为成熟的消费地区例如英国渗透率已达到 11%，仍有可观提升空间。
- **雾化电子烟消费频次提升：**随着消费者对于雾化电子烟的认知度和接受度提升，以及雾化式电子烟的口感、体验继续改善，我们认为会有更多消费者从传统卷烟转向雾化电子烟，从“双重消费者”转向“已经戒烟者”，进而提升单个消费者对于雾化电子烟的使用频次。根据 ASH 统计数据，2019 年英国有 88.5%的“已经戒烟者”已经形成对于电子烟的消费习惯，即每天均使用电子烟，而“双重使用者”中每天使用电子烟的用户占比仅为 45%。
- **陶瓷雾化芯占比提升：**目前雾化设备中雾化芯的选择主要包括棉芯和陶瓷芯两种，不同材质也使得雾化口感有所差别，棉芯口感还原度高却容易烧糊，例如目前全球市占率最高的电子烟品牌 JUUL 的雾化芯采用棉芯作为雾化器材料，陶瓷芯则凭借稳定性好,不易破碎,不会烧糊的强大优势逐渐被市场所认可。我们认为随着公司陶瓷加热技术的继续深耕和探索，公司独有的 FEELM 雾化芯有望继续拓展更多产品线与客户，持续夯实品牌和技术壁垒。

图 46：公司成长空间示意图



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

## 5.2. 供应链地位形成“雾”业资源壁垒，公司有望走上平台型企业发展道路

展望公司远期发展道路，我们认为，公司目前在电子雾化产业供应链中处**制造商和品牌商地位，具有承上启下的作用**：上可对接原材料资源，自身具有完整的生产实力，下 2B 可服务国内外知名大企业、2C 可对接上百个分销&零售渠道商，**这使公司现已具备了成为资源型平台的能力**。进一步地，由于公司在雾化技术已深耕多年并积累了业内领先的经验及丰富成果，并已将其应用于电子雾化烟及 CBD 雾化，**未来或存向医疗等多个方向发展的可能性，成为以“雾”业务为中心的平台型企业。**

图 47：公司未来有望成为平台型企业



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

## 6. 盈利预测及投资建议

我们认为，公司作为全球最大雾化设备生产商，壁垒优势不断凸显，随着全球雾化式设备及新型烟草渗透率的提升，公司有望继续分享行业超额增长。同时公司与英美烟草、日本烟草、NJOY、悦刻等大客户深度绑定，在监管不断趋严的背景下，产业链上下游集中度均将加速提升，利好行业龙头企业发展。尽管 2020 年疫情对全球消费品和行业都带来一定负面影响，但我们认为由于尼古丁具有较强成瘾性，用户消费需求相对稳定，公司业绩有望在 2020-2021 年继续保持高于行业增速态势。

我们预计公司 2020-2022 年收入 102.95/145.36/205.70 亿元，同增 35%/41%/42%；净利润 31.87/45.80/66.18 亿元，同增 47%/44%/45%。

图 48：公司主要业务板块拆分

单位 (人民币百万)	Rmb mn	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>销量 (千标准单位)</b>	<b>Sales volume (Thd unit)</b>							
企业客户-ODM	Corporates-ODM	145,475	260,207	492,850	792,658	1,028,030	1,388,773	1,889,606
-电子雾化设备	Vaping Devices	144,842	190,626	198,950	512,271	691,566	968,192	1,355,469
-电子雾化组件	Vaping Components	633	69,581	293,900	280,387	336,464	420,581	534,137
零售客户-APV	Retailers-APV	1,237	4,753	8,645	12,730	14,640	18,299	23,423
<b>总计</b>	<b>Total</b>							
<b>单价 (元/标准单位)</b>	<b>Unit price (Rmb/unit)</b>							
企业客户-ODM	Corporates-ODM							
-电子雾化设备	Vaping Devices	3.5	3.6	5.7	8.7	9	10	10
-电子雾化组件	Vaping Components	10.7	4.5	4.7	7.5	8	9	9
零售客户-APV	Retailers-APV	160	118	109	82	82	82	82
<b>总计</b>	<b>Total</b>							
<b>营业收入</b>	<b>Revenue</b>							
<b>主营业务收入</b>	<b>Revenue</b>	<b>707</b>	<b>1,565</b>	<b>3,434</b>	<b>7,611</b>	<b>10,291</b>	<b>14,531</b>	<b>20,565</b>
企业客户-ODM	Corporates-ODM	510	1,004	2,492	6,569	9,093	13,034	18,649
-电子雾化设备	Vaping Devices	503	692	1,124	4,477	6,317	9,287	13,651
-电子雾化组件	Vaping Components	7	312	1,368	2,092	2,776	3,747	4,997
零售客户-APV	Retailers-APV	197	561	942	1,042	1,198	1,497	1,916
<b>总计</b>	<b>Total</b>	<b>707</b>	<b>1,565</b>	<b>3,434</b>	<b>7,611</b>	<b>10,291</b>	<b>14,531</b>	<b>20,565</b>
<b>收入增长率 (%)</b>	<b>Revenue growth (%)</b>							
<b>主营业务收入</b>	<b>Revenue</b>		121.3%	119.4%	121.6%	35.2%	41.2%	41.5%
企业客户-ODM	Corporates-ODM		96.8%	148.3%	163.6%	38.4%	43.3%	43.1%
-电子雾化设备	Vaping Devices		37.4%	62.5%	298.3%	41.1%	47.0%	47.0%
-电子雾化组件	Vaping Components		4526.4%	338.3%	52.9%	32.7%	35.0%	33.4%
零售客户-APV	Retailers-APV		184.6%	67.7%	10.6%	14.9%	25.0%	28.0%
<b>总计</b>	<b>Total</b>		121.3%	119.4%	121.6%	35.2%	41.2%	41.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>Cost of sales</b>							
<b>主营业务成本</b>	<b>Cost of sales</b>	<b>-535</b>	<b>-1,146</b>	<b>-2,243</b>	<b>-4,258</b>	<b>-5,492</b>	<b>-7,631</b>	<b>-10,701</b>
企业客户-ODM	Corporates-ODM	-405	-793	-1623	-3578	-4713	-6658	-9456
-电子雾化设备	Vaping Devices	-400	-583	-832	-2,367	-3,159	-4,597	-6,757
-电子雾化组件	Vaping Components	-5	-211	-791	-1,210	-1,554	-2,061	-2,698
零售客户-APV	Retailers-APV	-130	-353	-620	-681	-778	-973	-1,245
<b>总计</b>	<b>Total</b>	<b>-535</b>	<b>-1,146</b>	<b>-2,243</b>	<b>-4,258</b>	<b>-5,492</b>	<b>-7,631</b>	<b>-10,701</b>
<b>毛利</b>	<b>Gross profit</b>							
<b>主营业务毛利</b>	<b>Gross profit</b>	<b>172</b>	<b>419</b>	<b>1,191</b>	<b>3,352</b>	<b>4,799</b>	<b>6,900</b>	<b>9,863</b>
企业客户-ODM	Corporates-ODM	105	211	869	2,991	4,380	6,376	9,193
-电子雾化设备	Vaping Devices	103	109	292	2,110	3,159	4,690	6,894
-电子雾化组件	Vaping Components	2	102	577	881	1,221	1,686	2,299
零售客户-APV	Retailers-APV	67	209	322	361	419	524	671
<b>总计</b>	<b>Total</b>	<b>172</b>	<b>419</b>	<b>1,191</b>	<b>3,352</b>	<b>4,799</b>	<b>6,900</b>	<b>9,863</b>
<b>毛利率</b>	<b>Gross margin</b>							
<b>主营业务毛利率</b>	<b>Gross margin</b>	<b>24.3%</b>	<b>26.8%</b>	<b>34.7%</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.6%</b>	<b>47.5%</b>	<b>48.0%</b>
企业客户-ODM	Corporates-ODM	20.5%	21.0%	34.9%	45.5%	48.2%	48.9%	49.3%
-电子雾化设备	Vaping Devices	20.4%	15.8%	25.9%	47.1%	50.0%	50.5%	50.5%
-电子雾化组件	Vaping Components	25.5%	32.5%	42.2%	42.1%	44.0%	45.0%	46.0%
零售客户-APV	Retailers-APV	34.2%	37.2%	34.2%	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>总计</b>	<b>Total</b>	<b>24.3%</b>	<b>26.8%</b>	<b>34.7%</b>	<b>44.0%</b>	<b>46.6%</b>	<b>47.5%</b>	<b>48.0%</b>

资料来源：招股书，天风证券研究所

表 3：公司部分经营数据 (百万元, %)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,566.9	3,435.2	7,614.8	10,295.4	14,536.0	20,570.1
营业收入增长率	116.7%	119.2%	121.7%	35.2%	41.2%	41.5%
EBITDA	226.6	868.6	2,567.1	3,806.0	5,476.9	7,905.8
EBITDA 增长率	74.8%	283.4%	195.5%	48.3%	43.9%	44.3%
净利润	189.0	734.0	2,173.8	3,187.1	4,580.4	6,618.1
净利润增长率	77.9%	288.4%	196.2%	46.6%	43.7%	44.5%



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 49：公司主要财务及预测指标

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	119.2%	121.7%	35.2%	41.2%	38.2%
营业利润增长率	283.4%	195.5%	46.1%	43.7%	40.8%
净利润增长率	288.4%	196.2%	46.6%	43.7%	40.8%
EBITDA增长率	283.4%	195.5%	48.3%	43.9%	40.7%
EBIT增长率	283.4%	195.5%	46.1%	43.7%	40.8%
NOPLAT增长率	288.4%	196.2%	46.6%	43.7%	40.8%
投资资本增长率	-59.5%	-1772.8%	270.6%	56.4%	19.5%
净资产增长率	136.1%	-24.2%	461.9%	77.7%	61.6%
<b>利润率</b>					
毛利率	34.7%	44.1%	46.6%	47.5%	48.1%
营业利润率	25.3%	33.7%	36.4%	37.1%	37.8%
净利润率	21.4%	28.5%	31.0%	31.5%	32.1%
EBITDA/营业收入	25.3%	33.7%	37.0%	37.7%	38.4%
EBIT/营业收入	25.3%	33.7%	36.4%	37.1%	37.8%
<b>运营效率</b>					
固定资产周转天数	38	32	37	37	34
流动营业资本周转天数	-28	-14	-2	4	5
流动资产周转天数	140	95	147	202	230
应收帐款周转天数	26	24	27	27	27
存货周转天数	29	22	24	25	26
总资产周转天数	184	135	194	248	274
投资资本周转天数	-4	8	30	43	41
<b>投资回报率</b>					
ROE	75.7%	295.9%	77.2%	62.5%	54.4%
ROA	30.2%	65.8%	40.8%	37.5%	35.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com