国元证券 GUOYUAN SECURITIES

电力设备与新能源

投资评级

推荐 维持

悦刻（RLX）招股书速读

pengcong@gyzq.com.cn

行业研究报告 2021年1月20日

分析师: 彭聪
执业资格证：S0020520040002
电话: 021-51097188 E-MAIL: pengcong@gyzq.com.cn

联系人:黄浦
电话：021-51097188-1859 E-MAIL：huangpu@gyzq.com.cn

概况一：中国第一的电子烟品牌，2020年前三季度封闭式电子烟市占率62.6%

- **主营业务：**自有品牌Relx（封闭式电子雾化设备）的研发、设计、制造及销售。自成立以来，已经推出了五个系列的封闭式电子烟产品。
- 公司是中国第一的电子烟品牌，按零售额计，在2019年和截至2020年前三季度分别占封闭系统电子雾化产品市场份额的48.0%和62.6%，公司业务涉及产品研发、供应链管理及线下分销。

图：公司主营业务及主要产品

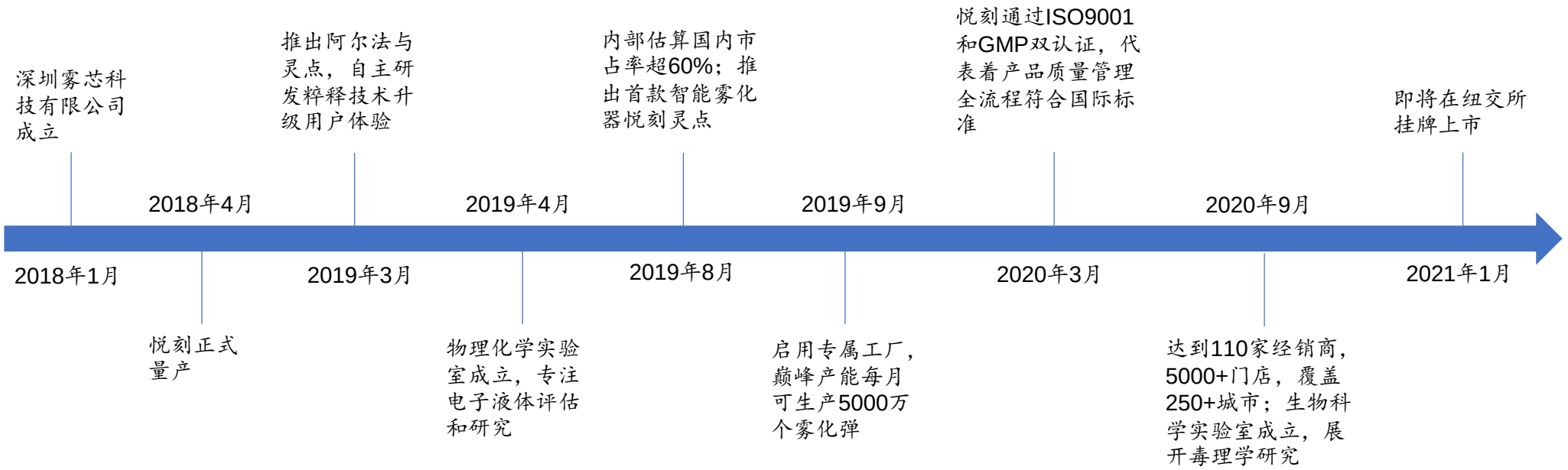


资料来源：悦刻APP“RELX ME”，招股说明书，国元证券研究中心

概况二：公司成立于2018年1月2日，拟于2021年1月22日在纽交所上市，股票代码“RLX”

- **发展历程：**深圳雾芯科技有限公司成立于2018年，同年4月悦刻 RELX正式量产，8月成立离岸控股公司，10月全资成立北京悦刻。2019年推出阿尔法与灵点，同年9月达到巅峰产能每月可生产5000万支雾化弹。2020年推出无线与幻影，3月通过国际标准认证，12月31日在纳斯达克提交招股说明书，将于1月22日在纽交所上市，股票代码“RLX”，1月21日申购截止，最低认购份额600份，预计发行1.165亿份，发行单价将介于8-10美金，计划募集金额9.32-11.65亿美金之间，对应市值将在124-155亿美金。

图：雾芯科技发展历程

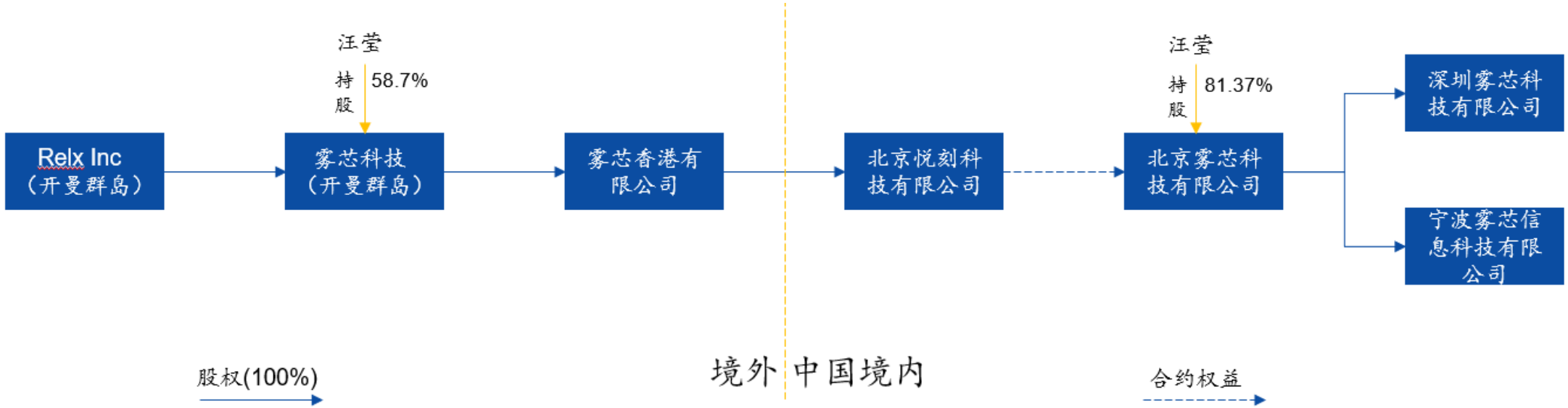


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

概况三：汪莹女士是公司控股股东和实际控制人

- **股权结构：**汪莹女士是公司控股股东和实际控制人，并担任公司董事会主席和首席执行官。Relx inc为上市主体的母公司于2018年8月在开曼群岛成立是中国境内外业务的离岸控股公司。同月其于香港成立了Relx HK Limited作为其中间控股公司。后者于10月在中国成立了全资主要子公司北京悦刻科技有限公司。目前Relx Inc通过其他离岸实体在中国境外开展业务。上市主体RLX Technology Inc是其在开曼群岛的全资控股公司。经过一系列合同安排，Relx Inc是北京雾芯的主要受益人。

图：公司股权结构

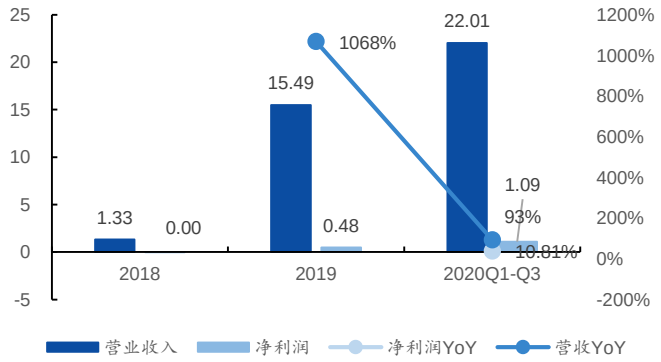


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

经营情况：2020Q1-Q3营收同比增长93.28%，净利YoY+10.85%

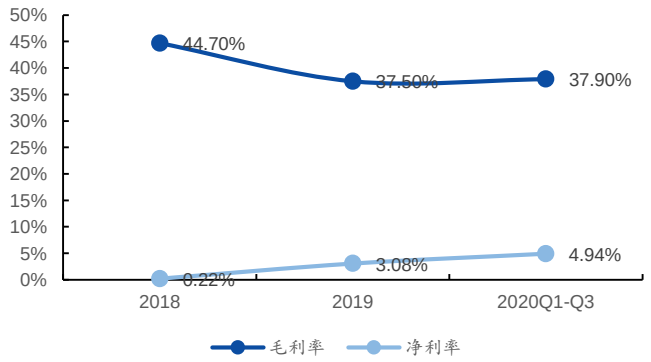
- **业绩上：**得益于电子烟市场的爆发，公司盈利能力大幅向好，公司2018、2019、2020Q1-Q3营业收入分别为1.326 亿、15.49 亿（+1068%）、22.01 亿（+93.28%），净利润分别为-29 万、+0.48亿、+1.09 亿（+10.81%）。
- **盈利能力：**2020年前三季度实现毛利8.334亿元,同比增81.37%,毛利率37.9%。2019年前三季度毛利率为40.3%,下降原因是增加渠道产品定价宽松度,使渠道商有足够利润；净利率2020年前三季度实现净利润率4.94%较2019年全年再增1.86pct。
- **单位价格和单位成本：**随着科研实力的增长，单位价格从2018年的20.72元降至2020年前三季度的16.89元。同时单位成本也从2019年的12.40元降低至10.50元。

图：公司营收/净利润，同比增长（亿元）



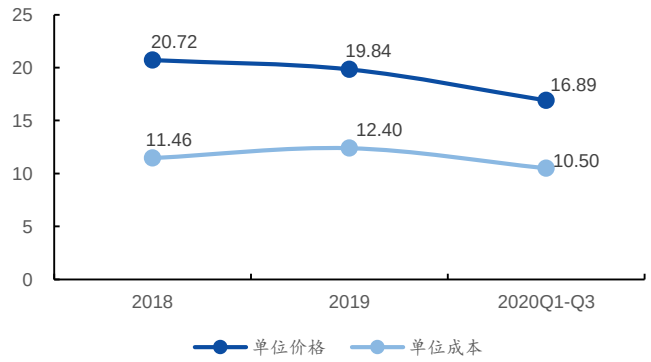
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图：2020Q1-Q3公司毛利率37.9%，净利率4.94%



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图：单位价格与单位成本均有所下降

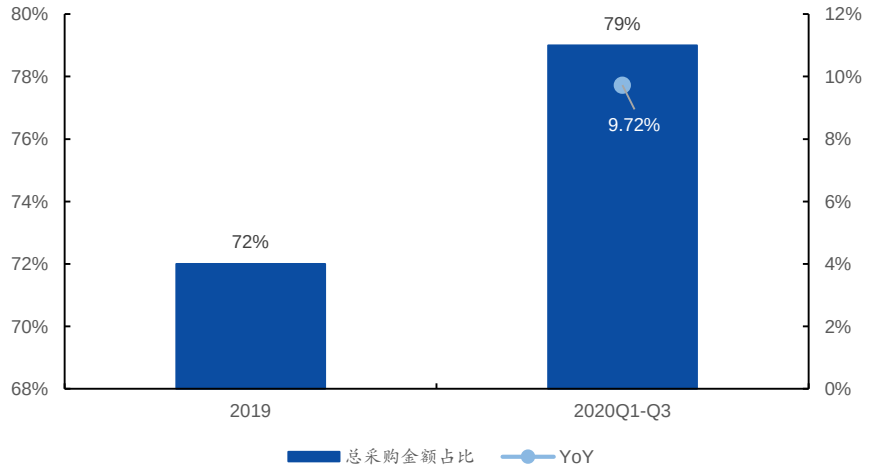


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

供应商：与全球最大电子雾化设备制造商思摩尔绑定

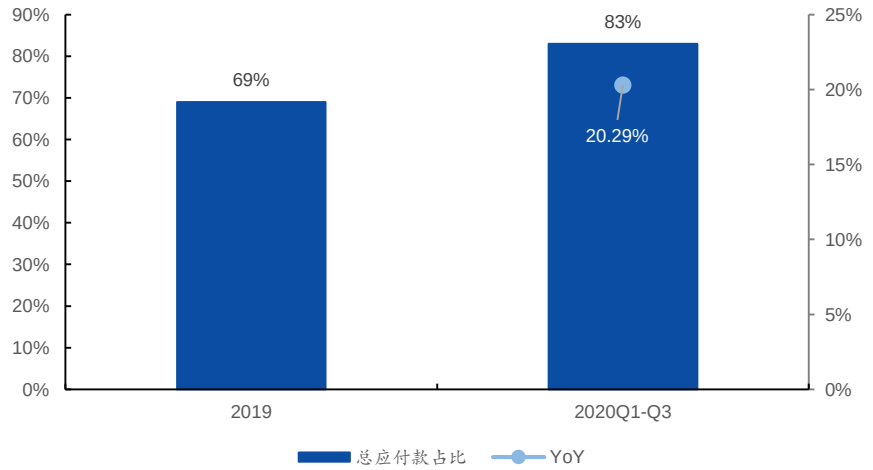
- **全球最大电子雾化设备制造商思摩尔是公司的主要供应商和运营伙伴。**双方一起设立专属工厂，合作经营思摩尔的雾化器品牌FEELM，运用在公司烟弹品牌上。这家专属工厂是目前世界领先、全球规模最大的电子雾化器专属工厂，已通过了GMP认证。
- 根据雾芯科技招股说明书，2019年思摩尔占总采购金额的72%，2020年至9月30日占79%；公司应付款对象也主要为思摩尔，其中2019年占总应付款的69%，2020年至9月30日占83%。

图：思摩尔在公司采购金额中的占比



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图：思摩尔在公司应付款中的占比

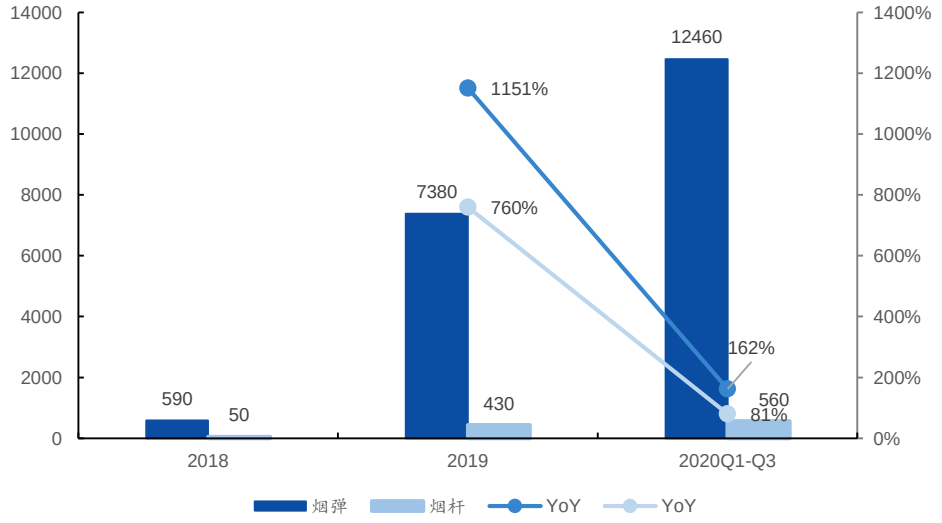


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

出货量：20Q1-Q3烟具销量560万套，同比增长达81%，烟弹烟杆比22.25

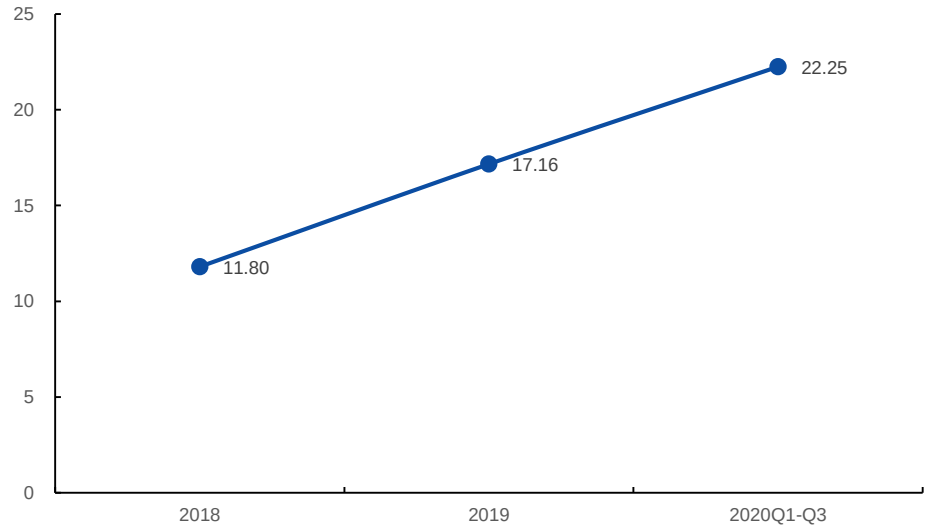
- 按出货量计算，**烟弹烟杆比说明了用户的粘性**，公司2018年烟杆销量50万套、烟弹销量590万支，烟弹烟杆比为11.8，19年烟杆销量430万套、烟弹销量7380万支，烟弹烟杆比为17.16；20Q1-Q3烟具销量560万套，同比增长达81%；烟弹销量1.246亿支，同比增长高达162%，烟弹烟杆比提高至22.25。

图：烟弹烟杆出货量（万）



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图： 客户粘性高，烟弹烟杆比逐年增加



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

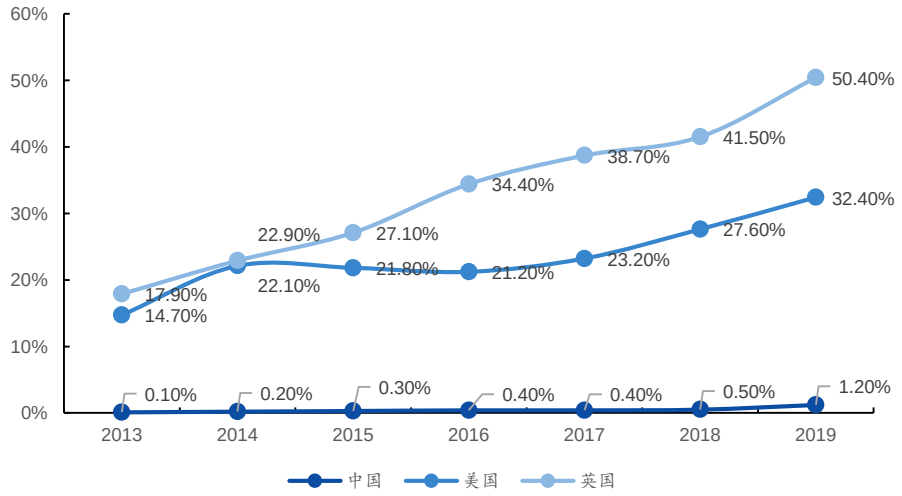
营销模式：领先的整合型线下分销和“品牌专卖+”零售模式

- 截至2020年9月30日，公司拥有自营专卖店20余家，合作经销商达110个，向全国250多个城市超过5000家RELX品牌合作商店品牌专卖店和超过10万家零售网点供应产品。
- **对于分销商，**公司通常与具有多样化和完善的本地分销渠道的高质量分销合作伙伴合作，制定和实施针对各自授权区域的战略分销计划。分销协议一般为期一年，经双方同意可续签。公司通常要求分销商在电子烟产品的分销方面具有排他性。通过公司全面的分销管理系统，制定周密的措施和政策，以持续监督和授权分销商。并定期监视和评估分销商的做法，以确保符合公司的道德，运营和服务标准。同时公司还提供培训和支持，以提高分销商的管理能力和运营效率。
- **对于零售网点，** RELX品牌合作伙伴商店带动了全国范围内的市场扩张。根据协议，公司授予销售产品和使用某些商标的权利，并提供管理指导以帮助建立和管理商店。目前不向加盟商收取此类权利和服务的任何费用，并根据标准为加盟商提供开设和运营的各种商业激励措施。因此加盟商的回收周期非常短，有较强的加盟意愿。在不同的线下零售场景中，公司定义了多元化的加盟店模式，包括标准店、悦刻小铺、明星店、迷你店、店中店等模式。另外，公司也广泛覆盖了电子烟集合店、电子产品店等形式的门店。
- 通过《守护者计划》，公司与分销商，零售商和其他合作伙伴共同努力，通过一系列关键举措促进了防止未成年人使用公司产品，启动了向阳花系统，这是根据CIC报告在中国进行的首个此类未成年人进入预防系统。向阳花系统包含一整套技术驱动的最佳实践，可通过高级识别工具来防止未成年人使用，以增强零售店的现场年龄验证，还可以通过地理围栏技术来帮助确定开设RELX品牌合作伙伴商店的合适位置。

看点一：全球&国内电子烟市场高速发展

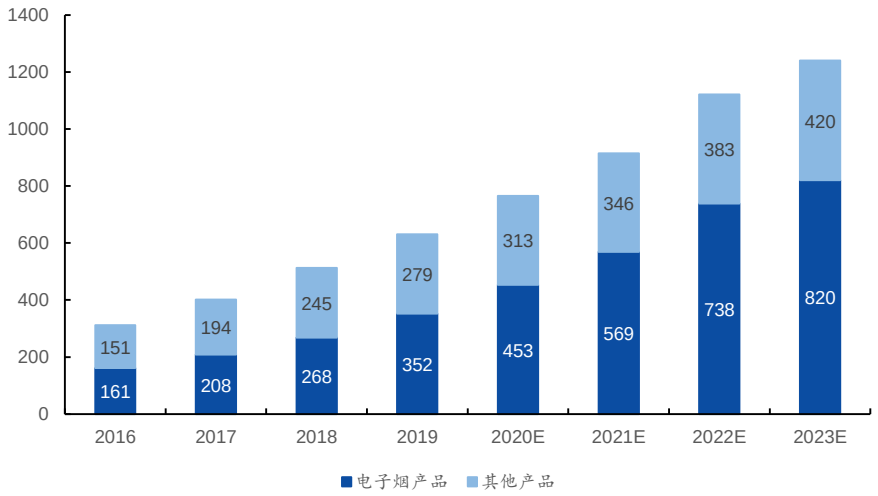
- 在过去的几十年中，**电子烟产品的用户渗透率一直在稳定增长。**根据CIC报告，在美国，英国和中国，电子烟产品使用者的渗透率定义为电子烟产品使用者的数量除以成人可燃烟草制品使用者的数量，分别从21.2%，34.4%和0.4%增长。2019年分别达到32.4%，50.4%和1.2%。
- 根据CIC报告，在过去的几十年中，减少危害的替代品一直在继续发展，在2019年的零售额中减少危害的替代品约占全球可燃烟草产品市场的7.4%。 在减害替代品中，电子烟产品已成为主要类别，按2019年零售额计算，占全球减害替代品市场的55.8%。根据CIC报告，就零售额而言，全球电子烟市场2019年达到352亿美元，并且由于可燃烟草制品用户中电子烟产品用户渗透率的提高，预计将以23.5%的复合年增长率增长，并在2023年达到820亿美元。

图：中美英电子烟产品渗透率



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图：2016-2023E按零售额分列的全球减少危害替代品市场（亿美元）

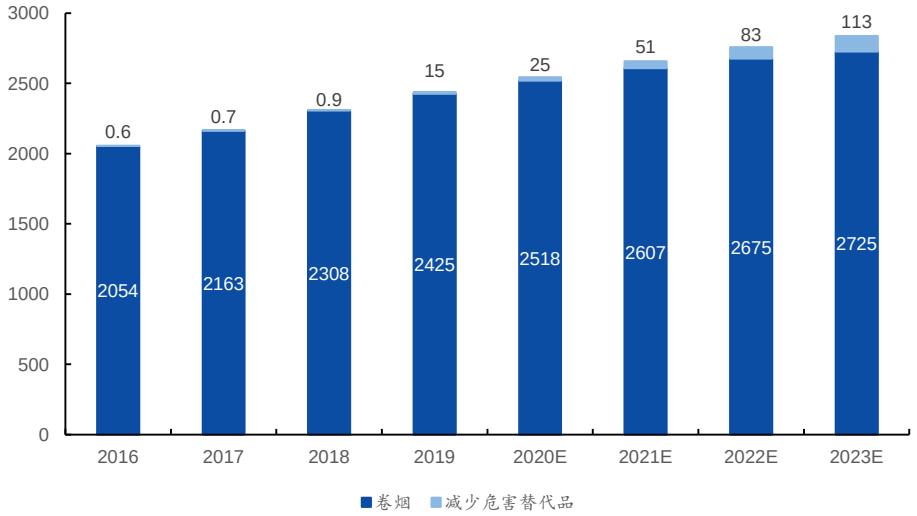


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

看点一：全球&国内电子烟市场高速发展

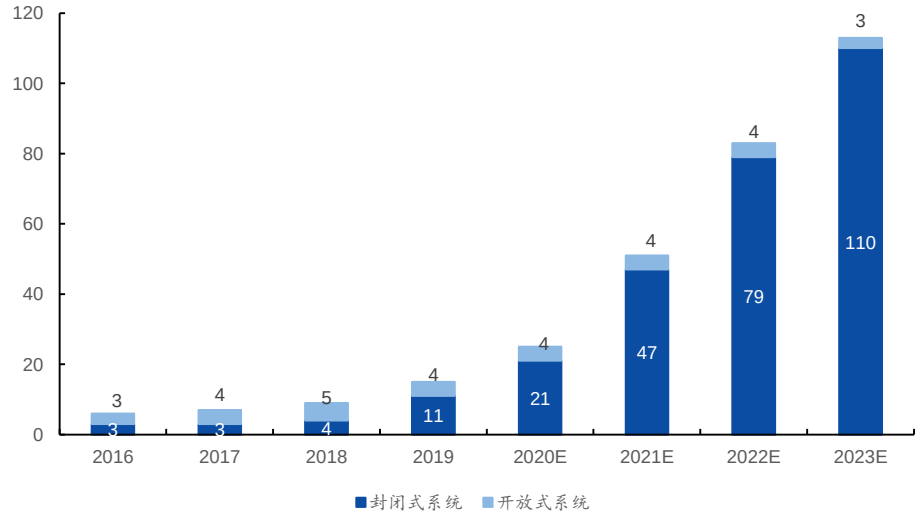
- 中国的可燃烟草产品市场以卷烟为主，在2019年，中国约有2.867亿成人可燃烟草产品用户，占2019年零售额的94.1%。2016年至2019年，中国可燃烟草制品的零售价值以5.7%的复合年增长率增长。从2019年到2023年，中国可燃烟草产品市场预计将以3.0%的复合年增长率增长，到2023年零售额将达到2725亿美元。同时，按零售额计算的中国减害替代品市场 2016年至2019年之间的复合年增长率为36.2%，预计2019年至2023年之间的复合年增长率为65.9%。
- 尽管在2019年有340万成人电子烟用户，但中国的电子烟用户渗透率仍然较低。根据CIC报告，2019年中国成人可燃烟草制品用户约2.867亿，是最大的电子烟产品潜在市场。按零售额计算，2019年中国电子烟市场规模达到15亿美元，预计到2023年将达到113亿美元，在此期间的复合年增长率为65.9%。目前，中国的电子烟市场以封闭系统产品为主导，按零售额计算，其在2019年占电子烟市场的74.1%。到2023年，按零售额计，封闭系统细分市场预计将占市场的97.1%。

图：按零售额计的中国卷烟产品和减少危害替代品市场（亿美元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图：中国电子烟市场（亿美元）



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

看点二：管理层多领域经验丰富，多轮融资助力

- **管理层团队在多行业有着丰富经验互补。**团队成员拥有顶级电子消费品、快消品 、互联网、咨询和投资公司的多领域经验。丰富的经验和多行业的覆盖有利于帮助公司发展并抓住市场机遇。
- **多轮融资。**自2018年 9月起，公司获得源码资本、IDG、山行资本、红杉资本等知名机构的多轮融资，融资总额近 4.3亿美元。

表：管理层背景

姓名	年龄	职位	学历	工作经验	持股比例
汪莹	39	联合创始人、董事会主席、CEO	西安交通大学金融法律专业学士、西安交通大学管理学硕士、哥伦比亚商学院MBA	在快消品，技术和相关行业方面拥有十多年的经验。曾担任滴滴优享主管、Uber中国区区域总经理、就职于贝恩咨询顾问。	58.70%
蒋龙	42	联合创始人、董事	清华大学机械工程学士、中科院科技政策与管理硕士	在快消品和技术行业拥有17年的丰富经验。曾在滴滴出行担任区域总经理，并在优步中国担任过多个职位，在百加得担任过中国客户营销和渠道负责人，在欧莱雅和保洁分别担任过高级大客户经理。	9.90%
闻一龙	32	联合创始人、董事	上海交通大学机械工程学士、密歇根大学机械工程学士、密歇根大学机械工程，设计与制造双硕士	快速消费品，技术和汽车行业拥有九年经验。曾在Uber中国与滴滴出行就职，担任过梅赛德斯·奔驰车辆模拟工程师。	6.50%
张月朵	34	财务主管	浙江大学工商管理学士、中国注册会计师协会会员	曾任元璟资本投资组合经理，上汽金融风控经理，毕马威审计部助理经理。	
Zhu Zhenjing	36	独立董事	哥伦比亚商学院MBA	在私募股权和风险投资领域有超过13年经验，熟知医疗保健领域，现任CBC投资总监，曾就职与国泰资本、中信私募股权基金。	

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

表：多轮融资

时间	轮次	金额	投资方
2018年9月	天使轮	3600万人民币	源码资本、IDG
2018年9月	A轮	1230万美元	山行资本、红杉资本
2018年11月	A+轮	2490万美元	
2019年2月	B轮	2210万美元	
2019年4-5月	C轮	7500万美元	Cambium Grove Capital
2019年8月、2020年1月	C+轮	1.073亿美元	
2020年9月	D-1轮		重分类特定数量的天使轮和A轮融资
2020年9月	D-2轮	1.824亿美元	

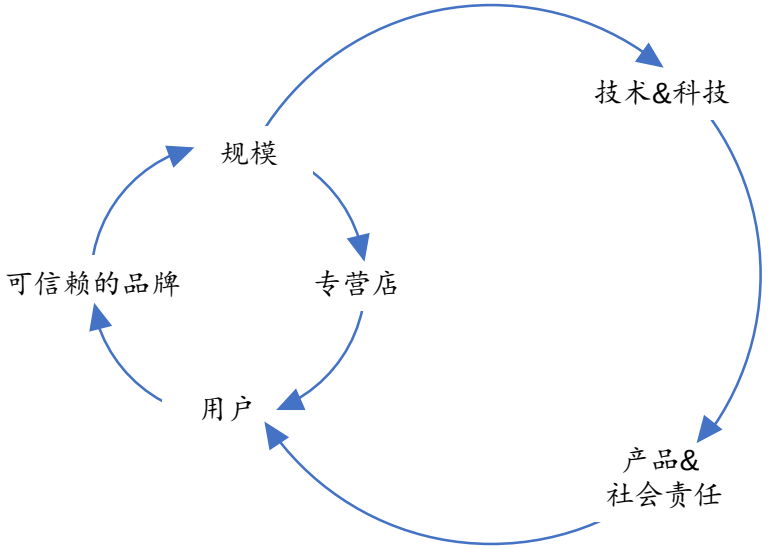
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

看点三：拥有两个实验室，自有研发能力强，研发费用大幅增加

- **在中国深圳设有两个实验室进行科学研究。** RELX物理化学实验室专注于电子液体的评估和研究，并获得了中国合格评定国家认可委员会的认可。RELX生物科学实验室，是中国电子雾化行业的第一个生物科学实验室，旨在研究和减轻与电子雾化产品相关的健康风险，实验室还承担着电子液体研发的任务 。并与多个科研机构建立多维度合作项目取得多个研究成果。

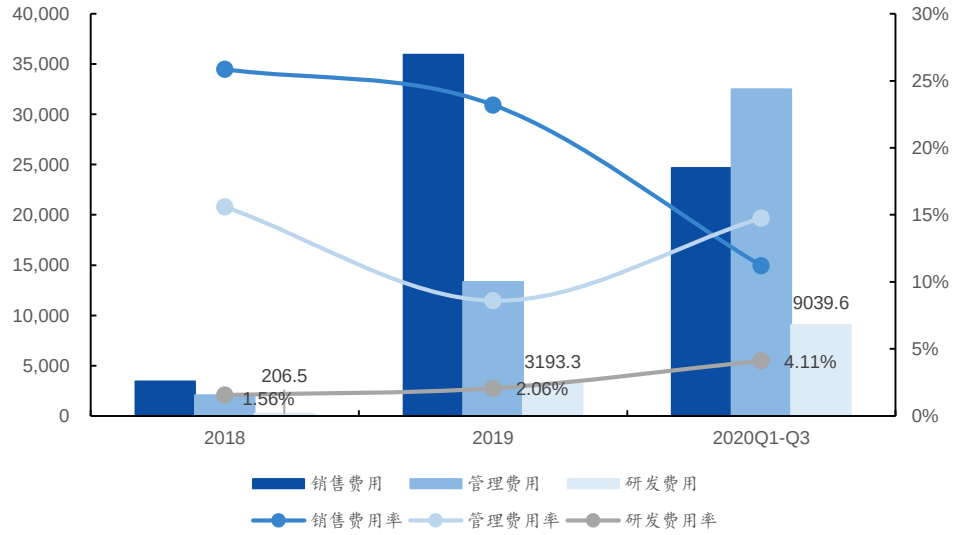
- **从各项费用来看，研发支出力度较高。**2020年前三季度销售费用2.465亿元,费用率较2019年降低；管理费用为3.249亿元,费用率同比增长原因为股权激励和人均工资福利增加；研发费用为9040万元,较2019年全年增近6000万。研发费用从2018年同期的210万元人民币增加到2019年的3190万元人民币，主要是由于增加了1550万元人民币研发人员的薪金和80万元从人民币增加到1630万元人民币的福利，这主要是由于研发人员人数增加所致。与实验室有关的材料，测试和认证费用，技术咨询和专利适用费用以及折旧和摊销费用的增加，也对研发费用的增加产生了较小的影响。

图：增长飞轮模式



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图：2020年研发支出9040万元，研发费用率4.1%



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用木报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn