

新型烟草：应运而生，东风渐起

——新型烟草制品行业深度报告

行业深度

◆全球新型烟草制品市场：加速迭代，保持较快增长态势。

据欧睿统计，2017年全球新型烟草制品市场规模约171亿美元，同比增长38.7%，保持较快增长态势，尤其是加热不燃烧烟草制品。我们认为传统卷烟市场发展的困局、烟民的“降焦减害”需求以及跨国烟草企业的积极布局是推动全球新型烟草制品行业快速发展的核心因素。

◆IQOS为减害产品最具竞争力的代表。

全球四大跨国烟草巨头积极布局新型烟草制品领域，其中以菲莫国际的IQOS产品最具代表性。IQOS于2014年11月在名古屋、米兰的试点市场推出。据菲莫国际年报，2017年IQOS实现收入约9亿美元，较2016年同比增长450%。2017年IQOS烟弹年出货量达362亿支，同比增长近400%。根据公司官网显示，截至2018年12月10日，菲莫国际已在全球41个国家推广IQOS系列。

◆国内新型烟草制品市场：存在较大发展空间。

我国是全球最大的电子烟生产制造基地，但国内生产的电子烟大部分销往国外，因此国内电子烟规模仍较小。据欧睿统计，我国电子烟2017年市场规模达到40.09亿人民币，2012-2017年复合增速约36.28%。我们初步测算2022年国内电子烟市场规模将达到451亿元，2018-2022年蒸汽式电子烟的年复合增速约为46%，国内电子烟市场存在较大发展潜力，核心驱动力来自：1) 烟民减害需求上升推动新型烟草制品渗透率提升；2) 政策逐步完善推动行业有序发展；3) 寻求到控烟和烟草利税的“平衡点”；4) 随着技术的不断成熟，新型烟草制品价格优势将逐步显现。

◆国内新型烟草制品市场：静待政策完善。

从全球角度来看，各市场对于新型烟草产品的监管政策存在较大差异，但整体思路是归类为普通消费品、烟草制品、药品三大体系监管。国内来看，我国加热不燃烧烟草制品仍处于禁售状态，仅在海外市场销售；蒸汽式电子烟尚处“三无”状态，缺乏国家和行业层面的标准规范。尽管新型烟草制品相关的政策尚不明朗，但国家对于新型烟草市场的重视程度逐渐提高，我们认为随着监管政策的逐步完善，行业有望进入有序发展阶段。我们从企业战略目标、业务布局、技术储备、产业链地位、竞争优势等方面综合考虑，重点推荐劲嘉股份、盈趣科技、东风股份。

◆**风险分析**：新型烟草制品监管政策不确定风险、产品技术突破不及预期、行业竞争加剧风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002191	劲嘉股份	8.09	0.38	0.48	0.58	21	17	14	买入
002925	盈趣科技	41.57	2.15	2.04	2.70	19	20	15	增持
601515	东风股份	7.16	0.59	0.59	0.65	12	12	11	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月19日

增持（维持）

分析师

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

liqh@ebsecn.com

杨明辉 (执业证书编号：S0930518010002)

0755-23945524

yangmh@ebsecn.com

袁雯婷 (执业证书编号：S0930518070003)

021-52523676

yuanwt@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

全球来看，随着国际烟草巨头等企业在新型烟草制品领域的积极布局，蒸汽式电子烟、加热不燃烧烟草制品等新型烟草产品在全球市场加速迭代，保持着较快的发展态势，尤其是加热不燃烧烟草制品。而我国新型烟草制品行业呈现“墙内开花墙外香”的状态：我国是全球最大的电子烟生产制造基地，但并非电子烟消费大国，国内生产的电子烟产品以“采购+生产”的OEM/ODM模式大部分销往国外。

因此，我们通过深入分析全球新型烟草制品市场的规模、政策、代表性产品等方面，对我国新型烟草制品行业未来的发展前景形成一定借鉴，并挖掘该领域的投资机会。

我们的创新之处

1、深入分析全球新型烟草制品市场的发展趋势，对国内新型烟草制品行业的未来发展形成一定借鉴意义。

2、总结国内新型烟草制品市场发展的驱动力：1) 随着烟民健康意识的不断提高，烟民对减害产品的需求逐渐上升，减害产品的渗透率有望持续提升；2) 政策逐步完善推动行业发展：我们认为，随着我国在新型烟草制品方面的监管政策不断完善，行业有望进入有序发展阶段；3) 我们认为新型烟草制品尤其是加热不燃烧型烟草制品未来的发展，或可对冲因控烟措施导致的烟草利税下滑的风险，寻求到控烟和烟草利税的“平衡点”；4) 我们认为随着全球新型烟草产品技术的不断成熟，其价格优势将进一步显现，有望持续提升减害产品的渗透率。

3、详细测算我国电子烟行业的发展规模：核心假设在于电子烟的渗透率；我们初步测算得到 2022 年国内电子烟市场规模将达到 451 亿元，2018-2022 年蒸汽式电子烟的年复合增速约为 46%，国内电子烟市场存在较大发展潜力。

投资观点

从全球新型烟草制品市场的发展趋势来看，我们认为传统卷烟市场的困局、烟民的“降焦减害”需求以及跨国烟草企业的积极布局是推动全球新型烟草制品行业快速发展的核心因素。虽然目前国内新型烟草制品整体的市场规模较小，但我们测算行业未来仍存在较大的发展潜力。另外，各大中烟公司已在积极布局新型烟草制品，具有一定的技术储备，同时部分中烟公司也发布了自主研发的新型烟草制品，在海外市场推广上市。因此，我们认为随着监管政策的持续完善，国内新型烟草制品行业存在较大的发展潜力。

推荐标的方面，我们从企业战略目标、业务布局、技术储备、产业链地位、竞争优势等方面综合考虑，重点推荐劲嘉股份（烟标业务增长稳健，同时积极布局大包装+大健康，增长动力较强）、盈趣科技（PMI 电子烟产品二级供应商，智能制造创新优势突出）、东风股份（烟标行业产业链完善，印刷包装与大消费双轮驱动）。

目 录

1、 新型烟草：应运而生，东风渐起	6
1.1、 何谓新型烟草？	6
1.2、 两大主流新型烟草制品如何风靡全球？	9
1.3、 电子烟产业链：技术决定品质，口感仍是核心壁垒之一	13
2、 海外新型烟草产品：加速迭代，各有发展之道	14
2.1、 全球烟草市场的主要“玩家”：四大跨国烟草公司	14
2.2、 海外新型烟草制品市场：发展态势良好，HNB 产品表现更优	16
2.3、 监管政策：各市场监管体系存在较大差异，但仍有一定模式可循	17
3、 菲莫国际：IQOS 产品崭露锋芒	21
3.1、 菲莫国际：烟草巨擘	21
3.2、 减害产品的代表：IQOS	22
4、 国内新型烟草制品市场：空间可期，静待政策完善	26
4.1、 新型烟草制品：寻求控烟和烟草利税“平衡”的突破口，行业发展空间可期	26
4.2、 国内新型烟草制品市场：静待政策完善	30
5、 重点推荐标的	30
5.1、 劲嘉股份：积极践行大包装战略，前瞻布局新型烟草制品领域	30
5.2、 盈趣科技：PMI 电子烟产品二级供应商，智能制造创新优势突出	34
5.3、 东风股份：立足印刷包装行业，持续布局新型烟草领域	37
5.4、 重点公司估值表	39
6、 风险分析	40

图表目录

图表 1：电子烟和 HNB 为新型烟草两大主流产品.....	6
图表 2：新型烟草三大特点.....	6
图表 3：蒸汽式电子烟一般构成.....	7
图表 4：蒸汽式电子烟烟油示例.....	7
图表 5：电子烟油主要成分与作用.....	7
图表 6：两大主要类型 HNB（加热不燃烧烟草）的构成.....	8
图表 7：IQOS 2.4-PLUS 产品.....	8
图表 8：IQOS 产品构造.....	8
图表 9：各类烟草制品对比（成分、原理等）.....	9
图表 10：蒸汽式电子烟发展历程重大事件.....	9
图表 11：雷诺烟草推出全球首款 HNB 产品—Premier.....	10
图表 12：英美烟草 Glo 产品构造.....	10
图表 13：加热不燃烧烟草制品历程.....	10
图表 14：《公约》缔约方数量持续上升.....	11
图表 15：提供数据的缔约方卷烟税率分布（2016 年）.....	11
图表 16：传统卷烟点燃后主要释放六大类有害物质.....	12
图表 17：1990 年至 2015 年，全球吸烟率从 29.4% 下降至 15.3%.....	12
图表 18：部分国家/地区吸烟人口数量 2011-2015 年出现较大幅度的下降.....	12
图表 19：2017 年全球主要市场卷烟销量多数呈现不同程度的下滑.....	13
图表 20：蒸汽式电子烟产业链.....	14
图表 21：四大跨国烟草公司在全球（不含中国）烟草市场的市场份额合计达 65%（2017 年）.....	15
图表 22：主要烟草公司在各市场占有率（2016 年）.....	15
图表 23：四大跨国烟草公司主要 RRP 产品.....	15
图表 24：2007-2016 年主要烟草企业专利申请统计.....	16
图表 25：全球蒸汽式电子烟市场规模及增长.....	16
图表 26：全球 HNB 产品市场规模保持较快增长.....	16
图表 27：美国是蒸汽式电子烟第一销售大国（2015 年）.....	17
图表 28：部分国家电子烟渗透率（2015 年）.....	17
图表 29：部分国家和地区对于蒸汽式电子烟的属性定位（截至 2015 年）.....	18
图表 30：部分国家和地区对于新型烟草产品的销售权限（截至 2017 年）.....	18
图表 31：PMTA 审核规定时间点.....	19
图表 32：PMTA 申请材料.....	19
图表 33：日本新型烟草制品监管.....	20
图表 34：英国市场电子烟监管历程.....	20
图表 35：全球知名卷烟品牌定位及销量（2017 年）.....	21
图表 36：菲莫国际收入及增长.....	22

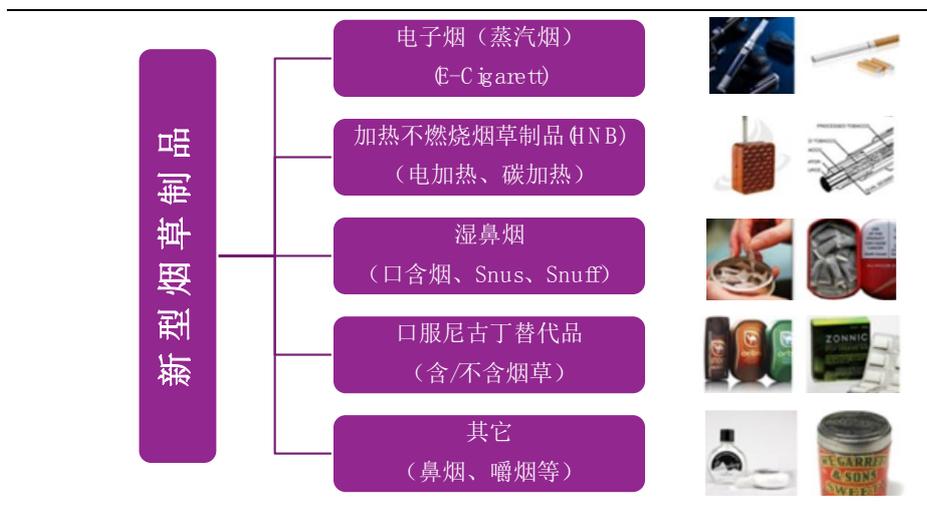
图表 37：菲莫国际净利润及增长.....	22
图表 38：2017 年公司 RRP 产品收入占比达 12.5%	22
图表 39：菲莫国际亚洲地区收入占比达 38%（2017 年）.....	22
图表 40：菲莫国际减害产品组合四个平台.....	23
图表 41：2015-2017 年菲莫国际 RRP 研发投入.....	23
图表 42：2014-2017 年菲莫国际 RRP 相关专利申请项.....	23
图表 43：菲莫国际减害产品收入及增长（不含消费税，累计，单位：百万美元）.....	23
图表 44：IQOS 销售收入变化（不含消费税）.....	24
图表 45：IQOS 烟弹出货量（累计）.....	24
图表 46：2018 年前三季度 IQOS 各区域销售占比.....	25
图表 47：2017 年 IQOS 各地区市场占有率变化.....	25
图表 48：菲莫国际 IQOS（A1402）烟具成本拆分（2017 年）.....	25
图表 49：IQOS 系列产品变化.....	26
图表 50：2012-2017 年中国电子烟行业市场规模.....	26
图表 51：2009-2015 年中国电子烟行业供需情况.....	26
图表 52：测算我国电子烟市场规模的主要假设.....	28
图表 53：未来电子烟市场规模测算结果.....	28
图表 54：国内新型烟草产品/专利技术（截至 2018 年 11 月）.....	29
图表 55：国内各中烟公司关于新型烟草产品的成果.....	29
图表 56：国家、行业委员会关于电子烟的相关政策/会议.....	30
图表 57：劲嘉股份 18Q3 收入增 13%（单季）.....	31
图表 58：劲嘉股份 18Q3 净利润增 26%（单季）.....	31
图表 59：劲嘉股份收入分项预测.....	32
图表 60：劲嘉股份可比公司估值表.....	33
图表 61：劲嘉股份盈利预测.....	33
图表 62：盈趣科技 18 年收入增速有所下滑（单季）.....	34
图表 63：盈趣科技 18 年净利润增速有所下滑（单季）.....	34
图表 64：盈趣科技收入分项预测.....	36
图表 65：盈趣科技可比公司估值表.....	36
图表 66：盈趣科技盈利预测.....	36
图表 67：东风股份 18Q3 收入增速略有下降（单季）.....	37
图表 68：东风股份净利润增速呈下降态势（单季）.....	37
图表 69：东风股份收入分项预测.....	38
图表 70：东风股份可比公司估值表.....	39
图表 71：东风股份盈利预测.....	39
图表 72：重点推荐公司估值表.....	39

1、新型烟草：应运而生，东风渐起

1.1、何谓新型烟草？

新型烟草制品（RRP, Reduced Risk Products, 减害产品）主要相对于传统燃吸方式的卷烟烟草制品而言，根据使用形式来分，新型烟草制品包括有烟气、无烟气两大类，其中有烟气产品主要包括电子烟（蒸汽烟）、加热不燃烧烟草制品(Heat Not Burn tobacco, HNB)；无烟气产品主要包括口含烟、嚼烟、鼻烟以及含化型烟草制品等。新型烟草制品具有无需燃烧、基本无焦油、提供尼古丁三大特点，因其“减害”特性逐步进入消费者视野，其中以电子烟和加热不燃烧烟草制品两大主流产品发展最为领先，也是本文重点研究和分析的对象。

图表 1：电子烟和 HNB 为新型烟草两大主流产品



资料来源：中国烟草，光大证券研究所

图表 2：新型烟草三大特点



资料来源：中国烟草，蒸汽巴士，光大证券研究所整理

蒸汽式电子烟：不含烟草、不含焦油的新型烟草制品。蒸汽式电子烟一般采用盛放尼古丁溶液（烟油，可选择是否含尼古丁）的烟管、蒸发装置（雾化器）和电池（烟杆）三段式结构（针对一代蒸汽式电子烟而言）。工作原

理：通过电池供电驱动雾化器，将烟弹中的烟油加热，雾化成蒸汽，由使用者吸入，从而达到类似吸食传统烟草制品的效果。

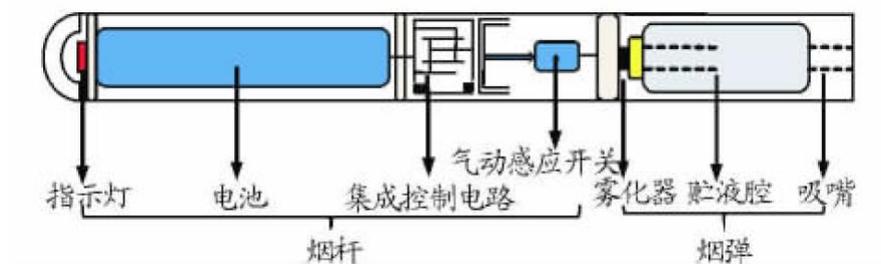
烟油的主要成分为丙二醇（PG）、丙三醇（植物甘油、VG）、尼古丁（选择性添加，又称“烟碱”）和烟草专用香精，其中：

1) 丙二醇（PG）：无色、微甜（近乎无味），有轻微黏性，是常用的食品添加剂之一，美国 FDA（食品和药品监督管理局）将 PG 列为食品添加剂的“一般安全物”。作为香精的良好载体，PG 是烟油中的重要成分之一，增强烟油的口感，同时带有一定“击喉感”。

2) 丙三醇（植物甘油、VG）：甘油由植物中提取，是无色、味甜、澄明、黏稠的液体，安全无毒，在烟油中添加 VG，主要是起调节浓度（稀释烟油味道）、增加口感的饱和度和柔顺度、以及增大烟雾的作用，一般而言，甘油含量越高，则雾化产生的烟雾更加浓厚，满足“大烟雾”消费者的需求。

3) 尼古丁：又称“烟碱”，从茄科植物中提取，在烟油中加入尼古丁主要满足两方面需求：一方面是满足消费者的尼古丁摄入需求，口感更加贴近香烟，从而达到部分替代传统香烟的目的；另一方面尼古丁也是影响烟油“击喉感”的关键成分。烟油的尼古丁浓度可选，常见的浓度一般有 6mg、12mg、18mg 等（浓度一般指每毫升烟油中的尼古丁含量）。

图表 3：蒸汽式电子烟一般构成



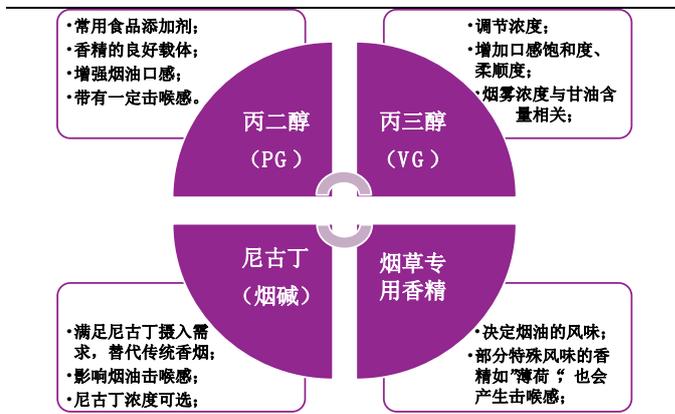
资料来源：《电子烟发展现状及未来研究思路》（王耀），光大证券研究所

图表 4：蒸汽式电子烟烟油示例



资料来源：蒸汽巴士，光大证券研究所

图表 5：电子烟油主要成分与作用

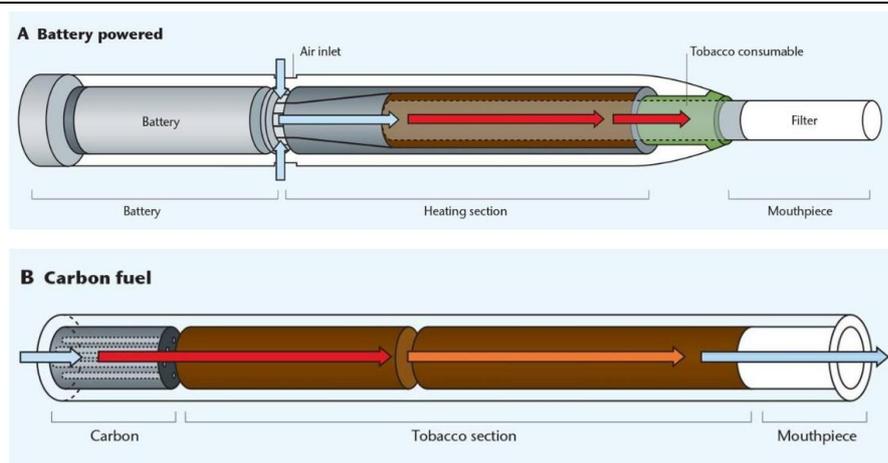


资料来源：蒸汽巴士，光大证券研究所

加热不燃烧烟草制品：特制烟草+加热不燃烧方式，成就新型烟草“减害产品”的又一浪潮。加热不燃烧烟草制品(Heat Not Burn tobacco, HNB)又称低温卷烟，主要由烟弹、烟具和充电器三部分构成，原理是利用外部热源加热特制烟草而非点燃烟草以产生烟草风味气体（通过控制加热温度实现，一般将温度加热至 350℃ 以下，低于传统卷烟的 600℃），加热方式主要有电加热、碳加热、燃料加热等。根据日本烟草的 K.Torikai 研究表明在所分析的 29 种有害卷烟烟气成分中有 96.6% 的有害成分主要形成在 800℃ 温度范围内，烟叶中尼古丁和多数香味成分在 300-600℃ 的温度区间即可从烟草中释放出来。因此，加热不燃烧烟草通过将烟草加热而非燃烧的方式，避免产生焦油等多种有害物质，同时较大程度地保留了香味成分，是新型烟草制品中最热门的产品之一，其中代表产品为菲莫国际的 IQOS 加热不燃烧烟草产品。

HNB 本质是一种烟草制品：与蒸汽式电子烟的烟弹构成不同，加热不燃烧烟草的烟弹主要由烟丝或特制烟草提取物构成；以 IQOS 烟弹为例，根据 2017 年国家烟草质量监督检验中心对送检的 IQOS 烟弹样品检验结果显示，其烟弹中含有烟草特征性成分，且填充物由烟叶制成。因此 HNB 本质上属于烟草制品，能够更大程度保留烟草风味，与传统卷烟的口感更为相似。

图表 6：两大主要类型 HNB（加热不燃烧烟草）的构成



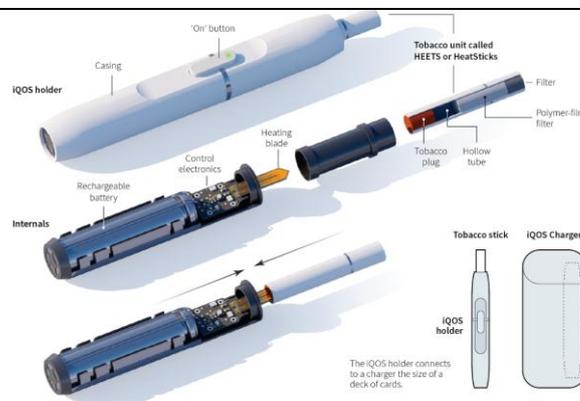
资料来源：上海新型烟草制品研究院，光大证券研究所

图表 7：IQOS 2.4-PLUS 产品



资料来源：IQOS 中国官网，光大证券研究所

图表 8：IQOS 产品构造



资料来源：Philips Morris International, TechInsights Inc, 光大证券研究所

图表 9：各类烟草制品对比（成分、原理等）

对比项目	传统烟草	蒸汽式电子烟	加热不燃烧烟草制品
是否为烟草制品	是	否	是
主要成分	烟草（烟丝）	烟油	特制烟草
有害成分	尼古丁、焦油、一氧化碳、酚类、多环芳烃化合物、重金属等	尼古丁（可选）	尼古丁（较低）
工作原理	明火燃烧	加热雾化	加热不燃烧
口感	较好	与传统卷烟口感存在一定差异	相对较为接近传统卷烟口感
焦油含量	高	无	较低
释放物	高	传统卷烟的 8%	传统卷烟的 5%
细胞毒性	高	传统卷烟的 9%	传统卷烟的 14%

资料来源：中国烟草，蒸汽巴士，上海新型烟草制品研究院，光大证券研究所

1.2、两大主流新型烟草制品如何风靡全球？

1.2.1、新型烟草制品产业发展历程

蒸汽式电子烟：蒸汽式电子烟的发明可追溯至 1963 年，美国工程师 Herbert A. Gilbert 研发出通过加热液态尼古丁产生蒸气的“无烟气、非烟草卷烟”设备，并于 1965 年获得设计专利，但后续在技术和商业方面并未成功实现普及和推广。

2003 年，中国药剂师韩力发明了基于尼古丁的电子烟产品，也因此被广泛认为是第一代电子烟的发明者。2004 年该产品在国际上首次实现量化生产和销售，由如烟公司生产销售，并开始向海外出口。2008 年如烟电子烟销售额最高达到 2.78 亿元人民币。

2008-2010 年间，美国 FDA 禁止 Sottera, Inc. 等制造商进口销售电子烟，2011 年 FDA 在美国海关扣押了大量进口电子烟产品，因此遭到 Sottera 公司向最高法院提起起诉。2012 年，美国最高法院判定 FDA 禁止销售电子烟败诉，自此美国电子烟市场进入快速发展时期。同时国际烟草巨头企业纷纷布局电子烟领域，推出各种电子烟系列产品。

图表 10：蒸汽式电子烟发展历程重大事件

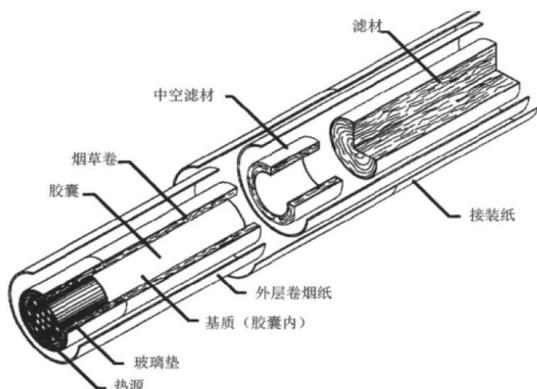
时间	事件
1963 年	美国人 Herbert A. Gilbert 取得一款“无烟、非烟草香烟”的专利设计，该装置可以加热液态尼古丁，产生蒸气，模拟吸烟感觉。
1967 年	数家公司尝试生产该款电子烟，但均无功而返。
2003-2004 年	中国药剂师韩力发明了基于尼古丁的电子烟产品，2004 年该产品在国际上首次实现量化生产和销售，由如烟公司生产销售，并开始向海外出口。
2005-2008 年	期间电子烟价格昂贵，如烟是行业领军产品，销售额最高在 2008 年曾达到过 2.78 亿元人民币。央视曝光如烟公司戒烟效果造假后，其销售大幅受挫。因为国外公共场所禁烟力度更强，电子烟逐渐转为出口。
2008-2010 年	FDA 禁止 Sottera, Inc. 等制造商进口、销售电子烟。
2009-2011 年	我国深圳地区凭借电子和外贸产业链优势，逐渐成为电子烟产业主力。金融危机后，部分电子烟品牌开始转内销，价格也开始大幅下降。

2012年	美国最高法院判定FDA禁止销售电子烟败诉，美国电子烟市场打开，销量剧增。国际烟草巨头纷纷开始研发电子卷烟产品。根据富国银行统计，2012年全球的电子烟销售大约2亿支，销售收入接近10亿美元。
2013年	叁龙国际（原如烟集团）被帝国烟草以7500万美金收购，包括电子烟专利、权利以及可能源于在美国和其他地方提起的专利侵权诉讼的收益。

资料来源：艾维普思、麦克韦尔公开转让说明书，光大证券研究所

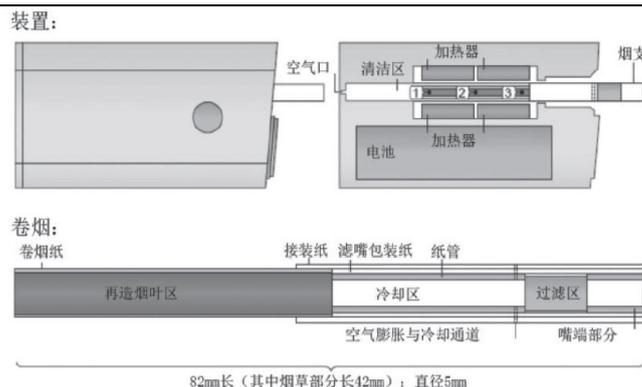
加热不燃烧烟草制品：1988年，美国雷诺烟草公司（现已成为英美烟草子公司）研发出全球第一款加热不燃烧烟草产品——Premier，采用碳加热方式，利用蒸发/冷凝原理产生烟气，但由于存在口感相对较差、点燃难度高、烟支后续处理较为麻烦等问题，Premier在商业方面并未取得成功。1998年，菲莫烟草研发出第一代电加热型产品EHCSS-E（Accord），目前电加热（相对于碳加热、燃料加热等）已经成为全球产品研发、技术研究最为广泛的一种加热方式。2014年，菲莫国际推出代表产品——IQOS，2014年年末在日本名古屋、意大利米兰首次上市，2015年9月起在日本全境推广，后迅速在多个国家、地区风靡，是目前市场上较为成熟的HNB产品之一。随后，日本烟草的Ploom、英美烟草的Glo相继上市。

图表 11：雷诺烟草推出全球首款 HNB 产品—Premier



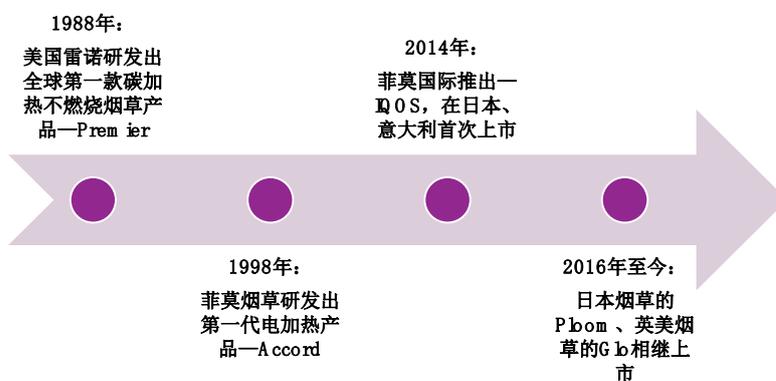
资料来源：中国烟草学报，光大证券研究所

图表 12：英美烟草 Glo 产品构造



资料来源：中国烟草学报，光大证券研究所

图表 13：加热不燃烧烟草制品历程



资料来源：《加热不燃烧烟草制品发展现状及展望》（刘亚丽等），光大证券研究所

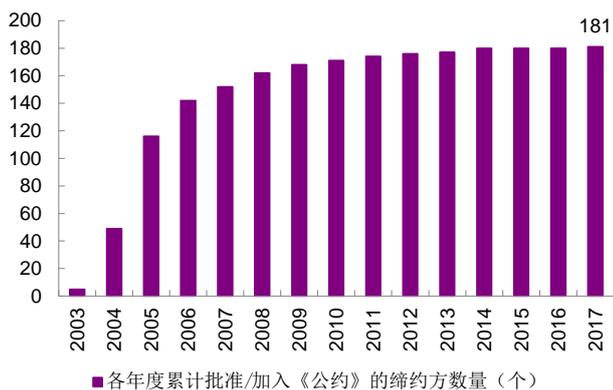
1.2.2、传统卷烟市场的困局+“降焦减害”需求，推动新型烟草产品突围发展

全球控烟工作持续深入推进

烟草危害是全球公认的严重公共卫生问题之一。2003年5月，在第56届世界卫生大会上，《烟草控制框架公约》（简称《公约》）获得通过，2005年2月正式生效。根据《2017年世界控烟履约进展报告》统计，目前，世卫组织195个成员中的181个已经批准或加入《公约》，覆盖全球90%以上的人口；另外，美国、瑞士、阿根廷、古巴、摩洛哥、海地6个国家已经签署但尚未批准或加入《公约》，全球控烟工作持续深入推进。

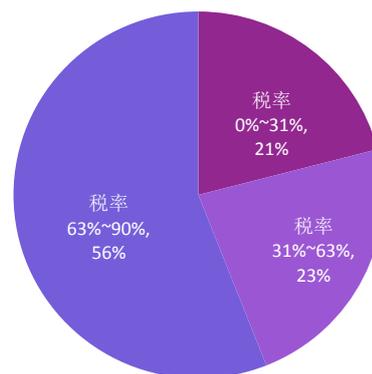
《公约》从卷烟税率、禁烟场所规定、烟草制品成分、烟草制品包装和标签等方面对烟草产品进行严格管制；其中，世卫组织认为对烟草产品征税是各国政府烟草控制“最有效和最具成本效益的选择”。根据《2016年世界控烟履约进展报告》统计，81个缔约方提供的税率数据（税收占最畅销卷烟品牌零售价格的百分比）显示，其卷烟税率平均值为58%，其中最高值为90%。

图表 14:《公约》缔约方数量持续上升



资料来源：《世界控烟履约进展报告》，光大证券研究所

图表 15: 提供数据的缔约方卷烟税率分布 (2016年)



资料来源：《世界控烟履约进展报告》，光大证券研究所

消费者日益增长的“降焦减害”需求

1964年美国联邦政府发布第一份“吸烟与健康”报告，权威确认了“吸烟有害健康”。2003年，《烟草控制框架公约》在世界卫生大会上获得通过。根据《探索电子烟的发展趋势对中国烟草的影响》该文章的研究结果，传统卷烟点燃后主要释放六大类物质，包括尼古丁类、一氧化碳等，危害人体健康。另外，各国在控烟方面持续加强力度，烟民也愈加认识到“吸烟有害健康”，随之而来的即为日益增长的“降焦减害”需求，同时全球吸烟率也呈现下降趋势。根据EurekAlert统计，1990年至2015年，全球吸烟率从29.4%下降14.1pct至15.3%。

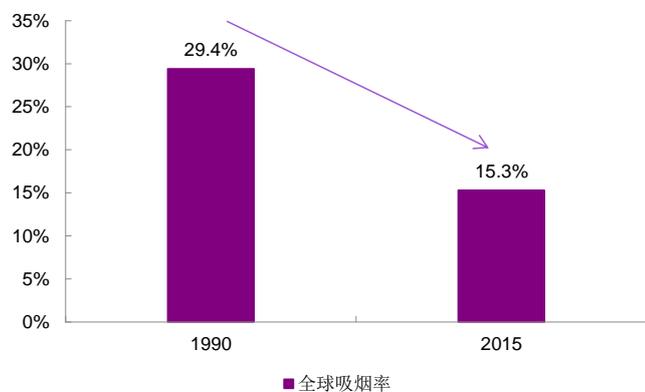
另外，从吸烟人口变化情况来看，根据《2016年世界烟草发展报告》统计，部分国家和地区吸烟人口自2011年至2015年出现较大幅度的下降，如挪威(-25%)、韩国(-24%)、加拿大(-20%)、日本(-20%)、芬兰(-20%)、俄罗斯(-15%)、美国(-11.2%)等。

图表 16：传统卷烟点然后主要释放六大类有害物质

类别	有害物质	对人体的伤害
第一类	醛类、氮化物、烯烃类	对呼吸道有刺激作用
第二类	尼古丁类	刺激交感神经，引起血管内膜损害
第三类	胺类、氰化物、重金属	均属毒性物质
第四类	苯丙芘、砷、镉、甲基胍、氨基酚及其它放射性物质	均有致癌作用
第五类	酚类化合物、甲醛等	具有加速癌变的作用
第六类	一氧化碳	使血红蛋白丧失携氧的能力和作用；对全身的组织细胞均有毒性作用

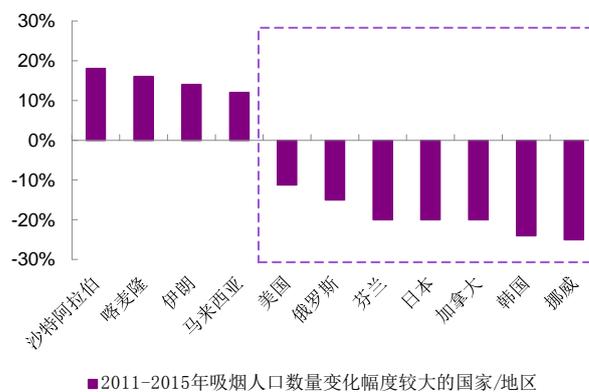
资料来源：《探索电子烟的发展趋势对中国烟草的影响》（雷殿鸣），光大证券研究所整理

图表 17：1990 年至 2015 年，全球吸烟率从 29.4% 下降至 15.3%



资料来源：EurekaAlert，光大证券研究所

图表 18：部分国家/地区吸烟人口数量 2011-2015 年出现较大幅度的下降



资料来源：《2016 年世界烟草发展报告》，光大证券研究所

传统卷烟制品发展的困局

受到全球控烟行动的持续推进、戒烟宣传力度的加大以及新型烟草制品的替代效应等多方面影响，全球卷烟等传统烟草制品销量呈现下滑态势。根据《2017 年世界烟草发展报告》统计，2017 年全球（不含中国）卷烟销量约为 6200 万箱，同比下降约 2%，并预计未来 5 年仍将以 1%~2% 的速度逐年递减；虽销量呈现下滑趋势，但因卷烟单包销售均价的提升（2017 年均价同比提升约 3%），2017 年全球（不含中国）卷烟销售额（含税）约 4700 亿美元，同比增长约 2%，销售额仍持续提升；但未来随着销量下滑趋势的延续，卷烟均价上涨的贡献将边际递减，未来销售额保持长期持续增长存在一定难度。

从传统卷烟销售额占全球烟草制品总销售额比重的趋势来看，该比例呈现下降趋势。根据《2017 年世界烟草发展报告》预测，未来 5 年，卷烟销售额占全球烟草制品总销售额的比例仍将以每年 1 个百分点的速度下降；同时非卷烟类销售额占比将不断提升。

分市场来看，2017 年全球主要市场卷烟销量多数呈现不同程度的下滑，其中卷烟销量同比下滑幅度较大的市场分别为俄罗斯、菲律宾、日本、韩国，2017 年卷烟销量同比下滑分别达到：7.2%、5.6%、4.2%、4.1%。

图表 19：2017 年全球主要市场卷烟销量多数呈现不同程度的下滑



资料来源：《2017 年世界烟草发展报告》，光大证券研究所

1.3、电子烟产业链：技术决定品质，口感仍是核心壁垒之一

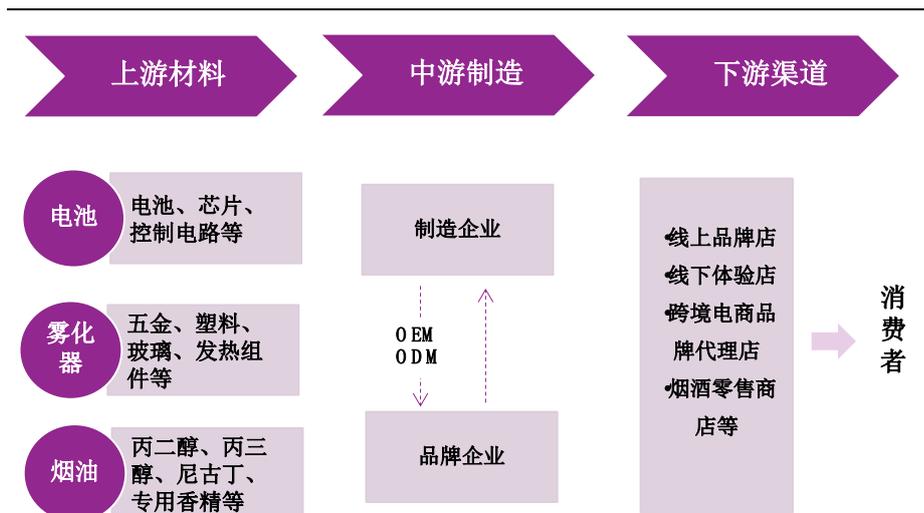
电子烟产业链主要涉及上游材料供应商、中游制造商和下游渠道商三个环节，以蒸汽式电子烟为例：

1) 上游材料供应商：包括电池（芯片、电池、控制电路等）、雾化器（五金、塑料、玻璃、发热组件等）、烟油（丙二醇、丙三醇、尼古丁、烟草专用香精等）等材料供应商，其中电芯是实现电子烟功率调节、温控、电源管理等重要功能的核心组件，因此电芯的品质是影响电子烟产品体验（稳定性、耐用性等）的重要因素之一。烟油作为蒸汽式电子烟的消耗品，已发展为相对较为独立的产业链，烟油是影响电子烟口感的核心要素，烟油口味的研发具有较高的技术壁垒。雾化器最主要的部分即为发热组件，通过发热组件实现烟油的加热雾化。

2) 中游制造商：海外新型烟草制品的不断发展、国内政策管制两方面的共同作用带来电子烟产品制造中心在中国、而需求中心在海外的全球新型烟草制品产业格局。具体来看，电子烟中游制造企业主要包括全球大型烟草集团（品牌商）和专业电子烟制造企业（制造商）两大类，根据艾维普思公开转让说明书显示，我国是全球最大的电子烟生产制造基地，深圳地区集中了全球约 90% 的电子烟生产产能；但我国非电子烟消费大国，国内生产的电子烟产品以“采购+生产”的 OEM/ODM 模式大部分销往国外，其中美国是最大的出口市场，美国电子烟由中国代工的比例高达 80%-90%。

3) 下游渠道商：主要分为线上与线下两种模式，线上以品牌商官网/自营店及代理店、各大电商平台、移动 APP、Vape 文化论坛等为主，比如四十大道、狼烟天下等跨境电商品牌代理商以及 E-cigarette-forum (ECF)、VapersForum 等论坛；线下以体验店如品牌自营体验店、烟酒零售商店、娱乐场所等为主。

图表 20：蒸汽式电子烟产业链



资料来源：麦克韦尔公开转让说明书，光大证券研究所

2、海外新型烟草产品：加速迭代，各有发展之道

2.1、全球烟草市场的主要“玩家”：四大跨国烟草公司

全球烟草领域的主要“玩家”——四大跨国烟草公司：根据《2017 年世界烟草发展报告》统计，2017 年菲莫国际、英美烟草、日本烟草、帝国品牌公司在全球（不含中国）整体烟草市场的市场份额合计约为 65%，具体来看：

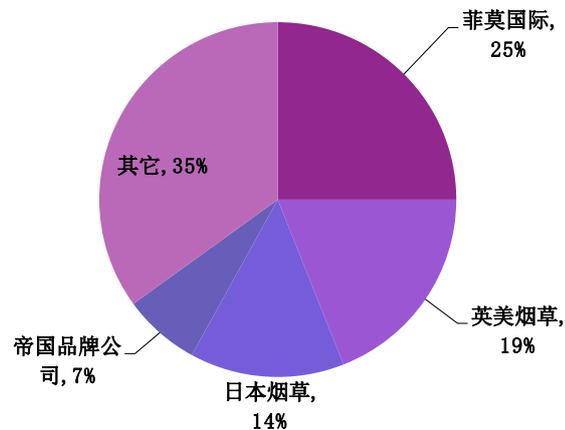
1) 菲莫国际：2017 年菲莫国际在全球（不含中国）烟草市场的市占率约为 25%，覆盖市场相对较为均衡，尤其是在亚太新兴市场，具有较为明显的先发优势。菲莫国际是较早进行电加热烟草制品技术研发的公司之一，目前菲莫国际主要的 RRP 产品（新型烟草制品、减害产品）包括 IQOS、MarkTen 等。

2) 英美烟草：在全球（不含中国）烟草市场份额约为 19%，2017 年收购美国雷诺公司后，成为美国市场第二大烟草公司，也在全球各市场发展相对较为均衡。目前英美烟草主要 RRP 产品有 Glo、Vype、VUSE（原美国雷诺公司的电子烟品牌）等。英美烟草总体的发展战略是传统卷烟和新型烟草制品发展并重。

3) 日本烟草：在全球（不含中国）烟草市场份额约为 14%，与菲莫国际、英美烟草在全球各区域发展较为均衡不同，日本烟草在本国销售占比较高。目前日本烟草主要 RRP 产品有 Ploom Tech、Logic 等。

4) 帝国品牌公司（2016 年由“帝国烟草”更名为“帝国品牌公司”）：在全球（不含中国）烟草市场份额约为 7%，主要市场集中在西欧和大洋洲。目前帝国烟草主要 RRP 产品是 Blu。

图表 21: 四大跨国烟草公司在全中国 (不含中国) 烟草市场的市场份额合计达 65% (2017 年)



资料来源:《2017 年世界烟草发展报告》, 光大证券研究所

图表 22: 主要烟草公司在各市场占有率 (2016 年)

	菲莫国际	英美烟草	日本烟草	帝国烟草	当地烟草公司
俄罗斯	27.2%	21.3%	32.8%	7.8%	-
土耳其	44.3%	21.5%	29.4%	2.5%	-
印尼	33.4%	9.3%	-	-	盐仓: 28.8% 嘉润: 12.4%
日本	24.9%	10.0%	61.1%	-	-
韩国	21.0%	14.1%	7.0%	0.3%	韩国烟草: 59%
菲律宾	71.3%	1.2%	3.1%	-	麦蒂: 20%
印度	3.3%	0.3%	2.0%	-	印度烟草: 77%
美国	-	-	0.4%	9.2%	雪诺: 34.4% 奥驰亚: 51.4%
埃及	19.4%	10.7%	-	3.3%	东方烟草: 56.2%
德国	38.3%	19.7%	5.9%	26.9%	-

资料来源:《2016 年世界烟草发展报告》, 光大证券研究所

图表 23: 四大跨国烟草公司主要 RRP 产品

烟草公司	烟具品牌	烟弹品牌	上市时间	类型	加热方式
菲莫国际	IQOS	万宝路、百乐门、Heets、Fiit	2014	加热不燃烧型	加热片加热 (陶瓷片加热)
	MarkTen	-	2014	蒸汽型	雾化器加热
	Logic	-	2010	蒸汽型	雾化器加热
日本烟草	Ploom Tech	MEVIUS(七星)	2017	加热不燃烧型	加热雾化管加热
帝国烟草	Blu E-cigs	-	2009	蒸汽型	雾化器加热
英美烟草	VUSE (原雷诺的电子烟品牌)	-	2012	蒸汽型	雾化器加热
	Vype	-	2013	蒸汽型	雾化器加热
	CHIC group	-	2015	蒸汽型	雾化器加热
	Glo	Kent	2016	加热不燃烧型	内舱陶瓷壁加热

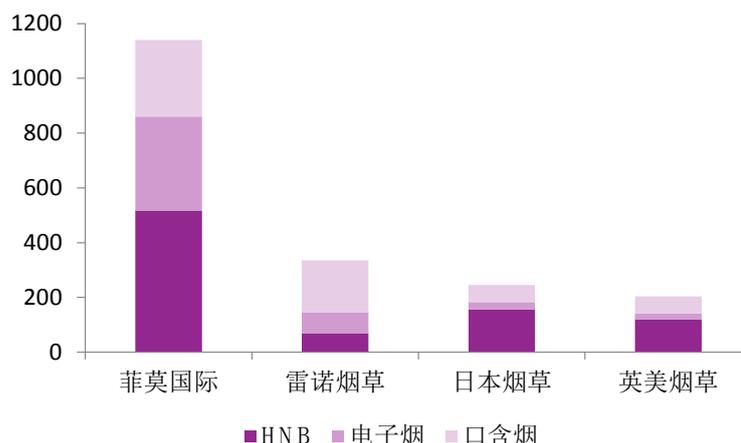
资料来源: 各公司年报及官网, 光大证券研究所整理

2.2、海外新型烟草制品市场：发展态势良好，HNB 产品表现更优

随着国际烟草巨头等企业在新型烟草制品领域的积极布局（包括研发投入、兼并收购、市场推广和营销等各方面），蒸汽式电子烟、加热不燃烧烟草制品等新型烟草产品在全球市场加速迭代，保持着较快的发展态势，尤其是加热不燃烧烟草制品。从研发专利角度来看，2007-2016 年菲莫国际为 RRP 产品投入力度最高的烟草企业，期间累计申请加热不燃烧烟草制品专利 517 个，蒸汽式电子烟专利 344 个。

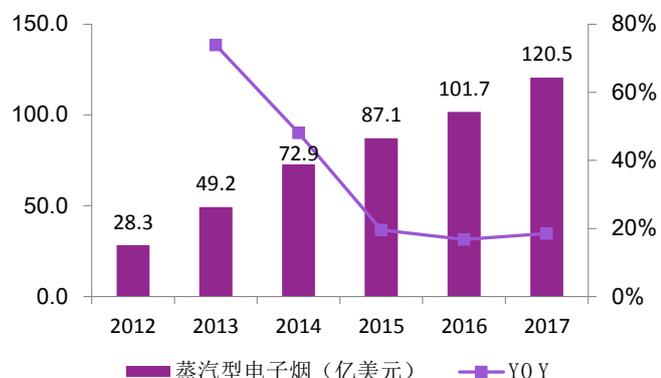
根据欧睿数据统计，2017 年全球新型烟草制品（仅统计蒸汽型电子烟与加热不燃烧烟草制品）市场规模约为 171 亿美元，同比增长 38.7%；其中蒸汽型电子烟市场规模约为 121 亿美元，同比增长 18.5%；加热不燃烧烟草制品规模 50 亿美元，同比增长 135.5%，2013-2017 年 HNB 产品市场规模复合增速达到 462%，发展势头强劲。

图表 24：2007-2016 年主要烟草企业专利申请统计



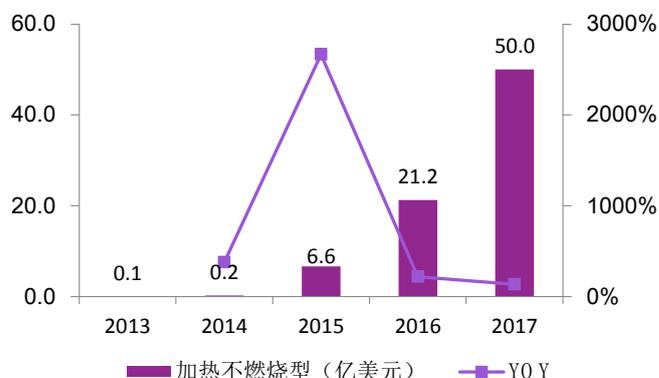
资料来源：《加热不燃烧烟草制品发展现状及展望》（刘亚丽等），光大证券研究所

图表 25：全球蒸汽式电子烟市场规模及增长



资料来源：欧睿，光大证券研究所

图表 26：全球 HNB 产品市场规模保持较快增长

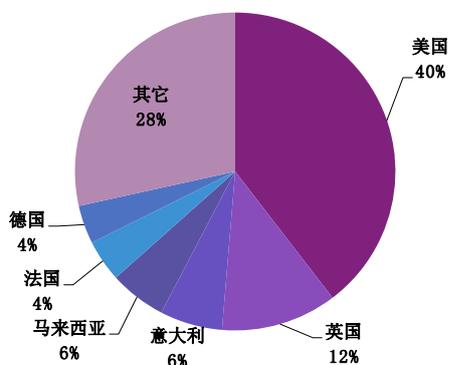


资料来源：欧睿，光大证券研究所

从地区分布来看，以蒸汽式电子烟产品为例，美国为蒸汽式电子烟消费第一大国：根据欧睿数据统计，2015年美国市场销售额占蒸汽式电子烟总销售额的比例约为40%，其次是英国、意大利、马来西亚，占比分别为12%、6%、6%。

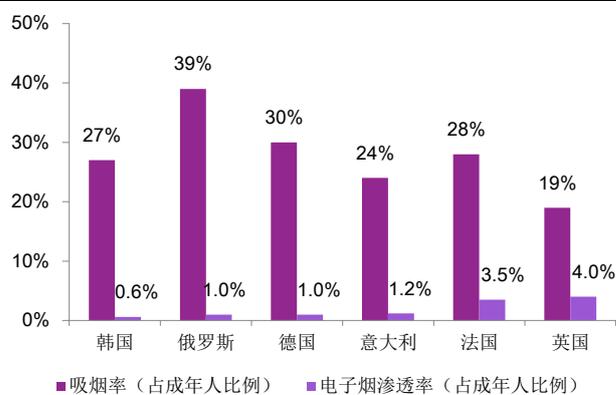
RRP产品渗透率仍有较大提升空间：从渗透率来看，虽近几年新型烟草产品的市场规模增速显著高于传统卷烟产品，但其渗透率仍处于较低水平。根据《2017年世界烟草发展报告》数据显示，目前全球烟草产品市场中，2017年新型烟草制品（仅统计蒸汽型电子烟与加热不燃烧烟草制品）渗透率（销售额占比口径）仅为3.2%。随着跨国烟草巨头持续将RRP产品研发作为重点战略方向之一，RRP产品市场规模有望保持相对较高增速，渗透率将持续提升。

图表 27：美国是蒸汽式电子烟第一销售大国（2015年）



资料来源：欧睿，《2016年世界烟草发展报告》，光大证券研究所

图表 28：部分国家电子烟渗透率（2015年）



资料来源：EY（安永），光大证券研究所

2.3、监管政策：各市场监管体系存在较大差异，但仍有一定模式可循

从全球角度来看，各个市场对于新型烟草产品的监管政策存在较大差异，但基本是根据产品的属性、性质进行分类监管，整体思路是归类为普通消费品、烟草制品、药品三大体系监管。同时，烟支成分比如是否含有尼古丁、烟草提取物等，是决定各国政府、监管机构判断监管程度的关键因素之一。另外，由于蒸汽式电子烟和加热不燃烧烟草制品在成分、原理等方面存在一定差异，因此在大多数市场，监管机构对于这两类产品的监管政策也存在较大不同。从具体的管制措施来看，主要覆盖生产、销售、使用、包装标示及广告赞助、税收五大方面。

另外，因加热不燃烧烟草制品发展历史相对较短，不少国家和地区仅针对蒸汽式电子烟出台了明确的监管政策，因此我们初步梳理不同国家和地区对于新兴烟草制品的监管思路时，主要针对蒸汽式电子烟；而对于加热不燃烧制品的监管政策和监管方式，我们将在分市场部分详述（主要是美国、日本、英国市场）。

图表 29：部分国家和地区对于蒸汽式电子烟的属性定位（截至 2015 年）

属性定位	国家和地区
烟草制品	美国、文莱、韩国、立陶宛、马耳他、新加坡、泰国、多哥、越南等。
医药产品	奥地利、比利时、加拿大、丹麦、英国、爱沙尼亚、芬兰、法国、希腊、匈牙利、日本、卢森堡、新西兰、菲律宾、葡萄牙、斯洛伐克、瑞典、瑞士以及中国台湾地区等。
普通消费品	保加利亚、塞浦路斯、捷克、爱尔兰、意大利、印度、拉脱维亚、荷兰、波兰、俄罗斯、斯洛文尼亚、西班牙、乌克兰等。

资料来源：《国外电子烟管制概况及其对我国的启示》（丁冬），光大证券研究所
注：对于分类管制的国家和地区而言，表中的属性定位仅代表其“整体倾向”，而不一定是全部产品。

图表 30：部分国家和地区对于新型烟草产品的销售权限（截至 2017 年）

产品类别	销售规定	国家和地区
蒸汽式电子烟	允许销售	美国、德国、意大利、荷兰、波兰、俄罗斯、乌克兰、英国、法国、韩国、以色列、芬兰等
	允许零尼古丁销售	澳大利亚、比利时、加拿大、丹麦、中国台湾、瑞典、瑞士、日本等
	禁止销售	阿根廷、奥地利、巴西、越南、墨西哥、新加坡、马来西亚、泰国、土耳其、迪拜、乌拉圭等
HNB	允许销售	日本、意大利、葡萄牙、罗马尼亚、瑞士、乌克兰、新西兰、加拿大、德国、荷兰、英国等
	禁止销售	美国、波兰、匈牙利、西班牙、澳大利亚等

资料来源：Global Tobacco Control，光大证券研究所

2.3.1、美国市场监管：美国 FDA 监管态度是核心

美国新型烟草制品的监管思路是将新型烟草产品作为烟草产品进行监管，需通过 PMTA (Pre-market Tobacco Application, 即烟草上市前申请) 方可上市销售。2016 年 5 月，美国 FDA 发布电子烟监管条例，该项规定主要有烟草预上市申请 (PMTA)、风险改进烟草产品 (MRTP)、和列明潜在有害气体成分三个关键点组成，其中：

PMTA 是一项须经 FDA 审核、针对所有新型烟草制品的申请，取得该申请后新型烟草产品可以在美国上市销售，所有电子烟及电子烟部件制造商均需提交该申请。PMTA 自 2016 年 8 月生效，该申请规定：

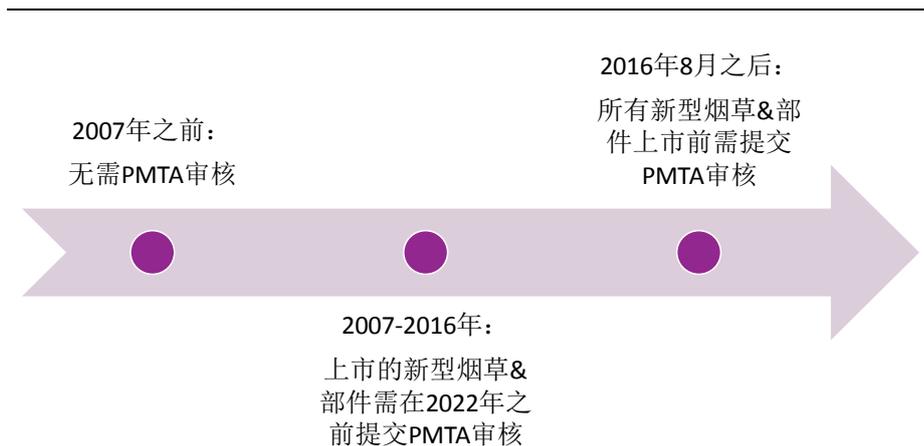
- 1) 2007 年之前上市的新型烟草产品可免除申请；
- 2) 2007 年至 2016 年之间上市的新型烟草产品需提交 PMTA 申请并可通过后可合法销售，申请提交日期延至 2022 年；
- 3) 2016 年后所有的新型烟草产品需通过 PMTA 申请批准后可上市销售。PMTA 要求每种产品单独申报，包括每个电子烟的不同口味和不同尼古丁含量，申请材料繁琐，耗时较长且无法保证通过。申请费用方面，FDA 对单项 PMTA 的申请费用保守估计约为 33 万美元，假设申请产品共有 10 种口味、3 个不同浓度的尼古丁含量，则申请费用高达 990 万美元，高额的应用费用对新进入者形成较高的门槛。

风险改进烟草产品 (MRTP)，指新型烟草制造商需向 FDA 证明该产品

的危害小于传统香烟，属于低风险产品，并由 TPSAC (Tobacco Products Science Advisory Committee, 即烟草产品科学咨询委员会) 提供建议；即新型烟草制品如果需要在美国上市销售同时要宣传比传统烟更健康，必须通过 MRTP 的申请，MRTP 申请相对于 PMTA 难度更大，目前暂时没有产品通过该申请。

列明潜在有害气体成分：在新规生效后的三年内，每家公司需对雾化产生的潜在有害气体成分进行检测并提交。

图表 31: PMTA 审核规定时间点



资料来源：美国 FDA，光大证券研究所

图表 32: PMTA 申请材料

PMTA 申请材料清单			
1	生产商、贸易商、销售商信息	7	临床、非临床研究结论
2	产品成分、原理、配方	8	潜在危害分析
3	尼古丁含量	9	符合相关规定的证明
4	负责声明	10	消费者使用习惯评估
5	产品样本	11	相关科学研究结论
6	环境评估报告		——

资料来源：美国 FDA，光大证券研究所

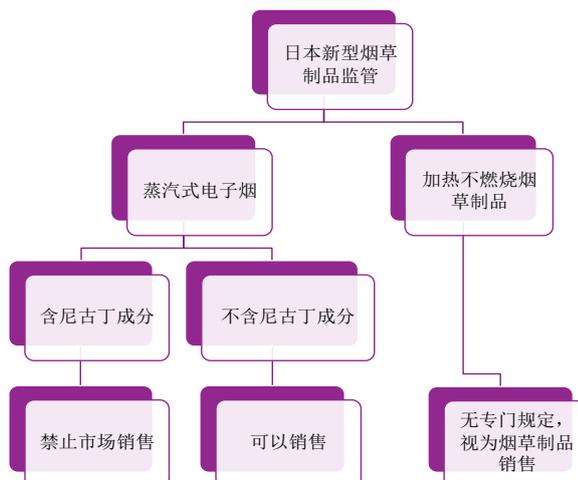
2.3.2、日本市场：HNB 产品监管整体较为宽松

日本新型烟草制品的监管按照监管对象主要分为两类：

1) 对于蒸汽式电子烟：根据日本卫生部对《药事法》的解释，应对含有尼古丁的电子烟实行药品管制，禁止市场销售，不含尼古丁的电子烟可以在市场销售；

2) 对于加热不燃烧式烟草制品：由于符合日本《烟草商业法》关于烟草制品“部分或全部由烟叶组成，可以被吸入、咀嚼、或嗅入的产品”的定义，视为烟草制品进行监管，目前尚未出台专门监管法规，在市场上可以销售。

图表 33：日本新型烟草制品监管



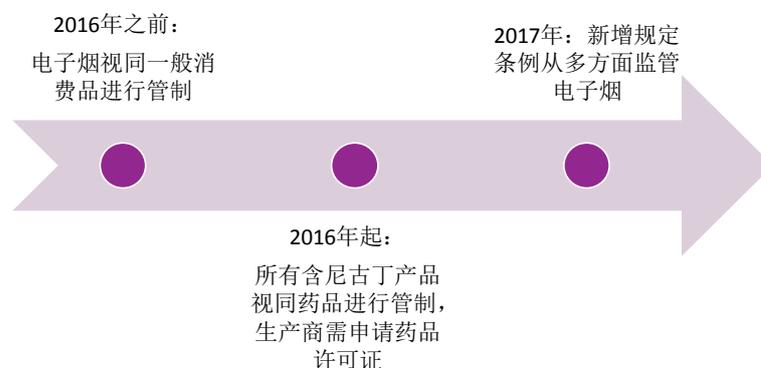
资料来源：《新型烟草制品市场发展及法律监管》(李磊等)，光大证券研究所

2.3.3、英国市场：监管政策在逐步完善过程中

2016年5月英国药监局出台《烟草和相关产品条例 2016》并在全英国实施，基本参照2014年修订版欧盟《烟草产品指令》(Tobacco Products Directive, TPD)，将新型烟草产品归类为药品进行管制，所有生产含有尼古丁产品的制造商需向英国药监局申请药品许可证后方可销售，同时药监局有意将电子烟产品纳入国家医疗服务体系(National Health Service, NHS)。对于加热不燃烧烟草制品，由于英国市场近年刚刚出现HNB产品，起步相对较晚，目前暂无专门监管法规。

2017年5月，为管理电子烟市场，英国药监局新增法律条例从电子烟包装、容量等方面进行限制。英国卫生部(Public Health England, PHE)2018年电子烟调查报告中提出监管机构应支持禁烟的同时鼓励发展电子烟等对人体损害相对较小的产品。

图表 34：英国市场电子烟监管历程



资料来源：英国议会官网 commons library，英国政府官网，光大证券研究所

3、菲莫国际：IQOS 产品崭露锋芒

3.1、菲莫国际：烟草巨擘

菲莫国际（菲利普莫里斯国际公司，简称“PMI”）是目前全球最大的跨国烟草企业，主要负责经营母公司奥驰亚集团（Altria）在美国本土以外的烟草业务。根据《世界烟草发展报告》统计，2017年菲莫国际在全球（不含中国）烟草市场的市占率约为25%。根据PMI 2017年年报，菲莫国际的烟草产品覆盖全球超过180个市场，且在较多市场的市占率均达到第一、第二位。品牌方面，菲莫国际旗下拥有七大国际烟草品牌：Marlboro（万宝路）、Parliament（百乐门）、Bond Street（邦德街）、Chesterfield（切斯特菲尔德）、L&M（蓝星）、Lark（云雀）以及Philip Morris（菲莫），该七大品牌合计出货量约占菲莫国际烟草产品总出货量的75%（2017年）；其中万宝路卷烟品牌自20世纪70年代末以来，一直是全球最畅销的卷烟品牌之一。

图表 35：全球知名卷烟品牌定位及销量（2017年）

名称	公司	销量（万箱）	同比	定位
万宝路	菲莫国际、 奥驰亚集团	741	-4.3%	高端
云斯顿	日本烟草	313	2.0%	中端
波迈	英美烟草	211	14.8%	低端
蓝星	菲莫国际	182	-6.2%	中端
乐富门	英美烟草	167	14.3%	低端
骆驼	日本烟草、 英美烟草	145	0.3%	中端
七星	日本烟草	131	-9.9%	高端
切斯特菲尔德	菲莫国际	112	19.0%	低端
登喜路	英美烟草	107	-5.9%	高端
菲莫	菲莫国际	97	35.0%	低端
乐迪	日本烟草	91	-4.2%	低端
百乐门	菲莫国际	88	-3.7%	高端
好彩	英美烟草	81	12.2%	中端
邦德街	菲莫国际	76	-14.8%	中端

资料来源：《2017年世界烟草发展报告》，光大证券研究所

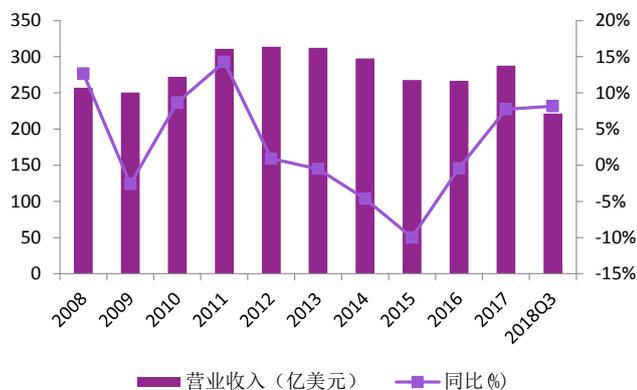
传统卷烟产品受到全球控烟政策趋严等多方面的影响，菲莫国际整体收入增长存在一定压力。根据PMI年报显示，2017年菲莫国际实现营收（不含消费税）287.48亿美元，同比增长7.73%；净利润60.35亿美元，同比下滑13.38%。2018年前三季度实现营收（不含消费税）221.26亿美元，同比增长8.17%；净利润60.01亿美元，同比增长12.36%。

分产品来看：根据菲莫国际年报，2017年公司传统卷烟产品实现收入（不含消费税）251.48亿美元，占公司总收入比例约为87.5%，仍是公司收入最主要的收入来源；减害产品（RRP）实现收入（不含消费税）36亿美元，占公司总收入比例达到12.5%，较2016年占比提升9.8pct，逐步成为公司增长的重要驱动力之一。

分地区来看：根据菲莫国际年报，2017年公司亚洲地区收入占比达到

约 38%，欧盟地区收入占比达到 29%，其次是东欧、中东和非洲地区，收入占比达到约 23%；拉丁美洲和加拿大地区收入占比约为 10%。

图表 36：菲莫国际收入及增长



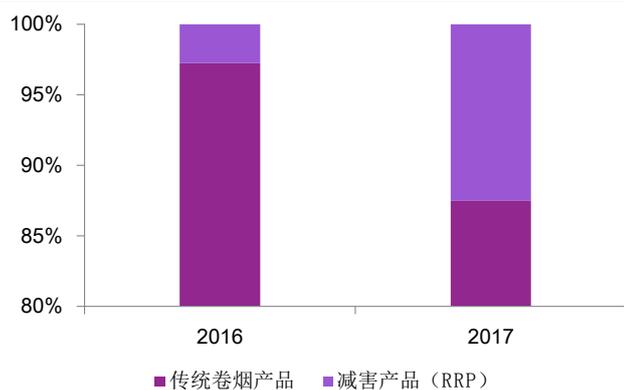
资料来源：Wind, PMI 年报, 光大证券研究所

图表 37：菲莫国际净利润及增长



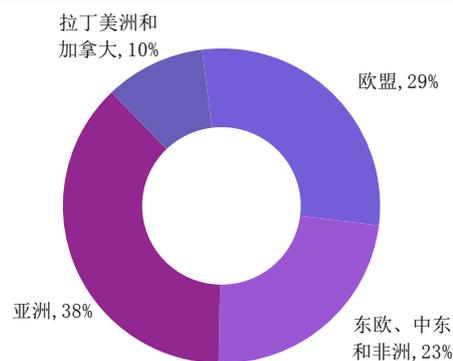
资料来源：Wind, PMI 年报, 光大证券研究所

图表 38：2017 年公司 RRP 产品收入占比达 12.5%



资料来源：PMI 年报, 光大证券研究所

图表 39：菲莫国际亚洲地区收入占比达 38% (2017 年)



资料来源：PMI 年报, 光大证券研究所

3.2、减害产品的代表：IQOS

减害产品组合 (Reduced-risk products portfolio, 即 RRP 组合) 是菲莫国际为实现“无烟未来”战略所推出的具体商业化计划, 旨在用无烟产品取代卷烟, 使吸烟者转为使用该系列产品从而减少危害。根据菲莫国际官网显示, 该产品组合将卷烟替代品分为两类, 即加热不燃烧烟草制品和无烟制品, 并细分为四个平台, 分别为 1) IQOS 电加热; 2) TEEPS 碳加热; 3) 正在探索中的雾化尼古丁盐无烟装置; 4) 蒸汽电子烟 MESH。目前除 IQOS (平台 1) 和部分蒸汽式电子烟 (平台 4) 上市外, 平台 2、3 和 MESH 产品尚在计划或试点城市测试中。

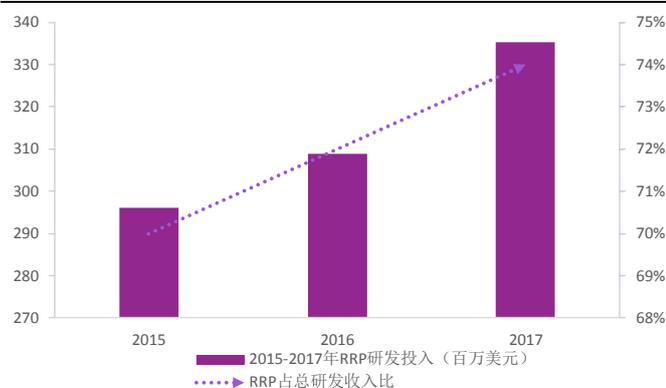
菲莫国际在减害产品方面的研发投入逐年增加且占总研发投入的比例逐年提高。根据菲莫国际年报, 2017 年菲莫国际在减害产品方面的研发投入约 3.35 亿美元, 占当年研发费用的 74%; 自 2015 年以来, RRP 研发投入绝对值与占比均持续提升。根据菲莫国际 2017 年年报, 其已在全国范围内拥有超过 2900 项减害产品相关专利, 超过 4600 项该类专利正在申请中。

图表 40：菲莫国际减害产品组合四个平台



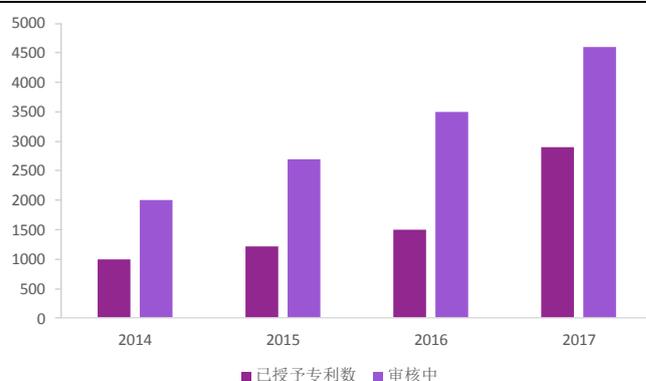
资料来源：菲莫国际 2016 年年报，光大证券研究所

图表 41：2015-2017 年菲莫国际 RRP 研发投入



资料来源：菲莫国际年报，光大证券研究所

图表 42：2014-2017 年菲莫国际 RRP 相关专利申请项



资料来源：菲莫国际年报，光大证券研究所

菲莫国际减害产品实现收入持续提升：据菲莫国际 2016-2018 年季报，2017 年菲莫国际减害产品实现销售收入约 36.4 亿美元（不含消费税），占当年销售收入比例约 13%，同比增长 397%；2018 年 1-9 月减害产品实现收入约 29.7 亿美元，较 2017 年同期增长约 49%，继续保持增长态势。

图表 43：菲莫国际减害产品收入及增长（不含消费税，累计，单位：百万美元）

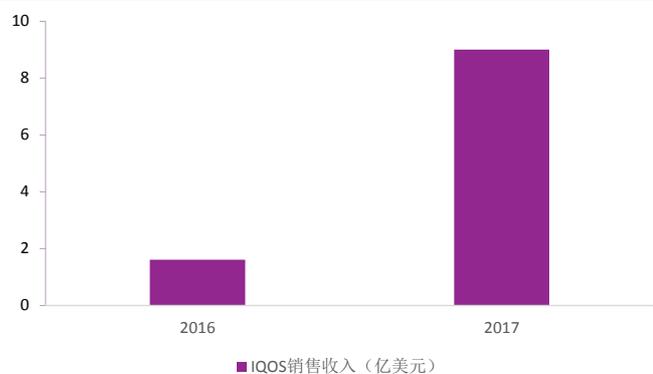


资料来源：菲莫国际季报，光大证券研究所

IQOS 是菲莫国际打造减害产品生产线所推出的第一支无烟新型烟草制品系列，于 2014 年 11 月在名古屋、米兰的试点市场正式推出，使减害产品平台首次实现商业化，是减害产品最具竞争力的代表。根据菲莫国际年报，2017 年 IQOS 实现收入约 9 亿美元（IQOS 设备及配件，不含消费税），占减害产品销售收入比例约为 25%，较 2016 年同比增长 450%。

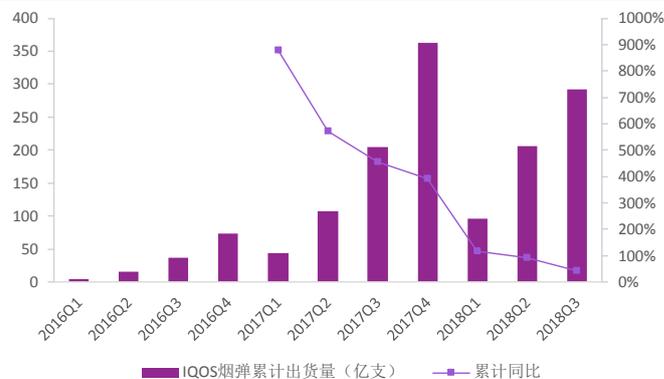
根据公司官网数据，自 2008 年起，菲莫国际致力于 IQOS 系列产品的研发工作，已聘请 400 多位世界级科学家和工程师。IQOS 创新地使烟草在非燃烧状态下释放尼古丁，减少了普通烟草燃烧产生的有害烟气，保持了香烟的口感。整个 IQOS 系列由充电器、加热棒、烟弹组成。根据公司官网显示，截至 2018 年 12 月 10 日，菲莫国际已在全球 41 个国家推广 IQOS 系列。

图表 44: IQOS 销售收入变化（不含消费税）



资料来源：菲莫国际 2017 年年报，光大证券研究所

图表 45: IQOS 烟弹出货量（累计）



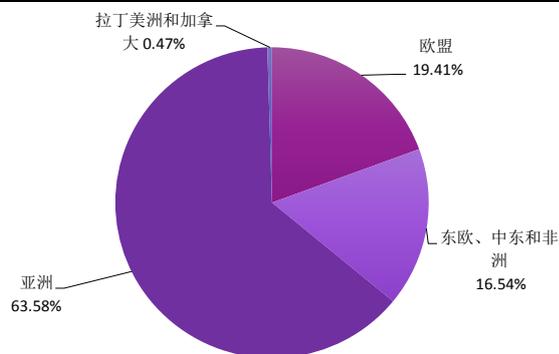
资料来源：菲莫国际季报，光大证券研究所

另一方面，与 IQOS 配套使用的烟弹（万宝路、百乐门等）出货量也保持较快增长。根据菲莫国际年报，2016 年 IQOS 烟弹出货量为 73.94 亿支，2017 年 IQOS 烟弹年出货量达 362 亿支，年增长近 400%。2018 年前三季度 IQOS 烟弹累计出货量为 292 亿支，较 2017 年同期增长 42%。

细分市场来看，亚洲地区是 IQOS 销售的主场，其它市场也在快速成长中。分地区来看，根据菲莫国际季报，2018 年前三季度 IQOS 亚洲市场累计销售收入占 IQOS 总销售收入的 63.58%；其次为欧盟地区，销售收入占比达到 19.41%；东欧、中东和非洲地区 IQOS 的销售收入占比达到 16.54%；拉丁美洲和加拿大地区目前 IQOS 收入占比较低，市场仍在持续扩张中。

进一步细分来看，IQOS 亚洲地区的主要消费市场为日本和韩国，其中 2017 年 IQOS 在日本烟草市场（包括传统卷烟与新型烟草制品）的占有率达到 13.9%，较 2016 年上升 9 个百分点；IQOS 在韩国烟草市场（市场包括传统卷烟与新型烟草制品）的市场占有率为 5.5%（2017 年）；欧盟地区 IQOS 的主要消费市场为希腊、葡萄牙等，其中 IQOS 希腊销量占希腊烟草市场比例约为 2.8%（2017 年），较 2016 年上升 2.6 个百分点；在葡萄牙的销量占葡萄牙烟草市场比例约为 1.5%（2017 年），较 2016 年上升 1.3 个百分点。

图表 46：2018 年前三季度 IQOS 各区域销售占比



资料来源：菲莫国际季报，光大证券研究所

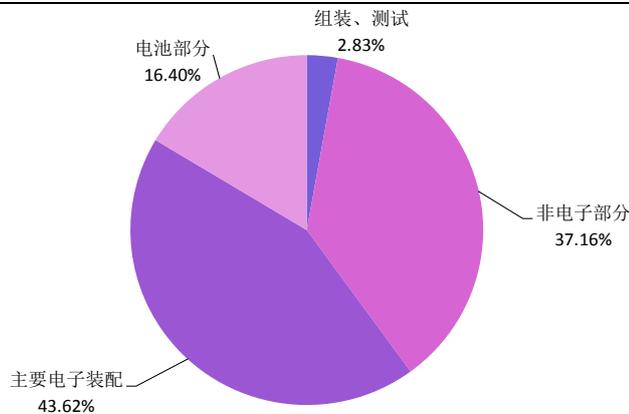
图表 47：2017 年 IQOS 各地区市场占有率变化



资料来源：菲莫国际 2017 年年报，光大证券研究所

成本来看，IQOS 设备的主要生产地在马来西亚，据 2017 年 Techinsights 报告显示，一个 IQOS 设备 (IQOS_A1402, 2016 年发布) 的造价约为 19.27 美元，其中电子部分如芯片、集成电路等约占总成本的 44%，非电子部分如金属外壳等约占总成本的 37%。

图表 48：菲莫国际 IQOS (A1402) 烟具成本拆分 (2017 年)



资料来源：TechInsights-IQOS，光大证券研究所

菲莫国际对 IQOS 不断进行换代升级，逐步提高 IQOS 的电池续航能力、使用频次的等性能，以保持 IQOS 在加热不燃烧烟草制品领域的领军地位，进一步提升市场份额。菲莫国际意在打造类似苹果手机 iPhone 系列的 IQOS 系列设备，不断满足消费者需求。截至 2018 年 11 月 15 日，IQOS 已从 IQOS 一代更新至 IQOS 第四代——IQOS 3 & IQOS 3 Multi，IQOS 3 和 IQOS 3 Multi 已在日本、瑞士、英国、俄罗斯和哥伦比亚正式上市。

图表 49: IQOS 系列产品变化



资料来源: IQOS 官网, Elecom 官网, 光大证券研究所

4、国内新型烟草制品市场：空间可期，静待政策完善

4.1、新型烟草制品：寻求控烟和烟草利税“平衡”的突破口，行业发展空间可期

总体而言，我国新型烟草制品行业呈现“墙内开花墙外香”的状态：根据艾维普思公开转让说明书显示，我国是全球最大的电子烟生产制造基地，深圳地区集中了全球约 90% 的电子烟生产产能；但我国非电子烟消费大国，国内生产的电子烟产品以“采购+生产”的 OEM/ODM 模式大部分销往国外，其中美国是最大的出口市场。

在全球新型烟草产品规模快速增长的背景下，我国新型烟草制品迅速兴起。当前我国新型烟草制品市场仍以蒸汽式电子烟为主，加热不燃烧烟草制品国内处于禁止销售状态，市场尚未开放，仅对外出口。

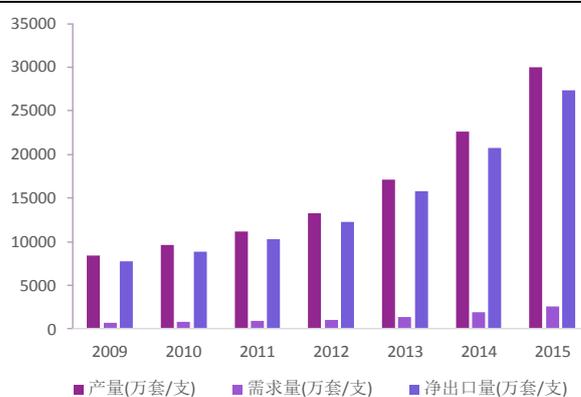
国内电子烟市场规模不断扩大，2012-2017 年复合增长率达 36%。因加热不燃烧烟草制品在国内属于禁售状态，因此我们主要研究蒸汽式电子烟的市场规模。据欧睿统计，我国电子烟 2017 年市场规模达到 40.09 亿人民币，同比增长 25%，2012-2017 年电子烟市场规模年复合增速达到约 36.28%。

图表 50: 2012-2017 年中国电子烟行业市场规模



资料来源: 欧睿, 光大证券研究所

图表 51: 2009-2015 年中国电子烟行业供需情况



资料来源: 博思数据, 光大证券研究所

我们认为，新型烟草产品市场规模仍具有较大发展空间，主要驱动因素来自四方面：

- 1) 随着烟民健康意识的不断提高，烟民对减害产品的需求逐渐上升，减害产品的渗透率有望持续提升；
- 2) 政策逐步完善推动行业发展：我国持续推动新型烟草制品创新改革，推进新型烟草制品监管的政策法规研究。我们认为，随着我国在新型烟草制品方面的监管政策不断完善，行业有望进入有序发展阶段；
- 3) 我国作为世界卫生组织的成员之一，严格履行《烟草控制框架公约》，积极推行公共场所禁烟措施。我们认为新型烟草制品尤其是加热不燃烧型烟草制品未来的发展，或可对冲因控烟措施导致的烟草利税下滑的风险，寻求到控烟和烟草利税的“平衡点”；
- 4) 新型烟草制品的价格优势将逐步显现：我们认为随着全球新型烟草产品技术的不断成熟，其价格优势将进一步显现，有望持续提升减害产品的渗透率。

传统卷烟与蒸汽式电子烟的价格对比：经过我们初步测算，平均每月普通电子烟使用者需花费约 213 元，相比传统卷烟具有一定价格优势。

1) 电子烟烟具：根据京东、淘宝电子烟销量排名前 20 的产品价格显示，一个电子烟烟具的均价约为 288 元，使用寿命为 1 年。而雾化芯需要定期更换，据蒸汽巴士数据，雾化芯的一般使用频率为 10 天/支，平均价格为 25 元/支。因此电子烟烟具一年的均价约为 1200 元（288 元+365 天 x 25 元/支/10 天/支）。

2) 电子烟烟油：据京东、淘宝电子烟 30ml 烟油销量排名前 20 的产品显示，一瓶浓度中等水平（7mg/ml~12mg/ml）的 30ml 烟油平均价格为 88 元/瓶。按照浓度中等水平的浓度上限（12mg/ml）测算，一瓶烟油所含尼古丁含量为 360mg（12mg/ml x 30ml）。根据烟草市场数据，每支传统卷烟燃烧后，尼古丁的释出量一般为 1mg 左右（除低烟碱卷烟外）；根据 2015 年中国成人烟草调查报告显示，2015 年中国烟民平均日吸烟量为 15 支，即 15mg 尼古丁。因此一年普通电子烟使用者（非专门玩家）大约需消耗 15 瓶烟油（15 mg x 365 天/360 mg），烟油费用约为 1350 元（15 mg x 365 天/360 mg x 88 元/瓶）。

综合来看，平均每月电子烟使用者需花费约 213 元（(1200+1350)/12）。而普通烟民平均月耗 2.25 条卷烟（15 支 x 30 天 / 200 支/条），折合二类烟价格约为 290~400 元。因此，对比来看，电子烟使用者平均月度消费低于传统卷烟消费金额（以二类烟为例），电子烟产品具有一定价格优势。

国内新型烟草产品市场规模测算

核心假设：

1. 国内电子烟市场规模 = 电子烟烟弹市场规模 + 电子烟烟具市场规模
2. 电子烟烟弹市场规模 = 烟民数量 x 渗透率 x 烟弹一年价格
3. 电子烟烟具市场规模 = 烟民数量 x 渗透率 x 烟具一年价格
4. 渗透率 = 电子烟使用者 / 烟民数量

5. 考虑到电子烟市场逐渐完善程度，我们假设 2018-2019 年渗透率逐年提升 0.5 个百分点，2020 年渗透率提升 1 个百分点，2021-2022 年渗透率每年提升 1.5 个百分点。

注：由于缺乏加热不燃烧烟草制品的相关数据，该预测仅以电子烟使用者为对象对电子烟市场规模进行测算；烟民数量不包括电子烟使用者。

图表 52：测算我国电子烟市场规模的主要假设

变量	假设值	假设依据
国内烟民数量(万)	根据国内烟民变化趋势，假设每年国内烟民人数减少 0.2%	2015 年中国成人烟草调查报告、世界银行 2013-2017 年我国成人吸烟率
我国烟民每日消耗卷烟	假设每个成年烟民一天消耗 15 支卷烟,约 15mg 尼古丁	2015 年中国成人烟草调查报告
烟油价格	假设每瓶 30ml 的烟油为 88 元/瓶	京东、淘宝 30ml 烟油销量前 20 均价 88 元/瓶
烟油年消耗量	假设烟油年消耗量为 15 瓶/年	15 mg x 365 天/ (30 ml x 12mg/ml)
烟油价格/年	假设约 1350 元	15 mg x 365 天/ (30 ml x 12mg/ml) x 88 元/瓶
烟具价格/年	假设一年所需烟具和雾化芯的总价为 1200 元	京东、淘宝销量前 20 烟具主机均价 288 元，雾化芯年均价 912 元
渗透率	假设 2018-2019 年渗透率每年提升 0.5pct; 2020 年渗透率提升 1pct; 2021-2022 年渗透率每年提升 1.5pct	减害产品渗透率持续提升

资料来源：国家烟草专卖局官网，烟草市场，世界银行，光大证券研究所预测

根据以上假设，我们对国内蒸汽式电子烟市场规模进行预测，初步测算得到 2022 年国内电子烟市场规模将达到 451 亿元，2018-2022 年蒸汽式电子烟的年复合增速约为 46%，国内电子烟市场存在较大发展潜力，发展空间可期。

图表 53：未来电子烟市场规模测算结果

变量	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
我国国内烟民数量(万)	31029.83	30967.77	30905.83	30844.02	30782.33	30720.77
渗透率	0.75%	1.25%	1.75%	2.75%	4.25%	5.75%
我国电子烟使用者人数(万)	234.14	388.51	542.26	849.62	1309.65	1767.85
电子烟市场规模(亿)		99.07	138.28	216.65	333.96	450.80

资料来源：国家烟草专卖局官网，烟草市场，世界银行，光大证券研究所预测

新型烟草制品技术上呈现百花齐放状态。2017 年以来，中烟公司和国内电子烟企业纷纷涉足新型烟草制品技术领域，申请多项技术专利。加热不燃烧烟草制品方面，各中烟公司在技术方面进行技术创新，推出其他多种加热方式如化学加热、红外加热等，尽可能避开 IQOS 加热片加热方式，减少与 IQOS 的知识产权纠纷；蒸汽式电子烟方面，各电子烟企业与中烟公司进行合作，提高电子烟设备性能，提高电子烟烟液纯度和口感，创立自主品牌，整个新型烟草制品技术上呈现百花齐放状态。

图表 54：国内新型烟草产品/专利技术（截至 2018 年 11 月）

公司名称	烟具品牌	加热方式 /专利技术	技术创新	类型
江苏中烟	-	热敏性电子烟液及其制备	使电子烟烟液能够长期保存	蒸汽型
浙江中烟	-	果香型电子烟烟液	该发明提供的电子烟烟液溶剂的组分均是食品级溶剂，对吸食者健康无害。	蒸汽型
湖南中烟	-	焦香电子烟液电加热	电子烟液的香味接近传统卷烟且香味纯净 电加热低温卷烟加热速度较快，可以实现快速出烟	蒸汽型 加热不燃烧型
湖北中烟	-	化学加热 辊压法	通过化学反应加热烟丝，加热温度较低 辊压法提高了烟草薄片的韧性，所制备的烟草薄片具有良好的机械强度和抗碎性	加热不燃烧型
云南中烟	-	鼻烟壶式电子烟	可以根据个人喜好通过改变拨盘式调压组件所处的档位以达到改变烟雾量的目的	蒸汽型
贵州中烟	-	红外加热技术	行业内新型卷烟热源技术的重大原理创新	加热不燃烧型
安徽中烟	巛	磁粒均热技术	应用了感交流变频原理，可实现非接触式能量的均匀、稳定递送	加热不燃烧型
深圳博迪集团	博迪 IBuddy i1	针式	首创细针加热，支持连抽	加热不燃烧型
深圳傲莱斯科技	Modtank	环形	燃烧充分、不易积碳易清洁	加热不燃烧型
深圳凯美瑞科技	Kecig	片状	价格便宜，支持连抽	加热不燃烧型
北京郎翰科技	Tootar	片状	加热片可拆解，无需充电盒	加热不燃烧型
烟蛙科技	QQQ honor	针式	可调档，细针加热，支持连抽	加热不燃烧型

资料来源：中国电子烟资讯，搜狐网，蒸汽快车，光大证券研究所整理

此外，各中烟公司与电子烟企业合作、参与投资电子烟企业，如湖南中烟投资成立深圳湘元科技有限公司、云南中烟投资深圳华玉科技发展有限公司等，积极布局新型烟草制品领域。以各大中烟公司为例，纷纷发布自主研发的加热不燃烧烟草制品，在海外市场推广上市，如四川中烟“宽窄功夫”系列 2017 年 12 月在韩国首尔地区上市，在韩国本土反响热烈，目前已出口韩国、日本、俄罗斯。2018 年 4 月云南中烟与韩国 IF 烟草株式会社在昆明签署“MC”低温加热不燃烧卷烟经销协议；广东中烟 2018 年 7 月在老挝首发加热不燃烧产品 MU+、ING。

图表 55：国内各中烟公司关于新型烟草产品的成果

烟草公司	烟具品牌	烟弹品牌	上市时间	上市/发布国家	类型
四川中烟	功夫	宽窄	2017	韩国	加热不燃烧型
云南中烟	Webacco MC	MC	2018	韩国	加热不燃烧型
广东中烟	-	MU+、ING	2018	老挝	加热不燃烧型
湖北中烟	MOK	COO	2018	德国	加热不燃烧型
安徽中烟	巛	-	2018	中国	加热不燃烧型
山东中烟	-	方寸	2018	中国	加热不燃烧型

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

4.2、国内新型烟草制品市场：静待政策完善

政策方面总体来看，加热不燃烧烟草制品在国内处于禁售状态，蒸汽式电子烟尚处“三无”状态（无产品标准、无质量监管、无安全评估），具体来看：目前蒸汽式电子烟仍处于“三无状态”，它不属于药品、医疗器械，也未正式列为烟草，缺乏国家和行业层面的标准规范，因此蒸汽式电子烟国内市场规模仍较小，主要靠出口海外；加热不燃烧型烟草制品由于本身仍属烟草制品，涉及到烟弹缴税问题，在国内属于禁售范围，仅在海外市场销售，任何非法走私和销售均属违法行为。

尽管新型烟草制品相关的政策尚不明朗，但国家对于新型烟草市场的重视程度逐渐提高：2018年5月，国家烟草专卖局印发深化改革工作要点，继续深化新型烟草制品创新改革。2018年7月，行业新型烟草制品发展座谈会在京召开，国家烟草局局长凌成兴提出要扎实推进政策措施配套和法律法规保障工作。我们认为随着监管政策的逐步完善，行业有望进入有序发展阶段。

图表 56：国家、行业委员会关于电子烟的相关政策/会议

年份	部门/地区	相关政策/会议	主要内容
2016	深圳市场监督管理局	《电子烟雾化液产品通用技术要求》	规范深圳市电子烟雾化液生产，保障消费者权益
2017	中国电子商会电子烟行业委员会	《电子烟雾化类器具产品通用规范》、《电子烟雾化液规范》	规范电子烟器具生产标准
2017	国家烟草专卖局	《国家烟草专卖局关于认真贯彻落实中共中央 国务院开展质量提升行动的实施意见》	解决“两烟”和新型烟草制品等供给侧结构性矛盾
2017	国家烟草专卖局	行业新型烟草制品工作领导小组会议	抓住“三个关键” 打造新型烟草制品国际竞争新优势
2018	国家烟草专卖局（主管部门） 全国烟草标准化技术委员会（归口单位）	《电子烟》国家标准 《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》	规范电子烟烟液生产标准 注：根据国家标准化管理委员会官方网站显示，上述文件仍在审查阶段
2018	国家烟草专卖局	全国烟草工作会议	提升中式卷烟发展质量，推进电子烟、加热不燃烧烟草制品研发创新
2018	国家烟草专卖局	《国家烟草专卖局 2018 全面深化改革工作要点》	推进新型烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展；推进新型烟草制品产品国际拓展
2018	国家烟草专卖局	行业新型烟草制品发展座谈会	抓好“一个市场拓展”做到“三个扎实推进”，打造新型烟草制品国际竞争新优势

资料来源：各政府官网，光大证券研究所整理

5、重点推荐标的

5.1、劲嘉股份：积极践行大包装战略，前瞻布局新型烟草制品领域

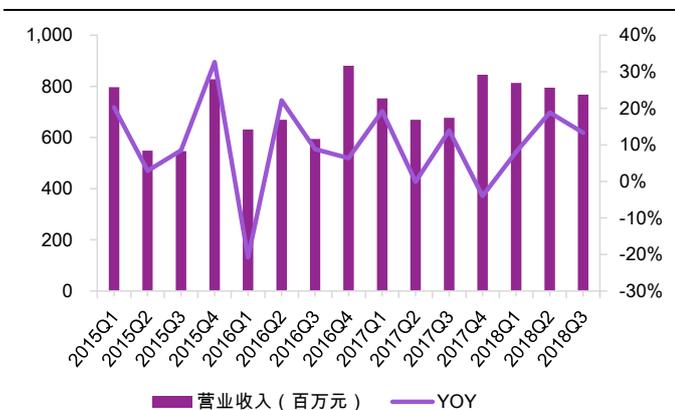
烟标领域龙头企业，持续深耕主业

公司为烟标印刷行业龙头企业，产品覆盖烟标、新型高端精品包装（主要为 3C 产品包装、化妆品包装、酒包等）及相关镭射包装材料（镭射膜、

镭射纸)等。2017年公司实现营业收入29.45亿元,同比增长6.06%;归母净利润5.74亿元,同比增长0.65%;2018年前三季度公司实现营业收入23.77亿元,同比增长13.21%;归母净利润5.46亿元,同比增长25.28%。受益于烟草行业复苏和结构调整、酒包等大包装业务持续拓展,公司业绩回升态势明显。

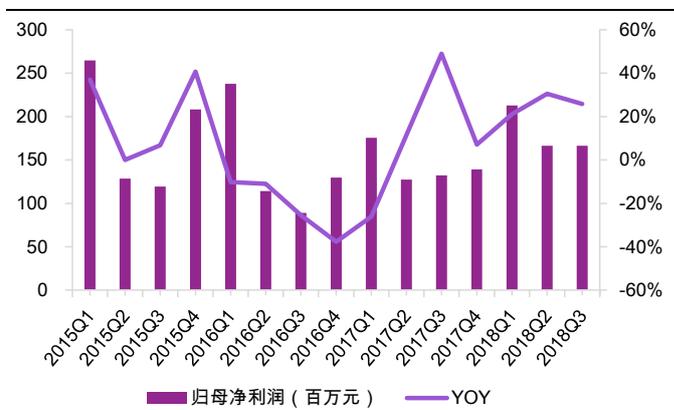
2015年,公司提出五年发展规划,重点做大做强包装和大健康两大支柱产业;其中烟标业务为公司大包装产业的核心业务。目前公司在烟标行业市占率约为7%(2017年销售收入口径,烟标市场整体规模约为350亿元),为烟标行业领军企业,在设计、技术、规模等多方面都具有明显优势;另外,公司与大部分中烟公司均保持良好的合作关系,根据公司官网数据显示,已经为全国100多个烟草品牌设计万余款烟标,优质的客户资源也是公司的显著优势之一。

图表 57: 劲嘉股份 18Q3 收入增 13% (单季)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 58: 劲嘉股份 18Q3 净利润增 26% (单季)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

精品包装业务快速拓展, 成为公司重要收入来源之一

在深耕传统烟标业务的基础上, 公司积极拓展彩盒业务(高端精品包装产品), 主要包括精品烟盒、3C 产品包装及酒包业务, 推进产业升级和转型。其中精品烟盒方面, 公司成功开拓“中华(金中支)”、“南京(九五之尊)”、“黄山(徽商)”、“云烟(大重九)”等知名产品的精品彩盒包装。3C 产品包装方面, 步步高·VIVO、飞毛腿等电子产品包装稳步发展。酒包方面, 2017年12月, 公司公告与贵州茅台酒厂集团技术开发公司(简称“茅台技开司”)签署战略合作协议, 茅台技开司是茅台集团的下属子公司, 主要负责茅台的包装业务, 包括飞天茅台及系列酒, 本次合作协议的签署是劲嘉高端包装战略的深入推进。公司以茅台为切入点, 持续开拓劲牌、红星二锅头、江小白等知名客户。总体而言, 公司精品包装业务快速发展, 是实现公司大包装战略的重要一环。

强大的设计能力、丰富的技术储备、优质的客户资源将成为公司布局新型烟草制品领域的重要推手

公司于2014年开始布局电子烟业务, 并由全资子公司劲嘉科技主要负责新型烟草制品及智能健康烟具的设计、研发、生产等。具体来看: 2014年2月, 公司公告与合元科技共同出资1亿元设立合资公司合元劲嘉, 公司

出资比例为 51%，进军电子烟市场；2014 年 12 月，公司与和而泰签署框架协议，共同开发智能电子烟等智能健康产品。2018 年 8 月，公司公告与米物科技（小米生态链企业）、深圳南桥前海创新基金共同签署了《出资协议》，拟设立合资公司“嘉物科技”（后名称确定为“因味科技”），将在新型烟草领域积极探索及开展业务。

另外，根据公司公告，2018 年 8 月，公司与云南中烟签署《云南中烟工业有限责任公司与深圳劲嘉集团股份有限公司之战略合作框架协议》；在该框架协议下，为进一步把握新型烟草的发展趋势，2018 年 10 月，公司公告全资子公司劲嘉科技与云南中烟下属企业的全资子公司华玉科技签署战略合作协议，并成立合资公司嘉玉科技，进一步在新型烟草领域进行拓展。

我们认为，公司有望凭借在新型烟草制品领域多年的布局经验、丰富的技术储备、强大的设计能力以及与中烟公司深厚的合作背景等方面，随着国内新型烟草行业的不断发展以及政策的明朗，有望率先抓住行业发展机遇，成为新型烟草制品领域的龙头企业之一。

关键假设：

1、收入端假设：公司深耕烟标主业，并积极拓展大包装、大健康领域，其中烟标主业增长稳健，非烟标业务将保持较快发展，共同助力公司进一步奠定包装领域龙头地位。具体来看：

1) 烟标业务：在烟草行业复苏的背景下，公司凭借自身多方面优势将充分受益行业结构调整与升级，烟标业务总体有望保持稳健增长；因此我们预计公司烟标业务 2018-2020 年收入增速年均约为 7%。

2) 其它大包装业务（精品烟盒、3C 包装、酒包等）：我们认为随着公司积极开拓新客户，其它大包装业务收入将保持较为高速增长。我们预计 2018-2020 年公司大包装业务（除烟标外）收入增速分别为 70%、64%、52%。

3) 镭射包装材料：我们认为公司镭射包装材料业务将保持相对较为稳定增长，预计 2018-2020 年收入增速分别为 18%、15%、13%。

2、毛利率假设：公司在包装领域具有较强竞争优势，尤其是设计能力突出，产品附加值高，同时考虑产品结构升级，我们预计公司综合毛利率总体将呈现上升趋势。我们预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 43.81%、44.02%、44.20%。

3、费用率假设：我们认为公司虽然处于持续开拓新客户的过程中，但在传统烟标领域已积累优质的客户资源，且整体成本管控能力较强，因此，我们认为公司费用率将保持相对稳定。

图表 59：劲嘉股份收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,776.95	2,945.29	3,416.16	3,969.86	4,653.70
增长率	2.09%	6.06%	15.99%	16.21%	17.23%
毛利	1147.69	1299.20	1496.72	1747.34	2057.09
毛利率	41.33%	44.11%	43.81%	44.02%	44.20%
烟标					
收入	2342.07	2375.02	2544.12	2714.68	2893.85
增长率	-2.04%	1.41%	7.12%	6.70%	6.60%
毛利	979.88	1067.10	1132.13	1210.75	1290.66
毛利率	40.82%	44.93%	44.50%	44.60%	44.60%
其它大包装					

收入	231.56	315.84	535.39	878.52	1337.26
增长率		42.7%	69.5%	64.1%	52.2%
毛利	13.89	25.27	96.37	219.63	401.18
毛利率	6.00%	8.00%	18.00%	25.00%	30.00%
镭射包装材料					
收入	468.54	581.58	686.26	789.20	891.80
增长率	-5.9%	24.1%	18.0%	15.0%	13.0%
毛利	118.07	134.23	157.84	181.52	205.11
毛利率	25.20%	23.08%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议: 我们看好公司在烟标领域的领军地位, 烟标业务增长稳健; 加上公司积极布局大包装和大健康业务, 将逐步成为公司重要的利润贡献点。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.69 元, 当前股价对应 PE 分别为 17X、14X、12X, 公司估值低于行业平均估值水平 (目前 18 年包装板块可比公司平均估值为 21X), 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 60: 劲嘉股份可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601515	东风股份	7.16	0.59	0.59	0.65	0.70	12	12	11	10
002831	裕同科技	39.83	2.33	2.34	2.99	3.74	17	17	13	11
603429	集友股份	23.80	0.52	0.69	0.99	1.38	46	35	24	17
002803	吉宏股份	16.45	0.41	1.05	1.67	2.19	41	16	10	8
300057	万顺股份	6.40	0.18	0.26	0.40	0.56	35	24	16	11
	平均						30	21	15	11
002191	劲嘉股份	8.09	0.38	0.48	0.58	0.69	21	17	14	12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (股价时间为 2018 年 12 月 19 日)

注: 劲嘉股份、东风股份为光大证券研究所预测, 其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 61: 劲嘉股份盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,776.95	2,945.29	3,416.17	3,969.87	4,653.71
营业收入增 长率	2.09%	6.06%	15.99%	16.21%	17.23%
净利润 (百万元)	570.72	574.41	716.35	861.82	1,033.58
净利润增长 率	-20.81%	0.65%	24.71%	20.31%	19.93%
EPS (元)	0.38	0.38	0.48	0.58	0.69
P/E	21	21	17	14	12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 19 日

风险提示: 烟草行业景气下滑风险; 彩盒业务客户拓展低于预期; 电子烟业务发展低于预期

5.2、盈趣科技：PMI 电子烟产品二级供应商，智能制造创新优势突出

自主创新 UDM 模式，持续开拓国际知名客户

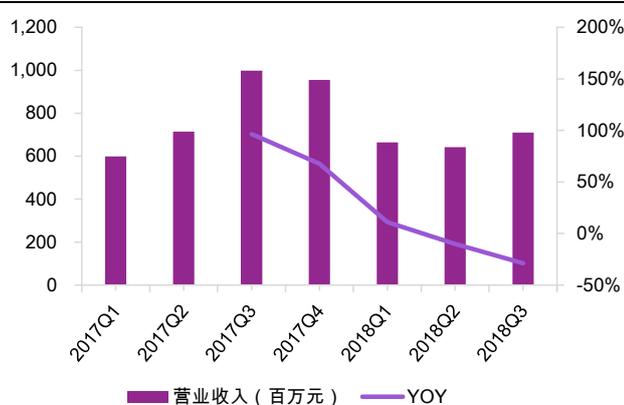
公司成立于 2011 年 5 月，通过自主创新的 UDM 模式（即 ODM 智能制造模式），为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产，并为中小型企业提供智能制造解决方案。产品方面来看：1）公司智能控制部件产品主要包括独立式和嵌入式智能控制部件两大类，其中独立式智能控制部件包括公司网络遥控器、演示器、游戏控制器、有线/无线 3D 鼠标等；嵌入式智能控制部件包括咖啡机人机界面模组、水冷散热控制系统等。2）公司创新消费电子产品主要包括电子烟精密塑胶部件、家用雕刻机、家用图标图案熨烫机、物联网热敏打印机（咕咕机）等。

客户方面，公司凭借自主创新的 UDM 业务模式、持续创新的技术研发、突出的智能制造能力以及高标准的质量控制等多方面优势，持续开发国际知名客户及科技型企业客户。根据公司招股书，目前公司已经开发的国际知名客户包括罗技、WIK（Nestle 咖啡机制造商）、Venture（PMI 电子烟产品制造商）、3Dconnexion、Asetek 等；科技型企业客户包括 Provo Craft、Avegant、InteraXon 等。

2014-2017 年公司业绩持续高速增长，2018 年受电子烟部件订单量下滑影响（主要因 IQOS 产品去库存及新旧换代），公司业绩有所下滑，具体来看：2017 年公司实现营业收入 32.67 亿元，同比增长 98.20%；归母净利润 9.84 亿元，同比增长 120.86%。2018 年前三季度实现收入 20.16 亿元，同比下滑 12.77%；归母净利润 6.06 亿元，同比下滑 18.79%，2018 年前三季度公司业绩有所下滑主要受核心收入贡献之一电子烟部件产品的订单量下滑影响。

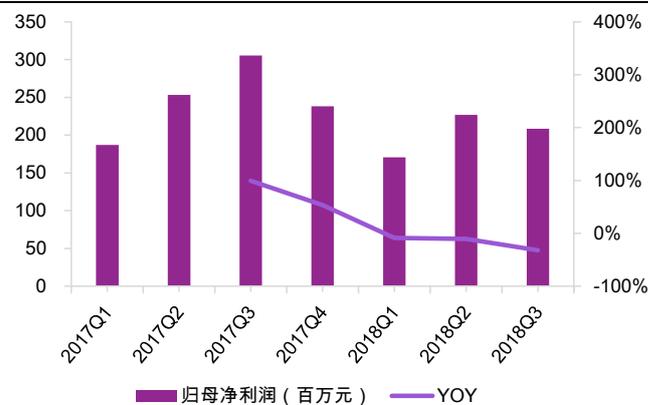
创新消费电子产品、智能控制部件为公司主要收入来源：收入结构方面，2018 年上半年公司创新消费电子产品实现收入 8.83 亿元，占公司总收入比例达到 67.59%；智能控制部件实现收入 3.37 亿元，占公司总收入比重为 25.76%；二者收入占比合计达到 93.35%，为公司核心收入来源。

图表 62：盈趣科技 18 年收入增速有所下滑（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 63：盈趣科技 18 年净利润增速有所下滑（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

PMI 电子烟产品二级供应商，将持续受益下游 IQOS 等核心产品订单放量

电子烟业务方面，公司主要产品为电子烟的精密塑胶部件（高精度注塑塑胶部件），产品所需技术水平高且定制化、自动化程度较高，实现产品的高性能要求和颜色的多样化等。产业链层面来看，公司为 PMI 电子烟产品的二级供应商，即公司电子烟部件产品直接销售给 Venture 子公司 Technocom（Technocom 为 PMI 电子烟产品的一级供应商/整机供应商），但公司的电子烟部件产品定型仍需经过 PMI 审核。

根据公司招股书数据，2017 年上半年公司电子烟部件实现收入约为 6.88 亿元（其中对 Technocom 实现销售收入 6.87 亿元），占创新消费电子产品收入的比例达到 73.17%，自 2015 年起公司电子烟部件收入占创新消费电子产品收入比例显著提升，电子烟部件产品已成为公司重要收入来源之一。

PMI 作为目前全球最大的跨国烟草企业，其对于新型烟草制品装置的功能性、质量稳定性、耐用性及外观等各方面都有极高的要求，盈趣科技凭借自身的技术研发和创新能力，高度参与电子烟部件项目合作，也正是公司综合实力的重要体现。我们认为，公司有望以 IQOS 产品为切入点，充分受益新型烟草制品行业的发展，未来电子烟部件订单有望持续放量。

关键假设：

1、收入端假设：公司为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产，在研发、技术、客户资源等方面均具有明显优势，产品附加值相对较高。我们认为随着公司核心产品订单的逐步放量，收入增速将呈现回升态势。具体来看：

1) 创新消费电子产品：公司创新消费电子产品主要包括电子烟精密塑胶部件、家用雕刻机等，其中电子烟部件收入占比较高。2018 年因 IQOS 产品去库存及新旧换代等方面影响，公司电子烟部件订单量有所下滑，因此我们预计 2018 年公司创新消费电子产品收入下滑 6%。而 2019-2020 年，随着 IQOS 出货量的回升（2018 年底 IQOS 新一代产品已完成发布），公司作为 PMI 电子烟产品的二级供应商，电子烟部件收入增速将明显回升。因此，我们预计 2019-2020 年公司创新消费电子产品收入增速将分别达到 30%、26%。

2) 智能控制部件：公司智能控制部件产品主要包括公司网络遥控器、演示器、游戏控制器、水冷散热控制系统等；产品专业性较强且技术含量较高，随着公司与下游客户合作经验的不断丰富，加上新客户的持续拓展，我们认为公司智能控制部件业务也将保持较好增长态势，预计 2018-2020 年收入增速分别为 8%、25%、22%。

2、毛利率假设：公司核心客户为国际知名企业与科技型企业，该类客户对供应商资质的要求较高，且产品技术含量高、创新性强、市场定位较高端以及定制化程度高，因此总体而言产品附加值相对较高；加上公司质量控制能力较强，成本优势较为明显；因此，我们认为公司综合毛利率总体将呈现上升态势。我们预计 2018-2020 年公司综合毛利率分别为 43.74%、45.13%、45.80%。

3、费用率假设：我们认为公司核心客户相对稳定，且费用控制能力较强，因此我们判断公司费用率总体将保持相对稳定。

图表 64：盈趣科技收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,648.41	3,267.20	3,189.19	4,086.25	5,092.06
增长率	68.13%	98.20%	-2.39%	28.13%	24.61%
毛利	693.28	1,598.86	1,394.99	1,843.96	2,332.16
毛利率	42.06%	48.94%	43.74%	45.13%	45.80%
创新消费电子产品					
收入	879.13	2,380.88	2,238.02	2,909.43	3,665.88
增长率	166.25%	170.82%	-6.00%	30.00%	26.00%
毛利	450.45	1,311.86	1,123.49	1,498.36	1,906.26
毛利率	51.24%	55.10%	50.20%	51.50%	52.00%
智能控制部件					
收入	624.15	766.86	828.21	1,035.26	1,263.02
增长率	17.33%	22.86%	8.00%	25.00%	22.00%
毛利	178.93	243.41	225.27	289.87	359.96
毛利率	28.67%	31.74%	27.20%	28.00%	28.50%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议：我们看好公司自主创新的 UDM 业务模式，在该创新性业务模式的基础上，公司创新消费电子产品、智能控制部件等订单有望持续放量，业绩增长动力较强。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.04 元、2.70 元、3.40 元，当前股价对应 PE 分别为 20X、15X、12X，公司估值低于行业平均估值水平（目前 18 年电子零部件制造板块可比公司平均估值为 21X），首次覆盖给予“增持”评级。

图表 65：盈趣科技可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002475	立讯精密	13.13	0.41	0.61	0.85	1.10	32	22	16	12
002179	中航光电	34.40	1.04	1.24	1.55	1.96	33	28	22	18
601231	环旭电子	9.51	0.60	0.65	0.81	0.94	16	15	12	10
002384	东山精密	11.30	0.33	0.70	1.04	1.43	35	16	11	8
002025	航天电器	22.77	0.73	0.87	1.07	1.32	31	26	21	17
	平均						29	21	16	13
002925	盈趣科技	41.57	2.15	2.04	2.70	3.40	19	20	15	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 19 日）

注：盈趣科技为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 66：盈趣科技盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,648.41	3,267.20	3,189.19	4,086.25	5,092.06
营业收入增 长率	68.13%	98.20%	-2.39%	28.13%	24.61%
净利润 (百万元)	445.48	983.86	936.40	1,237.86	1,559.19
净利润增长 率	170.33%	120.86%	-4.82%	32.19%	25.96%
EPS (元)	0.97	2.15	2.04	2.70	3.40
P/E	43	19	20	15	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 19 日

风险提示：客户拓展低于预期；电子烟部件等核心产品订单放量低于预期。

5.3、东风股份：立足印刷包装行业，持续布局新型烟草领域

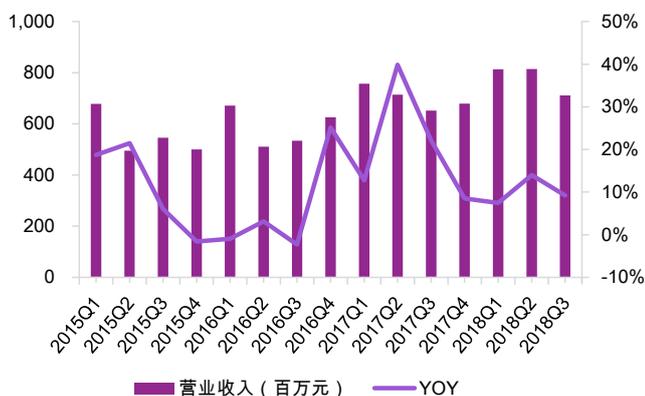
烟标行业产业链完善，印刷包装与大消费双轮驱动

公司主营烟标印刷及相关包装材料的设计、生产与销售，同时涵盖酒、药品、食品包装等中高端印刷包装产品和包装材料的研发、设计与生产。公司是国内烟标行业的领军企业，也是行业内产业链最完整的印刷包装企业之一。2017 年公司实现营业收入 28.02 亿元，同比增长 19.67%；归属母公司净利润 6.52 亿元，同比增长 15.06%。2018 年前三季度实现营业收入 23.40 亿元，同比增长 10.20%；归属于母公司的净利润 4.92 亿元，同比下降 4.91%。受国内环保政策收紧、原材料成本上升、烟草行业结构调整等多方面影响，公司 2018 年前三季度业绩表现有所下滑。

公司拥有多位优质烟草客户合作伙伴，客户资源丰富：根据《中国烟草杂志》的统计，2017 年重点品牌销售收入前五的品牌中，东风股份的服务客户有 10 个，销售收入前五的品牌中，公司服务的烟草品牌也有 10 个。公司为全国 31 个诸如“红塔山”、“黄山”的重点卷烟品牌和多个省级烟草客户提供服务。

此外，公司在保持印刷包装产业稳定发展的基础上，积极推进“印刷包装与大消费产业双轮驱动”战略，逐步布局并购基金、农业乳制品领域等，丰富公司的利润增长点，积极进行大消费产业布局。

图表 67：东风股份 18Q3 收入增速略有下降（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 68：东风股份净利润增速呈下降态势（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

增资上海绿馨，完善新型烟草制品布局

2013 年 9 月，公司公告与上海绿新、自然人龙功运先生共同出资成立上海乐馨（2014 年更名为上海绿馨），主营便携式功能性雾化器、一次性微型雾化器、电子烟器具等，上海绿馨成为上海绿新的控股子公司（上海绿新现更名为顺灏股份）。2014 年 4 月，上海绿馨与吉林烟草、延吉长白山科技、郑州烟草研究院签订四方技术合作协议，合作内容包括以低温雾化烟技术为基础，合作研究和开发长白山香烟伴侣等方面；其中上海绿馨负责对

现有低温雾化烟进行结构、部件、功能等方面优化和升级的相关技术研究、以及制备长白山香烟伴侣样品并承担研发成果的批量生产任务等方面。经过多年的研发和技术投入，上海绿馨已经积累了新型烟草制品领域的多项原创发明专利和科研成果，具有显著先发优势。

2018年9月，为进一步推进新型烟草制品的研发，东风股份与顺灏股份对上海绿馨进行增资，增资后持股比例分别维持在40%和60%，此次增资有助于加快上海绿馨新型烟草制品业务的发展，同时东风股份的参股性投资也有助于其将新型烟草制品领域的布局培育成公司未来的增长点。

关键假设：

1、收入端假设：公司为国内烟标行业领军企业，深耕烟标主业，同时极推进“印刷包装与大消费产业双轮驱动”战略，共同驱动公司收入增长。具体来看：

1) 烟标主业：烟标业务为公司最核心的收入来源。我们认为，在烟草行业逐步复苏的背景下，公司凭借深厚的客户资源及较强的综合竞争力，烟标业务有望维持较为稳定增长。我们预计2018-2020年公司烟标业务收入增速分别为11%、10%、8%。

2) 纸品业务：公司的纸品业务主要是公司向印刷产业上游延伸而布局的业务，板块的收入主要来自对联营企业广西真龙的销售。我们预计2018-2020年公司纸品业务的收入增速分别为5%、3%、3%。

2、毛利率假设：我们认为公司在烟标领域综合竞争力较强，且产业链布局完善，因而成本优势较为明显；加上下游客户相对稳定，产品定价波动相对较小。我们预计2018-2020年公司综合毛利率分别为40.19%、40.57%、40.74%。

图表 69：东风股份收入分项预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,341.64	2,802.35	3,068.68	3,323.12	3,538.74
增长率	5.51%	19.67%	9.50%	8.29%	6.49%
毛利	1,048.49	1,178.02	1,233.21	1,348.21	1,441.77
毛利率	44.78%	42.04%	40.19%	40.57%	40.74%
烟标					
收入	2,064.07	2,509.14	2,785.14	3,063.66	3,308.75
增长率	2.28%	21.56%	11.00%	10.00%	8.00%
毛利	788.93	918.66	974.80	1,078.41	1,158.06
毛利率	38.22%	36.61%	35.00%	35.20%	35.00%
纸品					
收入	464.73	500.94	525.99	541.77	558.02
增长率	-19.44%	7.79%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利	180.15	175.44	183.04	186.91	192.52
毛利率	38.77%	35.02%	34.80%	34.50%	34.50%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

盈利预测和投资建议：我们认为公司在烟标领域综合竞争力较强，加上“印刷包装与大消费产业双轮驱动”战略积极推进，业绩增长稳定性相对较强。我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.59元、0.65元、0.70元，当前

股价对应 PE 分别为 12X、11X、10X，公司估值低于行业平均估值水平（目前 18 年包装板块可比公司平均估值为 22X），首次覆盖给予“增持”评级。

图表 70：东风股份可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002191	劲嘉股份	8.09	0.38	0.48	0.58	0.69	21	17	14	12
002831	裕同科技	39.83	2.33	2.34	2.99	3.74	17	17	13	11
603429	集友股份	23.80	0.52	0.69	0.99	1.38	46	35	24	17
002803	吉宏股份	16.45	0.41	1.05	1.67	2.19	41	16	10	8
300057	万顺股份	6.40	0.18	0.26	0.40	0.56	35	24	16	11
	平均						32	22	15	12
601515	东风股份	7.16	0.59	0.59	0.65	0.70	12	12	11	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 19 日）

注：劲嘉股份、东风股份为光大证券研究所预测，其余可比公司为 Wind 一致预期。

图表 71：东风股份盈利预测

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,341.64	2,802.35	3,068.68	3,323.12	3,538.74
营业收入增 长率	5.51%	19.67%	9.50%	8.29%	6.49%
净利润 (百万元)	566.72	652.09	654.73	720.90	783.10
净利润增长 率	-23.54%	15.06%	0.40%	10.11%	8.63%
EPS (元)	0.51	0.59	0.59	0.65	0.70
P/E	14	12	12	11	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 19 日

风险提示：烟草行业景气度下滑风险；大消费领域拓展低于预期。

5.4、重点公司估值表

图表 72：重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				投资评级
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
002191	劲嘉股份	8.09	0.38	0.48	0.58	0.69	21	17	14	12	买入
002925	盈趣科技	41.57	2.15	2.04	2.70	3.40	19	20	15	12	增持
601515	东风股份	7.16	0.59	0.59	0.65	0.70	12	12	11	10	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 19 日）

6、风险分析

新型烟草制品监管政策不确定风险

从全球来看，各国对新型烟草制品的生产、销售等方面监管政策存在较大差异。而我国加热不燃烧烟草制品在国内处于禁售状态，蒸汽式电子烟尚处“三无”状态（无产品标准、无质量监管、无安全评估），虽国家对于新型烟草制品重视度逐步提升，但未来对该两大类产品如何监管仍存在较大不确定性。

产品技术突破不及预期

以加热不燃烧烟草制品为例，IQOS 已成为减害产品最具竞争力的代表，其核心技术均已获得相关专利，因此各企业在研发加热不燃烧烟草制品时均需进行技术创新，避免与 IQOS 的专利形成冲突，这在一定程度上对新型烟草制品企业的技术研发形成了一定壁垒。

行业竞争加剧风险

从全球来看，菲莫国际、英美烟草、日本烟草、帝国品牌公司四大跨国烟草企业均在新型烟草制品领域取得了一定成绩，同时也推出了代表性的产品。虽然我国是全球最大的电子烟生产制造基地，但是新型烟草制品方面自主品牌的知名度较 IQOS 等仍存在一定差距，若行业竞争进一步加剧，我国新型烟草制品相关企业或将面临更大的挑战。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com