

研究所

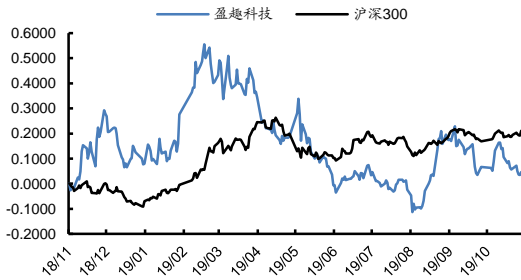
证券分析师：

范益民 S0350519100001  
fanyim01@ghzq.com.cn

## 电子烟监管升级，加热型更符合烟草发展趋势

### ——盈趣科技（002925）动态点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
盈趣科技	-1.9	7.2	10.4
沪深 300	3.6	5.5	20.1

#### 市场数据

2019-11-01

当前价格（元）	39.91
52 周价格区间（元）	32.89 - 61.62
总市值（百万）	18284.83
流通市值（百万）	6622.08
总股本（万股）	45815.16
流通股（万股）	16592.54
日均成交额（百万）	165.85
近一月换手（%）	32.24

#### 相关报告

《盈趣科技（002925）三季报点评：营收保持快速增长，IQOS 拉动毛利率提升》——  
2019-10-25

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

11月1日，国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局联合发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，要求市场各类主体不得向未成年人销售电子烟；敦促电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，电商平台及时关闭电子烟店铺并将电子烟产品及时下架，电子烟生产、销售企业或个人撤回通过互联网发布的电子烟广告。

#### 投资要点：

- 国内电子烟监管升级，蒸汽式电子烟产业将受打击：**全球电子烟类型主要分为蒸汽式和加热不燃烧式。目前我国禁止以 IQOS 为代表的加热式电子烟在国内销售，此次发布的通告主要针对蒸汽式电子烟。蒸汽式电子烟是通过电加热烟油，经过雾化器来产生烟雾达到吸食烟碱目的。国内的蒸汽式电子烟主要以电商平台为销售渠道，预计此次通告将对国内电子烟市场的发展将形成较大的负面影响。国内正强化电子烟的监管，预计很快就会出台电子烟的烟具、烟液等国家标准，而烟油的生产与销售或会统一到中烟体系。
- 加热不燃烧式可控性强，优势更明显：**与蒸汽式电子烟烟油标准不统一、添加物不可控、替代传统烟草导致税收流失不同，加热不燃烧式新型烟草其烟弹制造统一规范，烟草配方技术含量高较难仿制，加热产生的气溶胶毒性可控。我国烟草体系的研发人员正在加紧研发本土的加热不燃烧式电子烟，烟草学报等权威期刊近年陆续发布关于加热不燃烧烟草的研究成果，并主要针对主流的 IQOS、Ploom、Glo 等品牌进行分析，其主要研究内容包括加热不燃烧式工作机理、烟弹成分、气溶胶毒性、专利等。另外，国内烟草具有特定的烤烟香气特征，在香气风格和口味特征上与欧美日风格不同；国内相对封闭的烟草市场环境和烟民特定的习惯，为中烟研发适合本土烟民的加热不燃烧型烟草争取时间。
- 给予“买入”评级。**我们更看好符合烟草发展方向的加热不燃烧式新型烟草，盈趣科技为全球最大的烟草公司菲莫国际旗下 IQOS 提供烟具零部件，将更受益于烟草行业向减害及低风险方向革命。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 37.3 亿元、49.8 亿元、64.3 亿元，归母净利润分别为 9.85 亿元、13.22 亿元、17.14 亿元，对应当前股价，动态 PE 分别为 19、14、11 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示:** 烟草消费国对加热型烟草准入政策变化风险; 家用雕刻机等产品出口美国将受中美经贸谈判走向影响; 国内消费不振影响自有品牌开拓国内市场等。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2779	3730	4980	6425
增长率(%)	16%	34%	33%	29%
归母净利润(百万元)	814	985	1322	1714
增长率(%)	16%	21%	34%	30%
摊薄每股收益(元)	1.77	2.15	2.89	3.74
ROE(%)	21.71%	22.94%	26.31%	28.71%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：盈趣科技盈利预测表

证券代码:	002925.SZ				股价:	39.91	投资评级:	买入	日期:	2019-11-01
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	22%	23%	26%	29%	EPS	1.77	2.15	2.89	3.74	
毛利率	43%	39%	40%	40%	BVPS	8.12	9.32	10.91	12.98	
期间费率	5%	10%	10%	10%	<b>估值</b>					
销售净利率	29%	26%	27%	27%	P/E	22.49	18.56	13.83	10.66	
<b>成长能力</b>					P/B	4.92	4.28	3.66	3.08	
收入增长率	16%	34%	33%	29%	P/S	6.59	4.90	3.67	2.84	
利润增长率	16%	21%	34%	30%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.59	0.67	0.76	0.82	<b>营业收入</b>	<b>2779</b>	<b>3730</b>	<b>4980</b>	<b>6425</b>	
应收账款周转率	3.48	3.65	3.65	3.65	营业成本	1583	2264	3009	3858	
存货周转率	4.75	5.21	5.21	5.21	营业税金及附加	24	30	40	51	
<b>偿债能力</b>					销售费用	48	52	65	77	
资产负债率	21%	22%	23%	23%	管理费用	119	373	493	630	
流动比	4.40	4.11	4.03	4.04	财务费用	(43)	(90)	(109)	(134)	
速动比	4.02	3.72	3.62	3.60	其他费用/(-收入)	28	38	49	45	
					<b>营业利润</b>	<b>919</b>	<b>1139</b>	<b>1531</b>	<b>1987</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业外净收支	6	6	6	6	
现金及现金等价物	1077	2491	3020	3715	<b>利润总额</b>	<b>925</b>	<b>1145</b>	<b>1537</b>	<b>1993</b>	
应收款项	798	1022	1364	1760	所得税费用	113	160	215	279	
存货净额	333	440	585	750	<b>净利润</b>	<b>812</b>	<b>985</b>	<b>1322</b>	<b>1714</b>	
其他流动资产	1682	746	747	771	少数股东损益	(2)	0	0	0	
<b>流动资产合计</b>	<b>3891</b>	<b>4699</b>	<b>5716</b>	<b>6996</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>814</b>	<b>985</b>	<b>1322</b>	<b>1714</b>	
固定资产	246	315	376	409						
在建工程	244	174	104	54	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
无形资产及其他	45	40	38	36	<b>经营活动现金流</b>	<b>736</b>	<b>1881</b>	<b>1150</b>	<b>1492</b>	
长期股权投资	7	7	7	7	净利润	812	985	1322	1714	
<b>资产总计</b>	<b>4727</b>	<b>5530</b>	<b>6535</b>	<b>7796</b>	少数股东权益	(2)	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	37	33	41	49	
应付款项	564	817	1086	1392	公允价值变动	(0)	0	0	0	
预收帐款	14	19	26	33	营运资金变动	(112)	347	(764)	(899)	
其他流动负债	307	307	307	307	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1625)</b>	<b>1</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>885</b>	<b>1143</b>	<b>1419</b>	<b>1733</b>	资本支出	(241)	1	9	17	
长期借款及应付债券	3	3	3	3	长期投资	(0)	0	0	0	
其他长期负债	91	91	91	91	其他	(1383)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2302</b>	<b>(441)</b>	<b>(591)</b>	<b>(767)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>979</b>	<b>1237</b>	<b>1513</b>	<b>1827</b>	债务融资	3	0	0	0	
股本	459	458	458	458	权益融资	1708	0	0	0	
股东权益	3748	4293	5023	5970	其它	592	(441)	(591)	(767)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4727</b>	<b>5530</b>	<b>6535</b>	<b>7796</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1413</b>	<b>1441</b>	<b>568</b>	<b>742</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【机械组介绍】

范益民，上海交通大学工学硕士，5年工控自动化产业经历，4年机械行业研究经验，目前主要负责机械行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

范益民，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。