

乘风破浪，电子烟行业蓄势待发

——电子烟行业深度报告

行业深度

◆ **电子烟，席卷全球的新型烟草消费。**近年电子烟被认为是相对健康、环保的传统烟草替代品而在全球范围越来越流行，市场体量从2010年的10.6亿美元成长至2019年的200亿美元，CAGR34%，2019年全球烟草市场约8000亿美元，电子烟作为更加健康的替代品，渗透率仅2.5%，仍有较大成长空间。目前主要的电子烟产品是雾化小烟和加热不燃烧（HNB），我们推算分别占市场份额的50%和25%。

◆ **政策监管+产品升级催化行业良性成长。**由于电子烟是新兴产品，政策监管对行业发展起到重要作用，近期FDA通过IQOS作为改良风险烟草产品的审核便是行业发展的转折点。政策监管之外，行业的发展更多还是依赖于产品技术升级的催化，如JUUL尼古丁盐的推出、加热不燃烧IQOS面世，麦克韦尔的陶瓷加热技术。

◆ **蒸汽烟：市场化赛道，中美市场规模远期接近2000亿元，产品升级&技术迭代对行业成长更加关键**

1) 蒸汽烟在欧美快速发展，2019年美国市场销售额88亿美元，同比29.4%。2017年JUUL首次在电子烟中使用烟叶的尼古丁盐，同时也打破了传统烟草巨头集中的竞争格局，之后JUUL一枝独秀，市占率最高接近80%。

我们推断中国蒸汽烟市场规模约13亿美元，仍处于发展早期，具备发展潜力。

2) 陶瓷雾化芯正在成为促进小烟发展的第二个催化剂。蒸汽烟核心环节包括电池、雾化器及烟油；由于雾化器性能的优劣直接影响电子烟烟液的雾化效果，成为影响产品适口性的重要环节。

◆ **加热不燃烧：市场潜力巨大，未来的成长取决于监管，产品壁垒更高。**

1) IQOS助热加热不燃烧市场，由于HNB口感近似真烟同时减少有害物质，得到烟民的青睐。在FDA通过IQOS的MRTP认证后，美国市场迎来HNB的发展；中国市场尚未放开，但是潜力巨大，即使仅10%的渗透率，都可以打开薄片与香精香料分别100亿及40亿的市场。

2) HNB产品技术壁垒更高，需要完美匹配烟草薄片与电加热器，结合了电子科技研发及传统烟草工艺。传统烟草巨头在研发方面具备烟草工艺理解和资金及营销投入的优势。

◆ **投资建议：**电子烟目前渗透率较低，成长空间较大，给予行业“买入”评级。产业链投资方面，我们认为关注两条主线：1) 蒸汽烟产业链具备技术领先的公司，推荐全球蒸汽烟代工龙头**思摩尔国际**、持有思摩尔33%股份&电子烟锂电池供应商**亿纬锂能**；2) 受益于未来中美市场放开的HNB产业链公司，推荐**盈趣科技**，关注**劲嘉股份**、**华宝国际**、**华宝股份**、**集友股份**、**赣锋锂业**以及**赢合科技**等。

◆ **风险分析：**政府监管存在不确定性，存在限制蒸汽烟和加热不燃烧的可能

证券代码	公司名称	股价(元/港元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
6969.HK	思摩尔国际	37.5	0.43	0.49	0.73	78	69	46	买入
300014	亿纬锂能	56.08	1.57	1.19	1.67	36	47	34	买入
002925	盈趣科技	59.55	2.13	2.44	2.92	21	24	20	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年7月24日

注：思摩尔国际股价为港元，PE按照1港元=0.9人民币兑换

电子烟行业： 买入（首次）

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebsec.com

朱悦 (执业证书编号：S0930520010001)

021-52523798

zhuyue@ebsec.com

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

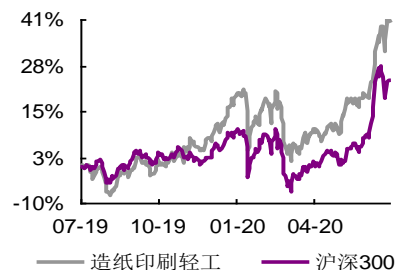
wangwei2016@ebsec.com

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)

021-52523850

mars@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

随着思摩尔国际的上市，FDA 通过 IQOS 的 MRTP（改良风险烟草产品审核），电子烟板块投资关注度显著提升。我们认为电子烟产业链发展空间较大，投资机会众多。因此，本文也系统地梳理电子烟两条主要的产业链，并在产业链特色对应的投资侧重点方面做了梳理。

我们区别于市场的观点

因为电子烟市场空间大，市场已经对这个板块关注度较高。由于行业是烟草范畴内的新兴产业，发展处于早期，我们认为行业的发展会受到政府政策的制约，同时也离不开产品与技术的迭代，电子烟之前每一轮的“引爆”也都是技术提升，提高消费者抽吸体验带来的。

立足于这个时间点，我们仍然看好电子烟板块：一方面，2019 年电子烟全球市场体量近 200 亿美元，而烟草行业达到 8000 亿美元，天花板非常高；另一方面，我们认为，电子烟产业跌宕起伏、乘风破浪地发展到今天，经历过很多负面新闻带来的对电子烟产品的曲解，近期 FDA 通过 IQOS 作为改良风险烟草产品的审核（MRTP），有望成为行业发展的转折点，电子烟行业有望迎来政策良性监管下发展的春天。

我们判断，FDA 通过 IQOS 的 MRTP 检测只是一个开端，未来两年市场有望迎来更多政策方面的催化剂，包括中国市场对于加热不燃烧板块的开放，也包括蒸汽烟企业逐步通过 FDA 的 PMTA 检测，这些都将驱动行业走向更加光明的发展轨迹。

由于电子烟产业包括两个细分赛道，蒸汽烟和加热不燃烧，我们认为围绕着两个赛道应该从投资角度做出一定的区分：

1) 蒸汽烟更加市场化，技术壁垒便是成长最好的护城河。美国是目前蒸汽烟行业最核心的市场，中国市场正在成长，政府监管也在驱动行业良性发展；在 PMTA 政策下，行业龙头公司具备先发优势。并且蒸汽烟与传统香烟形态不同，行业竞争更加市场化，技术创新和产品迭代是促使行业快速增长的重要驱动力，目前具备产业链核心技术的公司有望实现长足的发展。

2) 加热不燃烧（HNB）由于口感近似真烟，受到烟民青睐，政策影响更大。由于 HNB 技术壁垒更高，需要烟叶薄片与电加热器达到完美的组合才可以完成低温燃烧。但是由于 HNB 需要具备烟叶生产工艺积累，主要参与者仍将集中于传统烟草巨头。HNB 产业链最值得聚焦的是**中国市场**，政策明确后有望助热一轮行情。

投资观点

电子烟目前渗透率较低，未来成长空间较大，给予行业“买入”评级。产业链投资方面，我们认为关注两条主线：1) 蒸汽烟产业链具备技术领先的公司，推荐**思摩尔国际、亿纬锂能**；2) 受益于未来中美市场放开的 HNB 产业链公司，推荐**盈趣科技**，关注**劲嘉股份、华宝国际、华宝股份、集友股份、赣锋锂业以及赢合科技**等。

目 录

1、 电子烟：席卷全球的新型烟草消费.....	4
2、 从小众走向大众，新型烟草行业快速发展.....	5
2.1、 政策监管+产品升级催化行业良性增长.....	6
2.2、 蒸汽烟：尼古丁盐催化小烟崛起.....	8
2.3、 加热不燃烧：市场潜力大，等待监管进一步明确.....	11
3、 冉冉升起的电子烟市场，谁掌握主导权.....	14
3.1、 产品为上，目前蒸汽烟的核心在于雾化器.....	14
3.2、 加热不燃烧：近似真烟，技术门槛更高.....	16
4、 投资建议.....	17
4.1、 行业判断及投资机会.....	17
4.2、 重点公司覆盖：思摩尔国际.....	19
4.3、 重点公司跟踪：亿纬锂能.....	25
4.4、 重点公司跟踪：盈趣科技.....	27
5、 风险分析.....	29

1、电子烟：席卷全球的新型烟草消费

电子烟是一种模仿卷烟的电子产品，在生理上(提供尼古丁)和物理习惯上(模仿吸烟动作，烟雾等)都与吸烟行为相近，它是通过雾化、加热等手段，将尼古丁等变成蒸汽后，让用户吸食的一种产品，主要具备几个特点：

- 不燃烧，极大减少了因燃烧产生的焦油和其他有害成分
- 无二手烟，不会对公共环境和他人健康产生影响
- 含烟草成分，一定程度上满足烟民的生理需要，并且可以根据烟油烟碱含量设置不同的规格。

目前市场上主流的新型烟草产品主要有**蒸汽型电子烟（包括开放式和封闭式）**和**加热不燃烧电子烟**，两者在产品**设计、用户体验、监管政策**等方面存在较大差异：

- **蒸汽型电子烟**：通过加热液体产生供吸食者吸气的气溶胶，由吸食者吸入口腔从而达到吸烟的目的，其中的液体称为烟油，通常由尼古丁、丙二醇、甘油和调味剂制成。
- **加热不燃烧电子烟（HNB）**：和传统烟草原料一样，采用加热烟草的形式产生可供吸食的烟雾，其本质是一种烟草产品，只是通过温度控制使得烟草能够产生烟雾而不达到燃烧的状态。

图 1：开放式电子雾化设备



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

图 2：加热不燃烧电子烟



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

传统烟草通过燃烧之后会产生焦油、尼古丁、酚类、醇类、酸类、醛类等超过 4000 多种对人体有害的有毒物质。并且燃烧香烟和吸食香烟之后吐出来的二手烟刺激性气味很强，含有很多有害物质，对周围人的健康会造成很大的危害。电子烟被认为是相对健康、环保的传统烟草替代品，对吸烟者的健康以及对他人的影响较小，近年在全球范围内越来越流行。

表 1：传统烟草和新型烟草对比

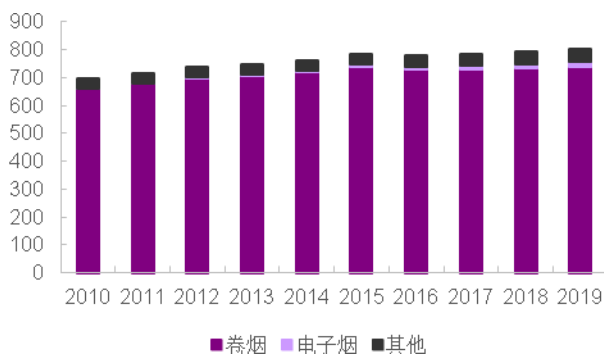
	传统烟草	蒸汽型电子烟	加热不燃烧电子烟
原理	烟草直接燃烧	蒸汽烟油	加热烟草产生烟雾但是不燃烧的状态
成分	烟草、烟纸和助燃剂	甘油、丙二醇、调和香精	烟草、甘油、丙二醇、调和香精
使用次数	一次性	多次	更换烟弹
气味	重	重	较轻
便携性	便携	小烟便携，大烟不便携	便携
释放物	/	传统烟草的 8%	传统烟草的 5%
细胞毒素	/	传统烟草的 9%	传统烟草的 14%
尼古丁含量	高	由烟油决定，可以无尼古丁添加	低
烟焦油含量	高	无	低
致癌物	高	不明	无
对他人影响	产生二手烟，影响健康	影响较低	影响较低
价格	价格不等	价格较低	价格较高

资料来源：中华烟草网，光大证券研究所整理

2、从小众走向大众，新型烟草行业快速发展

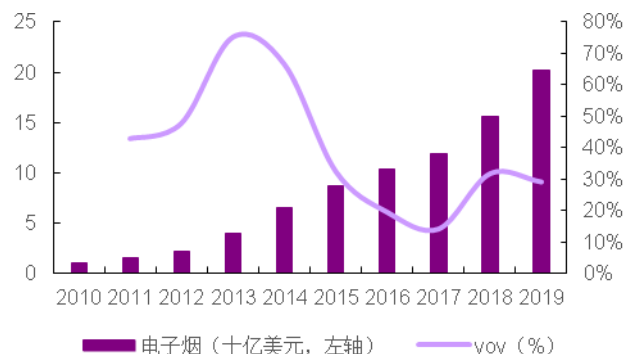
由于传统烟草对身体的伤害，2012 年开始受全球控烟活动的影响，传统烟草行业发展乏力。与此同时，电子烟发展迅速，其中蒸汽式电子烟销售额由 2010 年 10 亿美元增长至 2019 年约 200 亿美元，2019 年在全球烟草销售份额中约达 2.5%；2017-2019 年电子烟市场销售额复合增长率达到 25%，如果全球渗透率达到 10%，市场规模可达 800 亿美元。

图 3：全球烟草行业市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

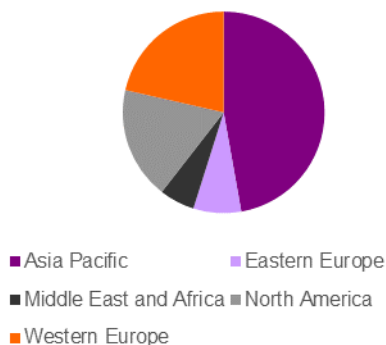
图 4：全球电子烟市场规模



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

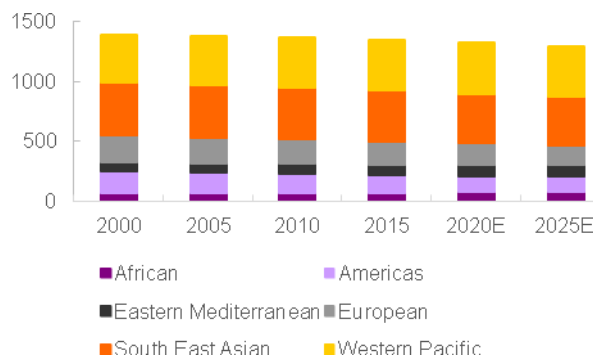
从区域来看，东亚、北美和西欧是主要的传统烟草市场，并且吸烟人群来说，中国与美国人数较多，也是电子烟目前发展的主流市场。

图 5：传统烟草行业的区域分布（2019）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

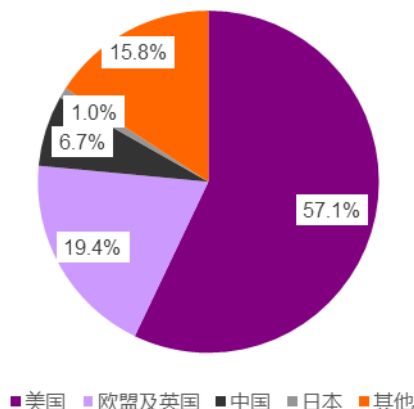
图 6：各国吸烟人口数量（单位：百万人）



资料来源：世界卫生组织预测，光大证券研究所

中国占据电子烟生产端的 90%，美国占据电子烟消费端的 57%。根据智研咨询 2016 年数据，中国电子烟产量占到全球 90%，其中深圳占到全国的 60%。而美国因为吸雾化气文化发展较早，目前是最大的电子烟消费国，2019 年销售额占全球电子烟消费的 57%。

图 7：2019 年各国际及地区电子烟市场消费额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

2.1、政策监管+产品升级催化行业良性增长

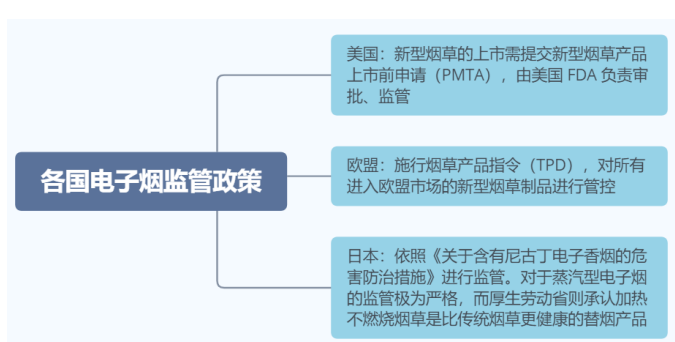
自 2004 年问世来，电子烟以减害概念吸引消费人群，市场规模不断扩大。我们认为，电子烟行业过去的发展过程主要的催化剂是政策与产品。

1) 各国对电子烟的政策监管对行业发展产生较大的影响，目前来看，全球各国的监管整体趋严，但是与此同时也在逐步认可电子烟对于传统烟草的替代。

在禁烟活动中，电子烟作为较好的替代品得到推广，并且在发展早期时行业监管宽松，这也一定程度上促进了行业的快速发展。但是在发展过程中，电子烟也因为一些负面的事件引发监管部门的重视，包括产品安全性、购买渠道合法性等。美国也因为电子烟致死的负面报道（后澄清）限制了换弹式电子烟薄荷醇和烟草以外的口味（一次性小烟不限制）。

故而，来自监管机构的认可对行业的发展起到至关重要的作用。2020年7月8日，据FDA官网和菲莫国际官网显示，菲莫旗下加热不燃烧产品IQOS正式通过了FDA作为改良风险烟草产品(MRTP)进行销售的审核，将正式作为减害产品在美国上市销售。在监管趋严的行业背景下，已经布局电子烟公司的先发优势尤为明显。

图8：各国对电子烟的监管



资料来源：蒸汽联，光大证券研究所

图9：IQOS通过FDA作为MRTP进行销售



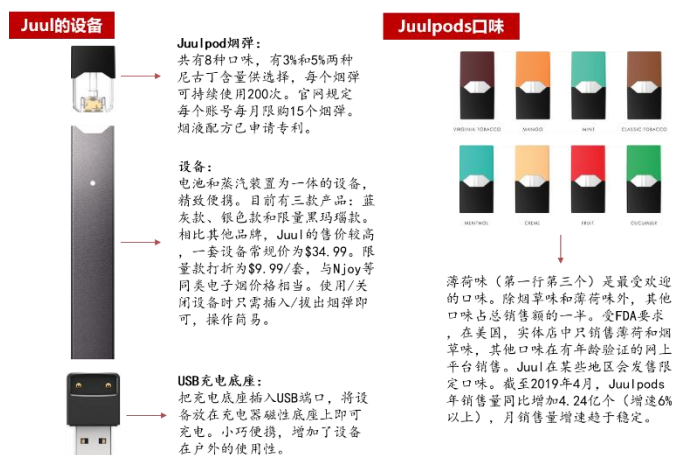
资料来源：菲莫国际官网，光大证券研究所

2) 是产品，也更是技术。得益于Vape推广蒸汽电子烟，JUUL推广便携式小烟，烟草巨头菲莫国际推出加热不燃烧IQOS，引领市场潮流。

电子烟发展可追溯到1963年，但是行业的“引爆”却是在近几年，我们认为和优质产品的推出分不开，产品畅销的背后更是技术。消费者选择电子烟的初衷都是因为健康，但是同时也期待保留传统烟草的口感。近年核心产品变革主要包括JUUL尼古丁盐的推出及加热不燃烧IQOS面世，也包括麦克韦尔的陶瓷加热技术。

➤ JUUL封闭式小烟，助热美国蒸汽式小烟行情。2017年JUUL首次在电子烟中使用烟叶的尼古丁盐，降低尼古丁溶液的PH值，减少使用过程中对喉咙的刺激，提升电子烟的雾化口感，替代了传统的大体积设备烟具，增强产品的便携性和潮流性，助热了美国蒸汽式小烟行情。2018年JUUL的电子烟份额最高接近80%。

图10：JUUL的产品设备情况

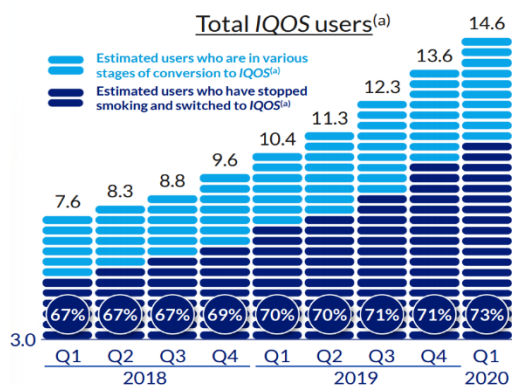


资料来源：JUUL官网，光大证券研究所

- **IQOS 助热加热不燃烧 (HNB) 市场。**2014 年, PMI (菲莫国际) 公司研发 IQOS 系列产品, 在日本很快走红。IQOS 受欢迎主要在于保留了传统香烟的外观和体验, 口感近似真烟, 容易起到替烟的效果。根据 PMI 官网, 截至 2020Q1, IQOS 共有 1460 万用户, 同比增长 44%。

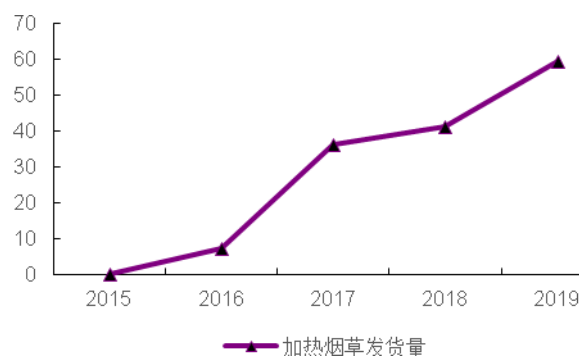
后续英美烟草推出 glo, 日本烟草推出 Ploom tech 参与加热不燃烧市场竞争, 但是由于 IQOS 适口性更好, 市场更受欢迎。

图 11: IQOS 用户数量持续提升 (单位: 百万人)



资料来源: PMI investor information, 光大证券研究所

图 12: PMI 加热不燃烧烟草发货量 (单位: 十亿支)

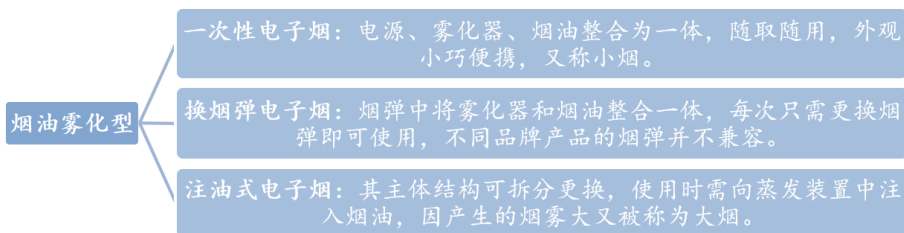


资料来源: PMI 年报, 光大证券研究所

2.2、蒸汽烟: 尼古丁盐催化小烟崛起

蒸汽型电子烟高速发展, 欧美渗透率高。近年蒸汽烟迎来快速增长行情, 2014-2019 年复合增长率超过 20%。其中, 欧美蒸汽烟市场开发较早, 渗透率较高, 其中欧洲市场更偏好大烟, 美国市场偏好小烟。

图 13: 蒸汽式电子烟的细分品类



资料来源: 烟草在线, 光大证券研究所

美国是全球最大的蒸汽烟市场, 封闭式小烟崛起。2019 年美国蒸汽电子烟的销售额约为 88.4 亿美元, 同比增长 29%。市场的增长源于小烟产品的推出及技术的升级, 包括 JUUL 尼古丁盐以及思摩尔 FEELM 陶瓷技术。

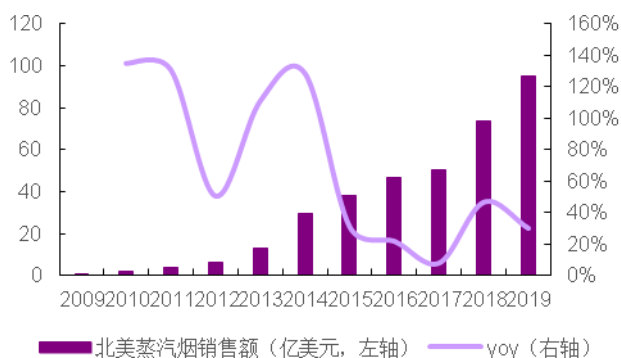
蒸汽烟的市场份额向技术和产品品牌集中。2017 年以前, 电子烟市场相对集中, 主要份额在 Vuse (雷诺, 后被英美烟草收购)、Blu (帝国烟草)、Logic (日本烟草)、Markten (菲莫美国) 四家。之后 JUUL 凭借尼古丁盐一枝独秀, 市场份额超过 70%, 2019 年之后 Njoy 和 BAT 凭借思摩尔的陶瓷芯技术也实现快速成长。

表 2：主要烟草公司的新型烟草布局及代工厂

公司	品牌	代工厂
奥驰亚 (NuMark)	MarkTen, IQOS Green Smoke	麦克韦尔 Kimree
雷诺美国	VUSE Revo (停产)	Tobaccoville 麦克韦尔
帝国烟草	Puritane, Blu	First Union
英美烟草	Vype, Voke	麦克韦尔
日本烟草	Logic, E-Lites Ploom	麦克韦尔 Eson

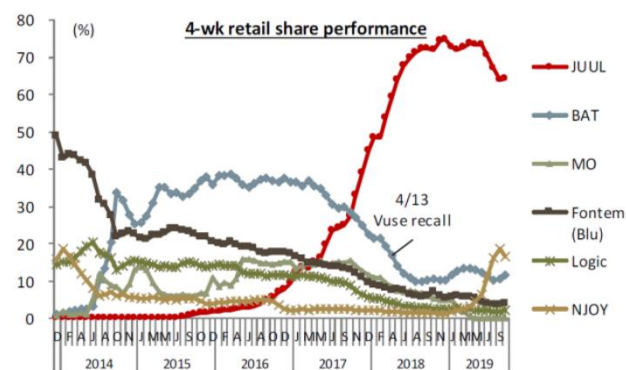
资料来源：百强网，光大证券研究所

图 14：北美蒸汽烟市场规模及增速



资料来源：世界烟草发展报告，光大证券研究所

图 15：美国各电子烟公司在市场份额变化



资料来源：尼尔森数据，光大证券研究所

蒸汽烟未来的成长空间？ 我们认为，蒸汽烟是新型烟草的优质替代品，其中从口味偏好来看，美国和中国都有望成为较好的培育市场。未来的成长性主要取决于两地的政策和产品口感是否可以持续升级。结合中美市场目前情况，我们认为蒸汽烟市场可达 2000 亿元（人民币）。

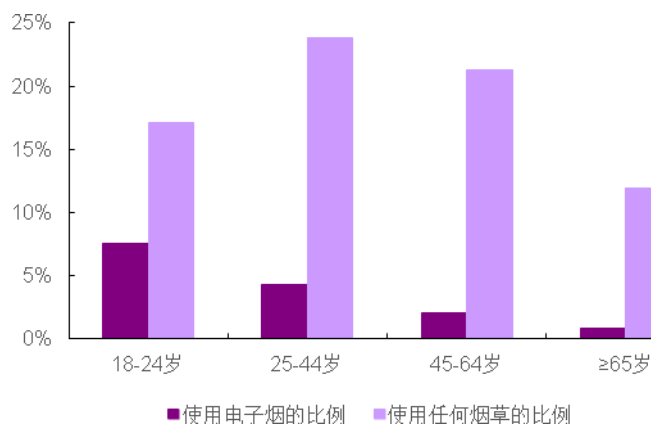
- **美国 2019 年蒸汽烟渗透率约 12%（销售额口径），且市场有很大的成长空间，市场空间有望超过 220 亿美元，并且在强监管下，龙头先发优势明显。**

根据尼尔森数据，2019 年美国烟草市场规模约 733 亿美元，传统烟草约 622 亿美元，电子烟约 88 亿美元。

如果电子烟的市场渗透率达到 30%，电子烟有望达到 220 亿美元。

美国电子烟监管加强。FDA 规定，所有被视为新型烟草的制品必须获得 PMTA 许可才可以上市销售，递交材料的截止日期为 2020 年 9 月 9 日，其中 2016 年 8 月 8 日前上市的产品可在 2020 年 9 月 9 日前继续销售，其他产品则禁止在获得许可前销售。政策监管提高了准入门槛，行业先发优势明显。

图 16: 美国各个人群分类下尝试电子烟的比例 (2018 年)



资料来源: CDC, 光大证券研究所

- 根据弗若斯特沙利文数据推算, 2019 年中国蒸汽烟市场规模仅约 13 亿美元。但是中国吸烟人数约 3 亿人, 蒸汽烟市场具有较大成长空间。中国对蒸汽烟的监管偏早期, 所以终端品牌较多, 产品杂乱, 目前有趋严的迹象, 将有利于优质品牌及供应商。

我们测算空间可超 800 亿元。中国目前蒸汽烟消费占比较低, 随着年轻人对蒸汽烟的接受, 以及头部公司积极进行店铺扩张, 如头部品牌悦刻线下开店已达 2000 家, 蒸汽烟的渗透率有望提升。可换弹小烟以悦刻为例, 烟弹 100 元 3 个, 使用一周, 烟杆 200 元, 使用一年, 假设国内渗透率 5%, 中国蒸汽烟潜在市场空间 810 亿元。

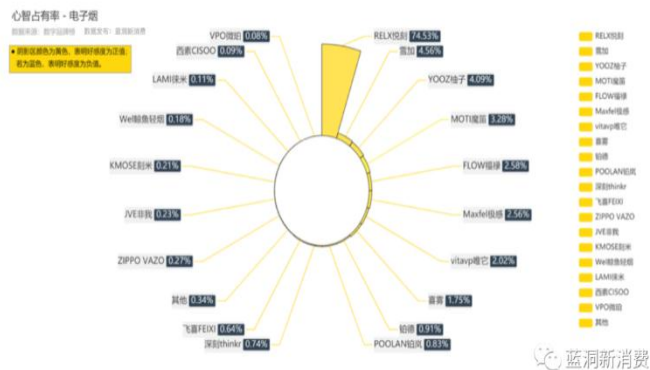
中国监管趋严且刚刚开始, 行业有望良性增长。为避免青少年吸烟, 2019 年两部门通告限制互联网销售电子烟, 并且监管边际趋严。

表 3: 中国电子烟相关政策

时间	中国电子烟管理政策
2017 年 11 月	电子烟雾化类器具产品通用规范, 从质量安全方面对电子烟雾化类器具进行规范
2018 年 8 月	国家烟草专卖局通告禁止向未成年人出售电子烟
2019 年 11 月	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。
2020 年 7 月	开展互联网电子烟信息全面清理。防止改头换面、变相销售。开展电子烟实体店全面检查。开展电子烟自动售卖机等新型渠道全面检查。

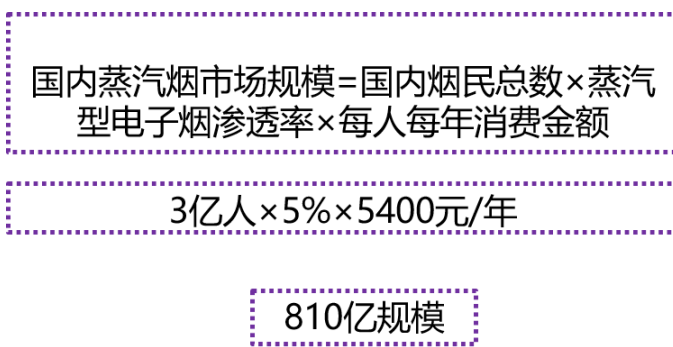
资料来源: 中国烟草, 光大证券研究所

图 17：中国电子烟品牌（2020Q2）



资料来源：蓝洞新消费，光大证券研究所

图 18：中国蒸汽烟潜在市场规模 810 亿元



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所测算

2.3、加热不燃烧：市场潜力大，等待监管进一步明确

2014 年，菲莫国际推出 IQOS 加热不燃烧电子烟，是电子烟产品进程的一个里程碑，甚至很多消费者就把 IQOS 和加热不燃烧 (HNB) 划上等号。

2.3.1、各国监管不一，区域发展不均衡，中国&美国市场值得关注

加热不燃烧市场的打开仍然取决于政策监管。全球主要的烟草消费市场包括中国、美国、日本、欧洲，各地监管态度不一也导致目前加热不燃烧市场发展不均衡：

- 1) 日本：严格监管蒸汽型电子烟，但是承认加热不燃烧烟草是一个比传统烟草更健康的替烟产品，《健康促进法》也将 HNB 烟草排除在公共场所禁烟的范围之外。
- 2) 欧洲：监管成熟，政府支持电子烟，蒸汽烟和加热不燃烧产品都得到了发展，英国是欧洲电子烟发展最好的国家。2013 年，英国公共卫生部宣布将电子烟作为药品监管，2014 年欧盟颁布 TPD 烟草指令，规定电子烟细节，随后，国际烟草巨头纷纷进入市场布局电子烟。
- 3) 美国：FDA 批准 IQOS 进入美国市场，是对加热不燃烧产品上市的第一次批准。
- 4) 中国：目前不能合法销售，但是迎来试点。2020 年 6 月 18 日，四川中烟在成都新开了品牌“功夫”，目前仅做体验。

图 19: 四川中烟“功夫”品牌体验店

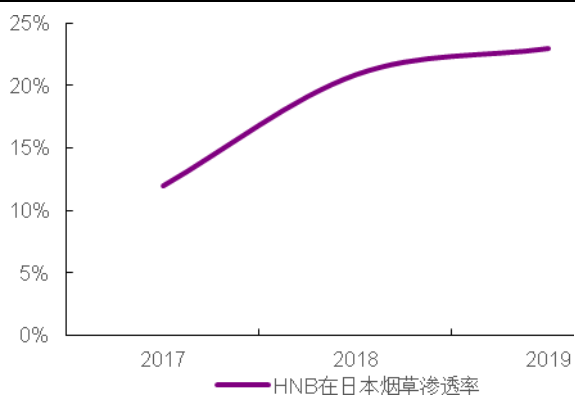


资料来源: 蓝洞新消费, 光大证券研究所

2.3.2、借鉴日本市场，良好监管下，产品为王

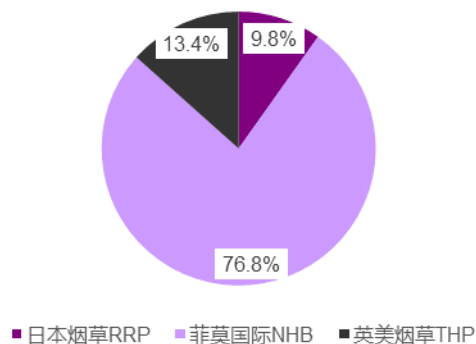
日本是全球最大的加热不燃烧烟草市场，2019 年加热不燃烧产品占烟草市场的比例达到 23%。IQOS 于 2016 年在日本推行发售大获成功，由于日本政府限制带有尼古丁的蒸汽烟销售，加热不燃烧产品近年实现了快速增长。

图 20: HNB 在日本烟草渗透率



资料来源: 日本烟草, 光大证券研究所

图 21: 各品牌在日本 HNB 市场占有率 (2019 年)

资料来源: 日本烟草&英美烟草&菲莫国际年报, 光大证券研究所
注: 英美烟草数据根据公司全球发货数据倒推

从日本 HNB 行业格局来看，菲莫国际的 IQOS 一直一枝独秀，我们认为，这还是与产品有关。根据菲莫国际官网，公司在 IQOS 研发投入累计超过 72 亿美元，10 余年的研发投入锻造的电加热器和完美匹配的再造烟叶(烟草薄片)，使得产品不仅仅是电子科技类研发，更是包含了大量传统烟草的工艺以及大量烟气的分析论证。

IQOS 通过较低的加热温度 (350° 以下)，有害的化学物质显著降低，同时保留了真烟的击喉感，受到希望抽烟并减害的烟民青睐。

图 22：日本三大加热不燃烧品牌主要竞品

	IQOS 2.4 PLUS	IQOS 3	IQOS 3 MULTI
菲莫国际 IQOS			
	售价为5400日元（50美元），加热不燃烧第一代开创性产品	售价为8298日元（77美元），运用最新加热控制技术，人体工学与压缩设计使得携带更加便利	售价为6444日元（60美元），连抽一体机可以连续吸抽，加热时间更短
日本烟草 PLOM	Ploom Tech	Ploom Tech+	Ploom S
			
	售价为2140日元（20美元），减害效果高达99%，口味清淡	售价为3300日元（31美元），减害效果高达99%，口味较Ploom Tech更为浓厚	售价为2200日元（20美元），减害效果90%，较Ploom Tech系列更加近似真烟 EVIUS的口味
英美国际 Glo	Glo FUSE	Glo Hyper	
			
	售价为5980日元（56美元），不需要直接加热或燃烧烟叶，就能够产生天然的烟草香味，健康安全	售价为3580日元（33美元），加热速率快，搭配新的Neo dem i-sm 系列以获得更高的味觉体验	

注：以2020年7月17日实时汇率汇率换算，1日元=0.00934143美元

资料来源：亚马逊官网，光大证券研究所

加热不燃烧未来的市场空间？ 美国刚刚放开，中国潜力最大，两个核心市场都是从0到1；借鉴日本市场定价，HNB烟弹与传统烟草价格相近，中国传统烟草市场规模超万亿，意味着哪怕渗透率只有10%，加热不燃烧也是一个千亿级别的市场。

➤ **FDA 通过 IQOS 减害认证，美国 HNB 市场有望成长，直接利好 IQOS 订单。**

➤ **中国市场潜力最大。** 中国烟民基数大，且对口味依赖度高，HNB 产品将成为传统烟草较好的减害替代品。目前国内市场加热不燃烧产品不具备合法性，但是未来市场开放是大势所趋。我们预计烟弹将由中烟主导研发生产，烟具外协生产，假设 HNB 渗透率 10%：

1) 烟具市场规模可达 $3 \text{ 亿} * 10\% * 200 \text{ 元} = 60 \text{ 亿元}$ ；

2) HNB 薄片市场规模可达 100 亿元，利润率高：中烟烟草产量约 4700 万大箱，HNB 薄片约 13 kg/大箱，目前进口价格约 500 元/kg，国产替代品有望达到 150 元/kg，对应市场近 100 亿元；同时薄片的生产成本较低，利润率高。

3) HNB 香精香料市场。由于加热不燃烧需要更多的香精香料维持吸烟体验，单支 HNB 烟弹香精香料添加量有望达到传统烟草的 5 倍，传统香精香料市场约 40 亿元，HNB 香精香料市场在 10% 渗透率下可达 20 亿。

表 4：中国 HNB 产业链规模测算（单位：亿元）

渗透率	烟具	HNB 薄片市场	HNB 香精香料市场
10%	60	92	20
25%	150	229	50
50%	300	458	100

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

3、冉冉兴起的电子烟市场，谁掌握主导权

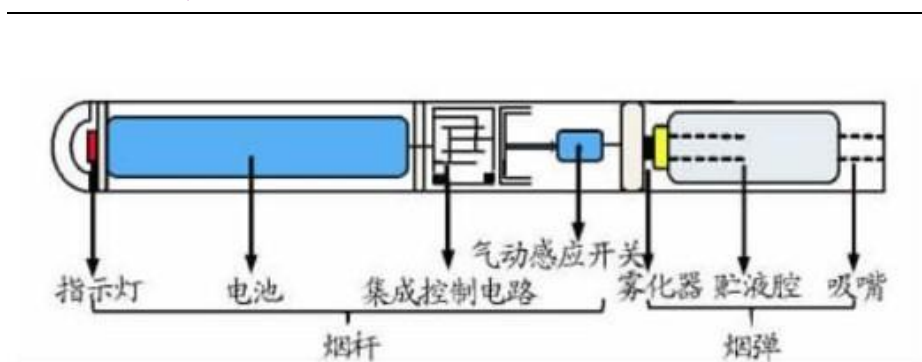
3.1、产品为上，目前蒸汽烟的核心在于雾化器

近年在中美蒸汽烟市场上炙手可热的是小烟品牌 JUUL 和 RELX，这两个成功案例告诉我们蒸汽烟发展的核心还是在于产品技术升级及抽吸的改善。JUUL 的黑科技是尼古丁盐，RELX 的黑科技则是雾化器麦克韦尔。

蒸汽烟产业链基本可以划分为上游原材料供应商、中游制造&品牌商以及下游渠道商三个环节：

- 1) 上游原材料环节的黑科技集中于电池、雾化器和烟油，核心在于雾化器。

图 23：蒸汽烟产品结构图



资料来源：热知识，光大证券研究所

- **电池**：电池涉及到产品的稳定性，主要采用的是钢壳 18650 和软包 18650 锂电池两种，国内普遍倍率的钢壳 18650 制造工艺已经很成熟，但是高倍率 18650 电池还有一定的技术难度；
- **雾化器**：蒸汽烟的核心，性能的优劣直接影响电子烟烟液的雾化效果、气溶胶特性、功效与安全性，也是国内外电子烟厂商布局的重中之重。目前主流的是棉花以及陶瓷两种解决方案。

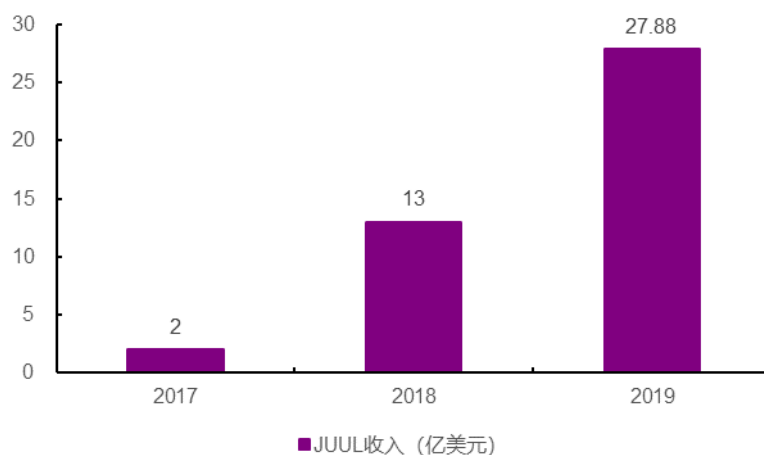
表 5：蒸汽雾化器对比

	棉芯	陶瓷
烟油味道的还原度	高	低
安全性（是否糊芯）	高（否）	低（是）
表现（功率）稳定性	低	高
细腻程度	低	高
耐用性	低	高
是否易于清洁	否	是

资料来源：中国香烟网，光大证券研究所

- **烟油**：JUUL 的尼古丁盐颠覆了传统电子烟的使用体验，在美国大获成功，2017-2019 年收入翻了 14 倍。

图 24：JUUL 近年收入



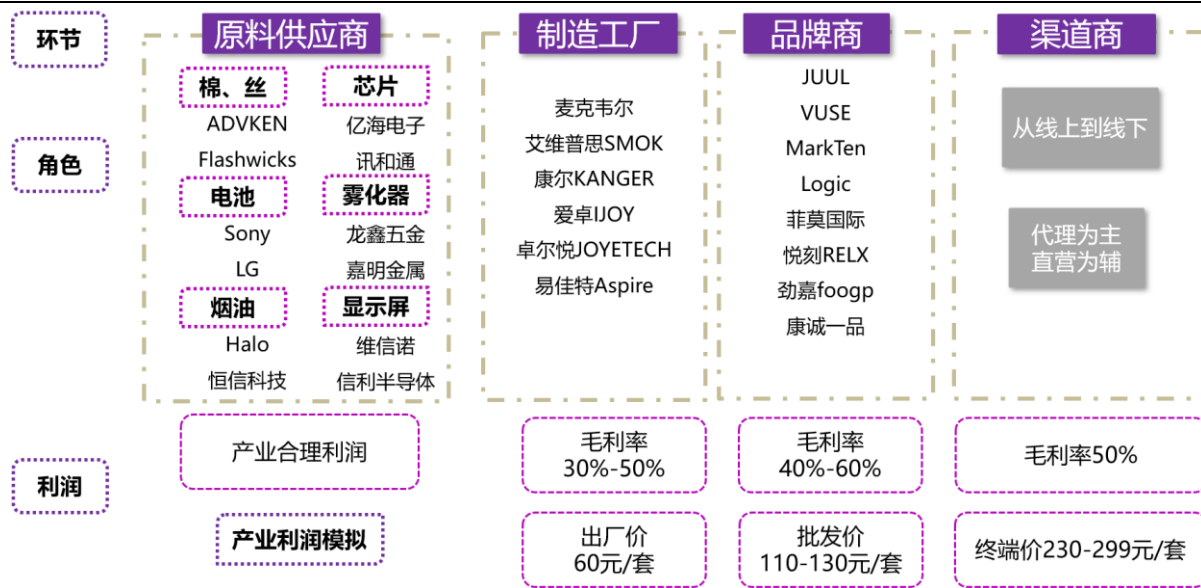
资料来源：尼尔森数据，光大证券研究所

- 2) **中游制造&品牌商竞争激烈，具有技术研发壁垒的 ODM 工厂掌握主导权。**蒸汽烟的产品形态与传统烟草完全不同，从技术角度来言准入门槛没有 HNB 高；目标客群较多是轻度烟民，有潮流文化因素。

从结果来说，目前发展较好的品牌如 JUUL 和悦刻都是通过产品技术的突破及针对性的营销得到了发展；同时，ODM 工厂也可以凭借技术优势实现较高的产业链地位；目前制造端与品牌端也存在话语权上的博弈，掌握技术壁垒的一方占据主导权。

同时，美国 PMTA 执行标准较高，驱动行业份额向龙头靠拢。

图 25：蒸汽烟产业链&价值链模拟



资料来源：前瞻研究院，光大证券研究所

3.2、加热不燃烧：近似真烟，技术门槛更高

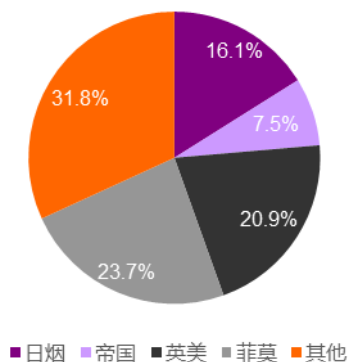
吸烟有害健康，如何达到抽烟的满足感同时保证健康？加热不燃烧（HNB）给了我们答案。由于加热不燃烧和真烟更加相似，具有真烟的抽吸特征，同时在通过较低的加热温度释放香精香料的同时减少了致癌物。

显然，HNB 技术门槛是高于蒸汽烟的，无法简单的采用传统烟草为原材料，需要生产商深谙传统烟草工艺研制烟弹并匹配机器的加热曲率。与蒸汽烟不同的是，HNB 的技术核心不仅仅是加热环节，更重要的是烟弹。

因此，我们可以看到布局了 HNB 的品牌全部都是传统烟草巨头，包括菲莫国际、日本烟草和英美烟草，基于烟草工艺的理解，匹配相应的加热器，分别推出 IQOS、Ploom 和 Glo。

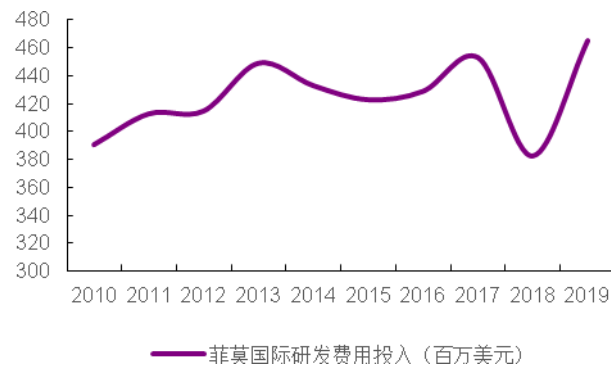
传统烟草巨头在 HNB 的研发投入和营销投入等方面具有资金&资源的双重优势。以菲莫国际为例，截至 2019 年，公司在新型烟草的研发投入已经超过 72 亿美元，且未来的研发费用将全部投向新型烟草，同时公司的营销费用大多投向了新型烟草。

图 26: 传统烟草巨头全球市占率 (不含中国, 2019 年)



资料来源: Bloomberg, 各烟草公司年报, 光大证券研究所

图 27: 菲莫国际研发费用投入



资料来源: 菲莫国际年报, 光大证券研究所

目前来看, IQOS 无论是技术储备、品牌认知以及销售资质方面, 都显著走在了行业的最前列, 专利便达到数万件, 美国专利局注册与烟草薄片相关的专利便有几十件。我们认可中国加热不燃烧市场迟早会放开, 但是产品竞争力是最大的问题。

图 28: IQOS 均质化烟草薄片



资料来源: 知乎, 光大证券研究所

4、投资建议

4.1、行业判断及投资机会

我们认为电子烟行业仍处在快速成长的早期阶段, 渗透率提升空间巨大并且未来两年会持续落地一些利好产业链发展的政策催化。

- 1) IQOS 通过 FDA 的 MRTP 检测便是良好的开端: 美国 FDA 将于 2020 年 9 月 9 日截止 2016 年 8 月 8 日之前上市产品的 PMTA 申报, 意

味着 2016 年 8 月 8 日之前有产品的公司在美国的销售有领先，同时也意味着大概率 2021 年会有蒸汽烟品牌通过 PMTA。

2) 中国有望出台加热不燃烧和蒸汽烟的详细监管政策，对于国内加热不燃烧和蒸汽烟产品的销售有望产生积极的引导作用。

投资机会方面我们建议关注蒸汽烟和加热不燃烧产品两个产业链。蒸汽烟领域，推荐在小烟陶瓷雾化器具有技术壁垒的思摩尔国际 (6969.HK)、参股思摩尔国际 33% 股份的亿纬锂能；HNB 产业链，推荐受益于 IQOS 进入美国市场的 IQOS 二级供应商盈趣科技。同时也建议关注其他产业链的相关公司，包括劲嘉股份、华宝国际、华宝股份、集友股份、赣锋锂业以及赢合科技。

图 29：建议关注的电子烟产业链标的

原料、部件及代工	HNB 概念
思摩尔国际 全球雾化设备龙头，拥有优质稳定的国际大客户	思摩尔国际 国内最早布局 HNB 的企业之一，为日本烟草等客户提供产品
亿纬锂能 为思摩尔股东 (33.1%)，并提供全球 50% 的电子烟锂电池	集友股份 聚焦于烟草薄片研发
顺灏股份 电子烟包装业务行业领先，拥有工业大麻种植牌照、布局烟弹烟具	劲嘉股份 携手云南中烟、小米生态链布局 HNB 市场，同时进军电子烟代工
东风股份 提供新型烟草烟标	华宝国际 华宝股份控股股东，用友 HNB 薄片生产牌照
盈趣科技 收购国际电子烟厂商 艾瑞布局 OEM	华宝股份 国内香精香料龙头，已为中烟提供 HNB 香精订单
赣锋锂业 电子烟锂电池供应商	盈趣科技 国际大品牌 IQOS 精密塑胶件二级供应商
赢合科技 旗下斯科尔，生产包括代工品牌及自主品牌。	

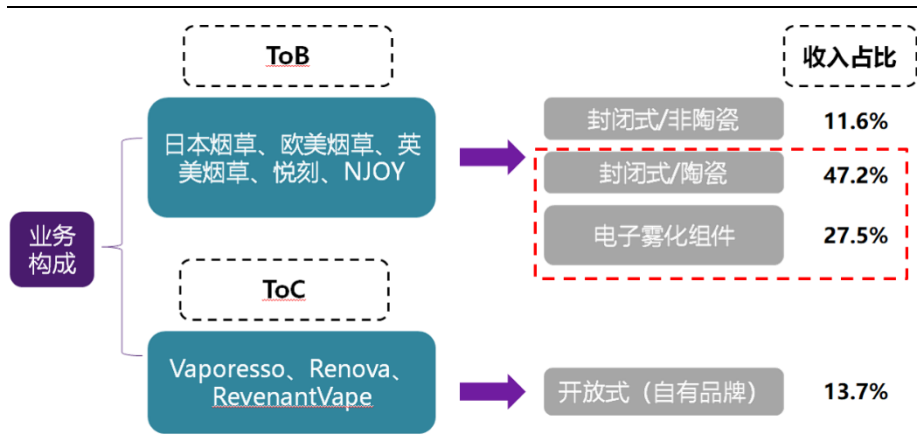
资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

4.2、重点公司覆盖：思摩尔国际

4.2.1、技术壁垒构建成长护城河

思摩尔是全球电子蒸汽烟设备制造商龙头，公司主要业务包括（1）代工生产封闭式电子烟；（2）零售端自有品牌 APV 的产销。公司 2018 年推出基于 FEELM 的加热陶瓷芯设备及组件是近年增长的主要驱动力。根据公司招股说明书，2019 年公司在全球雾化设备市占率第一，达到 16.5%。

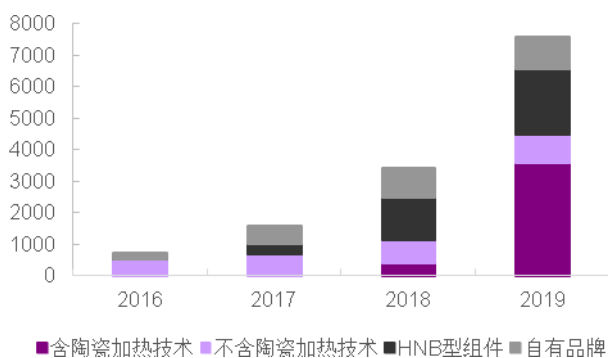
图 30：思摩尔国际的业务构成（2019 年）



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

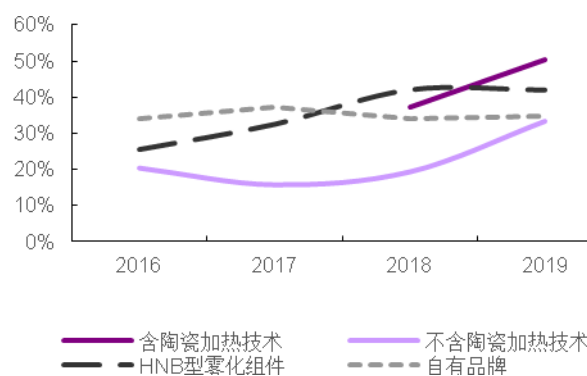
思摩尔近年收入增长及盈利能力表现较好。公司 2016-19 年营业收入翻 10 倍，2019 年公司收入 76.11 亿元，净利润 21.74 亿；其中含有陶瓷加热技术的电子雾化设备 2019 年收入同比 7.6 倍。2019 年公司毛利率同比提升 10pct，陶瓷加热技术产品毛利率 50%，带动公司综合毛利率上行。

图 31：公司收入拆分（百万元）



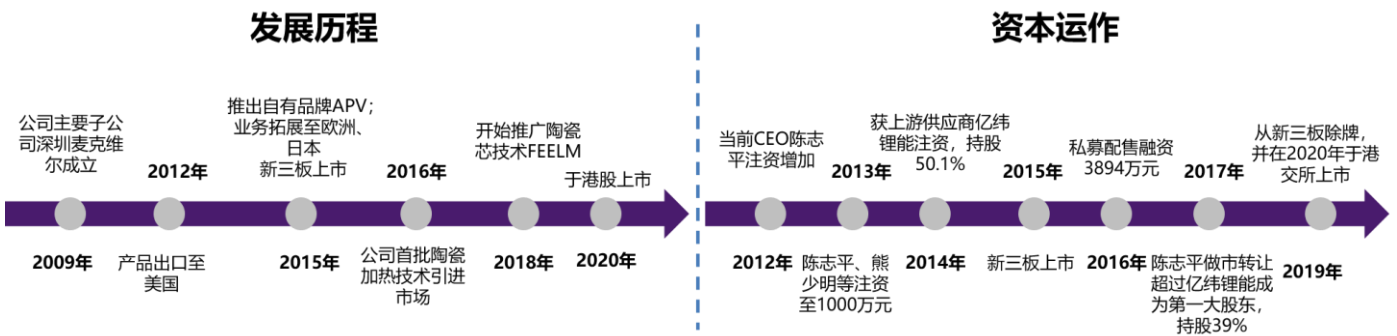
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图 32：公司分业务板块毛利率



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

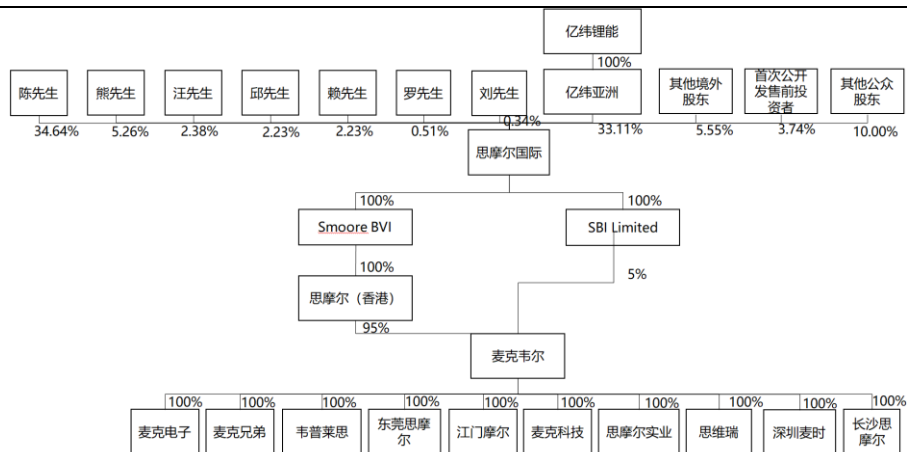
图 33：公司发展历程与资本运作



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

公司通过麦克维尔开展业务，亿纬锂能为公司大股东，持股 33.11%。思摩尔国际成立于 2019 年 7 月，用于实现境外股权重组，其业务本体为麦克维尔。公司大股东为 CEO 陈志平及上游供应商亿纬锂能，亿纬锂能提供全球 50% 的电子烟锂电池供应，能与公司实现较好的协同效应。

图 34：IPO 之后的股权结构



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

在市场化竞争的蒸汽烟赛道中，凭借领先同行的研发能力，思摩尔持续建立电子烟产业链壁垒，同时成为烟草大厂和新兴品牌青睐的 ODM 供应商。

正如我们上文分析，蒸汽烟是一个更加市场化的赛道，门槛不高且竞争激烈，OEM 厂商居多，无法掌握产业链话语权，行业也经历了一轮洗牌，麦克维尔凭借陶瓷芯技术脱颖而出，FEELM 金属膜雾化技术获得下游客户青睐，较多下游公司甚至借由 FEELM 来为自身品牌背书，也体现了思摩尔的产业链地位。

图 35：悦刻烟弹标有 FEELM 品牌



资料来源：光大证券研究所拍摄

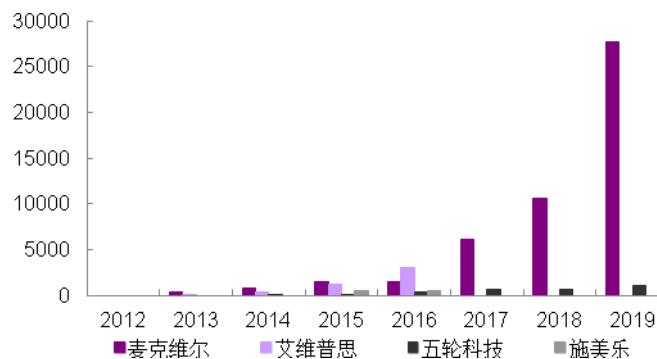
以英美烟草的 VUSE 崛起为例，FEELM 提升 Vuse Alto 口感和雾化效果，有望复制 JUUL 的成功。根据蓝洞新消费对 Vuse Alto 的测评总结，在 FEELM 的加持下，Vuse Alto 拥有市面上少有的顺滑口感和击喉感，同时强化雾化感（烟雾量比传统棉芯提高 52%），有望复制 JUUL 尼古丁盐的成功。

图 36：采用 FEELM 技术的重要客户

客户	产品	合作时间	区域	市场表现
英美烟草	VuseAlto	2018年	美国	19年份额从18年2.7%增长到15.4%
NJOY	ACE	2018年	美国	2019年收入增长1207%
悦刻	RELX	2018年	中国	国内首个采用FEELM的品牌，2019年占据国内市场44%，是第2名到第10名的总和

资料来源：新势力，光大证券研究所

图 37：可比公司研发投入皆落后于麦克韦尔（万元）



资料来源：公司年报，招股说明书，光大证券研究所

凭借技术优势斩获烟草巨头及优秀新型烟草品牌订单。思摩尔的陶瓷雾化芯技术在研发和产能布局方面皆领先于同行，也是在此技术加持下，公司斩获英美烟草、日本烟草订单。2019 年公司前五大客户收入占比 63%，麦克韦尔伴随着客户共同成长。

表 6: 麦克韦尔近年客户结构

2016		2017		2018		2019	
客户	收入 (亿元)	客户	收入 (亿元)	客户	收入 (亿元)	客户	收入 (亿元)
日本烟草国际	2.14	日本烟草	3.98	日本烟草	7.11	SVI	11.93
菲莫国际	2.06	奥驰亚	2.63	Jupiter Research	4.19	英美烟草	11.48
深圳一达通	0.48	日本烟草国际	1.52	英美烟草	2.68	日本烟草	9.6
SVI	0.37	Jupiter Research	1.22	KIM	2.55	Jupiter Research	6.15
DR	0.18	SVI	1.13	奥驰亚	2.21	悦刻	8.78

资料来源: 公司年报 (新三板), 招股说明书, 光大证券研究所

注: SVI 是 Njoy 指定的贸易商

思摩尔国际目前已经于港交所上市, 募集资金 **60.53 亿港元**, **50%用于产能扩张**。公司募资主要用于新建产能扩张, 包括广东江门一期、二期和深圳产业园, 分别预期将于 2022 年 6 月/2023 年/2024 年左右完成, 每月新增产能达到 9000 万/3000 万/5190 万个标准单位。

表 7: 思摩尔募集资金用途

项目	资金 (亿港元)	资金占比	项目描述
扩大产能	30.26	50%	包括广东江门及深圳建立产业园, 2022-2024 年以新产能取代旧产能
设备购买及升级	15.13	25%	1、新生产基地实施自动化生产及转配线 2、升级 ERP 系统 3、升级现有工厂
研发投入	12.11	20%	包括于深圳设立集团级研究院、开发新加热技术及支付产品认证开支
日常运营	3.03	5%	

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

4.2.2、盈利预测与投资建议

麦克韦尔的陶瓷雾化芯技术受到美国较多客户的青睐, 也是公司 2018-2019 年实现快速增长的主要驱动力。根据我们的产业调研, 麦克韦尔的陶瓷雾化芯技术在研发方面领先竞争对手 2-3 年时间, 产能建设方面领先竞争对手 1-2 年, 预期未来 3 年技术发展仍然是公司收入发展的主要驱动力。

关键假设:

- 1) 含陶瓷芯技术产品是思摩尔核心产品, 未来有望维持 50% 以上的增速, 且在 21 年之后, 我们认为增长有望在 PMTA 政策等落实后背加速, 且盈利能力方面也有望维持 50% 左右的毛利率;

- 2) 不含陶瓷芯技术及电子雾化组建方面，我们认为公司重心会向核心技术领域倾斜，这两个部分都有望维持 10%左右的增长，盈利能力保持稳定；
- 3) 零售客户销售：我们认为公司这部分品牌销售情况良好，有望维持 20%左右的增长。

表 8：思摩尔国际收入拆分

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	707	1,565	3,434	7,611	9834.53	14161.88	19169.26
YoY		121%	119%	122%	29.22%	44.00%	35.36%
含陶瓷技术			415	3,595	5392	9167	13750
yoy				765.8%	50%	70%	50%
不含陶瓷技术	503	692	709	882	1015	1167	1284
yoy		37.4%	2.5%	24.4%	15%	15%	10%
电子雾化组件	7	312	1,368	2,092	2142	2285	2438
yoy		4526.4%	338.3%	52.9%	2.4%	6.7%	6.7%
零售客户销售	197	561	942	1,042	1286	1543	1698
yoy		184.6%	67.7%	10.6%	23.4%	20.0%	10.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们预计思摩尔国际 2020-2022 年收入分别为 98.3/141.6/191.7 亿元，增速分别为 29.2%/44%/35.4%，归母净利润分别为 28.4/42.1/58.3 亿元，同比增长 31%/48%/39%，对应 PE 估值分别为 69/46/33 倍(人民币口径)。

我们选取相近有电子烟业务的公司作为可比公司，包括劲嘉股份，集友股份，华宝股份，由于电子烟是新兴产业，仅看 PE 估值市场的估值偏差较大。

我们认为应该从 PEG 的角度来看待这个估值。由于思摩尔的成长性更高，在高速成长的行业中具有技术壁垒，未来 3 年也预期保持较快的成长速度，2019 年思摩尔国际的 PEG 为 0.4，显著低于可比公司，仍然有较好的成长空间。

表 9：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS (元)				PE				CAGR	PEG	市值
	(元/港元)	19 年	20 年	21 年	22 年	19 年	20 年	21 年	22 年	-3/2019	-2019	亿元/港元	
劲嘉股份	11.37	0.60	0.67	0.80	0.92	19	17	14	12	17.2%	0.9	167	
华宝股份	57.16	2.01	2.07	2.18	2.35	28	28	26	24	6.9%	3.0	352	
集友股份	34.69	0.79	0.93	1.38	1.69	44	37	25	21	35.2%	0.6	132	
平均值						35	41	26	24	20%	1.5		
思摩尔国际	37.5	0.43	0.49	0.73	1.02	78	69	46	33	54%	0.4	2154	

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所预测

注：1) 收盘价采用 2020 年 7 月 24 日，2) 思摩尔国际收盘价和市值是港元，3) 思摩尔国际的预测值是光大预测，4) 思摩尔国际股价为港元，PE 按照 1 港元=0.9 人民币兑换

考虑到公司在蒸汽烟市场建立了一定的技术壁垒，我们认为公司在未来 3-5 年可以维持快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.2.3、风险提示

思摩尔国际在蒸汽烟产业链的 FEELM 陶瓷雾化芯技术受到下游品牌的青睐，但是发展方面仍然存在一定的不确定性。

一方面，蒸汽烟的发展前景存在一定的不确定性。FDA 通过了加热不燃烧 IQOS 的 PMTA 及 MRTP 认证，美国蒸汽烟用户存在转移至加热不燃烧产品使用的可能性；

另一方面，就美国市场来说，陶瓷雾化芯产品是否可以通过 FDA 的 PMTA 检测还未可知，存在因掉渣等原因不能通过的风险。

思摩尔国际盈利预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,433.71	7,610.60	9834.53	14161.88	19169.26
营业收入增长率	119.38%	121.64%	29.22%	44.00%	35.36%
净利润 (百万元)	734.00	2174.00	2840.39	4204.71	5831.38
净利润增长率	288.36%	196.19%	30.65%	48.03%	38.69%
EPS (元)	0.14	0.43	0.49	0.73	1.02
ROE (归属母公司)(摊薄)	10.93%	33.56%	31.17%	33.35%	33.54%
P/E	241	78	69	46	33

资料来源：wind，光大证券研究所测算，股价时间为 2020 年 7 月 24 日。

注：思摩尔国际股价为港元，PE 按照 1 港元=0.9 人民币兑换

4.3、重点公司跟踪：亿纬锂能

4.3.1、国内多元化锂电龙头

公司是国内多元化锂电龙头。公司的主要产品包括锂原电池、小型锂离子电池、圆柱电池等消费类电池以及磷酸铁锂、三元等动力电池。其中，锂原电池等消费类电池稳定增长，动力及储能电池的空间大且增速快，此外，公司持股的电子烟龙头思摩尔国际有望持续贡献投资收益。

公司 2019 年实现收入 64.1 亿元 (YoY+47.4%)，归母净利润 15.2 亿元 (YoY +166.7%)。其中，2019 年锂原电池实现收入 18.9 亿元 (YoY+57.6%)，锂离子电池 (含消费锂电池、动力&储能锂电池) 实现收入 45.2 亿元 (YoY+43.5%)，投资净收益 8.4 亿元 (YoY+130.4%)。公司 2020 年 Q1 实现收入 13.1 亿元 (YoY+19.2%)，归母净利润 2.5 亿元 (YoY+26.1%)。

锂原电池优势明显，消费电池稳定增长。2019 年下半年，受益于 ETC 需求的爆发，作为 ETC 复合电源的主要供应商，公司锂原电池业务实现高速增长。此外，国家智能电表新一轮招标开启，公司锂原电池业务有望持续受益。在小型锂离子电池领域，TWS 耳机需求较大。我们预计 2020 年公司消费电池的营收有望达到 50 亿元，同比增长 10%-15%。

动力电池客户优质，出货量快速增长。2020 年 7 月，公司子公司湖北亿纬收到华晨宝马的定点信，至此在三元方形、三元软包以及磷酸铁锂动力电池领域均积累了优质客户，包括戴姆勒、现代起亚及华晨宝马等。我们预计 2020 年公司磷酸铁锂方形及三元软包动力电池的出货量约 6-7Gwh。

思摩尔国际持续贡献投资收益。思摩尔国际是全球电子烟 ODM 龙头，2020 年 7 月在港交所上市。目前公司持有思摩尔国际 33.11% 的股权，2019 年公司取得权益法核算的长期股权投资收益共 8.2 亿元，我们预计 2020 年思摩尔国际贡献的投资收益约 9.4 亿元。

4.3.2、盈利预测与投资建议：

公司是优质电池企业，考虑疫情对消费电池业务的影响及电子烟业务投资收益高增长，我们分别下调公司 2020 年和上调 2021 年的净利润为 21.85、30.81 亿元 (原预测为 22.08、30.21 亿元)，新增 2022 年净利润预测 41.72 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.19/1.67/2.27 元/股，2020 年 7 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 47/34/25 倍，我们看好公司锂电池的优势，维持“买入”评级。

4.3.3、风险提示

疫情持续或反弹风险；锂原电池需求不及预期；TWS 用锂电池需求不及预期；动力电池产能释放不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,351	6,412	9,731	12,935	16,855
营业收入增长率	45.90%	47.35%	51.77%	32.93%	30.30%
净利润 (百万元)	571	1,522	2,185	3,081	4,172
净利润增长率	41.49%	166.69%	43.54%	41.04%	35.40%
EPS (元)	0.67	1.57	1.19	1.67	2.27
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.02%	20.15%	22.82%	24.78%	25.61%
P/E	84	36	47	34	25
P/B	13.5	7.2	10.8	8.3	6.3

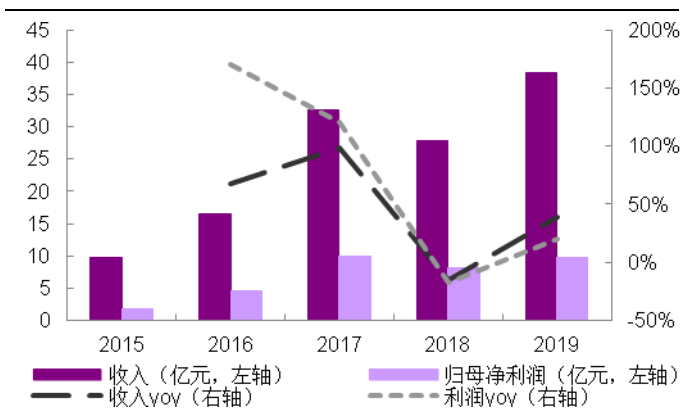
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 07 月 24 日

4.4、重点公司跟踪：盈趣科技

公司以 ODM 智能制造模式为主要业务，为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发及生产，核心客户包括罗技、雀巢、PMI、WIK、Venture 等国际知名企业。公司核心竞争力在于提供精密器件及整套设备，而非简单的代工模式，并在 ODM 基础上提供 UMS 系统，全生命周期为客户提供定制化服务。

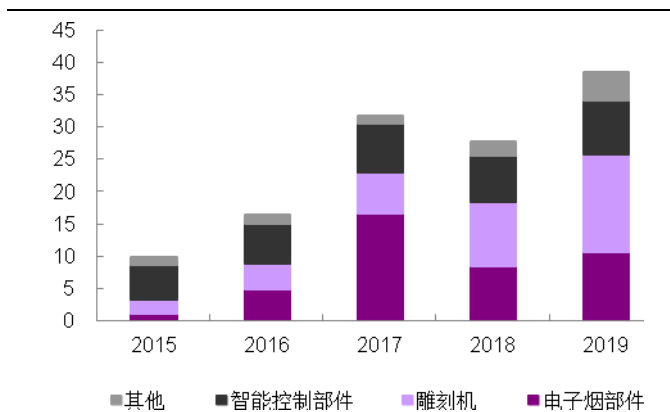
公司 2019 年实现收入 38.5 亿元，同比增长 38.7%，归母净利润 9.73 亿元，同比增长 19.6%。

图 38：盈趣科技收入、利润及增速



资料来源：wind，光大证券研究所

图 39：公司各项收入（亿元）



资料来源：公司年报，招股说明书，光大证券研究所

4.4.1、电子烟部件业务有望受益于 IQOS 进军美国

公司为 HNB 电子烟巨头 IQOS 的二级供应商，主要提供充电盒 (MU)、加热棒 (TSH) 等塑胶零组件，为 IQOS 一级供应商 Venture 及伟创力 (Flex) 提供组装部件，毛利率高达 60%+。2020 年 7 月 8 日，IQOS 通过美国 FDA 的 MRTP 检测，将正式作为减害产品在美国上市销售，公司有望从中受益。

4.4.2、雕刻机及智能部件疫情期间销售良好

公司当前为 Circuit（美国雕刻机市场份额第一）独家供应商，疫情加大用户居家时间及远程办公需求，Circuit 于 3 月份取得历史最好销售成绩，考虑到雕刻机在美国家庭渗透率仅有 1-2%，长期增长空间较大。

4.4.3、盈利预测与投资建议：

根据盈趣科技的业务结构，我们假设：1) 受益于 IQOS 获得美国 PMTA 和 MRTP 认证，我们认为电子烟部件 20-22 年维持 25%/20%/14% 的增长；2) 雕刻机量价有望小幅提升，预计 20-22 年保持 26%/26%/15.5% 的增长；3) 智能控制部件我们认为短期受到疫情影响增长有一定压力，后续将陆续恢复客户供应；

表 10：盈趣科技收入拆分：

单位：亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	27.8	38.5	44.8	54.3	62.3
yoy	-15%	39%	16%	21%	16%
电子烟部件	8.5	10.6	13.3	16.0	18.3
yoy	-49%	25%	25%	20%	14%
雕刻机	10.0	15.3	19.22	24.22	27.97
yoy	56%	53%	26%	26%	15.5%
智能控制部件	7.2	8.4	7.54	7.92	9.11
yoy	-6%	17%	-10%	5%	15%
其他	2.2	4.3	4.7	6.1	7.3
yoy	82%	98%	10%	30%	20%

资料来源：wind，光大证券研究所测算

我们预计盈趣科技 2020-2022 年收入分别为 44.8/54.3/62.3 亿元，增速分别为 16%/21%/16%，归母净利润分别为 11.2/13.4/15.2 亿元，同比增长 15%/20%/14%。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 2.44/2.92/3.31 元，对应 2020-2022 年 PE 估值 24/20/18 倍。

我们选取相近有电子烟业务的公司作为可比公司，包括劲嘉股份，集友股份，华宝股份，由于电子烟是新兴产业，市场估值偏差较大，我们认为盈趣科技约 1/3 的业务来自于电子烟，成长性较好，参考可比公司，公司估值合理。

表 11：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				CAGR -3/2019	PEG -2019	市值 亿元
		19 年	20 年	21 年	22 年	19 年	20 年	21 年	22 年			
劲嘉股份	11.37	0.60	0.67	0.80	0.92	19	17	14	12	17.2%	0.9	167
华宝股份	57.16	2.01	2.07	2.18	2.35	28	28	26	24	6.9%	3.0	352
集友股份	34.69	0.79	0.93	1.38	1.69	44	37	25	21	35.2%	0.6	132
平均值						35	41	26	24	20%	1.5	
盈趣科技	59.55	2.13	2.44	2.92	3.31	21	24	20	18	16.5%	1.6	273

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所

注：1) 收盘价采用 2020 年 7 月 24 日，2) 盈趣科技的预测值是光大预测

公司为 IQOS 重要二级供应商，将持续受益于 IQOS 美国市场的打开，智能控件、雕刻机等业务的稳定增长进一步构筑业绩基地，首次覆盖，给予“增持”评级。

4.4.4、风险提示：

- 1) IQOS 美国销售不及预期或竞争加剧；
- 2) 疫情加剧海外订单及生产供货。

盈趣科技盈利预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,7789	3,854	4,479	5,429	6,273
营业收入增长率	-14.95%	38.71%	16.21%	21.21%	15.54%
净利润(百万元)	813.67	973.17	1,118	1,337	1,518
净利润增长率	-17.30%	19.60%	14.88%	19.57%	13.59%
EPS(元)	1.77	2.12	2.44	2.92	3.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.87%	23.45%	10.02%	11.53%	12.61%
P/E	25	21	24	20	18
P/B	7.3	6.6	2.4	2.4	2.3

资料来源: wind, 光大证券研究所测算, 股价时间为 2020 年 7 月 24 日。

5、风险分析

电子烟行业处于发展早期, 目前还有很大的不确定性, 其中来自于政策方面的不确定性较多:

- 1) 蒸汽烟板块: 美国市场 FDA MRTP 审核存在一定不确定性, 较多产业链公司暂时没有通过审核, 存在不确定性; 中国市场蒸汽烟板块监管趋严, 后续存在包括税收方面、限制尼古丁浓度等方面监管的可能性。
- 2) 加热不燃烧板块: 主要是国内还没有出台关于加热不燃烧相关政策, 政策存在较大。

同时, 技术迭代和产品更新是驱动电子烟成长最大的驱动力之一, 产业链的竞争格局存在由于技术变更而改变的风险。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元/港元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
6969.HK	思摩尔国际	37.5	0.43	0.49	0.73	78	69	46	买入	首次
300014	亿纬锂能	56.08	1.57	1.19	1.67	36	47	34	买入	维持
002925	盈趣科技	59.55	2.13	2.44	2.92	21	24	20	增持	首次

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 7 月 24 日

注: 思摩尔国际股价为港元, PE 按照 1 港元=0.9 人民币兑换

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中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，本公司的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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼