



新型烟草行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

轻工组

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

海外新型烟草系列跟踪三：23H1 烟草巨头延续优异增长，一次性烟市场持续扩容

基本结论

全球情况概览：根据欧睿统计，2022 年全球新型烟草产品市场规模达 732.3 亿美元，同比增长 9.2%，其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模分别为 136.0/188.5/323.8/84.0 亿美元，分别同比 +2.5%/-3.3%/+13.1%/+47.6%。虽然雾化电子烟整体规模有所下滑，但封闭式一次性烟依旧延续快速增长趋势，2022 年市场规模同比+85.3%至 28.9 亿美元，2017-2022CAGR5 达 45.5%。据欧睿预测，2023 年全球新型烟草市场仍将维持稳健增长，2023 年无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模预计分别同比 +1.3%/+2.6%/+18.3%/+26.0%至 138.8/193.4/383.0/105.8 亿美元，其中一次性烟市场规模预计同比+27.4%至 36.8 亿美元，此外根据美国 CDC 统计，截至 2023 年 3 月底，美国一次性烟在电子烟市场中的份额已达 53.4%，整体来看该品类市场仍在持续扩容。

菲莫国际：新型烟草收入占比进一步提升，市场份额持续提升。2023H1 菲莫国际新型烟草业务营收同比增长 25.9% 至 58.1 亿美元，收入占比提升 4.6pct 至 34.2%，其中 2023Q2 公司新型烟草营收同比+36.8%至 31.0 亿美元。IQOS ILUMA 优异产品助力传统烟民转化率持续提升，23 年上半年 IQOS 用户数已达 2720 万人，替代传统卷烟消费用户数为 1940 万人，替代率高达 71.3%。市占率方面，菲莫国际 23H1 在主力市场中份额仍延续提升态势，日本/意大利/波兰市占率分别较 2022 年末提升 2.7/2.6/0.4pct 至 26.3%/17.2%/8.6%。此外，IQOS ILUMA 将于 23Q4 提交 PMTA 申请，并且公司有充分证据证明其与已经通过 PMTA 认证的刀片式 IQOS 产品性能相当，赴美销售贡献增量可期。

英美烟草：雾化电子烟整体维持高增长，美国市场增长放缓。2023H1 英美烟草新型烟草业务收入同比+29.1%至 16.6 亿英镑。分品类来看，雾化电子烟延续优异增长趋势，2023H1 营收同比+40.4%至 8.7 亿英镑，出货量同比提升 9.2% 至 3.2 亿颗，出货单价同比+28.5%至 2.7 英镑/颗，而美国市场由于受到加州口味禁令及终端去库影响，2023H1 美国市场雾化电子烟销量为 1.6 亿，同比降低 6.6%。其中 Vuse 实现收入 7.3 亿英镑，同比增长 23.0%。HNB 业务方面，glo 在波兰、捷克等市场仍然维持优异表现，日本市场因竞争加剧，23H1 市占率下滑 1.7pct 至 18.4%，但 23Q2 在日本市占率已有所修复，整体来看英美烟草 HNB 业务增长稳健，2023H1 营收/销量分别同比增长 10.7%/9.1%。

帝国烟草：新型烟草业务布局加速推进，欧洲市场已成主要增长驱动。2023H1 帝国烟草的新型烟草业务实现收入 1.3 亿英镑，同比增长 23.8%。分地区来看，2023H1 欧洲地区新型烟草业务营收同比+37.8%至 1.0 亿英镑，延续强劲增长态势；而美国地区由于 blu 产品收到美国 FDA 营销禁令，新型烟草营收同比-16.7%至 0.2 亿元。

日本烟草：23H1 新型烟草增长趋缓，PloomX 日本市场表现亮眼。2023H1 日本烟草新型烟草业务同比+0.8%至 395 亿日元，销量同比+3.9%至 42 亿支，其中 23Q2 新型烟草营收同比降低 4.4%至 192 亿日元，销量同比+4.7%至 21 亿支。分地区来看，得益于 PloomX 产品在日本市场的优异表现，23H1 在日本市场 RRP 产品销量同比增长 20.7%至 35 亿支。而海外市场销量仍承压，RRP 产品销量同比下滑 36.4%至 7 亿支。

投资建议与估值

从海外各烟草巨头 23H1 发展来看，虽然有所分化，但可明显看出在海外新型烟草已是大势所趋，新型烟草业务已逐渐成为各烟草巨头的重要增长驱动力。雾化电子烟方面，推荐关注思摩尔国际，其作为全球电子烟代工市场的头部企业，与英美烟草深度绑定，虽短期受国内口味禁令影响及美国薄荷醇口味政策仍存不确定性，但全球新型烟草趋势不变，公司国内外长期空间仍可期。一次性电子烟方面，推荐关注赢合科技，其控股子公司斯科尔一次性品牌 SKE Ceystal 市占率持续提升，α 属性逐步显现，一次性烟市场快速扩容趋势下，公司电子烟板块进一步受益确定性较强。HNB 方面，盈趣科技作为 IQOS 的核心供应商，从过去精密塑胶件供应商，合作业务逐步延伸至加热组件、整机交付，后续有望显著受益于 IQOS 在全球的进一步扩张。

风险提示

行业政策监管力度超出预期；美国电子烟薄荷醇口味限制；汇率大幅波动；PMTA 认证不通过



内容目录

1. 全球市场概况：新型烟草发展势能充足，品类&地区表现进一步分化.....	5
1.1 全球新型烟草市场稳步扩容，HNB 延续较优增长.....	5
1.2 北美新型烟草增速趋缓，欧洲市场延续快速发展.....	5
1.3 中美英雾化电子烟市场进一步分化，中美均现下滑.....	8
2. 菲莫国际：新型烟草占比进一步提升，日本市场重拾高增长.....	12
2.1 加热烟草转化率稳步提升，IQOS ILUMA 提交 PMTA 申请在即.....	13
2.2 IQOS 覆盖市场数增至 80 个，重点国家市占率加速提升.....	14
3. 英美烟草：雾化电子烟整体维持高增长，美国市场增长放缓.....	16
3.1 新型烟草业务占比持续提升，雾化及 HNB 双轮驱动成长.....	16
3.2 雾化电子烟：量价齐升助推整体营收增长，美国市场出货量略有下滑.....	17
3.3 加热不燃烧：欧美主要市场发展势能延续，23H1 营收同比增长 18.9%.....	19
4. 帝国烟草：新型烟草业务布局加速推进，欧洲市场已成主要增长驱动.....	19
5. 日本烟草：23H1 新型烟草增长趋缓，PloomX 日本市场表现亮眼.....	20
6. 投资建议.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 历年全球新型烟草产品市场规模（百万美元）.....	5
图表 2： 历年全球无烟烟草产品市场规模增速（百万美元）.....	5
图表 3： 历年雾化电子烟产品市场规模增速（百万美元）.....	5
图表 4： 历年全球加热烟草产品市场规模增速（百万美元）.....	5
图表 5： 2022 年新型烟草产品各地区市场规模（百万美元）.....	6
图表 6： 2022 年前十名国家新型烟草产品占全球市场比重.....	6
图表 7： 2022 年雾化电子烟各地区市场规模（百万美元）.....	6
图表 8： 2022 年前十名国家雾化电子烟占全球市场比重.....	6
图表 9： 换弹式及一次性雾化电子烟份额占比变化趋势.....	7
图表 10： 全球雾化一次性烟市场规模及 yoy（百万美元，%）.....	7
图表 11： 美国电子烟市场中各品类电子烟份额占比（%）.....	7
图表 12： 英国一次性电子烟市场份额变化趋势.....	7
图表 13： 2022 年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元）.....	8
图表 14： 2022 年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重.....	8
图表 15： 2022 年无烟烟草产品各地区市场规模（百万美元）.....	8
图表 16： 2022 年前五名国家无烟烟草产品占全球市场比重.....	8



图表 17:	中国雾化电子烟历年市场规模 (百万元) 及增速	9
图表 18:	美国新型烟草产品历年市场总规模 (百万美元) 及增速	9
图表 19:	美国新型烟草产品历年市场规模拆分 (百万美元) 及增速	9
图表 20:	美国封闭式电子烟历年市场总规模 (百万美元) 及增速	9
图表 21:	美国封闭式电子烟历年市场规模拆分 (百万美元) 及增速	9
图表 22:	美国开放式电子烟历年市场总规模 (百万美元) 及增速	10
图表 23:	美国开放式电子烟历年市场规模拆分 (百万美元) 及增速	10
图表 24:	美国便利店渠道雾化电子烟品牌市占率变化	10
图表 25:	美国雾化电子烟销售渠道 (%)	11
图表 26:	美国雾化电子烟用户 (万人) 及增速	11
图表 27:	英国新型烟草产品规模 (百万英镑) 及增速	11
图表 28:	英国新型烟草产品规模拆分 (百万英镑) 及增速	11
图表 29:	英国封闭式电子烟规模 (百万英镑) 及增速	11
图表 30:	英国封闭式电子烟规模拆分 (百万英镑) 及增速	11
图表 31:	英国开放式电子烟规模 (百万英镑) 及增速	12
图表 32:	英国开放式电子烟规模拆分 (百万英镑) 及增速	12
图表 33:	英国市场雾化电子烟销售渠道 (%)	12
图表 34:	英国雾化电子烟用户 (万人) 及增速	12
图表 35:	菲莫国际历年营收 (亿美元) 及增速	12
图表 36:	新型烟草产品历年营收 (亿美元) 及增速	12
图表 37:	菲莫国际各季度营收 (亿美元) 及增速	13
图表 38:	新型烟草产品各季度营收 (亿美元) 及增速	13
图表 39:	菲莫新型烟草收入占比逐年上升	13
图表 40:	加热烟草销售量 (亿支) 及增速	13
图表 41:	菲莫国际 IQOS 消费人数及传统烟民转化占比	13
图表 42:	IQOS 烟具收入 (百万美元) 及增速	14
图表 43:	IQOS 烟具收入占新型烟草收入比重	14
图表 44:	IQOS 覆盖城市数量	14
图表 45:	IQOS 主要国家市占率	14
图表 46:	欧盟地区新型烟草营收 (百万美元) 及增速	15
图表 47:	欧盟地区新型烟草销量 (百万支) 及增速	15
图表 48:	东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收 (百万美元) 及增速	15
图表 49:	东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量 (百万支) 及增速	15
图表 50:	南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收 (百万美元) 及增速	16
图表 51:	南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量 (百万支) 及增速	16



图表 52:	中东及非洲地区加热烟草各季度营收 (百万美元) 及增速	16
图表 53:	中东及非洲地区加热烟草各季度销量 (百万支) 及增速	16
图表 54:	英美烟草历年新型烟草营收 (百万英镑) 及增速	17
图表 55:	英美烟草历年新型烟草营收结构	17
图表 56:	英美烟草历年加热不燃烧产品营收 (百万英镑) 及增速	17
图表 57:	英美烟草历年雾化电子烟营收 (百万英镑) 及增速	17
图表 58:	英美烟草历年新型烟草用户数量 (万人)	17
图表 59:	英美烟草历年研发支出 (百万英镑) 及增速	17
图表 60:	英美烟草雾化电子烟半年度营收 (百万英镑) 及增速	18
图表 61:	英美烟草雾化电子烟半年度销量 (百万个) 及增速	18
图表 62:	英美烟草雾化电子烟市场份额	18
图表 63:	Vuse 主要市场销售份额	18
图表 64:	Vuse 营收及增速 (亿英镑)	18
图表 65:	Alto 系列占 Vuse 品牌收入比例	18
图表 66:	英美烟草 HNB 半年度营收及增速 (百万英镑)	19
图表 67:	英美烟草 HNB 半年度销量及增速 (百万支)	19
图表 68:	2023H1 英美烟草 HNB 在主要国家烟草市场份额	19
图表 69:	帝国烟草历年净收入及增速 (百万英镑)	20
图表 70:	帝国烟草新型烟草历年净收入及增速 (百万英镑)	20
图表 71:	帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况 (百万英镑)	20
图表 72:	日本烟草总营收及增速 (十亿日元)	21
图表 73:	日本烟草主营业务占比	21
图表 74:	新型烟草国内外收入及增速 (十亿日元)	21
图表 75:	新型烟草国内外单季度收入及增速 (十亿日元)	21
图表 76:	新型烟草国内外销量及增速 (十亿支)	21
图表 77:	新型烟草国内外单季度销量及增速 (十亿支)	21
图表 78:	日本烟草新型烟草在日本市场份额情况	22

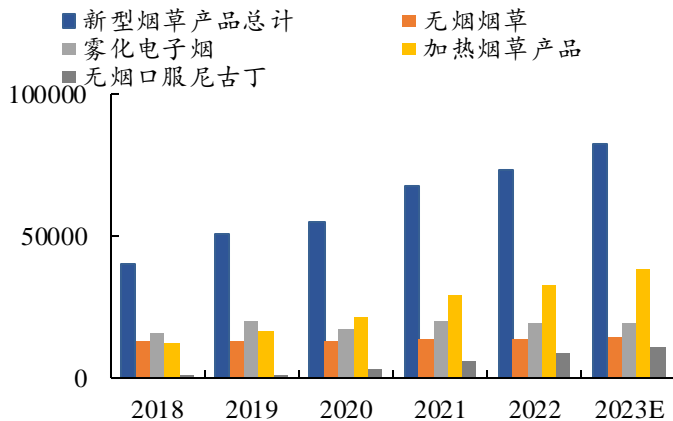


1.全球市场概况：新型烟草发展势能充足，品类&地区表现进一步分化

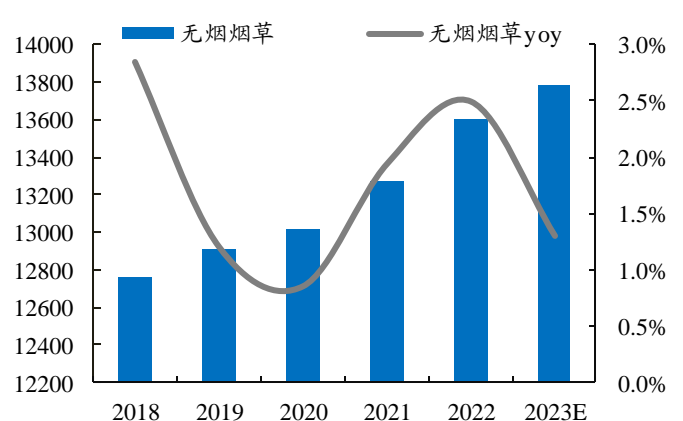
1.1 全球新型烟草市场稳步扩容，HNB 延续较优增长

根据欧睿统计，2022 年全球新型烟草产品市场规模达 732.3 亿美元，同比增长 9.2%，其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模分别为 136.0/188.5/323.8/84.0 亿美元，分别同比+2.5%/-3.3%/+13.1%/+47.6%，无烟口服尼古丁，雾化电子烟与加热烟草产品均延续较快增长趋势。全球新型烟草行业从 2016 年开始依托各大烟草集团相关产品的持续迭代，已多年延续快速增长，2016-2022 年全球整体新型烟草产品 CAGR 为 21.3%，其中雾化电子烟/加热烟草产品 CAGR 分别为 11.6%/69.2%。根据欧睿预测，2023 年全球新型烟草市场仍将维持稳健增长，2023 年无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模预计达 138.8/193.4/383.0/105.8 亿美元，分别同比+1.3%/+2.6%/+18.3%/+26.0%。

图表1：历年全球新型烟草产品市场规模（百万美元）



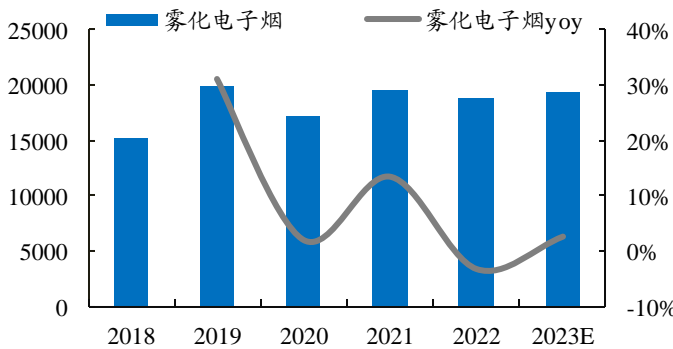
图表2：历年全球无烟烟草产品市场规模增速（百万美元）



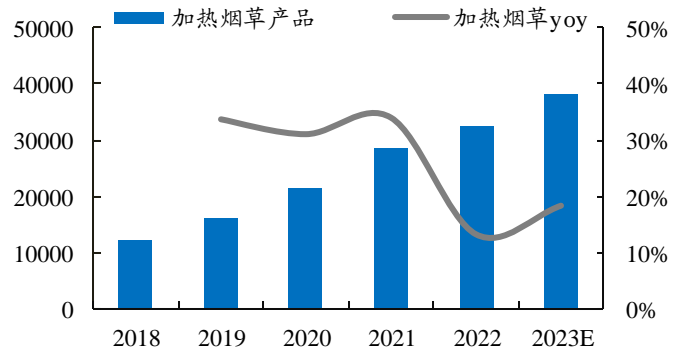
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表3：历年雾化电子烟产品市场规模增速（百万美元）



图表4：历年全球加热烟草产品市场规模增速（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

来源：欧睿 Passport；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

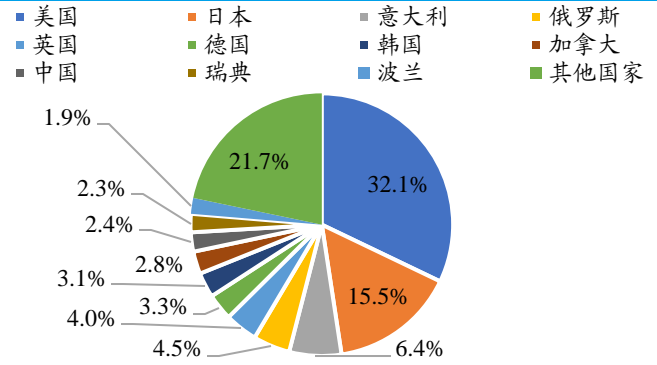
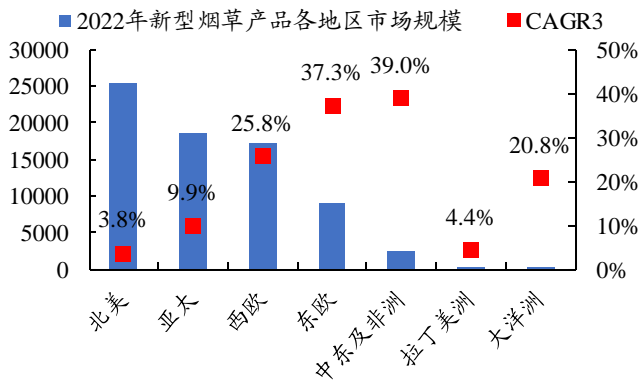
1.2 北美新型烟草增速趋缓，欧洲市场延续快速发展

根据欧睿统计，2022 年北美、亚太、西欧三大地区新型烟草产品市场规模分别同比+9.0%/-4.2%/+17.6%至 255.2/184.7/172.3 亿美元，总计规模占比已达到全球的 83.6%。近三年来欧洲地区市场规模快速增长，东欧和西欧 CAGR3 分别为 37.3%/25.8%。此外，中东及非洲地区也处于快速增长期，2022 年市场规模同比增长 29.6%至 28.4 亿美元。具体国家来看，占全球市场比重超过 5% 的国家为美国、日本、意大利，占比分别为 32.1%/15.5%/6.4%，美国仍是新型烟草产品需求最大的市场。



图表5: 2022年新型烟草产品各地区市场规模(百万美元)

图表6: 2022年前十名国家新型烟草产品占全球市场比重



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

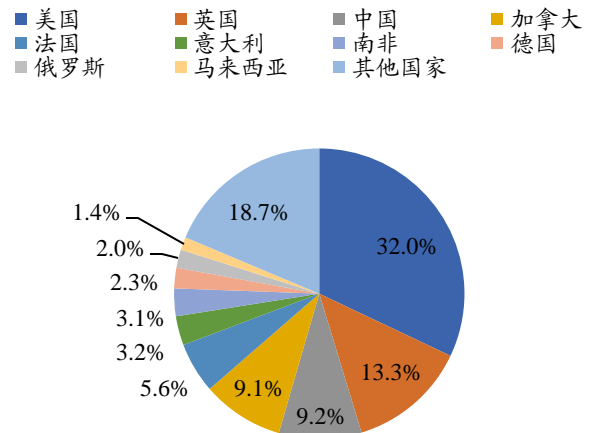
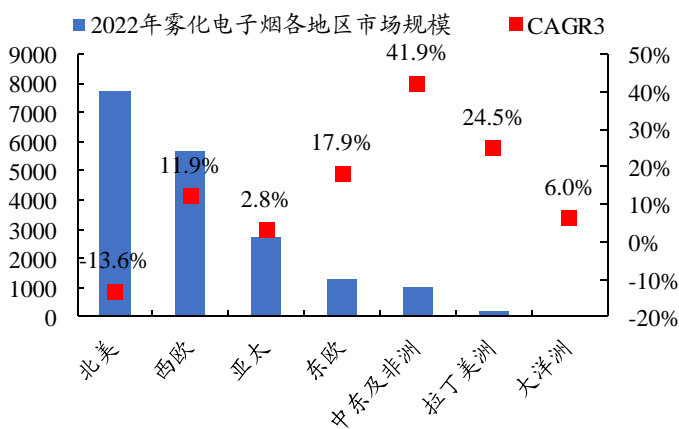
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

1.2.1 雾化电子烟: 欧美仍为主要市场, 一次性烟快速放量

分区域来看: 根据欧睿统计, 2022年北美/西欧/亚太/东欧/中东及非洲/拉丁美洲地区雾化电子烟市场规模分别同比-8.0%/+16.1%/-30.4%/+13.5%/+33.9%/+37.7%至77.6/57.0/27.4/13.2/10.4/2.0亿美元。北美雾化电子烟市场近年来增长虽趋缓, 但仍为全球第一大市场, 而西欧受益于一次性电子烟销售的快速提升, 2022年整体雾化电子烟实现较快增长。从国家规模占比来看, 美国、英国、中国仍居雾化电子烟全球前三大市场, 2022年占比分别为32.0%/13.3%/9.2%, 其中中国市场规模占比受2022年10月起的口味禁令影响, 有所下降, 而英国2022年市场规模同比增长28.7%至25.0亿美元, 市占率上升了3.3pct。

图表7: 2022年雾化电子烟各地区市场规模(百万美元)

图表8: 2022年前十名国家雾化电子烟占全球市场比重



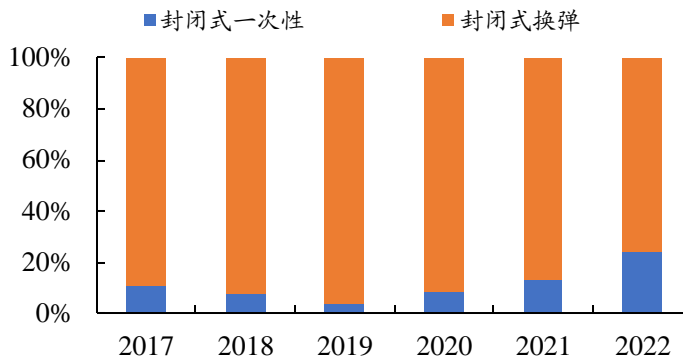
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

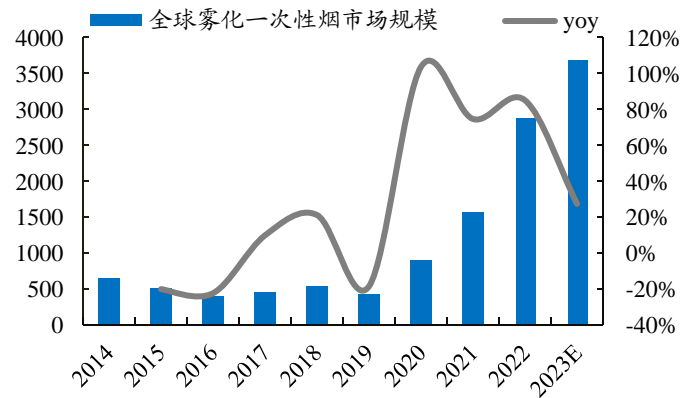
分品类来看: 雾化电子烟内部分化, 一次性烟高增长趋势显著。自2020年以来, 英美等主要市场对换弹式产品的监管趋于严格, 口味禁令频繁推出, 导致部分换弹式产品受众群体逐步转向口味选择丰富、监管较为宽泛的一次性烟产品。从全球雾化一次性烟市场规模来看, 2022年市场规模达28.9亿美元, 同比增长85.3%, 2019-2022CAGR3为87.7%。具体国家市场来看, 根据美国CDC统计, 美国一次性烟出货量占比持续提升, 2023年3月占比达53.4%, 较2020年1月提升32.4pct。英国一次性烟2022年市场份额达36.6%, 同比提升32.4pct。



图表9：换弹式及一次性雾化电子烟份额占比变化趋势



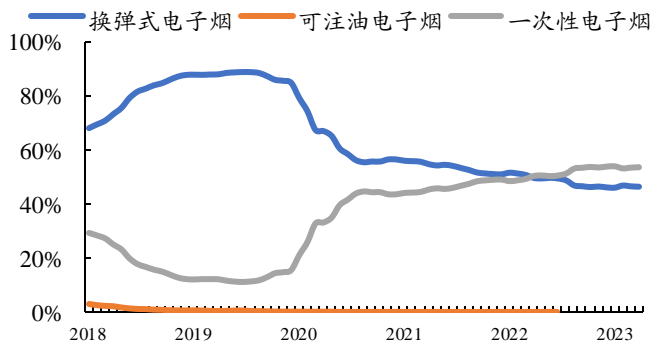
图表10：全球雾化一次性烟市场规模及yoy (百万美元, %)



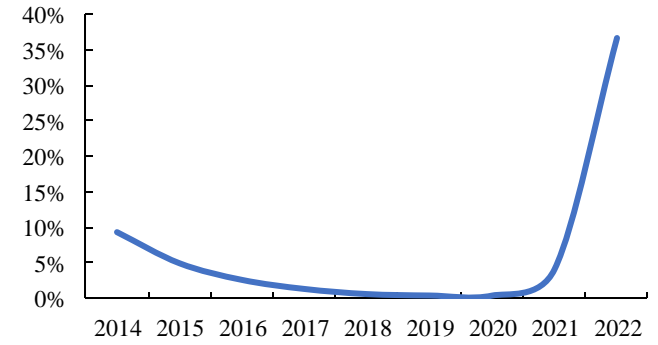
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表11：美国电子烟市场中各品类电子烟份额占比 (%)



图表12：英国一次性电子烟市场份额变化趋势



来源：CDC，国金证券研究所

来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

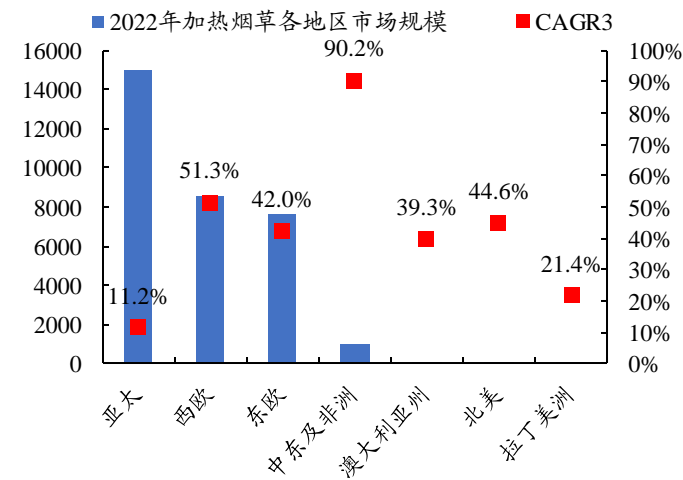
1.2.2 加热烟草：欧洲市场高增趋势延续，亚太地区增长趋缓

根据欧睿统计，2022年亚太/西欧/东欧/中东及非洲/澳大利亚/北美地区加热烟草市场规模预计分别同比+1.7%/+25.9%/+23.8%/+39.2%/+19.4%/-12.2%至149.8/85.4/76.1/9.9/1.3/1.1亿美元。近年来，欧洲市场在规模已较大的情况下，依然实现快速增长，其中东欧由于起步较晚，近两年规模迅速扩张，东欧/西欧 CAGR3 达 42.0%/51.3%，而亚太市场由于 HNB 在日本市场的渗透率提升速度边际放缓使得整体市场规模增长相应开始趋缓。此外拉美、中东及非洲地区加热烟草市场正处起步阶段，近3年复合增长率分别达 90.2%/21.4%。从国家规模占比来看，2022年日本仍是加热烟草产品全球第一大市场，占比达 34.4%，此外意大利、俄罗斯、韩国占比分别为 12.6%/9.1%/6.7%。

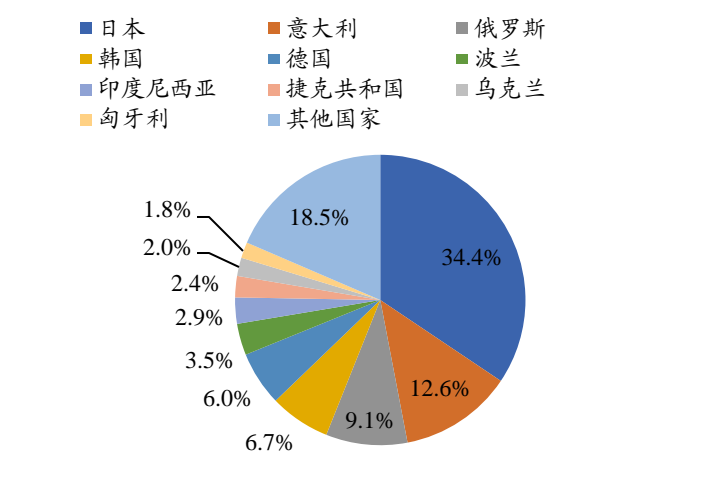


图表13：2022年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元）

图表14：2022年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所



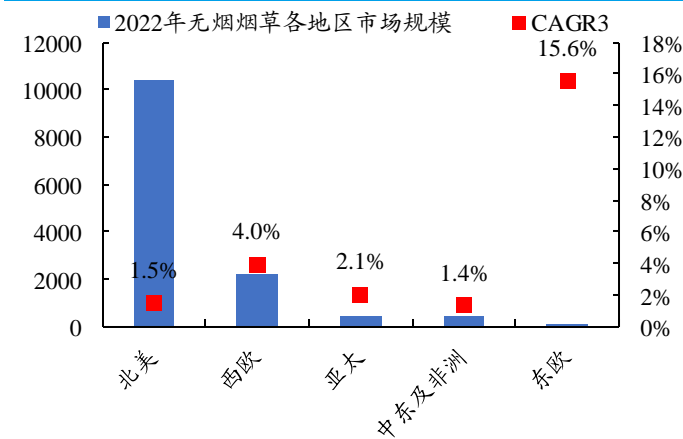
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

1.2.3 无烟烟草产品：市场整体景气度较低，北美地区为主要市场

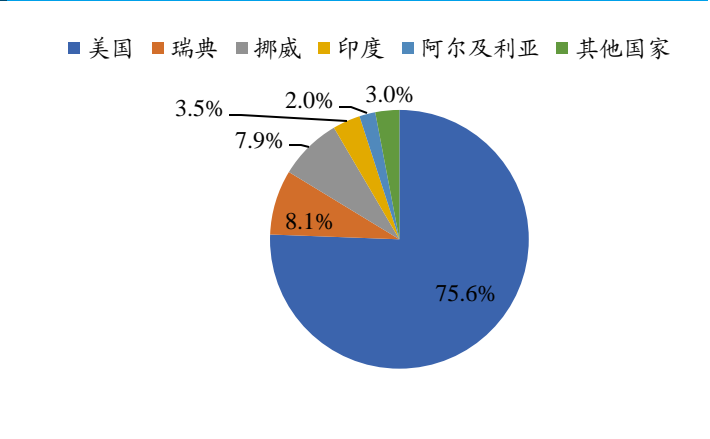
2022年北美/西欧/亚太/中东及非洲/东欧地区无烟烟草产品市场规模预计分别同比+3.5%/-2.4%/+2.2%/+4.3%/+11.2%至104.2/22.4/4.9/4.2/0.4亿美元。北美地区依然是无烟烟草产品市场规模增长的主要驱动，其近3年CAGR为1.5%，而除东欧市场由于基数较小外，其余地区增长相对乏力。从国家规模占比来看，美国市场稳居全球第一大市场，2022年美国无烟烟草产品市场规模占全球比例达75.6%，此外瑞典和挪威占比分别为8.1%/7.9%。

图表15：2022年无烟烟草产品各地区市场规模（百万美元）

图表16：2022年前五名国家无烟烟草产品占全球市场比重



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

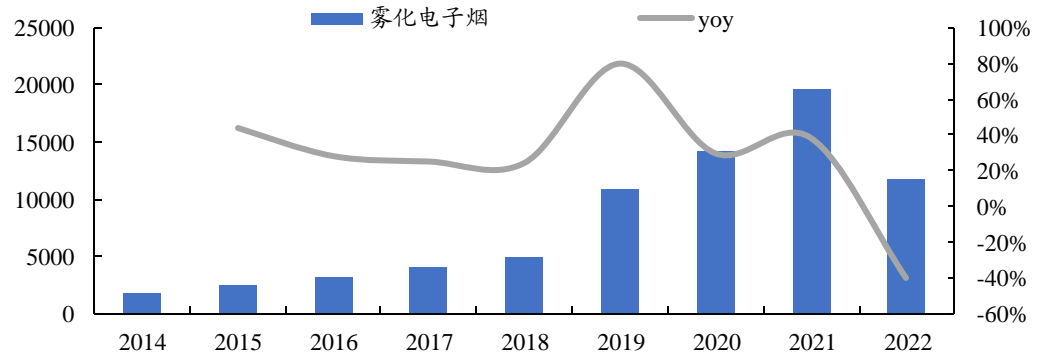
1.3 中美英雾化电子烟市场进一步分化，中美均现下滑

1.3.1 中国市场：口味禁令冲击短期市场需求，减害逻辑支持下远期发展仍值期待

目前中国市场新型烟草产品仅包含雾化电子烟，加热烟草产品销售仍亟待政策出台。根据欧睿统计，2022年中国雾化电子烟市场规模同比降低40.5%至116.9亿元，主因受2022年10月政策彻底限制水果味电子烟销售的影响，下半年销售增速有所下滑。这一规定预计对2023年中国雾化电子烟市场销售影响将延续，但随着水果味产品库存去化，新国标产品销售仍有望逐季改善。长期来看，各品牌商针对政策禁令已推出新标准下多口味新产品并加大研发力度积极应对，依托各品牌商产品的打磨以及其减害效果，发展空间依然可期。



图表17: 中国雾化电子烟历年市场规模(百万元)及增速



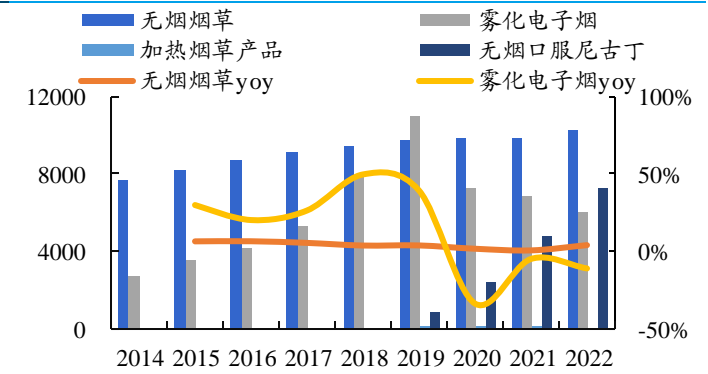
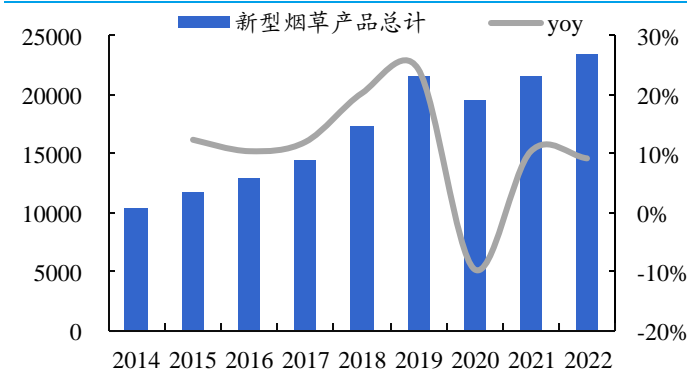
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所; 注: 部分数据做平滑处理

1.3.2 美国市场: 封闭式雾化烟增长具韧性, Vuse 份额稳步提升

2022年美国新型烟草市场总规模达234.9亿美元,同比增长9.2%,其中无烟烟草及无烟口服尼古丁为主要驱动因素,市场规模分别同比增长3.6%/51%至102.2/72.3亿美元。雾化电子烟市场规模同比下降11.6%至60.4亿美元,而加热烟草在美国市场仍处于起步阶段。

图表18: 美国新型烟草产品历年市场总规模(百万美元)及增速

图表19: 美国新型烟草产品历年市场规模拆分(百万美元)及增速



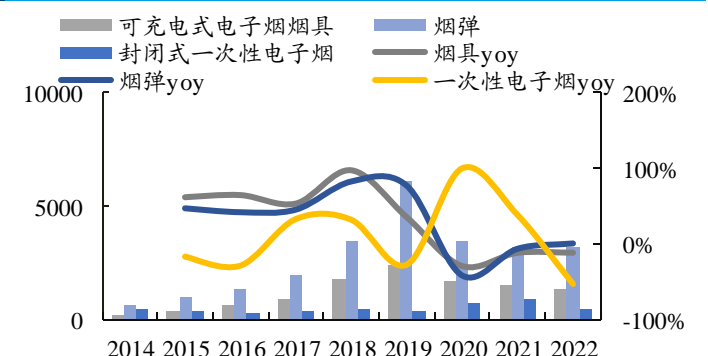
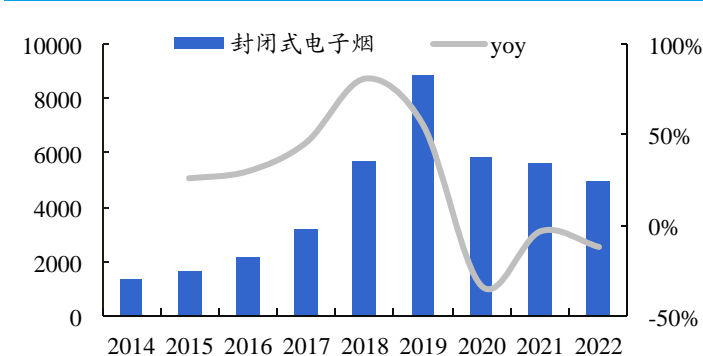
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

由于FDA逐步对一些不合格产品发放禁售令,2022年美国雾化电子烟市场规模同比-11.6%至60.4亿美元,其中封闭式电子烟/开放式电子烟市场规模分别同比-12.3%/-7.9%至49.4/11.0亿美元。具体来看,封闭式电子烟中,一次性电子烟/可充电式烟具/烟弹市场规模分别同比-54.5%/-12.0%/-0.4%至4.2/13.1/32.0亿美元,在封闭式电子烟中占比分别为8.5%/26.6%/64.9%,封闭式换弹品类仍为市场主流产品。开放式电子烟烟具/烟油市场规模为4.1/6.9亿美元,分别同比-11.3%/-5.8%。

图表20: 美国封闭式电子烟历年市场总规模(百万美元)及增速

图表21: 美国封闭式电子烟历年市场规模拆分(百万美元)及增速

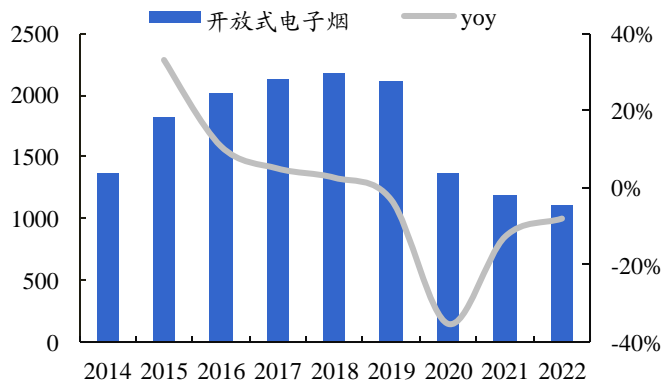


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

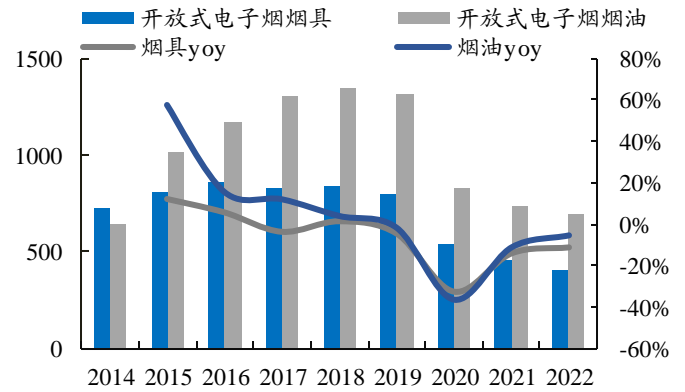
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所



图表22: 美国开放式电子烟历年市场总规模 (百万美元) 及增速



图表23: 美国开放式电子烟历年市场规模拆分 (百万美元) 及增速

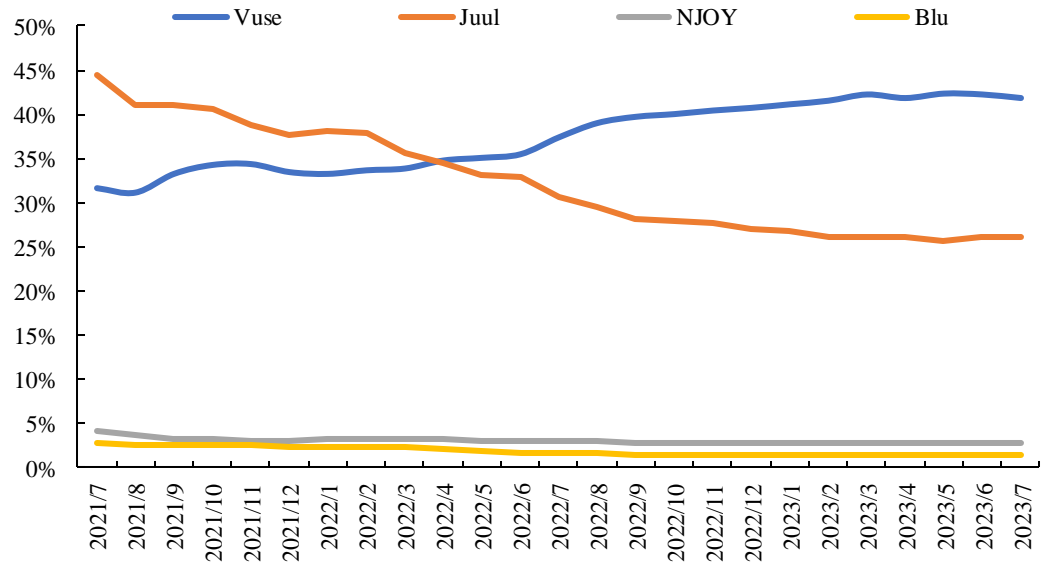


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

分品牌来看, 美国雾化电子烟市场中, Juul 受销售禁令影响, 市场份额持续下降, 而英美烟草的 Vuse 依托其较强的产品力以及科学有效的营销方案, 其市场份额稳步提升。根据尼尔森统计, 2023 年 7 月, 在便利店渠道, Vuse 市场份额达 41.8%, JUUL 下降至 26.0%, 其余品牌市场占有率仍较低, NJOY、Blu 份额分别为 2.7%/1.4%。

图表24: 美国便利店渠道雾化电子烟品牌市占率变化



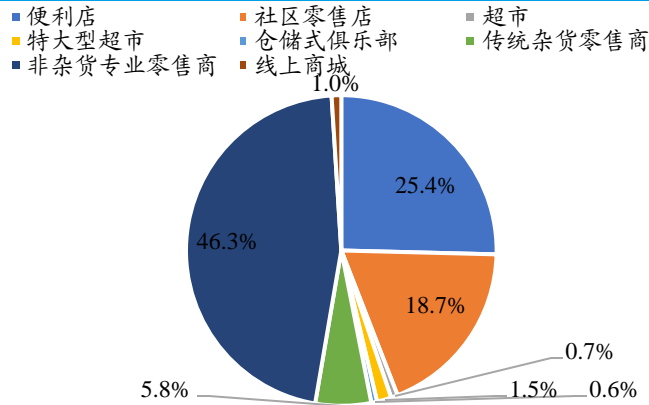
来源: 尼尔森; 国金证券研究所

从销售渠道来看, 美国雾化电子烟主要通过线下渠道销售, 线下零售份额达 99%。其中专业零售商及传统杂货零售商份额占比分别为 46.3%/52.6%。

从用户分布来看, 美国雾化电子烟用户 2022 年达到 1400.6 万人, 同比降低 4.0%, 男性/女性分别占比 51.1%/48.9%。

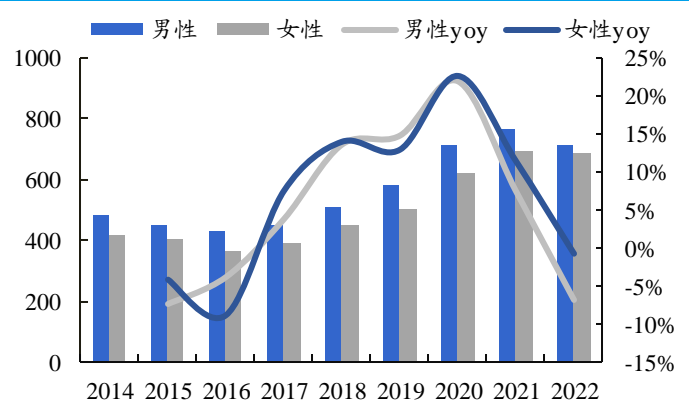


图表25: 美国雾化电子烟销售渠道 (%)



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表26: 美国雾化电子烟用户 (万人) 及增速

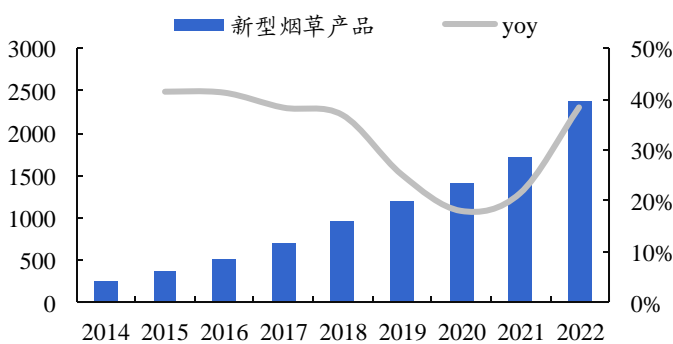


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

1.3.3 英国市场: 雾化电子烟增长提速, HNB 市场进一步扩容

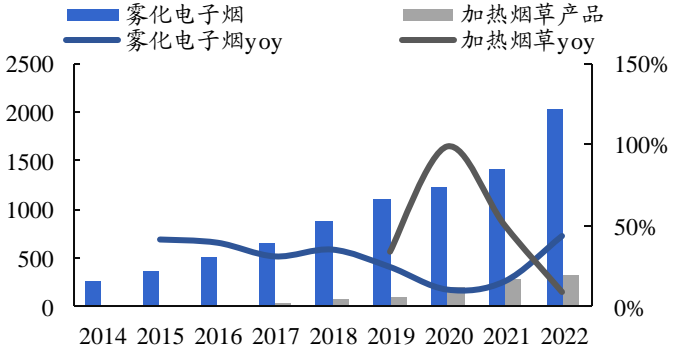
英国新型烟草市场呈现快速增长态势, 2022 年英国新型烟草产品市场总规模达到 23.9 亿英镑, 同比增长 38.3%, 2019-2022 年 CAGR 达 25.7%。其中雾化电子烟是英国新型烟草市场主要产品, 占比超 80%, 2022 年依托一次性电子烟产品, 整体规模加速增长, 与此同时加热烟草产品也正迎来快速发展, 2022 年雾化电子烟/加热烟草产品市场规模分别同比增长 43.5%/8.9%至 20.3/3.2 亿英镑。

图表27: 英国新型烟草产品规模 (百万英镑) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

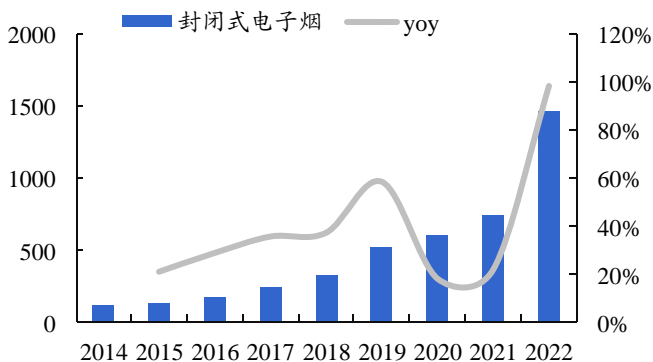
图表28: 英国新型烟草产品规模拆分 (百万英镑) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

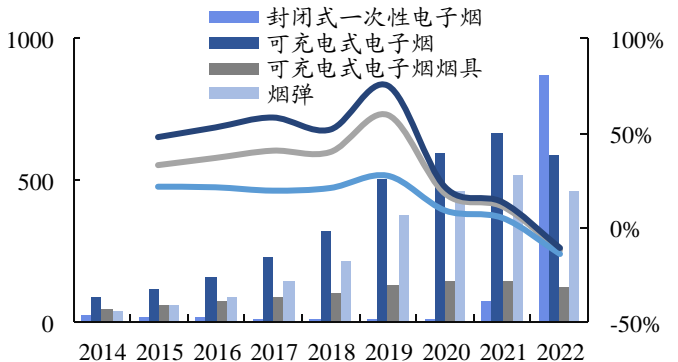
雾化电子烟中, 封闭式/开放式电子烟 2022 年英国市场规模分别同比+98.0%/-16.3%至 14.6/5.6 亿英镑, 2019-2022 年封闭式电子烟 CAGR 达 41.8%。相较于开放式电子烟市场规模开始出现下滑, 封闭式雾化电子烟增长依然强劲, 主要来源于近两年一次性电子烟的快速放量, 一次性电子烟市场规模从 2020 年的 0.07 亿美元快速增长至 8.7 亿美元。封闭换弹式电子烟具和烟弹相对受到一次性电子烟的冲击, 市场规模有所下滑, 2022 年分别同比降低 14.5%/10.9%至 1.3/4.6 亿英镑。

图表29: 英国封闭式电子烟规模 (百万英镑) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

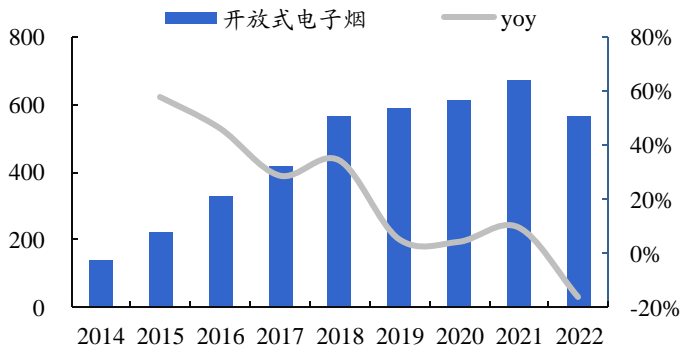
图表30: 英国封闭式电子烟规模拆分 (百万英镑) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

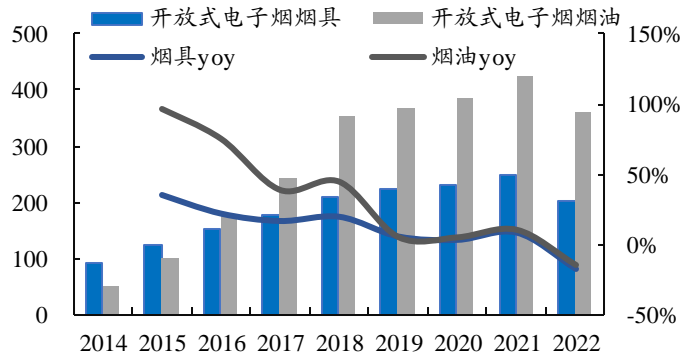


图表31: 英国开放式电子烟规模 (百万英镑) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表32: 英国开放式电子烟规模拆分 (百万英镑) 及增速



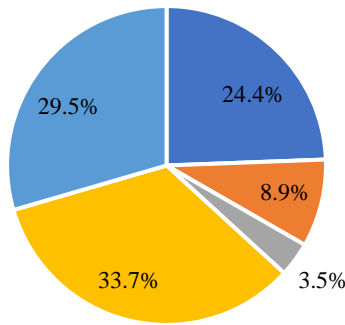
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

从用户分布来看, 英国雾化电子烟用户 2022 年达到 380.9 万人, 同比增长 9.3%, 男性/女性分别占比 50.1%/49.9%。

从销售渠道来看, 英国雾化电子烟主要通过线上商城销售, 杂货零售店/专业零售店/线上商城销售份额分别为 36.8%/33.7%/29.5%。

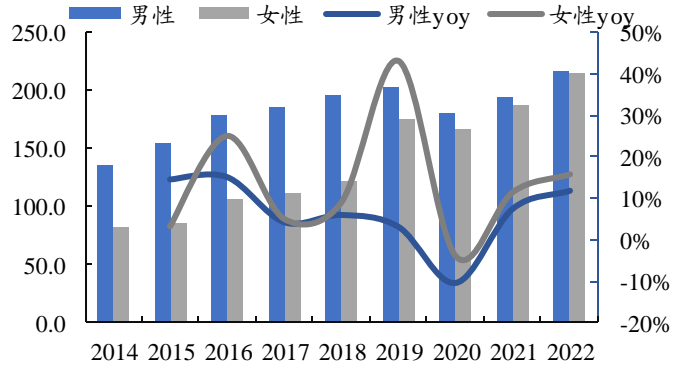
图表33: 英国市场雾化电子烟销售渠道 (%)

■ 便利店 ■ 超市 ■ 特大型超市 ■ 非杂货专业零售商 ■ 线上商城



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表34: 英国雾化电子烟用户 (万人) 及增速

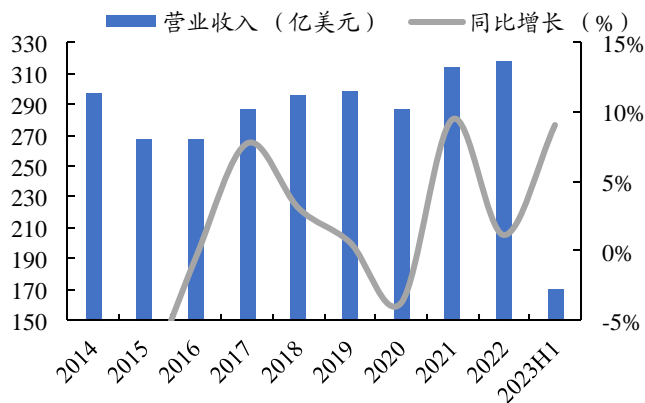


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

2. 菲莫国际: 新型烟草占比进一步提升, 日本市场重拾高增长

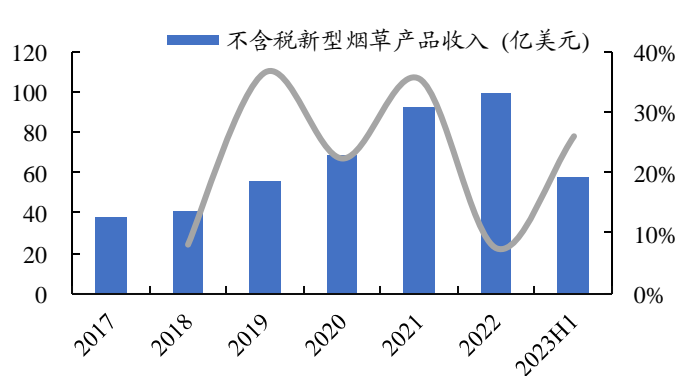
2023H1 菲莫国际总营收为 169.9 亿元, 同比增长 9.0%, 可燃烟草产品定价提升+加热烟草销量增长共同驱动下增幅有所回升。新型烟草业务 2023H1 实现营收 58.1 亿元, 同比增长 25.9%, 收入占比环比 22H2 提升 1.4pct 至 34.2%, 其中 2023Q2 公司新型烟草营收同比+36.8%至 31.0 亿美元。

图表35: 菲莫国际历年营收 (亿美元) 及增速



来源: 菲莫国际公告, 国金证券研究所

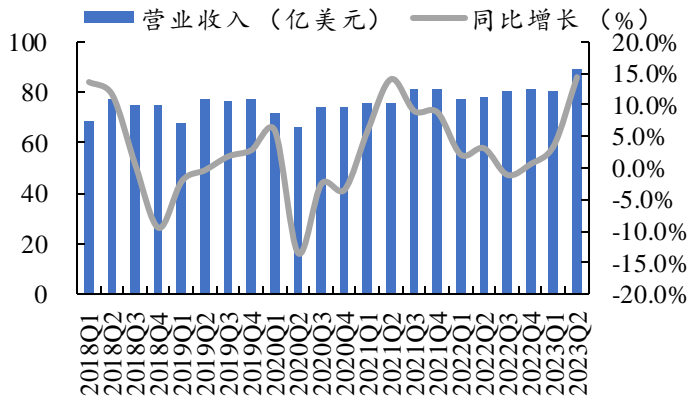
图表36: 新型烟草产品历年营收 (亿美元) 及增速



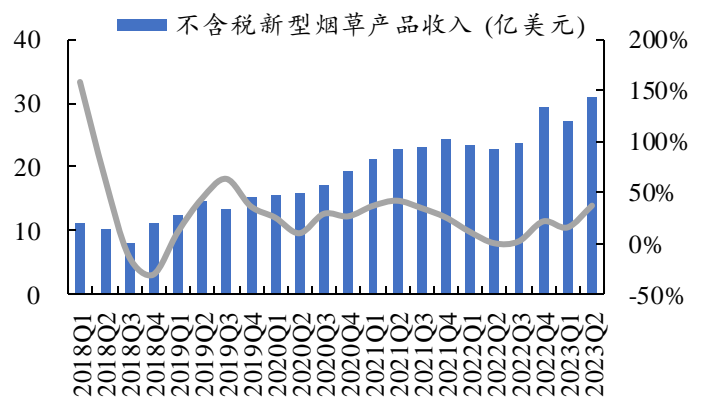
来源: 菲莫国际公告, 国金证券研究所



图表37: 菲莫国际各季度营收(亿美元)及增速



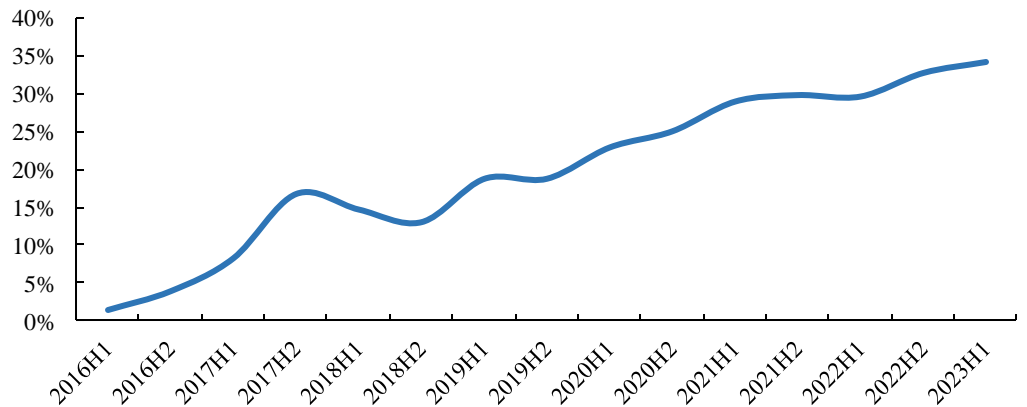
图表38: 新型烟草产品各季度营收(亿美元)及增速



来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

图表39: 菲莫新型烟草收入占比逐年上升

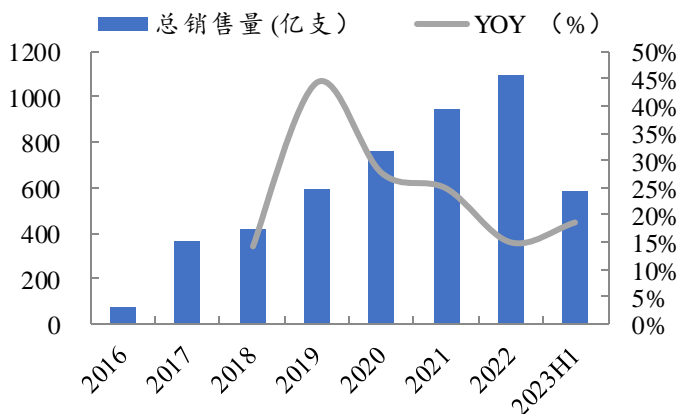


来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

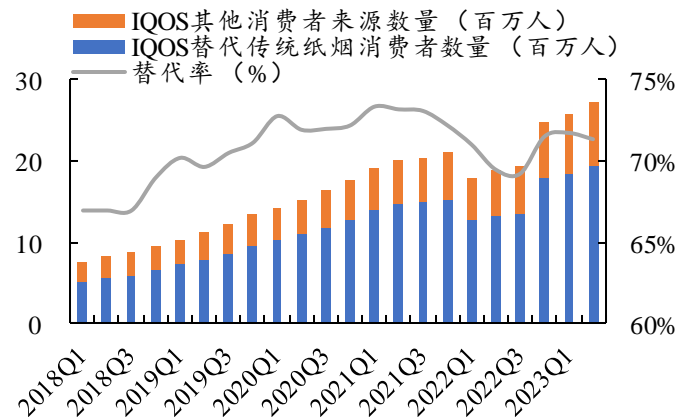
2.1 加热烟草转化率稳步提升, IQOS ILUMA 提交 PMTA 申请在即

得益于 IQOS ILUMA 的优异表现, 2023H1 菲莫国际加热烟草产品出货量达 588.5 亿支, 同比增长 18.6%。菲莫国际加热烟草产品对传统卷烟消费者的转化率稳步提升, 截至 2023 年 6 月底, IQOS 用户数已达 2720 万人, 同比增加 43.2%, 其中 IQOS 替代传统卷烟消费用户数为 1940 万人, 替代率高达 71.3%。此外, IQOS ILUMA 将于 23Q4 提交 PMTA 申请, 并且公司有充分证据证明其与已经通过 PMTA 认证的刀片式 IQOS 产品性能相当, 赴美销售贡献增量可期。

图表40: 加热烟草销售量(亿支)及增速



图表41: 菲莫国际 IQOS 消费人数及传统烟民转化占比

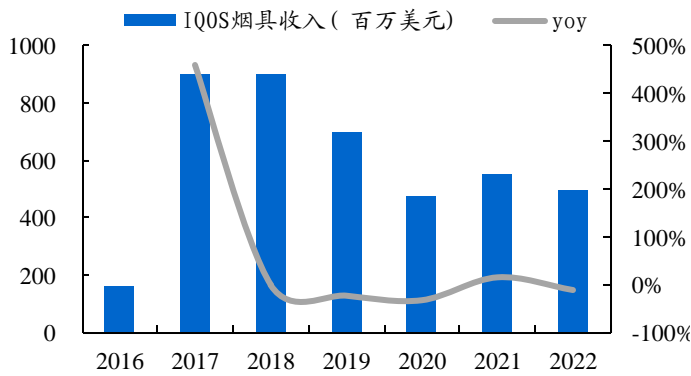


来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

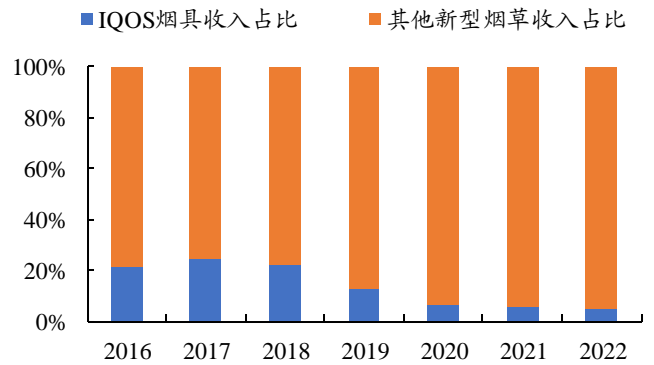
来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所



图表42: IQOS 烟具收入 (百万美元) 及增速



图表43: IQOS 烟具收入占新型烟草收入比重



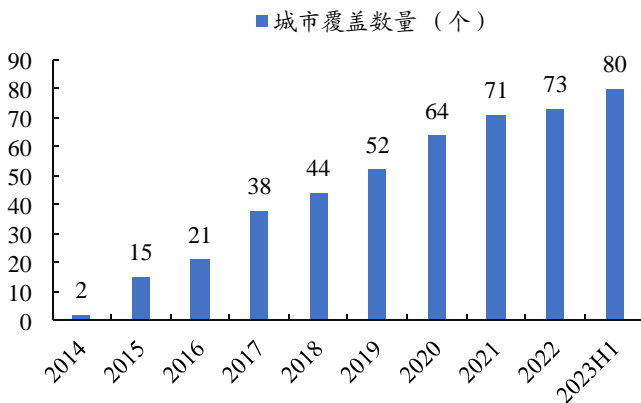
来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

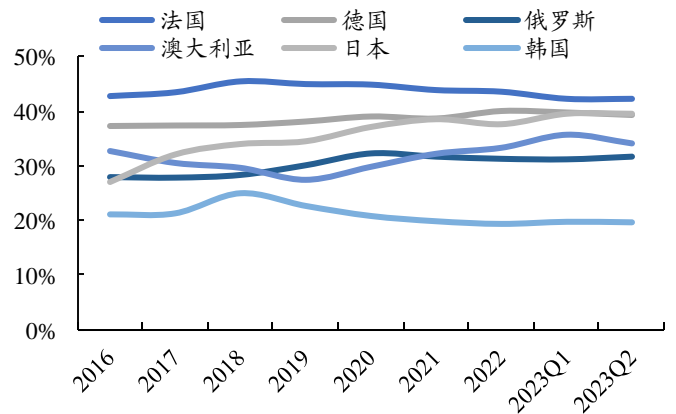
2.2 IQOS 覆盖市场数增至 80 个, 重点国家市占率加速提升

2023H1 菲莫国际已在全球 80 个国家和地区建立 IQOS 销售渠道, 较 2022 年末增加 7 个地区覆盖, 并且公司已提出明确目标, 计划到 2025 年将覆盖国家及地区的数量增加至 100 个。与此同时, 菲莫国际加热烟草产品在全球的市场份额也正稳步提升, 截至 2023 年 6 月份额已达 4.6%, 同比提升 0.6pct。其中菲莫国际此前的主力市场份额基本均延续提升态势, 23H1 日本/意大利/波兰/德国市占率分别较 2022 年末提升 2.7pct/2.6pct/0.4pct/0.6pct 至 26.3%/17.2%/8.6%/5.4%。

图表44: IQOS 覆盖城市数量



图表45: IQOS 主要国家市占率



来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所

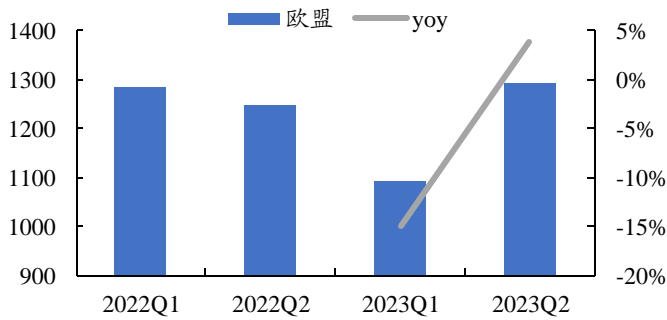
2.2.1 欧盟地区: 受意大利分销商去存影响, 加热烟草出货量短期内承压

2023H1 菲莫国际在欧盟地区加热烟草业务营收 23.9 亿美元, 同比降低 5.7%, 占公司新型烟草比重为 49.3%, 销量达到 218.0 亿支, 同比增长 4.8%, 出货增长有所承压, 主要受到意大利分销商去库影响。

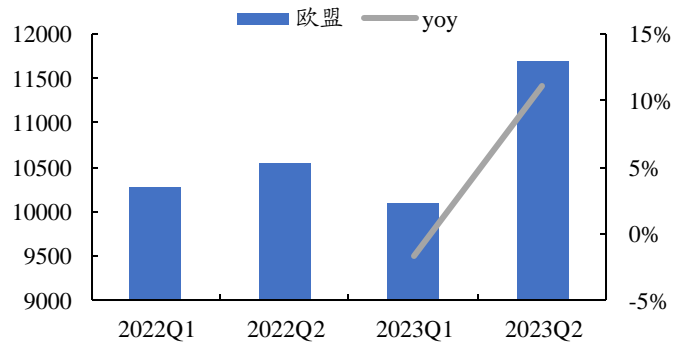
2023 年 Q2 菲莫国际在欧盟地区加热烟草营收 12.9 亿美元, 同比增加 3.8%, 占菲莫国际新型烟草营收比重为 41.7%。2023 年 Q2 销量达到 117.1 亿支, 同比增长 11.0%。



图表46: 欧盟地区新型烟草营收(百万美元)及增速



图表47: 欧盟地区新型烟草销量(百万支)及增速



来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

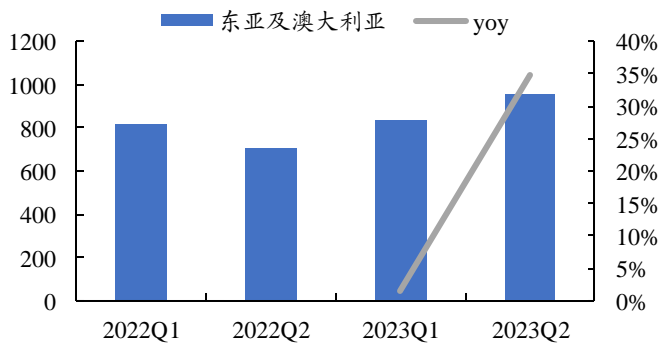
来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

2.2.2 东亚及澳大利亚: 营收重拾较高增长, 23H1 日本市场出货量同比增长45.2%

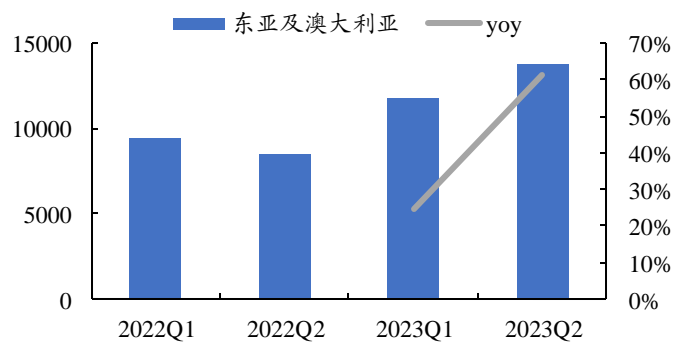
2023H1 菲莫国际加热烟草产品在东亚及澳大利亚营收 17.9 亿美元, 同比增长 17.0%, 销量达 254.6 亿支, 同比增长 6.1%。整体来看, 23H1 该地区重拾增长主要由于日本地区出货量有较大幅度增长。随着 2022 年新型烟草库存逐步去化, 23H1 日本地区出货量达 219 亿支, 同比增长 45.2%, 而 2022 年该地区出货量为 245.1 亿支, 同比 21 年下滑 22.4%。

2023 年 Q2 菲莫国际在东亚及澳大利亚地区营收 9.6 亿美元, 同比增长 34.6%, 销量达 58.5 亿支, 同比增长 3.7%。

图表48: 东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收(百万美元)及增速



图表49: 东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量(百万支)及增速



来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

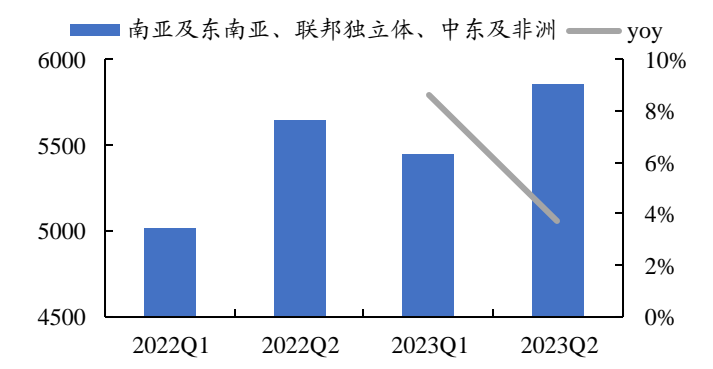
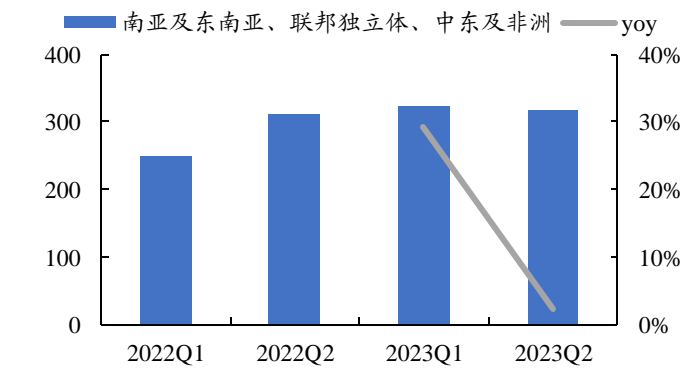
2.2.3 南亚、东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区: 23Q2 增长有所放缓

2023H1 国际加热烟草产品在南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收为 6.4 亿美元, 同比增长 14.3%, 销量达 113 亿支, 同比上升 6.1%。其中 23Q2 实现营收 3.2 亿美元, 同比增长 2.3%, 销量达 58.5 亿支, 同比增长 3.7%。



图表50: 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收(百万美元)及增速

图表51: 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量(百万支)及增速



来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

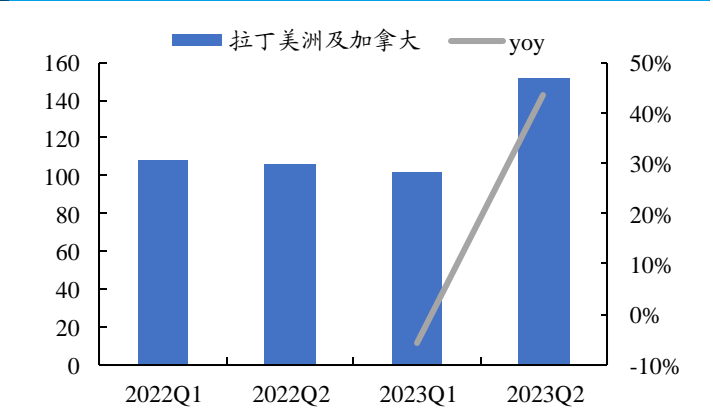
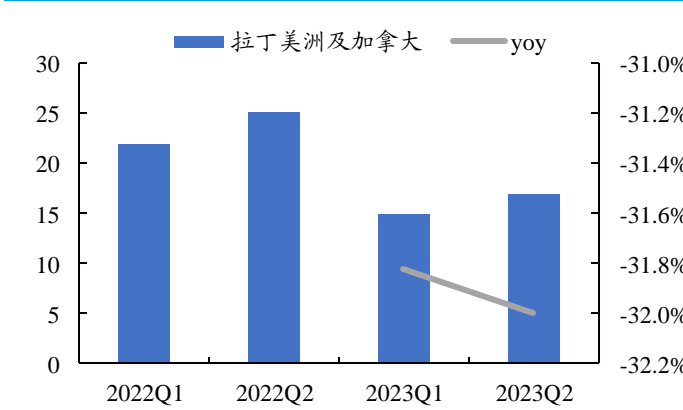
来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

2.2.4 拉丁美洲及加拿大地区: 23Q2起销售有所恢复

2023H1 菲莫国际拉丁美洲及加拿大加热烟草营收 0.3 亿元, 同比降低 30.6%, 销量 2.5 亿支, 同比增长 18.7%。其中 23Q2 加热烟草营收 0.2 亿元, 同比降低 31.0%, 销量 1.5 亿支, 同比增长 43.4%。

图表52: 中东及非洲地区加热烟草各季度营收(百万美元)及增速

图表53: 中东及非洲地区加热烟草各季度销量(百万支)及增速



来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 23年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

3.英美烟草: 雾化电子烟整体维持高增长, 美国市场增长放缓

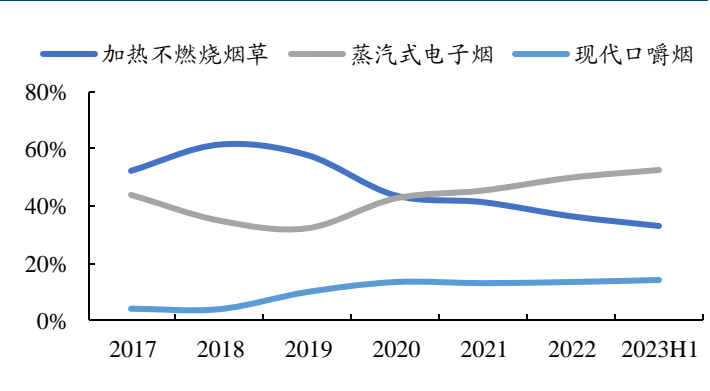
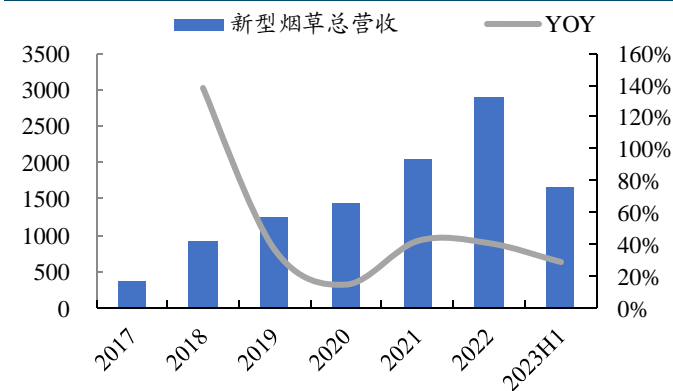
3.1 新型烟草业务占比持续提升, 雾化及HNB双轮驱动成长

英美烟草 2023H1 新型烟草业务延续较快增长, 收入达到 16.6 亿英镑, 同比增长 29.1%, 并且英美烟草目标 2025 年新型烟草业务营收超 50 亿英镑, 整体新型烟草业务已成为公司核心发展方向。从细分品类来看, 近年来英美烟草雾化电子烟收入占比持续提升, 2023H1 雾化电子烟收入 8.7 亿英镑, 同比增长 40.4%, 占整体新型烟草业务收入比例达 52.3%, 依托于 Vuse 优异的产品力以及有效的营销策略, 近年来营收持续增长, 2018-2022 年 CAGR 达 45.8%。此外, 2023H1 热不燃烧产品收入 5.5 亿英镑, 同比增长 10.7%。



图表54: 英美烟草历年新型烟草营收(百万英镑)及增速

图表55: 英美烟草历年新型烟草营收结构

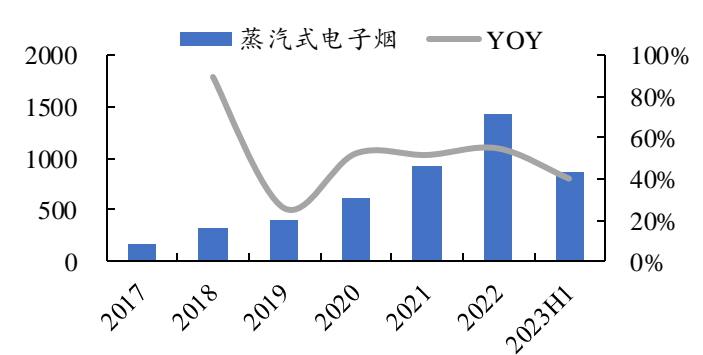
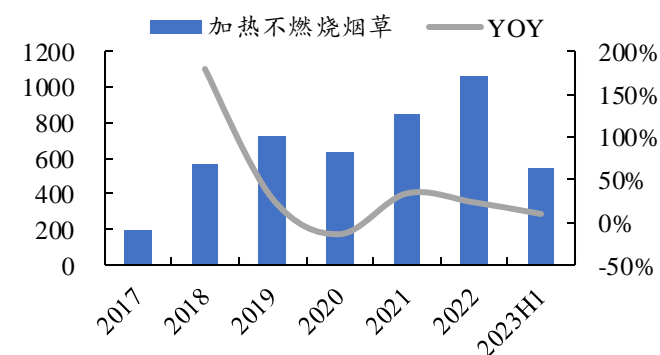


来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表56: 英美烟草历年加热不燃烧产品营收(百万英镑)及增速

图表57: 英美烟草历年雾化电子烟营收(百万英镑)及增速



来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

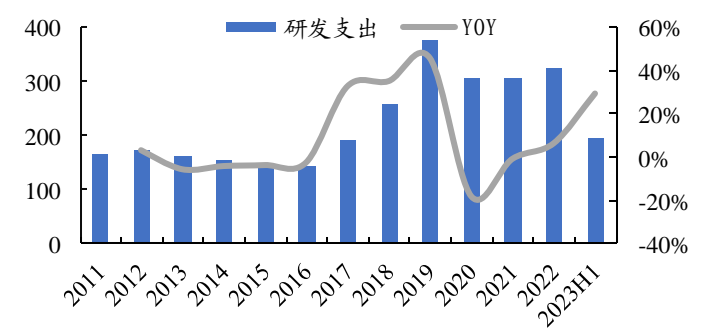
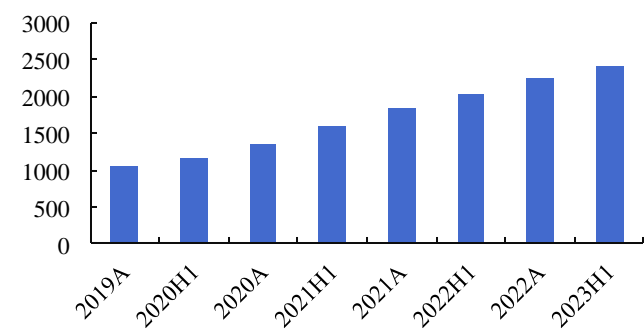
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

从用户数看新型烟草趋势: 英美烟草 2023H1 新型烟草总用户数量达 2400 万人, 较 2022 年末增加 150 万人, 从新型烟草用户数增长情况已可明显看出新型烟草大趋势。

从研发支出看英美烟草新型烟草战略决心: 英美烟草从 2015 年开始, 研发支出逐步提升, 研发费用主要用于新型烟草研发, 公司 2021、2022 年研发支出已然稳定在 3 亿英镑以上, 显著高于公司在新型烟草业务发展之前的水平, 2023H1 研发支出达 1.9 亿元, 同比增长 29.3%。

图表58: 英美烟草历年新型烟草用户数量(万人)

图表59: 英美烟草历年研发支出(百万英镑)及增速



来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

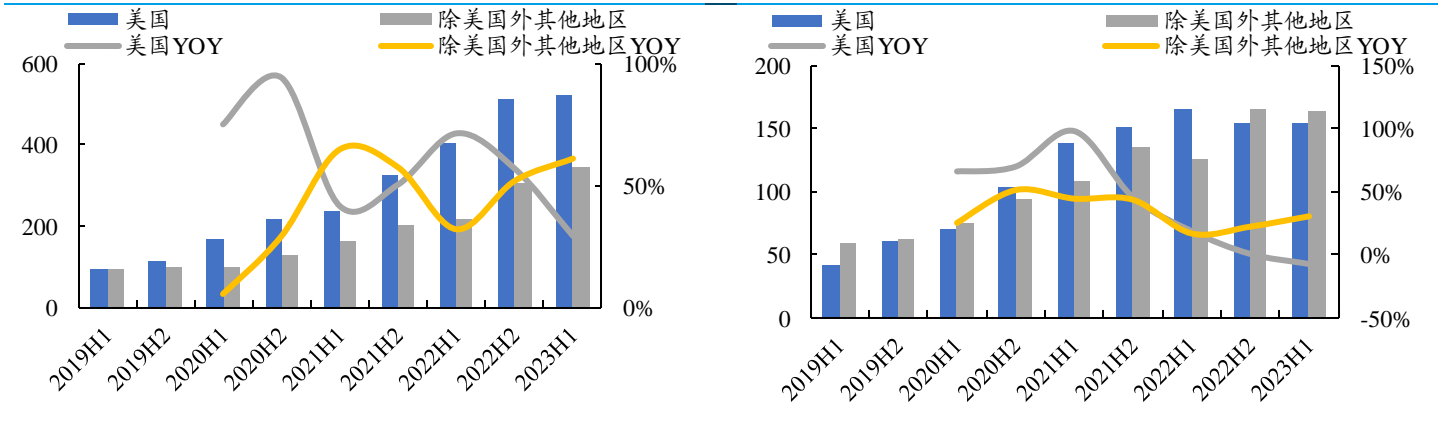
3.2 雾化电子烟: 量价齐升助推整体营收增长, 美国市场出货量略有下滑

英美烟草雾化电子烟方面, 2023H1 营收达到 8.7 亿英镑, 同比增长 40.4%, 2023H1 销量达 3.2 亿, 同比增长 9.2%, 整体增长依然相对理想。



分地区来看，美国市场依然是英美烟草雾化电子烟销售主战场，由于受到加州口味禁令及去库影响，2023H1 美国市场雾化电子烟销量为 1.6 亿，同比降低 6.6%。营收方面，2023H1 英美烟草美国市场收入达 5.2 亿英镑，同比增长 29.4%，占总体雾化电子烟营收比例已达 60.0%。此外，雾化电子烟在除美国外其他市场表现优异，2023H1 实现收入 3.5 亿英镑，同比增长 60.9%，销量达 1.6 亿，同比增长 30.2%。

图表60: 英美烟草雾化电子烟半年度营收(百万英镑)及增速 图表61: 英美烟草雾化电子烟半年度销量(百万个)及增速



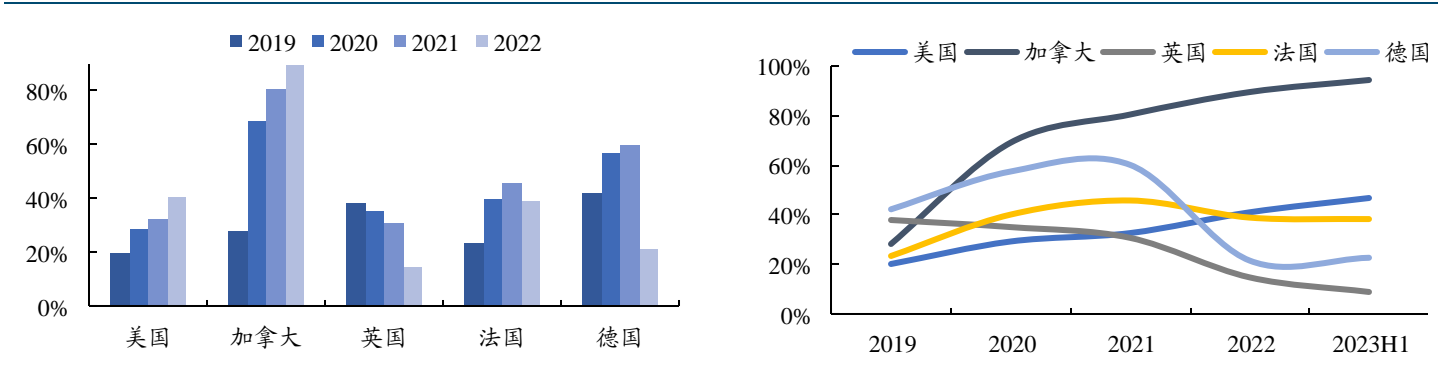
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所; 注: 部分数据做平滑处理

来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所; 注: 部分数据做平滑处理

VUSE 近年营收快速提升，市场份额持续扩大：VUSE 产品的营收近年来快速提升，2023H1 营收达 7.3 亿英镑，同比增长 23.0%，在雾化电子烟总营收中占比达 83.8%。市占率方面，截至 2023 年 6 月，VUSE 在主要雾化电子烟市场的总体份额上升 3.1pct 至 38.3%，分不同国家市场来看，VUSE 在美国/加拿大/英国/法国/德国市占率分别+5.7/+4.0/-1.1/-0.6/+1.7pct 至 46.7%/94.4%/8.8%/38.2%/22.5%。

图表62: 英美烟草雾化电子烟市场份额

图表63: Vuse 主要市场销售份额

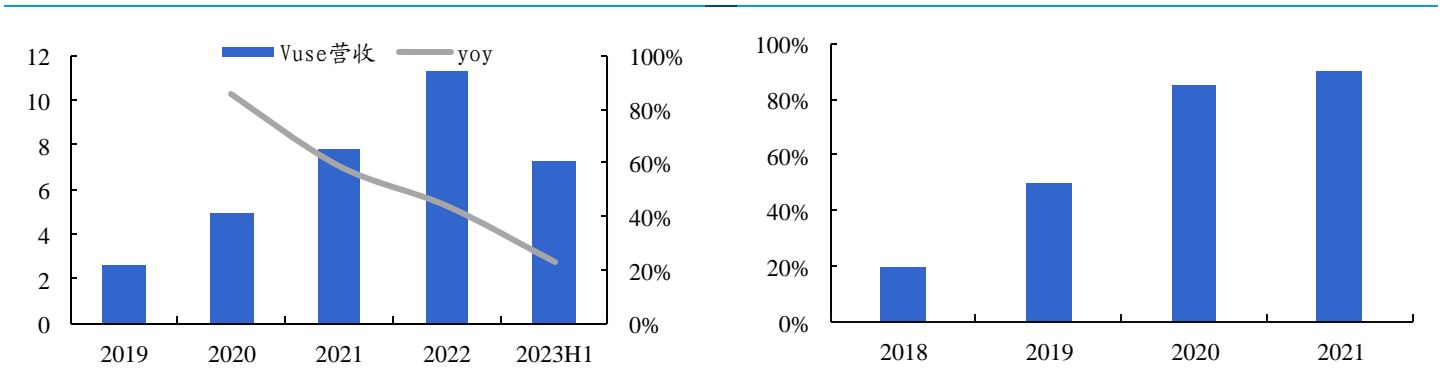


来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表64: Vuse 营收及增速(亿英镑)

图表65: Alto 系列占 Vuse 品牌收入比例



来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

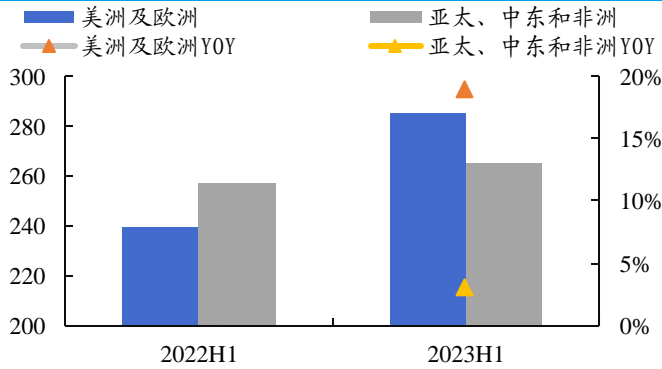
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所



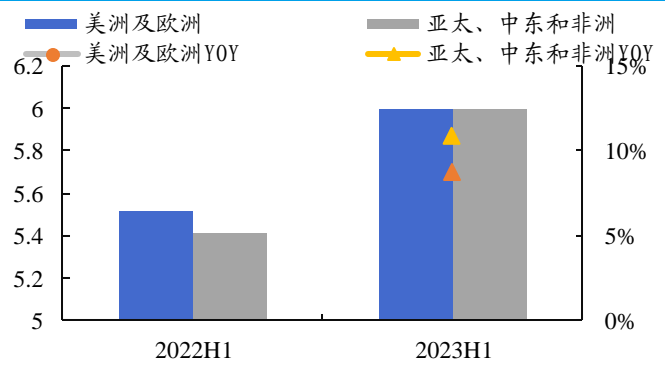
3.3 加热不燃烧：欧美主要市场发展势能延续，23H1 营收同比增长 18.9%

英美烟草 2023H1 加热不燃烧业务保持稳健增长，营收同比增长 10.7% 至 5.5 亿英镑，加热不燃烧产品销量达 120 亿支，同比增长 9.1%。分地区来看，23 年上半年美洲及欧洲地区 HNB 营收同比增长 18.9% 至 2.9 亿英镑，销量同比增长 8.8pct 至 60 亿支，亚太及中东地区 HNB 营收同比增长 3.0% 至 2.7 亿英镑，销量同比增长 10.9% 至 60 亿支。

图表 66：英美烟草 HNB 半年度营收及增速（百万英镑）



图表 67：英美烟草 HNB 半年度销量及增速（百万支）

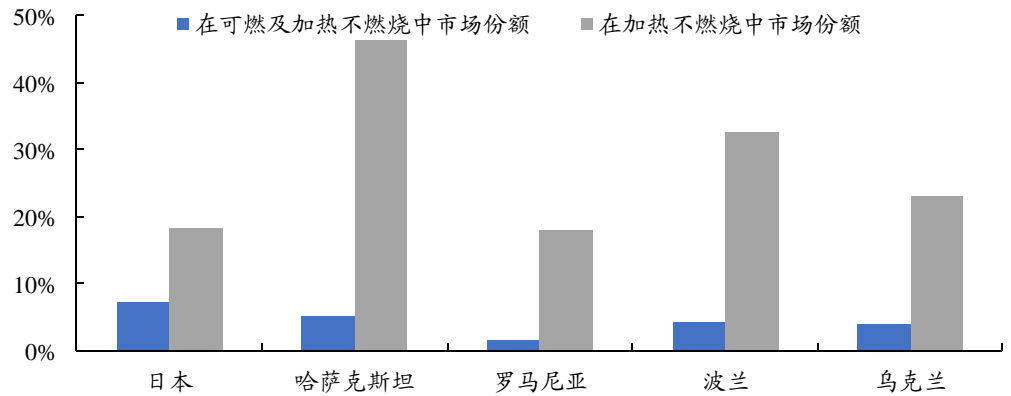


来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

市占率方面，2023H1 英美烟草加热不燃烧产品在各主要国家加热不燃烧市场销售份额降低 1.1pct 至 18.2%，主要受到日本及意大利市场加热不燃烧市场竞争日趋激烈影响。截至 2023 年 6 月，公司 HNB 销售份额前五大市场分别为哈萨克斯坦/波兰/乌克兰/日本/罗马尼亚，HNB 在当地加热不燃烧市场中的销售份额分别为 46.2%/32.5%/23%/18.4%/18%。根据半年报数据，23Q2 glo 在日本的销量份额已经开始恢复，叠加 glo Hyper X2 Air 的推出，HNB 在各主要国家市场销售份额进一步提振可期。

图表 68：2023H1 英美烟草 HNB 在主要国家烟草市场份额



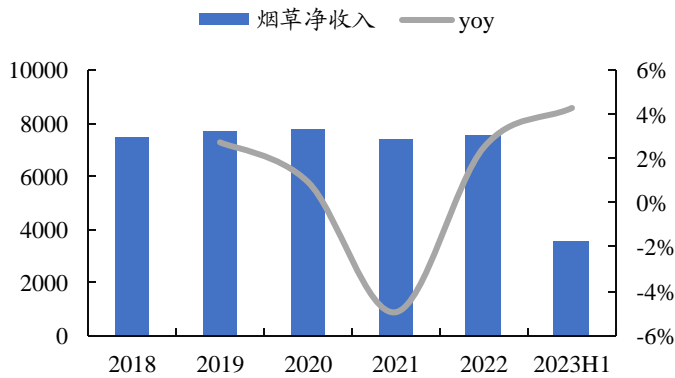
来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

4. 帝国烟草：新型烟草业务布局加速推进，欧洲市场已成主要增长驱动

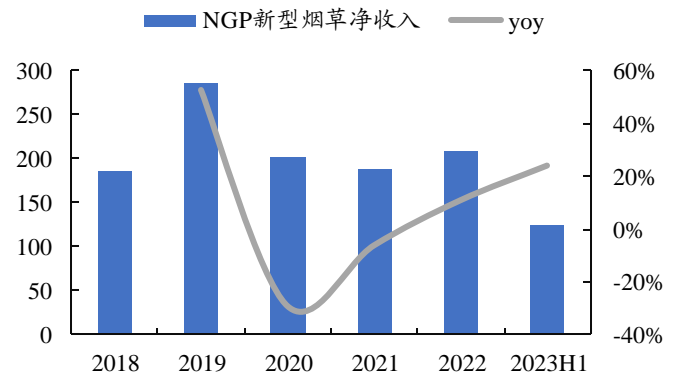
2023H1 帝国烟草实现调整后收入 36.6 亿英镑，同比增长 4.8%（按固定汇率调整后）。得益于新产品的持续推出，2023H1 新型烟草业务实现收入 1.3 亿英镑，同比增长 23.8%（按固定汇率调整后），驱动整体收入稳健增长。



图表69：帝国烟草历年净收入及增速（百万英镑）



图表70：帝国烟草新型烟草历年净收入及增速（百万英镑）



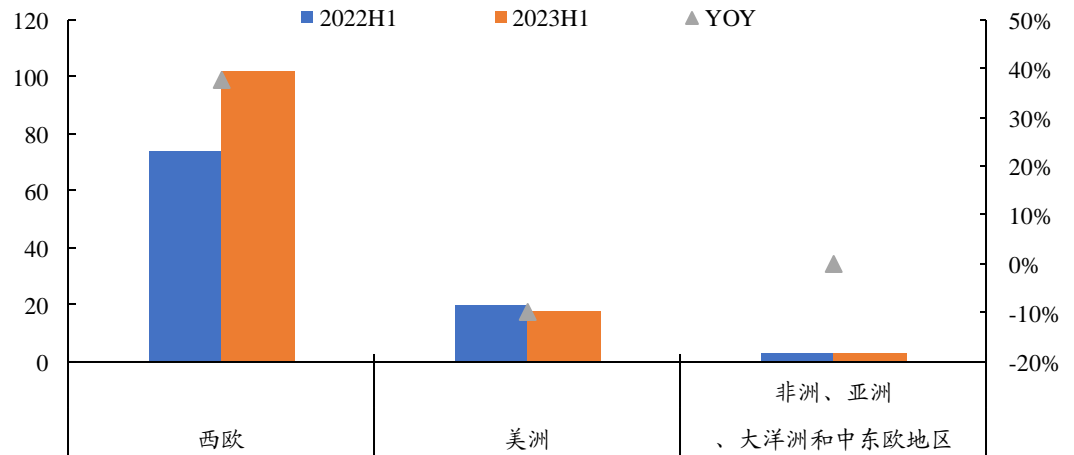
来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

分销售地区来看，西欧地区帝国烟草 2023H1 年新型烟草实现总营收 1.0 亿英镑，按固定汇率同比增长 37.8%，西欧地区已成为帝国烟草新型烟草业务收入增长的重要驱动。美洲地区，2023H1 新型烟草实现总营收 0.2 亿元，按照固定汇率同比降低 16.7%，主因美国 FDA 对帝国烟草旗下产品 Myblu 发布营销禁令所致。非洲、亚洲、大洋洲及中欧地区，2023H1 新型烟草实现总营收 300 万英镑，同比 22H1 持平。

帝国烟草未来策略：1) 继续维持 blu 产品在美国市场的营销并积极向新的市场领域试验营销；2) 在欧洲地区，雾化电子烟的 blu2.0 已经在英国、法国及西班牙推出，市场份额分别达 9.1%/7.2%/17.8%，未来预计继续推广至德国、希腊等市场。HNB 产品方面，iD 产品市场份额稳步提升，未来公司也将加大 Pulze, iD 的推广力度，进一步提升 HNB 领域的市场渗透率。

图表71：帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况（百万英镑）



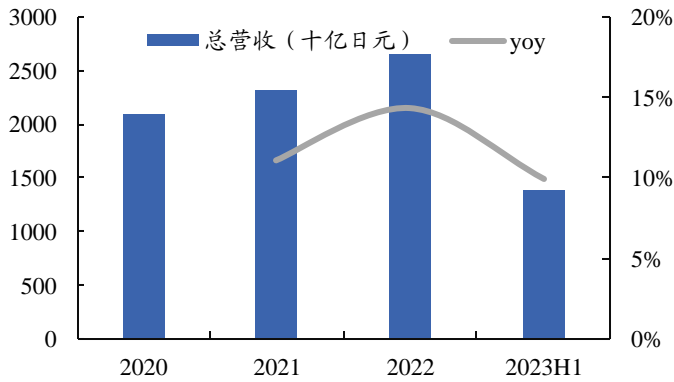
来源：帝国烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

5.日本烟草：23H1 新型烟草增长趋缓，PloomX 日本市场表现亮眼

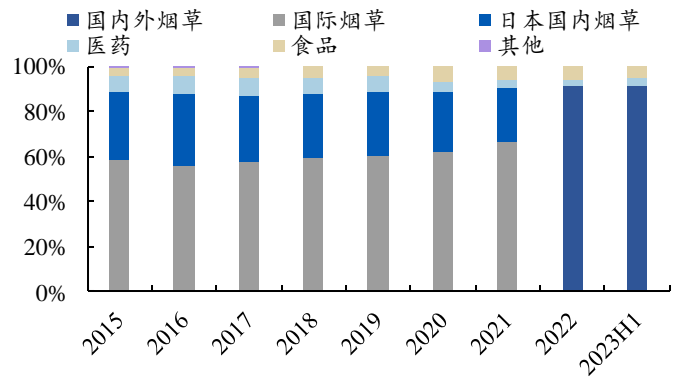
2023H1 日本烟草实现营收 13928 亿日元，同比增长 9.9%，增速保持稳健。其中 23Q2 日本烟草实现营收 7275 亿日元，同比增长 6.2%。业务拆分来看，烟草业务贡献主要营收来源，2023H1 贡献营收 1271 亿元，同比增长 10.2%，占比达 91.2%。其中 23Q2 烟草业务营收为 690 亿元，同比降低 10.7%。



图表72：日本烟草总营收及增速（十亿日元）



图表73：日本烟草主营业务占比

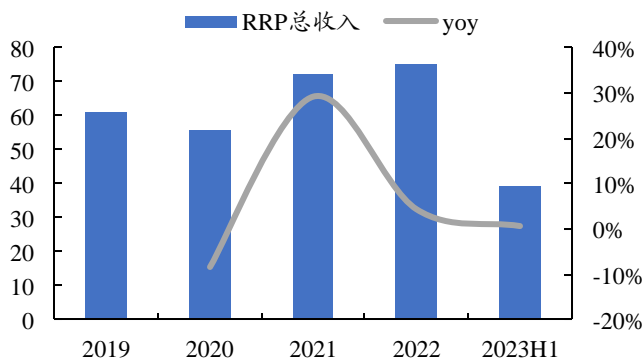


来源：日本烟草公告，国金证券研究所

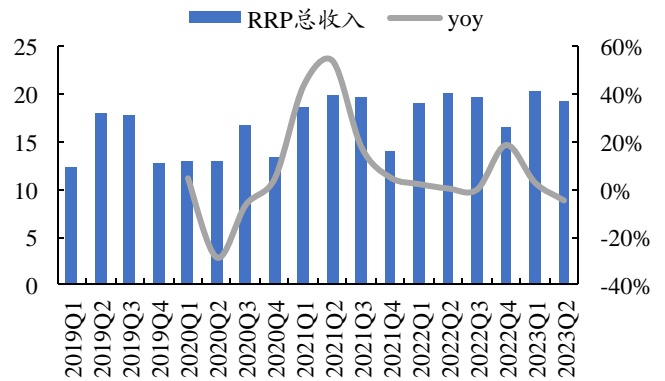
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

新型烟草方面，2023H1日本烟草营收为395亿日元，同比增长0.8%，总销量为42亿支，同比增长3.9%。其中日本市场新型烟草产品2023H1销量达35亿支，同比增长20.7%，销量的提升主要受益于PloomX产品在日本市场占有率的增加，该产品在23年上半年销量同比增长46.4%，而海外市场新型烟草产品销量同比下滑36.4%至7亿支。23Q2新型烟草营收为192亿日元，同比降低4.4%，销量方面，23Q2新型烟草总销量为21亿支，同比增长4.7%，其中海外市场销量同比-31.3%至4.1亿支，Q2营收下滑主要由于海外市场竞争加剧后销售进一步承压所致。

图表74：新型烟草国内外收入及增速（十亿日元）



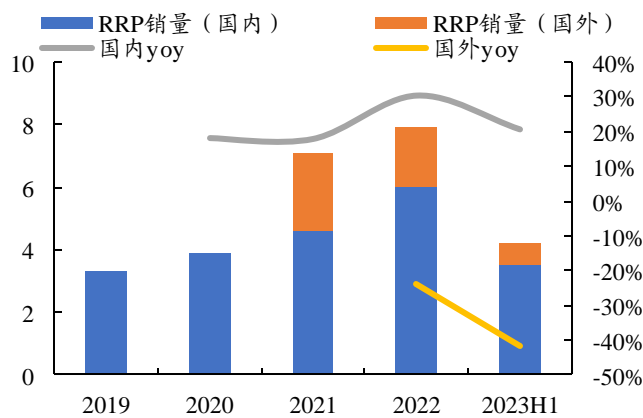
图表75：新型烟草国内外单季度收入及增速（十亿日元）



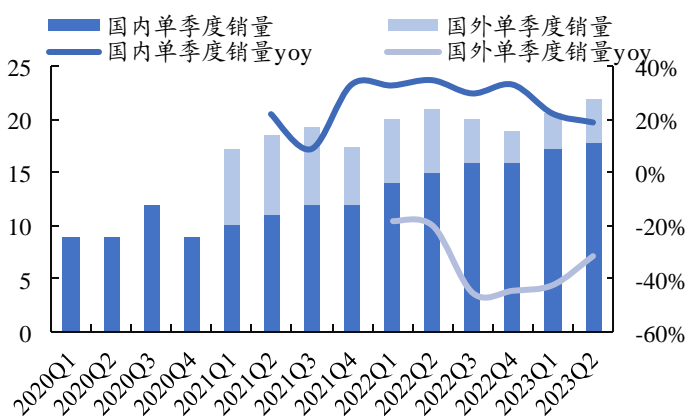
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表76：新型烟草国内外销量及增速（十亿支）



图表77：新型烟草国内外单季度销量及增速（十亿支）



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

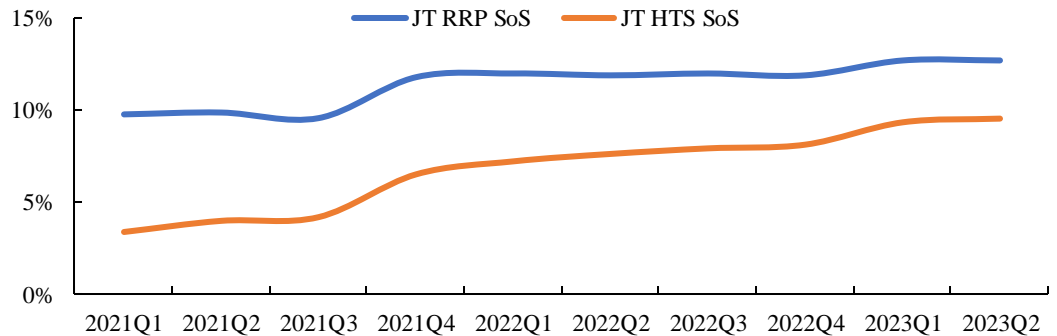
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

市占率方面，截至23年Q2日本烟草在日本市场新型烟草的市场份额达到12.7%，比上年同期增加了0.8pct。加热不燃烧产品方面，日本烟草在日本加热不燃烧产品市场占有率



继续提升,截至 23Q2 市占率达 9.5%,较 22 年末提升 1.4pct。

图表 78: 日本烟草新型烟草在日本市场份额情况



来源: 日本烟草公告, 国金证券研究所

6. 投资建议

从海外各家烟草巨头 23H1 发展来看,虽然有所分化,但可明显看出在海外市场新型烟草已是大势所趋,新型烟草业务已逐渐成为各烟草巨头的重要增长驱动力。

雾化电子烟方面,推荐关注思摩尔国际。思摩尔国际作为全球电子烟代工市场的头部企业,与英美烟草深度绑定,公司将充分受益于海外新型烟草市场的持续发展。虽然短期来看,由于国内水果口味限制,终端需求短期影响较大,并且美国薄荷醇口味政策仍存不确定性,但整体新型烟草大趋势已现,公司国内外长期空间仍值得期待。

一次性电子烟方面,推荐关注赢合科技。赢合科技控股子公司斯科尔一次性品牌 SKE Ceystal 市占率持续提升,截至 2023 年 4 月,其在英国一次性品牌中的销售额上升至第四,α 属性逐步显现。一次性烟市场快速扩容趋势下,公司电子烟板块进一步受益确定性较强。

HNB 方面,盈趣科技作为 IQOS 的核心供应商,从过去精密塑胶件供应商,合作业务逐步延伸至加热组件、整机交付,后续有望显著受益于 IQOS 在全球的进一步扩张。

风险提示

- 1) 行业政策监管力度超出预期: 若监管力度超预期加大,可能将会限制新型烟草行业的发展;
- 2) 汇率波动风险: 国内相关电子烟企业海外收入占比较大,若汇率出现大幅波动,出口业务将会受到较大影响;
- 3) PMTA 认证不通过: 若对应企业产品未来不能通过 PMTA 认证,将直接影响公司产品在美国的销售
- 4) 美国薄荷醇口味禁令风险: 若美国市场将薄荷醇电子烟产品限制,将直接影响美国雾化电子烟市场规模。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806

行业投资评级的说明：

买入：预期未来3—6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上；



增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究