

新型烟草制品爆发，电子烟具乘风而起

2019 年 01 月 29 日

【投资要点】

- ◆ **电子烟和 HnB 迎来春天，未来有望逐步替代传统卷烟。**从供给端来看，各国控烟政策趋严，烟草产品减害是必然趋势。卷烟销量不断下降，仅靠提高单价难以维系烟草公司营收增长，开拓新型烟草制品市场将为烟草公司创造新的利润增长点。全球主要烟草公司近几年积极转型新型烟草制品，并有较成熟的产品推出。从需求端来看，减害但同时具备“真烟”体验感是用户的主要诉求，IQOS 的推出证明了其实现的可能性。从政策端来看，国内烟草公司已经在积极布局 HnB 产品，国内市场有望在未来两年内放开，同时也会对电子烟行业进一步规范，促进行业的健康发展。
- ◆ **围绕烟弹高度定制化是未来电子烟具的趋势，能够与烟草公司合作的供应商具备优势。**如果说烟弹是食材，电子烟具就是炊具。对于 HnB 产品，不同品牌的烟弹特性不同，也需要具有最佳加热温度曲线的烟具配合，才能实现最完美的口感。而烟弹技术掌握在烟草公司手里，每家烟草公司的烟草大数据都是核心机密，这也就意味电子烟具公司需要和烟草公司合作，才能生产出真正令消费者满意的产品，每款电子烟具一定是围绕烟弹高度定制化的产品。电子烟具制造企业的核心竞争力则是在加热和雾化技术、隔热材料与热设计、快速充电技术以及外观设计等领域。

【配置建议】

- ◆ 建议关注电子烟产业链；
- ◆ 建议关注 IQOS 精密塑胶件供应商盈趣科技以及国内雾化电子烟龙头厂商麦克韦尔。

【风险提示】

- ◆ 电子烟和 HnB 新用户开拓不及预期；
- ◆ 新型烟草制品政策收紧。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

中性（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：詹静

证书编号：S1160519010001

联系人：吴逸诗

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《5G 临时牌照即将发放，关注 5G 终端产业化进程加速》

2019.01.11

《5G 来临，射频前端变化几何》

2018.12.19

《5G 前夕，关注国产化和龙头份额提升》

2018.12.05

《被动元件难改“被动”，国产化提升道阻且长》

2018.12.05

《京东方前三季度电视面板出货量全球第一，三星被挤出前三》

2018.12.03

正文目录

1. 电子烟和 HnB 迎来春天，未来有望逐步替代传统卷烟.....	4
1.1. 供给端：烟草行业转型势不可挡，巨头布局促进产业规范.....	4
1.2. 需求端：减害但同时具备“真烟”体验感.....	9
1.3. 政策端：国内 HnB 市场有望开放，电子烟行业将进一步规范.....	15
2. 围绕烟弹高度定制化是未来电子烟具的趋势.....	18
2.1. 烟弹——完美的食材.....	18
2.2. 电子烟具——合适的炊具.....	19
3. 推荐标的.....	23
3.1. 盈趣科技.....	23
3.2. 麦克韦尔.....	24
4. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 烟草行业的三次重大技术变革.....	4
图表 2: 新型烟草制品分类.....	5
图表 3: 燃烧程度越高，烟草制品的危害性越大.....	5
图表 4: 2017 年全球各地区卷烟销量（万箱）及增速.....	6
图表 5: 2012 年来全球烟草消费结构（千亿美元）.....	6
图表 6: 2012 年来中国烟草消费结构（千亿元）.....	6
图表 7: 全球（除中国）烟草市场竞争格局.....	7
图表 8: 菲莫国际减害产品平台.....	7
图表 9: 主要加热不燃烧烟草制品.....	8
图表 10: 日本烟草市场中电子烟和主要加热不燃烧烟草制品的渗透率.....	8
图表 11: 中烟出品的加热不燃烧烟草制品和韩国烟草出品的 lil.....	9
图表 12: 吸食电子烟的原因调查.....	9
图表 13: 吸烟的危害.....	10
图表 14: 二手烟的危害.....	10
图表 15: “电子烟之父”韩力.....	11
图表 16: 全球第一款电子烟产品“如烟”.....	11
图表 17: “如烟”分解图.....	11
图表 18: eGo ONE 电子烟套装.....	12
图表 19: 华礼门大烟雾电子烟套装.....	12
图表 20: vape 文化——烟雾竞技.....	12
图表 21: 各种口味的烟油.....	12
图表 22: 主要扁烟产品.....	12
图表 23: IQOS 功能说明.....	13
图表 24: PMI 加热不燃烧烟弹历年销量（百万只）.....	13
图表 25: JUUL 2018 年上半年营收（亿美元）和扁烟整体市场对比.....	14
图表 26: 主要市场 IQOS 使用成本与卷烟对比.....	15
图表 27: 允许销售加热不燃烧烟草制品的国家.....	15
图表 28: 国内销售 IQOS 电子烟违法事件.....	16
图表 29: 全球各地区销售电子烟的政策.....	17
图表 30: 全球各地区电子烟产品的相关政策.....	17

图表 31: IQOS 烟弹拆解.....	18
图表 32: IQOS 主要组成.....	19
图表 33: 针式加热/环形加热电子烟代表.....	20
图表 34: 立体陶瓷加热芯技术.....	20
图表 35: 麦克韦尔自主研发的 Feelm 陶瓷雾化芯技术.....	20
图表 36: 亿纬锂能 18650 电子烟电池.....	21
图表 37: IQOS 和 JUUL 内部结构.....	21
图表 38: 国内外十大知名电子烟设计方案商.....	22
图表 39: 国内电子烟主要代工厂商.....	22
图表 40: 盈趣科技历年营收构成 (亿元)	23
图表 41: 盈趣科技各项业务毛利率.....	23
图表 42: 2017 年上半年盈趣科技主要客户及销售额.....	23
图表 43: 盈趣科技通过 venture 间接为莫菲科技供应 IQOS 的精密塑胶件 ..	24
图表 44: 盈趣科技历年营收和净利润 (亿元)	24
图表 45: 盈趣科技境内境外历年营收 (亿元)	24
图表 46: 麦克韦尔历年营业收入和净利润 (亿元)	25
图表 47: 麦克韦尔历年毛利率.....	25
图表 48: 麦克韦尔前五大客户	25

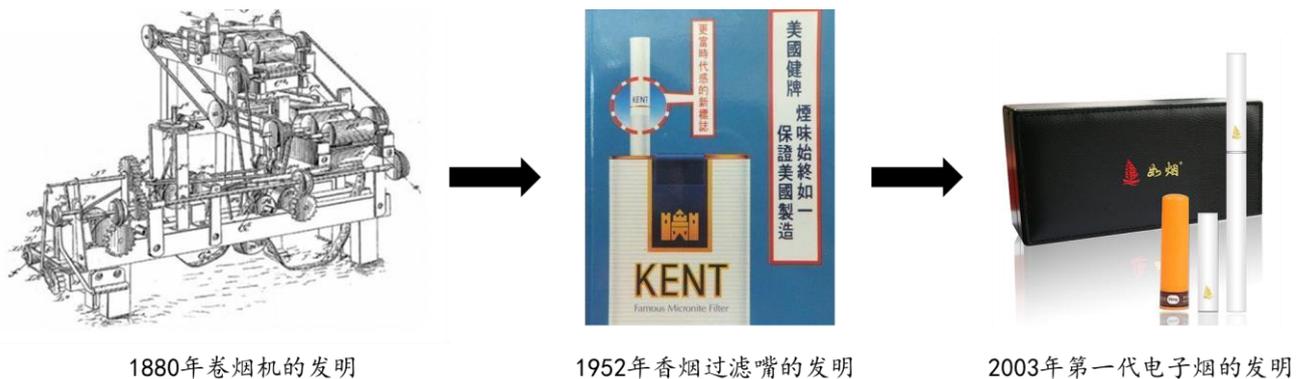
1. 电子烟和 HnB 迎来春天，未来有望逐步替代传统卷烟

全球第一款电子烟早在 2003 年就发布，历经了 16 年的发展，2017 年全球电子烟销售额达到 120.54 亿美元，加上加热不燃烧烟草制品（HnB, Heat not Burn），合计市场规模达 170 亿美元，仅占整个烟草市场规模的 3-4% 左右。尽管电子烟等新型烟草制品目前的市场规模还很小，但我们认为从供给端、需求端以及政策端三方面来看，电子烟和加热不燃烧烟草制品等主流的新型烟草制品已经迎来最好的时代，未来有望逐步替代传统卷烟。

1.1. 供给端：烟草行业转型势不可挡，巨头布局促进产业规范

各国控烟政策趋严，烟草产品减害是必然趋势。吸烟的危害巨大，世界卫生组织在过去数十年也一直致力于推动人们戒烟。随着各国控烟政策趋严，人们的健康意识不断提高，全球烟草产品从有害发展到微害，甚至到无害，是必然的趋势。危害性更小的新型烟草制品将成为继 1881 年美国发明第一台卷烟机，1952 年洛里拉德公司推出带有微型过滤嘴的香烟后，烟草行业的第三次重大技术变革。

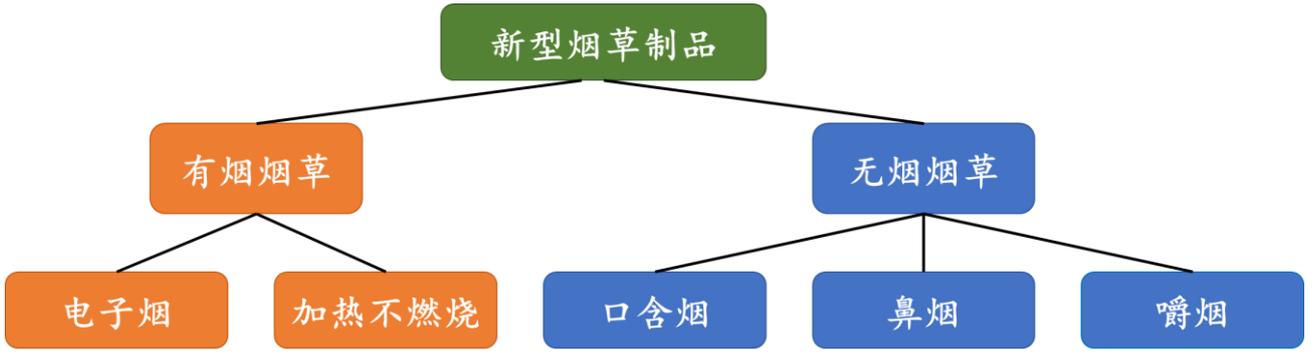
图表 1：烟草行业的三次重大技术变革



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

目前来说新型烟草制品主要包括有烟烟草制品和无烟烟草制品。有烟产品包括电子烟和加热不燃烧烟草制品两种，在抽吸过程中会产生烟气。电子烟的原理是将含有尼古丁的烟碱液（也叫烟油）雾化形成气状物。加热不燃烧烟草制品则是将特制的烟草加热到一定温度，但不点燃烟草，也可以形成烟草味气体，口感更接近真烟。无烟烟草制品具体包括口含烟、鼻烟和嚼烟三种。口含烟是将烟草磨成粉末再加盐和水混合而成，通过口含将尼古丁摄入至体内，其源自瑞典，瑞典吸食口含烟的人口比卷烟还多。鼻烟则是通过鼻子吸食的方式，嚼烟则是通过口嚼烟草的方式。无烟烟草制品事实上并非一种新产品，嚼烟早在 19 世纪 60 年代就十分流行，所谓新型主要是区别于主流的卷烟产品。

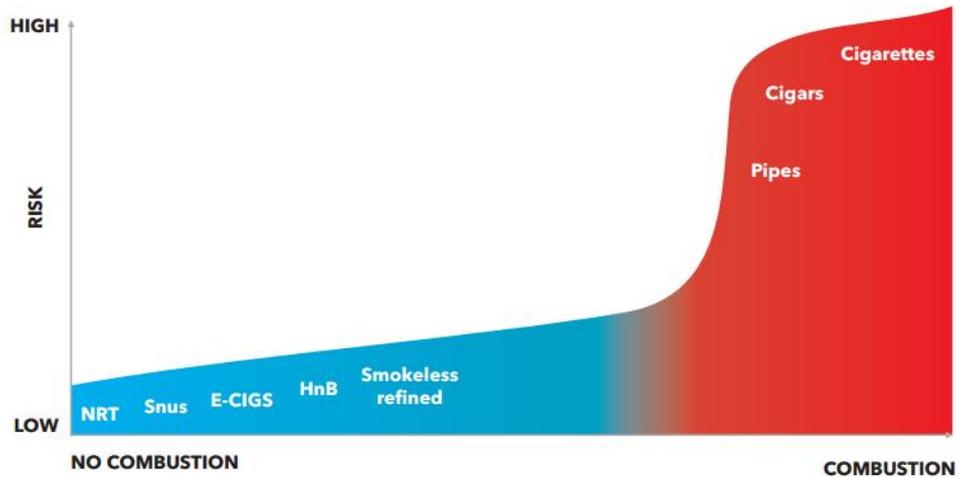
图表 2: 新型烟草制品分类



资料来源: 互联网整理, 东方财富证券研究所

事实上, 尼古丁虽然具有成瘾性, 但对人体的危害并没有那么大, 吸食卷烟时产生的有害物质主要来自烟草加热到达 350° C 以上时, 燃烧产生的一氧化碳、焦油等物质。因此通过雾化、低温加热甚至是口含等方式可相对减少吸烟的危害。尼古丁贴片 (NRT, 尼古丁替代疗法)、口含烟 (Snus)、电子烟、加热不燃烧等不燃烧的烟草制品危害理论上是远小于烟斗、雪茄、卷烟等燃烧的烟草制品。

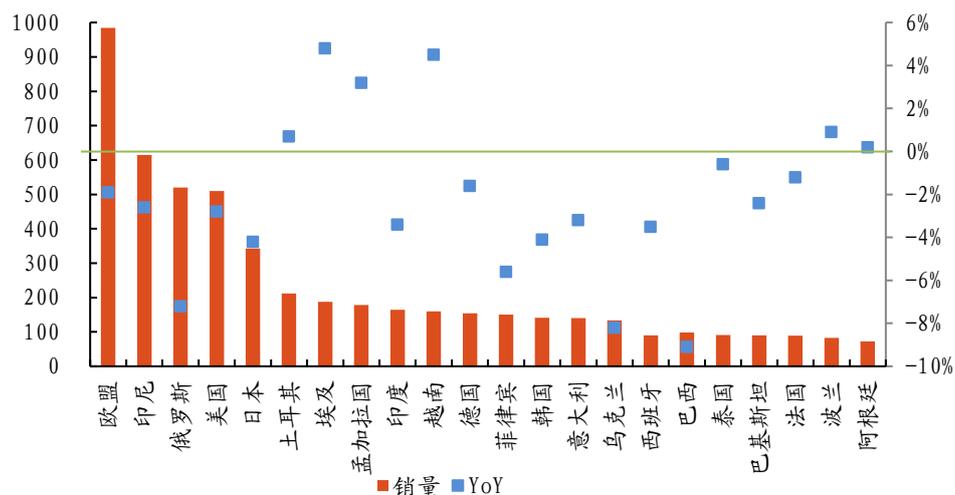
图表 3: 燃烧程度越高, 烟草制品的危害性越大



资料来源: GSTHR, 东方财富证券研究所

卷烟销量不断下降, 仅靠提高单价难以维系烟草公司营收增长。目前全球主流烟草制品仍是卷烟, 据 2017 年世界烟草发展报告, 2017 年全球卷烟销售额 (含税) 约 4700 亿美元, 同比增长约 2%, 占据总烟草市场份额的 90% 以上。尽管卷烟销售额增长, 但销量却不断下降。据国家统计局数据, 2017 年中国卷烟销量累计达 23486.62 亿支, 产销率同比下降 1.5%, 库存比年初增长 12.9%。2017 年, 全球其他地区卷烟销量合计约 6200 万箱, 同比下降约 2%。除土耳其、埃及、孟加拉国以及越南等少数地区外, 主要地区卷烟销量均呈下降趋势, 预计未来 5 年仍将以 1%-2% 的速度逐年递减。与此同时, 卷烟的平均售价提高, 达到 3.1 美元/包, 同比增长约 3%。长期来看, 仅靠提高卷烟的价格难以维系烟草公司的营收增长, 开拓新型烟草制品市场将为烟草公司创造新的利润增长点。预计未来 5 年, 卷烟销售额占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, 达到 90% 以下。

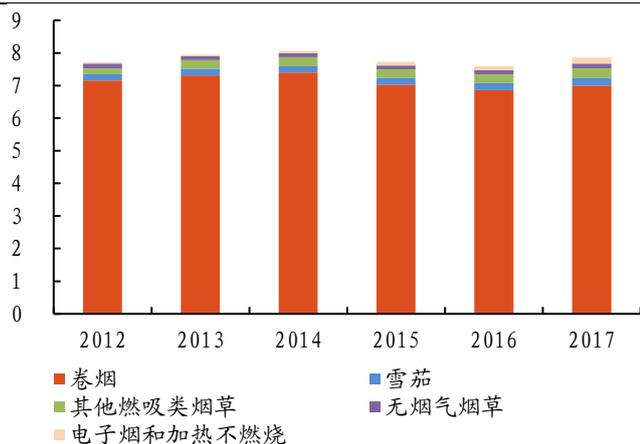
图表 4：2017 年全球各地区卷烟销量（万箱）及增速



资料来源：2017 年世界烟草发展报告，东方财富证券研究所

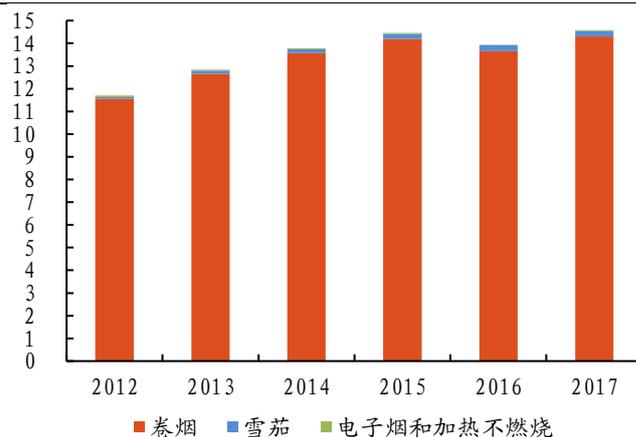
电子烟和加热不燃烧烟草制品是新型烟草制品的主流产品。据中国卷烟销售公司数据，2017 年，全球电子烟销售额为 120.54 亿美元，同比增长 18.5%。加热不燃烧烟草制品的全球销售额为 50.03 亿美元，虽然因为起步较晚，市场规模尚不及电子烟，但增速高达 135.6%。无烟气烟草制品相比之下，销量连续多年下降，2017 年全球总销量为 12.90 万吨，仅是 2011 年总销量的五分之一。据欧睿国际预测，无烟气烟草制品市场可能会继续收缩，年下降约 1.4%。无烟产品市场规模的快速萎缩，一方面是由于电子烟等新产品的挤压，另一方面也是由于部分国家发布禁令，如印度 2012 年出台了对部分嚼烟的禁令。细分产品来看，主要是嚼烟的销量大幅下降，口含烟市场仍有小幅上升，2017 年，口含烟总销量为 7.35 万吨，同比增长 2.4%，超过嚼烟市场。

图表 5：2012 年来全球烟草消费结构（千亿美元）



资料来源：烟草在线，东方财富证券研究所

图表 6：2012 年来中国烟草消费结构（千亿元）

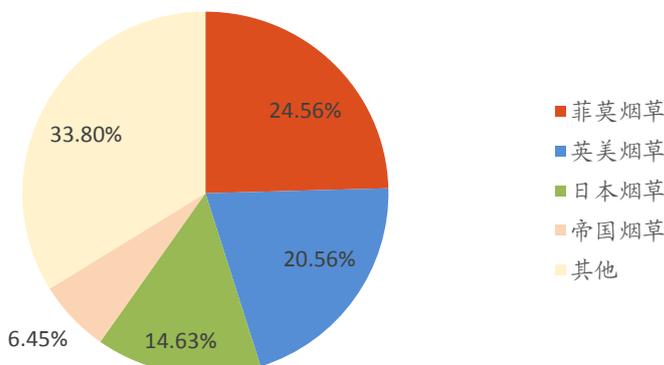


资料来源：烟草在线，东方财富证券研究所

全球主要烟草公司近几年积极转型新型烟草制品，并有较成熟的产品推出。全球共有 120 多个国家生产卷烟，管理政策基本分为垄断经营、部分开放、完全开放三类，大多数国家实行完全开放的政策，包括我国在内的 9 个国家采取垄断经营，还有 6 个国家采取部分开放的政策。我国烟草行业由国家烟草专卖局/中国烟草总公司负责，实行统一领导、垂直管理、专卖专营的管理体制。

而全球除中国以外的烟草市场目前基本被菲莫国际、英美烟草、日本烟草和帝国烟草四大烟草巨头垄断，2017 年其合计市占率达到 67.2%。

图表 7: 全球（除中国）烟草市场竞争格局



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

菲莫国际已经宣布向新型减害制品 (RRP, Reduced-risk Products) 转型，其网站尚赫然显示着标语“设计无烟未来”，彰显了公司转型的决心。公司自 2008 年起就投身于 RRP 产品的研发和科学检验，聘请了超 400 名科学家和行业专家，投资超过 45 亿美元。菲莫国际目前已用于 IQOS、TEEPS、MESH 和 STEEM 四类产品。IQOS 和 TEEPS 属于加热不燃烧产品，分别采用电加热和碳加热方式。MESH 和 STEEM 属于电子烟产品，MESH 通过汽化尼古丁溶液产生尼古丁蒸汽，STEEM 则是通过雾化由尼古丁和弱有机酸化学合成的尼古丁盐，来产生蒸汽。全球首款加热不燃烧烟草制品 Premier 由美国雷诺烟草公司于 1988 年推出，探索 20 余年，2014 年菲莫国际的 IQOS 产品在日本首发大获成功，在 2016 年 4 月中旬在日本全国发售后，短短两个月在日本卷烟市场的份额达到 2.7%。截止 2018 年年底，IQOS 已经覆盖了日本 37 个城市，拥有近 600 万用户，渗透率超过传统电子烟产品。公司在 2017 年投入约 3.5 亿美元，用于意大利、希腊、德国的加热烟草制品工厂建设，到 2018 年底将 IQOS 的年产能提高至 2 倍，达 1000 亿支，并计划 2019 年初实现满负荷运转。

图表 8: 菲莫国际减害产品平台



资料来源：PMI，东方财富证券研究所

日本烟草也推出类似产品 PloomTech 对标 IQOS, 争夺日本市场。PloomTech 采用的是并非加热技术, 而是利用纳米技术, 将尼古丁提纯制成固态的烟草颗粒, 通过雾化器产生烟雾, 理论上实现了零焦油。PloomTech 产生的气味比加热不燃烧产品更少, 只有传统香烟的 5%, 日本烟草也希望通过这一点使其能在更多无烟场所使用, 从而与 IQOS 竞争。目前福冈和东京分别有约 80 间和 120 间无烟餐厅、咖啡馆等公共场所允许使用 Ploom Tech, 并且还在不断增加, 已经挤占掉部分 IQOS 的市场。由于此前一直受到产能困扰, 公司投入 500 亿日元建设生产 Ploom 的工厂, 建成后产能将达到 200 亿支。公司计划投入 1000 亿日元, 争取到 2020 年超过菲莫国际, 实现其国内加热烟草制品市场占有率第一的目标。

英美烟草进入相对较晚, 于 2017 年才在日本推出 Glo, Glo 也是加热不燃烧产品, 相比 IQOS 可以持续加热, 但口感和烟具手感相对来说略逊于 IQOS。因为进入市场较晚, 目前渗透率较低。英美烟草在韩国泗川市启动了生产 Glo 的新生产设施, 预计年产能将达到 400 亿支。

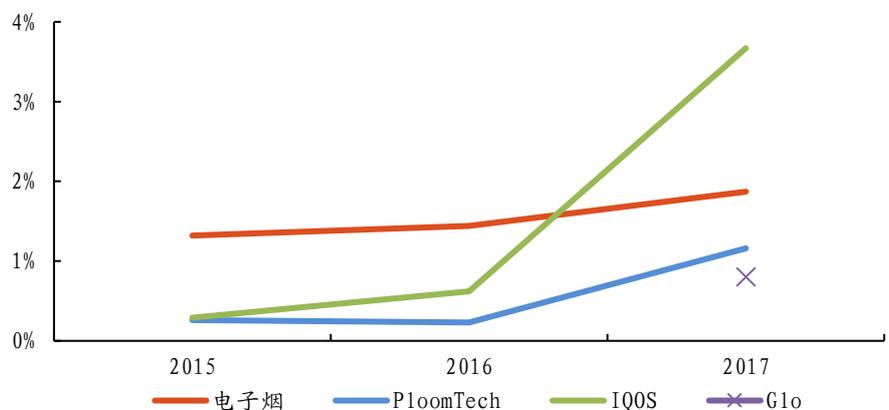
帝国烟草相比前三者, 没有积极布局加热不燃烧市场, 其主打产品仍是传统电子烟 Blu 系列, 在 JUUL 出现前, Blu 一度是美国市场份额最大的电子烟品牌。但公司计划在 2019 年上半年推出新款电子烟 Nixx, 配合加热装置 Pulze, 进军加热不燃烧市场。

图表 9: 主要加热不燃烧烟草制品



资料来源: GSTHR, 东方财富证券研究所

图表 10: 日本烟草市场中电子烟和主要加热不燃烧烟草制品的渗透率



资料来源: GSTHR, 东方财富证券研究所

除四大烟草巨头外, 韩国烟草也推出加热不燃烧产品 lil, 中国烟草多个地区也都有布局, 目前四川中烟推出宽窄功夫, 云南中烟推出了 MC 产品, 广

东中烟推出 MU+和 ING 两款产品。宽窄功夫是我国首款加热不燃烧产品，于 17 年底首先在韩国上市，并在 18 年 7 月份进入日本市场。云南中烟的 MC 则主要专注柬埔寨、乌克兰、俄罗斯、日本及加拿大等市场。广东中烟的产品则是在老挝率先上市。除此之外，湖北中烟已具有化学加热低温卷烟、辊压法加热不燃烧再造烟叶的制备方法及其应用等专利；湖南中烟具备超声雾化电子烟、电加热低温卷烟等专利和相关技术；山东中烟于 2017 年申请了可调式烟草物料加热器的专利；贵州中烟于 2014 年成立新型卷烟工程中心，并已申请 50 多项专利。可见，我国中烟公司已经做好了充分的准备，静待政策利好到来。

图表 11: 中烟出品的加热不燃烧烟草制品和韩国烟草出品的 lil



云南中烟——MC

广东中烟——MU+/ING

四川中烟——宽窄功夫

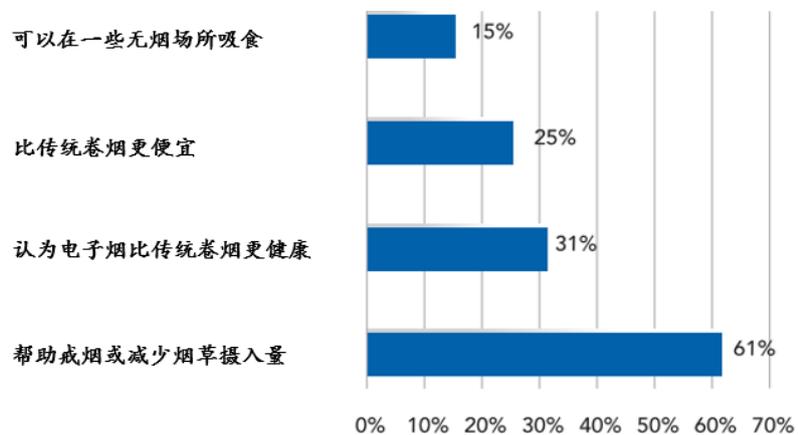
韩国烟草——lil

资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

1.2. 需求端：减害但同时具备“真烟”体验感

欧盟民意调查（多选）显示，61%的民众选择吸食电子烟的原因是想要戒烟或减少烟草摄入量，31%的民众认为电子烟比传统卷烟更健康，25%的民众认为电子烟比传统卷烟更便宜，有 15%的人认为电子烟受到的限制更少，可以在一些无烟场所吸食。此外，还有 12%的人认为口味也是影响因素之一，6%的人认为电子烟更酷、更具吸引力。从以上结果可以看出，**健康仍是人们从传统卷烟转向电子烟等新型烟草的主要原因，其次还有价格、吸食场所以及口味等影响因素。**在欧盟另一项民意调查（多选）中显示，47%的电子烟用户更喜欢水果味，36%的用户更喜欢烟草味，22%的用户选择了薄荷味。女性更喜欢烟草味，而男性更喜欢水果味，年龄较大的用户更喜欢烟草味而年轻人更喜欢水果味和糖果味。

图表 12: 吸食电子烟的原因调查

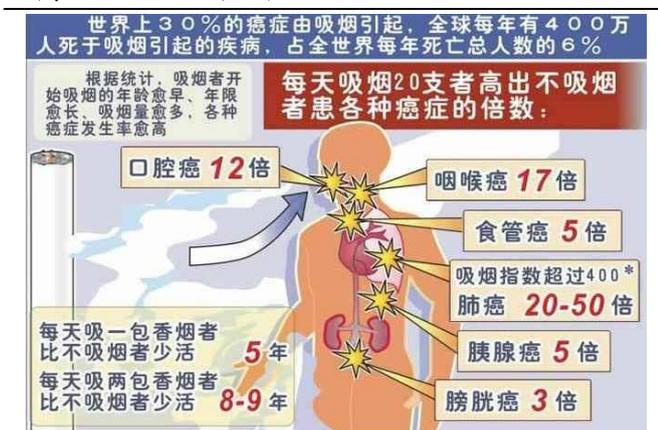


资料来源：European Commission (2017)，东方财富证券研究所

IQOS 和 JUUL 可以说是目前成功的两款新型烟草制品，前者是加热不燃烧产品，后者是电子烟产品，分别在日本和美国市场大获成功。不同的新型烟草制品在不同地区受到当地政策的影响，不考虑该因素，我们分析了 IQOS 和 JUUL 为何能够引爆市场，对消费者需求进行了归纳总结，并对未来的产品进行了展望。在此之前，我们先通过回顾电子烟的发展历史，从中也可窥见影响电子烟走向大众市场的主要因素。

全球 30% 的癌症都由吸烟引起，其危害不言而喻。其不仅给身体带来危害，还会导致牙齿泛黄熏黑以及口臭等问题，产生的二手烟对身边的人也会造成极大的危害。然而道理大家虽然都知道，戒烟却是难上加难。烟瘾除了由烟草中含有的尼古丁引起外，抽烟的行为本身对于烟民来说也是一种心理依赖。因此最早出现的尼古丁贴片的戒烟方式难以被烟民接受，电子烟因此诞生，承载着降低吸烟危害，帮助用户减轻烟瘾，逐步戒烟，但同时能给烟民“真实抽烟”体验的使命。

图表 13: 吸烟的危害



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

图表 14: 二手烟的危害



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

从 2003 年全球第一款电子烟产品“如烟”面世至今，电子烟的发展大致经历了三个发展阶段——“如烟”时代，“vape”时代以及“HnB+新电子烟”时代。电子烟的卖点从帮助戒烟，到标榜个性再到健康吸烟，逐步明确了定位，即在降低吸烟产生的有害物质的同时，也给用户更真实的吸烟体验，未来有望全面替代卷烟，使电子烟从目前的小众市场扩大到 10 亿人以上的烟民市场。

“如烟”时代：电子烟发展的元年

中国著名药剂师韩力在使用“尼古丁贴片”帮助自己戒烟的过程中，经常半夜从噩梦中惊醒，于是他决定自己开发一款戒烟产品。2003 年，全球第一款基于尼古丁的电子烟产品——如烟诞生，其原理是将低浓度烟碱液（也称为烟油）经过雾化器形成模拟烟气的汽雾，从而模拟吸烟的效果。2004 年，如烟电子烟公司成立，电子烟产品全球首次实现量产和销售，单支价格高达百元，2005 年，如烟通过向出口海外实现了 10 亿元的销售额，创造历史。

图表 15: “电子烟之父”韩力



资料来源: IQ电子烟, 东方财富证券研究所

图表 16: 全球第一款电子烟产品“如烟”



资料来源: IQ电子烟, 东方财富证券研究所

然而好景不长, 2006 年央视突然曝光如烟戒烟效果造假。国家烟草专卖局新闻发言人对多家媒体表示, 如烟的宣传涉嫌失实并有违科学理论, 并要求进行管制。普通香烟每支的烟碱(即尼古丁)含量为 1.1 毫克, 而如烟每支烟弹的烟碱含量却高达 18 毫克。对此韩力的解释是, 虽然如烟每支烟弹的烟碱含量高于普通香烟, 但每支可吸 300 口, 分解到每口的量远远低于普通香烟。此说法显然站不住脚, 此后如烟的销售大大受挫, 基本退出国内市场。前有豺狼, 后有虎豹。由于技术门槛不高, 在海外市场, 如烟面临竞争者纷纷涌入的困境, 国外烟草巨头都开始研制自己的电子烟产品, 而如烟直到 2012 年才获得专利认可, 无奈为时已晚。2013 年如烟被全球第四大烟草公司帝国烟草收购, 此后一直被雪藏。以如烟为代表的小烟也被称为第一代电子烟, 其特点是和卷烟形态相似, 小巧轻便, 因此也称为仿真烟。其结构只包括烟杆和烟弹两部分, 烟弹和雾化器采取一体化设计, 可整个更换, 无需用户自己更换雾化器, 或加烟液, 使用便捷。但因为每次更换烟弹时, 雾化器也要丢弃, 因此使用成本较高。

图表 17: “如烟”分解图



资料来源: 电子烟之家, 东方财富证券研究所

“vape”时代: 蒸汽文化推动, 可玩性更强

如烟除了使用成本较高, 还存在续航时间短、烟雾量小、口感单一以及击喉感差等问题, 体验较差, 很多烟民尝试后又转回了普通卷烟, 转化率很低。在此背景下, 以 eGo 为代表的第二代电子烟应运而生。用户可自主更换雾化器中的雾化芯, 并添加烟油。雾化器的内部结构也比第一代产品复杂得多, 可实现更好的口感。整个电子烟的体积也比第一代产品更大, 从而可以提供更强的续航能力。随着第二代电子烟不断发展, 其功能也越来越强大, 后来逐渐出现了可调电压, 温度控制, 带显示功能的大烟雾电子烟(简称大烟)。大烟的大烟雾和可玩性迎合了喜欢街头文化的群体, 欧美掀起一股蒸汽文化的潮流, 并逐渐传入中国。大烟对可玩性的要求较高, 因此也衍生出了五花八门的烟油产品。在欧美、东南亚等电子烟盛行的国家, 还会举办各种烟雾竞技大赛, 吸引

了众多电子烟爱好者。

图表 18: eGo ONE 电子烟套装



资料来源: 互联网整理, 东方财富证券研究所

图表 19: 华礼门大烟雾电子烟套装



资料来源: 淘宝, 东方财富证券研究所

图表 20: vape 文化——烟雾竞技



资料来源: 互联网整理, 东方财富证券研究所

图表 21: 各种口味的烟油



资料来源: 汇图网, 东方财富证券研究所

“HnB 和新电子烟”时代: 真实的吸烟体验, 有望全面替代卷烟

大烟总体来说只能满足小众群体的需求, 对大量的传统烟民来说, 大烟的实用性并不高, 一方面其烟味较淡, 不及卷烟; 另一方面, 过大的烟雾使其不适合在大多数场合吸食。因此, 烟草公司和电子烟厂商又开始推出更符合广大烟民需求的产品, 包括加热不燃烧产品和类似传统电子烟的扁烟产品, 代表性产品分别为 IQOS 和 JUUL。

图表 22: 主要扁烟产品



资料来源: 互联网整理, 东方财富证券研究所

IQOS 的成功主要是由于其接近“真烟”的口感, 其产生的烟雾为颗粒而非传统电子烟的蒸汽, 从而迅速获得消费者的青睐。其次, 出色的外观设计也使其拥有电子烟 iPhone 的美称。其主要缺点是烟弹利用率低, 烟草只占整个烟

弹的 1/3，且每抽一根都需要重新充电，每次充电时间为 4-5 分钟，较为麻烦。

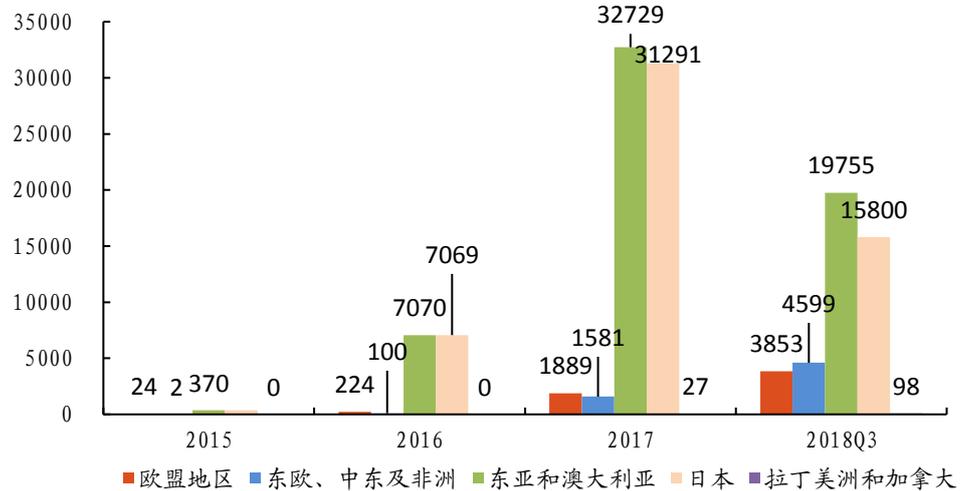
图表 23: IQOS 功能说明



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

日本地区目前仍是 IQOS 的主战场，2017 年 IQOS 全球累计销售烟弹 362.26 亿只，同比增长 390%，日本地区占比约 86%，同比增长 343%。然而到了 2018 年 IQOS 增速开始放缓，前三季度销量仅增长 42%，低于公司预期。主要是由于日本地区出现负增长，日本前三季度销量仅有 158.8 亿只，同比下降 13%。销量下降，一方面是由于同类型竞争产品的挤压，另一方面则是由于日本地区年轻烟民中 IQOS 的渗透率基本到顶，50 岁以上的烟民相对来说更加保守，难以从传统卷烟转向电子烟产品。如何推出让高龄烟民接受的产品将是公司未来面对的一大问题，我们认为使用简易型，携带便捷性将是未来相关产品设计要考虑的主要问题。

图表 24: PMI 加热不燃烧烟弹历年销量（百万只）



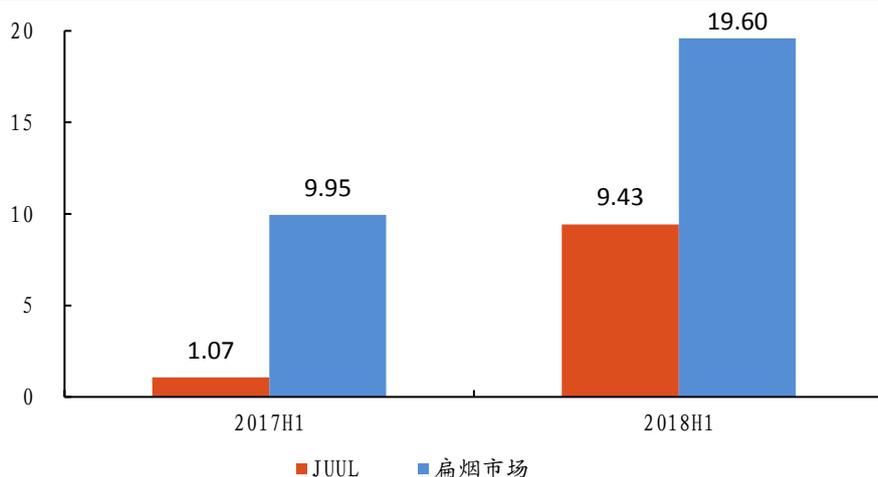
资料来源：PMI 年度报告，东方财富证券研究所

注：日本属于东亚地区

JUUL 的成功也在于其实现了接近“真烟”的口感，秘诀在于其烟草原料采用的是以尼古丁盐为核心原料的液态尼古丁，而非传统电子烟中的游离式烟碱，原料中添加的有机酸使入口更加顺滑，减轻了对喉咙的刺痛感。其次它的设计轻便、使用简单，通过其气流感应开关可感受用户抽的动作，无需按任何按键，对用户十分友好。公司创始人曾在斯坦福大学主修设计，JUUL 加长 U 盘式的

设计使其区别与传统的笔杆式的电子烟，让用户耳目一新。据《温斯顿沙勒姆报》报道，截止 2017 年 12 月，JUUL 在美国的市场份额已达到 46.8%，取代了雷诺美国公司的 Vuse 电子烟成为市场第一。据尼尔森数据，2018 年上半年 JUUL 的销售额达到 9.426 亿美元，同比增长 781%，而同期扁烟整体市场为 19.6 亿美元，同比增长 97%。这一惊人的数字足以显现 JUUL 的魅力。18 年年底，有消息称万宝路香烟制造商奥驰亚将斥资约 128 亿美元，收购 JUUL 的 35% 股份，使其估值高达 380 亿美元。

图表 25: JUUL 2018 年上半年营收（亿美元）和扁烟整体市场对比



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

然而 JUUL 的火爆也引来了问题，2018 年以来，在美国纽约、加州等地的法院，多位消费者状告 Juul 营销不当，导致青少年吸电子烟成瘾。事实上，数据统计也显示，JUUL 主要的用户是 90 后和 00 后为主的青少年，而非传统烟民。在 FDA 的要求下，JUUL 宣布在美国实体店停止销售除薄荷和烟草味外大部分口味的尼古丁烟油，这些口味的电子烟油在网站上仍可继续出售，并通过年龄验证控制其销售。此外，JUUL 还表示将推出具有蓝牙连接功能的电子烟设备，设置地理围栏功能，防止在学校、办公场所使用电子烟，同时还推出能够跟踪尼古丁摄入量的软件。我们认为电子烟产品要想获得政府的认可，一定要杜绝青少年成瘾的可能性，JUUL 目前所作的一系列尝试对于其他电子烟企业来说将有一定的参考作用。

价格来看的话，电子烟或加热不燃烧产品除了电子烟具成本外，烟弹或烟油的成本和传统卷烟基本相同。IQOS 的烟具价格相对其他同类产品来说较高，在加拿大、韩国和德国等地约 700 多元人民币，在日本由于加强推广，因此售价较低，约 500 元人民币，其对应的几款烟弹价格和同款卷烟对比相差不大。JUUL 电子烟套装在美国售价为 50 美元，国内约 500 元一套，其配套一盒 4 种口味的烟弹，每个烟弹相当于 1 包香烟或 200 口。未来随着更多竞争者的加入，烟具价格可能会进一步降低，将有利于提高新型烟草制品的渗透率。

图表 26: 主要市场 IQOS 使用成本与卷烟对比

市场	烟具价格 建议零售价	折合人民币 (元)	烟弹		同款卷烟 建议零售价
			品牌	建议零售价	
加拿大	141 加元	718	HEETS	11.72 加元	13.17 加元
德国	99 欧元	768	HEETS Marlboro	6.00 欧元	6.40 欧元
日本	7980 日元	499	Marlboro Heatsticks	460 日元	470 日元
韩国	120000 韩元	724	HEETS	4500 韩元	4500 韩元

资料来源: 菲莫国际官网, 东方财富证券研究所

1.3. 政策端: 国内 HnB 市场有望开放, 电子烟行业将进一步规范

目前对于新型烟草制品, 全球各国的政策还不完善。总体来说, HnB 的销售政策相对严格, 目前只在全球 37 个国家和地区有售, 包括日本, 韩国, 新西兰、留尼汪岛、俄罗斯、哈萨克斯坦、乌克兰、摩尔多瓦、塞浦路斯、亚美尼亚、塞尔维亚、巴勒斯坦、以色列、英国、欧盟地区、多米尼加、库拉索、加拿大、危地马拉、哥伦比亚和南非等。

图表 27: 允许销售加热不燃烧烟草制品的国家



资料来源: PMI 官网, 东方财富证券研究所

美国方面, FDA 正在进行 IQOS 在美上市的审批过程, 菲莫国际方面已经为美国新增市场准备好了产能扩充。我国因为对烟草是垄断经营, 因此明令禁止销售 IQOS 等加热不燃烧制品, 但只限于烟弹, 烟具不受限制。尽管如此, 仍然阻挡不了消费者的热情, 近几年, IQOS 代购火热, 也因此滋生了许多违法犯罪的行为。事实上, 在网络上销售包括 IQOS 在内的电子烟已经形成了一个完整的灰色产业链, 利润惊人, 据说一个 IQOS 烟具卖家可净赚 500 元, 一条烟弹可净赚七八十元。这从侧面也说明了国内对于加热不燃烧产品的强烈需求。

目前 HnB 已经成为全球大趋势，我国相关核心技术正逐步被攻克，政策监管口径趋于积极，2018 年全国烟草工作会议上更是明确深化新型烟草创新改革，推进新型烟草制品定型化、产业化、品牌化发展，推进政策法规研究。今年的全国烟草工作会议上对新型烟草在中国市场今后的发展做出明确部署：要求加强电子烟等新型烟草制品的研发，推进电子烟、加热不燃烧烟草制品研发创新，《电子烟》国家标准获国家标准委立项。未来 1-2 年，国家政策有望放开，国内将销售自己的加热不燃烧烟草品牌。未来烟草公司会将烟弹和烟具捆绑销售，还是生产可以适配 IQOS 等烟具的烟弹，还不得而知。如果烟草公司选择自己生产烟具，则需要考虑到绕开 IQOS 的诸多项专利。这将对电子烟具行业的竞争格局产生较大影响。

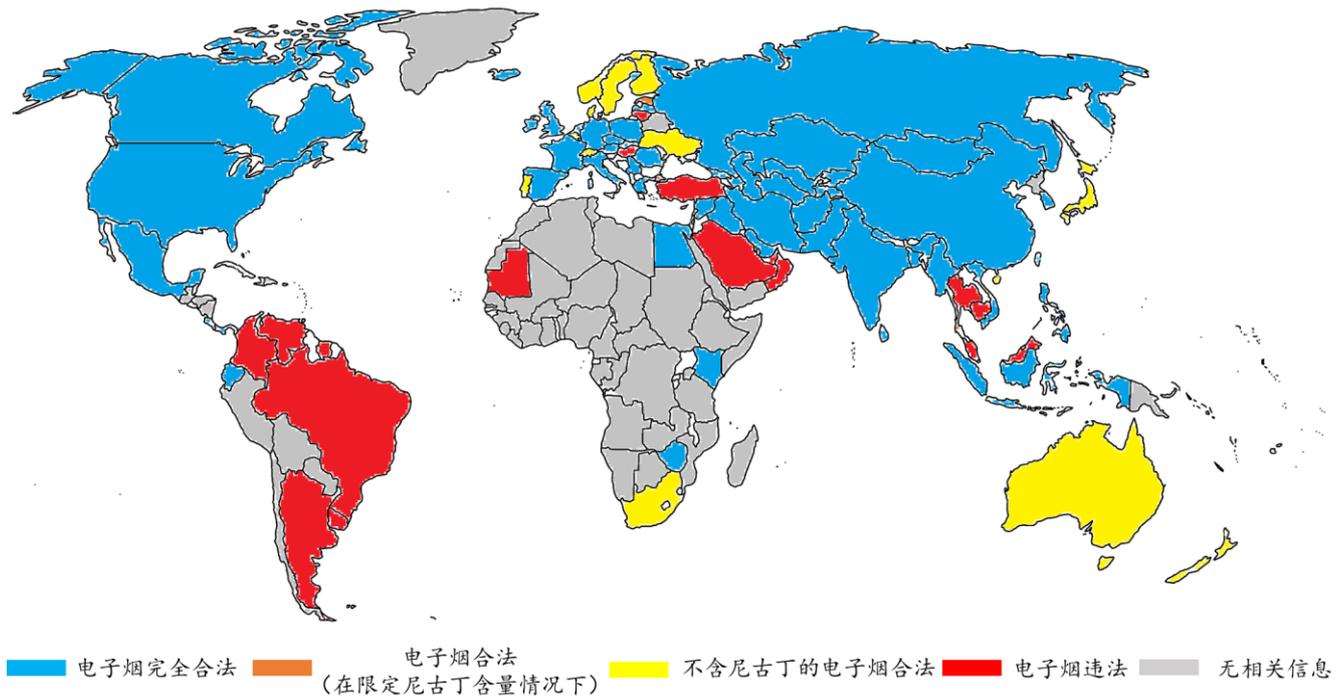
图表 28：国内销售 IQOS 电子烟违法事件



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

电子烟销售相对宽松，除南美大部分地区、中东部分地区、欧洲土耳其、印度、非洲毛里塔尼亚、中国香港等地区外，基本允许使用电子烟，欧洲部分地区以及澳大利亚等地区对只允许销售不含尼古丁的烟油、还有小部分地区对烟油中的尼古丁含量做出限制。此外，非洲大部分地区还没有相关政策。我们认为电子烟替代卷烟的趋势不可阻挡，美国、欧盟等地区对电子烟行业规范的不探索将给全球其他国家做出指引。目前美国 FDA 要求电商卖家在线销售电子烟需实施年龄认证，从而可以减少电子烟对青少年的吸引力，并限制青少年对此类产品的接触。欧盟地区则早在 2016 年 5 月，就发布 TPD（烟草产品指令），要求厂家必须提前六个月向监管部门提交产品销售申请才能发布，所有的零售烟油单瓶容量不得超过 10 毫升，尼古丁含量必须低于 20mg 每毫升，油仓容量要控制在 2ml 以下，并且要有防漏装置。电子烟行业的进一步规范将有利于行业的健康成长。我国目前对于电子烟行业还没有明确管制，未来可能会对烟油产品进一步规范。

图表 29: 全球各地区销售电子烟的政策



资料来源: PMI 官网, 东方财富证券研究所

图表 30: 全球各地区电子烟产品的相关政策

地区	政策
欧盟地区	2016 年 5 月, TPD (烟草产品指令) 开始生效, 要求厂家必须提前六个月向监管部门提交产品销售申请才能发布, 所有的零售烟油单瓶容量不得超过 10 毫升, 尼古丁含量必须低于 20mg 每毫升, 油仓容量要控制在 2ml 以下, 并且要有防漏装置。
美国	已有多个州和 100 多个城市, 颁布禁止在公共场所使用电子烟的法令。
加拿大	2015 年 3 月, 加拿大不列颠哥伦比亚省政府规定, 将全面禁止向未成年人出售电子烟, 并且全省范围内禁止在办公楼内使用电子烟。
泰国	禁止公共场所使用蒸汽电子烟
印度	考虑全面禁止电子烟产品
马来西亚	只售卖零尼古丁的电子烟油, 并列出烟油调配和包装标准
韩国	对不含尼古丁的电子烟作为药品监管, 2016 年 10 月 1 日起, 所有烟油将通过 KFDA 认证
印尼	计划全国范围内禁止销售电子烟、禁止进口电子烟
新加坡	考虑禁止新型烟草制品, 包括电子烟和口含烟
澳大利亚	首都直辖区已经禁止向未成年人销售电子烟, 并确保不能再领地内的无烟区域使用。 新南威尔士州已颁布最新法律, 严厉禁止向不满 18 周岁的未成年人出售电子烟。 2014 年 12 月, 昆士兰州政府修改法律, 电子烟卷烟被同等对待。
新西兰	含尼古丁的电子烟只能从网上购买, 在实体店出售属于违法行为
中国香港	全面禁止电子烟
日本	禁止使用烟油中含尼古丁的电子烟

资料来源: COV 蒸汽俱乐部, 东方财富证券研究所

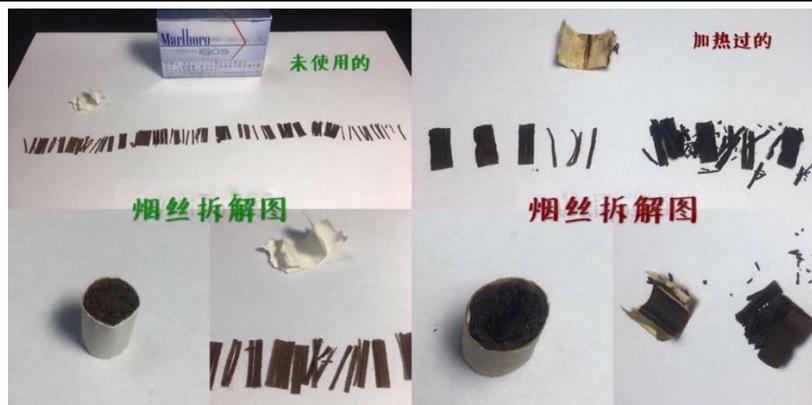
2. 围绕烟弹高度定制化是未来电子烟具的趋势

2.1. 烟弹——完美的食材

电子烟的进入门槛到底高不高？事实上，作为一款电子产品，电子烟具的技术壁垒并不算高，从如烟面世后，市场上各类电子烟品牌如雨后春笋般涌现，也可以看出。但是电子烟的根本使用属性还是烟草制品，因此一款电子烟是否成功，决定因素还是能否让用户有抽食真烟的满足感。菲莫国际自 2008 年起，聘请了 400 多名科学家和行业专家，投入超 45 亿美元用于 IQOS 等低害烟草产品（RRPs, Reduced Risk Products）的研发和科学检验，才打破电子烟此前难以获得广大烟民认可的局面。2014 年，IQOS 推出之际，JUUL 公司的前身（Ploom 公司）已经将其加热技术平台（Ploom 平台）的全球专利卖给了日本烟草，但彼时推出的 Ploom 在市场遇冷，日本烟草最初许可 IQOS 的发售，也是希望它可以带动日本的烟草市场。不久后，改名后的 Ploom 公司（Pax Labs）凭借不菲的专利转让费研发了新一代基于烟碱盐技术的 JUUL 电子烟，在美国市场大获成功，之后改名为 JUUL Labs。由此我们也可以看出，电子烟的核心技术含量首先还是在于其烟弹的制造。

对于 IQOS 产品，其烟弹采用的是再造烟叶，也称为烟草薄片，其物理指标与传统卷烟差异很大，IQOS 中的烟雾生成剂和烟草香料使用量相比传统卷烟有明显的区别。传统卷烟的抽吸体验依赖后期的高温热裂解和热合成，而 IQOS 由于加热温度限制在 350℃ 以下，因此热裂解程度较低，感官质量更依赖于人为添加的挥发性香味物质。IQOS 采用的挥发性香味物质属于烟草香料，由烟叶中提取，其配方也是烟草公司的核心技术之一。菲莫国际目前在 RRP 产品上已经拥有 8000 多项专利，有很大部分都是围绕其烟弹技术。

图表 31: IQOS 烟弹拆解



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

对于 JUUL 产品，其烟弹采用的是烟碱盐技术，是以提取自烟叶的尼古丁盐作为核心原料。传统电子烟采用的是游离式烟碱，与传统香烟和雪茄中的风干烟草尼古丁相同，可通过口腔吸收，但对喉咙和胸部的刺激和毒性很大，吸入也不太舒服。烟碱盐与其相比，刺激更小，同时带给用户吸食传统香烟的满足感。JUUL 的专利表示其烟碱盐向血液中输送的尼古丁总量及峰值浓度与传统香烟相当。

2.2. 电子烟具——合适的炊具

就像烹饪一样，食材是关键，好的炊具也必不可少。如果说烟弹是食材，电子烟具就是炊具。不同的食材也需要用不同的炊具才能有最好的效果。对于加热不燃烧烟草，不同品牌的烟弹特性不同，也需要和具有最佳加热温度曲线的烟具配合，才能实现最完美的口感。而烟弹技术掌握在烟草公司手里，每家烟草公司的烟草大数据都是核心机密，这也就意味电子烟具公司需要和烟草公司合作，才能生产出真正令消费者满意的产品，也可以说电子烟具一定是围绕烟弹高度定制化的产品。虽然现在市面上有很多声称适配 IQOS 烟弹的电子烟具，但并不能完美匹配 IQOS 烟弹的温度特性，因此会产生温度高时有焦糊味，温度低时烟雾量小、有苦味的情况。此外，便携性和操作简易性也是吸引传统卷烟用户切换到电子烟的关键因素。对于 JUUL 类的扁烟产品，实现便捷性的同时，也因为尺寸限制使得口感受到影响，而通过采用陶瓷材料的雾化器可以解决这个问题。综上，对于电子烟具制造企业来说，加热和雾化技术、隔热材料与热设计、快速充电技术以及外观设计等是核心竞争力。

加热技术

目前 HnB 产品的加热技术分为电阻加热和电磁加热两种，并以电阻加热为主。加热技术听起来很容易，事实上难度是很大的，一方面，需要根据不同烟弹的特性进行加热曲线的调试；另一方面，得到加热曲线后，如何实现也是个难题，包括加热片的材料，精准的温度控制等。目前普遍采用的加热片材料是陶瓷，由氧化锆陶瓷基板制成，并有一厚层金属膜（银浆或合金浆料）印刷在表面，烧结固化，最后通过 PEEK 高温特种塑料基座固定安装。

图表 32: IQOS 主要组成



资料来源：PMI 官网，东方财富证券研究所

IQOS 的陶瓷加热片目前由日本京瓷独供，现在也存在较多的问题，一是加热维度单一，有部分烟草难以完全加热；二是容易损坏，更换维修成本很高，一般更换在 200 元以上，维修在 100 元以上；三是容易积碳，不易清洗。市场也提出了一些针式加热、环形加热等方法，但市场反映效果并不是很好，可见加热技术还是有很高的壁垒。另外还有厂商提出在片式加热的基础上通过 LDS 技术在陶瓷上附着 3D 立体发热线路，从而在异形构造的陶瓷发热片上做出对称分布、自由度更大、更均匀的发热电路，未来可能成为陶瓷加热片的发展方向。热片的革命性应用。

图表 33: 针式加热/环形加热电子烟代表



韩国烟草 lil——针式加热

MODTANK——3D 环形加热

资料来源: 互联网整理, 东方财富证券研究所

图表 34: 立体陶瓷加热芯技术



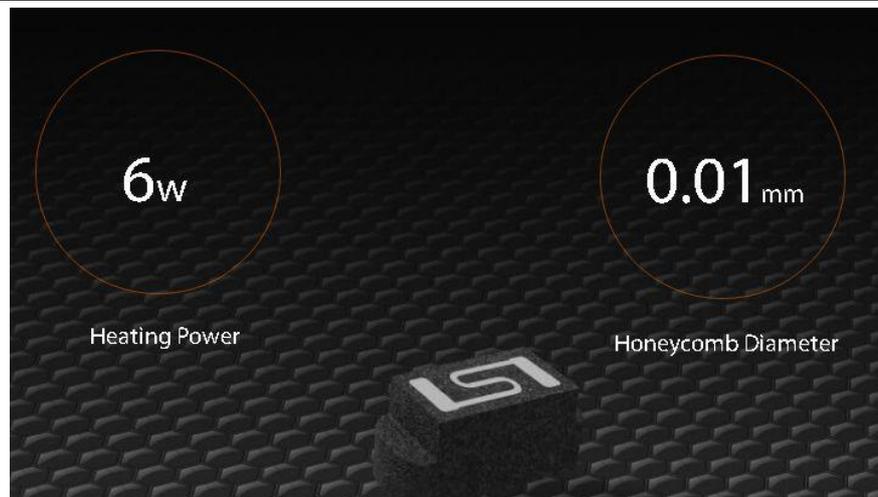
立体陶瓷加热芯: 采用 3D 立体电路技术将单片加热芯改进为双片的立体交叉加热芯, 进一步增加烟叶的加热速度, 实现均匀加热。

资料来源: 艾邦 ESMOKE 产业资讯, 东方财富证券研究所

雾化技术

雾化芯对于电子烟产品来说至关重要, 从第一代电子烟产品发展到现在, 雾化芯最早采用的是玻璃纤维, 其烟量小、口感差, 后来发展为棉花芯, 口感和烟量都有改善, 但寿命短, 容易糊芯, 还容易漏油。现在雾化芯基本采用微孔陶瓷材料, 不仅口感好, 不糊芯, 不炸油, 而且寿命长。麦克韦尔在陶瓷雾化器方面具备绝对领先地位, 其自主研发的 Feelm 陶瓷雾化芯技术获得 2018 年全球权威大奖——金叶奖, 其具有蜂窝孔设计, 可增大发热体与烟油的接触面积, 提高发热效率, 雾化能力突出, 亲油性强, 安全易导油, 生物兼容的硅藻土等特点, 被国内知名小烟品牌 RELX 首用, 获得了广大消费者的认可。目前国内 A 股上市公司顺络电子、三环集团也在积极布局陶瓷加热片和陶瓷雾化芯的相关技术。未来有望受益电子烟市场的爆发。

图表 35: 麦克韦尔自主研发的 Feelm 陶瓷雾化芯技术



资料来源: 艾邦 ESMOKE 产业资讯, 东方财富证券研究所

电子烟锂电池

IQOS 现在受消费者诟病的一点是每抽一根烟都需要充电 4-5 分钟, 虽说可以帮助人们少抽烟, 但很多用户还是无法适应。菲莫国际新推出的第三代产品 IQOS 3 multi 也考虑到这一点, 并做出了改进。iQOS 目前采用的锂电池由松下生产。电子烟电池主要采用的是钢壳 18650 和软包 18650 锂电池两种, 其中

以钢壳 18650 电池为主。电子烟锂电池的技术门槛实际上很低，加上行业内还没有制定对电子烟锂电池容量、倍率等指标的规范标准，从而导致市场上充斥着大量质量低劣的电子烟电池，电子烟爆炸事件频频，对消费者的生命安全产生了极大的威胁。虽然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。

美国目前已经出台新政，要求所有新上市的电子烟都必须经过严格检测，检测费用高达上百万美金，使得很多小的电子烟企业无法生存，使得电子烟锂电池市场集中度不断提高。亿纬锂能于 2012 年进入电子烟电池市场，目前全球超过 50% 的电子烟电池都来自亿纬锂能。未来随着国内加热不燃烧烟草制品放开，市场迎来爆发，公司有望迎来进一步成长。

图表 36: 亿纬锂能 18650 电子烟电池

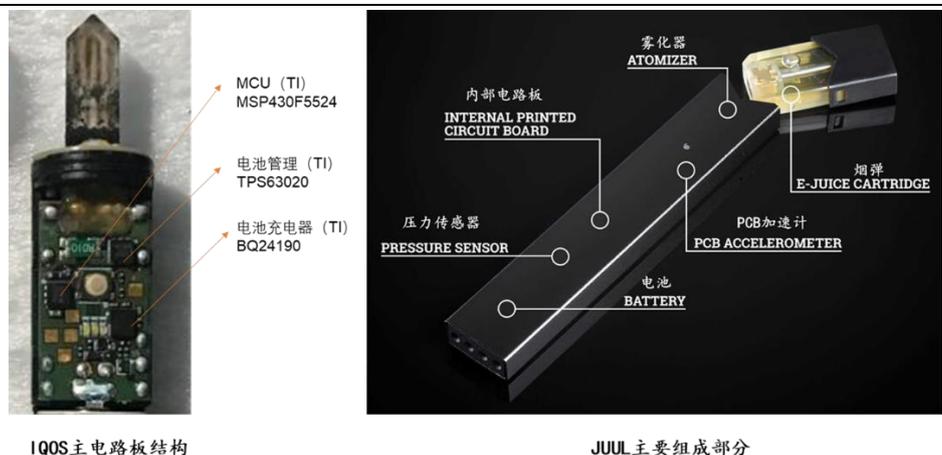


资料来源: 淘宝, 东方财富证券研究所

控制系统——电子烟 PCBA

加热不燃烧产品的烟具因为需要对温度进行精准控制，因此控制电路设计比 JUUL 等扁烟产品要复杂很多。IQOS 的主电路板共配备了 120 个电子元件，主要由 TI 供应。JUUL 没有任何按键设计，通过压力传感器即可感知用户的使用，对电池的要求也没有 IQOS 高，控制器设计相对比较简单。国内目前也涌现了一批电子烟的方案商，最大的年营收规模在 1 亿元左右。

图表 37: IQOS 和 JUUL 内部结构



资料来源: 日经在线, 东方财富证券研究所

图表 38: 国内外十大知名电子烟设计方案商

公司	简介
东莞亿海电子	成立于 2010 年, 行业内最早推广大功率电子烟的企业
深圳思拓微电子	成立于 2005 年, 年营收过亿, 与包括康尔、易佳特、思摩尔、恒信、vpark 等知名品牌的 200 多家厂商建立了合作关系
深圳讯和科技	成立于 2010 年, 此前从事小家电等的控制板设计, 2012 年进入电子烟行业
深圳高健实业	主要从事 IC 分销和方案设计、除电子烟领域, 还从事汽车、家电等领域的控制板设计
EVOLV	美国知名电子烟芯片公司, 全球顶尖控制方案商, 客户有 Vaporshark、Hcigar、Vapecige、Hotcig 和 Lostvape 等
VO CHIP	美国南加州顶尖芯片原厂, 是 BMI 的制定芯片方案商
深圳力和创新科技	电子元器件代理商和方案设计公司
深圳市信驰达科技	专业从事 RF 射频无线通讯和数据传输解决方案, 拥有蓝牙智能电子烟方案
深圳瑞美义科技	专注大功率电子烟方案设计
深圳兴东电子科技	除电子烟领域, 还从事净水机、饮水机、空气净化器等行业

资料来源: 中国电子烟资讯平台, 东方财富证券研究所

外观件

IQOS 和 JUUL 精美的外观也是它们市场火爆的原因。盈趣科技也是通过为 PMI 加工 IQOS 的精密塑胶部件, 使得营收利润飞速增长, 获得市场的关注。未来像盈趣科技一样具有一定规模的代工厂商有望首先受益电子烟市场的爆发。

图表 39: 国内电子烟主要代工厂商

公司	简介
麦克韦尔	成立于 2009 年, 全球电子烟终端市场市占率超过 20%, 于 2015 年底新三板挂牌上市
艾维普斯	成立于 2010 年底, 拥有自主品牌 SMOK, 2016 年全年营收达 9 亿元以上, 净利润近 2 亿元
吉瑞科技	拥有国内最大的电子烟制造基地, 拥有的电子烟专利占全球的 1/4, 客户包括美国万宝路等
合元科技	成立于 2004 年, 全球领先电子烟制造厂商, 为全球 400 多家电子烟企业提供 OEM/ODM 服务
五轮电子	新三板挂牌, 2017 营收达 1 亿元, 净利润约 760 万元
思格雷	成立于 2013 年, 2017 年新三板挂牌, 2017 年营收约 1 亿元, 净利润约 1700 万元
恒信科技	全球知名电子烟油和电子烟生产商, 产品远销 80 多个国家和地区
天长集团	港股上市, 专注模具设计和注塑组件设计, 是 BLU 电子烟的代工企业
康尔科技	成立于 2007 年, 具备 Kangertech、Arymi 两个品牌
博迪科技	加热不燃烧产品领先企业, 全球拥有 3000 多家客户
格林韵达	国际一流电子烟 ODM 企业
新宜康	拥有 INNOKIN 自主品牌, 拥有 300 多项专利
卓尔悦	成立于 2007 年, 为全球 30 多个国家提供电子烟 OEM 服务
易佳特	成立于 2010 年, 拥有 Asoire 著名电子烟品牌

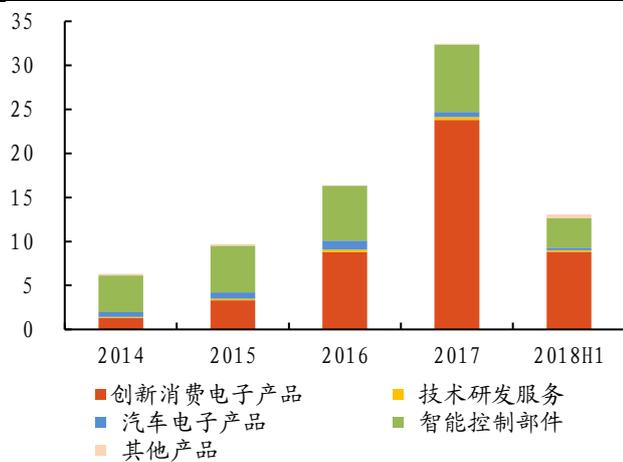
资料来源: 艾邦高分子, 东方财富证券研究所

3. 推荐标的

3.1. 盈趣科技

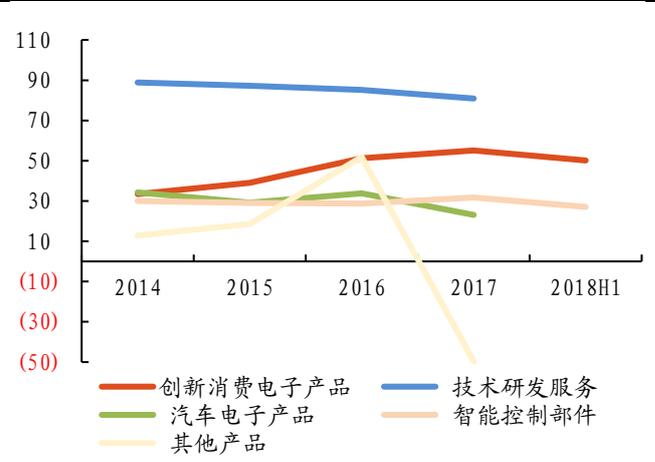
公司于 2011 年成立，并于 2018 年 1 月在中小板挂牌上市。公司的主营业务是以自主创新的“UMS 系统+ODM 智能制造体系”（即 UDM 模式）为基础，为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产。创新消费电子产品是公司的主要收入来源，2017 年营收占比达 73%，具体产品包括电子烟精密塑胶部件和家用雕刻机等产品，毛利率高达 50%以上，其中电子烟精密塑胶部件毛利高达 65%以上。公司第二大业务是智能控制部件，2017 年营收占比达 24%，毛利率在 27%以上。

图表 40: 盈趣科技历年营收构成 (亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 41: 盈趣科技各项业务毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2016 年以来，电子烟制造商 Venture 一直稳居公司销售客户榜首，仅根据招股说明书，2017 年上半年，公司对 Venture 销售收入为 6.93 亿元，占当时公司营业收入的 52.30%，为电子烟精密塑胶部件产品销售和技术研发服务提供。

图表 42: 2017 年上半年盈趣科技主要客户及销售额

序号	客户名称	金额 (亿元)	营收占比	主要销售内容
1	Venture 合计	6.93	52.73%	电子烟精密塑胶部件及相关技术研发
2	Provo Craft	1.99	15.14%	家用雕刻机
3	罗技	1.54	11.74%	网络遥控器、演示器、游戏控制器等
4	Asetek 小计	1.00	7.60%	水冷散热控制系统
5	WIK	0.42	3.17%	咖啡机人机界面模组
	合计	11.87	90.38%	

资料来源: 公司招股说明书, 东方财富证券研究所

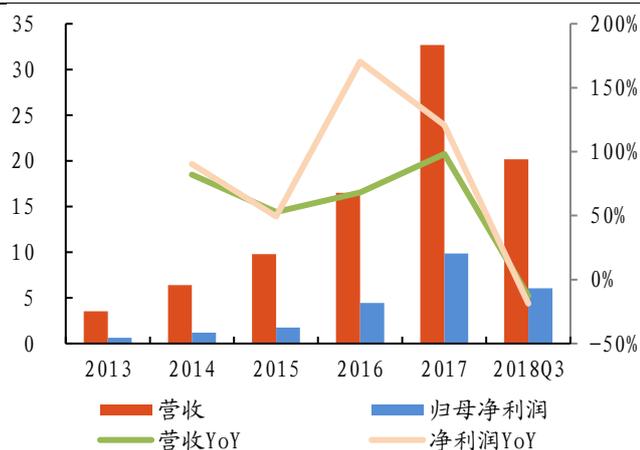
图表 43: 盈趣科技通过 venture 间接为莫菲科技供应 IQOS 的精密塑胶件



资料来源: 艾邦智造, 东方财富证券研究所

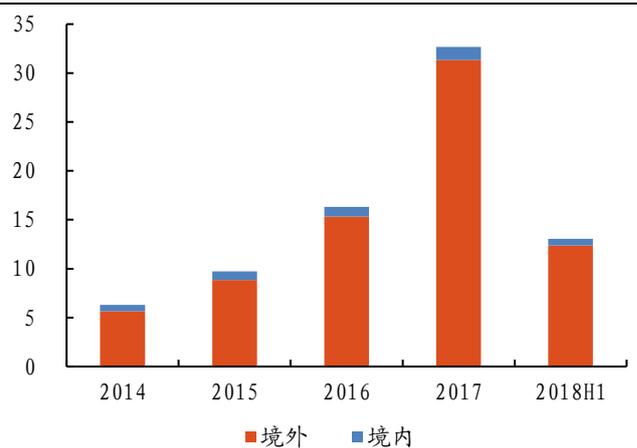
2013-2017 年, 得益于创新消费电子产品业务的爆发, 公司营业收入和净利润均保持快速增长, 2017 年实现营收 32.67 亿元, 同比增长 98%, 实现归母净利润 9.84 亿元, 同比增长 121%。2018 年前三季度公司营收同比下降 13%, 归母净利润同比下降 19%, 主要因为由于 IQOS 于 18 年 10 月发布了第三代产品, 公司配套的精密塑胶部件产能仍在爬坡期, 因此导致电子烟产品总的订单量相比去年下降。随着 2019 年 IQOS 新品放量, 公司良率逐步提高, 业绩有望回升。公司主要客户均为海外知名企业, 海外营收占比超过 95%, 围绕单一客户提供单一产品, 高度定制化是公司的战略和特色, 也是公司维持高利润率的主要原因。

图表 44: 盈趣科技历年营收和净利润 (亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 盈趣科技境内境外历年营收 (亿元)

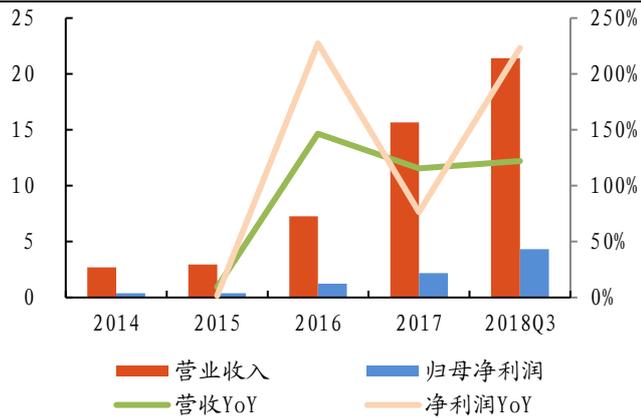


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.2. 麦克韦尔

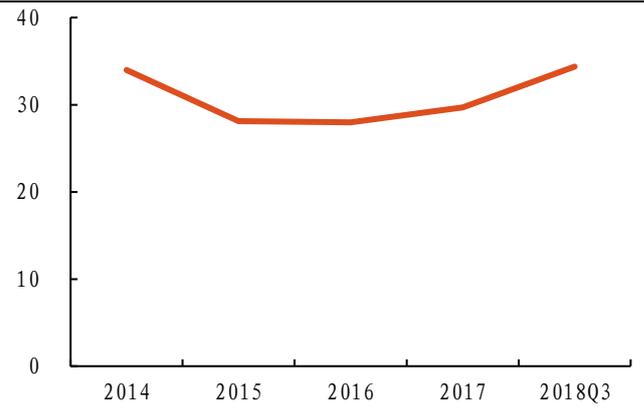
公司于 2009 年成立, 2015 年于新三板上市, 成立多年来一直致力于电子烟产品的研发生产及销售, 目前全球电子烟终端市占率超过 20%, 排名全球第一。公司自主研发的 feelm 陶瓷发热器电子烟与传统卷烟口感的接近程度已超过 80%, 相关雾化器技术也被多个品牌商采用。2018 年前三季度, 公司实现营收 21.41 亿元, 同比增长 122%, 实现归母净利润 4.33 亿元, 同比增长 223%。自 2016 年来, 公司毛利率不断提升, 从 28% 提高到 34%。公司目前已经申请新三板摘牌, 拟筹划独立 IPO。公司的主要客户包括 Nu Mark LLC、日本烟草的 Ploom Tech、JT INTERNATIONAL SA. 等国际知名品牌, 随着电子烟市场开始爆发, 公司业绩有望继续高速增长, 看好公司未来成长。

图表 46: 麦克韦尔历年营业收入和净利润 (亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 47: 麦克韦尔历年毛利率



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 48: 麦克韦尔前五大客户

序号	客户
1	Nu Mark LLC
2	Japan Ploom Tech
3	JT INTERNATIONAL SA.
4	Jupiter Research LLC
5	Seasonal Visions International Limited

资料来源: 公司 2017 年年报, 东方财富证券研究所

4. 风险提示

电子烟和 HnB 新用户开拓不及预期;
新型烟草制品政策收紧。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。