

# 电子制造

## IQOS 市场推进顺利，推荐国内供应链

保持乐观，美国 IQOS 销量被纳入 2019 年业绩指引。

**美国 IQOS 销量被纳入 2019 年业绩指引。**2018 年年度报告中，Altria 给出 2019 年全年业绩指引，全年 EPS 预计为 4.15-4.27 美元，该指引将 IQOS 美国销量纳入其中。我们认为，Altria 此举表明了公司对 IQOS 通过 FDA 授权具有强烈信心。此外，公司看好加热不燃烧电子烟在美国市场的前景，为 IQOS 的发布活动做好了充足的准备，聘请了相关的人员并挑选了最佳的合作伙伴为 IQOS 发布造势。

**受益 IQOS 市场全面增长，净利润、市场销售同比大增。**

**PMI 净利润、市场销售同比大增，受益 IQOS 市场全面增长。**2019 年 2 月 7 日，菲利普莫里斯 (PMI) 发布 2018 年度报告，公司 2018 年出货量实现 414 亿只，同比增长 14.2%；市场销售方面，2018 年销售 443 亿只，同比增长 93.2%，主要受益于 IQOS 市场全面增长。盈利方面，2018 年 PMI 实现营业收入和净利润分别为 296.25 亿美元和 79.11 亿美元，同比增长 3.05% 和 31.09%。

**PMI 处于 PMTA 和 MRTPA 审核阶段**

**2 月 11 日，MRTPA 公众评论窗口关闭，FDA 将给予审核结果。**2017 年 3 月 31 日，PMI 向美国 FDA 烟草产品中心提交 PMTA 申请。PMTA 是在美国商业化新烟草产品的先决条件。PMTA 的结果将决定 IQOS 的营销许可；PMTA 独立于美国 FDA 的 MRTPA，公司已于 2016 年 12 月 5 日提交给同一平台。截止 2019 年 2 月 9 日，IQOS MRTPA 审核处于公众评论阶段，窗口于 2 月 11 日关闭，后续 FDA 将给予审核结果。

**IQOS 国际化进程良好，进入全球各国市场。**目前日本为 IQOS 的主要市场、韩国次之，同时 IQOS 进入东欧 47% 地区，俄罗斯和中国市场。2018 年度，日本 IQOS 渗透率 15.2%，韩国市场，历时 2 年时间，IQOS 渗透率由 0% 上升至 8.5%，东欧渗透率由 0.6% 上升至 1.7%，俄罗斯由 0.2% 上升至 1.8%。此外，目前天猫可出售 IQOS 加热器，我们认为中国市场有望逐步对 IQOS 开放，成为重要的增量。

**投资建议：**IQOS 进入全球各国，渗透率逐步提升；FDA 认证预计得到乐观结果，中国和美国市场有望成为后续重要增量，重点推荐 IQOS 供应商盈趣科技。

**风险提示：**订单不及预期风险、FDA 过审失败而导致 IQOS 未能在美国上市、新型不利于电子烟政策导致销售不利的风险、供应份额被替代、电子烟可能被认定为烟草专卖品纳入国家烟草专营制度监管的风险

证券研究报告

2019 年 02 月 10 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

潘暕

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517070005

panjian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《电子制造-行业点评:Altria 发布 2019 年业绩指引，IQOS 美国销量被纳入》 2019-02-01
- 2 《电子制造-行业点评:苹果业绩指引确定，供应链有望估值修复》 2019-01-31
- 3 《电子制造-行业深度研究:偏光片深度：上游核心材料，加速国产替代拐点-显示材料系列之二》 2019-01-29

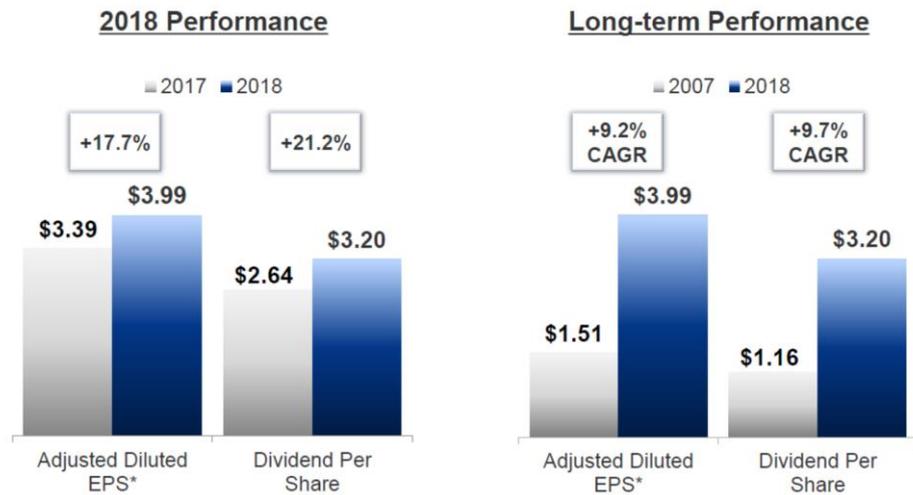


## 1. 烟草公司纷纷踏足电子烟市场

### 1.1. Altria 和 PMI

2019 年 1 月 31 日，菲莫国际母公司 Altria 发布 2018 年度报告，2018 年度 Altria 实现 EPS（摊薄）3.99 美元，同比增长 17.7%，每股股息实现 3.20 美元，同比增长 21.2%。长远来看，公司 2018 年 EPS 和每股股息相比 2007 年，11 年间年复合增长率 9.2%和 9.7%。

图 1：2018 年度 Altria 公司经营情况



资料来源：Altria 年度报告、天风证券研究所

**保持乐观，美国 IQOS 销量被纳入 2019 年业绩指引。**2018 年年度报告中，Altria 给出 2019 年全年业绩指引，全年 EPS 预计为 4.15-4.27 美元，该指引将 IQOS 美国销量纳入其中。我们认为，Altria 此举表明了公司对 IQOS 通过 FDA 授权具有强烈信心。此外，公司看好加热不燃烧电子烟在美国市场的前景，为 IQOS 的发布活动做好了充足的准备，聘请了相关的人员并挑选了最佳的合作伙伴为 IQOS 发布造势。

图 2：公司对 IQOS 美国上市充满信心

- Excited about the prospects for heat-not-burn in the U.S.
- Fully committed to IQOS' success and excited to deploy our robust commercialization plans upon FDA authorization
- Establishing brick-and-mortar stores including in multiple cities within the first year of launch
- Already hired personnel to support pre-launch activities and engaging with key partners to best position IQOS at retail

资料来源：Altria 年度报告、天风证券研究所

**受益 IQOS 市场全面增长，净利润、市场销售同比大增。**2019 年 2 月 7 日，菲利普莫里斯（PMI）发布 2018 年度报告，公司 2018 年出货量实现 414 亿只，同比增长 14.2%；市场销售方面，2018 年销售 443 亿只，同比增长 93.2%，主要受益于 IQOS 市场全面增长。盈利方面，2018 年 PMI 实现营业收入和净利润分别为 296.25 亿美元和 79.11 亿美元，同比

增长 3.05%和 31.09%。

图 3：2014-2018 年 PMI 营业收入（亿美元）



资料来源：PMI 年报、天风证券研究所

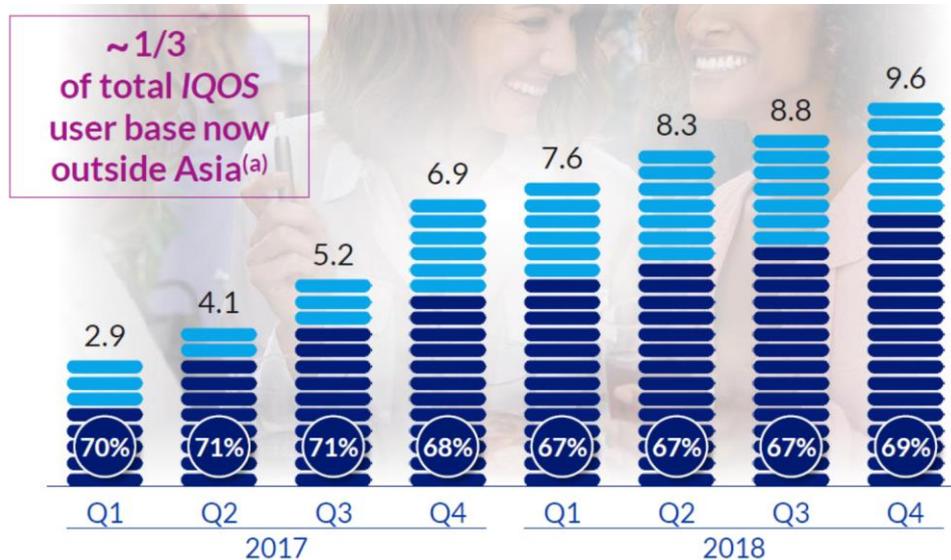
图 4：2014-2018 年 PMI 净利润（亿美元）



资料来源：PMI 年报、天风证券研究所

**IQOS 销量持续增长，近 7 成用户为烟草“原住民”。**2017 年 Q1 以来，IQOS 用户人数持续增长，截至 2018 四季度，IQOS 用户人数增长至 960 万人。公司目前处于 MRTPA 审核公众评论阶段，一旦通过，FDA 将给予最终审核结果，假设审核通过，IQOS 将成功于美国上市。

图 5：IQOS 销售和转换情况（百万人）



资料来源：PMI 年报、天风证券研究所

注：百分比为停止吸烟而转为 IQOS 的消费者，占总 IQOS 用户情况。

**IQOS 国际化进程良好，日本和韩国为主要市场。**目前日本为 IQOS 的主要市场、韩国次之。2018 年度，日本 IQOS 渗透率 15.2%，Q4 较 Q3 有所下降，主要因 2018 年 10 月后，税收增长所致。IQOS 2017 年进入韩国市场，历时 2 年时间，IQOS 渗透率由 0%上升至 8.5%，Heets 销量为 15 亿只。

图 6: IQOS 日本情况



资料来源: PMI 年报、天风证券研究所

图 7: IQOS 韩国情况



资料来源: PMI 年报、天风证券研究所

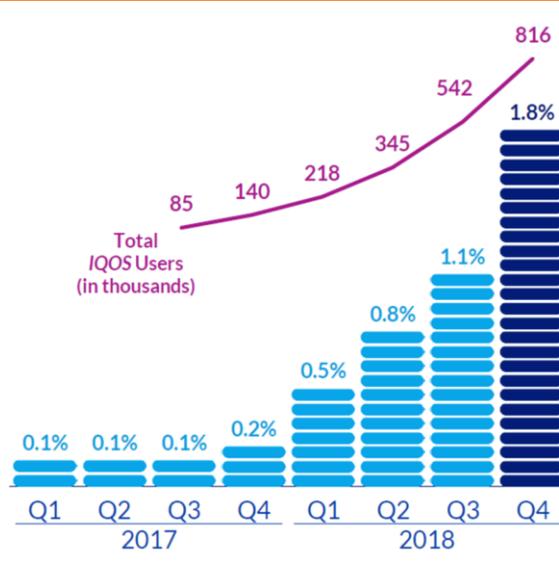
**IQOS 国际化进程良好, 东欧和俄罗斯潜力大。**目前 IQOS 仅进入东欧 47% 的国家和地区, 2018 年渗透率由 17 年末的 0.6% 上升为 1.7%, 用户由 59.3 万上升为 176.9 万, 其中希腊, 葡萄牙和捷克为主要的市场。俄罗斯方面, IQOS 渗透率由 17 年末的 0.2% 上升为 1.8%, 用户由 14 万上升为 81.6 万。

图 8: IQOS 东欧情况



资料来源: PMI 年报、天风证券研究所

图 9: IQOS 俄罗斯情况



资料来源: PMI 年报、天风证券研究所

**中美市场进入突破阶段, 有望成为重要驱动因素。**2018 年 IQOS 中国销售情况, 由遭受政策阻拦的状态中转好, 目前天猫可出售 IQOS 加热器, 我们认为中国市场有望逐步对 IQOS 开放, 成为重要的增量。美国方面, PMI 提交的 MRTPA 进入公众审核阶段, 审核结束后, FDA 将会给予审核结论。结合 PMI 母公司 Altria 给予的指引, 我们对 IQOS MRTPA 审核保持乐观态度, 假设通过, IQOS 将进入美国市场。

图 10: IQOS 加热器被允许淘宝销售



资料来源: 天猫、天风证券研究所

图 11: IQOS 进入公众评论阶段

MRTP Applications Currently Under Scientific Review

Submit comments, including data, research, or other information related to the following publicly available MRTP applications before the comment period closes.

Product/ Company	Comment Period Closes	Regulations.gov Docket #	TPSAC Meeting Date/Info
<a href="#">Swedish Match North America Inc.</a>	TBD	<a href="#">FDA-2014-N-1051</a>	<a href="#">February 6-7, 2019</a>
<a href="#">Copenhagen Snuff Fine Cut/U.S. Smokeless Tobacco Company</a>	TBD	<a href="#">FDA-2018-N-3261</a>	<a href="#">February 6-7, 2019</a>
<a href="#">IQOS System with Marlboro HeatSticks/Philip Morris Products S.A.</a>	February 11, 2019	<a href="#">FDA-2017-D-3001</a>	<a href="#">January 24-25, 2018</a>
<a href="#">Camei Snus/ R.J. Reynolds Tobacco Company</a>	TBD	<a href="#">FDA-2017-N-4678</a>	<a href="#">September 13-14, 2018</a>

资料来源: FDA 官网、天风证券研究所

### 1.2. 英美烟草 (British American Tobacco)

雷诺电子烟纳入, 集中资源发展电子烟。英美烟草是全球仅次于 Altria 的烟草公司, 总部位于英国伦敦。主要产品包含香烟, 无烟鼻烟和雪茄等, 公司旗下主要四个品牌为 Dunhill (登喜路)、Kent (健牌)、Lucky Strike、Pall Mall。2017 年英美烟草收购雷诺兹烟草, 成为美国第二大烟草商, 市场占有率达 34%, 其在南美洲、非洲、中东和亚洲等新兴市场的市场占有率也将扩大。Vuse 是雷诺旗下电子烟品牌, 作为全球知名的电子烟品牌, 其拥有近 7 万的零售网点, 总销量占据了美国电子烟销量的 32.7%。

图 12: 雷诺旗下电子烟纳入英美烟草



资料来源: 搜狐科技、天风证券研究所

英美烟草将于 2 月 28 日发表 2018 年度声明。2018H1, 英美烟草实现营业收入 152.21 亿元, 净利润 35.19 亿元, 实现同比增长 56.86%和 18.07%。根据公司 2018 年 12 月 12 日发布的公告, 公司电子烟产品 Vuse 销量实现 30%增长, Vuse 的推广在全国范围已经多达 5.5 万家商店。

### 1.3. 帝国烟草

帝国烟草是全球第四大香烟生产商，旗下拥有包括大卫杜夫（Davidoff）、威仕（West (cigarette)）（West）、高卢（Gauloises）在内的香烟品牌，除香烟生产外，帝国烟草同时也是全球最大的雪茄、烟丝和卷烟纸制造商。帝国烟草旗下拥有电子烟 blu、电子烟 Puritane 和电子烟 JAI。根据帝国烟草，预计公司在 2019 年上半年推出新款电子烟 Nixx。

图 13：电子烟 BLU



资料来源：搜狐、天风证券研究所

图 14：电子烟 JAI



资料来源：新浪科技、天风证券研究所

2018 年 9 月 30 日，公司发布 2018 年度报告，公司实现 399.39 亿美元，同比增长 0.92%，实现净利润 17.9 亿美元。同比减少 2.91%。

图 15：2014-2018 年公司营收情况（亿美元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：2014-2018 年公司净利润情况（亿美元）



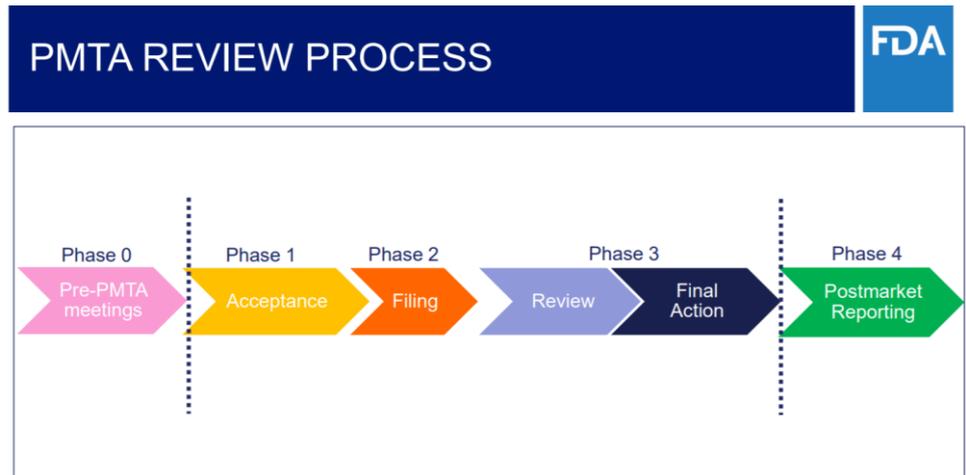
资料来源：Wind、天风证券研究所

注：9 月 30 日为公司四季度报告期

## 2. PMI IQOS 美国审核进展情况

2017 年 3 月 31 日，PMI 向美国 FDA 烟草产品中心提交 PMTA 申请。PMTA 是在美国商业化新烟草产品的先决条件。PMTA 的结果将决定 IQOS 的营销许可；PMTA 独立于美国 FDA 的 MRTPA，公司已于 2016 年 12 月 5 日提交给同一平台。

图 17: PMTA 审核过程

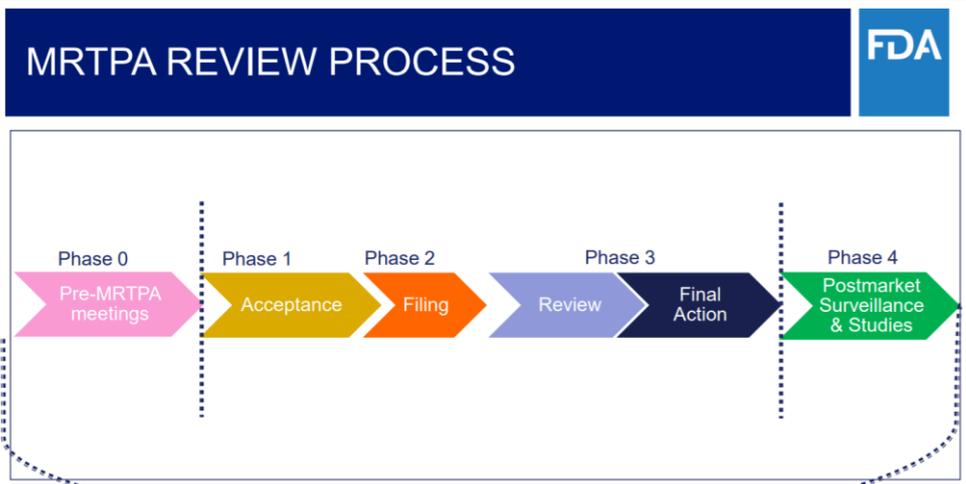


资料来源: FDA、天风证券研究所

公司 MRTPA 审核节点如下:

- 2016 年 12 月 5 日: 提交申请;
- 2018 年 1 月 24 日: 提交针对 IQOS 的改良风险烟草产品申请, 演讲内容包括 IQOS 系统和加热技术;
- 2018 年 6 月 8 日, 提交额外的临床结果;
- 截至 2019 年 2 月 9 日, IQOS MRTPA 审核进入公众评论环节, 结果将于 2 月 11 日公布。

图 18: MRTPA 审核过程



资料来源: FDA、天风证券研究所

### 3. 投资建议

投资建议: IQOS 进入全球各国, 渗透率逐步提升; FDA 认证预计得到乐观结果, 中国和美国市场有望成为后续重要增量, 重点推荐 IQOS 供应商盈趣科技。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com