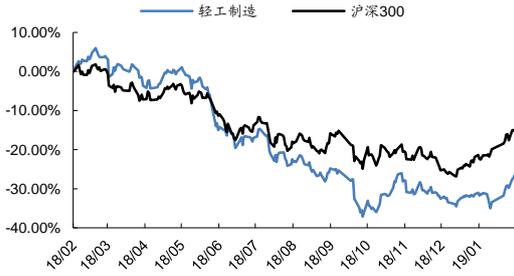


研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人: 尹洵 S0350118010007
021-50815082 yinx@ghzq.com.cn

新型烟草细分行业投资主线的再梳理

——新型烟草行业动态研究

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
轻工制造	6.8	2.1	-25.2
沪深300	8.1	6.7	-13.2

相关报告

《轻工制造行业2019年投资策略:把握成本回落拐点,布局高成长性的细分行业龙头》——2018-12-05

《卷烟行业点评报告:烟草会议要求确保全年目标,继续看好卷烟结构升级趋势及新型烟草的成长空间》——2018-11-14

《新型烟草行业动态点评报告:香港电子烟已明令禁止,国内烟标龙头的积极布局加热不燃烧该如何看?》——2018-10-12

《烟用耗材及新型烟草行业深度报告:烟用耗材回暖趋势强劲,新型烟草引领卷烟消费新时尚》——2018-09-26

《轻工制造行业深度报告:2017年报&2018一季报回顾与点评》——2018-05-07

投资要点:

- **自主品牌型电子烟企业,风口上的尼古丁盐该如何看?** 2018年末,美国奥驰亚集团宣布以128亿美元的价格收购Juul 35%的股份。Juul是一家总部位于美国旧金山的年轻企业。不同于传统电子烟生产商所使用的游离烟碱技术的是, Juul采用了天然存在的烟碱盐来产生更接近可燃卷烟的盐碱效果,在过去的三年内快速崛起,目前已成为美国电子烟市场的领头羊。2017年从PAX Labs分拆出来,目前Juul已经占据美国电子烟市场近68%的份额。根据交易价格推算, Juul的估值高达380亿美元,相较于7月私募融资时的160亿美元翻了一倍多。奥驰亚的加入有望帮助Juul开拓便利店等传统零售渠道,从而形成渠道及客户资源的协同。

从国内扁烟自主品牌的发展情况来看,在2018年融资高峰期之后,2019年开春之季就迎来了第一波电子烟融资,随后创业新宠也将陆续上市。我国拥有成熟的电子烟产业链,且代工全世界范围内90%以上的电子烟。与美国JUUL不同的是,考虑到国内电子烟产业链的成熟度较高以及线下流通渠道相对受限,我们预期就尼古丁盐扁烟领域较难形成一家独大的局面,未来大概率会以相对分散的竞争格局为主。并且后期随着尼古丁牌照化、征税以及监管制度的落地,以扁烟生产制造为主的公司可能会面临行业的深度洗牌。因此,我们认为,风口上的尼古丁盐存在较大的政策风险。

- **短期关注国内加热不燃烧企业的爆发性,中长期看好菲莫国际IQOS的成长性。** 国内上市公司中的劲嘉股份、东风股份以及顺灏股份在新型烟草领域均有相应布局,但目前受制于政策监管,尚未有业绩体现。相比较而言,菲莫国际的IQOS在经历了一轮库存周期的去化之后,短期在FDA放行美国市场以及IQOS第三代产品上市的催化之下,将获得业绩的恢复性增长。IQOS与国内加热不燃烧企业的发展阶段相比,菲莫国际的IQOS已经进入了成长的中后期,因菲莫国际的万宝路品牌在全球范围内具有较高的品牌根基及相对完善的渠道网络, IQOS在烟具加热技术及烟弹调香技术显著领先于同业的情况之下,同时考虑到海外大多数国家并不具有成熟的电子烟供应链,因而IQOS进入稳定增长期之后,海外的竞品压力相对较小,未来在渗透率、转化率持续提升、更新置换需求释放、技术优势领先、产品迭代加速的综合影响之下, IQOS的市占率将会继续提升,从而获得领先于同业的稳定增长,中长期成长前景更为明朗。而国

国内的加热不燃烧企业，短期来看，受益于政策的放开，业绩弹性相对较大。但后期在国内电子烟供应链相对完善成熟的市场环境之下，在头部企业核心加热技术差距不大且与 IQOS 水平分化差距较为显著的情况下，竞争激烈程度将不断加剧，大概率会呈现多品牌相对分散的局面，且未来海外市场的拓展还会受到一定程度的限制，这些限制主要体现在与 IQOS 相比，国内的加热不燃烧烟具在口感、技术、渠道及品牌影响力等方面相对较弱。因此，就中长期的投资价值而言，只有具备核心技术优势，品牌根基价值较强且渠道优势显著的加热不燃烧产品才能长大。因此，短期而言，重点布局爆发性较强，且和云南中烟有烟弹搭配销售的劲嘉股份，中长期而言择时布局 IQOS 精密塑胶部件的二级供应商盈趣科技。

- **关注工业大麻产业链相关标的，顺灏股份先发优势突出，CBD 电子烟有望开辟新赛道。**顺灏股份除了通过控股子公司绿新丰布局加热不燃烧之外，目前已经取得了工业大麻种植许可证和加工大麻花叶项目申请的批复，公司还与云南汉素拟共同投资设立一家新公司，进一步探索工业大麻花叶萃取后基础材料在电子生物健康产品的市场机会，并且进一步拓展在电子烟和工业大麻相关业务的协同发展。我们认为，当海外加热不燃烧、扁烟或是烟油式电子烟的赛道已相对拥挤之时，CBD 电子烟可能开辟新蓝海。建议关注相应标的顺灏股份。
- **行业评级及投资策略：**通过梳理新型烟草领域细分行业的投资机会，我们认为从短期弹性角度来看，按照细分行业投资优先级的顺序排列来看，国内加热不燃烧烟具生产制造企业>IQOS 精密塑胶部件供应商>工业大麻相关标的。从中长期成长性的角度来看，按细分行业投资优先级的顺序排列，IQOS 精密塑胶部件二级供应商>国内加热不燃烧烟具生产制造企业>工业大麻相关标的。因此，我们优先推荐短期弹性较大且安全边际足的标的劲嘉股份，看好劲嘉与云南中烟在新型烟草领域的技术合作以及未来政策放开之后所带来的业绩弹性。其次，长线标的我们看好具有良好成长性的 IQOS 精密塑胶部件的二级供应商盈趣科技，主要基于看好在全球范围内，得益于 IQOS 产品优势、渠道优势以及品牌优势合力作用所带来的品牌集中度提升。基于此，我们给予新型烟草行业“推荐”评级。此外，我们也建议关注顺灏股份在工业大麻领域的全产业链布局。
- **风险提示：**烟草行业政策风险、宏观经济波动风险、新业务拓展不及预期、新型烟草政策不及预期、加热不燃烧潜藏危害性风险、其他国家工业大麻合法化政策变化的风险、工业大麻产品应用及开发领域面临不确定性风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-02-21 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002191.SZ	劲嘉股份	9.84	0.38	0.48	0.57	25.89	20.5	17.26	买入
002565.SZ	顺灏股份	9.5	0.15	0.15	0.19	43.50	64.67	51.20	增持
002925.SZ	盈趣科技	60.67	2.59	1.79	2.62	23.44	24.98	23.16	买入
601515.SH	东风股份	9.96	0.59	0.58	0.64	16.71	17.18	15.68	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：顺灏股份、盈趣科技、东风股份的盈利预测取自万得一致预期）

【轻工组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。

尹洵，澳大利亚莫纳什大学银行与金融学硕士，2年买方大消费行业研究经验，2017年加入国海研究所，从事轻工行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的

信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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

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

【郑重声明】

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