



中性

新型烟草专题报告

乘替代大势，候政策东风

| 公司名称 | 股票代码 | 股价(人民币) | 评级 |
|------|-----------|---------|----|
| 劲嘉股份 | 002191.SZ | 14.38 | 增持 |
| 盈趣科技 | 002925.SZ | 47.60 | 增持 |
| 集友股份 | 603429.SH | 34.65 | 增持 |

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年4月12日当地货币收市价为标准

全球烟草行业正面临控烟趋严、吸烟率下降、消费者健康意识提升的现状，国外各烟草公司加大力度研发和推广新型烟草，加热不燃烧烟草成为发展趋势。我国作为全球最大烟草生产和消费国，烟草总局重视新型烟草的研发，各中烟公司纷纷试水出口市场，国内市场有望在监管完善后逐步打开。

支撑评级的要点

- **新型烟草成全球烟草最大驱动力。**近几年全球（除中国外）卷烟销量持续下行，2017年同比下降2%，而全球电子烟销售额同比增长18.5%至120.5亿美元，2012-2017年CAGR为33.6%，加热不燃烧烟草制品销售额同比增长135.5%至50亿美元，2012-2017年CAGR为462.4%，卷烟产品占比下降至86.7%，电子烟、加热不燃烧烟增至2.2%、0.9%，渗透率持续提升。
- **加热不燃烧烟草发展迅猛，FDA过审与否是关键变量。**加热不燃烧烟草发展迅猛，成为行业发展趋势。目前市面上主要产品包括菲莫国际的IQOS、英美烟草的Glo、日本烟草的Ploom Tech、韩国KT&G的Lil。菲莫的IQOS成为主要带动产品，最早在日本进行试水，2018年在日本市占率（含传统烟草）已达15.5%。2018年IQOS实际终端市场销量为443亿支，同比增长93.4%。随着新一代产品IQOS 3及IQOS 3 MULTI的推出，均价将有所提升，2019年2月11日，IQOS MRTPA审核的公众评论阶段关闭，FDA进入最终审核，根据奥驰亚的展望，对获批进入美国市场表示乐观，若获批2019年预计实现量价齐升，相关产业链企业有望受益。
- **我国新型烟草市场暂未打开。**中国是电子烟制造大国，但内销市场尚未放量。在国内，电子烟监管暂时缺位，庞大的吸烟人口带来巨大潜在市场，但由于产品不成熟等原因尚未成规模，近几年，我国电子烟市场资本运作密集，成投资风口。加热不燃烧烟草制品因含烟草成分，被归为烟草产品，受烟草专卖局管制，目前加热不燃烧烟草被禁止销售，但各中烟公司积极设立新型烟草研究院，进行技术研发与产品储备，并通过出口积极试水，谋求在新型烟草大趋势下的国际接轨。
- **3·15事件促监管出台，与中烟体系合作企业有望受益。**电子烟的监管暂时缺失，3·15事件曝光电子烟的健康危害后，新型烟草的监管有望加速出台，含尼古丁的电子烟有望正式纳入烟草总局监管范围，电子烟行业面临洗牌，与中烟公司长期合作的产业链企业有望在监管规范后受益。

重点推荐

- **劲嘉股份(002191.SZ)：**传统烟标龙头，具备技术、客户、渠道优势，领先布局新型烟草制品的研发、生产、销售、服务领域，优势明显。预计19-20年EPS为0.58、0.66元，对应增速19.3%、14.7%，维持**增持**评级。
- **盈趣科技(002925.SZ)：**IQOS精密配件二级供应商，将直接受益于IQOS 3新品上市及大概率通过审批进入美国市场后的加速放量。预计19-20年EPS为2.22、2.75元，对应增速24.9%、24.2%，首次覆盖给予**增持**评级。
- **集友股份(603429.SH)：**烟用接装纸龙头企业，具备丰富稳定的中烟公司客户资源，与安徽中烟合作部署新型烟草领域，孕育新利润增长点。预计19-20年EPS为0.72、0.96元，对应增速55.2%、32.0%，首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 国外政策监管趋严；IQOS美国FDA认证受阻；新型烟草普及过慢。

相关研究报告

- 《轻工行业2019年一季度前瞻》20190328
- 《劲嘉股份(002191.SZ)：新老主业稳增长，一季报表现亮眼》20190318
- 《劲嘉股份(002191.SZ)：多元布局助包装稳增长，新型烟草候政策东风》20190311

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者



目录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 控烟趋严、健康意识增强，新型烟草应运而生 | 5 |
| 各国政府控烟趋严，新型烟草成较好替代品..... | 5 |
| 传统卷烟销量下滑，新型烟草成烟草公司新利润增长点..... | 6 |
| 消费者健康关注度提高，危害更小的新型烟草获青睐..... | 8 |
| 新型烟草制品成烟草行业最大驱动力 | 9 |
| 无烟气烟草制品已成明日黄花..... | 9 |
| 电子烟：技术不断演化，渗透率持续提升..... | 11 |
| 加热不燃烧烟草制品：方兴未艾、大势所趋..... | 16 |
| 新型烟草制品监管法规将加速完善 | 22 |
| 各国电子烟监管环境加速改善..... | 22 |
| 全球加热不燃烧烟草制品管制已开始起步..... | 24 |
| 我国新型烟草制品前景广阔 | 25 |
| 储备产品整装待发..... | 29 |
| 资本运作密集，监管规范临近..... | 30 |
| 投资建议 | 33 |
| 风险提示 | 34 |
| 劲嘉股份..... | 36 |
| 盈趣科技..... | 38 |
| 集友股份..... | 40 |



图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1. 《世界卫生组织烟草控制框架公约》已有 181 个缔约方..... | 5 |
| 图表 2. 全球已有 121 个国家推行至少一项 MPOWER 并达最高实现水平..... | 5 |
| 图表 3. 2008-2016 年全球烟草税大于 75% 的国家及人口数..... | 5 |
| 图表 4. 2016 年全球不同收入水平的国家的烟草税情况..... | 5 |
| 图表 5. 我国控烟履约小组架构变动一览..... | 6 |
| 图表 6. 全球卷烟产量增速呈下行趋势..... | 7 |
| 图表 7. 烟草消费大国的卷烟销量呈下滑趋势..... | 7 |
| 图表 8. 各国吸烟率呈下降趋势..... | 7 |
| 图表 9. 近年全球电子烟销售额增速开始放缓..... | 7 |
| 图表 10. 全球加热不燃烧烟草制品销售额高速增长..... | 7 |
| 图表 11. 2017 年全球非卷烟产品销售额占比达 13.3%..... | 8 |
| 图表 12. 新型烟草制品分类..... | 9 |
| 图表 13. 无烟气烟草制品发展历程一览..... | 10 |
| 图表 14. 全球无烟气烟草制品销量逐年下降..... | 10 |
| 图表 15. 全球鼻用型无烟气烟草制品销量略微增长..... | 10 |
| 图表 16. 2017 年北美地区无烟气烟草制品销量最高..... | 11 |
| 图表 17. 2017 年北美地区无烟气烟草制品销量市占率最高..... | 11 |
| 图表 18. 电子烟发展历程一览..... | 12 |
| 图表 19. 近年全球电子烟销售额维持较高增速..... | 12 |
| 图表 20. 全球电子烟仍以开放式电子烟为主..... | 12 |
| 图表 21. 近年英国电子烟销售额高速增长..... | 13 |
| 图表 22. 2017 年美国与英国电子烟销售额市占率达 53.7%..... | 13 |
| 图表 23. 全球电子烟主要品牌一览..... | 14 |
| 图表 24. 2018 年 8 月中旬美国电子烟市场份额一览..... | 15 |
| 图表 25. 2019 年 JUUL 预计实现 34 亿美元营收..... | 15 |
| 图表 26. 2018 年 JUUL 销量同比增长近 600%..... | 15 |
| 图表 27. JUUL 在加拿大便利店渠道份额迅速增长..... | 16 |
| 图表 28. 2018 年 JUUL 占全球电子烟销量市场份额 34%..... | 16 |
| 图表 29. 加热不燃烧烟草制品发展历程一览..... | 17 |
| 图表 30. 全球加热不燃烧烟草制品持续高增长..... | 17 |
| 图表 31. 日本加热不燃烧烟草制品持续高增长..... | 17 |
| 图表 32. 日本加热不燃烧烟草制品销售额市占率高速提升..... | 18 |
| 图表 33. 2017 年日本加热不燃烧烟草占全球销售额 91.6%..... | 18 |



| | |
|---|----|
| 图表 34. 全球加热不燃烧烟草制品主要品牌一览..... | 18 |
| 图表 35. 菲莫国际 RRP s (减害产品) 营收高增长..... | 19 |
| 图表 36. 菲莫国际加热不燃烧烟草制品销量高增长..... | 19 |
| 图表 37. IQOS 最新代产品..... | 19 |
| 图表 38. 2018 年底 IQOS 全球用户数达 960 万人..... | 20 |
| 图表 39. 2018Q4 IQOS 在日本市场份额为 15.2%..... | 20 |
| 图表 40. IQOS 在韩国销量市占率持续提升..... | 20 |
| 图表 41. 2018Q4 IQOS 销量市占率一览..... | 20 |
| 图表 42. 菲莫国际 RRP s 营收分布一览..... | 20 |
| 图表 43. 东亚与澳洲贡献 RRP s 营收占比持续下滑..... | 20 |
| 图表 44. IQOS 在美国 FDA 申请审批历程..... | 21 |
| 图表 45. 2019-2021 年美国 IQOS 销售规模测算..... | 21 |
| 图表 46. 各国电子烟法律监管情况一览..... | 22 |
| 图表 47. 全球电子烟管制情况一览..... | 22 |
| 图表 48. 各国对电子烟的管制情况一览..... | 23 |
| 图表 49. 各国对加热不燃烧烟草制品的管制情况一览..... | 24 |
| 图表 50. 中国电子烟销售额持续高增长..... | 25 |
| 图表 51. 2017 年中国电子烟销售额占全球份额的 4.9%..... | 25 |
| 图表 52. 中国电子烟消费人数持续增长..... | 25 |
| 图表 53. 中国电子烟人均消费额持续攀升..... | 25 |
| 图表 54. 2017 年我国电子烟销售额占烟草总销售额的 0.28%..... | 26 |
| 图表 55. 2018-2021 年我国电子烟销售规模测算..... | 26 |
| 图表 56. 我国新型烟草制品组织架构组建历程..... | 27 |
| 图表 57. 截至 2019 年 3 月我国电子烟专利情况一览..... | 28 |
| 图表 58. 截至 2019 年 3 月我国加热不燃烧烟草制品专利情况一览..... | 28 |
| 图表 59. 2007-2016 年国外烟草企业新型烟草制品专利申请情况一览..... | 28 |
| 图表 60. 我国主要电子烟企业一览..... | 29 |
| 图表 61. 我国中烟公司推出的新型烟草制品一览..... | 30 |
| 图表 62. 企业跨界进入新型烟草领域一览..... | 31 |
| 图表 63. 我国电子烟企业融资情况一览..... | 31 |
| 续 图表 63. 我国电子烟企业融资情况一览..... | 32 |
| 图表 64. 我国部分电子烟监管法规一览..... | 32 |
| 附录图表 65. 报告中提及上市公司估值表..... | 35 |

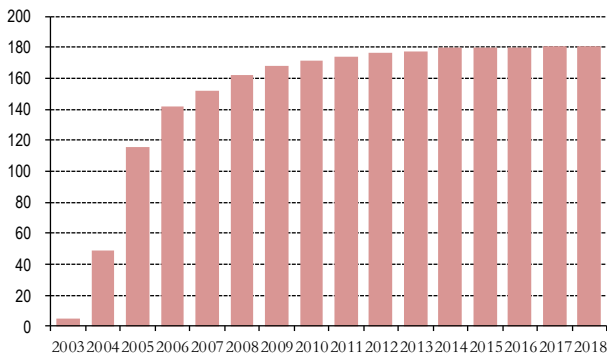
控烟趋严、健康意识增强，新型烟草应运而生

各国政府控烟趋严，新型烟草成较好替代品

2003年5月21日，世界卫生大会通过《世界卫生组织烟草控制框架公约》（以下简称《公约》），这是世界卫生组织主持谈判的第一项国际条约，于2005年2月27日生效。《公约》旨在联合各国通过多种方式控制烟草流行，保护人们免受烟草烟雾危害。截至2018年，《公约》共有181个缔约方，覆盖全球90%以上人口。

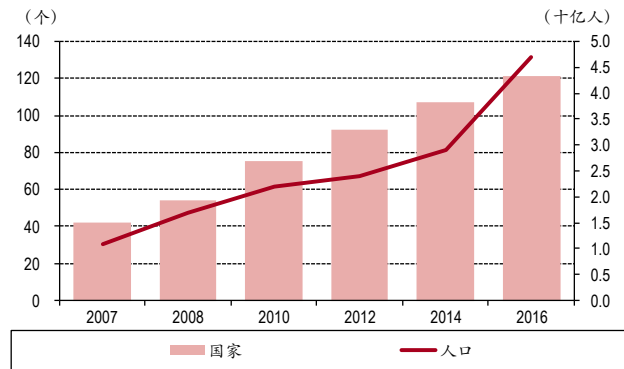
为帮助《公约》实施，世界卫生组织推出MPOWER工具（包括：检测、无烟环境、戒烟规划、警示标签、大众媒体、广告禁令、税收）。据《2017年世卫组织全球烟草流行报告》显示，2016年全球194个国家中有121个已推行至少一项MPOWER措施（不包括接受单独评估的监测或大众媒体运动）并达到最高实现水平，占全球人口63%，较2007年的42个国家有明显提升。

图表 1. 《世界卫生组织烟草控制框架公约》已有 181 个缔约方



资料来源：世界卫生组织，中银国际证券

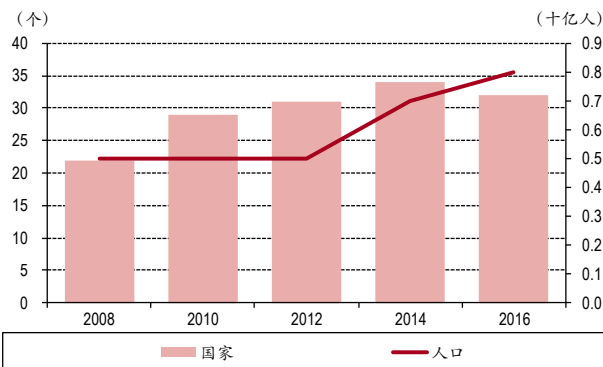
图表 2. 全球已有 121 个国家推行至少一项 MPOWER 并达最高实现水平



资料来源：世界卫生组织，中银国际证券

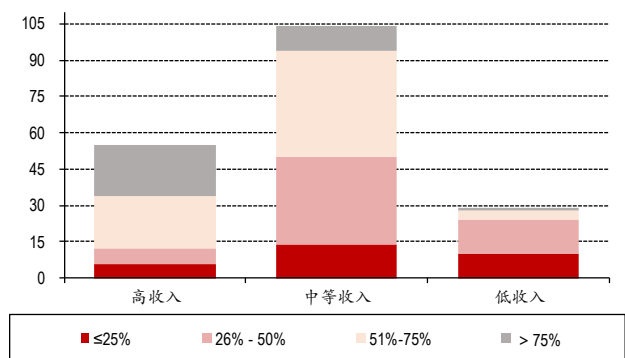
提税将成控烟主要工具。据世界卫生组织全球烟草流行报告显示，2012年以来，106个国家和地区提高了烟草消费税水平。截至2016年，对烟草制品实行高税率（税收占零售价格的75%以上）的国家共32个，主要为高收入国家，较2008年增加10个，覆盖人口约8亿人，占全球比例约10%；实行中等以上税率（税收占零售价格的50%~75%）的国家共70个，主要为中等及高收入国家。提税对卷烟销量有较明显的压制作用。

图表 3. 2008-2016 年全球烟草税大于 75% 的国家及人口数



资料来源：世界卫生组织，中银国际证券

图表 4. 2016 年全球不同收入水平的国家的烟草税情况

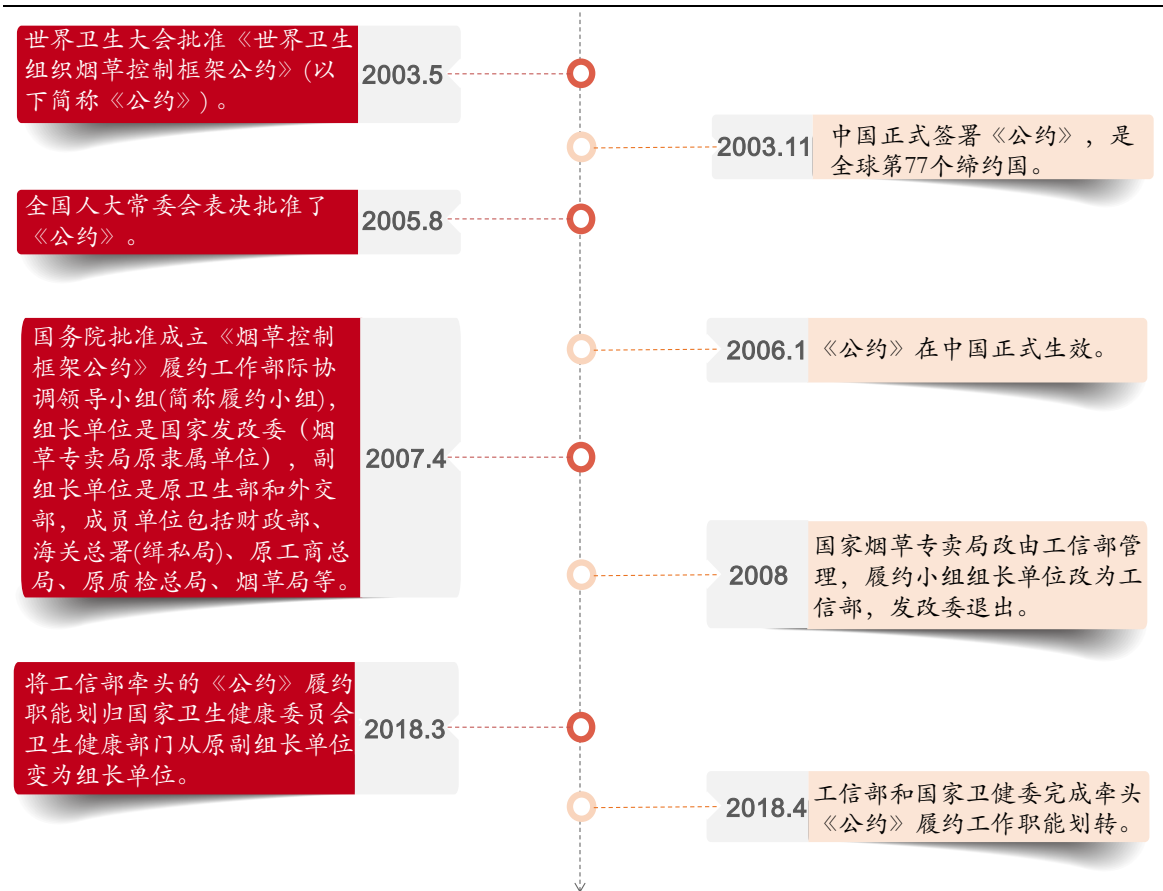


资料来源：世界卫生组织，中银国际证券



聚焦我国，2003年已正式签署《公约》，2005年《公约》获得人大常委会表决批准，2006年《公约》正式生效，2007年成立《公约》履约工作部际协调领导小组，开始执行控烟履约职能。

图表 5.我国控烟履约小组架构变动一览



资料来源：烟草在线，中银国际证券

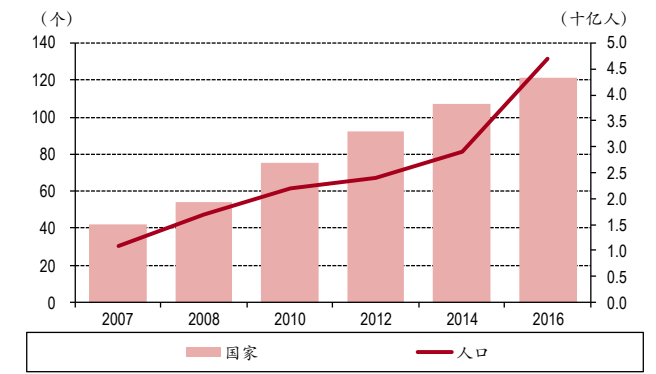
2018年前，控烟履约领导小组组长单位皆由烟草专卖局隶属单位（发改委、工信部）担任，2018年3月，第十三届全国人民代表大会上，本由工信部牵头的《烟草控制框架公约》履约领导小组的职能被划入新组建的国家卫生健康委员会。2018年4月，工信部和国家卫健委完成牵头《公约》履约工作职能划转，标志着我国控烟行动迈出了关键性的一步。

因此，从全球趋势来看，各国政府都将持续加强控烟，降焦减害成为各国烟草公司面临的共同压力，有害物质与有毒烟雾排放更少的新型烟草便应运而生。

传统卷烟销量下滑，新型烟草成烟草公司新利润增长点

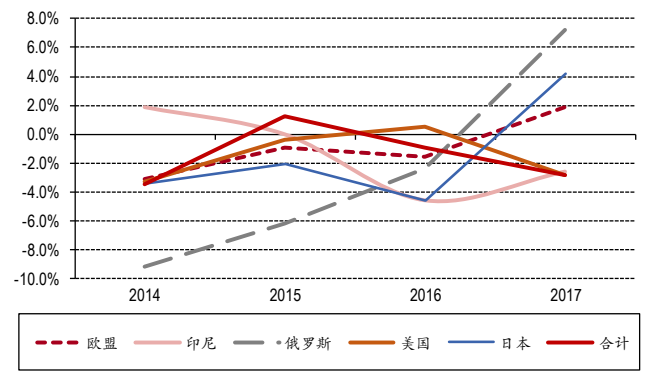
近年来，全球卷烟销量整体呈下行趋势。据烟草在线数据显示，1988-2005年全球卷烟产量增速明显放缓，CAGR仅为0.7%。另据欧睿国际数据显示，近几年全球（除中国外）卷烟销量持续下行，2017年同比下降2%至6,200万箱，除中国外全球前五大卷烟市场（销量占比48%）同比下降2.8%，较2016年降幅（YoY-1.0%）拉大。控烟背景下，各国吸烟率的持续下降，是销量下降的主因。

图表 6. 全球卷烟产量增速呈下行趋势



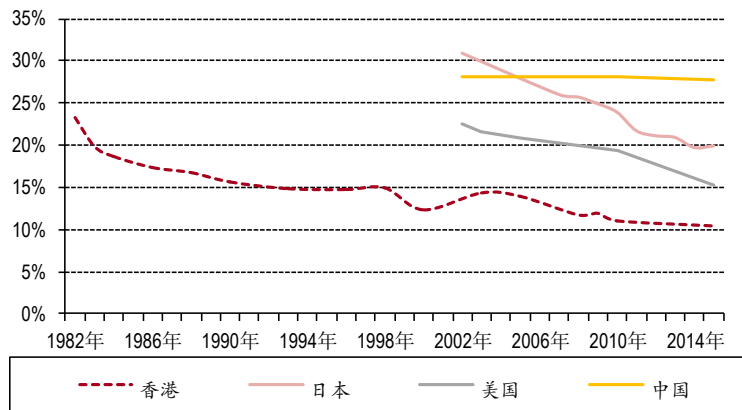
资料来源: 烟草在线, 中银国际证券

图表 7. 烟草消费大国的卷烟销量呈下滑趋势



资料来源: PMI 年报, Altia 年报, 中银国际证券

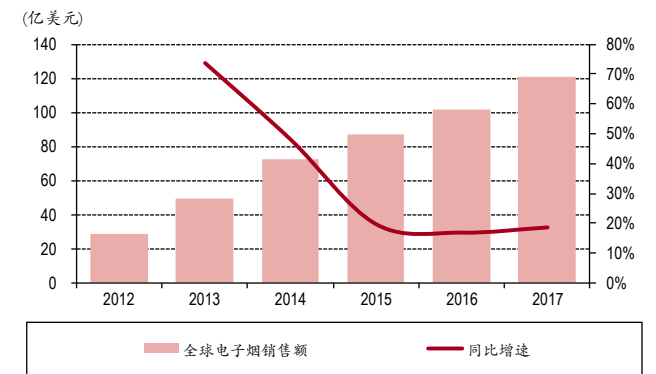
图表 8. 各国吸烟率呈下降趋势



资料来源: 烟草在线, 中银国际证券

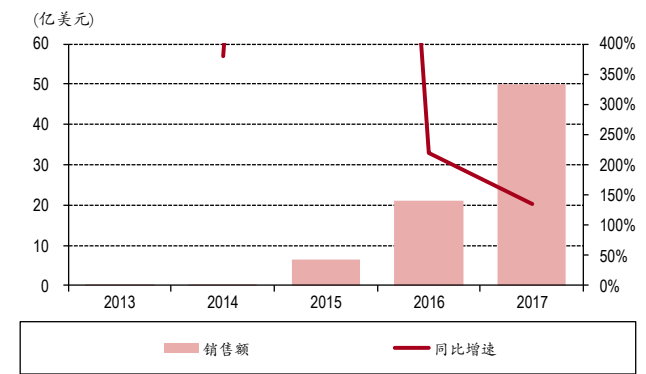
新型烟草销售持续高增长。为了应对逐渐下降的吸烟率,烟草公司推出了一系列主打“降焦减害”理念的新型烟草产品,以吸引新的吸烟人群。据欧睿国际数据显示,2017 年全球电子烟销售额同比增长 18.5%至 120.5 亿美元,加热不燃烧烟草制品销售额同比增长 135.5%至 50 亿美元,增速皆远高于传统卷烟产品,成近年烟草行业最大亮点。

图表 9. 近年全球电子烟销售额增速开始放缓



资料来源: 欧睿国际, 中银国际证券

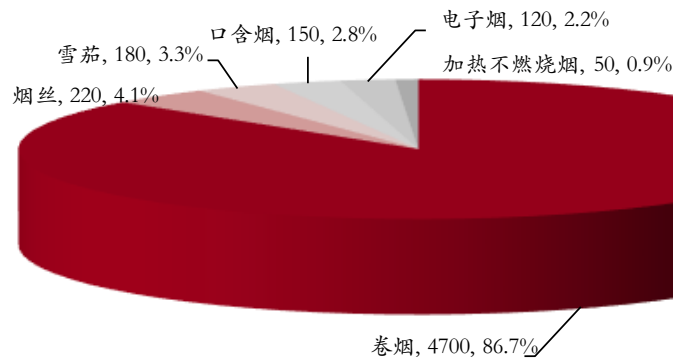
图表 10. 全球加热不燃烧烟草制品销售额高速增长



资料来源: 欧睿国际, 中银国际证券

据《世界烟草发展报告》显示，2016年全球卷烟销售额占整体烟草产品比例首次降至90%以下，截至2017年，卷烟产品占比86.7%，非卷烟产品占比13.3%，其中，烟丝、雪茄分别占比4.1%、3.3%，属新型烟草的口含烟、电子烟、加热不燃烧烟分别占比2.8%、2.2%、0.9%。预计2020年全球新型烟草销售额有望超越烟丝、雪茄，成为仅次于卷烟的第二大类烟草制品。

图表 11.2017 年全球非卷烟产品销售额占比达 13.3%



资料来源：《2017 年世界烟草发展报告》，中银国际证券

随着传统卷烟销量持续下滑，新型烟草渗透率加速提升，新型烟草制品无疑是烟草企业未来发展的重中之重。

消费者健康关注度提高，危害更小的新型烟草获青睐

据世卫组织发布的《2000 年 - 2025 年吸烟趋势全球报告》显示，吸烟和被动吸烟是导致心脏病、中风等心血管疾病发作的主因，虽然 2016 年全球烟草使用率已较 2000 年降低 7% 至 20%，但每年仍有 700 多万人死于烟草，其中约 300 万例是因烟草造成的心血管疾病死亡。

相较于卷烟，新型烟草危害有所降低。菲莫国际在 2018 年公布的一项研究显示，暴露反应研究 (ERS) 测量了换用 IQOS 产品 6 个月的人群的生物反应，并将其与仍旧抽吸卷烟的人群进行对比，结果显示换用 IQOS 6 个月的人群的 8 项生物反应指标（主要是临床风险终点指标）得以改善，可见使用 IQOS 比使用卷烟带来的健康风险更小。

另外，根据美国尼古丁与烟草研究学会在 2019 年年会期间发布的研究数据表明，对于减少特定的烟草相关生物标记物，使用 Juul 烟弹与完全戒烟一样有效。

现在人们的健康意识越来越强，出于健康考虑，新型烟草对吸烟人群具备更大的吸引力，而这也是其成功转化卷烟用户的核心竞争力。

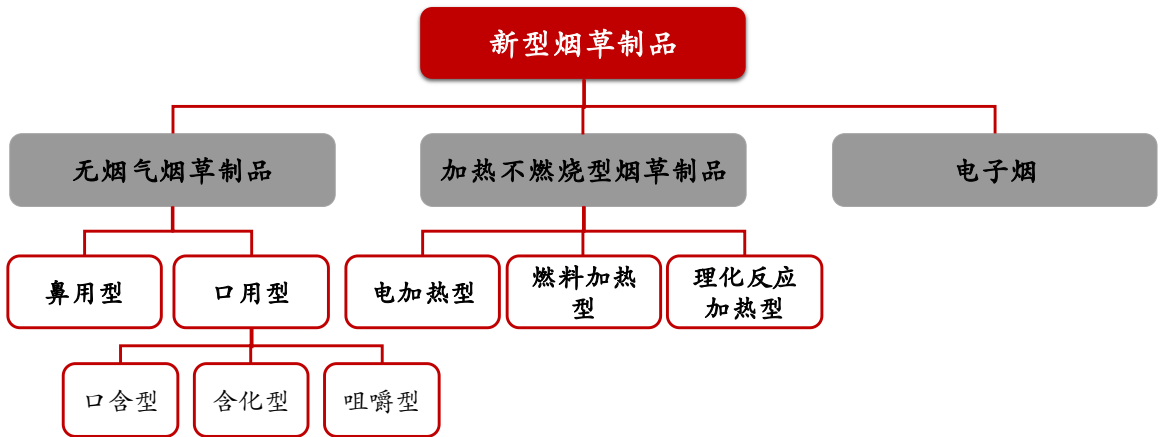
新型烟草制品成烟草行业最大驱动力

新型烟草制品可分为三类：无烟气烟草制品、电子烟、加热不燃烧型烟草制品。

无烟气烟草制品按使用方式可分为鼻用型与口用型，口用型又可分为口含型、含化型、咀嚼型等。

加热不燃烧烟草制品按照加热源的不同，可进一步细分为“电加热型烟草制品”、“燃料加热型烟草制品”和“理化反应加热型烟草制品”。其中，电加热型是用电加热器进行加热；燃料加热型使用可燃烧固体、液体或气体进行加热；理化反应加热型是通过一定的物理（如：晶体结晶产生热量）或化学方法（如：利用金属铁、铝、铜的氧化反应产生热量）给烟芯材料加热。

图表 12.新型烟草制品分类

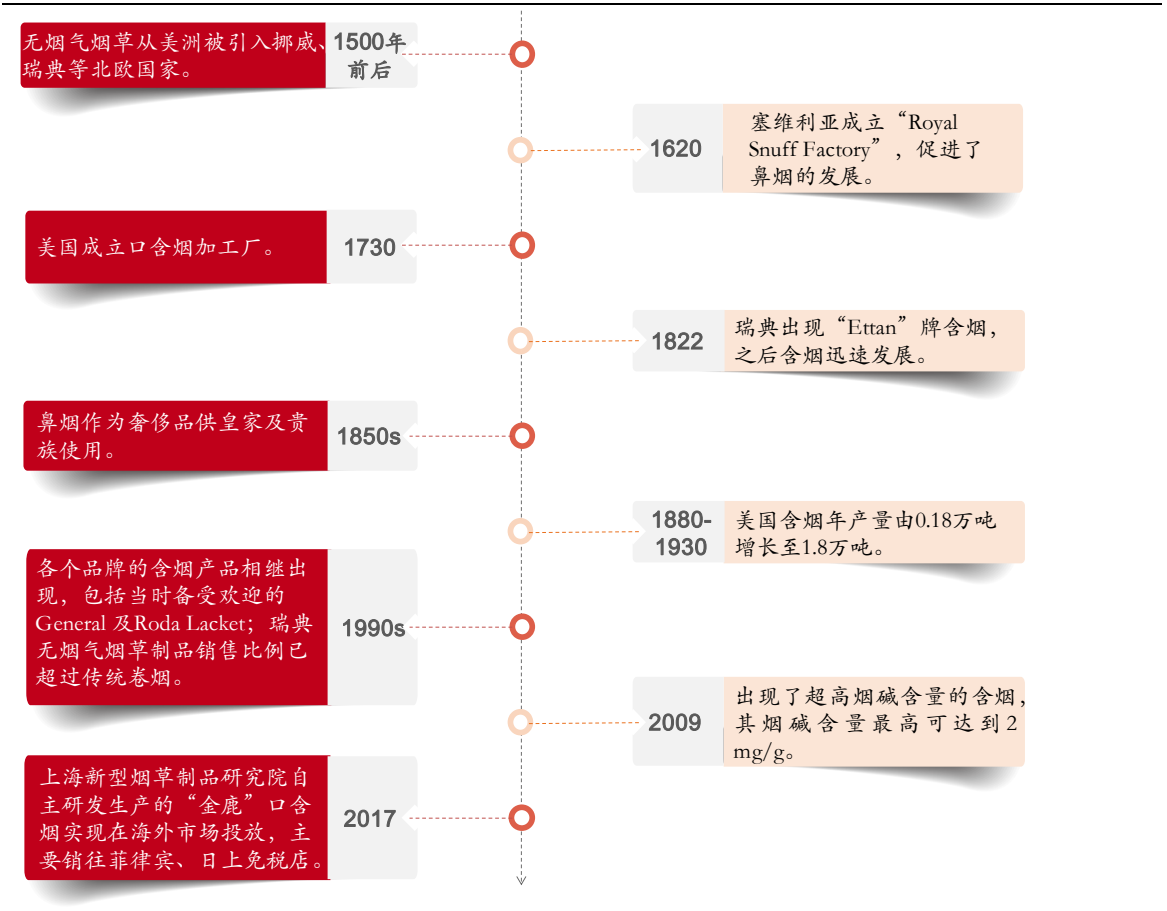


资料来源：烟草在线，中银国际证券

无烟气烟草制品已成明日黄花

无烟气烟草制品是指未经过燃烧过程而通过口腔或鼻腔吸食的烟草制品，其最早由南美洲土著人食用，于公元 1500 年前后从美洲被引入挪威、瑞典等北欧国家；90 年代中期，其在瑞典的销售比例已超过传统卷烟，如今在美国的销售额已超过雪茄烟；2017 年，上海新型烟草制品研究院自主研发生产的“金鹿”口含烟实现在海外市场投放，分薄荷和红茶两种口味，主要销往菲律宾、日上免税店。

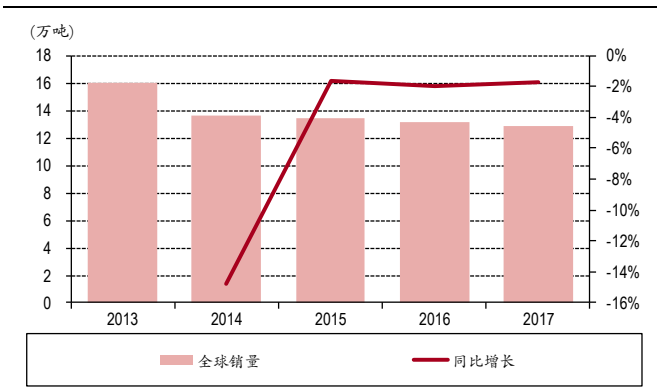
图表 13. 无烟气烟草制品发展历程一览



资料来源：烟草在线，中银国际证券

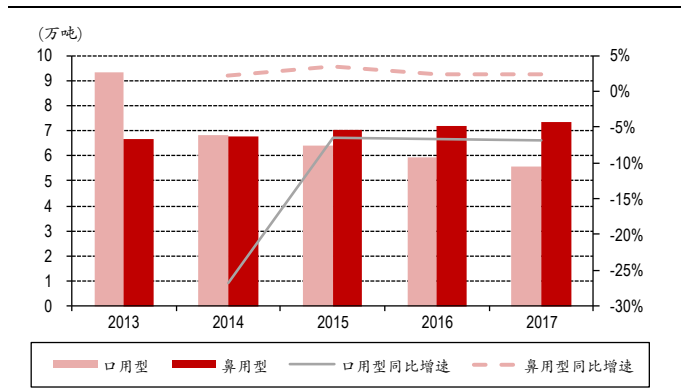
据欧睿国际数据显示，全球无烟气烟草制品销量近5年逐年下滑，2017年为12.9万吨，同比下降1.8%，其中口用型销量同比下降6.9%至5.55万吨，鼻用型销量同比增长2.4%至7.35万吨。全球范围内，北美地区销量最高，为6.33万吨，占比49.1%，其次是亚太地区、中东及非洲、西欧、拉美地区、东欧。

图表 14. 全球无烟气烟草制品销量逐年下降



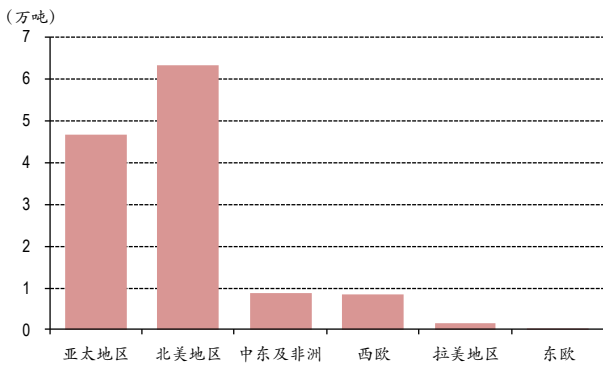
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 15. 全球鼻用型无烟气烟草制品销量略微增长



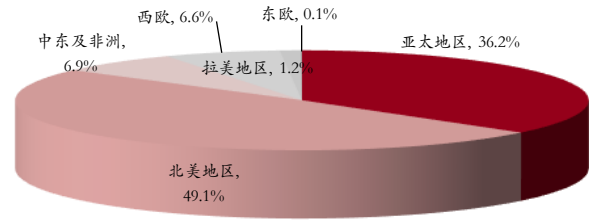
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 16.2017 年北美地区无烟气烟草制品销量最高



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 17.2017 年北美地区无烟气烟草制品销量市占率最高



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

电子烟：技术不断演化，渗透率持续提升

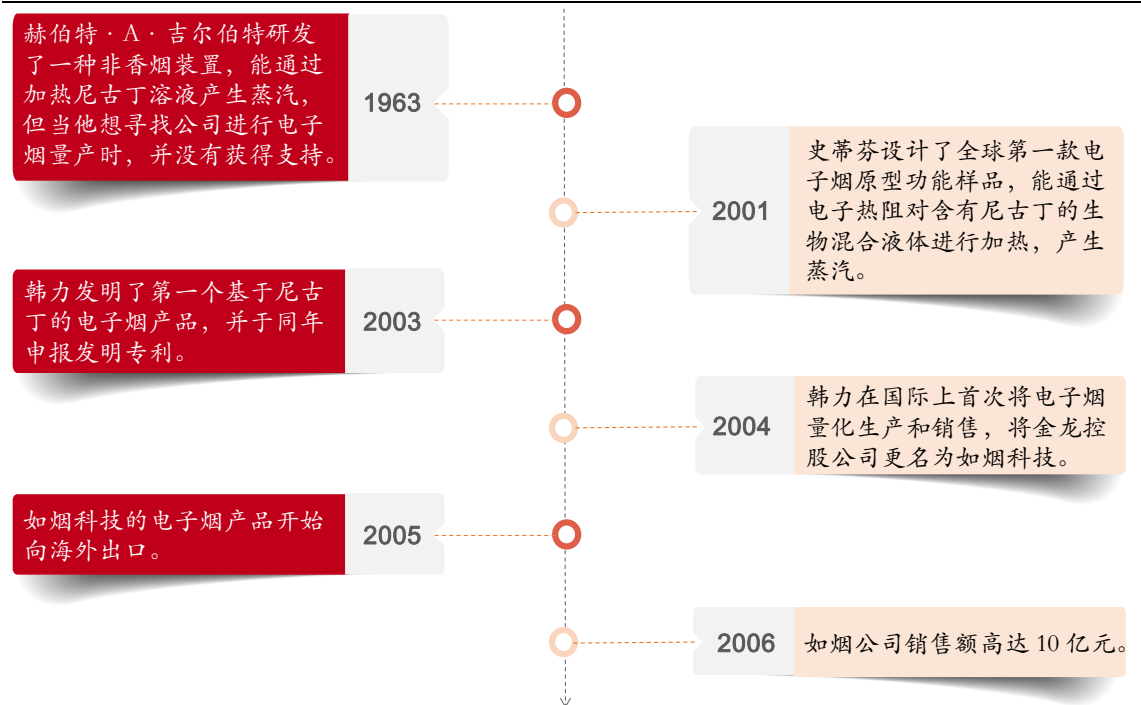
电子烟主要由烟杆、雾化器、吸嘴、充电器、烟弹组成，是通过电子加热雾化等手段，将来源于烟草的尼古丁液体等变成蒸汽，让用户吸食。

电子烟最早可追溯至 1963 年，赫伯特·A·吉尔伯特研发了一种非香烟装置，能通过加热尼古丁溶液产生蒸汽；1967 年吉尔伯特想寻找公司进行电子烟量产，却没有获得支持；2001 年，史蒂芬设计了全球第一款电子烟原型功能样品，能通过电子热阻对含有尼古丁的生物混合液体进行加热，产生蒸汽，但他并没有申请该项产品发明专利；2003 年，中国的韩力发明了第一个基于尼古丁的电子烟产品，并申报发明专利，2004 年实现量产，2005 年开始向海外出口，2006 年销售额就高达 10 亿元，拉开了电子烟高速增长的序幕。

中国是电子烟制造大国，而在 2014 年之前绝大多数的电子烟企业只着眼于国外市场，追求大烟雾和 DIY 市场，2014 年国内的电子烟市场开始逐步走入大众视线。

随着监管政策和市场的变化，电子烟市场重新回归到小烟市场，尼古丁盐开始广泛运用，JUUL 外形时尚，酷似 U 盘，有薄荷、烟草、芒果、焦糖布丁等八种口味，颇受年轻人追捧，Juul 的市场份额在 2017 年就超过了雷诺烟草的 Vuse 成为了美国电子烟第一大品牌。

图表 18. 电子烟发展历程一览



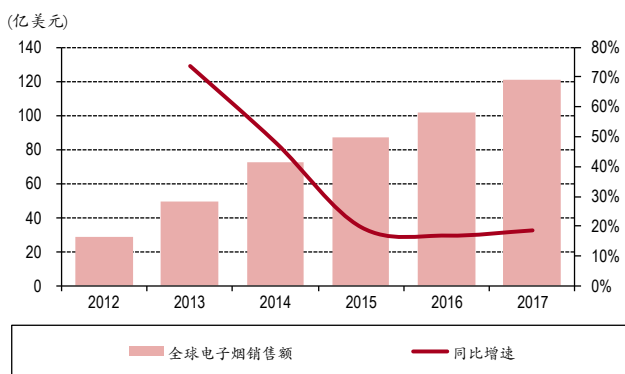
资料来源：烟草在线，中银国际证券

高增速略有下行，美英市场占据半壁江山

据欧睿国际数据显示，2012-2017 年全球电子烟销售额由 28.3 亿美元增长至 120.5 亿美元，CAGR 为 33.6%。据高盛预测，2020 年全球电子烟产业规模将占全球烟草总规模的 10%，占利润的 15%（不包含中国）。

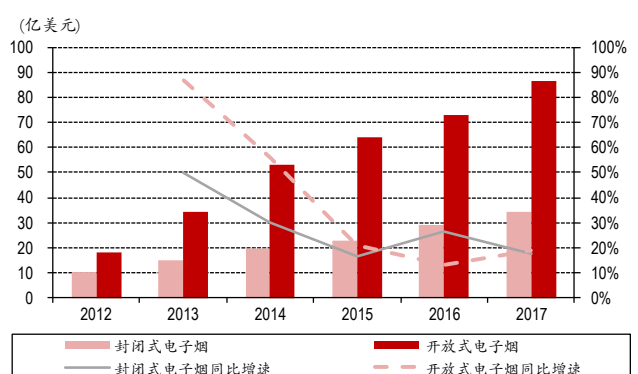
聚焦电子烟不同种类可知，截至 2017 年，封闭式电子烟销售额为 34.1 亿元，CAGR 为 27.7%，占比 28.3%，开放式电子烟销售额为 86.4 亿美元，CAGR 为 36.5%，占比 71.7%。虽然目前开放式电子烟占比更大，但自 2016 年 5 月美国 FDA 宣布通过《联邦食品、药品与化妆品法》将电子烟纳入监管，同年 8 月生效后，电子烟油被监管力度大幅增强，开放式电子烟首当其冲受到影响，增速出现下滑。

图表 19. 近年全球电子烟销售额维持较高增速



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

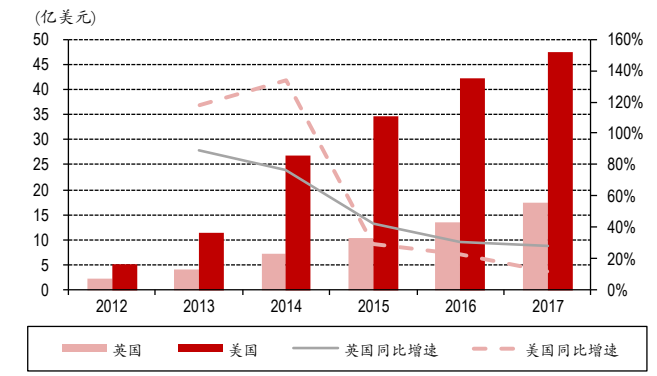
图表 20. 全球电子烟仍以开放式电子烟为主



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

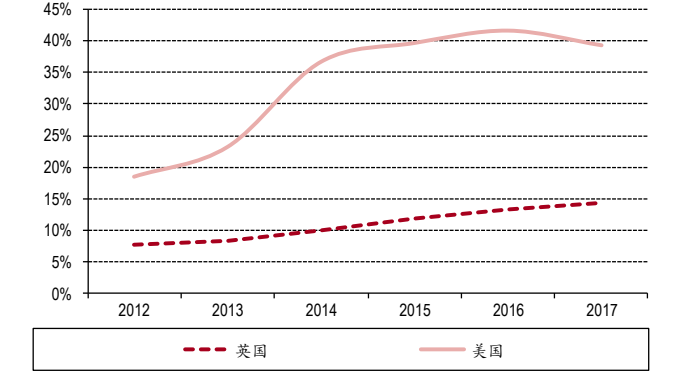
迄今为止，美国与英国仍占据全球前两大电子烟消费国地位，市占率合计超 50%。据欧睿国际数据显示，2012-2017 年，美国电子烟销售额以 55.2% 的复合增速增长至 47.3 亿美元 (YoY+11.9%)，占全球电子烟销售额的 39.3%，较 2012 年提升 20.7 个百分点；英国电子烟销售额以 51.6% 的复合增速增长至 17.4 亿美元 (YoY+28.3%)，市占率为 14.4%，较 2012 年提升 6.7 个百分点。

图表 21. 近年英国电子烟销售额高速增长



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 22. 2017 年美国与英国电子烟销售额市占率达 53.7%



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

美国电子烟龙头——JUUL

如今全球主要电子烟品牌有：Juul Labs 的 Juul、英美烟草的 Vuse、奥驰亚的 MarkTen、帝国烟草的 Blu E-cigs、日本烟草的 Logic。



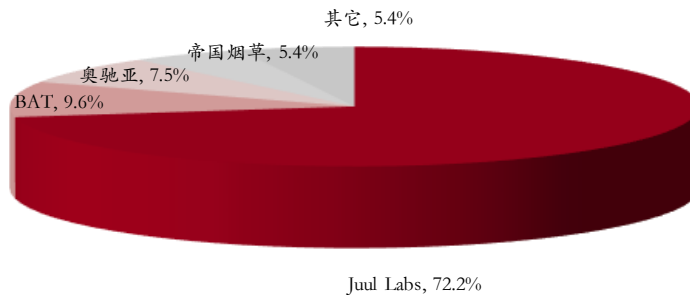
图表 23. 全球电子烟主要品牌一览

| 公司 | 品牌 | 产品简介 | 图示 |
|---|------------|---|---|
| Juul Labs (被 Altria 以 128 亿美元收购 35% 股权) | Juul | 2015 年初创的公司推出的产品，外形酷似长条 U 盘，烟弹口味共八种，烟草原料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可以使入口更加顺滑，减轻了对喉咙的刺痛感。 |  |
| 英美烟草 (BAT) | Vuse | 2013 年由雷诺烟草公司推出，设计与香烟接近，使用以方便著称，只要将电池对准烟弹，按在一起，电子烟就连接好了，内置芯片可记录已吸口数，可通过手机 APP 了解电池使用情况及烟弹剩余分量。在美国市占率一度高达 33% (2015 年)。2017 年被英美烟草以 494 亿美元价格收购剩余的 57.8% 股份。 |  |
| 奥驰亚 (Altria) | MarkTen | 2014 年推出，包装和真烟极其相似，烟嘴上四个孔，使产生的烟雾更类似于传统香烟。 |  |
| 帝国烟草 (Imperial Tobacco) | Blu E-cigs | 2015 年被帝国烟草以 71 亿美元收购。烟盒设计人性化，当附近有别的电子烟民，或是出售替换暗盒的商店时，就会开始闪烁，提醒使用者。官网出售 13 种口味的烟弹，14.99 美金/盒，一盒三个烟弹，一个烟弹可以抽 400 口左右，大致相当于 2 盒普通香烟。 |  |
| 日本烟草 (JTI) | Logic | 2010 年创立于美国，2015 年被 JTI 收购。“Logic Power”有 4 种口味烟弹，2 种无尼古丁；“Logic Pro”新型电子烟，烟弹胶囊容易填充，使用、携带便利；“Logic LQD”独家创新型双线圈 & 烟油传送设计，易于填充。 |  |

资料来源：搜狐新闻，富国银行，中银国际证券

据尼尔森数据显示，**Juul** 自上市以来，占美国电子烟市场份额快速提升，2016 年达到 25%，2017 年底就达到了 46.8%，成为第一大品牌，2018 年 8 月中旬较 7 月提升 1.5 个百分点至 72.2%，遥遥领先，排名第二的英美烟草份额为 9.6%，第三的奥驰亚为 7.5%，第四的帝国烟草为 5.4%，这四大品牌占据美国电子烟市场 94.7% 的份额，集中度极高。

图表 24.2018 年 8 月中旬美国电子烟市场份额一览

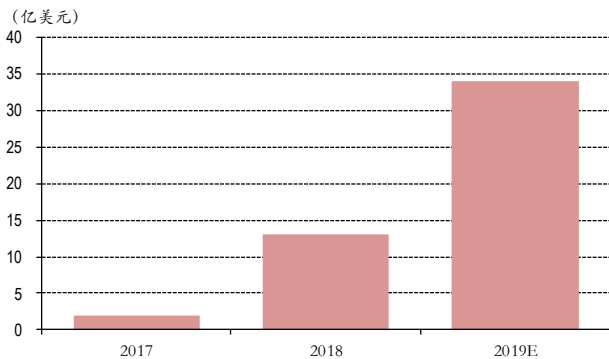


资料来源：尼尔森，中银国际证券

Juul 是 2015 年 6 月 1 日由 PAX Labs 推出的电子烟产品，其创新型地使用了烟叶中的尼古丁盐，而非传统电子烟中的游离式烟碱，能有效减低尼古丁溶液的 PH 值，使入口更加顺滑，减轻了对喉咙的刺痛感，又因其产品外形酷似长形 U 盘，对青少年更具吸引力。

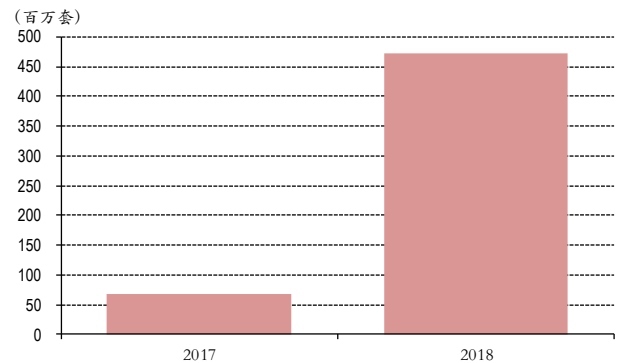
2017 年 7 月，Juul Labs 作为独立公司被分离出来，当年实现营收约 2 亿美元，销量约 6800 万，2018 年营收飞速增长至 13 亿美元，盈利 1240 万美元，销量也同比增长近 600%至 4.73 亿，2019 年营收有望同比增长 160%至 34 亿美元，是电子烟行业的明星黑马。

图表 25.2019 年 JUUL 预计实现 34 亿美元营收



资料来源：PMI，中银国际证券

图表 26. 2018 年 JUUL 销量同比增长近 600%

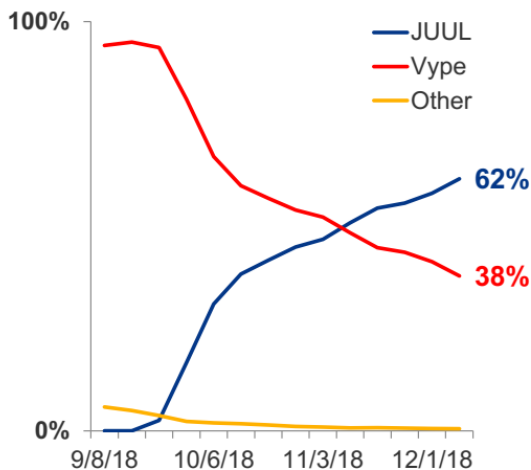


资料来源：PMI，中银国际证券

截至 2018 年，JUUL 已进入加拿大、英国、法国、瑞士、意大利、德国、苏联、以色列市场。据尼尔森数据显示，自 2018 年 9 月进入加拿大市场，截至 2018 年 12 月，JUUL 在便利店渠道（占加拿大电子烟销售额的 15%）的实时周销售额份额迅速增长至 62%，原本的第一品牌 Vype 份额则降至 38%。另据 IRI 数据显示，截至 2019 年 1 月，JUUL 在英国 Sainsbury's 上市不到 12 周，其销售额占比已超 23%，在电子烟类排名第一，战绩显著。

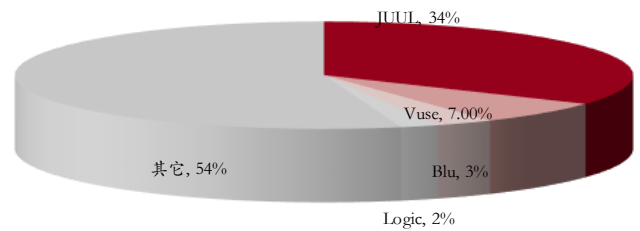
据奥驰亚测算，2018 年 JUUL 销量占全球电子烟总销量的 34%，遥遥领先于第二的 Vuse (7%)，行业 CR4 为 46%，集中度较高。

图表 27. JUUL 在加拿大便利店渠道份额迅速增长



资料来源: PMI, 中银国际证券

图表 28. 2018 年 JUUL 占全球电子烟销量市场份额 34%



资料来源: PMI, 中银国际证券

2018 年 12 月, 奥驰亚收购 JUUL 35% 的股份, 使后者估值达到 380 亿美元, 双方达成一系列合作协议, 包括: 1) 奥驰亚为 JUUL 提供零售渠道, 使其烟草及薄荷醇类产品与奥驰亚的可燃香烟一起陈列; 2) 奥驰亚利用自有数据库帮助 JUUL 通过烟标插件及邮件与成年的烟民直接沟通; 3) 奥驰亚将利用自己的物流与运输服务帮 JUUL 扩大业务范围, 提升运营效率, JUUL 可选择让奥驰亚覆盖 23 万个零售网点的销售网络提供支持。

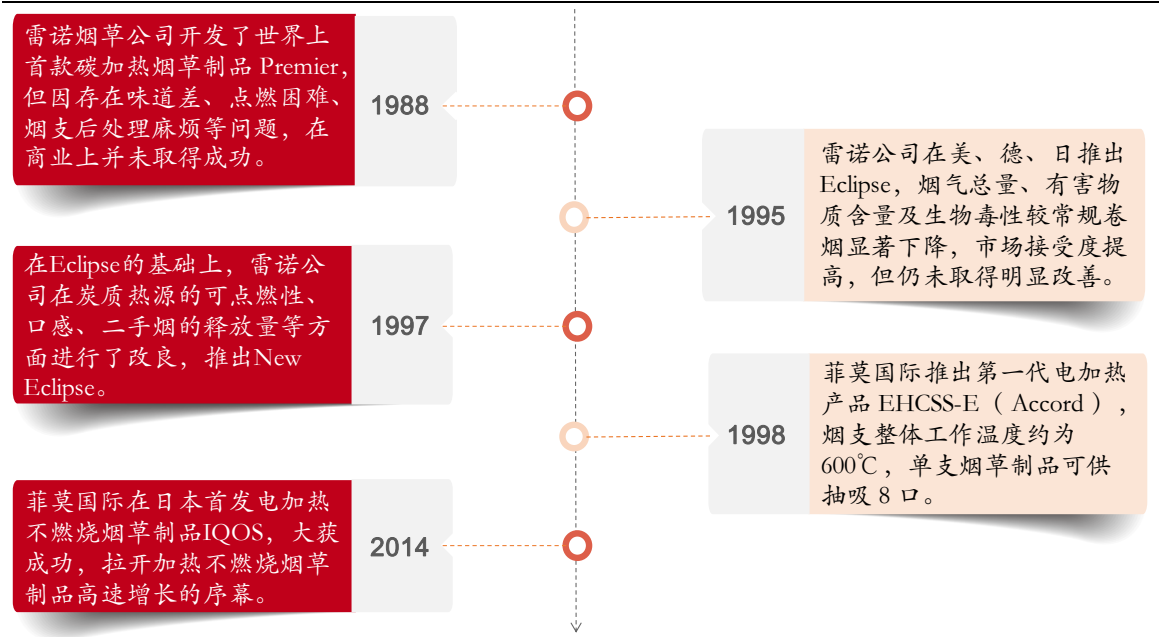
与此同时, 借助收购 JUUL, 奥驰亚在蒸汽式电子烟领域迈进了一大步。据奥驰亚预测, 未来 5 年, 美国电子烟销售复合增速将保持在 15%-20%, JUUL 将加速进行全球扩张, 2019 年国际客户预计贡献 23% 的销售额, 2023 年 JUUL 在美国的营收将与海外持平。

加热不燃烧烟草制品: 方兴未艾、大势所趋

加热不燃烧烟草制品是利用外部热源来加热烟草, 以产生烟草风味气体, 加热温度通常维持在 300°C 以下, 而非卷烟的 350°C-600°C 高温, 从而有效减少有害物质的产生。

全球首款加热不燃烧烟草制品由美国雷诺烟草公司于 1988 年推出, 采用碳加热的方式, 利用蒸发/冷凝原理产生烟气, 简化了烟气成分, 大幅度减少了环境烟气, 但因其存在味道差、点燃困难、烟支后处理麻烦等问题, 并未取得商业性成功; 1998 年, 菲莫国际推出首款电加热产品 EHCSS-E (Accord); 2014 年, 菲莫国际在日本首发电加热不燃烧烟草制品 IQOS, 仅一年多的时间便取得了日本烟草制品市场 4% 的份额, 拉开了全球加热不燃烧烟草制品高速增长的序幕。

图表 29. 加热不燃烧烟草制品发展历程一览

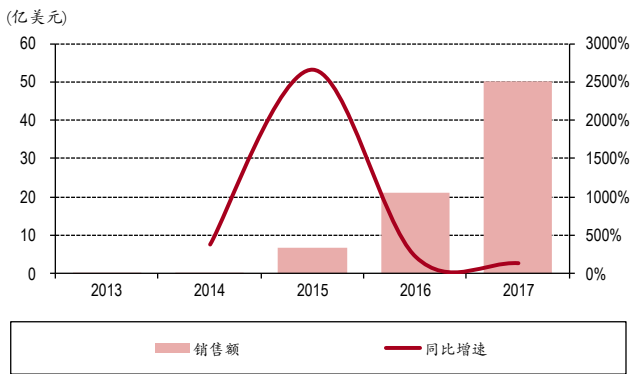


资料来源：烟草在线，中银国际证券

规模高速扩张，市场集中度高

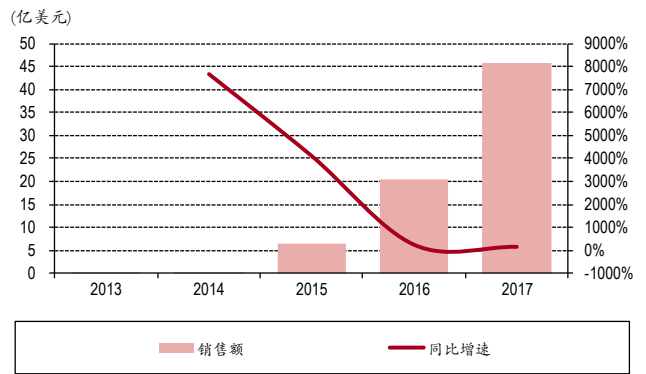
据欧睿国际数据显示，2013-2017 年，全球加热不燃烧烟草制品以 462.4% 的年复合增速增长至 50 亿美元，占比最大的日本市场更是表现亮眼，CAGR 达 1130%，全球的市占率从 2013 年的 4.0% 提升至 2017 年的 91.6%，位居第一。随后是德国、波兰、加拿大、英国，市占率分别为 2.3%、1.2%、0.9%、0.7%。

图表 30. 全球加热不燃烧烟草制品持续高增长



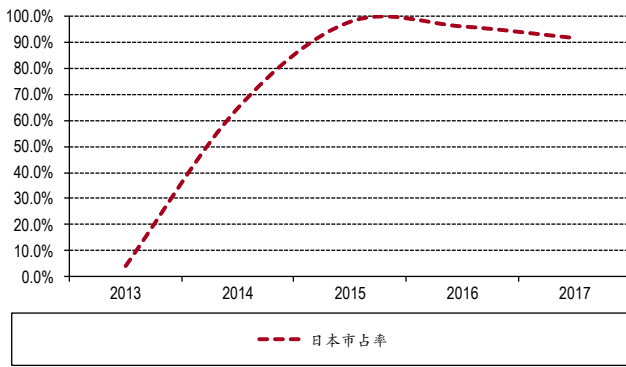
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 31. 日本加热不燃烧烟草制品持续高增长



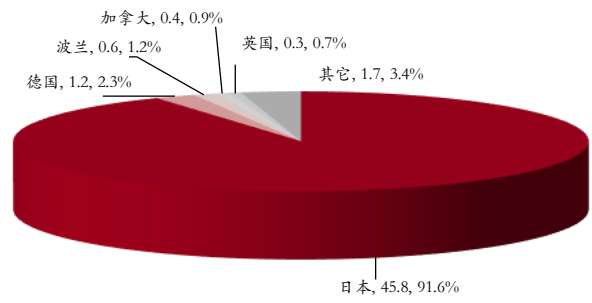
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 32. 日本加热不燃烧烟草制品销售额市占率高速提升



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 33. 2017 年日本加热不燃烧烟草占全球销售额 91.6%



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

行业先驱兼领头羊——IQOS

如今，全球加热不燃烧烟草制品市场的主流品牌有：菲莫国际的 IQOS、英美烟草的 Glo、日本烟草的 Ploom Tech、韩国 KT&G 的 Lil。

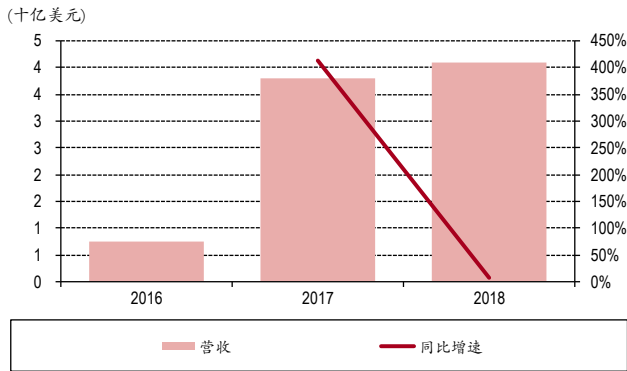
图表 34. 全球加热不燃烧烟草制品主要品牌一览

| 公司 | 品牌 | 产品简介 | 图示 |
|------------|------------|--|----|
| 菲莫国际 (PMI) | IQOS | 全球首款加热不燃烧烟草制品，2014 年在日本、意大利试点，大获成功，随后进入韩国、希腊、意大利、葡萄牙、罗马尼亚等国家。2017 年加热不燃烧烟草制品实现营收 36 亿美元，占公司总营收的 12.5%。 | |
| 日本烟草 (JT) | Ploom Tech | 2017 年 6 月在日本东京销售，随后入驻瑞士、加拿大，2018 年 6 月在日本全国范围内推广，进驻上千家烟草零售商店与上万家便利店。2018H1 实现烟弹销量 8 亿支，营收约 21 亿日元。 | |
| 英美烟草 (BAT) | Glo | 2016 年 12 月在日本上市，销售火爆供不应求，随后进入韩国、俄罗斯、罗马尼亚、加拿大、瑞士、意大利市场。 | |
| 韩国 KT&G | Lil | 2017 年 11 月在韩国上市，小巧轻便，方便管理和携带，售价低于 IQOS、Glo，以此争取市场份额。 | |

资料来源：搜狐新闻，中银国际证券

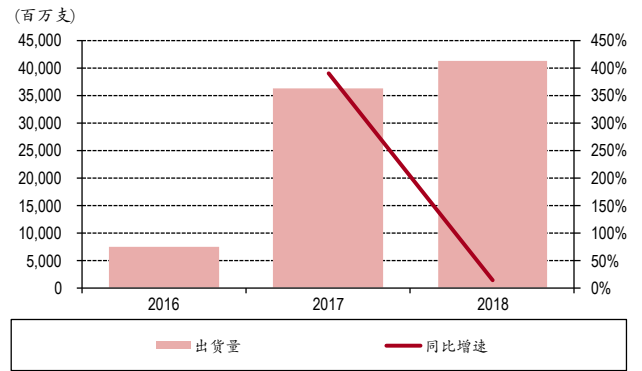
其中，菲莫国际 (PMI) 的 IQOS 作为全球首款加热不燃烧烟草制品，借助先发优势迅速占领市场。PMI 减害产品营收 2017 年同比增长 414% 至 38 亿美元，2018 年同比增长 14.2% 至 41 亿美元，加热不燃烧烟草制品出货量 2017 年同比增长 340% 至 362 亿支，2018 年同比增长 7.9% 至 414 亿支。

图表 35. 菲莫国际 RRP 的 (减害产品) 营收高增长



资料来源: PMI, 中银国际证券

图表 36. 菲莫国际加热不燃烧烟草制品销量高增长



资料来源: PMI, 中银国际证券

2018 年 IQOS 营收及出货量增速放缓主因其去库存与降价 (出厂均价同比下降 5.5%) 同步进行, 其实际终端市场销量为 443 亿支, 同比增长 93.4%。随着新一代产品 IQOS 3 及 IQOS 3 MULTI 的推出, 均价将有所提升, 此外根据 PMI 的展望, 对于获批进入美国市场表示乐观, 若获批 2019 年预计量价齐升, 因此 2019 年 IQOS 增速预计拐点向上。

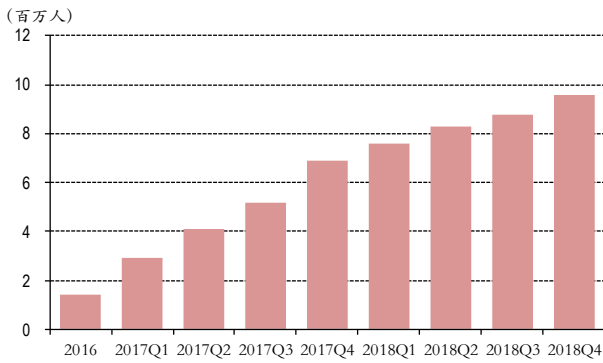
图表 37. IQOS 最新代产品



资料来源: 百度图片, 中银国际证券

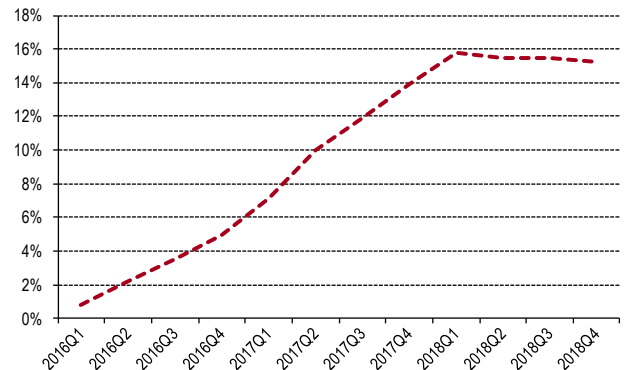
市场渗透率快速提升。截至 2018 年底, IQOS 在全年转化的用户数达 960 万人, 较 2016 年的 140 万人增长 586%。其中, 日本作为 IQOS 最大的市场, 2018Q4 其在日本的市占率为 15.2%, 全年预计为 15.5%, 较 2017 年提升 0.7 个百分点, 较 2016 年提升 12.6 个百分点。

图表 38. 2018 年底 IQOS 全球用户数达 960 万人



资料来源: PMI, 中银国际证券

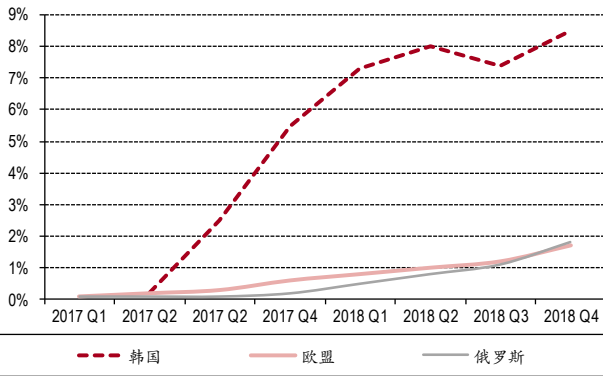
图表 39. 2018Q4 IQOS 在日本市场份额为 15.2%



资料来源: PMI, 中银国际证券

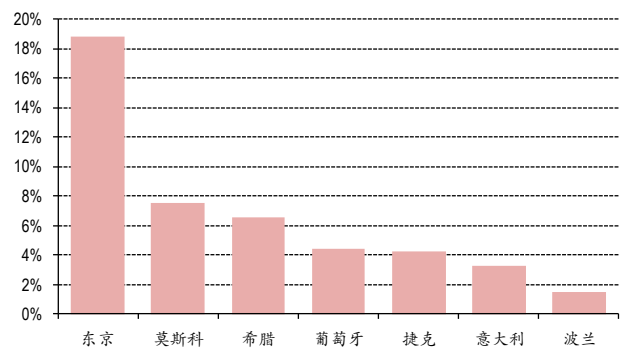
与此同时, IQOS 加速进行全球扩张, 截至 2018Q4, IQOS 在韩国、希腊、葡萄牙、意大利、欧盟的销量市占率分别为 8.5%、6.6%、4.4%、3.3%、1.7%。2018 年全年, 东亚与澳洲地区 RRP (减害产品) 贡献营收 25 亿美元, 占 RRP 总营收的 61.2%, 同比减少 27.2 百分点, 可见全球扩张步伐稳步进行。

图表 40. IQOS 在韩国销量市占率持续提升



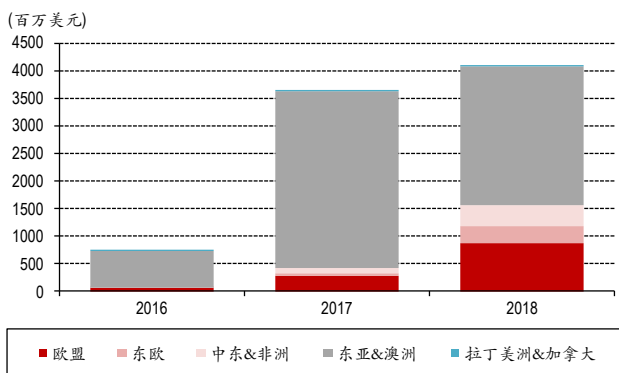
资料来源: PMI, 中银国际证券

图表 41. 2018Q4 IQOS 销量市占率一览



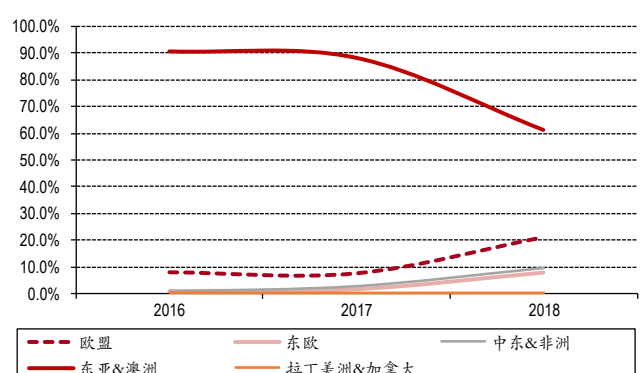
资料来源: PMI, 中银国际证券

图表 42. 菲莫国际 RRP 营收分布一览



资料来源: PMI, 中银国际证券

图表 43. 东亚与澳洲贡献 RRP 营收占比持续下滑



资料来源: PMI, 中银国际证券

美国市场开拓在望。虽然截至 2018 年, IQOS 已进入全球 44 个国家或地区, 但尚未进入美国市场。美国是全球最大的电子烟市场, 目前虽没有加热不燃烧烟草制品上市, 但有望成长为加热不燃烧烟草制品全球前三大市场之一。



为了更好地开拓美国市场, IQOS 于 2016 年 12 月向美国 FDA 提交了 MRTPA(烟草产品风险改进申请), 2017 年 3 月提交了 PMTA (烟草上市前申请)。若 IQOS 通过 PMTA, 则将获准在美国以“烟草产品”标签销售; 若通过 MRTPA, 则可在美国以“减害烟草制品”标签销售, 这将大幅提升 IQOS 的市场竞争力与 PMI 的市场影响力。

2019 年 2 月 11 日, IQOS MRTPA 审核的公众评论阶段关闭, FDA 进入最终审核, 审核结果大概率在今年上半年公布。与此同时, 美国 IQOS 销量被明确地纳入菲莫国际母公司奥驰亚集团发布的 2019 年业绩指引, 可见 PMI 对 IQOS 通过 FDA 审核的强烈信心。一旦 IQOS 通过 MRTPA, 以低风险烟草产品身份进入美国市场, 将迎来又一波高速扩张。

图表 44. IQOS 在美国 FDA 申请审批历程

| 时间 | 行为 |
|---------|--|
| 2016.12 | IQOS 向 FDA 提交“Modified Risk Tobacco Product Application” (MRTPA, 烟草产品风险改进申请)。 |
| 2017.3 | IQOS 向 FDA 提交“Premarket Tobacco Application” (PMTA, 烟草上市前申请)。 |
| 2017.5 | FDA 接受 IQOS 的 MRTPA 并提交实质性科学审查。 |
| 2017.6 | FAD 向社会公开征求审查意见。 |
| 2017.8 | FDA 完成 PMTA 初步审查, 并接受实质性审查申请。 FAD 将 IQOS 的 MRTPA 移交至 TPSAC (烟草产品科学咨询委员会), TPSAC 召开会议进行讨论, 最终认为: PMI 未能证明 IQOS 将降低烟草相关疾病的风险, 或减少因吸烟导致的年度死亡人数, 并反对声称使用 IQOS 比继续吸食可燃香烟更健康。 |
| 2018.1 | 但 TPSAC 只是咨询小组, 不会对 FAD 最终结论产生决定性作用。 |
| 2019.2 | IQOS MRTPA 审核的公众评论阶段关闭。 |

资料来源: PMI, 中银国际证券

我们对 IQOS 在美国市场的销售规模进行了测算。假设:

- 1、 IQOS 将于 2019 年年中获批进入美国市场;
- 2、 据柳叶刀数据显示, 2015 年美国吸烟人数约为 3760 万人, 假设 2016-2021 年, 美国吸烟人数每年同比减少 2%;
- 3、 据 PMI 数据显示, 2015-2018 年, 日本加热不燃烧烟草制品销量渗透率分别为 0.40%、6.20%、18.50%、22.70%, 设备保有率分别为 4.3%、14.0%、31.3%、45.6% 考虑到: ①2019 年 IQOS 的全球知名度与产品成熟度明显高于 2015 年, 更利于其市场开拓; ②有替代作用的电子烟在美国吸烟人群中的渗透率已超 30%, 具有较强竞争力; ③国内代购的存在使得日本海外销量占比较多, 我们假设 2019-2021 年 IQOS 在美国吸烟人群中的渗透率为 5.0%、15%、20%;

图表 45. 2019-2021 年美国 IQOS 销售规模测算

| | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|-------|-------|-------|
| 总吸烟人数 (百万人) | 34.68 | 33.99 | 33.31 |
| 美国 IQOS 烟民渗透率(%) | 5.00 | 15.00 | 20.00 |
| 美国 IQOS 用户数 (百万人) | 1.73 | 5.10 | 6.66 |
| 美国 IQOS 烟弹市占率(%) | 4.00 | 9.00 | 15.00 |
| 人均 IQOS 消费额 (美元/人) | 427 | 448 | 470 |
| IQOS 保有量 (百万台) | 1.91 | 6.63 | 9.33 |
| IQOS 销售量 (百万台) | 1.91 | 4.72 | 2.70 |
| IQOS 出货量 (万台) | 2.91 | 3.72 | 2.70 |

资料来源: 欧睿国际, 柳叶刀, PMI, 中银国际证券

测算结果显示, 如果 19 年能够进入美国市场销售, 2019-2021 年 IQOS 在美国预计实现出货量 291/372/270 万台, IQOS 相关产业链企业将直接受益。

新型烟草制品监管法规将加速完善

各国电子烟监管环境加速改善

新型烟草中，电子烟因起源相对较早，进入的市场更多，监管政策更为成熟。按照各国对电子烟的属性定位及是否禁止销售和使用的差异，可将电子烟的监管方式分为以下五类：视为烟草制品进行监管、视为医药产品进行监管、视为普通消费品进行监管、禁止销售、禁止销售和使用。

从下表可知，已出电子烟监管法规的国家或地区中，**将电子烟视为烟草制品进行监管，或者禁止含尼古丁电子烟销售的占大多数**。烟草消费大国中，中国与俄罗斯皆视其为普通消费品，并没有额外的监管法规，美国及部分欧盟国家将其视为烟草制品管制，印尼与日本则禁售含尼古丁的电子烟。

图表 46. 各国电子烟法律监管情况一览

| 监管措施分类 | 国家或地区 |
|------------------|--|
| 视为烟草制品 | 英国、德国、意大利、美国、波兰、法国、爱尔兰、西班牙、克罗地亚、荷兰、斯洛文尼亚、以色列、捷克共和国、保加利亚、芬兰、拉脱维亚、哥斯达黎加、韩国、秘鲁、塞尔维亚、摩洛哥、罗马尼亚、匈牙利、斯洛伐克、葡萄牙、奥地利 |
| 视为医药产品 | 丹麦、加拿大、瑞典、菲律宾、比利时、南非、智利、新西兰 |
| 视为普通消费品 | 俄罗斯、中国、巴基斯坦、乌克兰 |
| 禁止电子烟（含尼古丁）销售 | 埃及、澳大利亚、墨西哥、洪都拉斯、哥斯达黎加、巴拿马、哥伦比亚、巴西、阿根廷、乌拉圭、挪威、瑞士、土耳其、沙特阿拉伯、阿曼、泰国、乌干达、文莱、阿曼、卡塔尔、阿联酋、委内瑞拉、塞舌尔、瑞士、日本 |
| 禁止电子烟（含尼古丁）销售和使用 | 印度尼西亚、马来西亚、哥伦比亚、新加坡 |

资料来源：上海新型烟草制品研究院，欧睿国际，中银国际证券

将电子烟视作消费品进行管制的国家或地区所占人口比例最大，这主因中国这个人口大国的存在。

据我国《烟草专卖法》第二条规定：“烟草专卖品是指卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束、烟草专用机械”，未将含烟草成分的液态制品纳入管理范畴，因此，使用烟油的蒸汽电子烟游离在专卖体制之外，国家烟草专卖局也未出台电子烟相关法令或行业标准，致使市面上的电子烟仍处于无产品标准、无质量监管与无安全评价的“三无”状态，难以有效监管。

另据中国烟草学报数据显示，对于含烟碱类电子烟，将其归为消费品管制的国家或地区人口占比 27%，归为烟草制品的占比 10%，归为医药产品的占比 6%；对于不含烟碱类电子烟，将其归为消费品管制的占比 35%，归为烟草制品的占比 7%，归为医药产品的占比 0%，可见**烟碱含量是影响管制严格度的主要因素**。

图表 47. 全球电子烟管制情况一览

| 电子烟类型 | | 电子烟管制类型 | | | | 总计 | 未管制或未知 |
|-------|---------|---------|------|------|----|----|--------|
| | | 消费品 | 医药产品 | 烟草制品 | 其它 | | |
| 含烟碱 | 国家/地区 | 14 | 12 | 22 | 11 | 59 | 135 |
| | 人口占比(%) | 27 | 6 | 10 | 6 | 49 | 51 |
| 不含烟碱 | 国家/地区 | 23 | 0 | 18 | 12 | 53 | 141 |
| | 人口占比(%) | 35 | 0 | 7 | 2 | 44 | 56 |

资料来源：中国烟草学报，中银国际证券

各国对电子烟的管制措施主要集中在以下五个方面：

- 1) **生产管制**，如巴西、希腊、以色列、阿联酋、印度部分地方政府等命令禁止电子烟生产，马来西亚政府规定须注册登记后方可生产电子烟及烟油。
- 2) **销售管制**。①部分国家禁止所有类型电子烟销售，如巴西、希腊、新加坡；②部分国家限制含尼古丁电子烟销售，如比利时规定含尼古丁电子烟只能在获得医学许可后在药店销售，澳大利亚规定持有执照的烟草商才可售卖电子烟，马来西亚规定只有持照药剂师方可售卖含尼古丁电子烟；③部分国家限制电子烟最低购买年龄，如韩国定为19岁，美国、澳大利亚、英国、法国、意大利等国将底线定为18岁。
- 3) **使用管制**，如约旦、阿联酋禁止使用电子烟，韩国、比利时禁止在交通工具中使用电子烟，希腊禁止在公共场所和公共交通工具中使用电子烟。
- 4) **包装标示以及广告赞助管制**，如美国FDA规定电子烟广告需提示烟油成分及健康风险，包装须具有儿童安全防护性能，欧盟规定仅供18岁以下人群收看的媒体禁止电子烟宣传广告，爱尔兰规定电子烟生产商与销售商不得对其产品进行广告宣传或发表相关的健康或医疗声明。
- 5) **税收管制**。意大利作为欧盟第一个对电子烟征税的国家，2014年电子烟税率与卷烟一样，即每毫升烟油征税0.3743欧元，但近期意大利大幅降低电子烟税率，不含尼古丁的烟油征税4美分/ml，含尼古丁的烟油征税8美分/ml，相当于每毫升烟油减少了约40美分税收。韩国对电子烟征收特别健康税，含尼古丁的烟油征税\$1.65/ml；美国宾夕法尼亚州在2016年10月推出对电子烟（包括设备和烟油）批发价征税40%的新规，特拉华州2018年起对烟油征收5美分/ml税。

图表 48. 各国对电子烟的管制情况一览

| 管制措施 | 国家或地区 |
|--------------|---|
| 生产管制 | 巴西、智利、希腊、以色列、印度（卡纳塔卡邦、喀拉拉邦、马哈拉施特拉邦）、马来西亚、阿联酋、中国台湾地区等。 |
| 销售管制 | （1）禁止所有类型电子烟销售：阿根廷、巴林、巴西、文莱、柬埔寨、哥伦比亚、希腊、印度尼西亚、以色列、约旦、科威特、黎巴嫩、立陶宛、毛里求斯、墨西哥、尼加拉瓜、阿曼、巴拿马、卡塔尔、沙特阿拉伯、塞舌尔、新加坡、苏里南、泰国、土耳其、阿联酋、乌拉圭、委内瑞拉等。 （2）限制含尼古丁电子烟销售：奥地利、澳大利亚、比利时、加拿大、哥斯达黎加、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、斐济、法国、匈牙利、牙买加、日本、马来西亚、新西兰、挪威、菲律宾、葡萄牙、瑞典、瑞士、中国香港等。 （3）设定电子烟最低购买年龄：美国、澳大利亚、比利时、哥斯达黎加、捷克、厄瓜多尔、英国、斐济、法国、洪都拉斯、意大利、韩国、马来西亚、马耳他、新西兰、挪威、斯洛文尼亚、西班牙、多哥、越南等。 |
| 使用管制 | 奥地利、澳大利亚、巴林、比利时、文莱、柬埔寨、哥伦比亚、哥斯达黎加、克罗地亚、厄瓜多尔、斐济、希腊、洪都拉斯、约旦、韩国、马耳他、尼泊尔、尼加拉瓜、巴拿马、菲律宾、泰国、土耳其、阿联酋、文莱、斯洛文尼亚、西班牙、多哥、乌克兰、越南、威尔士等。 其中，明令公共交通工具中禁止使用电子烟的国家为：巴林、比利时、哥伦比亚、厄瓜多尔、斐济、希腊、洪都拉斯、韩国、马耳他、尼泊尔、尼加拉瓜、巴拿马、斯洛文尼亚、西班牙、多哥、土耳其、乌克兰、越南。 |
| 包装标示以及广告赞助管制 | 美国、阿根廷、澳大利亚、奥地利、巴林、比利时、巴西、加拿大、哥伦比亚、哥斯达黎加、克罗地亚、捷克、丹麦、厄瓜多尔、英国、爱沙尼亚、斐济、芬兰、法国、希腊、洪都拉斯、匈牙利、爱尔兰、日本、约旦、韩国、科威特、马耳他、墨西哥、荷兰、新西兰、尼泊尔、挪威、阿曼、巴拿马、葡萄牙、卡塔尔、沙特阿拉伯、塞舌尔、斯洛文尼亚、西班牙、多哥、土耳其、阿联酋、委内瑞拉、越南、乌拉圭等。 |
| 税收管制 | 美国（阿拉巴马州、亚利桑那州、阿肯萨斯州、夏威夷州、印第安纳州、堪萨斯州、肯塔基州、路易斯安那州、缅因州、马萨诸塞州、明尼苏达州、蒙塔纳州、内华达州、新罕布什尔州、新泽西州、新墨西哥州、北卡罗来纳州、俄亥俄州、俄勒冈州、罗德岛州、佛蒙特州、弗吉尼亚州、华盛顿州、华盛顿特区、宾夕法尼亚州、加利福尼亚州等）、英国、意大利、韩国、葡萄牙、多哥等。 |

资料来源：世界卫生组织，欧睿国际，中银国际证券

以电子烟最大的市场美国为例，2016年，美国FDA将电子烟纳入监管，要求在美国上市的电子烟生产商必须提交烟草上市前申请（PMTA），申请材料包括相应产品的成分清单、一份对公众健康影响的代表性研究成果等。



据无烟替代品协会 (SFATA) 测算, 单位新品的 PMTA 申请成本不低于 200 万美元, 而不同尼古丁含量、不同口味的电子烟都被视为单位新品, 需单独提交 PMTA, 进一步加大企业申报成本, 提高了市场准入门槛, 减少了新进入者, 利好行业龙头巩固地位的同时, 规范了行业发展。

总的来说, 未来各国对电子烟的管制将会愈发规范与全面, 行业整顿过后, 新进入者门槛拔高, 已进入者洗牌加速, 有助于行业长远健康发展。

全球加热不燃烧烟草制品管制已开始起步

加热不燃烧烟草制品起步相对较晚, 进入市场较少, 各国政府监管法规仍有待完善。因其烟弹成分包含烟草, 部分国家将其当做烟草制品进行监管, 如日本, 部分国家禁止其上市销售, 如澳大利亚。

以具代表性的日本、美国、中国烟草市场为例。日本并没有设立专门的加热不燃烧烟草制品监管法规, 而是将其视作烟斗丝进行监管; 美国要求加热不燃烧烟草制品必须通过 FDA 的 PMTA (烟草上市前申请) 方可上市销售, 且须受《联邦食品、药品与化妆品法》的严格监管; 中国烟草专卖局于 2017 年 5 月发布的《关于加强烟草专卖市场监管工作的通知》指出: 加热不燃烧卷烟本身就是烟草制品, 没有改变烟草的本质属性, 应依法纳入监管范围。目前加热不燃烧烟草制品禁止在国内销售。

据世界卫生组织数据显示, 截至 2017 年 9 月, 加热不燃烧烟草制品已在近四十个国家上市或计划上市, 包括日本、韩国、澳大利亚、比利时、加拿大、法国、德国、以色列、新西兰、瑞典、丹麦等。另据 PMI 年报显示, 截至 2018 年, IQOS 已进入全球 44 个主要市场, 包括欧盟、日本、韩国、希腊、罗马尼亚、乌克兰和塞尔维亚、葡萄牙、俄罗斯、意大利、西班牙、德国、瑞士、阿根廷、土耳其等。随着加热不燃烧烟草制品持续发展, 未来其监管法规将日益完善, 开放市场也将日益增多, 潜在市场放量可期。

图表 49. 各国对加热不燃烧烟草制品的管制情况一览

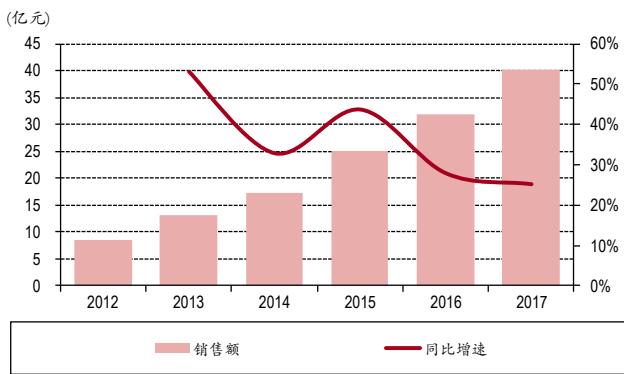
| 管制措施 | 国家或地区 |
|-----------|--|
| 已在销售或计划上市 | 奥地利、比利时、加拿大、哥伦比亚、捷克、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、以色列、意大利、日本、哈萨克斯坦、立陶宛、卢森堡、摩纳哥、荷兰、新西兰、挪威、波兰、葡萄牙、韩国、罗马尼亚、俄罗斯联邦、塞尔维亚、南非、西班牙、瑞典、瑞士、乌克兰、英国和美国等。 |
| 禁止销售 | 澳大利亚、中国等。 |

资料来源: 世界卫生组织, 中银国际证券

我国新型烟草制品前景广阔

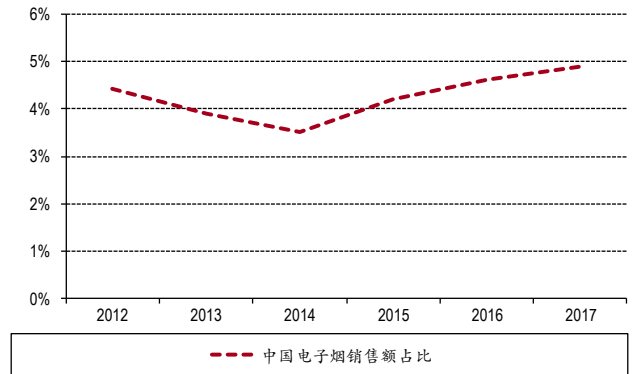
中国是电子烟生产大国，企业集中在深圳等地，也是电子雾化器先驱“如烟”的发明国，但消费方面尚未打开，新型烟草制品在我国渗透率较低，发展较为缓慢。据欧睿国际数据显示，2012-2017年，中国电子烟销售额由8.5亿元增至40.1亿元，CAGR为36.3%，占全球电子烟销售额的4.9%，较2012年提升0.5个百分点。究其原因，一方面电子烟味道偏淡，不符合偏好味道浓烈的烤烟的中国烟民口味，另一方面，作为发展趋势的加热不燃烧烟草，在国内属于烟草制品，根据烟草专卖法归属烟草总局监管，因其与卷烟的替代关系，烟草监管部门对于国内放开态度相对谨慎，所以在中烟公司新型烟草制品的技术、渠道等筹备好之前，加热不燃烧烟草制品难以完全放量。

图表 50. 中国电子烟销售额持续高增长



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

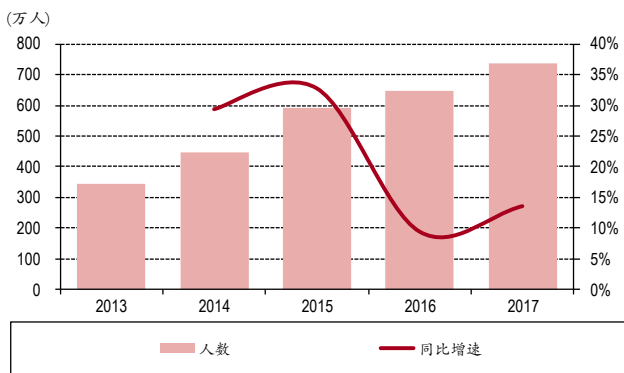
图表 51. 2017 年中国电子烟销售额占全球份额的 4.9%



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

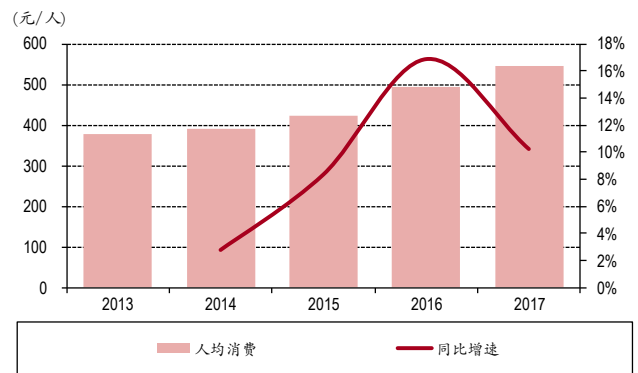
电子烟不含烟丝，尚不明确归属烟草总局管理，监管缺乏下呈现百花齐放趋势。2013-2017年，中国电子烟消费人数由345万人增至737万人，CAGR为20.9%，接近电子烟消费大国美国2014年的消费人数（916万人）；人均消费额由379元增至544元，CAGR为9.4%，离美国2016年的367美元/人仍有一定差距。

图表 52. 中国电子烟消费人数持续增长



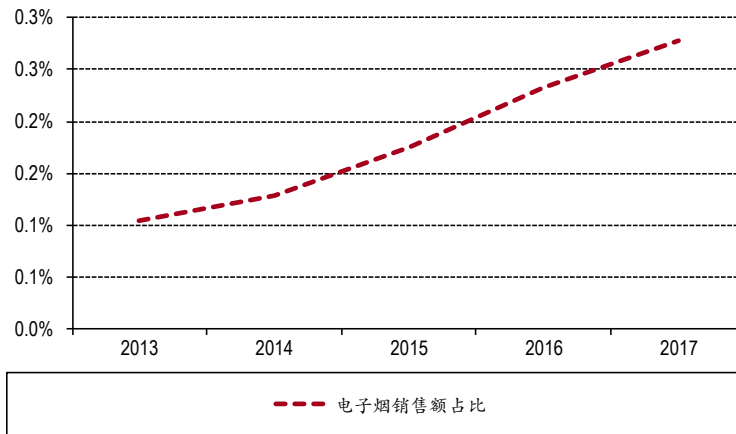
资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 53. 中国电子烟人均消费额持续攀升



资料来源：欧睿国际，中银国际证券

图表 54.2017 年我国电子烟销售额占烟草总销售额的 0.28%



资料来源：欧睿国际，烟草在线，中银国际证券

在销售渗透率上，2017 年我国电子烟销售额占烟草总销售额的 0.28%，较 2013 年提升 0.18 个百分点，低于世界卫生组织统计的全球 2.26% 的渗透率；在吸烟人群渗透率上，根据中国疾病预防控制中心发布的《2015 中国成人烟草调查报告》数据显示，2015 年我国 15 岁及以上成人吸烟人数为 3.16 亿，电子烟消费人数为 591 万人（欧睿国际数据），占比 1.87%。

因电子烟售价并不比传统卷烟低，从我国电子烟消费人群占比远大于消费额占比可知，许多消费者属于尝新人群或半转化状态，暂未完全摒弃燃烧卷烟选择电子烟，我国电子烟市场潜力巨大。

对此，我们围绕中国电子烟销售规模进行了测算，假设：

- 1、2019-2021 年中国 15 岁以上人口数增速分别为 0.32%、0.30%、0.28%；
- 2、《“健康中国 2030”规划纲要》提出：到 2030 年，我国 15 岁以上人群吸烟率要降低到 20%。假设目标完成，则 2016-2030 年，我国 15 岁以上人口吸烟率 CAGR 为-2.2%；
- 3、2018-2021 年，我国电子烟消费者人数占烟民总数分别同比提升 0.45%、0.65%、1.00%、1.40%；
- 4、2018-2021 年，我国电子烟人均消费额分别同比增长 15.00%、20.00%、22.00%、25.00%。

图表 55. 2018-2021 年我国电子烟销售规模测算

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 15 岁以上人口 (万人) | 113,296 | 113,833 | 114,289 | 114,678 | 115,045 | 115,390 | 115,713 |
| YoY(%) | 0.42 | 0.47 | 0.40 | 0.34 | 0.32 | 0.30 | 0.28 |
| 15 岁以上人口吸烟率 | 27.8 | 27.2 | 26.6 | 26.1 | 25.5 | 24.9 | 24.4 |
| 总烟民数 (万人) | 31,550 | 31,008 | 30,452 | 29,889 | 29,330 | 28,776 | 28,227 |
| 电子烟民占比(%) | 1.9 | 2.1 | 2.4 | 2.9 | 3.5 | 4.5 | 5.9 |
| 电子烟人数 (万人) | 592 | 648 | 737 | 857 | 1,032 | 1,300 | 1,671 |
| YoY(%) | 32.8 | 9.5 | 13.6 | 16.4 | 20.4 | 26.0 | 28.5 |
| 电子烟人均消费额 (元/人) | 422 | 494 | 544 | 626 | 751 | 916 | 1,145 |
| YoY(%) | 8.4 | 16.9 | 10.2 | 15.0 | 20.0 | 22.0 | 25.0 |
| 电子烟销售额(亿元) | 25 | 32 | 40 | 54 | 78 | 119 | 191 |
| YoY(%) | 43.8 | 28.0 | 25.3 | 33.9 | 44.4 | 53.7 | 60.6 |

资料来源：欧睿国际，国家统计局，中银国际证券（注：红色为假设数据）

经测算得知，2018-2021 年，我国电子烟销售额预计分别达 54 亿元、78 亿元、119 亿元、191 亿元，同比增长 33.9%、44.4%、53.7%、60.6%，消费人群数量占总烟民的比例分别提升至 2.9%、3.5%、4.5%、5.9%。

技术储备日益丰富

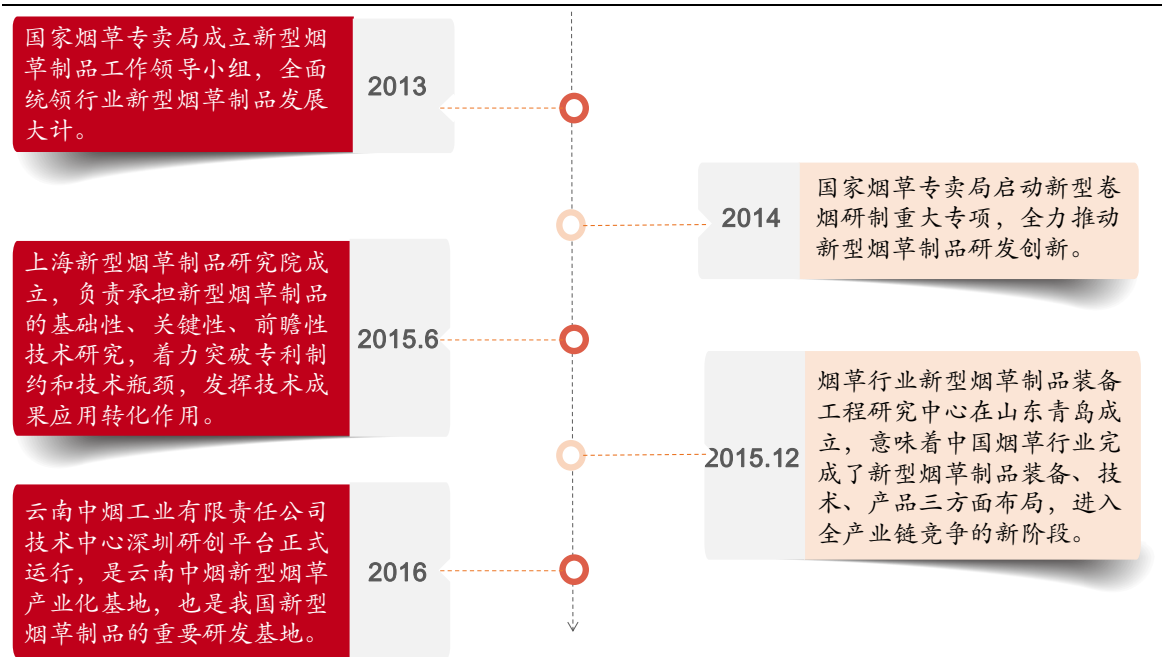
我国烟草专卖局从2013年起就开始布局新型烟草制品，当年成立了新型烟草制品工作领导小组，全面统领行业新型烟草制品发展大计，次年启动新型卷烟研制重大专项，全力推动新型烟草制品研发创新。

2015年6月6日，上海新型烟草制品研究院正式成立，其隶属中国烟草总公司，依托上烟集团组建，负责承担新型烟草制品的基础性、关键性、前瞻性技术研究，着力突破专利制约和技术瓶颈，发挥技术成果应用转化的“孵化器”作用。

2015年12月11日，烟草行业新型烟草制品装备工程研究中心在山东青岛成立，由国家局依托山东中烟颐中集团组建，意味着中国烟草行业完成了新型烟草制品装备、技术、产品三方面布局，进入全产业链竞争的新阶段。

随后，云南中烟成立新型烟草产业化基地——云南中烟技术中心深圳研创平台，在此期间，湖南中烟、广东中烟、湖北中烟等中烟公司及民营企业也先后组建了新型烟草制品研究所，最终形成以上海新型烟草制品研究院为主导，以行业新型烟草制品装备工程研究中心和云南中烟深圳研创平台为两翼，以各中烟公司及民间企业新型烟草制品研究所为支撑的“一主两翼一支撑”的组织架构。

图表 56.我国新型烟草制品组织架构组建历程



资料来源：烟草在线，中银国际证券

随着研发架构搭建完成，投入加大，我国新型烟草行业屡屡取得技术突破。据国家烟草专卖局数据显示，截至2016年，我国在新型烟草制品研究领域的公开/公告专利累计1300余件，授权专利超700件，其中发明专利超200件，与2014年行业启动实施新型烟草制品研制重大专项时比，分别增长14倍、20倍、7倍，进步显著。

电子烟因发展较早，技术成果更为丰硕。据我们在国家知识产权专利网上统计，截至2019年3月，在电子烟相关专利申请人中，吉瑞科技、合元科技、派腾电子分别以706项、572项、517项授权专利位列前三，中烟集团中，湖南中烟、云南中烟表现出色，授权专利数分别为360项、316项。



图表 57. 截至 2019 年 3 月我国电子烟专利情况一览

| 申请人 | 发明新型专利 | 实用新型专利 | 外观设计专利 | 合计 |
|-----------|--------------|--------------|------------|--------------|
| 吉瑞科技 | 231 | 366 | 109 | 706 |
| 合元科技 | 98 | 405 | 69 | 572 |
| 派腾电子 | 70 | 289 | 158 | 517 |
| 卓尔悦 | 160 | 208 | 117 | 485 |
| 麦克韦尔 | 150 | 121 | 120 | 391 |
| 湖南中烟 | 104 | 247 | 9 | 360 |
| 艾维普思 | 10 | 210 | 116 | 336 |
| 云南中烟 | 205 | 88 | 23 | 316 |
| 上海烟草 | 34 | 40 | 24 | 98 |
| 劲嘉集团 | 20 | 20 | 1 | 41 |
| 川渝中烟 | 36 | 4 | 0 | 40 |
| 安徽中烟 | 22 | 5 | 1 | 28 |
| 贵州中烟 | 26 | 0 | 0 | 26 |
| 重庆中烟 | 14 | 7 | 0 | 21 |
| 四川中烟 | 16 | 1 | 0 | 17 |
| 广东中烟 | 9 | 7 | 0 | 16 |
| 华玉科技 | 4 | 6 | 0 | 10 |
| 雾芯科技 | 3 | 1 | 4 | 8 |
| 合计 | 1,212 | 2,025 | 751 | 3,988 |

资料来源：国家知识产权局，中银国际证券

加热不燃烧烟草制品起步晚，且受中国烟草专卖局管制，民营企业可参与部分有限，因此专利申请人几乎都是中烟集团下辖公司，授权专利数也远小于电子烟。截至 2019 年 3 月，云南中烟、上海烟草、川渝中烟分别以 86 项、33 项、27 项授权专利数位列前三。其中，云南中烟研发领先，是中国加热不燃烧烟草行业的领头羊，但相较全球龙头企业菲莫国际，仍有较大差距，还有很大拓展空间。

图表 58. 截至 2019 年 3 月我国加热不燃烧烟草制品专利情况一览

| 申请人 | 发明新型专利 | 实用新型专利 | 外观设计专利 | 合计 |
|-----------|------------|-----------|----------|------------|
| 云南中烟 | 66 | 19 | 1 | 86 |
| 上海烟草 | 21 | 10 | 2 | 33 |
| 川渝中烟 | 16 | 11 | 0 | 27 |
| 重庆中烟 | 24 | 0 | 0 | 24 |
| 湖南中烟 | 13 | 5 | 0 | 18 |
| 四川中烟 | 10 | 0 | 0 | 10 |
| 安徽中烟 | 7 | 2 | 0 | 9 |
| 广东中烟 | 7 | 1 | 0 | 8 |
| 贵州中烟 | 6 | 0 | 0 | 6 |
| 劲嘉集团 | 4 | 0 | 0 | 4 |
| 吉瑞科技 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 合计 | 175 | 48 | 3 | 226 |

资料来源：国家知识产权局，中银国际证券

图表 59. 2007-2016 年国外烟草企业新型烟草制品专利申请情况一览

| 申请人 | 加热不燃烧烟草制品 | 电子烟 | 口含烟 | 合计 |
|----------|-----------|-----|-----|-------|
| 菲莫国际 | 517 | 344 | 279 | 1,140 |
| 雷诺烟草 | 70 | 74 | 192 | 336 |
| 日本烟草 | 155 | 28 | 63 | 246 |
| 英美烟草 | 119 | 22 | 63 | 204 |
| 美国无烟烟草公司 | 1 | 0 | 63 | 64 |

资料来源：中国烟草学报，中银国际证券（注：以专利申请书上的申请人为准，不考虑公司兼并情况）

储备产品整装待发

发展至今，我国已成功上市一系列新型烟草产品，其中，电子烟因不属于烟草专卖范畴，参与的民营企业较多，市场呈百花齐放状态；加热不燃烧烟草制品因归烟草专卖局管制，各中烟公司成主要玩家，民营企业部分专注出口，部分选择与中烟公司合作，进入新型烟草制品上下游产业链。

电子烟品牌百花齐放

深圳是我国电子烟企业集中地，基本已形成从原材料、研发、生产、销售、出口的完整产业链，已有企业超百家，其中，表现较为突出的民营企业有：麦克韦尔、艾维普斯、龙舞事业、雾芯科技等。此外，部分中烟公司也已成功上市电子烟产品，如云南中烟的华聿电子烟、重庆中烟的“Tianzi”超细支连体电子烟。

图表 60. 我国主要电子烟企业一览

| 公司 | 简介 | 图示 |
|-------------|--|---|
| 民营企业 | | |
| 麦克韦尔 | 成立于 2009 年，2015 年 12 月在新三板挂牌，主营电子烟的研发、生产和销售，拥有 ODM 和自有品牌 APV（自有品牌为 Smoore 和 Vapresso）两大业务板块，与美国前十烟草品牌中的 6 个建立了合作关系，是全球最大的电子雾化设备研发、生产企业之一。2018 年公司实现营收 34 亿元，同比增长 119%，归母净利润 7.8 亿元，同比增长 257%。 |  |
| 艾维普斯 | 成立于 2010 年，2015 年在新三板挂牌，2017 年退市，是一家集研发、生产、销售、服务为一体的专业电子烟生产商及品牌营运商，产品远销世界各地，以美国、英国、法国等发达国家为主要目标市场，SMOK 及 KOOPOR 等均是旗下蒸汽产品品牌，其自主研发的电子烟智能管理及社交平台 SmartBEC 已有用户 6 万多人，明年即将改版的 SmartBEC 将引进更多社交与信息交流功能，致力打造成为电子烟行业知名垂直社区。2016 年公司营收 8 亿元，同比增长 200%，归母净利润 1.7 亿元，同比增长 272%。 |  |
| 龙舞实业 | 成立于 2017 年 12 月，旗下拥有电子烟品牌 Gippro 龙舞，主要为吸烟人群提供 SW-1 新型雾化系列（蒸汽+烟弹型电子烟）、SW-2 加热不燃烧式电子烟、SW-4 吸入式能量棒系列等产品，已在京东、苏宁等各大线上、线下渠道销售。 |  |
| 雾芯科技 | 成立于 2018 年，拥有电子烟自主品牌 RELX 悦刻，创始人团队来自 OPPO、华为、中科院、欧莱雅、宝洁、优步。2018 年 6 月完成 3800 万元天使轮融资，2018 年 12 月完成 B 轮融资。 |  |
| 中烟公司 | | |
| 云南中烟 | 拥有云南中烟技术中心深圳研创平台及深圳市华玉科技发展有限公司，已成功推出云南中烟技术中心自主组装的一次性电子烟“华聿”、拥有自主知识产权及品牌所有权的 MW 品牌系列（已进入日本有税市场销售）。 |  |
| 重庆中烟 | 已上市“Tianzi”超细支连体电子烟，即抽即吸、自动咪头、抽吸口数大于 80 口，解决了小直径电芯及咪头控制等技术难题。 |  |
| 湖南中烟 | 与深圳湘元科技（湖南中烟控股）合作，2014 年年底至 2015 年年初曾通过第三方渠道，在美国市场尝试投放了两款加热不燃烧烟草制品 F1、F2，2016 年推出超声雾化电子烟（U-sonicig），2017 年 12 月实现小范围出口。 |  |

资料来源：搜狐新闻，中银国际证券



加热不燃烧烟草制品开始试水

不同于电子烟因监管处于“三无”状态而百花齐放，加热不燃烧烟被定位为烟草制品，归烟草专卖局统筹，因此，国内的主要市场参与者仍是各大中烟公司。

迄今为止，我国已有四川中烟、云南中烟、广东中烟、湖北中烟成功推出加热不燃烧烟草制品，部分产品已成功在海外上市，如四川中烟的“功夫-宽窄”、广东中烟的MU+、ING系列。

图表 61. 我国中烟公司推出的新型烟草制品一览

| 时间 | 企业 | 产品 | 简介 | 图示 |
|------|------|----------------------|--|---|
| 2017 | 四川中烟 | “功夫-宽窄”加热不燃烧烟 | 在韩国上市，成为中国第一款在海外上市的加热不燃烧烟品牌。 |  |
| 2017 | 云南中烟 | 低温加热不燃烧卷烟 MC 系列 | 由云南中烟技术中心自主研发，烟支部分由红塔集团生产，烟具由下属公司华玉出品。 |  |
| 2018 | 云南中烟 | 加热不燃烧新型卷烟烟具 Webacco | 与华玉合作推出，目前目标市场主要集中在柬埔寨，乌克兰、俄罗斯、日本和加拿大等国家。 |  |
| 2018 | 广东中烟 | 加热不燃烧品牌 MU+、ING 系列产品 | 首发市场在老挝，产品包括两款加热器具，以及中式陈皮和薄荷口味卷烟。 |  |
| 2018 | 湖北中烟 | 加热不燃烧烟具 MOK、烟弹 COO | 具有完全自主研发能力和知识产权，有中式烤烟、国际型、薄荷清凉三种口味。 |  |
| 2018 | 安徽中烟 | 磁粒均热新品类 “Toop/巛” | 2018 年 10 月发布，采用磁粒均热技术，即利用利用磁感交流变频原理引发粒子碰撞发热，实现非接触式能量递送，递送能量均匀、稳定的特点和优势。 |  |

资料来源：搜狐新闻，中银国际证券

资本运作密集，监管规范临近

资本运作密集

得益于 IQOS、JUUL 等新型烟草制品企业的高速增长，我国相关产业链也步入了投资风口，近两年投融资频率直线上升，其中，因同属电子设备，小米、酷派、鼎智集团、锤子科技等手机厂商也开始跨领域布局，方式包括众筹、生态链企业运作、多方合作、独立运营等。除此之外，医药龙头广药白云山、照明与充电设备龙头奈特科尔也因看好其未来发展潜力，纷纷跨界进入电子烟领域。

图表 62. 企业跨界进入新型烟草领域一览

| 行业 | 公司 | 简介 |
|-------|--------------|--|
| 手机 | 小米 | 2017年12月,小米众筹平台推出A&D健康每日吸能量棒,包含四种口味,提供胶原蛋白、维生素等成分,不含尼古丁和焦油 2018年8月,小米生态链企业米物科技(成立于2015年,专注PC外设和效率工具领域产品)联合南桥前海创新基金、劲嘉集团成立嘉物科技,布局新型烟草。 |
| | 酷派 | 2018年5月与源格林(成立于2012年,属中国香料香精旗下控股子公司)签订战略合作协议,将合作推出一款COOL系列电子烟产品,采用国际领先的烤烟技术。 |
| | 鼎智集团 | 是一家生产移动终端为主的高科技集团企业,产品有智能手机、平板电脑、POS机等。2018年12月宣布正式进军电子烟行业,推出CONG悟空加热不燃烧烟。 |
| | 锤子科技 | 投资快如科技(成立于2018年5月),2019年1月发布电子烟新品FLOW福禄。 |
| 照明、充电 | 奈特科尔 | 2016年6月推出跨界首创电子烟调压盒“PRO BOX Q50”。 |
| 医药 | 广药白云山 潘高寿 | 与星呼吸合作,2018年11月推出联手打造的星呼吸本草精华雾化器,是一种无油烟非加热型“电子烟”,不含尼古丁、焦油、一氧化碳。 |

资料来源: 搜狐新闻, 中银国际证券

电子烟企业如雨后春笋般出现,众多投资机构看好其发展前景,近两年开始频频出手布局,其中包括IDG资本、凯捷资本、红杉资本等明星投资机构。

图表 63. 我国电子烟企业融资情况一览

| 公司 | 融资时间 | 融资轮次 | 融资规模 | 投资机构 | 公司简介 |
|----------|------------|--------|--------|----------------------|--|
| 蓝白电子烟 | 2015/9/1 | 天使轮 | 4000万元 | 聚心资本 | 2015年6月在上海成立,其电子烟采用食品级、医用级原料,将烟草增香技术移植到电子烟。 |
| 精益科技 | 2016/11/1 | 天使轮 | — | 博派资本 | 2016年7月在深圳成立,2018年11月在英国伯明翰国际电子烟展会发布了电子烟新品EVOVE(亿雾)。 |
| | 2018/11/21 | Pre-A轮 | 2000万元 | 动域资本 | |
| 智胜致能 | 2017/3/1 | 种子轮 | 500万元 | 个人投资者 | 2017年1月在深圳成立,已研发出蓝兽、兰博精灵、共享盒子、风暴及CBD扁烟等一体式电子烟,其中蓝兽已经上市售卖,其他电子烟也已在开模阶段。 |
| | 2017/12/22 | Pre-A轮 | 3000万元 | 个人投资者 | |
| 山岚科技 | 2017/9 | 天使轮 | 800万元 | 英诺天使、IDG资本 | 2016年8月在深圳成立,2017年推出电子烟产品,在自然销售的情况下,15天内,用户量破千,年营收2700万。 |
| | 2017/12/1 | 种子轮 | — | 凯捷资本 | 2017年12月在深圳成立,已推出三类产品:①SW-1新型雾化系列,主打无焦油、无燃烧、无尼古丁;②SW-2加热不燃烧式电子烟,对标IQOS;③SW-4吸入式能量棒系列,完全脱离了“烟草”,主打食品健康理念。 |
| Gipro 龙舞 | 2018/7/19 | 天使轮 | 数千万人民币 | 同创伟业 | 2007年成立于深圳,2017年4月,第一代加热不燃烧设备正式向海外出口,旗下拥有Kamry、KeCig、GXG等多个电子烟品牌,产品热销于欧美、日本、韩国及东南亚市场。 |
| 烟神科技 | 2018年初 | A轮 | (估值数亿) | — | 团队来自华为、ALBABA、小米,在国内推出第一代产品后,2019年将在中、欧、美、日等市场分别推出第二、三代新产品。 |
| 巨力电子烟 | 2018/8 | 天使轮 | 800万美金 | 融创资本 | |
| RELX 悦刻 | 2018/6/25 | 天使轮 | 3800万元 | 源码资本、IDG资本 | 2018年1月于深圳成立,同年推出RELX悦刻电子烟。 |
| | 2018/12/1 | B轮 | — | 源码资本、IDG资本、红杉资本、山行资本 | |
| 意博电子 | 2018/7/19 | 战略融资 | 7000万元 | 意华股份 | 2013年成立于东莞,主营手机、移动终端设备、智能家居、安防设备、电动工具等电子产品的充电器和适配器。 |
| 爱卓依 | 2018/8/27 | A轮 | 3亿元 | — | 2013年3月在深圳成立,旗下爱卓IJOY电子烟2014年在中国、美国一经推出,受到消费评价都很好 |

资料来源: 搜狐新闻, 中银国际证券

续 图表 64. 我国电子烟企业融资情况一览

| 公司 | 融资时间 | 融资轮次 | 融资规模 | 投资机构 | 公司简介 |
|-----------|-----------|---------|----------|-----------|---|
| iv 艾威 | 2018/10/1 | 战略融资 | 数千万元 | —— | 成立于 2018 年 10 月，次年 1 月 28 日，一款雾化换弹小烟——iv 艾威电子烟在历经两年研发后，在京东、酒仙网等平台正式首发。 |
| 雷炎科技 | 2018/12/1 | Pre-A 轮 | 1000 万美元 | 真格基金 | 2018 年 11 月于深圳成立，同年 12 月底在京东推出 MOTI 电子烟，十几天内从第 500 多名一路攀升到第二名。 |
| 烟蛙科技 | 2018 年 | 种子轮 | 350 万元 | —— | 2018 年 04 月于深圳成立，同年 8 月 QQQ honor 首次上线京东众筹。 |
| Wei 鲸鱼轻烟 | 2019/1/17 | Pre-A 轮 | 上千万元 | —— | 2019 年 1 月于浙江成立，已推出两款产品：换弹轻烟（烟杆可充电重复使用）、即抛轻烟（类似一次性香烟）。 |
| 前海龙兴科技 | 2019/1/5 | 战略融资 | 5000 万元 | 钱屋株式会社 | 成立于 2018 年 5 月，其下属品牌 BTM 贝爷旗下第一款产品贝爷 Betterman X1 于 2018 年 10 月 24 日上线众筹平台，30 天众筹金额破百万。 |
| 益爽 Yistar | 2019/2/27 | 天使轮 | 上千万元 | 梅花创投、聚为集团 | 2018 年 3 月成立于深圳，18 年底电子烟新品在京东众筹登场。 |

资料来源：搜狐新闻，中银国际证券

监管规范临近

近年新型烟草鼓励政策频现。2018 年 1 月 16 日召开的全国烟草工作会议指出：要扎实推动新型烟草制品依法监管的准备、产品研发的准备、政策措施的准备，密切关注烟草市场新动向，大力支持雪茄烟加快发展，积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧烟草制品等新型产品。同年 5 月，《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》强调要推进新型烟草制品监管的政策法规研究、全产业链创新发展及产品国际拓展。

就电子烟而言，**近年国家与地方政府积极组建电子烟协会，完善电子烟监管法规。**2017 年 1 月，中国电子商会（直属工信部）电子烟行业委员会在深圳成立，重点从会员、行业大会、行业标准、培训和国际交流等方面开展工作。2018 年 6 月，国家强制性标准计划《电子烟》、国家标准计划《电子烟液烟碱、丙二醇和丙三醇的测定气相色谱法》已进入审查阶段，若审查无异，将分别在未来 24 个月和 12 个月内由国标委批准通过，有效规范我国电子烟行业标准与发展。

图表 65. 我国部分电子烟监管法规一览

| 时间 | 相关法规 | 简介 |
|---------|---|--|
| 2015.12 | 《电子烟雾化液产品通用技术要求》 | 由深圳市市场监督管理局出台。 |
| 2017.11 | 《电子烟雾化类器具产品通用规范》、《电子烟雾化液规范》 | 由中国电子商会电子烟行业委员会发布。 |
| 2017.12 | 《电子烟通用技术要求》 | 由中国电子商会电子烟行业委员会发布。 |
| 2018.6 | 国家强制性标准计划《电子烟》、国家标准计划《电子烟液烟碱、丙二醇和丙三醇的测定气相色谱法》 | 已进入审查阶段，若审查无异，电子烟和电子烟液国家标准将分别在未来 24 个月和 12 个月内由国标委批准通过，有效规范我国电子烟行业标准与发展。 |
| 2018.8 | 《国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》 | 认为未成年人吸食电子烟存在重大健康安全风险，要求市场主体不得向未成年人销售电子烟，呼吁社会各界共同保护未成年人免受电子烟侵害。 |
| 2019.1 | 《杭州市公共场所控制吸烟条例》 | 禁止吸烟场所不仅禁止点燃烟草制品和吸传统卷烟，也禁止吸电子烟。 |
| 2019.2 | 《深圳经济特区控制吸烟条例》 | 第四十四条法例重新定义了“烟草制品”的范围，将电子烟纳入了控烟范围。 |

资料来源：国家烟草专卖局，政府网站，中银国际证券

就加热不燃烧烟草制品而言，各中烟公司的产品积极进行出口试水，随着我国相关技术、产品、渠道日益成熟，储备日益完善，国内市场打开的脚步逐步临近。

3.15 事件曝光电子烟的健康危害后，新型烟草的监管有望加速出台，与中烟公司长期合作的产业链企业有望在监管规范后受益。



投资建议

全球烟草行业正面临控烟趋严、销量下行、消费者对健康关注度提高的现状，导致对吸烟者与身边人群危害更小的新型烟草更受政府、烟草企业、消费者青睐。因此烟草巨头近年来非常重视新型烟草的研发和推广，电子烟因起步较早，目前是新型烟草主流产品，加热不燃烧烟草制品起步较晚，跟随其后，但是菲莫的发展重心，也是新型烟草的发展趋势。据欧睿国际数据显示，近几年全球（除中国外）卷烟销量持续下行，2017年同比下降2%，除中国外全球前五大卷烟市场（销量占比48%）同比下降2.8%，较2016年（YoY-1.0%）降幅拉大。与之相反的是，2017年全球电子烟销售额同比增长18.5%至120.5亿美元，加热不燃烧烟草制品销售额同比增长135.5%至50亿美元，成烟草行业增长最大驱动力。

中国是电子烟制造大国，内销市场尚未放量。在国内，电子烟监管暂时缺位，庞大的吸烟人口带来巨大潜在市场，近几年，我国电子烟市场资本运作密集，成投资风口。据我们测算，2018-2021年，我国电子烟销售额预计分别达54亿元、78亿元、119亿元、191亿元，同比增长33.9%、44.4%、53.7%、60.6%，消费人群数量占总烟民的比例分别为2.9%、3.5%、4.5%、5.9%。

加热不燃烧烟草制品因含烟草成分，被归为烟草产品，受烟草专卖局管制，目前被禁止销售，但众中烟公司积极设立新型烟草研究院，进行技术研发与产品储备，并通过出口积极试水。3.15事件曝光电子烟的健康危害后，新型烟草的监管有望加速出台，与中烟公司长期合作的产业链企业有望在监管规范后受益。

推荐完成新型烟草研发、生产、销售、服务布局的传统烟标龙头**劲嘉股份(002191.SZ)**，IQOS精密配件二级供应商**盈趣科技(002925.SZ)**，与安徽中烟合作部署新型烟草的烟用接装纸龙头**集友股份(603429.SH)**。



风险提示

- 1、 政策开放情况低于预期；
- 2、 新型烟草普及速度过低；
- 3、 加热不燃烧烟草制品产品力不达预期。



附录图表 65. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 评级 | 股价 | 市值 | 每股收益(元/股) | | 市盈率(x) | | 最新每股净 |
|-----------|------|----|-------|------|-----------|-------|--------|-------|-------|
| | | | (元) | (亿元) | 2017A | 2018E | 2017A | 2018E | 资产 |
| 002191.SZ | 劲嘉股份 | 增持 | 14.38 | 211 | 0.39 | 0.50 | 36.9 | 28.8 | 4.18 |
| 002925.SZ | 盈趣科技 | 增持 | 47.60 | 218 | 2.08 | 1.78 | 22.9 | 26.8 | 8.12 |
| 603429.SH | 集友股份 | 增持 | 34.65 | 66 | 0.31 | 0.47 | 113.2 | 74.3 | 3.06 |

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 4 月 12 日。



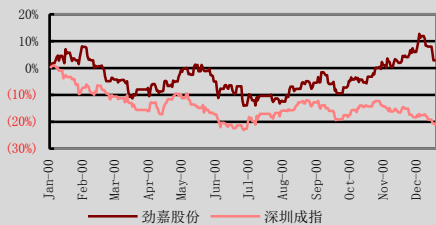
002191.SZ

增持

市场价格：人民币 14.11

板块评级：中性

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|------|------|------|
| 绝对 | 76.2 | 37.5 | 71.0 | 75.1 |
| 相对深证成指 | 35.5 | 32.3 | 37.8 | 81.0 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1,465 |
| 流通股(%) | 87 |
| 总市值(人民币 百万) | 20,669 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 520 |
| 净负债比率(%) (2019E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 深圳市劲嘉创业投资有限公司 | 31 |

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年4月15日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

劲嘉股份

烟标龙头地位稳固，新型烟草布局领先

公司是传统烟标龙头企业，具备技术与客户优势，2017年烟标销量市占率为8.1%（含重庆宏声），位居第一；另外，公司新型烟草制品的研发、生产、销售、服务布局领先，待政策放开，将率先受益。

支撑评级的要点

- **技术与客户优势助烟标业务稳增长。**公司历年研发投入居行业前沿（2018Q1-Q3 研发费用率5.8%），专利数量居行业第一，屡获 Pentawards、WPO、iF 等设计大奖，成绩斐然，技术优势明显。其超 20 年的烟标生产与配套服务经验铸就了优质客户服务水平，成功与超 80% 中烟公司达成战略合作，客户优势牢固，烟标业务增长稳健。
- **新型烟草业务布局领先。**公司 2014 年开始布局新型烟草业务，成功推出蒸汽生活系列电子烟产品，并与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司达成合作，共同研发加热不燃烧新型烟草制品。与此同时，公司通过与合元科技、和而泰、复星安泰、米物科技等的合作，实现设计、研发、生产、销售、服务全方位布局。待公司技术与产品储备完成，新型烟草政策放开，有望率先乘风而起，享受放量红利。
- **彩盒业务持续向好。**为培育新利润增长点，公司积极布局 3C 电子产品、快消品、精品烟草礼盒等领域，成功获得 VIVO、云南白药牙膏等知名客户，并与茅台技开司达成战略合作，收购申仁包装 40.6% 的股权，切入高端白酒包装领域，成功开拓茅台醇、劲酒、江小白等知名客户，2018 年彩盒营收同比+79.81%，占总营收 14.24%（+5.17%），持续向好。

估值

- 公司烟标与彩盒业务增速向好，新型烟草业务具技术与渠道优势，全方位布局领先。当前股本下，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.50/0.59/0.68 元，同比增长 26.4%、19.3%、14.7%，当前股价对应 2019 年 PE24X，维持 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 控烟力度超预期；新型烟草政策开放进程低于预期。
- 烟标采购价格下降；新型烟草业务拓展不达预期。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 2,777 | 2,945 | 3,373 | 3,837 | 4,370 |
| 变动(%) | 2 | 6 | 15 | 14 | 14 |
| 净利润(人民币 百万) | 571 | 575 | 726 | 866 | 993 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.390 | 0.392 | 0.496 | 0.591 | 0.678 |
| 变动(%) | (19.1) | 0.7 | 26.4 | 19.3 | 14.7 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 36.2 | 36.0 | 28.5 | 23.9 | 20.8 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 22.5 | 25.2 | 14.7 | 20.6 | 18.5 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.63 | 0.56 | 0.96 | 0.68 | 0.76 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 22.8 | 20.5 | 16.0 | 13.3 | 11.1 |
| 每股股息(人民币) | 0.449 | 0.449 | 0.149 | 0.177 | 0.203 |
| 股息率(%) | 3.2 | 3.2 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 2,777 | 2,945 | 3,373 | 3,837 | 4,370 |
| 销售成本 | (1,629) | (1,646) | (1,896) | (2,103) | (2,406) |
| 经营费用 | (261) | (352) | (336) | (430) | (506) |
| 息税折旧前利润 | 887 | 947 | 1,141 | 1,305 | 1,458 |
| 折旧及摊销 | (183) | (149) | (173) | (148) | (126) |
| 经营利润(息税前利润) | 703 | 799 | 968 | 1,157 | 1,331 |
| 净利息收入/(费用) | (3) | 7 | 30 | 52 | 82 |
| 其他收益/(损失) | (153) | (156) | (161) | (142) | (135) |
| 税前利润 | 727 | 789 | 994 | 1,187 | 1,359 |
| 所得税 | (89) | (116) | (144) | (173) | (198) |
| 少数股东权益 | (67) | (98) | (124) | (148) | (170) |
| 净利润 | 571 | 575 | 726 | 866 | 993 |
| 核心净利润 | 541 | 575 | 711 | 851 | 983 |
| 每股收益(人民币) | 0.390 | 0.392 | 0.496 | 0.591 | 0.678 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.370 | 0.392 | 0.486 | 0.581 | 0.671 |
| 每股股息(人民币) | 0.449 | 0.449 | 0.149 | 0.177 | 0.203 |
| 收入增长(%) | 2 | 6 | 15 | 14 | 14 |
| 息税前利润增长(%) | (18) | 14 | 21 | 19 | 15 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (11) | 7 | 20 | 14 | 12 |
| 每股收益增长(%) | (19) | 1 | 26 | 19 | 15 |
| 核心每股收益增长(%) | (18) | 6 | 24 | 20 | 15 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 727 | 789 | 994 | 1,187 | 1,359 |
| 折旧与摊销 | 183 | 149 | 173 | 148 | 126 |
| 净利息费用 | 7 | 3 | (15) | (24) | (36) |
| 运营资本变动 | 418 | 39 | 90 | 100 | 100 |
| 税金 | 89 | 116 | 144 | 173 | 198 |
| 其他经营现金流 | (507) | (276) | 21 | (581) | (627) |
| 经营活动产生的现金流 | 918 | 820 | 1,408 | 1,003 | 1,119 |
| 购买固定资产净值 | (995) | 136 | 136 | 136 | 136 |
| 投资减少/增加 | 560 | (838) | 22 | 5 | (83) |
| 其他投资现金流 | (79) | (599) | 22 | (25) | 216 |
| 投资活动产生的现金流 | (515) | (1,300) | 180 | 117 | 270 |
| 净增权益 | 0 | 179 | (30) | 0 | (1) |
| 净增债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | (658) | (658) | (218) | (260) | (298) |
| 其他融资现金流 | 437 | 1,438 | (54) | 157 | 156 |
| 融资活动产生的现金流 | (221) | 960 | (302) | (103) | (142) |
| 现金变动 | 182 | 479 | 1,286 | 1,017 | 1,247 |
| 期初现金 | 571 | 786 | 1,227 | 2,513 | 3,530 |
| 公司自由现金流 | 407 | (470) | 1,603 | 1,147 | 1,434 |
| 权益自由现金流 | 396 | (484) | 1,603 | 1,143 | 1,425 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 786 | 1,227 | 2,513 | 3,530 | 4,778 |
| 应收帐款 | 814 | 669 | 831 | 969 | 1,052 |
| 库存 | 635 | 712 | 692 | 827 | 952 |
| 其他流动资产 | 223 | 916 | 557 | 711 | 963 |
| 流动资产总计 | 2,457 | 3,524 | 4,593 | 6,038 | 7,745 |
| 固定资产 | 2,006 | 1,681 | 1,429 | 1,195 | 980 |
| 无形资产 | 1,684 | 1,600 | 1,571 | 1,545 | 214 |
| 其他长期资产 | 497 | 1,280 | 1,286 | 1,366 | 2,609 |
| 长期资产总计 | 4,223 | 4,600 | 4,325 | 4,145 | 3,842 |
| 总资产 | 6,681 | 8,124 | 8,918 | 10,183 | 11,587 |
| 应付帐款 | 650 | 660 | 670 | 808 | 913 |
| 短期债务 | 296 | 10 | 100 | 200 | 300 |
| 其他流动负债 | 858 | 725 | 973 | 1,203 | 1,500 |
| 流动负债总计 | 1,804 | 1,395 | 1,743 | 2,212 | 2,714 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 65 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 股本 | 1,316 | 1,495 | 1,465 | 1,465 | 1,465 |
| 储备 | 3,178 | 4,954 | 5,306 | 5,955 | 6,687 |
| 股东权益 | 4,494 | 6,449 | 6,771 | 7,419 | 8,152 |
| 少数股东权益 | 318 | 242 | 366 | 514 | 683 |
| 总负债及权益 | 6,681 | 8,124 | 8,918 | 10,183 | 11,587 |
| 每股帐面价值(人民币) | 3.07 | 4.40 | 4.62 | 5.06 | 5.56 |
| 每股有形资产(人民币) | 2.14 | 3.24 | 3.55 | 4.01 | 5.42 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.37) | (0.81) | (1.65) | (2.27) | (3.06) |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率 (%)

| 年结日: 12月31日 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 31.9 | 32.2 | 33.8 | 34.0 | 33.4 |
| 息税前利润率(%) | 25.3 | 27.1 | 28.7 | 30.1 | 30.5 |
| 税前利润率(%) | 26.2 | 26.8 | 29.5 | 30.9 | 31.1 |
| 净利率(%) | 20.6 | 19.5 | 21.5 | 22.6 | 22.7 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.4 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.9 |
| 利息覆盖率(倍) | 62.1 | 60.0 | 2,151.5 | 257.1 | 147.9 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.0 | 2.0 | 2.2 | 2.4 | 2.5 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 36.2 | 36.0 | 28.5 | 23.9 | 20.8 |
| 核心业务市盈率(倍) | 38.2 | 36.0 | 29.1 | 24.3 | 21.0 |
| 市净率(倍) | 4.6 | 3.2 | 3.1 | 2.8 | 2.5 |
| 价格/现金流(倍) | 22.5 | 25.2 | 14.7 | 20.6 | 18.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 22.8 | 20.5 | 16.0 | 13.3 | 11.1 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | n.a. | 149.3 | 135.2 | 131.9 | 135.0 |
| 应收帐款周转天数 | 106.9 | 91.8 | 81.1 | 85.6 | 84.4 |
| 应付帐款周转天数 | 85.4 | 81.2 | 72.0 | 70.3 | 71.9 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 115.3 | 114.5 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 12.7 | 10.5 | 11.0 | 12.2 | 12.8 |
| 资产收益率(%) | 9.2 | 9.2 | 9.7 | 10.4 | 10.5 |
| 已运用资本收益率(%) | 13.9 | 13.7 | 14.1 | 15.4 | 15.9 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



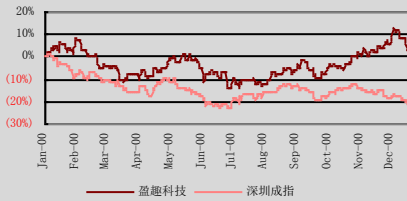
002511.SZ

增持

市场价格：人民币 47.6

板块评级：中性

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 绝对 | 10.9 | (19.1) | 11.1 | (35.8) |
| 相对深证成指 | (30.8) | (22.1) | (24.5) | (30.3) |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 459 |
| 流通股(%) | 36 |
| 总市值(人民币 百万) | 21,826 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 280 |
| 净负债比率(%) (2019E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 深圳万利达电子工业有限公司 | 49 |

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年4月12日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：电子制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

盈趣科技

IQOS 将恢复增长，业绩拐点将现

公司是 IQOS 精密塑胶部件二级供应商，2018 年 IQOS 受去库存及竞品影响，出货量增速下滑，公司业绩随之受损。2019 年 IQOS 大概率通过 FDA 审核进入美国市场，叠加 IQOS3.0 新品放量，售价提高，有望实现量价齐升。公司作为 IQOS 二级供应商，有望实现量价齐升，业绩拐点向上。

支撑评级的要点

- **产品迭代，美国市场开放在望，IQOS 预计加速放量。** IQOS 在 2017 下半年及 2018Q1 备货较多，2018 年受集中去库存与 Glo 等竞品影响，出货量增速下滑。2018 年 11 月，IQOS 3.0 及 IQOS 3.0 MULTI 新品上市；2019 年 2 月，IQOS 在美国 FDA 的 MRTPA 公众评论阶段关闭，进入最终审核阶段。奥驰亚在投资者交流会提及已开始在美国筹建 IQOS 线下渠道，组建市场团队，对今年过审进入美国市场表示乐观态度。产品迭代致销量与库存双增长，美国市场开放预期强烈，IQOS 销量有望高增长。
- **IQOS 量价回升，增厚公司业绩。** 公司研发实力强劲，2014 年已与 PMI 达成研发合作，参与设计了 IQOS2.4 及 IQOS3 代产品，并通过 Venture 和伟创力成为 IQOS 塑胶部件二级供应商。2018 年受 IQOS 库存影响，公司业绩出现下滑，但今年随着 IQOS 3 代产品提价及放量，公司对应订单有望实现量价齐升，外加新品产能与良率逐渐爬坡，将增厚公司业绩。
- **UDM 业务拓展顺利。** 2018 年公司 UDM 业务新增博世、霍尼韦尔等多家全球知名客户，顺利通过博世的供应商考核，虽然目前合作规模较小，且部分项目处前期研发阶段，但长期来看有利于公司供应链能力提升，客户结构优化，从而衍生更多业务机会，助公司业务多面开花。

估值

- 公司将受益于 IQOS 产品迭代与美国市场开放在望，实现 IQOS 订单量价回升，业绩有望企稳回暖。另外，公司 UDM 业务新客户开拓顺利，客户结构优化，有望衍生更多业务机会。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.22/2.75/3.43，同比增长 24.9%/24.2%/24.5%，对应当前股价 2019PE22X，给予 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- IQOS 美国 FDA 过审受阻；毛利率下滑；新客户开拓低于预期。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 3,267 | 2,779 | 3,749 | 4,785 | 5,926 |
| 变动(%) | n.a. | (15) | 35 | 28 | 24 |
| 净利润(人民币 百万) | 953 | 814 | 1,016 | 1,262 | 1,571 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 2.079 | 1.775 | 2.216 | 2.753 | 3.427 |
| 变动(%) | n.a. | (14.6) | 24.9 | 24.2 | 24.5 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 22.9 | 26.8 | 21.5 | 17.3 | 13.9 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 23.2 | 29.7 | 59.3 | 15.5 | 68.1 |
| 每股现金流量(人民币) | 2.06 | 1.60 | 0.80 | 3.07 | 0.70 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 17.4 | 22.8 | 17.4 | 13.2 | 10.7 |
| 每股股息(人民币) | 0.026 | 0.663 | 0.665 | 0.826 | 1.027 |
| 股息率(%) | 0.1 | 1.4 | 1.4 | 1.7 | 2.2 |

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 3,267 | 2,779 | 3,749 | 4,785 | 5,926 |
| 销售成本 | (1,668) | (1,583) | (2,123) | (2,695) | (3,305) |
| 经营费用 | (384) | (284) | (428) | (584) | (742) |
| 息税折旧前利润 | 1,215 | 911 | 1,198 | 1,505 | 1,879 |
| 折旧及摊销 | (24) | (35) | (50) | (76) | (99) |
| 经营利润(息税前利润) | 1,191 | 876 | 1,148 | 1,429 | 1,780 |
| 净利息收入/(费用) | 0 | 16 | 25 | 31 | 43 |
| 其他收益/(损失) | (94) | 6 | (51) | (77) | (102) |
| 税前利润 | 1,121 | 925 | 1,160 | 1,444 | 1,798 |
| 所得税 | (170) | (113) | (146) | (184) | (231) |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 净利润 | 953 | 814 | 1,016 | 1,262 | 1,571 |
| 核心净利润 | 952 | 807 | 1,012 | 1,259 | 1,567 |
| 每股收益(人民币) | 2.079 | 1.775 | 2.216 | 2.753 | 3.427 |
| 核心每股收益(人民币) | 2.077 | 1.761 | 2.208 | 2.745 | 3.417 |
| 每股股息(人民币) | 0.026 | 0.663 | 0.665 | 0.826 | 1.027 |
| 收入增长(%) | n.a. | (15) | 35 | 28 | 24 |
| 息税前利润增长(%) | n.a. | (26) | 31 | 24 | 25 |
| 息税折旧前利润增长(%) | n.a. | (25) | 32 | 26 | 25 |
| 每股收益增长(%) | n.a. | (15) | 25 | 24 | 24 |
| 核心每股收益增长(%) | n.a. | (15) | 25 | 24 | 24 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|---------|-------|-------|---------|
| 税前利润 | 1,121 | 925 | 1,160 | 1,444 | 1,798 |
| 折旧与摊销 | 24 | 35 | 50 | 76 | 99 |
| 净利息费用 | 0 | (8) | (13) | (15) | (21) |
| 运营资本变动 | (265) | (58) | 0 | 0 | 0 |
| 税金 | 170 | 113 | 146 | 184 | 231 |
| 其他经营现金流 | (108) | (273) | (975) | (283) | (1,785) |
| 经营活动产生的现金流 | 943 | 736 | 368 | 1,407 | 321 |
| 购买固定资产净值 | (54) | (118) | (200) | (200) | (200) |
| 投资减少/增加 | 1 | 1 | 7 | 1 | 56 |
| 其他投资现金流 | (463) | (1,508) | 168 | (0) | (56) |
| 投资活动产生的现金流 | (517) | (1,625) | (25) | (199) | (201) |
| 净增权益 | 143 | 78 | 0 | 0 | (1) |
| 净增债务 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | (12) | (304) | (305) | (379) | (471) |
| 其他融资现金流 | (331) | 1,548 | (146) | 85 | 106 |
| 融资活动产生的现金流 | (201) | 1,326 | (451) | (294) | (365) |
| 现金变动 | 225 | 437 | (108) | 914 | (245) |
| 期初现金 | 433 | 623 | 1,077 | 970 | 1,884 |
| 公司自由现金流 | 426 | (881) | 356 | 1,223 | 141 |
| 权益自由现金流 | 426 | (878) | 356 | 1,223 | 141 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 623 | 1,077 | 970 | 1,884 | 1,640 |
| 应收帐款 | 820 | 725 | 964 | 1,214 | 1,517 |
| 库存 | 312 | 333 | 393 | 479 | 603 |
| 其他流动资产 | 455 | 1,755 | 2,374 | 2,240 | 3,423 |
| 流动资产总计 | 2,209 | 3,891 | 4,700 | 5,816 | 7,182 |
| 固定资产 | 164 | 246 | 404 | 534 | 642 |
| 无形资产 | 43 | 47 | 42 | 38 | 33 |
| 其他长期资产 | 140 | 529 | 390 | 417 | 442 |
| 长期资产总计 | 361 | 837 | 851 | 1,004 | 1,132 |
| 总资产 | 2,571 | 4,727 | 5,551 | 6,821 | 8,314 |
| 应付帐款 | 624 | 563 | 755 | 975 | 1,183 |
| 短期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 211 | 322 | 398 | 493 | 590 |
| 流动负债总计 | 835 | 885 | 1,154 | 1,468 | 1,773 |
| 长期借款 | 0 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 其他长期负债 | 53 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| 股本 | 380 | 459 | 459 | 459 | 459 |
| 储备 | 1,288 | 3,263 | 3,820 | 4,778 | 5,969 |
| 股东权益 | 1,668 | 3,721 | 4,279 | 5,236 | 6,428 |
| 少数股东权益 | 15 | 27 | 25 | 23 | 19 |
| 总负债及权益 | 2,571 | 4,727 | 5,551 | 6,821 | 8,314 |
| 每股帐面价值(人民币) | 3.64 | 8.12 | 9.33 | 11.42 | 14.02 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.28 | 8.01 | 9.24 | 11.34 | 13.92 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.64) | (2.34) | (2.11) | (4.10) | (3.57) |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率 (%)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 37.2 | 32.8 | 32.0 | 31.5 | 31.7 |
| 息税前利润率(%) | 36.5 | 31.5 | 30.6 | 29.9 | 30.0 |
| 税前利润率(%) | 34.3 | 33.3 | 30.9 | 30.2 | 30.3 |
| 净利率(%) | 29.2 | 29.3 | 27.1 | 26.4 | 26.5 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 2.6 | 4.4 | 4.1 | 4.0 | 4.1 |
| 利息覆盖率(倍) | 2,065.5 | 12,086.3 | 7,921.5 | 9,859.9 | 12,278. |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 2.3 | 4.0 | 3.7 | 3.6 | 3.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 22.9 | 26.8 | 21.5 | 17.3 | 13.9 |
| 核心业务市盈率(倍) | 22.9 | 27.0 | 21.6 | 17.3 | 13.9 |
| 市净率(倍) | 13.1 | 5.9 | 5.1 | 4.2 | 3.4 |
| 价格/现金流(倍) | 23.2 | 29.7 | 59.3 | 15.5 | 68.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 17.4 | 22.8 | 17.4 | 13.2 | 10.7 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | n.a. | 74.4 | 62.4 | 59.0 | 59.7 |
| 应收帐款周转天数 | 91.6 | 101.4 | 82.2 | 83.1 | 84.1 |
| 应付帐款周转天数 | 69.7 | 77.9 | 64.2 | 66.0 | 66.5 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 1.2 | 37.4 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 净资产收益率(%) | 57.1 | 30.2 | 25.4 | 26.5 | 26.9 |
| 资产收益率(%) | 39.3 | 21.1 | 19.5 | 20.2 | 20.5 |
| 已运用资本收益率(%) | 70.8 | 32.5 | 28.8 | 30.2 | 30.8 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



603429.SH

增持

市场价格：人民币 34.65

板块评级：中性

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|-----|------|------|
| 绝对 | 54.3 | 7.8 | 55.4 | 23.6 |
| 相对上证指数 | 24.9 | 3.6 | 30.5 | 23.4 |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 248 |
| 流通股(%) | 51 |
| 总市值(人民币 百万) | 8,577 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 60 |
| 净负债比率(%) (2019E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 徐善水 | 49 |

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年4月12日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

集友股份

烟标业务拓展顺利，新型烟草布局加速

公司是烟用接装纸龙头企业，具备丰富稳定的客户资源。2018年公司并购大风科技，进军烟标领域。2017-2018年，公司与安徽中烟签订新型烟草合作协议，与昆明旭光共同设立集友广誉部署新型烟草，孕育新利润点。

支撑评级的要点

- **量价齐升助烟用接装纸营收增长。**公司在烟用接装纸领域耕耘多年，已与云南中烟、安徽中烟、四川中烟、河北中烟等9家省级中烟公司及台湾苗栗卷烟达成合作关系，客户资源丰富，销量市占率超6%。随着我国卷烟产品结构优化，2018年公司烟用接装纸出厂均价、销量分别同比增长12.5%、15.3%，量价齐升，助营收同比增长29.7%。
- **烟标业务成公司新利润增长点。**公司2017年6月将募投项目更改为烟标产能建设，2018年2月并购大风科技，实现全面融合。截至2018年，公司已中标安徽中烟、云南中烟、陕西中烟烟标产品，全年实现营业收入1.57亿元，占公司总营收的34.3%，但占我国烟标行业份额不足1%，拓展空间巨大。随着公司进一步将烟用接装纸客户转化为烟标客户，产能建设完成，烟标业务将成公司新利润增长点。
- **积极布局新型烟草。**2017年10月，公司与安徽中烟签订合作协议，布局新型烟草研发。2018年11月，公司与昆明旭光签订合作协议，共同投资设立集友广誉，将其作为公司新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究与资源集成与整合平台，提供整体技术解决方案、技术集成及相关技术服务。待技术成熟，政策放开，公司有望借助安徽中烟，在新型烟草产业链中占据一席之地。

估值

- 公司烟用接装纸业务量价齐升，增长稳健；烟标业务开拓整合顺利，拓展空间较大；新型烟草布局加速。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.72/0.96/1.16，同比增长55.2%/32.0%/21.8%，当前股价对应2019PE48X，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 控烟力度超预期；新型烟草政策开放进程低于预期。
- 烟标业务、新型烟草业务拓展不达预期。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 234 | 458 | 717 | 976 | 1,216 |
| 变动(%) | n.a. | 96 | 56 | 36 | 25 |
| 净利润(人民币 百万) | 76 | 115 | 179 | 236 | 288 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.306 | 0.466 | 0.724 | 0.955 | 1.164 |
| 变动(%) | n.a. | 52.3 | 55.2 | 32.0 | 21.8 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 113.2 | 74.3 | 47.9 | 36.3 | 29.8 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 86.1 | 74.2 | 34.1 | 136.7 | 16.3 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.40 | 0.47 | 1.02 | 0.25 | 2.13 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 88.4 | 53.6 | 34.6 | 26.4 | 20.8 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.110 | 0.217 | 0.287 | 0.348 |
| 股息率(%) | n.a. | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 1.0 |

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 | 234 | 458 | 717 | 976 | 1,216 |
| 销售成本 | (104) | (242) | (389) | (535) | (664) |
| 经营费用 | (33) | (58) | (86) | (116) | (153) |
| 息税折旧前利润 | 96 | 159 | 242 | 325 | 399 |
| 折旧及摊销 | (12) | (22) | (37) | (50) | (64) |
| 经营利润 (息税前利润) | 84 | 136 | 205 | 274 | 336 |
| 净利息收入/(费用) | 0 | 2 | 1 | 5 | 0 |
| 其他收益/(损失) | (0) | (24) | (31) | (50) | (60) |
| 税前利润 | 96 | 135 | 210 | 278 | 337 |
| 所得税 | (21) | (18) | (28) | (37) | (45) |
| 少数股东权益 | 0 | (2) | (3) | (4) | (5) |
| 净利润 | 76 | 115 | 179 | 236 | 288 |
| 核心净利润 | 65 | 116 | 174 | 231 | 285 |
| 每股收益 (人民币) | 0.306 | 0.466 | 0.724 | 0.955 | 1.164 |
| 核心每股收益 (人民币) | 0.261 | 0.471 | 0.703 | 0.935 | 1.151 |
| 每股股息 (人民币) | 0.000 | 0.110 | 0.217 | 0.287 | 0.348 |
| 收入增长(%) | n.a. | 96 | 56 | 36 | 25 |
| 息税前利润增长(%) | n.a. | 61 | 50 | 34 | 22 |
| 息税折旧前利润增长(%) | n.a. | 64 | 52 | 34 | 23 |
| 每股收益增长(%) | n.a. | 52 | 55 | 32 | 22 |
| 核心每股收益增长(%) | n.a. | 80 | 49 | 33 | 23 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 96 | 135 | 210 | 278 | 337 |
| 折旧与摊销 | 12 | 22 | 37 | 50 | 63 |
| 净利息费用 | 0 | (1) | 0 | (2) | 2 |
| 运营资本变动 | (1) | 21 | (28) | 108 | (108) |
| 税金 | 21 | 18 | 28 | 37 | 45 |
| 其他经营现金流 | (29) | (81) | 5 | (408) | 187 |
| 经营活动产生的现金流 | 100 | 116 | 252 | 63 | 526 |
| 购买固定资产净值 | (12) | (277) | (200) | (200) | (200) |
| 投资减少/增加 | 0 | 0 | 0 | 7 | 4 |
| 其他投资现金流 | (321) | 227 | 48 | (8) | (7) |
| 投资活动产生的现金流 | (333) | (50) | (152) | (201) | (203) |
| 净增权益 | 85 | 54 | 57 | 0 | (1) |
| 净增债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 0 | (27) | (54) | (71) | (86) |
| 其他融资现金流 | 121 | (26) | (12) | 123 | (95) |
| 融资活动产生的现金流 | 206 | 1 | (9) | 52 | (181) |
| 现金变动 | (27) | 66 | 91 | (86) | 143 |
| 期初现金 | 82 | 49 | 115 | 206 | 120 |
| 公司自由现金流 | (233) | 66 | 101 | (136) | 326 |
| 权益自由现金流 | (233) | 66 | 100 | (136) | 321 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 49 | 115 | 206 | 120 | 263 |
| 应收帐款 | 57 | 147 | 219 | 274 | 361 |
| 库存 | 49 | 117 | 189 | 258 | 322 |
| 其他流动资产 | 299 | 47 | 67 | 480 | 279 |
| 流动资产总计 | 454 | 426 | 681 | 1,132 | 1,224 |
| 固定资产 | 143 | 397 | 564 | 717 | 858 |
| 无形资产 | 21 | 35 | 32 | 29 | 26 |
| 其他长期资产 | 134 | 166 | 123 | 130 | 139 |
| 长期资产总计 | 302 | 604 | 723 | 880 | 1,027 |
| 总资产 | 756 | 1,030 | 1,404 | 2,012 | 2,252 |
| 应付帐款 | 71 | 199 | 321 | 416 | 537 |
| 短期债务 | 0 | 28 | 0 | 108 | 0 |
| 其他流动负债 | 140 | 145 | 225 | 442 | 448 |
| 流动负债总计 | 211 | 372 | 545 | 966 | 985 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 13 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 股本 | 136 | 190 | 247 | 247 | 247 |
| 储备 | 396 | 430 | 571 | 753 | 969 |
| 股东权益 | 532 | 620 | 818 | 1,001 | 1,217 |
| 少数股东权益 | 0 | 15 | 18 | 22 | 27 |
| 总负债及权益 | 756 | 1,030 | 1,404 | 2,012 | 2,252 |
| 每股帐面价值 (人民币) | 2.15 | 2.51 | 3.31 | 4.04 | 4.92 |
| 每股有形资产 (人民币) | 3.75 | 3.07 | 3.18 | 3.93 | 4.79 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.36) | (0.45) | (0.83) | (0.05) | (1.06) |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 41.2 | 34.6 | 33.7 | 33.3 | 32.8 |
| 息税前利润率(%) | 36.1 | 29.7 | 28.6 | 28.1 | 27.6 |
| 税前利润率(%) | 41.2 | 29.5 | 29.3 | 28.4 | 27.7 |
| 净利率(%) | 32.4 | 25.2 | 25.0 | 24.2 | 23.7 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 2.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 利息覆盖率(倍) | 190.5 | n.a. | 160.2 | n.a. | 69.1 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 113.2 | 74.3 | 47.9 | 36.3 | 29.8 |
| 核心业务市盈率(倍) | 132.8 | 73.6 | 49.3 | 37.1 | 30.1 |
| 市净率(倍) | 16.1 | 13.8 | 10.5 | 8.6 | 7.0 |
| 价格/现金流(倍) | 86.1 | 74.2 | 34.1 | 136.7 | 16.3 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 88.4 | 53.6 | 34.6 | 26.4 | 20.8 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | n.a. | 125.7 | 143.6 | 152.2 | 159.1 |
| 应收帐款周转天数 | 88.4 | 81.2 | 93.3 | 92.1 | 95.3 |
| 应付帐款周转天数 | 110.9 | 107.6 | 132.4 | 137.8 | 143.0 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.0 | 23.6 | 30.0 | 30.0 | 29.9 |
| 净资产收益率(%) | 14.2 | 20.0 | 24.9 | 26.0 | 26.0 |
| 资产收益率(%) | 8.8 | 13.2 | 14.6 | 13.9 | 13.6 |
| 已运用资本收益率(%) | 15.9 | 22.9 | 27.5 | 28.1 | 28.5 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371