

电气设备

证券研究报告
2019年05月04日

IQOS 通过 FDA PMTA 审核，继续推荐亿纬锂能

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

事件

FDA 4月30日官方发布声明，菲莫国际（PMI）旗下加热不燃烧电子烟产品 IQOS 通过美国 FDA PMTA（Premarket Tobacco Product Application）审核，意味着 IQOS 以烟草产品的标签可以在美国进行销售，加热不燃烧式电子烟的美国市场打开。与此同时，IQOS 申请 MRTP（Modified Risk Tobacco Product）审核，目前审批仍在进行中，需听取公众与专家建议。如 MRTP 审核通过，则意味着 IQOS 在美国市场可以以减害烟草制品的标签进行销售，这会为其带来更大的产品影响力和税收优惠。

点评

长期来看，因为受众不同的因素，加热不燃烧式电子烟进入市场不会挤压蒸汽式电子烟的市场份额。整体而言，两者产品特性有所不同，蒸汽式烟油电子烟更适用于“玩”，受众群体多为有此类娱乐需求的年轻人。加热不燃烧电子烟真正还原了传统香烟的口感，更加契合烟民的需求，受众为广大烟民。长期来看，HNB 电子烟不会抢占蒸汽式电子烟的市场份额。

麦克韦尔已切入日本烟草集团的加热不燃烧电子烟产品 Ploom 的 ODM 业务，全面布局新型烟草市场。目前，日本烟草集团为公司第二大客户，年度销售占比为 11.87%。加之公司对加热不燃烧电子烟领域十分重视，**加热不燃烧技术研发支出占总研发支出的 22.5%，为公司第一大研发项目。**公司在加热不燃烧电子烟领域的投入，预计未来会随该类商品的渗透率上升而释放可观增量。

IQOS 进入电子烟主要市场——美国，未来电子烟器具产能缺口或显现，不排除麦克韦尔未来进入 IQOS 供应链的可能性。目前麦克韦尔与 IQOS 无供应关系，但随着未来美国市场的需求逐渐放大，势必造成 IQOS 电子烟器具的产能短缺，作为国内领先电子烟产品生产企业麦克韦尔，依靠在加热不燃烧电子烟领域的技术与生产经验积累，有望届时切入 IQOS 器具的 ODM 业务。

麦克韦尔业绩增长迅速，蒸汽式烟油电子烟与加热不燃烧电子烟双管齐下，业务配置均衡，未来收益稳定。公司从 2016 年开始高速增长，2018 年营业收入达到 34 亿，复合增速为 117%，**净利润 2018 年达到 7.8 亿，复合增速为 151%。**目前全球电子烟市场还在起步阶段，还未完全打开，预计在未来会进一步释放可观增量。

风险提示：电子烟销量不及预期，国内外电子烟政策风险，麦克韦尔切入 Juul 与 IQOS 供应链尚存不确定性。

作者

杨藻 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060001
yangzao@tfzq.com

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《电气设备-行业研究周报:重点标的 18 年年报及 19 年一季报解读》2019-04-29
- 《电气设备-行业研究周报:发改委征求意见稿模拟敏感性测算;通威股份发布 2018 年年报及一季报》2019-04-22
- 《电气设备-行业点评:氢能系列:加氢站再迎利好,顶层设计加速落地》2019-04-12

1. 事件

FDA 4 月 30 日官方发布声明，菲莫国际（PMI）旗下加热不燃烧电子烟产品 IQOS 通过美国 FDA PMTA（Pre-market Tobacco Product Application）审核，意味着 IQOS 以烟草产品的标签可以在美国进行销售，加热不燃烧式电子烟的美国市场打开。与此同时，IQOS 申请 MRTTP（Modified Risk Tobacco Product）审核，目前审批仍在进行中，需听取公众与专家建议。如 MRTTP 审核通过，则意味着 IQOS 在美国市场可以以减害烟草制品的标签进行销售，这会为其带来更大产品影响力和税收优惠。

2. 点评

Q1: 【以 IQOS 为首的加热不燃烧电子烟是否会挤压传统蒸汽式烟油电子烟市场份额？】

长期来看，因为受众不同的因素，加热不燃烧式电子烟进入市场不会挤压蒸汽式电子烟的市场份额。

蒸汽式烟油电子烟 (EVapor): 蒸汽式烟油电子烟是一种微电子雾化设备，使用烟油为原料，通过将烟油雾化，模拟吸烟时产生的烟雾，让用户吸食。其优点在于 DIY 程度较高，口感，烟雾，尼古丁含量可控，满足不同人群的味觉喜好与 DIY 娱乐的需求。

加热不燃烧电子烟 (HNB): HNB 电子烟使用特制烟草为原料，核心为加热烟叶到足以散发味道的程度而不会点燃烟草，其优点在于还原了香烟的口感，为烟民提供最近似于传统香烟的代替方式。

整体而言，两者产品特性有所不同，蒸汽式烟油电子烟更适用于“玩”，受众群体多为有此类娱乐需求的年轻人。HNB 电子烟真正还原了传统香烟的口感，更加契合烟民的需求，受众为广大烟民。所以 IQOS 为首的 HNB 电子烟上市，在短期内，IQOS 新品上市可能会对蒸汽式烟油电子烟有所影响，但长期来看，我们认为受众不同的因素并不会使 HNB 电子烟抢占蒸汽式电子烟的市场份额。

Q2: 【麦克韦尔在加热不燃烧电子烟领域业务进展？】

麦克韦尔切入日本烟草公司旗下加热不燃烧电子烟产品 Ploom 的 ODM 业务，全面布局新型烟草市场。

在加热不燃烧 (HNB) 电子烟领域，麦克韦尔于 2017 年切入日本烟草集团旗下加热不燃烧电子烟产品 Ploom tech 的 ODM 业务。Ploom tech 通过雾化器低温加热固态烟草颗粒，产生烟雾供用户吸食。目前，日本烟草集团为公司第二大客户，年度销售占比为 11.87%。加之公司对加热不燃烧电子烟领域十分重视，加热不燃烧技术研发支出占总研发支出的 22.5%，为公司第一大研发项目。公司在加热不燃烧电子烟领域的投入，预计未来会随该类商品的渗透率上升而释放可观增量。

在蒸汽式烟油电子烟领域，公司业务较为成熟，已成功切入英美烟草，奥驰亚集团等国际烟草巨头的电子烟 ODM 业务，尤其在公司客户奥驰亚收购 Juul（美国市场占有率约为 73%）后，Juul 成为麦克韦尔潜在客户。麦克韦尔同时布局蒸汽式烟油电子烟与 HNB 电子烟，双管齐下，配置均衡，未来收益稳定。

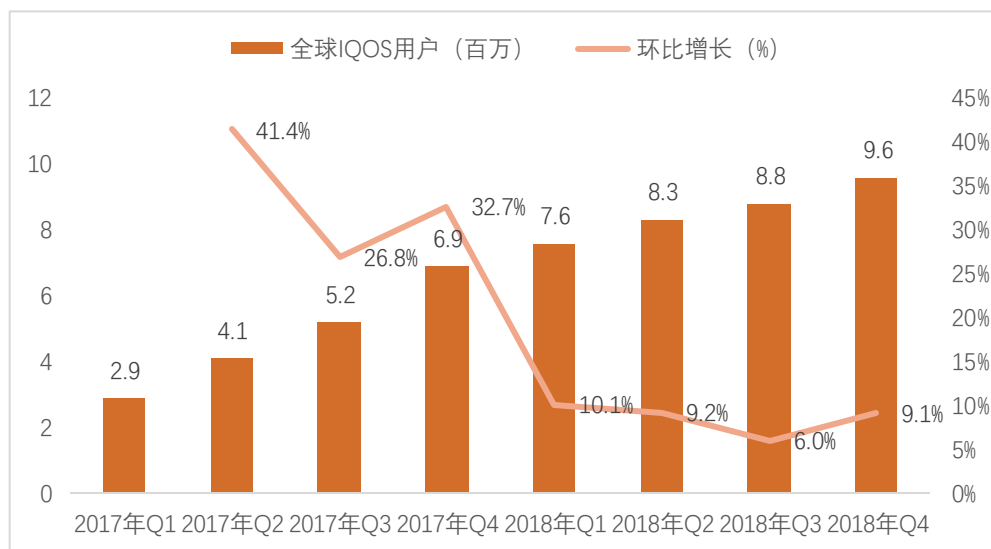
Q3: 【麦克韦尔与 IQOS 关系？】

目前麦克韦尔与 IQOS 无供应关系，不排除未来切入 IQOS 供应链的可能性。

自 2014 年 IQOS 上市以来，用户数量爆发式增长，截止 2018 年底，IQOS 已实现在全球 44 个国家与地区的销售，用户数量达到 960 万，其中约 69% 的用户已转化为使用 IQOS 产品代替传统香烟。IQOS 在未通过美国 FDA PMTA 审核之前，主要市场为日本，欧洲以及俄罗斯市场，其中日本市场市占率最高，PMI 年报显示，IQOS 在日本渗透率约为 15.2%。

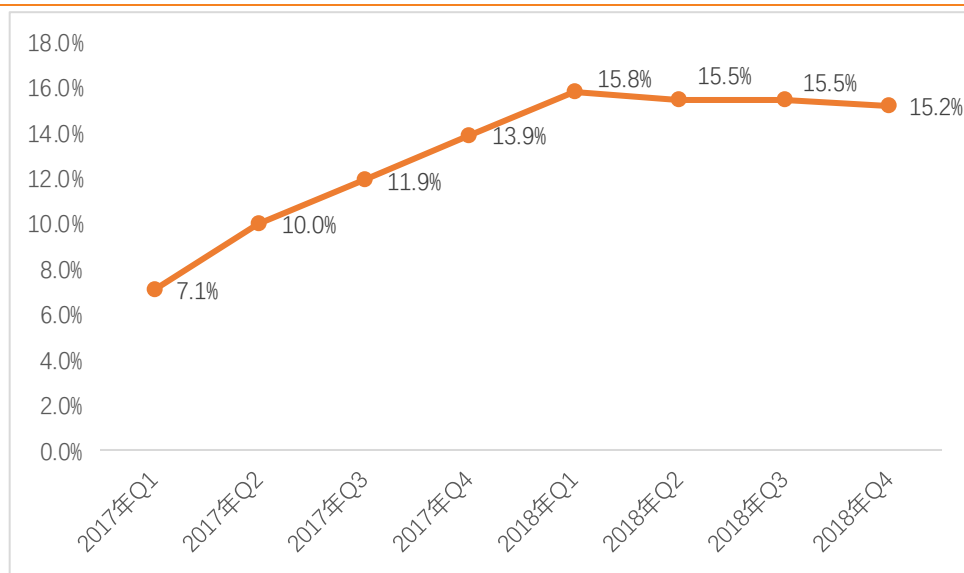
IQOS 的 PMTA 的认证通过，允许在美销售，未来势必会为 IQOS 释放巨大增量。据 CNBC 统计，美国 2017 年底拥有烟民约 3430 万，保守估计，假设 未来两年 IQOS 美国市场渗透率达到 10%，至 2021 年，美国市场将至少释放 IQOS 电子烟用户 343 万，电子烟设备需求也会随之增加。

图 1：IQOS 全球用户人数及环比增长



资料来源：PMI 公司公告，天风证券研究所

图 2：IQOS 日本市场渗透率



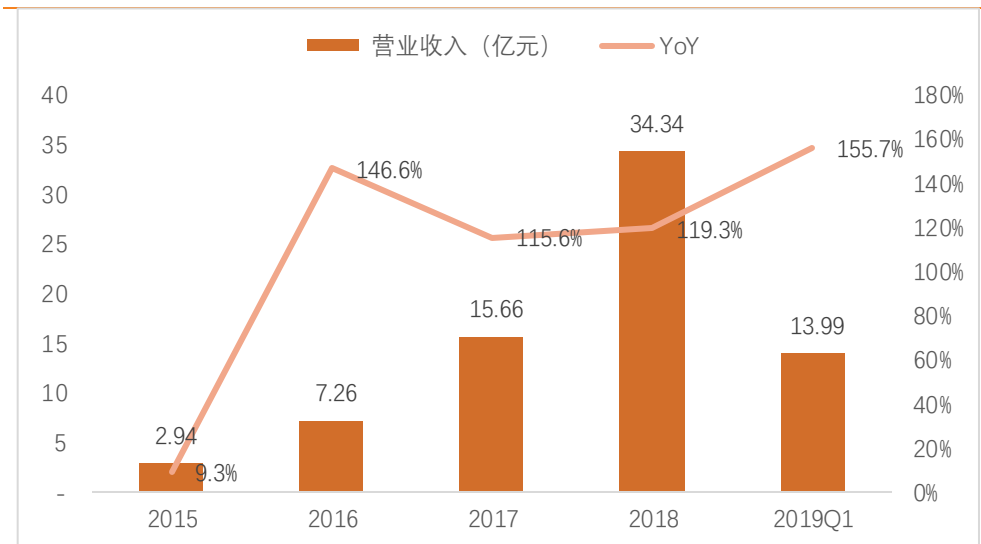
资料来源：PMI 公司公告，天风证券研究所

目前，IQOS 全球只有两家生产厂商为其提供电子烟器具 ODM 业务，为新加坡公司 Venture 子公司 Technocom 与全球知名代工企业 Flex。国内盈趣科技为 Technocom 与 Flex 供应 IQOS 所需要的塑胶结构件，丰江电池为 Flex 提供部分 IQOS 所需的锂电池。在未进入美国市场前，IQOS 电子烟器具基本可以实现产销平衡，但随着未来美国市场的需求逐渐放大，势必造成 IQOS 电子烟器具的产能短缺，作为国内领先电子烟产品生产企业麦克韦尔，依靠在加热不燃烧电子烟领域的技术与生产经验积累，有望届时切入 IQOS 器具的 ODM 业务。

Q4: 【 麦克韦尔业绩如何? 】

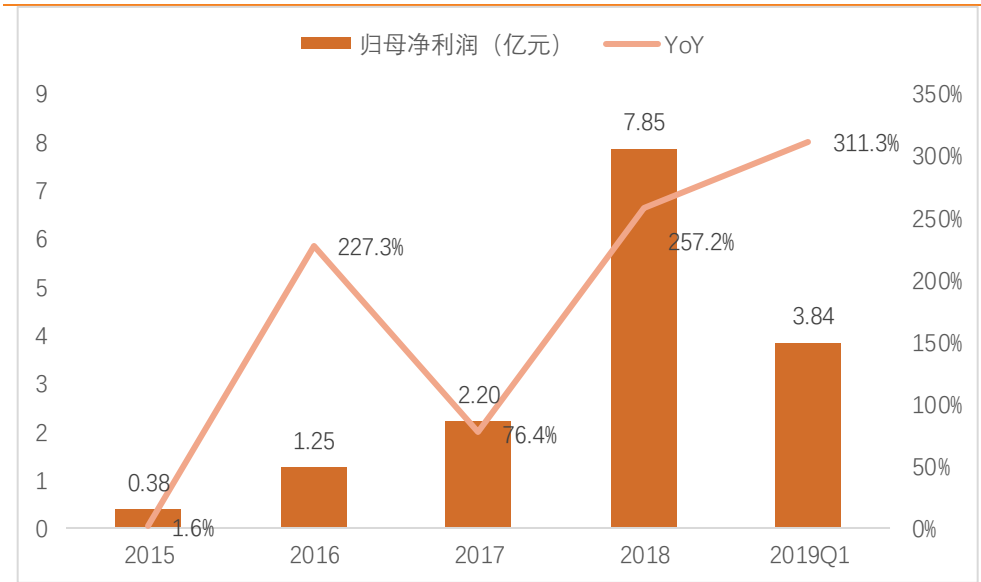
麦克韦尔作为全球领先的电子烟产品生产，研发和销售企业，在电子雾化器上拥有核心技术，目前业务包括 ODM 和自有品牌电子烟 Vaporasso 两大板块。麦克韦尔从 2016 年开始高速增长，2018 年营业收入达到 34 亿，复合增速为 117%，净利润 2018 年达到 7.8 亿，复合增速为 151%。

图 3：麦克韦尔营业收入及同比增速



资料来源：麦克韦尔公司年报，天风证券研究所

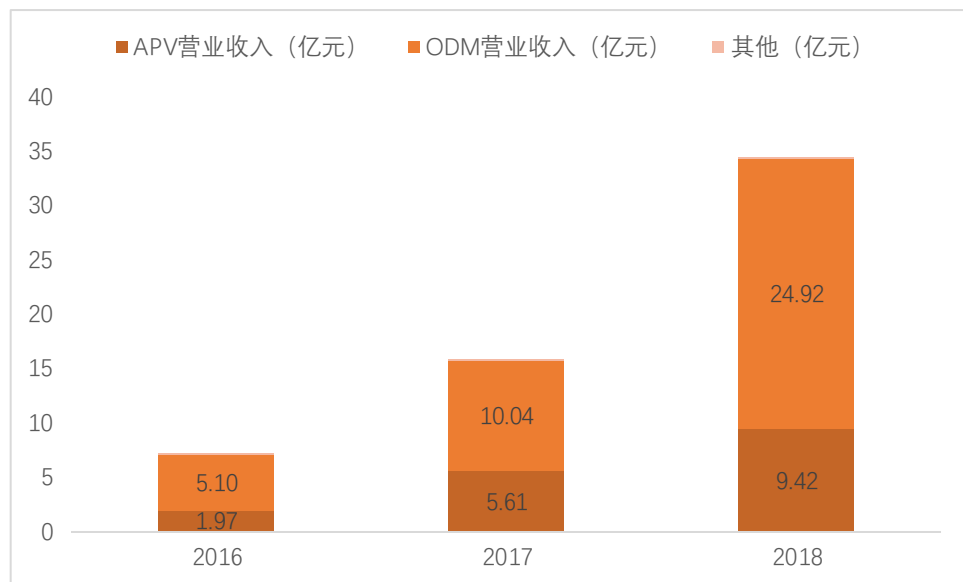
图 4：麦克韦尔归母净利润及增速



资料来源：麦克韦尔公司年报，天风证券研究所

ODM 业务应用公司专利技术为海外大型烟草公司如奥驰亚、菲莫国际、英美烟草以及日本烟草提供电子雾化产品代加工。2018 年 ODM 营业收入达到 24.9 亿，占比 71%，同比增长 148.3%。自 2016 年设立自主品牌 Vaporasso，影响力进一步拓展，销量持续增长，2018 年自主品牌营收为 9.4 亿，同比增长 67.7%。目前全球电子烟市场还在起步阶段，还未完全打开，预计在未来会进一步释放可观增量。海外大型烟草公司提供应用公司专利技术的电子雾化产品

图 5：麦克韦尔业务结构



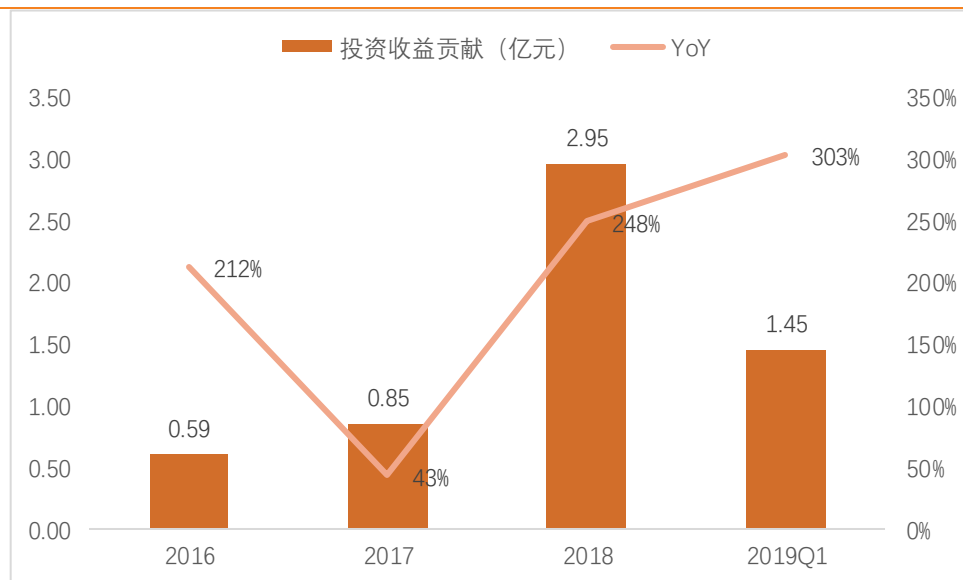
资料来源：麦克韦尔公司年报，天风证券研究所

麦克韦尔与亿纬锂能：

2014年，亿纬锂能收购麦克韦尔50.1%的股权，切入电子烟市场。收购后，亿纬锂能持续与麦克韦尔存在业务来往，前者主要向后者销售电子烟所需的锂离子电池，2018年年度采购占比6.32%。

目前，**亿纬锂能持股麦克韦尔37.55%的股权**，**2019年Q1麦克韦尔贡献投资收益1.45亿元**，**同比增幅达到303%**，**占亿纬锂能Q1利润比重的72.5%**，目前麦克韦尔已成为亿纬锂能的现金奶牛。随着未来加热不燃烧电子烟市场的持续放量，预计为亿纬锂能带来可观的投资收益，进一步提振公司业绩。

图6：麦克韦尔投资收益贡献



资料来源：麦克韦尔公司年报，天风证券研究所

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