

新型烟草行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

国际新型烟草行业迎来“强心剂”，国内政策东风或也渐行渐近

事件

- 2019年4月30日，FDA允许通过上市前烟草产品申请（PMTA）途径销售 IQOS 烟草加热系统。

评论

- **IQOS 在美国获批上市销售，但仍未能以“减伤减害”作为宣传口号。** FDA 允许 IQOS 烟草加热系统上市销售，其中允许销售的产品包括 IQOS 设备，万宝路加热棒，万宝路顺滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒。FDA 认为，IQOS 产品产生有害物质的水平相较于传统卷烟更低。FDA 发现 IQOS 烟草加热系统产生的气溶胶含有的毒性化学物质少于香烟烟雾，并且确定许多毒素目前的水平低于香烟烟雾。但 FDA 并未承认相关产品是安全的或“FDA 批准的”。因此，IQOS 在美国上市销售仍需作为烟草制品作为管制，要求所有包装标签和广告都要包含关于尼古丁成瘾性的警告，以及卷烟所需的其他警告。目前来看，FDA 在某些方面对于 IQOS 产品的“低伤害”属性也有认知，但若要将“减伤减害”作为宣传口号，仍需通过 MRTP（Modified risk tobacco product, 改良型烟草制品）认证。只有通过 MRTP 认证，才能改变烟草产品上的风险提示说明，才能宣称产品具备“减伤减害”特性。菲莫国际也正在向 FDA 申请 IQOS 的 MRTP 认证，而就目前 FDA 的相关态度来看，通过 MRTP 认证也尤为值得期待。
- **IQOS 在日韩渗透快，此番在美上市或将催化国内相关政策出台。** IQOS 自 2014 年上市以来，日本和韩国一直作为核心销售区域，而后才逐步向欧洲和除中国外的亚洲国家渗透。但我们认为，美国和中国才是加热不燃烧（HNB）未来最重要的市场。目前来看美国烟民超过 4,600 万人，而中国更是达到 3 亿人以上，若两大市场 HNB 制品的渗透率均达到 10% 的水平，则将会有近 4,000 万人新增成为用户。FDA 此次允许 IQOS 在美销售，无疑将加速更多 HNB 品牌进入美国市场。虽然目前我国对于 HNB 产品并未放开，但我们认为，美国此次的政策变化后续将会带动一大批国家放松 HNB 相关政策，并可能在一定程度上倒逼国内相关政策制定和松绑进度。另一方面，我们认为，HNB 制品首先本身仍为烟草制品，不存在替烟效应，不影响烟草利税。其次，HNB 烟弹产品烟草用量少，符合国家烟草行业供给侧改革，以及卷烟“降焦减害”的发展趋势。第三，近年细支烟、中支烟销量的爆发式增长背后，实际上是烟民“减伤减害”需求的崛起，而 HNB 产品能够满足消费者这一需求变化。综合来看，FDA 此次允许 IQOS 在美销售，无论对于全球还是中国 HNB 行业都属于重大“催化剂”和“强心剂”事件，将更加坚定国内外烟草企业全面发力新型烟草领域的信心。
- **中烟工业公司对 HNB 产品研发紧锣密鼓，目前相关产品以出口为主。** 中烟工业公司正在紧锣密鼓进行 HNB 相关产品研发，云南中烟、湖北中烟、四川中烟等相对领先的工业公司，已经有相关烟具和烟弹产品出口销售，其中云烟和川烟的烟具产品甚至已发布升级版本。就现阶段形式来看，国内 HNB 制品初期将以出口试水海外市场为主。特别是中烟国际赴港上市之后，将成为国内新型烟草制品出口的唯一合法平台，更加确定了将海外市场作为国产 HNB 制品“试验地”的策略。我们认为，国产 HNB 制品品牌和产品矩阵正在日渐丰富，假以时日，终将具备与 IQOS 同场竞争的实力，本土市场将是中烟工业公司在新型烟草领域发力的重点市场。

投资建议

- FDA 此次允许 IQOS 在美销售，对于全球新型烟草行业来说无疑是一针“强心剂”。虽然现阶段我国没有制定和出台新型烟草相关政策，但中烟工业公司正在加快研发 HNB 相关烟具和烟弹产品。对于目前已布局进入新型烟草领域的上市烟标企业，我们认为，未来将形成三元驱动模式，即 HNB 烟弹烟标+HNB 烟具设备制造+HNB 烟具包装制造。重点推荐现阶段已获得新型烟草烟具包装供应商资格，且自有 HNB 烟具产品已申请专利的 **劲嘉股份**，建议关注 **盈趣科技**、**顺灏股份**、**集友股份** 和 **东风股份**。

风险提示

- 国内卷烟产销大幅下降的风险；侵犯 IQOS 专利保护风险；国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险；中烟公司新型烟草产品研发进度不达预期的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH