

2019年05月05日

IQOS 通过 FDA 审批，持续看好加热不燃烧产业发展大势！

增持（维持）

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

投资要点

■ **FDA 批准菲莫国际在美销售加热烟草设备 IQOS。**新型烟草在美国在上市前都需要通过 PMTA 或 MRTP 的检验和审批，其中 PMTA (Pre-market Tobacco Application) 类似一份销售许可证，是 IQOS 产品在美国市场上流通的先决条件，MRTP (Modified Risk Tobacco Product) 则是指烟草风险改进申请，暨减害烟草制品标签的授权。2019年4月30日，IQOS 通过 PMTA 审核，被美国食品药品监督管理局 (Food and Drug Administration, 简称 FDA) 批准进入美国市场销售，授权销售的产品包括 IQOS 设备、万宝路加热棒、万宝路丝滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒。在此之前，2017年3月31日菲莫国际就已经向 FDA 烟草产品中心提交关于 IQOS 的 PMTA 申请，同年8月，FDA 完成对 IQOS 的 PMTA 初步审查，并接受 IQOS 的实质性审查申请。根据 FDA 流程，IQOS 于 2019年4月30日通过 PMTA 意味着该款烟具及三款烟弹获得美国市场实质性的销售资格，该产品是第一个符合在美国销售资格的电加热烟草制品。

■ **成功打入最大电子烟消费市场，IQOS 发展前景广阔。**据奥驰亚集团统计，美国共有 4 千万成年吸烟者，是仅次于中国的最大烟草消费市场，同时也是世界上最大的电子烟消费市场。根据世界烟草报告对美国卷烟销量的披露及模拟市占率（对标欧盟国家 18 年的表现预测 19-21 年为 2%、5%、8%），我们模拟出美国市场导入 IQOS 后烟具的出货量和销售量预期，据测算，美国 IQOS 产品市场规模截至 2021 年最高可达 64.79 亿美元，行业前景非常广阔。IQOS 作为全球爆款产品，被批准进入加热不燃烧制品一片空白的美国市场，将迎来下一阶段的高速发展期。

■ **产品、渠道、品牌多维度支持，IQOS 迎来下一阶段高速发展期。**IQOS 菲莫国际明确提出用新型烟草制品取代卷烟，加热烟草制品已经成为资源配置的核心和效益增长的动力，在 IQOS 通过 PMTA 审核当天，菲莫国际即对外宣布 IQOS 产品在美部署的主要计划：通过独家许可使奥驰亚集团有限公司将 IQOS 带入美国市场，其子公司菲利普莫里斯美国 (Philip Morris USA) 提供专业的技术与设施服务，以确保成功发售产品。同时菲莫国际的母公司奥驰亚集团也宣布将 IQOS 及其三种烟弹在美国商业化，为支持 IQOS 的推出，奥驰亚集团计划协助菲莫美国在亚特兰大设多个零售点，包括在 LenoxSquare 的 IQOS 商店以及众多的移动零售小店，并将烟弹分销在约 500 家零售贸易伙伴的商店，包括 Circle K、Murphy USA、QuikTrip、RaceTrac、Speedway 以及其他零售合作伙伴；此外，奥驰亚公司的成人烟草组合中也将添加 IQOS 产品，综合运用多种手段吸引需求替代传统卷烟的成年吸烟者。我们认为，基于菲莫国际优质的产品、奥驰亚集团成熟的渠道网络和品牌辨识度，IQOS 放行上市后将会迅速引爆美国市场。

■ **大势所趋，加热不燃烧烟草制品发展不可逆转。**随着全球控烟力度的加大、环保健康理念的普及，社会民众对于传统烟草的危害认知不断提升，据中国烟草资讯网披露，美国现有成年烟草消费者中，约有一半的消费者希望能够找到代替卷烟的其他烟草制品。众多的替代型产品中，加热不燃烧烟草制品凭借其高产品附加值、口感接近真烟成功脱颖而出，是我们最为新型烟草中最为看好的细分赛道！我们认为此次菲莫国际的 IQOS 被 FDA 批准进入美国市场，是加热不燃烧发展历程中里程碑式的节点。

行业走势



相关研究

- 1、《【东吴轻工 周观点】持续推荐基本面扎实的包装和必选：持续推荐基本面扎实的包装和必选》2019-04-21
- 2、《轻工制造跟踪周报：对比建材龙头经营数据，从欧派年报看家居渠道变革》2019-04-14
- 3、《轻工制造行业：借鉴海外大麻发展经验，再议大麻应用场景》2019-04-14

轻工制造行业点评

首先随着拥有第二大烟民的美​​国市场对 IQOS 销售放行，加热不燃烧市场的销量将随之上升一个量级，大幅利好 IQOS 供应链生产商的发展；更为深远的含义在于 FDA 作为公认的世界最大的食品与药物管理机构之一，其对 IQOS 销售的态度将潜在影响其他国家和地区对加热不燃烧电子烟的政策发展。

- **我国政策或迎窗口，加热不燃烧市场有望扩容。**自 IQOS 设备于 2014 年底日本推出迅速走红后，加热不燃烧产业的发展充分引起国内烟草产业对其的重视，我国多家省中烟也积极投入研发进行加热不燃烧烟草领域产品的储备，其中云南、四川、湖北的部分新品已经于海外上市。我们判断，此次 IQOS 通过 FDA 审核将为我​​国加热不燃烧产品的持续推进带来良好的示范效应，电子烟行业监管规范政策或迎窗口。根据我们的测算，新型烟草在国内的推广或迎来扩容时期。假设我国总人口年增速 0.5%、吸烟率每年下滑 0.2pct，烟​​具价格 600 元（IQOS 烟具均价 110 美元），则至 2021 年我国的烟具市场规模有望达到 278 亿元，发展空间十分广阔。
- **IQOS 有望维持高景气，产业链大幅受益。**美国 FDA 审核通过 IQOS 上市销售率先利好产业链相关公司，例如精密塑胶件供应商**盈趣科技**、金属杆供应商**科森科技**、电池供应商**丰江电池**等。其中，**盈趣科技**作为 IQOS 主要的精密塑胶件二级供应商，将大幅受益于 IQOS 通过打开美国市场销售出现向上弹性。此前盈趣科技 19Q1 归母净利同比下滑-9.68%，我们预计主要受到 18Q1 基数较高、IQOS 烟具新品迭代及产能爬坡拖累，随着美国增量市场放开，我们判断公司精密塑胶件业务的拐点已经出现。根据我们的测算，假设 2019-2021 年 IQOS 自然销售增速 20% 叠加美国市场铺货分别销售 206 万套、519 万套、839 万套增量烟具，则不考虑库存扰动盈趣科技精密塑胶件的销售增速达 57.95%、43.87%、20.32%。持续看好 IQOS 的长期成长暨盈趣科技分享新型烟草朝阳产业推动的高盈利可持续发展！
- **中烟加速产品布局，持续首推劲嘉股份。**我们判断 IQOS 审批通过潜在推动中烟产品储备和监管规则加速推出，传统烟标龙头如**劲嘉股份**、**集友股份**、**东风股份**等企业通过前期积累，产品储备丰富且与中烟公司合作密切，在该赛道有望领跑。其中，我们长期、坚定看好前期推荐标的**劲嘉股份**。公司是传统烟标的标杆企业，主营传统业务受益于传统卷烟补库发展稳健、以精品烟盒及酒包为代表的社会化大包装拓展顺利，此外公司新型烟草领域布局深厚，深度绑定云南中烟进行加热不燃烧产品的海外试点、且和米物科技合作加速布局多款电子烟新品，先发优势明显，有望率先受益！
- **风险提示：**行业监管趋严，产品研发失败，业务拓展不及预期。

表 1: PMTA 和 MRTP 审核对比

	流程	作用
PMTA	申请企业提供每单个产品的成分清单（FDA官网估计单个烟草产品过审所需费用11.7万-46.6万美元不等），以及产品对公众健康影响的广泛性评估报告。	烟草销售许可授权
MRTP	制造商证明产品对公众健康的危害小于传统香烟，经过公众讨论并由TPSAC（Tobacco Products Scientific Advisory Committee，烟草产品科学咨询委员会）给出建议。	减害烟草制品标签的授权

数据来源：FDA 官网，东吴证券研究所

表 2: 美国 IQOS 产品市场空间预测

	2019E	2020E	2021E
美国烟弹销售总量（亿只）	2601	2627	2654
模拟市占率	0.02	0.05	0.08
美国 IQOS 烟弹出货量（亿只）	52	131	212
出货量比例（烟弹：烟具）		2530	
美国 IQOS 烟具出货量（万套）	206	519	839
市场规模（亿美元）	15.90	40.05	64.79

数据来源：奥驰亚集团官网，菲莫国际官网，2017 年世界烟草发展报告，东吴证券研究所

表 3: 2016 年以来全国电子烟管控政策

时间	国家或地区	政策
2016年5月	英国	实施电子烟新法，主要变化在于电子烟包装要求使用标准化全烟害警示包装，尼古丁含量降低。
2016年5月	欧盟	TPD（烟草产品指令）在全欧盟生效，要求厂家提前六个月向监管部门提交申请才能发布新产品，对烟油、尼古丁含量作出规定，且要有防漏装置。
2016年8月	美国	FDA电子烟管理条例生效，正式将电子烟品类分为烟草制品进行管制，遏制未成年人接触蒸汽类电子烟，厂商须要得到来自FDA的产品认证，每项申请的提交过程需要花费至少一百万美元。
2016年11月	WHO	世界卫生组织在其烟草控制会议中倡导限制和禁止电子烟的使用，并且在会议中通过了其烟草控制框架公约。
2016年11月	加拿大	新的烟草法案TVPA将及尼古丁合法化，并且对电子烟和香烟进行分开管理，新规将对电子烟产品的制造、销售、贴标和推广进行规范，并限制向青少年出售各种形式的烟油。
2018年2月	新加坡	国会通过修正烟草（广告与销售控制）法令将逐步生效，将电子烟归类为新款烟草产品和仿制烟草差您。从18年2月起，禁止购买、使用和拥有新款烟草产品和仿制烟草产品，若触犯法令可罚款高达2000元。
2018年	澳大利亚	新的条例规定不能在室内禁烟区或室外公共场所吸电子烟，零售单位也不能张贴推广电子烟的广告，澳大利亚的电子烟需要在政府许可的香烟售卖点进行销售。

数据来源：中国报告网，研观天下，中国香烟网，东吴证券研究所

表 4: 我国新型烟草相关政策态度

时间	政策/态度
2014年1月	全国烟草工作会议：高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发。
2017年1月	2017年全国烟草工作会议：深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性产品。
2018年7月	烟草行业新型烟草制品发展座谈会：准确把握新型烟草制品战略定位，紧密结合市场实际，积极稳妥地推进新型烟草制品与传统卷烟协调发展。
2018年7月	国家烟草专卖局印发《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》：推进新兴烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展；推进新型烟草制品产品国际拓展。

数据来源：国家烟草专卖局，东方烟草网，东吴证券研究所

表 5: 我国电子烟具市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总人口 (亿)	13.75	13.83	13.90	13.97	14.04	14.11	14.19
YOY	-	0.59%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
吸烟率	23.0%	22.8%	22.6%	22.4%	22.2%	22.0%	21.8%
吸烟人数 (亿)	3.16	3.15	3.14	3.13	3.12	3.11	3.09
电子烟渗透率	0.30%	0.60%	1%	3%	5%	10%	15%
烟具价格 (元)	600	600	600	600	600	600	600
烟具更换频次 (次/年)	1	1	1	1	1	1	1
世行规模测算	5.7	11.3	18.8	56.3	93.5	186.3	278.2

数据来源: wind, 中国报告网, 《2015 中国成人烟草调查报告》, 东吴证券研究所

表 6: 四家中烟公司加热不燃烧烟草制品对比

所属中烟公司	品牌名称	上市时间	上市地点	合作研发单位	出口合作企业	烟具制造企业
四川中烟	宽窄·子弹头 宽窄·功夫	2017.12	韩国	云南巴菘生物科技有限公司	韩国YM国际科技有限公司	吉盛科技
云南中烟	MC	2018.4	韩国	自主研发	韩国IF烟草株式会社	-
广东中烟	MU+ ING	2018.7	老挝	华南理工大学	柬埔寨威尼顿公司	-
湖北中烟	MOK	2018.11	韩国	自主研发	-	-

数据来源: 国家烟草专卖局, 烟草在线, IQOS 资讯, 各中烟公司官网, 东吴证券研究所

表 7: 盈趣科技重点季度数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	598.60	714.92	998.12	955.55	664.60	642.14	709.64	762.35	693.07
YOY	147.32%	25.41%	96.49%	67.62%	11.03%	-10.18%	-28.90%	-20.22%	4.28%
归母净利润	186.91	253.28	305.55	238.13	170.54	226.75	208.34	208.04	154.03
YOY	331.48%	63.13%	99.43%	53.37%	-8.76%	-10.48%	-31.81%	-12.63%	-9.68%
毛利率	46.48%	53.05%	47.39%	49.02%	47.82%	38.27%	39.87%	45.79%	39.15%
期间费用率	8.09%	10.58%	10.74%	11.96%	16.92%	1.90%	6.09%	13.64%	15.25%
其中: 销售费用率	1.48%	1.14%	1.44%	1.61%	1.51%	1.83%	1.90%	1.70%	1.36%
管理+研发费用率	5.99%	6.81%	6.30%	8.43%	8.36%	9.13%	9.29%	11.37%	12.38%
财务费用率	0.62%	2.63%	3.01%	1.93%	7.05%	-9.05%	-5.10%	0.57%	1.51%
归母净利率	31.22%	35.43%	30.61%	24.92%	25.66%	35.31%	29.36%	27.29%	22.22%
存货	0.00	265.31	315.64	312.16	329.23	300.46	306.55	333.33	383.56
较上年同期增减	-	-	-	78.98	329.23	35.14	-9.09	21.18	54.33
应收账款	0.00	553.27	843.55	819.60	509.83	535.78	530.98	724.70	702.60
较上年同期增减	-	-	-	375.45	509.83	-17.49	-312.58	-94.90	192.77
应付账款及应付票据	0.00	410.79	595.90	623.68	452.65	417.70	486.32	549.41	338.01
较上年同期增减	-	-	-	343.19	452.65	6.91	-109.58	-74.27	-114.64
预收账款	0.00	43.26	31.03	28.03	32.95	29.26	32.26	14.37	12.80
较上年同期增减	-	-	-	-10.44	32.95	-14.00	1.23	-13.66	-20.15
经营性现金流净额	351.85	100.65	177.96	312.09	266.65	175.21	244.96	48.72	112.97
较上年同期增减	276.39	100.65	177.96	218.08	-85.20	74.55	66.99	-263.37	-153.68
筹资性现金流净额	-143.77	-10.46	0.61	-47.19	1600.64	-365.96	92.33	-1.48	0.00
较上年同期增减	-101.16	-10.46	0.61	-89.57	1744.41	-355.50	91.72	45.71	-1600.64
资本开支	17.63	25.30	61.67	44.28	48.34	21.95	40.08	96.85	87.32
较上年同期增减	12.50	25.30	61.67	29.22	30.72	-3.35	-21.60	52.57	38.98
ROE	22.27%	22.52%	23.92%	15.37%	6.68%	6.73%	6.12%	5.75%	4.05%
YOY (±)	-	-	-	-3.13%	-15.59%	-15.78%	-17.80%	-9.62%	-2.63%
资产负债率	0.00%	37.11%	37.52%	34.54%	15.65%	15.39%	18.33%	20.71%	19.39%
YOY (±)	-	-	-	-4.12%	15.65%	-21.72%	-19.19%	-13.83%	3.73%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 8: 劲嘉股份重点季度数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	752.81	669.09	677.63	845.76	813.62	795.18	768.04	997.16	1,009.54
YOY	19.23%	17.37%	13.93%	-3.99%	8.08%	18.84%	13.34%	17.90%	24.08%
归母净利润	175.65	127.43	132.34	138.99	212.69	166.32	166.48	179.81	259.08
YOY	-26.12%	-17.92%	48.97%	7.07%	21.09%	30.52%	25.80%	29.37%	21.81%
毛利率	43.73%	45.86%	44.53%	42.74%	47.14%	40.88%	43.53%	43.13%	43.81%
期间费用率	13.49%	15.88%	16.75%	17.77%	14.23%	13.56%	14.73%	18.50%	11.86%
其中: 销售费用率	2.50%	3.39%	3.60%	4.63%	3.32%	3.23%	3.41%	3.84%	2.96%
管理+研发费用率	10.73%	11.84%	12.45%	13.27%	11.97%	11.67%	12.14%	12.67%	9.33%
财务费用率	0.26%	0.66%	0.70%	-0.13%	-1.07%	-1.34%	-0.83%	1.99%	-0.43%
归母净利率	23.33%	19.05%	19.53%	16.43%	26.14%	20.92%	21.68%	18.03%	25.66%
存货	493.60	503.10	607.37	712.18	706.32	699.74	769.79	782.45	620.72
较上年同期增减	-	-	-	77.37	212.72	196.64	162.42	70.27	-85.60
应收账款	783.52	809.10	665.84	668.68	764.42	729.98	664.59	760.22	1,017.71
较上年同期增减	-	-	-	-144.80	-19.10	-79.12	-1.25	91.54	253.29
应付账款及应付票据	640.45	746.73	739.93	831.32	927.98	813.37	486.32	549.41	338.01
较上年同期增减	-	-	-	-84.96	287.53	66.64	-253.61	-281.91	-589.97
预收账款	8.60	9.57	10.51	10.05	9.79	9.44	12.36	10.19	16.61
较上年同期增减	-	-	-	0.78	1.19	-0.13	1.85	0.14	6.82
经营性现金流净额	111.65	267.71	223.27	217.20	205.81	209.35	187.56	249.93	19.07
较上年同期增减	-42.19	115.02	94.47	-265.66	94.17	-58.36	-35.71	32.73	-186.74
筹资性现金流净额	-52.49	-199.14	-11.61	1222.82	-136.81	-93.21	-466.73	-69.29	-27.09
较上年同期增减	-34.32	-282.87	194.41	1303.50	-84.33	105.93	-455.12	-1292.11	109.73
资本开支	109.28	58.58	81.77	117.99	75.90	67.46	107.95	83.31	74.13
较上年同期增减	10.79	1.27	32.18	-38.12	-33.38	8.88	26.18	-34.68	-1.77
ROE	3.80%	2.74%	2.87%	2.50%	3.26%	2.59%	2.64%	2.80%	3.91%
YOY (±)	-	-	-	-0.44%	-0.54%	-0.15%	-0.22%	0.30%	0.65%
资产负债率	20.62%	24.82%	23.26%	17.64%	17.18%	20.61%	16.43%	17.45%	15.13%
YOY (±)	-	-	-	-10.34%	-3.44%	-4.21%	-6.83%	-0.19%	-2.05%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

