

轻工制造

文娱用品与新型烟草板块中报总结

——坚守价值，拥抱成长

评级：增持（维持）

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	124
行业总市值(百万元)	774420.660
行业流通市值(百万元)	535642.199

相关报告

<<轻工行业 2018 年中报总结-包装布局窗口开启，造纸家居还看龙头>>2018.09.05

<<轻工行业三季报总结-包装拐点已现，配置必选消费，家居等待黎明>>2018.11.05

<<2019 年轻工行业投资策略-黎明将至，价值回归，精选赛道，拥抱成长>>2019.01.05

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
晨光文具	41.28	0.88	1.1	1.38	1.64	46.9	37.5	29.9	25.2	1.5	买入
盈趣科技	44.8	1.78	2.33	3.16	3.77	25.2	19.2	14.2	11.9	0.6	买入

备注

投资要点
■ 文娱板块：万亿市场，龙头温床

文娱板块：行业端，文具市场当前处于份额向龙头集中的时代。考虑 B 端业务，行业有万亿级潜在市场，龙头企业有望在行业变革大潮中最大程度实现红利兑现。公司层面，晨光文具对标同业企业具备明显的竞争优势，ROE、净利率、资产周转率均大幅高于竞争对手。自 2012 年以来，晨光文具连续 7 年营收增速大于 20%，CAGR 为 28.5%。归母净利润持续高于 15%，CAGR 为 23.7%。2019H1 公司业绩继续保持稳健增长。细分产品上，办公文具近年持续高增长，占公司营收比重已达 54%。尽管办公文具较其他产品毛利率低，一度导致公司总毛利率下滑，但近年各产品线毛利率稳健攀升使得总体毛利率有企稳趋势。分业务看，公司传统业务增速稳健，新业务尚处于高成长期，其中晨光科力普 2019H1 收入同比增长 56%，晨光生活馆同比增长 95%。

■ 新型烟草：高速增长，静候东风

新型烟草：全球范围内卷烟行业每年以约 2% 的速度下滑，国内市场自 2015 年开始卷烟销量出现负增长。在全球烟民健康意识提升和各国政府控烟减烟的政策干预下，传统烟草中长期可能承压。在此背景下，新型烟草孕育而生有其特殊意义。我们认为，从中长期视角看新型烟草行业的成长性可以被赋予较高的期许。全球范围内 2011 年电子烟用户人数不足 700 万，至 2018 年用户突破 4000 万，欧睿预计 2021 年用户人数将达到 5500 万人，占烟民总数比重接近 5%。发达国家新型烟草行业较为成熟，美国和英联邦国家市场以烟油式电子烟为主。加热不燃烧产品则以东亚为主要战场并在过去三年高速增长。在对传统烟草延伸和替代的逻辑支持下，新型烟草长线成长格局无忧。投资主线上，关注国外 HNB 产业链标的盈趣科技，中烟 HNB 产业链标的集友股份、劲嘉股份，烟油式电子烟领域龙头亿纬锂能。中报业绩上，盈趣科技上市后首现利润拐点，非电子烟业务高速放量带动业绩反转，后续 IQOS 在美首发和新品上市有望助力电子烟触底反弹。烟油式电子烟龙头麦克韦尔业绩持续高增长，技术壁垒助力企业打造核心竞争优势。国内 HNB 产业链标的劲嘉股份、集友股份主业增速稳健，建议积极关注新型烟草业绩兑现情况。

■ 建议关注标的：晨光文具、盈趣科技
■ 风险提示：宏观经济波动风险、行业政策变动风险、行业竞争加剧风险

内容目录

文娱板块：万亿市场，龙头成长的孵化器	- 5 -
文具市场稳健增长，集中度仍在提升	- 5 -
零售业务：渠道深化，强运营则高周转.....	- 6 -
对公业务：蓝海市场，百舸争流.....	- 9 -
晨光文具中报业绩回顾：产品渠道齐头并进，业绩一路高歌.....	- 9 -
新型烟草：变革孕育成长	- 12 -
从传统烟草行业的变化看新型烟草成长性	- 12 -
三大投资主线，演绎新型烟草投资逻辑.....	- 14 -
中报业绩回顾：盈趣科技拐点初现，麦克韦尔高速前行	- 17 -
重点覆盖公司	- 23 -
风险提示	- 23 -
宏观经济波动风险	- 23 -
行业政策变动风险	- 23 -
行业竞争加剧风险	- 23 -

图表目录

图表 1：中国书写工具零售额以及增速	- 5 -
图表 2：美国书写工具零售额以及增速	- 5 -
图表 3：办公市场企业以及亏损家数	- 5 -
图表 4：2015 年美国书写工具市场份额	- 6 -
图表 5：2015 年中国书写工具市场份额	- 6 -
图表 6：在校学生数量较为稳定	- 6 -
图表 7：书写文具量价变化	- 6 -
图表 8：晨光文具书写工具价格变化	- 7 -
图表 9：晨光文具书写工具的量价贡献拆分	- 7 -
图表 10：公司和行业书写工具增速对比	- 7 -
图表 11：零售渠道的变化	- 7 -
图表 12：晨光文具渠道管理	- 8 -
图表 13：文具上市公司 ROE 对比	- 8 -
图表 14：文具上市公司净利率对比	- 8 -
图表 15：文具上市公司周转率对比	- 8 -
图表 16：文具上市公司权益乘数对比	- 8 -
图表 17：办公用品 B 端市场拆分	- 9 -
图表 18：晨光文具主营业务收入	- 9 -
图表 19：晨光文具归母净利润	- 9 -

图表 20: 晨光文具单季度营收	- 10 -
图表 21: 晨光文具单季度归母净利润.....	- 10 -
图表 22: 晨光文具毛利率与净利率	- 10 -
图表 23: 晨光文具三项费用率	- 10 -
图表 24: 晨光文具分产品营收拆分 (百万元)	- 11 -
图表 25: 晨光文具分产品毛利率.....	- 11 -
图表 26: 晨光科力普营收趋势	- 11 -
图表 27: 晨光生活馆营收变动	- 11 -
图表 28: 晨光文具各业务对收入增长的贡献.....	- 12 -
图表 29: 全球烟草行业规模逐年下滑.....	- 12 -
图表 30: 国内卷烟销量.....	- 12 -
图表 31: 中国烟草税利和上缴财政总额.....	- 13 -
图表 32: G20 国家单包卷烟价格和税率	- 13 -
图表 33: 高税收下菲莫国际盈利能力持续萎缩.....	- 13 -
图表 34: 新型烟草较传统烟草可大幅减害	- 13 -
图表 35: 全球电子烟用户人数.....	- 14 -
图表 36: 2017 年全球电子烟销售额 (亿美元)	- 14 -
图表 37: 日本 IQOS 销售量与市占率.....	- 14 -
图表 38: HNB 产品在日本高速发展.....	- 14 -
图表 39: 卷烟行业销量基本保持稳定.....	- 15 -
图表 40: 新型烟草行业规模高速增长.....	- 15 -
图表 41: 我国烟标龙头企业市占率依然较低.....	- 15 -
图表 42: 烟标与烟用接装纸在卷烟成本中占比低.....	- 15 -
图表 43: 美国烟民群体约为日本的 2.5 倍 (万人)	- 16 -
图表 44: 全球烟民人数分布 (亿人)	- 16 -
图表 45: 国内电子烟行业 2016 年开始崛起.....	- 16 -
图表 46: 麦克韦尔国内业务收入占比较低.....	- 16 -
图表 47: 盈趣科技主营业务收入变动.....	- 17 -
图表 48: 盈趣科技归母净利润变动	- 17 -
图表 49: 盈趣科技单季度主营业务收入变动.....	- 17 -
图表 50: 盈趣科技单季度归母净利润变动	- 17 -
图表 51: 盈趣科技电子烟收入 2018 年起大幅下滑.....	- 18 -
图表 52: 盈趣科技非电子烟业务高速增长	- 18 -
图表 53: 盈趣科技收入按客户拆分	- 18 -
图表 54: 盈趣科技单季度毛利率变动.....	- 18 -

图表 55: 麦克韦尔主营业务收入趋势.....	- 19 -
图表 56: 麦克韦尔归母净利润趋势.....	- 19 -
图表 57: 亿纬锂能主营业务收入趋势.....	- 19 -
图表 58: 亿纬锂能归母净利润趋势.....	- 19 -
图表 59: 2016 年美国前四大电子烟品牌占比.....	- 20 -
图表 60: 美国各大电子烟品牌市场份额变化.....	- 20 -
图表 61: 麦克韦尔对前五大客户销售金额 (百万元)	- 20 -
图表 62: 劲嘉股份主营业务收入趋势.....	- 21 -
图表 63: 劲嘉股份归母净利润趋势.....	- 21 -
图表 64: 劲嘉股份毛利率、净利率变动趋势.....	- 21 -
图表 65: 劲嘉股份收入拆分.....	- 21 -
图表 66: 集友股份主营业务收入趋势.....	- 22 -
图表 67: 集友股份归母净利润趋势.....	- 22 -
图表 68: 集友股份毛利率、净利率变动趋势.....	- 22 -
图表 69: 集友股份收入拆分.....	- 22 -
图表 70: 重点覆盖公司中报业绩一览表.....	- 23 -

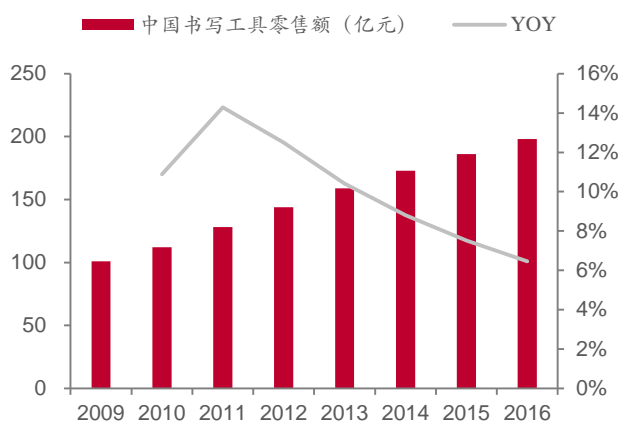
..

文娱板块：万亿市场，龙头成长的孵化器

文具市场稳健增长，集中度仍在提升

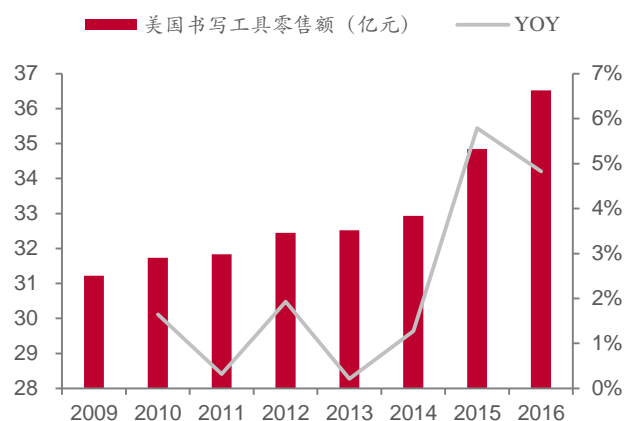
- **文具市场稳健增长，国内人均消费量较低，潜在市场空间大。**根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》的报告，中国文具行业（不包括办公设备和家具）市场规模约 220 亿美元，而国际文具市场规模约 2500 亿美元。在文具行业细分领域中，书写工具受众最广，占文具行业份额最大。与中国人口占全球比重约 20% 相比，中国文具市场规模仅约占全球文具市场规模总额的 8.6%；从人均文具消费额来看，国人均文具消费额约仅为 105 元/年，而全球平均人均消费水平约为 240 元/年，人均文具消费额还不到全球平均人均消费水平的一半。

图表 1：中国书写工具零售额以及增速



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

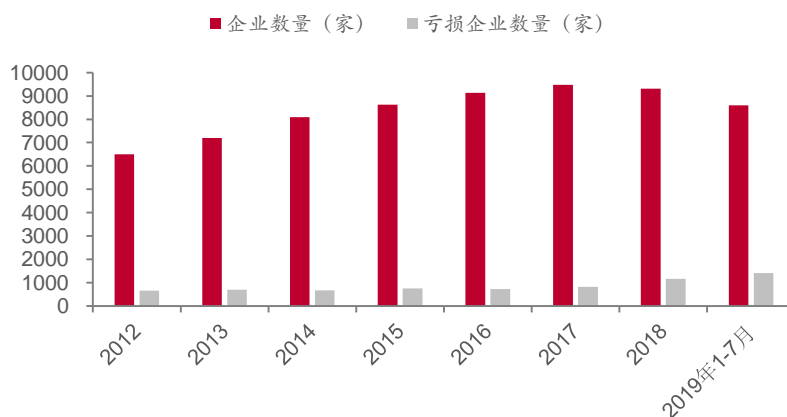
图表 2：美国书写工具零售额以及增速



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

- **亏损企业数增加，行业持续洗牌。**截至 2019 年 7 月，我国共有文教、工美、体育和娱乐用品制造业企业 8597 家，亏损企业 1406 家。2018 年我国文教、工美、体育和娱乐用品制造业 9307 家，亏损企业 1167 家，亏损面为 12.5%。自 2016 年开始，行业内亏损企业数量增加，同时企业数量减少，行业洗牌过程正在持续。

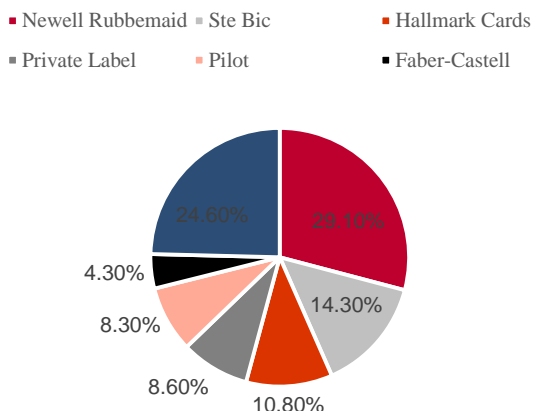
图表 3：办公市场企业以及亏损家数



来源：wind、中泰证券研究所

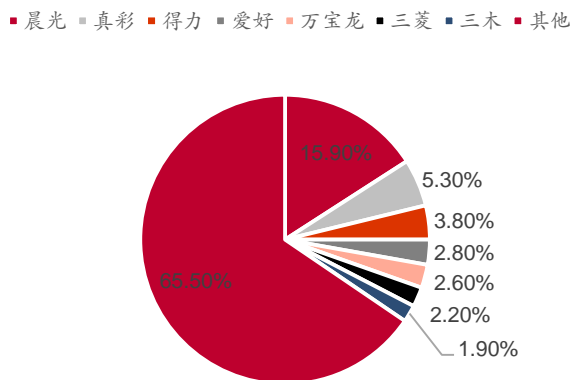
- **市场集中度有望持续提升。**从市场格局看，我国书写工具市场 CR5 为 30.4%，其中规模最大的晨光文具市场份额为 15.9%，是第二大品牌真彩文具的三倍。相比之下，美国书写工具市场 CR5 达到 71.1%，与发达市场相比，我国书写工具的市场集中度仍有较大的提升空间，品牌龙头在未来享有更大的优势。

图表 4: 2015 年美国书写工具市场份额



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

图表 5: 2015 年中国书写工具市场份额

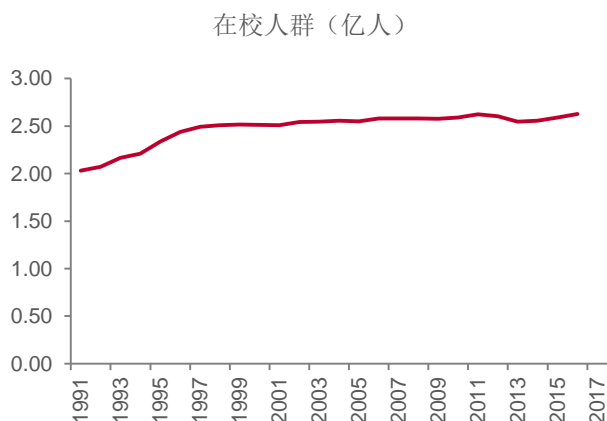


来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

零售业务：渠道深化，强运营则高周转

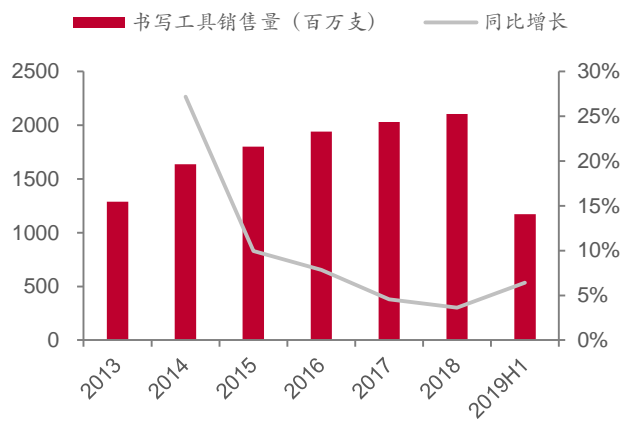
- **在校学生群体稳定，公司产品量价齐升。**1991 年到 2016 年的在校人群一直处于较为稳定的状态，而晨光的书写文具业务 13-18 年 CAGR 为 13%，主要驱动力来自于渠道的持续渗透和开拓，以及消费升级。随着精品文创+儿美占比持续提升，价格因素贡献更明显。

图表 6: 在校学生数量较为稳定



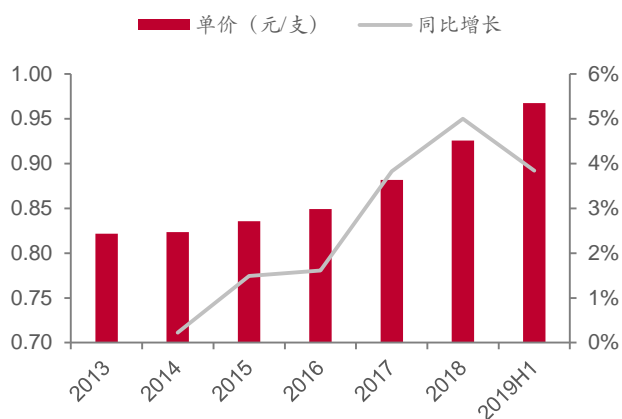
来源：wind、中泰证券研究所

图表 7: 书写文具量价变化



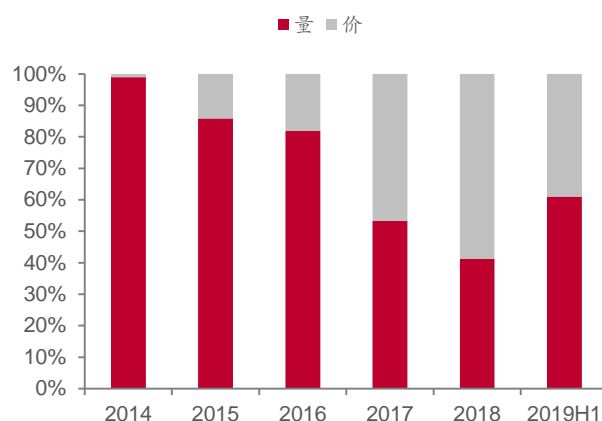
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 晨光文具书写工具价格变化



来源: 公司公告、中泰证券研究所

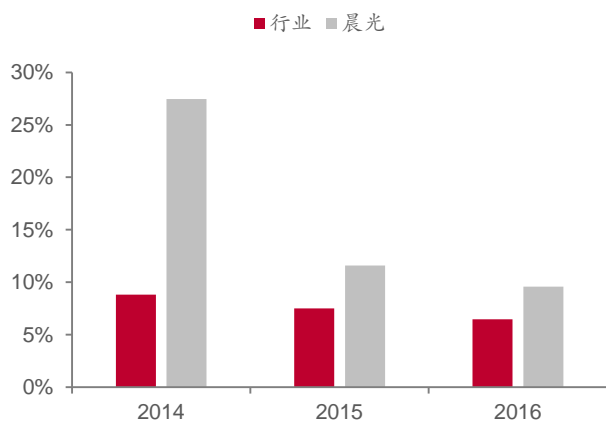
图表 9: 晨光文具书写工具的量价贡献拆分



来源: 公司公告、中泰证券研究所

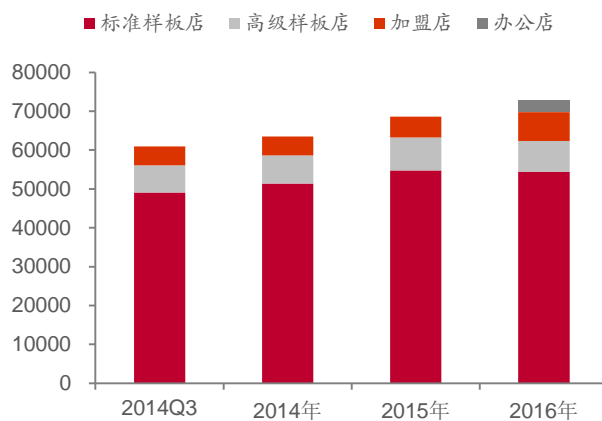
- **渠道持续深耕, 市占率提升。**由于晨光的学生文具和办公用品涉及新模式新渠道, 较难以在传统渠道上拆分量价, 单看书写工具, 公司 14-16 年的增速持续高于行业, 说明晨光的市占率不断提升。我们认为, 市占率的提升核心之一来自于公司对于渠道把控力。
- 公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式, 与各级经销商(合作伙伴)共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。截止 17 年年底, 公司在全国拥有 30 家一级(省级)合作伙伴、近 1200 家二、三级合作伙伴, “晨光系”零售终端超过 7.2 万家(54469 家标准样板店、7872 家高级样板店、7412 家加盟店以及 3013 家办公店), 各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约 80%, 居行业领先地位。

图表 10: 公司和行业书写工具增速对比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 零售渠道的变化



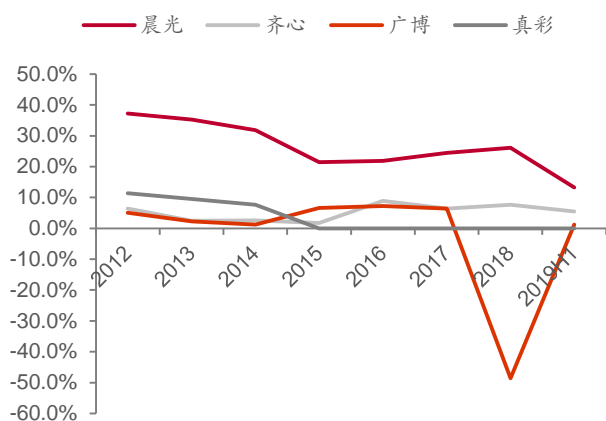
来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 晨光文具渠道管理

优势方向	具体情况
产品经营	公司在一级（省级）合作伙伴层面已实现了晨光品牌产品“全排他”经营，在二、三级合作伙伴层面，书写工具做到了竞争性产品的排他
渠道管理	公司实现了一级经销商之间“零窜货”的优异价格管理成效以及经销商门店经营的现代化 4S 管理成果
营销团队	借助于庞大的经销体系以及与合作伙伴紧密的合作关系，公司通过不折不扣的执行“多维度”的 KPI 体系，打造了一支具有高执行力和高效率的泛晨光文具营销团队

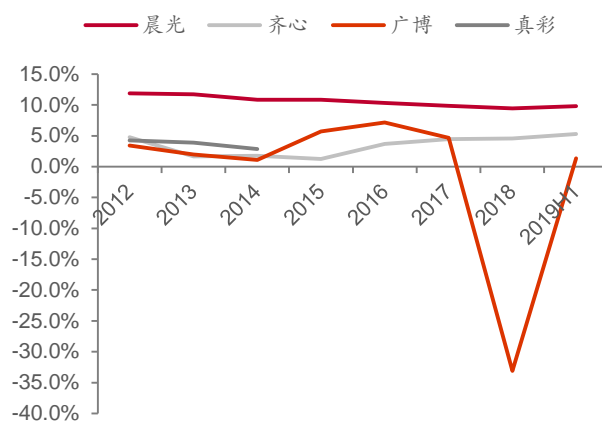
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **强渠道和运营管理给晨光带来高效的周转能力和优异的盈利能力。**公司各项周转率指标均远高于行业。从销售净利率来看，公司 18 净利率约为 9.5%，远高于同行其他上市公司。公司总资产周转率持续高于竞争对手，因此以最低的权益乘数取得了远远优于同行的 ROE。

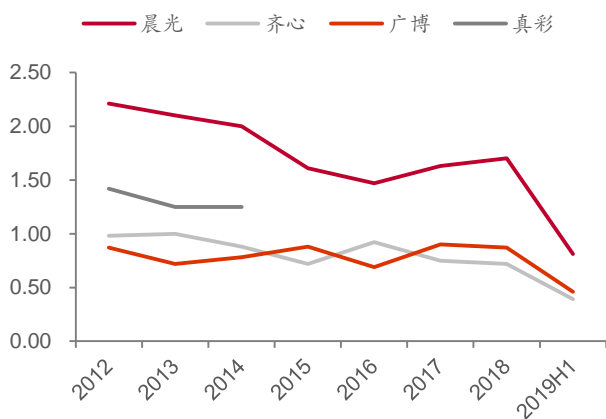
图表 13: 文具上市公司 ROE 对比


来源：wind、中泰证券研究所

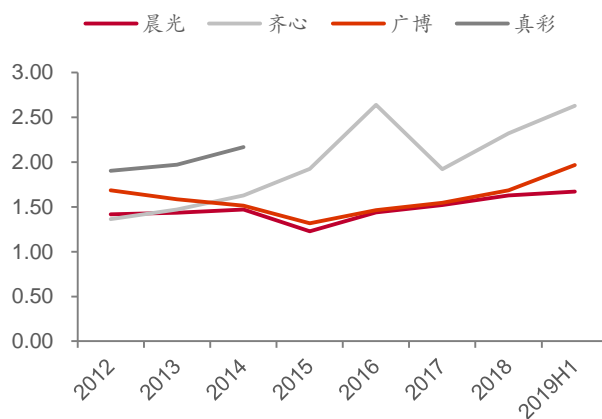
备注：真彩文具只有 11-14 年数据；晨光文具于 15 年 1 月上市

图表 14: 文具上市公司净利率对比


来源：wind、中泰证券研究所

图表 15: 文具上市公司周转率对比


来源：wind、中泰证券研究所

图表 16: 文具上市公司权益乘数对比


来源：wind、中泰证券研究所

对公业务：蓝海市场，百舸争流

- **B 端业务潜在市场有万亿空间。**目前我国 B 端业务正经历渠道变革--由分散采购转变为集中招标，尤其政府采购趋向于电商化、集中化和阳光化，带动新零售模式下办公直销市场蓬勃发展。据中商情报网数据，2017 年 B2B 办公用品市场规模达 1.7 万亿，未来 3-5 年 9% 的复合增长，2022 年达到 3.3 万亿。在此情况下，龙头企业凭借其品牌优势、全面的经营网络、优越的服务能力具备更大的竞争优势，或将迎来红利释放。
- **推进 B 端业务进展，优化品类与客户结构，专业化更进一步。**晨光积极推进 B 端科力普业务。截至 2018 年 11 月，科力普主要客户为一级政府、二级政府、央企和 500 强；其中，500 强客户毛利率 15%，政府客户毛利率 11%，央企毛利率 10.2%（政府购入大设备较多，500 强企业日耗品占比高，服务费用高）。通过深度挖掘用户需求优化调整核心品类产品结构、继续铺设物流仓储以及引流中间市场客户（毛利率 17.3%），18 年前三季度科力普毛利率改善已初见成效，直管对直营业务毛利率同比提升 1-2pct.，专业化更进一步。

图表 17：办公用品 B 端市场拆分

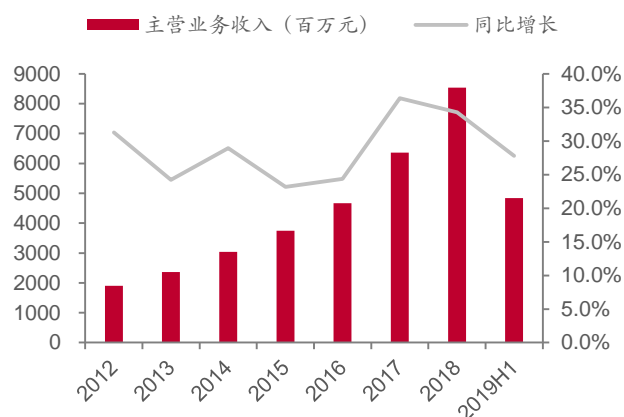
	平均采购规模	多品类/服务	客户粘性	毛利率	营业利润率	目前竞争格局	整体评分
一级政府	1380亿	较高	关系型，存在风险	10.90%	6.20%	友商竞争重点	7.5
二级政府	3450亿	较高	关系型，存在风险	11.90%	6.00%	本地供应商盘踞，粘性较高	2.5
央企	1150亿	高	关系型，存在风险	12.80%	6.20%	竞争最激烈	10
500强	1610亿	高	较高	16.40%	6.10%	外资供应商较强	7.5
中间市场	9660亿	中	较高，技术庞大稳定	20.40%	8.20%	非主要竞争对手战略重点，存在进入机会	7.5
小微市场	5750亿	低	低	24.90%	14.70%	B2C 电商竞争较强	2.5

来源：公司公告、中泰证券研究所

晨光文具中报业绩回顾：产品渠道齐头并进，业绩一路高歌

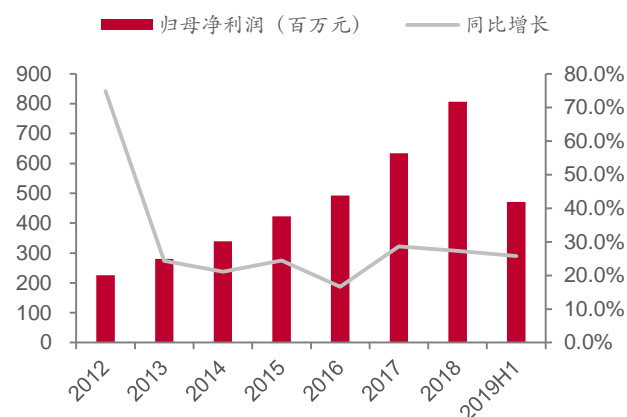
- **业绩高增长延续，有望带来确定性溢价。**2019H1，晨光文具实现营收 48.4 亿元，同比增长 27.8%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 25.8%。自 2012 年以来，晨光文具连续 7 年营收增速大于 20%，CAGR 为 28.5%。归母净利润持续高于 15%，CAGR 为 23.7%。

图表 18：晨光文具主营业务收入

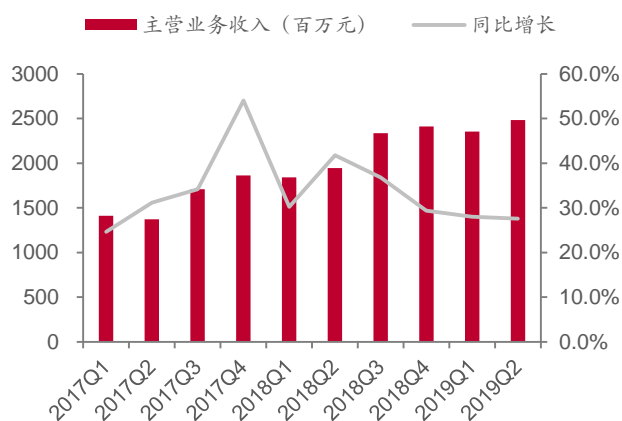


来源：公司公告、中泰证券研究所

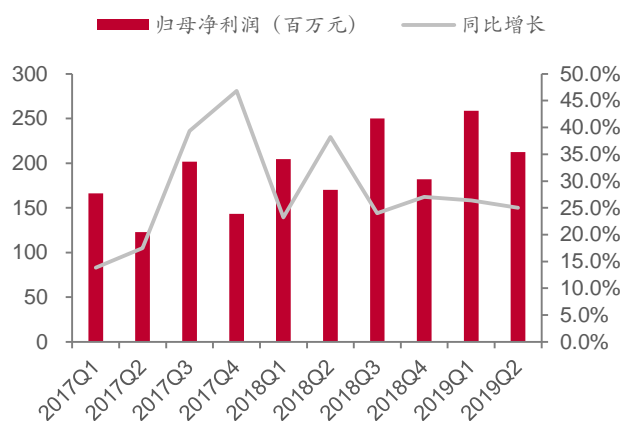
图表 19：晨光文具归母净利润



来源：公司公告、中泰证券研究所

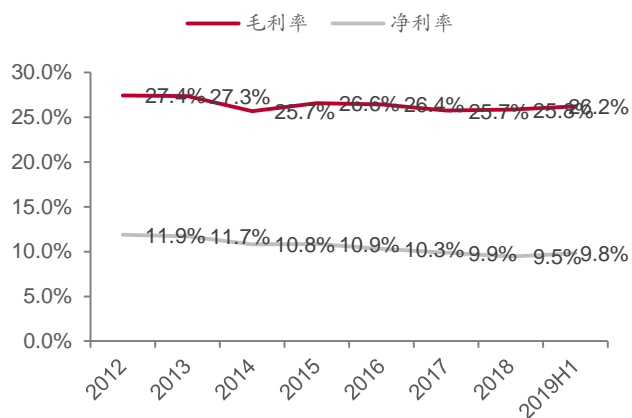
图表 20: 晨光文具单季度营收


来源: 公司公告、中泰证券研究所

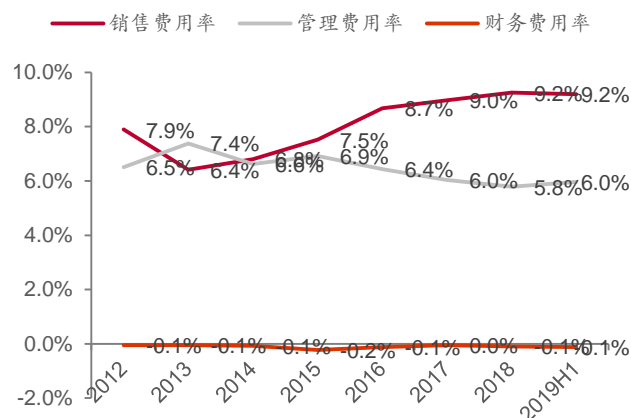
图表 21: 晨光文具单季度归母净利润


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 毛利率稳步向好, 费用率基本趋稳。**2018 年, 公司毛利率 25.8%, 同比提升 0.1pct, 2019H1 公司毛利率升至 26.2%。我们认为, 伴随晨光科力普放量及全国化布局初具成效, 规模效应和资本开支降低有望带动毛利率延续上行趋势。费用率方面, 2018 年公司三费率合计 14.9%, 同比下降 0.1pct。2019H1 公司三费率 15%, 近年来费用率基本趋稳。净利率方面, 公司 2018 年净利率 9.5%, 同比略降 0.4pct。2019H1 净利率增至 9.8%。

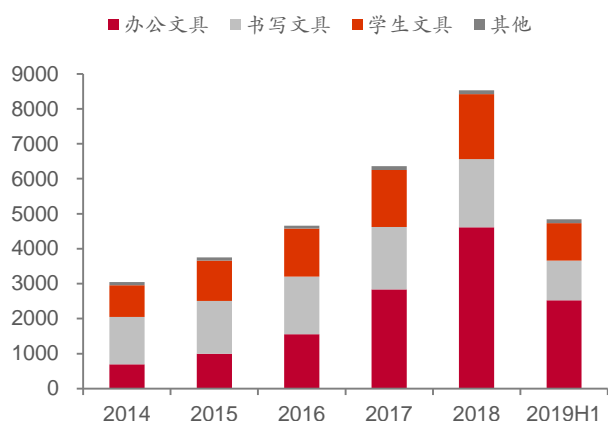
图表 22: 晨光文具毛利率与净利率


来源: 公司公告、中泰证券研究所

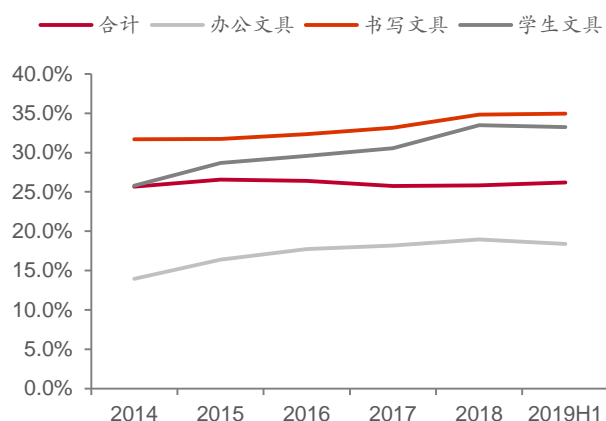
图表 23: 晨光文具三项费用率


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 产品拆分: 办公文具高速增长, 毛利率持续改善。**产品结构上, 公司办公文具持续高速增长, 2014-2018 年 CAGR 为 45.9%。占公司营收比重由 23% 提升至 54%。由于办公文具产品毛利率低于书写文具和学生文具, 产品占比提升一度带动企业总体毛利率下行, 但近年来伴随各产品线毛利率稳健向好, 公司总体毛利率呈现逐步企稳趋势。2019H1 办公文具 (含科力普) 同比增长 34.2%, 高增长势头得以延续。

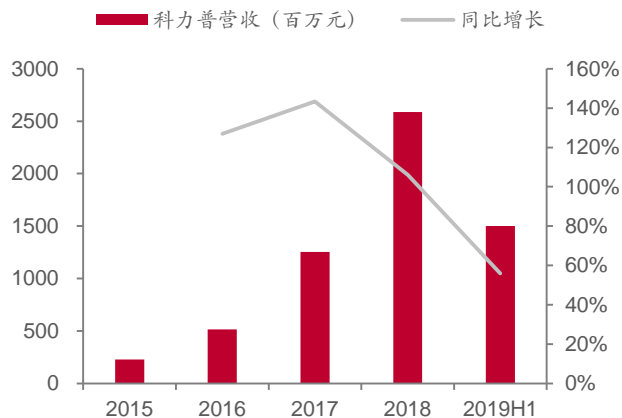
图表 24: 晨光文具分产品营收拆分 (百万元)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

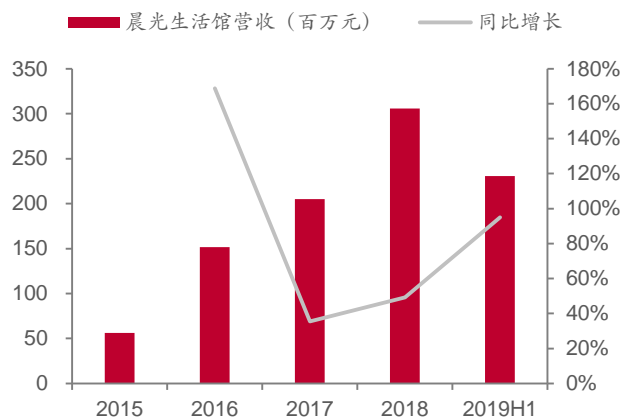
图表 25: 晨光文具分产品毛利率


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 业务模式拆分: 科力普与晨光生活馆有望打开成长空间。**业务模式上, 公司传统业务 2017 年和 2018 年营收分别增长 20%和 16%, 2019H1 传统业务同比增长 15%。新业务则保持高速增长势头。晨光科力普 2014-2018 年营收 CAGR 为 83.6%, 2019H1 同比增长 56%; 晨光生活馆 2014-2018 年营收 CAGR 为 52.6%, 2019H1 同比增长 95%。2018 年, 科力普对公司营收增长的贡献已达到 61%。

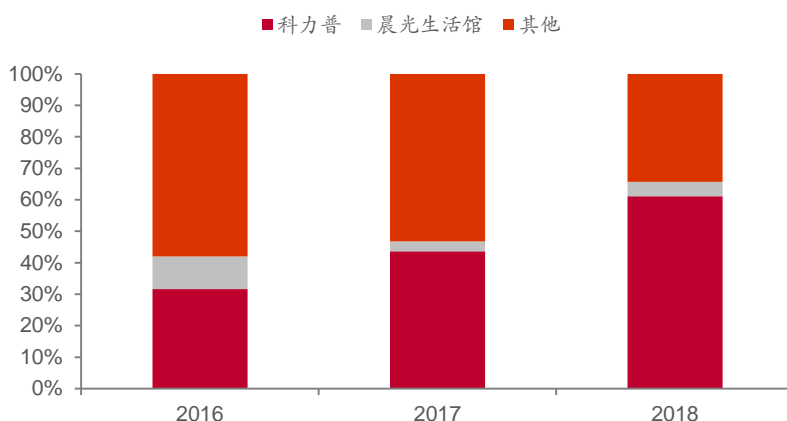
图表 26: 晨光科力普营收趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 27: 晨光生活馆营收变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 28: 晨光文具各业务对收入增长的贡献



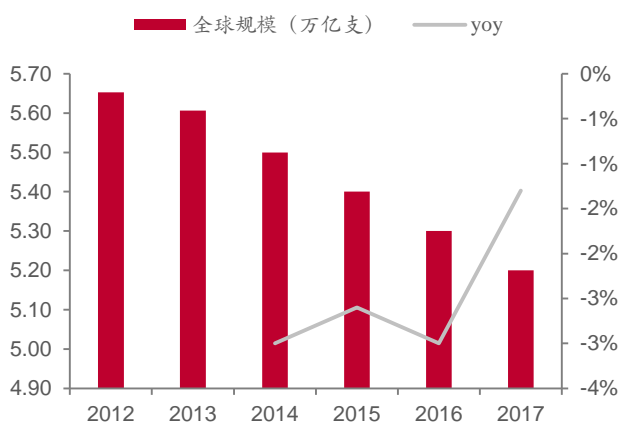
来源: 公司公告、中泰证券研究所

新型烟草: 变革孕育成长

从传统烟草行业的变化看新型烟草成长性

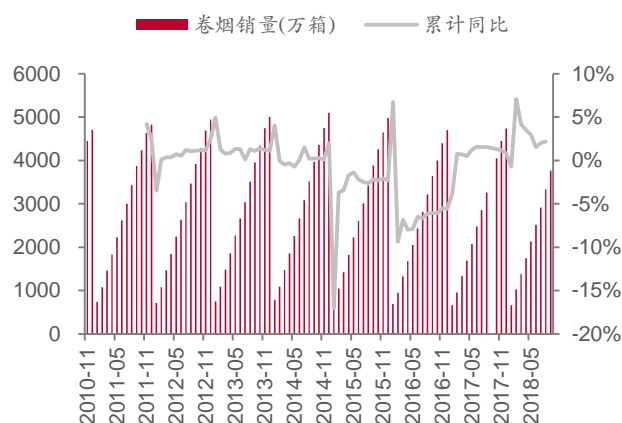
- 卷烟行业: 饱受质疑的庞大市场。** 目前全球烟草市场规模约 7000 亿美元, 国内卷烟市场销售额超万亿。烟草市场具有行业规模大、盈利能力强、税率高显著特点。但由于行业的特殊性, 近年来在全球烟民健康意识增强和各国政府控烟减烟政策的推动下, 烟草行业呈现下滑趋势。全球卷烟市场以每年约 2% 的速度下滑, 国内市场卷烟销量自 2015 年开始也出现连续两年的下滑势头。

图表 29: 全球烟草行业规模逐年下滑



来源: PMI、中泰证券研究所

图表 30: 国内卷烟销量

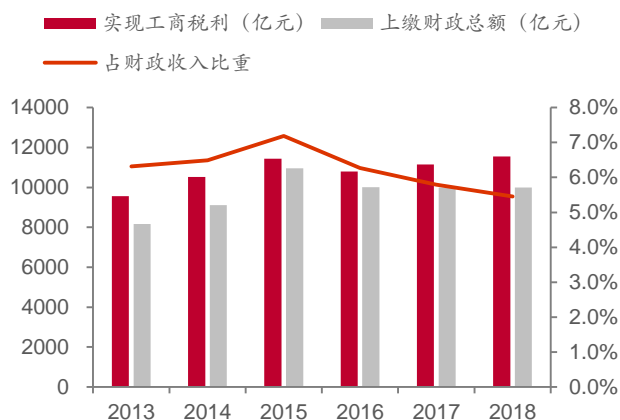


来源: wind、中泰证券研究所

- 新型烟草作为博弈平衡体诞生。** 我们认为, 新型烟草是政府/烟草公司/烟民三大群体的博弈平衡体。烟草作为一种对人体有害的成瘾性产品, 在各国政府的控烟政策干预下, 行业的税收持续提升。以菲莫国际为例, 2012 年以来持续提升的综合税率压缩着公司的盈利能力, 也敦促企业通过新型烟草的变革寻找行业突围之路。而从政府税收角度而言, 烟草行业的特殊性决定了其在财政收入体系中的重要地位, 例如我国烟草行业

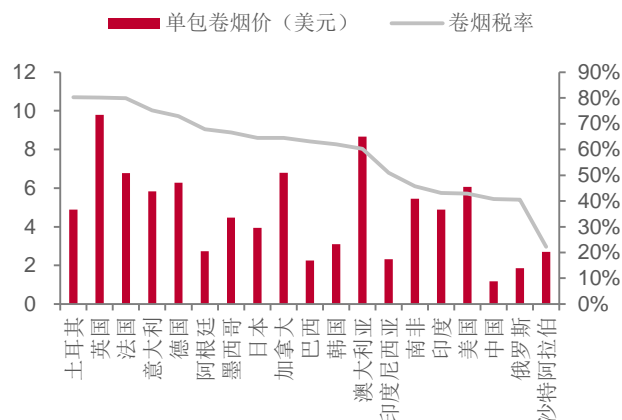
已连续四年上缴财政总额超万亿，占国家财政收入的比重约为 6%，这一特点决定了新型烟草的政策推进在一定程度上会影响到国家财政体系规划。从终端消费者角度看，相较于传统烟草，无论是烟油式电子烟还是加热不燃烧产品都可以在一定程度上降低对人体的伤害，且产品在口味多样、产品新潮等多个方面的特质决定了新型烟草的产品先进性。因此我们认为，如果政策法规的设立上可以平衡政府/烟草公司/烟民三方的利益诉求，中长期新型烟草有望逐步实现对传统烟草产品的延伸和替代。

图表 31: 中国烟草税利和上缴财政总额



来源: wind、中泰证券研究所

图表 32: G20 国家单包卷烟价格和税率



来源: WHO、中泰证券研究所

图表 33: 高税收下菲莫国际盈利能力持续萎缩

单位: 百万美元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入	77,393	80,029	80,106	73,908	74,953	78,098	79,823
成本	10,373	10,410	10,436	9,365	9,391	10,432	10,758
税金	46,016	48,812	50,339	47,114	48,268	49,350	50,198
税后收入	31,377	31,217	29,767	26,794	26,685	28,748	29,625
毛利	21,004	20,807	19,331	17,429	17,294	18,316	18,316
税率	59.5%	61.0%	62.8%	63.7%	64.4%	63.2%	62.9%
毛利率	27.1%	26.0%	24.1%	23.6%	23.1%	23.5%	22.9%

来源: PMI、中泰证券研究所

图表 34: 新型烟草较传统烟草可大幅减害

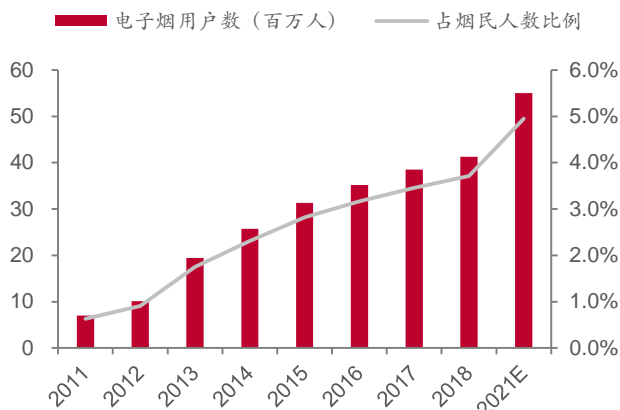
	烟油式电子烟	加热不燃烧式电子烟
工作原理	雾化烟油，将含尼古丁的液体雾化形成气状物吸入口腔	外部热源加热而不点燃烟草
释放物	传统卷烟的8%	传统卷烟的5%
细胞毒性	传统卷烟的9%	传统卷烟的14%
价格	便宜，价格优势明显	昂贵，成本略高于传统卷烟
品种	品种多样，有大烟、小烟等品种	选择有限，目前以 IQOS 产品为主
口味	种类多样	选择有限
口感	产品中不含烟草，口感不及加热不燃烧式电子烟	将传统卷烟再度深加工，更接近真烟

来源: 蒸汽巴士、中泰证券研究所

■ **全球新型烟草产业链具备较高成长性。**我们认为，从中长期视角看新型烟草行业的成长性可以被赋予较高的期许。**全球范围内：**2011 年电子烟用户人数不足 700 万，至 2018 年用户突破 4000 万，欧睿预计 2021 年用户人数将达到 5500 万人，占烟民总数比重接近 5%。**美国市场：**美国是全球电子烟最成熟的市场，2017 年销售额 46.3 亿美元，占全球规模的 38.6%。美国电子烟用户数约 900 万人，占烟民总数的 16.4%。**日本市场：**日本是加热不燃烧产品的主战场，领军产品 IQOS 烟弹销售量占烟草市场总量的 15.2%，加热不燃烧产品占比为 24.7%，IQOS 设备保有人数占烟民总数超过三分之一。**长期成长性：**以菲莫国际对 IQOS 的长期规划为例，2025 年全球（不含美国）IQOS 用户目标数 4000 万人，仅

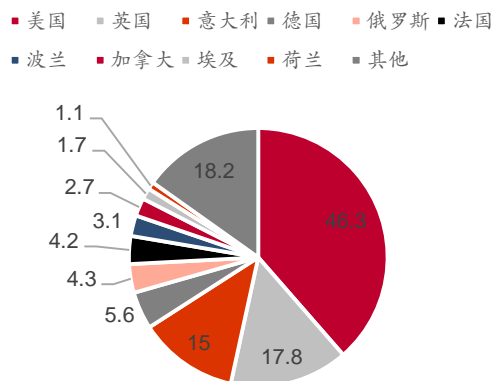
该产品就将占据全球烟民总数的 4%。烟弹出货量 2500 亿支，占公司烟弹总出货量的 40%左右。因此，我们认为，从全球视角来看，新型烟草对传统烟草的延伸和替代正在加速推进，若未来国内新型烟草行业能够实现 10%的市占率，意味着行业规模将达到约 1500 亿元。

图表 35: 全球电子烟用户人数



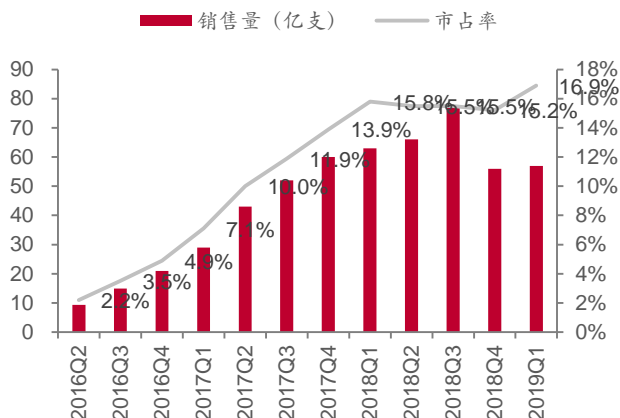
来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 36: 2017 年全球电子烟销售额 (亿美元)



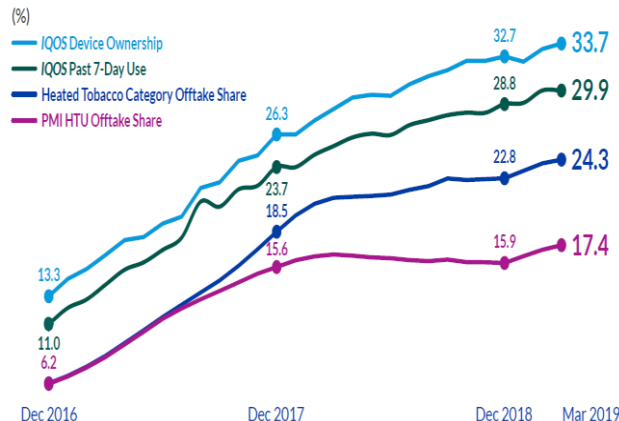
来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 37: 日本 IQOS 销售量与市占率



来源: PMI、中泰证券研究所

图表 38: HNB 产品在日本高速发展



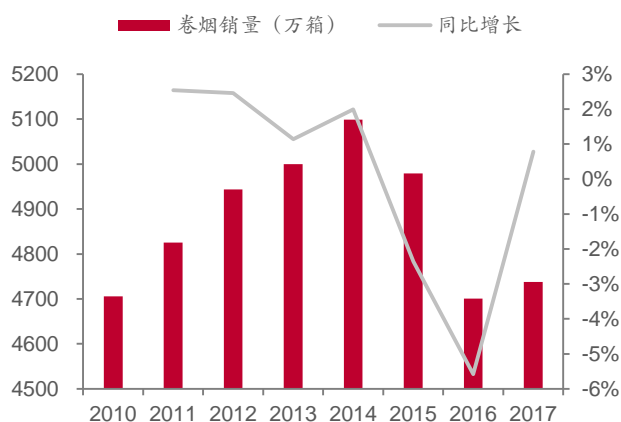
来源: PMI、中泰证券研究所

三大投资主线，演绎新型烟草投资逻辑

- 国内 HNB 产业链:** 相关标的**劲嘉股份、集友股份**。基于行业高速扩容逻辑，新型烟草短期应较传统烟草被赋予更高的估值。而中长期看烟用耗材企业切入新型烟草的业绩兑现模式在于产业集群附加值提升。主要表现在：**1) 在中烟供应链体系中份额的提升。**我国烟用耗材领域格局分散，以烟标为例，60%-70%的市场份额掌握在地方性中小企业和三产公司手中，行业龙头劲嘉股份、东风股份等市占率仅 7%。由于新型烟草生产技术壁垒远高于传统烟草（例如 IQOS 正在申请和已授权专利已近万项），行业有望逐步呈现向龙头集中的趋势。**2) 供应链份额提升。**我国卷烟行业年收入约 1.5 万亿元，行业毛利率在 70%左右，据此计算卷烟生产成本约 4000-5000 亿元。现存 A 股标的主要为中烟提供烟标与

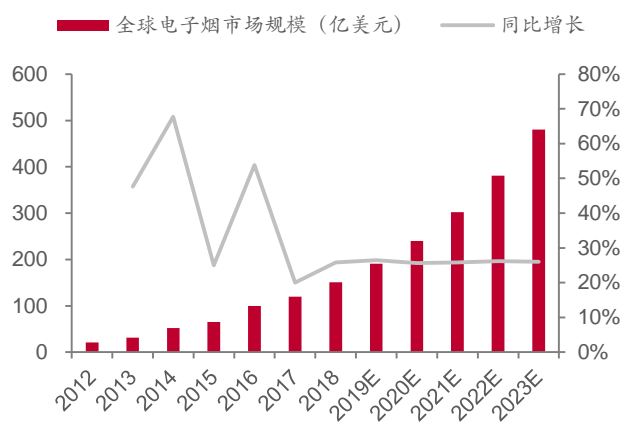
接装纸，占卷烟成本不足 10%。其他烟丝等环节则因烟草专售制度难以触及。新型烟草的出现可以为企业拓展附加值的机会。

图表 39: 卷烟行业销量基本保持稳定



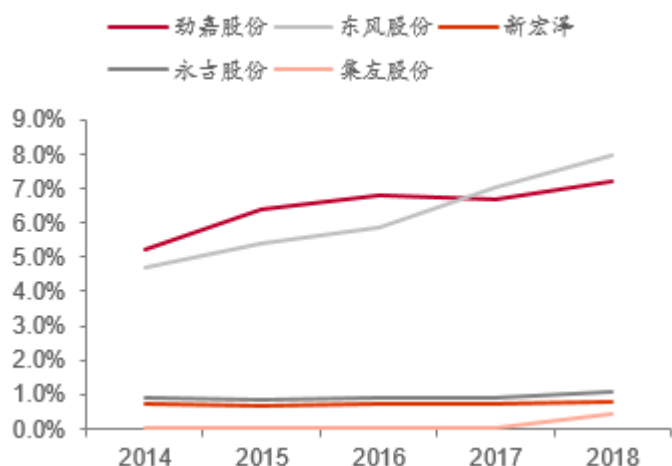
来源: wind、中泰证券研究所

图表 40: 新型烟草行业规模高速增长



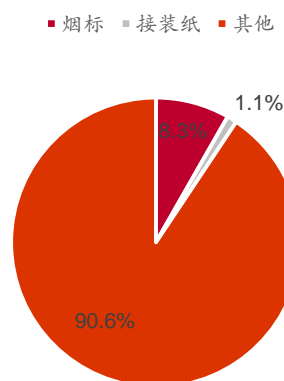
来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图表 41: 我国烟标龙头企业市占率依然较低



来源: 公司公告、中泰证券研究所

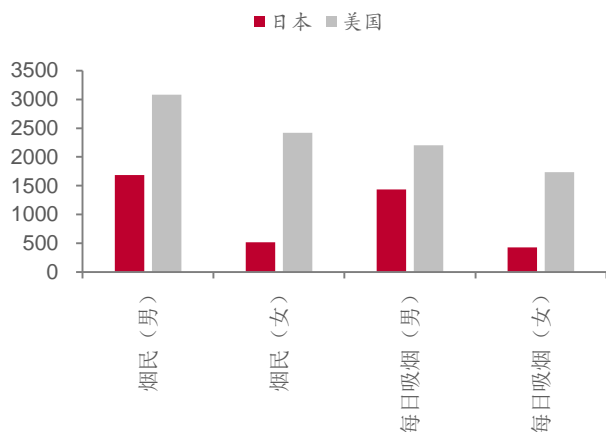
图表 42: 烟标与烟用接装纸在卷烟成本中占比低



来源: wind、中泰证券研究所

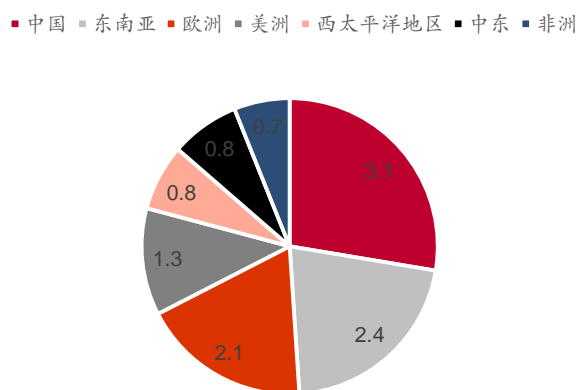
- **国外 HNB 产业链:** 相关标的**盈趣科技**。FDA 5 月批准 IQOS 在美销售。奥驰亚计划 2019 年 9 月于亚特兰大等地开始销售 IQOS 产品，有望为 IQOS 在全球市场打开新的成长空间。中长期来看，IQOS 获得 FDA 审批通过后产品口碑有望逐步提升，并推动产品在欧洲、中东等市场的推进。

图表 43: 美国烟民群体约为日本的 2.5 倍 (万人)



来源: WHO、中泰证券研究所

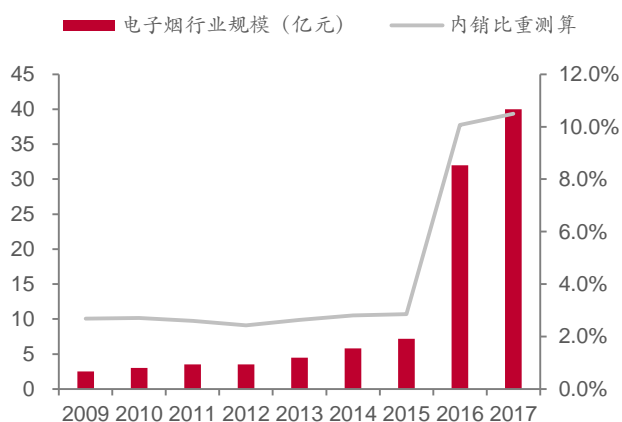
图表 44: 全球烟民人数分布 (亿人)



来源: WHO、中泰证券研究所

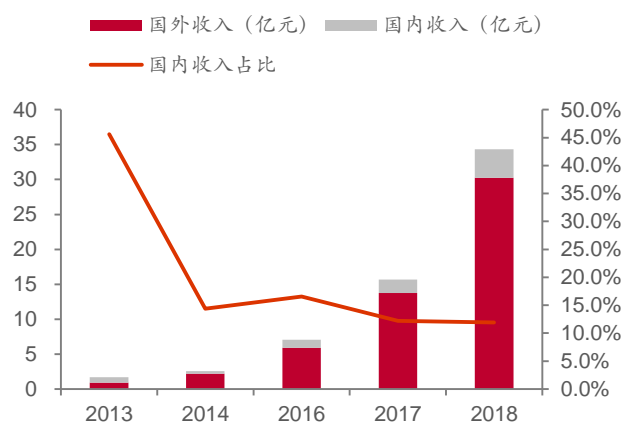
- **烟油式电子烟产业链: 相关标的亿纬锂能。国内电子烟 C 端悄然崛起, 关注产业链新增量。** 2015 年之前, 我国电子烟行业定位以为国际品牌提供代工服务为主。2015 年国内行业规模约 7 亿元, 电子烟行业总产值则超过 80 亿元, 以出厂价: 终端价=1:3 测算, 自主品牌占比不足 3%。但 2016 年起, 国内 C 端市场迅速崛起, 至 2017 年行业规模约 40 亿元, 自主品牌占比提升至 10% 以上。以 Relx (悦刻)、YOOZ (柚子) 为代表的国产品牌正高速崛起并抢占市场份额。
- **烟油式电子烟国产品牌并无上市企业, 但行业的高速成长有望为烟油式电子烟龙头麦克韦尔打造新的增长极:** 1) 2018 年公司国内市场收入 4.1 亿元, 占营收比重为 11.9%, 国内业务的推进有望平衡公司的营收结构。2) 2016 年以前, 公司国内营收约占行业产值的 1%-2%, 头部品牌的崛起有望提升客户对产品品质的要求, 并对行业集中度提升起到助力。我们假设烟油式电子烟行业以每年 30% 的速度成长, 且 CR3 品牌占比为 50%, 预计将产生 11.3 亿元左右的 ODM 业务需求, 约相当于麦克韦尔 2018 年国内营收的 2.8 倍。

图表 45: 国内电子烟行业 2016 年开始崛起



来源: 产业信息网、中泰证券研究所

图表 46: 麦克韦尔国内业务收入占比较低

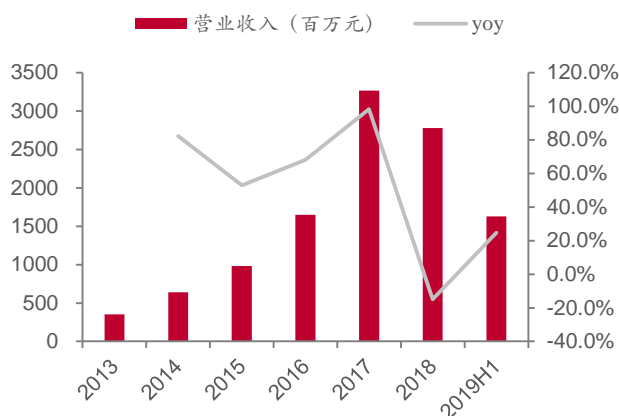


来源: 公司公告、中泰证券研究所

中报业绩回顾：盈趣科技拐点初现，麦克韦尔高速前行

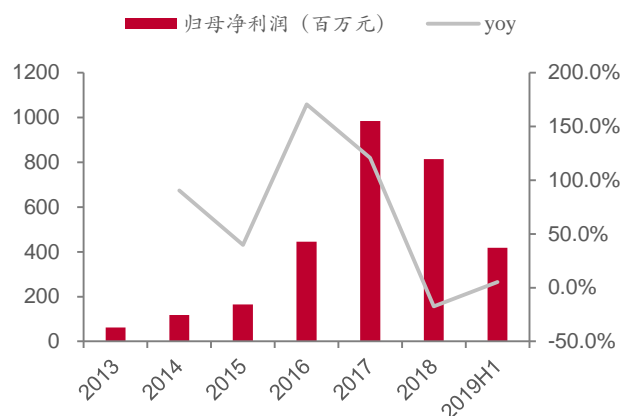
- 盈趣科技：非电子烟业务高速放量，二季度业绩大幅反转。**2019H1 盈趣科技实现主营业务收入 16.3 亿元，同比增长 24.7%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比增长 5.1%。单二季度公司实现营收 9.4 亿元，同比增长 45.9%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比增长 16.2%。上市后公司首次实现净利润同比增长。
- 从业务拆分角度看，公司电子烟业务自 2018 年开始的下滑趋势依然在延续。产业链份额下滑和 PMI 渠道去库存战略的推进是导致电子烟部件收入下滑的核心原因。2017 年，公司电子烟业务约占营收比重的 51%，2018 年，电子烟占营收比重降至 30%左右，2019H1 占比继续下滑。同期由于非电子烟业务持续高速增长，开始逐步抵消电子烟收入下滑利空，公司业绩逐步实现反转。
- 后市来看，公司家用雕刻机、罗技、汽车电子、技术研发等业务高增长势头有望维系。伴随：1) IQOS 业务在美国市场逐步放量以及 2) IQOS 后续可能推出的新品导致供应链份额重新分配，我们认为电子烟业务有望逐步触底反弹，带动公司业绩继续稳健前行。

图表 47：盈趣科技主营业务收入变动



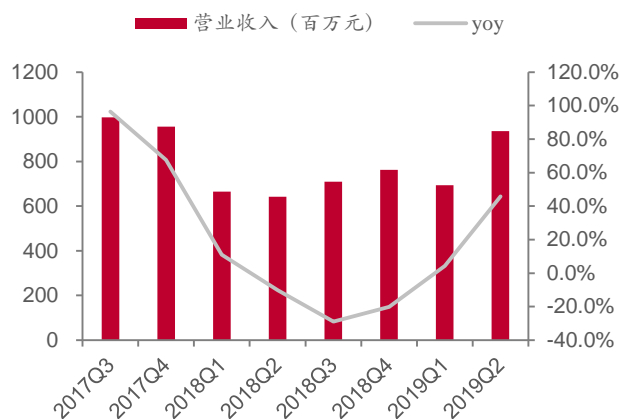
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 48：盈趣科技归母净利润变动



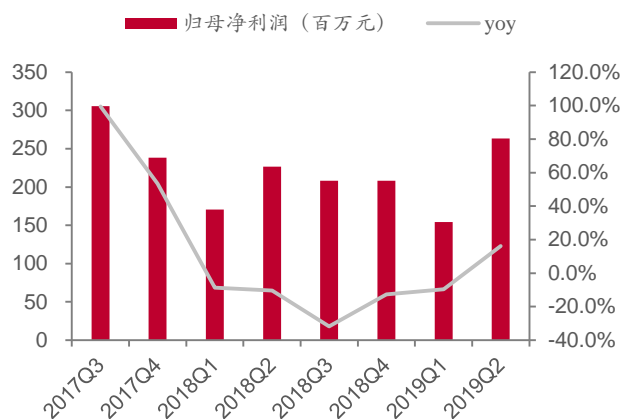
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 49：盈趣科技单季度主营业务收入变动



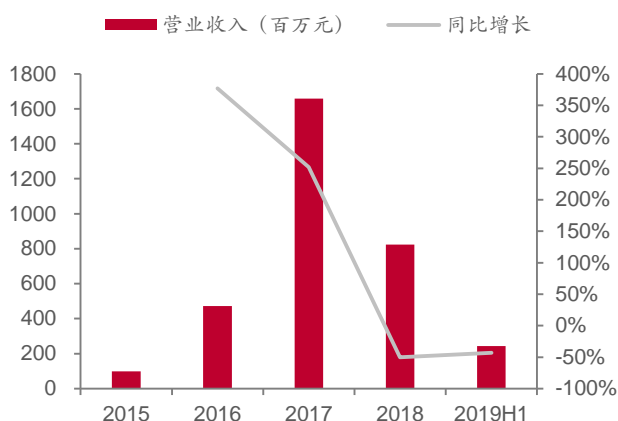
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 50：盈趣科技单季度归母净利润变动



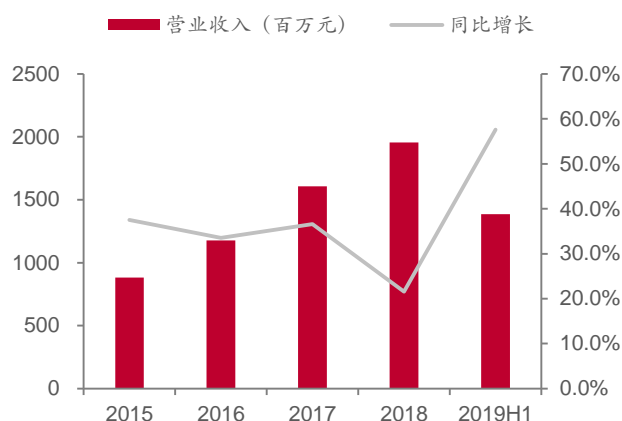
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 51: 盈趣科技电子烟收入 2018 年起大幅下滑



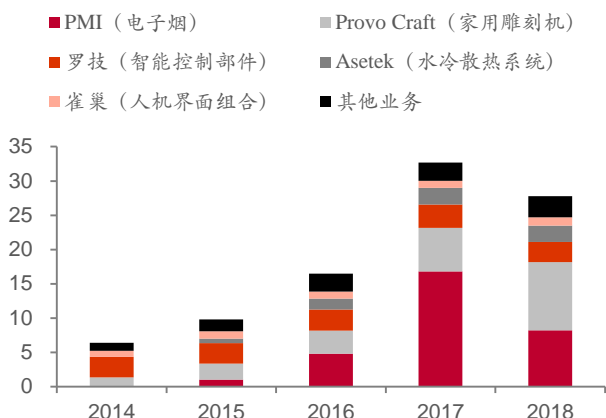
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 52: 盈趣科技非电子烟业务高速增长



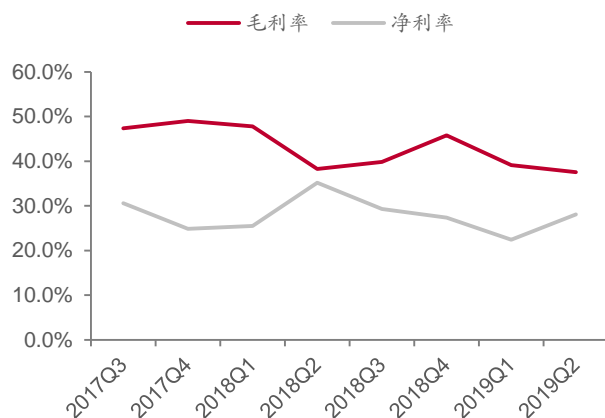
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 53: 盈趣科技收入按客户拆分



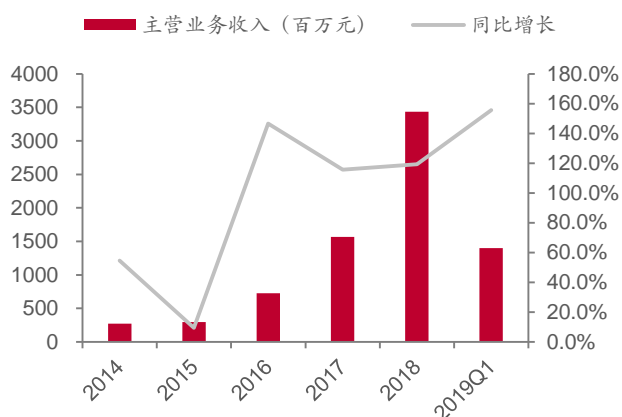
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 54: 盈趣科技单季度毛利率与净利率变动

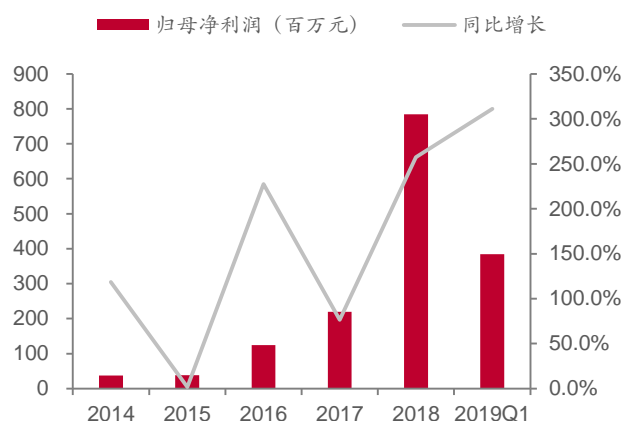


来源: 公司公告、中泰证券研究所

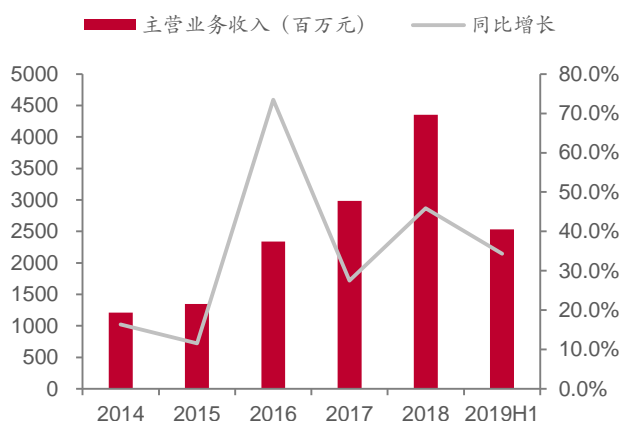
- **麦克韦尔: 业绩持续高增长, 先发优势和技术壁垒突出。**2019Q1, 麦克韦尔实现营收 14 亿元, 同比增长 155.7%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 311.3%。公司延续了 2016 年以来的高速业绩增长势头。受参股股权并表影响, 亿纬锂能上半年业绩同样维持高速成长势头。

图表 55: 麦克韦尔主营业务收入趋势


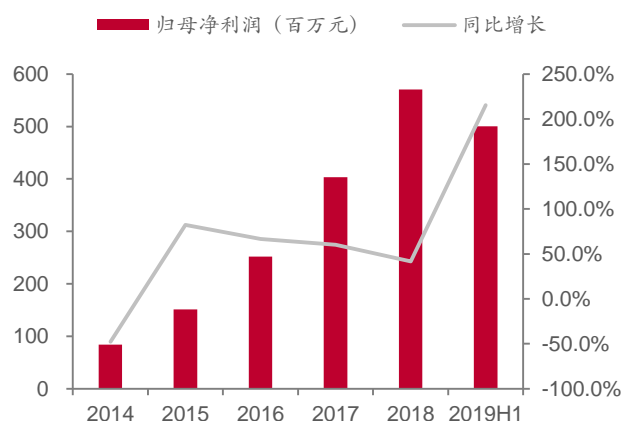
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 56: 麦克韦尔归母净利润趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

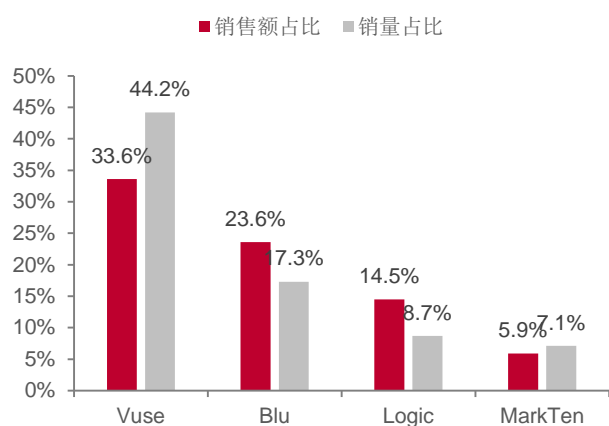
图表 57: 亿纬锂能主营业务收入趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

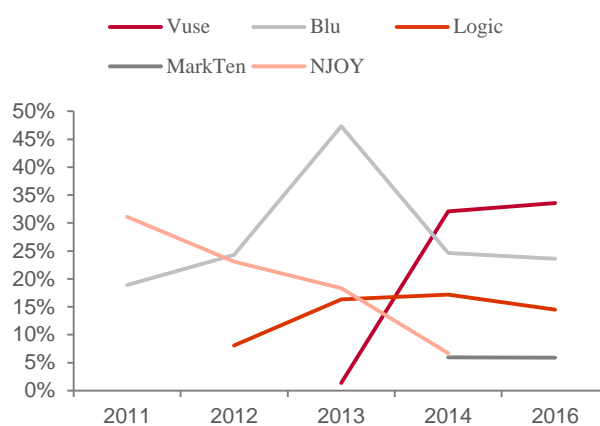
图表 58: 亿纬锂能归母净利润趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 行业特点决定拥有技术壁垒的企业能够获得先发优势。**从烟油式电子烟发展历史来看,消费者对品牌的诉求变化较快。例如专业电子烟制造商 NJOY 在 2011 年是美国电子烟市场第一品牌,但 2014 年之后快速沉寂。此外,2016 年,美国烟油式电子烟前四大品牌 Vuse、Blu、Logic 和 Markten 均为国际烟草巨头旗下品牌,但 2017 年开始 Juul 一跃成为行业龙头。表明消费者偏好切换较快。但拥有核心技术优势的企业依然可以取得较好的成长。例如麦克韦尔,2015-2018 年前五大客户频繁切换,但前五大客户总的体量呈现高速增长态势。

图表 59: 2016 年美国前四大电子烟品牌占比


来源: 尼尔森、中泰证券研究所

图表 60: 美国各大电子烟品牌市场份额变化


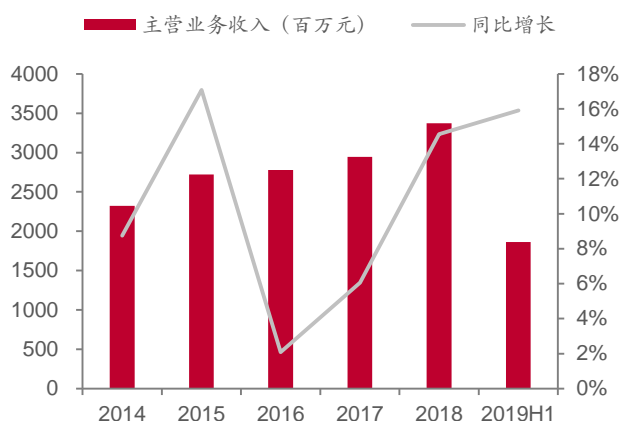
来源: 《E-Cigarette Use Among Youth and Young Adults》, 中泰证券研究所

图表 61: 麦克韦尔对前五大客户销售金额 (百万元)

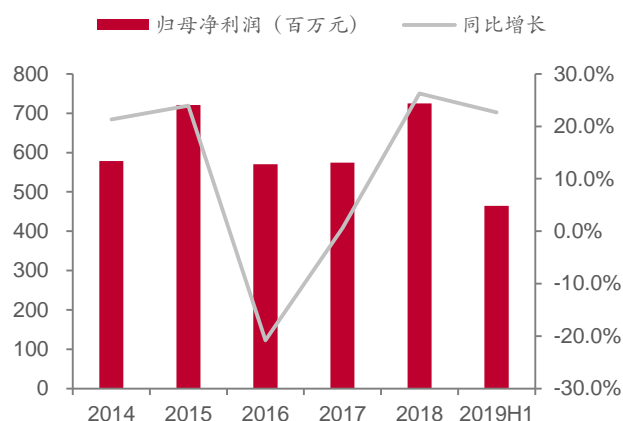
客户	2015	2016	2017	2018
Nu Mark LLC	0.0	206.2	262.6	221.5
Japan Ploom Tech	0.0	0.0	155.3	407.6
JT INTERNATIONAL SA.	0.0	214.3	152.0	0.0
Jupiter Research LLC	0.0	0.0	121.9	418.5
Seasonal Visions International Limited	46.5	36.9	112.5	0.0
REYNOLDS ASIA-PACIFIC LIMITED	0.0	0.0	0.0	268.3
KIM INTERNATIONAL CORPORATION	0.0	0.0	0.0	254.7
深圳一达通企业服务有限公司	0.0	48.5	0.0	0.0
DR DISTRIBUTORS LLC	25.0	18.2	0.0	0.0
Altria Group	80.6	0.0	0.0	0.0
LOGIC TECHNOLOGY DEVELOPMENT LLC	74.5	0.0	0.0	0.0
HONGKONG ALT TECHNOLOGY LIMITED	13.0	0.0	0.0	0.0
合计	239.6	524.0	804.3	1,570.6

来源: 公司公告、中泰证券研究所

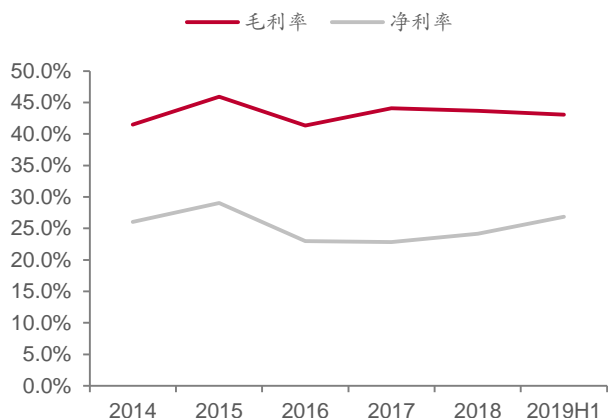
- 劲嘉股份: 主业稳健前行, 彩盒高速放量。**2019H1 劲嘉股份实现营收 18.6 亿元, 同比增长 15.9%; 实现归母净利润 4.6 亿元, 同比增长 22.6%。从收入结构上看, 烟标包装同比增长 6.6%, 彩盒包装同比增长 80.6%。由于彩盒占比提升且毛利率低于烟标, 公司毛利率同比下滑 1pct 至 43.1%。

图表 62: 劲嘉股份主营业务收入趋势


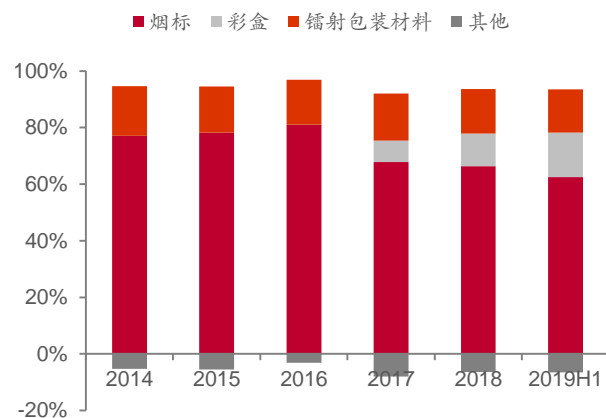
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 63: 劲嘉股份归母净利润趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 64: 劲嘉股份毛利率、净利率变动趋势


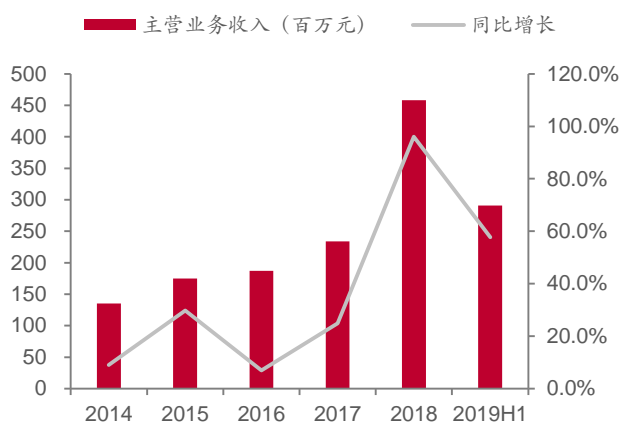
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 65: 劲嘉股份收入拆分


来源: 公司公告、中泰证券研究所

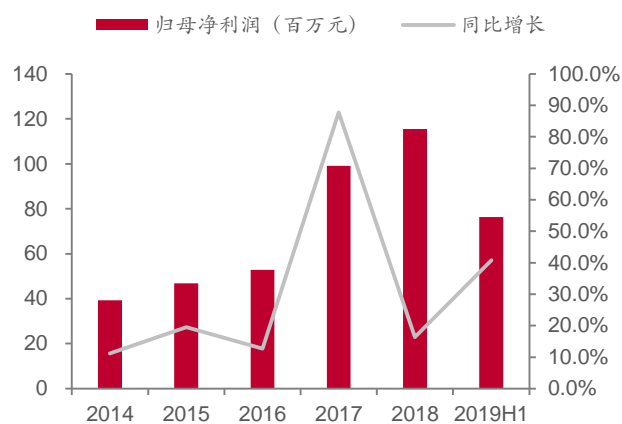
- 集友股份: 烟标放量带动业绩前行, 重点关注新型烟草业绩兑现。** 2019H1 集友股份实现营收 2.91 亿元, 同比增长 57.8%; 实现归母净利润 7636 万元, 同比增长 40.8%。公司毛利率 44.7%, 同比下滑 4.1pct。主要是由于烟标快速放量, 但导入初期毛利率低于传统接装纸业务所致。从收入结构上看, 2018 年公司烟标业务占营收比重已达 34.3%, 预计 2019H1 烟标占比继续提升。中长期来看, 公司持续导入中烟新产品, 获取新资质, 有望带动主业继续维持较高增速。而利润弹性上建议关注新型烟草均质化薄片的业绩兑现。

图表 66: 集友股份主营业务收入趋势



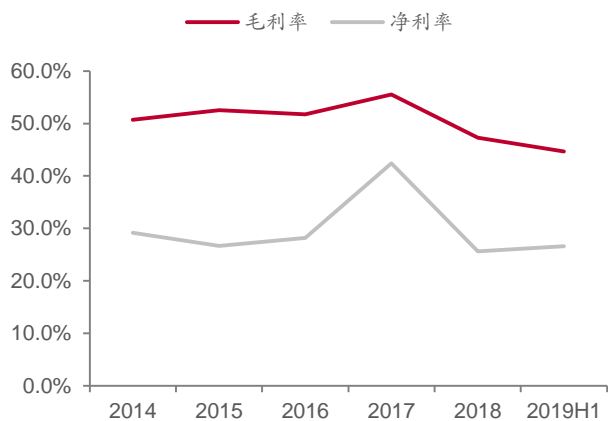
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 67: 集友股份归母净利润趋势



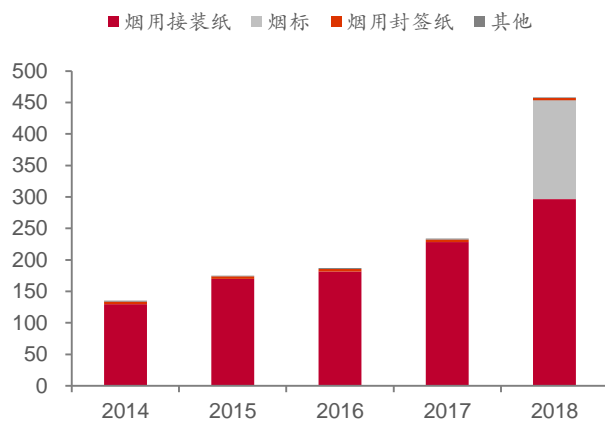
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 68: 集友股份毛利率、净利率变动趋势



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 69: 集友股份收入拆分



来源: 公司公告、中泰证券研究所

重点覆盖公司业绩一览

图表 70: 重点覆盖公司中报业绩一览表

	代码	简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率		净利率	
			2019Q1	2019Q2	2019H1	YOY	2019Q1	2019Q2	2019H1	YOY	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1
定制	603833	欧派家居	22.03	33.07	55.10	13.7%	0.92	5.41	6.33	15%	37.2%	37.6%	11.4%	11.5%
	002572	索菲亚	11.85	19.57	31.42	5.2%	1.07	2.84	3.91	6%	37.7%	36.7%	12.0%	12.4%
	603801	志邦家居	4.14	7.35	11.49	10.2%	0.32	0.79	1.10	16%	36.5%	37.5%	9.1%	9.6%
	300616	尚品宅配	12.74	18.64	31.37	9.4%	-0.23	1.86	1.63	32%	43.4%	43.0%	4.3%	5.2%
软体	603816	顾家家居	24.60	25.50	50.10	23.7%	2.95	2.63	5.59	16%	36.0%	35.6%	12.4%	11.6%
	603008	喜临门	8.39	12.03	20.42	10.8%	0.23	1.30	1.53	25%	31.2%	34.8%	7.1%	8.0%
	603313	梦百合	7.87	7.93	15.80	23.2%	0.75	0.75	1.50	295%	28.4%	37.4%	3.3%	9.8%
成品	603818	曲美家居	10.05	10.06	20.11	106.6%	0.12	0.60	0.72	2%	36.9%	43.7%	7.2%	4.4%
	000910	大亚圣象	14.13	16.70	30.83	-2.4%	0.63	1.34	1.97	10%	35.2%	35.3%	6.3%	6.6%
工装	002798	帝欧家居	10.41	14.57	24.98	30.1%	0.66	1.68	2.33	48%	34.3%	35.5%	8.1%	9.2%
	603208	江山欧派	2.42	4.88	7.30	52.0%	0.10	0.71	0.81	41%	34.0%	31.1%	11.9%	11.1%
其他轻工	300729	乐歌股份	2.27	2.32	4.59	4.6%	0.10	0.13	0.23	-22%	41.8%	45.2%	6.9%	5.1%
	603848	好太太	2.64	3.13	5.77	1.1%	0.51	0.62	1.12	1%	40.8%	47.6%	19.5%	19.6%
	603661	恒林股份	5.84	6.00	11.83	16.8%	0.47	0.79	1.26	122%	17.0%	23.7%	5.8%	10.6%
	601828	美凯龙	35.35	42.22	77.57	21.7%	13.14	13.92	27.06	-11%	69.3%	67.0%	50.4%	36.9%
	002925	盈趣科技	6.93	9.37	16.30	24.7%	1.54	2.63	4.17	5%	43.1%	38.2%	30.3%	25.7%
	603899	晨光文具	23.56	24.83	48.39	27.8%	2.59	2.13	4.71	26%	25.6%	26.2%	9.9%	9.8%
包装	002191	劲嘉股份	10.10	8.55	18.65	15.9%	2.59	2.06	4.65	23%	44.0%	43.1%	26.4%	26.8%
	603429	集友股份	1.53	1.38	2.91	57.8%	0.42	0.34	0.76	41%	48.8%	44.7%	30.2%	26.6%
	002228	合兴包装	28.76	26.09	54.85	-6.2%	0.68	0.65	1.34	11%	11.7%	12.7%	9.1%	2.6%
	002831	裕同科技	17.85	18.99	36.84	12.1%	1.54	1.42	2.96	11%	24.6%	28.0%	8.5%	8.3%
造纸	002078	太阳纸业	54.51	53.25	107.76	2.9%	3.80	5.06	8.87	-28%	26.9%	19.7%	12.9%	8.3%
	002511	中顺洁柔	15.41	16.32	31.72	22.7%	1.23	1.51	2.75	38%	36.5%	36.7%	7.7%	8.7%
	600567	山鹰纸业	52.16	59.53	111.70	-6.6%	4.58	4.67	9.25	-46%	23.2%	20.4%	14.3%	8.2%

来源:wind、中泰证券研究所

风险提示

宏观经济波动风险

- 文娱板块行业情况与宏观经济关联较为紧密,若宏观经济出现下行,可能影响行业增速和企业盈利情况。

行业政策变动风险

- 新型烟草板块成长性受行业政策影响,建议积极关注政策变动。

行业竞争加剧风险

- 若行业出现竞争加剧情况,可能影响文娱和新型烟草板块格局。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。