

# 电气设备

## 美国电子烟政策及相关报道汇总（翻译）

截至 2019 年 9 月 18 日，美国报告了 530 例确诊和疑似与使用电子烟或雾化产品相关的肺部疾病，7 人致死，使得美国方面对电子烟及雾化产品引起高度重视，上至国会听证会，下至各州及各电子烟生产商，都在密切关注相关动态，接连发表态度与声明，尤其是调味型电子烟出于对青少年的强烈吸引力而备受关注，FDA 于 9 月 12 日宣布将在几周内发布禁售调味型电子烟的政策，9 月 18 日密歇根州已经宣布禁售调味型电子烟，其它各州也在关注甚至筹备禁售中。

目前为止，官方仍然不能解释电子烟和雾化产品与肺部疾病的关系，其中原因尚在调查之中，仅 CDC 称大多数病例和非法烟液（含 THC）有关，故猜测病源与 THC 相关。但从市场来看，反应强烈，一方面，电子烟的健康性再受质疑，消费者产生一定的恐慌情绪，与之相关的大麻雾化产品销量已经有所下降；另一方面，由于电子烟和雾化产品与大麻、THC 等存在一定关联性，市场担心未来电子烟相关政策的影响会延续到大麻行业，从而影响大麻行业发展。我们认为只有在 FDA 最终政策出台以及电子烟与肺部疾病关系确诊之后，电子烟市场才能重新回到稳定状态。

以下为近期报道的重要内容：

### 9 月 24 日，美国就电子烟问题举行国会听证会

- CDC 调查初步结果显示，约 80% 患者报告使用含有四氢大麻酚或 THC 烟油，约 60% 称使用含尼古丁的烟油，而约 10-20% 的人称仅使用含尼古丁的产品，虽然尚未确定具体病源，但是可以明确与化学物质暴露有关。
- 伊利诺伊州初步设想将禁售口味型尼古丁产品。
- 美国肺脏协会报告中表示现在有 27.5% 的年轻人使用电子烟，高于 2018 年的 20.8%，比 2018 年增加 32%，比 2017 年增加 135%。青少年使用这些产品的主要原因是糖果和水果口味的吸引。美国肺脏协会将敦促 FDA 和国会尽快禁售所有口味型烟草产品，包括口味型雪茄和薄荷醇卷烟。

### 美国各州已禁售或正在筹备禁售电子烟

- 6 月 25 日，旧金山市监督委员会全票通过全面禁售电子烟的法令。
- 9 月 15 日，纽约州表示将禁售口味电子烟，但保留薄荷味。
- 9 月 18 日，密歇根州宣布禁售调香型尼古丁电子烟，禁令立即生效。
- 9 月 20 日，沃尔玛宣布将在卖完存货后，停售电子烟。
- 9 月 24 日，马萨诸塞州暂停销售所有与电子烟有关的雾化产品 4 个月。

### 电子烟制造公司发表声明

- 英国烟草：1) 从未将含有 THC 和维生素 E 乙酸盐的烟油添加到其雾化产品中；2) 对于 4 款计划在美国上市的 VUSE 产品，公司有信心在 2020 年 5 月之前提交 PMTA。
- 日烟国际：Logic 系列含尼古丁的产品中，我们不提供 THC 烟油或大麻油。并且，我们确认在 Logic 的烟油中不使用维生素 E 乙酸盐作为成分。

### 大麻相关雾化产品的市场占比及销售下降

- 对比 8 月 19 日和 9 月 16 日的大麻相关雾化产品在娱乐大麻产品市场的销售比例数据来看，比例呈下滑趋势。其中，加利福尼亚：从 32.8% 下降至 29%；科罗拉多：从 19.2% 下降至 14.5%；内华达：从 22.3% 下降至 19.2%；华盛顿：从 17.8% 下降至 14.6%。
- 在马萨诸塞州持有牌照的大麻商店中，8 月 11 日-17 日一周的大麻相关的雾化产品总销售额达到最高值为 919,776 美元，而 9 月 9 日-15 日总销售额降低至 689,924 美元，降幅达 25%。

**风险提示：禁售电子烟进程加快，电子烟禁售时间跨度长。新型烟草政策变动风险，销售不及预期；工业大麻应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化。**

证券研究报告

2019 年 09 月 26 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《电气设备-行业专题研究:宁德时代销售返利研究》 2019-08-27
- 2 《电气设备-行业专题研究:动力电池降本路径量化分析》 2019-08-12
- 3 《电气设备-行业深度研究:电车全球观之 4: 盈利能力对比: 宁德时代 VS 海外动力电池巨头》 2019-08-05

## 内容目录

<b>1. 美国相关机构声明</b> .....	<b>3</b>
1.1. 国会听证会（2019/9/24） .....	3
1.1.1. Anne Schuchat, M.D.发言内容（CDC，卫生与公共服务部首席副主任） .....	3
1.1.2. NgoziO. Ezike 发言内容（伊利诺伊州公共卫生部主任） .....	4
1.1.3. AlbertA. Rizzo 发言内容（美国肺脏协会的首席医学官） .....	4
1.2. FDA 拟禁售调香型电子烟（2019/9/12） .....	5
1.3. CDC 发布关于电子烟死亡原因的观点（2019/9/19） .....	5
<b>2. 美国各州已禁售或正在筹备禁售电子烟</b> .....	<b>5</b>
2.1. 旧金山成为第一个禁售电子烟的城市（2019/6/25） .....	5
2.2. 纽约州将禁售调味电子烟，但保留薄荷味（2019/9/15） .....	5
2.3. 密歇根州禁售调香型电子烟（2019/9/18） .....	6
2.4. 沃尔玛停售电子烟（2019/9/20） .....	6
2.5. 马赛诸塞州暂停销售所有与电子烟相关的雾化产品（2019/9/24） .....	6
<b>3. 电子烟制造公司声明</b> .....	<b>6</b>
3.1. 英国烟草 .....	6
3.1.1. 对美国 FDA 有关雾化产品公告的回应（2019/9/9） .....	6
3.1.2. 关于支持强有力的产品质量标准、预防美国青少年使用的措施、以及随时准备申请 PMTA 的声明（2019/9/12） .....	6
3.1.3. 关于需要强有力和有效的雾化产品监管的声明（2019/9/20） .....	6
3.2. 日烟国际 .....	7
3.2.1. 关于对美国肺部疾病案件的回复（2019/9/13） .....	7
<b>4. 大麻相关的雾化产品的市场占比及销售下降</b> .....	<b>7</b>

## 图表目录

图 1：大麻相关的雾化产品市场占比下降 .....	7
图 2：大麻相关的雾化产品销售额下降 .....	8

截至 2019 年 9 月 18 日，美国报告了 530 例确诊和疑似与使用电子烟或雾化产品相关的肺部疾病，7 人致死，使得美国方面对电子烟及雾化产品引起高度重视，上至国会听证会，下至各州及各电子烟生产商，都在密切关注相关动态，接连发表态度与声明，尤其是调味型电子烟出于对青少年的强烈吸引力而备受关注。FDA 于 9 月 12 日宣布将在几周内发布禁售调味型电子烟的政策，9 月 18 日密歇根州已经宣布禁售调味型电子烟，其它各州也在关注甚至筹备禁售中。

目前为止，官方仍然不能解释电子烟和雾化产品与肺部疾病的关系，其中原因尚在调查之中，仅 CDC 称大多数病例和非法烟液（含 THC）有关，故猜测病源与 THC 相关。但从市场来看，反应强烈，一方面，电子烟的健康性再受质疑，消费者产生一定的恐慌情绪，与之相关的大麻雾化产品销量已经有所下降；另一方面，由于电子烟和雾化产品与大麻、THC 等存在一定关联性，市场担心未来电子烟相关政策的影响会延续到大麻行业，从而影响大麻行业发展。我们认为只有在 FDA 最终政策出台以及电子烟与肺部疾病关系确诊之后，电子烟市场才能重新回到稳定状态。

为了让大家更清晰地了解近期美国方面关于电子烟的报道，我们梳理了包括国会听证会、FDA、CDC 以及各州、各电子烟制造商发表的相关声明的重要内容，以供参考。

## 1. 美国相关机构声明

### 1.1. 国会听证会（2019/9/24）

#### 1.1.1. Anne Schuchat, M.D.发言内容（CDC，卫生与公共服务部首席副主任）

2019 年 8 月 1 日，威斯康星州首次向疾病预防控制中心（CDC）通报了从 2019 年 7 月开始在年轻人中出现的一系列肺部疾病。截至 2019 年 9 月 18 日，美国 38 个州和 1 个地区报告了 530 例确诊和疑似与使用电子烟或雾化产品相关的肺部疾病，已有 6 个州（加利福尼亚州、伊利诺伊州、印第安纳州、堪萨斯州、明尼苏达州和俄勒冈州）的 7 人死亡。这些悲惨的死亡事件加剧了 CDC 与 FDA 联合调查病因，并为各州提供必要的资源来解决这一新出现的公共卫生问题的急迫性。CDC 于 8 月建立了案情调查组，并于 9 月 16 日启动紧急行动中心，使其能够将更多资源用于这项调查。

#### 1) 病例总结

出于多种原因，针对与使用电子烟或雾化产品相关的肺部损伤的原因调查颇具挑战性。a. 调查涉及许多州；b. 电子烟或雾化产品市场的多样性，产品种类繁多，成分广泛以及与大麻等潜在非法物质的联系，都使得调查工作变得复杂。消费者不知道他们的电子烟或雾化产品中包含什么，且许多产品和物质本身可以由消费者修改。它们可以从实体店、在线零售商、大街上或通过社交渠道获得。

初步结果：根据在两个州收集的并最近在《新英格兰医学杂志》上发表的数据，大多数患者（约 80%）报告使用含有四氢大麻酚或 THC（大麻的精神活性化合物）的烟油，并且一半（约 60%）的人称使用含尼古丁的烟油，而约 10-20%的人称仅使用含尼古丁的产品。但是没有某个电子烟或雾化产品、某个品牌或特定物质与疫情有明确的联系。

CDC 已收到 530 例病例中 373 例的完整的性别和年龄数据。几乎四分之三的病例是男性。三分之二的病例年龄在 18 至 34 岁之间，16% 的年龄在 18 岁以下，而 17% 的年龄在 35 岁以上。

在这次事件中观察到的肺部损伤似乎不是由于感染引起的，病理表现和无感染性诊断的结果表明患病原因与接触化学物质相关。患者首先在使用电子烟或雾化产品后的几天至几周内出现患病迹象，在住院前逐渐出现呼吸困难、呼吸急促或胸痛等症状，一些患者出现轻度至中度胃肠道疾病，还有其他症状包括疲劳、发烧和体重减轻等。到目前为止，调查人员尚未发现与所有案件相关的任何特定产品或化合物。

#### 2) 青少年电子烟使用数据

2019 年全美青少年烟草调查的初步数据显示，青少年电子烟的使用率持续上升。数据显示，

2019 年，目前（过去 30 天）使用电子烟的高中生超过四分之一，相比 2017 年有较大增长。从 2017 年到 2018 年，高中生使用的电子烟数量增加 77.8%，超过四分之一的高中生目前正在使用烟草制品。

### 3) 与大麻使用相关的危害

CDC 致力于监测大麻的使用，识别相关的健康影响，并提高 CDC 和州/地方司法辖区的监测能力。在此次病情爆发中，许多患者使用含有 THC 的电子烟或雾化产品，这表明有必要了解美国不断增加的大麻使用和不断变化的市场对健康的影响，因为各州正在致力于大麻合法化以用于医疗或娱乐用途。在 2018 年，估计有 16% 的 12 岁及以上人口使用大麻。

### 4) CDC 对制造商、各州和公众的建议

CDC 建议担心电子烟或雾化产品会造成肺部疾病的公众应考虑避免使用电子烟或雾化产品，青少年、孕妇或不抽烟的成年人都不应该使用电子烟。任何使用电子烟或雾化产品的人都不应在街边购买这些产品，并且不得自主修改或添加成分。

#### 1.1.2. Ngozi O. Ezike 发言内容（伊利诺伊州公共卫生部主任）

伊利诺伊州的 69 人因使用电子烟或雾化产品后患严重的呼吸道疾病，1 人死亡。患者年龄在 15-42 岁之间，中位数为 22 岁，且多为男性。尽管尚未确定患病原因，但可以确定的是吸食电子烟不是健康的行为，不利于青少年的健康。

伊利诺伊州从 2019 年 7 月 31 日得知有居民出现与电子烟有关的呼吸道疾病后，就开始展开调查，并于 8 月 2 日向卫生局发出警报，与 CDC 开展合作调查，开始调查电子烟在青少年中的流行度和吸食电子烟的习惯，并展开青少年教育、病例研究以及相关法律研究等措施。

尽管如此，一方面，每天患病人数仍在增加，超过 90% 入院治疗，其中 72% 送入重症监护病房，近 30% 需要医疗器械帮助呼吸。另一方面，口味电子烟的使用量在增加，调查显示 1) 2019 年 68% 的年轻人使用了口味电子烟，2017 年占比为 61%；2) 2017 年的调查发现 63% 的青少年不了解他们使用的 JUUL 产品含有尼古丁；3) 从 2011 年到 2015 年，中学生使用的电子烟数量增加 900%。4) 2018 年的一项研究发现超过 360 万年轻人使用电子烟。

焦点小组发现年轻人使用电子烟的人数在增加且有成瘾的趋势，2008-2018 年，伊利诺伊州高中生的吸烟数量在整个烟草市场占比从 21% 下降至 5%，但是 2016-2018 年，高中生的电子烟使用量占比从 18.4% 上升至 26.7%。

当前的初步想法是禁止口味型的尼古丁产品，并研究雾化产品对健康的长短期影响。伊利诺伊州州长支持在 10 月份的立法会议上制定法律条款，禁售特别针对年轻人的口味型雾化产品。

#### 1.1.3. Albert A. Rizzo 发言内容（美国肺脏协会的首席医学官）

我们国家目前出现了两种不同的电子烟危机。一是青年使用电子烟的普遍性以及越来越流行的趋势；二是近期成人和青少年因雾化产品而引起的肺部疾病的爆发。

根据 2019 年 National Tobacco Youth Survey 显示，现在有 27.5% 的年轻人正在使用电子烟，高于 2018 年的 20.8%，比 2018 年增加了 32%，比 2017 年增加了 135%。调查询问学生在过去 30 天内，是否至少有 20 天在抽烟？12% 的 12 年级学生，7% 的 10 年级学生和 2% 的 8 年级学生表示他们经常这样做。

2018 年 CDC 的一项研究表明青少年使用这些产品的主要原因是糖果和水果口味吸引了他们，同时他们的朋友和家人都在使用，并且他们认为电子烟的危害较小。美国肺脏协会将敦促 FDA 和国会尽快采取行动，禁售所有口味型烟草产品，包括口味型雪茄和薄荷醇卷烟。

关于电子烟对健康的危害，存在许多误导，部分原因导致青少年使用电子烟的比例很高。2018年1月，the National Academies of Science, Engineering and Medicine 发布了一项研究报告，对 800 多项不同的研究进行了回顾。该报告明确指出：使用电子烟会危害健康，会增加儿童和青少年开始使用电子烟的机会，并使其他人暴露于危险的二手电子烟排放中。他们得出的结论是，有“大量证据”表明，如果年轻人使用电子烟，则使用传统香烟的可能性也会增加。《Pediatrics》杂志上的一项研究也发现，使用电子烟的年轻人比不使用电子烟的年轻人尝试传统香烟的可能性高四倍。

根据 2015 年发表在《美国医学会杂志》上的一项研究，有 81% 的年轻人曾经使用过以口味产品为原料的烟草产品。水果、薄荷和薄荷醇是使用电子烟的中学生中最受欢迎的口味，其中 65.9% 的孩子使用水果味电子烟，63.9% 的孩子使用薄荷或薄荷醇电子烟。电子烟中的味道是通过化学品的组合产生的，这些化学品具有严重的肺部损伤风险。2015 年在哈佛大学的一项研究测试了 51 种不同口味的电子烟，包括棉花糖，泡泡糖和纸杯蛋糕等口味，发现其中 47 种口味至少与一种与呼吸道疾病有关的化学物质相关。

电子烟并不是戒烟产品，转换到电子烟的烟民同时也可能在使用传统香烟，《Annals of Internal Medicine》上的一项研究发现，想要使用电子烟帮助戒烟的概率更低，使用电子烟六个月后的吸烟者中只有 10.1% 戒烟，而没有使用电子烟的吸烟者中有 26.6% 戒烟。

## 1.2. FDA 拟禁售调香型电子烟（2019/9/12）

9月12日，FDA 表示为了减少青少年吸食电子烟，将在几周内发布禁售口味型电子烟的政策（包括薄荷味）。

## 1.3. CDC 发布关于电子烟死亡原因的观点（2019/9/19）

美国疾病控制和预防中心（CDC）最新报告称近期因电子烟患肺部疾病的人数飙升至 38 个州的 530 人，截至目前 7 人致死，引起印第安纳州州长对口味电子烟禁令的重视，或将采取相应措施。

CDC 目前无法确定具体原因，但他们认为是化学物暴露导致，大多数病例与非法烟液有关，其中包含 THC 成分，这些产品出自黑市，而非正规电子烟商店，但即使这样，电子烟零售商也会受到很大影响。

美国肺部研究协会认为国家应尽快采取行动，希望在进行进一步研究之前下架口味电子烟。

## 2. 美国各州已禁售或正在筹备禁售电子烟

### 2.1. 旧金山成为第一个禁售电子烟的城市（2019/6/25）

6月25日，旧金山市监督委员会全票通过全面禁售电子烟的法令，该条例规定除非电子烟已经过 FDA 的 PMTA 审查，否则将禁售。该条例计划在六个月后全面实施。

### 2.2. 纽约州将禁售调味电子烟，但保留薄荷味（2019/9/15）

科莫于 9 月 12 日签署一项行政命令，要求电子烟被包括在纽约的反烟活动中。

科莫办公室称，1) 该州卫生部委员 Dr. Howard Zucker 本周将建议州公共卫生和健康规划委员会发布紧急法规，最快可在两周内生效。2) 科莫已指示纽约警方和卫生部加强执法工作，向未成年人出售电子烟的零售商将可能受到刑事处罚；另外，科莫计划推动立法以禁止向青少年和儿童欺骗性营销电子烟，但该法令不会影响烟草型和薄荷味电子烟。

特朗普上周表示，卫生局调查发现使用电子烟的消费者中存在数百种呼吸道疾病病例，因此联邦政府计划禁售电子烟中的数千种口味。虽然许多病例涉及吸食大麻，但尚未发现其中的装置、成分或添加剂的问题所在。

### 2.3. 密歇根州禁售调香型电子烟（2019/9/18）

9月18日，密歇根州宣布禁售调香型尼古丁电子烟，禁令立即生效，但商家尚有14天缓冲期，禁令将持续6个月，但州长有权延长期限。

### 2.4. 沃尔玛停售电子烟（2019/9/20）

9月20日，沃尔玛宣布将停售电子烟，卖完当前存货后，将停止在沃尔玛商店和 Sam's Clubs 出售电子烟。今年7月，沃尔玛将购买包括所有电子烟在内的烟草产品的最低年龄提高到21岁，并已经表示正在停售水果味和甜点味的电子烟。

电子烟主要通过电子烟专卖店出售，美国约有11.5万个专卖店。电子烟业务只占沃尔玛很小的部分，因此对沃尔玛影响较小，但是沃尔玛商店+Sam's Clubs 在美国共计超过5000个店，沃尔玛停售，将减少电子烟和消费者直接接触的机会，这个庞大的销售渠道也很难找到替代者。

### 2.5. 马赛诸塞州暂停销售所有与电子烟相关的雾化产品（2019/9/24）

马赛诸塞州决定暂停销售所有与电子烟有关的雾化产品4个月（截至到明年1月25号），1)这次紧急暂停主要是为了和专家医者合作，以便找出致病原因；2)目前FDA实验室正在测试150多种可疑产品样品，但尚未确定引起患者肺病的原因。

## 3. 电子烟制造公司声明

### 3.1. 英国烟草

#### 3.1.1. 对美国FDA有关雾化产品公告的回应（2019/9/9）

英美烟草科研总监 Dr David O' Reilly 称公司毒理学家对公司的雾化产品中的每种单一成分都进行了仔细检查，以了解它们是否适合使用于雾化。且公司从未将含有 THC 和维生素 E 乙酸酯的烟油添加到雾化产品中。此次悲剧性事件是因为这些烟油并非从知名制造商那里采购，并且含有制造商不使用的成分（包括 THC 和维生素 E 乙酸酯）。公司支持 FDA 的观点，即雾化产品使用者应始终从信誉良好的制造商那里购买烟具和烟油，并且应避免在其购买的产品中修改或添加物质，同时应该按制造商的意图使用这些产品。

#### 3.1.2. 关于支持强有力的产品质量标准、预防美国青少年使用的措施、以及随时准备申请 PMTA 的声明（2019/9/12）

1) 公司表示与 FDA 一样担心某些口味型产品的营销会吸引青少年的注意。同时，在帮助成人消费者从可燃产品转向替代烟草和尼古丁产品方面，口味型产品的作用很难被高估。公司制定了相应的程序，以确保公司的产品仅销售给成年吸烟者和雾化产品使用者。

2) 对于4款计划在美国上市的 VUSE 产品，公司有信心能够在 FDA 公布的截止日期（2020年5月）之前提交 Pre-Market Tobacco Applications (PMTA)。如果批准，我们的雷诺烟草将能够继续在美国新的监管框架内销售其 VUSE 品牌的雾化产品。

#### 3.1.3. 关于需要强有力和有效的雾化产品监管的声明（2019/9/20）

公司表示近期的电子烟肺病案例中没有涉及英美烟草公司开发或生产的产品，支持相关机构作出的调查，并希望出台有力且有效的法规以确保高产品标准，尤其是在测试和报告雾化产品的烟油所用成分方面，同时，政府还需要确保有关机构强制制造商遵守这些法规，只有通过有效的监管和执法，消费者才能够对使用雾化产品相对于传统烟草的减害功效保持信心。

## 3.2. 日烟国际

### 3.2.1. 关于对美国肺部疾病案件的回复（2019/9/13）

迄今为止，美国卫生局正在调查 450 例可能与使用电子烟有关的肺部疾病病例。目前，关于所涉及产品和潜在病因的信息很少。我们尚不知道有任何 Logic 产品与这些案例相关联，在被调查中。

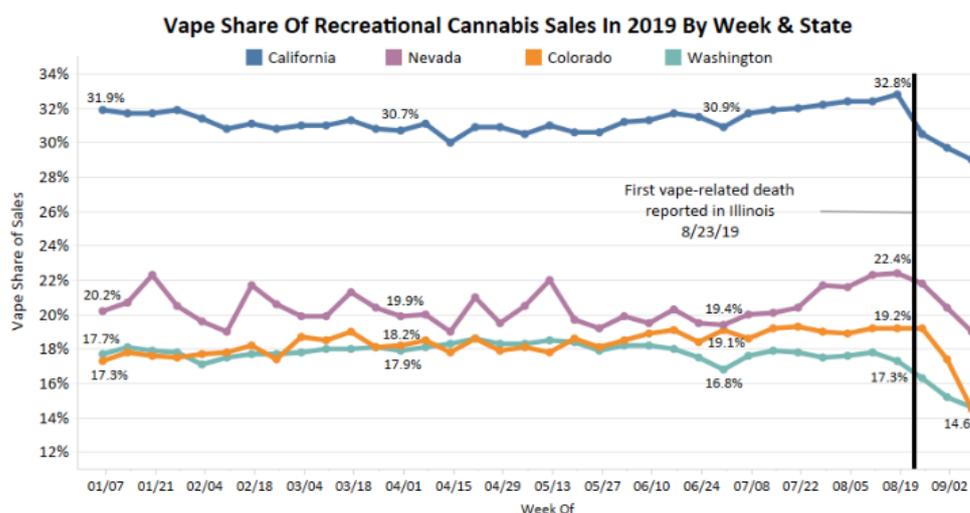
从媒体报道中我们了解到，许多患者都承认曾使用含有 THC 烟油的电子烟。此外，据报道，在当局分析的许多相关样品中都发现了与大麻油有关的化学物质维生素 E 乙酸酯。在我们的 Logic 系列的含尼古丁的产品中，我们不提供 THC 烟油或大麻油。并且，我们确认在 Logic 的烟油中不使用维生素 E 乙酸酯作为成分。

在 JTI 我们会确切地了解 Logic 的成分：所有 Logic 烟油都经过严格的产品管理计划，包括毒理学评估和所有使用成分的质量控制。只有通过全面检查后，Logic 烟油才可以出售。雾化器使用者不要使用未经严格安全和质量检查的制造商生产的烟油，经过设计和测试后可一起使用的烟具和烟弹应始终相互配对使用。

## 4. 大麻相关的雾化产品的市场占比及销售下降

自 8 月 23 日报道的首例与电子烟相关的死亡病例以来，与大麻相关的雾化产品在娱乐性大麻产品市场的销售比例下降。对比 8 月 19 日和 9 月 16 日的销售数据来看，加利福尼亚：32.8% 下降至 29%；科罗拉多：19.2% 下降至 14.5%；内华达：22.3% 下降至 19.2%；华盛顿：17.8% 下降至 14.6%。（报道时间：2019/9/12）

图 1：大麻相关的雾化产品市场占比下降



Source: Headset  
Copyright 2019 Marijuana Business Daily, a division of Anne Holland Ventures Inc. All rights reserved.

资料来源：Headset，天风证券研究所

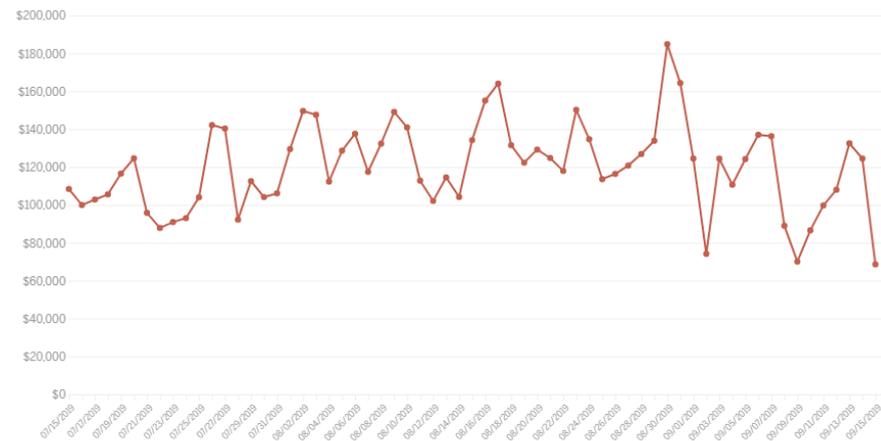
在马萨诸塞州持有牌照的大麻商店中，8 月 11 日-17 日一周的大麻相关的雾化产品总销售额达到最高值为 919,776 美元，而 9 月 9 日-15 日总销售额降低至 689,924 美元，降幅达

25%。(报道时间：2019/9/19)

图 2：大麻相关的雾化产品销售额下降

**Marijuana vape sales plummet amid health concerns**

Following news that hundreds of Americans have been stricken with serious vaping-related lung ailments, consumer spending on marijuana vaporizers at licensed cannabis stores in Massachusetts has dropped sharply – even as more retail pot outlets opened in the state.



Source: Massachusetts Cannabis Control Commission

资料来源：Massachusetts Cannabis Control Commission，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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com