

家用轻工行业点评

全球 IQOS 出货略超预期，关注配套产业链
优质标的盈趣科技
增持（维持）

2019年10月21日

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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

投资要点

■ **菲莫国际发布三季报，IQOS 增长超预期**：10月18日，菲莫国际10月18日菲莫国际发布19Q3业绩报告，新型烟草RRPs业务单季度实现收入13.44亿美元（+63.4%），对总收入的贡献近18%；其中IQOS烟弹期内实现销量159.85亿支（同比增速+84.8%、较Q2的37%环比大幅提升），Q1-Q3合计实现销量增长45.7%，对除美国外的全球卷烟市场的渗透率提高至5.1%。同时公司预计到2021年可以完成900-1000亿支烟弹年出货量目标，表现超预期！Q3欧盟、东欧、拉美&加拿大市场均实现了翻倍以上增长，东亚和澳洲在高基数下仍然实现74.3%增长，中东&非洲下滑49%（占比不足4%），总体使用人数1240万人（较Q2+110万人）。

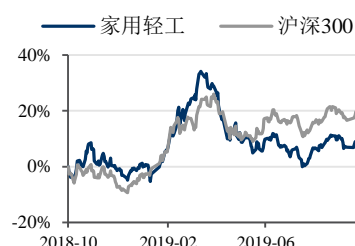
■ **IQOS 主要市场份额持续提高**：日本17%（同比+1.5pct，环比+0.4pct）；欧盟2.5%（同比+1.3pct，环比+0.1pct）；俄罗斯4%（同比+2.9pct，环比+1.1pct）；韩国6.2%（同比-1.2pct）市场竞争激烈份额有所下滑，预期欧盟和日本仍然是公司增量的主要拉动力。Q3 IQOS已通过奥驰亚旗下PM US于美国市场发售，目前收入和销量均计入拉美&加拿大板块统计。

■ **新品迭代+美国市场放量预期，利好盈趣科技**：10月新品IQOS 3 DUO（一次可连续使用2烟弹、充电时间缩短50%）于日本市场率先发售，进一步巩固日本优势市场。此外IQOS其他版本预计将于年底推广至更多市场，尤其是随着美国市场调味电子烟监管趋严、唯一获得PMTA认证的IQOS有望超预期铺货，持续看好IQOS出货量延续高增长态势，利好配套产业链标的**盈趣科技**，同时有望倒逼国内HNB政策加速出台，建议关注**劲嘉股份、集友股份**！

■ **盈趣科技：Q2业绩增长超预期，看好下半年电子烟业务环比向上**。作为IQOS核心供应商，我们认为盈趣科技电子烟业务已于19H1触底，伴随新一代IQOS产品产能爬坡以及美国市场IQOS放量，将直接带动公司IQOS出货量的快速增长。此外公司依托独特的UDM制造模式与国际知名客户绑定深入，家用雕刻机等业务增势迅猛，共驱业绩增长，建议重点关注！

■ **风险提示**：烟草调控超预期，政策不及预期

行业走势



相关研究

1、《【东吴轻工】家用轻工行业点评报告：地产销售边际改善，重点关注家居板块估值修复！：地产销售边际改善，重点关注家居板块估值修复！》2019-03-27

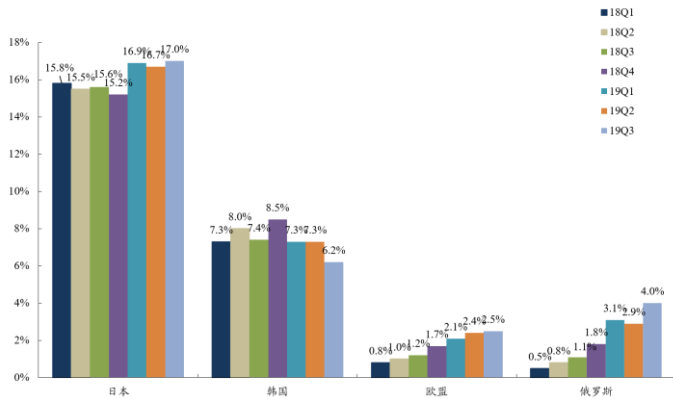
表1：公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002925	盈趣科技	193.43	42.22	1.81	2.09	2.55	23.77	20.15	16.52	买入
002191	劲嘉股份	145.32	9.92	0.49	0.62	0.74	20.03	16.13	13.48	买入
603429	集友股份	93.75	35.23	0.43	0.79	1.38	81.24	44.75	25.45	-

注：收盘价为10月18日数据，标红为Wind一致预测

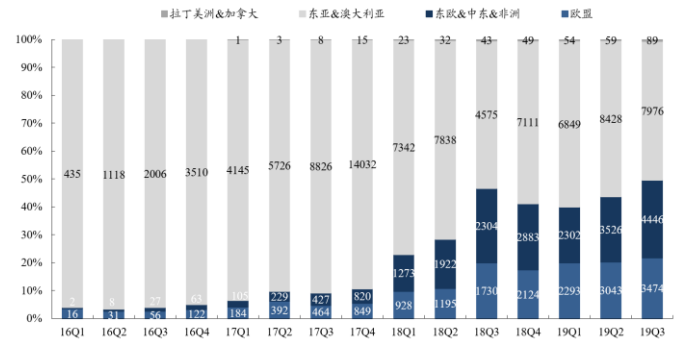
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图 1: IQOS 在主要市场的渗透率



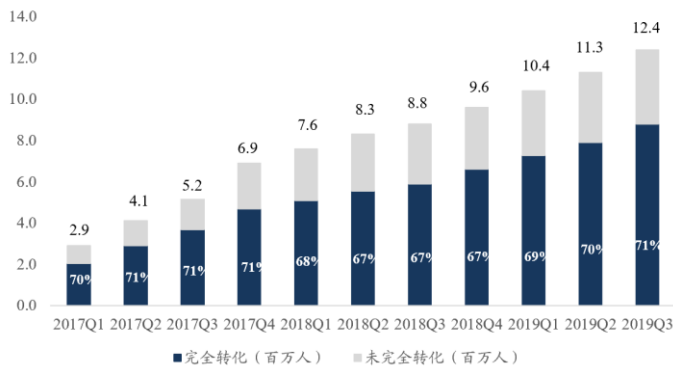
数据来源: PMI Q3 业绩说明 PPT, 东吴证券研究所

图 2: IQOS 烟弹各市场销量情况 (单位: 百万支)



数据来源: PMI Q3 业绩说明 PPT, 东吴证券研究所

图 3: IQOS 使用人数及转化率



数据来源: PMI Q3 业绩说明 PPT, 东吴证券研究所

图 4: IQOS 新产品迭代



数据来源: PMI Q3 业绩说明 PPT, 东吴证券研究所

图 5: 盈趣科技季度数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	598.60	714.92	998.12	955.55	664.60	642.14	709.64	762.35	693.07	936.54
YOY	147.32%		96.49%	67.62%	11.03%	-10.18%	-28.90%	-20.22%	4.28%	45.85%
归母净利润	186.91	253.28	305.55	238.13	170.54	226.75	208.34	208.04	154.03	263.43
YOY	331.48%		99.43%	53.37%	-8.76%	-10.48%	-31.81%	-12.63%	-9.68%	16.18%
毛利率	46.48%	53.05%	47.39%	49.02%	47.82%	38.27%	39.87%	45.79%	39.15%	37.54%
期间费用率	8.09%	10.58%	10.74%	11.96%	16.92%	1.90%	6.09%	13.64%	15.25%	8.10%
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%	1.54%
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%	10.25%
财务费用率	0.62%	2.63%	3.01%	1.93%	7.05%	-9.05%	-5.10%	0.57%	1.51%	-3.69%
财务净利率	31.22%	35.43%	30.61%	24.92%	25.66%	35.31%	29.36%	27.29%	22.22%	28.13%
存货	265.31	315.64	312.16	329.23	300.46	306.55	333.33	383.56	521.83	
较上年同期增减			78.98	329.23	35.14	-9.09	21.18	54.33	221.37	
应收账款	553.27	843.55	819.60	509.83	535.78	530.98	724.70	702.60	931.84	
较上年同期增减			375.45	509.83	-17.49	-312.58	-94.90	192.77	396.05	
应付账款及应付票据	410.79	595.90	623.68	452.65	417.70	448.43	563.56	521.40	663.60	
较上年同期增减			343.19	452.65	6.91	-147.46	-60.12	68.75	245.90	
预收账款	43.26	31.03	28.03	32.95	29.26	32.26	14.37	12.80	14.83	
较上年同期增减			-10.44	32.95	-14.00	1.23	-13.66	-20.15	-14.43	
经营性现金净流量	351.85	100.65	177.96	312.09	266.65	175.21	244.96	48.72	112.97	69.14
较上年同期增减			276.39	100.65	177.96	218.08	-85.20	74.55	-263.37	-153.68
归属于上市公司股东的净利润	-143.77	-10.46	0.61	-47.19	1600.64	-365.96	92.33	-1.48	0.00	-538.18
较上年同期增减			-101.16	-10.46	0.61	-89.57	1744.41	-355.50	91.72	45.71
资本开支	17.63	25.30	61.67	44.28	48.34	21.95	40.08	96.85	87.32	202.05
较上年同期增减			12.50	25.30	61.67	29.22	30.72	-3.35	-21.60	52.57
ROE	22.27%	22.52%	23.92%	15.37%	6.68%	6.73%	6.12%	5.75%	4.05%	7.02%
YOY (±)	11.85%	22.52%	23.92%	-3.13%	-15.59%	-15.78%	-17.80%	-9.62%	-2.63%	0.29%
资产负债率	37.11%	37.52%	34.54%	15.65%	15.39%	18.33%	20.71%	19.39%	22.72%	
YOY (±)	37.11%	37.52%	-4.12%	15.65%	-21.72%	-19.19%	-13.83%	3.73%	7.33%	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 盈趣科技收入拆分一览

单位: 百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
智能控制附件							
营业收入	312.91	417.48	531.95	624.15	766.86	718.00	360.72
YOY		33.42%	27.42%	17.33%	22.86%	-6.37%	7.18%
占总收入比重	88.93%	65.13%	54.26%	37.86%	23.47%	25.84%	22.14%
营业成本	214.99	292.47	377.68	445.22	523.45	495.99	260.54
毛利率	31.29%	29.94%	29.00%	28.67%	31.74%	30.92%	27.77%
创新消费电子产品							
营业收入	0.34	132.84	330.19	879.13	2380.88	1844.77	1074.39
YOY		39540.44%	148.57%	166.25%	170.82%	-22.52%	21.65%
占总收入比重	0.10%	20.72%	33.68%	53.33%	72.87%	66.39%	65.93%
营业成本	0.21	88.42	201.34	428.68	1069.01	952.63	629.35
毛利率	36.44%	33.44%	39.02%	51.24%	55.10%	48.36%	41.42%
汽车电子产品							
营业收入	5.24	53.80	71.41	99.69	55.97	73.34	46.38
YOY		926.74%	32.73%	39.59%	-43.85%	31.03%	66.55%
占总收入比重	1.49%	8.39%	7.28%	6.05%	4.71%	2.64%	2.85%
营业成本	4.08	35.37	50.52	65.95	43.04		
毛利率	22.18%	34.27%	29.26%	33.84%	23.10%		
技术研发服务							
营业收入	11.60	11.07	19.31	28.91	32.47	34.43	47.93
YOY		-4.59%	74.45%	49.68%	12.33%	6.04%	181.07%
占总收入比重	3.30%	1.73%	1.97%	1.75%	0.99%	1.24%	2.94%
营业成本	1.08	1.23	2.46	4.30	6.20		
毛利率	90.72%	88.87%	87.25%	85.13%	80.91%		
其他产品							
营业收入	20.53	16.15	17.65	0.67	10.13	108.19	100.17
YOY		-21.32%	9.27%	-96.20%	1411.94%		138.08%
占总收入比重	5.84%	2.52%	1.80%	0.04%	0.31%	3.89%	6.15%
营业成本	18.04	14.08	14.36	0.32	10.13		
毛利率	12.15%	12.82%	18.65%	51.99%	0.00%		

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>

