

2022年07月25日

新型烟草布局逐渐多元化 后续建议关注新品落地及转化情况

——菲莫国际 (PM.N) 点评

看好

相关研究

《轻工造纸行业 2022 年中报业绩前瞻——疫情扰动 Q2 经营,龙头表现稳健》2022/7/20

《思摩尔国际 (06969.HK) 22H1 业绩预告点评——业绩表现符合预期,海外成长逻辑更加顺畅》2022/7/18

《2022 下半年轻工造纸行业投资策略——消费疫后复苏,龙头持续整合》2022/6/30

《新型烟草行业近况跟踪点评——国内电子烟新政有序如期落地,牌照发放在即》2022/6/9

《思摩尔国际 (06969.HK) 点评——一次性陶瓷芯技术发布,有望弯道超车,延续海外业绩高增态势》2022/5/31

《轻工造纸行业 2021 年报及 2022 年一季报回顾——成本抬升整体盈利承压,家居包装印证格局优化》2022/5/30

《海内外电子烟近况更新 & 雾芯科技 22Q1 业绩解读——国内新型烟草政策有序推进,国际烟草巨头加快无烟气布局》2022/5/24

《新型烟草行业跟踪点评——四大烟草巨头发布年报,新型烟草转型加速推进》2022/2/22

《新型烟草行业跟踪点评——奥驰亚披露 2021 年业绩快报,进一步聚焦烟草主业,新型烟草业务仍需关注美国国内政策变化》2022/2/6

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

菲莫国际发布 22Q2 财报：受益于 IQOS ILUMA、TEREA 新品的高转化率、发展中国家市场的开拓，用户数增速提升，支撑收入稳步增长。公司 22Q2 实现净营业收入 78.32 亿美元，同比增长 3.1%，22H1 实现收入 155.78 亿美元，同比增长 2.6%；**分结构看，新型烟草收入占比自 2021 年的 28.8% 升至 22H1 的 29.7%。**受到新品推广初期的高摊销成本及市场开拓费用、俄乌冲突等宏观风险事件导致材料、能源涨价等因素影响，利润阶段性承压，22Q2 归母净利润 22.33 亿美元，同比增长 2.8%；22H1 归母净利润 45.64 亿美元，同比下降 0.6%。

公司调高 2022 年收入指引，调低 2022 年利润指引：预计 2022 年净收入同比增长 6%-8%，增速高于 2021 年年报预测的 4.5%-6.5%，预计新型烟草出货量 900-920 亿支，高于前次预测的 735 亿支；预计调整后营业利润率同比增加 0-0.5pct，低于前次预测的 0.5-1.5pct，主要反映了俄乌冲突造成的全球供应链中断影响和无烟气投资扩张。

新品 IQOS ILUMA 烟具及 TERE A 烟弹试点成功，用户数稳步增长。公司分别于 2021 年 8 月、11 月、2022 年 3 月在日本、瑞士、西班牙推出新品 IQOS ILUMA、TEREA，新品实现较高转化率，截至 2021 年底，日本超过 20% 存量用户实现产品切换，新拓展用户数超 20%，当前 TERE A 已经成为日本第二大新型烟草品牌，市占率 14.6%；瑞典新产品贡献超 1/3 的 HNB 销量，其中新用户占比超 30%；截至 22H1 公司 HNB 产品在日本、瑞士、西班牙的市占率分别达到 23.0%、8.9%、1.7%，同比增加 1.8、3.1、0.5pct。**新品成功带动 IQOS 用户拓展速度回升，截至 22Q2 用户数达到 1900 万人，21Q2-22Q2 环比增速分别为 5.3%/0.6%/5.7%/6.5%/6.1%。**

发展中国家市场拓展，促使公司 HNB 出货量维持增长。2021 年俄罗斯、乌克兰出货量分别占公司总出货量的 10%、2%，其中俄罗斯市场占公司 HNB 出货量的 17%。受到俄乌冲突影响，22H1 公司 HNB 出货量同比增长 7.7% 至 496 亿支，增速较 2021 年回落 17.1pct；新型烟草出货量占比 13.3%，较 2021 年末回落 0.7pct。但公司持续拓展发展中国家市场，截至 22H1，公司 HNB 产品在低收入国家的出货量达到 44 亿支，同比增加 47%；**IQOS 在中低收入国家的市占率达到 2.9%，同比增加 0.9pct。**

新型烟草转型布局逐渐多元化，扩大 HNB 新品市场区域，新增电子雾化品类，收购瑞典火柴入局无烟气赛道。公司计划于 22Q4 将 IQOS ILUMA 推广至希腊市场，并针对发展中国家市场研发新的 HNB 产品。在电子雾化领域，公司计划在加拿大推广一次性电子雾化产品 VEEBA。**2022 年 5 月公司收购全球最大口服尼古丁产品制造商瑞典火柴，收购预计于 22Q4 落地；**瑞典火柴 2021 年收入 184.9 亿瑞典克朗（约 19.2 亿美元），净利润 62.2 亿瑞典克朗（约 6.5 亿美元）；收入结构中，无烟气产品（鼻烟+嚼烟+尼古丁袋）、雪茄、火柴及打火机产品分别占比 67%、26%、7%；产品主要销往美国和北欧，**2021 年尼古丁袋品牌 ZYN 在美国市占率 64.2%；**并购落地既加快菲莫国际的无烟产品布局，使其快速切入近年来高速增长尼古丁袋领域，又获得了美国市场的强大销售网络，或为 IQOS 在美销售提供另一种选择。

阶段性出货扰动和利润承压不改公司长期的新型烟草转型趋势，此外公司提出“超越尼古丁”口号，率先布局医疗等非烟赛道，逐渐向多领域的技术应用平台转化。公司仍维持 2023/2025 年新型烟草收入占比 40%/50% 的战略目标，资源投入持续向新型烟草倾斜，新型烟草相关研发支出、营销支出占比分别至 2015 年的 70%、8% 提升至 2021 年的 99%、73%，支撑公司不断革新产品和开拓市场，为后续新型烟草业绩快速增长打好基础。2021 年来，公司提出“超越尼古丁”口号，相继收购了英国吸入疗法公司 Vectura、丹麦口服给药系统公司 Fertin Pharma A/S、美国呼吸系统药物开发公司 OtiTopic，**深化布局医疗雾化和可吸入设备研发，为可吸入技术和设备的多领域应用打开想象空间。**后续建议密切跟踪公司新型烟草新品的市场推广和用户转化情况。

风险提示：各国电子烟政策变动风险、专利纠纷风险、国际冲突事件持续扰动供应链、终端消费者偏好变动等。

表：重点公司盈利预测表

A股																			
行业	代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			净利润 (亿元)			增速			PE			BVPS	PB
			2022/07/22	百万股	亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E		
包装印刷	002191	劲嘉股份	9.55	1471	140	0.69	0.84	1.04	10.20	12.41	15.29	24%	22%	23%	14	11	9	5.2	1.8
	601515	东风股份	4.46	1843	82	0.43	0.38	0.44	7.85	7.07	8.11	43%	-10%	15%	10	12	10	2.9	1.5
港股																			
行业	代码	名称	股价	总股本	总市值	EPS			净利润 (亿港元)			增速			PE			BVPS	PB
			2022/07/22	百万股	亿港元	FY22A	FY23E	FY24E	FY22A	FY23E	FY24E	FY22A	FY23E	FY24E	FY22A	FY23E	FY24E		
轻工消费	06969.HK	思摩尔国际	20.40	5998	1,224	0.88	0.60	0.86	52.87	36.10	51.34	120%	-32%	42%	20	29	21	3.2	5.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)

增持 (Outperform)

中性 (Neutral)

减持 (Underperform)

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)

中性 (Neutral)

看淡 (Underweight)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。