

证券研究报告 | 行业深度
轻工制造 | 新型烟草

思摩尔国际深度报告系列（二） 基于同心多元化业务矩阵的估值重塑

赵中平

zhaozhongping@cmschina.com.cn

S1090521080001

王鹏

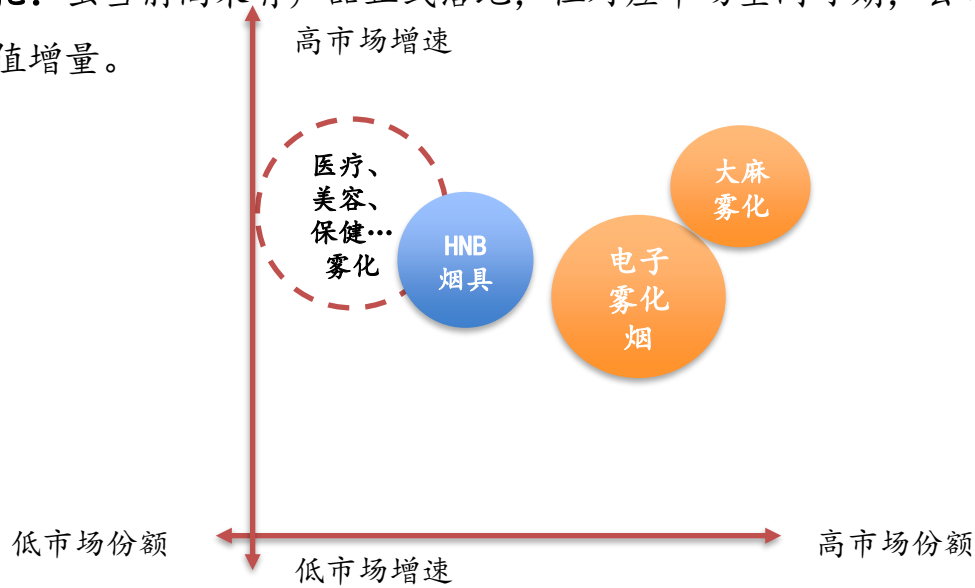
wangpeng25@cmschina.com.cn

S1090522040002

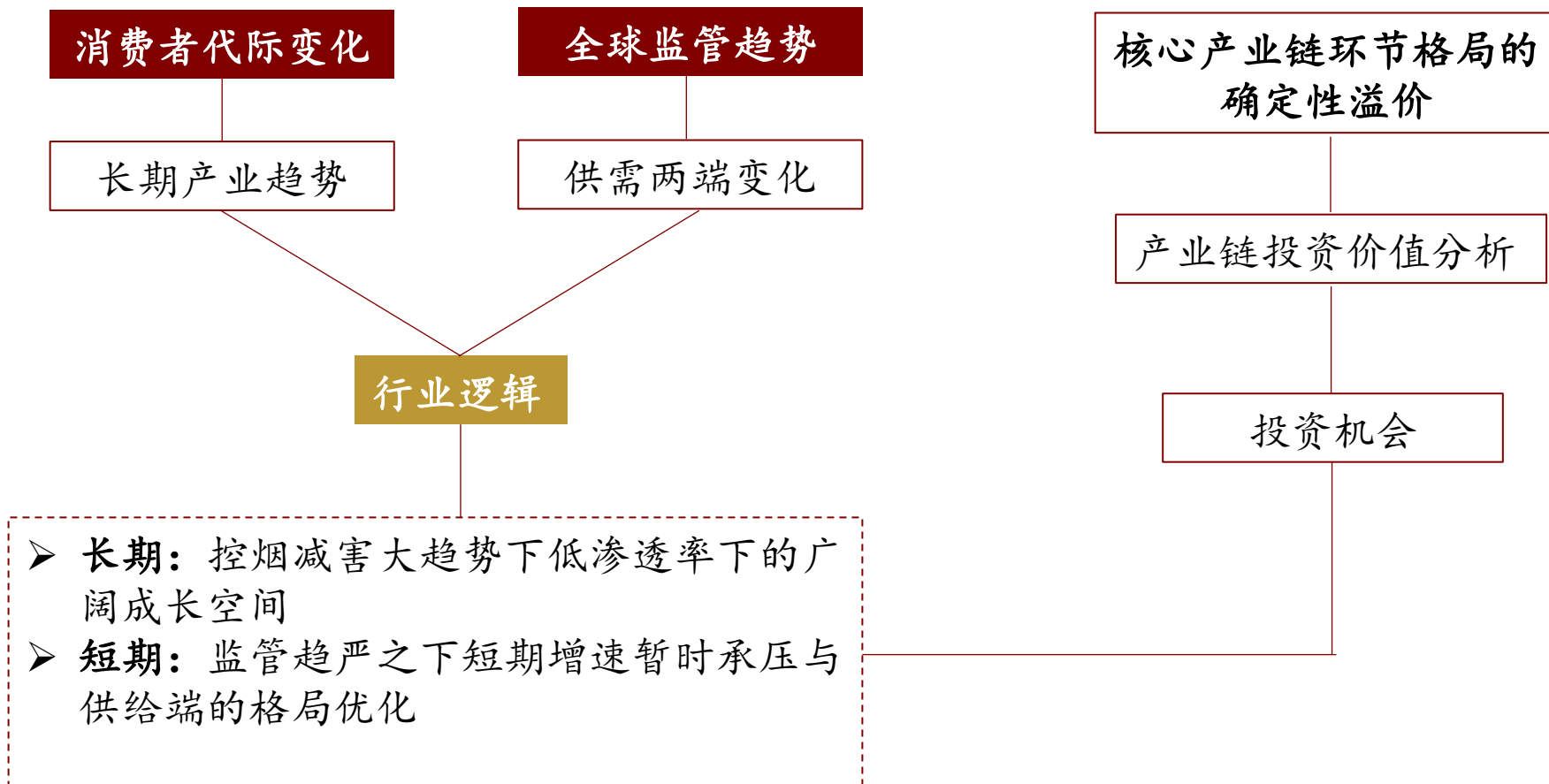
CMS  招商证券

2022年8月4日

- **与市场不同之处：**当前市场对公司的估值体系更多采用分海内外进行估值，但我们认为，公司的业务矩阵丰富且在不断进行同心（即底层技术及商业模式相近）多元化，不同业务条线所处生命周期的不同理应给予不同的估值倍数。本篇报告则尝试基于上述逻辑，对其各细分业务的发展及估值逻辑进行梳理分析。
- **电子雾化业务：**全球监管趋严大势之下市场短期增速承压但长期成长空间仍广阔，公司海内外监管不确定性逐步释放（美国合作客户PMTA不断通过+国内包括主力在内的三家子公司收到烟草专卖许可证），重视竞争格局明晰带来的估值溢价。
- **大麻雾化业务：**全球大麻合法化进程中，短期增速及长期成长空间均亮眼，公司竞争优势强劲，值得更高估值倍数。
- **HNB烟具：**国内HNB市场潜在空间广阔，公司前瞻性布局相关技术并与中烟建立深度合作，若放开销售后公司业绩释放可期。
- **医疗、美容、保健等雾化：**虽当前尚未有产品正式落地，但对应市场空间可期，公司技术储备丰富，待产品落地后将贡献业绩与估值增量。



一、电子雾化烟：两大趋势探行业逻辑，重视竞争格局明晰带来的确定性溢价

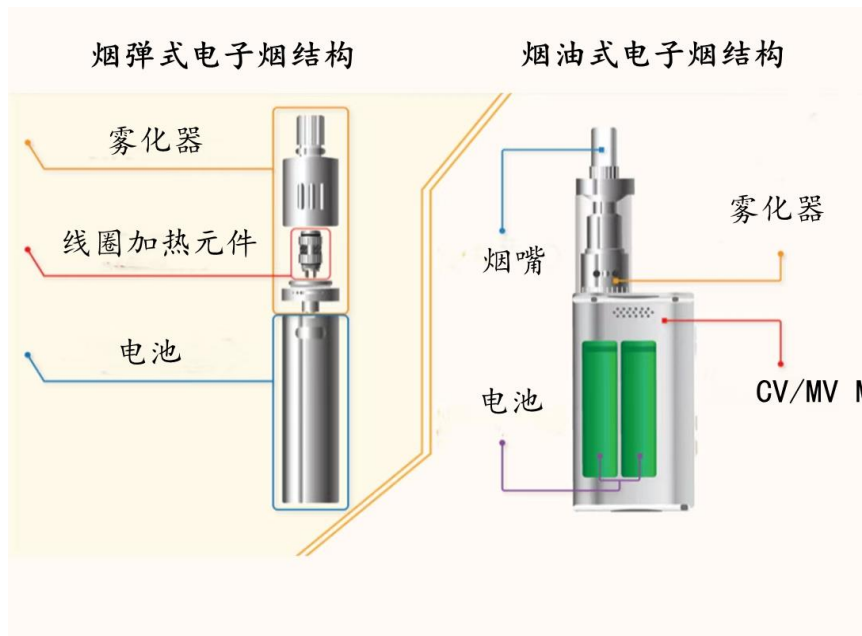


1.1.1 长期空间广阔：精神满足与健康诉求平衡下催生的新兴产业

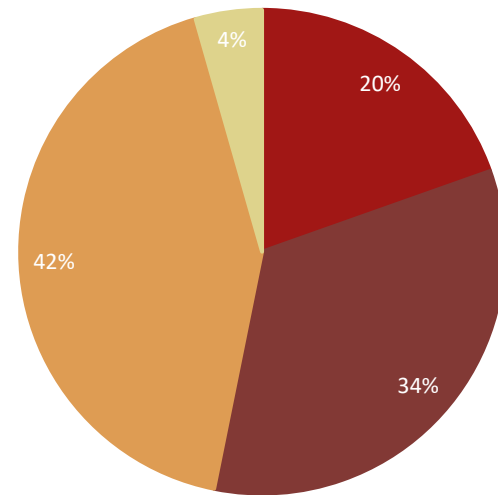
- 电子雾化烟由以下关键部件组成：一次性塑料烟嘴，类似于烟草香烟的过滤器，含有用丙二醇和植物甘油的液体溶液饱和的吸收材料，其中尼古丁可以溶解；雾化器（使烟嘴中的液体汽化并随着每次吸气产生雾气的加热元件）；和电池组件（设备的主体 - 装有锂离子可充电电池为雾化器供电）。全球新型烟草消费中，电子雾化烟占比达34%。
- 相比于传统烟草，电子烟减害作用明显。在主要成分方面，由于电子烟仅添加尼古丁、助溶剂，不含烟草，其成分较传统卷烟更为简单，雾化后，电子烟气溶胶中的有害物质也远远少于传统卷烟；在毒性机制上，电子烟对机体的主要组织器官和细胞内信号通路的影响与卷烟有一定的相似性，但电子烟导致的损害程度相对较低。

图：电子雾化烟产品实例

图：全球不同品种新型烟草占比



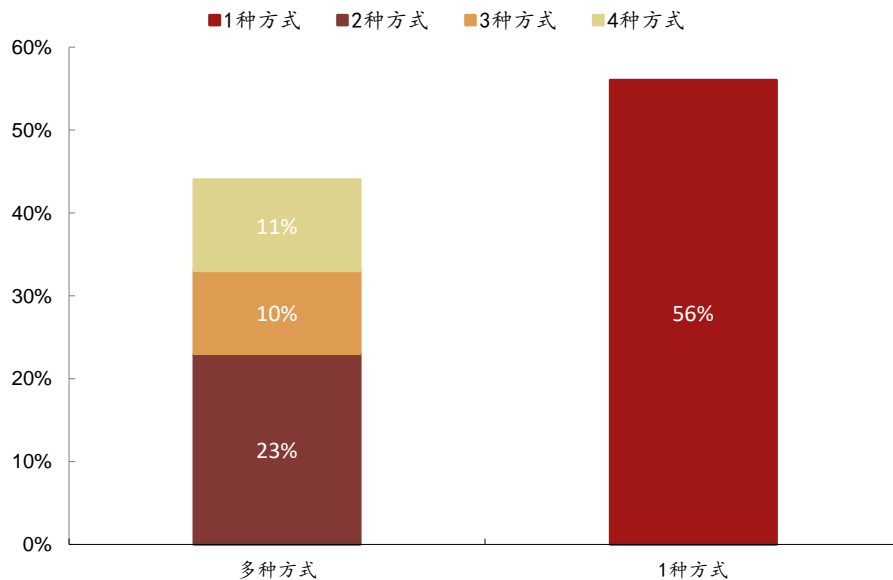
■ 无烟烟草 ■ 电子雾化烟 ■ 加热不燃烧 ■ 无烟草口含尼古丁



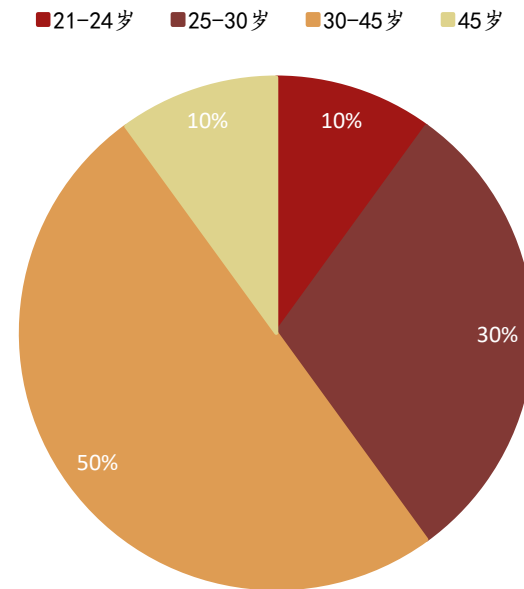
1.1.2 长期空间广阔：代际变化带来的长期产业趋势

- 尼古丁吸食习惯方式呈现多元化发展。尼古丁作为生物碱的一种吸食需求由来已久，但当前消费者吸食尼古丁的习惯方式已出现多元化的发展趋势，接近半数的消费者习惯通过一种以上的方式吸食尼古丁。
- 电子雾化烟消费群体呈年轻化特征。电子雾化烟除了可以满足消费者吸食尼古丁的需求外，其电子产品的属性以及潮流文化的兴起使其兼具娱乐及社交属性，在年轻消费者中接受度较高，25-45岁消费者占比达80%。
- 综上，代际变化之下年轻消费群体崛起，对电子雾化烟的接受度不断提升，全球控烟减害的大背景下，长期产业趋势逐步明晰。

图：人群吸食尼古丁习惯



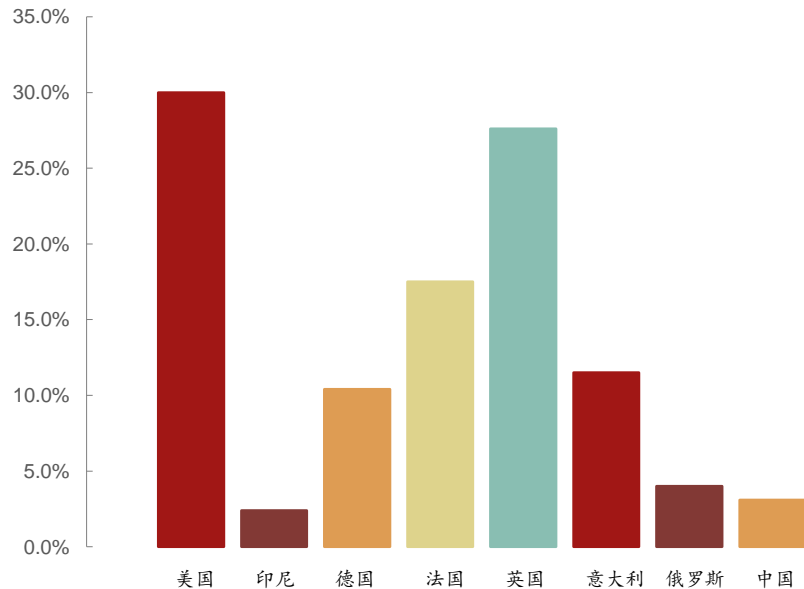
图：电子烟消费群体的年龄分布



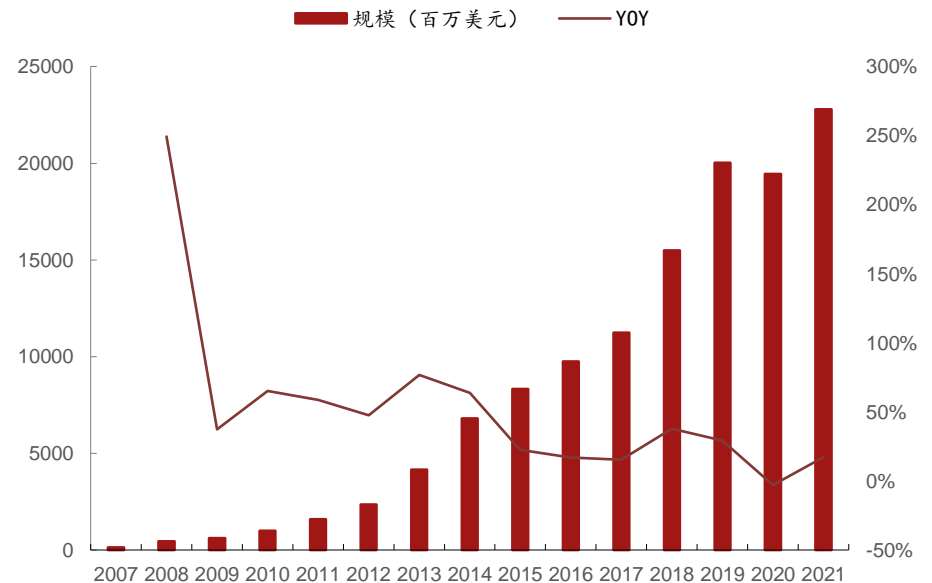
1.1.3 长期空间广阔：渗透率提升带来广阔的市场空间

▶ 全球电子烟渗透率处于提升通道，我国仅有低个位数，渗透率提升大趋势之下，市场长期成长空间广阔。近年来全球电子烟市场规模仍保持快速增长，根据Euromonitor数据，全球电子雾化烟市场规模21年已达228亿美元，5年CAGR为19%，10年CAGR为31%，当前渗透率预计仅为低个位数。从海外较为成熟的市场看，渗透率在30%左右，低渗透率下市场成长动能充足。此外，我们认为，电子烟的快速发展与经济发展水平亦有较强相关性，因此处于经济发展阶段且具有较强烟民基础的国家及地区虽然当前渗透率较低且市场规模较小，但未来增长潜力亦值得期待。

图：海内外主要国家电子烟渗透率对比

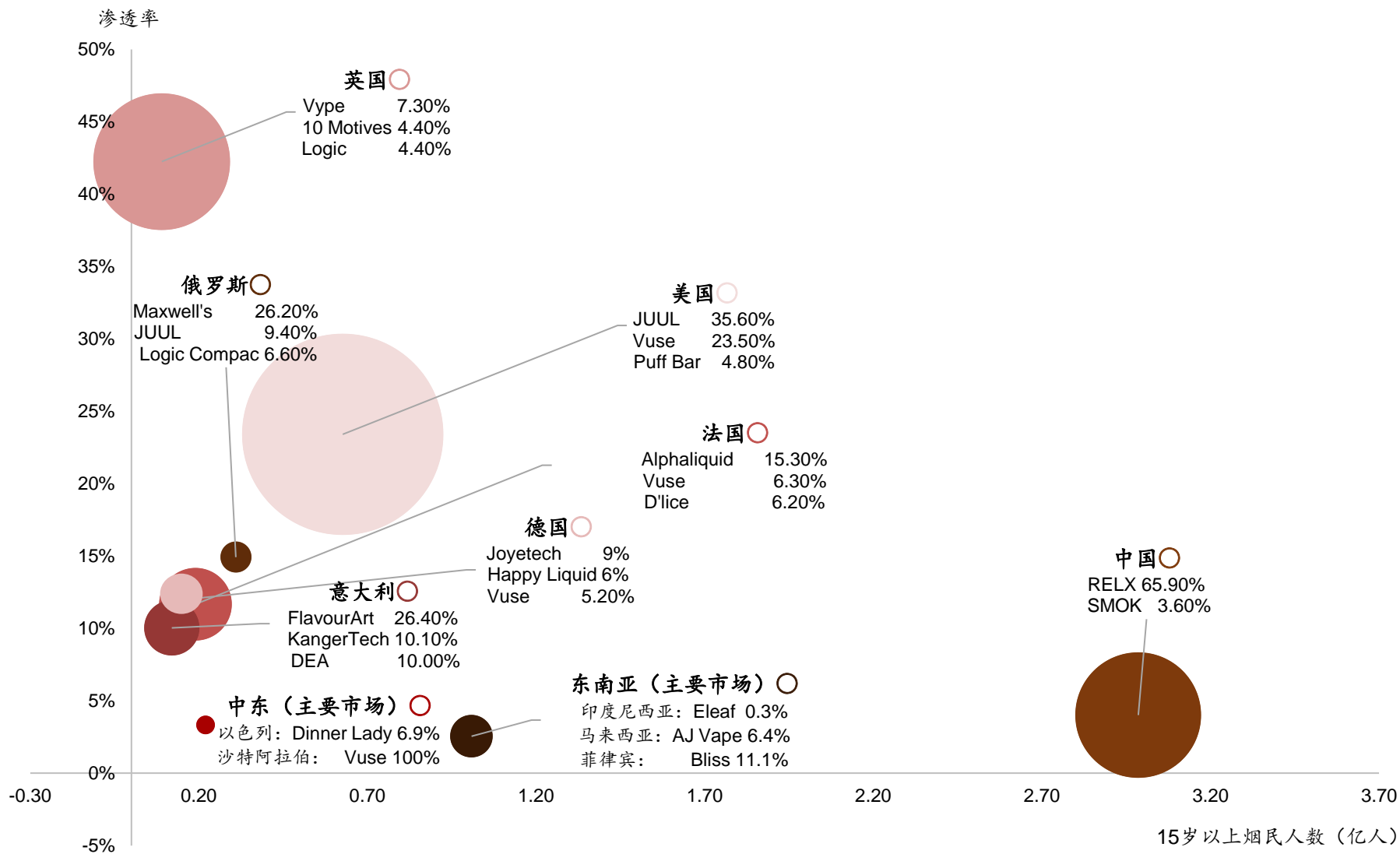


图：全球电子雾化市场规模及增速



资料来源：中国电子商会电子烟专业委员会、两个至上、Euromonitor、招商证券

1.1.4 长期空间广阔：重视潜力市场的成长机会



资料来源：IMF、The World Bank、Euromonitor、中国电子商会电子烟专业委员会、两个至上、招商证券
 注：气泡大小代表2021年电子雾化市场市场规模，颜色深浅代表人均GDP水平

1.2.1 监管趋势决定供需两端变化：全球监管呈规范化态势

表：海内外监管动态

地区	海内外政策监管动向
中国	<p>国内电子烟市场基本形成“1+2+N”电子烟监管制度体系：“1”指新版《烟草专卖法实施条例》；“2”指《电子烟管理办法》和《电子烟》国家标准；“N”指多份政策性配套措施文件；</p> <p>政策对未来发展方向进行指导：①鼓励产业技术创新，推动产业集群建设；②对出口相对鼓励支持；③内销管理总量的同时亦强调尊重市场与供需；控制口味，设置童锁，加强未成年人保护；</p> <p>后续不确定性重点关注：消费者对于新国标产品的接受度如何，同时税收政策尚未确定，但产业链利润率水平预计将维持在合理区间，整体行业形势无需过度悲观。</p>
美国	<p>PMTA审核提速：FDA发布对主流高市占率品牌的审批进度报告，计划最迟于23Q2末完成，继Vuse Solo获批后，Logic Pro+Power+Vapeleaf、NJOY Ace+Daily、Vuse Vibe+Ciro亦相继通过PMTA</p> <p>2022年4月14日正式将合成尼古丁纳入FDA监管，在2022年7月13日之前没有获得上市许可的产品被认为是非法的。</p> <p>2022年6月23日，FDA向JUUL Labs Inc.旗下当前在美销售的所有产品发布了MDO，其中包括JUUL烟杆及四款JUUL烟弹（尼古丁含量分别为3%、5%的弗吉尼亚烟草及薄荷醇风味）</p>
欧盟	<p>TPD：TPD3.0修订中，部分国家颁布风味禁令；</p> <p>欧盟新电池法：2022年3月17日，欧盟委员会通过了《新电池法》的“原则性思路”，欧洲议会投票通过后，《电池评估指令》将作废，正式法案或将在2023年年初推行。</p> <p>烟草消费税：目前欧盟的“烟草”税收状况仍然分散，不同成员国对不同的产品征收的税率有差异，欧盟委员会宣布修订后的烟草消费指令提案将发布。</p>
英国	<p>政策势头向好：英国国家健康与临床卓越研究所（NICE）近期将近期将含尼古丁的电子烟纳入吸烟者干预措施清单，赞成其正向作用；药监局（MHRA）鼓励将电子烟归为药物类别获得许可，并支持公司提交营销授权申请；</p> <p>审批条件严格：药监局对不合规产品和伪造申请的公司采取更严格措施，产品获批时间拉长，产品若有欺诈成分，或将被取消注册的ECID 号码；</p> <p>监管力度加强：市场上部分一次性电子烟产品存在不合规问题，包括容器大小>2毫升，尼古丁强度>20毫克，未在MHRA注册和CLP包装问题，对此UKVIA与法律部门合作，严厉打击非法销售与生产不合规产品行为。</p>
东南亚	<p>新加坡：新加坡烟草法案禁止进口、分销、销售或者提供任何形式的设计或者组装的电子烟产品，近年禁烟力度不断加强；</p> <p>菲律宾：电子烟监管法案已成法律，授权DTI监管，允许在线销售，电子烟使用者年龄限制自21岁降低至18岁，不一定会实施全面口味禁令（此前法案规定仅保留原味烟草及薄荷醇，最终细节需待法律公开）。</p> <p>泰国：正在电子烟产品合法化和监管进程中，今年泰国议会或将通过电子烟法案；</p> <p>马来西亚：2022年3月31日，马来西亚签发法令，明确从同年8月3日起本土制造和国外进口的电子烟都必须从马来西亚工业研究院SIRIM获得产品认证证书。将针对尼古丁和非尼古丁电子液体，以每毫升 1.20（1.5RMB）林吉的价格实施 200% 的电子烟税增加。</p>

1.2.2 监管趋势决定供需两端变化：我国监管政策有序推进，今年10月进入新时代

图：中国市场监管大事件时间轴

2021/3/22	工信部、烟草专卖局起草《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，向社会公开征求意见，其中在附则中增加一条“ 电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。 ”作为第六十五条，征求意见截至4月22日。
2021/6/1	新修订的《未成年人保护法》开始实施，其中 对向未成年人售烟明确了执法单位和处罚方式 ，向未成年人售烟的处罚力度以及对未成年人的保护和宣传力度进一步加大。
2021/9/27	国家局党组印发关于 全面加强新时代烟草行业科技创新工作的指导意见 ，强调以面向世界烟草科技前沿、面向中式卷烟主战场、面向行业重大需求、面向降焦减害为战略方向，坚持科技创新与体制机制创新“双轮驱动”。
2021/10/8	海关总署 发布2022年版《商品名称及编码协调制度》修订目录中文版，其中 增列品目新型烟草产品（品目24.04） 。
2021/11/12	电子烟 国家标准征求意见稿会议召开 ，对电子烟添加剂、尼古丁含量、加热温度、品类定义等进行了初步探讨。
2021/11/18	根据国家标准信息服务公共平台显示， 电子烟国标状态从正在审查变更为正在起草 。
2021/11/25	国家烟草专卖局印发 深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力实施方案 ，方案强调大力推动照后减证和简化审批，在已经大幅压减审批时限的基础上，进一步提高服务水平，并强调对新技术、新产业、新业态、新模式等实行包容审慎监管，量身定制监管模式。
2021/11/26	国务院发布关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定。为加强电子烟等新型烟草制品监管，国务院决定对《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》作如下修改：增加一条，作为第六十五条：“ 电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行。 ”，本条例自发布之日起实行。
2021/11/30	电子烟 强制性国标征求意见稿正式公开 ，从电子烟定义、烟具材料及设计、雾化物成分、烟具各项性能、雾化物添加剂临时许可物质等都做了细致规定，进一步细化了电子烟各项标准。
2021/12/2	国家烟草专卖局研究起草了《 电子烟管理办法（征求意见稿） 》，规定于2021年12月17日前反馈意见。
2022/3/11	国家烟草专卖局发布《 电子烟》国家标准（二次征求意见稿） ，提出雾化物不应使未成年人产生诱导性， 不应使产品特征风味呈现除烟草外的其他风味 ，雾化物添加剂临时许可使用物质亦从一稿中的 122种调减至101种 （剔除部分调味烟所需添加剂，增加凉味剂、甜味剂），书面意见反馈截至3月17日；并公告《 电子烟管理办法 》，自2022年5月1日起施行。
2022/4/8	市场监管总局（标准委）发布了GB 41700-2022《 电子烟 》 强制性国家标准 ，内容主要包括：一是明确了电子烟、雾化物等相关术语、定义；二是对电子烟设计和原材料的选用等提出原则要求；三是对电子烟烟具、雾化物和释放物分别提出明确的技术要求，并给出了配套的试验方法；四是对电子烟产品标志及说明书进行了规定。
2022/5/5	自2022年5月5日起，可以向其住所所在地的省级烟草专卖局提出 烟草专卖生产企业许可证 的申请意向，再按照排期要求提交正式申请。自2022年5月5日起，开始受理电子烟 批发许可 申请。
2022/6/1	2022年6月1日至15日，电子烟 零售许可证办理 时间段
2022/6/15	全国统一电子烟交易管理平台 正式上线，取得烟草专卖许可证的电子烟相关生产企业、批发企业和零售经营主体，可上平台进行交易会员注册登录，熟悉平台各项功能操作，开展相关交易及进出口备案。
2022/10/1	《电子烟》国家标准于2022年10月1日正式实施 。在实施过渡期期间，电子烟生产企业要开展标准的宣贯培训，深入了解标准技术内容，尽早实现产品达标。

1.2.2 监管趋势决定供需两端变化：我国监管政策有序推进，今年10月进入新时代

▶ 当前国内监管进程稳步推进中，新国标产品审评及许可证发放均在进行中，根据蓝洞新消费，截至17日，已有101家企业获得电子烟许可证，关于生产企业核定电子烟生产规模问题，国家烟草专卖局亦给出答复，将对生产设备公称能力、三年实际销量平均值、行业设备产能利用率进行现场核查，核定产量规模时已经考虑了电子烟相关生产企业有序增长因素，一般不会出现核定生产规模年度总量小于订单需求年度总量的情形。因此可以看出配额分配仍以尊重市场为原则（根据蓝洞，截至7月30日，已经有11家电子烟品牌获得了品牌持牌许可类的生产许可证，累计烟弹生产配额预计超过5.5亿颗），后续新国标产品接受度（决定市场需求）与税收政策将是后续最值得关注的两大要素。

表：中国市场监管要点

监管要点	
监管归口	国家烟草专卖局
总量管理	管理生产规模，严控新增产能，达到供需平衡
市场格局	1. 电子烟零售经营主体不得排他性经营单一品牌电子烟产品，营造公平竞争市场环境； 2. 电子烟零售点实行数量管理，与卷烟零售点相独立的布局规划。
产业利润	1. 雾化物和电子烟用烟碱的价格实行市场调节，产业链各环节经营利润应处于合理区间，使电子烟价格总水平保持基本稳定； 2. 建立统一高效电子烟交易管理平台，配合有关部门落实电子烟税收价格（坚持市场决定价格）等政策，并推动相关政策落地见效。
鼓励方向	1. 推动电子烟产能向具有比较优势的地区和企业适度集中，鼓励产业集群建设； 2. 鼓励出口（烟弹生产、烟弹品牌持有、电子烟烟具生产、电子烟烟具品牌持有、烟弹与烟具组合销售的产品生产、烟弹与烟具组合销售的产品品牌持有、雾化物生产、电子烟用烟碱生产许可证的许可范围都是区分海外），优化电子烟产品出口、电子烟产品代加工等工作流程，提高对从事出口业务的电子烟生产企业的服务水平，仅供出口的产品无需通过国内技术审评，仅需备案，满足出口地规定即可； 3. 引导企业把握全球电子烟发展趋势，加强科技创新研发； 4. 鼓励全流程自动化生产； 5. 鼓励环保、产品绿色化。
限制方向	1. 对电子烟投资行为严格管理，防止电子烟产业无序扩张； 2. 禁止外商投资电子烟产品的批发、零售，对外商投资电子烟生产领域实施审查； 3. 禁售调味电子烟并且加童锁，保护未成年人免受电子烟侵害。

资料来源：国家烟草专卖局、蓝洞新消费、招商证券

1.2.3 监管趋势决定供需两端变化：美国PMTA审核有望加速行业集中，合成尼古丁纳入FDA监管利好换弹份额提升

➤ 美国FDA预计将对市占率较高品牌的PMTA加快审核进度，且通过对比是否通过PMTA的产品及FDA公示可发现其审核标准严格，预计随着PMTA审核推进，FDA执法力度亦将加强，行业集中度有望继续提升。

表：2021-2022年待审查PMTA的部分公司产品

递交申请时间	公司	产品名
2020/3/30	NJOY LLC	两款薄荷醇味的产品
2019/8/19	Logic LLC	其他产品（包括薄荷醇）
2019/10/10	R.J. Reynolds	Vuse Solo品牌下薄荷醇产品
2020/9/5	Vapor Company	Vuse Alto

表：2021-2022年未通过PMTA的部分公司产品

公布时间	公司	产品名	递交申请时间	未通过原因
2022/6/23	JUUL Labs Inc.	在美销售的所有产品，包括设备和4种烟弹（Virginia tobacco flavored pods at nicotine concentrations of 5.0% and 3.0% and menthol flavored pods at nicotine concentrations of 5.0% and 3.0%）	2020/7	主因其申请中关于产品毒理学特征证据不足以论证其产品适合保护公众健康，尤其是其公司的一些研究结果存在数据不足和相互矛盾，包括关于基因毒性和从公司专用烟油舱中渗出的潜在有害化学物质，且FDA亦暂未收到表明与使用JUUL设备或JUUL烟弹相关的直接风险的临床信息。FDA认为目前没有足够的证据来评估使用JUUL的潜在毒理学风险，亦无法知道JUUL设备+其他授权或未经授权的第三方烟弹与JUUL烟弹+其他设备的搭配使用的潜在风险。此外，FDA专员亦表示占美国市场份额较大的产品中，许多在青少年电子烟的流行中起到了很大作用，结合此前对JUUL助长年轻人电子烟流行及安全性的指控，预计与其本次未能通过PMTA有关。
2022/6/10	NJOY LLC	其他多种DAILY电子烟产品	2020/3/30	推测为口味限制
2022/5/12	R.J. Reynolds Vapor Company	其他多种Vuse Vibe & Vuse Ciro电子烟产品	2020/4	推测为口味限制
2022/4/26	NJOY LLC	其他多种ACE电子烟产品	2020/3/10	推测为口味限制
2022/4/8	Fontem US LLC	myblu Device Kit myblu Intense Tobacco Chill 2.5% myblu Intense Tobacco Chill 4.0% myblu Intense Tobacco 2.4% myblu Intense Tobacco 3.6% myblu Gold Leaf 1.2% myblu Gold Leaf 2.4%	2020/5	这些申请缺乏有关设计功能、制造和稳定性的充分证据。此外，这些申请没有表明，对完全或大幅减少吸烟使用的吸烟者的潜在好处将超过年轻人的风险。
2022/3/24	Logic LLC	其他多种电子烟产品	2019/8/19	推测为口味限制
2021/10/12	R.J. Reynolds Vapor Company	10个Vuse Solo品牌下调味电子烟	2019/10/10	推测为口味限制

1.2.3 监管趋势决定供需两端变化：美国PMTA审核有望加速行业集中，合成尼古丁纳入FDA监管利好换弹份额提升

表：2021-2022年通过PMTA的公司产品

公布时间	公司	产品名	递交申请时间	通过原因
2022/6/10	NJOY LLC	NJOY DAILY Rich Tobacco 4.5%	2020/3/30	与香烟相比，新产品的气溶胶有害和潜在有害成分（HPHC）显著减少，因此新产品用户的总体毒理学风险低于燃烧的香烟烟雾。此外，对当前成年吸烟者完全从香烟切换到新产品的估计高于文献中对完全切换到电子尼古丁输送系统（ENDS）的估计水平。因此，申请人已经证明，一些目前的成年吸烟者对新产品感兴趣，以帮助减少或戒烟，这些产品有可能使该群体受益。根据PMTAs提供的信息和现有的证据，发现在某些营销限制之下，允许新产品的营销将适宜于保护公众健康。新产品对大幅减少燃烧香烟使用量(或完全改用新产品)的吸烟者的好处，大于其对青少年的风险，只要申请人遵守营销后的规定，并实施营销限制，以减少青少年接触新产品的营销活动，以及减少青少年接触新产品。
		NJOY DAILY EXTRA Rich Tobacco 6%		
2022/5/12	R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Vibe Power Unit	2020/4/2	化学测试足以确定这些产品气溶胶的总体有害和潜在有害成分（HPHC）水平低于燃烧的香烟烟雾。且申请人提供的数据表明，仅使用授权Vuse Vibe和Vuse Ciro产品的参与者接触非尼古丁HPHC的水平低于新产品和燃烧香烟的双重用户。因此，这些产品有可能使完全切换或显著减少香烟消费的成年吸烟者受益。此外，根据PMTAs提供的信息和现有的证据，发现在某些营销限制之下，允许新产品的营销将适宜于保护公众健康。新产品对大幅减少燃烧香烟使用量(或完全改用新产品)的吸烟者的好处，大于其对青少年的风险，只要申请人遵守营销后的规定，并实施营销限制，以减少青少年接触新产品的营销活动，以及减少青少年接触新产品。
		Vuse Vibe Tank Original 3.0%		
		Vuse Ciro Power Unit		
		2020/4/15	Vuse Vibe Power Unit	
			Vuse Ciro Cartridge Original 1.5%	
			Vuse Ciro Power Unit	
2022/4/26	NJOY LLC	NJOY ACE Device	2020/3/10	化学测试足以确定这些产品气溶胶的总体有害和潜在有害成分（HPHC）水平低于燃烧的香烟烟雾。且申请人提供的数据表明，与新产品和香烟的双重用户相比，仅使用授权NJOY Ace产品的参与者接触HPHC的水平较低。此外，根据PMTAs提供的信息和现有的证据，发现在某些营销限制之下，允许新产品的营销将适宜于保护公众健康。新产品对大幅减少燃烧香烟使用量(或完全改用新产品)的吸烟者的好处，大于其对青少年的风险，只要申请人遵守营销后的规定，并实施营销限制，以减少青少年接触新产品的营销活动，以及减少青少年接触新产品。
		NJOY ACE POD Classic Tobacco 2.4%		
		NJOY ACE POD Classic Tobacco 5%		
		NJOY ACE POD Rich Tobacco 5%		
2022/3/24	Logic Technology Development LLC	Logic Regular Cartridge/Capsule Package	2019/8/19	该公司提交的数据和现有证据表明，与燃烧的香烟相比，营销这些产品可以帮助成年的吸烟者摆脱燃烧的香烟，并降低他们接触有害和潜在有害毒素的风险。与此同时，数据显示，包括年轻人在内的非用户使用这些产品的风险很低。包括青年在内的非用户定期使用产品的风险也很低。且现有数据显示，目前使用这些烟草味产品的烟草使用者更有可能大幅减少香烟的使用，不吸烟的吸烟者不太可能开始使用这些产品。大多数研究对象每天抽的燃烧香烟数量减少了80%以上，从筛查时的平均每天13-16支减少到第59天的1-2支。数据还显示，与可燃香烟相比，这些产品产生的一些毒素（如一氧化碳）含量更少或更低，产品的滥用责任或其鼓励继续吸烟、成瘾或依赖的能力低于燃烧香烟。此外，此次授权对该公司施加了严格的营销限制，以大大减少年轻人接触这些产品烟草广告的可能性。
		Logic Vapeleaf Cartridge/Capsule Package		
		Logic Vapeleaf Tobacco Vapor System		
		Logic Pro Tobacco e-Liquid Package		
		Logic Pro Capsule Tank System		
		Logic Pro Capsule Tank System		
		Logic Power Tobacco e-Liquid Package		
		Logic Power Rechargeable Kit		
2021/10/12	R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Solo Power Unit	2019/10/10	只使用授权产品的研究参与者接触到的气溶胶中有害和潜在有害成分（HPHCs）更少。毒理学评估还发现，根据现有数据对比和非临床研究结果，授权产品的气溶胶毒性明显低于燃烧后的香烟。此外，对于这些产品，FDA确定，如果申请人遵循旨在减少青少年接触和获得产品的上市后要求，完全或显著减少吸烟的吸烟者的潜在好处将超过对青少年的风险。根据迄今收到的数据，以下美国无烟烟草公司有限责任公司上市前烟草产品申请确实包含足够的信息，以表明新产品的营销将适合于保护公众健康，并支持《FD&C法案》第910(c)条下的营销命令。
		Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G1		
		Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G2		

1.2.3 监管趋势决定供需两端变化：美国PMTA审核有望加速行业集中，合成尼古丁纳入FDA监管利好换弹份额提升

- 思摩尔国际于美国市场销售的主力电子雾化烟为换弹式小烟，因此从行业角度出发，目前两大监管动态（薄荷醇口味能否获批+FDA对合成尼古丁的监管力度）将对其美国市场总量产生较大影响，因此我们对上述两大监管动态下的换弹市场增速进行敏感性测算，若薄荷醇风味顺利获批，一次性口味烟受限后，换弹式小烟市场销量空间有望实现翻倍。
- **FDA监管预计趋严，公司势头预计向好。**
 - ① **市场总量**：FDA已对合成尼古丁产品展开监管，7月13日之后任何未通过PMTA的新型非烟草尼古丁产品均不可合法上市，并于13日向两家相关制造商发布警示信，并表示这只是合规和执法行动的开始，预计在美国市场此前宣称使用合成尼古丁的一次性口味小烟将逐步面临监管，利好换弹式小烟份额提升；
 - ② **竞争格局**：尼尔森口径截至7.16近一季度数据，Vuse以35.6%的份额居首位，排名第二的JUUL（31.9%）正处于获MDO后的上诉缓冲期，思摩尔合作品牌NJOY、Logic份额分别为2.9%、0.7%，JUUL虽不能完全排除重返市场的可能，但预计渠道备货将处于相对谨慎态度，而思摩尔合作品牌在通过PMTA后订单确有改善，且公司实力已经验证，Alto通过概率预计较大，整体格局优化。

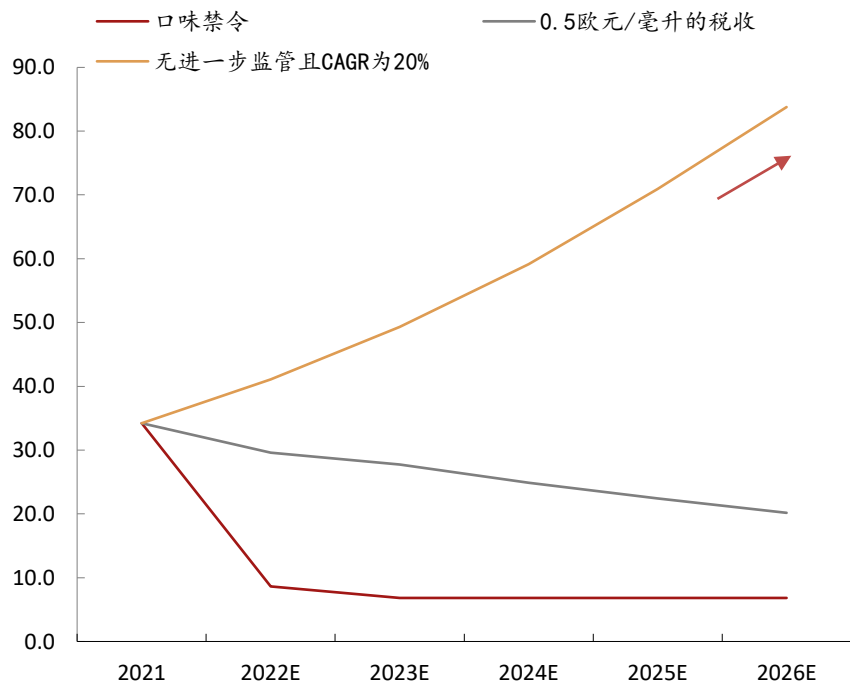
表：美国两大监管动态情景测算

换弹市场增速				一次性口味烟被禁后转向换弹比例			
				20%	50%	80%	100%
口味监管	仅烟草	换弹市场减量比例	20%	7%	38%	68%	88%
			50%	-19%	0%	19%	31%
			80%	-45%	-37%	-30%	-25%
			100%	-62%	-62%	-62%	-62%
	烟草+薄荷醇		25%	63%	100%	126%	

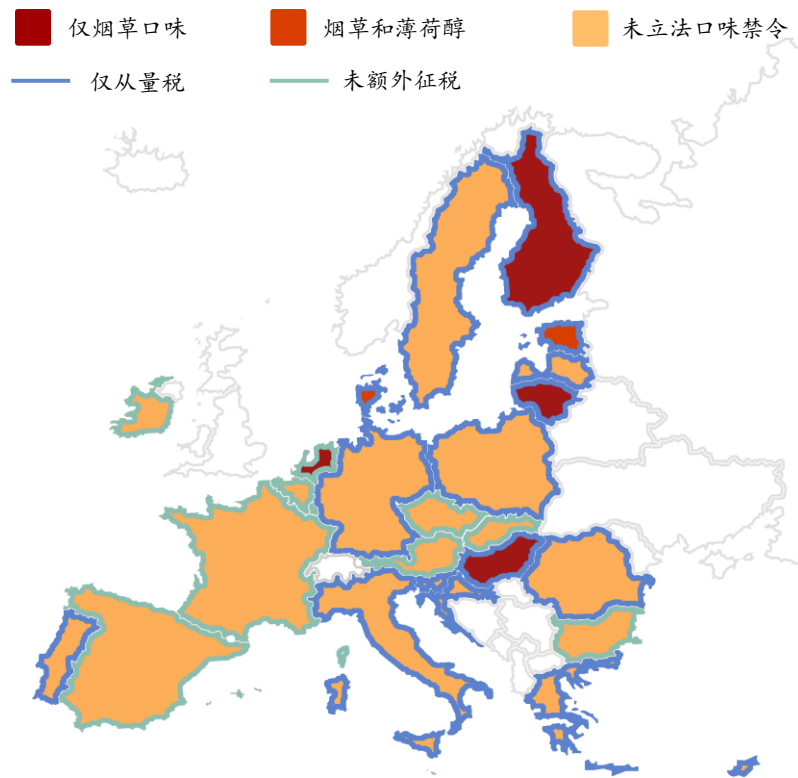
1.2.3 监管趋势决定供需两端变化：欧盟TPD3修订中，关注口味+税收

- 口味监管：**欧盟尚未制定全面一致性口味禁令，TPD3.0预计至少再修订3年。目前如丹麦、荷兰等国家正在推进调味禁令，但欧盟大部分国家及地区与欧盟层面未推出全面的口味禁令，如若推出预计对欧盟整体市场规模的影响较大。
- 税收政策：**当前加权平均税率约0.13欧元/ml。当前多数欧盟国家对电子烟烟油征从量税，若出台欧盟层面税收政策或更多成员国加税亦将影响行业增速。
- 电子烟已纳入“欧盟战胜癌症计划”，如若在乐观假设（无进一步监管）下，欧盟市场仍有望保持20%的复合增长。

图：欧盟电子烟市场预测（亿美元）



图：欧盟电子烟监管情况

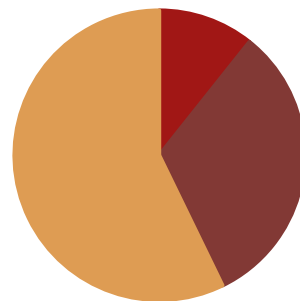


➤ 中国电子烟出口规模快速增长，22年预计超过1800亿元，同比增长有望达到35%。

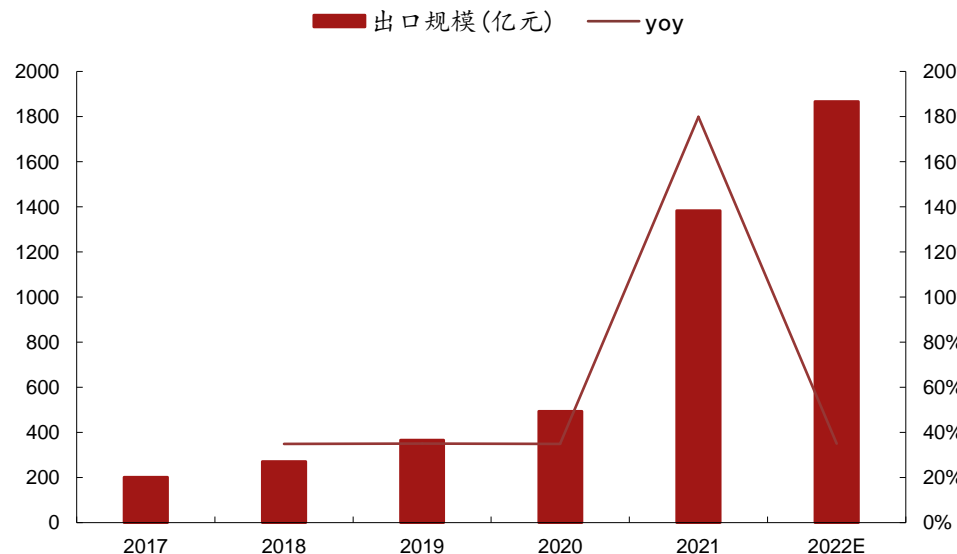
➤ 全球电子烟市场已形成需求在全球，供给在中国的产业格局。我国电子烟企业研发实力不断提升，从专利申请数量即可见一斑。中国电子烟已在“产业+资金+人才+创新”形成闭环，供应链的比较优势有望不断加强，助力我国出口创汇与经济增长，产业链转移的概率较小。此外，具备全球产业链布局的企业（目前仅10%左右）预计竞争优势将不断凸显。

图：中国电子烟企业产业链全球布局情况

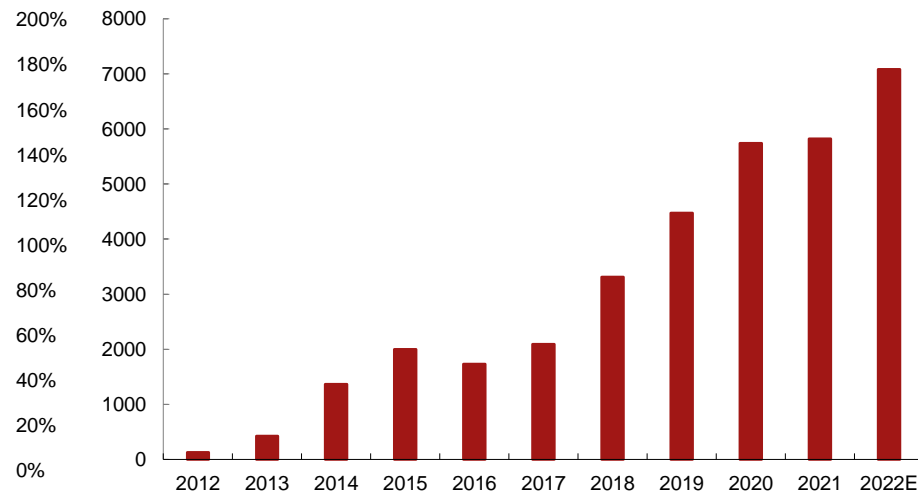
■ 已有产业链全球布局 ■ 产业链全球布局规划中
■ 无产业链全球布局规划



图：中国电子烟海外出口规模

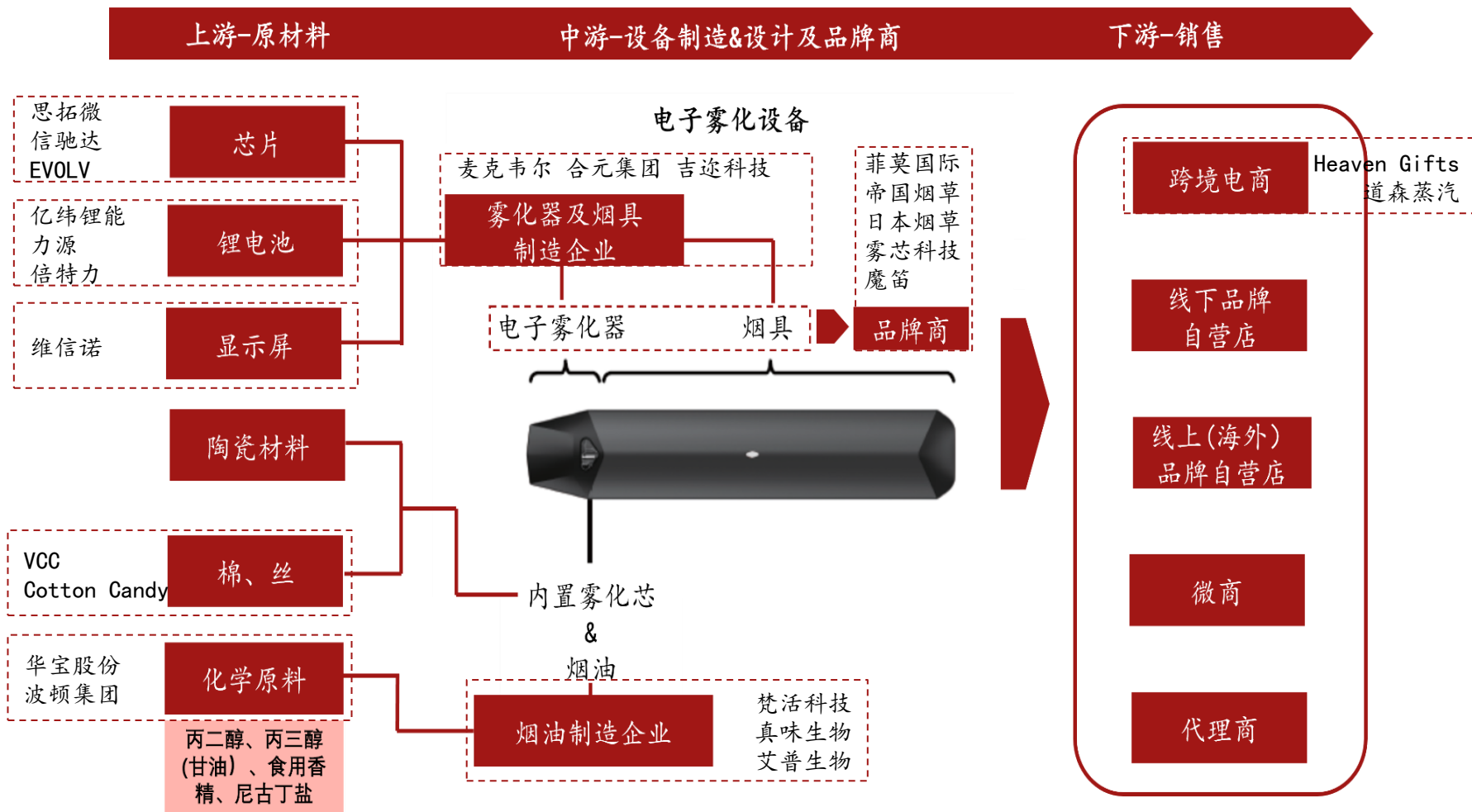


图：2012-2021年中国申请电子烟专利数量



1.3.2 竞争格局明晰带来的确定性溢价：公司处于产业链关键环节

图：雾化电子烟产业链

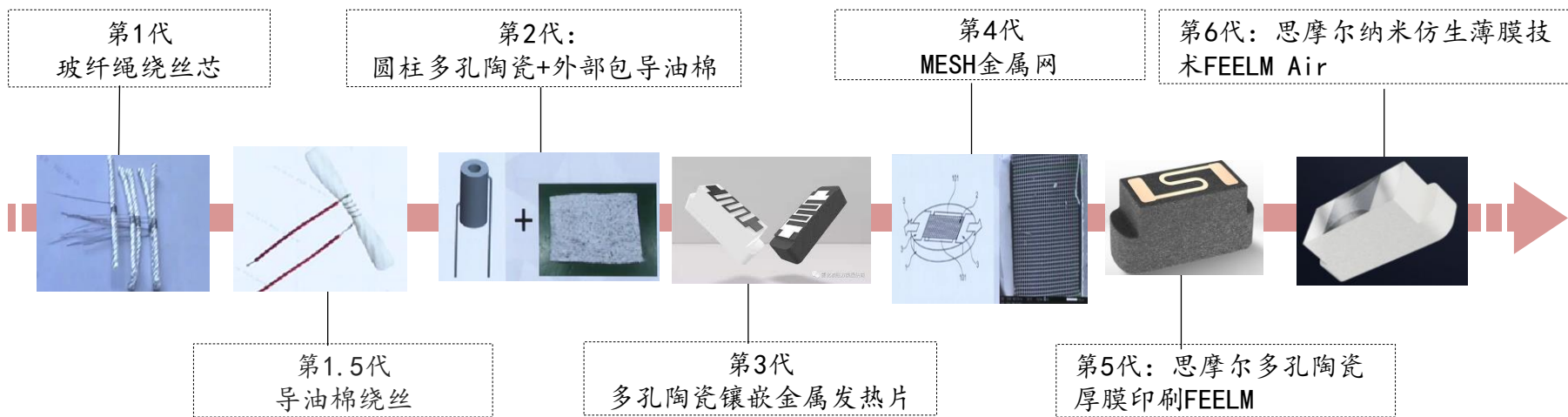


资料来源：ittbank、前瞻产业研究院、公开资料整理、招商证券

1.3.3 竞争格局明晰带来的确定性溢价：产品驱动+迭代空间仍大，公司龙头地位有望不断夯实

- 雾化芯为电子雾化烟产品力表现的核心影响因素之一，具备较多Know-how。我们认为，电子雾化烟行业体现为产品驱动模式，消费者愿意为更好的抽吸与使用体验买单甚至支付溢价，因此对于品牌商来讲需要不断迭代产品才能更好地在快速发展的行业中抓住消费者，而其中雾化芯作为关键元件在陶瓷配方、陶瓷结构、发热体、与烟油配合等多方面具备较多Know-how，进而构筑龙头企业竞争壁垒。
- 思摩尔国际是电子雾化烟雾化芯技术变革的引领者。追溯雾化芯迭代史可发现，思摩尔实为行业技术变革的引领者，这源自于公司在坚持创新、以人为本、产品主义等优秀价值观与经营理念下打造出的强大的研产销体系，并非一日之功。思摩尔现已建立了以下竞争优势闭环，而其主要竞争对手多处于第一阶段：①打造出一款优秀的产品并建立完善的管理体系；②得到大客户认可，规模化量产后产品一致性得到验证；③产品上市后得到消费者认可并不断根据消费者反馈对产品进行改进与打磨；④产品基本稳定后提升自动化水平，发挥规模效应，降低客户成本，提升其盈利能力（BAT22H1新型烟草业务减亏50%+，2/3的盈利提升来自规模效应及效率提升，自动化生产推动Vuse单位成本下降17%），步入合作共赢的良性循环。

图：思摩尔国际引领陶瓷雾化芯变革



1.3.3 竞争格局明晰带来的确定性溢价：产品驱动+迭代空间仍大，公司龙头地位有望不断夯实

图：思摩尔国际电子烟迭代方向与解决痛点

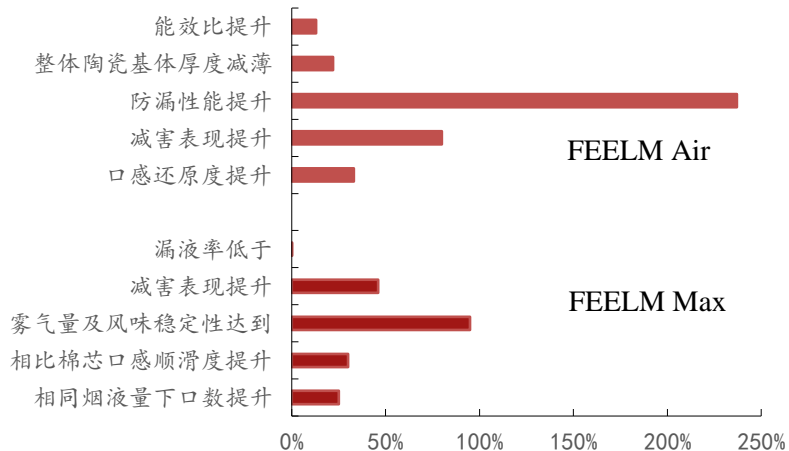
维度	分角度	迭代方向	解决痛点
抽吸体验	口味还原度	发力基础研究	交叉学科，融合材料化学、生物医学、气溶胶科学等等，以基础研究为核心动能。需要大量对应领域的人才与推动资金
	口味一致性衰减	对口味基质进行二次加热	有效物质释放量低、前后不一致
		多孔体的储液优势层和锁液优势层搭配，能实现更陡峭的梯度落差，提供更强的传热传质驱动力；同时，发热膜设置在锁液优势层上，可以降低下渗占比，能够改善液爆的缺陷。	传热传质效率低，且存在容易爆液的缺陷
		提供一种电池杆，包括感应元件和控制单元；感应元件用于获取用户的当前抽吸力度；控制单元连接感应元件，用于根据当前频率信号控制加热功率。	不能根据用户的抽吸力度进行自适应调节加热功率
	口数提升	在金属发热层远离基体的表面设置无机保护层，无机材料粒子在供油不足的情况下不容易过烧团聚，进而使金属发热层不容易失效，增加了雾化元件的寿命	在供油不足时，贵金属高占比的发热金属薄膜容易过烧，其中的贵金属粒子容易发生团聚，进而导致金属薄膜失效，降低了雾化元件的稳定性和寿命
		使用微流道结构防止气泡影响下液	发热件干烧，影响使用寿命
		设置导气结构雾化的气溶胶，减少气溶胶与发热件接触	气溶胶在发热件上会碳化形成油垢，易干烧，影响使用寿命
		使发热体温度场分布更加均匀	加热不均加重烟垢产生，同时导致发热膜热应力高，存在较高的应力导致开裂的风险
		基体具有雾化面以及延伸至所述雾化面的通孔，发热体设置于所述雾化面上，导体引线设置于所述通孔内，与所述基体固定形成一体结构。	现有技术中陶瓷雾化芯的导体引线和基体接触稳定性较差，容易损坏
		依次布置的第一导液棉、第二导液棉和第三导液棉。第一导液棉、第三导液棉的孔隙率均小于所述第二导液棉的孔隙率。该导液装置储液量大，能够减少发热件雾化太快引起的供液不足，使发热件不易干烧，雾化器使用寿命长。	一般导液棉存在经常出现烧糊等现象。
使用体验	体积缩小	革新控制装置	发热体中的发热材料一般与雾化介质和/或者雾化后形成的气态介质一般处于直接接触或者半隔绝状态，其存在雾化过程中易产生焦味，降低发热材料寿命
		将发热丝与棉丝采用编织的方法将导通层和发热层设置为一体结构，进而确保雾化层和支撑管之间的缝隙可控，便于密封	现存技术难以进一步减少电子烟生产所需零部件
	防漏液	在通气管上开设泄压孔，用于在向缓存腔供液时泄压，从而使得供液顺畅。	棉芯发热体的发热丝间距不可控、棉芯与结构件之间结合的间距不均匀
		导气通道与消音腔相连，外界空气由进气孔进入后流入到微孔，借助微孔的高声阻特性降低噪音	往储液腔注入雾化液时，容易对储液腔产生压力，储液腔内的雾化液可能在压力作用下发生泄漏
噪音减少	基座的进气凸台具有朝向储液腔的凸起形状的上表面，进气凸台上形成有由上表面背离储液腔延伸的多个进气小孔。可使得进气凸台中心区域的冷凝液有向外侧流动的趋势，从而可将多个进气小孔处的冷凝液及时引流，减少冷凝液从该多个进气小孔处泄露	雾化器进气气道由于气流产生噪音问题，抽吸速度越快，噪音越大	
	现有的雾化器通常在基座上开设进气孔来引入外界空气。随着抽吸过程的持续，进气孔处积累了大量冷凝液容易被堵住，从而增加了抽吸时的吸阻，提高了噪声		
安全性	有害物质释放	更换烟液的辅助雾化成分	发热件温度高，易产生有害物质
	避免儿童误吸	结合自有气流传感器通过吹吸特征信号识别使用者类型，从而改变雾化装置状态	市面上雾化装置通用童锁一般使用蓝牙、WIFI、指纹等形式进行儿童防护，但会大幅增加硬件成本，同时也可能会增加结构设计的复杂性

资料来源：国家知识产权局、公开资料整理、招商证券

1.3.3 竞争格局明晰带来的确定性溢价：产品驱动+迭代空间仍大，公司龙头地位有望不断夯实

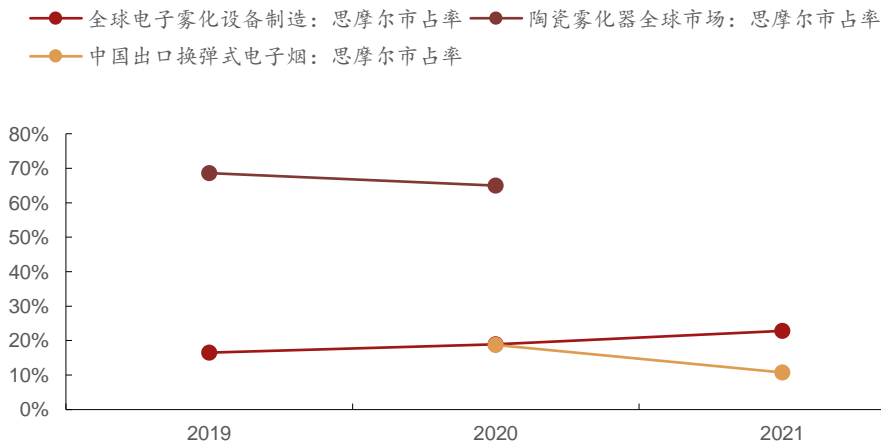
- 思摩尔在陶瓷雾化芯领域市占率领先。公司在全球电子雾化设备领域市场份额逐年提升，21年达到22.8%，其在陶瓷雾化器全球市场份额优势则更加明显。
- FEELM Air、FEELM Max、COREX相继发布，技术迭代及产品化不断落地。公司经过多年技术积累，Feelm于今年推出全新的技术平台Air及全球首款陶瓷芯一次性解决方案Max，Vapresso推出开放式棉芯技术解决方案COREX，并伴随新品推出，有望再次引领行业技术迭代方向。
- 思摩尔大力投入研发，不断加深长期护城河。公司未雨绸缪，预计今年大幅加码研发，有望进一步夯实龙头地位。此外公司不断布局全球领先的检测项目，赋能客户更好地通过各国监管。

图：FEELM Air 和 FEELM Max性能提升图

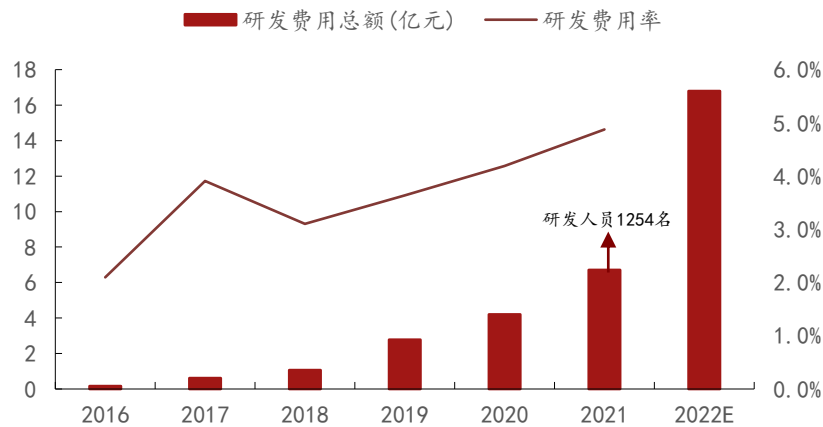


资料来源：FEELM、招商证券

图：思摩尔多口径市占率



图：思摩尔研发费用支出



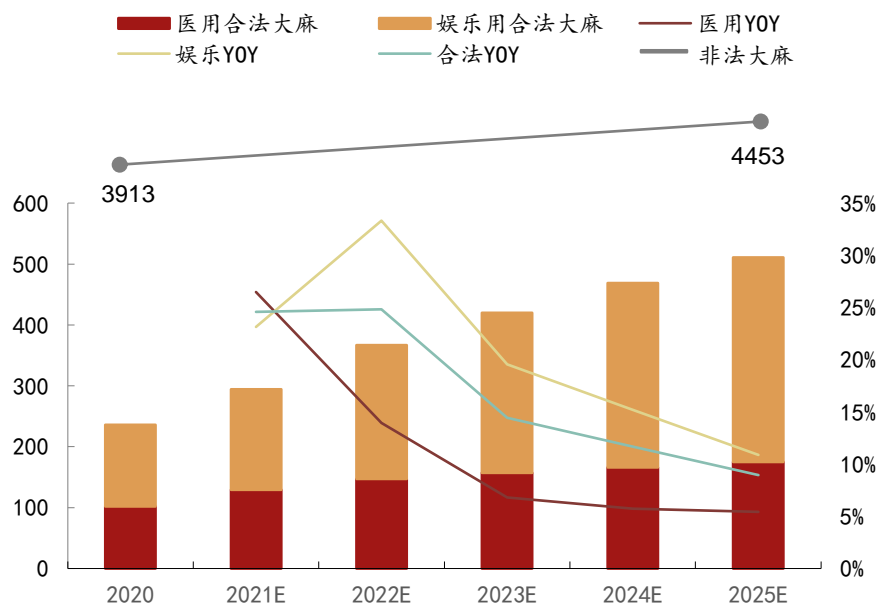
资料来源：招股说明书、公司公告、招商证券

二、大麻雾化：高成长+优格局的细分赛道值得更高估值

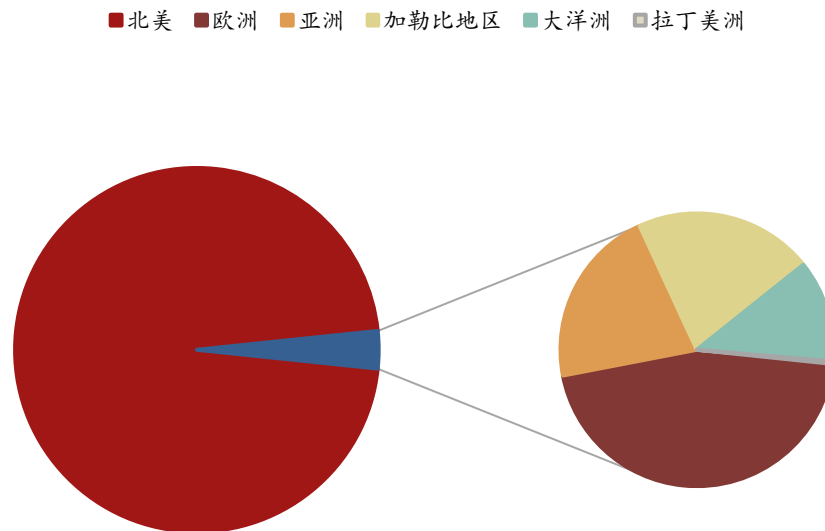
2.1 全球大麻市场容量大，北美合法化先行

- 全球大麻市场销售体量较大，合法市场增长可期。2020年全球大麻销售规模超过4000亿美元（含黑市），全球大麻合法市场销售规模20-25年CAGR可达17%，25年体量有望超过500亿美元。
- 2020年全球合法大麻市场有96.8%市场份额在北美洲，仅有3.2%在其他地区，其他地区市场中，欧洲市场占比较大。北美合法化进程在全球较为领先，下文将重点分析美国大麻合法化逻辑及进程。

图：全球大麻市场规模及增速（亿美元）



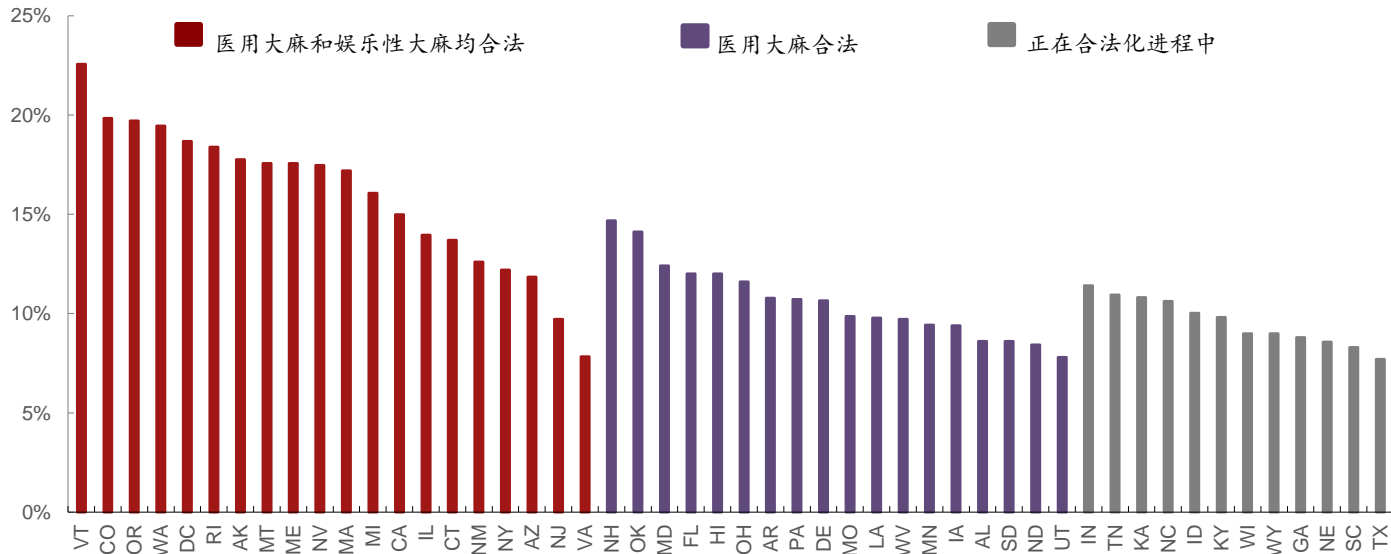
图：2020年全球合法大麻市场份额



2.2 美国市场大麻合法化推进中，增长动能充足

- **缘何被禁？为何合法？** 20世纪初期，在反移民情绪中，媒体将“大麻”形容为毒药，且医学界并未发声提供科学意见，导致很多州立法禁止大麻销售。近年来，通过对比酒精的危害，政府官员、媒体与科学界均帮助大麻改善公众形象（参考投票结果及使用率），且税收贡献度更高、并降低对方药的需求。此外，大麻消费的需求坚挺，一味的禁止的后果则是滋生更多的黑市与相关犯罪。
- **空间几何？** 仅考虑当前合法化的州，2030年其大麻市场销售规模有望达到约580亿美元（10年CAGR达11%）。合法化先行的州大麻使用率通常高于15%，若未来8年内美国其他州陆续放开任一类型的大麻市场，30年美国合法大麻市场有望达到720亿美元（10年CAGR约为14%）。
- **进程如何？** CAOA与 MORE Act等待参议院审议，参议院就CAOA于7月26日举办听证会，虽然并未采取更进一步的行动，但大麻在联邦层面的合法化亦迈出重要一步。

表：按市场合法类型划分的美国各州大麻使用率



资料来源：New Frontier data、招商证券

2.3 全球市场大麻合法化进程，市场空间广阔

➤ 美国在联邦层面对大麻合法化的推进或对全球其他国家及地区的监管趋势产生借鉴作用。

表：全球非美区域大麻合法化进程一览

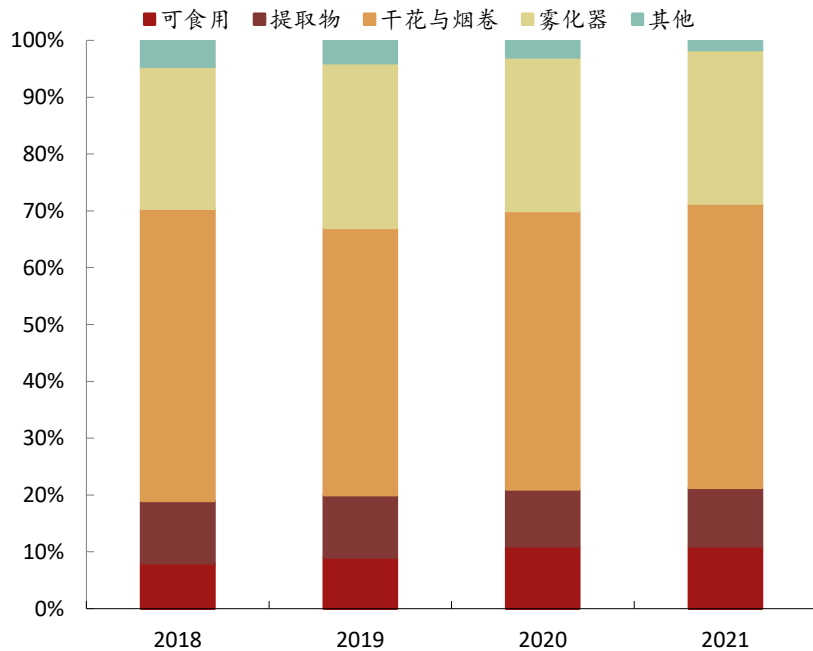
		国家地区	
已合法	娱乐性+医用大麻合法/非刑事化	加拿大、墨西哥、澳大利亚、南非、格鲁吉亚、乌拉圭、哥伦比亚、牙买加、以色列、黎巴嫩	
		欧洲	荷兰（最典型）、西班牙（最典型）、克罗地亚、捷克、丹麦、爱沙尼亚、意大利、卢森堡、马耳他、摩尔多瓦、挪威、葡萄牙、罗马尼亚、斯洛文尼亚（医疗合法但受到高度限制）
	仅医用大麻合法化	中美洲及拉丁美洲	巴拿马、哥斯达黎加、巴西、阿根廷、智利、巴拉圭、秘鲁
		亚洲	泰国、韩国、马来西亚
		欧洲	比利时（仅Sativex可用）、塞浦路斯、芬兰、希腊、爱尔兰、立陶宛、北马其顿、波兰、圣马力诺、瑞典、瑞士
非洲	莱索托、津巴布韦、摩洛哥、赞比亚、加纳、乌干达		
	仅娱乐合法化/非刑罚化	俄罗斯、乌克兰、奥地利（医疗仅限大麻衍生物）、法国（医疗仅限大麻衍生物药物）	
不合法	拉丁美洲	玻利维亚、瓜亚那、苏里南、委内瑞拉	
	欧洲	阿尔巴尼亚、安道尔、白俄罗斯、保加利亚（CBD产品合法）、匈牙利、冰岛、科索沃、拉脱维亚、列支敦士登、塞尔维亚、斯洛伐克、梵蒂冈城	
	亚洲	中国（香港正在提议立法禁止CBD产品）、新加坡、缅甸、伊朗、土库曼斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、蒙古等	
正在推行合法	中美洲和加勒比地区	伯利兹、萨尔瓦多、尼加拉瓜等	
	欧洲	德国（医用已经合法，或将在2022第四季度实现娱乐大麻完全合法化）、英国、波斯尼亚和黑塞哥维那、摩纳哥、黑山等	
	亚洲及大洋洲	日本（许可制）、印度、菲律宾、巴基斯坦、阿富汗、新西兰等	

资料来源：国家及地区官网、招商证券

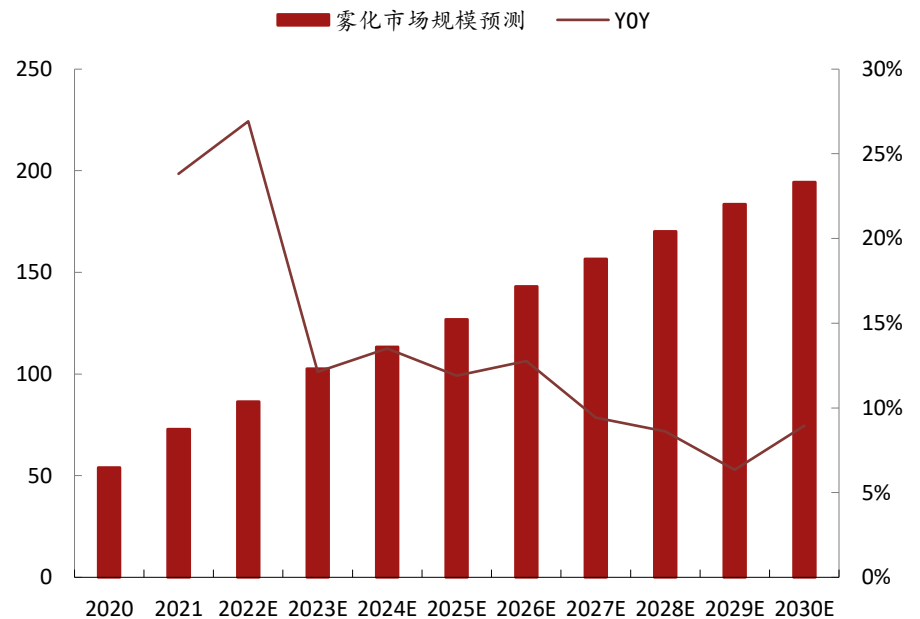
2.4 美国大麻雾化份额相对稳定，伴随合法化进程成长

- ▶ 按类别划分美国大麻市场销售额，提取物与干花烟卷市场保持平稳，可食用份额稍有提升。大麻雾化器份额总体平稳，在2019年有较大提升，并在随后两年维持在27%以上的水平。
- ▶ 2021年美国大麻合法市场规模达到约270亿美元，美国大部分州大麻已经或正在合法化，在国家法律框架逐渐完善的进程中。按照雾化市场占比27%预测未来10年美国雾化市场规模，2021美国大麻雾化合法市场规模超过70亿美元，预计在2030年达到157亿美元规模（不考虑潜在市场合法化推进），若考虑目前合法化推进中的州于30年前陆续完成合法化，30年有望达到194亿美元。

图：美国大麻市场销售额占比



图：美国大麻雾化市场规模预测（亿美元）



2.5 雾化有望抢占更多传统吸食份额

➤ 雾化吸入大麻相比于传统大麻吸食方式，产生更少致癌化合物，人体吸入有害物质更少。对于THC为主摄取来说，雾化吸入方式包含大麻物质更多，吸食效率提升；对于医用CBD摄取来说，大麻雾化吸入方式使用方便，吸收见效快，具备更高的生物利用度。

表：大麻潜在使用场景及雾化吸入优势

使用场景	娱乐休闲	休闲用大麻通常含有高浓度的THC和低浓度的CBD，并非强制使用，通常THC含量>0.5%；消费者一般会选择苜蓿，会给人带来愉悦轻松和高兴奋感，使人情绪高涨、心跳加快，过量使用可能导致头晕、焦虑、偏执、呕吐等问题，严重可导致死亡
	医疗药品	医疗用大麻通常含有较低浓度的THC和高浓度的CBD，一般情况下必须由医院处方开设才可获取，使用者通常会选择籼稻，有使人沉静安定的作用，可以起到缓解整体疼痛和放松的效果。医用大麻摄取方式可以分食用、饮用、外用涂抹和口腔舌下喷雾等。
	工业大麻	工业大麻THC含量一般<0.3%，作为纤维生产材料被用于纺织、造纸、化妆品、日化、皮革、装饰、包装等领域。
雾化吸入相比于传统吸食方式优势	健康	传统的吸烟方法大多为燃烧大麻，将植物中的活性化合物以烟雾的形式释放，然后吸入肺部，其产生热量太高，会打破构成植物中天然化合物的碳原子之间的化学键，产生具有剧毒和致癌物质的自由基，化学物质被身体吸收； 雾化器缓慢而均匀地加热大麻，使其达到所需的合适温度，从而在不引起任何燃烧的情况下释放植物材料中的关键化合物，且其使大麻素蒸发，产生的是蒸汽而不是烟雾，身体接触更少化学物质与焦油，肺部承受的损害较传统方式要小得多。
	THC利用率提升	传统吸食方式只能吸入大麻中不到25%的四氢大麻酚（THC），大麻烟中超过80%的化合物是非大麻素，而雾化器可释放45%以上的四氢大麻酚，相对来说使用效率提升，费用降低。
	医疗治疗效率高	医疗CBD大麻雾化吸入与其他摄取方式相比，最大的优点是使用方便，吸收见效快。雾化是让CBD进入血液的最快方式，需要立即缓解焦虑或疼痛的患者大多选择雾化吸入。口服CBD油时，CBD必须在到达血液之前通过消化系统和肝脏，消耗更多时间，大大降低生物利用度：雾化过程允许CBD绕过肝脏，直接让身体和血液吸收，比其他方法快40至60分钟发挥作用；对比舌下滴剂、胶质或胶囊等形式，雾化具备更高的生物利用度。

2.6 CCELL技术优势明显，后来者居上难度较大

- CCELL作为思摩尔旗下专业的CBD/THC雾化技术平台，已从多维度建立起较强的竞争优势（详见下表），搭载CCELL的产品体验优秀，已在北美市场取得较高的市场份额。
- 思摩尔发起“337”调查维权，短期格局有望进一步优化，后来者居上难度较大。自去年10月公司正式发起投诉后，当前已进入证据听证会环节，部分公司签署同意函或和解协议，随着部分侵权企业的出清，短期公司份额有望进一步提升。展望中长期，由于国内厂商雾化物与雾化芯配合研发难度较大及公司先发布局专利技术保护，叠加公司亦有望加快技术迭代以及丰富产品矩阵，我们认为公司龙头优势较为稳固。

表：CCELL技术优势

CCELL技术为行业标准	专业性	<p>独特的陶瓷配方，更好的吸油性：CCELL专利陶瓷加热和高温制造配方使得CCELL陶瓷加热元件上产生许多纳米级孔隙，从而渗透率比竞品更高，任何厚度的油都能被快速吸收，稳定储存和雾化，而不会产生任何浪费，提高雾化效率。</p> <p>热分布均匀：CCELL的集成线圈设计精良，具有合理电阻、等效间隙和匝数，热量在加热后会迅速均匀地分布到整个陶瓷芯上，释放出大量纯净连续的蒸汽，不会产生过热或液体爆裂声等问题。</p> <p>防止漏液：CCELL雾化器插入啮合部分到位后，排放孔被堵住，从而可以防止液体储液器中的电子液体被推入雾化室，防止液体泄漏。同时，另一专利中的吸收剂元件覆盖在液体出口的外表面，防止流入液体储液腔的液体直接流出腔体，出现漏液情况。</p> <p>稳定的能源供应：CCELL电池为陶瓷加热元件提供可靠的能量，以保持一致风味和蒸汽量。与竞品不同，CCELL的高品质锂电池即使在低温下也能表现出色，且与CCELL陶瓷芯匹配使用可以发挥最优效果。</p>
	安全性	<p>CCELL将新滤芯的核心部件材料升级为医用级316L不锈钢，具有优异的耐腐蚀性。CCELL技术与材料均通过了重金属等安全测试，当与各种油一起使用时，CCELL新升级滤芯的性能显著优于加利福尼亚州和密歇根州监管标准的要求。</p> <p>电池安全：CCELL的高品质电池通过了严格的容量、短路、冲击、挤压和加热测试。此外，含有电池的CCELL产品符合UN38.3、PI967和SP188标准，满足锂电池运输的不同安全要求，保证了产品更安全，提供多样化的运输选择。CCELL产品已获得FDA, RoHS, FCC, CE, UL等权威质量体系的安全证书。</p>
分类别优势	Pod system小烟	击喉感强、口味优越、做工细腻，CCELL的陶瓷核心为核心供电，系统可靠，pod使用卡扣式闭合系统，可保持气流紧固，减少漏气可能性。
	Disposable一次性	冲击力大，口感丰富，油量消耗效率高，无焦、堵、漏、吐等现象，最新系列可充电。
	Battery电池	电池带有两个磁铁连接器来连接烟弹，吸力强；没有松动或抖动问题，达到防摔效果；电池寿命长，充电系统表现良好；尺寸百搭，价格较竞品便宜；与CCELL烟弹配合使用效果更佳。
	oil cartridge油盒	使用创新的陶瓷线圈，填充快捷，方便携带，将泄漏和爆炸风险降到最小。

表：思摩尔发起的337调查情况

事件梳理	<p>2021年10月4日，思摩尔根据海关查封取得的相关证据，在美国主动发起“337”调查，旨在请求ITC对涉案的38家企业发布排除令和禁止令。</p> <p>受控方涉嫌侵犯思摩尔陶瓷雾化芯技术的3项专利 10,357,623(液体储存仓防止液体直接外流); 10,791,763 (雾化器插入部分排放孔防止漏液) and 10,791,762 (多孔陶瓷均匀散热, 提高雾化效率) 和1项商标 (CCELL)。其中，侵权项目最多的为“762”专利，涉及抄袭、复制、生产及组装储液仓、陶瓷吸收等雾化器核心元件。</p> <p>截至2022年8月3日，已有20家诉讼已结束，被告签署同意函、和解协议或正在与思摩尔洽谈和解内容。</p>
	<p>整体流程</p> <p>2021.10.04思摩尔发起投诉——2021.11.10诉状成立 2022.04.21地方法院审前听证会——2022.08.01-08.05证据听证会 2023.03.10期限</p> <p>337流程进展</p> <p>诉讼已解决的公司 (20家)</p> <p>2022.01.11: CLK Global, Inc. - San Francisco、Customcannabisbranding.com - San Francisco、DC Alchemy, LLC - Phoenix、Head Candy Enterprise Ltd. - South Vancouver, BC、ZTCSTOKE USA Inc. - Niceville、Royalsupplywholesale.com - San Francisco、headcandysmokeshop.com - Richmond, BC、dcalchemy.com - Phoenix 2022.02.04: Ygreen Inc. - Walnut、Ygreeninc.com - Walnut 2022.02.15: Cannary LA - Signal Hill、Cannary Packaging Inc. - B.C.、International Vapor Group, LLC - Miami Lakes 2022.03.18: BBTank USA, LLC - Lambertville 2022.06.22: Best Value Vacs, LLC - Naperville、shopbv.com - Naperville 2022.08.02: AlderEgo Group Limited (“AEG”) - Tuen Mun、Atmos Nation LLC - Davie、Hanna Carfield - Tacoma、Jonathan Ray Carfield d/b/a AlderEgo Wholesale, AlderEgo Holdings, Inc. and AlderEgo Group Limited a/k/a AVID Holdings Limited - Shenzhen</p>

三、HNB：国内高潜市场，公司前瞻布局

3.1 HNB：国内市场潜力大，公司有望与中烟深度合作

- 我国HNB销售放开可期，市场潜力大。我国烟民基数大，HNB拥有更接近传统卷烟的吸食体验及抽吸习惯，减害诉求下需求基本盘广阔，虽然当前我国尚未放开销售，但考虑到中烟已布局多年且明确其纳入卷烟管理，我们认为，国内HNB放开销售指日可待。
- HNB烟具的核心要点在于加热温度的控制、使用体验以及成本，公司均有相关技术布局。除烟弹材料外，烟弹结构及烟具也对HNB的产品力具有较大影响，且更易通过专利布局打造先发竞争优势。公司针对加热温度控制（提高口味一致性等）、使用体验（加快气溶胶产生速度）以及成本（可拆卸延长整机寿命）等关键维度进行技术专利的布局。
- 公司依托自身技术研发能力及生产经验与中烟系公司展开深度合作，目前已中标多家中烟系公司HNB项目。

表：麦时科技中烟中标情况（部分）

中标项目	江苏中烟工业有限责任公司加热卷烟用单杆烟具的定制项目2067YJ
	云南中烟工业有限责任公司技术中心红外加热卷烟烟具关键技术研究及其应用
	深圳新型烟草制品有限公司加热器具产品（配件）供应商
中标候选人项目	中国烟草总公司郑州烟草研究院NSCs烟具委托加工供应商库招标项目（第三候选人）
	云南中烟工业有限责任公司技术中心基于耐高温金属基体加热元件的中心HNB烟具开发（第一候选人）

表：菲莫IQOS ILUMA及思摩尔麦时科技HNB技术特点梳理（部分）

公司	菲莫IQOS ILUMA	麦时科技
烟杆-加热技术	电磁加热	电阻式或电磁式
加热温度控制	使用电磁线圈加热，热转化率高，从内部加热烟叶，产生出烟草原有的香味和丰富的烟气，具有更好的口感及满足感；均热管采用石墨烯材料，导热更均衡；独创测温组件，测温更精准	特殊气道设计可使加热区温度恒定，气溶胶产生速度快，且抽吸烟雾较大，持续性及前后一致性较好，避免焦糊或燃烧味道；可采用更高的加热温度（可高于常规加热温度350℃，甚至可达到400℃以上），更充分释放气溶胶，以提供更丰富的香味体验
使用感受	烟杆内部有卡扣，不可拆分，后续维修复杂；无加热片故无残渣，不需要清洁等维护；智能感应启动加热，智能手势操控	电池、外壳及加热组件可以拆分，便于维修和替换，装置使用寿命长；电磁加热耗电小
成本	电磁线圈及PCB设计节省烟杆厚度空间，烟杆小巧	充电盒电路占用面积小，制造成本更低；电连接性能稳定，制造更方便

3.2 METEX技术平台产品丰富，准备充分

► 思摩尔技术品牌METEX下有八款加热不燃烧产品，其中三款产品HEXO、MELUX、CICO在Hanwa集团下的Darlings平台售卖，价格分别为50、80、30美元。其中，**MELUX**电池续航时间长，减少外出续航焦虑，单开式金属外壳开关方便，金属外壳还可定制化皮革保护壳；**HEXO**烟杆包含智能屏幕，方便用户查看电量、预热状态、剩余抽吸次数等，加热器可更换，便于清洁，设备的气道设计和精确温控技术可使用户体验到前后一致的抽吸体验；**CICO**同样具有可拆卸结构，方便清洁，充满电后可连续支持加热12支加热棒，20秒预热时间。

表：METEX加热不燃烧产品一览

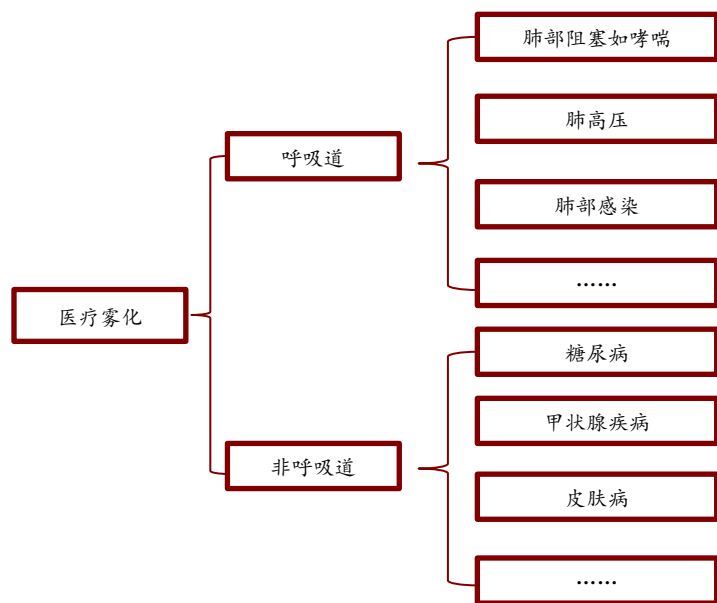
产品名	产品图示	技术特点	售价(美元)	产品名	产品图示	技术特点	售价(美元)
HEXO		智能屏幕，可查看电量、预热状态、抽吸时间和剩余次数；加热器可更换，便于清洁；精确温控和气流设计使抽吸前后一致性好	50	X-BAR LIGHT		加热片；充满电后连续支持12支加热棒；抽吸次数：14口/5分钟；20秒预热时间；设备重量46.9克，轻巧便携	-
MELUX		电池续航时间长；独家加热技术支持连续两支；外壳72度转轴设计方便单手操作	80	CICO		加热片；可移动结构，方便清洁；充满电后连续支持12支加热棒；抽吸次数：14口/5分钟；20秒预热时间；便携	30
X-BAR STARIC		一体式设计；抽吸前后一致性好；设备重量43.4克，手感好；单按键开关	-	X-BAR CLASSIC		电阻加热，持续耐用，加热片可更换；恒温控制；充满电后连续支持14支加热棒；抽吸次数：14口/5分钟；15秒预热时间	-
X-BAR PRO		可替换加热片；充满电后连续支持19支加热棒；抽吸次数：14口/5分钟；20秒预热时间；触摸开关；抽吸前后一致性好	-	GLAMBO		香味丰富浓郁，前后一致性好；充满电后连续支持20支加热棒；外壳隔热技术好，连续3根加热棒后表面温度可保持低于48°C	-

四、雾化平台：厚积薄发，新增长曲线即将画出

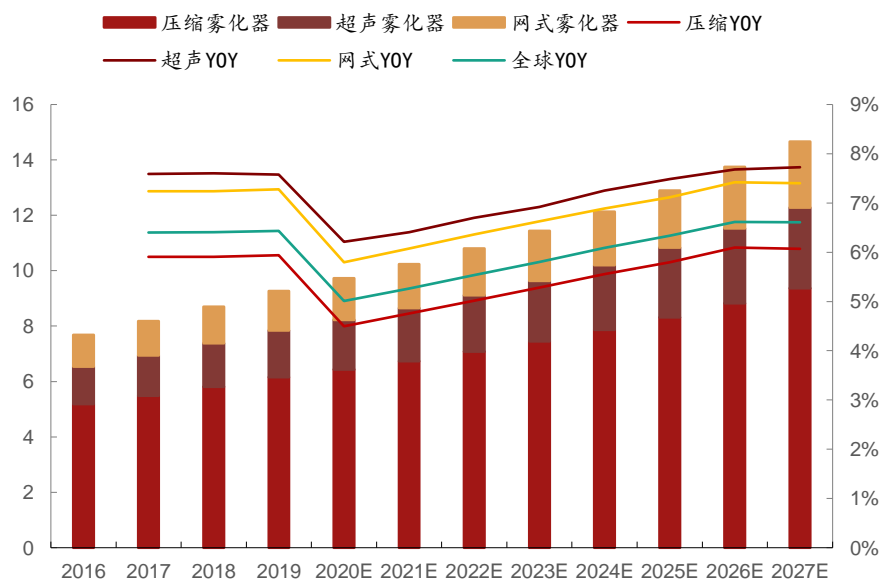
4.1.1 医疗雾化：国内市场快速增长，全球发展仍具潜力

➤ 雾化疗法(医疗雾化)是一种以呼吸道和肺为靶器官的直接给药方式，其在吸入制剂中主要适用于雾化溶液。医疗雾化可以直达病灶，减少以其他方式给药的用量损耗，有更少的不良反应。其主要应用领域在呼吸道相关的病症，也存在在非呼吸道的一些应用案例。通过雾化的方式可以改善口服、静脉注射等给药方式带来的不好的身体体验。另外，相比于吸入器(如干粉吸入器DPI、压力定量吸入器pMDI)，雾化器只需患者保持正常的呼吸模式，适用人群更广泛。全球雾化设备市场规模16-19年CAGR约为6%，国内医用雾化器市场规模15-20年CAGR约46%，呈高速增长态势且渗透率仍低，展望未来，随着经济发展（中低收入国家负担雾化治疗难度较大且对呼吸道异常的诊断率和医治率较低）、居民医疗支出提升、患者意识提升以及医疗水平提升（吸入制剂+雾化技术发展）等，全球市场发展仍具潜力。

图：医疗雾化应用场景



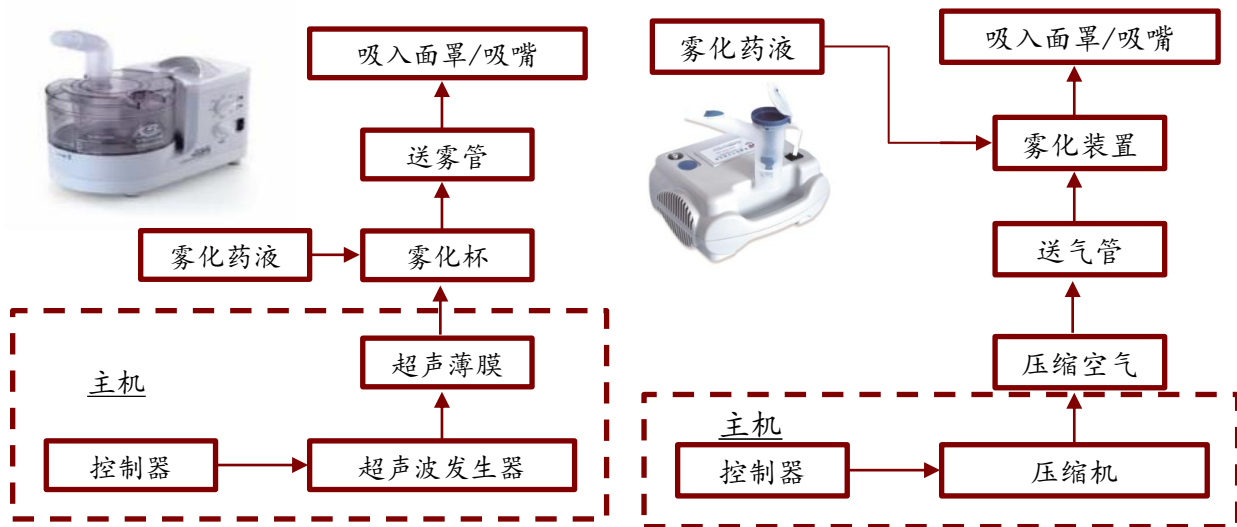
图：全球18个国家和地区雾化器市场规模（亿美元）



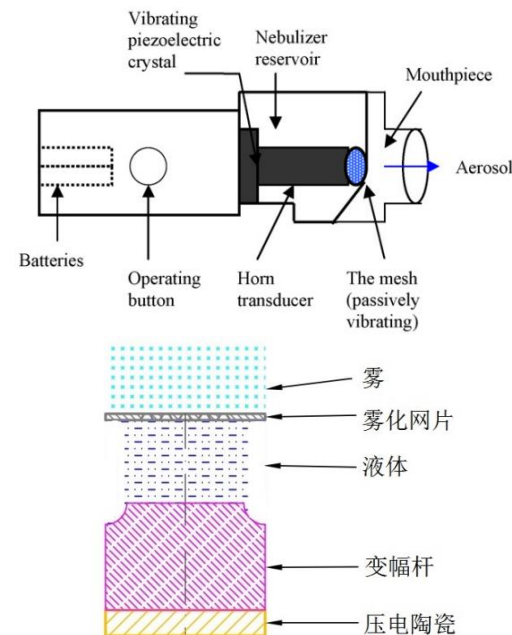
4.1.1 医疗雾化：国内市场快速增长，全球发展仍具潜力

- 医用雾化器一般分为压缩式雾化器、超声雾化器、筛网式雾化器，需要使用专门用于医用雾化器的雾化溶液，三者分别对应第一、二、三代的雾化器技术路线。
- 压缩式雾化器依据文丘里（Venturi）效应，压缩气体冲击雾化药物或混悬液来形成雾化颗粒，凭借价格低廉、操作方便等优势在当前依然为给药首选。超声雾化器是由超声波发生器产生的高频电流转化为相同频率的超声波，作用于雾化液体，使药液表面形成张力波，液体雾粒飞出。其产生的雾粒大，雾化时间长，释雾量大。网式雾化器则是通过电路来驱动金属网片高速振荡，药液通过网片上的微小网孔被快速筛震弹出。其产生的颗粒均匀稳定，整体构型较为紧凑，便于携带，已被验证能够保持抗生素、基因载体、吸入式疫苗或蛋白质的活性。

图：超声雾化器与压缩雾化器结构原理图



图：网式雾化器结构图



4.1.2 医疗雾化：技术沉淀，面世可期

► 使用便捷+提高剂量及气溶胶粒径控制精准度+雾化效率为医疗雾化设备的核心要素，思摩尔已布局多项相关技术储备并开展相关合作。公司专注于开发有助于治疗呼吸系统疾病并缓解疼痛的医疗雾化设备，且已在上述核心要素方面取得重要突破，并正于若干制药公司（如中国制药、AIM等）进行合作研发。此外，公司建成全球行业首个E&L分析测试实验室，标志着其分析测试与安全评估能力全面迈入医疗级，也是公司布局医疗雾化的重要抓手。公司有望布局雾化设备、耗材、药械一体化设备等多项To B业务，静待许可证获批后贡献业绩增量。

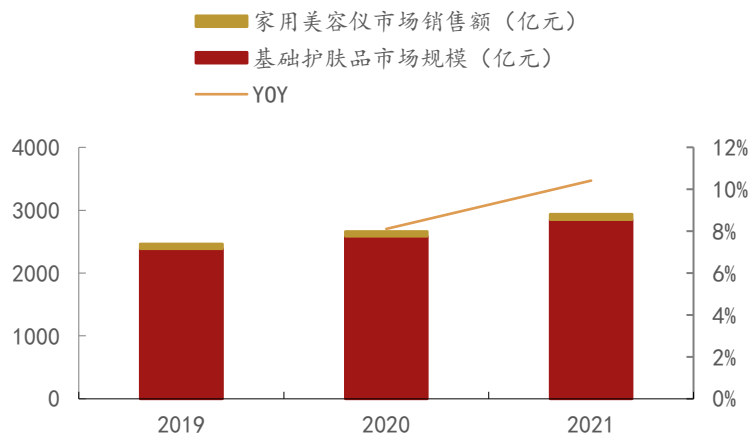
图：思摩尔雾化技术储备（部分）

角度	迭代思路	痛点
粒径控制	压电驱动元件设置有第一通孔；雾化片与压电驱动元件层叠设置，雾化片对应第一通孔的位置设置有微孔区；承载板设置于雾化片背离压电驱动元件的一侧表面；且承载板对应微孔区的位置设置有第二通孔；其中，第二通孔的孔径与微孔区的直径的比值大于等于0.75且小于等于1.5	现有超声微孔雾化组件的无效振动损耗较大，存在工作噪声较大，发热较为严重的问题；且雾化形成的气溶胶中小粒径气溶胶占比较低。
雾化效率	以柔性材料连接电路板和微孔雾化片	微孔雾化组件的雾化片电信号导线通过电烙铁加热焊接在雾化陶瓷上，雾化片性能参数衰减，产品一致性差
	通过导电胶膜层将压电陶瓷片和金属基片粘接且电连接，优化了粘接工艺，提高了产品一致性，且能够提高超声雾化组件的雾化性能。	压电陶瓷片和金属基片一般通过在压电陶瓷片和金属基片的贴合面涂覆胶水进行粘接固定，但是这种传统的粘接方式生产效率极低且产品一致性较差。
	获取呼吸支持设备的气道内压力的压力数据，并根据压力数据确定气道内压力的压力状态；响应于当前压力状态为上升沿状态且先前压力状态为平缓区状态，将雾化器的工作状态设置为雾化开启状态；响应于当前压力状态为下降沿状态且先前压力状态为平缓区状态，将雾化器的工作状态设置为雾化关闭状态	现有技术中的方案均有可能造成雾化器的误启动或误关闭，导致药液可能出现浪费，或可能导致降低有效给药时间在整个呼吸周期中的时间占比，从而提高了治疗成本，损害了治疗效果。
	管路组件可为多通管以及柔性密封部件	传统雾化器在病人吸气呼气时始终处于工作状态，造成药物浪费；而如果使用气体传感器，直接接入被污染气体通路易受污染。酒精消毒等方式不可取且若单次使用即抛弃，成本高
使用便捷	提供一种雾化单元，包括： 雾化头，其一侧形成安装腔； 雾化片模组，可拆卸地限位于所述安装腔内；对位组件包括设置于雾化头的第一吸附件与设置于雾化片模组的第二吸附件，两件之间产生驱动雾化头和雾化片模组相对转动直至自动对位的驱动力	现有的雾化器中，用于雾化药液的雾化片与主机往往为一体设置，而雾化片作为易损件，严重影响了雾化器的整机寿命。
降耗、可持续	提供一种开关机电路以及电子雾化装置，包括传感器、第一开关元件以及电容。其中，传感器基于用户操作生成相应的第一控制信号；第一开关元件的第一端与电压输入端连接，第一开关元件的第二端与电压输出端连接，其中，所述电压输入端连接电源电压；电容连接在第一开关元件的第三端和传感器之间，基于第一控制信号控制第一开关元件是否导通上述开关机电路，能够在传感器未复位时，避免开关机电路持续导通而无法关机	市场上流行一种使用传感器作为启动元件的开关机电路，当传感器由于某些原因未复位，后续执行关机操作时，传感器持续输出开机信号，使得开关机电路无法断开，电路持续供电，待机电流大，降低电池的使用时间
	第一壳体、第二壳体、以及夹设在第一壳体、第二壳体之间的微孔雾化片的雾化组件结构；	雾化器的雾化组件的雾化片通常被两硬质塑胶件夹持，夹持不够稳定，夹持位置时间久了会产生变形。
患者依从性	设备智能化，增加游戏、对话等功能吸引注意力	雾化时间不短，此过程中儿童可能会吵闹不配合

4.2.1 美容雾化：美丽生活，空间广阔

- **供需两旺驱动我国面部护肤行业发展。**需求端依托经济发展（消费升级）及消费群体扩容（年轻人+老年人，女性+男性），供给端依托国产品牌崛起，我国面部护肤行业迎来发展机遇，其中家用美容仪2021年销售额达87亿元（YoY+13%），其中雾化美容仪占比仍较低，基础护肤品2020年销售额达2584亿元（YoY+8%）。
- **雾化美容仪的穿透和吸收方式具备优势。**国内外研究表明，通过角质层的细胞膜是皮肤吸收的主要途径，除了皮肤自身性质外，外用化学物质的分子大小、电离水平、浓度和皮肤暴露时间的长短可直接影响化合物/药物的吸收程度。相较于面膜或涂抹的大分子结构，雾化吸收在吸收率方面或具备优势。
- **目前公司对美容雾化设备还处于内测阶段，**产品设计基本已经成型（主力品类形态预计为设备+封闭式雾化弹），公司亦有专业团队对雾化介质进行研究，目前重点在于商业模式以及销售策略的确定，不排除To B + To C两条腿走路。

图：家用美容仪及基础护肤品市场销售额



注：基础护肤品包括乳液、精华、面霜等等；2021为预测值
资料来源：GFK、智研咨询、艾瑞咨询、招商证券

表：目前思摩尔美容雾化产品基本情况

产品	雾化美容仪
潜在竞品	雾化美容仪、面膜及精华等产品
功效	护肤（抗衰、抗敏等）
竞争优势（卖点）	敷面膜或涂抹的分子结构较大，吸收率相对较低，相比之下美容仪的穿透和吸收的方式更好，例如使用雾化器对精华液进行冷雾化时，可以将精华液100%散发并保持精华液中的活性成分，使精华液更容易被人体完整的吸收，从而发挥出最大功效。
目前进度	产品基本成型，商业模式待定

资料来源：公司公告、招商证券

4.2.2 美容雾化：产品基本成型，静待模式揭晓

➤ 公司技术储备主要体现在改良雾化器的安全性及使用性，优化雾化器性能，便于用户携带、使用、维护设备等。①超声波雾化器对掺有其他成分物质的液体（例如精华液）进行雾化时，容易在雾化片的表面残留其他物质，需要取下雾化片进行更换，更换相当麻烦，且由于液体黏度高，容易在雾化时出现气泡，使得雾化器故障（例如干烧）。公司在雾化器基座设置分隔件，并在分隔件设置导引部，微孔雾化片通过超声振荡将液体变成水雾的过程中，导引部可以导引气泡流向基座的容腔中，可以疏导液体雾化产生的气泡且增强结构强度。②大部分美妆电子产品使用一个机械按键或霍尔开关控制电源，在女生背包中容易误开，导致电池不耐用，且霍尔器件延时导致雾化后面板与滑盖之间残留很多液体。公司设计双霍尔检测和自学习算法解决误触问题，且提升了设备开关灵敏度。③雾化器在缺少精华液的状态下会干烧，目前的电极检测法效果不佳。公司设计了一种可排除气泡影响的高精度干烧检验装置，提升机器性能。

表：深圳摩尔雾化健康技术储备（部分）

维度	角度	迭代思路	解决痛点
改良雾化器 技术缺陷	使用性及安 全性	提供一种超声雾化装置及雾化器（包括基座、雾化组件）	可免除雾化片清洗，防止雾化干烧故障
		提供雾化装置及双霍尔防错雾化结构使得开关组件的磁铁不会误触发雾化器工作；增加一种线性霍尔自适应算法作为雾化开关的判断阈值	双霍尔检测保护雾化器中的液体不会流到外面造成污染；自学习算法可以减小各雾化装置的误差，提升灵敏度
		提供一种实现简单，且能够排除气泡影响的、高精度的干烧检测方法及装置、雾化器和计算机设备	对于精华液这类雾化时容易产生气泡的液溶胶使用场景，可保证雾化器高精度的干烧检测，从而避免雾化器因为气泡信号干扰出现的频繁关机，可提高雾化器的工作稳定性和用户体验

五、投资建议及风险提示

5 投资建议及风险提示

- **投资建议及盈利预测：**虽然板块受疫情+行业阵痛期带来的扰动因素较大，但放眼长期，全球控烟减害仍是大势所趋，行业有望在全球监管不断规范后迎来新一轮的成长期，聚焦中短期供需两端亦有边际向好的驱动因素。需求端，美国PMTA审核进度有望提速，对一次性烟的监管亦有趋严之势，国内短期虽面临口味限制下的需求萎缩，但对总量管理的态度亦强调尊重市场与供需，供给端，Logic Pro&Power、NJOY通过PMTA进一步证明了思摩尔强劲的实力，国内许可证制度管理亦将进一步优化竞争格局。我们看好公司重研发企业基因下打造出的核心竞争力，行业阵痛期后报表端亦有望迎来明显改善。我们预计公司22-24年预计分别实现归母净利润35.7/45.4/57.3亿元，分别同比-32%/+27%/+26%，3日股价对应PE为25X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**政策监管相关风险、技术迭代相关风险。

表：财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入(百万元)	10010	13755	15069	18749	23314
同比增长	32%	37%	10%	24%	24%
营业利润(百万元)	4118	5642	4039	5129	6527
同比增长	60%	37%	-28%	27%	27%
归母净利润(百万元)	2400	5287	3569	4544	5730
同比增长	10%	120%	-32%	27%	26%
每股收益(元)	0.40	0.88	0.59	0.76	0.95
PE	45.2	20.5	25.2	19.8	15.7
PB	8.7	5.6	5.4	4.5	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

资产负债表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12441	17986	16806	20951	26348
现金及现金等价物	9558	11439	11205	13501	16938
交易性金融资产	0	6	6	6	6
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2218	2409	2650	3435	4183
其它应收款	226	335	372	454	569
存货	439	560	796	977	1219
其他流动资产	0	3236	1777	2577	3432
非流动资产	2333	4886	3959	4302	4360
长期投资	1006	1516	350	200	200
固定资产	1063	2108	2851	3088	3276
无形资产	141	66	99	86	92
其他	123	1195	659	927	793
资产总计	14774	22871	20765	25253	30709
流动负债	2108	3394	3829	4919	6100
应付账款	702	827	1088	1408	1732
应交税金	317	295	274	288	285
短期借款	0	0	0	0	0
其他	1089	2272	2466	3223	4083
长期负债	266	231	251	247	246
长期借款	0	0	0	0	0
其他	266	231	251	247	246
负债合计	2374	3625	4080	5166	6346
股本	410	419	419	419	419
储备	735	11990	18827	16265	19667
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	12400	19246	16685	20087	24363
负债及权益合计	14774	22871	20765	25253	30709

现金流量表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3035	3588	5215	4153	5346
净利润	2400	5287	3569	4544	5730
折旧与摊销	56	332	327	432	483
营运资本变动	(1004)	4259	1380	(759)	(779)
其他非现金调整	1583	(6290)	(60)	(65)	(88)
投资活动现金流	(1261)	(5226)	660	(711)	(453)
资本性支出	(387)	(1234)	(1100)	(700)	(700)
出售固定资产收	1	30	30	30	30
投资增减	17803	(6)	(1133)	(163)	5
其它	79	(4028)	597	(204)	222
筹资活动现金流	7058	3522	(6110)	(1147)	(1455)
债务增减	(181)	0	0	0	0
股本增减	7404	9	0	0	0
股利支付	0	2370	6131	1142	1454
其它筹资	(165)	1143	21	(5)	(1)
其它调整	0	0	(12261)	(2284)	(2908)
现金净增加额	8826	1881	(234)	2296	3438

利润表

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	10079	13755	15093	18772	23334
主营收入	10010	13755	15069	18749	23314
营业成本	4714	6378	8257	10512	13076
毛利	5296	7377	6812	8237	10238
营业支出	1247	1735	2796	3131	3730
营业利润	4118	5642	4039	5129	6527
利息支出	15	25	0	0	0
利息收入	85	424	91	99	122
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(39)	(38)	(30)	(34)	(34)
非经常项目损益	(1032)	206	99	152	126
除税前利润	3118	6209	4199	5346	6741
所得税	718	922	630	802	1011
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	2400	5287	3569	4544	5730

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	32%	36%	10%	24%	24%
营业利润	60%	37%	-28%	27%	27%
净利润	10%	120%	-32%	27%	26%
获利能力					
毛利率	52.5%	53.6%	45.1%	43.9%	43.9%
净利率	23.8%	38.4%	23.6%	24.2%	24.6%
ROE	19.4%	27.5%	21.4%	22.6%	23.5%
ROIC	25.9%	26.7%	20.9%	22.0%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	16.1%	15.8%	19.6%	20.5%	20.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.9	5.3	4.4	4.3	4.3
速动比率	5.7	5.1	4.2	4.1	4.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	9.6	12.8	12.2	11.9	11.9
应收账款周转率	6.1	5.3	5.2	5.4	5.4
应付账款周转率	8.2	8.3	8.6	8.4	8.3
每股资料(元)					
EPS	0.40	0.88	0.59	0.76	0.95
每股经营现金	0.51	0.60	0.87	0.69	0.89
每股净资产	2.06	3.20	2.78	3.34	4.05
每股股利	0.22	1.02	0.19	0.24	0.31
估值比率					
PE	45.2	20.5	25.2	19.8	15.7
PB	8.7	5.6	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	23.4	15.5	18.2	14.3	11.3

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



感谢您宝贵的时间

Thank You