

2022Q4 雾化&HNB 市场景气度跟踪

2023年01月20日

➤ **雾化烟：国内政策压力仍存，看好欧美市场传统烟草企业发展。** **中国：**2022 Q4 国内市场压力持续提升，主要体现在 1) 产品口味限制；2) 征税带来价格上行；3) 各地追溯二维码陆续实施；根据蓝洞调研，2022 年 11 月，60%的电子烟店主经营业绩环比下降 30%以上，环比下降的店主占比达到 78%。我们预计中国在遵循 101 种添加剂前提下，或适度放宽对新产品审核，同时前期渠道受限诸多，后续存在松动可能；**美国：**根据尼尔森数据，12 月美国市场电子烟销售额/销售量分别同比下滑 3%/16%。其中，VUSE 销售额/销售量分别增长 30%/5%，JUUL 销售额/销售量分别下滑 23%/32%。值得注意的是美国市场非合规类产品依然占据主流，伴随各区域政策持续收紧，例如将合成尼古丁类产品纳入监管范畴，看好后续水下市场逐步转向水上，带来合规品增长提速；**欧洲：**目前仍处于品牌化过程中，在爱奇迹系列产品在欧洲占据强势地位背景下，传统烟草商如 BAT 加速布局，通过一次性等新品以及前期传统烟草渠道积累，份额提升可期。

➤ **HNB：渠道拓展和产品研发并进，PMI 加速推广。** **渠道开拓上：**2022 年 10 月 PMI 斥资 27 亿美元和奥驰亚达成协议，将在 2024 年 4 月 30 日后获取在美国对 IQOS 商业化全部权利；此前美国 IQOS 是由奥驰亚作为代理进行开拓和销售；后续看好 PMI 全面控制 IQOS 在美国的商业化后产品的持续放量；**产品研发上：**PMI 于 2022 年 11 月推出 IQOS BONDS 及其专用烟弹 BLENDS，通过电阻式外部加热，无需刀片，释放的有害化学物质比传统香烟少 95%。

➤ **思摩尔国际：政策底逐步显现，关注业务触底回升机遇。** **换弹产品：**2023 年国内需求承压，但欧美市场需求稳定；考虑到 2022H1 国内高基数，预计同比或在 2023H2 逐步恢复。公司虽然对部分客户实行降价策略，但自动化生产有助于降低成本，保持利润率依然值得期待；**一次性产品：**公司通过新投产能和技术研发，推出一站式产品，同时配合核心客户全球化扩张，看好一次性产品在 2023 年加速放量；**大麻雾化设备：**一方面美国市场持续放量，另一方面公司通过新品迭代、本地仓和配备相关实验室不断完善生产服务能力，我们预计 2023 年收入企稳回升，且利润率维持稳定；**HNB：**目前国内主要和中烟做配套，同时在印尼建设工厂（毗邻 BAT）发力海外市场。公司前期投入较大比例研发费用布局 HNB 团队，我们预计 2024 年后进入收获期。

➤ **盈趣科技：切入加热组件和整机，弹性值得期待。**公司前期做 IQOS 塑胶件，目前逐步进入加热组件以部分替代原有供应商，价值量虽低于塑胶产品，但考虑到从 0 到 1 的跃迁，弹性值得期待；根据盈趣科技调研信息，随着盈趣科技电子烟核心部件量产及整机项目研发量产，叠加公司强大的基础研发能力和 UDM 体系，我们预计 2023 年电子烟业务将有较大提升。

➤ **投资建议：**基于电子烟行业海外市场需求稳健，各类产品研发壁垒较高，且具备一定成瘾性，规模及利润空间较大。我们对电子烟行业首次评级，给予“推荐”评级。建议关注新型烟草行业技术引领者**思摩尔国际 (6969.HK)** 以及一体化智能制造企业**盈趣科技 (002925.SZ)**。

➤ **风险提示：**新型烟草政策大幅收紧，消费者对新型烟草接受度降低。

推荐

首次评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026