

新型烟草行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

轻工组

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

海外新型烟草系列跟踪：22 年全球市场发展有所分化，英美烟草整体表现优异

基本结论

全球情况总览：根据欧睿统计，2022 年全球新型烟草产品市场规模预计达 794.7 亿美元，同比增长 17.1%，其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草产品全球市场规模分别为 139.5/268.1/333.8 亿美元，分别同比增长 4.9%/17.8%/15.8%。雾化电子烟方面，2022 年北美/西欧/亚太市场规模分别同比增长 15.9%/27.0%/14.5%，西欧市场增长较为突出主要依托一次性电子烟销售的快速提升，亚太地区增长趋缓主因中国市场 22 年 Q4 起的口味禁令影响短期市场需求。HNB 方面，2022 年亚太/东欧/西欧市场规模分别同比增长 12.1%/34.3%/4.8%。

菲莫国际：2022 年新型烟草营收占比超 30%，核心市场维持稳健增长。2022 年菲莫国际新型烟草营收同比增长 7.4% 至 99.1 亿美元，收入占比提升至 31.2%，增速有所放缓主因日本市场烟草税提升使得短期销售有所承压，2022 年 Q4 营收同比增长 18.2% 至 28.7 亿美元。IQOS ILUMA 优异产品力助推传统烟民转化率持续提升，22 年底 IQOS 用户数已达 2490 万人，替代传统卷烟消费用户数为 1780 万人，替代率高达 71.49%。市占率方面，菲莫国际 22 年在主力市场中份额仍延续提升态势，意大利/波兰/德国市占率分别较 2021 年提升 3.1/1.9/1.7pct 至 14.6%/8.2%/4.8%。此外，菲莫国际重获自 2024 年 4 月 30 日起 IQOS 在美国的独家商业化权利，未来美国市场开拓可期。

英美烟草：雾化+HNB 双轮驱动，新型烟草收入延续优异增长。2022 年英美烟草新型烟草业务收入同比+40.9% 至 28.9 亿英镑，22H2 新型烟草收入达 16.1 亿英镑，同比+37.6%，仍维持优异增长。分品类来看，22 年雾化电子烟收入同比+54.9% 至 14.3 亿英镑，销量同比+14.4% 至 6.1 亿个，其中 Vuse 产品实现营收 11.3 亿英镑，同比增长 44.0%。22H2 英美烟草雾化电子烟营收/销量分别同比增长 54.8%/11.1%。HNB 方面，依托 glo Hyper 在各地区的优异表现，英美烟草 HNB 业务延续较快增长，用户增加近 30% 至 880 万人，22 年整体收入同比+24.3% 至 10.6 亿英镑。

帝国烟草：新型烟草业务恢复增长，欧洲地区销售提速。2022 年帝国烟草的新型烟草业务实现收入 2.1 亿英镑，同比增长 10.8%，22 年 H2 实现收入 1.1 亿英镑，同比增长 15.1%。2022 年帝国烟草 myblu 产品虽然收到美国 FDA 营销禁令，但依托欧洲地区的快速复苏，依然重拾增长。22 年欧洲地区新型烟草收入同比增长 31.4% 至 1.7 亿英镑，而美国地区收入同比下滑 25.1% 至 0.4 亿英镑。

日本烟草：新型烟草业务保持稳健发展，Ploom X 日本市场销量翻倍增长。2022 年日本烟草的新型烟草业务实现收入 754 亿日元，同比增长 4.4%，22 年 Q4 新型烟草营收 166 亿日元，同比增长 18.7%，销量达 19 亿支，同比增长 9.2%。分地区来看，日本烟草依托 Ploom X 在日本的发售，2022 年 RRP 产品在日本市场销量同比增长 30.4% 至 60 亿支，市占率较 21 年增加 1.7pct 至 11.9%，而海外市场略有压力，RRP 产品销量同比下滑 24% 至 19 亿支。

投资建议与估值

从海外各地区及各家烟草巨头 2022 年发展来看，虽然有所分化，但可明显看出在海外市场新型烟草已是大势所趋，新型烟草业务已逐渐成为各烟草巨头的重要增长驱动力。雾化电子烟方面，推荐关注思摩尔国际，其作为全球电子烟代工市场的头部企业，与英美烟草深度绑定，虽短期受国内口味禁令影响及美国薄荷醇口味政策仍存不确定性，但全球新型烟草趋势不变，公司国内外长期空间仍可期。HNB 方面，盈趣科技作为 IQOS 的核心供应商，从过去精密塑胶件供应商，合作业务逐步延伸至加热组件、整机交付，后续有望显著受益于 IQOS 在全球的进一步扩张。

风险提示

行业政策监管力度超出预期；美国电子烟薄荷醇口味限制；汇率大幅波动；PMTA 认证不通过

内容目录

1. 全球市场概况：新型烟草大势所趋，亚美欧均现理想增长.....	5
1.1 全球延续优异增长，雾化+HNB 双轮驱动态势延续.....	5
1.2 北美仍为新型烟草需求最大市场，欧洲市场延续快速发展.....	5
1.3 中美英雾化烟市场有所分化，英国延续优异增长.....	7
2. 菲莫国际：2022 年新型烟草营收占比超 30%，核心市场维持稳健增长.....	11
2.1 IQOS 对传统烟民转化率持续提升，PMI 重获美国市场商业化权利.....	12
2.2 地区覆盖持续扩大，重点国家市占率加速提升.....	13
3. 英美烟草：雾化+HNB 双轮驱动，2025 年收入目标 50 亿英镑.....	15
3.1 新型烟草业务推进顺利，雾化与 HNB 均获理想增长.....	15
3.2 雾化电子烟：营收延续优异增长，烟弹销量增长略有趋缓.....	17
3.3 加热不燃烧：用户数快速提升，欧洲及北非地区延续优异增长.....	18
4. 帝国烟草：22 年新型烟草收入同比+10.6%，欧洲地区恢复明显.....	19
5. 日本烟草：新型烟草销量同比增长 10.3%，Ploom X 销量提升 2 倍.....	20
6. 投资建议.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 历年全球新型烟草产品市场规模（百万美元）	5
图表 2： 历年全球无烟烟草产品市场规模增速（百万美元）	5
图表 3： 历年雾化电子烟产品市场规模增速（百万美元）	5
图表 4： 历年全球加热烟草产品市场规模增速（百万美元）	5
图表 5： 2022 年新型烟草产品各地区市场规模（百万美元）.....	6
图表 6： 2022 年前十名国家新型烟草产品占全球市场比重.....	6
图表 7： 2022 年雾化电子烟各地区市场规模（百万美元）.....	6
图表 8： 2022 年前十名国家雾化电子烟占全球市场比重.....	6
图表 9： 2022 年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元）.....	7
图表 10： 2022 年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重.....	7
图表 11： 2022 年无烟烟草产品各地区市场规模（百万美元）.....	7
图表 12： 2022 年前五名国家无烟烟草产品占全球市场比重.....	7
图表 13： 中国雾化电子烟历年市场规模（百万元）及增速.....	8
图表 14： 美国新型烟草产品历年市场总规模（百万美元）及增速.....	8
图表 15： 美国新型烟草产品历年市场规模拆分（百万美元）及增速.....	8

图表 16:	美国封闭式电子烟历年市场总规模（百万美元）及增速	9
图表 17:	美国封闭式电子烟历年市场规模拆分（百万美元）及增速	9
图表 18:	美国开放式电子烟历年市场总规模（百万美元）及增速	9
图表 19:	美国开放式电子烟历年市场规模拆分（百万美元）及增速	9
图表 20:	美国便利店渠道雾化电子烟品牌市占率变化	9
图表 21:	美国雾化电子烟销售渠道（%）	10
图表 22:	美国雾化电子烟用户（万人）及增速	10
图表 23:	英国新型烟草产品规模（百万英镑）及增速	10
图表 24:	英国新型烟草产品规模拆分（百万英镑）及增速	10
图表 25:	英国封闭式电子烟规模（百万英镑）及增速	11
图表 26:	英国封闭式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速	11
图表 27:	英国开放式电子烟规模（百万英镑）及增速	11
图表 28:	英国开放式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速	11
图表 29:	英国市场雾化电子烟销售渠道（%）	11
图表 30:	英国雾化电子烟用户（万人）及增速	11
图表 31:	菲莫国际历年营收（亿美元）及增速	12
图表 32:	新型烟草产品历年营收（亿美元）及增速	12
图表 33:	菲莫国际各季度营收（亿美元）及增速	12
图表 34:	新型烟草产品各季度营收（亿美元）及增速	12
图表 35:	菲莫新型烟草收入占比逐年上升	12
图表 36:	加热烟草销售量（亿支）及增速	13
图表 37:	菲莫国际 IQOS 消费人数及传统烟民转化占比	13
图表 38:	IQOS 烟具收入（百万美元）及增速	13
图表 39:	IQOS 烟具收入占新型烟草收入比重	13
图表 40:	IQOS 覆盖城市数量	13
图表 41:	IQOS 主要国家市占率	13
图表 42:	欧盟地区新型烟草营收（百万美元）及增速	14
图表 43:	欧盟地区新型烟草销量（百万支）及增速	14
图表 44:	东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收（百万美元）及增速	14
图表 45:	东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量（百万支）及增速	14
图表 46:	东欧地区新型烟草营收（百万美元）及增速	15
图表 47:	东欧地区新型烟草销量（百万支）及增速	15
图表 48:	中东及非洲地区加热烟草各季度营收（百万美元）及增速	15
图表 49:	中东及非洲地区加热烟草各季度销量（百万支）及增速	15
图表 50:	英美烟草历年新型烟草营收及增速	16

图表 51: 英美烟草历年新型烟草营收及结构	16
图表 52: 英美烟草历年加热不燃烧产品营收 (百万英镑) 及增速	16
图表 53: 英美烟草历年雾化电子烟营收 (百万英镑) 及增速	16
图表 54: 英美烟草历年新型烟草主要品类用户数量 (万人)	16
图表 55: 英美烟草历年研发支出 (百万英镑) 及增速	16
图表 56: 英美烟草雾化电子烟营收及增速 (百万英镑)	17
图表 57: 英美烟草雾化电子烟销量及增速 (百万个)	17
图表 58: 英美烟草雾化电子烟半年度营收及增速	17
图表 59: 英美烟草雾化电子烟半年度销量及增速	17
图表 60: 英美烟草雾化电子烟市场份额	18
图表 61: Vuse 主要市场销售份额	18
图表 62: Vuse 营收及增速 (亿英镑)	18
图表 63: Alto 系列占 Vuse 品牌收入比例	18
图表 64: 英美烟草历年 HNB 营收及增速 (百万英镑)	18
图表 65: 英美烟草历年 HNB 销量及增速 (百万支)	18
图表 66: 英美烟草 HNB 半年度营收及增速 (百万英镑)	19
图表 67: 英美烟草 HNB 半年度销量及增速 (百万支)	19
图表 68: 英美烟草 glo 在主要国家加热烟草市场份额	19
图表 69: 帝国烟草历年净收入及增速 (百万英镑)	20
图表 70: 帝国烟草新型烟草历年净收入及增速 (百万英镑)	20
图表 71: 帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况 (百万英镑)	20
图表 72: 日本烟草总营收及增速 (十亿日元)	21
图表 73: 日本烟草主营业务占比	21
图表 74: 新型烟草国内外收入及增速 (十亿日元)	21
图表 75: 新型烟草国内外单季度收入及增速 (十亿日元)	21
图表 76: 新型烟草国内外销量及增速 (十亿支)	21
图表 77: 新型烟草国内外单季度销量及增速 (十亿支)	21
图表 78: 日本烟草新型烟草在日本市场份额情况	22

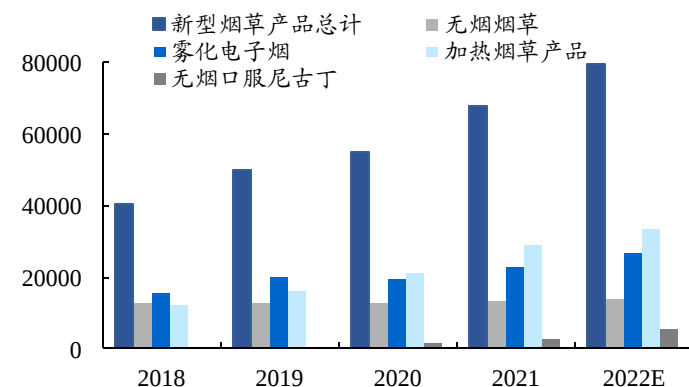
1.全球市场概况：新型烟草大势所趋，亚美欧均现理想增长

1.1 全球延续优异增长，雾化+HNB 双轮驱动态势延续

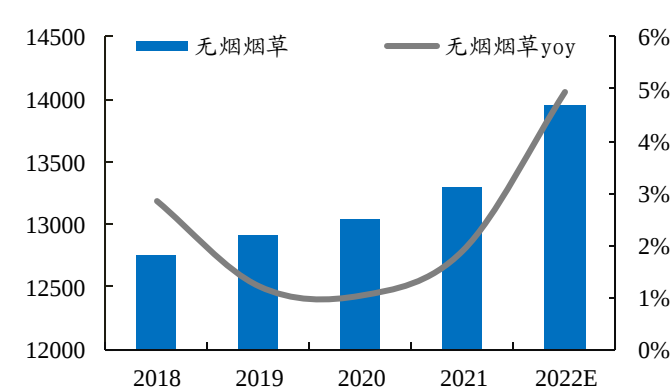
根据欧睿统计,2022年全球新型烟草产品市场规模预计达794.7亿美元,同比增长17.1%,其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模分别为139.5/268.1/333.8/53.3亿美元,分别同比增长4.9%/17.8%/15.8%/77.7%,无烟口服尼古丁,雾化电子烟与加热烟草产品均延续较快增长趋势。全球新型烟草行业从2016年开始依托各大烟草集团相关产品的持续迭代,已多年延续快速增长,2016-2022年全球整体新型烟草产品CAGR为23.0%,其中雾化电子烟/加热烟草产品CAGR分别为18.4%/70.1%。

图表1: 历年全球新型烟草产品市场规模(百万美元)

图表2: 历年全球无烟烟草产品市场规模增速(百万美元)



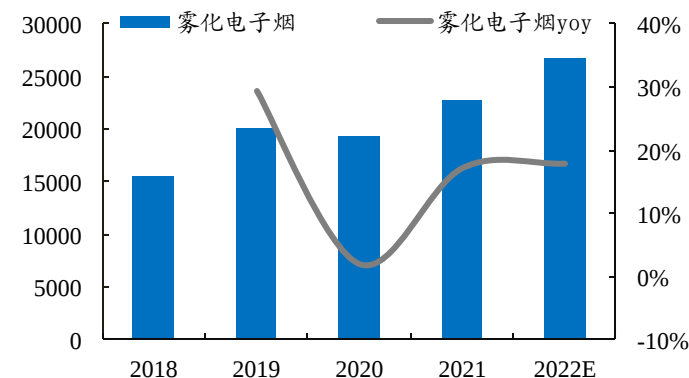
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所



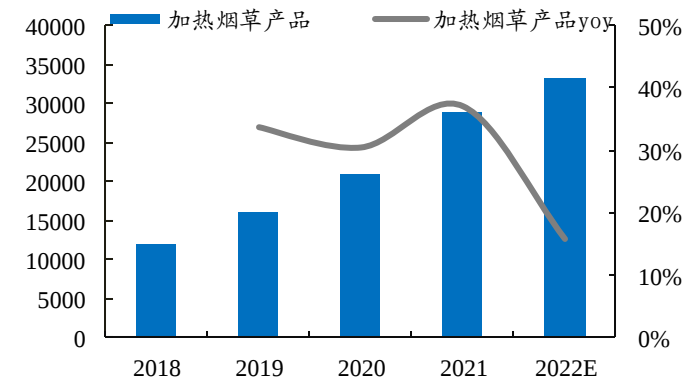
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表3: 历年雾化电子烟产品市场规模增速(百万美元)

图表4: 历年全球加热烟草产品市场规模增速(百万美元)



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所; 注: 部分数据做平滑处理

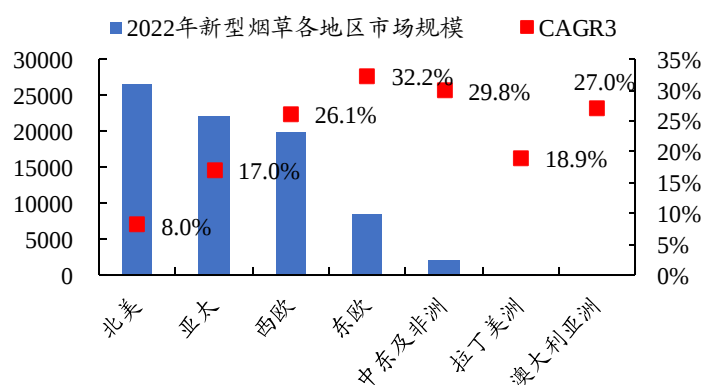


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所; 注: 部分数据做平滑处理

1.2 北美仍为新型烟草需求最大市场，欧洲市场延续快速发展

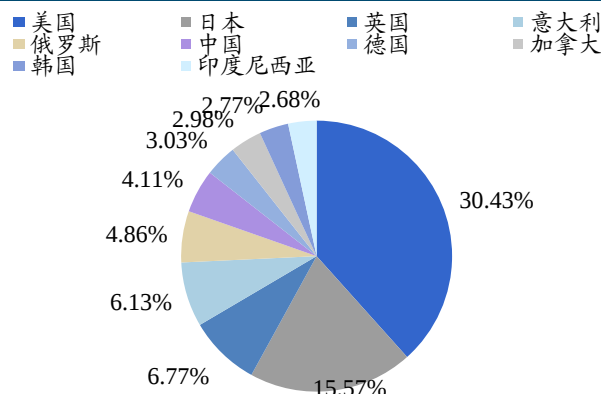
根据欧睿统计,2022年北美、亚太、西欧三大地区新型烟草产品市场规模预计分别同比增长20.0%/12.4%/25.0%至265.3/220.6/198.2亿美元,总计规模占比已达到全球的85%。近三年来欧洲地区市场规模快速增长,东欧和西欧CAGR3分别为32.2%/26.1%。此外,拉丁美洲也处于快速增长期,2022年市场规模同比增长93.4%至28.4亿美元,CAGR2达69.3%。具体国家来看,占全球市场比重超过5%的国家为美国、日本、俄罗斯和意大利,占比分别为30.4%/15.6%/6.8%和6.1%,美国仍是新型烟草产品需求最大的市场。

图表5: 2022年新型烟草产品各地区市场规模(百万美元)



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表6: 2022年前十名国家新型烟草产品占全球市场比重

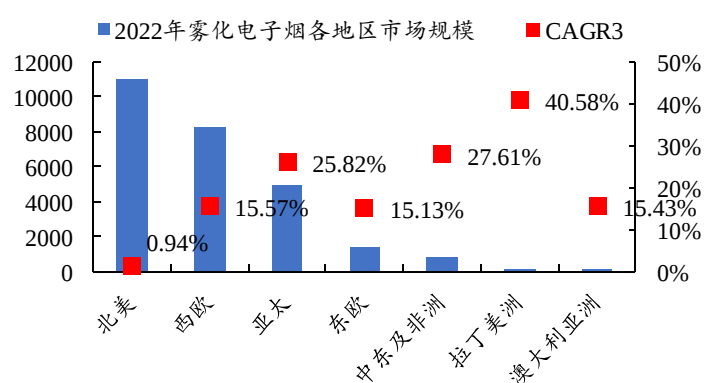


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

1.2.1 雾化电子烟: 西欧市场快速发展

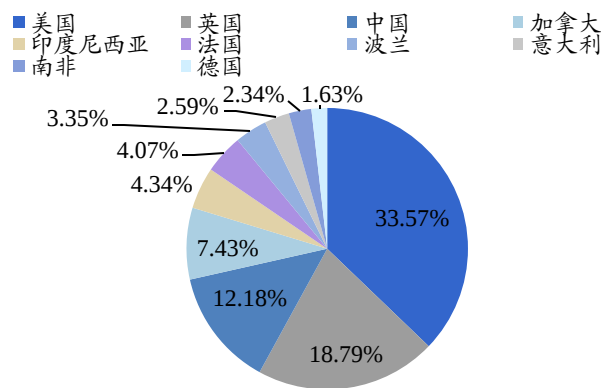
根据欧睿统计, 2022年北美/西欧/亚太/东欧/中东及非洲/拉丁美洲地区雾化电子烟市场规模预计分别同比+15.9%/+27.0%/+14.5%/-0.8%/+12.5%/+55.6%至109.8/82.7/49.9/14.6/79.7/18.8亿美元。北美雾化电子烟市场近年来增长虽趋缓, 但仍为全球第一大市场, 而西欧受益于一次性电子烟销售的快速提升, 2022年整体雾化电子烟实现较快增长。从国家规模占比来看, 美国、英国、中国仍居雾化电子烟全球前三大市场, 2022年占比分别为33.6%/18.8%/12.2%, 其中中国市场规模占比受2022年10月起的口味禁令影响, 有所下降, 而英国2022年市场规模同比增长40.5%至50.4亿美元, 市占率上升了3.0pct。

图表7: 2022年雾化电子烟各地区市场规模(百万美元)



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表8: 2022年前十名国家雾化电子烟占全球市场比重

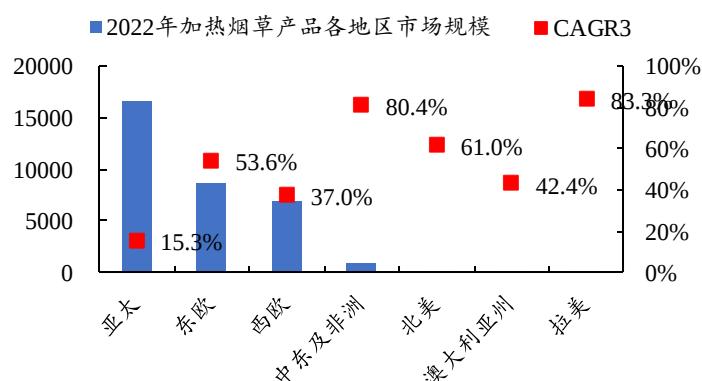


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

1.2.2 加热烟草: 东欧市场规模快速提升, 亚太市场增长趋缓

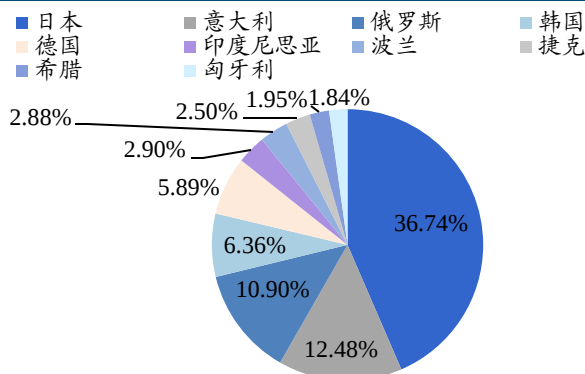
根据欧睿统计, 2022年亚太/东欧/西欧/中东及非洲/北美/澳大利亚地区加热烟草市场规模预计分别同比+12.1%/+34.3%/+4.8%/+24.7%/-20.3%/+27.6%至165.8/87.3/68.4/8.4/1.7/1.4/1.0亿美元。近年来, 欧洲市场在规模已较大的情况下, 依然实现快速增长, 其中东欧由于起步较晚, 近两年规模迅速扩张, 东欧/西欧 CAGR3 达53.6%/37.0%, 而亚太市场由于 HNB 在日本市场的渗透率提升速度边际放缓使得整体市场规模增长相应开始趋缓。此外拉美、中东及非洲地区加热烟草市场正处起步阶段, 近3年复合增长率分别达83.3%/80.4%。从国家规模占比来看, 2022年日本仍是加热烟草产品全球第一大市场, 占比达36.7%, 此外意大利、俄罗斯、韩国占比分别为12.5%/10.9%/6.4%。

图表9：2022年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表10：2022年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重

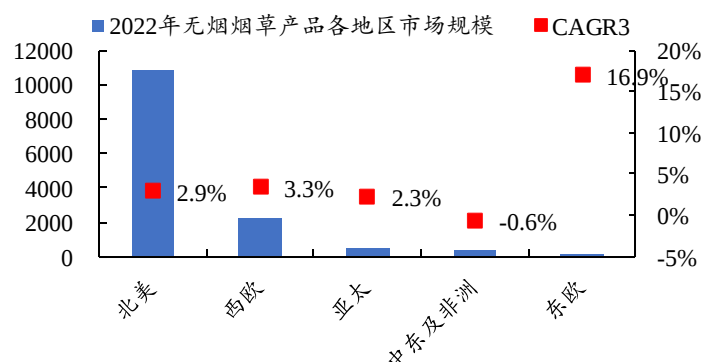


来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

1.2.3 无烟烟草产品：北美地区占据主要市场，总体增速放缓

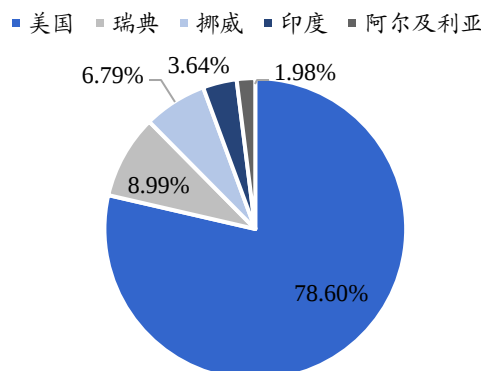
2022 年北美/西欧/亚太/中东及非洲无烟烟草产品市场规模预计分别同比 +7.5%/-4.9%/+2.7%/-0.5%至 108.3/22.0/4.9/4.0 亿美元。北美地区依然是无烟烟草产品市场规模增长的主要驱动，其近 3 年 CAGR 为 2.9%，而除东欧市场由于基数较小外，其余地区增长相对乏力。从国家规模占比来看，美国市场稳居全球第一大市场，2022 年美国无烟烟草产品市场规模占全球比例超 76%，此外瑞典和挪威占比分别为 8.7%/6.6%。

图表11：2022年无烟烟草产品各地区市场规模（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表12：2022年前五名国家无烟烟草产品占全球市场比重



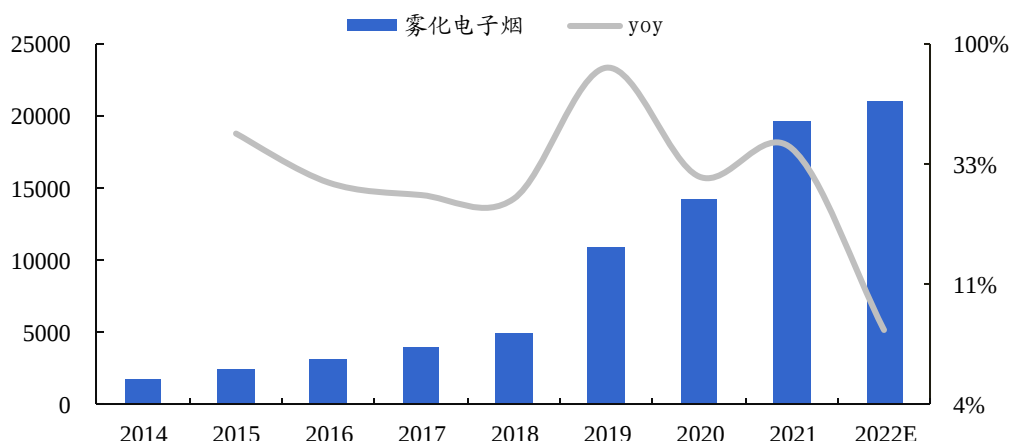
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

1.3 中美英雾化烟市场有所分化，英国延续优异增长

1.3.1 中国市场：CAGR3 达 24.4%，口味禁令冲击短期市场需求

目前中国市场新型烟草产品仅包含雾化电子烟，加热烟草产品销售仍亟待政策出台。根据欧睿统计，2022 年中国雾化电子烟市场规模预计增速有所放缓，同比增长 7.3%至 210.7 亿元，主因受 10 月政策彻底限制水果味电子烟销售影响，下半年销售增速有所下滑。这一规定预计对 2023 年中国雾化电子烟市场销售影响将延续，但随着水果味产品库存去化，新国标产品销售仍有望逐季改善。长期来看，各品牌商针对政策禁令已推出新标准下多口味新产品并加大研发力度积极应对，依托各品牌商产品的打磨以及其减害效果，发展空间依然可期。

图表13：中国雾化电子烟历年市场规模（百万元）及增速

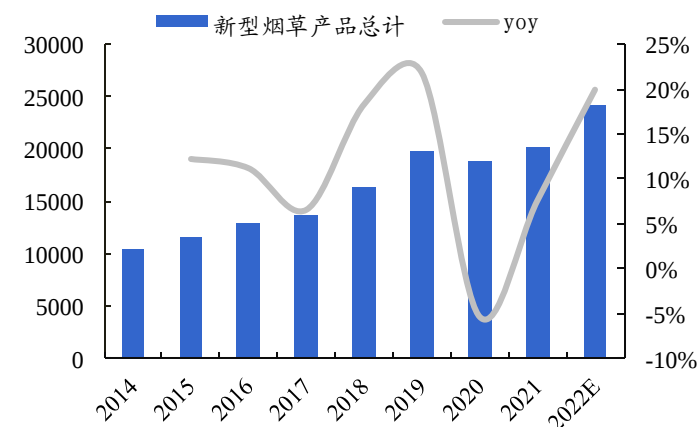


来源：欧睿 Passport；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

1.3.2 美国市场：封闭式雾化烟增长具韧性，Vuse 份额稳步提升

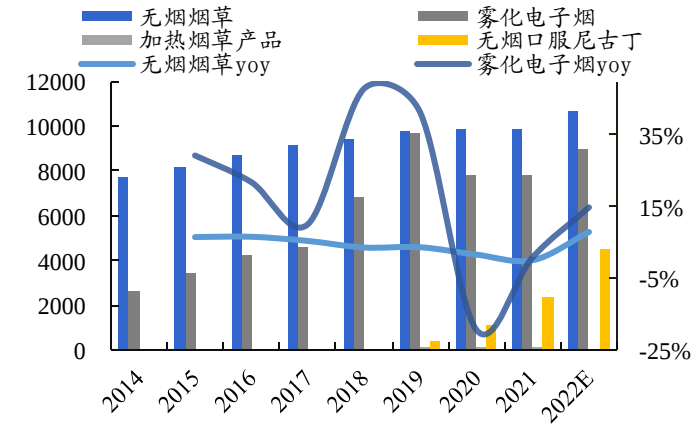
2022 年美国新型烟草市场总规模达 241.8 亿美元，同比增长 19.9%，其中雾化电子烟及无烟口服尼古丁为主要驱动因素，市场规模分别同比增长 14.7%/94%至 90.0/45.5 亿美元。无烟烟草产品总体增长稳定，市场规模同比增长 7.7%至 106.4 亿美元，而加热烟草在美国市场仍处于起步阶段。

图表14：美国新型烟草产品历年市场总规模（百万美元）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

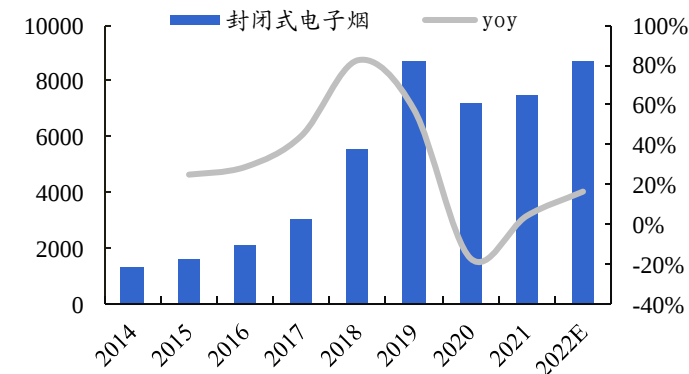
图表15：美国新型烟草产品历年市场规模拆分（百万美元）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

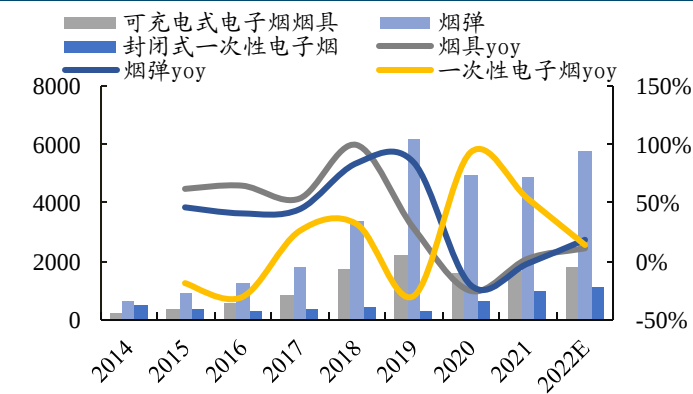
2022 年美国雾化电子烟市场中分化延续，封闭式电子烟继续强势增长，而开放式电子烟由于受监管限制以及产品力等原因，其市场规模进一步萎缩，封闭式小烟已然成为美国雾化电子烟市场主流。美国封闭式电子烟市场在经历 2020 年口味禁令冲击后，2021 年快速重回发展正轨，2022 年实现较快增长，2022 年市场规模同比增长 16.3%至 87.3 亿美元，其中一次性电子烟/可充电式烟具/烟弹市场规模分别为 11.2/76.1/18.3 亿美元，同比增长 14.4%/16.6%/10.6%。而开放式电子烟烟具/烟油市场规模分别为 0.6/2.1 亿美元，同比下降 29.4%/17.4%。

图表16: 美国封闭式电子烟历年市场总规模 (百万美元) 及增速



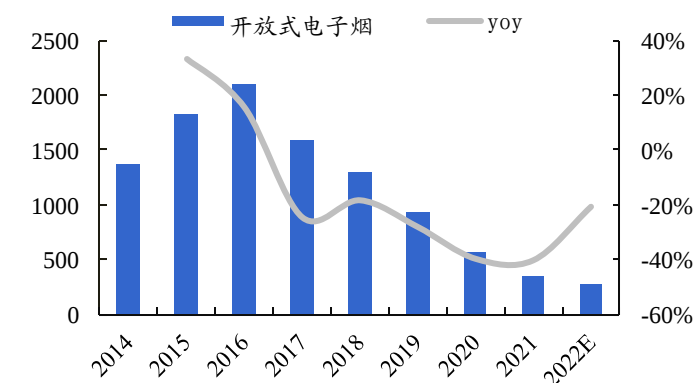
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表17: 美国封闭式电子烟历年市场规模拆分 (百万美元) 及增速



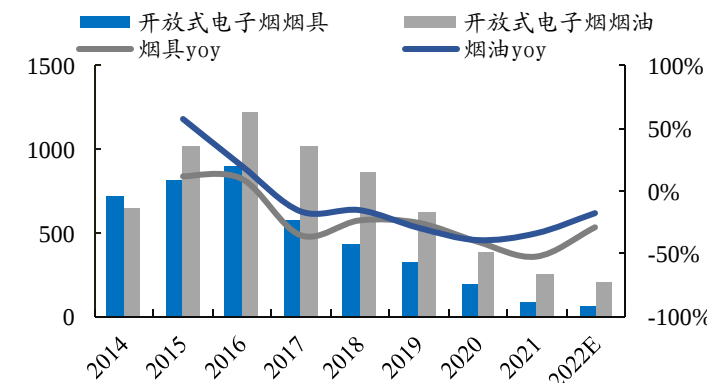
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

图表18: 美国开放式电子烟历年市场总规模 (百万美元) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

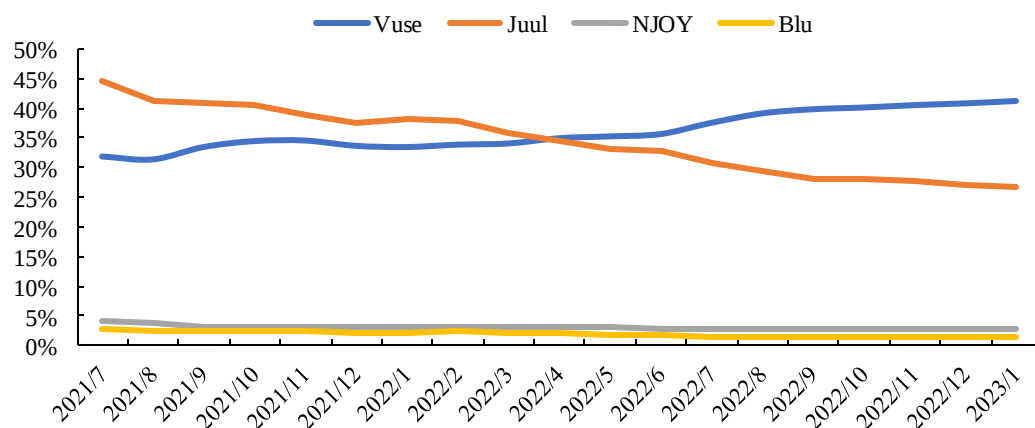
图表19: 美国开放式电子烟历年市场规模拆分 (百万美元) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

分品牌来看, 美国雾化电子烟市场中, Juul 受销售禁令影响, 市场份额持续下降, 而英美烟草的 Vuse 依托其较强的产品力以及科学有效的营销方案, 其市场份额稳步提升。根据尼尔森统计, 2023 年 1 月, 在便利店渠道, Vuse 市场份额达 41.1%, JUUL 下降至 26.7%, 其余品牌市场占有率仍较低, NJOY、Blu 份额分别为 2.7%/1.4%。

图表20: 美国便利店渠道雾化电子烟品牌市占率变化



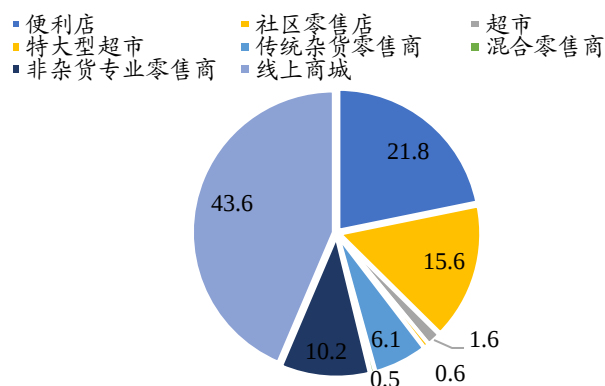
来源: 尼尔森; 国金证券研究所

从销售渠道来看, 美国雾化电子烟主要通过杂货零售商和线上商城销售, 分别占比 45.7% 和 43.6%。在杂货零售商中便利店、社区零售店为主要销售渠道, 分别占有所有销售渠道的

21.8%和 15.6%。

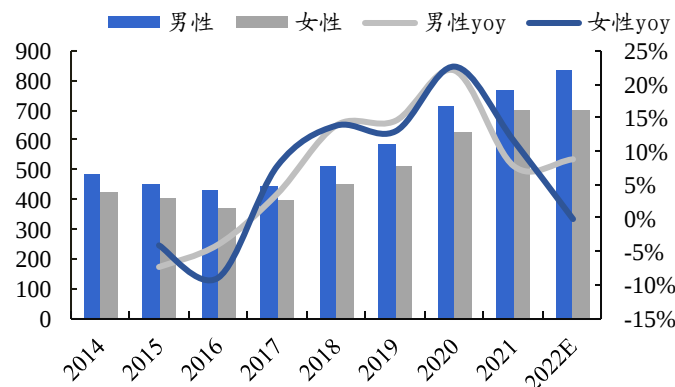
从用户分布来看，美国雾化电子烟用户 2022 年达到 1533.6 万人，同比增长 8.8%，男性/女性分别占比 54.4%/45.6%。

图表21：美国雾化电子烟销售渠道（%）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表22：美国雾化电子烟用户（万人）及增速

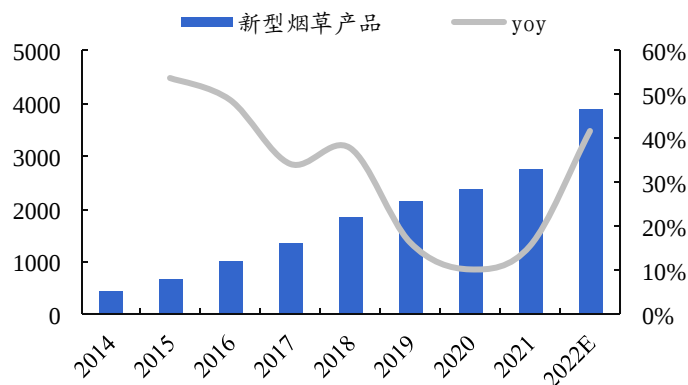


来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

1.3.3 英国市场：雾化电子烟增长提速，HNB 市场进一步扩容

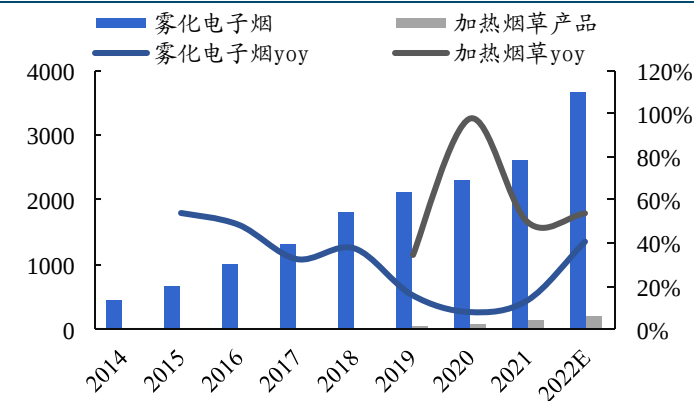
英国新型烟草市场呈现快速增长态势，2022 年英国新型烟草产品市场总规模达到 39.1 亿英镑，同比增长 41.7%，2019-2022 年 CAGR 达 21.8%。其中雾化电子烟是英国新型烟草市场主要产品，占比超 90%，2022 年依托一次性电子烟产品，整体规模加速增长，与此同时加热烟草产品也正迎来快速发展，2022 年雾化电子烟/加热烟草产品市场规模分别同比增长 40.6%/53.5%至 36.6/2.0 亿英镑。

图表23：英国新型烟草产品规模（百万英镑）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

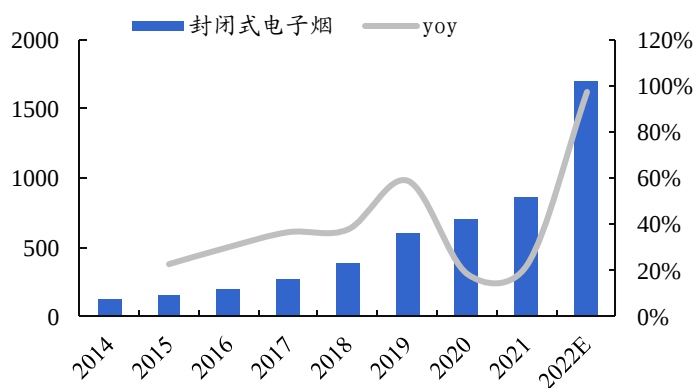
图表24：英国新型烟草产品规模拆分（百万英镑）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

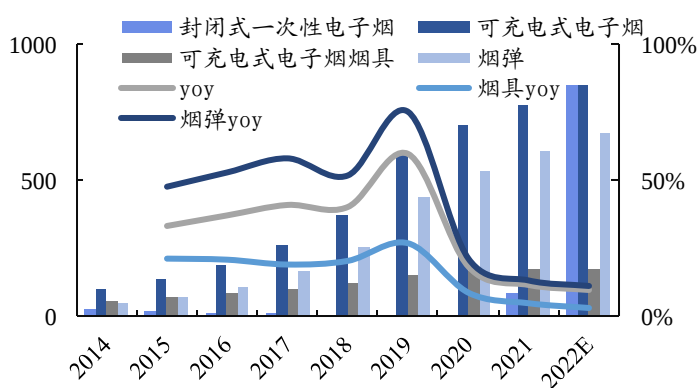
雾化电子烟中，封闭式/开放式电子烟 2022 年英国市场规模分别同比增长 97.0%/12.5%至 17.0/19.6 亿英镑，2019-2022 年 CAGR 分别为 41.6%/8.8%。相较于开放式电子烟近年来增长的放缓，封闭式雾化电子烟增长主要来源于近两年一次性电子烟的快速放量，一次性电子烟市场规模从 2020 年的 0.07 亿美元快速增长至 8.5 亿美元。封闭换弹式电子烟具和烟弹相对受到一次性电子烟的冲击，增长速度有所放缓，2022 年分别同比增长 2.8%/11.3%至 1.8/6.8 亿英镑。

图表25：英国封闭式电子烟规模（百万英镑）及增速



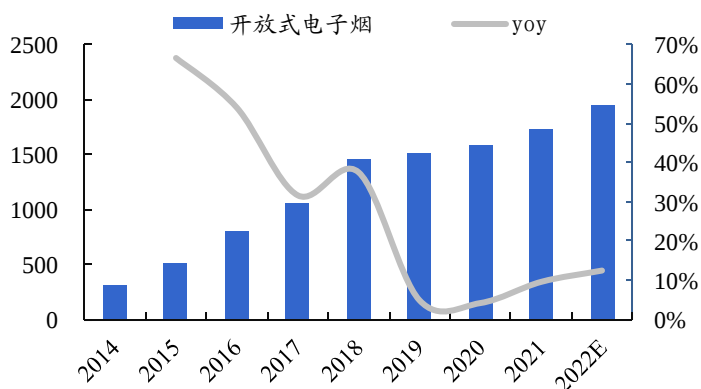
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表26：英国封闭式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速



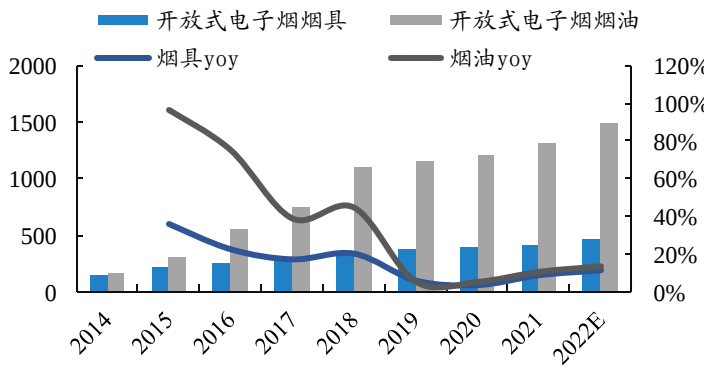
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表27：英国开放式电子烟规模（百万英镑）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表28：英国开放式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速

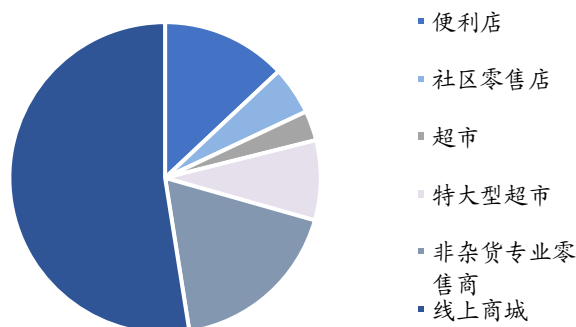


来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

从用户分布来看，英国雾化电子烟用户 2022 年达到 405 万人，同比增长 6.6%，男性/女性分别占比 50.3%/49.7%。

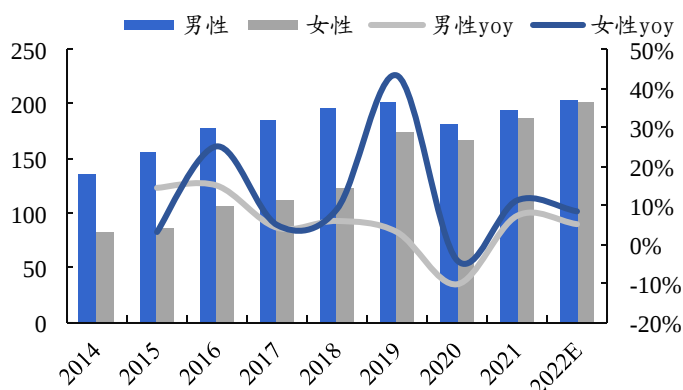
从销售渠道来看，英国雾化电子烟主要通过线上商城销售，杂货零售店/专业零售店/线上商城销售份额分别为 29.4%/18.1%/52.5%。

图表29：英国市场雾化电子烟销售渠道（%）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表30：英国雾化电子烟用户（万人）及增速



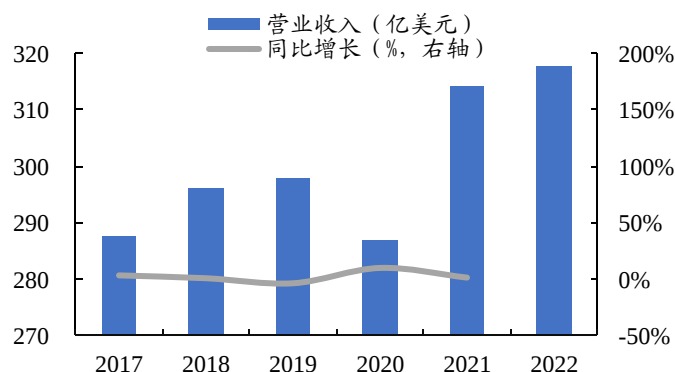
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

2. 菲莫国际：2022 年新型烟草营收占比超 30%，核心市场维持稳健增长

2022 年菲莫国际总营收为 317.7 亿美元，同比增长 1.1%，增速放缓主要受汇率变动、收购瑞典火柴、及俄乌冲突所致，若剔除汇率变动和收购影响后总营收同比增长 8%。其中新型烟草业务 2022 年实现营收 99.1 亿美元，同比增长 7.4%，收入占比提升 1.9pct 至 31.2%，

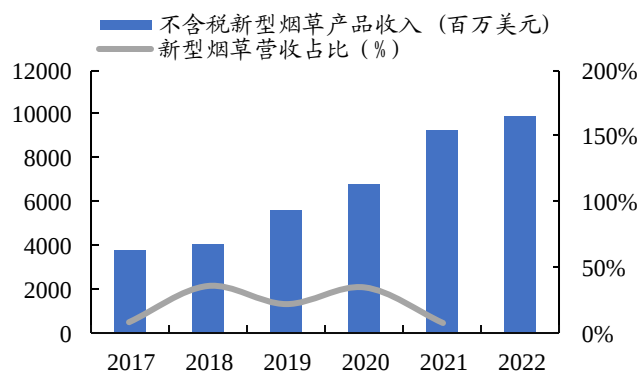
收入增速有所放缓主因日本市场烟草税提升使得短期 HNB 产品销售有所承压。2022 年 Q4 公司新型烟草营收同比增长 18.2%至 28.7 亿美元。

图表 31：菲莫国际历年营收（亿美元）及增速



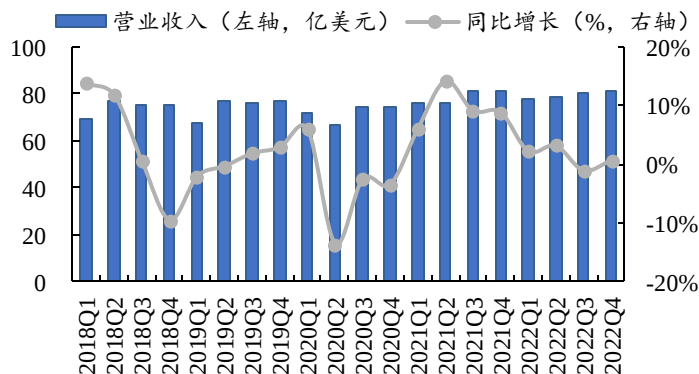
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表 32：新型烟草产品历年营收（亿美元）及增速



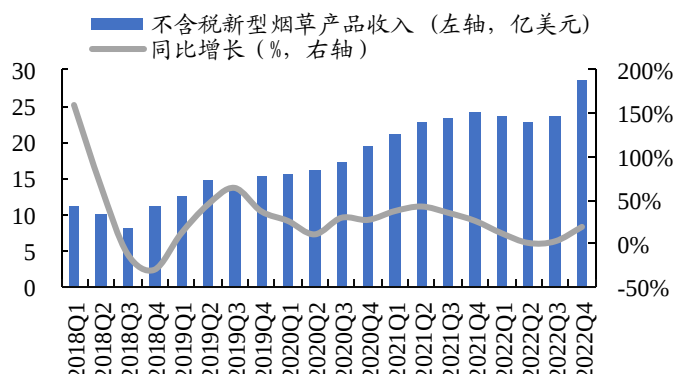
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表 33：菲莫国际各季度营收（亿美元）及增速



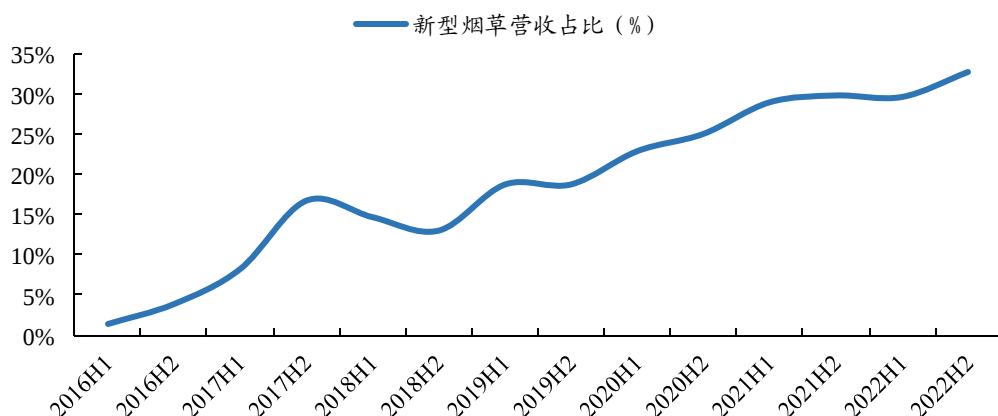
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表 34：新型烟草产品各季度营收（亿美元）及增速



来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表 35：菲莫新型烟草收入占比逐年上升



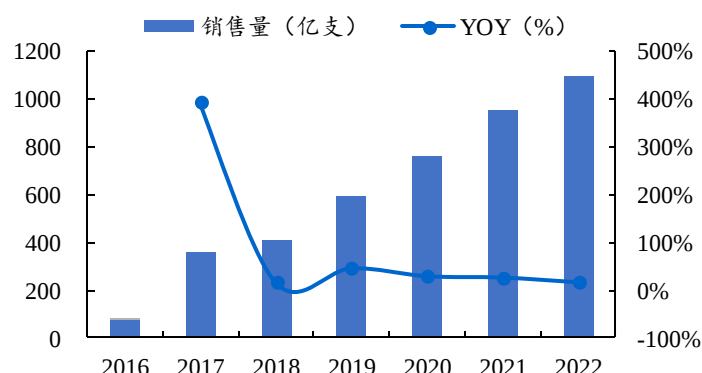
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

2.1 IQOS 对传统烟民转化率持续提升，PMI 重获美国市场商业化权利

2022 年菲莫国际加热烟草产品出货量达到 1091.7 亿支，同比增长 14.9%，IQOS 烟具 2022 年销售收入达 5.0 亿美元，同比下降 10.5%。菲莫国际加热烟草产品对传统卷烟消费者的转化率稳步提升，截至 2022 年 12 月底，IQOS 用户数已达 2490 万人，同比增加 27.7%，其中，IQOS 替代传统卷烟消费用户数为 1780 万人，替代率高达 71.49%。此外，2022 年第四季度菲莫国际和奥驰亚签订在美国市场合法销售和推广 IQOS 的商业协议，以 27 亿

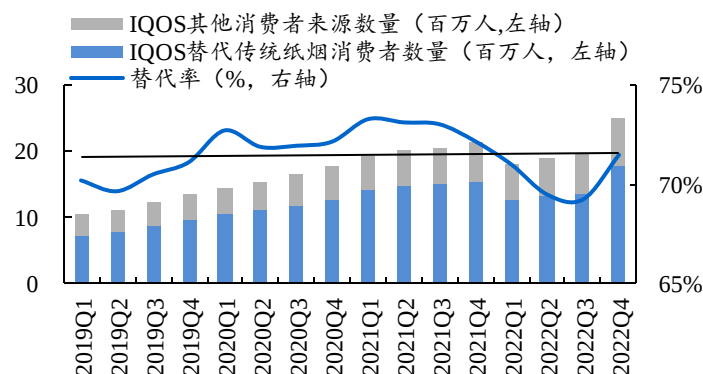
美元（税前）重获自 2024 年 4 月 30 日起 IQOS 在美国的独家商业化权利，未来美国市场开拓可期。

图表36：加热烟草销售量（亿支）及增速



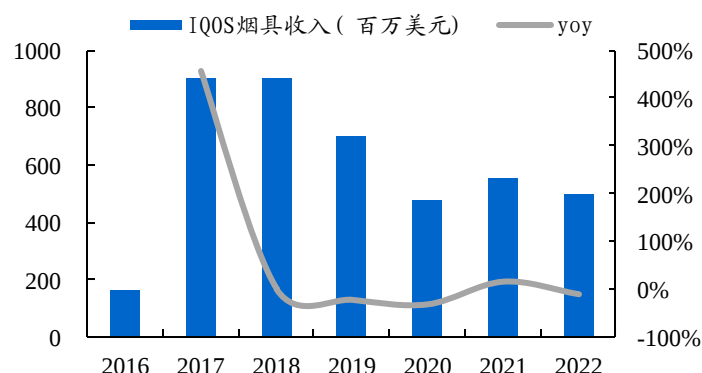
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表37：菲莫国际 IQOS 消费人数及传统烟民转化占比



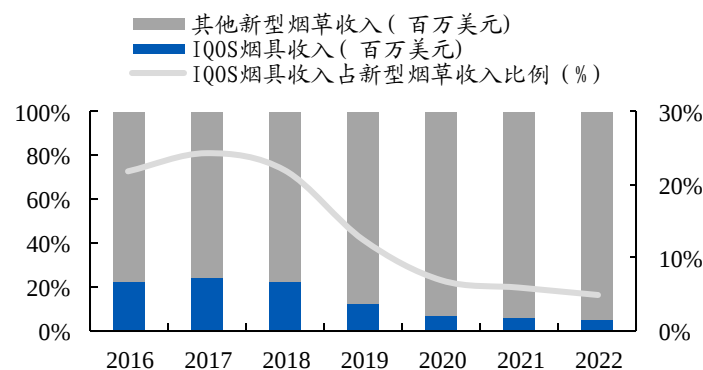
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表38：IQOS 烟具收入（百万美元）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表39：IQOS 烟具收入占新型烟草收入比重

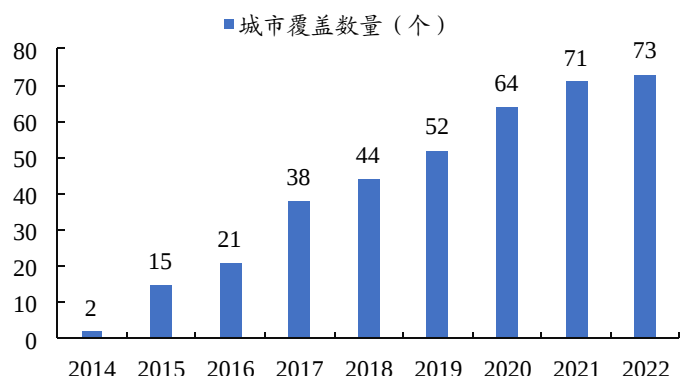


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.2 地区覆盖持续扩大，重点国家市占率加速提升

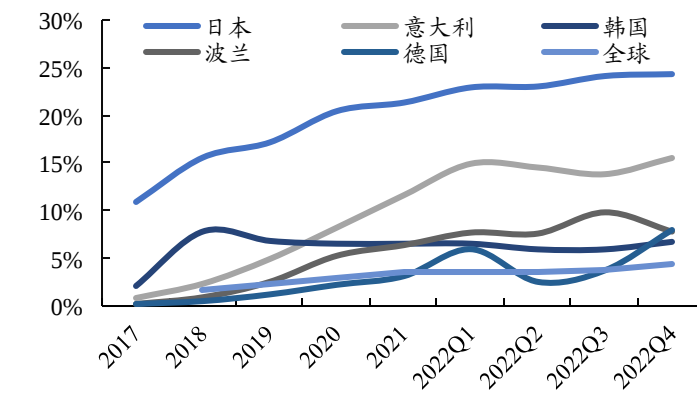
2022 年菲莫国际已在全球 73 个国家和地区建立 IQOS 销售渠道，较 2021 年增加 2 个地区覆盖，公司已提出明确目标，计划到 2025 年将覆盖国家及地区的数量增加至 100 个。与此同时，菲莫国际加热烟草产品在全球的市场份额也正稳步提升，2022 年份额已达 4.1%，同比提升 0.6pct。其中菲莫国际此前的主力市场份额基本均延续提升态势，日本/意大利/波兰/德国市占率分别较 2021 年提升 2.3pct/3.1pct/1.9pct/1.7pct 至 23.6%/14.6%/8.2%/4.8%。

图表40：IQOS 覆盖城市数量



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表41：IQOS 主要国家市占率



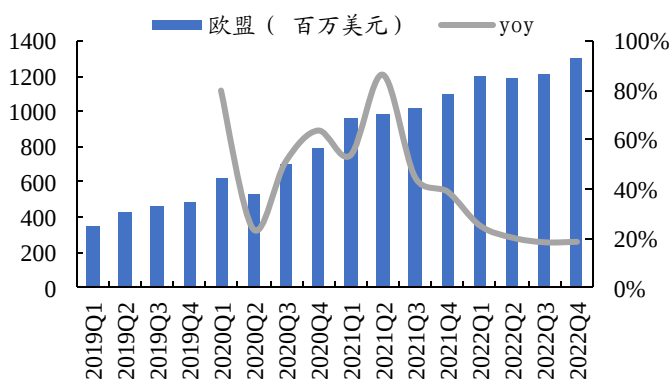
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.2.1 欧盟地区：2022 年新型烟草营收增长 20.7%，烟支销量激增

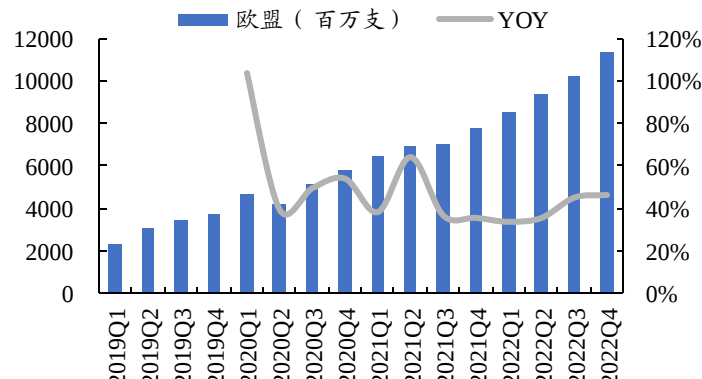
2022 年菲莫国际在欧盟地区加热烟草业务营收 49.1 亿美元，同比增加 20.7%，占公司新型烟草比重为 49.5%，销量达到 395.2 亿支，同比增长 40.1%，菲莫国际在欧盟地区随着地区覆盖面及用户数的提升，整体销售延续 2021 年优异增长。欧盟地区现已成为驱动公司加热烟草业务高速增长的主要市场。

2022 年 Q4 菲莫国际在欧盟地区加热烟草营收 13.0 亿美元，同比增加 18.8%，占菲莫国际新型烟草营收比重为 45.5%。2022 年 Q4 销量达到 113.9 亿支，同比增长 45.9%。

图表42：欧盟地区新型烟草营收（百万美元）及增速



图表43：欧盟地区新型烟草销量（百万支）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

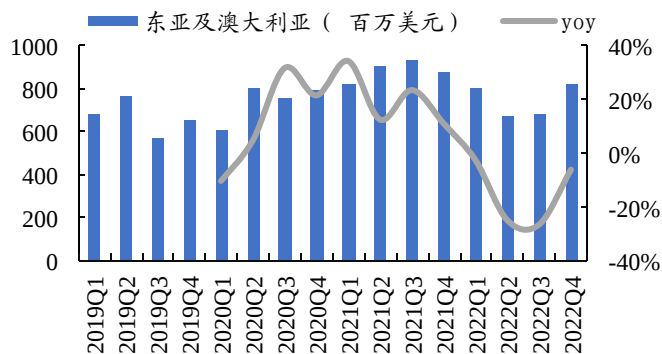
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.2.2 东亚及澳大利亚：日本提升烟草税致使整体新型烟草增长放缓

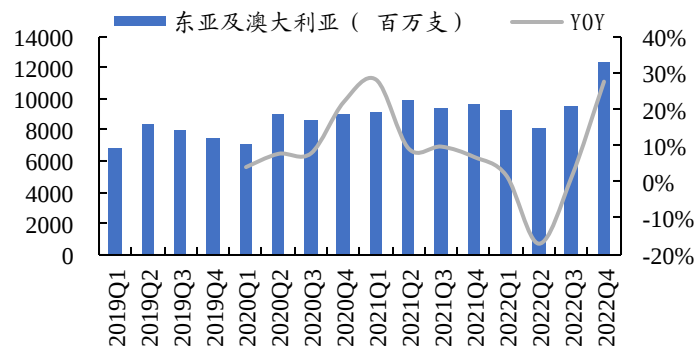
2022 年菲莫国际加热烟草产品在东亚及澳大利亚营收 29.9 亿美元，同比减少 15.4%，而销量达 393.9 亿支，同比增长 3.2%。整体来看，22 年该地区销售增长明显放缓，主要由于日本地区 2021 年 10 月起提升烟草税使得产品价格上升制约消费，菲莫国际在日本地区 2022 年出货量同比下降 22.4%。

2022 年 Q4 由于基数降低，菲莫国际在东亚及澳大利亚地区营收 8.3 亿美元，同比下降 6.2%，降幅有所收窄，销量达 123.8 亿支，同比增长 27.8%。

图表44：东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收（百万美元）及增速



图表45：东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量（百万支）及增速



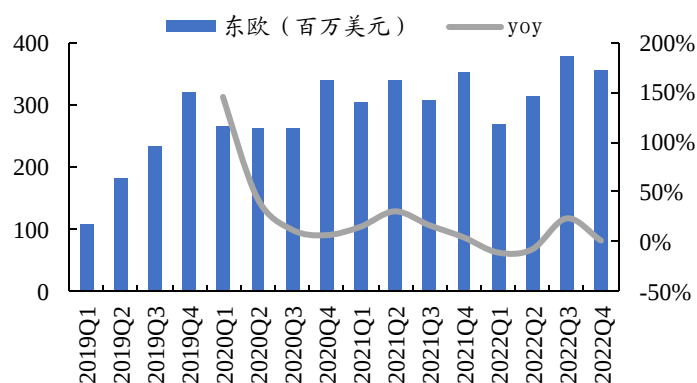
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.2.3 东欧：俄乌冲突影响持续，2022 年增长明显放缓

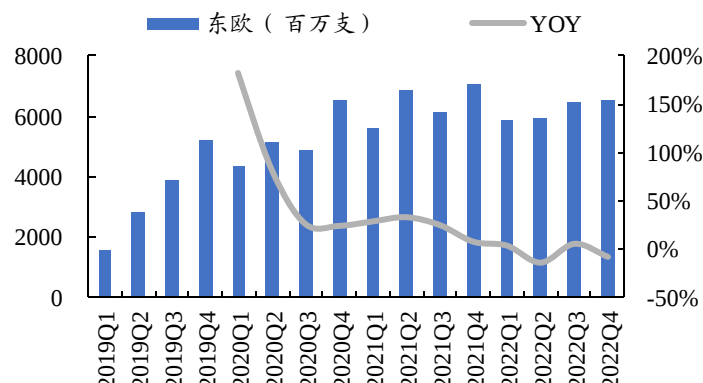
2022 年菲莫国际加热烟草产品在东欧营收 13.2 亿美元，同比增长 0.8%，销量达 248.1 亿支，同比下降 3.3%。整体来看，2022 年在该地区销售增长明显放缓，主要受俄乌冲突影响。

图表46：东欧地区新型烟草营收（百万美元）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表47：东欧地区新型烟草销量（百万支）及增速

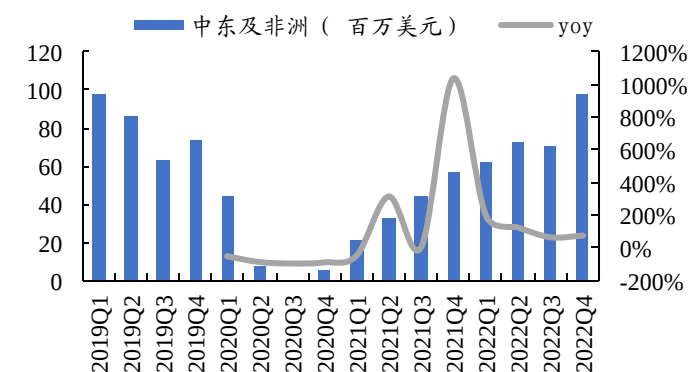


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.2.4 中东及非洲：疫情影响逐步消退，销售迎来快速增长

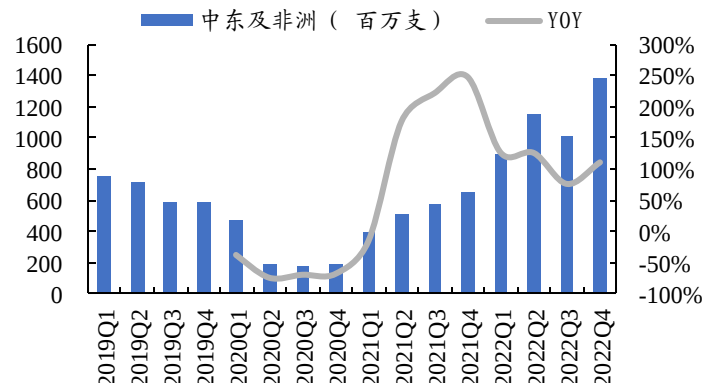
2022 年菲莫国际加热烟草营收 3.3 亿美元，同比增长 82.5%，销量达到 44.5 亿支，同比增长 108.2%。22 年 Q4 加热烟草营收 0.98 亿美元，同比增长 71.9%，销量达到 13.8 亿支，同比增长 111.2%。随着该地区新冠疫情逐步缓和，终端销售趋于正常化，菲莫也加大渠道开拓，2022 年整体延续 2021 年快速增长态势，并且该地区目前仍有巨大空间亟待挖掘。

图表48：中东及非洲地区加热烟草各季度营收（百万美元）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

图表49：中东及非洲地区加热烟草各季度销量（百万支）及增速



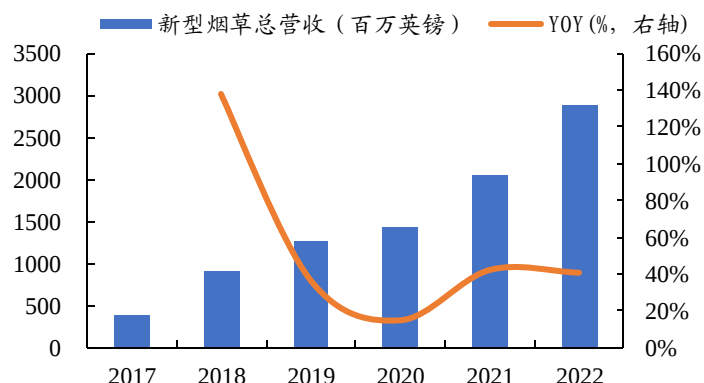
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

3.英美烟草：雾化+HNB 双轮驱动，2025 年收入目标 50 亿英镑

3.1 新型烟草业务推进顺利，雾化与 HNB 均获理想增长

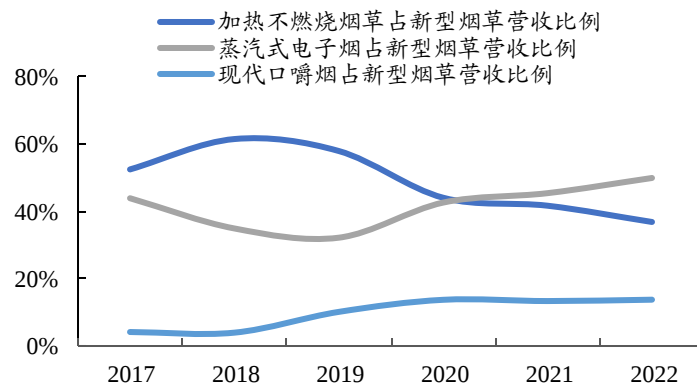
英美烟草 2022 年新型烟草业务延续较快增长，收入达到 28.9 亿英镑，同比增长 40.9%，2018-2022 年 CAGR 达 33.3%，并且英美烟草目标 2025 年新型烟草业务营收超 50 亿英镑，整体新型烟草业务已成为公司核心发展方向。22 年 H2 新型烟草业务收入达 16.1 亿英镑，同比增长 37.6%。从细分品类来看，近年来英美烟草雾化电子烟收入占比持续提升，2022 年雾化电子烟收入 14.3 亿英镑，同比增长 54.9%，占整体新型烟草业务收入比例达 49.6%，依托于 Vuse 优异的产品力以及有效的营销策略，近年来营收持续增长，2018-2022 年 CAGR 达 45.8%。此外，2022 年加热不燃烧产品收入 10.6 亿英镑，同比增长 24.3%。

图表50: 英美烟草历年新型烟草营收及增速



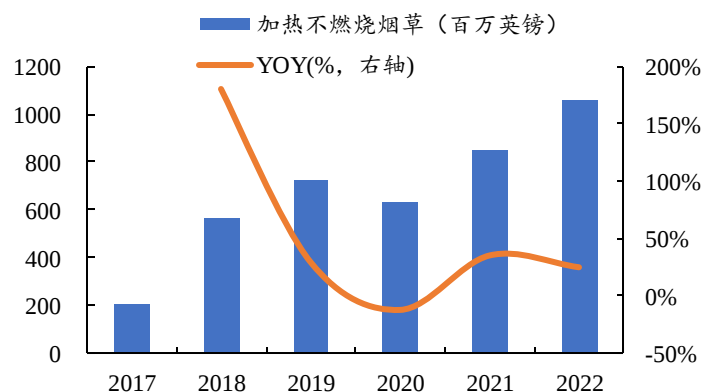
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表51: 英美烟草历年新型烟草营收及结构



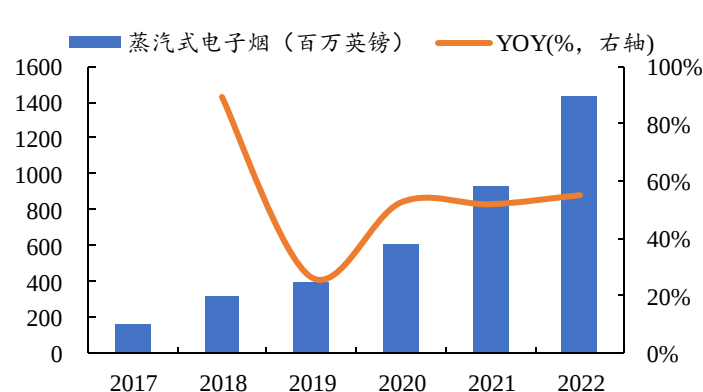
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表52: 英美烟草历年加热不燃烧产品营收 (百万英镑) 及增速



来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表53: 英美烟草历年雾化电子烟营收 (百万英镑) 及增速

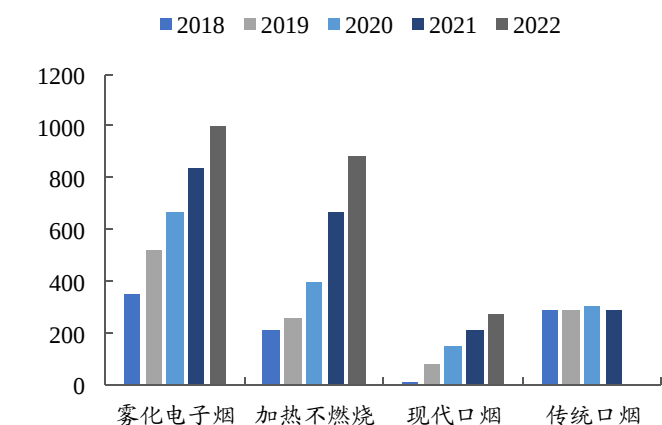


来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

从用户数看新型烟草趋势: 英美烟草 2022 年新型烟草总用户数量达 2250 万人, 同比增长 23.0%。雾化电子烟和加热不燃烧增幅明显, 2022 年用户数量分别增加 160/210 万人至 1000/880 万人, 从公司各品类用户数增长情况已可明显看出新型烟草大趋势。

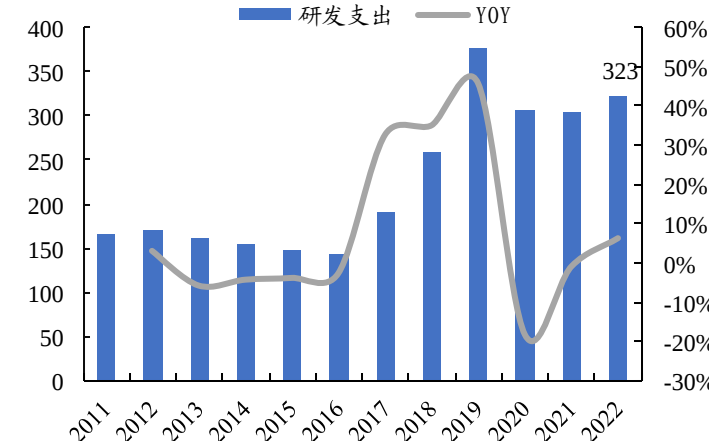
从研发支出看英美烟草新型烟草战略决心: 英美烟草从 2015 年开始, 研发支出逐步提升, 研发费用主要用于新型烟草研发, 公司 2021、2022 年研发支出已然稳定在 3 亿英镑以上, 显著高于公司在新型烟草业务发展之前的水平。

图表54: 英美烟草历年新型烟草主要品类用户数量 (万人)



来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表55: 英美烟草历年研发支出 (百万英镑) 及增速



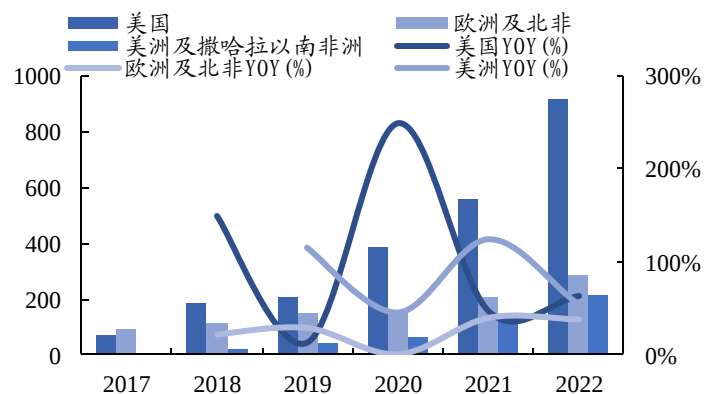
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

3.2 雾化电子烟：营收延续优异增长，烟弹销量增长略有趋缓

英美烟草雾化电子烟方面，2022 年营收达到 14.3 亿英镑，同比增长 54.9%，2022 年销量达 6.1 亿，同比增长 14.4%。并且从 2022 年下半年来看，整体增长依然相对理想，2022H2 英美烟草雾化电子烟营收/销量分别同比增长 54.8%/11.1%。

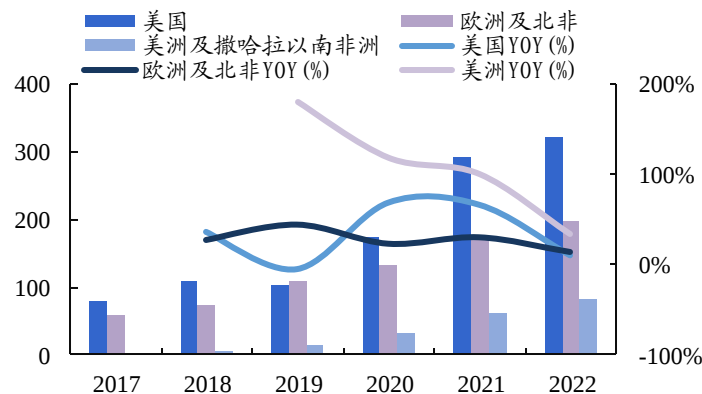
分地区来看，美国市场依然是英美烟草雾化电子烟销售主战场，2022 年销量为 3.2 亿，同比增长 10.0%，营收 9.1 亿英镑，同比增长 62.8%，美国市场营收占总体雾化电子烟营收比例已达 63.6%。其中 2022H2 销量增长有所放缓，同比增长 1.3%，主因受一次性电子烟冲击。此外，美洲及南非地区 2022 年延续高速增长，2022 年营收/销量分别同比增长 54.6%/33.3%。

图表56：英美烟草雾化电子烟营收及增速（百万英镑）



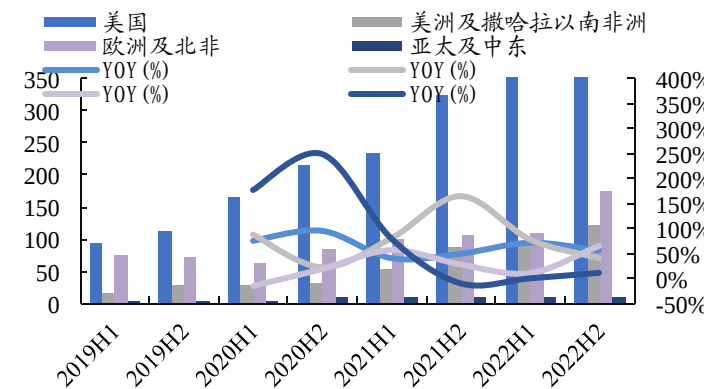
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表57：英美烟草雾化电子烟销量及增速（百万个）



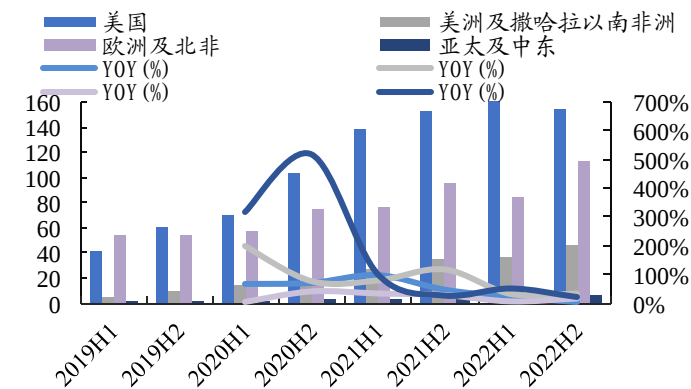
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表58：英美烟草雾化电子烟半年度营收及增速



来源：英美烟草公告；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

图表59：英美烟草雾化电子烟半年度销量及增速

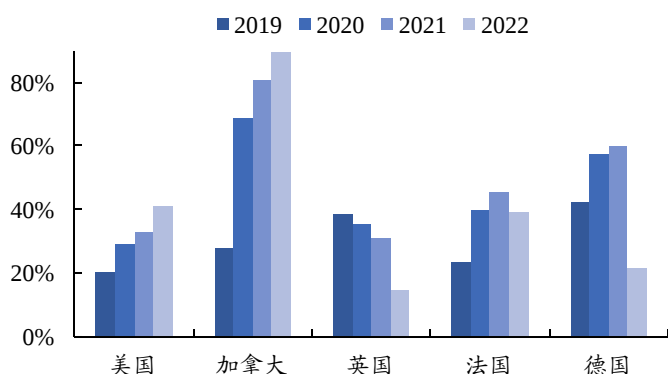


来源：英美烟草公告；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

市占率方面，英美烟草雾化电子烟在美国/加拿大/英国/法国/德国市占率分别+8.4%/+9.1/-16.2/-6.9/-38.5pct至40.9%/89.5%/14.8%/38.8%/21.4%。

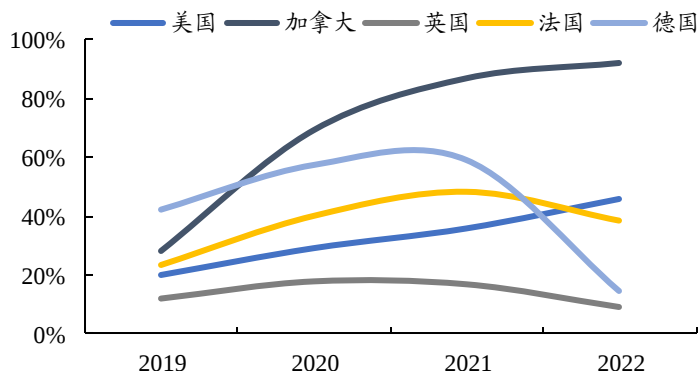
VUSE 产品的营收近年来快速提升，已成为英美烟草雾化电子烟增长的核心驱动，2022 年营收达 11.3 亿英镑，同比增长 44.0%，占雾化电子烟总营收的 78.4%。2022 年，VUSE 在主要雾化电子烟市场的总体份额上升了 2.5pct 至 35.9%。

图表60: 英美烟草雾化电子烟市场份额



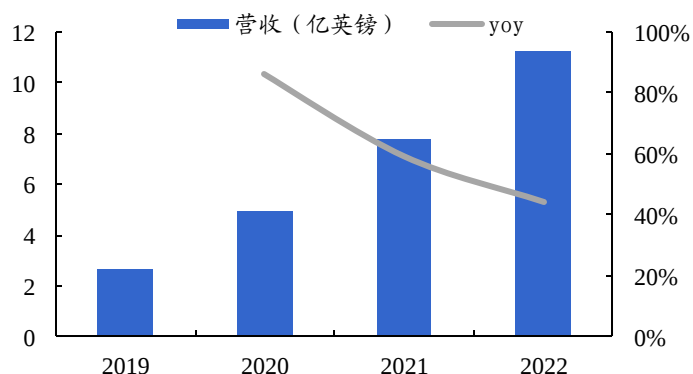
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表61: Vuse 主要市场销售份额



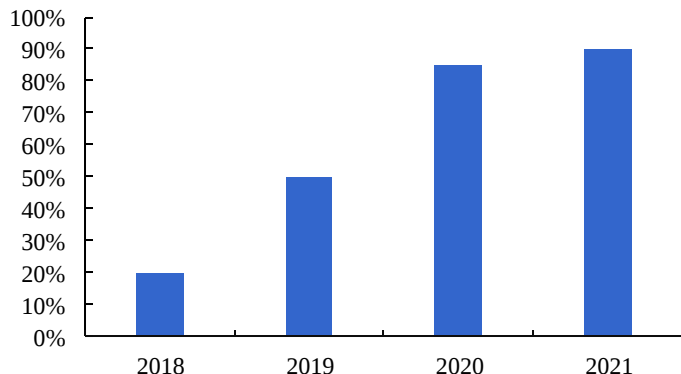
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表62: Vuse 营收及增速 (亿英镑)



来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表63: Alto 系列占 Vuse 品牌收入比例

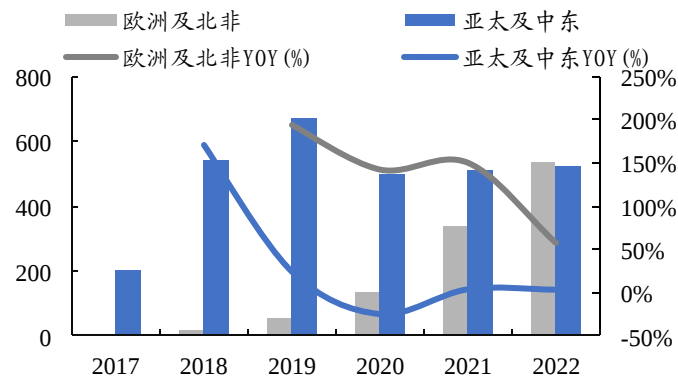


来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

3.3 加热不燃烧: 用户数快速提升, 欧洲及北非地区延续优异增长

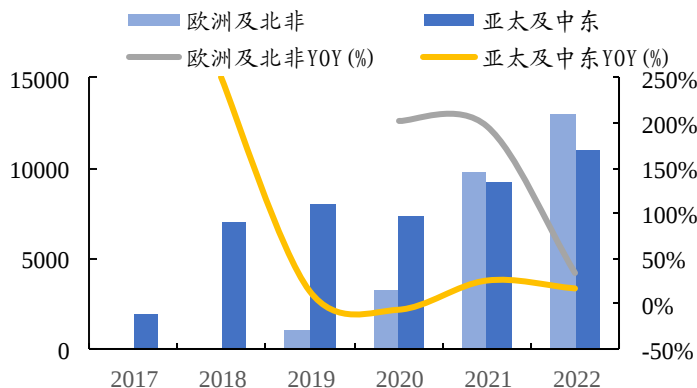
英美烟草 2022 年加热不燃烧业务保持较快增长, 营收同比增长 24.3%至 10.6 亿英镑, 加热不燃烧产品销量达 240 亿支, 同比增长 25.7%。分地区来看, 主要依托于欧洲及北非地区的快速开拓, 2022 年英美烟草在该地区的 HNB 营收同比增长 57.5%至 5.4 亿英镑。此外亚太及中东地区 2022H2 销售已开始展现较好趋势, 销量同比增长 17.0%, 环比有所提速。

图表64: 英美烟草历年 HNB 营收及增速 (百万英镑)



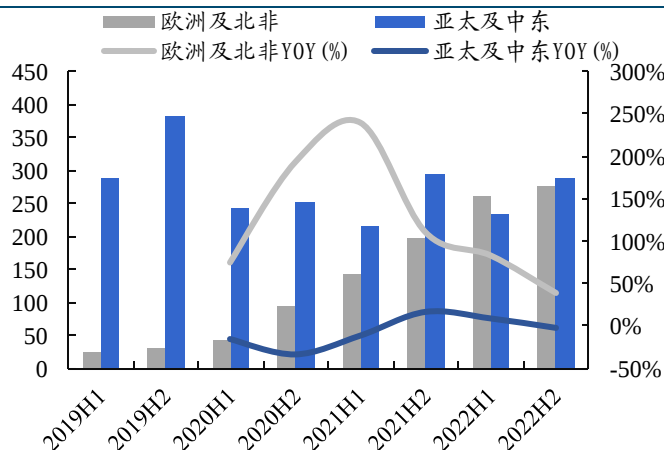
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表65: 英美烟草历年 HNB 销量及增速 (百万支)



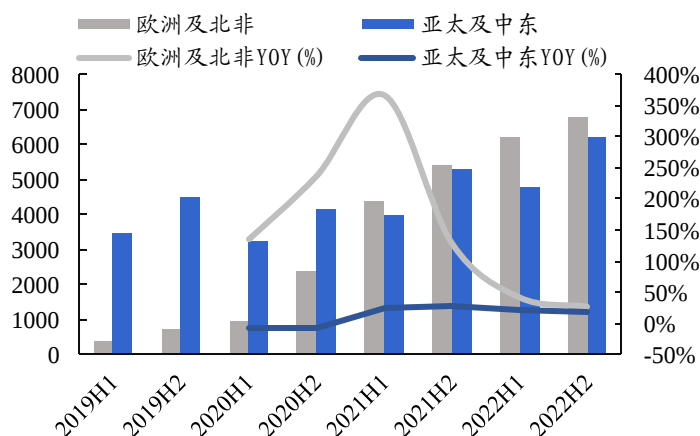
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表66：英美烟草 HNB 半年度营收及增速（百万英镑）



来源：英美烟草公告，国金证券研究所

图表67：英美烟草 HNB 半年度销量及增速（百万支）

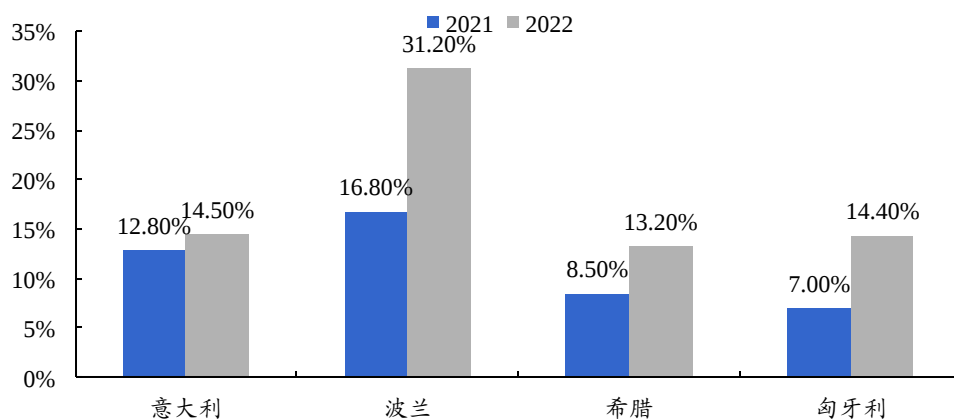


来源：英美烟草公告，国金证券研究所

在新推出产品 glo HyperX2 的推动下，英美烟草的加热不燃烧产品用户增加了 200 万至 880 万，并且推动公司市场销售份额进一步提升。

市占率方面，2022 年英美烟草加热不燃烧产品在各主要国家的市场份额均进一步提升，整体达 19.4%，较 2021 年提升了 1.4pct。在除俄罗斯外的前八大市场市占率达 18.7%，增长了 1.1pct。尤其欧洲市场，在 glo HyperX2 的推动下，2022 年在意大利/波兰/希腊/匈牙利市场分别较去年提升 1.7/14.4/4.7/7.4pct 至 14.5%/31.2%/13.2%/14.4%。

图表68：英美烟草 glo 在主要国家加热烟草市场份额

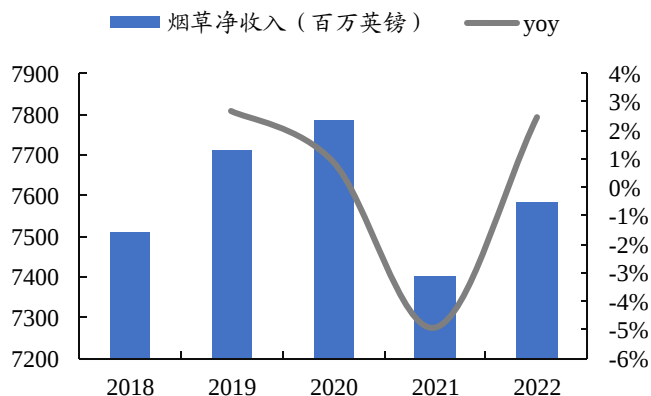


来源：英美烟草公告，国金证券研究所

4.帝国烟草：22 年新型烟草收入同比+10.6%，欧洲地区恢复明显

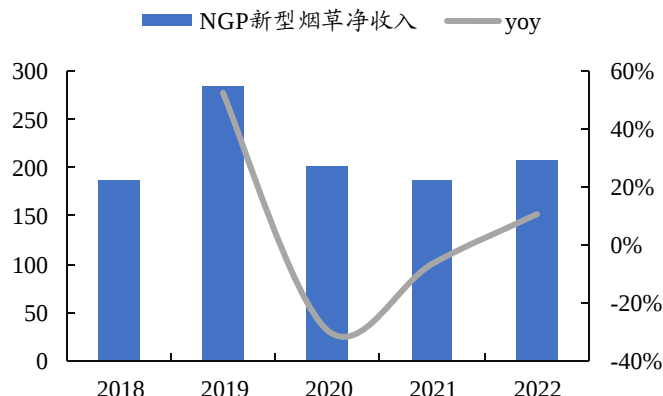
2022 年，帝国烟草实现调整后收入 77.9 亿英镑，同比增长 1.5%（按固定汇率调整后），22 年 H2 实现调整后收入 43.0 亿英镑，同比增长 7.0%。其中，2022 年新型烟草业务实现收入 2.1 亿英镑，按固定汇率同比增长 10.8%，22 年 H2 实现收入 1.1 亿英镑，同比增长 15.1%。虽然帝国烟草 myblu 产品收到美国 FDA 营销禁令，但依托欧洲地区的快速复苏，依然重拾增长。

图表69：帝国烟草历年净收入及增速（百万英镑）



来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

图表70：帝国烟草新型烟草历年净收入及增速（百万英镑）



来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

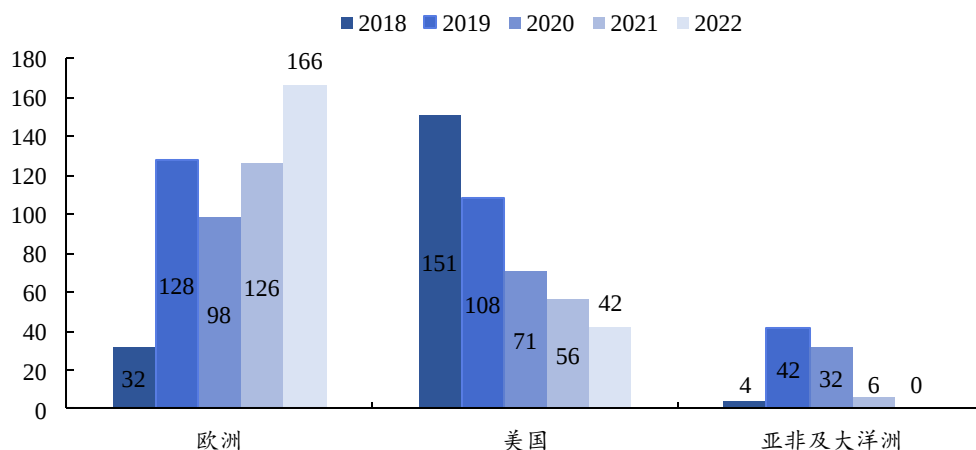
分销售地区来看，欧洲地区帝国烟草 2022 年新型烟草实现总营收 1.7 亿英镑，按固定汇率同比增长 34.2%，欧洲地区已成为帝国烟草新型烟草业务收入增长的重要驱动。

美国地区，受 FDA 对帝国烟草 myblu 雾化电子烟产品禁令的影响，2022 年新型烟草营收为 0.4 亿英镑，按固定汇率同比下滑 29.7%。公司已通过上诉应对禁令，并开始在新的领域推广产品。

非亚及大洋洲地区，受帝国烟草退出日本及俄罗斯市场影响，2022 年公司未能实现营收。

帝国烟草未来策略：1) 继续维持 blu 产品在美国市场的营销并积极向新的市场领域试验营销；2) 在欧洲地区，雾化电子烟的 blu2.0 在法国的试点获得成功，仅推出 6 个月就获得了 6.9% 的市场份额，将继续加大推广，而 iD 产品市场份额稳步提升，未来公司也将加大 Pulze, iD 的推广力度，进一步提升 HNB 领域的市场渗透率。

图表71：帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况（百万英镑）

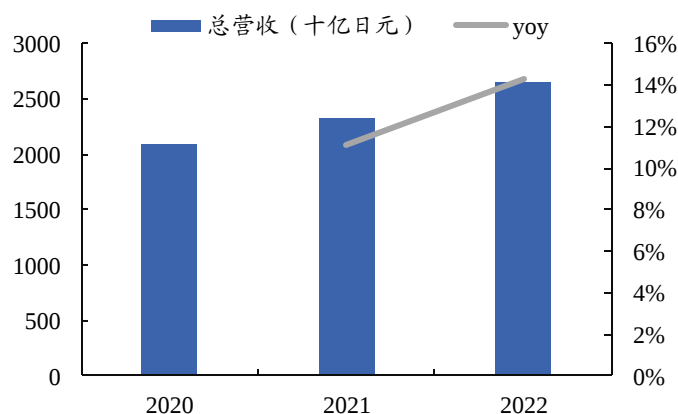


来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

5.日本烟草：新型烟草销量同比增长 10.3%，Ploom X 销量提升 2 倍

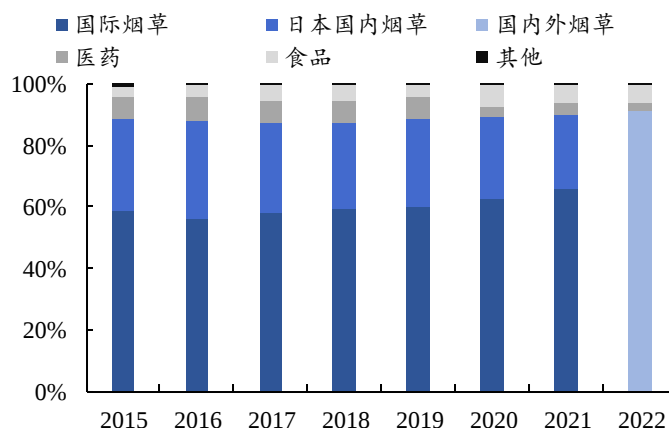
2022 年日本烟草实现营收 26578 亿日元，同比增长 14.3%，增长有所提速。其中 22Q4 日本烟草实现营收 6493 亿日元，同比增长 16.2%。其中烟草业务贡献主要营收来源，2022 年实现营收 24174 亿日元，同比增长 15.4%，占比超 90%。

图表72：日本烟草总营收及增速（十亿日元）



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

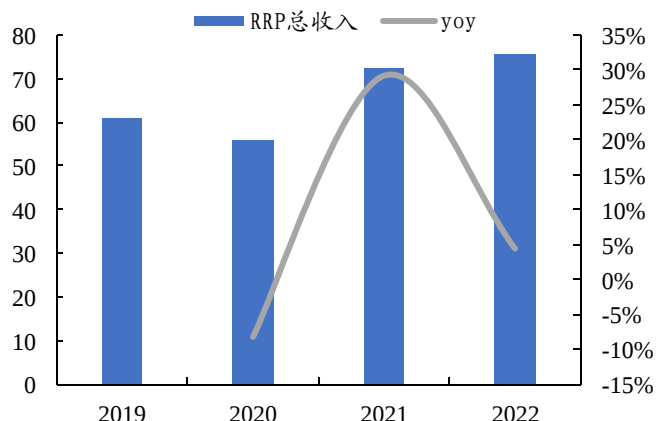
图表73：日本烟草主营业务占比



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

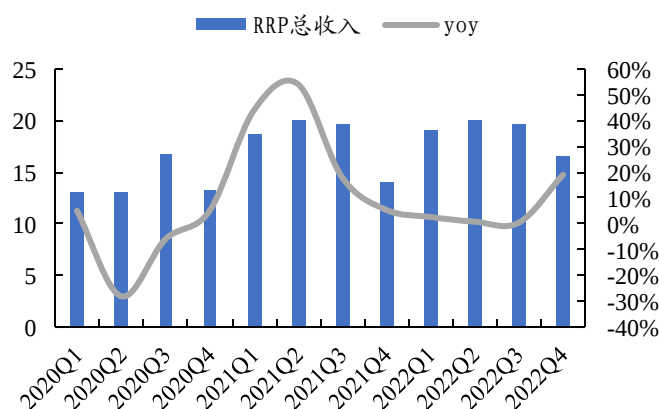
新型烟草方面，2022 年日本烟草营收为 754 亿日元，同比增长 4.4%，总销量达 79 亿支，同比增长 10.3%，22 年 Q4 新型烟草营收 166 亿日元，同比增长 18.7%，销量达 19 亿支，同比增长 9.2%。其中日本市场新型烟草产品 2022 年销量达 60 亿支，同比增长 30.4%，销量的提升主要受益于 PloomX 在日本的发售带来的市场占有率增加，该产品销量与上年度相比增加约 2 倍，而海外市场新型烟草产品销量同比下滑 24% 至 19 亿支。22 年 Q4 公司新型烟草单季度收入为 166 亿日元，同比增长 18.7%，总销量达 19 亿支，同比增长 9.2%。

图表74：新型烟草国内外收入及增速（十亿日元）



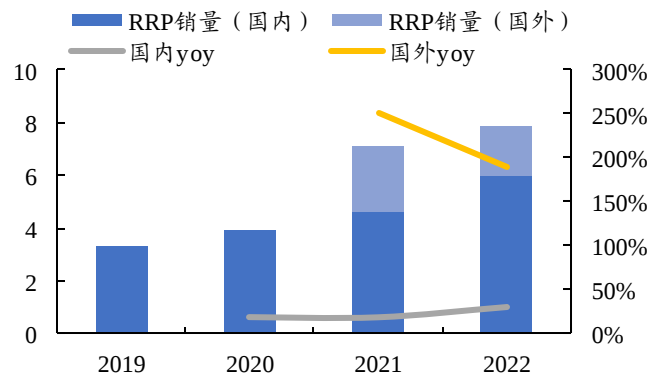
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表75：新型烟草国内外单季度收入及增速（十亿日元）



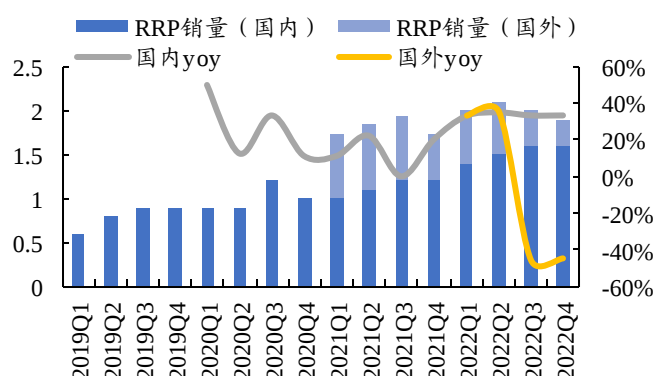
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表76：新型烟草国内外销量及增速（十亿支）



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表77：新型烟草国内外单季度销量及增速（十亿支）

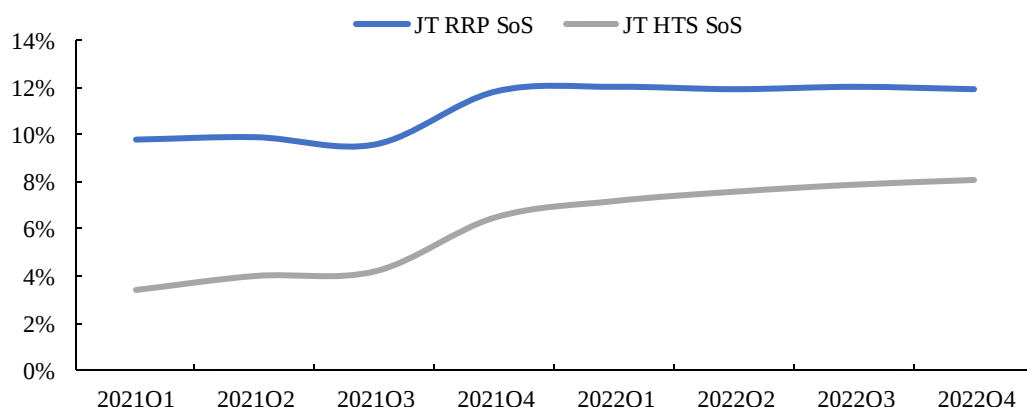


来源：日本烟草公告，国金证券研究所

市占率方面，日本烟草在日本市场新型烟草的市场份额达到 11.9%，比上年度增加了

1.7pct，其中在日本加热不燃烧产品市场占有率继续提升，比上年度增长 2.6 个 pct 至 8.1%。

图表78：日本烟草新型烟草在日本市场份额情况



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

6.投资建议

从海外各地区及各家烟草巨头 2022 年发展来看，虽然有所分化，但可明显看出在海外市场新型烟草已是大势所趋，新型烟草业务已逐渐成为各烟草巨头的重要增长驱动力。雾化电子烟方面，推荐关注思摩尔国际，其作为全球电子烟代工市场的头部企业，与英美烟草深度绑定，公司将充分受益于海外新型烟草市场的持续发展。虽然短期来看，由于国内水果口味限制，终端需求短期影响较大，并且美国薄荷醇口味政策仍存不确定性，但整体新型烟草大趋势已现，公司国内外长期空间仍值期待。HNB 方面，盈趣科技作为 IQOS 的核心供应商，从过去精密塑胶件供应商，合作业务逐步延伸至加热组件、整机交付，后续有望显著受益于 IQOS 在全球的进一步扩张。

风险提示

- 1) 行业政策监管力度超出预期：若监管力度超预期加大，可能将会限制新型烟草行业的发展；
- 2) 汇率波动风险：国内相关电子烟企业海外收入占比较大，若汇率出现大幅波动，出口业务将会受到较大影响；
- 3) PMTA 认证不通过：若对应企业产品未来不能通过 PMTA 认证，将直接影响公司产品在美国的销售
- 4) 美国薄荷醇口味禁令风险：若美国市场将薄荷醇电子烟产品限制，将直接影响美国雾化电子烟市场规模。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402