



买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

新型烟草行业研究

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）
zhaozhongping@gjzq.com.cn zhangyanghuan@gjzq.com.cn yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001） 分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）
gongyizhi@gjzq.com.cn yesijia@gjzq.com.cn

海外新型烟草系列深度五：行业增长趋势不变，合规雾化市场有望迎显著扩容

基本结论

全球情况概览：根据欧睿统计，2023 年全球新型烟草产品市场规模达 769.9 亿美元，同比增长 11.9%，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 138.3/211.6/344.6/74.5 亿美元，分别同比 +2.2%/+6.8%/+12.2%/+60.0%，雾化及 HNB 基本均延续稳健增长趋势。据欧睿预测，2024 年全球新型烟草市场除无烟烟草略有下降，其他品类仍将维持稳健增长，2024 年无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模预计分别同比 -0.1%/+8.9%/+12.7%/+52.1% 至 138.2/230.4/388.5/112.5 亿美元。

菲莫国际：24H1 新型烟草收入占比进一步提升，IQOS 用户数显著提升。2024H1 菲莫国际总营收为 182.6 亿元，同比增长 7.5%，新型烟草销量增长贡献明显。新型烟草业务 2024H1 实现营收 69.9 亿元，同比增长 20.4%，收入占比环比 23H2 提升 1.4pct 至 38.3%，其中 2024Q2 公司新型烟草营收同比 +15.9% 至 35.9 亿美元。公司新产品表现优异，VEEV ONE 上市欧洲地区及 ILUMA i 上市日本，均对公司营收有较大贡献。IQOS ILUMA 优异产品力助推传统烟民转化率持续提升，截至 2024 年 6 月底，IQOS 用户数已达 3650 万人，同比增加 41.5%，其中 IQOS 替代传统卷烟消费用户数为 3080 万人，替代率高达 72.0%。

英美烟草：24H1 雾化电子烟营收保持稳健，HNB 业务有所下滑。2024H1 新型烟草收入达 16.5 亿英镑，同比降低 0.4%。从细分品类来看，24H1 雾化电子烟收入 8.7 亿英镑，同比增长 0.3%，增长有所放缓主因美国去库及非法产品冲击，2024H1 销量为 2.9 亿颗，同比下降 9.1%，后续随着美国监管趋严，有望重回优异增长。此外，24H1 加热不燃烧产品收入 4.4 亿英镑，同比下降 19.8%，主要由于俄罗斯及白俄罗斯业务出售，并且公司产品价格重新定位。

奥驰亚：NJOY 表现亮眼，销量、份额提升明显。依托于渠道扩张及产品迭代，公司旗下 NJOY 品牌销售亮眼，其 Q2 销量达 1250 万件，同比增长 12.6%，NJOY 烟弹在美国零售市场中的份额已提升至 5.5%。并且作为烟弹后续销售的前瞻指标，公司 Q2 烟具销售量环比 +80%。此外，2024 年 6 月，NJOY 获得美国食品药品监督管理局（FDA）对其四种薄荷味电子烟产品的营销授权，NJOY 成为首家也是目前唯一一家获得 FDA 授权销售薄荷醇电子烟产品的公司。

帝国烟草：依托西欧及新兴市场扩张，整体新型烟草稳健增长。2024H1 公司新型烟草业务实现收入 1.4 亿英镑，同比增长 14.4%。西欧地区已成为公司新型烟草业务收入增长的重要驱动，公司在波兰和捷克推出的 blu bar vaping 和 blu 2.0 产品均有亮眼表现。

日本烟草：24H1 新型烟草高速增长，海外市场表现亮眼。2024 年上半年新型烟草总收入达 508 亿日元，同比增长 28.6%，总销量为 52 亿支，同比增长 26.8%，其中日本国内销量为 42 亿支，同比增长 19.2%，国外销量达 10 亿支，同比增长 100%，主因新兴市场的拓展和欧洲市场扩张。

投资建议与估值

从海外各烟草巨头 24H1 发展来看，海外市场新型烟草渗透率提升趋势依然明显，新型烟草业务已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、NJOY 深度绑定，在海外整体监管越发科学有效的情况下，非法产品冲击有望减弱，合规市场有望迎来显著扩容，公司或将显著受益。

风险提示

国内外对非法产品监管力度及效果不及预期；汇率大幅波动；PMTA 认证不通过



内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 全球市场概况：新型烟草发展势能依然充足，新兴市场释放潜力..... | 5 |
| 1.1 全球新型烟草市场稳步扩容，HNB 延续较优增长..... | 5 |
| 1.2 北美、西欧延续优异增长，美国仍为新型烟草最大市场..... | 5 |
| 1.3 中美英雾化电子烟市场进一步分化，23 年中美均现下滑..... | 7 |
| 2. 菲莫国际：新型烟草占比进一步提升，日本市场维持高增长..... | 12 |
| 2.1 IQOS 表现强劲，用户数再创新高..... | 13 |
| 2.2 IQOS 覆盖市场数增至 90 个，重点国家市占率加速提升..... | 14 |
| 3. 英美烟草：受美国去库+非法产品冲击影响，雾化烟增长有所放缓..... | 16 |
| 3.1 新型烟草业务营收有所下滑，雾化电子烟增长有所放缓..... | 16 |
| 3.2 雾化电子烟：受美国库存与非法产品影响，24H1 销量有所下滑..... | 17 |
| 3.3 加热不燃烧：俄罗斯及白俄罗斯业务剥离，价格重新定位导致收入下滑..... | 18 |
| 4. 奥驰亚：NJ0Y 表现优异，销量、份额齐增..... | 19 |
| 5. 帝国烟草：依托新品在西欧地区推广，新型烟草延续增长..... | 20 |
| 6. 日本烟草：24H1 新型烟草高速增长，Ploom 品牌海外表现亮眼..... | 21 |
| 7. 投资建议..... | 23 |
| 风险提示..... | 23 |

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： 2023 年新型烟草产品各地区市场规模（百万美元）..... | 6 |
| 图表 6： 2023 年前十名国家新型烟草产品占全球市场比重..... | 6 |
| 图表 7： 2023 年雾化电子烟各地区市场规模（百万美元）..... | 6 |
| 图表 8： 2023 年前十名国家雾化电子烟占全球市场比重..... | 6 |
| 图表 9： 2023 年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元）..... | 7 |
| 图表 10： 2023 年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重..... | 7 |
| 图表 11： 2023 年无烟烟草产品各地区市场规模（百万美元）..... | 7 |
| 图表 12： 2023 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 | 10 |
| 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 | 11 |
| 图表 24: | 英国新型烟草产品规模拆分 (百万英镑) 及增速 | 11 |
| 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 (%) | 12 |
| 图表 30: | 英国雾化电子烟用户 (万人) 及增速 | 12 |
| 图表 31: | 菲莫国际历年营收 (亿美元) 及增速 | 12 |
| 图表 32: | 菲莫国际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 | 13 |
| 图表 36: | 菲莫国际加热烟草销售量 (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 | 14 |
| 图表 41: | HTU 主要国家市占率 | 14 |
| 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 | 15 |
| 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 | 15 |
| 图表 46: | 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收 (百万美元) 及增速 | 15 |
| 图表 47: | 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量 (百万支) 及增速 | 15 |
| 图表 48: | 拉丁美洲及加拿大加热烟草各季度营收 (百万美元) 及增速 | 16 |
| 图表 49: | 拉丁美洲及加拿大加热烟草各季度销量 (百万支) 及增速 | 16 |
| 图表 50: | 英美烟草历年新型烟草营收 (百万英镑) 及增速 | 16 |



| | |
|---|----|
| 图表 51: 英美烟草历年新型烟草营收结构 | 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 | 17 |
| 图表 53: 英美烟草历年雾化电子烟营收 (百万英镑) 及增速 | 17 |
| 图表 54: 英美烟草历年新型烟草用户数量 (万人) | 17 |
| 图表 55: 英美烟草历年研发支出 (百万英镑) 及增速 | 17 |
| 图表 56: 英美烟草雾化电子烟半年度营收 (百万英镑) 及增速 | 18 |
| 图表 57: 英美烟草雾化电子烟半年度销量 (百万个) 及增速 | 18 |
| 图表 58: 英美烟草雾化电子烟市场份额 | 18 |
| 图表 59: Vuse 主要市场销售份额 | 18 |
| 图表 60: Vuse 营收及增速 (亿英镑) | 18 |
| 图表 61: Alto 系列占 Vuse 品牌收入比例 | 18 |
| 图表 62: 英美烟草 HNB 半年度营收及增速 (百万英镑) | 19 |
| 图表 63: 英美烟草 HNB 半年度销量及增速 (百万支) | 19 |
| 图表 64: 2024H1 英美烟草产品 glo 在主要国家 HNB 市场份额 | 19 |
| 图表 65: NJOY 烟弹及烟具出货量 (百万支) | 20 |
| 图表 66: NJOY 美国市场份额 (%) | 20 |
| 图表 67: NJOY 累计经销店铺 (千家) | 20 |
| 图表 68: 帝国烟草历年净收入及增速 (百万英镑) | 20 |
| 图表 69: 帝国烟草新型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主要地区营收情况 (百万英镑) | 21 |
| 图表 71: 日本烟草总营收及增速 (十亿日元) | 21 |
| 图表 72: 日本烟草主营业务占比 | 21 |
| 图表 73: 新型烟草国内外收入及增速 (十亿日元) | 22 |
| 图表 74: 新型烟草国内外单季度收入及增速 (十亿日元) | 22 |
| 图表 75: 新型烟草国内外销量及增速 (十亿支) | 22 |
| 图表 76: 新型烟草国内外单季度销量及增速 (十亿支) | 22 |
| 图表 77: 日本烟草新型烟草在日本市场份额情况 | 22 |

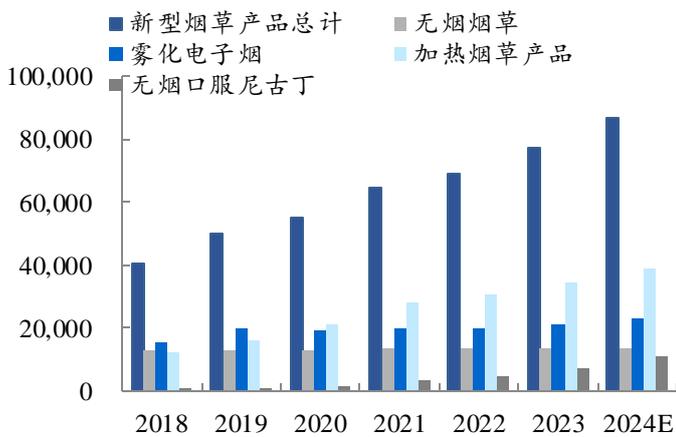


1.全球市场概况：新型烟草发展势能依然充足，新兴市场释放潜力

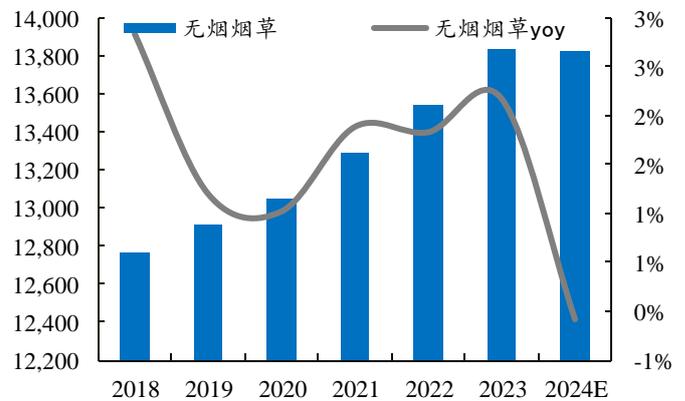
1.1 全球新型烟草市场稳步扩容，HNB 延续较优增长

根据欧睿统计，2023 年全球新型烟草产品市场规模达 769.9 亿美元，同比增长 11.9%，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 138.3/211.6/344.6/74.5 亿美元，分别同比+2.2%/+6.8%/+12.2%/+60.0%，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，多年延续优异增长，2016-2023 年全球整体新型烟草产品 CAGR 为 18.8%，其中雾化电子烟/加热烟草产品 CAGR 分别为 11.7%/58.2%。根据欧睿预测，2024 年全球新型烟草市场仍将维持稳健增长，2024 年无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模预计分别同比-0.1%/+8.9%/+12.7%/+52.1% 至 138.2/230.4/388.5/112.5 亿美元。

图表1: 历年全球新型烟草产品市场规模 (百万美元)



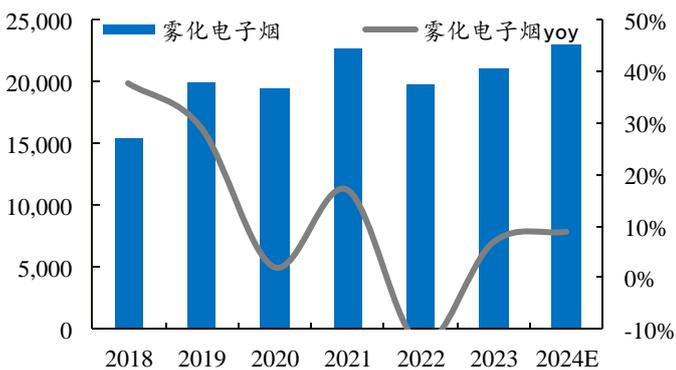
图表2: 历年全球无烟烟草产品市场规模增速 (百万美元)



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

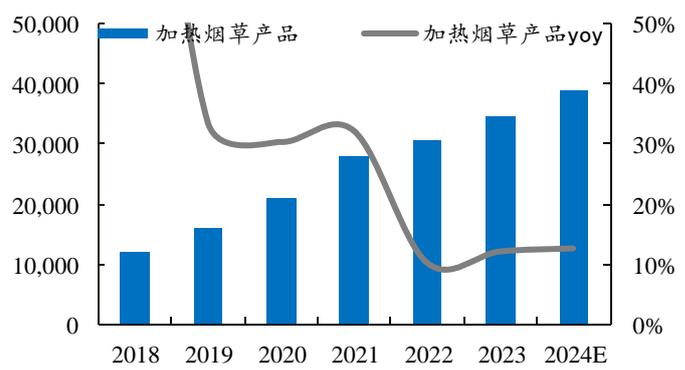
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表3: 历年雾化电子烟产品市场规模增速 (百万美元)



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

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

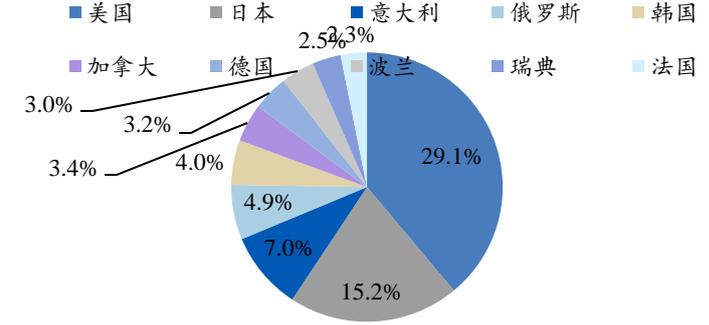
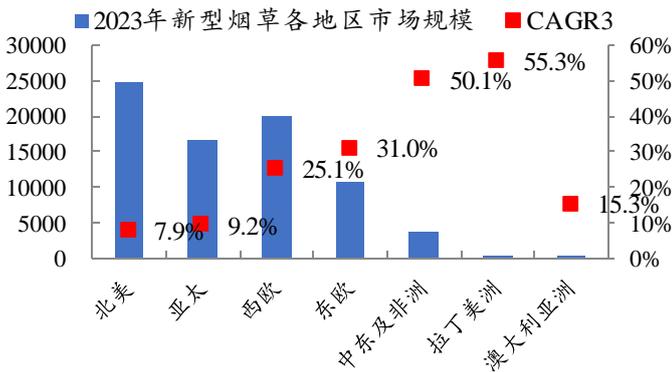
1.2 北美、西欧延续优异增长，美国仍为新型烟草最大市场

根据欧睿统计，2023 年北美、亚太、西欧三大地区新型烟草产品市场规模分别同比 +12.5%/+2.0%/+18.6% 至 247.8/167.8/201.3 亿美元，总计规模占比已达到全球的 80.2%。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 31.0%/25.1%。此外，中东及非洲地区和拉丁美洲也处于快速增长期，CAGR3 分别为 50.1%/55.3%。具体国家来看，占全球市场比重超过 5% 的国家为美国、日本、意大利，占比分别为 29.1%/15.2%/7.0%，美国仍是新型烟草产品需求最大的市场。



图表5: 2023年新型烟草各地区市场规模(百万美元)

图表6: 2023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

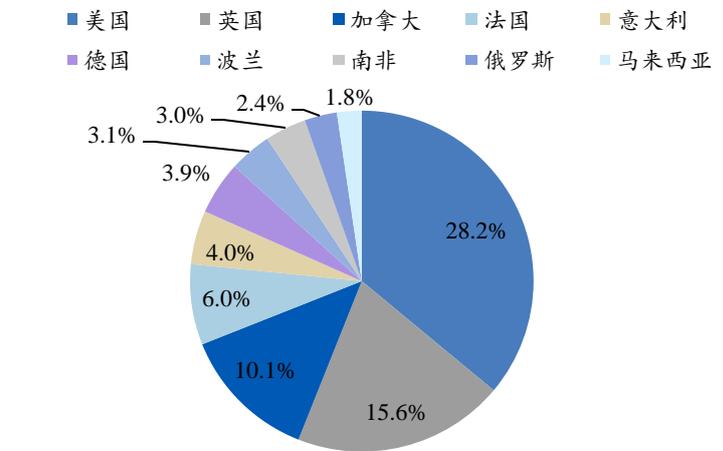
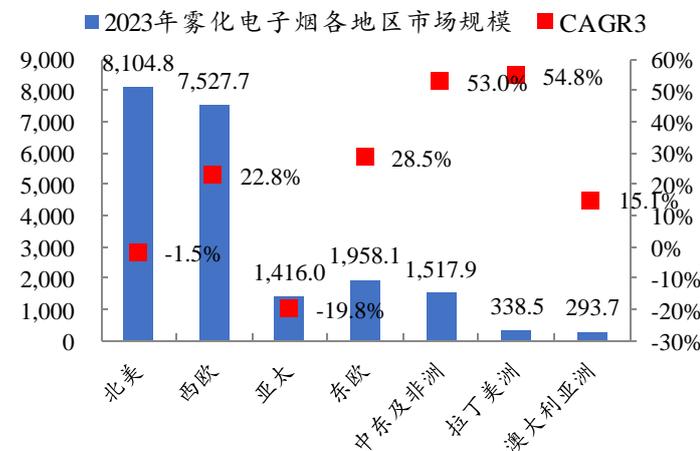
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

1.2.1 雾化电子烟: 欧美仍为主要市场, 中国市场收缩明显

分区域来看: 根据欧睿统计, 2023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分别同比+2.0%/+26.9%/-47.2%/+39.7%/+43.1%/+37.2%至81.0/75.3/14.2/19.6/15.2/3.4亿美元。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, 2023年整体雾化电子烟实现较快增长, 亚太地区下降明显, 中东及非洲作为新兴市场有较大程度同比增长。从国家规模占比来看, 美国、英国、加拿大为雾化电子烟全球前三大市场, 2023年占比分别为28.2%/15.6%/10.1%, 中国市场销量下降明显, 同比-83.0%, 主要由于2022年国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法》, 禁止所有调味电子烟产品产生的重大影响。

图表7: 2023年雾化电子烟各地区市场规模(百万美元)

图表8: 2023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

来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

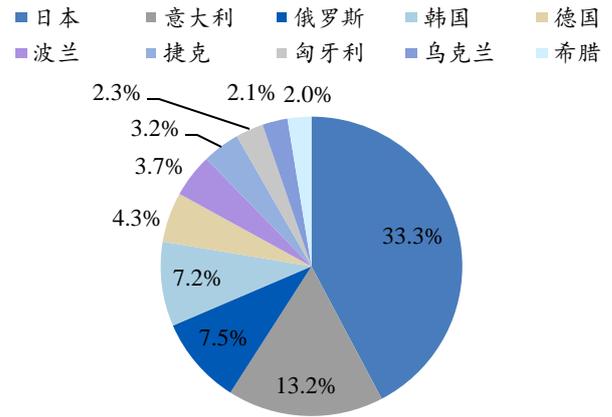
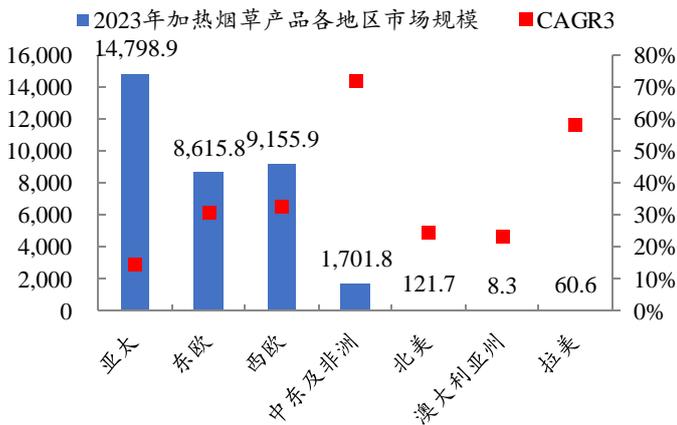
1.2.2 加热烟草: 欧洲市场高增趋势延续, 中东及非洲实现高增长

根据欧睿统计, 2023年亚太/东欧/西欧/中东及非洲/北美/拉美地区加热烟草市场规模分别同比+11.7%/+22.9%/+12.8%/+60.4%/+21.0%/+12.0%至148.0/86.2/91.6/17.0/1.2/0.6亿美元。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31.1%/32.7%。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58.2%/71.8%。从国家规模占比来看, 2023年日本仍是加热烟草产品全球第一大市场, 占比达33.3%, 此外意大利、俄罗斯、韩国占比分别为13.2%/7.5%/7.2%。



图表9: 2023年加热烟草产品各地区市场规模(百万美元)

图表10: 2023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

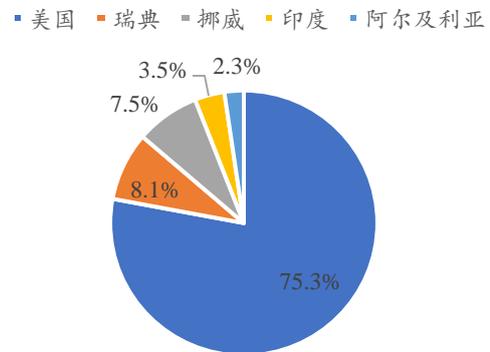
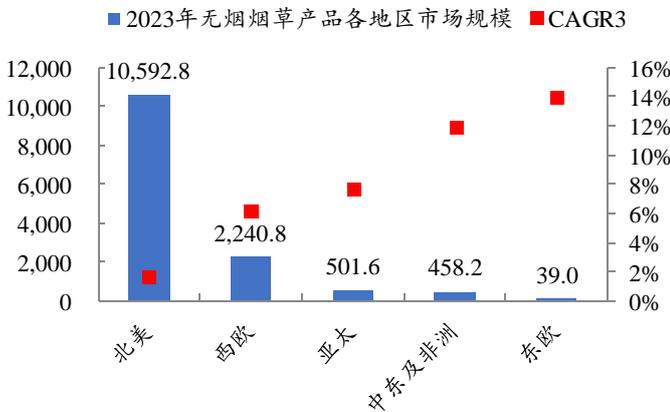
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

1.2.3 无烟烟草产品: 市场整体景气度较低, 北美地区为主要市场

2023年北美/西欧/亚太/中东及非洲/东欧地区无烟烟草产品市场规模分别同比+2.0%/+8.5%/+8.8%/+9.3%/+6.6%至105.9/22.4/5.0/4.6/0.4亿美元。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1.7%, 其他地区无烟烟草整体规模较小, 增速较慢。从国家规模占比来看, 美国市场稳居全球第一大市场, 2023年美国无烟烟草产品市场规模占全球比例达75.3%, 此外瑞典和挪威占比分别为8.1%/7.5%。

图表11: 2023年无烟烟草产品各地区市场规模(百万美元)

图表12: 2023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

来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

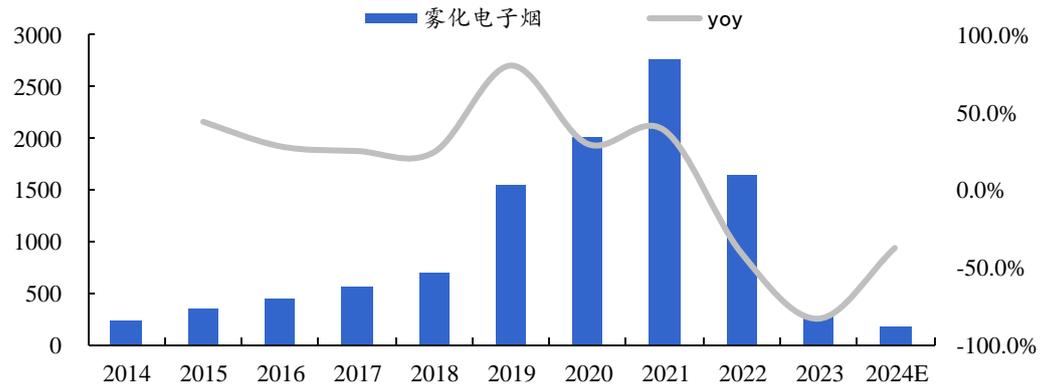
1.3 中美英雾化电子烟市场进一步分化, 23年中美均现下滑

1.3.1 中国市场: 口味禁令冲击市场需求, 短期内预计无显著变化

2023年中国雾化电子烟零售额出现了显著下降, 创下了自2014年以来的最低销售水平, 同比下降83.0%, 金额达2.8亿美元。主要是由于《电子烟管理办法》(国家烟草专卖局公告第1号[2022])和新的电子烟国家标准的实施, 禁止了所有调味雾化电子烟, 此外对雾化电子烟征收的消费税使得电子烟的消费成本比传统香烟更高, 因此根据欧睿数据库, 预计中国雾化电子烟需求将持续走低。



图表13: 中国雾化电子烟历年市场规模(百万元)及增速

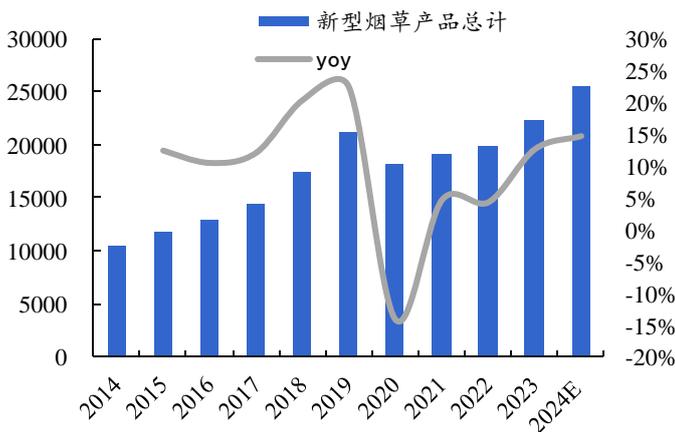


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所; 注: 部分数据做平滑处理

1.3.2 美国市场: 口含尼古丁表现亮眼, 雾化电子烟仍受非法产品冲击

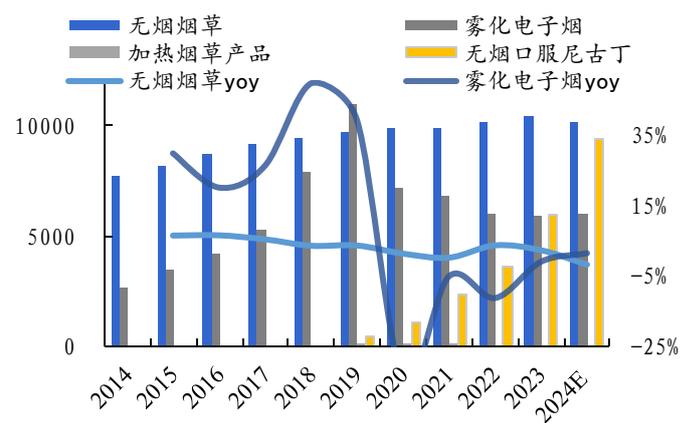
2023年美国新型烟草市场总规模达223.4亿美元,同比增长12.5%,其中无烟烟草及无烟口服尼古丁为主要驱动因素,市场规模分别同比增长2.1%/65.3%至104.2/59.6亿美元。雾化电子烟市场规模同比下降1.3%至59.6亿美元。口服尼古丁2023年表现突出,主因其效果持续时间更长和更多口味选择。

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

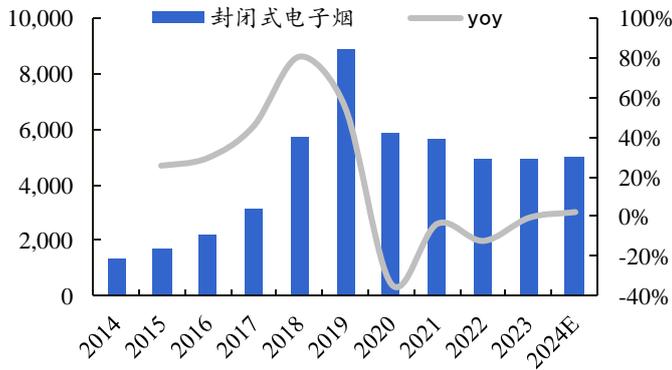


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

非法产品是美国雾化电子烟市场面临的重要挑战,根据欧睿统计,2023年非法产品预计占雾化电子烟总销售额约76%,同时,5月份美国FDA拒绝了6000种以上调味电子烟。具体来看,封闭式电子烟中,一次性电子烟/可充电式烟具/烟弹市场规模分别同比-20.3%/-9.0%/+5.4%至3.3/12.0/33.8亿美元,在封闭式电子烟中占比分别为6.8%/24.4%/68.8%,封闭式换弹品类仍为市场主流产品。开放式电子烟烟具/烟油市场规模为3.9/6.7亿美元,分别同比-4.9%/-3.7%。

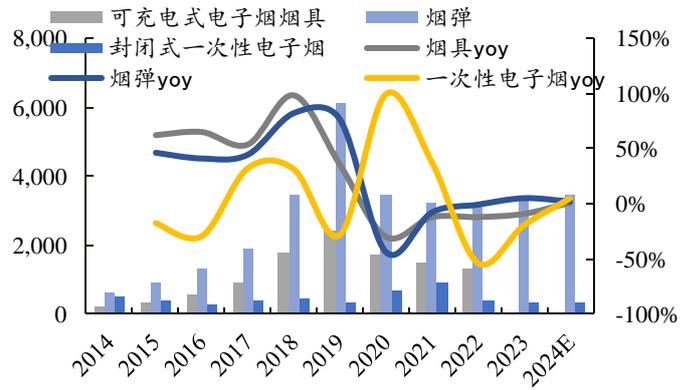


图表16: 美国封闭式电子烟历年市场总规模 (百万美元) 及增速



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



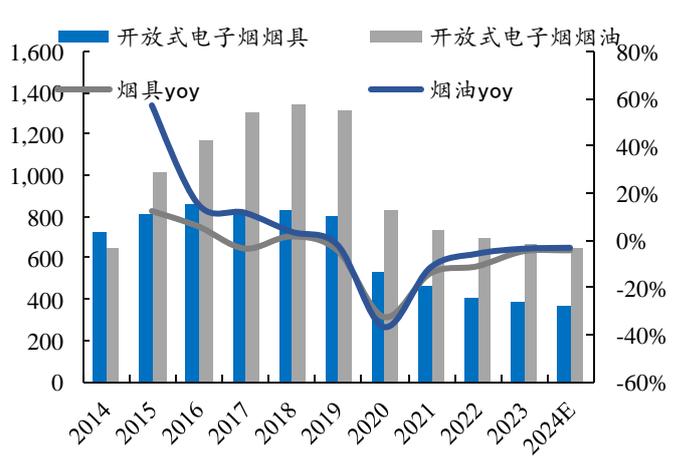
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

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

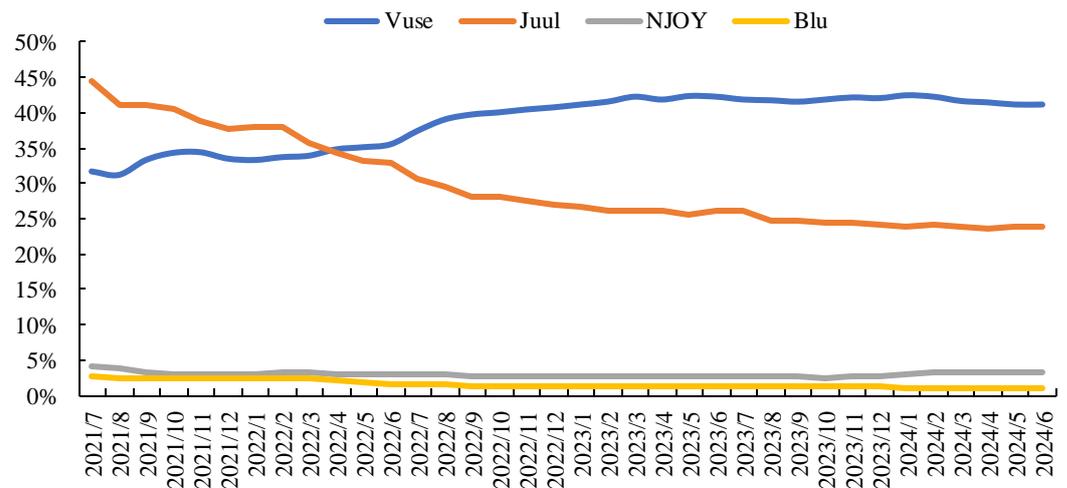


来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

分品牌来看, 美国雾化电子烟市场中, Juul 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, 2024年6月, 在便利店渠道, Vuse 市场份额达 41.1%, JUUL 下降至 24.0%, 其余品牌市场占有率仍较低, NJOY、Blu 份额分别为 3.4%/1.0%, 其中 NJOY 依托奥驰亚优质渠道, 其市场份额已显现提升态势。



图表20：美国便利店渠道雾化电子烟品牌市占率变化

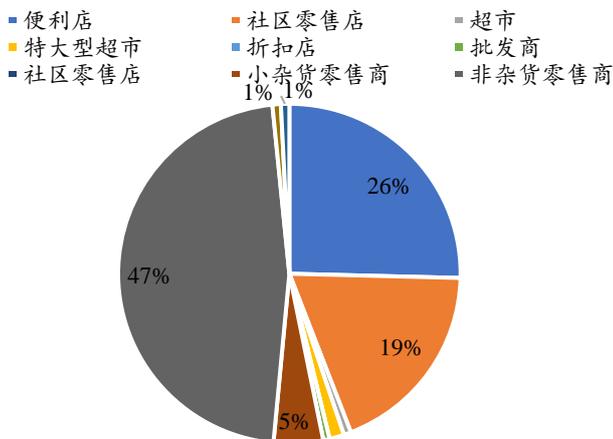


来源：尼尔森；两个至上；国金证券研究所

从销售渠道来看，美国雾化电子烟主要通过线下渠道销售，线下零售份额达 99.3%。其中现代杂货零售商/其他杂货零售商份额占比分别为 44.5%/54.8%。

从用户分布来看，美国雾化电子烟用户 2022 年达到 1608.2 万人，同比增长 10.5%，男性/女性分别占比 52.7%/47.3%。

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持续增长态势，2023 年英国新型烟草产品市场总规模达到 37.7 亿英镑，同比增长 36.6%，2020-2023 年 CAGR 达 30.6%。其中雾化电子烟是英国新型烟草市场主要产品，占比超 80%，2023 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，2023 年雾化电子烟/加热烟草产品市场规模分别同比增长 36.7%/30.0%至 33.0/3.8 亿英镑。

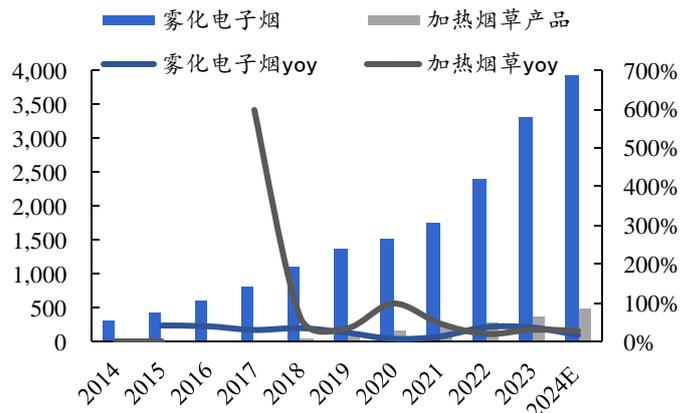


图表23: 英国新型烟草产品规模 (百万英镑) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

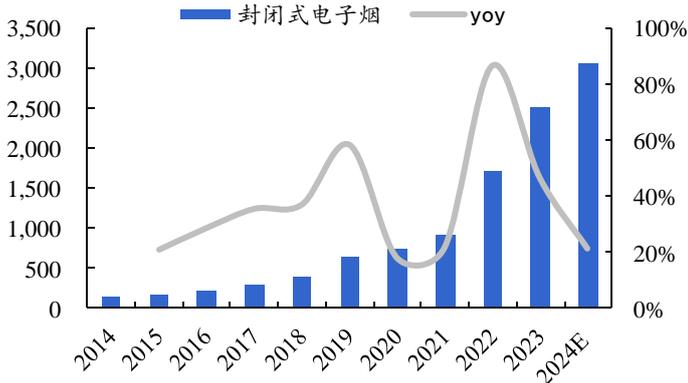
图表24: 英国新型烟草产品规模拆分 (百万英镑) 及增速



来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

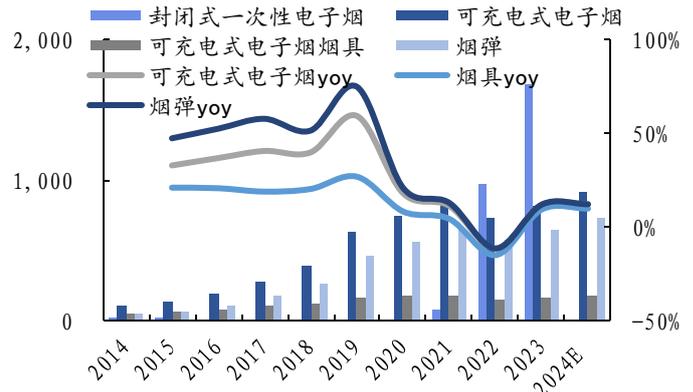
雾化电子烟中, 封闭式/开放式电子烟 2023 年英国市场规模分别同比+46.6%/+12.6%至 25.1/7.9 亿英镑, 2020-2023 年封闭式电子烟 CAGR 达 39.8%, 近年封闭式电子烟增长强劲, 主要来源于近两年一次性电子烟的快速放量, 一次性电子烟市场规模从 2020 年的 0.09 亿美元快速增长至 2023 年的 16.9 亿美元。同时封闭换弹式电子烟具和烟弹相较于 2022 年有所回升, 2023 年分别同比增加 9.7%/12.5%至 1.7/6.5 亿英镑。

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



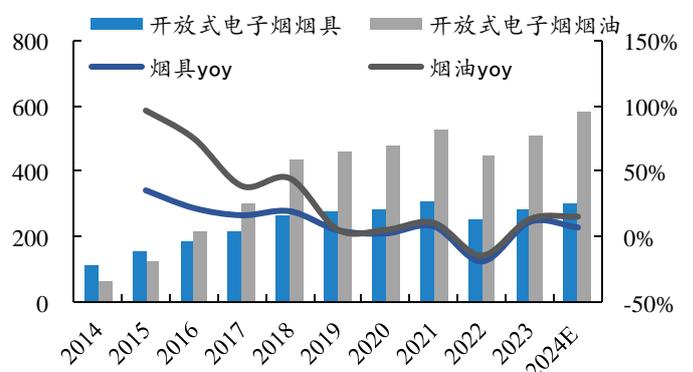
来源: 欧睿 Passport; 国金证券研究所

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

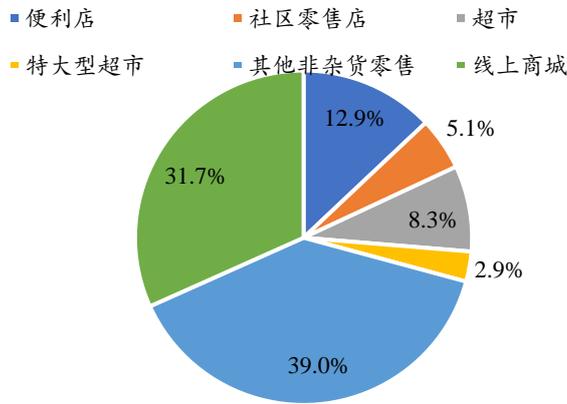
从用户分布来看, 英国雾化电子烟用户 2023 年达到 489.8 万人, 同比增长 13.0%, 男性/女性分别占 49.5%/50.5%。

从销售渠道来看, 英国雾化电子烟主要通过零售店和线上商城销售, 杂货零售店/专业零



售店/线上商城销售份额分别为 29.3%/39.0%/31.7%。

图表29：英国市场雾化电子烟销售渠道（%）



图表30：英国雾化电子烟用户（万人）及增速



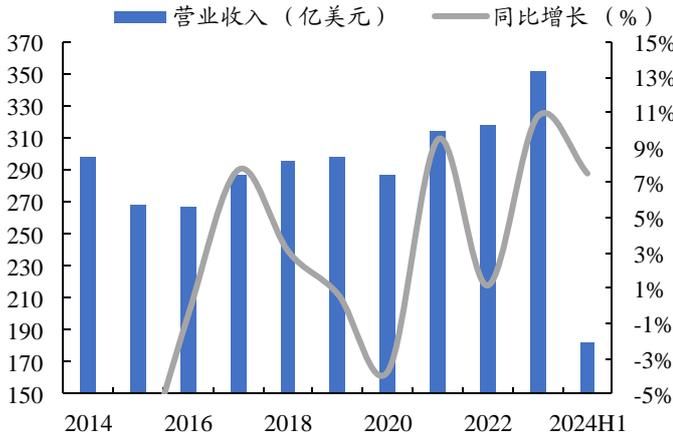
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

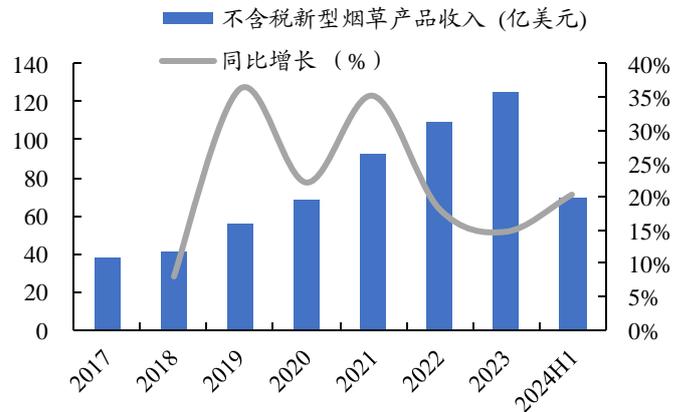
2.菲莫国际：新型烟草占比进一步提升，日本市场维持高增长

2024H1 菲莫国际总营收为 182.6 亿元，同比增长 7.5%，新型烟草业务增长贡献显著。新型烟草业务 2024H1 实现营收 69.9 亿元，同比增长 20.4%，收入占比环比 23H2 提升 1.4pct 至 38.3%，其中 2024Q2 公司新型烟草营收同比+15.9%至 35.9 亿美元。

图表31：菲莫国际历年营收（亿美元）及增速



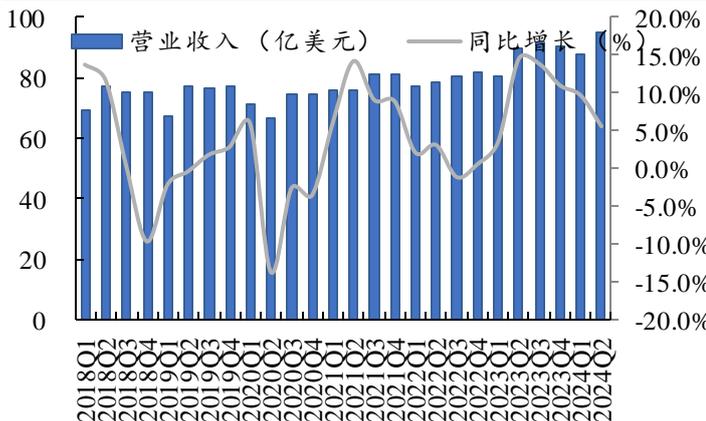
图表32：菲莫国际新型烟草产品历年营收（亿美元）及增速



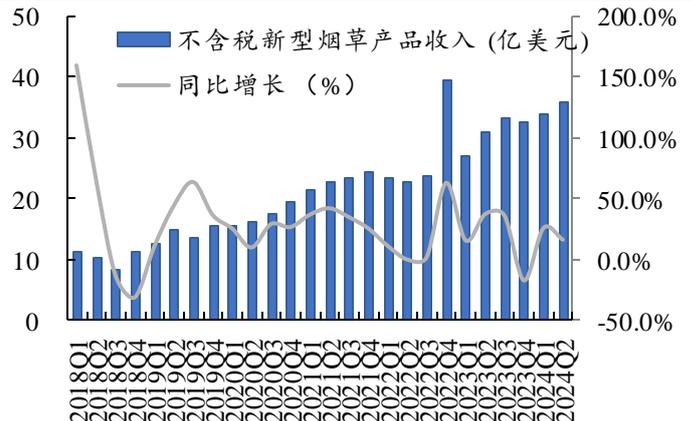
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

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



图表34：新型烟草产品各季度营收（亿美元）及增速

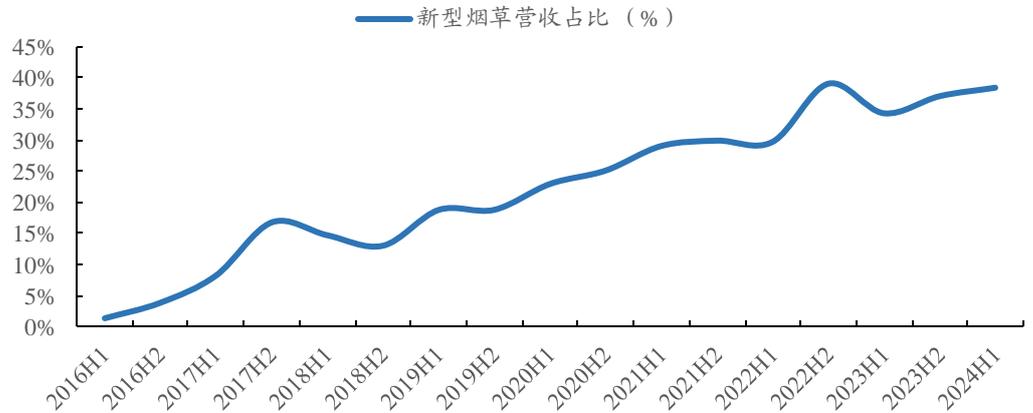




来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

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 表现强劲，用户数再创新高

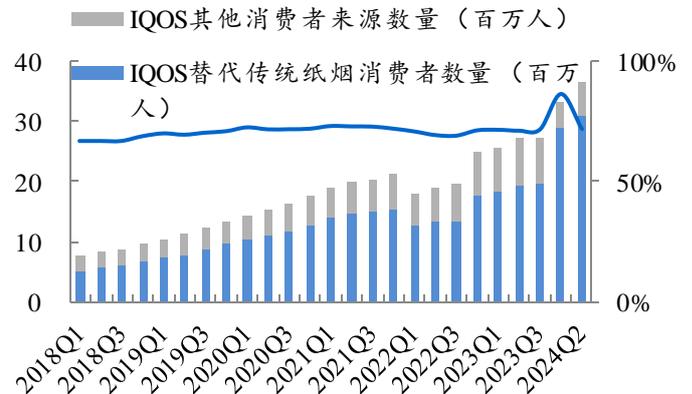
2024H1 菲莫国际新型烟草产品出货量达 686.8 亿支，同比增长 16.7%。菲莫国际加热烟草产品对传统卷烟消费者的转化率稳步提升，截至 2024 年 6 月底，IQOS 用户数已达 3650 万人，同比增加 41.5%，其中 IQOS 替代传统卷烟消费用户数为 3080 万人，替代率高达 72.0%。

图表36：菲莫国际加热烟草销售量（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



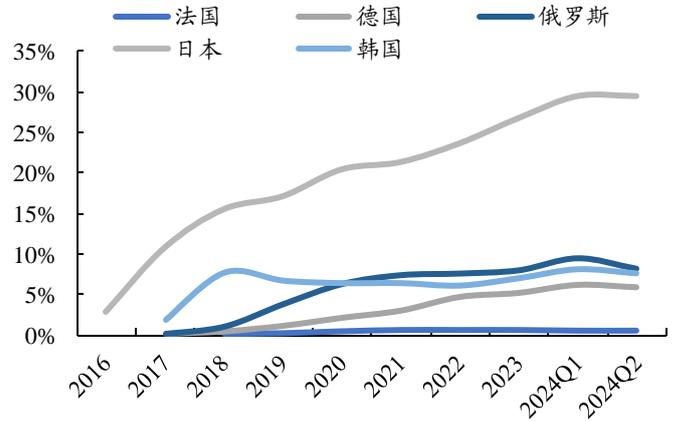
2.2 IQOS 覆盖市场数增至 90 个，重点国家市占率加速提升

2024H2 菲莫国际已在全球 90 个国家和地区建立 IQOS 销售渠道，较 2023 年末增加 6 个地区覆盖。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，截至 2024 年 6 月份额已达 5.1%，同比提升 0.5pct。其中菲莫国际此前的主力市场大体延续提升态势，24H1 日本/意大利/波兰/德国市占率分别较 2023 年末 +2.7pct/-0.6pct/+0.2pct/+0.7pct 至 29.4%/16.7%/9.1%/6.0%。

图表 40: IQOS 覆盖城市数量



图表 41: HTU 主要国家市占率



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

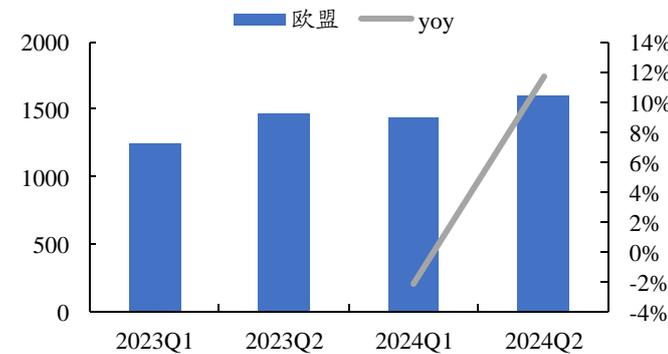
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.2.1 欧盟地区：主要城市份额均有提升，销售增长显著

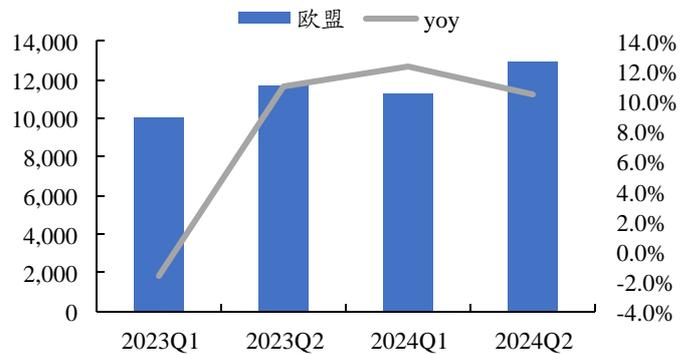
2024H1 菲莫国际在欧盟地区加热烟草业务营收 30.3 亿美元，同比增长 11.7%，占公司新型烟草比重为 43.4%，销量达到 242.8 亿支，同比增长 11.3%。

2024 年 Q2 菲莫国际在欧盟地区加热烟草营收 12.9 亿美元，同比增加 3.8%，占菲莫国际新型烟草营收比重为 41.7%。2024 年 Q2 销量达到 117.1 亿支，同比增长 11.0%。

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；注：24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

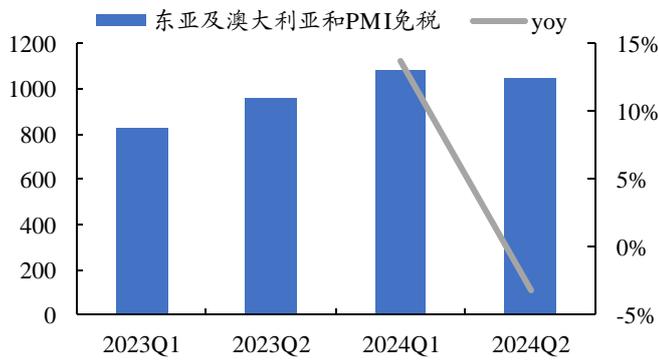
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

2.2.2 东亚及澳大利亚：ILUMA i 上市日本，HTU 整体维持高速增长

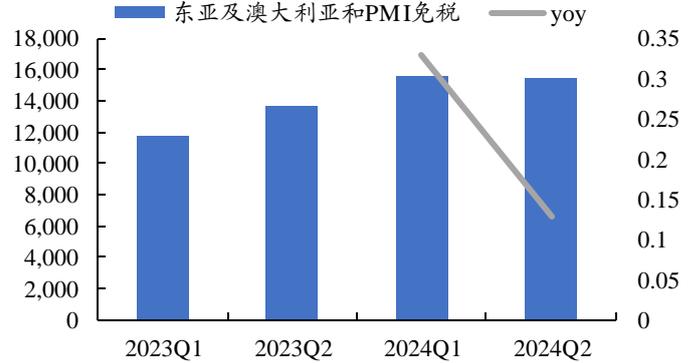
2024H1 菲莫国际加热烟草产品在东亚及澳大利亚营收 21.4 亿美元，同比增长 19.7%，销量达 254.6 亿支，同比增长 22.0%。整体来看，24H1 该地区维持高速增长主要由于日本地区出货量有较大幅度增长，日本 HTU 基本盘稳固以及新品上市使销量、营收同步提高，总市场的增长主要是由国际免税店和日本推动，部分被澳大利亚的营收下滑所抵消。



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



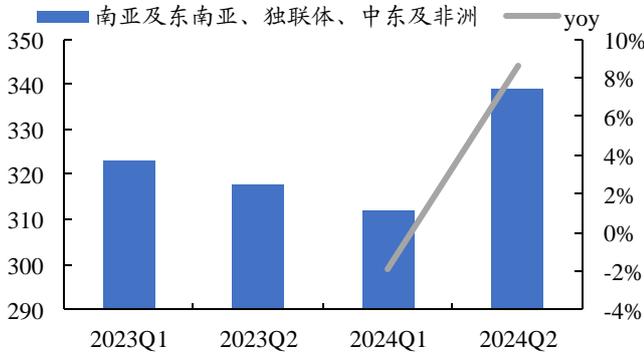
来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 24年一季度报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 24年一季度报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

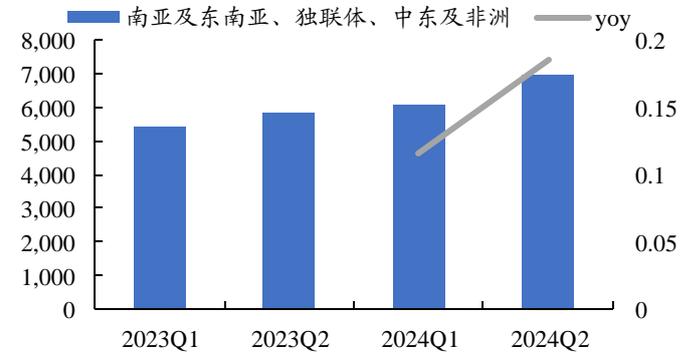
2.2.3 南亚、东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区: 24H1 销量高增速, 单价下滑, 整体营收平稳

2024H1 国际加热烟草产品在南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收为 6.5 亿美元, 同比增长 1.6%, 销量达 130.2 亿支, 同比上升 15.2%。其中 24Q2 实现营收 3.4 亿美元, 同比增长 8.7%, 销量达 69.4 亿支, 同比增长 18.5%。市场增长主要得益于土耳其、印度尼西亚和孟加拉国, 泰国和菲律宾的下降部分抵消了市场的增长。

图表46: 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收(百万美元)及增速



图表47: 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量(百万支)及增速



来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 24年一季度报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

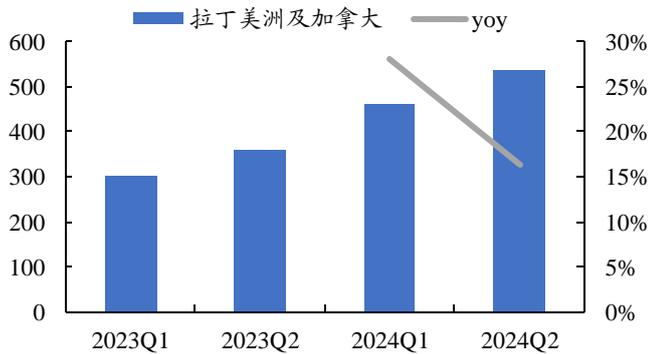
来源: 菲莫国际公告; 国金证券研究所; 注: 24年一季度报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

2.2.4 拉丁美洲及加拿大地区: ZYN 表现亮眼, 销量营收强势增长

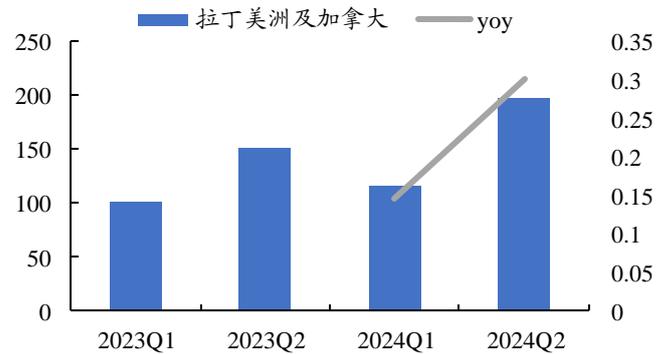
2024H1 菲莫国际拉丁美洲及加拿大加热烟草营收 10.0 亿元, 同比增长 50.5%, 销量 3.2 亿支, 同比增长 24.0%。其中 24Q2 加热烟草营收 5.4 亿元, 同比增长 16.2%, 销量 2.0 亿支, 同比增长 30.3%。其中, 2024H1 雪茄发货量下降了 18.3%, 主要是由于 2023 年 4 月价格上调前后的贸易库存变动导致, 口含产品发货量增长了 43.4%, 由美国 ZYN 尼古丁袋推动。



图表48：拉丁美洲及加拿大加热烟草各季度营收（百万美元）及增速



图表49：拉丁美洲及加拿大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；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

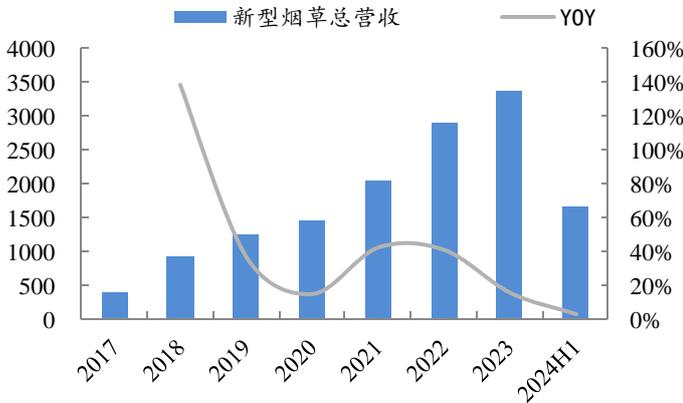
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

3.英美烟草：受美国去库+非法产品冲击影响，雾化烟增长有所放缓

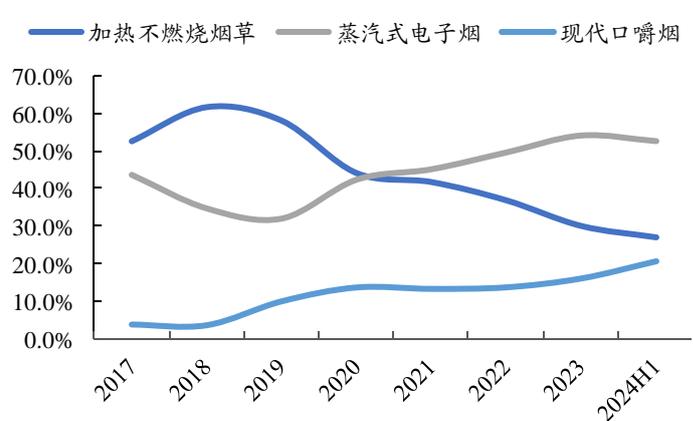
3.1 新型烟草业务营收有所下滑，雾化电子烟增长有所放缓

公司2024年上半年总收入123.4亿英镑，同比减少3.7%，新型烟草业务收入达16.5亿英镑，同比增加3.1%。从细分品类来看，雾化电子烟24H1收入8.7亿英镑，同比增长0.3%，占整体新型烟草业务收入比例达52.6%。此外，24H1加热不燃烧产品收入4.4亿英镑，同比下降19.8%。

图表50：英美烟草历年新型烟草营收（百万英镑）及增速



图表51：英美烟草历年新型烟草营收结构

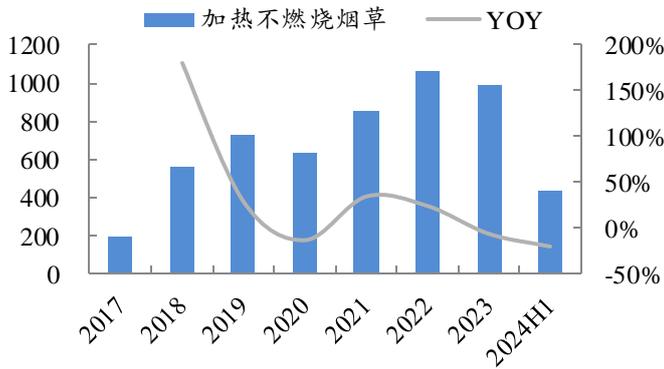


来源：英美烟草公告；国金证券研究所

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
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

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 2024H1 新型烟草总用户数量达 2640 万人, 较 2023 年末增加 250 万人, 从新型烟草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 2022、2023 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, 2024H1 研发支出达 1.7 亿元, 同比下降 13.4%。

图表54: 英美烟草历年新型烟草用户数量(万人)

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

来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

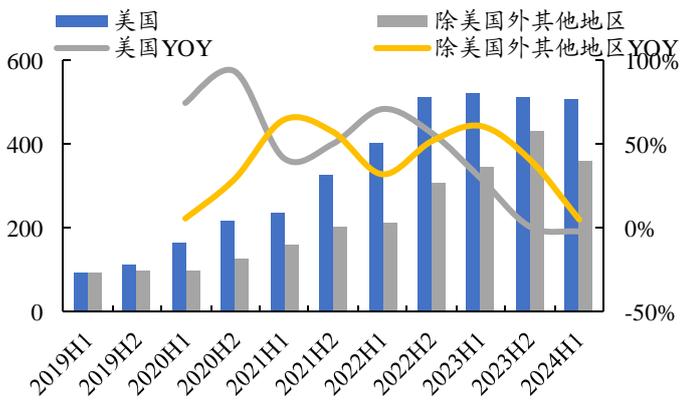
3.2 雾化电子烟: 受美国库存与非法产品影响, 24H1 销量有所下滑

英美烟草雾化电子烟方面, 2024H1 营收达到 8.7 亿英镑, 同比增长 0.3%, 2024H1 主要受到非法一次性烟电子烟产品及美国去库的影响, 整体销量达 2.9 亿, 同比下降 9.1%, 下滑明显, 但由于定价的提高抵消了销量下降的影响。

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, 由于受到去库影响, 2024H1 美国市场雾化电子烟销量为 1.4 亿, 同比降低 8.4%。营收方面, 2024H1 英美烟草美国市场收入达 5.1 亿英镑, 同比下滑 2.5%, 占总体雾化电子烟营收比例达 58.3%。此外, 雾化电子烟在除美国外其他市场表现平稳, 2024H1 实现收入 3.6 亿英镑, 同比增长 6.6%, 销量略有下降, 达 1.5 亿, 同比下滑 9.8%。

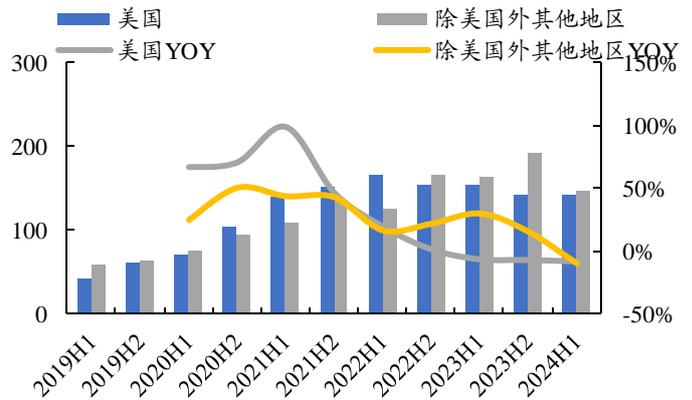


图表56: 英美烟草雾化电子烟半年度营收(百万英镑)及增速



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

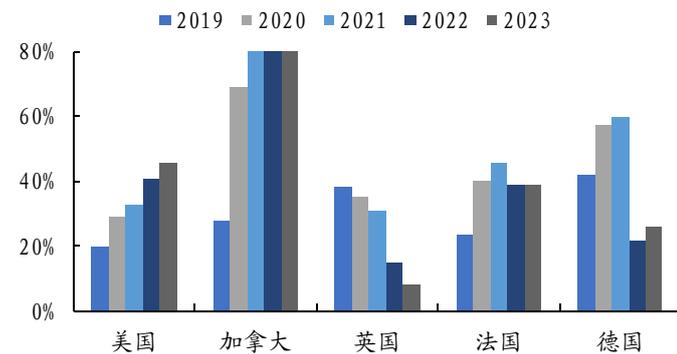
图表57: 英美烟草雾化电子烟半年度销量(百万个)及增速



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

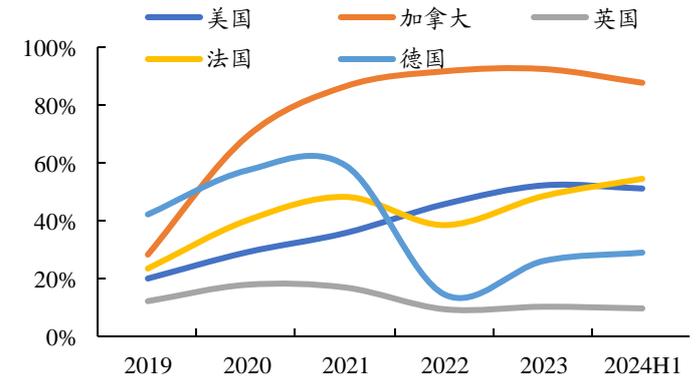
VUSE 营收及市场份额相对稳定: VUSE 产品的营收近年来趋于稳定, 2024H1 营收达 8.0 亿英镑, 同比增长 3.0%, 在雾化电子烟总营收中占比达 86.0%。市占率方面, 截至 2023 年 6 月, VUSE 在主要雾化电子烟市场的总体份额相比于 2023 年末下滑 0.5pct 至 40.9%, 分不同国家市场来看, VUSE 在美国/加拿大/英国/法国/德国市占率相比于 2023 年末分别-1.1/-4.8/-0.6/+6.0/+2.9pct 至 51.2%/87.8%/9.4%/54.5%/28.8%, VUSE 在法国市场表现突出。2024 年 5 月, 公司推出 Vuse Go 2.0, 采用升级的加热技术, 在 11 个国家投放。

图表58: 英美烟草雾化电子烟市场份额



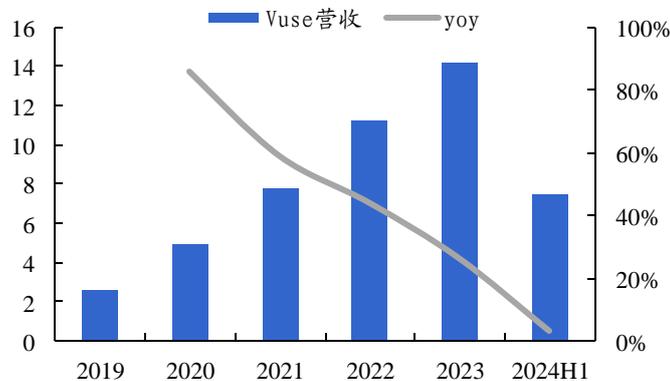
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表59: Vuse 主要市场销售份额



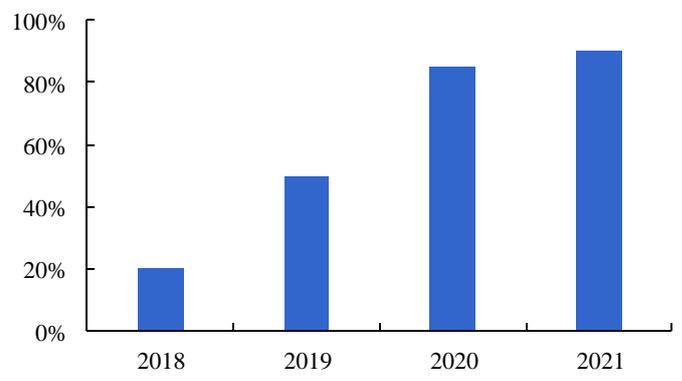
来源: 英美烟草公告; 国金证券研究所

图表60: 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61: Aito 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: 俄罗斯及白俄罗斯业务剥离, 价格重新定位导致收入下滑

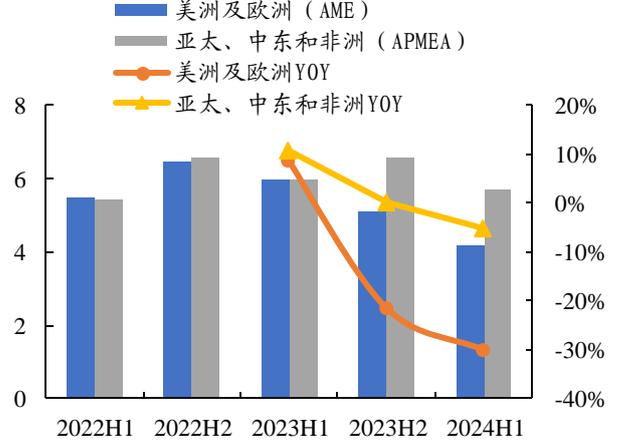
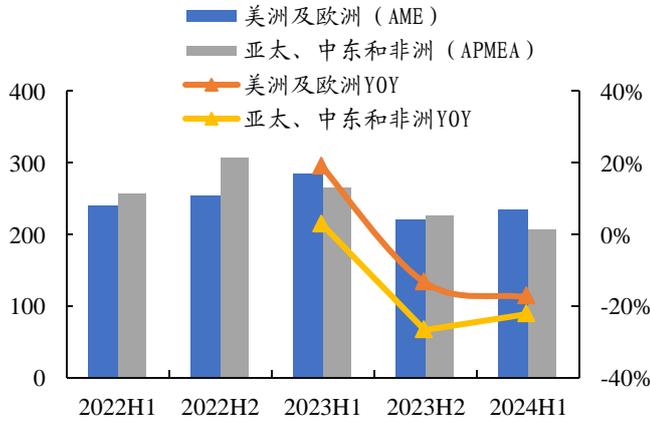
英美烟草 2024H1 加热不燃烧业务营收同比下降 19.8%至 4.4 亿英镑, 加热不燃烧产品销



量达 99.0 亿支，同比下降 17.5%，主要受俄罗斯和白俄罗斯的业务出售以及产品在日本和意大利重新定价的影响，分地区来看，24 年上半年美洲及欧洲地区 HNB 营收同比下降 17.5% 至 2.4 亿英镑，销量同比下滑 30.0ct 至 42.0 亿支，亚太、中东和非洲地区 HNB 营收同比下降 22.3% 至 2.1 亿英镑，销量同比下滑 5.0% 至 57.0 亿支。

图表 62: 英美烟草 HNB 半年度营收及增速 (百万英镑)

图表 63: 英美烟草 HNB 半年度销量及增速 (百万支)

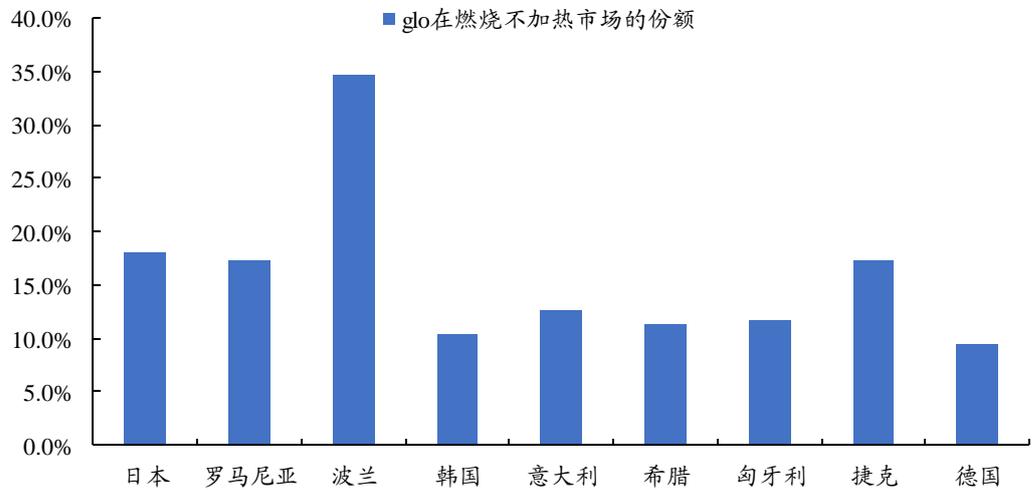


来源: 英美烟草公告, 国金证券研究所; 注: 23 年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

来源: 英美烟草公告, 国金证券研究所; 注: 23 年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

市占率方面, 2024H1 英美烟草加热不燃烧产品在各主要国家加热不燃烧市场销售份额降低 2.0pct 至 16.8%, 截至到 2024 年 6 月, glo 在主要国家日本/罗马尼亚/波兰/韩国/意大利/希腊/匈牙利/捷克/德国的加热不燃烧市场份额分别为 18.00%/17.30%/34.60%/10.40%/12.60%/11.40%/11.70%/17.40%/9.50%。

图表 64: 2024H1 英美烟草产品 glo 在主要国家 HNB 市场份额



来源: 英美烟草公告, 国金证券研究所; 注: 24 年中报地区披露口径有所调整, 历史数据无法还原

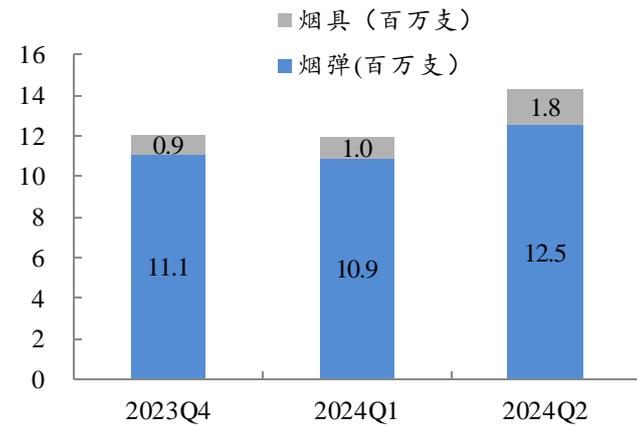
4. 奥驰亚: NJOY 表现优异, 销量、份额齐增

2024 年上半年, 奥驰亚总收入为 117.85 亿美元, 同比下降 3.6%, 其中口含烟草业务收入为 13.62 亿美元, 同比增长 4.1%。

2024 年 Q2, NJOY 品牌的电子烟产品销售量实现了显著增长, 同比提升 12.6%, 总销量达到了 1250 万件, NJOY 烟弹在美国零售市场中的份额提升至 5.5%。此外, 该季度 NJOY 的设备出货量也表现出强劲的增长势头, 环比增长了 80.0%, 出货量达到了 180 万台。2024 年 6 月, NJOY 获得了美国食品药品监督管理局 (FDA) 对其四种薄荷味电子烟产品的营销授权。这四种产品包括 NJOY ACE Pod 的 2.4% 和 5% 薄荷醇含量版本, 以及 NJOY DAILY 的 4.5% 和 6% 薄荷醇含量版本。NJOY 因此成为首家也是目前唯一一家获得 FDA 授权销售薄荷醇电子烟产品的公司, 截至 2024Q1, NJOY 累计已有 8.2 万家经销店铺。

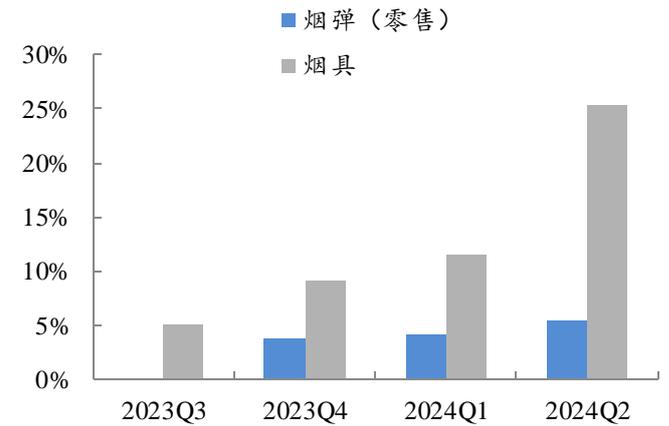


图表65: NJOY 烟弹及烟具出货量 (百万支)



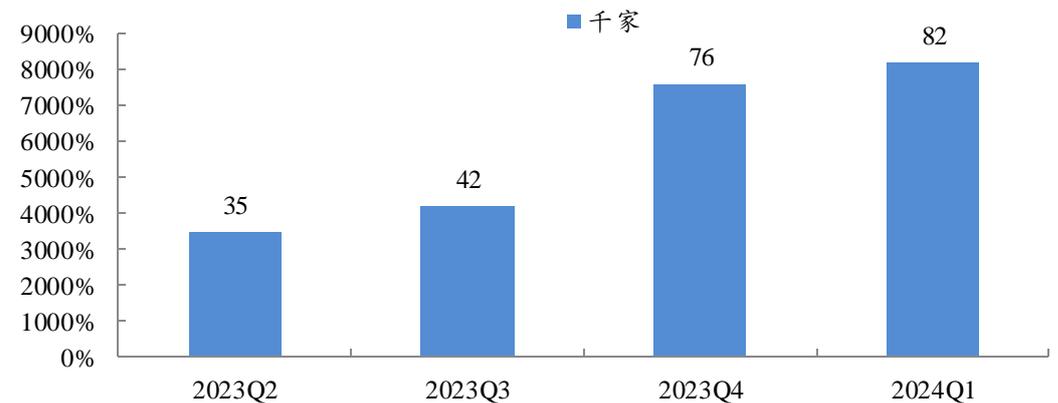
来源: 奥驰亚公告, 国金证券研究所

图表66: NJOY 美国市场份额 (%)



来源: 奥驰亚公告, 国金证券研究所

图表67: NJOY 累计经销店铺 (千家)

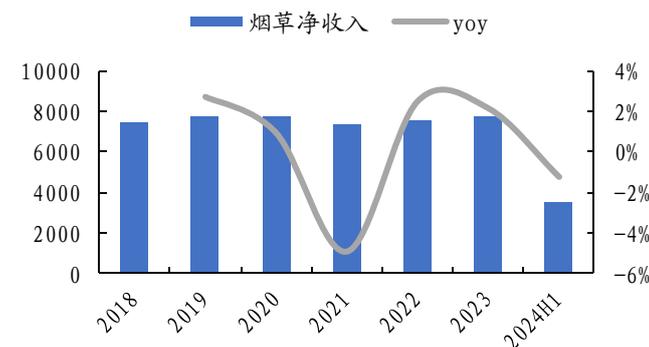


来源: 奥驰亚公告, 国金证券研究所

5. 帝国烟草: 依托新品在西欧地区推广, 新型烟草延续增长

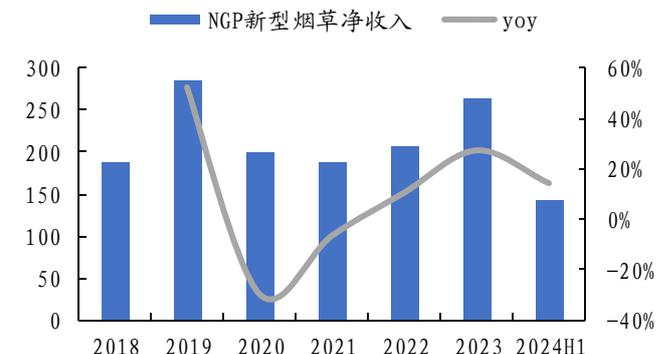
2024H1 帝国烟草实现烟草及新型烟草收入 34.9 亿英镑, 同比下降 1.2%, 主要受到更严格的边境管制和红海供应链中断导致的运输时间问题以及澳大利亚市场规模下降的影响, 2024H1 新型烟草业务实现收入 1.4 亿英镑, 同比增长 14.4%。

图表68: 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69: 帝国烟草新型烟草历年净收入及增速 (百万英镑)



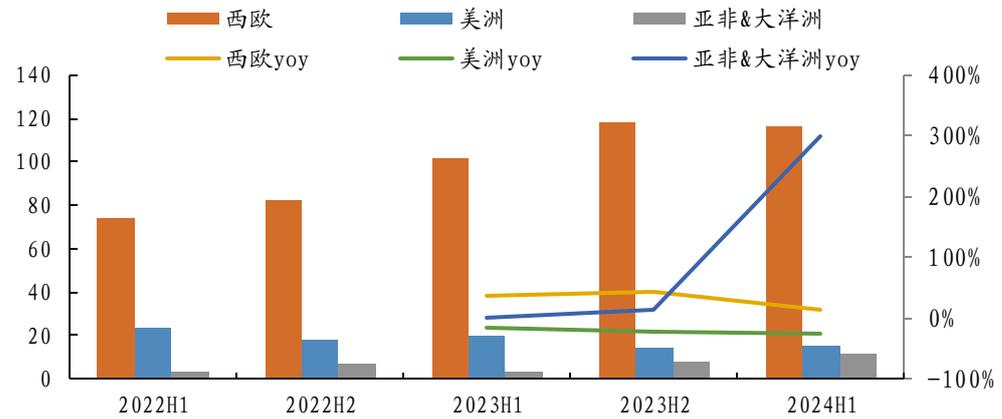
来源: 帝国烟草公告, 国金证券研究所



分销售地区来看，西欧地区帝国烟草 2024H1 年新型烟草实现总营收 1.2 亿英镑，按固定汇率同比增长 13.7%，西欧地区已成为帝国烟草新型烟草业务收入增长的重要驱动，公司在波兰和捷克推出的 blu bar vaping 和 blu 2.0 产品均有亮眼表现。美洲地区，2024H1 新型烟草实现总营收 0.2 亿元，按照固定汇率同比降低 25.0%，主要是由于美国新的 MDO 所带来的不确定性。非洲、亚洲、大洋洲及中欧地区，2024H1 新型烟草实现总营收 0.1 亿英镑，同比 23H1 增长 300%，主要原因是在非洲市场 jewel 和一些国际品牌表现良好。

帝国烟草未来策略：在现有市场扩大销售规模；持续产品创新；提高产品利润率。

图表 70：帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况（百万英镑）

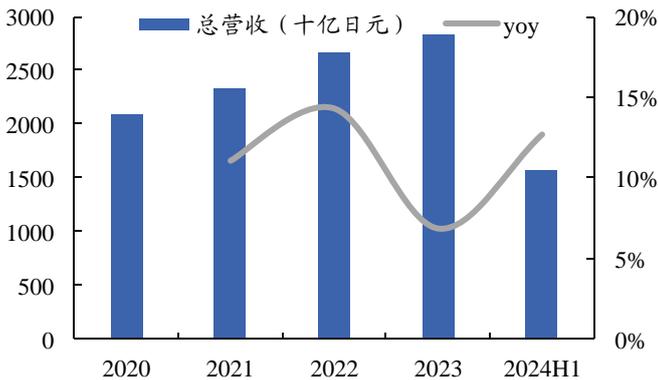


来源：帝国烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

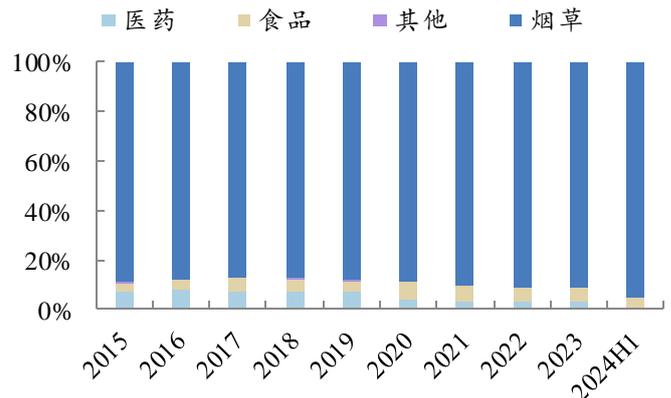
6. 日本烟草：24H1 新型烟草高速增长，Ploom 品牌海外表现亮眼

2024H1 日本烟草实现营收 15699 亿日元，同比增长 12.7%，增速保持稳健。其中 24Q2 日本烟草实现营收 8296 亿日元，同比增长 6.2%。业务拆分来看，烟草业务是主要营收来源，2024H1 贡献营收 1451 亿元，同比增长 14.2%，占比达 92.5%。其中 24Q2 烟草业务营收为 770 亿元，同比增长 15.6%。

图表 71：日本烟草总营收及增速（十亿日元）



图表 72：日本烟草主营业务占比



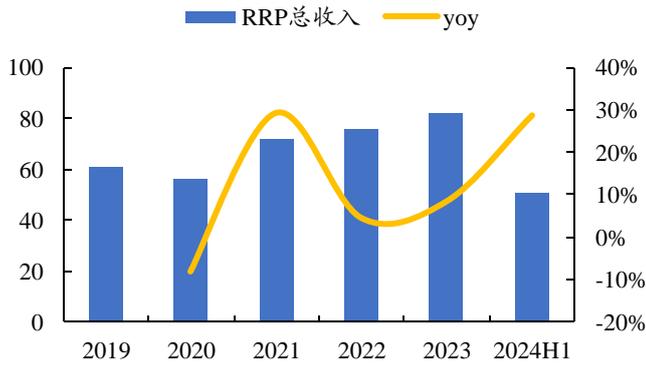
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

来源：日本烟草公告，国金证券研究所

新型烟草方面，2024H1 日本烟草营收为 508 亿日元，同比增长 28.6%，总销量为 52 亿支，同比增长 26.8%。其中日本市场新型烟草产品 2024H1 销量达 42 亿支，同比增长 19.2%，依托于 Ploom 产品在新兴市场的拓展，24H1 海外销量达 10 亿支，同比增长 100%。24Q2 新型烟草营收为 269 亿日元，同比增长 40.1%，销量方面，24Q2 新型烟草总销量为 27 亿支，同比增长 25.7%。

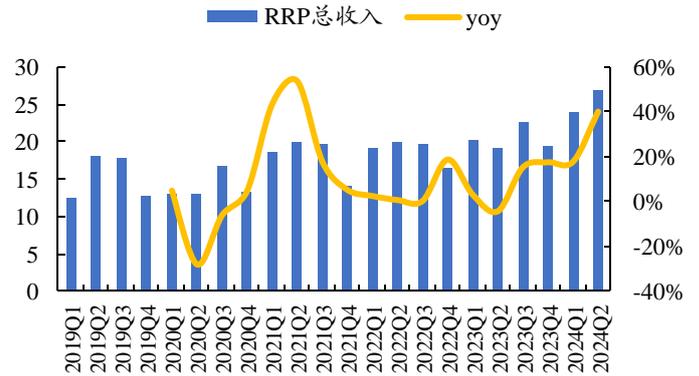


图表73: 新型烟草国内外收入及增速 (十亿日元)



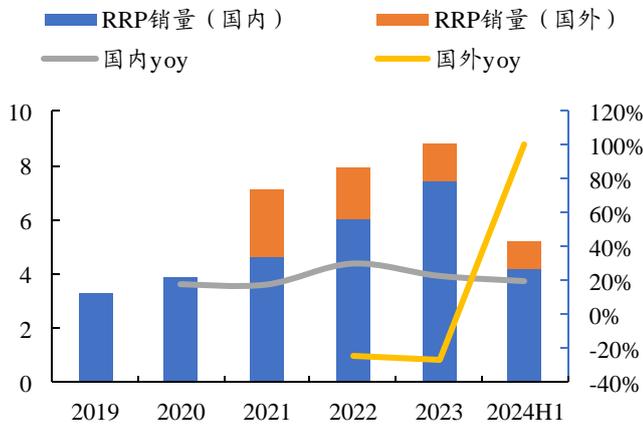
来源: 日本烟草公告, 国金证券研究所

图表74: 新型烟草国内外单季度收入及增速 (十亿日元)



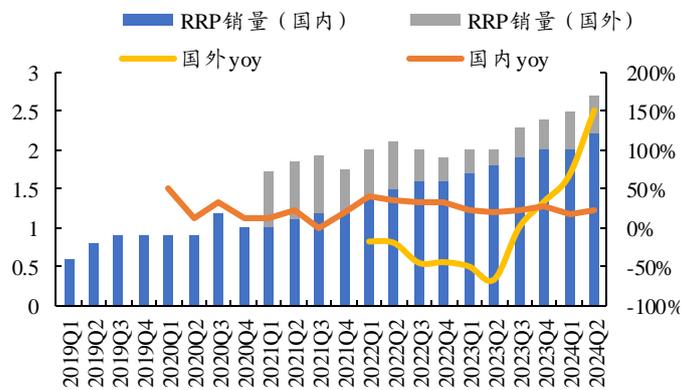
来源: 日本烟草公告, 国金证券研究所

图表75: 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

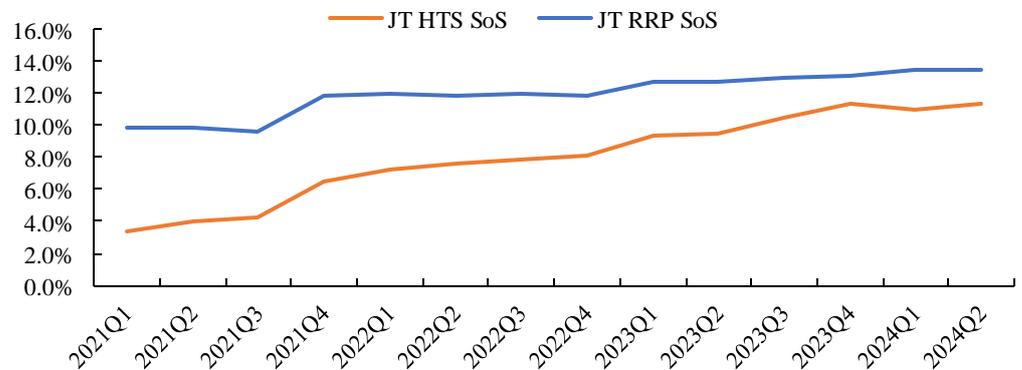
图表76: 新型烟草国内外单季度销量及增速 (十亿支)



来源: 日本烟草公告, 国金证券研究所

市占率方面, 截至 24 年 Q2 日本烟草在日本市场新型烟草的市场份额达到 13.5%, 比上年度增加了 0.4pct。加热不燃烧产品方面, 日本烟草在日本加热不燃烧产品市场占有率较为稳定, 截至 24Q2 市占率达 11.4%。

图表77: 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



7.投资建议

从海外各烟草巨头 24H1 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，在海外整体监管越发科学有效的情况下，非法产品冲击有望减弱，合规市场有望迎来显著扩容，公司将显著受益合规市场扩容。

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，后续有望受益于 IQOS 在全球的进一步扩张。

风险提示

- 1) 国内外对非法产品监管力度与效果低预期：若对非法产品监管力度与效果低于预期，将会限制合规品牌商和代工商后续的成长性；
- 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



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。

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：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究