

思摩尔国际（6969.HK）

全球合规雾化龙头，HNB打开成长空间

公司研究 · 深度报告

轻工制造 · 娱乐用品

投资评级：优于大市（首次覆盖）

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

联系人：李晶

lijing29@guosen.com.cn

投资摘要：全球合规雾化龙头，HNB打开成长空间

□ 全球新型烟草市场：具备减害属性的卷烟替代品，市场空间广阔

新型烟草市场：以合规市场统计，2023年全球新型烟草规模约769亿美元，其中HNB与电子烟为两大核心品类，占比45%/28%。2024H1全球无烟烟草用户数1.0亿人，在烟民中的渗透率仅8.1%，烟民转化率仍有较大提升空间，基于减害性特征对传统烟草形成替代，新型烟草是渗透率快速提升且成长空间广阔的市场。

① **美国：全球最大的新型烟草市场。**2023年美国新型烟草规模248亿美元，其中无烟烟草、电子烟与尼古丁袋占比为47%/27%/27%。美国电子烟受非合规市场扰动，非合规占比超八成，随着监管力度趋严有望扭转“劣币驱逐良币”态势；2024年烟草巨头达成HNB专利和解，美国HNB市场即将重启且具备较大增长潜力。

② **欧洲：一个真正的多品类地区。**2023年欧洲新型烟草规模310亿美元，其中无烟烟草、电子烟、尼古丁袋与HNB占比为7%/31%/5%/57%。欧洲电子烟以口味丰富且高性价比的一次性为主，自2019年以来迎爆发式增长；HNB市场培育也较为成熟，尤其是东欧接受度更高。2023年欧洲成年烟民5000万人，新型烟草用户数2200万人，渗透率约44%，受益于消费者对新品类的偏好较高与政府对新型烟草相对宽松的监管政策，欧洲新型烟草品类增长强劲。

③ **日韩：HNB的主流市场。**2023年日本与韩国的新型烟草市场规模分别为117/26亿美元，其中HNB的占比分别为99%/95%，近年日本HNB市场增速有所放缓，韩国仍然维持10-20%的增长。日韩通过“加强雾化管制+宽松HNB监管”的组合政策，使得减害需求集中导向HNB市场。

□ 国际烟草巨头：加速新型烟草转型，PMI与BAT明确“无烟未来”

① **菲莫国际PMI与英美烟草BAT：转型坚定，率先卡位。**PMI与BAT对新型烟草业务的战略定位较高，率先卡位并利用专利壁垒抢占市场，形成明显的先发优势。2024年PMI与BAT新型烟草业务占比为39%/13%，在全球新兴烟草的市占率约17%/6%，PMI的IQOS在全球销量占比超75%，BAT的Vuse在全球电子烟市占率约25%。

② **日本烟草JTI与帝国烟草IT：转型掉队，加紧追赶。**JTI与IT虽然也在2010年左右对新型烟草进行布局，但由于前期转型不够坚定且资源投入较少，产品并未打开市场，2024年JTI与IT的新型烟草业务收入占比分别仅为3%/4%。

□ 思摩尔国际：全球合规雾化龙头，从雾化电子烟向新型烟草扩张

① **公司是全球雾化科技方案引领者。**以FEELM雾化平台为底层支撑，深度绑定VUSE、NJ0Y、Logic与悦刻等国际大客户，2023年在全球电子雾化设备的市场份额约13.7%。公司收入与利润规模于2021年达到峰值，分别为138亿/53亿，2021-2024H1收入下滑主因海内外监管政策扰动，当前公司收入规模已基本见底，受益于全球新兴烟草渗透率提升与大客户新业务开拓有望重回增长；2021-2024H1净利率从38.4%下降至13.5%，主要系规模效应减弱、产品结构变化与新业务的研发投入，随着高盈利的产品占比提升，利润率同样有望1迎来回升。

② **高市值目标彰显中长期成长信心。**公司拟向董事长售出6100万购股权，目标2025-2030年市值触达3000/4000/5000亿港元，购股权分别归属30%/60%/100%。

③ **增长逻辑：**增长驱动之一为行业Beta红利，短期有政策明朗与监管趋严带来的换弹式行业反转，中长期看全球新兴烟草市场至少有双倍增长空间；增长驱动之二主要为客户代工的HNB产品商业化落地，若2025年产品能进一步得到市场验证，预计将在2026年迎来收入利润放量。

□ **盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年归母净利润13.04/15.78/20.40亿，同比-20.7%/+21.0%/+29.2%，摊薄EPS=0.21/0.26/0.33元，对应PE=53/44/34x。综合考虑绝对估值与相对估值，合理价值区间为11.55-16.50元，对应市值714-1020亿元，对应2025年PE为45-65倍。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

□ **风险提示：**行业政策与监管风险；新业务拓展不及预期；技术被追赶风险；汇率波动风险

01

全球新型烟草市场： 具备减害属性的卷烟替代品，市场空间广阔

新型烟草：具备减害属性的卷烟替代品，市场空间广阔



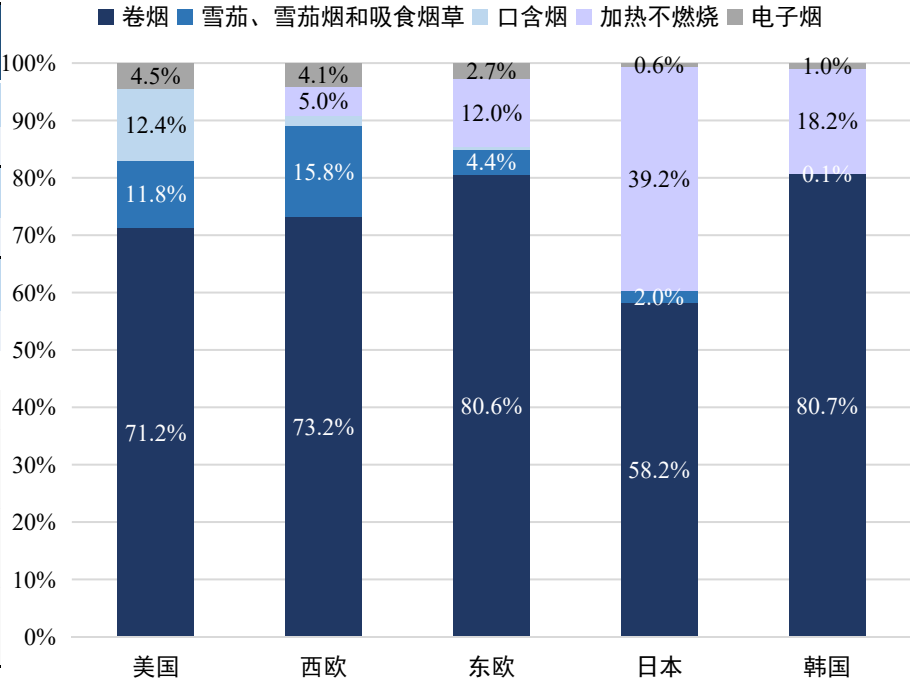
- 区别于传统燃吸式的烟草制品，新型烟草无需燃烧、基本无焦油等有害成分即可实现尼古丁的摄入。根据Euromonitor，2023年全球烟草市场仍以传统卷烟为主，占比超8成；新型烟草规模769亿美元，占比约8%。基于减害特征对传统烟草形成替代的逻辑，新型烟草是渗透率快速提升且成长空间广阔的市场。
- HNB与电子烟是新型烟草的两大核心品类，全球市场规模占比分别为45%/28%
 - ① 加热不燃烧(Heat-Not-Burn)：全球规模345亿美元，2018-2023年CAGR+23.3%。HNB起步更晚且品类较少，但发展势头强劲，以合规市场来看，目前规模已反超电子烟，在日韩、东欧与西欧等地区渗透率较高，其他地区则为渗透率不足1%的潜在待开发市场。
 - ② 雾化电子烟(E-Vapour)：全球规模212亿美元，2018-2023年CAGR+6.6%。电子烟技术创新频繁，种类与口味较为丰富，2023年换弹式、一次性与开放式占比分别为38%/25%/36%，市场主要集中在欧美地区。

全球烟草市场规模概览：新型烟草占比不超10%

单位：亿美元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018-2023 CAGR
卷烟	7045	6842	6955	7157	7104	7245	7771	7599	7634	1.3%
占比	91%	90%	89%	88%	86%	85%	84%	83%	82%	
雪茄、雪茄烟和吸食烟草	491	502	543	616	672	778	889	866	871	7.2%
占比	6%	7%	7%	8%	8%	9%	10%	9%	9%	
新型烟草	196	224	292	402	497	533	642	687	769	13.8%
占比	3%	3%	4%	5%	6%	6%	7%	8%	8%	
其中：										
无烟烟草（嚼烟、鼻烟）	113	118	123	127	128	130	133	135	138	1.8%
电子烟	82	92	112	154	201	174	200	198	212	6.6%
换弹式	18	25	36	66	116	93	104	90	81	4.4%
一次性	5	4	5	6	5	9	17	35	54	57.7%
开放式	58	63	71	83	80	72	79	73	77	-1.6%
加热不燃烧	2	14	57	121	162	212	278	307	345	23.3%
无烟口服尼古丁				1	6	16	32	47	74	159.7%

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理；备注：欧睿数据仅统计全球合规市场，后同

全球分区域烟草结构（销额口径）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

新型烟草：全球新型烟草用户数达1亿，转化率有望持续提升



- 全球新型烟草用户数持续增长，在烟民中的渗透率达8.1%。根据WTO数据，2022年全球15岁及以上烟民数量约12.5亿人，烟民渗透率约15.6%。根据BAT公告，2024H1全球主要42个国家的无烟烟草用户数达1.01亿人，其中电子烟7400万、加热不燃烧2800万与新型口含烟1600万，新型烟草用户在吸烟消费者中的渗透率仅8.1%，烟民的转化率仍有较大提升空间。
- 格局角度：卷烟与HNB集中度高，电子烟竞争激烈

①

卷烟与HNB：集中度较高且以国际烟草巨头为主。卷烟受烟草管制而存在较高门槛资质壁垒，HNB由于其烟弹主要采用的是含有烟叶经加工而成的薄片，仍被大多数国家视为传统烟草制品而受管制，且HNB薄片与精确控制加热存在一定技术壁垒；

②

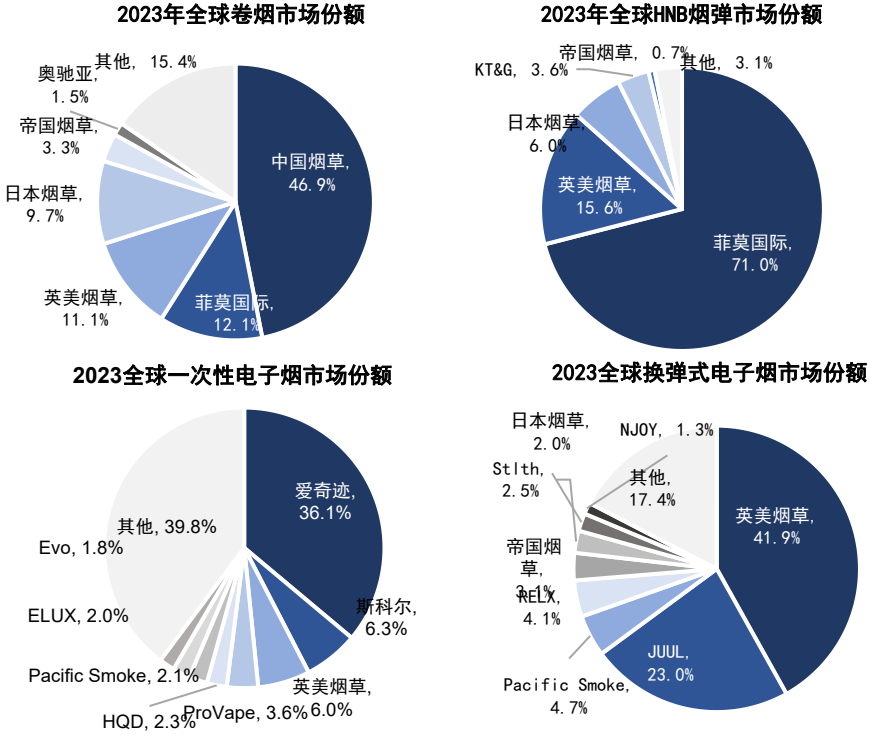
雾化电子烟：竞争激烈且集中度分散，尤其是一次性产品由于技术门槛低、制作成本低与迭代较快而涌入大量玩家。

2024H1全球新兴烟草用户数接近1.01亿人

	2000	2005	2010	2015	2018	2019	2020	2021	2022	2024H1	2018年以来CAGR
全球总人口（亿）	61.6	65.8	70.0	74.4	77.0	77.8	78.6	79.2	79.9	-	0.9%
全球15岁及以上烟民数量（亿）	13.6	13.5	13.2	13.0	-	-	12.6	-	12.5	-	-0.5%
全球烟民渗透率	22.1%	20.5%	18.9%	17.4%	-	-	16.1%	-	15.6%	-	
全球主要国家无烟烟草用户数（百万）			0	33	44	68	79	-	-	101	
Vapour				26	33	40	43	54	62	74	17.1%
THP				0	11	13	17	21	26	28	24.0%
Modern Oral				0	0	2	7	10	11	16	76.5%
菲莫国际用户数（百万）											
THP(IQOS)用户数					9.6	13.5	17.6	21.7	24.9	30.8	26.9%
THP(IQOS)完全转化用户数					6.6	9.6	12.7	15.4	17.8	22.1	28.1%
英美烟草用户数（百万）											
新型烟草用户数					8.0	10.5	13.5	18.3	20.7	26.4	26.8%
Vapour用户数								8.4	10.0	11.5	19.0%
THP用户数								6.7	8.8	8.0	31.3%
Modern Oral用户数								2.1	2.7	3.3	28.6%

资料来源：世界银行、菲莫国际公告、英美烟草公告、Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注：2018年以来CAGR测算时间段：全球15岁及以上烟民数量2015-2020，全球主要国家无烟烟草用户数2018-2022年；菲莫国际用户数2018-2022；英美烟草新型烟草用户数2018-2022，英美烟草细分品类用户数2021-2022。

卷烟与HNB集中度高，电子烟相对分散



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

新型烟草：政策是决定新型烟草行业趋势的核心要素



- 烟草业的特殊性在于既与人类健康高度相关（危害性+成瘾性），又是国家税利大头，是一个典型的强政策监管行业。烟草税收政策是调控烟草市场的重要工具，同时政府还通过控制生产、流通与消费等环节来减少烟草制品供给与吸烟人数。
- 政策是新型烟草行业最大的不确定性，也是决定行业发展趋势的核心要素。WHO仍然一直致力于无烟目标，其认为即使是新型烟草也需纳入监管，因为具有致瘾性、吸引未成年人且长期风险尚未可知；而全球各国政府对新型烟草的管制态度分化，背后反映的是各国监管方对新型烟草减害性与危害的复杂权衡评估结果差异。
 - HNB与雾化电子烟：① HNB的烟草属性明确，2018年WHO《公约》缔约方第8次会议将HTPs认定为烟草制品并适用于其各项政策和管制措施；②各国对电子烟的监管尚未达成共识，按监管程度由轻至重视作普通消费品、烟草制品、药品、毒品或有害物质。
 - 从政策趋势看：全球对新型烟草的监管力度在加强，手段集中在加重税收、纳入烟草制品管制、制定产品标准与限制广告和渠道。

各国对电子烟的政策方向与产品定位有差异

全球主要国家的卷烟与新型烟草税率

产品定位	对电子烟的认知	监管措施	代表国家及地区
处方药品	认可减害作用但不建议大范围使用； 审慎对待其对青少年的引诱性。	仅获得处方人员可购买；产品需要得到处方药品认证。	澳大利亚、日本等
新型烟草产品	电子烟市场规模较小，无法与传统烟草等同对待； 不认可减害作用也尚未明确产品成瘾性和危害； 易引诱未成年人；	类烟草管制或全面禁止生产流通销售； 重税及口味限制抬高消费门槛。	中国（类烟草管制）， 印度、巴西、新加坡等 （禁止销售）
烟草减害产品	电子烟危害性低于传统卷烟； 烟民需求高、转化意愿强烈； 戒烟效果明显； 成分复杂需要限制； 外观和口味具有吸引力。	征税但低于传统烟草； 根据国情逐步进行口味、外观和电池限制。	欧盟、新西兰等
电子消费产品	对烟油质量、成分问题认知有限； 沿用相似产品标准，未针对电子烟独立监管	征税但低于传统烟草， 尚未对烟油提出具体要求； 设备标准对标电子设备质量标准。	马来西亚、 缅甸、印度尼西亚等

国家	卷烟(零售价/消费税, 20支装)	HNB (同卷烟)	电子烟 (每毫升税率)
美国	联邦1.01美元/包、州平均1.93美元/包 (约零售价的41%)	暂无销售	免税：德克萨斯州/田纳西州/密西西比州/密歇根州/佛罗里达等；0.05美元/ml：特拉华州/佐治亚州/威斯康星州/乔治亚州等；0.1-0.15美元/ml：新泽西州/俄亥俄州等；0.2-0.3美元/ml：新罕布什尔州/华盛顿等；0.4美元/ml：康涅狄格州等
中国	生产环节甲类56%+0.003元/支、乙类36%+0.003元/支；批发环节11%+0.005元/支 (约零售价的48%)	禁止销售	对电子烟的生产或进口征收36%的税率，对国内批发分销征收11%的税
英国	12.75英镑/8.0英镑 (63%)	5.0英镑/1.85英镑 (37%)	20%的消费增值税；2026年起额外征收：不含尼古丁+0.1英镑/ml；每毫升含0.1-10.9毫克尼古丁+0.2英镑/ml；每毫升含11毫克以上尼古丁+0.3英镑/ml
法国	10.5欧元/7.21欧元 (69%)	7.5欧元/3.97欧元 (53%)	不征收消费税；适用于20%增值税
德国	8.0欧元/4.58欧元 (57%)	6.8欧元/3.06欧元 (45%)	含尼古丁和无尼古丁均为0.26欧元/ml，2026/1/1起上涨至0.32欧元/ml
意大利	6.0欧元/3.89欧元 (65%)	5.0欧元/1.13欧元 (23%)	含尼古丁15%香烟消费税，零尼古丁10%
罗马尼亚	24.7 RON/12.5 RON (51%)	19.0 RON/5.09 RON (27%)	0.81RON/ml (0.16欧元)，2026年将提升至1.03RON/ml (0.21欧元)
俄罗斯	229.0卢布/88.7卢布 (39%)	180.0卢布/52.9卢布 (29%)	含尼古丁13卢布/ml，一次性50卢布/件产品 (0.81美元)
波兰	18.99兹罗提/11.1兹罗提 (58%)	18.99兹罗提/3.1兹罗提 (16%)	0.55兹罗提/ml (0.13欧元)；2025年将提高至0.96兹罗提 (0.21欧元)、2026年1.44兹罗提 (0.32欧元)
日本	600.0日元/304.9日元 (51%)	551.0日元/304.9日元 (55%)	禁止销售
韩国	4500韩元/2913韩元 (64%)	4500韩元/2601韩元 (58%)	含尼古丁1799韩元/ml (1.6美元，合成尼古丁不征税)

资料来源：《2024全球新型烟草监管报告》两个至上（2FIRSTS），国信证券经济研究所整理

资料来源：Campaign for Tobacco-Free Kids, American Lung Association, TAX Foundation, 国信证券经济研究所整理

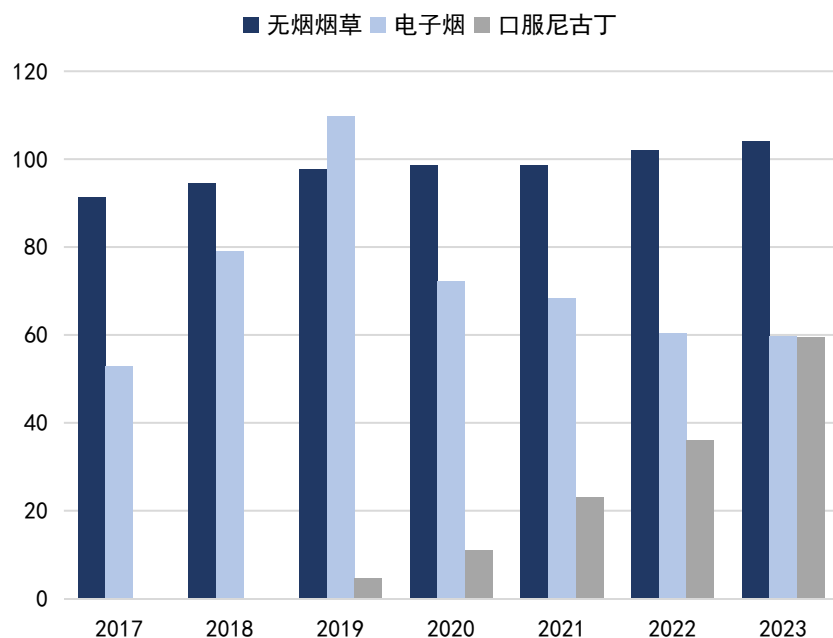
美国市场：全球最大的新型烟草市场，电子烟受非合规扰动

□ **美国：全球最大的新型烟草市场。**根据Euromonitor，2023年美国新型烟草市场规模约248亿美元，占全球市场的32%，其中无烟烟草、电子烟与尼古丁袋占比为47%/27%/27%。2022年美国烟民约7600万人，BAT公告显示美国约4000万人正在使用新型尼古丁产品。

① **电子烟：受非合规市场扰动较大。**自2007年国内电子烟开始出口美国，美国电子烟逐渐流行，并在2011年FDA禁止销售电子烟败诉后迎来高速成长期。根据Euromonitor，美国电子烟市场规模从2019年的110亿美元下降至2023年的60亿美元，主因2020年美国颁布了除烟草和薄荷醇以外的电子烟口味禁令，但由于一次性存在监管漏洞与美国FDA监管执行力度偏弱，预计非合规市场仍在快速增长，根据美国疾病控制与预防基金会数据，2019-2023年美国调味电子烟占总销售量超过80%，未经FDA授权产品占市场份额的86.3%。

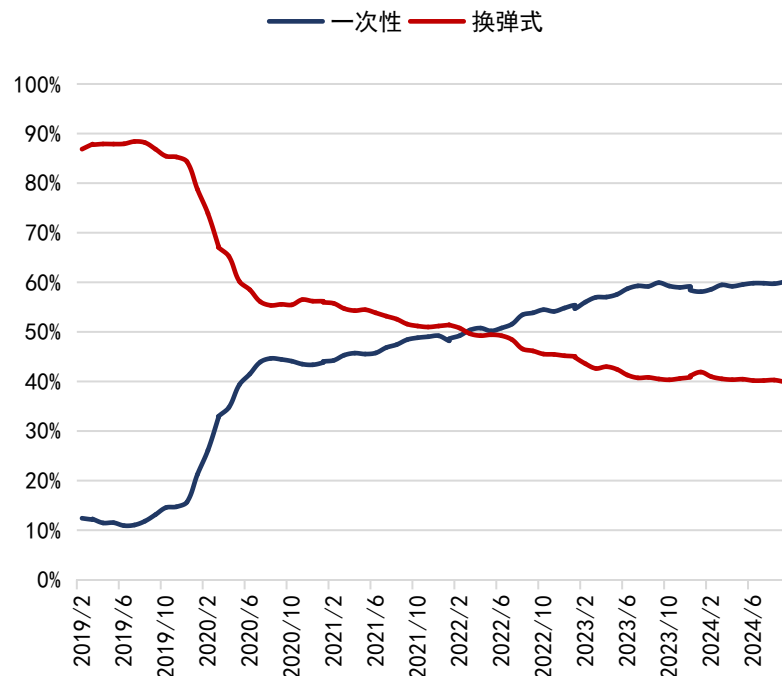
② **尼古丁袋：增速最快的细分品类。**2023年市场规模60亿美元，2019-2023年复合增速89.8%，尼古丁袋产品便于携带储存且无公共场所使用场景限制，成为美国成长最快的品类之一。2025/1美国FDA首次批准了20款ZYN尼古丁袋产品（含果味），有望加速合规趋势。

2017-2023年美国新型烟草市场规模（亿美元）



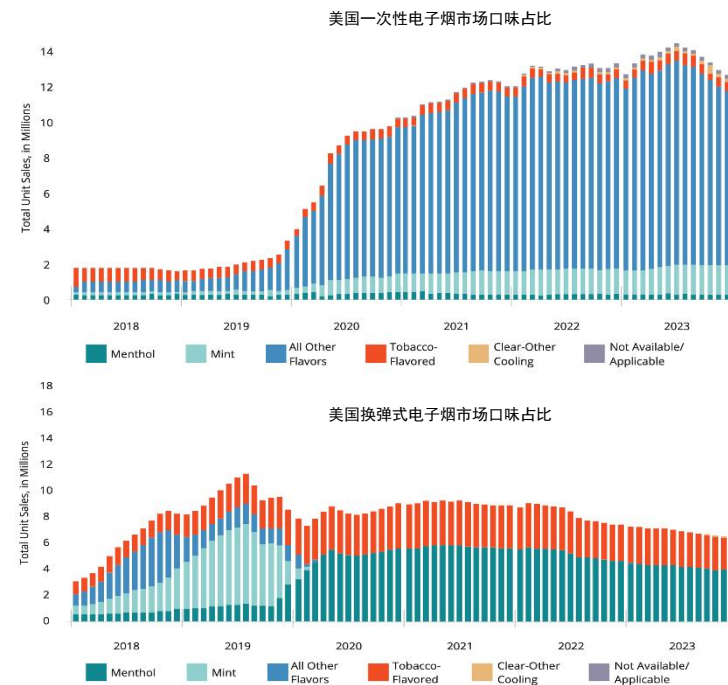
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

美国一次性产品在电子烟中的占比超60%



资料来源：美国CDC，国信证券经济研究所整理

2018-2023年美国一次性与换弹式口味占比



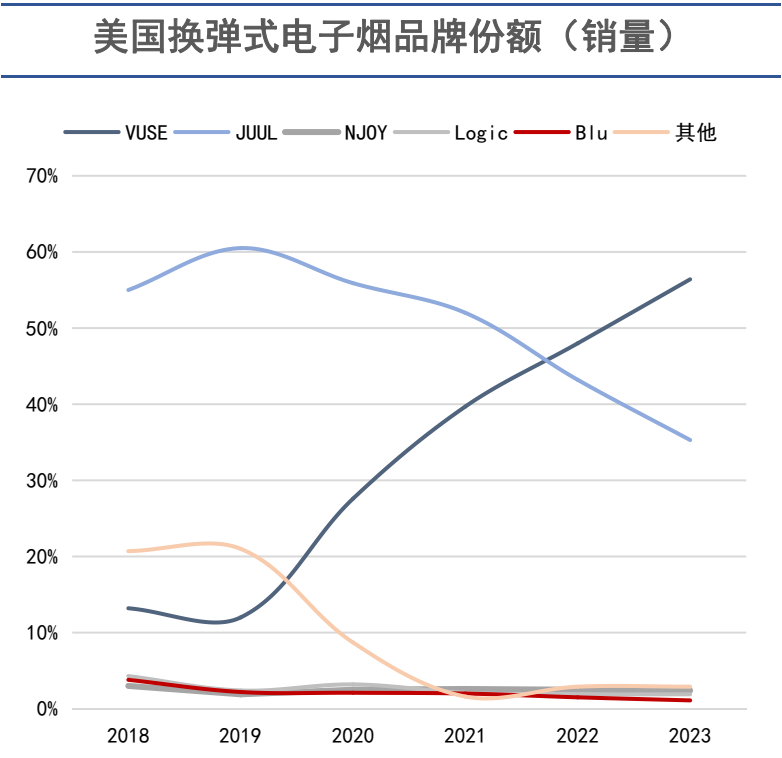
资料来源：美国CDC，国信证券经济研究所整理

美国市场：专利和解，美国HNB市场重启

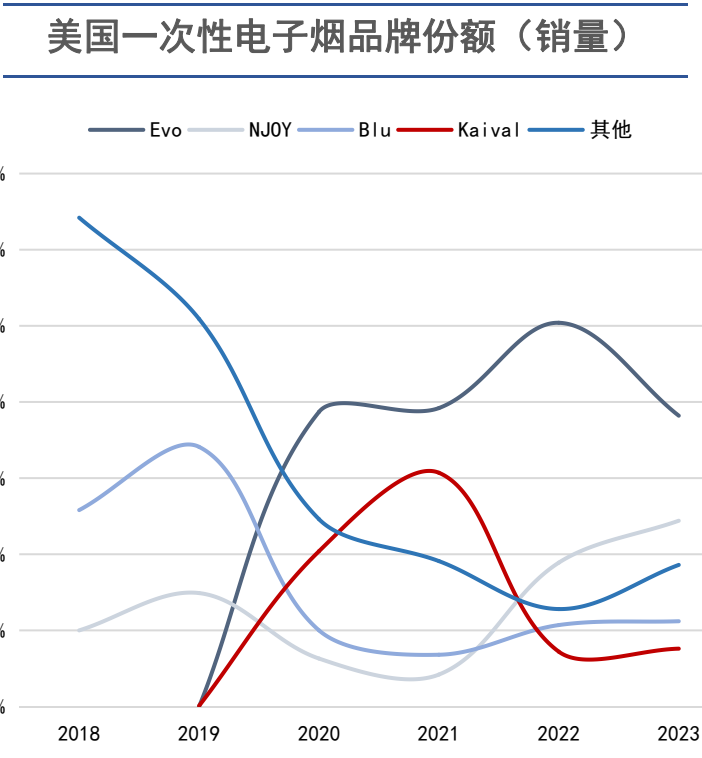
- ③ **HNB：专利和解，美国市场重启。**为了抢占与巩固市场，自2018年以来PMI与BAT在日本、德国与美国等地发起多起HNB专利诉讼，2021年9月美国国际贸易委员会裁定IQOS产品侵犯了BAT的专利并被禁止进入美国，因此美国基本为HNB空白市场。2024年2月，PMI与BAT双方达成对所有有关加热烟草和电子烟产品的全球专利侵权诉讼和解，全球HNB竞争格局也有望重塑，2025Q1末IQOS产品已在美国奥斯汀试销，美国HNB市场迎来重启且长期看具备较大增长潜力。
- **竞争格局：Vuse占换弹式56%市场份额，一次性合规玩家偏少**
- **换弹式：**Vuse与JUUL两家独大。2023年Vuse、JUUL在美国的销量份额分别为56%/35%，NJYOY、Logic、Blu等品牌市占率仅1-2%。
 - **一次性：**格局变化大，且由于通过PMTA认证的品牌较少合规玩家有限。根据Euromonitor，2023年Evo、NJYOY、Blu与Kaival为份额前四品牌，销量市占率分别为38%/24%/11%/8%；而根据美国CDC统计，美国一次性最常使用的品牌主要为ELEBAR、Breeze Smoke、Mr.Fog和Puff等。

英美烟草与菲莫国际的HNB专利纠纷	
时间	事件
1980s	雷诺烟草推出设备Premier但并未取得商业成功，是HNB细分领域的先驱
1998	PMI推出Accord但市场同样反馈不佳
2014	PMI推出IQOS
2018	BAT在日本推出glo产品，PMI在日本发起专利诉讼
2020	2020年5月PMI的PMTA申请得到FDA通过，标志基本完成全球专利布局 and FDA法律审核量大背书；同时雷诺（BAT）在美国迅速启动专利诉讼
2021	美国ITC初步裁定PMI旗下加热不燃烧产品涉嫌侵犯雷诺烟草2项专利，禁止进入美国市场
2024/2	PMI与BAT达成全球和解协议，解决双方在加热卷烟和电子烟产品有关的专利纠纷
2025	菲莫IQOS产品在美国试销

资料来源：英美烟草公告、菲莫国际公告、烟草市场，国信证券经济研究所整理



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

美国政策：监管执行力度趋严，长期看得合规者得市场



□ FDA监管框架完善，执行力度趋严，有望扭转“劣币驱逐良币”态势

- 产品需通过FDA的PMTA申请才能合法销售，否则有被执法风险，但FDA审查时间长、通过概率小且在通常不会授权调味产品，根据美国FDA，截至2024年10月仅有34款产品通过营销许可；大多数电子烟禁令由州和地方自行决定，主要集中于口味、在线销售和未成年人销售禁令。
- 2024年以来，FDA加大对非法市场的监管打击，如对销售未经授权产品的零售商处以罚款与加强管控非法电子烟进口等，同时非PMTA电子烟禁售已经陆续已在7个州通过法案。往后看得合规者得市场，更利好规模化的合规企业。

□ 口味限制放宽，通过薄荷口味电子烟PMTA

- 2024年6月，美国FDA首次批准NJOY四款薄荷醇口味电子烟产品的PMTA申请，包括1）两款一次性电子烟NJOY DAILY Menthol4.5%和NJOY DAILY EXTRA Menthol6%，2）两款封闭式电子烟的烟弹NJOY ACE烟弹薄荷醇2.4%和NJOY ACE烟弹薄荷醇5%。后续有望进一步放开监管限制。
- 2025年，FDA将计划简化烟草设备申请流程与提升审批效率。

截至2024/10，美国通过FDA审核的电子烟产品仅34款

制造商	FDA审批通过产品	
Logic Technology development LLC	Logic Regular Cartridge/Capsule Package Logic Vapeleaf Cartridge/Capsule Package Logic Vapeleaf Tobacco Vapor System Logic Pro Tobacco e-Liquid Package Logic Power Tobacco e-Liquid Packdage	
NJOY LLC	NJOY DAILY Rich Tobacco 4.5% NJOY DAILY EXTRA Rich Tobacco 6% NJOY DAILY EXTRA Menthol 6% NJOY DAILY Menthol 4.5% NJOY ACE Device	NJOY ACE POD Classic Tobacco2.4% NJOY ACE POD Classic Tobacco5% NJOY ACE POD Rich Tobacco5% NJOY ACE POD Menthol 2.4% NJOY ACE POD Menthol 5%
R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Vibe Power Unit(1) Vuse Vibe Tank Original 3.0% Vuse Vibe Power Unit(2) Vuse Ciro Power Unit(1) Vuse Ciro Cartridge Original1.5% Vuse Ciro Power Unit(2) Vuse Solo Power Unit Vuse Replacement Cartridge Original 4.8%G1.	Vuse Replacement Cartridge Original 4.8%G2 Vuse Alto Power Unit Vuse Alto Pod Golden Tobacco 5% Vuse Alto Pod Golden Tobacco1.8% Vuse Alto Pod Rich Tobacco 5% Vuse Alto Pod Golden Tobacco 2.4% Vuse Alto Pod Rich Tobacco 2.4% Vuse Alto Pod Rich Tobacco 1.8%

资料来源：FDA、2Firsts两个至上，国信证券经济研究所整理

美国FDA对电子烟的监管力度增强

时间	事件
2024/1	FDA对21家实体零售商发出民事罚款，因为非法销售未经授权的Esco Bars产品
2024/5	美国FDA在加州查获4.5万支非法电子烟，价值约70亿美元
2024/5	FDA加强管控非法电子烟进口，公布红色名单清单
2024/6	美国司法部DOJ和FDA宣布成立一个联邦多机构工作组以打击电子烟的非法销售
2024/7	对特点电子烟产品启动新一轮337调查
2024/8	FDA宣布拟议规则，要求提交电子烟产品进口的追踪码
2024/9	FDA向6个电子烟制造商和零售商发出警告信
2024/12	根据美国海关和边境保护局数据，2024年驻芝加哥的海关关员共查获320万件电子烟产品，总价值超过8150万美元。

资料来源：电子烟公众号，国信证券经济研究所整理

欧洲市场：新型烟草用户渗透率高，一次性迎爆发增长



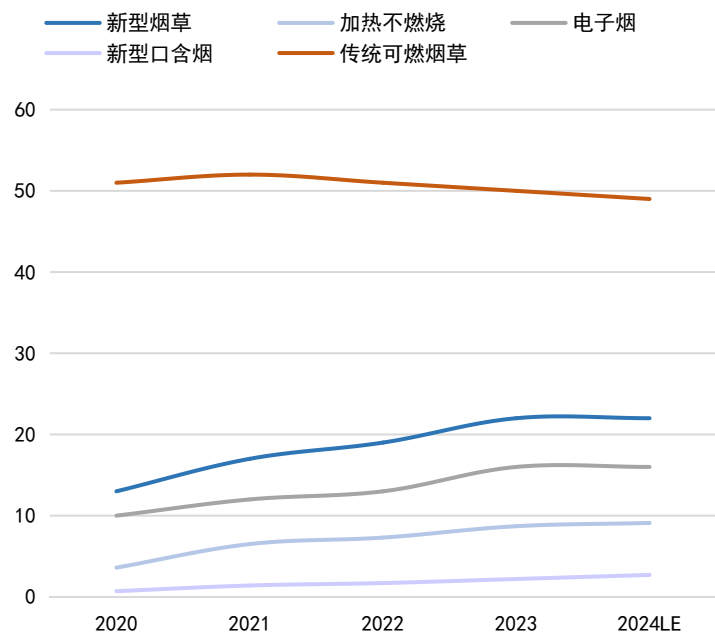
欧洲：一个真正的多品类地区，新型烟草用户渗透率接近44%

➢ 根据BAT公告，2023年欧洲传统成年烟民5000万人，新型烟草用户数2200万人，渗透率约44%。受益于消费者转向新品类的偏好较高与政府对新型烟草较为宽松的监管政策，欧洲烟草新品类增长强劲。根据Euromonitor，2023年欧洲电子烟、尼古丁袋与HNB市场规模分别为95/14/177亿美元，占比33%/5%/62%，近5年复合增速为18%/68%/37%。

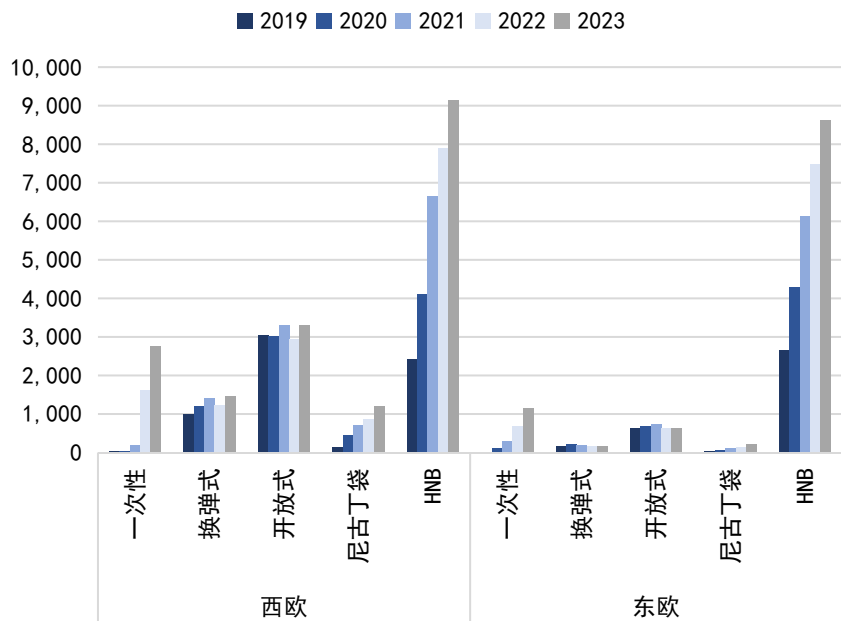
电子烟以一次性为主，迎爆发式增长

➢ 基于便捷性、丰富口味和较低的初试成本，自2019年以来一次性电子烟在欧洲迎来渗透率提升与产品红利期，其中西欧的一次性电子烟规模从2019年的3000万美元增长至2023年的27.6亿美元，CAGR+209%。格局方面，爱奇迹Imiracle在欧洲一次性市场一家独大，2023年销量市占率接近58.4%。

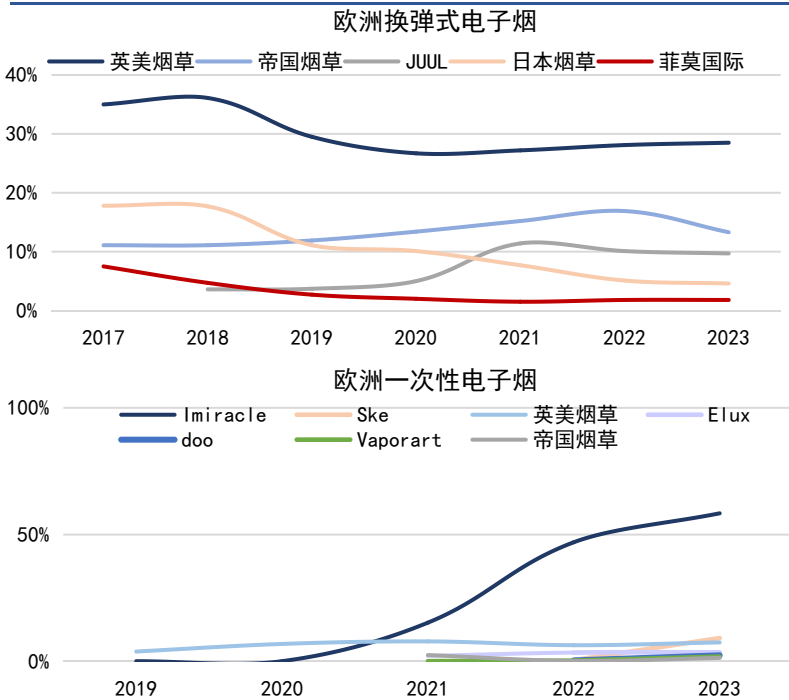
欧洲成年人新型烟草用户数持续提升



欧洲新型烟草市场规模（百万美元）



西欧换弹式与一次性电子烟市场份额



资料来源：英美烟草公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

欧洲市场：HNB消费相对成熟，东欧接受度更高



欧洲是全球重要的HNB消费市场，东欧接受度更高

从HNB的历史来看，意大利是除日本之外IQOS最早推广的另一重要市场，欧洲加热不燃烧市场的培育也较早。根据Euromonitor, 2023年欧洲HNB市场规模约168亿美元，占全球规模的52%，其中意大利、俄罗斯为全球第二、第三市场。分地区来看，东欧国家由于吸烟文化更偏传统而对烟草味产品接受度更高，同时基于HNB长期使用成本更低、龙头推广与对电子烟的强管制，HNB市场销量与渗透率超过西欧。

格局角度：菲莫IQOS断层领先，英美烟草Glo市占率持续提升

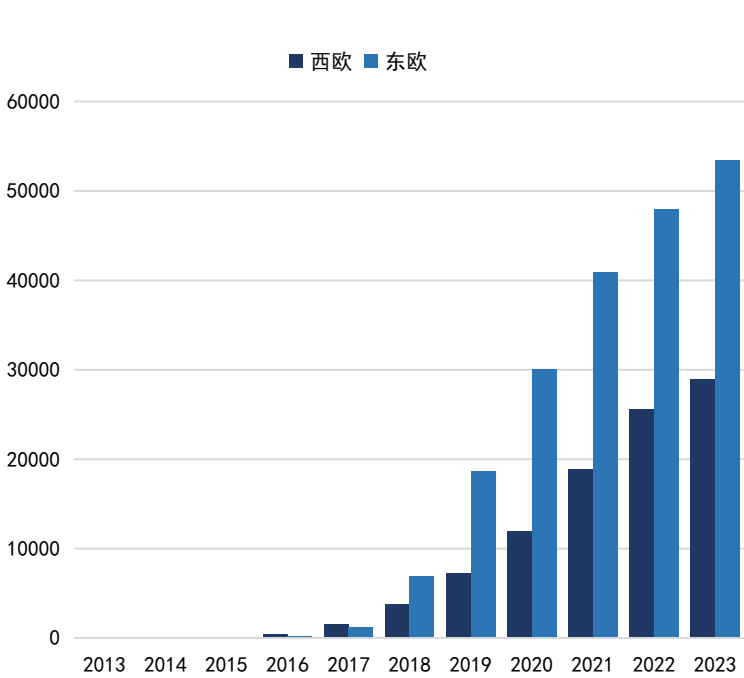
根据Euromonitor，2023年菲莫国际在西欧、东欧HNB市场的销量份额分别为87%、69%，近几年市占率虽有下滑但龙头地位依然稳固；英美烟草市占率位居第二，2023年西欧、东欧销量市占率分别为9.9%、21.3%，分别较2018年+8.8pct、+18.6pct。

欧洲电子烟和HNB市场规模TOP10（百万美元）

电子烟			加热不燃烧	
1	United Kingdom	3, 298. 3	Italy	4, 377. 6
2	France	1, 263. 4	Russia	2, 437. 2
3	Italy	844. 2	Germany	1, 392. 4
4	Germany	833. 2	Poland	1, 236. 4
5	Poland	659. 7	Ukraine	718. 8
6	Russia	505. 5	Greece	661. 5
7	Netherlands	217. 8	Romania	554. 3
8	Ireland	205. 5	Portugal	495. 6
9	Spain	182. 0	Slovakia	376. 5
10	Belgium	179. 2	United Kingdom	373. 7

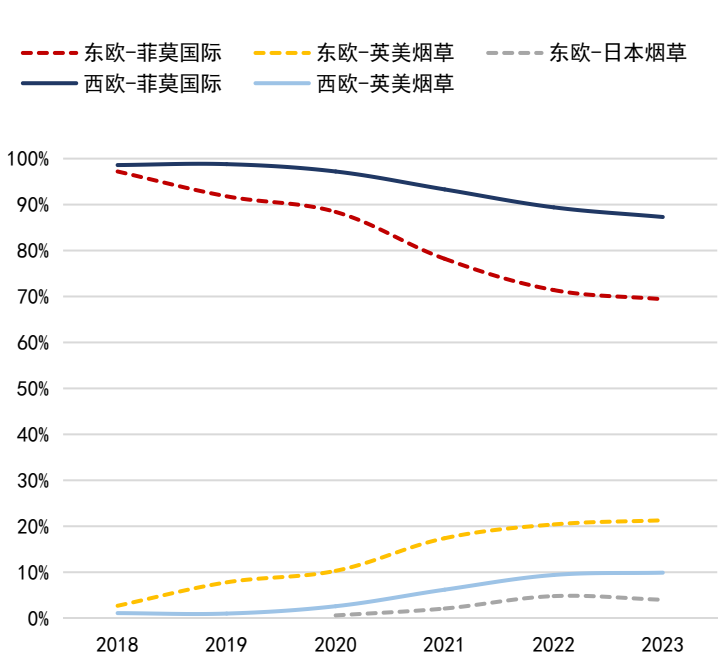
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

欧洲加热不燃烧烟弹销量（百万支）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

欧洲加热不燃烧市场份额



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

欧洲政策：一次性监管收紧，HNB受香料口味禁令限制



❑ 电子烟政策：销售需通过TPD审核，一次性监管收紧

- ① 欧盟电子烟的进口、生产商相关流程和产品标准都须符合TPD认证，但从申请材料的复杂性与专业性上看，其难度较美国PMTA更低。
- ② 主要市场相对独立，各国监管政策有异。管制方向主要为尼古丁含量不超过20mg/mL、禁口味/在线销售/公共场所使用/广告宣传等。其中英国将电子烟作为戒烟工具并支持其使用，意大利、波兰、俄罗斯、罗马尼亚等将电子烟作为烟草制品管制。
- ③ 基于对青少年的健康保护与电池环保角度考虑，2024年以来欧洲各国对一次性电子烟的政策收紧。

❑ HNB政策：2023年加热烟草香料禁令生效，调味HNB受限

- 2020年欧盟发布香烟口味禁令，禁止生产和销售带有薄荷的卷烟，暂不包括电子烟和HNB；2022年11月欧盟通过加热烟草制品 (HTP) 香料禁令，明确禁止烟草口味外的所有调味加热烟草制品销售，禁令于2023年10月23日生效。

欧洲各国电子烟政策与禁令

国家	电子烟政策	口味限制	在线销售限制	广告与促销限制	公共场所限制	税收政策
英国	归类为尼古丁产品	×	×	✓	×	征收增值税VAT，但税率低于传统烟草制品
德国	归类为尼古丁产品	×	×	✓	×	征收增值税VAT，但税率低于传统烟草制品
意大利	作为烟草制品管制	×	✓	✓	✓	征收消费税，与烟草制品类似
俄罗斯	作为烟草制品管制	✓	✓	✓	✓	征收消费税，与烟草制品类似
波兰、罗马尼亚、斯洛伐克等	作为烟草制品管制	×	✓	✓	✓	征收消费税，具体税率政府决定，旨在控制消费与增加财政
口味限制	丹麦、爱沙尼亚、芬兰、匈牙利、立陶宛、荷兰、斯洛文尼亚、拉脱维亚、俄罗斯通过法律					
一次性禁令	比利时、法国、英国已发布禁令，德国、波兰、爱尔兰、斯洛伐克等国家正在推进					

资料来源：各国官网、电子烟公众号，国信证券经济研究所整理

欧盟通过撤销加热烟草产品某些豁免指令

Text
3.11.2022 EN Official Journal of the European Union L 283/4
COMMISSION DELEGATED DIRECTIVE (EU) 2022/2100
of 29 June 2022
amending Directive 2014/40/EU of the European Parliament and of the Council as regards the withdrawal of certain exemptions in respect of heated tobacco products
(Text with EEA relevance)
THE EUROPEAN COMMISSION,
Having regard to the Treaty on the Functioning of the European Union,
Having regard to Directive 2014/40/EU of the European Parliament and of the Council of 3 April 2014 on the approximation of the laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning the manufacture, presentation and sale of tobacco and related products and repealing Directive 2001/37/EC ⁽¹⁾ , and in particular Articles 7(12) and 11(6) thereof,
Whereas:
(1) Article 7(1) and (7) of Directive 2014/40/EU prohibits the placing on the market of tobacco products with a characterising flavour and tobacco products containing flavourings in any of their components such as filters, papers, packages, capsules or any technical features allowing modification of the smell or taste of the tobacco products concerned or their smoke intensity.
(2) Pursuant to Article 7(12) of Directive 2014/40/EU tobacco products other than cigarettes and roll-your-own tobacco are exempted from the prohibitions laid down in paragraphs 1 and 7.
(3) Article 11(1) of Directive 2014/40/EU allows Member States to exempt tobacco products for smoking other than cigarettes, roll-your-own tobacco and waterpipe tobacco from the obligations to carry the information message laid down in Article 9(2) and the combined health warnings laid down in Article 10.
(4) A heated tobacco product is a novel tobacco product that is heated to produce an emission containing nicotine and other chemicals, which is then inhaled by user(s) and that, depending on its characteristics, is a smokeless tobacco product or a tobacco product for smoking.

资料来源：EU，国信证券经济研究所整理

日本市场：全球最大的HNB市场，政策支持力度强

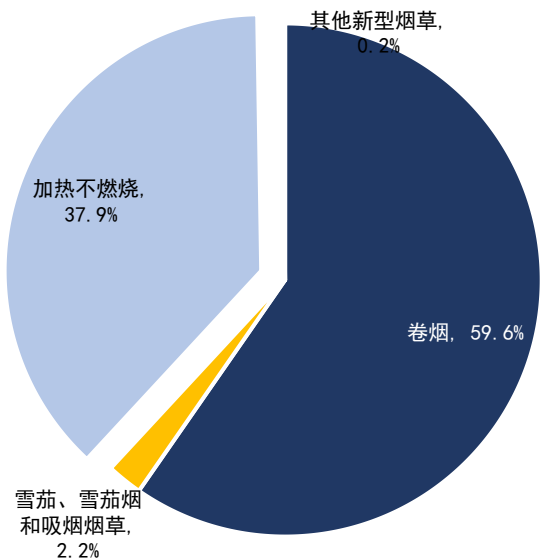
□ 日本新型烟草基本为HNB，近年增速放缓

- **市场规模：**日本烟草最早于2013年在日本推出Ploom但产品并未获得市场认可；2014年IQOS登陆日本并大获成功，日本HNB迎来快速发展期，2014-2021年市场规模从190万美元快速增长至114亿美元，CAGR+247%；2021-2023年日本HNB规模增长放缓，维持在110亿美元。
- **格局角度：**2023年三大加热不燃烧品牌分别为菲莫IQOS (72%)、英美烟草Glo (15%) 与日本烟草Ploom (13%)。

□ 政策：对雾化电子烟和HNB持不同的监管态度

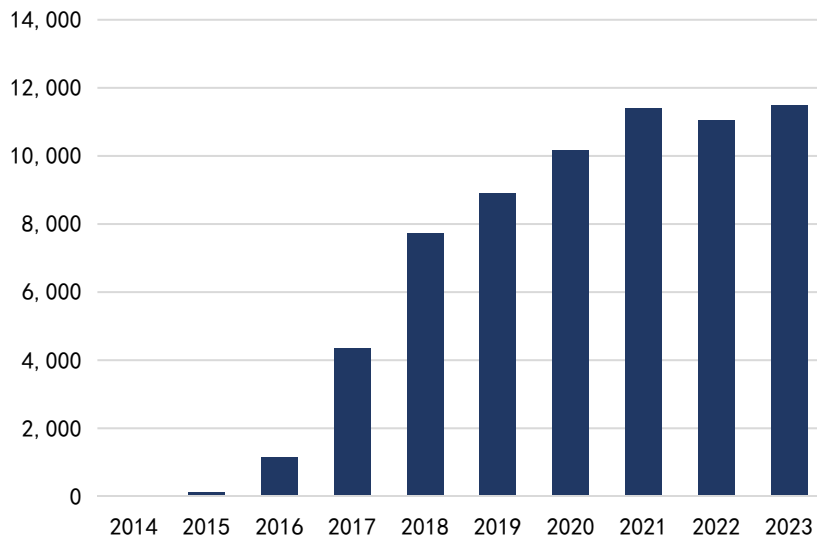
- ① **电子烟：**烟杆作为医疗器械、含尼古丁的烟液作为药品由卫生部主管，自2010年起日本禁止销售雾化电子烟，除非获得药品批准。
- ② **HNB：**归类为烟草产品，受《烟草商业法》管控，销售需获得日本财政部牌照。日本允许HNB烟草在全国范围内销售，推广合法合规且宣传促销限制较小，因此HNB在日本更为普及。

日本加热不燃烧为最大的新型烟草品类



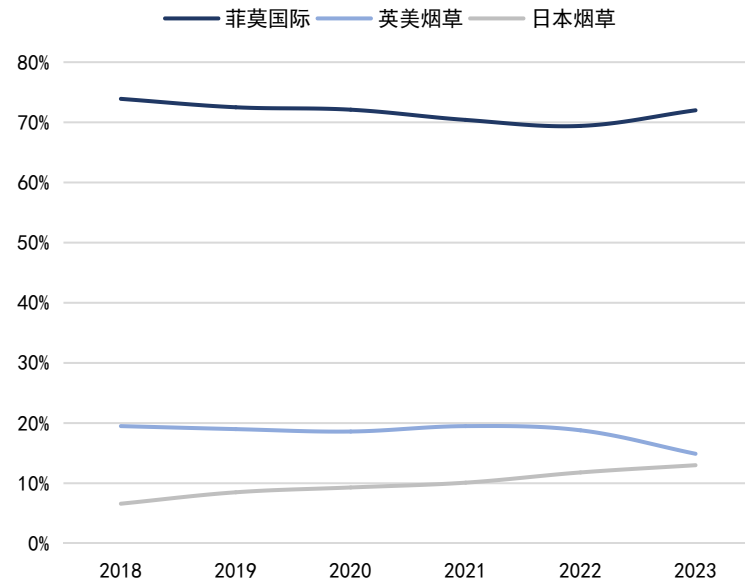
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

日本新型烟草市场规模（百万美元）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

日本加热不燃烧市场份额



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

韩国市场：HNB仍在快速扩张，KT&G份额赶超菲莫国际

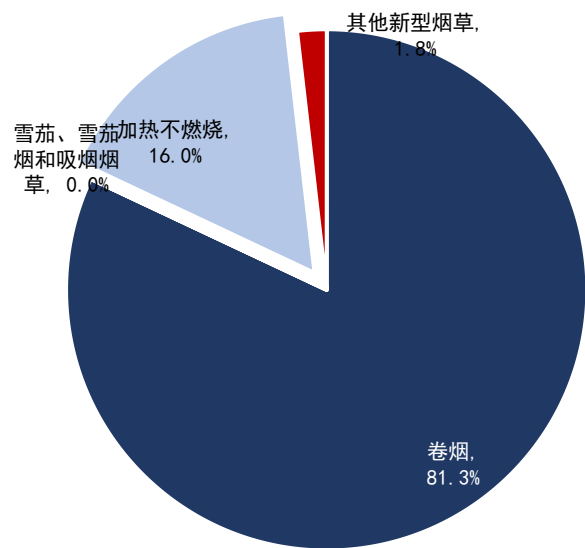
□ 韩国HNB市场仍在快速增长，KT&G赶超菲莫成为市场第一

- 市场规模：同日本类似，韩国的新型烟草制品也是基本以HNB为主，2023年HNB品类占比约95%。近年韩国的HNB市场规模仍在快速扩张，从2017年的4.4亿美元增长至2023年的24.8亿美元，近三年增速中枢由此前的个位数提升至10-20%。
- 竞争格局：KT&G作为本土品牌凭借着对韩国消费者的需求把握与高频次推新，在2022年市占率超过菲莫国际，目前占据韩国HNB市场销量第一。2023年KT&G市场份额为47%，菲莫IQOS为45%，英美烟草仅8%。

□ 政策：电子烟油高税率以控制消费，HNB税率低于卷烟

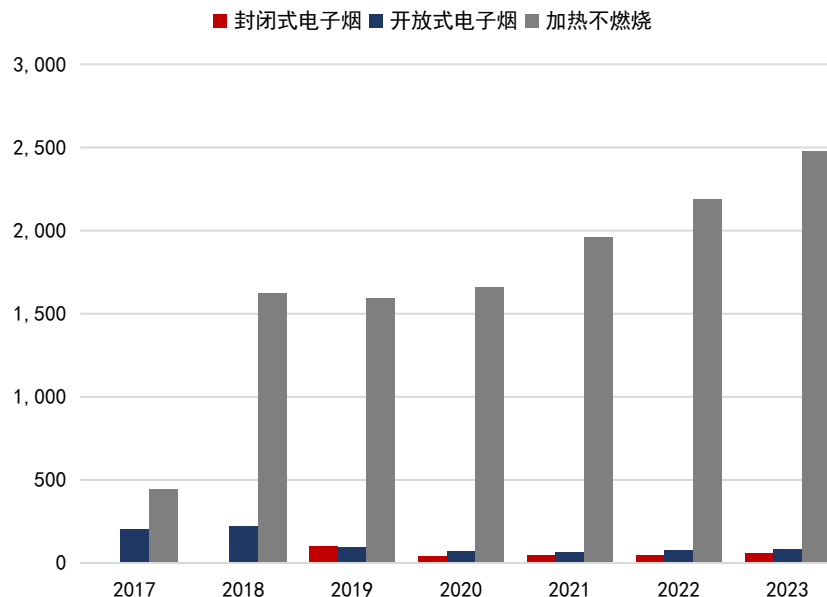
- 2019年由于美国肺病疫情案例，韩国政府发布紧急禁令，韩国连锁便利店全面停售雾化电子烟对电子烟市场形容较大冲击。
- HNB和含天然尼古丁的电子烟都作为烟草制品，由保健福祉部监管，同时合成尼古丁的监管立法正在推进。税率方面，目前烟油每毫升征收1799韩元/加热不燃烧每支128韩元/普通烟草每支144韩元，韩国以高烟油税控制电子烟消费，加热不燃烧税率约为普通卷烟的90%。

韩国HNB为最大的新型烟草品类



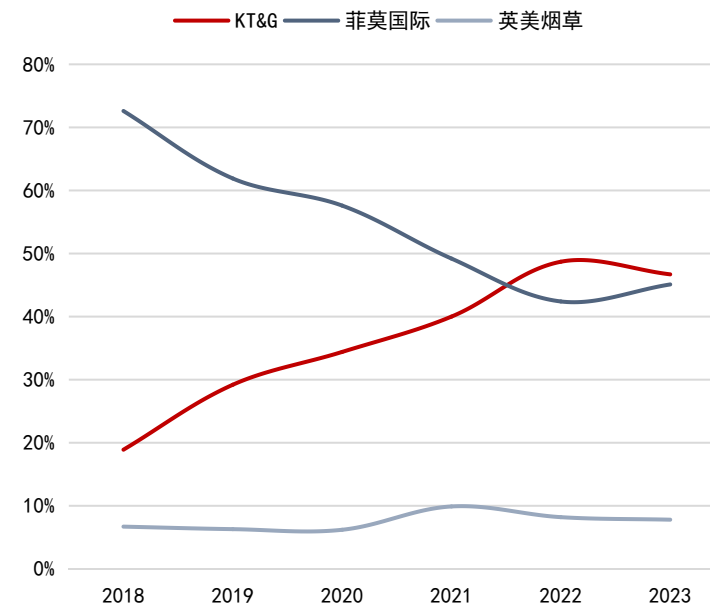
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

韩国新型烟草市场规模（百万美元）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

韩国加热不燃烧市场份额



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

02 | 国际烟草巨头： 加速新型烟草转型，PMI与BAT明确“无烟未来”

国际烟草巨头：加速新型烟草转型，PMI与BAT明确“无烟未来”



□ 全球烟草巨头积极向新型烟草转型，开辟增量市场

- ① 菲莫国际PMI与英美烟草BAT：转型坚定，率先卡位。PMI与BAT对新型烟草业务的战略定位较高，率先卡位并利用专利壁垒抢占市场，形成先发优势，2024年PMI与BAT新型烟草业务占比为39%/13%，PMI的IQOS在全球销量占比超75%，BAT的Vuse在全球电子烟市占率约25%。
- ② 日本烟草JT与帝国烟草IT：转型掉队，加紧追赶。JT与IT虽然也在2010年左右对新型烟草进行布局，但由于前期转型不够坚定与资源投入较少，产品并未打开市场。2024年JT与IT的新型烟草业务收入占比分别仅为3%/4%。

	菲莫国际PMI	英美烟草BAT	日本烟草JT	帝国烟草IT	奥驰亚Altria
最早历史追溯	1847	1902	1898	1901	2003
国家	美国	英国	日本	英国	美国
旗下代表品牌	万宝路Marlboro、蓝星L&M、切斯特菲尔德Chesterfield、菲莫Philip Morris、百乐门Parliament、邦德街Bond Street	新港Newport、美国精神american spirit、登喜路Dunhill、健牌Kent、好彩Lucky Strike、波迈Pall Mall、乐富门Rothmans	云斯顿Winston、七星Mevius、骆驼Camel、乐迪L&D	大卫·杜夫Davidoff、金高卢Gauloises Blondes、L&B、新闻News、吉普斯JPS、威斯West	万宝路Marlboro、Black & Mild（雪茄）、Copenhagen/Skoal/ Red Seal/ Husky（无烟烟草）
旗下新型烟草品牌	电子烟VEEV 加热不燃烧IQOS 新型口含烟Zyn	电子烟Vuse 加热不燃烧Glo 新型口含烟Velo	电子烟E-Lites、Logic 加热不燃烧Ploom	电子烟Blu、Puritane、JAI 加热不燃烧Pulze 口含烟Skruf、ZoneX	电子烟NJ0Y 加热不燃烧ploom（与JT合资 Horizon） 新型口含烟Copenhagen、Skoal、ON!
烟草业务年收入（亿美元）	379	348	191	109	240
收入地区结构	欧洲39% 亚洲30% 东欧、中东和非洲18% 美洲6%（主要为阿根廷、墨西哥）	美国44% 美洲和欧洲36% 亚太、中东和非洲20%	亚洲28%（其中50%来自日本） 西欧24% EMA 44%	Tobacco:欧洲41%，美洲35%，非洲亚洲大洋洲中欧和东欧24% NGP：欧洲78%、美洲13%、非洲亚洲大洋洲中欧和东欧8%	基本来自美国
新型烟草业务开始布局时间	2014年推出IQOS	2012年收购电子烟公司CN Creative	2010年推出无烟产品Zerostyle Mint	2013年收购收购如烟电子烟	2009年收购美国UST（无烟烟草）
新型烟草业务年收入（亿美元）	147	43	6.5	4.5	28
新型烟草业务占比	新型烟草占比39% （主要为IQOS）	新型烟草占比13% （电子烟54%+加热不燃烧30%+新型口含烟16%）	新型烟草占比3% （出货量计67%为HNB）	新型烟草占比4%	新型烟草占比12% （基本为口含烟，创新性无烟产品4亿）
新型烟草用户数	PMI无烟产品3860万成人用户，其中IQOS用户3220万	新型烟草用户数2390万，其中电子烟1150万、加热不燃烧800万、新型口含烟330万	/	/	/
新型烟草业务中长期展望	明确提出无烟未来战略，2030年2/3收入来自无烟产品，成为一家基本无烟公司	2025年新型烟草业务收入50亿英镑 2030年无烟消费者用户目标5000万 2035年全面向无烟产品转型，无烟业务占比50%	2024-2026年计划对新型产品投入29亿美元，2026年前将业务扩展到40多个国家，并在2028年实现盈利	2021年提出五年聚焦新型烟草战略，坚定推进向下一代产品（新型烟草）转型	2028年新型烟草50亿美元（其中20亿美元为创新无烟产品），目标引导成年人走向无烟未来
新型烟草供应链公司	盈趣科技（精密塑胶件与整机）、丰江电池（锂电池）、科森科技（精密金属结构件）、东山精密（PCB板）、伟创力等	比亚迪、思摩尔等	思摩尔、合元等	合元、天长集团等	思摩尔等
最新市值(亿美元)（PE-TTM）	2339.4（33x）	859.5（22x）	497.6（16x）	291.7（9x）	1036.7（9.2x）

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理；（备注：截至2025/02/18）

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

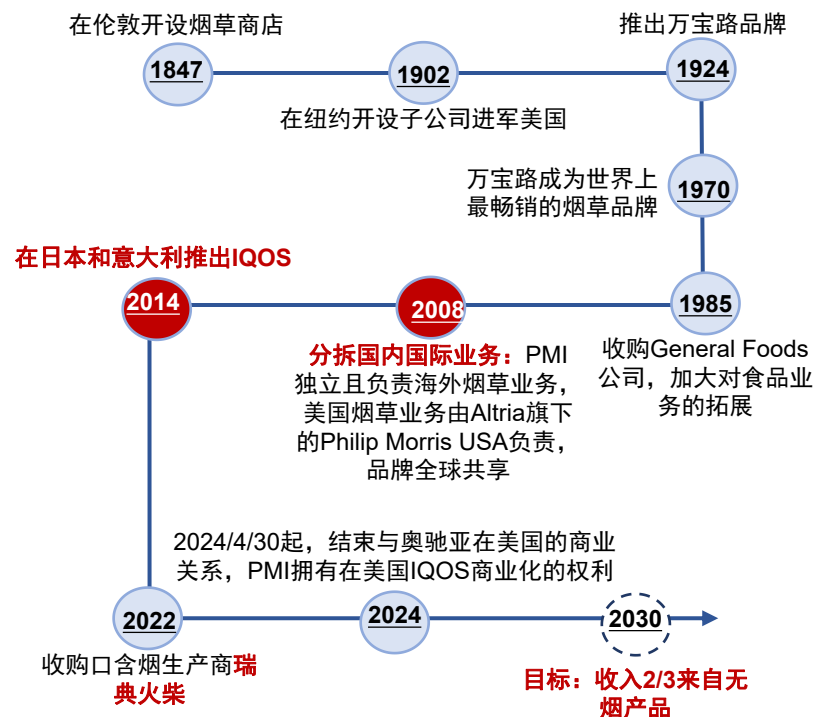
菲莫国际：HNB市场领导者，IQOS全球市占率断层第一



菲莫国际IQOS：全球加热不燃烧开创者

- ▶ **新型烟草基本为HNB。**2024年PMI新型烟草收入147亿美元/占比39%，IQOS烟弹出货量1397亿支，占全球HNB市场的75%+。当前PMI无烟产品已在全球95个市场销售，成年用户数3860万人，其中IQOS用户数3220万人。PMI目标2030年三分之二收入来自无烟产品。
- ▶ **2025年重返美国市场。**自2008年分拆国内国际业务后，PMI主要集中非美国市场的拓展；IQOS产品在2020年通过PMTA审核，但2021年因与BAT的专利纠纷而被禁止进入美国市场，2024年PMI与BAT的专利纠纷和解，2025年IQOS将在美国重启业务，美国HNB市场蓄势待发。

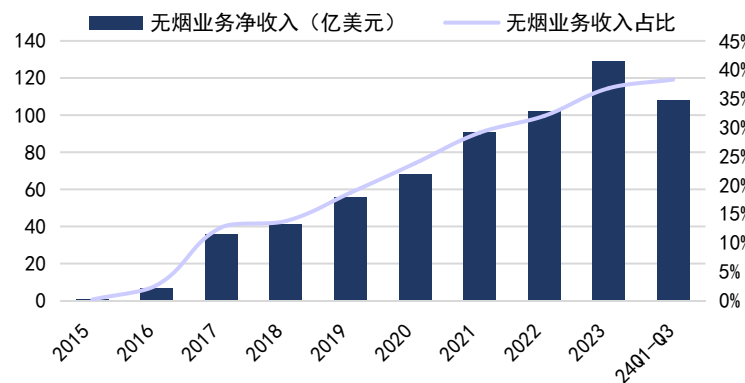
菲莫国际发展历史梳理



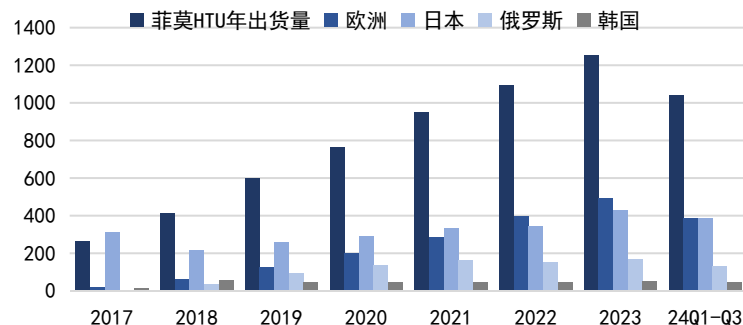
资料来源：菲莫国际公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

菲莫国际新型烟草业务收入及占比

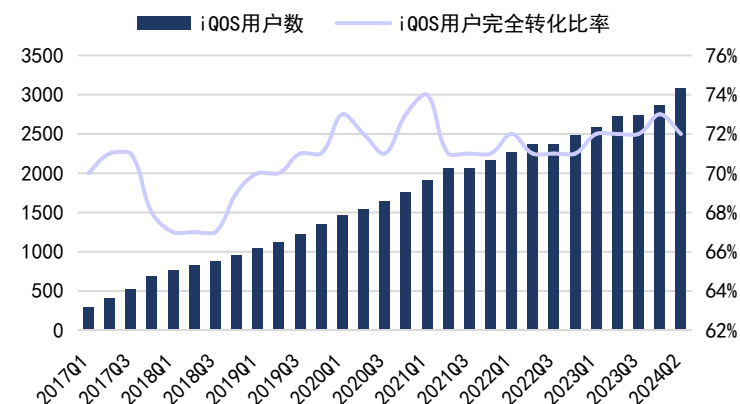


iQOS烟弹年出货量 (亿支)

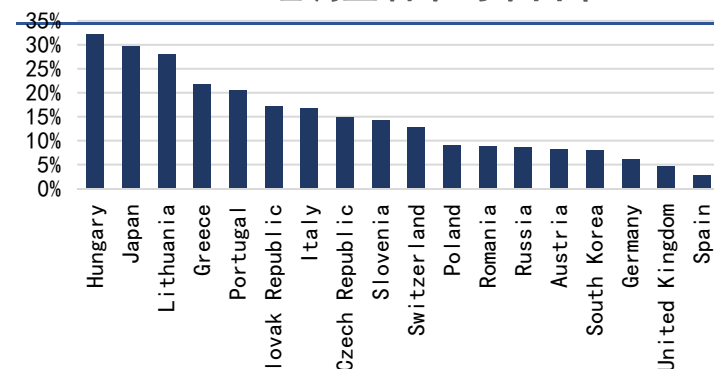


资料来源：菲莫国际公告，国信证券经济研究所整理

IQOS全球用户数 (万人) 及完全转化率



PMI HTU经调整后平均市占率



注：平均市占率为HTU出货量占全球烟草与加热不燃烧市场的份额

菲莫国际业务拆分

单位：亿美元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
PMI净收入	287	296	298	287	314	318	352	379
同比	-	3.1%	0.6%	-3.7%	9.4%	1.1%	10.7%	7.7%
1.可燃烟草业务收入	251	255	242	217	221	216	223	232
同比	-	1.7%	-5.1%	-10.2%	1.5%	-2.2%	3.5%	4.0%
占比	87.3%	86.2%	81.3%	75.8%	70.3%	67.9%	63.5%	61.2%
可燃烟草出货量（亿支）	7619	7403	7067	6285	6249	6219	6129	6168
同比	-	-2.8%	-4.5%	-11.1%	-0.6%	-0.5%	-1.4%	0.6%
卷烟全球市占率	-	-	25.6%	24.6%	23.7%	23.6%	23.7%	28.7%
2.无烟烟草业务净收入（主要为IQOS）	36	41	56	69	93	102	128	147
同比	-	12.5%	36.4%	24.3%	34.4%	9.1%	26.0%	14.2%
占比	12.7%	13.8%	18.7%	28.0%	31.2%	32.1%	36.5%	38.7%
无烟产品用户总数（万）	-	-	-	-	2170	2510	3330	3860
其中：e-VAPOR	-	-	-	-	-	-	50	100
口服SFP	-	-	-	-	-	-	420	570
iQOS	690	960	1350	1760	2170	2490	2860	3220
iQOS用户完全转化比率	68%	69%	71%	73%	71%	71%	73%	72%
2.1 IQOS HTU烟弹出货量（亿支）	362	414	597	761	950	1092	1253	1397
同比	-	14.2%	44.2%	27.6%	24.8%	14.9%	14.7%	11.6%
IQOS烟弹全球市占率	-	-	2.4%	3.0%	3.5%	4.1%	4.7%	5.2%
欧洲								
HTU出货量	19	60	126	198	282	395	493	537
同比	-	216.4%	100.0%	57.9%	42.2%	40.1%	8.5%	8.9%
市占率	-	1.2%	2.6%	4.2%	5.7%	7.7%	9.1%	10.0%
日本								
HTU累计出货量	313	214	258	289	331	344	430	483
同比	-	-31.5%	20.6%	11.9%	14.5%	4.0%	25.1%	12.3%
累计市占率	10.8%	15.5%	17.1%	20.4%	22.9%	23.6%	26.7%	29.8%
韩国								
HTU出货量	14	54	46	46	47	45	51	57
同比	-	285.7%	-14.3%	-0.3%	1.4%	-3.6%	13.1%	11.4%
市占率	2.0%	7.8%	6.8%	6.5%	6.5%	6.2%	7.1%	8.1%
俄罗斯								
HTU出货量	3	34	92	136	163	154	169	185
同比	-	1033.3%	170.6%	48.4%	20.0%	-5.6%	9.8%	9.5%
市占率	0.1%	1.0%	3.8%	6.3%	7.4%	7.6%	8.0%	8.6%
2.2 口含烟烟弹出货量（亿支）							140	174
同比	-	-	-	-	-	-	-	24.6%

资料来源：菲莫国际公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

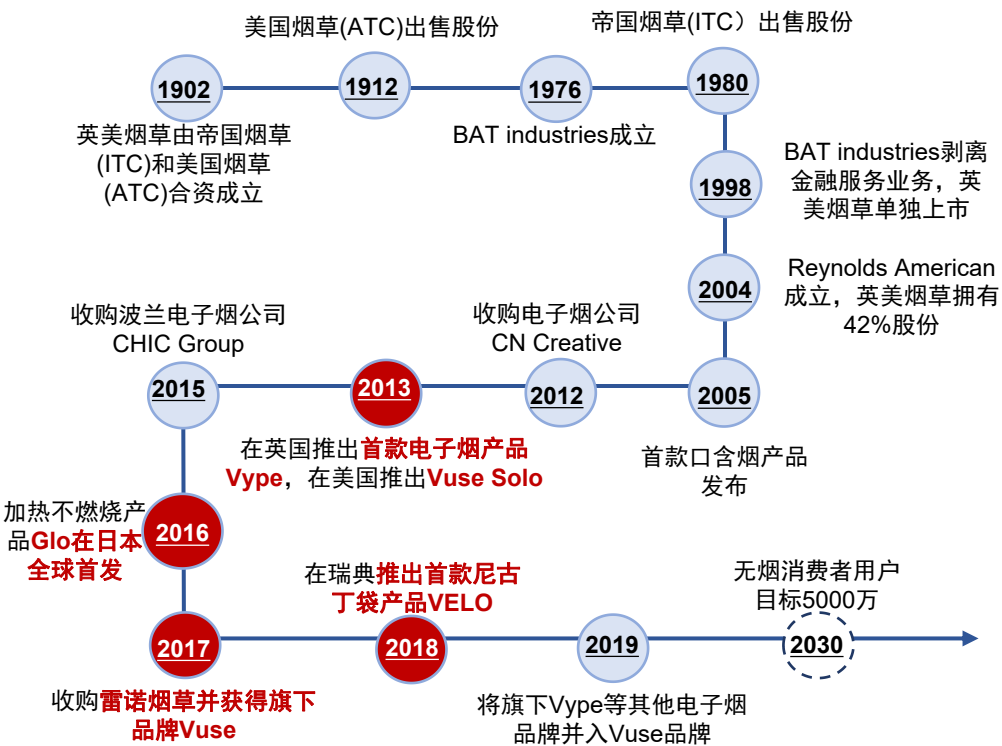
英美烟草：电子烟Vuse领跑，Glo新品破局，市占率有望逐步提升



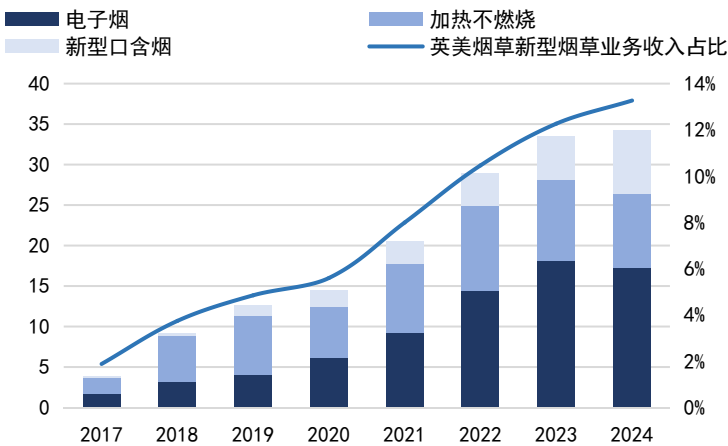
□ 英美烟草：多品类策略，雾化+加热+口含烟三大品类齐发展

- 新型烟草业务：2024年BAT新型烟草收入34.3亿英镑/占比13.3%。BAT提出2035年业务全面无烟化愿景，新型烟草收入占比将超50%。
 - ① 电子烟：Vuse全球领跑。2024年BAT电子烟收入17.2亿英镑，在核心市场的市占率约40%，雾化稳守龙头地位。
 - ② HNB：Glo加速追赶。2024年收入9.2亿英镑，核心市场市占率17%。2024/11突破性新品GloHilo推出，终端反馈积极，有望重塑全球HNB格局。
 - ③ 新型口含烟：Velo欧洲领先、北美爆发。2024年收入7.9亿英镑，核心市场市占率28%，其中北美销量同比+234%，份额提升+2.1pct至6.6%。

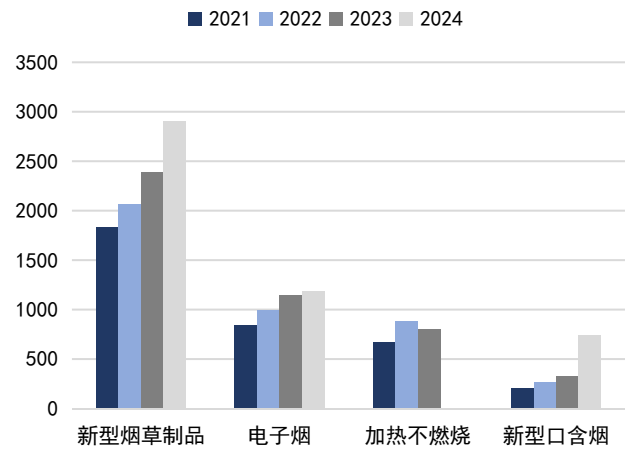
英美烟草BAT发展历史梳理



英美烟草业务收入及占比（亿英镑）



英美烟草全球新型烟草用户数（万人）



Vuse	2024市占率	同比	Glo	2024市占率	同比	Velo	2024市占率	同比
Group	40.0%	-1.2pct	Group	16.7%	-0.4pct	Group	28.4%	+1.3pct
U.S.	50.2%	-2.0pct	Japan	17.8%	-0.5pct	Sweden	57.6%	+0.6pct
U.K.	8.9%	-0.9pct	Poland	34.7%	+1.6pct	Norway	63.2%	-0.5pct
Canada	85.9%	-6.7pct	South Korea	9.9%	-1.1pct	U.S.	6.6%	+2.1pct
Poland	14.4%	+0.1pct	Italy	12.6%	0.0pct	Denmark	88.5%	-1.8pct
Germany	28.7%	+2.8pct	Romania	16.2%	-1.4pct	Switz.	94.5%	-0.9pct
France	55.4%	+6.9pct	Hungary	11.6%	-1.7pct	U.K.	55.0%	+0.2pct
Spain	29.4%	+6.4pct	Greece	11.5%	-0.3pct	Poland	92.2%	-1.8pct
			Czech Rep.	18.4%	+1.4pct			
			Germany	9.1%	-1.2pct			

资料来源：英美烟草公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：英美烟草公告，国信证券经济研究所整理

英美烟草业务拆分

单位：亿英镑		2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
总收入		202.9	244.9	258.8	257.8	256.8	276.6	272.8	258.7
同比		43.6%	25.2%	5.7%	-0.4%	-0.4%	7.7%	-1.3%	-5.2%
1.可燃烟草收入		180.9	220.7	230.0	227.5	220.3	230.3	221.1	206.9
同比			22.0%	4.0%	-1.1%	-3.2%	4.5%	-4.0%	-6.4%
占比		89.2%	90.1%	88.9%	88.3%	85.8%	83.3%	81.0%	80.0%
销量（亿支）		7320	7010	6680	6380	6370	6050	5550	5050
销量同比				-5%	-5%	0%	-5%	-8%	-9%
2.新型烟草收入		3.8	9.2	12.6	14.4	20.5	28.9	33.5	34.3
同比			140.0%	37.0%	14.9%	42.4%	40.9%	15.6%	2.5%
占比		1.9%	3.7%	4.8%	5.6%	8.0%	10.5%	12.3%	13.3%
新型烟草制品使用人数（万人）		-	800	1050	1350	1830	2070	2390	2910
其中：电子烟用户数						840	1000	1150	1190
加热不燃烧用户数						670	880	800	1020
新型口含烟用户数						210	270	330	740
2.1雾化电子烟收入		1.7	3.2	4.0	6.1	9.3	14.4	18.1	17.2
收入同比			89.0%	26.0%	52.4%	51.7%	54.9%	26.2%	-2.5%
销量（亿支）		1.4	1.9	2.3	3.4	5.4	6.1	6.5	6.2
销量同比			35%	19%	52%	56%	14%	7%	-6%
进入市场个数				27	27	30	33	63	63
前五大市场市占率				-	26.0%	33.5%	35.9%	36.1%	40.0%
2.2加热不燃烧收入		2.0	5.7	7.3	6.3	8.5	10.6	10.0	9.2
收入同比			180.0%	28.9%	-12.9%	34.4%	24.3%	-6.0%	-7.5%
销量（亿支）		22.0	68.0	89.0	107.0	191.0	240.0	237.0	209.0
销量同比			217%	32%	19%	79%	26%	-1%	-12%
进入市场个数				17	20	25	28	31	33
前12大市场市占率				-	-	18.1%	17.1%	18.2%	16.7%
2.3新型口含烟收入		0.1	0.3	1.3	2.0	2.7	4.0	5.4	7.9
收入同比			127.0%	267.0%	57.0%	39.0%	45.3%	35.3%	46.6%
销量（亿袋）		2.0	4.1	11.9	19.3	33.0	40.1	53.6	83.0
销量同比				108%	188%	70%	22%	34%	55%
进入市场个数				-	23	23	28	34	44
前五大市场市占率						34.7%	30.4%	28.0%	28.4%
3.传统口含烟产品收入		4.1	9.4	10.8	11.6	11.2	12.1	11.6	10.3
同比			127.0%	15.0%	7.2%	-3.6%	8.2%	-3.8%	-11.5%
销量（亿支）		90	80	80	80	80	70	66	61
销量同比			0%	-1%	-1%	-4%	-8%	-10%	-8%

资料来源：英美烟草公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

日本烟草与帝国烟草：新型烟草追赶者，巩固本土市场，向全球扩张



日本烟草：以HNB为核心，本土为基，海外市场稳步扩张

➢ 主要品牌为电子烟E-Lites、Logic与加热烟草Ploom等。由于产品迭代落后(2021年才推出核心产品Ploom X)且过于依赖传统烟草，新型烟草业务体量仍较小，2023年RRP收入6亿美元/占比3.1%，减害产品总出货量88亿支，其中在日本市场THS出货量55亿支/市占率10.2%。2024-2026年JTI计划对新型产品投入29亿美元，在2026年前将业务扩展到40多个国家，并在2028年实现盈利。

帝国烟草：雾化与加热烟草双线并行，优先巩固欧洲市场

➢ 主要品牌为电子烟Blu、加热烟草Pulze与口含烟Zone等。2024年新型烟草GNP业务净收入3.35英镑/收入占比4.1%，其中欧洲收入2.6亿英镑(以Pulze、blu为主)、美洲0.43亿英镑(试点Zone)、非洲亚洲大洋洲中欧和东欧收入约0.26亿英镑。2021年TI提出五年聚焦新型烟草战略，坚定向下一代产品转型。

时间	日本烟草JTI历史梳理
1898	前身大藏省专卖局成立，从事烟草专卖
1985	改制为日本烟草产业，属于国有企业
1998	收购Torii Pharmaceutical多数股权，开拓医药业务
1999	收购雷诺烟草非美国业务，JTI成立，主要在美国以外售卖烟草品牌包括骆驼牌、沙龙牌、云斯顿等；同年收购Asahi Kasei Corporation的食品业务等
2007	收购英国烟草制造商Gallaher
2008	收购Katokichi和富士食品公司的多数股份，并将其原本的加工食品业务并入Katokichi集团
2010	无烟烟草产品Zerostyle Mint推出
2014	收购英国电子烟生产商Zandera，其以E-Lites品牌而闻名
2015	收购美国领先的电子烟公司Logic
2016	推出首款加热不燃烧产品Ploom TECH，同年收购美国境外的Natural American Spirit业务
2019	Ploom TECH+和 Ploom S推出
2020	Ploom S2.0和 Ploom TECH+with推出
2021	Ploom X在日本推出，是日本烟草和日本烟草国际联合开发的第一款全球设备
2023	Ploom X ADVANCED和with2在日本推出

资料来源：日本烟草官网，国信证券经济研究所整理

时间	帝国烟草TI历史梳理
1901	由英国多家烟草公司合并成立
1996	从汉森集团独立
2002	收购德国利是美烟草公司，成为世界第5大卷烟生产企业
2005	收购瑞典Skruf鼻烟公司
2007	收购美国第四大烟草公司共和品牌，挺进美国市场
2008	收购西班牙和法国合资经营的阿塔蒂斯烟草公司，成为国际排名第一的雪茄烟生产商
2013	收购如烟电子烟业务及专利权
2014	收购罗瑞拉德旗下电子烟品牌Blu，同年推出电子烟品牌Puritane
2019	在希腊推出首款加热不燃烧产品Pulze

资料来源：帝国烟草官网，国信证券经济研究所整理

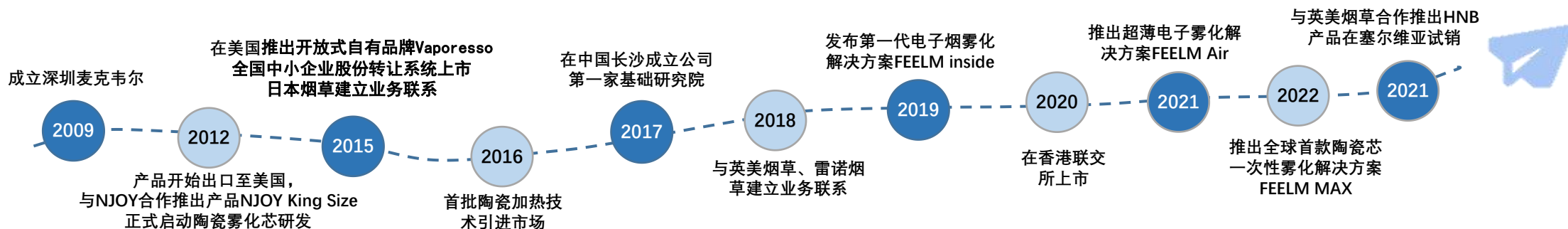
03

思摩尔国际： 全球合规雾化龙头，从雾化电子烟向新型烟草扩张

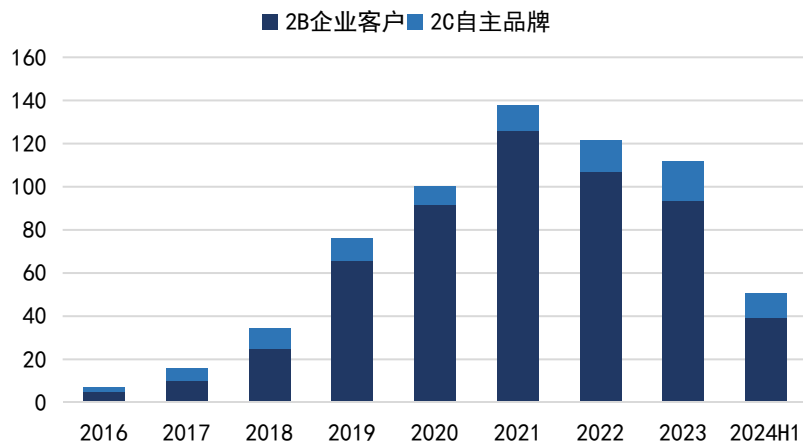
思摩尔国际：全球雾化科技解决方案龙头，雾化陶瓷芯开创者

□ 全球雾化科技方案引领者，技术为基，深度绑定国际客户

- 成立于2009年，公司已成长为全球雾化科技解决方案商，2023年在全球电子雾化设备的市场份额约13.7%（出厂价口径）。公司主要产品包括换弹式、一次性、开放式雾化产品与加热不燃烧，同时也在积极探索特殊雾化、医疗雾化与美容雾化等新型雾化领域。
- **FEELM雾化平台为底层支撑**。2016年公司推出陶瓷加热技术FEELM并持续迭代升级，较好的解决传统的棉芯存在的漏油、糊芯等问题，其产品凭借着比主流产品能实现更多口数、更好口感与更少口腔残留物而受到用户喜爱。
- **2B代工深度绑定大客户**。①to B业务为主，2024H1收入占比78%，主要为客户提供电子雾化产品组件和HNB代工服务，深度绑定VUSE、NJOY、Logic与悦刻等国际大客户，2024H1前五大客户占比56.7%；②to C业务快速成长，2024H1收入占比22%，主要为自有品牌Vapresso销售。



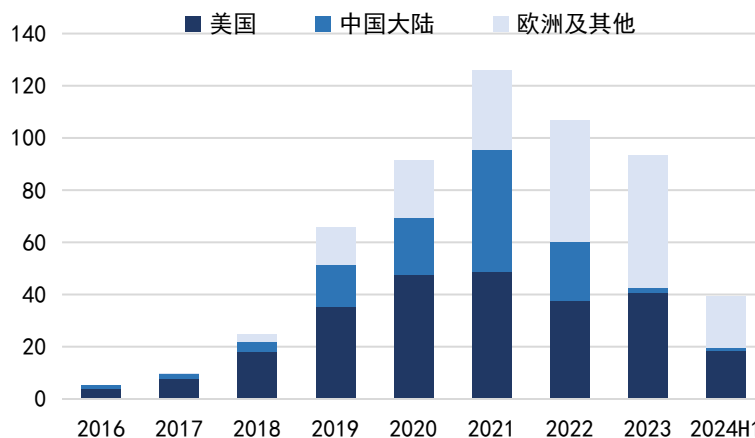
思摩尔业务结构：2B业务为主，自主品牌快速成长



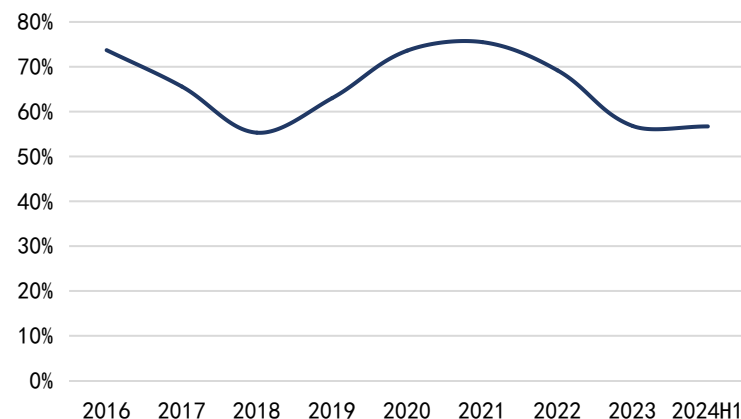
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2B业务：欧洲与美国为核心市场，国内规模缩减



2024H1前五大客户收入占比约56.7%



股权结构稳定，高目标市值彰显长期成长信心



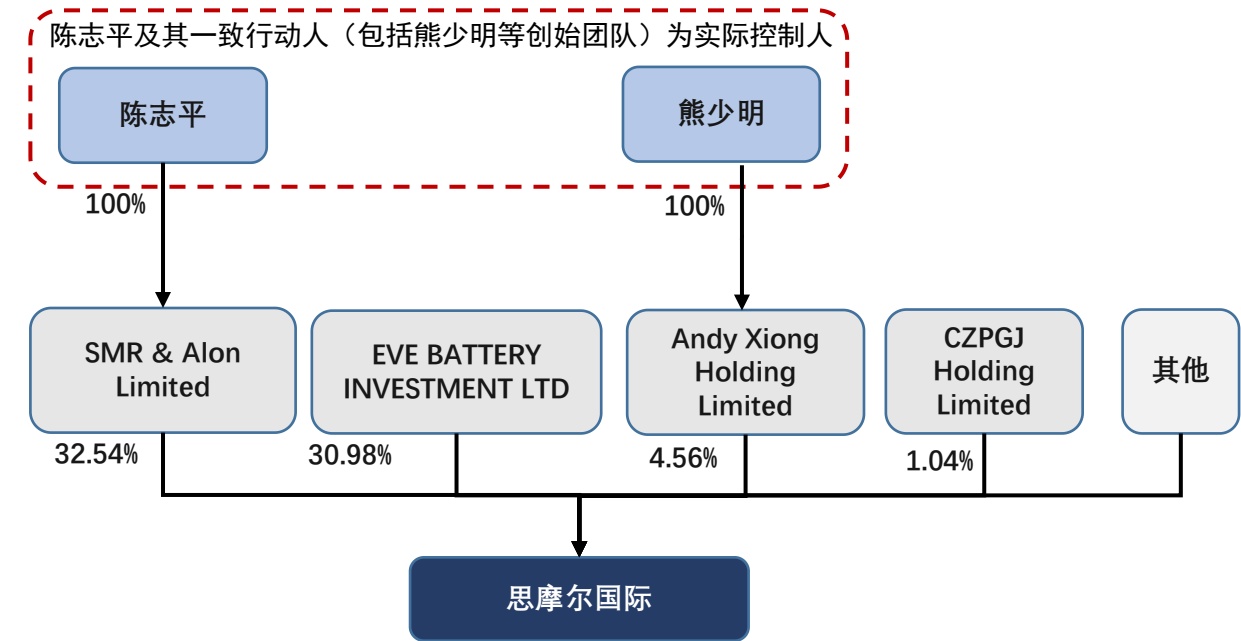
□ 股权结构稳定，创始人团队主导战略方向

- 创始人陈志平及其一致行动人通过一致行动协议对公司形成实际控制，截止2024Q3，董事长陈志平持有公司32.54%股份；亿纬锂能作为战略投资者为公司第二大股东，持有公司30.98%股份。公司创始股东均为在电子烟行业从业多年，自公司成立起即主导战略方向，并长期保持稳定的股权结构。

□ 股权激励锚定高目标市值

- 2024/12/27，公司发布股权激励公告，拟向董事长陈志平先生售出6100万购股权，目标2025-2030年公司市值触达3000/4000/5000亿港元，购股权分别归属30%/60%/100%，彰显中长期成长信心。

公司股权结构：陈志平及其一致行动人为实控人



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司管理层行业经验丰富

	职位	主要工作
陈志平	董事会主席、行政总裁	负责集团的整体管理及业务运营，包括协调董事会事务、定制战略及运营计划、做出重大业务决策。陈志平先生在电子雾化行业中拥有逾10年的经验，且对于业务管理方面具备经验。
熊少明	副总裁	负责执行业务目标及管理相关日常运营。
王贵升	首席财务官及联席秘书	负责财务规划、管理及秘书事务。王贵升先生在财务管理、会计、税务等方面有逾20年经验，在担任联交所及中国其他交易所公开上市公司董事及高管方面有逾15年经验。
王鑫	副总裁	统筹战略执行，统筹管理国际事务，包括但不限于全球主要市场准入、国际合作等。王鑫女士在消费品行业有18年从业经验，在电子雾化行业有约8年从业经验。
江敏	董事会秘书、首席财务官	分管董事会秘书办公室和财务中心工作，从事财务管理工作十余年，具有丰富的财务管理和风险控制经验。
罗春华	运营部门总经理	负责业务发展，对于管理及研发电器方面拥有逾10年经验。
潘卫东	技术中心总经理	负责产品研发，对于业务经营及研发方面拥有超过10年的经验。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收入业绩复盘：政策扰动收入规模见底，产品结构变化影响盈利



- ❑ 雾化业务驱动增长，政策扰动收入见底。2016-2021年公司收入快速增长，从7.2亿增长至137.7亿，CAGR+80.3%；2022-2024H1收入下滑，主因2020年美国换弹式口味禁令、2022年国内电子烟监管新规落地实施以及2024年欧洲一次性监管趋严等政策影响。
 - ① 美国：主要为换弹式与特殊用途雾化产品，2022年以来受换弹式口味监管、非合规市场冲击承压。
 - ② 欧洲：以换弹式、一次性与开放式为主。2022-2023年换弹式承压，但一次性受益于市场爆发而高增，同比+1911%/74%至19.3/33.7亿，2024H1由于一次性小烟监管趋严而同比下滑19%。2023/2024H1开放式产品收入同比+31%/+88%至14.8/9.3亿。
 - ③ 中国：2022年电子烟新国标实施后行业迎短期阵痛，收入规模从2021年的高点46.7亿下降至2023年的1.6亿。
- ❑ 规模下滑、产品结构变化与新业务的研发投入导致盈利承压。2021-2024H1公司毛利率从53.6%下降至38.0%，净利率从38.4%下降至13.5%，主要系收入下滑后的规模效应减弱、低盈利的一次性产品占比提升与对新业务（如医疗雾化等）的研发费用提升。

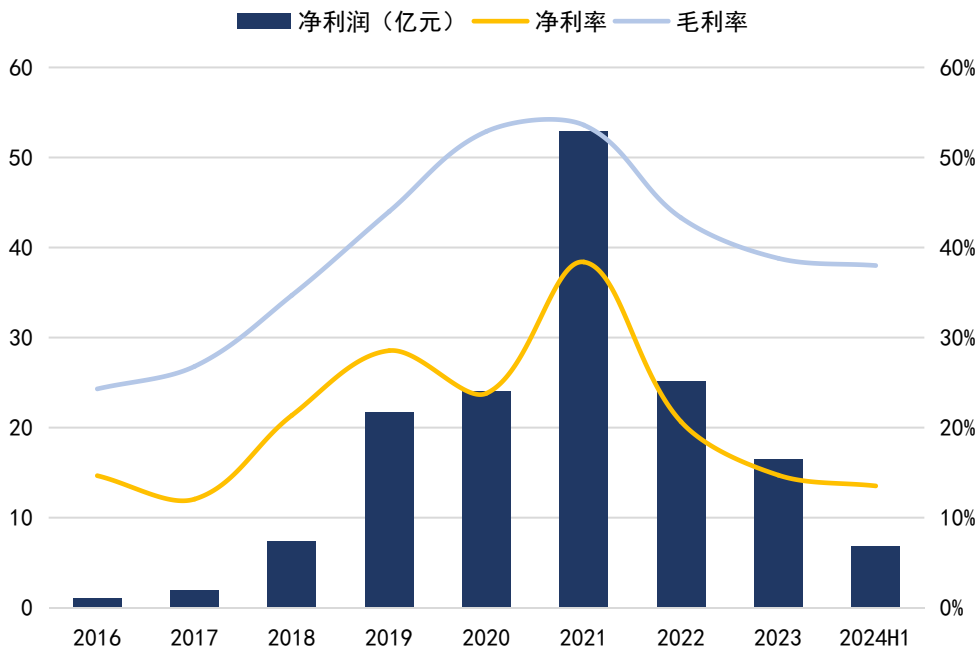
2016-2024H1收入复盘：受政策扰动规模见底

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业总收入	7.2	15.7	34.4	76.2	100.8	137.7	121.6	111.8	50.5
yoy		116.7%	119.2%	121.7%	32.4%	36.6%	-11.7%	-8.1%	-1.5%
TO B业务	5.1	10.0	24.9	65.7	91.7	125.9	106.8	93.2	39.2
yoy		96.8%	148.3%	163.6%	39.5%	37.4%	-15.2%	-12.7%	-12.3%
其中：									
美国	3.9	7.8	18.0	35.4	47.4	48.8	37.7	40.8	18.6
yoy		99.6%	130.1%	96.9%	34.0%	3.0%	-22.7%	8.2%	-9.8%
中国大陆	1.2	1.9	4.1	15.9	22.2	46.7	22.5	1.6	0.9
yoy		55.7%	117.9%	289.7%	39.6%	110.7%	-51.9%	-92.7%	-41.4%
欧洲及其他		0.4	2.9	14.4	22.1	30.4	46.6	50.7	19.8
yoy							53.4%	8.9%	-16.0%
其中：一次性						0.96	19.3	33.7	12.2
yoy							1911.5%	74.5%	-18.9%
换弹式						29.4	27.3	17.0	7.6
yoy							-7.2%	-37.6%	-10.9%
TO C业务	2.0	5.6	9.4	10.4	8.5	11.6	14.7	18.5	11.2
yoy		184.6%	67.7%	10.6%	-18.7%	37.1%	26.2%	26.0%	71.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2016-2024H1业绩复盘：收入下滑与产品结构变化影响盈利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

历史股价复盘：2024年估值回升，基本面已存在触底反转预期

□ 2024年估值先行回升驱动股价上行，2025-2026年业绩增长有望兑现

- 2020/7-2021/1：估值+业绩双击。海内外电子烟景气度高，估值从70x提升至300x，同期公司业绩维持快速增长。
- 2021/2-2024/1：估值+业绩双杀。2021年政策风险显性化，资金避险情绪较高，估值从300x回落至10-20x，但业绩仍维持+120%的高增速；2022年以来随着海内外政策陆续落地，业绩开始承压。
- 2024/2至今：估值回升驱动。基本面依然在触底但季度环比改善，市场对未来HNB业务预期较高，同时公司持续大手笔回购与高目标市值激励进一步提振市场信心，估值从15x提升至50x。



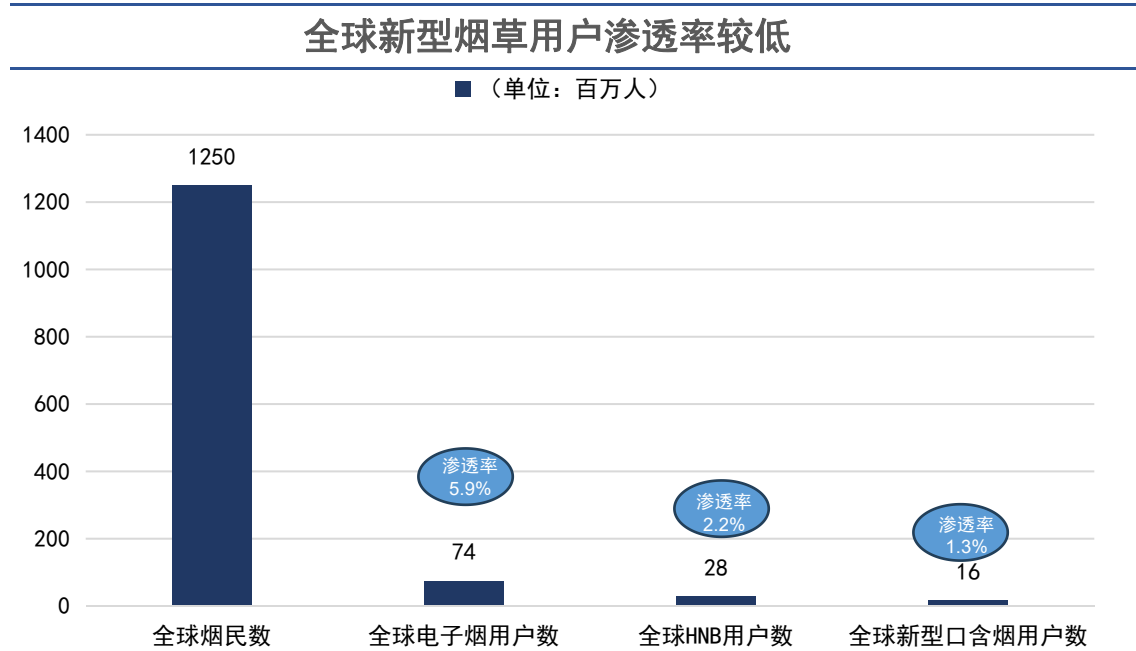
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

增长逻辑：新型烟草行业渗透红利，新业务打开成长空间



- 增长的基础：研发实力带来的高客户粘性。公司不仅仅是单纯的代工厂，而是基于扎实领先的技术基础与客户合作开发产品，同时FDA的PMTA审核也将品牌商与代工厂深度绑定，大客户为维护市场份额，非必要基本不会轻易更换代工厂。
- 增长的逻辑：新型烟草行业渗透率提升&新业务打开成长空间
- 1) 增长驱动之一：行业Beta红利
 - 短期：政策逐渐明朗带来换弹式行业反转，非合规市场打击力度增强、一次性监管趋严与FDA审批放松，有利于需求回流至合规换弹式。
 - 长期：根据BAT公告，2024H1全球电子烟、HNB与新兴口含烟用户数为7400/2800/1600万人，在全球烟民中的渗透率约5.9%/2.2%/1.3%，全球新型烟草的渗透率不足10%。2023年全球新兴烟草市场约769亿美元，受益于烟民健康意识增强与国际烟草巨头转型推动，在不考虑行业出现较大政策变化的基础上，若简单对各个品类做出渗透率提升预测，预计中长期全球新兴烟草市场至少有双倍增长空间。



资料来源：英美烟草公告，国信证券经济研究所整理

全球新兴烟草市场空间测算						
(单位：亿美元)	2023年 市场规模	2023年 渗透率	2018-2023 年CAGR	中长期预测		
				2035年 渗透率预期	2035年 市场规模	2023-2035年 复合增速
卷烟	7634		1.3%		6767	-1%
新型烟草	769		13.8%		2402	10%
新型烟草渗透率	10.1%				35.5%	
其中：						
无烟烟草（嚼烟、鼻烟）	138	1.8%	1.8%	2.5%	169	2%
换弹式	81	1.1%	4.4%	8.0%	541	17%
一次性	54	0.7%	57.7%	3.0%	203	12%
开放式	77	1.0%	-1.6%	4.0%	271	11%
加热不燃烧	345	4.5%	23.3%	10.0%	677	6%
无烟口服尼古丁	74	1.0%	159.7%	8.0%	541	18%

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
备注：此处测算的假设前提为不考虑未来行业政策较大变化，且主要根据过去行业的发展与当前行业趋势做线性外推的增长预测

增长逻辑：新型烟草行业渗透红利，新业务打开成长空间

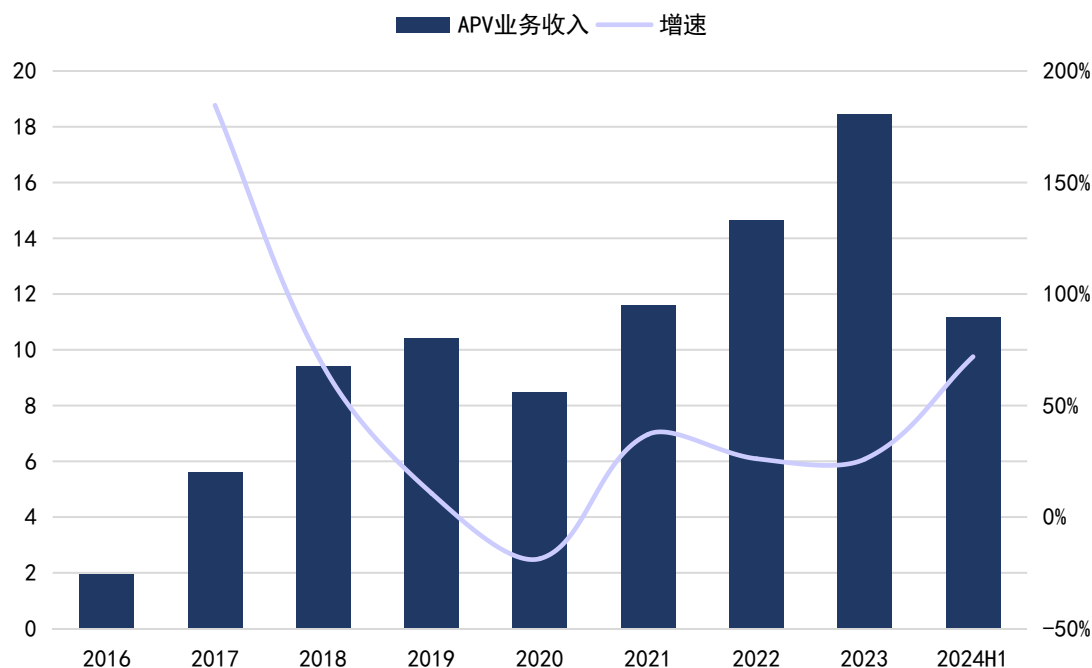
□ 2) 增长驱动之二：APV有望延续高增长，为大客户代工的HNB产品商业化落地

①自有品牌APV：2023年公司APV业务收入18.5亿/+26.0%，其中欧洲14.8亿/+31.3%、北美3.7亿/+8.8%；2024H1推出的XR0S迭代版XR04再次成为市场爆品，APV业务收入同比+71.9%。Vaporesso已成为APV头部品牌，未来在行业稳健的增速基础上有望延续亮眼增长。

②HNB业务伴随客户而成长：

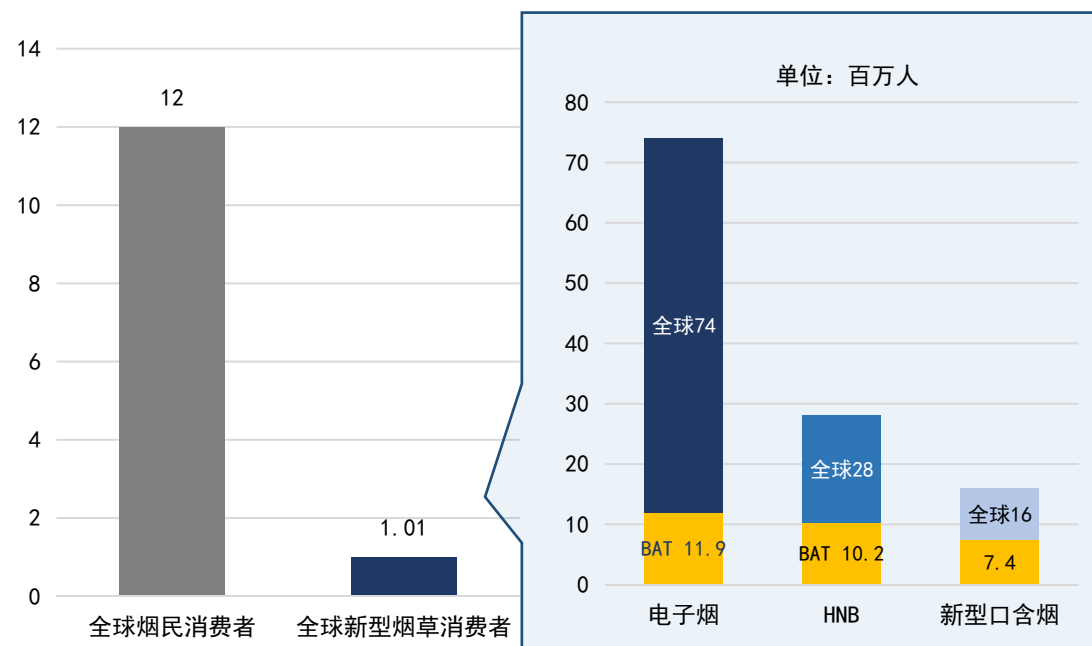
- 以大客户英美烟草为例，2024年BAT的电子烟、HNB与新型口含烟的消费者用户数分别为1190/1020/740万人，在品类的全球用户中的渗透率仅为16%/36%/46%，且新型烟草用户渗透率仍存在自然增长。
- 2024年由思摩尔代工的BAT加热不燃烧新品Glo Hilo在塞维利亚上市，终端消费者反馈积极；2025年BAT计划将新品推向更多市场，尤其是美国的HNB基本为空白市场，未来有望成为重要的新增长点，思摩尔作为BAT的核心代工厂将伴随客户的无烟转型而成长。

2021-2024H2公司APV业务实现快速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

大客户英美烟草的用户增长空间较大

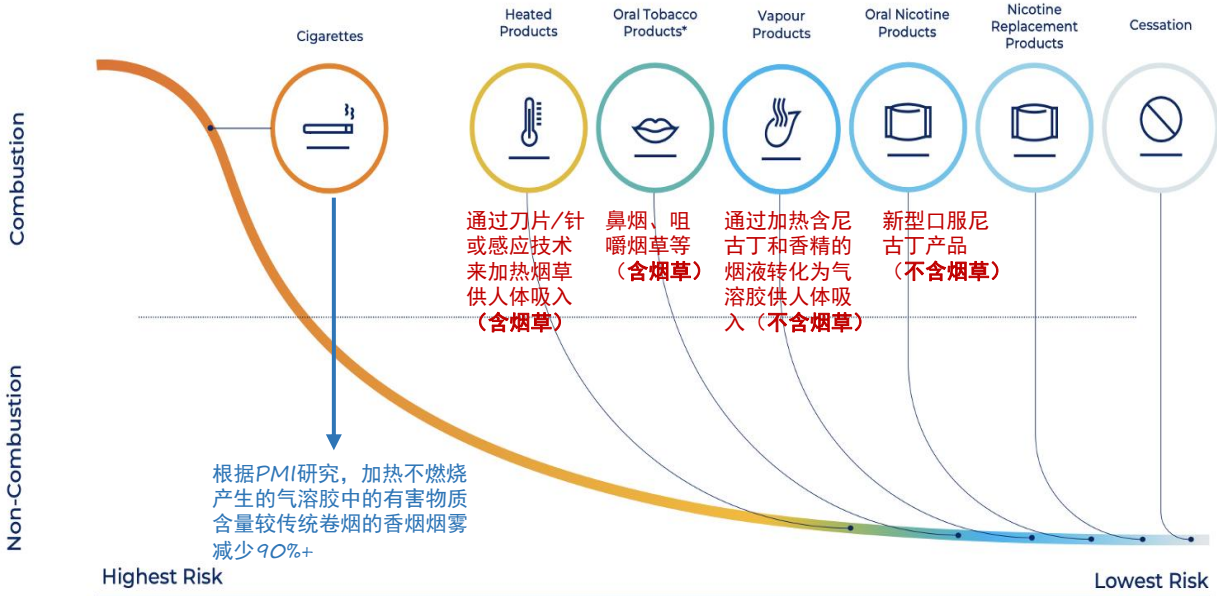


资料来源：英美烟草公告，国信证券经济研究所整理

关于HNB的探讨：为什么日本的HNB市场能成功？

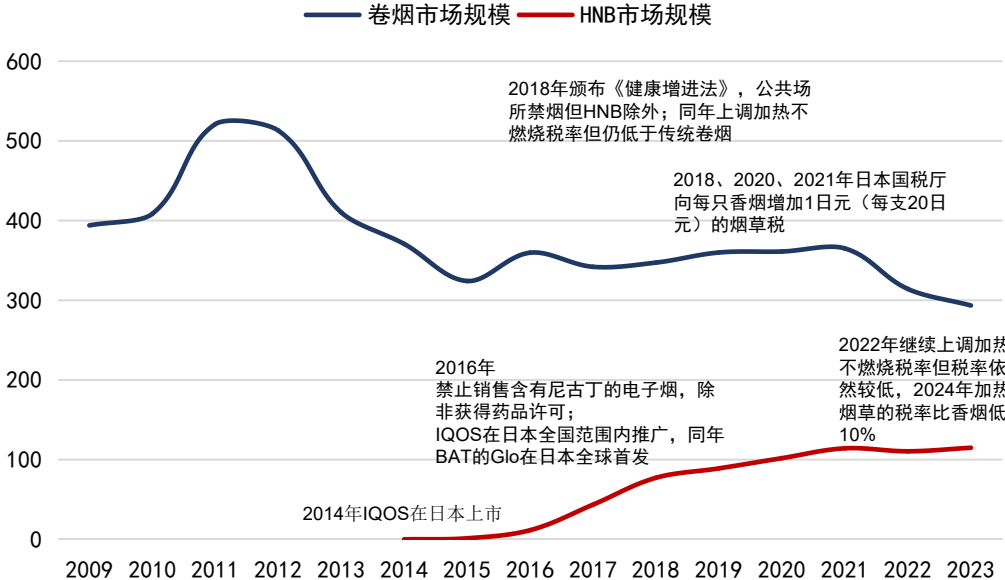
- 提高满足感是新型减害制品立足之本，产品基因决定市场规模。HNB起步虽晚于电子烟，但满足感、口感还原度与击喉感要高于电子烟（虽然相比卷烟口味仍柔和清淡），瞄准的是烟民群体，目前已成为最大的新型烟草品类。
- 问题一：为什么日本的HNB能推广成功？
 - ① 日本烟民的消费特点：日本烟民消费者健康意识强，且低焦、超低焦油卷烟占比高，对新型产品的接受度较高。
 - ② HNB宽松的政策支撑：日本是禁烟大国，2018年颁布《健康增进法》后公共场所全面禁烟但HNB除外，并持续提高传统卷烟烟草税。HNB定位为在控烟政策下的卷烟合法替代品，通过“禁止雾化+宽松HNB监管”组合政策，使得减害需求集中导向HNB市场。
 - ③ PMI、BAT等烟草巨头的推广：2014年PMI在日本和意大利率先推出IQOS产品，2016年BAT的GLO在日本全球首发，大多数HNB新品上市首选日本且产品迭代较快，加速了HNB产品在日本的推广与普及。

全球主要国家HNB市场规模：日本为HNB最大市场



资料来源：BAT公告、PMI公告，国信证券经济研究所整理

日本卷烟与HNB市场规模（亿美元）



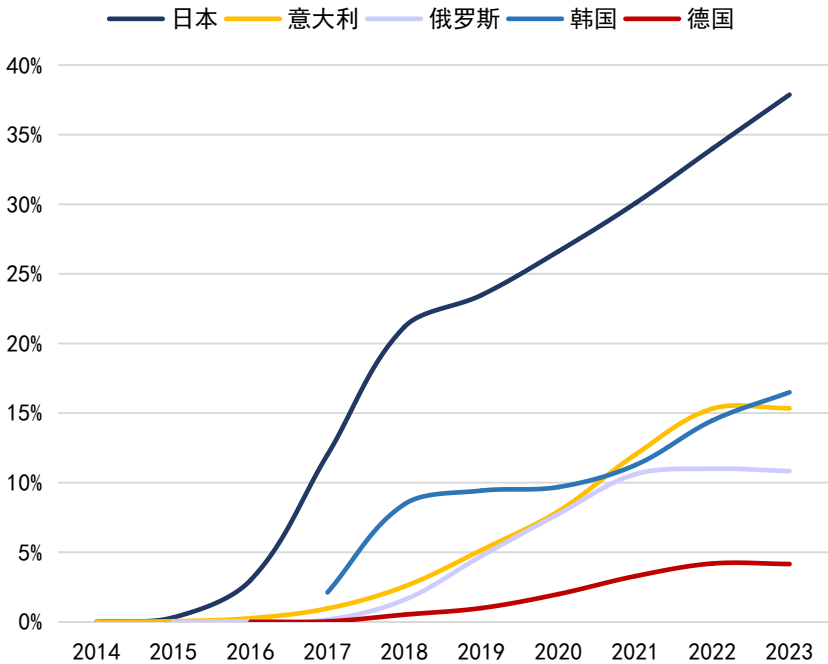
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

关于HNB的探讨：美国HNB市场的潜力如何？

问题二：美国HNB市场的潜力如何？

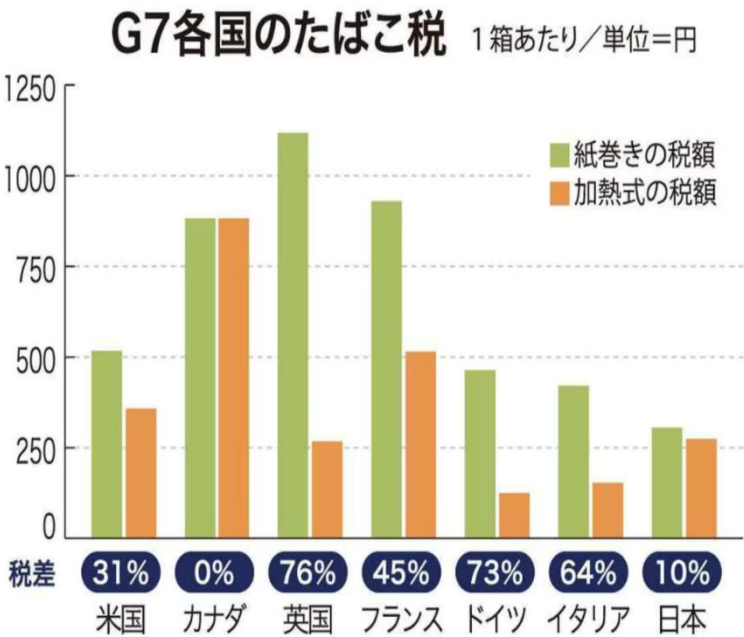
- 优惠的税率是必要前提：税率→产品价格→产品渗透率。加热烟草制品作为减害产品被很多国家给予税收优惠，根据日本新时代战略研究所，以一包20支香烟的香烟税来看，卷烟与加热卷烟的税率差异为英国76%、德国73%、意大利64%、法国45%、日本10%。
- 日本HNB的成功或难以复制：日本HNB的推广度和接受度比其他国家更高，更核心的因素在于日本“提卷烟税+禁雾化+宽松HNB”的政策。
- 美国HNB市场的潜力仍值得期待：美国作为烟草大国，新型烟草品类丰富且消费者对新产品的接受度也较高，但考虑到可替代的品类选择较多，同时HNB与电子烟都需通过FDA审批才可合法销售，预计一定程度将会影响HNB在美国的推广。虽难以达到日本38%的渗透率，若以欧洲国家10-15%的渗透率为参考标准，以2023年美国烟草1319亿美元的市场规模为基础，**中长期看HNB拥有132~330亿美元的空间。**

日本HNB的渗透率最高，超过35%



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

G7国家卷烟与加热烟草的税率差异



资料来源：日本新时代战略研究所，国信证券经济研究所整理

主要国家的烟草市场概览

	总人口数量（万人）	烟民数量（万人）	吸烟比例	烟草市场总规模（亿美元）	HNB市场规模（亿美元）	HNB渗透率
日本	12452	2600	20.9%	293	111	38%
意大利	5899	1400	23.7%	285	44	15%
俄罗斯	14383	3800	26.4%	225	24	11%
韩国	5171	1000	19.3%	136	22	16%
德国	8328	1800	21.6%	335	14	4%
波兰	3669	910	24.8%	125	12	10%
乌克兰	3773	1100	29.2%	45	7	16%
英国	6835	1000	14.6%	271	4	1%
西班牙	4835	1300	26.9%	143	2	2%
法国	6829	2200	32.2%	228	1	0%
美国	34132	7600	22.3%	1319	-	-

资料来源：Euromonitor，WHO，世界银行，国信证券经济研究所整理

关于HNB的探讨：产品维度，英美烟草GloHilo能否突围？

问题三：HNB产品的核心壁垒是什么？

- **HNB：利用加热设备（烟具）加热经处理的烟丝（烟弹）实现尼古丁摄入，消费者核心关注产品的加热时间、口感还原度与击喉感等。**
- ①**烟具**：由电路板、芯片、加热片、电池与塑胶件等组成，属于耐用品，通常找外部代工或合作生产完成。其中主流加热技术包括电阻、电磁与红外加热三种，核心是解决加热效率、加热不均匀导致焦糊味与清洗维护等问题。
- ②**烟弹**：易耗品属性，HNB烟草一般由再造烟叶制成，需要在低温加热非燃烧状态下均匀、稳定释放烟碱和香气物质，对再造烟叶的抗张强度、发烟剂负载与均质化提出较高要求，因此存在较高的技术制造与资质壁垒。国内HNB产业链属于烟草体系，烟弹制造主要由中烟掌握；海外烟弹主要由品牌商研发控制，如IQOS的Marlboro/HEETS/Parliament/TEREA、日烟的七星烟弹、帝国烟草的Kent/Neo等。
- **GloHilo产品力明显提升，有望抢占份额。**根据官网，①吸烟时长：增强模式3分钟40秒、标准模式5分钟10秒，较上一代Hyper pro延长40秒，且预热时间快10-15秒；②充电时间：40分钟从0%到80%快充；③性价比较高，同为分离式的GLO HILO PLUS较IQOS ILUMA更便宜。

HNB的加热技术与薄片制造工艺

加热技术 电阻加热 - 本质：在陶瓷上印刷金属回路制成发热元件，通电后产生热量。 - 特点：电阻加热技术发展成熟，但存在加热不均匀、难清洁问题。 - 应用：iqos前3代等	电磁加热 - 本质：利用高频高压电流通过感应线圈产生交变磁场，在金属感应体上产生涡流而加热； - 特点：升温快、热能效率高且烟具无需清洁，存在加热不均匀问题且内资专利布局不占优； - 应用：IQOS ILUMA/Glo/Ploom等	红外加热 - 本质：被加热的物体吸收红外线，产生强烈的振动、旋转使物体温度升高； - 特点：内外同时加热，加热均匀、热效率良好，但技术还在开发中。 - 应用：安徽中烟 iHEA
烟弹薄片制造	造纸法 调控性能较高，但有效负载干物质的含量低于其他方法，因此发烟量及香气量低，更适用于传统烟草制造。	辊压法 辊轧成型时物料水分低，脱水量较低，香气及烟碱损失少，但伸长率低于稠浆法，拉伸强度高不高，易破碎、断裂。
	干法造纸法 烟叶结构疏松适宜，发烟效果好，但其片基成型时厚度控制较难，影响烟叶涂布液负载的均匀性、厚度及定量稳定性，且加工强度不高，易掉粉、断裂、破碎等。	稠浆法 厚度及定量稳定性、导热均匀性和发烟效果好，但在干燥时需脱除较高水分，易造成香气成分及发烟剂流失。目前是主流工艺。

GLO Hilo与IQOS iluma产品对比

	GLO HILO	GLO HILO PLUS	IQOS ILUMA
			
产品形态	一体式，有显示屏	分离式，烟杆有按键	分离式，无显示屏
价格	1490RSD (96RMB)	4990RSD (322RMB)	49英镑 (448RMB)
最大加热	370° C (StickSeal™ 技术)		300° C (智能核心感性系统)
预热时间	5s (比Hyper Pro快10-15s)		自动预热20s
吸烟时长	增强模式：3min40s/标准模式：5min10s (比Hyper Pro长40s)		6min或14次抽吸
使用次数	20次	烟杆可连续使用2次，与主机一起可使用20次	最多3次，加上主机可连续使用20次
充电时间	设备40min从0到80%	烟杆20min，设备40min从0到80%	主机设备充电时间90-135min

资料来源：Glo官网、IQOS官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国烟草学报《用于加热不燃烧（HNB）卷烟的再造烟叶生产工艺研究进展》、艾邦新消费、烟悦网，国信证券经济研究所整理

04 | 盈利预测与投资建议

➤ 我们的盈利预测基于以下假设条件：

□ 收入端：公司业务分为面向企业客户与面向零售客户

①面向企业客户：

- 美国：考虑到美国对非合规市场打击趋严，换弹式审批放宽，美国合规换弹式市场有望迎来修复式增长，预计2024-2026年收入同比-7%/+15%/+12%至39.1/43.3/49.4亿；
- 欧洲及其他国家地区：一次性电子烟监管收紧，有利于换弹式重回增长，预计2024-2026年收入同比-10%/-6%/-0.4%至45.6/43.0/42.8亿；
- 中国大陆：2022年电子烟新国标实施后行业迎阵痛期，预计公司收入规模维持在1亿以内。
- 其他业务：为大客户BAT代工的GloHilo产品已于2024/11在塞尔维亚试销，产品力提升明显且终端反馈较好，2025年BAT将进一步向全球市场拓展，美国FDA认证已提交申请。公司作为核心代工厂跟随大客户开拓新业务，预计在2026年将迎来业务放量，预计2025-2026年公司其他业务收入为2.9/13.8亿。

②面向零售客户：

- 公司自有品牌Vaporesso已成为开放式电子烟头部品牌，随着产品迭代与持续推出市场爆品，未来在行业稳健增长基础上有望延续亮眼增长。预计2024-2026年收入分别同比70%/30%/25%至30.4/37.2/46.8亿。

综上，预计公司2024-2026年收入同比+3.6%/+9.3%/+20.7%至115.8/126.7/152.9亿。

思摩尔国际业务拆分

单位：亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	100.8	137.7	121.6	111.8	115.8	126.7	152.9
同比(%)	32.4%	36.6%	-11.7%	-8.1%	3.6%	9.3%	20.7%
毛利率	52.9%	53.6%	43.3%	38.8%	35.9%	37.4%	40.0%
TO B销售	91.6	125.9	106.8	93.2	85.5	89.5	106.1
占比	90.9%	91.4%	87.8%	83.4%	73.8%	70.7%	69.4%
yoy	39.5%	37.4%	-15.2%	-12.7%	-8.3%	4.7%	18.6%
美国	47.4	48.8	37.7	40.8	39.1	43.3	49.4
占比	51.7%	38.8%	35.3%	43.8%	45.7%	48.3%	46.5%
yoy			-22.7%	8.2%	-7.0%	15.0%	12.0%
欧洲及其他	22.0	30.38	46.6	50.74	45.6	43.0	42.8
占比	24.1%	24.1%	43.6%	54.4%	53.3%	48.0%	40.3%
yoy			53.4%	8.9%	-10.2%	-5.7%	-0.4%
其中：一次性		0.96	19.31	33.7	28.9	22.7	18.2
yoy			1911.5%	74.5%	-14.3%	-21.4%	-20.0%
换弹式		29.4	27.29	17.0	16.7	20.3	24.6
yoy			-7.2%	-37.6%	-2.0%	21.3%	21.5%
中国大陆	22.2	46.7	22.5	1.6	0.8	0.4	0.2
占比	22.0%	37.1%	21.0%	1.7%	1.0%	0.5%	0.2%
yoy	39.6%	110.7%	-51.9%	-92.7%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
其他业务						2.9	13.8
yoy							379.2%
TO C销售	8.5	11.6	14.7	18.5	30.4	37.2	46.8
占比	8.4%	8.4%	12.1%	16.5%	26.2%	29.3%	30.6%
yoy	-18.7%	37.1%	26.2%	26.0%	70.0%	30.0%	25.0%
其中：美国			3.4	3.7	4.2	5.1	6.0
yoy				8.8%	13.6%	20.7%	17.7%
欧洲及其他			11.2	14.8	26.2	32.1	40.8
yoy				31.3%	77.3%	22.6%	27.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

费用及其他假设：

- 毛利率方面，随着毛利率较低的一次性电子烟占比下降，盈利能力较强的换弹式、APV与新业务占比提升，预计公司2024-2026年毛利率分别为35.9%/37.4%/40.0%。
- 费用率方面，对公司各项费用率做维稳假设。其中1) 销售费用：随着公司加大海外本地化营销团队建设，加大海外市场的开拓和新产品的推广力度，预计销售费用率稳步小幅提升，假设2024-2026年为5.0%/5.5%/6.0%；2) 管理费用：公司持续推进阿米巴经营，管理效率得到较大提升，假设2024-2026年管理费用率为6.7%/5.0%/5.0%；3) 研发费用：近年公司正加大对HNB、雾化医疗与雾化美容等新业务的投入，假设2024-2026年研发费用率维持在15%；4) 财务费用：假设2024-2026年财务费用率为0.8%/0.3%/0%。
- 按上述假设条件，我们得到公司2024-2026年营收为115.8/126.7/152.9亿元，归属母公司净利润13.04/15.78/20.40亿元，利润年增速分别为-20.7%/+21.0%/+29.2%，每股收益2024-2026年分别为0.21/0.26/0.33元。

未来3年盈利预测表				
亿元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	111.8	115.8	126.7	152.9
营业成本	68.3	74.3	79.3	92.4
销售费用	5.3	5.8	7.0	9.2
管理费用	8.7	6.1	6.3	7.6
研发费用	14.8	17.5	19.0	22.9
财务费用	0.3	-0.9	-0.4	0.0
归属于母公司净利润	16.5	13.1	15.9	20.7
EPS	0.27	0.21	0.26	0.33
ROE	7.7%	5.8%	6.5%	7.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析：情景分析（乐观、中性、悲观）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	12,157	11,177	11,604	12,743	15,515
(+/-%)	-11.7%	-8.1%	3.8%	9.8%	21.8%
净利润(百万元)	2510	1645	1744	2071	2651
(+/-%)	-52.5%	-34.5%	6.0%	18.8%	28.0%
摊薄EPS	0.41	0.27	0.28	0.34	0.43
中性预测					
营业收入(百万元)	12,157	11,177	11,583	12,666	15,291
(+/-%)	-11.7%	-8.1%	3.6%	9.3%	20.7%
净利润(百万元)	2510	1645	1304	1578	2040
(+/-%)	-52.5%	-34.5%	-20.7%	21.0%	29.2%
摊薄EPS(元)	0.41	0.27	0.21	0.26	0.33
悲观的预测					
营业收入(百万元)	12,157	11,177	11,563	12,590	15,068
(+/-%)	-11.7%	-8.1%	3.5%	8.9%	19.7%
净利润(百万元)	2510	1645	877	1100	1457
(+/-%)	-52.5%	-34.5%	-46.7%	25.5%	32.4%
摊薄EPS	0.41	0.27	0.14	0.18	0.24

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值：合理价值区间为12. 41-16. 69元



- 考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。
- 未来10年估值假设条件见下表：根据主要假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司绝对估值价值区间为12. 41-16. 69元。

公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	-11. 70%	-8. 10%	3. 60%	9. 30%	20. 70%	18. 60%	16. 80%	15. 10%	13. 60%	12. 20%	11. 00%	9. 90%
营业成本/营业收入	56. 60%	61. 10%	64. 10%	62. 60%	60. 40%	58. 00%	56. 00%	55. 00%	54. 00%	53. 00%	52. 00%	51. 00%
管理费用/营业收入	20. 70%	21. 00%	20. 40%	20. 00%	20. 00%	20. 00%	20. 00%	20. 00%	20. 00%	20. 00%	20. 00%	20. 00%
销售费用/销售收入	3. 20%	4. 70%	5. 00%	5. 50%	6. 00%	6. 00%	6. 00%	6. 00%	6. 00%	6. 00%	6. 00%	6. 00%
所得税税率	15. 00%	15. 00%	20. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%
股利分配比率	38. 90%	34. 10%	38. 00%	40. 00%	42. 00%	44. 00%	44. 00%	44. 00%	44. 00%	44. 00%	44. 00%	44. 00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

思摩尔国际FCFF估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	1, 095. 2	1, 392. 9	1, 957. 4	2, 787. 0	3, 698. 0	4, 517. 9	5, 425. 0	6, 413. 9	7, 478. 1	8, 610. 1	
所得税税率	20. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	
EBIT*(1-所得税税率)	876. 2	1, 142. 2	1, 605. 1	2, 285. 3	3, 032. 3	3, 704. 7	4, 448. 5	5, 259. 4	6, 132. 0	7, 060. 3	
折旧与摊销	497. 4	528. 6	564. 8	601. 8	637. 0	668. 9	696. 9	720. 8	740. 7	756. 9	
营运资金的净变动	514. 9	-126. 1	265. 5	92. 6	1. 0	155. 9	87. 1	56. 4	63. 6	24. 4	
资本性投资	-1, 185. 10	-1, 008. 10	-872. 5	-770. 6	-696. 3	-644. 9	-612. 6	-596. 3	-594	-603. 8	
FCFF	703. 3	536. 6	1, 562. 9	2, 209. 2	2, 974. 0	3, 884. 6	4, 619. 9	5, 440. 3	6, 342. 4	7, 237. 8	125, 115. 8
PV(FCFF)	648. 7	456. 4	1, 226. 0	1, 598. 2	1, 984. 3	2, 390. 3	2, 621. 8	2, 847. 4	3, 061. 4	3, 222. 0	55, 697. 8
核心企业价值	75, 754. 3										
减：净债务	11, 956. 30										
股票价值	87, 710. 6										
每股价值	14. 19										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

• 现金流折现模型的关键假设如下：

资本成本假设

无杠杆Beta	0. 92	T	20. 00%
无风险利率	2. 00%	Ka	8. 46%
股票风险溢价	7. 00%	有杠杆Beta	0. 95
公司股价（元）	11. 94	Ke	8. 63%
发行在外股数（百万）	6181	E/（D+E）	96. 80%
股票市值（E，百万元）	73807	D/（D+E）	3. 30%
债务总额（D，百万元）	2443	WACC	8. 43%
Kd	3. 00%	永续增长率（10年后）	2. 5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		7. 4%	7. 9%	8. 44%	8. 9%	9. 4%
永续增长率变化	3. 5%	20. 45	18. 04	16. 12	14. 57	13. 28
	3. 0%	18. 69	16. 69	15. 07	13. 73	12. 6
	2. 5%	17. 28	15. 59	14. 19	13. 01	12. 02
	2. 0%	16. 13	14. 67	13. 45	12. 41	11. 51
	1. 5%	15. 18	13. 9	12. 81	11. 88	11. 07

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：合理价值区间为11.55-16.50元



相对估值：合理价值区间11.55-16.50元

- 公司是全球雾化解决方案龙头，雾化代工业务深度绑定英美烟草、日本烟草与NJOY等国际大客户，HNB等新型烟草业务伴随客户的积极转型而成长，自有品牌APV业务趋势向好，2024H1代工、自有品牌业务占比78%/22%。由于国内A/H股上市的新型烟草企业较少，从业务模式、产品品类与客户群体维度很难找到完全可比的上市公司，综合考虑，选取部分业务为IQOS代工的创新消费电子UDM制造龙头盈趣科技、国内电子烟品牌龙头雾芯科技与深度绑定海外头部品牌的国内最大服装代工龙头申洲国际作为可比公司，2024-2026年可比公司平均估值为34x、25x、21x。
- 公司的估值溢价来自：1) 公司所处的新型烟草行业为全球渗透率快速提升的高成长性行业，且全球对新型烟草的监管政策逐渐走向明朗，政策风险在降低。2) 公司是雾化合规市场代工龙头，跟随国际大客户拓展新型烟草业务，业务具有较高的成长空间；3) 公司技术储备深厚，代工客户对公司的依赖度较高，因此具备一定产业链议价能力。考虑到随着新业务开拓，预计公司业绩将在2026年放量，给予公司2026年35x-50x估值，对应市值714-1020亿元，对应股价11.55-16.50元。

代码	公司	业务介绍	股价	市值 (亿元)	2023年（亿元）		EPS			PE		
					收入	利润	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002925.SZ	盈趣科技	公司是创新消费电子领域UDM制造龙头，部分业务为IQOS供应链代工。2023年总收入38.6亿元，智能控制部件、创新消费电子、汽车电子与健康环境产品业务占比分别为34%/30%/13%/10%。	16.11	125.2	38.3	4.51	0.33	0.49	0.62	48.8	32.7	25.9
2313.HK	申洲国际	公司是国内最大的运动服装代工龙头，客户深度绑定且以海外头部品牌商为主，2023年营业收入249.7亿元。	57.80	801.2	249.7	45.57	3.89	4.40	4.94	14.9	13.1	11.7
RLX.N	雾芯科技	公司是国内雾化电子烟龙头品牌，也是思摩尔的代工客户之一，2023年收入15.9亿。	16.64	211.6	15.9	5.34	0.44	0.55	0.69	37.8	30.1	24.2
平均值										33.8	25.3	20.6
6969.HK	思摩尔国际		12.32	702.2	111.7	16.45	0.21	0.26	0.33	58.7	47.4	37.3

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理
注：盈趣科技、申洲国际与雾芯科技盈利预测均为wind一致预期，货币单位为人民币

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级



投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

- 预计公司2024-2026年收入分别为115.8/126.7/152.9亿元，收入年增速为+3.6%/+9.3%/+20.7%；归属母公司净利润13.04/15.78/20.40亿元，利润年增速分别为-20.7%/+21.0%/+29.2%，每股收益分别为0.21/0.26/0.33元，对应PE为52.8/43.6/33.8x。
- 综合上述绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值区间在11.55-16.50元之间，对应市值714-1020亿元，对应2025年估值为45.2-64.6倍，上限相较于公司2月21日收盘价存在约40%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测与财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,157	11,177	11,583	12,666	15,291
(+/-%)	-11.7%	-8.1%	3.6%	9.3%	20.7%
归母净利润(百万元)	2510	1645	1304	1578	2040
(+/-%)	-52.5%	-34.5%	-20.7%	21.0%	29.2%
每股收益(元)	0.41	0.27	0.21	0.26	0.33
EBIT Margin	19.3%	12.8%	9.5%	11.0%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	7.7%	5.9%	6.8%	8.4%
市盈率 (PE)	27.4	41.9	52.8	43.6	33.8
EV/EBITDA	26.7	36.8	50.8	44.0	35.0
市净率 (PB)	3.38	3.22	3.10	2.97	2.83

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表: 财务预测与估值



资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9763	5332	5865	6452	7097	营业收入	12157	11177	11583	12666	15291
应收款项	3162	2617	2678	3063	3605	营业成本	6885	6834	7430	7928	9242
存货净额	841	781	825	942	1081	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	4	5	4	6	销售费用	388	526	579	697	917
流动资产合计	19199	19571	22377	26064	30512	管理费用	2541	2381	2479	2649	3174
固定资产	2764	3311	3914	4289	4471	财务费用	29	27	(88)	(43)	5
无形资产及其他	526	463	548	652	778	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1325	1146	1146	1146	1146	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	545	1018	1396	1699	1942	其他收入	638	611	497	529	565
资产总计	24359	25508	29381	33850	38848	营业利润	2951	2019	1680	1964	2517
短期借款及交易性金融负债	0	0	2443	5592	8459	营业外净收支	3	(83)	(50)	(40)	(30)
应付款项	1305	1368	1461	1589	1875	利润总额	2954	1937	1630	1924	2487
其他流动负债	2284	2198	2575	2677	3190	所得税费用	444	291	326	346	448
流动负债合计	3589	3566	6479	9857	13524	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2510	1645	1304	1578	2040
其他长期负债	393	532	683	828	976	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	393	532	683	828	976	净利润	2510	1645	1304	1578	2040
负债合计	3982	4099	7162	10685	14501	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	567	679	497	529	565
股东权益	20377	21410	22218	23165	24348	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	24359	25508	29381	33850	38848	财务费用	29	27	(88)	(43)	5
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(408)	898	515	(126)	265
每股收益	0.41	0.27	0.21	0.26	0.33	其它	0	0	0	(0)	0
每股红利	0.16	0.09	0.08	0.10	0.14	经营活动现金流	2669	3221	2316	1981	2870
每股净资产	3.30	3.46	3.59	3.75	3.94	资本开支	0	(1194)	(1185)	(1008)	(872)
ROIC	14%	10%	10%	11%	14%	其它投资现金流	(2190)	(5404)	(2167)	(2601)	(3121)
ROE	12%	8%	6%	7%	8%	投资活动现金流	(1218)	(7072)	(3731)	(3912)	(4235)
毛利率	43%	39%	36%	37%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	13%	9%	11%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	19%	14%	15%	16%	支付股利、利息	(976)	(561)	(496)	(631)	(857)
收入增长	-12%	-8%	4%	9%	21%	其它融资现金流	(1163)	541	2443	3149	2867
净利润增长率	-53%	-34%	-21%	21%	29%	融资活动现金流	(3115)	(581)	1948	2518	2011
资产负债率	16%	16%	24%	32%	37%	现金净变动	(1664)	(4431)	533	587	645
息率	1.3%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	11427	9763	5332	5865	6452
P/E	27.4	41.9	52.8	43.6	33.8	货币资金的期末余额	9763	5332	5865	6452	7097
P/B	3.4	3.2	3.1	3.0	2.8	企业自由现金流	0	1602	703	537	1563
EV/EBITDA	27	37	51	44	35	权益自由现金流	0	2120	3217	3720	4426

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

05 | 风险提示

□ 估值的风险

- 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理价值在11.70-16.71元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.0%、风险溢价7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 我们假定未来10年后公司TV增长率为2.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 相对估值方面：由于缺乏完全可比的公司，我们选取了与公司业务或业务模式相近的盈趣科技、申洲国际与雾芯科技等公司的相对估值指标进行比较，同时考虑到公司的成长性与技术优势等，最终给予公司2026年35-50倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

□ 盈利预测的风险

- 我们假设公司未来3年收入增长3.6%/9.3%/20.7%，未考虑到行业政策可能存在重大不确定性变化，同时可能存在对全球新兴烟草渗透率提升、公司新业务开拓等预测偏乐观，进而高估未来3年业绩的风险。
- 我们预计公司未来3年毛利率分别为35.9%/37.4%/40.0%，保持稳健提升，可能存在对公司成本估计偏低、新业务毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- 我们预计公司未来3年销售费用率小幅提升趋势，管理费用率与研发费用率均维持稳定，可能存在对公司费用率估计偏低，从而高估未来3年业绩的风险。

□ 经营风险

- **政策与监管风险：**烟草行业与人类健康高度相关，是一个政策强监管行业。由于全球各国监管方对新型烟草减害性与危害的复杂权衡评估结果不同，各国对新型烟草的监管态度存在差异且可能随时调整，如多国对电子烟的口味监管禁令、广告限制、尼古丁含量限制等，政府也可能通过提高税收来提高产品价格，进而影响产品销售。若公司经营的业务与产品受到全球主流国家的强政策监管，将直接影响公司的收入与利润，同时政策不确定性与监管风险也存在拖累估值下行的可能。
- **PMTA审核不确定性风险：**公司是雾化合规市场代工龙头，若核心客户英美烟草、日本烟草等的产品无法通过美国FDA的PMTA预上市烟草产品申请，将导致产品无法在北美市场销售，进而影响公司业务。
- **客户集中度过高风险：**2023年公司前五大客户占收入的比重达到56.8%，其中第一大客户占比约40.8%。公司客户集中度较高，若头部客户因监管或竞争失利，或者更换核心供应商，将直接影响公司的收入。
- **新业务发展不及预期风险：**公司新布局的医疗雾化等业务商业化进程缓慢且需通过北美FDA严格审批，短期或难以贡献利润；HNB等新产品2024/11在塞尔维亚上市，还需要在全球其他市场进行产品验证，存在因产品力不足而导致的发展不及预期风险。
- **市场竞争风险：**全球新型烟草行业参与者众多，海外烟草巨头聚焦于品牌与渠道，代工厂基本集中于国内，竞争激烈，若中小厂商以低成本方案抢夺订单，公司的高研发成本模式将面临挑战、压缩盈利空间。
- **技术被追赶风险：**新型烟草行业正处于渗透率快速提升期，产品与技术路径尚未成熟，因此技术创新是新型烟草行业核心竞争力，若公司技术落后或选择的技术路径错误可能导致市场份额流失风险。
- **汇率波动风险：**公司业务基本以出口为主，2023年国外业务收入占比约99%，汇率波动将对公司营收及盈利产生影响；

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032