

# 中小市值

证券研究报告  
2019年07月13日

## 新型烟草行业深度之八：如何看待当前新型烟草产业投资机会

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**杨藻** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517060001  
yangzao@tfzq.com

**蒋梦晗** 联系人  
jiangmenghan@tfzq.com

### 当前新型烟草市场规模和结构如何？

2018 年全球新型烟草销售规模达到 277.4 亿美元（加热不燃烧约 119 亿，雾化式电子烟约 158 亿），同比增长 60.6%，持续高速增长，预计 2019 年全球新型烟草规模将达到 370 亿美元。因 IQOS、JUUL 的兴起，带动全球加热不燃烧、封闭式小烟品类迅速崛起，2018 年两者合计占比约 68%，预计到 2023 年合计份额将超过 85%。从品类来看，传统雾化烟在欧美地区盛行，消费者以“非烟民”为主，亚太区以加热不燃烧为主。

### 未来市场空间和驱动力如何看？

我们认为，当前仍处于产业初期，千亿级市场待掘金，但由于市场结构、消费者偏好、监管政策不同等原因，我们认为对于新型烟草产业未来的发展空间和驱动力需分情况讨论：

#### 1. 海外雾化市场：尼古丁用户渗透率和 CBD 合法化区域将继续提升

由 JUUL 研发的尼古丁盐技术带来新的“技术革命”，提升了雾化烟中尼古丁的利用效率，改善使用体验，使得雾化烟从“小众”向“大众”消费品转化。此外，海外工业大麻及娱乐大麻合法化催生 CBD 雾化新需求。根据统计 2018 年美国合法大麻浓缩提取物中，约 60%用于雾化设备的油类产品灌装，随着 CBD 合法区域的不断增加，雾化产品未来仍有可观市场空间。

#### 2. 海外加热不燃烧市场：迅速崛起，逐步替代卷烟消费

因吸烟文化、雾化式电子烟管控问题，日韩等东亚国家对于加热不燃烧品类的接受度更高。截止 2019Q1，3 年时间 IQOS 日本市占率从一开始不足 1%迅速增长至 16.9%；目前 70%的 IQOS 消费者是从其他竞争对手的卷烟品牌转为 PMI 客户，新型烟草已然是未来各烟草公司获得消费者的“必争之地”。截止 18 年底，日本烟民加热不燃烧设备保有率超过 40%。

#### 3. 国内加热不燃烧市场：国家专卖政策主导，静待国内放开

各中烟公司与旗下研究院通过自力或合作方式开展在新型烟草领域布局，目前已有多家企业成品试水海外市场，部分烟具在国内进行小范围试水体验。产品以加热不燃烧烟草为主，在韩国、欧洲及东南亚部分国家出口销售。

#### 4. 国内雾化市场：自有品牌于年内纷纷入场，千烟之“战”已然打响

2019 年来，各大品牌如悦刻、灵犀 Linx、MOTI 魔笛、鲸鱼轻烟、火器、foogo 福狗等，均在加速推出新产品以抢占市场份额。根据统计，19 年 618 当天京东平台电子烟成交额同比增 5.6 倍，烟弹成交数量同比增 3.3 倍，上榜公司名单中多个品牌于 2018 年底后才创立，可见各大品牌前进步伐之迅速，千烟之“战”已然打响。

### 投资建议及推荐标的

我们认为当前新型烟草产业正处于产业发展初期，仍存在可观的技术迭代、政策推进等产业发展空间，相关品牌商、渠道商或者供应链厂商有望将继续享受产业高速发展带来的市场红利。

- 国际供应链：亿纬锂能（持股雾化电子烟代工厂商龙头麦克韦尔）、盈趣科技（IQOS 精密塑胶件二级供应商）
- 国内供应链：劲嘉股份（携手云南中烟、小米生态链卡位新型烟草主渠道）、集友股份（布局新型烟草研发及产业化）

**风险提示：**新型烟草政策变动风险；工业大麻应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化，我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加，相关业务或有政策变动/法律/经营管理/自然/研发操作风险、合作不确定性；企业发展不及预期，技术开发风险。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《中小市值-行业点评:工业大麻专题电话会议之 4: 加拿大专家如何看待行业发展?》 2019-07-09
- 2 《中小市值-行业深度研究:新型烟草深度研究之品牌巡礼: 灵犀的商业秘诀是什么?》 2019-07-08
- 3 《中小市值-行业研究周报:19 年行至近半, 哪些上市公司已经布局了新型烟草?》 2019-06-30

## 内容目录

1. 当前新型烟草市场规模及结构如何？ .....	4
2. 未来市场空间和驱动力如何看？ .....	4
2.1. 海外雾化市场：尼古丁用户渗透率和 CBD 合法化区域将继续提升 .....	5
2.2. 海外加热不燃烧市场：迅速崛起，逐步替代卷烟消费 .....	7
2.3. 国内加热不燃烧市场：国家专卖政策主导，静待国内放开 .....	8
2.3.1. 四川中烟：率先实现规模生产+出口+国内线上销售 .....	9
2.3.2. 云南中烟：以华玉科技为平台全面覆盖新型烟草制品 .....	9
2.3.3. 广东中烟： MU+ ”、 ”ING ” 加热不燃烧烟草在老挝上市 .....	10
2.3.4. 湖南中烟：Usonicig 超声雾化电子烟已于欧洲上市 .....	10
2.3.5. 湖北中烟：开设国内第一家线下新型烟草旗舰店 .....	11
2.3.6. 黑龙江中烟：推出 KOKEN 智能可调节烟具 .....	11
2.3.7. 山东中烟：布局新型烟草并同时研发相关制造设备 .....	12
2.4. 国内雾化烟市场：自有品牌于年内纷纷入场，干烟之 ”战 ” 已然打响 .....	12
3. 投资建议及推荐标的 .....	15
3.1. 麦克韦尔：国内雾化设备制造龙头 .....	16
3.1.1. ODM 和 APV 业务双擎驱动，绑定大客户资源 .....	16
3.1.2. 核心竞争力——领先的雾化芯技术和研发支持 .....	17
3.2. 劲嘉股份：携手云南中烟、小米生态链企业卡位新型烟草主渠道 .....	18
3.2.1. 烟标包装龙头，产业链横向拓展与纵向延伸共同推进 .....	18
3.2.2. 携手云南中烟卡位新型烟草，已推出自有品牌 .....	19
3.3. 集友股份：布局新型烟草研发及产业化 .....	19
3.4. 盈趣科技：IQOS 精密塑胶件二级供应商 .....	20
3.4.1. 背靠国际巨头，专注电子烟具加工 .....	20
3.4.2. 坚持精品化制造服务，营收受电子烟影响较大 .....	20

## 图表目录

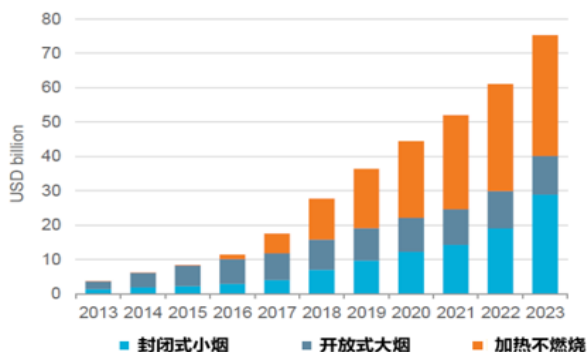
图 1：新型烟草各品类市场规模（十亿美金） .....	4
图 2：新型烟草用户数量（百万） .....	4
图 3：新型烟草分地区销售情况（百万美金） .....	4
图 4：2018 年雾化式电子烟品牌份额（%） .....	4
图 5：全球（除中国外）新型烟草用户占全球吸烟人数比重预估（%） .....	5
图 6：全球雾化式电子烟市场规模（不包含 CBD 雾化产品，百万美金） .....	5
图 7：美国各州大麻合法化进程 .....	6
图 8：合法地区 CBD/THC 雾化设备 .....	6
图 9：美国各城市合法大麻零售店数量与星巴克及麦当劳对比（个） .....	6
图 10：截止 2019Q1 日本 IQOS 市占率 .....	7
图 11：截止 2018 年 9 月各地区 IQOS 消费者数量（万） .....	7
图 12：公司在日本烟草市场市占率情况 .....	7

图 13: 日本市场新型烟草设备保有率及使用人群占比 .....	7
图 14: 菲莫国际-IQOS 在各个国家的市占率和同比增速 (%) .....	8
图 15: 菲莫国际-新型烟草营收重推总营收回升(亿美元) .....	8
图 16: 四川中烟新型烟草产品示意图 .....	9
图 17: 云南中烟-华玉科技部分产品示意图 .....	10
图 18: ING 产品示意图 .....	10
图 19: 湖南中烟-Usonicig 产品示意图 .....	11
图 20: 湖南中烟-Usonicig 雾化器结构示意图 .....	11
图 21: 湖北中烟-MOK 烟具及 COO 烟弹产品示意图 .....	11
图 22: KOKEN 烟具及 LOPATO 烟弹示意图 .....	12
图 23: KOKEN 智能 APP 界面示意图 .....	12
图 24: 京东 618 全球年中购物节电子烟战报(时间段: 2019.6.18 00:00:00-23:59:59) .....	12
图 25: 悦刻产品示意图 .....	13
图 26: 灵犀品牌产品示意图 .....	13
图 27: MOTI 产品示意图 .....	14
图 28: 鲸鱼轻烟产品示意图 .....	15
图 29: 火器产品示意图 .....	15
图 30: 麦克韦尔分项目收入情况 .....	16
图 31: Vapresso 套烟产品 .....	16
图 32: 麦克韦尔 Feelm 陶瓷雾化芯 .....	17
图 33: 麦克韦尔 cCELL 陶瓷雾化芯 .....	17
图 34: 麦克韦尔与其他公司专利数量对比(项) .....	17
图 35: 劲嘉发展历程 .....	18
图 36: 劲嘉股份分产品营收构成(亿元) .....	19
图 37: 各公司烟标业务毛利率情况(%) .....	19
图 38: Foogo 京东旗舰店& foogo K 产品示意图 .....	19
图 39: foogo J 产品示意图 .....	19
图 40: 公司分产品营收构成 .....	20
图 41: 2015-2018 年公司归母净利润(百万元) .....	20
图 42: 2014-2018 年公司前五大客户占比(%)情况 .....	21
图 43: 2016-2018 年公司毛利率(%)情况 .....	21
表 1: 各中烟公司在新型烟草上的布局与进展 .....	8
表 2: 麦克韦尔 ODM 业务主要客户信息 .....	16

## 1. 当前新型烟草市场规模及结构如何？

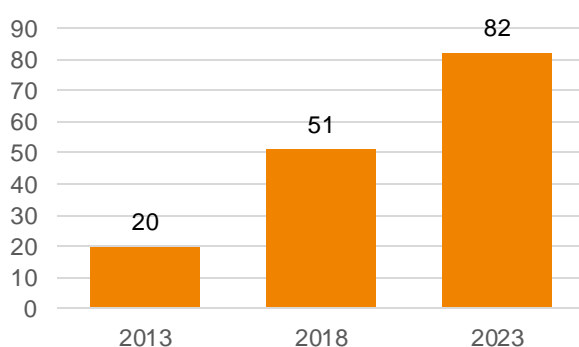
2018 年新型烟草市场持续保持高速增长态势，新品类异军突起。2018 年全球新型烟草销售规模达到 277.4 亿美元，同比增长 60.6%，2013-2018 年间 CAGR 达到 45.91%，持续高速增长，预计 2019 年全球新型烟草规模达到 370 亿美元。从品类来看，在 2017 年之前电子烟产品以开放式大烟为主，因 IQOS、JUUL 的兴起，带动全球加热不燃烧、封闭式小烟品类迅速崛起，2018 年两者合计占比约 68%，预计到 2023 年两者合计份额将超过 85%，开放式大烟逐步小众化。过去 5 年，新型烟草消费者数量也急剧上升，2018 年全球新型烟草用户（雾化+加热不燃烧消费者）共计 5100 万，预计到 2023 年将突破 8200 万，全球渗透率有望达到 8% 以上（假设 2023 年全球烟民数量为 10 亿）。

图 1：新型烟草各品类市场规模（十亿美金）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 2：新型烟草用户数量（百万）

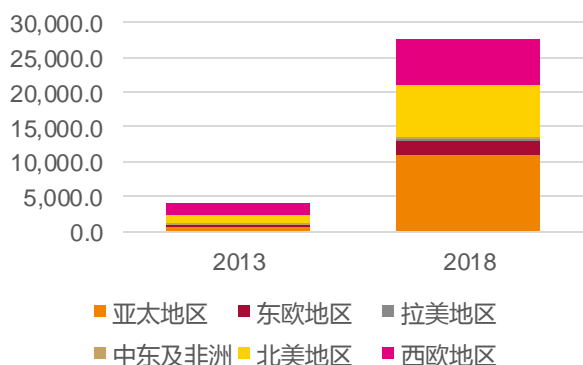


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

传统雾化式电子烟在欧美地区盛行，亚太区以加热不燃烧为主。受制于对传统卷烟的严控、高税收以及健康风险等不利因素，欧美地区的消费者对于雾化式电子烟接受度更高，根据欧睿国际统计，在雾化式电子烟产品类别中（除加热不燃烧以外的新型烟草），2018 年仅北美地区销售规模达到 74 亿美元，占据全球雾化式电子烟市场 46%。

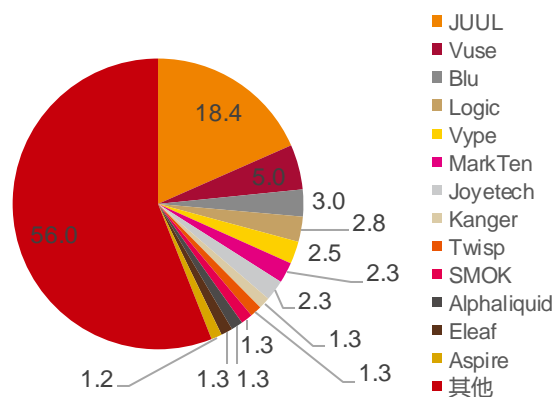
相对于加热不燃烧品类，雾化式电子烟市场较为分散，集中度低，消费者以“非烟民”为主，传统烟草公司在雾化式产品的参与度及相应收入贡献体量均较低。目前除 JUUL 外，雾化式产业链主要以“制造商→分销商→零售商”为主要的商业模式，品牌力相对较弱。

图 3：新型烟草分地区销售情况（百万美金）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 4：2018 年雾化式电子烟品牌份额（%）



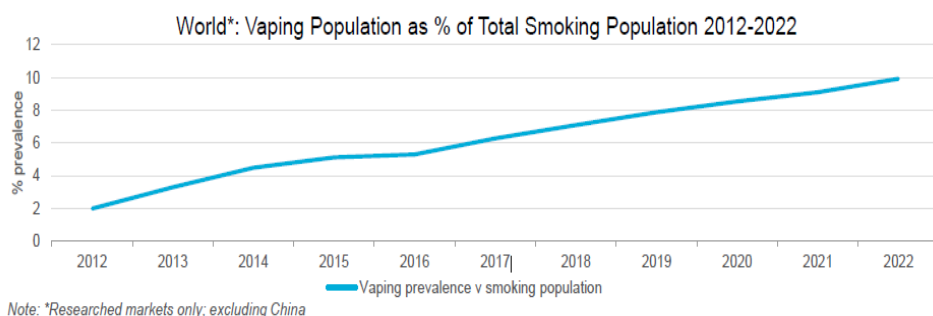
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

## 2. 未来市场空间和驱动力如何看？

仍处于产业初期，千亿级市场待掘金。我们认为，当前新型烟草市场仍处于产业发展初期，随着市场、产品逐步成熟，消费者认知度提高，渗透率将进一步提升，未来有望达到千亿级美金市场规模（2018 年全球卷烟市场规模为 7137 亿美金，假设按照仅替代 15% 卷烟消

费市场计算，暂不考虑新消费者进入所带来的增量市场)。根据欧睿国际数据，2017 年全球的新型烟草用户超过 4000 万，消费渗透率（用户数量占烟民比重）仅为 7%左右，预计到 2022 年渗透率将提升至 10%水平。

图 5：全球（除中国外）新型烟草用户占全球吸烟人数比重预估（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

但是，由于市场结构、消费者偏好、监管政策不同等原因，我们认为对于**新型烟草产业未来的发展空间和驱动力不可一概而论**，需根据目标消费市场、用户群体、政策法规等方面分类讨论。我们认为，目前**新型烟草市场可以按照产品分为加热不燃烧和雾化式电子烟**，按照消费市场和政策管控不同可以分为**海外市场及国内市场**，共包含以下四种情况：

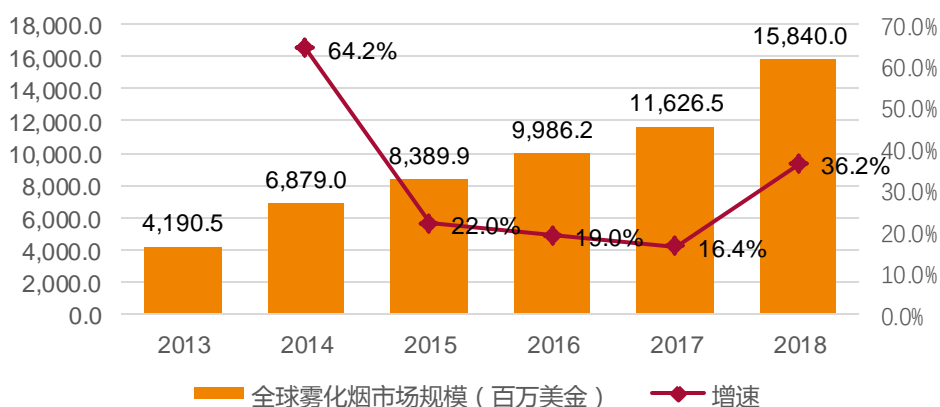
## 2.1. 海外雾化市场：尼古丁用户渗透率和 CBD 合法化区域将继续提升

**产品技术革新—尼古丁盐面世，助力雾化烟市场蓬勃发展。**在 JUUL 采用尼古丁盐为电子烟烟油中的尼古丁添加剂之前，市场中电子烟烟油中的尼古丁成为基本为游离式尼古丁碱。游离式尼古丁碱在一定程度上由于其刺激性较高，使得雾化电子烟在抽吸时的浓度和顺滑无法达到较好的平衡和协调，同时人体吸收效率不高，使得电子烟使用者很难获得抽烟一样的满足感，过高的尼古丁含量仅停留在对喉咙的过渡刺激上，从而限制了雾化式电子烟的使用体验。

**提升尼古丁利用效率，改善使用体验。**而尼古丁盐的出现，由于其本身 PH 值低于游离式尼古丁碱，同时可以在较低温度下雾化，使得雾化式电子烟的抽吸体验得到大幅改善。此外，尼古丁盐比游离式尼古丁碱穿透力更强，增加了相同时间内的血液吸收水平，从而可以提供接近真烟尼古丁吸收效率的方案，可以在所含尼古丁浓度较高的情况下仍然保证口感的顺滑。目前，基本市场上大多数的雾化电子烟（包括一次性电子烟、封闭式电子烟等）都开始采用尼古丁盐作为烟油添加剂。

**2018 年全球雾化式电子烟市场规模为 158.4 亿美金**，同比增长 36.2%，从 2013 年到 2018 年 CAGR 为 30.47%。由于尼古丁盐对于产品抽吸体验的改善，市场增速较 2017 年提升 19.8pct，重新回归高速发展阶段。

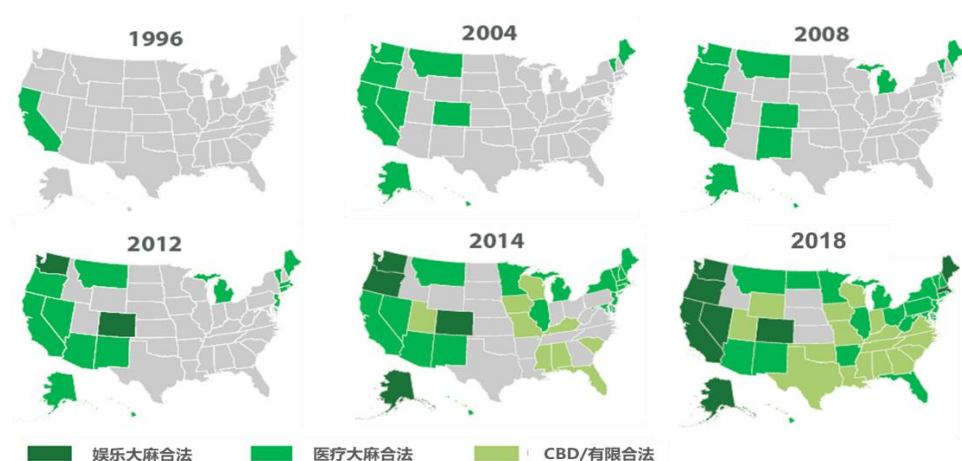
图 6：全球雾化式电子烟市场规模（不包含 CBD 雾化产品，百万美金）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

**海外工业大麻及娱乐大麻合法化催生 CBD 雾化新需求。**根据欧睿国际数据，2018 年全球大麻市场（包含合法和非法）约 1500 亿美元，合法市场约 120 亿美元，随着行业合法化进程不断推进，非法产品逐步合法化，至 2025 年，合法产品约占市场 77%，达到 1660 亿美元。截止 2019 年 1 月，全球共有 41 个国家宣布医疗用大麻合法，超过 50 个国家宣布 CBD 合法，其中美国已有 11 个州娱乐大麻使用合法化，33 个州医用大麻合法化。

图 7：美国各州大麻合法化进程



资料来源：ACKRELL，天风证券研究所

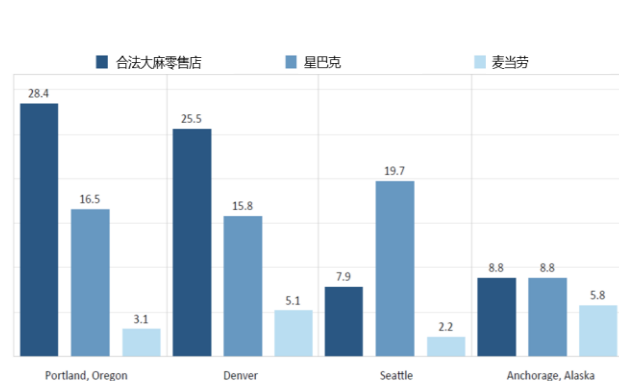
从海外已合法化市场来看，目前**通过雾化设备使用含 CBD/THC 油已经开始成为市场发展的新趋势。**根据 BDS 以及 Arcview 数据统计，2018 年美国合法大麻浓缩提取物中，约 60% 用于雾化设备的油类产品灌装，其中在美国科罗拉多州该用途占比高达 86%，加州用途占比约为 71%。从尼古丁雾化和 CBD 雾化设备比较来看，雾化原理与机制基本相同，不过因为尼古丁烟油相对粘动较低，流动性较好，使得两者对设备的加热温度、油仓孔径大小需求不同。从目前市场认可度来看，相较于棉芯，陶瓷雾化芯由于可以快速、加热温度更高，更适用于含 CBD/THC 油相关的雾化应用，保持抽吸口感的一致性。

图 8：合法地区 CBD/THC 雾化设备



资料来源：Forbes，天风证券研究所

图 9：美国各城市合法大麻零售店数量与星巴克及麦当劳对比 (个)



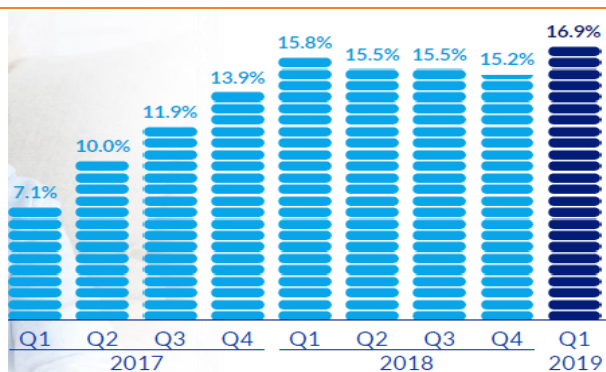
资料来源：Marijuana Business Daily，天风证券研究所

综上，我们认为无论是海外尼古丁雾化市场还是 CBD 雾化市场，当前**市场渗透率仍远未到饱和阶段，仍存在技术提升、政策放开等产业发展空间，相关品牌商、渠道商或者供应链厂商有望将继续享受产业高速发展带来的市场红利。**

## 2.2. 海外加热不燃烧市场：迅速崛起，逐步替代卷烟消费

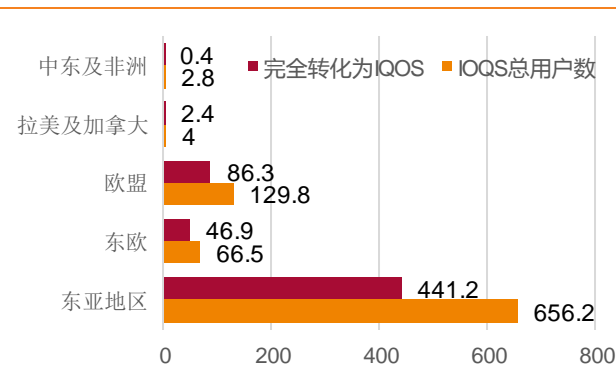
截止 2019 年 Q1，3 年时间 IQOS 日本市占率从一开始不足 1% 迅速增长至 16.9%。究其原因，除了产品优质，与公司的营销策略也密切相关：1) 口味近似卷烟、多元化；2) 采取品牌影响力的营销策略；3) 销售渠道积极开发。此外，菲莫国际还在瑞士、俄罗斯、葡萄牙、德国、加拿大等 47 国家和市场的各个城市相继上市，根据 PMI 统计，截止 2019Q1 目前已有 728 万留存消费者，全球市占率达到 1.6%。**东亚为 IQOS 主要市场**：因吸烟文化、雾化式电子烟管控问题，日韩等东亚国家对于加热不燃烧品类的接受度更高。根据 PMI 统计，截止 2018 年 9 月，东亚用户在全球的占比已达到 76.4%。

图 10：截止 2019Q1 日本 IQOS 市占率



资料来源：PMI 2019Q1 季报，天风证券研究所

图 11：截止 2018 年 9 月各地区 IQOS 消费者数量 (万)

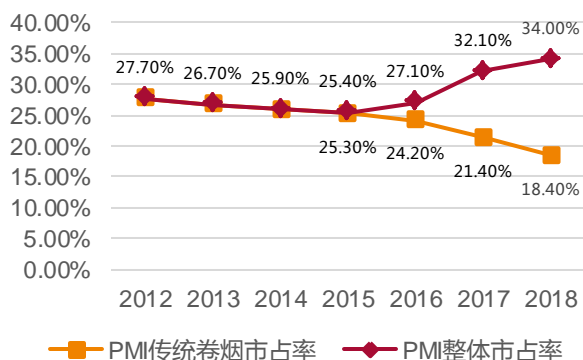


资料来源：PMI 2018Q3 季报，天风证券研究所

以日本为例，IQOS 推出提升 PMI 综合市占率，约 70% IQOS 用户来源于竞争卷烟品牌。菲莫国际因其在新型烟草领域的研发和先发优势，公司整体市占率得到进一步提升，2018 年公司整体（新型烟草+传统卷烟）在日本市占率继续上升至 34.0%。根据公司对 IQOS 用户进行统计分析，目前 70% 的 IQOS 消费者是从其他竞争对手的卷烟品牌转为菲莫国际客户，新型烟草已然是未来各烟草公司获得消费者的“必争之地”。

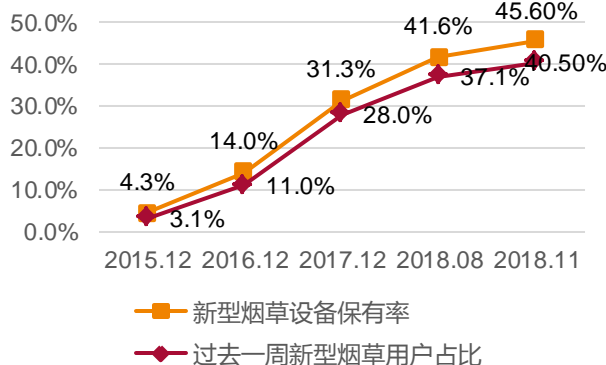
日本烟民加热不燃烧设备保有率超过 40%，新型烟草时代已然成型。根据最新数据，日本市场拥有新型烟草设备（IQOS, Glo, Ploom TECH）的烟民比例已达到 45.6%；过去一周内消费过新型烟草的烟民占比快速上升至 40.5%。2 组数据都展现出日本烟民对于新型烟草认知度持续提升，同时目前来看近一半的烟民都已经试用过或购买过新型烟草产品。

图 12：公司在日本烟草市场市占率情况



资料来源：2018 PMI 可持续发展报告，天风证券研究所

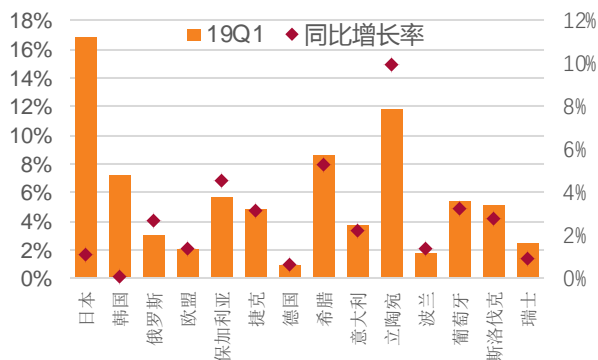
图 13：日本市场新型烟草设备保有率及使用人群占比



资料来源：PMI CAGNY 报告，天风证券研究所

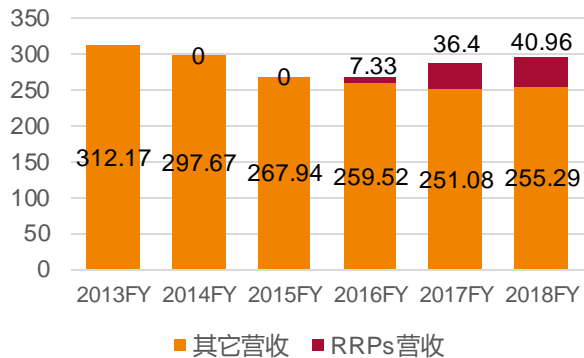
减害产品业务助力 PMI 营收重回上行通道。自 2016 年 IQOS 正式推出以来，菲莫国际营收及盈利水平均得到提升和改善，2018 年公司实现营收 296.25 亿美元，同比增 3.05%，新型烟草业务营收达到 40.96 亿美元，同比增 12.52%；2018 年公司净利率为 26.75%，公司净利率继续保持稳定。我们认为随着 IQOS 的持续推广和热销，以及新产品的推出和迭代，公司未来盈利能力和营收水平或将进一步提升。

图 14：菲莫国际-IQOS 在各个国家的市占率和同比增速 (%)



资料来源：菲莫国际 2018 年报，天风证券研究所

图 15：菲莫国际-新型烟草营收重推总营收回升 (亿美元)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 2.3. 国内加热不燃烧市场：国家专卖政策主导，静待国内放开

各中烟公司与旗下研究院通过自发力或合作方式开展在新型烟草领域布局，目前已有多家企业成品试水海外市场，部分烟具在国内进行小范围试水体验。其中，最早入局者可追溯至 2013 年。目前在研发方面已有成品并已上市的企业，产品以加热不燃烧烟草为主，电子烟、口含烟也有布局，同时也有更多中烟企业正在加速布局新型烟草。在销售渠道方面，2019 年前后，越来越多的品牌产品在国外市场进行试水销售，主要在韩国、欧洲及东南亚部分国家，国内市场暂未完全放开，仅可在相关自营旗舰店进行品吸或烟具试用。我们将主要介绍中烟旗下 7 家在新型烟草领域中进展较为突出的公司，分别是四川中烟、云南中烟、广东中烟、湖南中烟、湖北中烟、黑龙江中烟、山东中烟。

表 1：各中烟公司在新型烟草上的布局与进展

名称	布局时间	研发成果	上市情况
四川中烟	2015	宽窄功夫品牌系列电子烟	2017 年底登陆韩国、2018 年在国内线上渠道进行烟具试购
云南中烟	2013	华玉科技系列，包含 Webacco、MC、VIPN、七彩韵等品牌	2018 年 4 月登陆韩国、现已可在国内线上渠道进行烟具和雾化式产品的试购体验
广东中烟	2013	MU+、ING 加热不燃烧烟草制品；首创关于加热不燃烧烟草的无序配方烟丝技术	2018 年 7 月于老挝上市
湖南中烟	2014	超声雾化电子烟 Usonicig	2017 年 12 月向英国客户交货，现已在欧洲上市
湖北中烟	2017	MOK 加热不燃烧烟具、COO 加热不燃烧烟弹	现已可在国内线上渠道进行烟具试购
山东中烟	2013	爱特品牌电子烟	-
黑龙江中烟	-	KOKEN 加热不燃烧烟具、LOPATO 加热不燃烧烟弹	-
浙江中烟	-	电子烟烟液、烟弹及制备专利；	2019 年 4 月制定了海外试水 100 件加热不燃烧卷烟生产的目标
安徽中烟	2017	“Toop-zero 巅”磁粒均热制品；都宝 (DUBLISS) 颗粒型加热不燃烧烟草制品	2019 年 1 月都宝下线并正式出口
贵州中烟	2014	新型卷烟红外加热技术。已开发出产品：2 款新型卷烟烟具，1 款新型卷烟烟支，3 款电子烟烟具，10 余款具有不同口味的电子烟烟液，10 余款不同口味的无烟气烟草制品等。	-
上海中烟	2015	口含烟、电子烟、加热不燃烧烟草；FIRAVO 电子烟；金鹿口含烟	2016 年 8 月 FIRAVO 在美国纽约及洛杉矶上市销售；金鹿口含烟 2017 年 2 月在海外投放



重庆中烟	- “Tianzi” 超细支连体电子烟	-
江苏中烟	- 电子烟烟液制备专利、低温不燃烧卷烟烟丝的处理方法专利	-
河南中烟	- 电子烟等新型烟草制品研发	-
福建中烟	- 对加热不燃烧烟具开发进行招标，中标单位为博迪科技	-

资料来源：国家烟草局，宽窄功夫官网，华玉科技官网，小糖科技官网，南方都市报，爱特电子烟官网，国健华烟官网，东方烟草网，烟草在线，浙江中烟，烟草在线，广东中烟，福建中烟，天风证券研究所

### 2.3.1. 四川中烟：率先实现规模生产+出口+国内线上销售

四川中烟推出“宽窄·功夫”新型烟草品牌，是我国行业内第一家实现规模生产并出口加热不燃烧卷烟的企业。研发与生产方面，“宽窄·功夫”由公司子公司四川三联内成立的“四川中烟新型烟草制品中心”研制，由中国香精香料旗下的吉瑞惠州代工烟具。根据宽窄功夫官网，四川中烟从2015年底便着力研发新型烟草产品，经历10个月研发后于2017年底推出加热不燃烧产品宽窄功夫1.1，以及配套烟弹为“宽窄子弹头”。此后产品不断迭代，目前已推出了1.3代版本。同时，四川中烟还推出了功夫MINI加热不燃烧烟具、充电式雾化电子烟、以及一次性电子烟；销售方面，2017年底，宽窄功夫加热不燃烧制品便已向韩国出口。2018年下半年，四川中烟的各款烟具产品便逐步登陆各类线上平台，包括品牌自有官网、以及淘宝和京东等电商平台。

图 16：四川中烟新型烟草产品示意图



资料来源：宽窄功夫官网，天风证券研究所

### 2.3.2. 云南中烟：以华玉科技为平台全面覆盖新型烟草制品

云南中烟工业历时五年，打造我国第二个走出国门的加热不燃烧卷烟品牌“MC”。云南中烟主要通过与其下属企业的子公司华玉科技进行新型烟草的研产销。产品方面，华玉科技产品覆盖加热烟草与雾化电子烟两大类，可细分为1)中心加热产品，包括Webacco、MC系列，配套的MC烟支有6种口味；2)周向加热产品，包括VIPN/Just a Hug烟具，以及Ashima Lulu烟支；3)雾化电子烟产品，如Webacoo一次性扁烟；4)雾化电子烟烟油，如“七彩韵”小烟尼古丁盐烟油；5)口含烟Showker等。销售方面，云南中烟于2018年年初成立了专门负责新型烟草的团队，专注市场扩展。同年4月，公司与韩国IF烟草株式会社签署了MC产品经销协议，MC产品也成为我国第二个走出国门的加热不燃烧卷烟品

牌。此后，在 2019 年 4 月 IECIE 深圳电子烟展上，华玉科技代表云南中烟展示了包括 HTS 红塔山可燃可烤两用烟草产品在内的一系列公司新型烟草产品，获得了来自日本、韩国、俄罗斯、马来西亚、乌克兰、北美、尼日利亚等 10 个国家和地区的意向客户 40 余家，为其新型烟草产品大批量上市奠定了基础。目前，除烟弹的部分产品和设备已在华玉科技的淘宝旗舰店上有售。

图 17：云南中烟-华玉科技部分产品示意图



资料来源：IQOS 资讯网，华丰科技公众号，天风证券研究所

### 2.3.3. 广东中烟：“MU+”、“ING”加热不燃烧烟草在老挝上市

广东中烟是行业内第三家推出加热不燃烧烟草制品的企业，国际产销基地奠定境外推广基础。新型烟草制品 MU+、ING 是公司历时五年研发，于 2018 年 7 月成功在老挝上市的首套产品，分别为两款加热器具，烟弹有中式陈皮和薄荷口味。该产品所用技术解决了目前发烟介质原料来源单一的问题，提高了产品感官质量稳定性。此次于老挝上市，借助了公司旗下澳门金叶和柬埔寨威尼顿公司位于海外市场的便利，为公司今后在境外的生产与销售新型烟草产品奠定了良好的基础。

图 18：ING 产品示意图



资料来源：中国电子烟咨询平台，“烟草店商”微信公众号，天风证券研究所

### 2.3.4. 湖南中烟：Usonicig 超声雾化电子烟已于欧洲上市

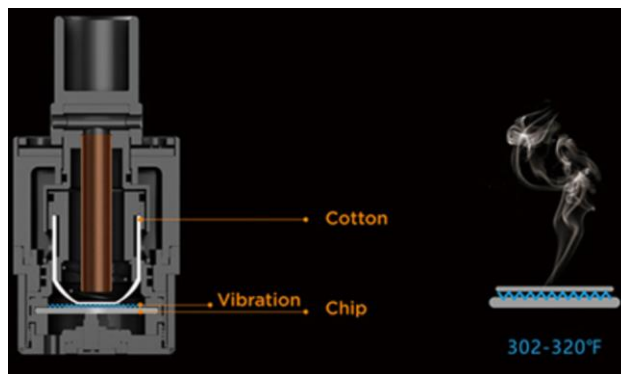
湖南中烟成立新型烟草制品研究所，携手深圳湘元科技有限公司，合作开发超声雾化技术，绕开电子烟传统雾化专利垄断。超声雾化电子烟 Usonicig 由公司子公司湖南中烟技术研发中心和深圳湘元科技有限公司历经三年共同研发，当时共计申请国内外专利 242 件，其中国际专利 37 件。该产品应用的超声雾化技术绕开了国际主流的传统加热雾化技术电子烟的专利，不必受制于国际巨头在同类产品上的专利约束。2017 年 12 月，深圳湘元科技有限公司已向英国客户交付第一批订单，包括 300 套产品和 1200 个雾化器。根据南方都市报，2018 年 11 月，公司已拥有超声雾化电子烟专利 299 个，且相关产品已在欧洲上市。

图 19：湖南中烟-Usonicig 产品示意图



资料来源：elegomall，天风证券研究所

图 20：湖南中烟-Usonicig 雾化器结构示意图



资料来源：elegomall，天风证券研究所

### 2.3.5. 湖北中烟：开设国内第一家线下新型烟草旗舰店

湖北中烟推出 MOK 加热不燃烧烟草，并率先在国内开设线下新型烟草旗舰店。湖北中烟旗下新型烟草相关平台为小耦科技，该公司成立于 2018 年 5 月，由武汉黄鹤楼新材料科技开发有限公司和（香港）统一联邦国际有限公司共同出资。产品方面，历时近 7 年研发和投入，湖北中烟加热不燃烧产品的 MOK 加热设备被推出，其在针式加热、按压取烟、降温段等关键技术取得突破，获得相关专利 159 项，具有完全自主知识产权。目前，MOK 已推出常规版和 Mini 版，配套烟弹为湖北中烟出品的 COO，拥有 3 款口味。销售方面，产品已在国内和韩国上市。2018 年 11 月 7 日，国内首家新型烟草制品旗舰店 MOK 官方旗舰店，在武汉中山大道的南阳大楼盛大启幕。同时，MOK 加热不燃烧烟草也在韩国市场正式发售，此举标志着湖北中烟新型烟草制品正式进军国际市场；2019 年 5 月，MOK Mini 随之在韩国上市。

图 21：湖北中烟-MOK 烟具及 COO 烟弹产品示意图



资料来源：小耦科技，天风证券研究所

### 2.3.6. 黑龙江中烟：推出 KOKEN 智能可调节烟具

黑龙江中烟通过与国健华烟合作，共同开发加热不燃烧烟草及配套烟弹。前海国健华烟科技（深圳）有限公司成立于 2016 年 6 月，专注于智能低温烤烟技术研发，致力打造“智

能健康烟具+新型健康烟弹+人机互联智能 APP”的烟民健康生态平台。黑龙江中烟与国建华烟共同推出了联名款烟具 KOKEN, 以及配套烟弹 LOPATO。KOKEN 烟具主打智能健康, 可以使用配套的 APP 对设备进行包括吸烟时长、口感等多项参数的设置。目前, KOKEN 烟具已上线 KOKEN 的淘宝旗舰店和微信商城。

图 22: KOKEN 烟具及 LOPATO 烟弹示意图



资料来源: KOKEN 官网, 中国香烟网, 天风证券研究所

图 23: KOKEN 智能 APP 界面示意图



资料来源: KOKEN 官网, 天风证券研究所

### 2.3.7. 山东中烟：布局新型烟草并同时研发相关制造设备

山东中烟通过全资子公司颐中集团, 建立了青岛颐中科技有限公司以承载其新型烟草制品发展战略。产品研发方面, 自 2014 年起, 公司持续推出多个新型烟草品牌, 包括“爱特”、“泰山”、“TS”、“C-mate”、“Eter”。其中爱特品牌致力于中式电子烟, 目前已有的型号包括“爱特”多烟弹替换式电子烟(ET-01A、ET-01B)、爱特注液式电子烟(ET-06A、ET-06B、ET-06C)、电子雪茄烟(ET-08A)等 7 款电子烟。公司重点对电子烟烟液进行了研发与调配, 采用超临界萃取工艺, 提取天然植物精华, 开创了独特的口感及香烟口味的真实感受。目前, 公司已申报专利 120 余项, 发明专利 52 项。此外, 公司还同时研发新型烟草相关制造设备, 于 2016 年自主研发行业首台“电子烟雾化器多功能一体机”, 将装备从“单机研发”推进到“产线集成”。销售方面, 2014 年 5 月, 第一批爱特电子烟正式在线上上市, 也以“ETER”品牌于 2016 年向美国市场投放了 2 款电子烟产品。

### 2.4. 国内雾化烟市场：自有品牌于年内纷纷入场，干烟之“战”已然打响

国内自有电子烟品牌按照出身大致可分为三种：1) 主做国际电子烟代工的企业, 拥有自己的生产厂和国际铺货渠道, 具有较强研发和设计的能力, 拥有较多 B 端客户经验; 2) 从手机等电子消费品生产厂转型而来的企业, 对电子消费品理解较为深刻, 线上线下渠道较为健全; 3) 诞生于新媒体的企业, 因长期线上接触 C 端用户而更具互联网思维, 擅长以新媒体为主要载体的营销打法, 其轻资产运营的模式也有利于平滑资金链风险。在产品生产方面, 前两者具有生产能力, 而第三种企业通常将上游供应链完全外包, 自身专注营销渠道的建设和品牌产品的推广。

2019 年来, 各大品牌如悦刻、灵犀 Linx、MOTI 魔笛、鲸鱼轻烟、火器、foogo 福狗等, 均在加速推出新产品以抢占市场份额。根据蓝洞新消费刊载的《京东 618 全球年中购物节电子烟战报》, 2019 年 6 月 18 日当日京东平台电子烟成交额同比增 5.6 倍、较去年“双 11”增 2.1 倍; 电子烟(烟杆)成交数量同比增 6 倍、较去年“双 11”增 2.6 倍; 烟弹成交数量同比增 3.3 倍、较去年“双 11”增 1.6 倍。上榜公司名单中多个品牌于 2018 年底后才创立, 可见各大品牌前进步伐之迅速, 干烟之“战”已然打响:

图 24: 京东 618 全球年中购物节电子烟战报(时间段: 2019.6.18 00:00:00-23:59:59)



资料来源：蓝洞新消费，天风证券研究所

- **RELX 悦刻**：公司成立于 2017，是一家创建于中国的消费级电子雾化器品牌公司，已获包括红杉、源码、IDG 资本在内的多家资本巨头投资，A 轮融资规模达 3800 万。根据蓝洞数据，截至 2019 年 6 月，公司已完成第二轮融资；根据 36kr 数据，截至 6 月 28 日看，公司现估值 20 亿美元。公司目前的主营业务是 RELX 悦刻品牌电子雾化烟的设计、研发和销售，其生产由麦克韦尔完成。旗下的电子烟产品包括悦刻一代可换弹电子烟套装、悦刻阿尔法可换弹雾化烟以及 Nano 一次性小烟。2019 年 6 月，公司在“京东 618”电子烟品牌和京东自营店铺销售额两排行榜中均取得当日成交金额的第一名的成绩。

图 25：悦刻产品示意图



资料来源：悦刻官网，天风证券研究所

- **LINX 灵犀**：LINX 灵犀是北京新有灵犀科技有限公司旗下的电子烟品牌。公司由前同道大叔 CEO 章晋源、微媒控股集团 CEO 李岩等新媒体人创办。灵犀品牌电子烟于 2019 年 1 月上线预售，取得了 45 分钟内销量突破 1000 支、45 小时销量超过 5000 支的佳绩，如果按照一个套装（1 支烟杆+4 个烟弹）299 元的价格来计算，本次预售总销售额超过 150 万元。截至 2019 年 7 月，公司已获 4 轮融资，估值达 4 亿。6 月 18 日，公司品牌参加京东 618 品牌大战，在京东 618 电子烟品牌热卖榜中排名第六，此外，公司品牌还成为唯一入选京东 PLUS A 计划的电子烟品牌。目前，灵犀品牌已经推出金属套装电子烟、可换弹电子烟、一次性小烟及配套烟弹产品。

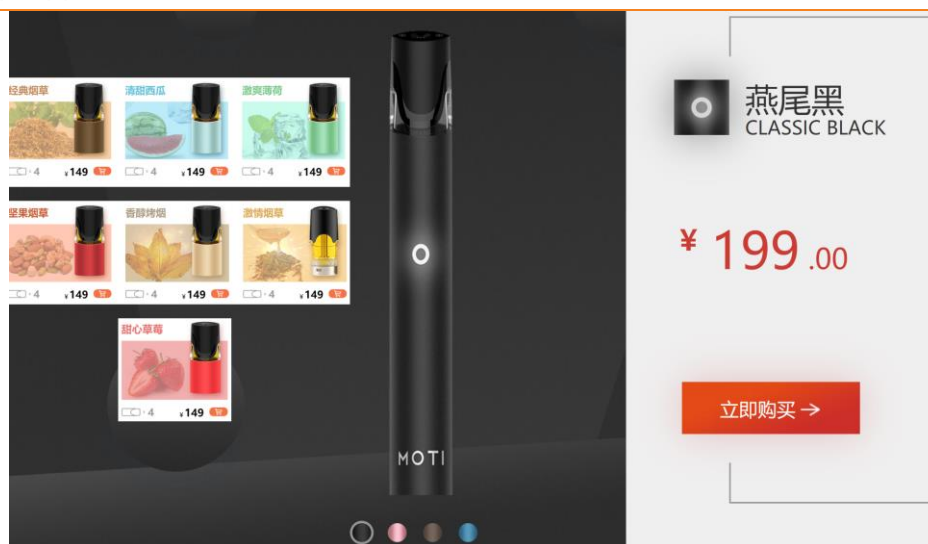
图 26：灵犀品牌产品示意图



资料来源：灵犀 LINX 官网，蓝洞新消费，天风证券研究所

- **MOTI 魔笛**：MOTI 电子烟品牌由深圳雷炎科技有限公司运营，公司成立于 2018 年 11 月。公司母公司 MAGMA 在美国从事电子烟行业近 10 年，主营电子烟的开发、营销、及进出口等业务，其创立的多个品牌均在美电子烟行业中排名前列，具有丰富的行业经验和资源。自 2017 年起，MAGMA 将研发重心转移到电子小烟上，并先后开发出两款产品——可换弹小烟 MOTI 与一次性小烟 MOJO。经过 2018 完成全线品牌和产品的升级，MOTI 在 2019 年正式进驻中国市场。MOTI 电子烟目前已经获得了真格基金 Pre-A 轮 1000 万美金投资，这笔资金将主要用于“MOTI 魔笛”、“MOJO 魔即”两款即吸式电子烟产品的研发与品牌营销。在销量上，MOTI 在本次“京东 618”中，其总成交额取得了第三名的佳绩，同时 MOTI 的京东自营店铺成交额也排到了第二位。

图 27：MOTI 产品示意图



资料来源：MOTI 官网，天风证券研究所

- **Wel 鲸鱼轻烟**：2019 年 1 月，现 Wel 鲸鱼轻烟联合创始人兼 CEO 邱懿武成立杭州鲸鱼烟网络科技公司，同时全资收购杭州轻烟科技公司，正式推出“Wel 鲸鱼轻烟”系列产品。鲸鱼轻烟采取与工厂合作研发生产电子烟的形式，公司主导产品的设计，而产品的制造完全交由上游工厂。目前公司已经推出三款电子烟产品包括水果味一次性小烟、max7 换弹雾化轻烟、Wel pro 换弹小烟、以及 Wel romio 雾化电子烟。目前公司已完成 Pre-A 轮千万元人民币的融资，公司估值过亿。本轮融资完成后，公司计

划在未来 3 年内投入数十亿构建轻健康新零售体系。公司 CEO 邱懿武表示，目前鲸鱼轻烟的单月销售额达到了数千万人民币，未来依然会有所突破。

图 28：鲸鱼轻烟产品示意图



资料来源：鲸鱼轻烟官网，天风证券研究所

- **火器**：火器是深圳市华商生物科技有限公司旗下的电子烟品牌，公司成立于 2015 年 7 月，隶属中国香精香料（3318.HK）旗下，也是中烟集团的指定合作单位。公司背靠吉瑞控股集团，拥有全球领先的电子烟制造生产基地，同时还在国内外取得了五千余项电子烟专利，其业务覆盖整个电子烟产业链，专门从事于电子烟的研发、生产与销售。火器电子烟主要产品包括一次性水果味电子烟“小辣条”以及充电式换弹小烟 ammo。

图 29：火器产品示意图



资料来源：火器官网，天风证券研究所

### 3. 投资建议及推荐标的

综上，我们认为针对不同产品和不同消费市场，相关产业链及投资逻辑均有不同，需要具体情况具体分析。首先**雾化烟市场**，由于目前大部分消费者为非烟民，同时叠加 CBD 等提取物的合法化进程不断推进，针对海外市场，我们建议关注相应国内供应链标的；国内市场，我们建议关注相关自由品牌企业及供应链标的。

其次**加热不燃烧市场**，由于加热不燃烧烟草制品的推出，我们认为传统烟草行业正在经历前所未有的革新与演变，于此同时带来的不仅是产品形式的变化，从烟草产业链上游原材料供给、下游客户群、商业模式、到行业竞争格局都或将发生巨变。针对海外市场，我们建议关注新型烟草领域已有显著研发及销售成果的公司—菲莫国际，以及相关供应链企业；国内市场，我们建议关注相关烟草服务供应链企业。

- 国际供应链：**亿纬锂能**（持股雾化电子烟代工厂商龙头麦克韦尔）、**盈趣科技**（IQOS 精密塑胶件二级供应商）
- 国内供应链：**劲嘉股份**（携手云南中烟、小米生态链卡位新型烟草主渠道）、**集友股份**（布局新型烟草研发及产业化）

### 3.1. 麦克韦尔：国内雾化设备制造龙头

#### 3.1.1. ODM 和 APV 业务双擎驱动，绑定大客户资源

麦克韦尔业务分为 ODM 业务与自有品牌 APV（大烟）业务。ODM 为公司的主要业务，2018 年 ODM 业务收入约占总营业收入的 72%，包括电子烟、CBD 雾化器代工。电子烟业务的主要客户有英美烟草的 VUSE 和 Vype；日本烟草的 Ploom 和 Logic；独立电子烟品牌 Njoy；国产电子烟品牌悦刻、魔笛、福禄、Yooz。CBD 雾化器业务的主要客户有 Jupiter Research LLC 和 Kim International Corporation，其中 Jupiter 是北美 CBD 市场排名第一的经销商，是 2018 年公司第一大客户。麦克韦尔在 2015 年底推出自有品牌 Vapresso，是搭载 cCELL 陶瓷雾化芯技术的开放式电子烟品牌。革命性的 cCELL 陶瓷雾化芯技术和国际化的设计理念让 Vapresso 在国际市场上一炮而红，目前已经成为了开放式大烟市场的主流品牌之一。

表 2：麦克韦尔 ODM 业务主要客户信息

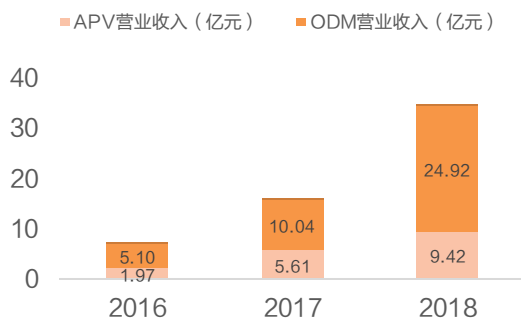
主要客户	公司供应产品种类	公司 ODM 主要供应品牌	2018 年麦克韦尔销售金额（亿元）
Jupiter Research LLC	CBD 雾化器	-	4.19
日本烟草	HNB 式电子烟	PloomS 和 Logic	4.08
	封闭式电子烟		
REYNOLDS LIMITED	封闭式电子烟	Vuse 和 Vype	2.68
KIM INTERNATIONAL CORPORATION	CBD 雾化器	-	2.55
Nu Mark LLC	封闭式电子烟	Greensmoke 和 Mark Ten	2.21
Njoy	封闭式电子烟	-	非前五大客户
悦刻、魔笛 MOTI、福禄 FLOW	封闭式电子烟	-	非前五大客户

资料来源：麦克韦尔，天风证券研究所

图 30：麦克韦尔分项目收入情况

图 31：Vapresso 套烟产品





资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：Vaporesso 官网，天风证券研究所

### 3.1.2. 核心竞争力——领先的雾化芯技术和研发支持

**cCELL 雾化芯**在电子烟第一代雾化芯——棉芯的基础上推出，在 CBD 雾化器中具有较强的竞争优势。装置棉芯的电子烟吸入时会散发烧焦的气味，且具有输出烟雾量不稳定、烟雾浓度不高、漏油量较大的缺点。而 CBD 油具有粘稠的特性，比其他液体更难汽化；且价格昂贵，对漏油现象零容忍。医用 CBD 雾化器则需要保证患者每次吸入等量的蒸汽。cCELL 雾化芯采用陶瓷材质，具有大孔径、多孔结构、纳米级入孔口的结构特点，装置了 cCELL 的雾化器能够吸入浓度更高的烟雾，且烟雾量稳定，几乎不存在漏油。

**FEELM 雾化芯**主要防止漏油现象，在雾化芯产品上具有较强的技术优势。FEELM 雾化芯线圈的结构设计独特，形状类似碗状，可以接纳烟液，避免泄漏；此外，这种碗状的设计可以增加烟液与陶瓷之间的接触面，使烟液的输送效率与加热效率完美匹配。当烟液渗透到陶瓷底部时，可以立即被金属薄膜雾化，有效防止漏油。

图 32：麦克韦尔 Feelm 陶瓷雾化芯



资料来源：Feelm 官网，天风证券研究所

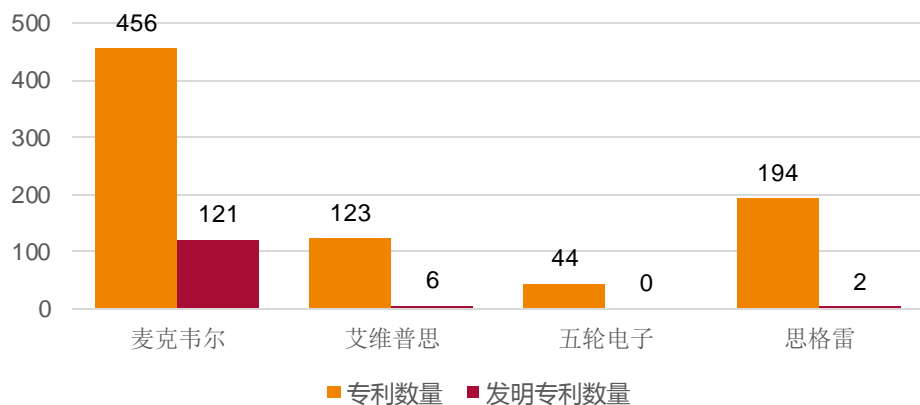
图 33：麦克韦尔 cCELL 陶瓷雾化芯



资料来源：cCELL 官网，天风证券研究所

**研发优势确保稳定输出电子烟专利技术。**目前国内主要的电子烟制造企业有麦克韦尔、艾维普斯、五轮电子、思格雷等。从专利数量来看，麦克韦尔的专利数量具有遥遥领先。

图 34：麦克韦尔与其他公司专利数量对比（项）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

风险提示: 国内外电子烟政策风险, 电子烟产品快速迭代, 企业发展不及预期

### 3.2. 劲嘉股份: 携手云南中烟、小米生态链企业卡位新型烟草主渠道

#### 3.2.1. 烟标包装龙头, 产业链横向拓展与纵向延伸共同推进

从烟标切入, 1) 公司通过自主创新和外延收购, 确立烟标领域龙头地位。公司自 1997 年成立以来, 在技术不断创新、工艺不断进步的基础上, 纵向收购产业链上游企业, 保证原材料成本优势; 同时横向收购同业烟标企业, 扩大在烟标领域的规模优势与议价能力; 2) 包装业务横向拓展, 携手茅台技开公司及五粮液包装供应商, 开启酒包长期高增长空间, 同时成立盒知科技, 提升对酒厂附加值服务能力, 开拓盈利增量空间; 3) 纵向延伸进入新型烟草领域, 新型烟草已成为各烟草公司重点发展方向, 公司率先布局新型烟草, 政策明朗后有望在新型烟草供应链中占得先机。

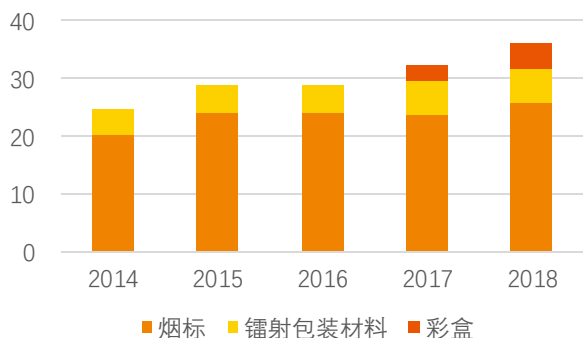
图 35: 劲嘉发展历程



资料来源: 劲嘉股份公告, 天风证券研究所

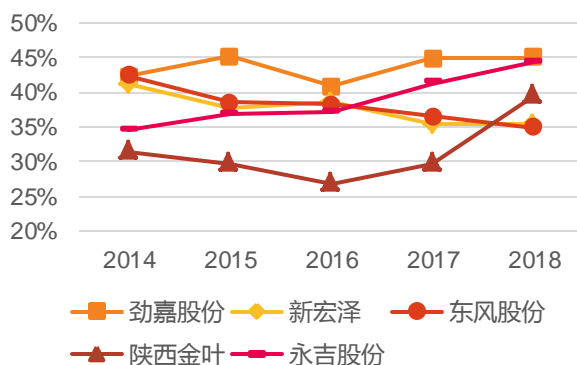
烟标业务为营收主力, 彩盒业务助推增长速度。目前公司主营业务为与烟标有关的包装印刷及包装材料的生产经营, 主要产品包括卷烟包装产品、新型烟草制品、镭射全息材料、酒类包装产品、智能电子产品等, 其中烟标为营收贡献的主要支撑, 2018 年实现营收 25.66 亿元, 同比增 8.05%, 占总营收的 76.06%, 由于新业务的开拓, 其占比已较 2015 年的 87.90% 下降 11.84pct。其次是镭射包装材料, 实现营收 6.08 亿元, 同比增 4.54%; 彩盒业务为 2017 年新增业务, 18 年实现营收 4.46 亿元, 同比增 56.19%, 正处快速增长阶段。公司盈利水平优于其他同业公司。受益于规模优势、创新能力以及成本控制能力, 公司在烟标业务的毛利率略高于其他上市公司。2018 年, 公司烟标业务毛利率为 45.06%, 超出同期其他公司 0.5-10pct。

图 36：劲嘉股份分产品营收构成（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：各公司烟标业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2.2. 携手云南中烟卡位新型烟草，已推出自有品牌

公司积极投入新型烟草产品研发，子公司劲嘉科技 2014 年进入新型烟草领域，已经与云南、上海、河南等中烟公司展开合作，与云南中烟签订了战略合作框架协议，推动新型烟草技术的研发、产品生产和销售，并与云南中烟旗下子公司设立合资公司。2018 年，劲嘉科技与小米公司旗下子公司设立合资公司因味科技，加强新型烟草业务布局。

因味科技是公司在电子烟产品方面的创新业务平台，其主打品牌为 foogo(福狗)电子烟。6 月 13 日，公司举办投资者接待日与 foogo 电子烟新品品鉴会，会上对两样新品进行了介绍：1) foogo K 电子烟，该产品烟油由公司与中烟技术中心联合研制，已于 6 月 18 日在 Foogo 京东旗舰店；2) foogo J 电子烟，预计在 8 月份正式推出。

图 38：Foogo 京东旗舰店 & foogo K 产品示意图



资料来源：Foogo 京东旗舰店，天风证券研究所

图 39：foogo J 产品示意图



资料来源：福狗电子烟，天风证券研究所

**风险提示：合作进度不及预期，业绩不及预期，新型烟草政策风险**

### 3.3. 集友股份：布局新型烟草研发及产业化

集友股份是国内较早从事烟用接装纸的专业生产厂商之一，成立于 1998 年。经过近 20 年发展，已成为行业内的优势企业。集友股份以烟用接装纸的研发、生产与销售为主要经营方向，同时专注提高电化铝自产比例。

新建烟标生产线，预备进军烟标产业。公司自 2017 年 6 月更改募投项目建设烟标产能，初始迈入烟标行业；2018 年 2 月收购大风科技，整合其客户，并中标安徽中烟、云南中烟、

陕西中烟的烟标产品；公司通过定增扩大烟标产能进一步做大业务，预计 2020 年底全部项目将投产，届时烟标总产能将达 245 万箱。根据 2018 年年报，烟标销售收入已占营收总比例的 34.29%，我们认为烟标业务已接力烟用接装纸业务成公司业绩增长新主力。

**新型烟草布局持续推进中，中烟供应链服务商地位或加持领先优势。**公司于 2017 年 10 月与安徽中烟签订合作协议，双方将成立联合工程中心，推动新型烟草制品及卷烟配套材料等相关产业发展；2018 年 11 月，公司又与昆明旭光科技共同设立合资公司集友广誉，主营新型烟草开发设计服务，对方及关联方核心技术人员取得的与新型烟草制品（包括新型薄片、加热不燃烧新型烟草制品）业务相关技术、工艺、装备、产品相关的知识产权由合资公司拥有。合资公司亦作为公司开发新型烟草业务的唯一平台。由此可见，公司已在新型烟草中的加热不燃烧烟草领域有所布局，未来或将以中烟供应链服务商身份，占有该领域先发优势。

**风险提示：新业务拓展不及预期，新型烟草政策不及预期，整合收购标的不及预期，募投项目建设不及预期**

### 3.4. 盈趣科技：IQOS 精密塑胶件二级供应商

#### 3.4.1. 背靠国际巨头，专注电子烟具加工

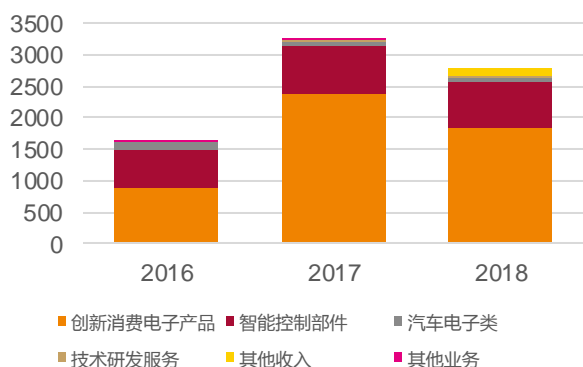
公司通过 Venture 向菲莫国际供货，专注电子烟具部件的生产。菲莫国际的 IQOS 产品由马来西亚的 Venture 制造，2014 年开始公司向 Venture 供货，而 Venture 将公司的产品与其他配件进行组装，并出口转售至菲莫国际指定的收货方，公司是国际巨头菲莫国际的 IQOS 精密塑胶部件的二级供应商。

电子烟零部件为公司的核心产品之一。自 2014 年 Venture 成为公司客户开始，Venture 已经于 2017 年成为公司的第一大客户，2017H1 公司对 Venture 的销售额为 6.39 亿元，营收占比达 52.73%。公司在菲莫国际的电子烟产品前期设计中参与度较高，已经积累和掌握了包括仿形柔性研磨、特殊材质表面喷涂、塑胶件铣胶口加工等多项关键技术。

#### 3.4.2. 坚持精品化制造服务，营收受电子烟影响较大

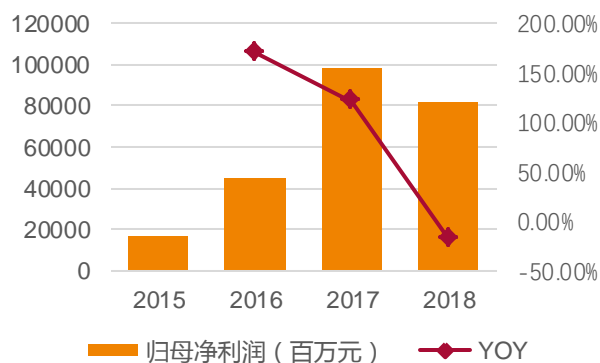
公司的业务主要可以分为三大类：创新消费电子产品、智能控制部件和汽车电子类产品。其中创新消费电子产品在公司营业收入中占比较大，而其中尤以电子烟零部件业务为主。公司 2015-2017 年营收和归母净利润都保持良好的增长势头，其中 2016 和 2017 年营收同比增速分别达 68.13% 和 98.20%，而 2016 年和 2017 年归母净利润增速更是高达 170.33% 和 120.86%。但是公司 2018 年营收和归母净利润都出现了下滑，主要是因为营收较大的 IQOS 精密塑胶件下游客户订单减少，导致业绩出现下滑。

图 40：公司分产品营收构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：2015-2018 年公司归母净利润 (百万元)



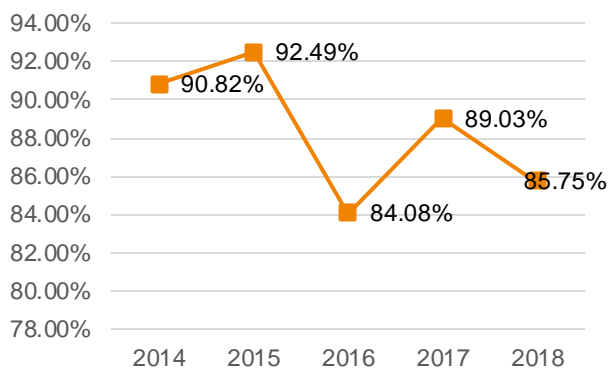
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司坚持精品化制造服务，单一类别产品主要面向单一客户进行销售。公司虽然营收规模不大，但是公司定位为世界一流的交付品质（直通率>99.8%）和交付率（>99%），同时客

户数量较少，但是都为各领域的领军型客户。例如公司的电子烟零部件产品供应国际烟草巨头菲莫国际、演示器和游戏手柄供应罗技、家用咖啡机供应雀巢、家用雕刻机主要供应 Provo Craft、汽车领域的客户主要为沃尔沃、福特、金龙和宇通客车等。

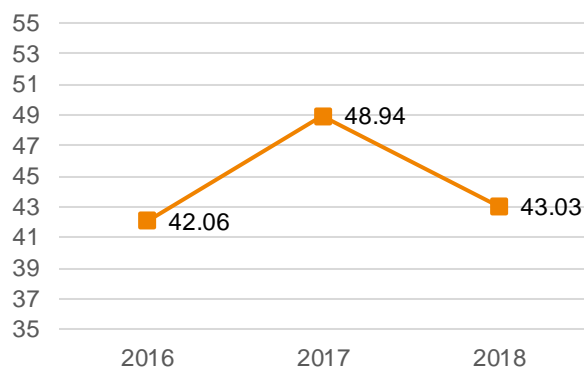
公司产品毛利率较高，最近三年公司毛利率均保持在 42%以上，公司 2018 年毛利率为 43.03%，同比下滑主要是因为占营收比重较大的创新消费电子产品毛利率下降。

图 42：2014-2018 年公司前五大客户占比 (%) 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：2016-2018 年公司毛利率 (%) 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

**风险提示：订单不及预期风险，新供应商加入风险，FDA 管控风险，新型烟草政策风险，贸易战影响公司订单风险，汇率风险**

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com