

思摩尔国际 (6969): 立足雾化时代潮头, 壁垒坚固的制造王者

2020年09月18日

推荐/首次

思摩尔国际 公司报告

电子烟设备最大制造商, 兼具强劲增长与高利润率。公司是全球第一大电子烟设备制造商, 2019年市占率达16.5%, 超过第2-5名总和。公司产品矩阵丰富, 并拥有全球领先的FEELM雾化技术。公司拓展了诸多下游龙头客户, 分享其高增长红利。2020年上半年公司收入同比增长18.5%, 经调整后净利同比增长40.4%, 经调整后净利率高达33.7%。

雾化电子烟与HNB方兴未艾, 监管收紧不改长期替烟趋势。随着产品迭代进化, 叠加吸烟危害深入人心和品牌商的积极营销, 预计未来5年全球雾化电子烟和HNB零售额CAGR达到25%和40%。监管收紧亦不改其长期增长趋势: (1) 产品减害属性获消费者认可, 且兼顾烟民解瘾需求; (2) 考虑其替烟减害的属性, 长期来看政策取向将是在严格监管的同时允许其充分发展; (3) 烟民数量众多, 电子烟+HNB渗透率不足10%, 提升空间巨大。

研发+制造+客户关系三重优势, 共筑公司宽阔护城河。面对制造商众多、下游品牌头部化的竞争格局, 公司凭借强大研发能力和制造体系与优质客户紧密合作, 助力客户成长并分享其成长红利, 保障公司市场份额和超额利润率。

- **掌握核心雾化技术, 以知识产权和研发体系巩固技术优势。**公司陶瓷加热技术领先全球, 构筑客户核心产品力, 造就客户粘性。公司掌握相关知识产权, 并加大研发投入, 通过完善的研发体系巩固技术优势。
- **控本增效能力强, 研发团队助力下持续强化制造实力。**公司积累了大量雾化设备生产经验, 并在研发团队协助下普及自动化生产, 结合规模效应与产业聚集区区位优势实现控本增效, 为客户扩张解除后顾之忧。
- **携手龙头品牌商, 与优质客户同行。**公司以技术与制造优势斩获多家龙头客户订单, 助力其快速提升市占率。公司既是供应商也是客户产品研发合作伙伴, 上下游关系紧密。PMTA亦绑定了公司与客户的合作关系。

投资建议与盈利预测:我们认为公司护城河宽阔, 有望以“强劲增长+高利润率”的势头发展。疫情不改行业发展势头, 预计2020-2022年公司实现营业收入95亿/132亿/176亿元, 净利润30亿/43亿/59亿元, EPS分别为0.52/0.74/1.01元, 对应PE为70X、49X和36X。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示: 监管政策负面影响, 市场对雾化产品接受程度不及预期, 雾化产品未经发现的健康风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3435.23	7614.82	9534.38	13233.37	17577.75
增长率(%)	119.24%	121.67%	25.21%	38.80%	32.83%
净利润(百万元)	733.95	2173.79	3022.39	4320.37	5886.42
增长率(%)	288.38%	196.18%	39.04%	42.95%	36.25%
每股收益(元)	0.13	0.37	0.52	0.74	1.01
PE	287	97	70	49	36

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司为电子烟设备制造领域龙头, 市场份额排名全球第一。公司面向企业客户研究、设计和制造电子烟设备或电子烟组件, 面向零售客户销售开放式电子烟设备。公司产品主要应用于雾化电子烟、加热不燃烧烟草和CBD雾化等领域。

未来3-6个月重大事项提示:

2021-01-10 限售股2.13亿股可自由流通

发债及交叉持股介绍:

亿纬锂能(300014.SZ)通过子公司持有公司33.11%股权

交易数据

52周股价区间(港元)	25.05-44.85
总市值(亿港元)	2104.51
流通市值(亿港元)	2104.51
总股本/流通A股(万股)	582,966/0
流通B股/H股(万股)	0/582,966
52周日均换手率	0.11

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

研究助理: 王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050001

研究助理: 常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070055

目 录

1. 电子雾化设备制造商龙头, 兼具强劲增长与高利润率	4
2. 电子烟与 HNB 方兴未艾, 政策不确定性不改长期替烟趋势	6
2.1 减害属性与解瘾属性兼备, 电子烟与 HNB 成为烟草类消费新趋势	6
2.2 封闭式电子烟风行欧美, HNB 独秀日韩	7
2.3 监管政策日渐明晰、由宽向紧, 不改新型烟草长期发展趋势	8
2.4 非尼古丁雾化市场具备想象空间	9
3. 研发能力+制造能力+客户关系三重优势, 共筑公司宽阔护城河	10
3.1 掌握核心雾化技术, 以知识产权和研发体系巩固技术优势	11
3.1.1 手握核心雾化技术, 占据产业链强势地位	11
3.1.2 知识产权壁垒与研发体系巩固核心技术护城河	12
3.2 控本增效能力强, 持续强化制造实力	13
3.3 携手龙头品牌商, 与优质客户同行	14
4. 疫情未动摇电子烟大客户发展势头, 产能储备充足应对未来增长需要	16
5. 盈利预测与投资建议	18
6. 风险提示	19
相关报告汇总	20

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 电子雾化设备市场份额情况	4
图 3: 公司主要产品情况	4
图 4: 公司营业收入情况	5
图 5: 公司分业务营业收入占比	5
图 6: 公司收入地区分布情况	5
图 7: 公司毛利率与经调整净利率情况	5
图 8: 电子烟与 HNB 产品主要原理	6
图 9: 电子烟与 HNB 零售市场规模预测 (亿美元)	6
图 10: 电子雾化设备出厂销售额预测 (亿美元)	6
图 11: 电子烟市场规模预测 (亿美元)	7
图 12: 加热不燃烧烟草市场规模预测	7
图 13: 全球电子烟市场分区域规模情况 (亿美元)	7
图 14: 全球电子雾化设备按货运地区销售情况 (亿美元)	7
图 15: 日本与韩国的 HNB 市场规模 (亿美元)	8
图 16: 日本尼古丁消费量中 HNB 的贡献比重	8
图 17: 不同 CBD 摄入方式下生物利用度区间情况	10
图 18: 特殊用途电子雾化设备销售额预测	10
图 19: 公司护城河示意图	10

图 20: 含陶瓷加热技术电子雾化设备收入情况	12
图 21: 悦刻烟弹印有 FEELM 品牌标识	12
图 22: 公司专利数量情况	12
图 23: 配备 FEELM 的封闭式电子雾化设备专利情况	12
图 24: 公司三大研发平台	13
图 25: 研发人员数量与部分竞争对手对比	13
图 26: 公司研发费用情况	13
图 27: 悦刻 RELX 产品迭代情况	14
图 28: 英美烟草旗下 Vuse 电子烟在美国的市占率情况	15
图 29: 悦刻 RELX 在国内的市占率情况	15
图 30: FDA 对电子烟产品 PMTA 申请成本的预估	16
图 31: 来自长期协议客户的收入占比情况	16
图 32: 2020H1 电子烟市场及英美烟草电子烟市占率情况	16
图 33: 2020 年中期英美烟草电子烟设备销售情况	16
图 34: 日本烟草 RRP 产品销售情况	17
图 35: Jupiter Research 收入情况	17
图 36: 公司现有产能及未来产能规划情况	18

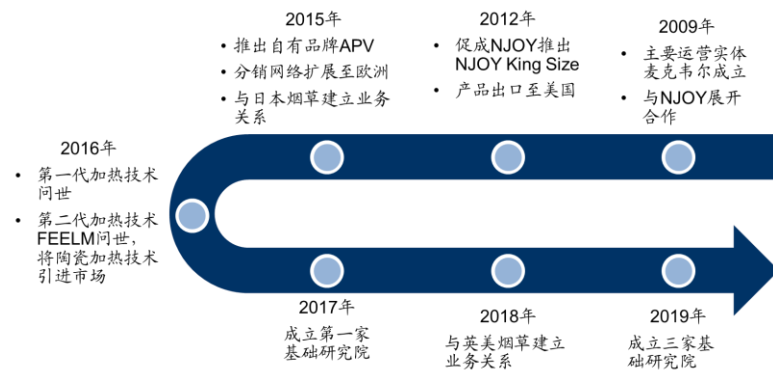
表格目录

表 1: 部分国家和地区的电子烟/HNB 监管政策	8
表 2: FEELM 雾化芯与传统棉芯对比	11
表 3: 公司生产基地基本情况	14
表 4: 公司部分优质客户简介	15
表 5: 公司分业务营业收入预测表	18
表 6: 公司利润表预测	19

1. 电子雾化设备制造商龙头, 兼具强劲增长与高利润率

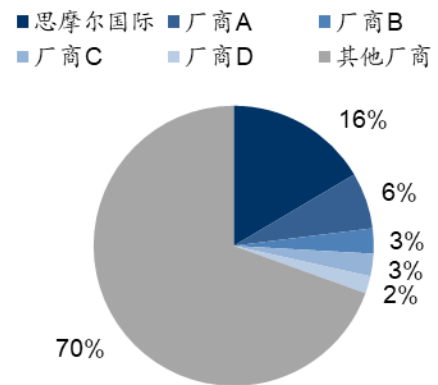
公司是最早、最先进的雾化科技解决方案提供商之一, 也是全球第一大电子雾化设备制造商。公司主要运营实体麦克韦尔自 2009 年成立后, 即与美国电子烟 (指雾化电子烟, 下同) 早期龙头 NJOY 开展合作。此后公司专注于电子雾化加热技术研发, 2016 年公司推出领先行业的 FEELM 加热雾化技术, 应用后受到市场广泛认可。当前电子雾化设备制造行业呈现“一超多强”竞争格局, 按出厂价计算, 2019 年行业 CR5=30.5%; 其中思摩尔的市占率达到 16.5%, 超过第 2-5 名的市场份额总和。

图1: 公司发展历程



资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

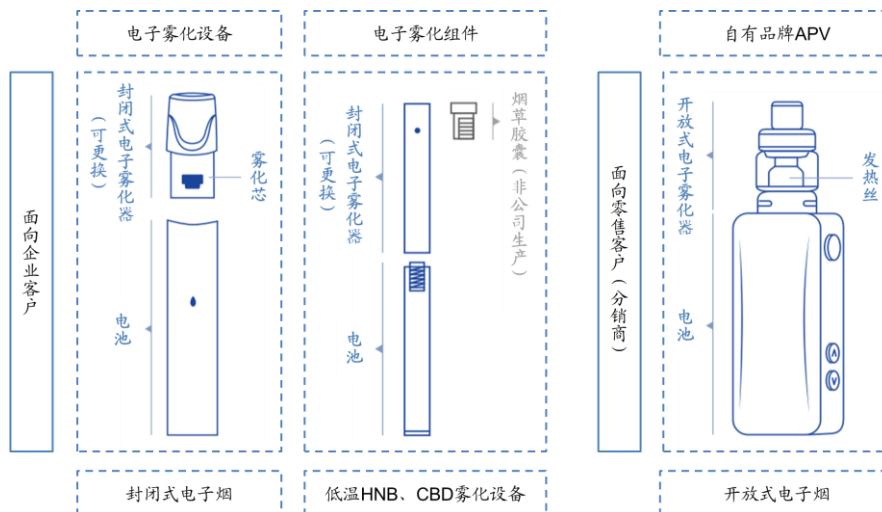
图2: 电子雾化设备市场份额情况



资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

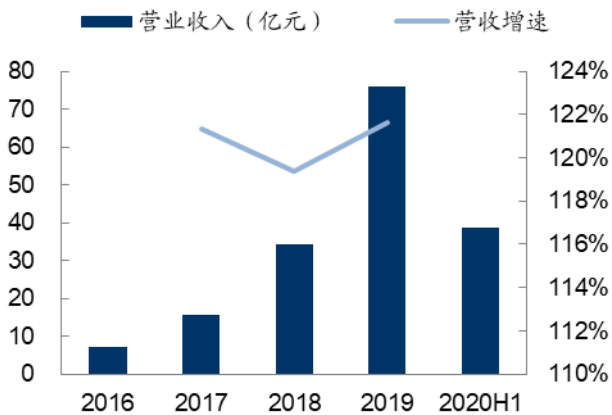
雾化设备产品矩阵丰富。公司主营业务包括: (1) **封闭式电子雾化设备 ODM/OEM**: 包括封闭式电子雾化器 (含雾化芯、雾化液) 和电子雾化设备 (主要为电池), 其中公司拥有 FEELM 等全球领先的核心加热技术; (2) **电子雾化组件 ODM/OEM**: 包括 HNB (加热不燃烧烟草) 雾化组件 (雾化器、电池) 及 CBD (大麻二酚) 雾化设备的雾化组件 (雾化器、电池) 等; (3) **自有品牌 APV 零售业务**: 即通过分销商销售开放式电子雾化设备; 根据弗若斯特沙利文的调查, 公司旗下 Vapresso 品牌知名度位居开放式电子烟全球第三。

图3: 公司主要产品情况

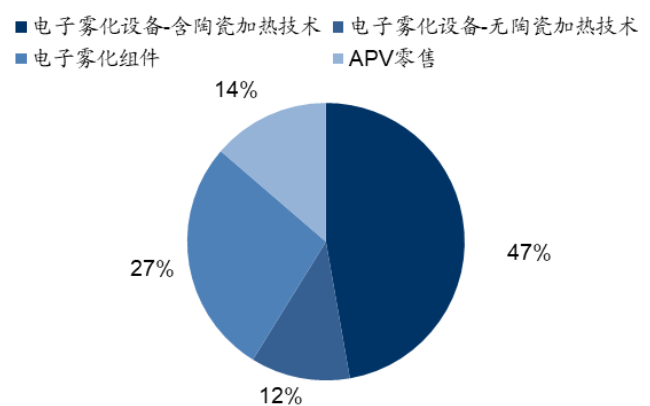


资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

斩获龙头客户订单, 营收快速扩张。公司 2019 年营业收入 76.15 亿元, 同比增长 122%。其中含有陶瓷加热技术的电子雾化设备收入 35.95 亿元, 同比增长 766%, 是公司未来最具前景的产品之一和最主要的收入来源。得益于公司自研的先进雾化技术, 以及强大的专业制造实力, 公司与 NJOY、英美烟草、悦刻、日本烟草等电子雾化领域龙头建立供应关系, 助力客户发展并分享其高速增长的红利。公司自有品牌 APV 在开放式电子烟终端市场拥有一定知名度, 2019 年销售收入 10.42 亿元, 同比增长 11%。

图4: 公司营业收入情况


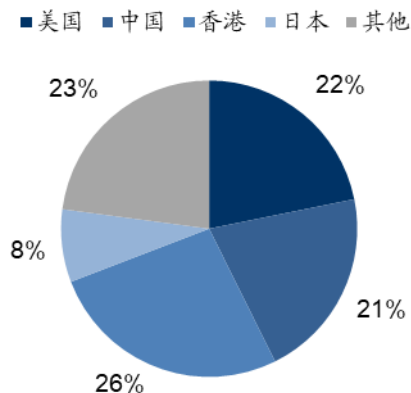
资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

图5: 公司分业务营业收入占比


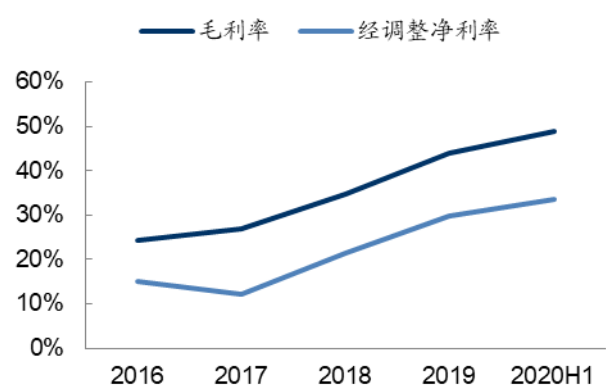
资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

公司收入主要来源于海外市场。按客户注册成立地点划分, 2019 年公司 20.8% 的收入来自中国内地市场。国内客户包括我国第一大电子烟品牌悦刻 RELX 以及头部品牌柚子 YOOZ、魔笛 MOTI 等。占比 79.2% 的海外市场收入中, 来自香港/美国/日本的收入分别占比 26.5%/21.8%/7.9%, 其中售往香港的产品超过 90% 最终发向美国。美国客户包括电子烟龙头英美烟草、NJOY, 日本客户为 HNB 龙头日本烟草。

研发+制造+客户构成公司护城河, 盈利能力不断攀升。公司凭借着行业核心地位的先进加热技术、成熟的电子雾化设备制造能力、不断开拓的优质客户关系, 在众多电子雾化设备制造商中脱颖而出。近年来公司收入规模与盈利能力迅速提升, 毛利率和经调整净利率分别由 2016 年的 24%/15% 上升至 2019 年的 44%/30%。我们认为公司有能力维持稳固的护城河, 有望实现“强劲增长+高利润率”的发展势头。

图6: 公司收入地区分布情况


资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

图7: 公司毛利率与经调整净利率情况


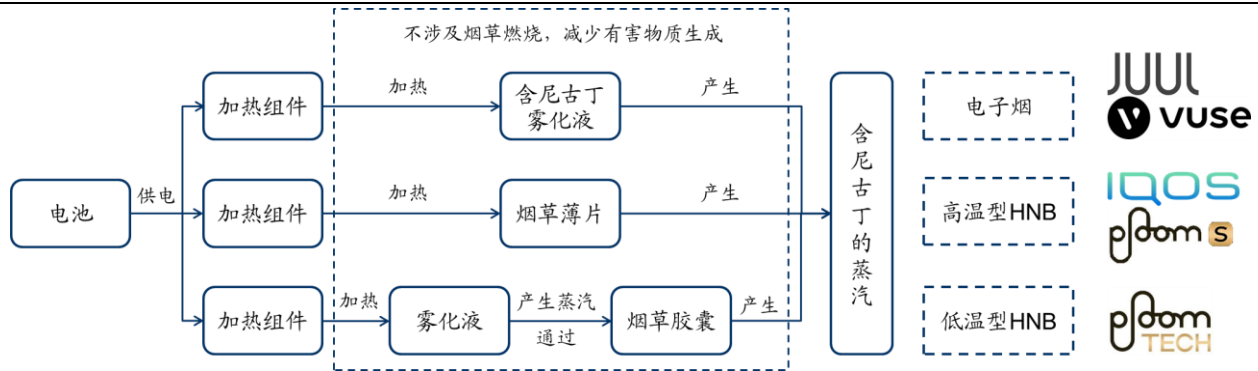
资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

2. 电子烟与 HNB 方兴未艾, 政策不确定性不改长期替烟趋势

2.1 减害属性与解瘾属性兼备, 电子烟与 HNB 成为烟草类消费新趋势

电子烟的原理, 是通过电池为雾化器供电, 将其中含有尼古丁的烟液雾化后供人吸入; 根据烟液是否可反复注入雾化器, 电子烟分为开放式和封闭式两种。HNB 则是以电池驱动加热系统, 通过加热烟草产生含有尼古丁的雾气。其中高温型 HNB 由加热元件直接接触并加热烟草, 从而产生雾气; 低温型 HNB 由雾化器产生蒸汽, 蒸汽进一步通过烟草胶囊产生含尼古丁的雾气。由于不涉及烟草的直接燃烧, 两种新型烟草在提供尼古丁的同时, 能有效减少传统卷烟产生的有害物质。

图8: 电子烟与 HNB 产品主要原理

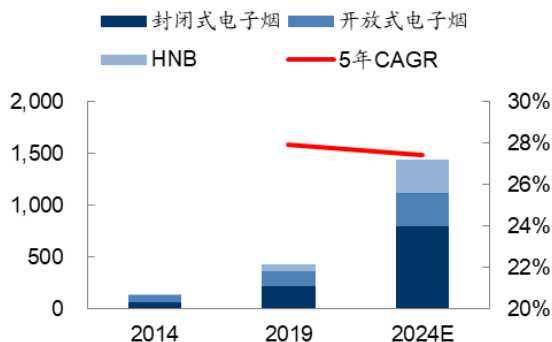


资料来源: 东兴证券研究所

电子烟与 HNB 成为烟草类消费新趋势。随着公众日益重视吸烟的健康危害, 电子烟和 HNB 相对于传统卷烟的减害属性受到了消费者的关注。经过多年发展, 电子烟和 HNB 已经可以较好地满足解瘾需求, 在口感和口味方面也有明显进步; 配合品牌商的积极营销, 其市场占有率不断提升。2014-2019 年, 电子烟/HNB 占全球烟草市场规模的比重由 1.7%/0.0% 上升至 4.2%/0.7%。

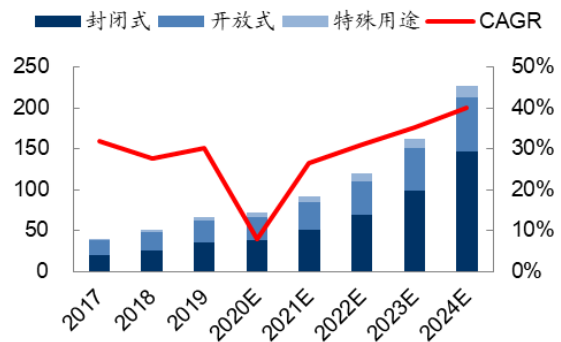
根据弗若斯特沙利文的预测, 2025 年全球电子烟和 HNB 的使用人数将达到 8960 万人和 1900 万人, 使用率相比 2015 年分别提高 3 倍和 190 倍。受此带动, 2024 年全球电子烟和 HNB 销售额 (零售口径) 将分别达到 1115 亿美元和 325 亿美元, 五年 CAGR 达 25% 和 40%; 封闭式和开放式电子烟设备的销售额 (出厂口径) 将分别达到 146.15 亿美元和 6.63 亿美元, 五年 CAGR 达 33% 和 20%。

图9: 电子烟与 HNB 零售市场规模预测 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

图10: 电子雾化设备出厂销售额预测 (亿美元)



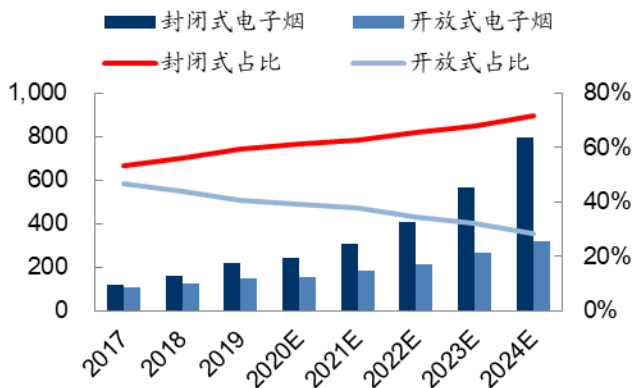
资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

2.2 封闭式电子烟风行欧美, HNB 独秀日韩

封闭式电子烟和 HNB 渐成主流。封闭式电子烟和 HNB 产品相比开放式电子烟更加便携、易使用, 普及速度略胜一筹。根据弗若斯特沙利文的预测, 封闭式/开放式电子烟/HNB 未来 5 年的市场规模将以 29.6%/16.2%/39.9% 的年均增速扩张, 至 2024 年分别达到 797 亿/318 亿/325 亿美元。

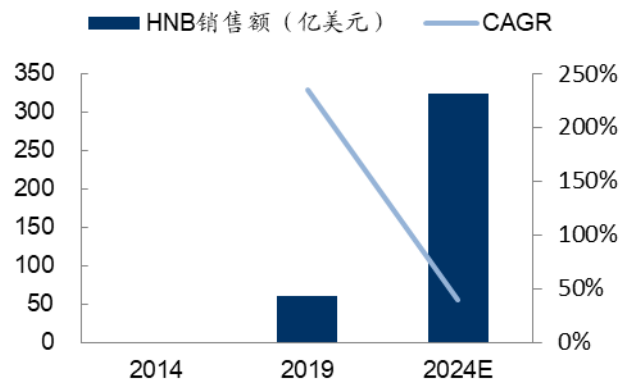
开放式电子烟主要消耗烟油, 封闭式电子烟则主要消耗包含烟油的雾化器。对于电子雾化设备制造商而言, 封闭式电子烟的兴起更有利于其收入的增长。类似地, 低温型 HNB 产品由雾化器产生蒸汽, 进而由蒸汽通过烟草胶囊产生含尼古丁的雾气, 因而雾化器和烟草胶囊均为消耗品, 相比高温型 HNB 产品更有利于电子雾化设备制造商。

图11: 电子烟市场规模预测 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

图12: 加热不燃烧烟草市场规模预测

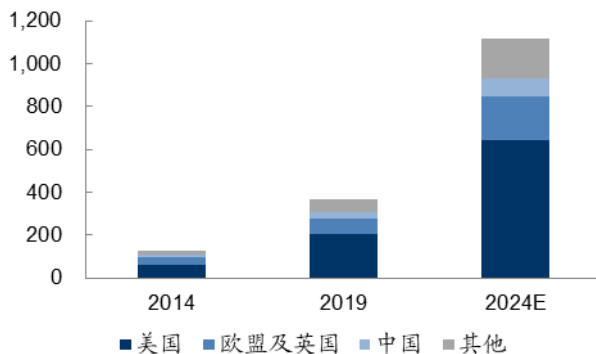


资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

美国、欧盟及英国、中国是目前电子烟的三大市场。2019 年三大地区分别占全球电子烟零售额的 56.3%/19.8%/7.3%。根据弗若斯特沙利文的预测, 未来 5 年三大地区的市场规模将以 25.5%/22.9%/25.5% 的年均增速扩张, 至 2024 年分别达到 644 亿/205 亿/84 亿美元, 分别占全球市场的 57.8%/18.4%/7.5%。

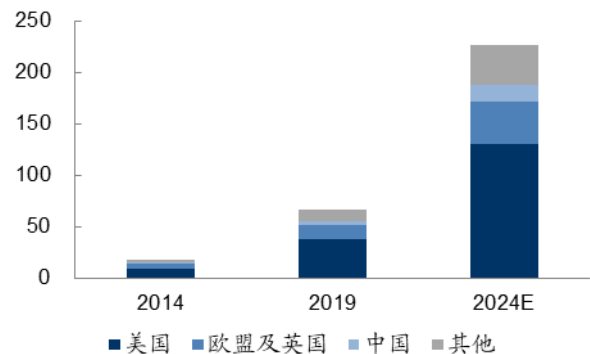
与之对应的, 全球电子雾化设备销售也主要集中在三大市场。按货运地区划分, 2019 年美国、欧盟及英国、中国三大地区的雾化设备出厂规模分别占全球的 57.1%/19.4%/6.7%。根据弗若斯特沙利文的预测, 未来 5 年三大地区的出厂规模将以 27.9%/26.0%/28.8% 的年均增速扩张, 至 2024 年分别达到 131 亿/41 亿/16 亿美元, 分别占全球的 57.6%/18.2%/7.0%。

图13: 全球电子烟市场分区域规模情况 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

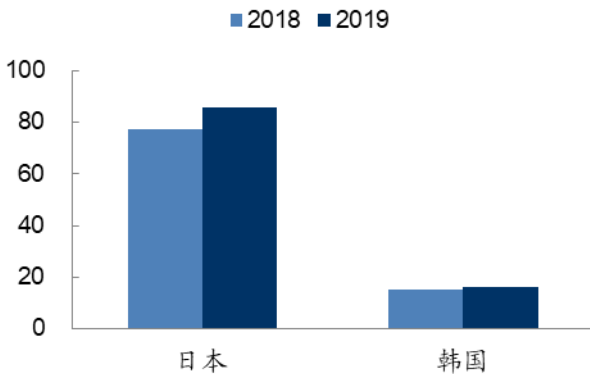
图14: 全球电子雾化设备按货运地区销售情况 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

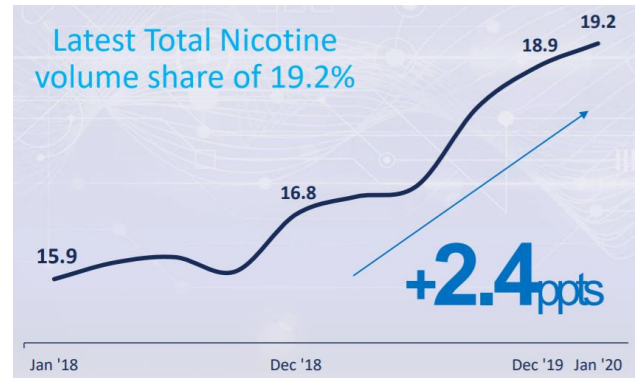
日本和韩国是 HNB 产品的主要市场。根据欧睿数据, 2019 年日本 HNB 市场规模达到 85.9 亿美元, 韩国 HNB 市场规模达到 16.1 亿美元, 排名第三的意大利则超过 1 亿美元。日本是 HNB 渗透率最高的市场之一, 约 1/5 的尼古丁消费量来自于 HNB。

图15: 日本与韩国的 HNB 市场规模 (亿美元)



资料来源: 欧睿, 东兴证券研究所

图16: 日本尼古丁消费量中 HNB 的贡献比重



资料来源: 英美烟草, 东兴证券研究所

2.3 监管政策日渐明晰、由宽向紧, 不改新型烟草长期发展趋势

随着电子烟和 HNB 影响力的提升, 各国的监管政策也在不断变化, 总体趋势上由模糊、宽松走向明晰、收紧。政策的不确定性一定程度上放缓了行业扩张的脚步。

作为电子烟消费最大市场, 美国现行监管政策具有一定的代表性。美国食品药品监督管理局 (FDA) 对烟草制品的监管范围囊括了电子烟、HNB 等新型烟草制品。FDA 对电子烟、HNB 和传统烟草实行类似的监管要求 (包括销售年龄限制、禁止赠送免费样品等), 其政策核心是控制烟草造成的公众健康风险。

FDA 烟草监管体系的最重要环节之一是烟草上市前申请 (PMTA)。2007/2/15 之后上市的烟草产品需提交申请报告和产品样本, 由 FDA 审批后方可销售; 但 2016/8/8 之前上市的产品若在 2020/9/9 之前提交申请, 则可在获批之前继续销售 1 年。PMTA 首次申请平均成本预估为 29 万-262 万美元, 申请报告包括对产品的研究文献汇总、制造过程分析和公众健康影响分析等, 旨在全面评估产品的公众健康风险情况。

在此基础上, 电子烟和 HNB 产品若寻求以“降低健康风险”的概念 (相比市面上某些产品健康风险更低, 或者有害物质生成量更少) 进行营销, 需要额外向 FDA 申请风险改良烟草产品认证 (MRTP)。目前 IQOS 已获得 MRTP 认证。

考虑到电子烟丰富的口味对消费者 (尤其是青少年) 的吸引力, 美国于 2020/2/6 起暂停未通过 PMTA 的调味型封闭式换弹电子烟 (后扩大至一次性电子烟) 销售, 仅保留烟草与薄荷醇口味产品。风味禁令一定程度上压制了前期美国电子烟市场的粗放增长, 尤其削弱了 Juul 在美国的竞争力。此外, 有少数几个州通过法律或行政手段禁止了调味型电子烟的销售。

表1: 部分国家和地区的电子烟/HNB 监管政策

国家或地区	监管政策	监管政策简述
美国	烟草上市前申请 PMTA	2007/2/15 之后上市的烟草产品需提交申请报告和产品样本, 由 FDA 审批后方可销售 (2016/8/8 之前上市的产品若在 2020/9/9 之前提交申请, 可在审批期间延长销售 1 年)。首次申请平均成本预估为 29 万-262 万美元, 申请报告包括对产品的研究文献汇总、制造过

国家或地区	监管政策	监管政策简述
		程分析和公众健康影响分析等, 旨在全面评估产品的公众健康风险情况
	改良风险烟草认证 MRTD	以“降低健康风险”的概念(相比市面上某些产品健康风险更低, 或者有害物质生成量更少)进行营销, 需要额外向 FDA 提出申请
	香味禁令	通过法律或行政手段, 马萨诸塞州、新泽西州禁止调味型电子烟销售, 纽约州、罗德岛州暂停未经 PMTA 审批通过的调味型电子烟销售
	其他政策	类似传统烟草监管政策, 如销售年龄限制、禁止赠送免费样品等
欧盟	-	自 2016 年起, 电子烟和 HNB 进入市场需通过各国认证以符合“烟草产品指令”(TPD), 并根据各国政策可能支付少许认证费用。TPD 要求电子烟烟液的尼古丁浓度不超过 2%, 而暂未对产品风味做出限制
日本	-	电子烟和 HNB 两者的监管有明显区分。《药机法》将含尼古丁的电子烟视为医疗用品, 其进入市场需获得上市许可, 截至目前尚无产品获准上市; HNB 则被视作烟草制品进行监管, 因此日本 HNB 市场较为发达
中国	监管法规	我国尚未建立针对电子烟和 HNB 的监管制度。 HNB 已被明确适用于《烟草专卖法》 , 预计未来监管体系将参照传统卷烟设立; 电子烟是否属于烟草制品仍不确定, 目前被视为“传统烟草制品的补充” , 与传统卷烟一样禁止向未成年人销售、禁止线上销售
	禁止向未成年人销售	2018/8/31 起, 《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》禁止了向未成年人出售电子烟产品
	线上销售与营销禁令	2019/11/1 起, 《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》 禁止了电子烟线上销售, 同时禁止了在线上投放电子烟广告
	其他政策	深圳、杭州、武汉等部分城市明确禁止公共场所使用电子烟

资料来源: 东兴证券研究所

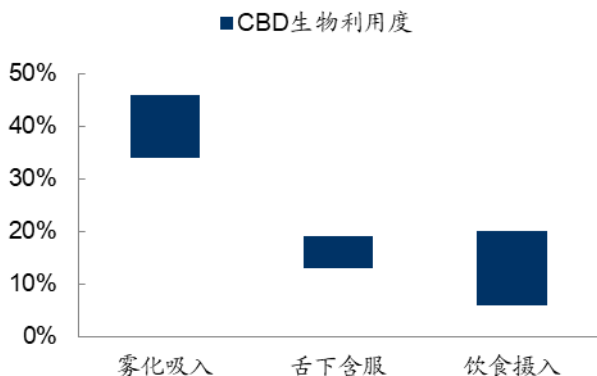
政策的不确定性不会影响电子烟和 HNB 长期的增长趋势。(1) 相对于传统卷烟, 电子烟和 HNB 既具有减害效果, 又能较好地满足烟民解瘾需求。只要烟草消费长期存在, 烟民转向电子烟和 HNB 的大方向就是确定的。(2) 成瘾性意味着电子烟和 HNB 需要得到严格监管, 但其减害属性又有利于降低公众健康风险。因此长期来看, 电子烟和 HNB 的监管标准将趋严, 但政策上将给予其充分的发展空间, 以便其替代传统烟草消费;(3) 相比于全球约 13 亿的烟民数量, 全球电子烟和 HNB 使用者仍不足 1 亿人, 渗透率有很大提升空间。

2.4 非尼古丁雾化市场具备想象空间

电子雾化技术主要应用于电子烟, 但也可用于雾化不含尼古丁的其他液体。(1) 在娱乐用途方面, 电子雾化器广泛用于 CBD 烟油的雾化。相比舌下含服和饮食摄入, 雾化吸入 CBD 的生物利用度可提高约 25 个百分点。(2) 在医疗用途方面, 药液被雾化成微粒后吸入, 可以更容易地进入呼吸道及肺部, 实现无痛、快速及有效的治疗。

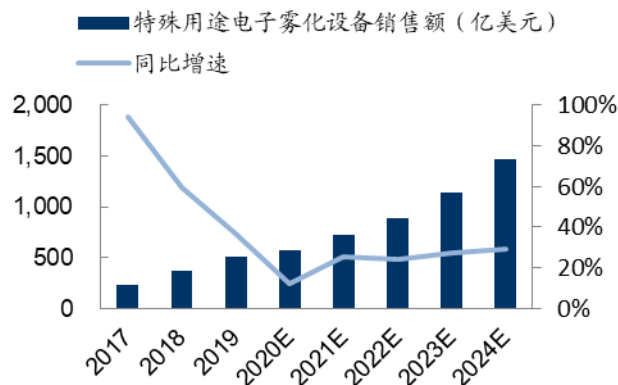
随着相关研究和应用的推进, 雾化技术有望更广泛地应用于 CBD 消费, 并拓展更多的医疗应用场景; 非电子烟用途的电子雾化设备销售额也将持续增长。根据弗若斯特沙利文的预测, 2024 年全球特殊用途电子雾化设备出厂销售额将达到 14.71 亿美元, 5 年年均增速 23.5%。

图17: 不同 CBD 摄入方式下生物利用度区间情况



资料来源: cbdoil.org, 东兴证券研究所

图18: 特殊用途电子雾化设备销售额预测



资料来源: 弗若斯特沙利文, 东兴证券研究所

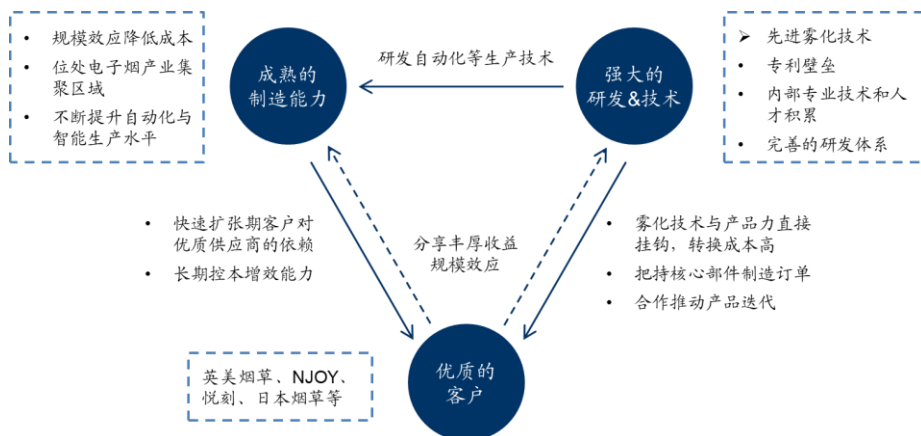
3. 研发能力+制造能力+客户关系三重优势, 共筑公司宽阔护城河

近几年来, 公司凭借新一代雾化技术收获数家优质大客户, 收入规模突飞猛进, 盈利能力大幅提升。与此同时, 电子雾化设备制造行业的竞争依然激烈。在全球电子烟份额向少数巨头集中的同时, 电子雾化设备制造行业仍有着超过 1200 家制造商。那么:

- **公司的市占率和利润率是否会遭遇竞争者的挑战?** 电子烟行业高利润率和高增长率的特性吸引着资本, 而制造环节的进入壁垒并不高。国内大量消费电子类制造商进入这一行业, 才形成了全球 90% 电子烟在中国生产且厂商众多的局面。
- **公司的市占率和利润率是否会遭遇下游客户压力?** 公司毛利率高达 44%, 同时超过 60% 的营收规模来自前五大客户。随着电子烟品牌的集中度近两年明显提升, 品牌商对上游议价能力势必有所加强。

我们认为公司依靠强大的护城河, 可以应对激烈的市场竞争, 保持“强劲增长+高利润率”的发展态势。

图19: 公司护城河示意图



资料来源: 东兴证券研究所

研发+制造+客户三项优势相辅相成, 构成强大护城河。作为电子烟制造和陶瓷加热技术的先行者, 公司目前在研发、制造、客户三个方面取得了领先优势。

公司掌握核心部件制造+研发能力, 竞争力持续领先对手。雾化技术显著影响着雾化设备对消费者的吸引力。公司雾化技术先进, 研发体系完备, 通过超前研发和知识产权构筑技术壁垒。即便面对其他电子零部件制造商的挑战, 公司也能把持高利润率的核心部件制造环节。同时, 研发团队助力雾化设备制造能力强化, 叠加规模效应, 公司控本增效的能力相对其他雾化设备制造商更加强大。

公司与客户在长期更多的是互惠互利。电子烟市场环境不断变化, 产品迭代迅速, 品牌商的市场地位也并非一成不变。公司领先的技术研发和制造优势, 可以增强客户的产品竞争力、供应链效率和新品开发能力, 帮助客户在变化的市场环境下始终取得竞争优势。而公司助力核心客户做大做强, 也有利于公司强化规模效应, 并分享更多收益, 用于进一步强化自身壁垒。公司与核心客户之间互惠互利, 谋求共同发展, 可以保持长期稳固的合作关系。

3.1 掌握核心雾化技术, 以知识产权和研发体系巩固技术优势

3.1.1 手握核心雾化技术, 占据产业链强势地位

陶瓷加热技术领先全球, 大幅改善电子烟使用体验。传统的电子烟使用棉芯作为雾化芯, 存在雾气口感不均匀、体验随抽吸时长变差、容易糊芯等固有问题。公司研发的二代陶瓷加热技术 FEELM 在雾气口感和稳定性等方面有大幅改善, 明显提升了消费者体验。

表2: FEELM 雾化芯与传统棉芯对比

评价维度	FEELM 雾化芯	传统棉芯
口感	雾化分子颗粒小, 雾气细腻均匀, 口感绵柔醇净	雾化分子颗粒大, 雾气浓烈但不均, 口感易粘腻
一致性	一致性好, 从第一口到最后一口体验始终如一	一致性差, 抽吸过程中体验感逐步降低
传输效率	精准雾化出适于人体吸收的粒子, 有效成分传输效率较棉芯提高 56%	同等烟雾量下, 有效成分传递效率差
焦味	温度控制均匀, 不易糊芯, 没有焦味	温度控制不均匀, 易糊芯, 易产生焦味
漏液率	陶瓷碗状结构, 封闭性强, 大大降低漏液可能	棉芯结构疏松, 锁液性差, 易产生漏液问题
抽吸体验	抽吸超静音, 体验佳	抽吸有噼啪声, 体验不好
品质	世界级检测标准, 自动化批量生产, 卓越品质保证	传统手工绕丝制作, 品质难以稳定保障

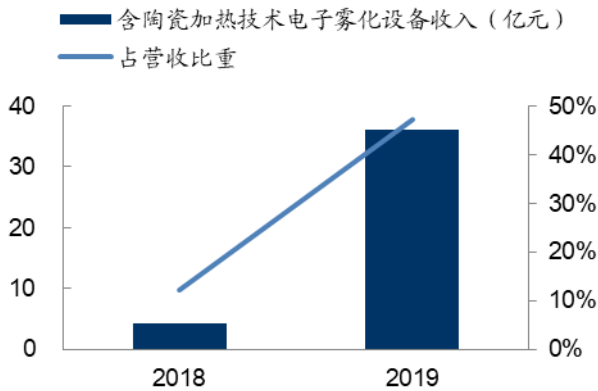
资料来源: FEELM 官网, 东兴证券研究所

自 2018 年起, 搭载公司陶瓷雾化芯的产品受到了市场广泛欢迎, 应用陶瓷加热技术的电子雾化设备制造收入 2 年间猛增至 35.95 亿元, 占公司收入比重达到了 47%。

公司客户面临较高的转换成本。FEELM 雾化芯对电子烟使用体验的大幅改善, 可以帮助客户获得更高的弹复购率。如果客户转向其他雾化芯供应商, 消费者将明显感受到产品的前后差异, 进而可能影响销量。FEELM 雾化芯作为电子烟产品力的核心组成部分, 为公司带来了较强的客户粘性。

公司雾化技术在消费者中形成品牌认知。随着公司下游客户在市场上取得成功, FEELM 雾化芯也在电子烟爱好者之间取得了一定知名度, 国内部分品牌更是以“搭载 FEELM 雾化芯”作为产品卖点。消费者对 FEELM 的认知进一步强化了客户对公司技术的粘性。

图20: 含陶瓷加热技术电子雾化设备收入情况



资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

图21: 悦刻烟弹印有 FEELM 品牌标识

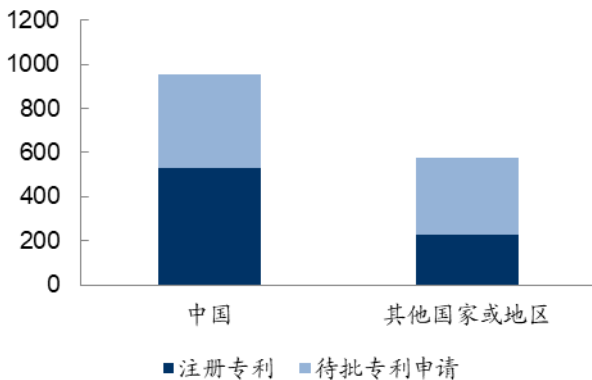


资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

3.1.2 知识产权壁垒与研发体系巩固核心技术护城河

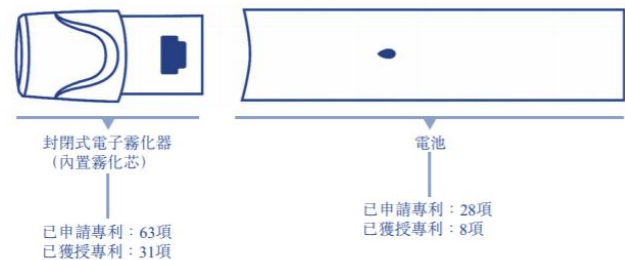
知识产权壁垒雄厚, 独享先进技术带来的利益。围绕电子雾化设备的方方面面, 公司已申请国内外专利超过 1500 项, 已获授 700 多项。以搭载 FEELM 雾化芯的封闭式电子烟为例, 其产品涵盖公司已申请/已获授专利 91 项/39 项。除了专利, 公司也通过培养内部专业人才, 积累独有的产品及技术专业知。知识产权壁垒使得竞争对手很难实现模仿或者超越。

图22: 公司专利数量情况



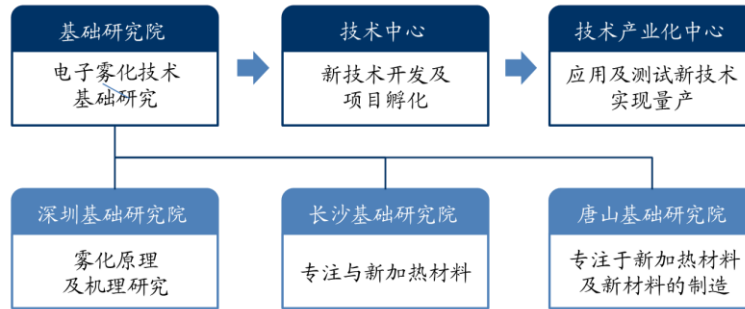
资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

图23: 配备 FEELM 的封闭式电子雾化设备专利情况



资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

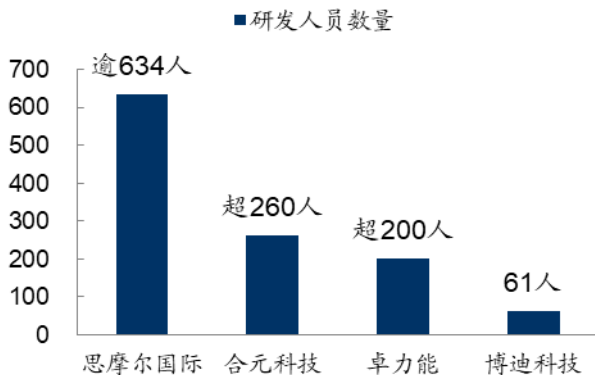
研发体系强大, 保障公司占据技术前沿地位。公司的研发体系由基础研究院、技术中心、技术产业化中心三大部门组成。基础研究院专注于探索及发展雾化领域基础知识, 技术中心专注于应用基础知识进行新技术研发及项目孵化, 技术产业化中心专注于应用及测试新技术, 以实现产品规模化生产。通过这一完整的研发链条, 公司可以从雾化领域基础知识开始积累优势, 并有效推动其转化为技术和实际应用。

图24: 公司三大研发平台


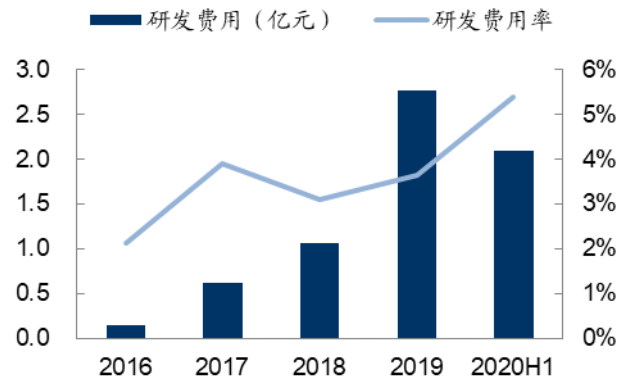
资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

研发团队规模领先竞争对手。公司拥有逾 634 名研发人员, 远超合元科技、卓力能等竞争对手的研发人员数量。庞大的研发团队是公司技术领先行业的基础。

研发投入规模快速扩大。2016-2019 年, 公司研发费用率从 2.10% 提升至 3.64%, 共提升 1.55 个百分点; 研发投入从 0.15 亿元扩大至 2.77 亿元, 年均增长率高达 166%。公司的研发费用转化为强大的技术实力与制造能力, 助力公司业绩增长, 使得公司有能力进一步扩大研发投入规模, 不断巩固技术优势地位。

图25: 研发人员数量与部分竞争对手对比


资料来源: 聆讯后资料集, 各公司官网, 东兴证券研究所

图26: 公司研发费用情况


资料来源: 聆讯后资料集, 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 控本增效能力强, 持续强化制造实力

公司是全球最早的电子烟 ODM 制造商之一, 凭借多年 ODM 经验, 公司积累了大量的行业相关专业知识和生产经验, 拥有完善的生产系统和成熟的供应链管理能力和。

行业快速扩张背景下, 品牌商依赖于优质的制造商。在全球电子烟需求持续扩张的阶段, 品牌商跑马圈地, 对产品供应规模、产品质量、供应效率和成本控制的要求较高, 同时还需要保持产品的快速迭代; 而品牌商自身需要兼顾渠道拓展和产品营销方面。因此与优质制造商的合作成为了必然。

图27: 悦刻 RELX 产品迭代情况



资料来源: 东兴证券研究所

研发团队助力实现自动化生产。传统电子烟制造包含一定的手工操作, 公司应用自动化技术使生产流程精细化、标准化, 从而实现规模经济, 并确保满足客户对产品质量和及时交付的要求。公司研发的陶瓷雾化芯有利于自动化生产, 且强大的研发团队自主开发了部分自动化生产设施, 对生产流程中的自动化生产技术进行设计、定制和创新。未来, 公司在江门和深圳产业园将实现全自动化制造流程。

公司上市募集资金亦将用于加强制造能力: (1) 升级现有工厂, 提升自动化与智能化水平, 提高运营效率和质量控制能力; (2) 升级 ERP 系统, 降低运营成本并改善运营效率。

依靠规模效应与地理优势控本增效。公司拥有电子烟制造业最大的市场份额, 稳定充足的订单使得公司受益于规模效应, 相比中小制造商可以更好地控制成本。此外, 公司生产基地均位于广东深圳或东莞, 身处电子烟产业集聚区域, 有助于公司节省运输费用, 提升采购效率。

表3: 公司生产基地基本情况

	位置	面积 (平米)	设计产能 (万标准单位)	运营日期	制造产品
生产基地 1	深圳宝安区	1600	7426	2009 年 9 月	封闭式电子烟、雾化组件
生产基地 2	深圳宝安区	14163		2019 年 12 月	封闭式电子烟
生产基地 3	深圳宝安区	11000	12360	2018 年 9 月	封闭式电子烟
生产基地 4	深圳宝安区	22000	36378	2017 年 12 月	封闭式电子烟、雾化组件
生产基地 5	深圳宝安区	10008	19568	2014 年 4 月	封闭式电子烟
生产基地 6	深圳宝安区	15474	2094	2019 年 12 月	封闭式电子烟
生产基地 7	深圳宝安区	7969	2535	2018 年 5 月	开放式电子烟
生产基地 8	东莞长安镇	9980	12246	2013 年 9 月	封闭式电子烟、雾化组件
生产基地 9	东莞长安镇	26780	22560	2019 年 2 月	雾化组件
生产基地 10	东莞长安镇	24803	41079	2019 年 5 月	陶瓷及其他中间产品

资料来源: 腾讯后资料库, 东兴证券研究所

3.3 携手龙头品牌商, 与优质客户同行

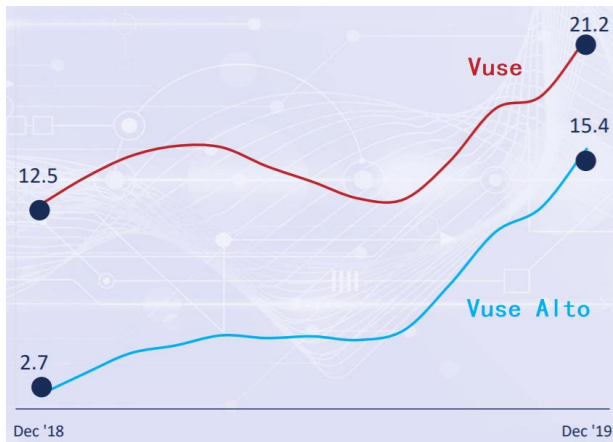
凭借技术与制造优势, 公司不断开拓优质客户。截至 2019 年, 公司在封闭式电子烟方面的主要客户包括美国市占率排名第 2 和第 3 名的英美烟草 (旗下品牌 Vuse、Vype) 和 NJOY, 以及国内市占率排名第一的悦刻。雾化组件方面的主要客户包括日本烟草 (旗下品牌 Ploom) 等。

表4: 公司部分优质客户简介

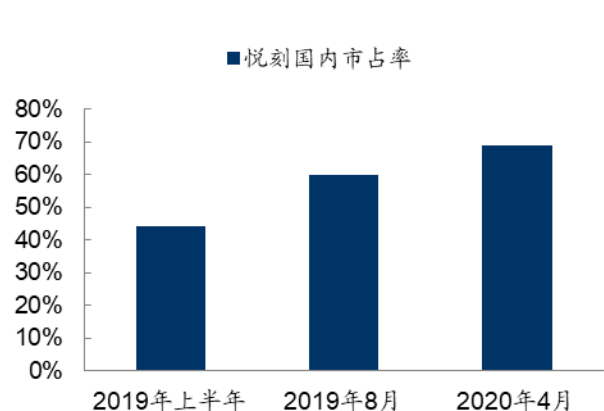
服务客户	主要品牌	客户分析
英美烟草	电子烟品牌 Vuse、Vype	国际四大烟草公司之一, 2019 年以来电子烟市场份额增长迅速。根据中报数据, 公司在美国/英国/法国/德国电子烟市场的份额达到 26%/13%/27%/46%
NJOY	电子烟品牌 NJOY	独立电子烟公司, 旗下 NJOY 为美国第三大电子烟品牌, 市占率仅次于 Juul 和 Vuse
悦刻	电子烟品牌悦刻 RELX	国内第一大电子烟品牌, 截至 2020 年 4 月在国内 19 个新一线城市占据封闭式电子烟 69% 的市场份额。目前悦刻在全国已有超过 2500 家专卖店、超过 10 万家各类零售门店
日本烟草	电子烟品牌 logic、HNB 品牌 Ploom	国际四大烟草公司之一, 旗下拥有 HNB 品牌 Ploom (包括低温加热型的 Ploom Tech、Ploom Tech+、高温加热型的 Ploom S) 以及电子烟品牌 logic。目前公司 HNB 产品在日本市占率排名第三

资料来源: 英美烟草, 悦刻, 日本烟草, 东兴证券研究所

公司主要客户近年来在电子烟市场取得了快速增长, 市占率明显提升, 一定程度上受益于 FEELM 雾化技术与制造能力的加持。

图28: 英美烟草旗下 Vuse 电子烟在美国的市占率情况


资料来源: 英美烟草, 东兴证券研究所

图29: 悦刻 RELX 在国内的市占率情况


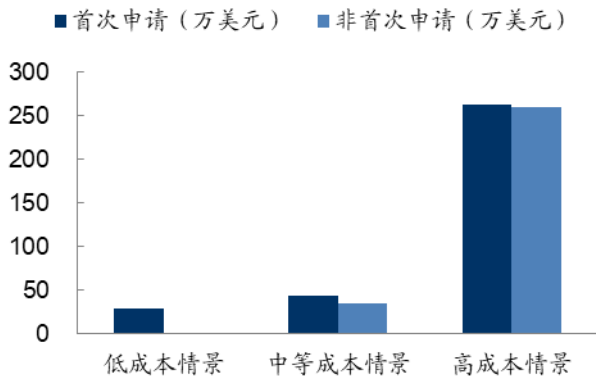
资料来源: 悦刻, 东兴证券研究所

与客户共同发展, 强化客户粘性。对于部分客户而言, 公司不仅是供应商, 也是产品研发上的合作伙伴。凭借研发实力, 公司可以定期与客户沟通以了解其需要, 并提供新技术、新产品或可能的解决方案, 给予客户灵感; 凭借制造能力, 公司则可以帮助客户的新产品落地。从概念设计到生产交付的全过程, 公司都与客户有着合作关系, 这种互惠互利意味着优质客户对公司的粘性。

PMTA 有利于增强客户粘性。美国 PMTA 审查的很大一部分时间耗费和成本支出, 来源于对产品特性的研究与测试。一旦更换雾化芯等重要组件, 将意味着产品整体需要重新研究测试, 并提请 FDA 审查。如果客户在产品迭代过程中沿用公司的雾化芯, 利用已有研究数据, 便有望降低 PMTA 审查的成本。此外, PMTA 对产品制造环节合规性也有着严格的审查, 公司作为行业内最优秀的制造商之一, 有助于客户的产品通过 PMTA 并上市销售。

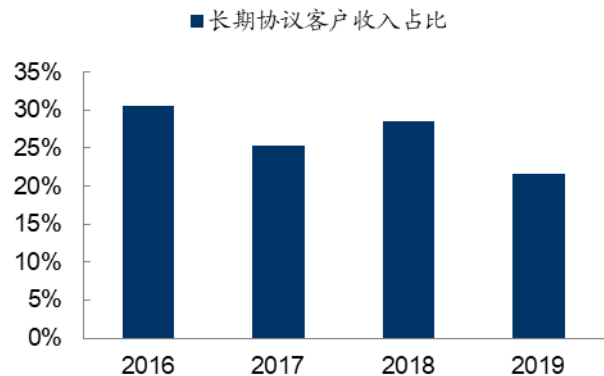
与部分客户订立长期协议。公司目前已经与两个主要企业客户订立了长期生产及供应协议, 根据客户的指示制造产品。2016-2019 年, 两名长期客户贡献的收入占总收入的 30.5%/25.4%/28.5%/21.6%。

图30: FDA对电子烟产品PMTA申请成本的预估



资料来源: FDA, 东兴证券研究所

图31: 来自长期协议客户的收入占比情况



资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

4. 疫情未动摇电子烟大客户发展势头, 产能储备充足应对未来增长需要

受益于电子烟客户强劲发展势头, 公司B端业务在疫情中保持增长: 公司主要B端客户凭借搭载FEELM雾化芯的产品不断扩大电子烟市场份额。尽管受到新冠疫情影响, 2020年上半年公司B端收入仍然实现同比32.3%的增长, 上半年经调整纯利同比增长40.4%。

电子烟海外主要市场自2020年Q2起复苏, 美国/英国/法国/德国6月销售额相比3月增长20%/17%/25%/2%, 同比去年6月下降17%/增长24%/增长21%/下降11%。公司主要客户英美烟草、NJOY在美国站稳市占率第2名、第3名的位置, 英美烟草在欧洲主要国家稳居第1名的位置。

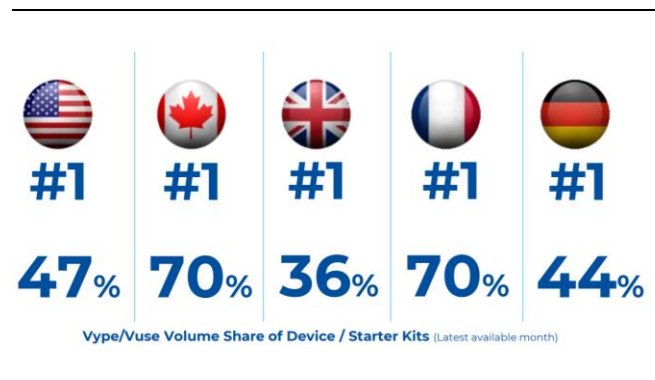
- **英美烟草:** 2020上半年电子烟/HNB销售收入增长39%/-12%, 其中在美国电子烟收入同比增长70%。新型烟草板块(电子烟、HNB、口嚼烟)计划于2025年达到50亿英镑, 对应年均目标增速26%。目前电子烟市场份额提升顺利, 电子烟设备销售量排名多国第一, 未来强劲增长可期。
- **悦刻:** 2020年上半年专卖店突破2500家, 其他形式零售门店超过10万家; 其中2020年1-5月即开业超过1000家专卖店。在电子烟线上销售遭禁的监管环境下, 领先国内其他品牌的门店密度有利于悦刻留存已有消费者, 吸引新的消费者, 并塑造自身品牌力。

图32: 2020H1电子烟市场及英美烟草电子烟市占率情况

国家	Vapour Industry Value		Vuse/Vype		
	12m change	3m change	YTD Value share	YTD vs FY19	
美国	-17%	+20%	26.0%	↑	+10.4pp
加拿大	+73%	+38%	35.0%	↑	+11.0pp
英国	+24%	+17%	13.0%	↑	+1.8pp
法国	+21%	+25%	26.6%	↑	+9.4pp
德国	-11%	+2%	45.8%	↑	+10.0pp

资料来源: 英美烟草, 东兴证券研究所

图33: 2020年中期英美烟草电子烟设备销售情况



资料来源: 英美烟草, 东兴证券研究所

HNB方面, 根据日本烟草披露数据, 减害烟草产品(RRP)在日本的渗透率有所提升, 2020年上半年需求

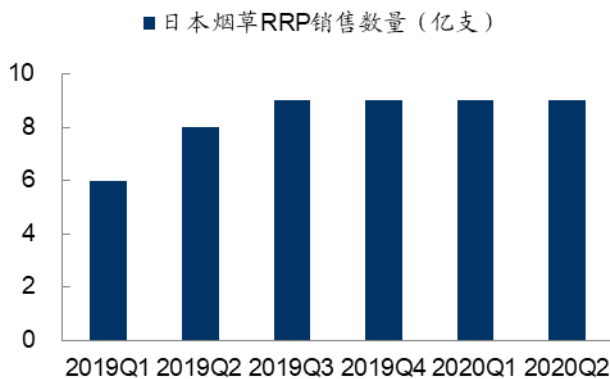
量同比正增长。

- **日本烟草:** 2020 上半年在日本国内的减害烟草产品 (RRP) 销售数量 (换算为卷烟支数) 约 18 亿支, 同比增加约 4 亿支; 预计 2020 年在日本国内的 RRP 产品销售数量达到约 35 亿-40 亿支, 对应增速约 6%-21%。但上半年 RRP 相关收入同比下降约 15%至 259 亿日元, 主要受 RRP 设备降价和设备销量下滑影响。

随着电子烟肺炎致病原因逐渐清晰, CBD 雾化设备销售也有所回暖。

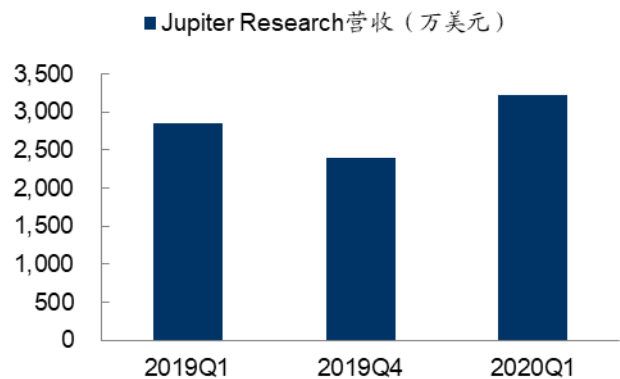
- **Jupiter Research:** 2020 年 Q1 雾化设备销售开始复苏, 实现营收 3230 万美元, 同比增长 13%, 环比 2019 年 Q4 增长 35%。

图34: 日本烟草 RRP 产品销售情况



注: 不包括设备与附件销售, 销售支数代表换算为传统烟草的数量
 资料来源: 日本烟草, 东兴证券研究所

图35: Jupiter Research 收入情况

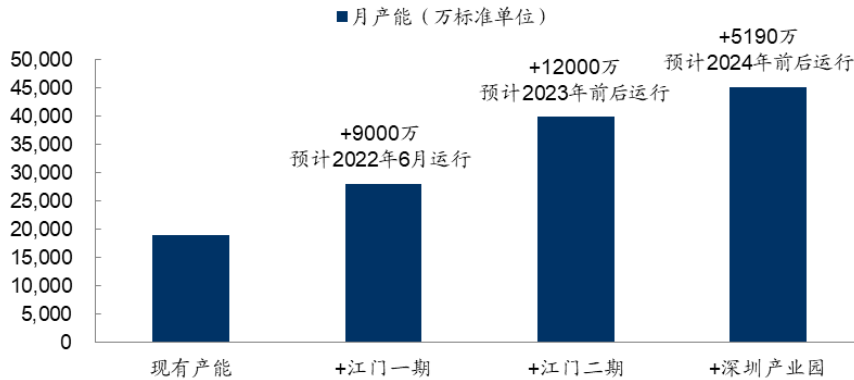


资料来源: TILT Holdings, 东兴证券研究所

零售业务: 受新冠疫情影响, 2020 年前四个月公司零售收入/销售量同比下滑 40.5%/33.6%。随着除美国以外的主要市场疫情缓解, 我们预计销售将逐渐回暖。公司自有品牌 APV 知名度高, 依托于研发能力强化产品力, 并拥有 36 家战略合作分销商 (贡献零售业务 76% 的收入)。我们预计未来公司在开放式电子烟将保持头部地位, 随着电子烟渗透率提高而实现稳定增长。

产能规划充足, 满足持续快速增长的需要。 为应对快速扩大的客户需求, 2019 年公司新建产能集中落地, 目前共运营 10 个生产基地, 电子雾化设备/雾化组件/APV 的设计产能分别达到 5.93 亿/5.33 亿/0.25 亿标准单位。2019 年三类产品的产能利用率分别为 72.4%/51.5%/49.4%, 实际产量相比设计产能有 60% 的提升空间; 此外, 江门一期/江门二期/深圳产业园预计于 2022-2024 年陆续投产后, 设计产能相比目前将进一步提升 47%/111%/138%。

图36: 公司现有产能及未来产能规划情况



资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们看好公司凭借研发能力+制造能力+客户关系构筑的护城河, 占据行业优势竞争地位, 获取强大议价能力。我们预计雾化产品需求将保持扩张, 优质客户在公司助力下市场份额不断提升, 带动公司营业收入快速增长, 同时保持高水平的盈利能力。

预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 95.34 亿元、132.33 亿元、175.78 亿元; 净利润分别为 30.22 亿元、43.20 亿元和 58.86 亿元; EPS 分别为 0.52 元、0.74 元和 1.01 元, 对应 PE 分别为 70X、49X 和 36X。首次覆盖给予“推荐”评级。

表5: 公司分业务营业收入预测表

		2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	亿元	7.07	15.65	34.34	76.11	95.30	132.27	175.69
yoy	%		121%	119%	122%	25%	39%	33%
面向企业客户	亿元	5.10	10.04	24.92	65.69	86.96	120.18	161.19
yoy	%		97%	148%	164%	32%	38%	34%
电子雾化设备	亿元	5.03	6.92	11.24	44.77	68.14	95.71	130.60
yoy	%		37%	63%	298%	52%	40%	36%
含有陶瓷加热技术	亿元			4.15	35.95	59.31	86.00	120.40
yoy	%				766%	65%	45%	40%
不含陶瓷加热技术	亿元	5.03	6.92	7.09	8.82	8.82	9.71	10.19
yoy	%		37%	3%	24%	0%	10%	5%
电子雾化组件	亿元	0.07	3.12	13.68	20.92	18.82	24.47	30.59
yoy	%		4526%	338%	53%	-10%	30%	25%
面向零售客户销售	亿元	1.97	5.61	9.42	10.42	8.34	12.09	14.50
yoy	%		185%	68%	11%	-20%	45%	20%

资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

表6: 公司利润表预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7.23	15.67	34.35	76.15	95.34	132.33	175.78
主营业务收入	7.07	15.65	34.34	76.11	95.30	132.27	175.69
其他营业收入	0.16	0.02	0.02	0.04	0.05	0.07	0.09
营业总支出	6.04	13.24	25.76	50.48	59.35	81.20	106.08
营业成本	5.35	11.46	22.43	42.58	49.45	67.50	87.89
销售费用	0.19	0.51	0.99	1.58	1.97	2.74	3.64
管理费用	0.33	0.63	1.23	3.27	4.10	5.68	7.55
研发费用	0.15	0.61	1.06	2.77	3.47	4.82	6.40
其他营业费用	0.02	0.03	0.05	0.27	0.36	0.45	0.60
营业利润	1.19	2.43	8.59	25.67	35.99	51.13	69.70
加: 利息收入	0.00	0.00	0.02	0.04	0.05	0.06	0.08
减: 利息支出	0.01	0.03	0.08	0.18	0.20	0.28	0.37
其他非经营性损益	0.09	(0.17)	0.01	0.11	0.00	0.00	0.00
非经常项目前利润	1.27	2.23	8.55	25.64	35.84	50.92	69.41
加: 非经常项目损益	0.02	0.04	0.14	0.03	(0.15)	0.10	0.10
除税前利润	1.30	2.27	8.69	25.67	35.69	51.02	69.51
减: 所得税	0.23	0.38	1.35	3.93	5.47	7.82	10.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1.06	1.89	7.34	21.74	30.22	43.20	58.86
减: 优先股利及其他调整项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属普通股股东净利润	1.06	1.89	7.34	21.74	30.22	43.20	58.86

资料来源: 聆讯后资料集, 东兴证券研究所

6. 风险提示

监管政策负面影响, 市场对雾化产品接受程度不及预期, 雾化产品未经发现的健康风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	新政策规范行业发展, 电子烟曲折中探索新未来	2019-11-05

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王长龙

美国南加州大学经济学硕士, 本科毕业于西安交通大学, 2018 年加入东兴证券研究所, 从事策略&轻工制造研究。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526