

**中信证券研究部**

**李鑫**  
 首席轻工分析师  
 S1010510120016

**肖昊**  
 轻工分析师  
 S1010519070002

**联系人：康达**

**联系人：郭韵**
**核心观点**

**新型烟草对传统卷烟的替代已成为长期趋势，抓大放小（把握监管大框架，弱化政策微小扰动）尤为重要。除了监管，技术优势赋予公司与客户的合作关系有别于电子产业链，议价能力难以撼动。潜在的大客户、合法化推进的业务板块以及孵化中的雾化给药项目将进一步提升公司价值，首次覆盖给予“买入”评级，建议增配并长期持有。**

**概况：雾化解决方案领导者，电子烟场景率先落地。** 公司为全球最大的电子烟设备制造商，2019 全球市占率 17%。2019 年小烟、APV、HNB、CBD&THC 雾化组件收入占比分别 59%/14%/8%/20%。测算国内需求占比约 10%，受 PMTA 监管的收入占比约 28%，政策风险敞口有限。IPO 前购股权计划实现对核心团队的充分激励。

**行业：新型烟草大势所趋，监管周期性趋严利于格局优化。** 新型烟草有望成为人类摄取尼古丁主流方式，中短期内雾化烟与 HNB 有望并驾齐驱，长期视角下雾化烟前景更为广阔。假设 2025 年雾化/HNB 全球渗透率为 10%/6%，则新型烟草市场规模近万亿。行业强监管带动品牌端集中度持续提升、代工环节格局优化。预计小烟持续高成长，大烟仍有一席之地。陶瓷发热体性能大幅领先天然棉材料，预计会逐步成为主流技术路线。

**护城河&议价能力：技术创新、客户优质，议价能力难以撼动。** 1) **技术创新：**作为陶瓷雾化首创者，专利布局完善且有 know-how 保护，先发优势明显，并形成技术品牌，正在逐步占领消费者心智；2) **客户资源优质，且深度绑定：**与头部客户互为创业合作伙伴，关系极为稳固；为客户提供的不仅仅是 ODM，增值服务加强合作粘性；PMTA 严监管增强与客户深度绑定的基础；3) **产业链地位强势：**公司对产品有较强掌控力，拥有专利技术的产品不会在多个供应商中分配，“一供”地位及份额占比难以撼动，另外强监管也限制了新进入者。

**展望：短看电子烟高成长，长看雾化场景拓展。** 短期看，现有大客户料仍将驱动小烟高增长，预计 2020-2022 年小烟增速 61%/43%/36%。潜在大客户帝国烟草、中烟、JUUL 等有望带来超预期增长，同时工业大麻合法化推进、HNB 国内开放，预计将使公司全面受益。随产品结构变化（小烟、烟弹、陶瓷芯收入占比提升）及规模、效率升级，预计毛利率仍处上行通道。中期看，肺部相关疾病的雾化给药有望接力增长。长期看，雾化有望成为人类摄取外界物质的第三种主流方式，成长空间有望持续扩容。

**风险因素：颠覆性雾化技术路径的替代；行业监管程度超预期；新型烟草产品处在提税通道。**

**投资建议：鉴于全球新型烟草渗透率的提升、强监管下品牌及代工集中度的加强以及公司技术领先优势的扩大，预计公司盈利中枢将进一步抬升，预测 2020-22 年公司收入同比+27%/+40%/+34%，调整后净利润预测同比+48%/+32%/+41%，对应调整后 EPS 预测 0.58/0.77/1.08 元。虽然有监管周期扰动，综合考虑公司成长性、稀缺性，给予目标市值 3,000 亿港元，目标价 52.20 港元，对应 2021 年 PE 及 PEG 分别 61x/1.5x，首次覆盖给予“买入”评级。**

思摩尔国际	06969.HK
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	33.00 港元
目标价	52.20 港元
总股本	5,830 百万股
港股流通股本	5,830 百万股
52 周最高/最低价	42.2/29.0 港元
近 1 月绝对涨幅	24.53%
近 6 月绝对涨幅	219.35%
近 12 月绝对涨幅	219.35%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,434	7,611	9,649	13,462	17,999
营业收入增长率	119.4%	121.6%	26.8%	39.5%	33.7%
净利润(百万元)	734	2,174	1,123	4,215	6,116
净利润增长率	288.4%	196.2%	-48.3%	275.3%	45.1%
<b>调整后净利润(百万元)</b>	<b>734</b>	<b>2,265</b>	<b>3,348</b>	<b>4,415</b>	<b>6,216</b>
<b>调整后净利润增长率</b>	<b>288.4%</b>	<b>209%</b>	<b>47.8%</b>	<b>31.9%</b>	<b>40.8%</b>
调整后 EPS(基本)(元)	0.13	0.39	0.58	0.77	1.08
调整后 PE	235	76	52	39	28

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 4 日收盘价

## 目录

<b>概况：雾化解决方案领导者，电子烟场景率先落地</b> .....	<b>1</b>
创新驱动跨越式发展，与客户互为创业伙伴 .....	1
产品结构均衡，毛利率高 .....	2
国内需求占比约 10%，受 PMTA 监管的收入占比约 28% .....	4
创始人控股，购股权计划激励充分 .....	5
<b>行业：新型烟草大势所趋，监管周期性趋严</b> .....	<b>6</b>
雾化与 HNB 并驾齐驱，2025 市场规模有望近万亿 .....	6
监管周期下市场集中度有望持续提升 .....	9
产品结构切换蕴藏机遇，陶瓷雾化料成主流技术路线 .....	13
<b>护城河：技术创新为内核，客户及规模壁垒深厚</b> .....	<b>16</b>
陶瓷雾化首创者，技术品牌深化护城河 .....	16
客户资源优质，且深度绑定 .....	19
规模、效率持续升级，竞争优势巩固 .....	21
<b>议价能力：产业链地位强势，单价下滑风险低</b> .....	<b>23</b>
<b>经营展望：短看电子烟高成长，长看雾化场景拓展</b> .....	<b>26</b>
大客户驱动小烟&HNB 增长，毛利率处上行通道 .....	26
APV 市占率有望提升，CBD 合法化推动雾化组件高增 .....	31
雾化场景拓展打开远期成长空间 .....	34
<b>风险因素</b> .....	<b>35</b>
<b>投资策略</b> .....	<b>35</b>
盈利预测：未来三年业绩 CAGR 有望超 40% .....	35
估值：目标市值 3,000 亿港元 .....	36

## 插图目录

图 1: 技术创新及差异化产品能力驱动思摩尔取得跨越式发展	1
图 2: 思摩尔营业收入及同比增速	2
图 3: 思摩尔营业收入及增速	2
图 4: 思摩尔 ROE-平均	2
图 5: 思摩尔主营业务拆分	3
图 6: 2019 年思摩尔来自中国大陆的收入占比及产品类型	4
图 7: 2019 年思摩尔来自美国的收入占比及产品类型	5
图 8: 思摩尔的红筹股权架构	5
图 9: 雾化电子烟 (封闭式结构)	6
图 10: 加热不燃烧制品	6
图 11: 2019 年全球成年烟民地区结构	8
图 12: 美国市场经历的两轮监管周期	10
图 13: 2018 年全球卷烟市场竞争格局 (包含中国)	12
图 14: 全球 E-vapour 品类 TOP5 品牌市占率	12
图 15: 2018 年雾化烟代工厂竞争格局	13
图 16: 2019 年雾化烟代工厂竞争格局	13
图 17: 封闭式雾化电子烟	14
图 18: 开放式雾化电子烟	14
图 19: 封闭式、开放式电子雾化设备全球零售端市场规模及增速	14
图 20: 封闭式、开放式电子雾化设备全球零售端市场规模占比	15
图 21: 棉芯和陶瓷芯结构	15
图 22: FEELM 陶瓷雾化芯对比棉芯	16
图 23: NJOY 采购额及同比增速	16
图 24: 英美烟草采购额	16
图 25: FEELM 陶瓷雾化芯体验及安全性具备领先优势	17
图 26: FEELM 陶瓷雾化芯的微孔陶瓷结构	17
图 27: 公司研发开支及研发费用率	18
图 28: 雾化芯对用户体验的重要性预计会逐步凸显	19
图 29: 不同品牌的 PC 上皆贴有“Intel inside”技术认证标识	19
图 30: 不同品牌雾化烟上均显示有“FEELM inside”技术认证标识	19
图 31: PMTA 导致代工厂与品牌商深度绑定	20
图 32: 2020 年 4 月中国 20 个新一线城市中悦刻品牌市占率	21
图 33: 美国市场 E-vapour 品类 TOP5 品牌市占率	21
图 34: 思摩尔、立讯精密及比亚迪电子固定资产周转率	23
图 35: 雾化烟产业链与 iPhone 产业链对比	24
图 36: 思摩尔及头部消费电子代工企业应收账款周转天数对比	25
图 37: 2019 年思摩尔供应大客户的封闭式小烟中口味烟占比	27
图 38: 美国市场主流品牌产品组合中口味烟占比	27
图 39: 思摩尔与日烟合作的 Ploom Tech 产品结构及工作原理	27
图 40: 美国市场 VUSE Alto 在 VUSE 销售占比迅速提升	28
图 41: VUSE 在逐步蚕食 JUUL 的市场份额	28
图 42: 悦刻领先优势明显, 预计渠道扩张驱动高增	29
图 43: 天长集团为 Blu 提供 OEM 收入及增速	30

图 44: 天长集团电子烟 OEM 毛利率 .....	30
图 45: 思摩尔分销商数量 .....	32
图 46: 单个分销商创收及增速 .....	32
图 47: 开放式电子雾化设备市场规模及增速 .....	32
图 48: 大麻二酚 (CBD) 及四氢大麻酚 (THC) 分子式 .....	33
图 49: 美国各州大麻政策 .....	33
图 50: 美国 CBD 市场规模及同比增速 .....	34
图 51: 特殊用途电子雾化设备生产环节市场规模 (出厂价) .....	34

## 表格目录

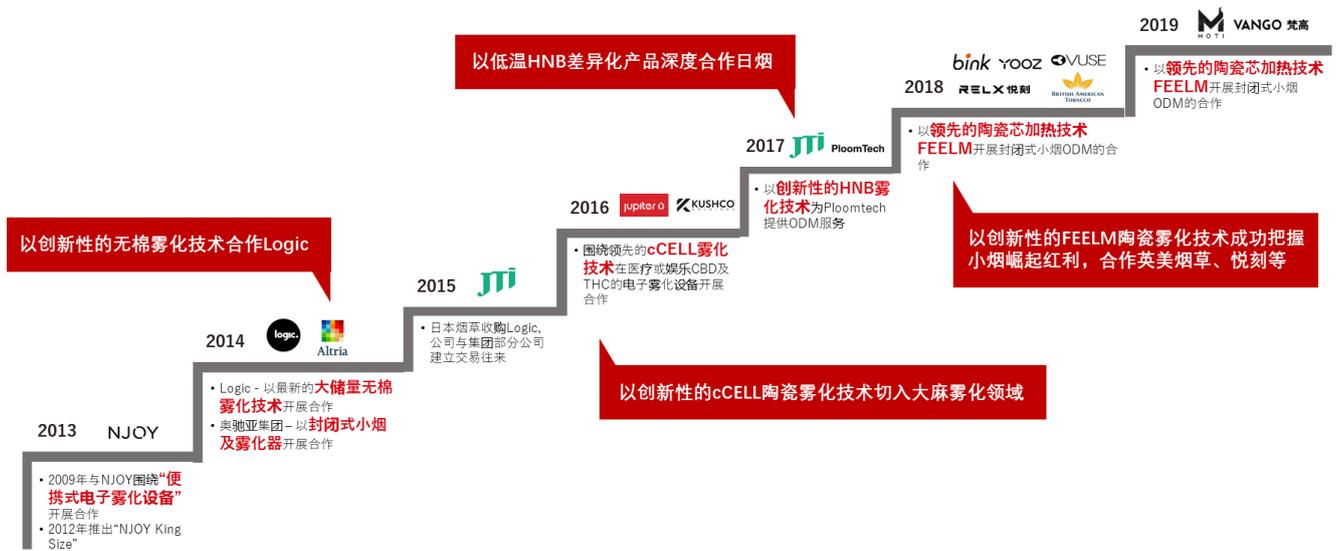
表 1: 思摩尔主营业务结构及毛利率测算 .....	3
表 2: IPO 前购股权计划细节 .....	6
表 3: 思摩尔 IPO 前购股权计划解锁节奏 .....	6
表 4: 雾化电子烟和加热不燃烧制品 (HNB) 对比 .....	7
表 5: 2025 年渗透率假设 .....	8
表 6: 以全球卷烟销售额推算电子烟未来的市场规模 .....	8
表 7: 以全球吸烟人数及使用频率推算电子烟未来的市场规模 .....	8
表 8: 全球主要市场电子雾化行业相关监管法规一览 .....	10
表 9: 美国电子烟消费税税收 (截至 2020 年 4 月) .....	11
表 10: 欧洲各国电子烟消费税税收 (截至 2020 年 4 月) .....	11
表 11: 国际烟草巨头收购新型烟草公司/品牌情况 .....	13
表 12: 目前市场上应用于封闭式小烟的陶瓷雾化技术对比 .....	17
表 13: 2018 年生产环节全球市场份额 (出厂价收入口径) .....	21
表 14: 2019 年生产环节全球市场份额 (出厂收入口径) .....	21
表 15: 思摩尔产能预测表 .....	22
表 16: 思摩尔 IPO 募集资金用途 .....	23
表 17: 2014-2015 年公司主要大客户付款政策 .....	25
表 18: 公司量价拆分 .....	25
表 19: NJOY 历年采购金额及未来收入预测 .....	26
表 20: 日烟历年采购金额及未来收入预测 .....	28
表 21: 英美烟草历年采购金额及未来收入预测 .....	28
表 22: 悦刻历年采购金额及未来收入预测 .....	29
表 23: 中国 HNB 市场规模测算模型 .....	30
表 24: 思摩尔封闭式小烟毛利率测算模型 .....	31
表 25: 思摩尔 APV 收入及预测 .....	32
表 26: 思摩尔大麻相关业务收入及同比增速 .....	34
表 27: 思摩尔营业收入及毛利率预测表 .....	35
表 28: 思摩尔盈利预测表 .....	36
表 29: 思摩尔估值参考公司 .....	37

## ■ 概况：雾化解决方案领导者，电子烟场景率先落地

### 创新驱动跨越式发展，与客户互为创业伙伴

公司为全球领先的雾化科技解决方案提供商，其雾化技术在替烟减害的电子烟场景率先落地，在医疗用雾化给药领域孵化。公司已成为全球最大的电子雾化设备制造商，2019年出厂价口径市场份额达约 17%。目前公司业务以 ODM 为主，以 APV 自有品牌为辅，产品品类涵盖封闭式雾化小烟、APV 大烟、加热不燃烧烟草制品（HNB）、CBD/THC 雾化设备、医疗用雾化给药设备等。

图 1：技术创新及差异化产品能力驱动思摩尔取得跨越式发展



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

复盘思摩尔发展崛起的历程，每一次跨越式的发展背后都是技术创新及产品差异化的能力作为内核来支撑，与客户共成长，互为紧密的创业伙伴：

- **通过无棉雾化技术获取大客户 Logic。**当行业还在普遍使用棉芯作为雾化发热体的时候，公司凭借创新性的无棉雾化技术大幅提升了烟油储量上限，通过该无棉雾化技术成功于 2014 年与 Logic 就新产品展开合作，2014-16 年来自 Logic 的收入为 0.3 亿/0.7 亿/2.2 亿元，其中 2015/16 年同比+184%/+190%。
- **通过差异化产品合作日烟。**随着 2015 年 Logic 被日烟收购，公司成为日烟的供应商，2017 年公司与日烟合作推出低温型 HNB 产品 Ploom Tech。Ploom Tech 介于雾化和加热不燃烧之间，与 IQOS 形成差异化竞争，上市之初取得较好成绩，2017-19 年 Ploom Tech 相关收入约为 1.5 亿/4.4 亿/6.1 亿元，其中 2018/19 年同比+188%/+36%。
- **第一代 CCELL 陶瓷雾化芯在大麻雾化领域市占率超 50%。**公司于 2014 年左右推出的 CCELL 陶瓷雾化芯，其雾化功率大、不糊芯、效率高，对于大麻油等黏度较高的液体雾化效果突出，公司也因此切入大麻雾化领域，获取了 Jupiter

Research、KIM International 等大客户，2017-19 年大麻相关业务收入 1.6 亿/9.2 亿/14.9 亿元，同比+2270%/+484%/+61%，目前公司的 CCELL 雾化芯在大麻雾化领域市占率超过 50%。

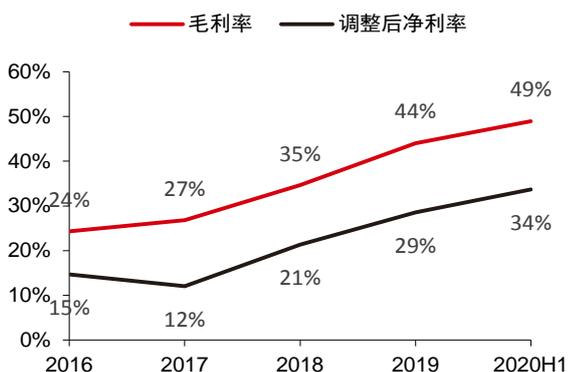
- **依靠第二代 FEELM 陶瓷雾化技术成功把握封闭式小烟爆发机遇，合作英美烟草、悦刻。**JUUL 于 2015 年推出后开始引领行业实现由大烟到小烟的产品结构切换，2017 年公司迅速响应推出为小烟产品量身定制的 FEELM 陶瓷雾化芯，2018 年中凭借卓越的用户体验成功合作英美烟草的 VUSE 及悦刻 RELX，打造的产品均获得爆发式增长。2019 年来自英美烟草的收入达 11.5 亿，同比+292%；来自悦刻的收入达 8.8 亿，占总收入比重达 12%。

图 2：思摩尔营业收入及同比增速



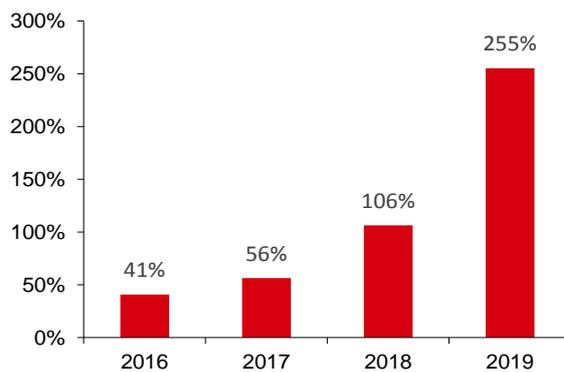
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：思摩尔营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：思摩尔 ROE-平均



资料来源：公司公告，中信证券研究部

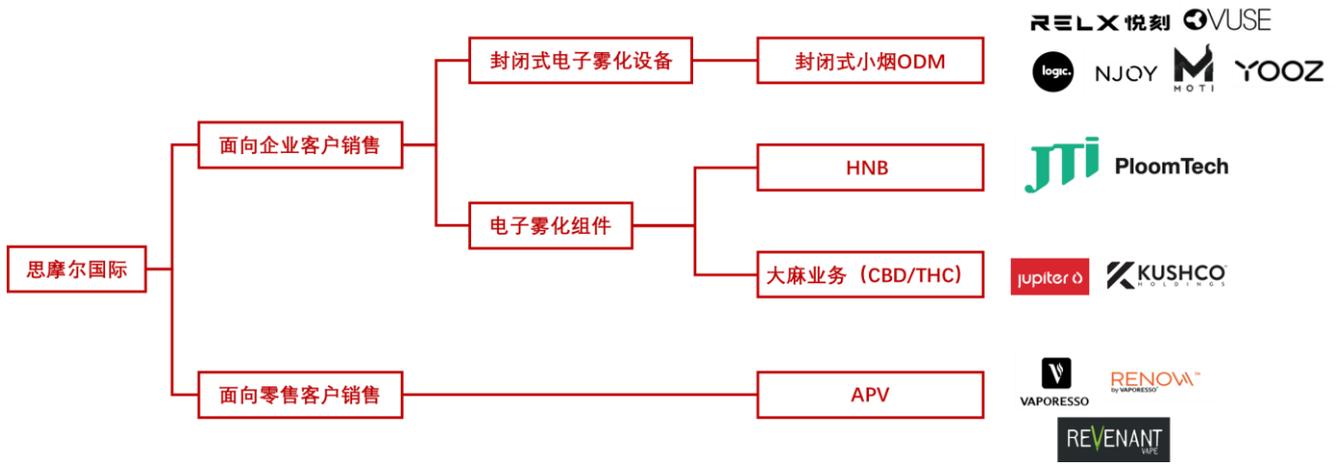
### 产品结构均衡，毛利率高

我们将公司主营业务拆分为封闭式小烟 ODM、APV、HNB、CBD&THC 雾化组件四部分，2019 年占收入比重分别 59%/14%/8%/20%。

- **封闭式小烟：**主要为国内外头部品牌提供 ODM 代工服务，主要客户包括英美烟草、日本烟草等国际烟草寡头以及 NJOY、悦刻 RELX 等头部独立电子烟品牌；

- **APV**: 以自有品牌 Vapresso、Renova 及 Revenant Vape 通过分销商销往全球各地;
- **HNB**: 主要为大客户日烟代工 Ploom Tech 系列产品;
- **大麻业务 (CBD/THC 雾化组件)**: 主要向大麻商销售雾化器具, 由大麻商填充大麻油后再面向终端市场销售, 主要客户包括 Jupiter Research、KIM International 等。

图 5: 思摩尔主营业务拆分



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

表 1: 思摩尔主营业务结构及毛利率测算

	2016	2017	2018	2019
<b>封闭式小烟</b>	<b>5.0</b>	<b>6.9</b>	<b>11.2</b>	<b>44.8</b>
YoY		37%	63%	298%
占比	71%	44%	33%	59%
毛利率	20.4%	15.8%	25.9%	47.1%
陶瓷芯占比	0%	0%	37%	80%
陶瓷芯毛利率	-	-	37.2%	50.5%
非陶瓷芯占比	100%	100%	63%	20%
非陶瓷芯毛利率	20.4%	15.8%	19.4%	33.5%
<b>APV</b>	<b>2.0</b>	<b>5.6</b>	<b>9.4</b>	<b>10.4</b>
YoY		185%	68%	11%
占比	28%	36%	27%	14%
毛利率	34.2%	37.2%	34.2%	34.7%
<b>HNB</b>	<b>0.0</b>	<b>1.5</b>	<b>4.4</b>	<b>6.1</b>
YoY		232853%	188%	36%
占比	0%	10%	13%	8%
毛利率		14.6%	25.9%	22.8%
<b>CBD/THC</b>	<b>0.1</b>	<b>1.6</b>	<b>9.2</b>	<b>14.9</b>
YoY		2270%	484%	61%
占比	1%	10%	27%	20%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>总收入</b>	<b>7.1</b>	<b>15.7</b>	<b>34.3</b>	<b>76.1</b>

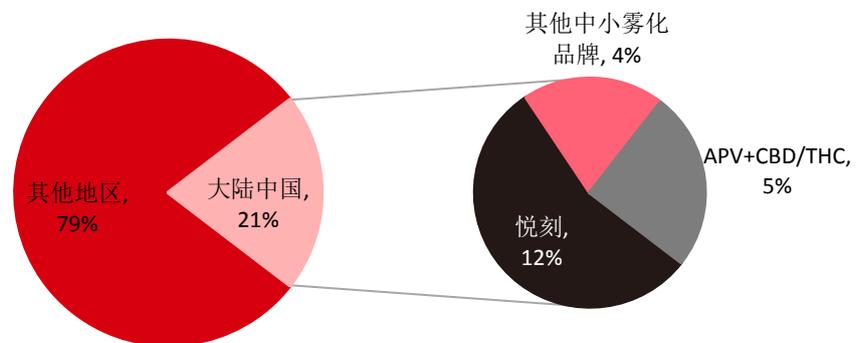
	2016	2017	2018	2019
YoY		121%	119%	122%
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

## 国内需求占比约 10%，受 PMTA 监管的收入占比约 28%

国内需求仅占总收入约 10%，政策风险影响有限。市场普遍担忧中国大陆对于雾化电子烟的监管政策尚未出台，尚存一定政策风险。公司 2019 年来自中国大陆的收入占总收入的 21%，我们推算：其中总收入的 12% 来自于悦刻；总收入约 5% 收入来自销往国内客户的 APV 及大麻相关业务，但最终转销往海外市场；总收入约 4% 来自于国内其他中小雾化电子烟品牌。考虑到悦刻海外销售占比也已经较为可观，我们判断公司总收入约 10% 对应的下游需求在中国大陆，因此中国大陆政策对公司收入的影响较为有限。

图 6：2019 年思摩尔来自中国大陆的收入占比及产品类型

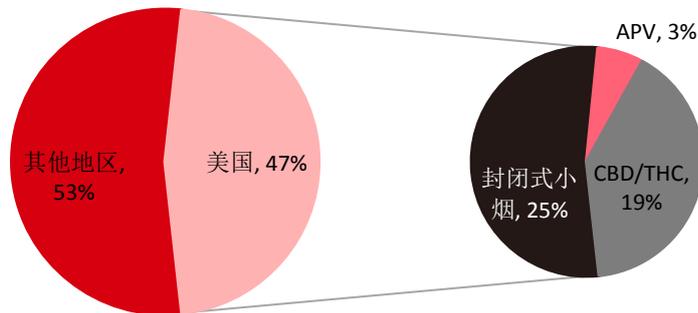


资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

**PMTA 监管覆盖收入约 28%，随 PMTA 落地执行，政策风险有望逐步消除。**由于雾化烟产品尚处在申请 PMTA 过程中，目前尚未有任何一款产品通过，短期美国市场政策存在扰动，如加州、马萨诸塞州、新泽西等地出台地方性法案对雾化烟产品进行一些不同程度监管，引发市场一定担忧。我们认为目前行业处在监管周期性趋严的阶段，行业的监管依据将以 PMTA 的审核结果为准绳，一旦 PMTA 落地执行，地方性的监管政策难以长期维系，行业监管有望周期性趋松。

2019 年公司来自美国市场的收入占总收入的 47%，我们推算：总收入的约 25% 来自封闭式小烟产品，约 3% 为来自 APV 产品，约 19% 来自大麻业务。其中封闭式小烟、APV 受到 PMTA 监管，合计占总收入的 28% 左右。

图 7: 2019 年思摩尔来自美国的收入占比及产品类型

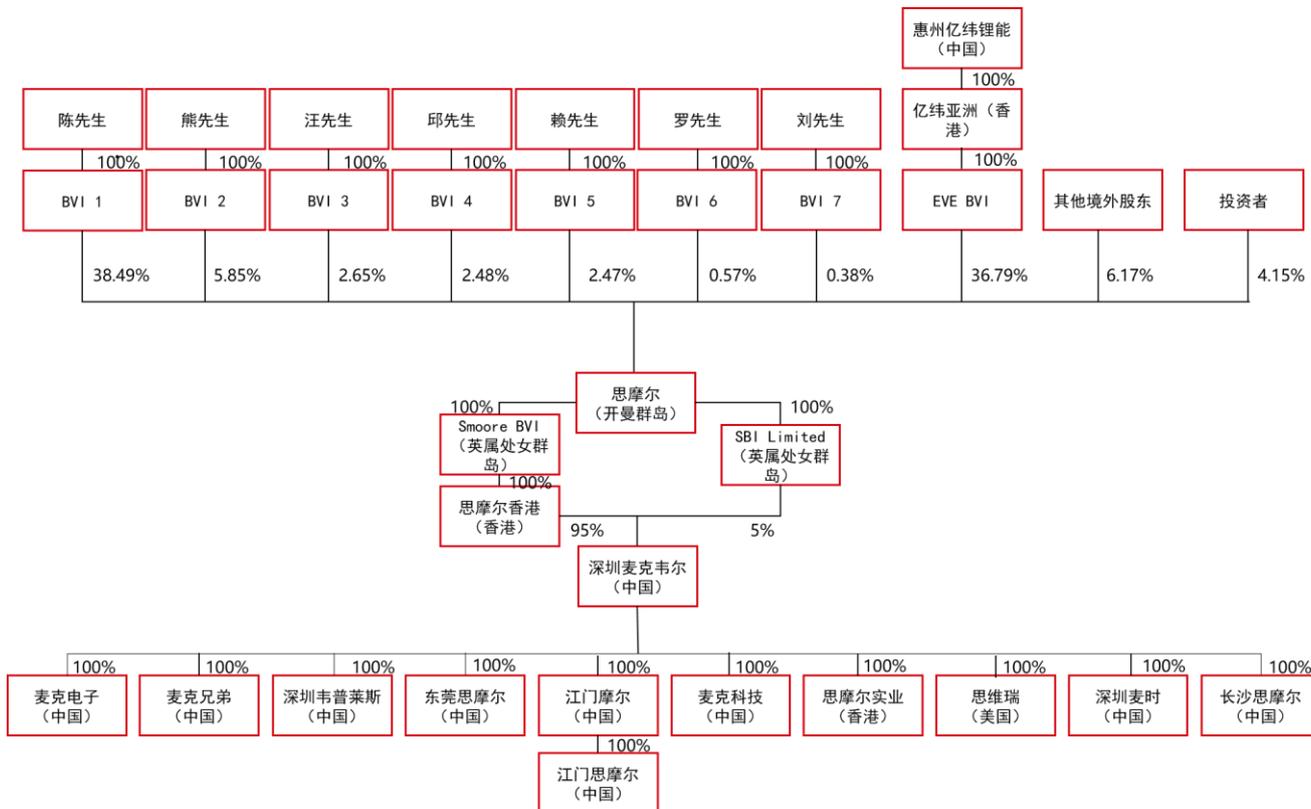


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算 注: 公司来自香港的收入 93% 去往美国

### 创始人控股, 购股权计划激励充分

创始团队控股, 供应商亿纬锂能位列第二大股东。公司实际经营主体为深圳麦克韦尔, 通过红筹架构实现海外主体上市, 创始人陈志平先生及熊少明先生为一致行动人及实控人 (44.3%), 主要供应商亿纬锂能 (300014.SZ) 持股约 36.8% 位列第二大股东。

图 8: 思摩尔的红筹股权架构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**IPO 前购股权计划深度绑定核心团队。**为了深度绑定核心团队，公司于 2019 年 9 月向 558 名承授人授出 3.19 亿股的购股权(占发行后总股本约 5.5%)，购股权行使价为 0.38 元人民币/股，上市后 3 个月至 4 年之间分批解锁，核心技术及管理人员激励充分。

表 2: IPO 前购股权计划细节

名称	认股数量 (股)	占公司总股本比例	行权价格 (元人民币)	覆盖员工数量
IPO 前购股权计划	319,032,000	5.47%	0.38	558

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

表 3: 思摩尔 IPO 前购股权计划解锁节奏

时间段	购股权解锁比例
上市三个月后	30.98%
上市一年后	18.57%
上市两年后	21.41%
上市三年后	18.97%
上市四年后	10.07%
合计	100%

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

## 行业： 新型烟草大势所趋， 监管周期性趋严

### 雾化与 HNB 并驾齐驱， 2025 市场规模有望近万亿

新型烟草是一种具备减害效果的尼古丁传递系统，其烟气中的有害物质，如焦油、一氧化碳等，含量远低于传统卷烟。根据工作原理可将新型烟草产品分为雾化电子烟和加热不燃烧烟草制品 (Heat Not Burning, HNB)。

图 9: 雾化电子烟 (封闭式结构)



资料来源: 蓝洞等媒体报导、中信证券研究部

图 10: 加热不燃烧制品 (HNB)



资料来源: 蓝洞等媒体报导、中信证券研究部

**HNB 没有脱离烟草，可理解为传统卷烟的升级版。**其工作原理是烘烤特制的新型烟草薄片加热至 200-300 摄氏度，产生含有尼古丁的气溶胶供用户吸食。因工作温度较传统卷烟 (600 摄氏度左右燃烧) 大幅降低且烟叶经过复杂的工艺处理，故具备较强减害性。

雾化电子烟完全脱离了烟草，是一种全新的摄入尼古丁的方式。其工作原理是将由烟叶提取的尼古丁（尼古丁盐）制成烟油，通过雾化器将烟油雾化供用户吸食。因其烟油成分完全可控且雾化温度较低（约 40 摄氏度），料其减害性也较为明显。

预计短期两种产品并驾齐驱，其中雾化烟更受年轻人喜欢，长期前景看好。因雾化烟及 HNB 各自具备差异化的产品定位、用户群体以及使用场景，我们判断在未来 3-5 年的时间维度里两种产品有望并驾齐驱，实现较快增长，共同实现对传统卷烟的替代。以更长期视角看，雾化烟有望成为摄入尼古丁的主流方式，主因：1) 雾化烟是年轻人更喜欢的产品，而 HNB 口感因烟草更为接近，更加受大龄烟民的青睐。我们认为年轻人喜爱的产品更加代表未来；2) 通过雾化烟摄入尼古丁的完全脱离了烟草，用户体验更为高效、直接、智能。

表 4：雾化电子烟和加热不燃烧制品（HNB）对比

	雾化电子烟	加热不燃烧烟草制品（HNB）
<b>工作原理</b>	将含有尼古丁的烟油加热雾化	将再造烟叶以 200-300 摄氏度高温加热，产生气溶胶，但不产生有害物质
<b>烟弹成分</b>	烟油（尼古丁、甘油、丙三醇、香料等）	再造烟叶（新型烟草薄片）
<b>减害性</b>	含尼古丁，不含焦油，尚未通过减害认证	含尼古丁，含少量焦油，代表性产品已通过 PMTA 及 MRTP，获得减害性认证
<b>口感</b>	与真烟有区别，口味变化丰富	接近真烟、口味选择较少
<b>产品定位</b>	定位年轻用户	定位烟民
<b>国内监管</b>	尚无明确监管政策	烟弹生产、销售专卖管理，国内市场禁止销售，可出口海外
<b>代表品牌</b>	JUUL、VUSE、Logic、NJOY、RELX	IQOS、PloomTech+、Glo

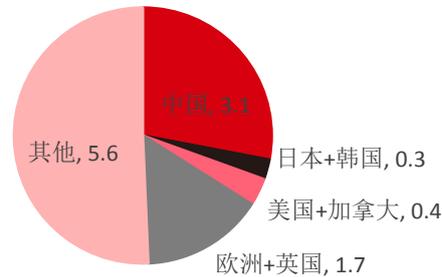
资料来源：Euromonitor、F&S、中信证券研究部

假设 2025 年雾化/HNB 全球渗透率为 10%/6%，则新型烟草市场规模近万亿。我们观察到全球范围内发达国家、成熟市场对新型烟草这类创新性产品的接受度较高，如美国、英国等国家；而发展中国家、新兴市场往往对新型烟草较为保守，如泰国、印度等发展中国家当前明令禁止电子烟的生产及销售。

假设到 2025 年，欧、美、加、英、日、韩等当前对新型烟草接受度较高的发达国家渗透率由当前的 20%-30% 继续提升至 60% 左右，假设中国渗透率仅 5%（对应仅约 1,500 万新型烟草用户），其他地区渗透率仅 3%，则全球 11 亿成年烟民的整体渗透率有望达 16%（约 1.7 亿新型烟草用户），推算对应终端零售市场规模近万亿。

图 11: 2019 年全球成年烟民地区结构(亿人)

■ 中国 ■ 日本+韩国 ■ 美国+加拿大 ■ 欧洲+英国 ■ 其他



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

表 5: 2025 年渗透率假设

地区	成年烟民数量 (亿人)	成年烟民渗透率	新型烟草用户数量(万人)
中国	3.1	5%	1,541
日本+韩国	0.3	60%	1,666
美国+加拿大	0.4	60%	2,291
欧洲+英国	1.7	60%	10,104
其他	5.6	3%	1,672
<b>整体渗透率</b>	<b>11.0</b>	<b>16%</b>	<b>17,274</b>

资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部推算

表 6: 以全球卷烟销售额推算电子烟未来的市场规模

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球卷烟销售额 (万亿人民币)	5.0	5.2	5.3	5.5	5.6	5.8	6.0
YoY		3%	3%	3%	3%	3%	3%
雾化电子烟的市场渗透率假设 (%)	2.9%	4.1%	5.2%	6.4%	7.6%	8.8%	10%
雾化烟市场规模-零售端 (亿人民币)	1,433	2,089	2,782	3,515	4,289	5,107	5,970
YoY		46%	33%	26%	22%	19%	17%
HNB 的市场渗透假设 (%)	1.8%	2.5%	3.2%	3.9%	4.6%	5.3%	6.0%
HNB 市场规模-零售端 (亿人民币)	877	1,268	1,681	2,118	2,580	3,068	3,582
YoY		45%	33%	26%	22%	19%	17%
<b>新型烟草市场规模-零售端 (亿人民币)</b>	<b>2,311</b>	<b>3,357</b>	<b>4,463</b>	<b>5,633</b>	<b>6,870</b>	<b>8,175</b>	<b>9,552</b>
<b>YoY</b>		<b>45%</b>	<b>33%</b>	<b>26%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>	<b>17%</b>

资料来源:《世界烟草发展报告》、F&S (转引自公司招股书)、世界卫生组织, 中信证券研究部预测

表 7: 以全球吸烟人数及使用频率推算电子烟未来的市场规模

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球 15 岁以上吸烟人数 (亿人)	11.0	10.9	10.8	10.7	10.6	10.5	10.4
YoY		-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
雾化电子烟烟民渗透率假设 (%)	3.0%	4.1%	5.3%	6.5%	7.7%	8.8%	10%
雾化电子烟使用者数量 (亿人)	0.33	0.45	0.57	0.69	0.81	0.92	1.04
单个消费者每年雾化电子烟消费额 (元)	4,540	4,658	4,780	4,905	5,033	5,166	5,302
雾化电子烟市场规模-零售端 (亿人民币)	1,482	2,100	2,737	3,394	4,072	4,770	5,491
YoY		42%	30%	24%	20%	17%	15%
HNB 烟民渗透率假设 (%)	1.5%	2.2%	3.0%	3.7%	4.5%	5.2%	6%
HNB 使用者数量 (亿人)	0.16	0.24	0.32	0.40	0.48	0.55	0.62
单个消费者每年 HNB 消费额 (元)	5,360	5,497	5,637	5,782	5,931	6,084	6,241
HNB 市场规模-零售端 (亿人民币)	877	1,341	1,818	2,311	2,818	3,340	3,878
YoY		53%	36%	27%	22%	19%	16%
新型烟草市场规模-零售端 (亿人民币)	2,360	3,441	4,556	5,705	6,889	8,110	9,369
YoY		46%	32%	25%	21%	18%	16%

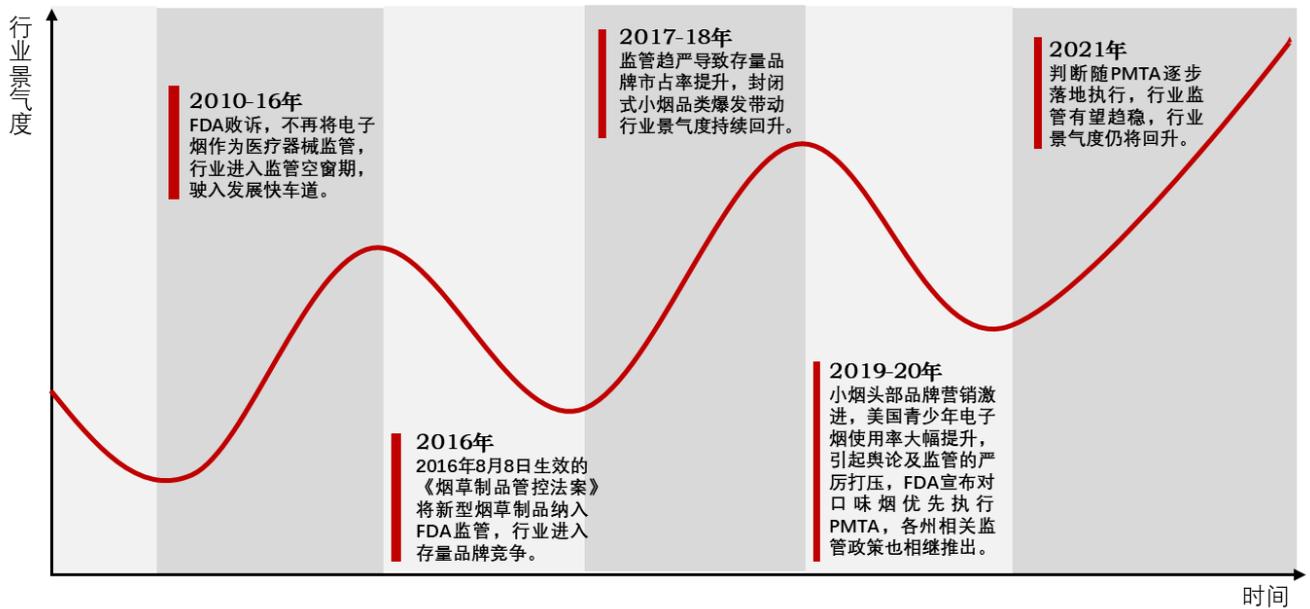
资料来源:《世界烟草发展报告》、F&S (转引自公司招股书)、世界卫生组织, 中信证券研究部预测

## 监管周期下市场集中度有望持续提升

**烟草行业强监管, 且监管力度存周期性波动。**烟草产品因具备成瘾性, 在全球范围内都属于强监管行业且存在明显的监管周期。以美国雾化烟监管历程为例, 已经经历了两轮监管周期:

- **2010-16 年监管空窗期, 行业高速增长:** 2010 年之前 FDA 将电子烟作为医疗器械进行严厉监管, 2009 年 4 月 Smoking Everywhere 公司向联邦法院提起诉讼, 2010 年底 FDA 败诉, 不再将电子烟作为医疗器械监管, 行业进入监管空窗期后实现快速发展, 2011-16 年市场规模 CAGR 达到 61%。
- **2016 年出台管控法案:** 8 月 8 日生效的《烟草制品管控法案》将新型烟草制品纳入 FDA 监管, 8 月 8 日之前上市的产品须在规定的截至时间之前提交 PMTA, 8 月 8 日之后上市的新产品须通过 PMTA 之后才能合法上市销售, 行业洗牌。
- **2017-18 年法案影响消化, 行业步入景气:** 监管趋严导致存量品牌市占率提升, 同时在 JUUL 的引领下封闭式小烟品类爆发增长, 行业景气度持续回升。
- **2019-20 年监管再次趋严:** 小烟头部品牌营销激进, 导致美国青少年电子烟使用率大幅提升, 引起舆论及监管的反弹, FDA 宣布对口味烟优先执行 PMTA, 各州相关监管政策也相继推出。
- **2021 年之后预计行业景气度再次回升:** 判断随 PMTA 逐步落地执行, 行业监管有望趋稳。新型烟草产品在合规合法经营下持续渗透转化存量烟民, 行业景气度仍将回升。

图 12: 美国市场经历的两轮监管周期



资料来源：中信证券研究部整理绘制

表 8: 全球主要市场电子雾化行业相关监管法规一览

地理区域	主要监管措施	相关法律法规	发布时间	发布机构
美国	<ol style="list-style-type: none"> <li>所有电子尼古丁传送系统产品（ENDS）制造商需就其产品向FDA提交烟草上市前申请（PMTA），除2007年2月15日前在美国市场销售的ENDS之外</li> <li>2007年2月15日后在美国市场销售的ENDS需要在2020年5月12日前向FDA提交PMTA并获接纳，但于截止日期当天或之后仍未获得批准，则相关产品可继续在市场上销售直至未通过PMTA批准为止；若在2020年5月12日前仍未提交PMTA，FDA将针对其优先采取执法措施</li> <li>从2020年2月6日开始，FDA还将优先考虑对以下情况立刻采取执法措施，包括(i)口味类的封闭式ENDS产品（除烟草或薄荷味外）；(ii)制造商未能采取适当措施方式未成年人使用、或针对未成年人及采用可能促进未成年人使用的营销手法的任何口味（包括烟草和薄荷味）的ENDS产品</li> </ol>	<p>《联邦食品、药品和化妆品法案》第910章</p> <p>《对未通过烟草上市前申请的电子尼古丁传送系统（ENDS）和其他视为同类产品的执法优先级》</p>	<p>2016年8月</p> <p>2020年1月</p>	美国食品药品监督管理局（FDA）
欧盟	<ol style="list-style-type: none"> <li>在五个主要方面对电子烟进行规管：(i)待制造商及/或分销商提供的材料、(ii)广告及促销、(iii)安全问题及警告、(iv)产品展示及(v)有关可疑风险的临时措施</li> <li>欧盟成员国需确保禁止任何与烟草相关的产品做广告，除非是专门针对专业从事电子烟贸易的专业人员的广告。此外，不得对该等旨在（直接或间接）推广电子烟的设备进行任何促销</li> </ol>	《烟草产品指令》	2014年4月	欧盟委员会
日本	<ol style="list-style-type: none"> <li>含尼古丁的电子烟被分类为药用产品且受药事法所规限，药事法规定其销售、广告、制造、进口及分销须获上市许可</li> <li>截至最后实际可行日期，概无药用电子烟获批准</li> <li>厚生劳动省发表声明允许私人进口药用电子烟，惟仅作私人用途且数量低于一个月的储量</li> </ol>	《药事法》	2010年	日本制药工业协会
中国	敦促(i)电子烟生产商及销售者应及时关闭其在线销售网点或应用程序，撤回于互联网上发布的电子烟广告；(ii)电子烟商务平台运营商会及时关闭电子烟在线店铺并及时下架电子烟	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	2019年10月	国家市场监督管理总局 国家烟草专卖局

资料来源：FDA、国家烟草专卖局等、欧盟委员会、日本制药工业协会等，中信证券研究部

税收介于普通消费品与卷烟之间，未来提税有望向消费者部分转嫁。截至 2020 年 4 月上旬，美国共有 26 个州和哥伦比亚特区采取从量或从价消费税对电子烟征税，整体税负水平在终端零售价格的 29% 左右。欧洲地区除英国及克罗地亚外对雾化烟产品也均有额外征税，整体来看税负仍处在较低水平。我们认为未来新型烟草产品可能会逐步提税，但考虑到烟草产品成瘾性，预计大部分税收可向消费者转嫁。

表 9：美国电子烟消费税税收（截至 2020 年 4 月）

	从量消费税,\$1/ml	从价消费税	备注	税负/零售价
加利福尼亚州		59.27%		59.27%
康乃迪克州	0.4	10%	封闭式小烟收取特定消费税，其余收从价	9.09%
特拉华州	0.05			1.39%
哥伦比亚特区		91%		91%
伊利诺伊州		15%		15%
堪萨斯州	0.05			1.39%
肯塔基州		15%	每颗烟弹或烟具额外征收\$1.5	67.86%
路易斯安那州	0.05			1.39%
缅因州		43%		43%
马萨诸塞州		75%		75%
明尼苏达州		95%		95%
内华达州		30%		30%
新罕布什尔	0.3	8%	封闭式小烟收取特定消费税，其余收从价	8.98%
新泽西州	0.1	10%	封闭式小烟收取特定消费税，其余收从价	2.99%
新墨西哥	0.5	12.50%	尼古丁含量<5%的封闭式小烟收取特定消费税，开放式收从价	14.97%
纽约州		20%	按零售价格	20%
北卡罗来纳州	0.05			1.39%
俄亥俄	0.1			2.82%
宾夕法尼亚州		40%		40%
波多黎各	0.05		电子烟烟具额外征收\$3	1.39%
犹他州		56%		56%
佛蒙特		92%		92%
华盛顿州	0.09		除含有>5%尼古丁的电子烟，其余产品\$ 0.27/ml	2.54%
西弗吉尼亚州	0.075			2.10%
威斯康星州	0.05			1.39%
怀俄明州		15%		15%
<b>算数平均数</b>				<b>28.88%</b>
<b>中位数</b>				<b>14.99%</b>

资料来源：NCSL，中信证券研究部

表 10：欧洲各国电子烟消费税税收（截至 2020 年 4 月）

	特定消费税, €/ml	备注
英国	0	只收取 20%VAT
意大利	0.08	不含尼古丁电子烟税率为 €0.04/m
芬兰	0.3	
葡萄牙	0.3	
爱沙尼亚	0.2	

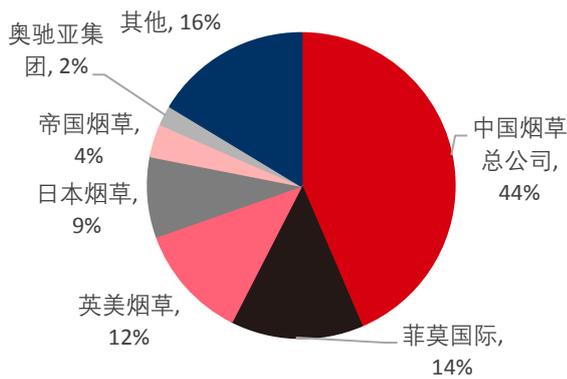
	特定消费税, €/ml	备注
瑞典	0.19	
斯洛文尼亚	0.18	
匈牙利	0.17	
塞浦路斯	0.12	
立陶宛	0.12	
罗马尼亚	0.11	
希腊	0.1	
拉脱维亚	0.01	额外收取 €0.05/mg 尼古丁
克罗地亚	0	
波兰	0.11	收取 0.5PLN/ml

资料来源: World Bank Group, 中信证券研究部

**严监管下品牌端集中度持续提升, 带动上游代工环节格局优化。**烟草行业在一轮轮的监管周期中不断洗牌, 实现了较高的集中度 (卷烟销量 CR5 为 82%), 新型烟草行业也遵循类似的行业逻辑。国际烟草巨头往往通过自研布局 HNB 领域, 通过收购成熟的头部电子烟品牌进入雾化烟领域, 如日烟收购 Logic、英美烟草收购 VUSE、帝国烟草收购 Blu, 奥驰亚参股 JUUL。2019 年全球雾化烟 TOP5 品牌市占率达到 40%, 预计随合规门槛逐步提升及烟草巨头发力, 品牌端集中度仍将持续提升。

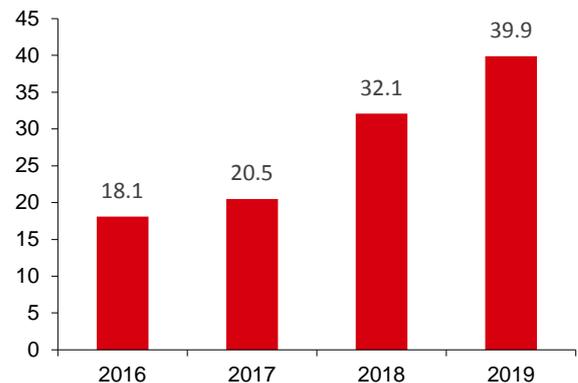
随着头部雾化烟品牌被收购, 绑定头部品牌的头部代工企业得以顺利进入国际烟草集团的供应链, 享受格局优化红利, 市场份额不断提升。2019 年全球最大的雾化电子烟 ODM 企业思摩尔在代工环节市占率达到 16.5% (同比+6.4pcts), 而 CR5 为 30.5%, 同比下降 1.4pcts, 呈现强者恒强格局。

图 13: 2018 年全球卷烟市场竞争格局 (包含中国)



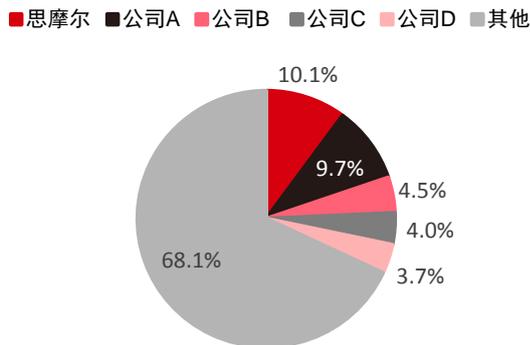
资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

图 14: 全球 E-vapour 品类 TOP5 品牌市占率 (%)



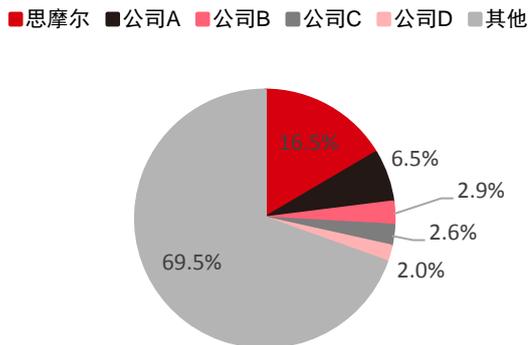
资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

图 15: 2018 年雾化烟代工厂竞争格局



资料来源: F&S (转引自公司招股书), 中信证券研究部

图 16: 2019 年雾化烟代工厂竞争格局



资料来源: F&S (转引自公司招股书), 中信证券研究部

表 11: 国际烟草巨头收购新型烟草公司/品牌情况

时间	烟草公司	被收购公司/品牌	收购细节
2018	奥驰亚集团	JUUL	菲莫国际母公司奥驰亚集团出资 128 亿美元收购 Juul 公司 35% 股份, 收购估值达 380 亿美元, 并提供奥驰亚集团的营销支持。
2017	英美烟草	雷诺美国	英美烟草出资 494 亿美元收购雷诺美国 57.8% 股份, 将当时美国最大的雾化电子烟品牌 VUSE 纳入版图。
2017	帝国烟草	Nerudia 公司	收购主营电子烟油生产的英国 Nerudia 公司。帝国烟草计划在 2019 年发售首款加热不燃烧产品 Pulze。
2017	英美烟草	ViP	收购英国雾化电子烟品牌 ViP。
2016	英美烟草	Ten Motives	收购英国雾化电子烟品牌 Ten Motives。
2015	英美烟草	CHIC 公司	波兰 Chic 电子烟公司在波兰占有该国同类产品 60% 的市场份额, 收购后英美烟草在东欧增加 800 余个电子烟零售商。
2015	日本烟草	Logic	收购美国老牌电子烟制造商 Logic 公司。
2014	帝国烟草	Blu	收购雾化电子烟品牌 Blu, 并将其作为主打产品。
2014	日本烟草	Zandera 公司	收购英国电子烟公司 Zandera, 旗下拥有雾化电子烟品牌 E-lites。
2011	日本烟草	Ploom	加热不燃烧产品 Ploom 被收购后, 改良成 Ploom Tech, 于 2016 年 3 月在日本上市。

资料来源: 世界烟草发展报告 (骆晨)、各公司年报, 中信证券研究部

### 产品结构切换蕴藏机遇, 陶瓷雾化料成主流技术路线

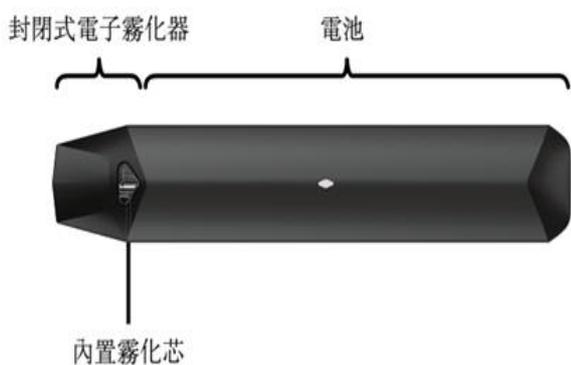
从开放式大烟到封闭式小烟, 从高端消费电子到大众快消品。雾化电子烟分为开放式系统 (通常为大烟) 和封闭式系统 (通常为小烟) 两类产品。开放式系统指的是可重复添加烟油的电子烟, 通常体积较大、功率较大、烟雾量较大, 使用参数可调节, 是早期流行的雾化烟产品形态。因便携性较差且尚未使用尼古丁盐技术, 当时消费者并不能通过大烟产品方便得获取尼古丁满足感, 而是主要用于玩烟雾、吐烟圈 (vaping 是美国市场一种小众流行文化), 故其产品逻辑更像是属于专业小众潮流玩家的一种高端电子消费品。

封闭式系统指的是可更换烟弹的雾化电子烟 (含有雾化芯的烟弹是高频更换的耗材), 通常体积小、功率小、烟雾量小, 用户体验更为智能、便携。2015 年 JUUL 创新性得应用了尼古丁盐技术, 使其可以获得类似于传统卷烟的尼古丁满足感, 故封闭式小烟已经迭

代作为一种可替代传统卷烟的大众快消品。

**产品结构切换，小烟持续高成长，大烟仍有一席之地。**随着 JUUL 重新定义了封闭式小烟的产品形态，小烟市场空间大幅扩容。2015-19 年全球封闭式小烟市场规模 CAGR 达 32%。趋势上雾化摄入尼古丁逐步替代使用传统卷烟，成为人们摄入尼古丁的重要方式，预计小烟仍将是雾化烟行业增长的主要驱动力，占比持续提升。而大烟随着尼古丁盐的使用、雾化技术和用户体验的不断迭代，也会市场中保留一席之地。

图 17: 封闭式雾化电子烟



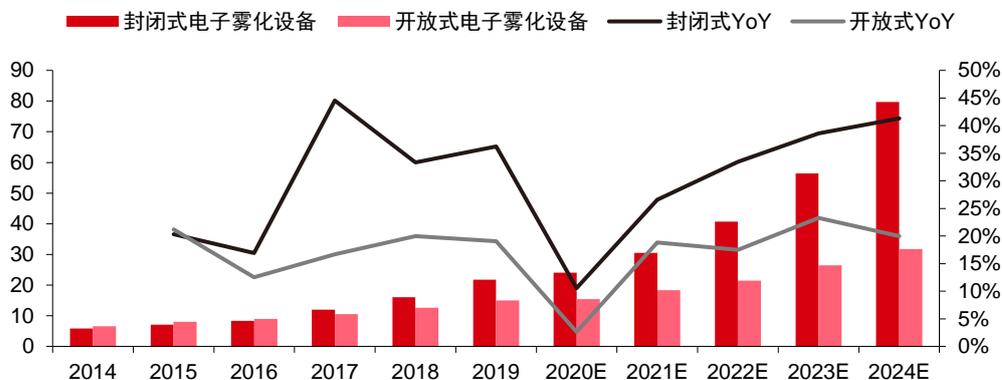
资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 18: 开放式雾化电子烟



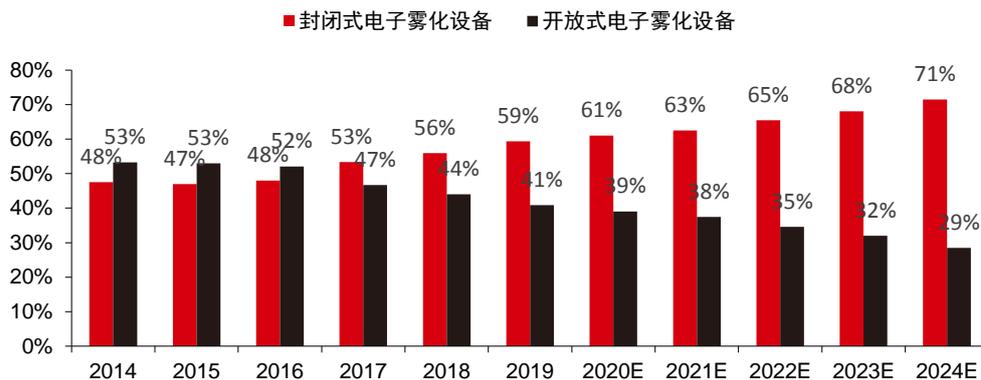
资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 19: 封闭式、开放式电子雾化设备全球零售端市场规模及增速（十亿美元）



资料来源：F&S（含预测；转引自公司招股书），中信证券研究部

图 20: 封闭式、开放式电子雾化设备全球零售端市场规模占比



资料来源: F&S (含预测; 转引自公司招股书), 中信证券研究部

**陶瓷发热体性能大幅领先天然棉材料, 预计逐步成为主流技术路线。**棉芯是利用棉的天然纤维结构导油, 采用金属丝加热雾化, 技术门槛低, 且产品存在雾化效率低、气溶胶可控性差、稳定性差、易糊芯等固有缺陷。而陶瓷雾化芯可解决上述痛点, 以“FEELM”黑陶覆膜技术为例, 其由特制的多孔黑陶材料作为导油材料, 以金属膜加热雾化, 技术门槛高, 产品雾量充沛、气溶胶尺寸可控、稳定耐用不糊芯, 雾化体验深受终端消费者认可。

图 21: 棉芯和陶瓷芯结构



资料来源: FEELM 官网, 中信证券研究部

图 22: FEELM 陶瓷雾化芯对比棉芯



资料来源: FEELM 官网

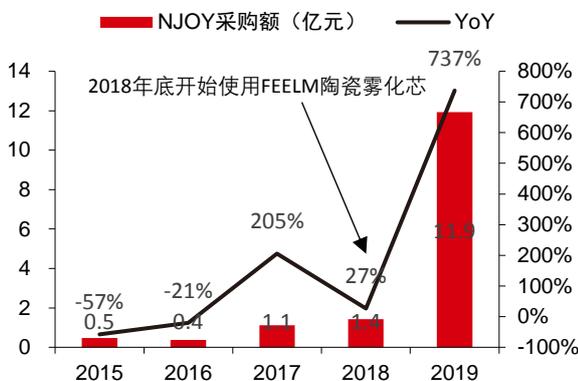
## 护城河: 技术创新为内核, 客户及规模壁垒深厚

### 陶瓷雾化首创者, 技术品牌深化护城河

#### 陶瓷雾化技术先发优势明显

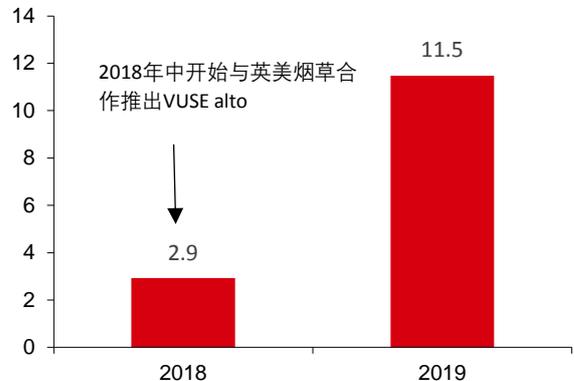
**陶瓷雾化首创者。**公司是陶瓷雾化芯技术的开创者和引领者, 自 2013 年就已经开始创新性地将多孔陶瓷材料用于雾化发热体, 经历了漫长的研发周期, 积累了大量技术经验, 先后与 2014 年、2016 年推出“CCELL”、“FEELM” 两代陶瓷雾化芯, 分别用于 APV 设备和封闭式小烟, 其优异的用户体验获得了消费者的高度认可。截至上市前公司已经在全球为陶瓷加热技术申请专利超 180 项, 其中 72 项已获授予, 涵盖了陶瓷加热技术的结构、形状、材料、生产流程等各方面。

图 23: NJOY 采购额及同比增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

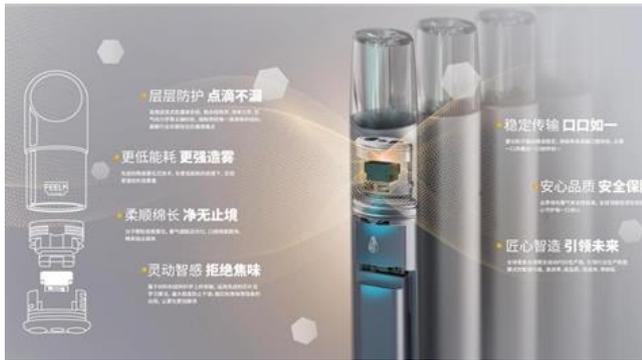
图 24: 英美烟草采购额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**陶瓷雾化技术有 know-how 保护。**市场对陶瓷雾化技术的难度存在质疑，对此我们认为陶瓷雾化技术并非难以逾越，但其技术细节存在大量 know-how，主要体现在：不同理化性质的烟油跟不同参数的陶瓷芯的匹配、微孔陶瓷材料微米级孔径的合成控制及一致性、尼古丁传递效率、批量生产的良率、避免有害物质的产生等等。上述几点均决定了雾化稳定性、安全性以及量产成本，非一日之功，需要长期研发经验的积累、工艺的打磨和雾化体验的迭代。

图 25: FEELM 陶瓷雾化芯体验及安全性具备领先优势



资料来源：公司官网

图 26: FEELM 陶瓷雾化芯的微孔陶瓷结构



资料来源：公司官网，中信证券研究部

表 12: 目前市场上应用于封闭式小烟的陶瓷雾化技术对比

首个采用金属膜覆盖陶瓷芯的发热技术		技术晚于 FEELM 2-3 年，并跟随 FEELM 采用陶瓷芯+金属覆膜的加热方式				
品牌	FEELM	Silmo	AX	μKERA (优克拉)	PREFILM	PURLAVA
所在地	中国	中国	中国	瑞士	中国	中国
所属公司	麦克韦尔	卓力能	华诚达	聚为集团 JWEI Group	伊卡普	深圳合元
核心技术	发热金属膜覆盖微孔陶瓷基体表面	无引脚触点导设计	多孔陶瓷镶嵌网片雾化芯	无尘陶瓷雾化技术	网格状金属覆膜印刷	蜂窝式陶瓷雾化技术
技术特点	摆脱传统发热丝的束缚，采用大面积覆盖的金属膜代替发热丝，以 S 型分布，烟油渗透降低 98%；经高温锻造的陶瓷内部形成大量蜂窝毛细丝，烟油可均匀渗透和加热物化，雾气均匀、口感纯净；尼古丁传输效率比传统技术提高 56%；	以新型微孔陶瓷为基体，在陶瓷表面覆膜的方式制成发热体，导油发热快及均匀、发热面积大；两根电极直接抵触在陶瓷基体的 S 形金属覆膜上，全程自动化生产，避免焊污染	将金属网片镶嵌在多孔陶瓷表面，覆盖面积大，发热仅需 0.2 秒；多孔陶瓷具备良好的孔隙率，吸油速度快 1.5 倍且可瞬间充分雾化；基材好，零含铅和汞，健康环保	采用新一代拥有自主知识产权的微米级技术加工平台，可以制造出不同浓稠度烟油发热体，形成口感丰富的雾化烟雾；导油陶瓷体具有更高的孔隙率、更加均匀细小的孔径；采用了食品级的无机金属材料，断绝重金属污染	金属膜网状线路都能到点发热，形成不同温度的雾化区间，从而带来层次丰富的口感体验；出现一个或多个断点，整个线路依然能良好工作、稳定性强，同时雾化面积大大增加	蜂巢式陶瓷发热体烧结在陶瓷壁内层，表面由大小不一的凹形孔组成，对吸油锁油导油的效果更强悍；可有效过滤烟油中较大颗粒成分物质
下游客户	Relx 悦刻、NJOY、MOTI 魔笛、YOOZ 柚子、英美烟草等	自有品牌 Silmo	Vake 无刻	OVVIO	云极客电子烟	自有品牌 FirstUnion/ 康诚一品、小野、MYX 觅等
发布日期	2016 年发布 2.0 版本 2018 年实现规模量产	2019 年 3 月发布 3.0 版本	2019 年 11 月发布黑陶 4.0 版本	2019 年 11 月发布 X3 版本	2019 年 10 月发布黑金 4.0 版本	2019 年 4 月推出蜂窝式陶瓷雾化技术；

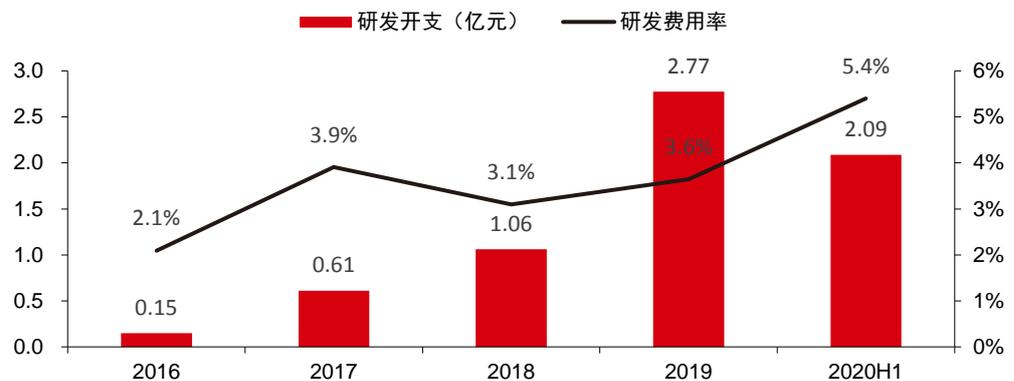
首个采用金属膜覆盖陶瓷芯的发热技术	技术晚于 FEELM 2-3 年，并跟随 FEELM 采用陶瓷芯+金属覆膜的加热方式				
	2020 年更新至第五代 PURLAVA				
产品形态					

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

**加大技术研发投入，使用一代、储备一代、研发一代。**公司上市后加大研发投入，密切关注各种可能用于雾化发热体的材料的研发动向，搭建可量化的雾化技术评级体系，2020H1 研发费用率提升至 5.4%，对核心技术陶瓷雾化芯做到了使用一代、储备一代、研发一代。公司目前已经完整储备了下一代陶瓷雾化技术，预计雾化体验、安全性等等关键指标仍将有大幅提升，但由于公司目前第二代陶瓷雾化技术“FEELM”在市场上仍具备较强竞争力，短期尚未将新一代产品推向市场。

**先发优势极为明显。**2018-2019 年当搭载有“FEELM”陶瓷雾化芯的悦刻 RELX、VUSE、NJOY 等品牌因优秀的雾化体验而出现爆发式增长时，行业才逐步跟进布局陶瓷雾化技术，其中合元、卓力能、华诚达等 ODM 厂商 2019 年也推出了陶瓷雾化产品，但产品的雾化体验、量产能力仍有待提高，综合看其技术距离“FEELM”还有一段路要走。公司在陶瓷雾化技术上已经探索了七年，且仍在快速迭代，还拥有大量专利保护，先发优势极为明显。

图 27：公司研发开支及研发费用率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 打造技术品牌加深护城河

**雾化芯对用户体验的重要性预计会持续提升。**尼古丁满足感、烟油口味、抽吸口感是决定雾化烟产品用户体验的三个核心维度，其中尼古丁满足感主要取决于品牌商添加的尼古丁盐浓度，烟油口味主要取决于品牌商口味研发及配方，抽吸口感（雾化的细腻程度、烟雾量大小、雾化稳定性、安全性等等）主要取决于雾化芯的性能。参考成熟市场的发展，未来行业的强监管大概率会限制尼古丁浓度和烟油口味的发挥空间，因此尼古丁满足感、

烟油口味对用户体验的影响预计逐步弱化，而预计雾化芯对的重要性会提升。

图 28：雾化芯对用户体验的重要性预计会逐步凸显



资料来源：中信证券研究绘制

**塑造“FEELM inside”陶瓷雾化技术品牌，占领终端消费者心智。**公司将“FEELM inside”打造为其第二代陶瓷雾化技术的认证标识，每一颗使用了 FEELM 雾化技术的产品都会标注“FEELM inside”的标识，未来计划面向终端消费者进行品牌宣传推广。商业逻辑类似英特尔的“Intel inside”标识在每一台 PC 上，此举有望在消费者心目中塑造技术品牌，成为消费者在选购雾化产品时的重要依据。即便未来竞争对手也在用户体验上与公司相匹敌，公司仍然能够通过技术品牌带来的用户粘性享受一定溢价。

图 29：不同品牌的 PC 上皆贴有“Intel inside”技术认证标识



资料来源：网易新闻

图 30：不同品牌雾化烟上均显示有“FEELM inside”技术认证标识



资料来源：麦克韦尔官网

### 客户资源优质，且深度绑定

公司前五大客户有美国第二/三/五大品牌 VUSE/NJOY/Logic（2019 年美国市占率分别约 23%/6%/2%）、中国最大的电子烟品牌悦刻（尼尔森数据 2020 年 4 月中国市占率约 69%）以及全球重要的 CBD/THC 经销商 Jupiter Research。公司在头部客户的供应份额均在 50%以上。公司能获得优质的大客户，主要依靠持续的技术创新，并且与客户共成长，

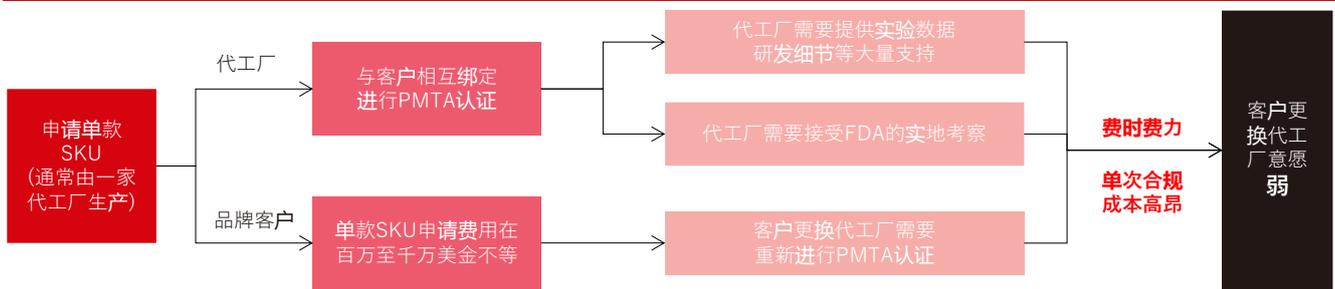
即为客户的创业助力的同时，也成就了自身的增长。未来公司将通过为客户提供更多的技术和服务，如领先的雾化技术、量身定制自动化工厂、PMTA 认证全方位支持等，巩固与加深与客户的关系，同时美国市场 PMTA 严监管也加强了公司与客户的深度绑定。

**与头部客户互为创业合作伙伴，感情深厚，关系极为稳固。**以 NJOY 为例，NJOY 是美国市场最早一批独立电子烟品牌，公司自 2009 年开始与 NJOY 合作，2012 年推出 NJOY King Size，2018 年底 NJOY 产品开始使用公司的“FEELM”陶瓷雾化技术，市场份额明显提升，2019 年在美国市场市场份额位列第三，并成为公司 2019 年第一大客户，为公司贡献了 16% 收入。再比如日烟，2014 年公司以最新的“大储量的无棉雾化技术”为独立电子烟品牌 Logic 开发了新产品，随着 2015 年日烟完成对 Logic 的收购公司进入日烟供应链，2017 年公司与日烟深度合作在日本市场推出低温 HNB 产品 Ploom Tech，与 IQOS 形成差异化竞争，双方合作的下一代新品也即将推出。VUSE 也因为与公司合作开发了 VUSE Alto，2020 年 1 月 VUSE 在美国市场市占率已经快速提升至 35.3%。

**公司为客户提供的不仅仅是 ODM。**公司为客户承担了产品中除烟油部分的设计、研发和生产中的大部分工作，目前已经为 VUSE、悦刻量身定制了自动化工厂。可以理解为，公司几乎是大部分客户爆款产品的设计、研发和生产部门。

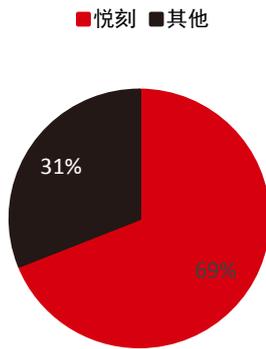
**美国市场 PMTA 严监管导致代工厂与品牌商的深度绑定。**1) **为客户 PMTA 认证提供全方位支持。**代工环节是 PMTA 申请过程中非常重要的一环，公司须密切协助客户进行 PMTA 申请，提供数据、研发等大量支持，并接受 FDA 官员的实地审查，一旦与公司代工的产品通过 PMTA 后就能与客户实现深度绑定。2) **PMTA 申请费用高昂，通过之后品牌商更换代工厂面临较大合规成本。**单款 SKU 的 PMTA 申请费用在数百万到数千万美金不等，对应较高的合规成本。我们预期品牌商在某款产品通过 PMTA 之后再更换代工厂须重新进行 PMTA 的部分或全部认证工作，其时间及费用成本较高，故更换意愿较弱。3) **将公司替换为其他代工厂可能会面临销售的大幅波动。**由于公司拥有专利的陶瓷雾化技术的产品无法在多个供应商中分配，因此公司代工的 SKU 几乎 100% 为公司生产，其他代工厂代工的是其他的 SKU 产品，将公司替换为其他代工厂意味着更换 SKU，会对销售造成较大影响。

图 31：PMTA 导致代工厂与品牌商深度绑定



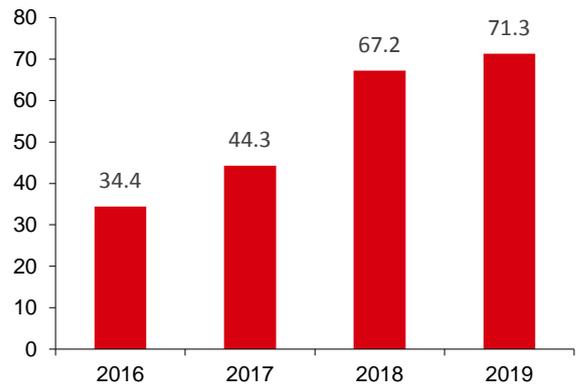
资料来源：中信证券研究部绘制

图 32: 2020 年 4 月中国 20 个新一线城市中悦刻品牌市占率



资料来源: 悦刻官微, Nielsen, 中信证券研究部

图 33: 美国市场 E-vapour 品类 TOP5 品牌市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中信证券研究部

### 规模、效率持续升级, 竞争优势巩固

**规模遥遥领先, 收入规模数倍于位列第二的代工厂。**据 F&S 调研数据, 2019 年全球雾化电子烟生产制造环节 CR5 为 30.5%, 其中思摩尔市占率 16.5%, 同比提升 6.4pcts, 而 CR10 不足 50%, 市场格局较为分散。我们通过产业调研了解到 2019 年市场份额位列第二的为艾维普思, 由于艾维普思主要业务模式为自有品牌 APV, 与公司的封闭式小烟 ODM 业务不存在太多直接竞争; 而市场位列第三的合元科技主营 ODM/OEM 业务, 与公司具备一定可比性, 其收入约为公司的 1/6。

表 13: 2018 年生产环节全球市场份额 (出厂价收入口径)

	Revenue (USD million)	Market Share
思摩尔	518.9	10.1%
公司 A	497.5	9.7%
公司 B	231.6	4.5%
公司 C	203.8	4.0%
公司 D	188.1	3.7%
其他	3,507.0	68.1%

资料来源: F&S (转引自公司招股书), 中信证券研究部

表 14: 2019 年生产环节全球市场份额 (出厂收入口径)

	Revenue (USD million)	Market Share
思摩尔	1,103.2	16.5%
公司 A	437.6	6.5%
公司 B	196.6	2.9%
公司 C	172.2	2.6%
公司 D	136.2	2.0%
其他	4,656.1	69.5%

资料来源: F&S (转引自公司招股书), 中信证券研究部

**IPO 助力产能扩张及自动化升级, 预计规模、效率领先优势有望进一步扩大。**公司将使用 IPO 募集资金的 50% (约 30.3 亿港元) 用于江门一期、江门二期产业园及深圳产业园, 以自有基地替代目前租赁的厂房, 针对大客户进行定制化生产, 大幅扩张产能, 我们

预计 2020-22 年公司产能有望达 16.9/30.8/37.0 亿个标准单位, 规模领先优势进一步扩大。

表 15: 思摩尔产能预测表 (百万个标准单位)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>设计产能</b>	<b>226</b>	<b>306</b>	<b>666</b>	<b>1,152</b>	<b>1,692</b>	<b>3,076</b>	<b>3,695</b>
YoY		35%	118%	73%	47%	82%	20%
<b>产能达产进度假设:</b>							
江门一期 (2021 年底达产)					50%	100%	100%
江门二期 (2023 年底达产)					0%	50%	80%
深圳产业园 (2024 年达产)					0%	20%	50%
<b>设计产能:</b>							
江门一期					1,080	1,080	1,080
江门二期					1,440	1,440	1,440
深圳产业园					623	623	623
<b>年底较 2019 年底新增产能:</b>							
江门一期					540	1,080	1,080
江门二期					0	720	1,152
深圳产业园					0	125	311
合计					540	1,925	2,543

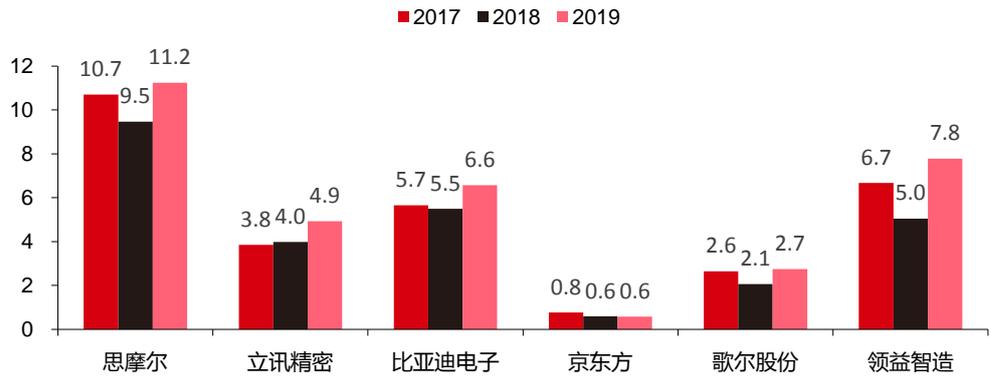
资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部预测 注: 假设现有基地维持 2019 年底的产能规模

中国集中了全球雾化烟 90% 以上的产能, 但目前行业劳动力密集, 固定资产投资不足, 公司 2017-19 年固定资产周转率高达 10.7/9.5/11.2, 远高于同期立讯精密、比亚迪电子等消费电子代工企业, 体现了行业当下经营特征。我们认为原因有二:

1) 政策环境不够友好, 固定资产投资存在较大风险。 中国市场尚未有明确的监管框架出台, 美国市场尚处在 PMTA 落地执行前监管真空期, 政策时有扰动。

2) 行业爆发初期产品更迭较快, 自动化生产不经济。 品牌端为抢占用户心智快速迭代产品, 多批次小批量的生产特征决定了劳动力密集的手工劳作更为经济。

图 34：思摩尔、立讯精密及比亚迪电子固定资产周转率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

随 PMTA 的落地执行，产品的换代周期会因较高的合规成本显著拉长，标准化的大单品更适合进行自动化生产，同时作为全球第一大市场的美国监管政策趋于稳定和确定，政策风险大幅降低，行业具备了进行固定资产投资的客观条件。

公司拟使用募集资金的 25%（约 7.6 亿港元）率先进行自动化生产及装配线升级，为大客户定制高效的自动化产线，大幅提升自动化、信息化水平，所有设备均为自主研发，预计成本优势亦将逐步显现。

表 16：思摩尔 IPO 募集资金用途（百万港元）

用途	占比	金额	具体内容
产能扩张	50%	3,026.3	广东江门生产基地（总投资约 27 亿-30 亿人民币） 深圳建立产业园（总投资约 10 亿人民币）
自动化生产	25%	756.6	广东江门生产基地实施自动化生产及装配线（共计 16.60 亿人民币） 升级集团级 ERP 系统（约 5 千万人民币） 现有工厂智能及科技系统升级（约 1.5 亿人民币）
研发投入	20%	151.3	在深圳设立集团级研究院（约 7 亿人民币） 研发新加热技术、建立海外实验室、获取产品认证、向 FDA 提交 PMTA 申请（共计约 8.25 亿人民币）
其他	5%	7.6	
IPO 募集净额	100%	6,052.6	

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

## ■ 议价能力：产业链地位强势，单价下滑风险低

市场担心公司作为中游制造环节，未来会被下游品牌商引入的新供应商很快赶超，或被品牌商持续压价，存在议价能力不足的风险，我们认为需要更加准确地理解公司在产业链上所处地位，对此我们可以对比 iPhone 产业链和雾化烟产业链来分析：

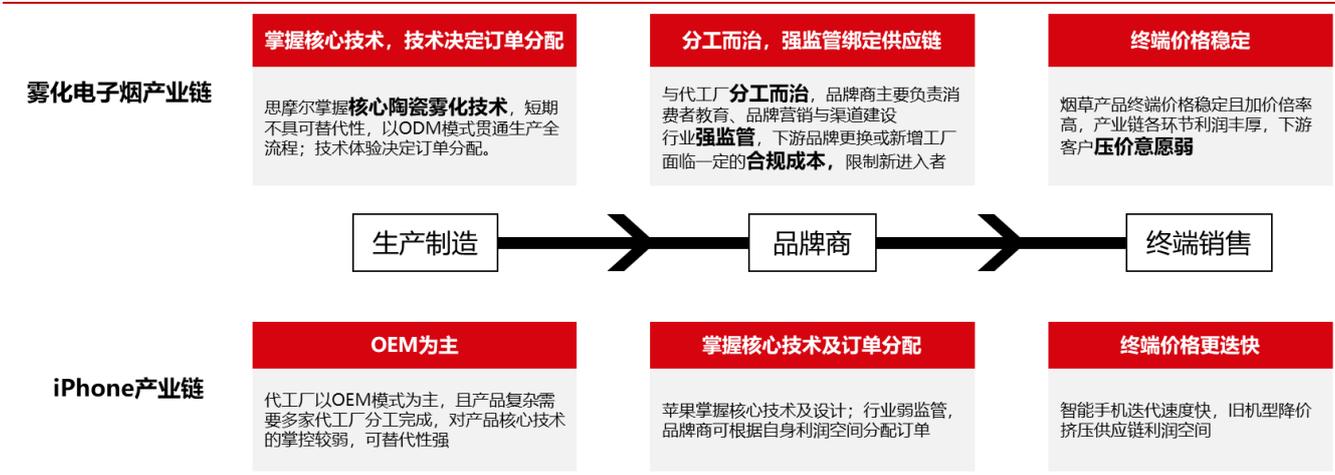
1) 公司对产品有较强掌控力。在 iPhone 产业链上, 苹果掌握产品设计、核心技术、制造工艺甚至原材料供应链, 对产业链强赋能, 极端情况下苹果有能力通过订单及技术赋能快速扶植一个新的供应商; 在雾化烟领域, 公司掌握核心陶瓷雾化技术, 以 ODM 的模式贯通产品生产全部流程, 实现完整产品的交付。品牌商一站式采购, 对生产环节掌控力、赋能能力较弱。

2) 严格来说公司供货比例的多少不是品牌商分配的, 是消费者投票决定的。由于公司拥有专利的陶瓷雾化技术的产品无法在多个供应商中分配, 所以不同的供应商提供的是不同的 SKU 产品, 这与智能手机产业链存在一定不同。谁提供的产品销量更好, 订单就多, 也就是技术地位和领先优势决定了订单分配的大小。

3) 行业强监管, 限制了新进入者。智能手机产业链不存在严格的监管, 品牌商可较为自由的分配订单, 也不需要时刻面临政策的变化; 而新型烟草行业强监管, 一方面品牌商更换、新增代工厂面临一定合规成本, 另一方面也考验供应商对不断变化的政策的应变能力, 其对经营者能力的要求更多元, 这些都对新进入者形成限制。

4) 智能手机出货量已至瓶颈, 新型烟草产品尚处渗透初期且终端价格稳定。自 2017 年 Q4 起全球智能手机出货量进入负增长, 且智能手机更新换代较快, 旧机型往往会降价, 导致品牌商必然挤压供应链利润; F&S 调研数据显示雾化烟 2019 年全球市场规模仅 367 亿美元, 占全球卷烟消费额的 4.2%, 处在高速成长的初期, 且烟草产品终端加价率高、终端价格较为稳定, 产业链各环节均具备较高且稳定的利润空间, 品牌商大幅杀价的意愿不强。相对于成本, 产品的安全性、质量的稳定性更为重要。

图 35: 雾化烟产业链与 iPhone 产业链对比



资料来源: 中信证券研究部绘制

从结果来看, 我们认为以下经营细节体现出公司较强产业链议价能力:

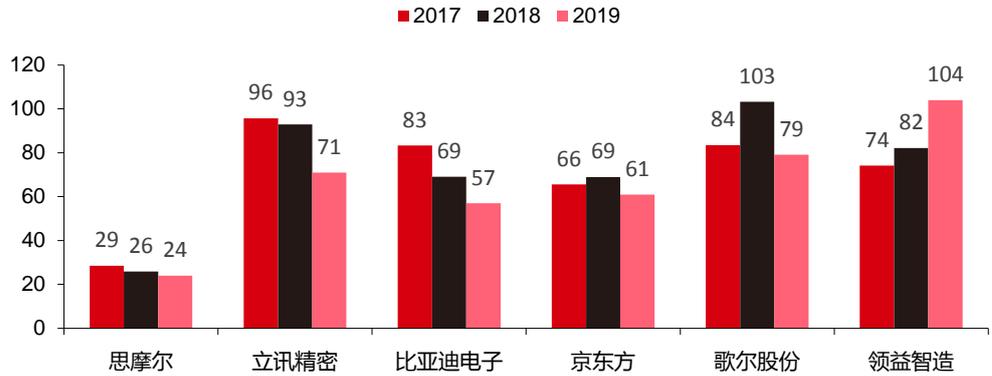
1) 加征 25%关税由客户承担: 公司在招股书中披露, 受中美贸易摩擦影响自 2018 年起公司出口至美国的产品被加征 25%的关税, 但该关税由客户负责申报并支付, 公司自愿将部分电子雾化组件降低约 3.3%来支持客户, 关税对公司经营影响极为有限;

2) 收入确认方式以 FOB 及 EX WORK 为主: 公司外销多通过离岸价格 (FOB) 及

工厂交货 (EX WORK) 方式确认收入, 由客户承担运费、保险等费用;

3) 付款政策多为款到发货: 公司对客户大都设有最低采购金额要求, 对于大部分客户均为款到发货的付款政策, 仅长期合作的主要大客户可享有 30-60 天左右账期。公司 2017-19 年应收账款周转天数分别为 29/26/24 天, 经营现金流强劲。

图 36: 思摩尔及头部消费电子代工企业应收账款周转天数对比



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

表 17: 2014-2015 年公司主要大客户付款政策

主要大客户	结算方式
Logic (日烟)	预付 30%, 尾款电放前付清
Altria Group (奥驰亚集团)	预付 30%, 尾款月结 21 天
NJOY	款到发货
Imperial Tobacco International Limited 帝国烟草集团	月结 60 天
DR Distributors	预付 30%, 尾款到后发货

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

预计随产品结构优化, 电子雾化设备单价仍处上升通道。2017-19 年公司电子雾化设备单价同比+4%/+56%/+55%, 主要驱动力为陶瓷雾化芯占比持续提升, 而陶瓷芯出厂价稳定, 我们测算目前公司陶瓷芯/非陶瓷芯的电子雾化设备单价分别约为 10 元/3.5 元, 2020-22 年电子雾化设备单价仍有望在陶瓷芯占比提升驱动下同比+10%/+5%/+3%。

表 18: 公司量价拆分

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
面向企业客户的销售数量 (百万)	145	260	493	793	973	1,328	1,745
YoY		79%	89%	61%	23%	37%	31%
电子雾化设备销售数量 (百万)	145	191	199	512	753	1,050	1,403
YoY		32%	4%	157%	47%	39%	34%
电子雾化设备单价 (元)	3.5	3.6	5.7	8.7	9.6	9.8	10.0
YoY		4%	56%	55%	9%	2%	2%
电子雾化组件销数量 (百万)	1	70	294	280	219	278	342
YoY		10892%	322%	-5%	-22%	27%	23%
电子雾化组件单价 (元)	10.7	4.5	4.7	7.5	7.6	7.7	7.7

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
YoY		-58%	4%	60%	2%	1%	0%
面向零售客户的销售数量 (百万)	1	5	9	13	10	14	18
YoY		284%	82%	47%	-21%	39%	30%
面向零售客户的销售单价 (元)	159.5	118.1	108.9	81.8	77.8	75.4	75.4
YoY		-26%	-8%	-25%	-5%	-3%	0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算及预测

## ■ 经营展望: 短看电子烟高成长, 长看雾化场景拓展

### 大客户驱动小烟&HNB 增长, 毛利率处上行通道

**封闭式小烟: 大客户驱动收入高增, 占比持续提升。**我们测算 2019 年由 NJOY、VUSE、Logic、悦刻贡献的封闭式小烟 ODM 收入分别为 11.9 亿/11.5 亿/3.5 亿/8.8 亿元, 合计贡献了封闭式换弹小烟收入的 80%。我们通过分析大客户经营情况来对未来封闭式小烟的增长做出预测:

**1) NJOY:** NJOY 是美国市场最早一批独立电子烟品牌, 2019 年在美国市场市场份额位列第三。公司自 2009 年开始与 NJOY 合作, 2012 年推出 NJOY King Size, 2018 年底 NJOY 产品开始使用“FEELM”陶瓷雾化技术之后用户体验大幅提升, 配合较为激进的营销方式 (\$0.99 卖烟杆获客) 于 2019 年实现爆发式增长。

我们预期 2020 年 NJOY 的增速有所阶段性放缓, 主因: 1) 公司 2019 年实现同比+737% 的爆发增长, 2020 年面临较高基数; 2) NJOY 作为独立电子烟品牌在通过 PMTA 之前预计融资不畅, 公司营销投入转为保守; 3) NJOY 口味烟占比较高, 受美国市场年初口味烟政策及含有口味的一次性小烟冲击较大。

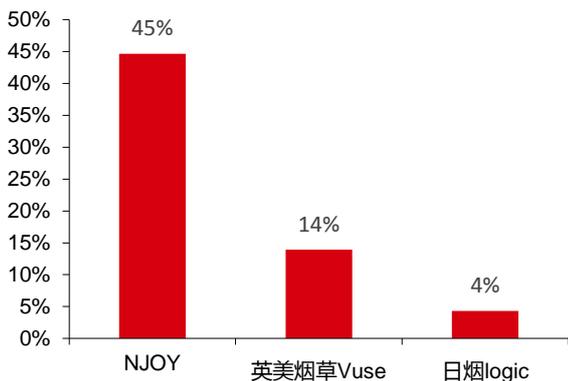
NJOY 作为美国市场头部品牌有望通过 PMTA, 市场份额持续提升, 叠加行业的高速成长, 我们预期 2020-22 年公司来自 NJOY 的收入有望同比+30%/+60%/+40%。

表 19: NJOY 历年采购金额及未来收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
NJOY 采购额 (亿元)	1.1	0.5	0.4	1.1	1.4	11.9	15.5	24.8	34.7
YoY		-57%	-21%	205%	27%	737%	30%	60%	40%
占比	40%	16%	5%	7%	4%	16%	16%	18%	19%

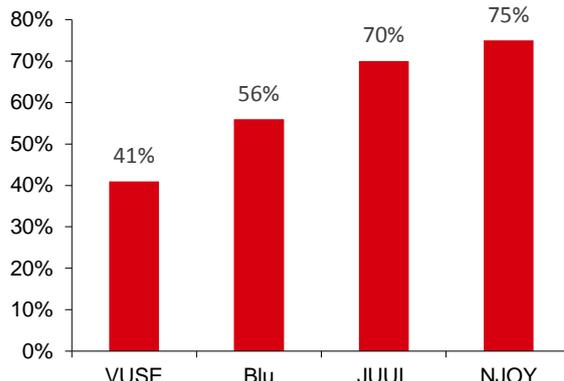
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

图 37: 2019 年思摩尔供应大客户的封闭式小烟中口味烟占比



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

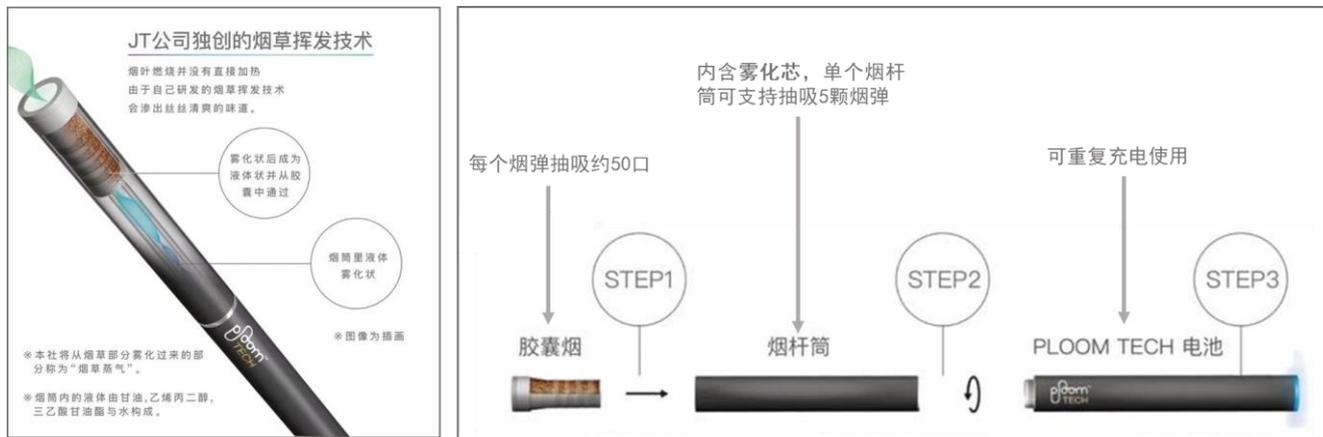
图 38: 美国市场主流品牌产品组合中口味烟占比



资料来源: BAT (英美烟草), 中信证券研究部

2) 日烟: 公司于 2014 年以最新的大储量的无棉雾化技术为独立电子烟品牌 Logic 开发了新产品, 随着 2015 年日烟完成对 Logic 的收购公司进入日烟供应链, 2017 年公司与日烟深度合作在日本市场推出低温 HNB 产品 Ploom Tech, 该产品工作原理是通过雾化产生的气溶胶穿过含有烟草颗粒的胶囊, 烟草颗粒经过日烟的烟草挥发技术预处理, 烟气通过烟草胶囊可带出尼古丁及烟草口感, 其中烟草胶囊和烟杆筒 (含有雾化芯) 均属于高频更换的耗材。目前日烟的产品有所老化, 增速放缓, 公司计划与日烟合作推出新产品, 但由于新冠疫情有所推迟。

图 39: 思摩尔与日烟合作的 Ploom Tech 产品结构及工作原理



资料来源: 中信证券研究部绘制

我们预期日烟产品因产品老化及新冠疫情影响 2020 年增速有所放缓, 而随着低温 HNB 新产品推出, Logic 采用 FEELM 陶瓷雾化芯以及 Logic 顺利通过 PMTA, 我们预期日烟采购额仍有较大提升空间。

表 20: 日烟历年采购金额及未来收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
日烟采购额 (亿元)	0.3	0.7	2.2	4.0	7.1	9.6	10.6	16.9	23.6
YoY		184%	190%	84%	79%	35%	10%	60%	40%
占比	10%	25%	31%	25%	21%	13%	11%	13%	13%
HNB(Ploom Tech)	0.0	0.0	0.0	1.5	4.4	6.1	3.3	4.0	4.6
YoY					188%	36%	-45%	20%	15%
Logic	0.3	0.7	2.2	2.4	2.7	3.5	7.2	12.9	19.1
YoY		184%	190%	13%	10%	32%	104%	78%	48%

资料来源: 思摩尔公告, 中信证券研究部预测

**3) 英美烟草:**公司于 2018 年依托先进的 FEELM 陶瓷雾化技术与英美烟草取得合作, 主要产品为 VUSE Alto, 产品一经推出深受消费者认可, Alto 系列销售占比快速提升, 且不断蚕食 JUUL 的终端市场份额。据英美烟草披露数据, 2019 年底美国市场销售的 Alto 在 VUSE 品牌整体销售额中占到 73%, 较 2018 年底大幅提升 51pcts; 2020 年 1 月 VUSE 在美国市场市占率已经快速提升至 35.3%。

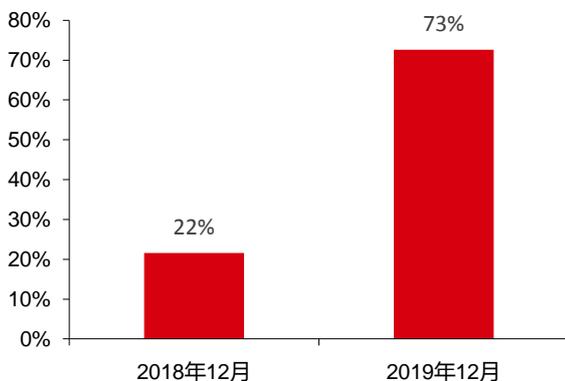
当下 VUSE 产品线已经由 12 款精简至 Alto、Vibe 两款, 2020 年终端动销较好, 思摩尔招股书披露 2020 年 3-4 月份英美烟草采购额同比+647%, 虽然其中有一部分原因是补发 1-2 月份疫情影响未能发货的订单, 但仍然能够反映出 VUSE 终端产品的热销。作为国际烟草巨头旗下品牌, 我们判断 VUSE 大概率能够通过 PMTA, 市场份额持续提升。预期 2020-22 年思摩尔来自英美烟草收入同比+100%/+40%/+40%。

表 21: 英美烟草历年采购金额及未来收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
BAT 采购额 (亿元)	2.9	11.5	23.0	32.1	45.0
YoY		292%	100%	40%	40%
占比		15%	24%	24%	25%

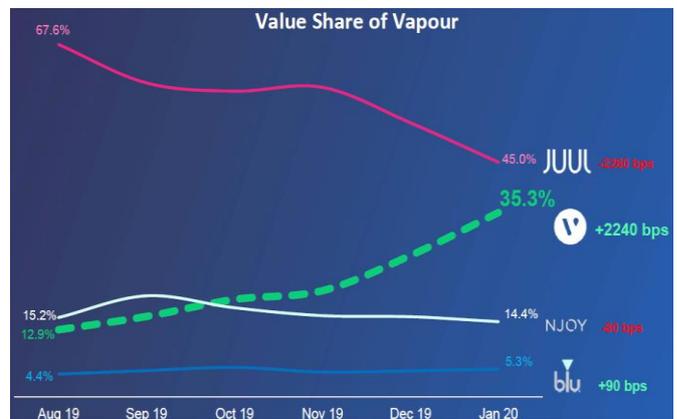
资料来源: 思摩尔公告, 中信证券研究部预测

图 40: 美国市场 VUSE Alto 在 VUSE 销售占比迅速提升



资料来源: BAT, 中信证券研究部

图 41: VUSE 在逐步蚕食 JUUL 的市场份额



资料来源: BAT

**4) 悦刻:**品牌力方面, 悦刻 RELX 是悦刻成立于 2017 年, 目前位列中国第一大品牌, 2020 年 4 月据尼尔森在中国 20 个新一线城市中调研数据显示, 悦刻占封闭式电子烟 69%



**JUUL：合作难度较大，但存在一定可能性。** JUUL 是美国同时也是全球第一大雾化烟品牌，其横空出世引领了雾化烟产品由大烟像小烟的迭代。JUUL 生产主要采取 OEM 的模式，通过整合多家 OEM 代工厂完成产品各零件的生产及组装，包括飞旭电子、辉美医疗、长盈精密等。一方面，其产业链分工类似 iPhone 产业链，品牌商对供应链掌控力较强，但 OEM 的模式与思摩尔 ODM 的模式存在一定冲突，我们判断合作难度较大。另一方面，以 JUUL 当前出货量若希望使用陶瓷雾化芯提升雾化体验，就技术体验及产能规模而言，思摩尔几乎成为其必选合作对象。

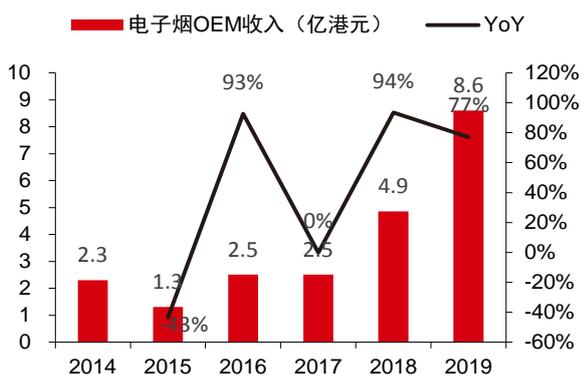
**中烟：已有实质性合作，国内 HNB 市场开放后公司业务有望大幅超预期。** 考虑到中国具备全球最庞大的成年烟民群体（约 3.1 亿）及全球近半（44%）的卷烟销量，预计 HNB 潜在市场巨大，假设 2022 年 3% 的转化率对应 500 亿+市场规模。HNB 由国家烟草局专卖专营，政策逻辑较为顺畅，目前公司已与多家省级中烟公司深度合作，就高温 HNB（类似 IQOS）及低温 HNB 产品（类似 Ploom Tech）等多款产品进行深入合作。我们认为公司过往的发展已经多次证明了其在技术创新及产品差异化方面的卓越能力，未来一旦国内 HNB 开放公司有望占据一定市场份额。

表 23：中国 HNB 市场规模测算模型

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国烟草工商税利（亿元）	10,518	11,436	10,795	11,145	11,556	12,056	12,297	12,543	12,794
YoY	10%	9%	-6%	3%	4%	4%	2%	2%	2%
对应终端卷烟销售额（亿元）	14,023	15,248	14,393	14,860	15,408	16,075	16,396	16,724	17,059
假设 HNB 转化率							1%	2%	3%
<b>国内 HNB 市场规模（亿元）</b>							<b>164</b>	<b>334</b>	<b>512</b>

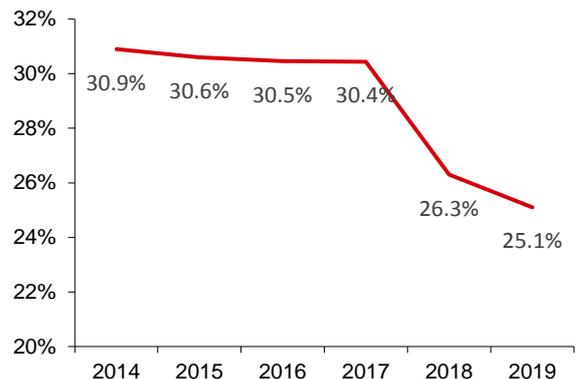
资料来源：国家烟草专卖局，中信证券研究部测算

图 43：天长集团为 Blu 提供 OEM 收入及增速



资料来源：天长集团公告，中信证券研究部

图 44：天长集团电子烟 OEM 毛利率



资料来源：天长集团公告，中信证券研究部

**产品结构调整及自动化升级，毛利率处上行通道。** 我们基于合理假设测算公司 2019 年陶瓷芯烟弹毛利率高达 58% 左右，远高于烟杆（25% 左右）及非陶瓷雾化芯（34%，未拆分烟弹及烟杆）。测算未来陶瓷芯烟弹占比有望提升至 90% 左右，而陶瓷芯占比有望提升至 100%。我们预期随着公司封闭式小烟收入中来自烟弹收入占比提升、陶瓷芯占比提升，公司毛利率仍将持续上行。

随着公司逐步以自有基地替代当下租赁厂房，自研自制雾化器自动组装线、注射液、雾化器自动检测流水线等自动化设备，预计将带来生产效率及良率的大幅提升，驱动整体毛利率上行。我们预期产品结构调整及效率升级有望带动公司 2020-22 年毛利率提升至 52.7%/54.4%/56.6%。

表 24：思摩尔封闭式小烟毛利率测算模型

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>陶瓷雾化芯收入 (亿元)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>4.2</b>	<b>35.9</b>	<b>69.9</b>	<b>108.1</b>	<b>152.4</b>
YoY				766%	94%	55%	41%
<b>陶瓷雾化芯毛利率</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>37.2%</b>	<b>50.5%</b>	<b>53.9%</b>	<b>55.4%</b>	<b>57.0%</b>
<b>在封闭式小烟中占比</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>37%</b>	<b>80%</b>	<b>93%</b>	<b>95%</b>	<b>98%</b>
烟弹收入				27.7	55.9	88.7	128.0
烟弹收入占比				77%	80%	82%	84%
烟弹毛利率				58.0%	61.0%	62.0%	63.0%
烟杆收入				8.3	14.0	19.5	24.4
烟杆收入占比				23%	20%	18%	16%
烟杆毛利率				25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
<b>非陶瓷雾化芯收入 (亿元)</b>	<b>5.0</b>	<b>6.9</b>	<b>7.1</b>	<b>8.8</b>	<b>5.3</b>	<b>5.7</b>	<b>3.1</b>
YoY		37%	3%	24%	-40%	8%	-45%
<b>非陶瓷雾化芯毛利率</b>	<b>20.4%</b>	<b>15.8%</b>	<b>19.4%</b>	<b>33.5%</b>	<b>36.5%</b>	<b>35.0%</b>	<b>35.7%</b>
<b>在封闭式小烟中占比</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>63%</b>	<b>20%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>2%</b>
<b>封闭式小烟总收入 (亿元)</b>	<b>5.0</b>	<b>6.9</b>	<b>11.2</b>	<b>44.8</b>	<b>75.1</b>	<b>113.8</b>	<b>155.5</b>
YoY		37%	63%	298%	68%	51%	37%
<b>封闭式小烟毛利率</b>	<b>20.4%</b>	<b>15.8%</b>	<b>25.9%</b>	<b>47.1%</b>	<b>52.7%</b>	<b>54.4%</b>	<b>56.6%</b>

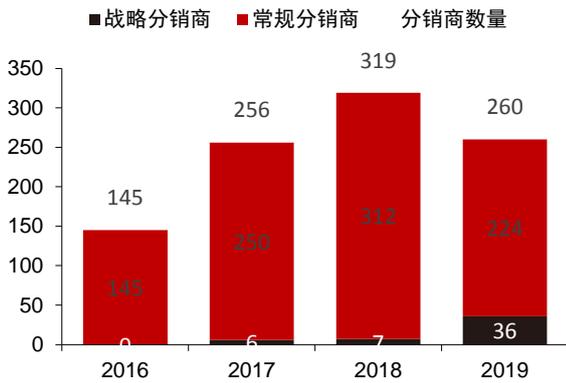
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

## APV 市占率有望提升，CBD 合法化推动雾化组件高增

**APV 品牌力全球领先。**公司拥有自有品牌 Vapresso、Renova 及 Revenant Vape 等 APV 产品，据 F&S 数据（转引自公司招股书），Vapresso 知名度位列全球第三，2019 年市占率约 5.7%。

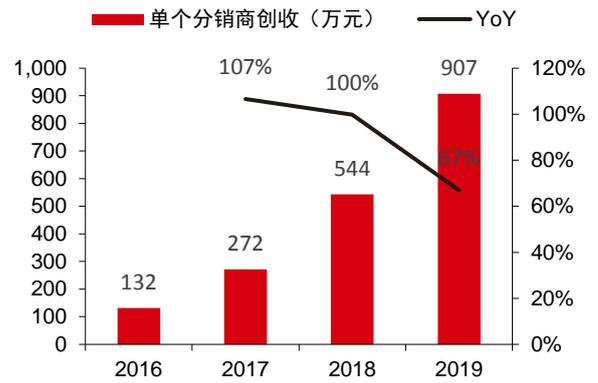
**经销商激励及管理持续优化，单个分销商提货额持续提升。**公司通过战略分销商、常规分销商对经销商团队进行分类管理，与此同时通过不超过 7% 的回扣以及不同的信贷政策来激励经销商提升销量，通过设定最低采购金额（合约前半期内须采购最低金额的至少 30%）提升经营稳定性，2019 年战略经销商数量提升至 36 个，单个分销商提货额快速提升至 907 万元。

图 45: 思摩尔分销商数量



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 46: 单个分销商创收及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

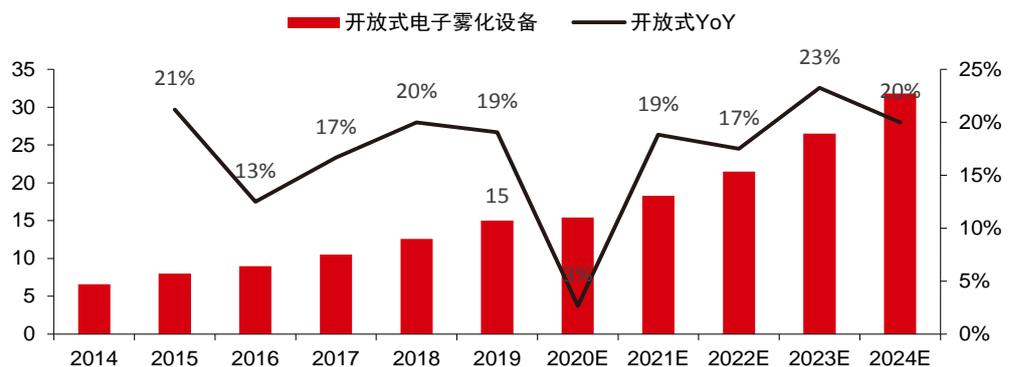
受疫情影响, 公司 2020H1 APV 收入同比-39%, 2020 年预计行业增速也将出现回落。考虑到 APV 作为小众玩家圈子的高端电子消费品属性, 未来市场空间有限, 预计增长不及封闭式小烟。参考 F&S 预测 2020-24 年行业有望实现 20% 的 CAGR, 我们预计公司 2020-22 年 APV 业务有望同比-25%/+35%/+30%, 料市占率将持续提升。

表 25: 思摩尔 APV 收入及预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
APV (亿元)	2.0	5.6	9.4	10.4	7.8	10.5	13.7
YoY		185%	68%	11%	-25%	35%	30%
占比	28%	36%	27%	14%	8%	8%	8%
开放式雾化设备代工环节规模 (亿元)	102	123	152	182	188	228	281
市占率	1.9%	4.6%	6.2%	5.7%	4.2%	4.6%	4.9%

资料来源: 思摩尔公告, F&S (转引自公司招股书), 中信证券研究部预测

图 47: 开放式电子雾化设备市场规模及增速 (十亿美元)

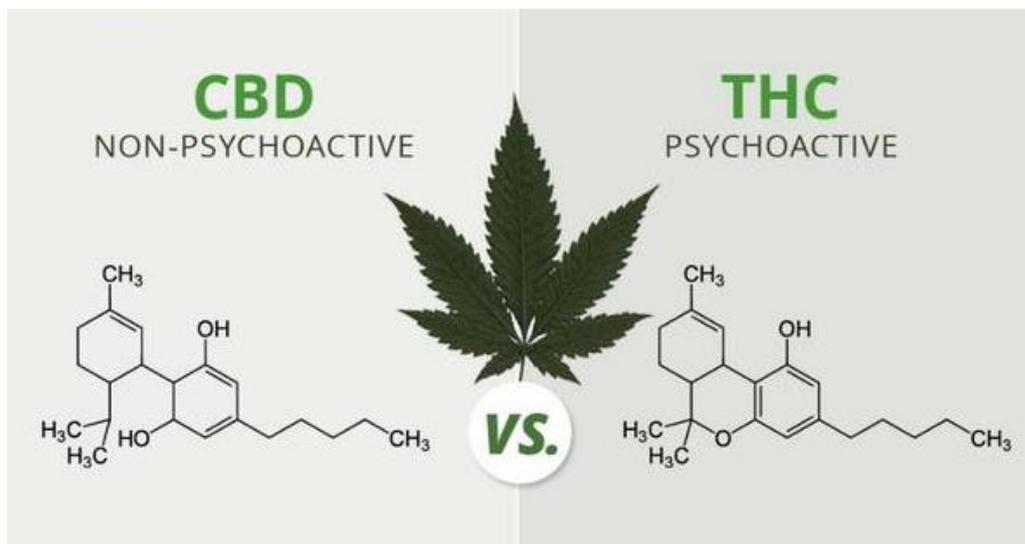


资料来源: F&S (含预测; 转引自公司招股书), 中信证券研究部

**CBD 不具精神活性, 应用前景广阔。**四氢大麻酚 (THC) 是大麻中含有精神活性的物质, 引发成瘾性。以 THC 含量的不同可将大麻植株区分为工业大麻和娱乐大麻两种, 其中 THC 含量小于 0.3% 的大麻称为工业大麻, 其提取物大麻二酚 (CBD) 不具有精神活性, 但是具备改善情绪、抵抗交流、缓解疼痛、治疗癫痫等功效, 现已逐步在医药、化妆

品、保健品、食品饮料等领域广泛应用。

图 48: 大麻二酚 (CBD) 及四氢大麻酚 (THC) 分子式

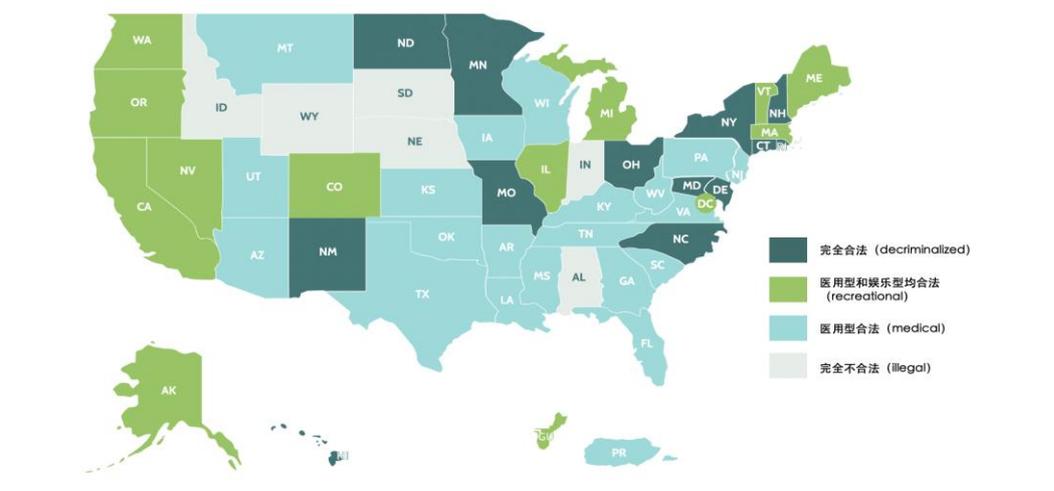


资料来源: O.Berk

**全球工业大麻合法化进程有望加速。**2018 年 12 月美国最新的《农业法案》实现联邦范围内工业大麻合法化，且 CBD 油 (THC 浓度干重低于 0.3%) 不属于管制物质。联合国将于今年 12 月表决是否将 CBD 继续归为受管制的麻醉品，对于大麻中不含致幻作用的成分有望进一步监管松绑。

截至 2020 年 7 月，**对于 CBD 油：**美国 44 个州及哥伦比亚特区可合法销售雾化器使用的 CBD 油；2 个州医用合法化；4 个州不能合法销售通过雾化器使用的 CBD 油。**对于 THC 油，**美国 11 个州及哥伦比亚特区已将大麻娱乐用途合法化，26 个州仅将大麻医疗用途合法化，13 个州仍不合法。

图 49: 美国各州大麻政策



资料来源: O.Berk

据 Brightfield Group 数据，2019 年美国 CBD 市场规模约 42 亿美元，预测 2025 年市

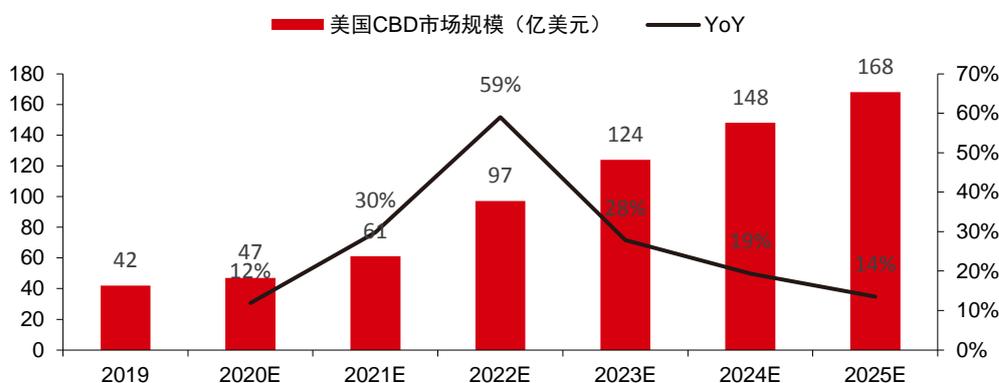
场规模有望达 168 亿美元，对应未来 3 年/5 年的行业 CAGR 分别为 32%/29%。2020H1 公司大麻相关收入受疫情影响同比有所下滑，但 CBD 应用前景广阔，全球合法化进程加速，鉴于公司 CCELL 技术在大麻雾化领域占据 50% 以上市场份额，我们预期公司 2020-22 年大麻业务收入有望同比-10%/+30%/+25%。

表 26：思摩尔大麻相关业务收入及同比增速

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
CBD/THC (亿元)	0.1	1.6	9.2	14.9	13.4	17.4	21.7
YoY		2270%	484%	61%	-10%	30%	25%
占比	1%	10%	27%	20%	14%	13%	12%

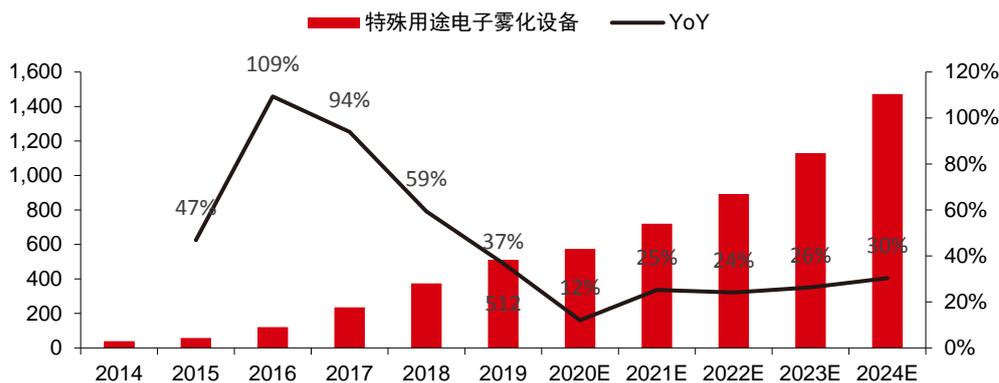
资料来源：思摩尔公告，中信证券研究部测算及预测

图 50：美国 CBD 市场规模及同比增速



资料来源：Brightfield Group (含预测)、汉麻号外，中信证券研究部

图 51：特殊用途电子雾化设备生产环节市场规模 (出厂价, 百万美元)



资料来源：F&S (转引自公司招股书)，中信证券研究部

### 雾化场景拓展打开远期成长空间

中期来看，肺部相关疾病的雾化给药有望接力增长。公司一直致力于拓展小型雾化设备在雾化给药方面的应用，通过精准控制剂量以及气溶胶粒子的大小来实现适量、高效给药。目前公司已经在精准计量药物方面取得重要突破，未来有望率先在哮喘、慢性阻塞性

肺炎 (COPD) 及其他呼吸系统疾病中落地应用。

目前公司有 5 个医疗项目正在进行当中，研发进度不一，未来将会通过相匹配的合作项目逐一落地。其中包括公司在招股书中披露的目前已经与中国制药公司合作开发针对肺部疾病的医疗雾化设备，并于 2020 年 4 月与 AIM Immuno Tech 签署了一项材料转让和研究协议，AIM 将研究如何将药品 Ampligen 通过公司的吸入式给药设备进行新冠肺炎的有效治疗。

**长期来看，雾化有望成为人类摄取外界物质的第三种主流方式，成长空间有望持续扩容。**目前人类主要通过消化系统和直接注射两种主流方式来摄取外界的营养物质和药物，随着雾化技术的突飞猛进，如今雾化效率、气溶胶颗粒的尺寸控制、设备的小型化使得便携高效的雾化设备普及成为可能，并已经逐步实现对于尼古丁、大麻摄入方式的替代。我们预期未来将会有更多小分子的营养物质、药物有望通过便携雾化设备来获取，如咖啡因、维生素、牛磺酸等等。随着这些消费及医疗场景的逐步拓展和落地，公司长期成长空间有望持续扩容。

## ■ 风险因素

颠覆性雾化技术路径的替代；行业监管程度超预期；新型烟草产品处在提税通道。

## ■ 投资策略

### 盈利预测：未来三年业绩 CAGR 有望超 40%

自上而下看，受益于全球新型烟草渗透率的提升，行业未来三年 CAGR 有望达 30% 以上，强监管下品牌集中度料提升，绑定全球头部品牌的龙头厂商未来三年营业收入 CAGR 有望超 30%。考虑到公司技术领先优势扩大，产品结构优化及规模、效率提升，公司盈利中枢仍处上升通道，未来三年业绩 CAGR (经调整后净利润) 有望在 40%-50% 区间，远超行业增速。

表 27：思摩尔营业收入及毛利率预测表

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>封闭式小烟</b>	<b>5.0</b>	<b>6.9</b>	<b>11.2</b>	<b>44.8</b>	<b>72.0</b>	<b>102.7</b>	<b>139.9</b>
YoY		37%	63%	298%	61%	43%	36%
占比	71%	44%	33%	59%	75%	76%	78%
毛利率	20.4%	15.8%	25.9%	47.1%	52.7%	54.4%	56.6%
陶瓷芯占比	0%	0%	37%	80%	93%	95%	98%
陶瓷芯毛利率	-	-	37.2%	50.5%	53.9%	55.4%	57.0%
非陶瓷芯占比	100%	100%	63%	20%	7%	5%	2%
非陶瓷芯毛利率	20.4%	15.8%	19.4%	33.5%	36.5%	35.0%	35.7%
<b>APV</b>	<b>2.0</b>	<b>5.6</b>	<b>9.4</b>	<b>10.4</b>	<b>7.8</b>	<b>10.5</b>	<b>13.7</b>
YoY		185%	68%	11%	-25%	35%	30%

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
占比	28%	36%	27%	14%	8%	8%	8%
毛利率	34.2%	37.2%	34.2%	34.7%	35.7%	35.4%	35.0%
<b>HNB</b>	<b>0.0</b>	<b>1.5</b>	<b>4.4</b>	<b>6.1</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>
YoY		232853%	188%	36%	-45%	20%	15%
占比	0%	10%	13%	8%	3%	3%	3%
毛利率		14.6%	25.9%	22.8%	23.8%	24.2%	23.6%
<b>CBD/THC</b>	<b>0.1</b>	<b>1.6</b>	<b>9.2</b>	<b>14.9</b>	<b>13.4</b>	<b>17.4</b>	<b>21.7</b>
YoY		2270%	484%	61%	-10%	30%	25%
占比	1%	10%	27%	20%	14%	13%	12%
毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	52.0%	53.0%	54.0%
<b>营业总收入</b>	<b>7.1</b>	<b>15.7</b>	<b>34.3</b>	<b>76.1</b>	<b>96.5</b>	<b>134.6</b>	<b>180.0</b>
YoY		121%	119%	122%	27%	40%	34%
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%	50.2%	51.8%	53.8%

资料来源：公司公告，中信证券研究部拆分及预测

表 28：思摩尔盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,434	7,611	9,649	13,462	17,999
营业收入增长率 YoY	119.4%	121.6%	26.8%	39.5%	33.7%
净利润(百万元)	734	2,174	1,123	4,215	6,116
净利润增长率 YoY	288.4%	196.2%	-48.3%	275.3%	45.1%
<b>调整后净利润(百万元)</b>	<b>734</b>	<b>2,265</b>	<b>3,348</b>	<b>4,415</b>	<b>6,216</b>
<b>调整后净利润增长率 YoY</b>	<b>288.4%</b>	<b>209%</b>	<b>47.8%</b>	<b>31.9%</b>	<b>40.8%</b>
<b>经调整后净利率 (%)</b>	<b>21.4%</b>	<b>29.8%</b>	<b>34.7%</b>	<b>32.8%</b>	<b>34.5%</b>
每股收益 EPS(基本)(元)	0.13	0.39	0.58	0.77	1.08
毛利率	34.7%	44.0%	50.2%	51.8%	53.8%
净资产收益率 ROE	75.7%	295.9%	156.9%	92.3%	66.8%
调整后 PE	235	76	52	39	28

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 9 月 4 日收盘价；调整后净利润=归属净利润-上市开支-IPO 前购股权计划相关的股份为基础的付款开支-可换股承兑票据公平值变动之亏损- 转换优先股公平值变动之亏损

## 估值：目标市值 3,000 亿港元

公司业绩成长性好，可参考 PEG 估值体系。新型烟草有望替代卷烟成为未来人类摄取尼古丁主流途径，赛道广阔，而公司护城河较深、产业链议价能力强，具备稀缺性，应享受估值溢价。但同时考虑到新型烟草行业强监管，监管周期波动料导致公司经营及估值波动，应给予估值折价。

可比公司方面，我们认为可参考市场对港股舜宇光学科技（掌握核心光学技术的消费电子龙头供应商）、申洲国际（垂直一体化运动成衣代工龙头，耐克、阿迪、优衣库等品牌一供）、颐海国际（复合调味品领先企业、火锅底料龙头、海底捞底料供应商）以及 A 股宁德时代（锂电池全球龙头，2019 年全球市占率 28%，新能源替代初期绑定全球大客户）的估值水平，基于 2021 年业绩的 PEG 分别为 0.94x/2.17x/2.17x/2.65x。

综上，我们审慎评估公司当下合理市值约为 2,700 亿元人民币，折合约 3,000 亿港元，

对应 2021 年约 61x PE，对应 2021 年调整后净利润的 PEG 约为 1.5 倍，目标价 52.20 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 29：思摩尔估值参考公司

证券简称	总市值 (亿元)	调整后净利润 (亿元)				PE				未来三年 CAGR	基于 2021 年业 绩 PEG
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
思摩尔国际	1,731	23	33	44	62	76	52	39	28	40%	0.98
<b>估值参考公司：</b>											
舜宇光学科技	1,166	40	44	58	71	29	26	20	16	21%	0.94
颐海国际	1,118	7	10	14	19	156	113	81	60	37%	2.17
宁德时代	4,758	46	53	70	90	104	90	68	53	26%	2.65
申洲国际	1,705	51	52	63	73	33	33	27	23	13%	2.17
<b>算术平均值</b>							<b>66</b>	<b>49</b>	<b>38</b>		<b>1.98</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：可比公司盈利预测均采用 2020 年 9 月 4 日万得一致预测；单位均为人民币

## ■ 相关研究

轻工制造行业新型烟草子行业深度报告—星火可燎原 (2019-8-31)

轻工制造行业新型烟草行业跟踪报告—监管趋严，行业步入稳定增长阶段 (2019-11-5)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,434	7,611	9,649	13,462	17,999
营业成本	(2,243)	(4,258)	(4,806)	(6,486)	(8,323)
毛利率	34.7%	44.0%	50.2%	51.8%	53.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(99)	(158)	(193)	(229)	(252)
营业费用率	2.9%	2.1%	2.0%	1.7%	1.4%
管理费用	(230)	(631)	(1,409)	(1,764)	(2,268)
管理费用率	6.7%	8.3%	14.6%	13.1%	12.6%
财务费用	(8)	(18)	(34)	(19)	60
财务费用率	0.2%	0.2%	0.4%	0.1%	-0.3%
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>869</b>	<b>2,567</b>	<b>1,334</b>	<b>4,991</b>	<b>7,242</b>
营业利润率	25.3%	33.7%	13.8%	37.1%	40.2%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>869</b>	<b>2,567</b>	<b>1,334</b>	<b>4,991</b>	<b>7,242</b>
所得税	(135)	(393)	(211)	(776)	(1,127)
所得税率	15.5%	15.3%	15.8%	15.5%	15.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>734</b>	<b>2,174</b>	<b>1,123</b>	<b>4,215</b>	<b>6,116</b>
净利率	21.4%	28.6%	11.6%	31.3%	34.0%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	869	2,567	1,334	4,991	7,242
所得税支出	-135	-393	-211	-776	-1,127
折旧和摊销	13	30	149	230	323
营运资金的变化	111	-260	273	-119	-112
其他经营现金流	102	241	1,930	15	-65
<b>经营现金流合计</b>	<b>960</b>	<b>2,184</b>	<b>3,475</b>	<b>4,341</b>	<b>6,261</b>
资本支出	-194	-510	-802	-1,002	-1,152
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	66	21	-1,943	-53	-58
<b>投资现金流合计</b>	<b>-128</b>	<b>-489</b>	<b>-2,745</b>	<b>-1,055</b>	<b>-1,210</b>
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	1,605	-1,605	0
股息支出	-175	-1,142	-1,142	-363	-1,527
其他融资现金流	-40	-758	-34	-19	60
<b>融资现金流合计</b>	<b>-215</b>	<b>-1,900</b>	<b>430</b>	<b>-1,988</b>	<b>-1,467</b>
现金及现金等价物净增加额	617	-205	1,159	1,299	3,584

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	958	731	1,891	3,189	6,773
存货	391	548	729	983	1,198
应收账款	492	890	1,256	1,752	2,264
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	1,841	2,170	3,875	5,925	10,235
固定资产	522	887	1,540	2,312	3,142
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	17	59	59	59	59
其他长期资产	49	186	233	290	353
非流动资产	588	1,132	1,832	2,661	3,553
<b>资产总计</b>	<b>2,429</b>	<b>3,302</b>	<b>5,707</b>	<b>8,586</b>	<b>13,788</b>
短期借款	0	0	1,605	0	0
应付账款	871	1,014	1,697	2,118	2,546
其他流动负债	378	1,035	1,171	1,382	1,567
流动负债	1,248	2,049	4,473	3,500	4,114
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	212	518	518	518	518
非流动性负债	212	518	518	518	518
负债合计	1,460	2,567	4,991	4,018	4,632
股本及储备	969	735	716	4,568	9,157
归属于母公司所有者权益合计	969	735	716	4,568	9,157
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	969	735	716	4,568	9,157
<b>负债股东权益总计</b>	<b>2,429</b>	<b>3,302</b>	<b>5,707</b>	<b>8,586</b>	<b>13,788</b>

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	119.4%	121.6%	26.8%	39.5%	33.7%
营业利润增长率	283.4%	195.5%	-48.0%	274.2%	45.1%
净利润增长率	288.4%	196.2%	-48.3%	275.3%	45.1%
毛利率	34.7%	44.0%	50.2%	51.8%	53.8%
EBITDA Margin	17.6%	23.5%	10.6%	27.1%	29.8%
净利率	21.4%	28.6%	11.6%	31.3%	34.0%
净资产收益率	75.7%	295.9%	156.9%	92.3%	66.8%
总资产收益率	30.2%	65.8%	19.7%	49.1%	44.4%
资产负债率	60.1%	77.8%	87.5%	46.8%	33.6%
所得税率	15.5%	15.3%	15.8%	15.5%	15.6%
股利支付率	23.9%	52.5%	32.3%	36.2%	40.4%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。