

电子烟行业深度报告系列六

# 美国电子烟行业进入存量竞争期，龙头企业地位稳固

推荐（维持）

在《电子烟行业系列深度一：行业大势浩浩汤汤，新型烟草乘势而起》、《电子烟行业系列报告二：溯既往看全球烟草体系，展前路析新型烟草未来》、《电子烟行业系列报告三：详解中国烟草体系，国内烟草市场面面观》、《电子烟行业深度报告系列四：解码全球产业链，上中下游觅良机》和《电子烟行业深度报告系列五：中国电子烟监管体系日趋完善，全产业链成企业布局新重点》中，我们深度剖析国内外电子烟产品和世界主要国家市场情况；本篇报告主要对美国电子烟市场发展历史概况、市场规模、竞争格局以及监管体系进行梳理分析，我们认为美国电子烟监管体系进一步严苛背景下，在高合规成本压力下小型零售商生存将更加困难，龙头企业有望持续占优。

**行业概况：美国电子烟行业已进入存量竞争期，产业链完整，监管严苛。**美国电子烟行业经历了行业萌芽期（2006-2010）、高速成长期（2010-2016）与存量竞争期（2016至今）三个阶段。2016年8月，FDA颁布的《烟草制品的管控法案》于2016年8月8日生效，要求新型烟草制品通过PMTA后方可上市合法销售，同时加强防止青少年使用电子烟的监管，2020年2月监管收紧使得行业合规成本大幅提升，行业进入存量竞争期。美国电子烟行业上游产业链完整，中游高度集中，下游监管严苛。其中上游烟油产业链相对独立且完整，锂电池监管严格。中游市场集中度高，2018年CR4市占率高达94%。下游FDA监管严苛，在高合规成本压力下小型零售商生存难。

**市场规模：美国是全球最大的电子烟市场，市场集中度高。**市场规模方面，美国是电子烟销售额最高的市场，Euromonitor 数据显示，2019年美国电子烟市场规模达到96.5亿美元（2011-2019年的CAGR达到76.25%），占世界电子烟总消费额的47.77%。加热不燃烧电子烟进入美国市场相对较晚，2019年在美销售额占美国新型烟草销售额的比例不到0.1%。但美国政府态度相对开放，2019年FDA授权菲莫国际在美国市场销售IQOS，2020年7月通过了MRTP审核，IQOS成为第一个在美国上市的加热不燃烧电子烟产品，预计IQOS将对美国电子烟市场产品结构造成较大冲击，推动美国电子烟市场增长。**竞争格局方面**，2016年后Juul快速发展，美国电子烟行业集中度不断提高，据Statista统计的2020年上半年数据，Juul拥有42%的市场份额，美国电子烟行业CR4从2016年的77.6%上升至2020年上半年的95%，集中度快速提高。

**监管体系：美国电子烟行业监管体系不断加强，为其他国家提供示范。**美国电子烟监管体系从无到有，近几年显著加强，特别是发现青少年电子烟使用率飙升后。美国对电子烟的主要监管机构为美国食品药品监督管理局（FDA），主要监管方式有：税收、年龄限制、PMTA（全称 Premarket Tobacco Application，即烟草上市前申请）3方面。FDA2016年发布《判定规则》要求2016年之后上市的产品须通过PMTA后方可合法上市销售，2007-2016年上市的新型烟草制品应于2022年8月8日前提交PMTA上市申请，在此期间仍可上市流通；2020年又将申请截止时间提前至2020年9月9日，并且于2月6日开始对调味型电子烟产品（不包括烟草味、薄荷味）提前执行行动，监管不断收紧，行业规范步伐明显加快，对其他国家的电子烟行业监管形成示范效应。

**主要品牌：美国电子烟品牌集中度高，JUUL 龙头地位稳固。**美国电子烟市场前五大品牌均在近15年内产生，发展历史短但增长快速，其中JUUL产生于2015年并凭借产品技术、社群营销、价格优惠等多种形式取的迅速发展，2020H1Juul电子烟在美国的市场占有率达到42%；而英美烟草旗下的Vuse、奥驰亚旗下的MarkTen、帝国烟草旗下的Blu发展不一，Vuse2012年成立以来稳步成长，成为英美烟草的电子烟品牌代表之一；MarkTen品牌产生于2013年，于2018年响应监管暂停生产销售；Blu电子烟自2009年创立以来多次被并购，曾是美国电子烟龙头品牌，后来被超越；2020H1Vuse和Blu市占率分别为36%和9%。

**风险提示：**电子烟技术升级不及预期，政策推进速度、消费者教育不及预期。

## 华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

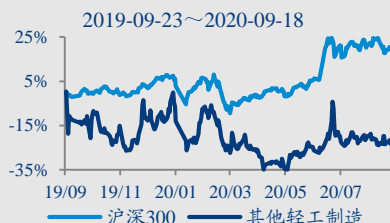
执业编号：S0360518110002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	1	0.02
总市值(亿元)	36.26	0.0
流通市值(亿元)	28.45	0.0

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.05	3.35	-18.77	
相对表现	-0.98	-28.64	-39.48	



## 相关研究报告

《电子烟行业深度报告系列四：解码全球产业链，上中下游觅良机》

2020-09-07

《电子烟行业深度报告系列五：中国电子烟监管体系日趋完善，全产业链成企业布局新重点》

2020-09-14

《由蓝月亮招股书看家庭清洁护理及细分洗衣液行业：线上&下沉增量可期，单品王者蓝月高悬》

2020-09-17

## 投资主题

## 报告亮点

**对美国电子烟市场历史、现状及监管全面梳理分析。**本篇报告美国电子烟市场发展历史概况、市场规模、竞争格局以及监管体系进行梳理分析，在此基础上探究龙头企业后军突起迅速成为领头羊背后的原因。

## 投资逻辑

本篇报告主要对美国电子烟市场发展历史概况、市场规模、竞争格局以及监管体系进行梳理分析，最后对龙头企业 JUUL 发展历史进行论述，分析其后军突起迅速成为领头羊背后的原因。我们认为美国电子烟监管体系进一步严苛背景下，在高合规成本压力下小型零售商生存将更加困难，龙头企业有望持续占优。

# 目 录

一、行业概况：美国电子烟行业已进入存量竞争期，产业链完整，监管严苛.....	5
（一）美国电子烟行业已进入存量竞争期.....	5
（二）上游产业链完整，中游高度集中，下游监管严苛.....	6
二、市场规模：美国是全球最大的电子烟市场，市场集中度高.....	8
（一）美国是全球最大的电子烟市场，2016年后市场规模增长放缓.....	8
（二）美国电子烟市场集中度不断提升，头部品牌 Juul 等实力凸显.....	9
三、监管体系：美国电子烟行业监管体系不断加强，为其他国家提供示范.....	10
（一）美国电子烟监管方式分税收、年龄限制、PMTA 三方面.....	10
（二）美国电子烟监管不断加强，为其他国家提供示范.....	12
四、主要品牌：美国电子烟品牌集中度高，JUUL 龙头地位稳固.....	13
（一）JUUL：迅速成长为龙头的年轻品牌.....	13
1、JUUL 发展历程：后军突起成领头羊，快速成长同时深受监管压力.....	13
2、致力于成年吸烟者的用户体验，JUUL 产品简洁易用.....	14
3、社区&定价营销，优质服务提升客户粘性.....	15
4、积极配合监管要求，多举措降低产品对未成年人吸引力.....	16
（二）其他主要品牌发展不一.....	17
1、Vuse：成立以来稳步成长，成为英美烟草的电子烟品牌代表之一.....	17
2、MarkTen：成立以来稳步发展，响应监管暂停生产销售.....	19
3、Blu：最早创立、多次被并购，与免税公司合作在机场推广新品.....	19
五、风险提示.....	20

# 图表目录

图表 1	美国电子烟行业发展历程.....	6
图表 2	美国电子烟产业链.....	7
图表 3	美国电子烟上游芯片供应商介绍.....	7
图表 4	美国电子烟上游烟油供应商介绍.....	8
图表 5	2019 年电子雾化烟市场销售额分布（%）.....	9
图表 6	美国电子雾化烟市场规模及增速（亿美元，%）.....	9
图表 7	美国电子雾化烟烟民人均消费额及增速（美元，%）.....	9
图表 8	2016 年美国电子烟行业 CR4 为 77.6%.....	10
图表 9	2018 年美国电子烟行业 CR4 约为 94%.....	10
图表 10	美国部分地区电子烟征税标准.....	11
图表 11	监管机构对电子烟最低购买年龄限制.....	11
图表 12	电子烟购买网站验证年龄.....	11
图表 13	美国电子烟税收情况及未来发展空间.....	12
图表 14	FDA 对电子烟监管规则历史进程.....	13
图表 15	JUUL 发展历程.....	14
图表 16	JUUL 产品示例图.....	15
图表 17	JUUL 产品套装.....	15
图表 18	JUUL 产品构造说明.....	15
图表 19	JUUL 智能电子烟.....	15
图表 20	JUUL 社区精选故事.....	16
图表 21	JUULpods 营销服务.....	16
图表 22	JUUL 对购买者年龄的限制.....	17
图表 23	Vuse 发展历程.....	18
图表 24	Vuse 品牌产品矩阵.....	18
图表 25	MarkTen 发展历程.....	19
图表 26	Blu 发展历程.....	20
图表 27	Blu 品牌产品矩阵.....	20



在《电子烟行业系列报告一：行业大势浩浩汤汤，新型烟草乘势而起》中，我们深度剖析电子烟产品及产业链，并在分析世界主要国家市场与监管情况的基础上，解析国内相关电子烟产业链的投资机会。我们认为，随着国内技术不断成熟，监管逐渐完善，电子烟行业将进入平稳快速增长期，相关企业有望受益。

在《电子烟行业系列报告二：溯既往看全球烟草体系，展前路析新型烟草未来》中，我们立足全球宏观视野，进一步分析新型烟草在不同地域的发展情况，以及各国对传统卷烟、电子雾化烟以及 HNB 产品的监管模式和历程，进而分析目前全球烟草四大巨头企业对新型烟草发展和对烟草行业的引领作用。我们认为，全球新型烟草市场发展强劲，国内市场潜力较大，各国政策趋于完善规范，头部企业布局积极，国内可充分参考国际情况，做足准备，护航国内新型烟草行业稳步发展。

在《电子烟行业系列报告三：详解中国烟草体系，国内烟草市场面面观》中，我们首先从烟草专卖体系的视角对烟草行业发展情况进行了深入分析；然后对烟草税收进行了解析；最后对我国控烟政策及行业监管进行了梳理。我们认为，随着国内烟草行业推动产品结构优化，重视新型烟草开发，同时市场监管和税收体系不断完善，新型烟草市场有望稳定良性发展，国内相关企业料将受益。

在《电子烟行业深度报告系列四：解码全球产业链，上中下游觅良机》中，我们再次立足全球视野，深入分析全球电子雾化烟和 HNB 产品的上中下游产业链，通过对产业链各环节的深入分析，挖掘国内企业投资机会。我们认为，上中下游较高技术壁垒环节中的企业和已形成一定优势的企业有望受益。

在《电子烟行业深度报告系列五：中国电子烟监管体系日趋完善，全产业链成企业布局新重点》中，我们对中国电子烟发展历史、竞争格局现状分析基础上，对我国电子烟监管体系进行详细梳理；最后对我国电子烟代工产业链及发展前景进行论述。我们认为中国目前已经形成成熟电子烟代工产业体系，随监管体系逐渐完善，全产业链或成企业战略布局新重点，产品、技术与渠道为企业长期发展核心。

本篇报告主要对美国电子烟市场发展历史概况、市场规模、竞争格局以及监管体系进行梳理分析，最后对龙头企业 JUUL 发展历史进行论述，分析其后军突起迅速成为领头羊背后的原因。我们认为美国电子烟监管体系进一步严苛背景下，在高合规成本压力下小型零售商生存将更加困难，龙头企业有望持续占优。

## 一、行业概况：美国电子烟行业已进入存量竞争期，产业链完整，监管严苛

美国电子烟行业经历了行业萌芽期（2006-2010）、高速成长期（2010-2016）与存量竞争期（2016 至今）三个阶段。2016 年 8 月，FDA 颁布的《烟草制品的管控法案》于 2016 年 8 月 8 日生效，要求新型烟草制品通过 PMTA 后方可上市合法销售，同时加强防止青少年使用电子烟的监管，2020 年 2 月监管收紧使得行业合规成本大幅提升，行业进入存量竞争期。美国电子烟行业上游产业链完整，中游高度集中，下游监管严苛。其中上游烟油产业链相对独立且完整，锂电池监管严格。中游市场集中度高，2018 年 CR4 市占率高达 94%。下游 FDA 监管严苛，在高合规成本压力下小型零售商生存难。

### （一）美国电子烟行业已进入存量竞争期

美国电子烟行业经历了三个发展阶段。1) 行业萌芽期：2006 年电子烟初次进入美国市场，2008 年 9 月，WHO 宣布不认为电子烟是最有效戒烟辅助手段，美国电子烟监管政策随即开始收紧，2009 年 3 月 FDA 将电子烟作为医疗器械监管，禁止进口，行业发展受阻，市场规模增长缓慢。2009 年 4 月，Smoking Everywhere 公司向联邦法院提起诉讼，认为电子烟属于烟草，FDA 无权管辖。2) 高速成长期：2010 年底，联邦地方法院和华盛顿上诉法院裁定 FDA 败诉，规定 FDA 只能将电子烟作为烟草产品进行监管，次年，FDA 宣布将根据《食品药品和化妆品法案》对电子烟进行监管，监管开始放松，行业步入高速成长期。3) 存量竞争期：2016 年 8 月，FDA 颁布的《烟草制品的管控法案》于 2016 年 8 月 8 日生效，要求新型烟草制品通过 PMTA 后方可上市合法销售，同时加强防止青少年使用电子烟的监管，2020 年 2 月监管收紧使得行业合规成本大幅提升，行业进入存量竞争期。

图表 1 美国电子烟行业发展历程



资料来源：FDA，华创证券

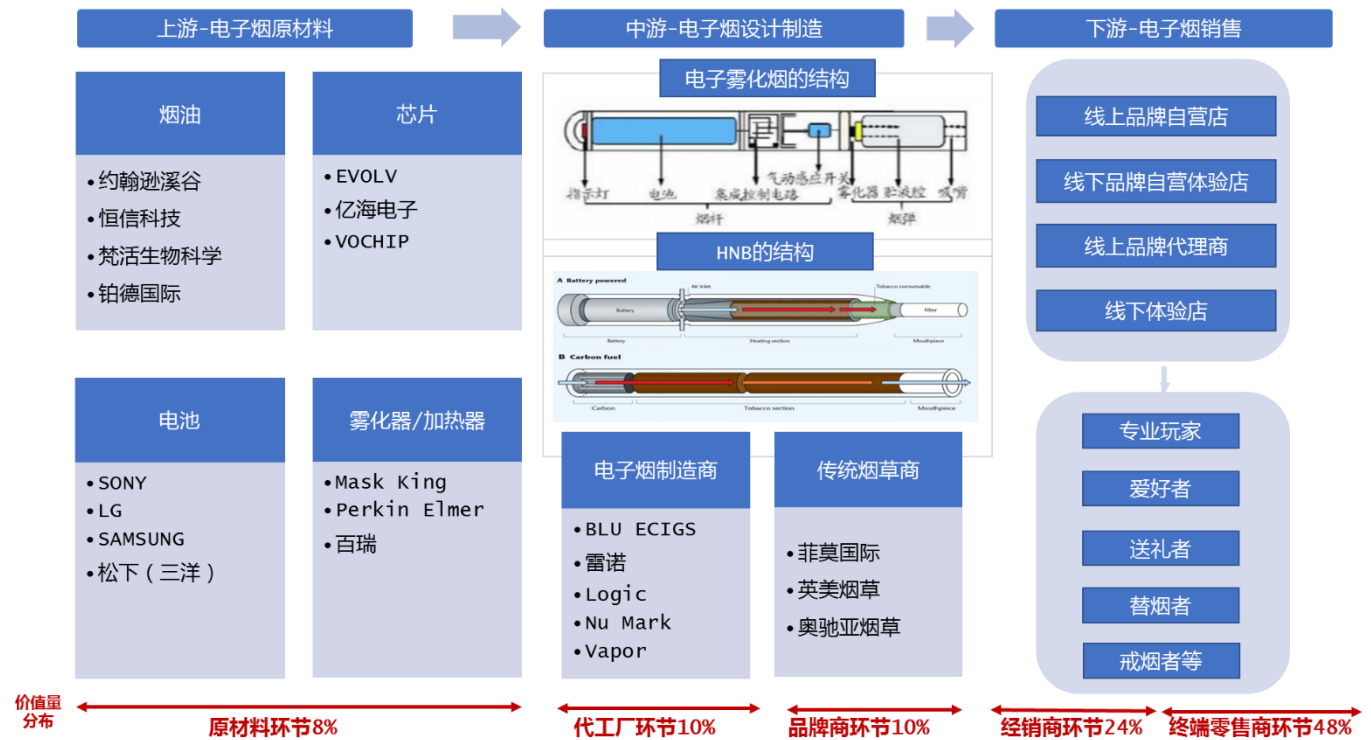
**加热不燃烧电子烟获批 MRTP，预计将迎来快速增长。**在美国电子烟行业监管不断加强的背景下，菲莫国际分别于2016年12月和2017年3月提交了IQOS产品MRTP和PMTA的申请，并于2019年4月通过了PMTA，IQOS获得在美国市场作为烟草制品销售的资格；又于2020年7月通过了MRTP审核，成为第一个在美国上市并可以作为减害烟草制品销售的加热不燃烧电子烟产品。预计IQOS将对美国电子烟市场产品结构造成较大冲击，推动美国电子烟市场增长。

## （二）上游产业链完整，中游高度集中，下游监管严苛

电子烟行业产业链包括上游供应商，中游设计制造商以及下游销售商。具体来讲，上游原料供应商一般包括电池供应商（电池、电芯，控制电路），雾化器供应商（塑料、玻璃、五金，发热电阻）以及烟油供应商；中游设计制造商则可划分为专业的电子烟制造企业和国际烟草公司的制造部门；下游销售商则主要负责将生产完成的电子烟产品通过经销商与代理商输送至零售商（便利店、KTV、酒吧，超市等场所），最终至消费者。

**美国电子烟行业上游产业链完整，中游高度集中，下游监管严苛。**  
**上游：烟油产业链相对独立且完整，锂电池监管严格。**美国烟油发展较早，认证完备，技术处于领先地位，配方复杂，口感浓厚，拥有很强的层次感。雾化器/加热器成衡量电子烟质量的关键部件，科技支撑下形成较高技术壁垒增厚盈利空间，有望利好龙头企业发展提升行业集中度。目前国际锂电池供应格局形成了日韩中三足鼎立的局面行业发展成熟，行业毛利不足30%，Sony、LG、SAMSUNG等为主要供应企业。  
**中游：市场集中度高，2018年CR4市占率高达94%。**据JUUL公司的消息，2018年Juul电子烟在美国的市场占有率超越Vuse成为最大的品牌，市占率达到72%。美国电子烟行业CR4从2016年的77.6%上升至2018年的94%，集中度快速提高。  
**下游：FDA监管严苛，在高合规成本压力下小型零售商生存难。**美国电子雾化烟和HNB都被视为烟草制品受FDA监管，上市销售需要申请通过PMTA，审查内容包括了减害认定、是否对年轻人有较大吸引力等诸多内容，成本高，耗时长。目前为止，通过PMTA的多为传统烟草公司或大型电子烟企业的旗下产品，高昂的申请成本和半年以上的申请时长都是小型企业所无法承受的，随着截止日期到来，市场格局预计将愈发向头部品牌集中，市场所存产品的品质会有明显提升，对销售渠道以及宣传的监管也将完善。

图表 2 美国电子烟产业链



资料来源：创亚咨询《2020-04 电子烟行业产业链现状分析》，华创证券

**电池：**目前电子烟用锂电池需求以内置聚合物锂电池为主，形状包括圆柱形和方形，18650 电池使用率最高，一般具有容量大、电流大、电压高、工作温度低的要求。市场上比较受消费者信赖的主要为 SONY、LG、SAMSUNG、松下（三洋）等传统品牌企业。

**芯片：**芯片是电子型主机盒子中的核心控制元件，实现电子烟的功率调节、模式切换、温度控制、电源管理等功能。芯片的好坏直接影响到电子烟产品体验的爆发性、稳定性、耐用性，甚至影响到雾化器的口感，行业中有专门的电子烟芯片厂商提供芯片设计的全套解决方案。

图表 3 美国电子烟上游芯片供应商介绍

公司名称	业务范围	企业简介
EVOLV	电子烟芯片	美国知名电子芯片公司，为走在行业创新的前言作为全球顶尖控制方案商之一。
亿海	电子烟芯片	亿海旗下主要有 SX120、SX330 和 SX350 系列控制芯片产品。其电子烟主机芯片以稳定、高效以及前沿的技术和创新功能为广大电子烟爱好者追捧。
VOCHIP	电子烟芯片	作为美国加州顶尖芯片原厂，其技术和方案都有独特性能。作为 BM 指定的芯片方案，其功能性状、温控模式表现的十分细腻。

资料来源：前瞻产业研究院《2020-2025 年中国新型烟草制品行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》，华创证券

**烟油：**烟油属于电子烟的消耗品，既不属于电子烟设备的零部件，也不属于原材料。烟油行业发展出相对独立的完整的产业链，包括上游香精香料、丙二醇等化工原料供应商，生产制造企业，下游贸易公司或经销商。



**图表 4 美国电子烟上游烟油供应商介绍**

烟油代表企业	介绍
恒信科技	恒信科技集团目前是全球最大的电子烟油生产出口商、成为全球最早实现电子烟系列产品研发、生产、销售、个、服务为一体的高新技术集团；拥有五大类合计超过 1000 种不同的烟油口味，其供销渠道遍布全球 80 个国家和地区，在许多国家，恒信烟油的市场占有率超过 80%。
约翰逊溪谷	美国的第一家烟油生产商，也是世界第二大烟油公司；nico pure 公司成立于 2009 年，总部位于顶坦帕，是一家领先的电子烟油和蒸发器上生产商，在美国和欧洲拥有业务，旗下拥有 Halo、evo、Triton 和 G6 等知名品牌，其中 Halo 是目前已知所有境外品牌中极少数采用浸泡工艺生产的烟油品牌之一。
梵活科技	自 2009 年成立以来已知关注于从事电子烟烟油的研究与生产，是全球最大的烟油代工厂，为世界多个知名烟油品牌提供优质的烟油产品，为客户提供从 OEM 设计源头到生产、检测、物流的全方位服务。烟油主要使用人工合成尼古丁，并在美国设厂。
铂德国际	是电子烟和烟液技术的引领者之一，在全美有超过 7000 个零售店，其产品均是由纯植物提取，经过数次精心调配，将多余杂质和味道过滤，保留了天然植物中的原始味道。其烟油保密配方来自美国宾夕法尼亚，美国总部调剂师调配。

资料来源：前瞻产业研究院《2020-2025 年中国新型烟草制品行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》，华创证券

**雾化器：**雾化器/加热器成衡量电子烟质量的关键部件，科技支撑下形成较高技术壁垒增厚盈利空间，有望利好龙头企业发展提升行业集中度。目前陶瓷材料成为雾化器加热部件的主流选择，陶瓷雾化芯克服了传统棉芯发热丝热量分布不均匀、烧焦味道难以避免等问题，具有口感丝滑无烧焦味、均匀加热不糊芯、蒸汽量增加尼古丁输送率提高等诸多优点，技术含量较高构筑壁垒。加热不燃烧烟草的加热技术主要分为电阻加热和电磁加热两种，其中电阻加热是主流产品类型，其供应链与电子雾化陶瓷芯基本一致。

## 二、市场规模：美国是全球最大的电子烟市场，市场集中度高

**市场规模方面，**美国是电子雾化烟销售额最高的市场，消费额接近世界电子雾化烟总消费额的一半。Euromonitor 数据显示，2019 年美国电子雾化烟市场规模达到 96.5 亿美元，占世界电子雾化烟总消费额的 47.77%，2011-2019 年的 CAGR 达到 76.25%。加热不燃烧电子烟进入美国市场相对较晚，2019 年在美销售额占美国新型烟草销售额的比例不到 0.1%。但美国政府态度相对开放，2019 年 FDA 授权菲莫国际在美国市场销售 IQOS，2020 年 7 月通过了 MRTP 审核，IQOS 成为第一个在美国上市的加热不燃烧电子烟产品，预计 IQOS 将对美国电子烟市场产品结构造成较大冲击，推动美国电子烟市场增长。**竞争格局方面，**2016 年后 Juul 快速发展，美国电子烟行业集中度不断提高，据 Statista 统计的 2020 年上半年数据，Juul 拥有 42% 的市场份额，美国电子烟行业 CR4 从 2016 年的 77.6% 上升至 2020 年上半年的 95%，集中度快速提高。

### （一）美国是全球最大的电子烟市场，2016 年后市场规模增长放缓

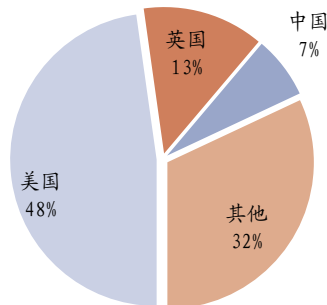
**美国是全球最大的电子烟市场，2016 年后市场规模增长放缓。**自 2011 年美国 FDA 禁止销售电子烟败诉，美国电子烟市场进入高速成长期，从 2011 年的 3.4 亿美元增长至 2016 年的 42.3 亿美元，5 年 CAGR 达到 65.84%，2016 年后受到监管逐渐收紧的影响，市场规模增速开始放缓，行业进入存量竞争时期。

**美国是电子雾化烟销售额最高的市场，消费额接近世界电子雾化烟总消费额的一半。**近年来新型烟草制品得到了快速发展，市场占比不断提升，其中电子雾化烟市场维持高增速，2019 年全球电子雾化烟销售额达到 202 亿美元，同比增长 28.43%，2010-2019 年 CAGR 达到 39.34%。美国作为烟草消费大国，新型烟草制品快速普及，占比不断提升，电子雾化烟率先问世并进入美国市场，其减害性和偏低上瘾性受到政府认可，政策的出台与相对扶持加速了电子雾化烟在美市场的渗透，消费人数逐年增加，叠加高市场认可度下持续增长的人均消费额，2019 年美国电子雾化烟市



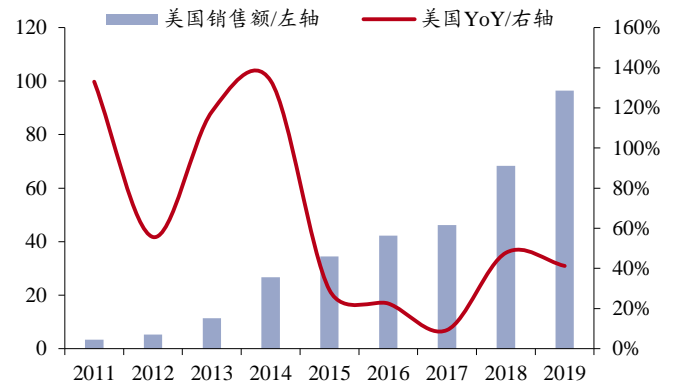
场规模达到 96.5 亿美元，占世界电子雾化烟总消费额的 47.77%，2011-2019 年的 CAGR 达到 76.25%。

图表 5 2019 年电子雾化烟市场销售额分布 (%)



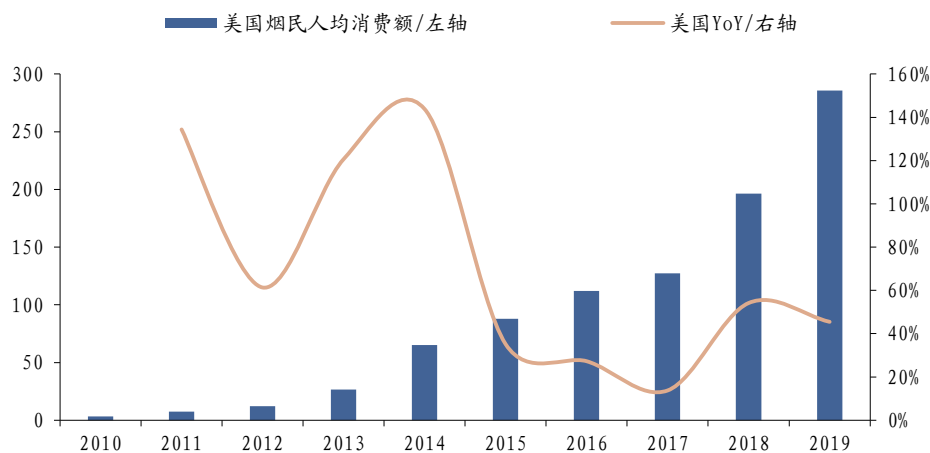
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 6 美国电子雾化烟市场规模及增速 (亿美元, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 7 美国电子雾化烟烟民人均消费额及增速 (美元, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

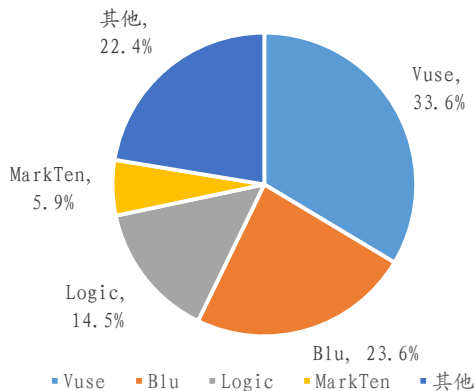
加热不燃烧电子烟在美国尚处于起步阶段，预计将迎来快速增长。作为新型烟草产品的另一主力，加热不燃烧电子烟进入美国市场相对较晚，2019 年在美销售额占美国新型烟草销售额的比例不到 0.1%。但美国政府态度相对开放，2019 年 FDA 授权菲莫国际在美国市场销售 IQOS，2020 年 7 月通过了 MRTP 审核，IQOS 成为第一个在美国上市的加热不燃烧电子烟产品，预计 IQOS 将对美国电子烟市场产品结构造成较大冲击，推动美国电子烟市场增长。

美国电子烟行业渗透率低，未来增长空间广阔。2019 年美国烟草市场规模为 1265.56 亿美元，电子烟市场规模为 96.6 亿美元，仅占 7.63%，渗透率尚有较大的增长空间，加之传统烟草发展受阻，美国电子烟行业未来发展空间广阔。

## (二) 美国电子烟市场集中度不断提升，头部品牌 Juul 等实力凸显

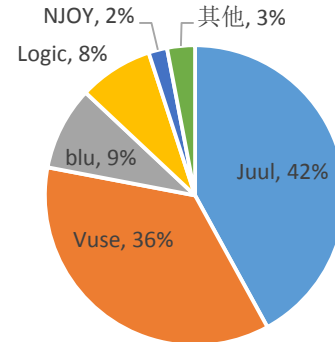
2016 年后 Juul 快速发展，美国电子烟行业集中度不断提高。2016 年美国电子烟市场以雷诺美国公司的 Vuse (33.6%)、帝国品牌公司的 Blu (23.6%)、日烟国际的 Logic (14.5%)、菲莫美国的 MarkTen (5.9%) 为主要品牌。从 Statista 统计的 2020 年上半年数据来看，Juul 拥有 42% 的市场份额，英美烟草旗下电子烟 Vuse 拥有 36% 的市场份额，排名第二，其次是 blu (9%) 和 Logic (8%)，CR4 达到 95%。

图表 8 2016 年美国电子烟行业 CR4 为 77.6%



资料来源：国家烟草专卖局烟草经济研究所《2018 年世界烟草发展报告》，华创证券

图表 9 2020 年 1-6 月美国电子烟行业 CR4 约为 95%



资料来源：statista，华创证券

美国电子烟市场呈现高度集中化趋势，头部品牌实力优势明显，行业格局相对稳定。2018 年起 FDA 对电子烟管控趋严，如限制调味电子烟、对网上渠道提出监管、额外征收消费使用费、提前市场准入授权申请日期等。美国行业规范步伐明显加快，政策趋严完善加速行业整顿和洗牌，提高中小企业准入门槛，在此环境下头部品牌 Juul 等实力优势明显。

### 三、监管体系：美国电子烟行业监管体系不断加强，为其他国家提供示范

美国电子烟监管体系从无到有，近几年显著加强，特别是发现青少年电子烟使用率飙升后。美国对电子烟的主要监管机构为美国食品药品监督管理局（FDA），主要监管方式有：税收、年龄限制、PMTA（全称 Premarket Tobacco Application，即烟草上市前申请）3 方面。FDA2016 年发布《判定规则》要求 2016 年之后上市的产品须通过 PMTA 后方可合法上市销售，2007-2016 年上市的新型烟草制品应于 2022 年 8 月 8 日前提交 PMTA 上市申请，在此期间仍可上市流通；2020 年又将申请截止时间提前至 2020 年 9 月 9 日，并且于 2 月 6 日开始对调味型电子烟产品（不包括烟草味、薄荷味）提前执行行动，监管不断收紧，行业规范步伐明显加快，对其他国家的电子烟行业监管形成示范效应。

#### （一）美国电子烟监管方式分税收、年龄限制、PMTA 三方面

美国电子烟监管体系从无到有，近几年显著加强，特别是发现青少年电子烟使用率飙升后。美国对电子烟的主要监管机构为美国食品药品监督管理局（FDA），主要监管方式有：税收、年龄限制、PMTA（全称 Premarket Tobacco Application，即烟草上市前申请）3 方面。

各个州或市对电子烟计税方法及起始时间各不相同，2019 年开始收税的州大幅增加。营业税通常按所购买产品零售价的百分比评估，在许多其他国家/地区，消费者支付的增值税与营业税的工作方式相同。消费税有两种基本类型：一是电子液体零售税—对电子液体进行评估，由于通常以毫升为单位进行评估，因此这种电子果汁税对瓶装电子液体卖家的影响要大于对含有少量电子液体的成品零售商的影响，是一种从量税；二是批发税—这种电子烟税表面上是由批发商（分销商）或零售商向国家支付的，但成本始终以较高价格的形式转嫁给消费者，此类税款是根据从批发商处购买时向零售商收取的产品成本估算的，是一种从价税。

图表 10 美国部分地区电子烟征税标准

序号	州/市/县	生效时间	计税方法	税基	税率	备注
1	Minnesota	2011	从价	批发价	95%	曾更改税率
2	California	2017.04.01	从价	批发价	62.78%	曾更改税率
3	Delaware	2018.01.01	从量	液体容量	每毫升 \$0.05	
4	Illinois	2019.07.01	从价	批发价	15%	
5	Nevada	2019.06.12	从价	批发价	30%	
6	New York	2019.12.01	从价	零售价	20%	
7	Vermont	2019.07.01	从价	批发价	92%	
8	Wisconsin	2019.10	从量	液体容量	每毫升 \$0.05	
9	New Mexico	2019.07.01	从价	批发价	12.5%	混合计税
			封闭烟弹系统 从量	烟弹个数	每个\$0.50	

资料来源: Vaper Products Tax, 华创证券

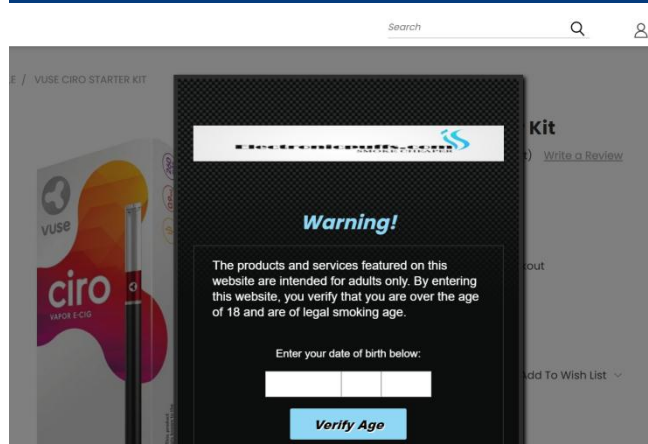
监管机构和立法者采用了各种策略来使青少年远离雾化产品，目前为止最常见的方法是**限制购买雾化产品的年龄**。美国食品药品监督管理局 2016 年《推定规则》的一部分是联邦禁止向 18 岁以下的人销售蒸气产品。面对烟草控制组织和有关父母的压力，国会于 2019 年通过了联邦第 21 号烟草法。这项新措施包括在年底的联邦拨款法案中，由特朗普总统于 12 月 20 日签署成为法律并立即生效，该法案在《食品、药品和化妆品法》上增加了一行，指出“任何零售商向未满 21 岁的任何人出售烟草产品都是违法的。”它要求每个州都必须证明年龄限制正在执行中。

图表 11 监管机构对电子烟最低购买年龄限制



资料来源: VAPING360

图表 12 电子烟购买网站验证年龄



资料来源: Vuse 官网

PMTA 作为电子烟行业新设立的准入门槛，是美国电子烟监管的重要组成部分。2019 年 6 月，美国食品药品监督管理局(FDA)正式发布了电子尼古丁传输系统 (ENDS) 的 PMTA (上市前烟草产品应用) 所对应的指导性文件，该文件为新烟草产品应用的制造商提供了进入美国市场销售的明确渠道。根据该指导性文件，ENDS 制造商或进口商必

须向 FDA 证明新烟草产品的营销将适合保护公共卫生。这项法定标准要求 FDA 考虑整个人群的风险和利益，包括烟草制品的使用者和非使用者。该机构的评估包括审查烟草产品的组成、成分、添加剂、成分和健康风险（Harmful and Potentially Harmful Constituents-HPHC），以及产品的制造、包装和标签。

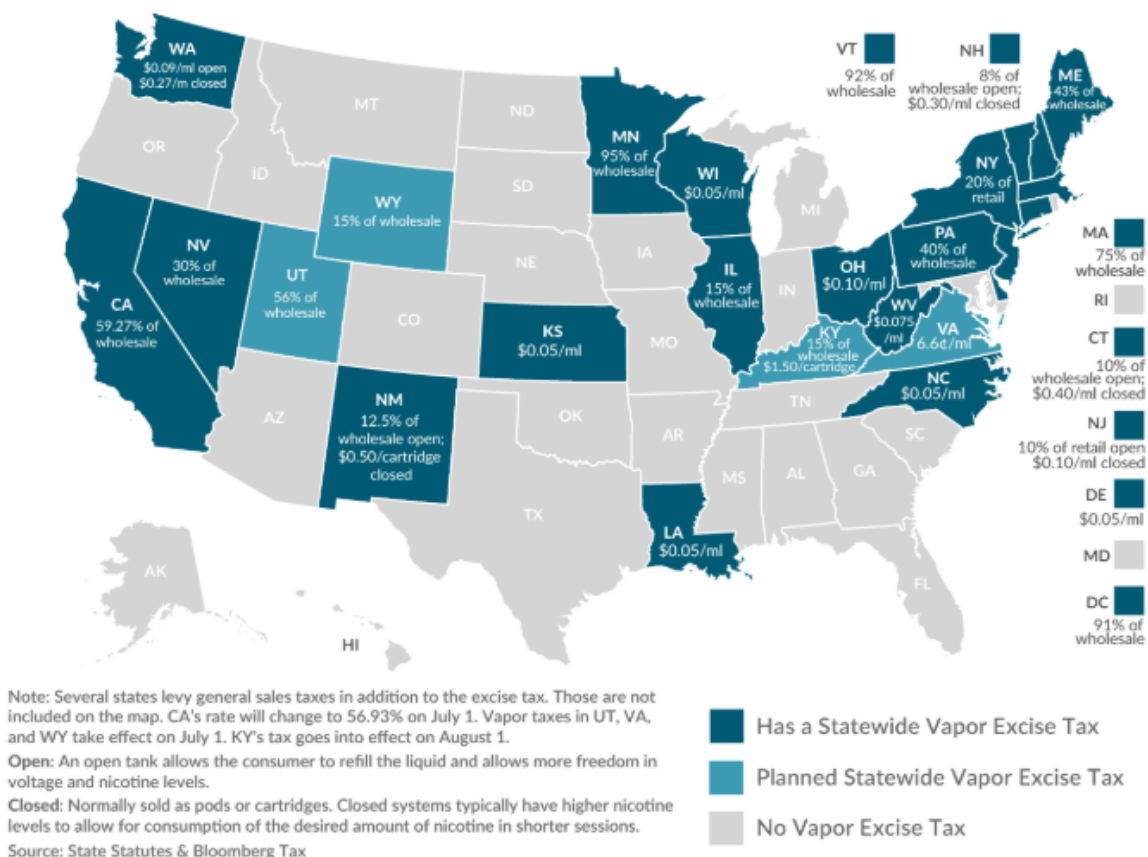
## （二）美国电子烟监管不断加强，为其他国家提供示范

美国电子烟监管体系历史较短，青少年接触电子烟的流行趋势是推动监管体系完善的重要原因。电子烟发展初期是美国电子烟监管的空窗期，在这一阶段，JUUL 电子烟迅速崛起并在青少年群体中流行。2016 年，美国食品药品监督管理局《推定规则》的一部分是联邦禁止向 18 岁以下的人销售蒸气产品。2019 年，面对烟草控制组织和有关父母的压力，国会于通过了联邦第 21 号烟草法，这项新措施包括在年底的联邦拨款法案中，由总统特朗普于 12 月 20 日签署成为法律并立即生效，指出任何零售商向未满 21 岁的任何人出售烟草产品都是违法的。2019 年 6 月，美国食品药品监督管理局(FDA)正式发布了电子烟尼古丁传输系统（ENDS）的 PMTA（上市前烟草产品应用）所对应的指导性文件，该文件为新烟草产品应用的制造商提供了进入美国市场销售的明确渠道。根据该指导性文件，ENDS 制造商或进口商必须向 FDA 证明新烟草产品的营销将适合保护公共卫生。

图表 13 美国电子烟税收情况及未来发展空间

### How High are Vapor Taxes in Your State?

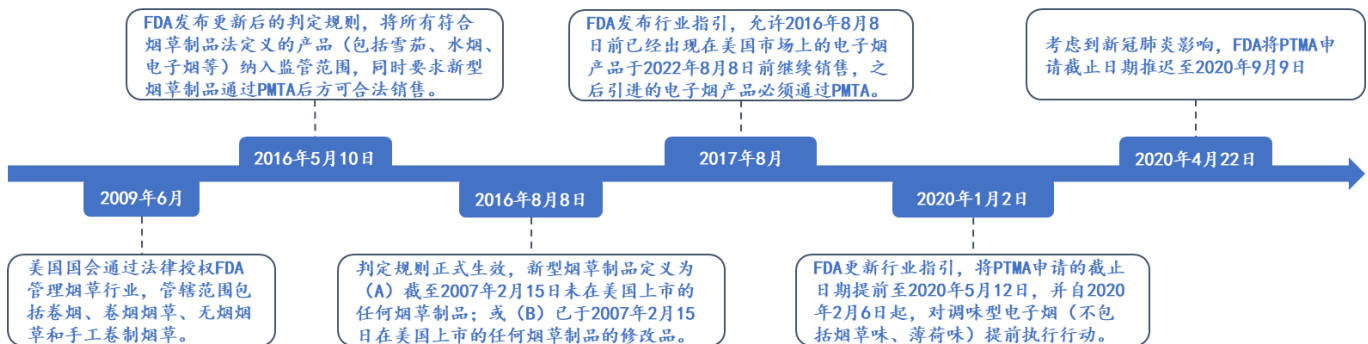
State Vapor Excise Tax Rates, as of June 2020





在此期间仍可上市流通；2020 年又将申请截止时间提前至 2020 年 9 月 9 日，并且于 2 月 6 日开始对调味型电子烟产品（不包括烟草味、薄荷味）提前执行行动，监管不断收紧，行业规范步伐明显加快，对其他国家的电子烟行业监管形成示范效应。

图表 14 FDA 对电子烟监管规则历史进程



资料来源：FDA，华创证券

#### 四、主要品牌：美国电子烟品牌集中度高，JUUL 龙头地位稳固

美国电子烟市场前五大品牌均在近 15 年内产生，发展历史短但增长快速，其中 JUUL 产生于 2015 年并凭借产品技术、社群营销、价格优惠等多种形式取的迅速发展，2018 年 Juul 电子烟在美国的市场占有率超越 Vuse 成为最大的品牌，2020H1 市占率达到 42%；而英美烟草旗下的 Vuse、奥驰亚旗下的 MarkTen、帝国烟草旗下的 Blu 发展不一，Vuse2012 年成立以来稳步成长，成为英美烟草的电子烟品牌代表之一；MarkTen 品牌产生于 2013 年，于 2018 年响应监管暂停生产销售；Blu 电子烟自 2009 年创立以来多次被并购，曾是美国电子烟龙头品牌，后来被超越；2020H1 年 Vuse 和 Blu 市占率分别为 36%和 9%。

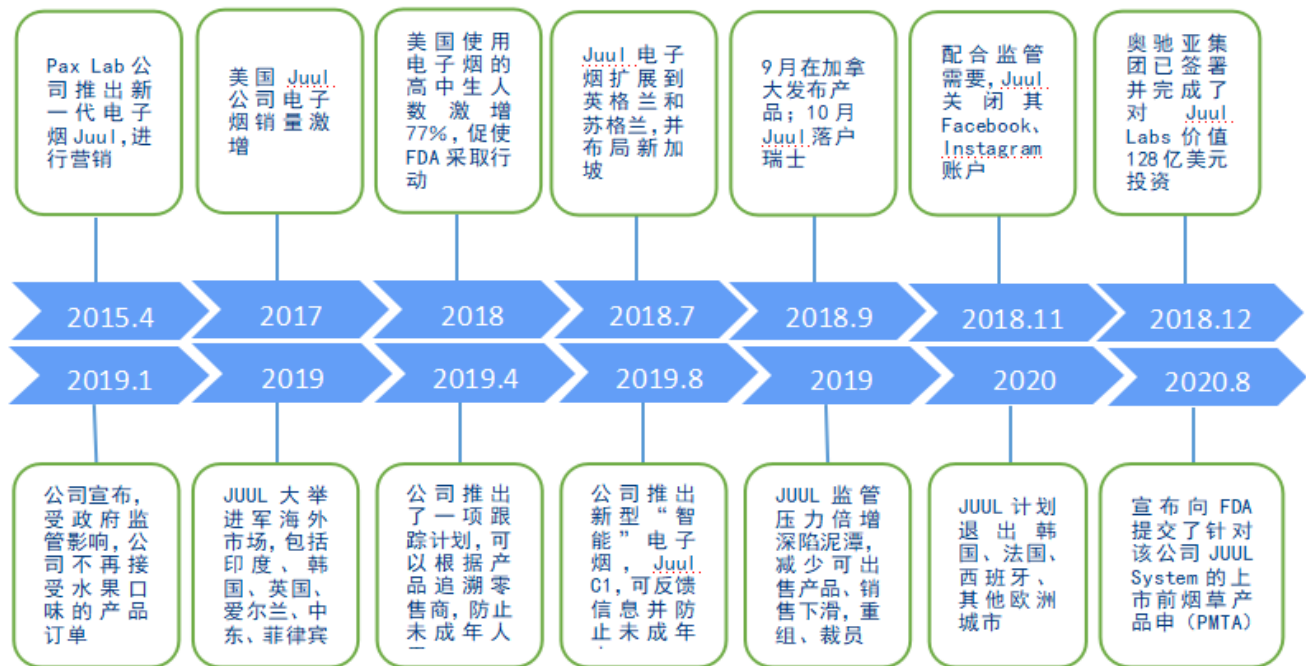
##### （一）JUUL：迅速成长为龙头的年轻品牌

##### 1、JUUL 发展历程：后军突起成领头羊，快速成长同时深受监管压力

**后军突起迅速成领头羊。**2015 年 4 月，Pax Lab 公司推出新一代电子烟 Juul，并在一些社交媒体和 YouTube 上营销，内容包括年轻人的图片；2017 年，美国 Juul 公司电子烟销量激增；2018 年，美国使用电子烟的高中生人数激增 77%，FDA 要求 5 家制造商在 60 天内提交减少青少年使用其产品的计划；2018 年 7-10 月，Juul 电子烟扩向多国扩展；11 月，配合监管需要，Juul 关闭其 Facebook 和 Instagram 账户，并将其 Twitter 账户仅限于“非促销交流”；12 月，奥驰亚集团已签署并完成了对美国蒸汽产品领导者 Juul Labs 价值 128 亿美元投资；2019 年 1 月，Juul Labs 公司宣布，受政府监管的影响，公司今后将不再接受来自销售商水果口味的产品订单；2019 年，JUUL 大举进军海外市场，包括印度、韩国、向英国扩展、进军爱尔兰、中东地区、菲律宾；2019 年 4 月，Juul Labs 公司推出了一项跟踪计划，允许监护人或当局使用每种产品上的唯一标识，报告从未成年人处没收的产品 Juul。然后，该公司可以追溯该设备到特定零售店；2019 年 8 月，推出新型智能电子烟 Juul C1，可连接到安卓应用程序，从而让所有者了解所吸口数、锁定设备、追踪吸烟时间地点，同时防止未成年人使用。

2019 年，JUUL 监管压力倍增深陷泥潭。在中国德国的销售被停止，整体销售放缓；应监管要求停售加香香烟；估值大幅缩水，重组，宣布裁员等；2020 年，JUUL 计划退出韩国、法国、西班牙、其他欧洲城市。2020 年 8 月，Juul Labs 宣布向美国食品药品监督管理局（FDA）提交了针对该公司的 JUUL System 的上市前烟草产品申请（PMTA）。

图表 15 JUUL 发展历程



资料来源: 烟草在线, 华创证券

## 2、致力于成年吸烟者的用户体验, JUUL 产品简洁易用

JUUL 在设计时就考虑了成年吸烟者, 从形式到技术再到风味, JUUL 易于使用。JUUL 轻便小巧, 套装主要由烟弹 (即 JUULpods)、JUUL 设备主机、充电基座 3 部分组成。JUUL 设备是一种可调节温度的蒸发器, 使用 JUULpods 填充了专有的电子液体配方, 主机即雾化杆共有石灰岩、光亮黑、金色、蓝色、红色、银色 6 种, 此外, 还有便携式充电盒可供购买, 保护设备、方便携带。为控制尼古丁摄入量, 每个客户每月限制 15 包 JUULpod 包装, 限额将于每月的 1 号重置。

该公司研发了专利的尼古丁盐技术, 让外观上像一只小小 U 盘体积的 Juul 也能提供足够的尼古丁, 让烟民解瘾, 口感也顺滑。该配方结合了尼古丁, 苯甲酸, 丙二醇, 甘油和香, 这些品质是 JUUL 独有的, 可让用户体验摆脱烟灰和异味的自由。通过适应类似香烟的尼古丁含量, JUUL 可以满足那些希望戒烟的成年吸烟者的标准。烟弹为一次性即插式, 没有凌乱的笔芯-只需将 JUULpod 卡入设备和粉扑的顶部即可, 烟弹有 5.0% 和 3.0% 的尼古丁浓度可以选择, 并有 8 种口味可以选择。

图表 16 JUUL 产品示例图



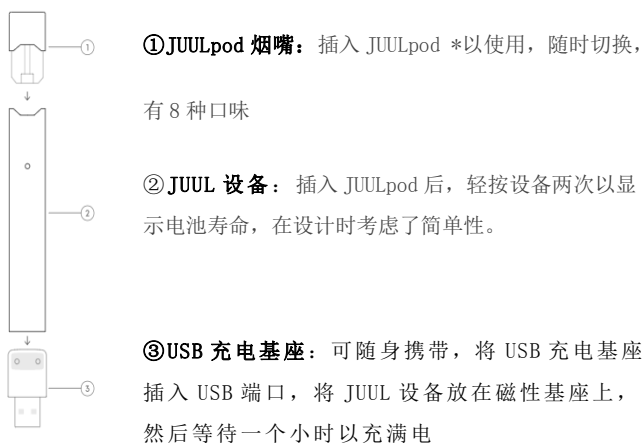
资料来源: JUUL 官网

图表 17 JUUL 产品套装



资料来源: JUUL 官网

图表 18 JUUL 产品构造说明



资料来源: JUUL 官网

图表 19 JUUL 智能电子烟



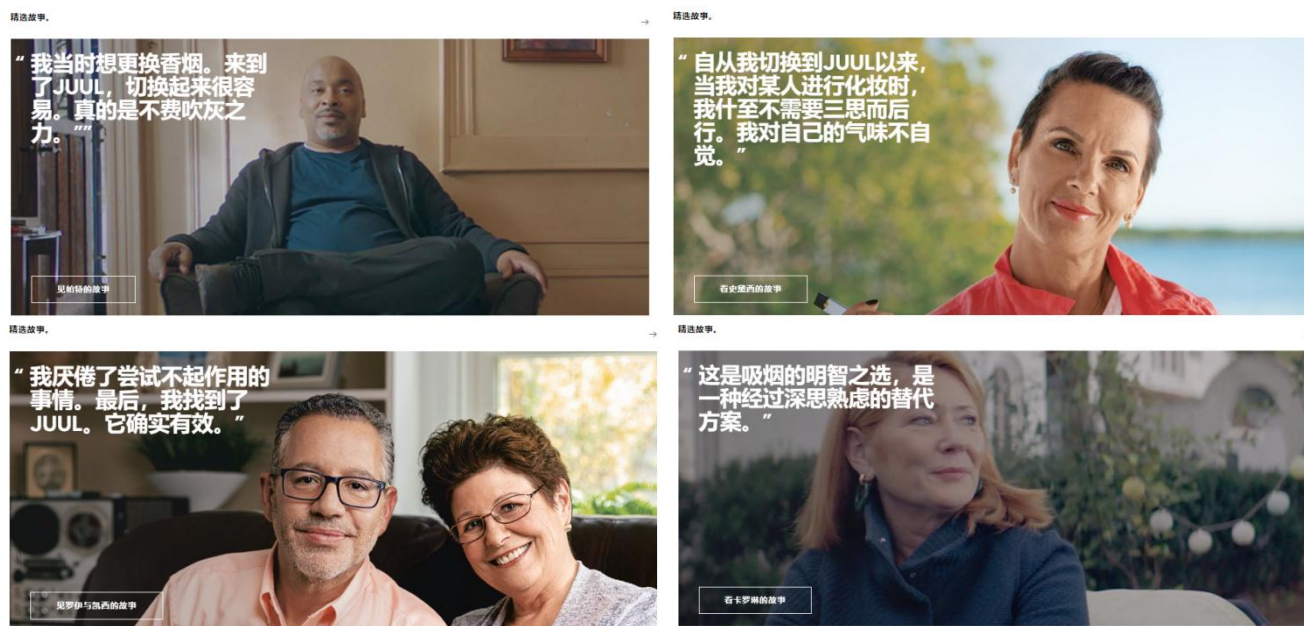
资料来源: JUUL 官网

### 3、社区&定价营销, 优质服务提升客户粘性

**JUUL 建立社区供成年吸烟者交流, 并运用定价和优质服务吸引客户。** JUUL 建立了社区, 吸引 100 万成年吸烟者汇聚其中, 相互分享自己的故事, 交流产品使用体验、共同戒除香烟。营销与服务方面, JUUL 宣称将其产品添加到购物车, 订单满\$ 34 即可享受免费送货; 且从原始购买者零售购买之日起, JUUL 设备享有一年有限保修; 除此之外, 购买烟弹时两只售价\$9.99 四只售价\$15.99, 另外加入每月订阅服务可自动执行订单, 享受免费送货、Juulpods 4 件装 15% 的折扣、自定义订单、随时取消, 为用户节省更多时间和精力。



图表 20 JUUL 社区精选故事



资料来源：JUUL 官网，华创证券

图表 21 JUULpods 营销服务



资料来源：JUUL 官网，华创证券

#### 4、积极配合监管要求，多举措降低产品对未成年人吸引力

响应 FDA 要求，为减少未成年人使用其产品，JUUL 限制接触途径、降低其产品对未成年人的吸引力。一方面，Juul Labs 在其电子商务平台上利用先进的系统和多步技术，以确保消费者年龄在 21 岁或以上，并限制了可以购买的产品数量。JUUL 通过“Mystery Shop”计划进行合规性检查，以评估零售商是否符合联邦年龄验证要求以及其对产品数量购买限制的内部政策限制。JUUL 会对未通过此计划的合规性检查的零售商采取适当的措施，包括对潜在的产品销售禁令。在 2019 年，JUUL 宣布了 Track + Trace 系统在美国的全国推广，这使其能够确定在何处没收并报告了 JUUL 设备的销售情况。另一方面，JUUL 中止了除烟草和薄荷醇以外的所有风味 JUUL 产品的销售和分销，在营销上避免吸引年轻人，不使用卡通，漫画或其他旨在吸引未成年人的设计、不参与社交媒体促销或广告、不设计吸引未成年



人的图像。

图表 22 JUUL 对购买者年龄的限制



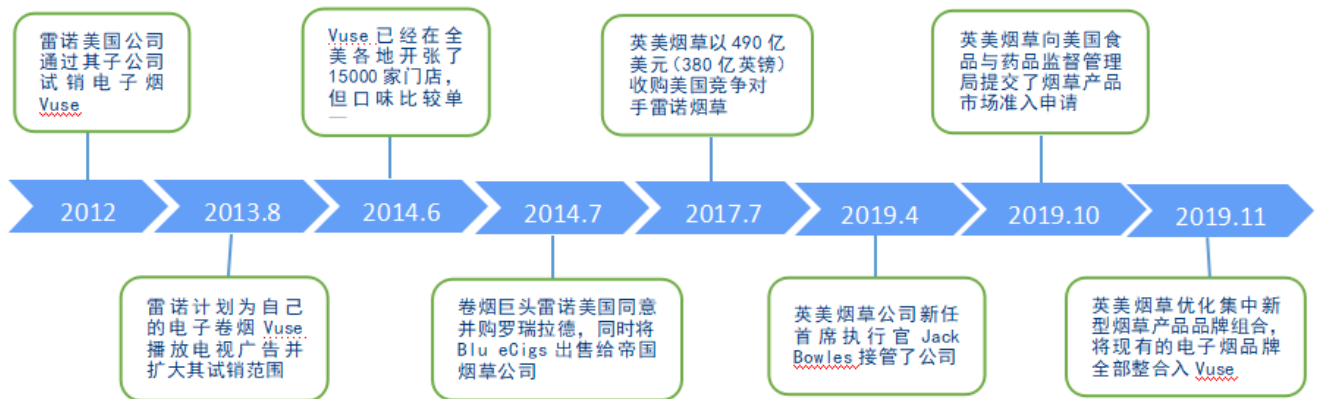
资料来源：JUUL 官网

## （二）其他主要品牌发展不一

### 1、Vuse：成立以来稳步成长，成为英美烟草的电子烟品牌代表之一

**Vuse 稳步扩张，2020 将被打造为英美烟草面向世界的统一电子烟品牌。**2012 年，美国第二大卷烟生产商雷诺美国公司，通过其子公司试销电子烟 Vuse；2013 年 8 月起，雷诺计划为自己的电子卷烟 Vuse 播放电视广告并扩大其试销范围；2014 年 6 月，Vuse 已经在全美各地开张了 15000 家门店，但口味比较单一，包括薄荷醇味和卷烟原味两种；2014 年 7 月，卷烟巨头雷诺美国同意并购罗瑞拉德，同时将 Blu eCigs 出售给帝国烟草公司，雷诺公司和罗瑞拉德公司将大力发展雷诺旗下的 Vuse；2016 年 10 月，英美烟草以 470 亿美元的高价向雷诺美国发出收购要约，雷诺拒绝了并要求对方就收购方案提出更高收购价格；2017 年 7 月，以 490 亿美元（380 亿英镑）收购美国竞争对手雷诺烟草（Reynolds American）；2019 年 4 月，英美烟草公司新任首席执行官 Jack Bowles 接管了公司；2019 年 10 月，英美烟草向美国食品与药品监督管理局提交了烟草产品市场准入申请，已向美国卫生监管机构提供了超过 15 万页的文件，以寻求一系列香料使用的市场许可；2019 年 11 月，英美烟草优化集中新型烟草产品品牌组合，将现有的电子烟品牌全部整合入 Vuse，品牌整合将分阶段进行，预计将于 2020 年年底完成。

图表 23 Vuse 发展历程



资料来源：烟草在线，华创证券

英美烟草计划将现有的 Vuse 和 Vype 两个电子烟品牌全部整合入 Vuse，预计将于 2020 年年底完成。Vuse 系列源于收购雷诺公司，包括 Vuse Alto、Vuse Solo 以及 Vuse Vibe 等产品；Vype 系列包括 Vype eStick Maxx、Vype ePen、Vype ePen 3、Vype iSwitch、Vype eTank Pro 2 和 VypePod。

图表 24 Vuse 品牌产品矩阵

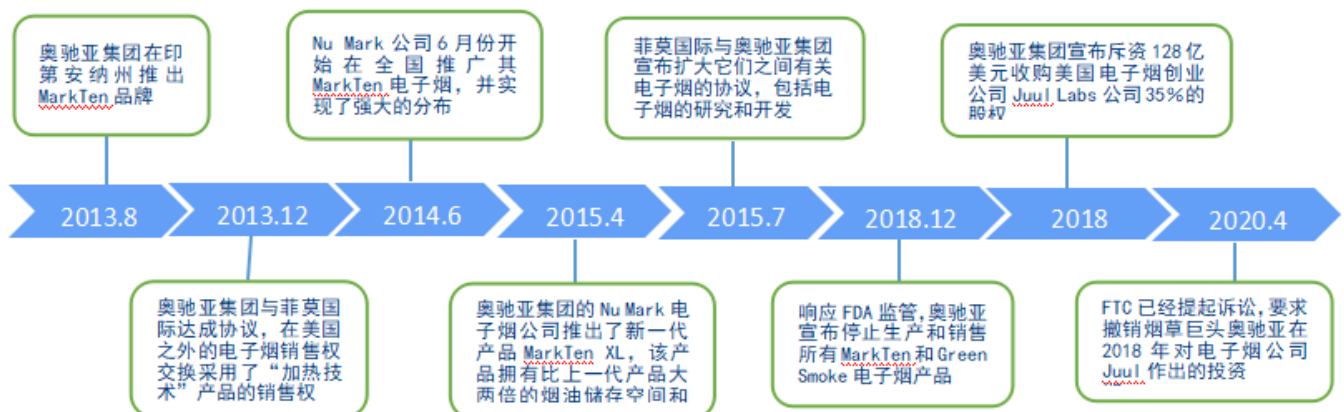


资料来源：英美烟草公司官网，华创证券

## 2、MarkTen: 成立以来稳步发展, 响应监管暂停生产销售

2013年8月, 奥驰亚集团称在印第安纳州推出 MarkTen 品牌; 2013年12月, 奥驰亚集团与菲莫国际达成协议, 特许菲莫国际在美国之外专销其子公司的电子烟产品, 作为回报, 菲莫国际允许奥驰亚集团在美国销售采用了其“加热技术”的产品; 2014年6月, 奥驰亚集团的子公司 Nu Mark 公司6月份开始在全国推广其 MarkTen 电子烟, 并实现了强大的分布; 2015年4月, 奥驰亚集团的 Nu Mark 电子烟公司推出了新一代产品 MarkTen XL, 该产品拥有比上一代产品大两倍的烟油储存空间和电池容量; 2015年7月, 菲莫国际与奥驰亚集团宣布扩大它们之间有关电子烟的协议, 包括电子烟的研究和开发, 将在产品的科学评估、与监管机构沟通和共享产品改进上合作; 2016年5月, 美国食品和药物管理局发布了关于创新无烟烟草和尼古丁产品的最终法规, 法规规定, 2007年2月15日后上市的所有电子烟及蒸汽类产品要接受更加严厉的监管, 即要证明电子烟类产品不危害公众的健康; 2017年11月, 奥驰亚集团投资美国最大的电子烟连锁零售商 Avail 公司; 2018年12月, 响应 FDA 监管, 奥驰亚宣布停止生产和销售所有 MarkTen 和 Green Smoke 电子烟产品, 以及含尼古丁的嚼烟 Verve; 2018年底, 奥驰亚集团宣布斥资 128 亿美元收购美国电子烟创业公司 Juul Labs 公司 35% 的股权; 2020年4月, 美国联邦贸易委员会 (FTC) 已经提起诉讼, 要求撤销烟草巨头奥驰亚在 2018 年对电子烟公司 Juul 作出的 128 亿美元投资事项。

图表 25 MarkTen 发展历程

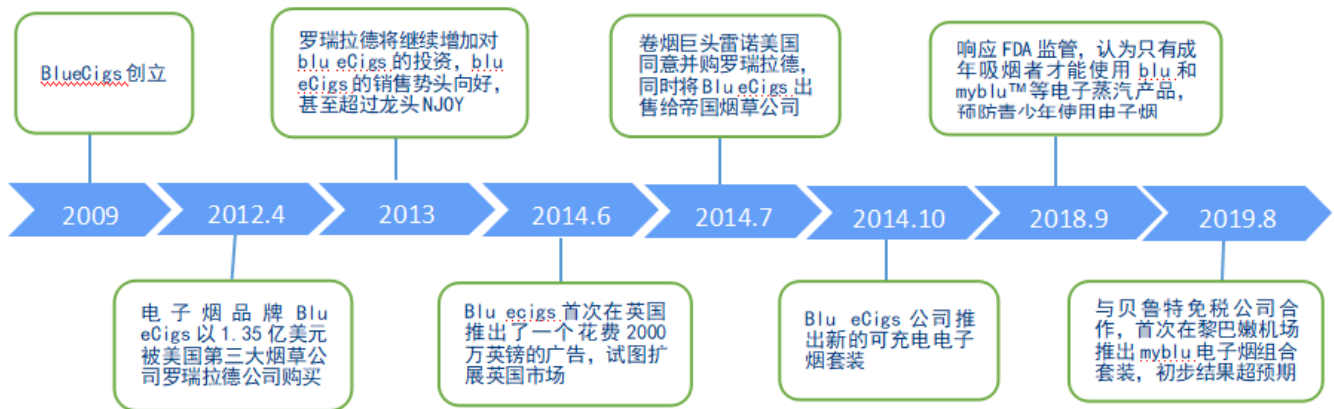


资料来源: 烟草在线, 华创证券

## 3、Blu: 最早创立、多次被并购, 与免税公司合作在机场推广新品

Blu 电子烟自 2009 年创立以来多次被并购, 曾是美国电子烟龙头品牌, 后来被超越。2009 年, Blu eCigs 创立; 2012 年 4 月, 电子烟品牌 Blu eCigs 以 1.35 亿美元被美国第三大烟草公司罗瑞拉德公司购买; 2013 年, 罗瑞拉德将继续增加对 blu eCigs 的投资, blu eCigs 的销售势头向好, 甚至超过龙头 NJOY; 2014 年 6 月, 电子烟品牌 Blu eCig 首次在英国推出了一个花费 2000 万英镑的广告; 2014 年 7 月, 卷烟巨头雷诺美国同意并购罗瑞拉德, 同时将 Blu eCigs 出售给帝国烟草公司, 雷诺公司和罗瑞拉德公司将大力发展雷诺旗下的 Vuse; 2014 年 10 月, blu eCigs 公司推出新的可充电电子烟套装, 帝国品牌子公司 Fontem Ventures 在法国、德国和俄罗斯三大市场推出了基于烟草棒的新型蒸汽烟装置 myblu; 2018 年 9 月, 帝国品牌子公司表示将与 FDA 合作, 坚信只有成年吸烟者才能使用 blu 和 myblu™ 等电子蒸汽产品, 预防青少年使用电子烟; 2018 年 11 月, Fontem Ventures 要求中国香港地区重新考虑电子烟禁令; 2019 年 8 月, 帝国品牌与贝鲁特免税公司合作, 首次在黎巴嫩机场推出 myblu 电子烟组合套装, 初步结果超预期, 并计划在未来 6 个月内向更多机场推出 myblu。

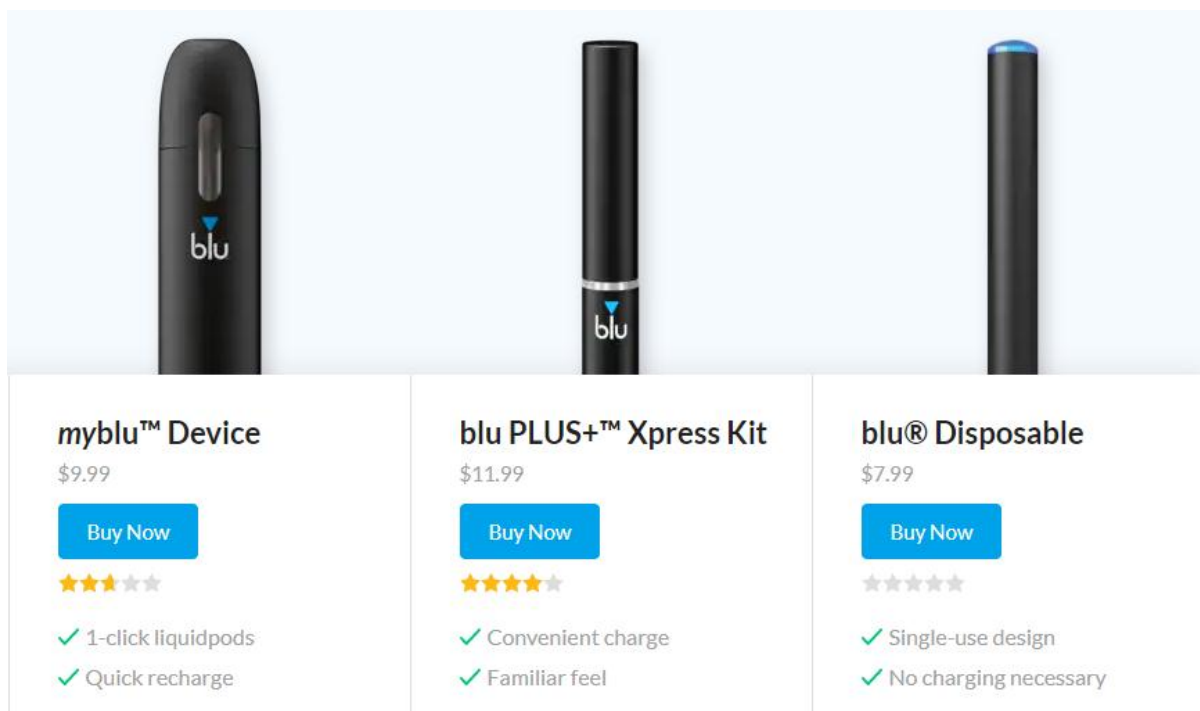
图表 26 Blu 发展历程



资料来源: 烟草在线, 华创证券

Blu 系列产品分为 3 款, 包括 blu PLUS +、my blu、blu® Disposable, 3 种产品均有不同口味可以选择, 其中 blu disposable 为一次性的电子烟, 方便刚开始接触电子烟的消费者进行选购, 不可以充电进行重复使用。

图表 27 Blu 品牌产品矩阵



资料来源: Blu 公司官网, 华创证券

## 五、风险提示

电子烟技术升级不及预期, 政策推进速度、消费者教育不及预期。



## 轻工纺服组团介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：田晨曦**

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500