

轻工制造

文娱用品与新型烟草板块年报&一季报总结
—坚守核心资产，静候政策东风
评级：增持（维持）

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	131
行业总市值(百万元)	768,938.4
行业流通市值(百万元)	569,827.9

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E		
晨光文具	52.5	0.88	1.15	1.31	1.63	59.7	45.7	40.1	32.2	2.88	买入
盈趣科技	52.59	1.78	2.12	2.3	2.96	29.5	24.8	22.9	17.8	2.69	买入

备注

投资要点
■ 文娱板块：万亿市场，龙头温床

文娱板块：行业层面看，文具市场日趋成熟，份额向行业龙头不断集中。考虑 B 端业务，行业有万亿级潜在市场。疫情催化加速行业洗牌，龙头企业有望在行业发展大潮中最大程度实现红利兑现。**公司层面看**，晨光文具对标同业企业具备明显的竞争优势，盈利能力及营运能力均显著高于竞争对手。2019 年公司营收增长达到了 30.5%，连续三年超过 30%，2020Q1 业绩疫情下承压略有下滑，但长期成长逻辑不变。分产品看，公司研发设计能力行业领先，产品市场竞争力强，量价连年稳定提升。分业务看，公司传统业务增速稳健，新业务处于高速增长阶段，其中晨光科力普 2019 年实现营收 36.58 亿元，同比增长 41.45%，零售大店 2019 年全年实现营收 6.01 亿元，同比增长 96%，同时亏损显著减少，未来可期。渠道上看，公司高级样板店及加盟店占比不断提升，2019 年全年公司加盟管理费同比增长 68.41%，体现经销商升级意愿，单店升级助力市占率持续提升。

■ 新型烟草：高速增长，静候东风

新型烟草：我们认为，从中长期视角看新型烟草行业的成长性可以被赋予较高的期许。全球范围内 2011 年电子烟用户人数不足 700 万，至 2018 年用户突破 4000 万，欧睿预计 2021 年用户人数将达到 5500 万人，占烟民总数比重接近 5%。发达国家新型烟草行业较为成熟，美国和英联邦国家市场以烟油式电子烟为主。加热不燃烧产品则以东亚为主要战场并在过去三年高速增长。国外 HNB 产业链上，今年核心催化看点在于 FDA 对 IQOS MRTP（减害烟草制品认证）和 IQOS3.0 设备升级的审批，一旦上述审批通过，IQOS 在美推广有望加速。从万宝路品牌、奥驰亚渠道能力和美国新型烟草土壤三个维度，我们看好 IQOS 在美加速推广后的市场前景。国内市场方面，自 2015 年开始国内卷烟销量出现负增长，在烟民健康意识提升和政府控烟减烟的政策干预下，传统烟草中长期可能承压。在此背景下，新型烟草孕育而生有其特殊意义。从中烟对新型烟草的政策描述层面，我们认为相关政策落地是可以期待的。一旦政策落地，产业集群附加值提升逻辑兑现有望助力相关标的成长性出现爆发式提升。

投资主线上，我们建议关注国外 HNB 产业链标的盈趣科技，中烟 HNB 产业链标的集友股份、劲嘉股份。2019 年业绩方面，盈趣科技、集友股份、劲嘉股份均呈现较高业绩增速，政策催化方面，海外 HNB 逻辑兑现有助于盈趣科技短期业绩出现大幅提升，国内 HNB 政策落地则利好集友股份、劲嘉股份成长空间打开。

■ 建议关注标的：晨光文具、盈趣科技

风险提示：宏观经济波动风险、行业政策变动风险、行业竞争加剧风险、测算假设存在局限性

内容目录

文娱板块：万亿市场，长期坚定看好行业龙头	- 5 -
行业展望：海阔凭鱼跃，疫情加速行业洗牌	- 5 -
晨光文具业绩回顾：业绩持续高增，盈利能力稳中有升	- 6 -
新型烟草：业绩高速增长，国内外均有催化	- 14 -
国外 HNB 产业链：IQOS 逆势高增，FDA 裁决成核心催化剂	- 14 -
国内 HNB 产业链：关注新型烟草政策催化	- 18 -
相关标的	- 21 -
风险提示	- 23 -
宏观经济波动风险	- 24 -
行业政策变动风险	- 24 -
行业竞争加剧风险	- 24 -
测算假设存在局限性	- 24 -

图表目录

图表 1：中国书写工具零售额以及增速	- 5 -
图表 2：美国书写工具零售额以及增速	- 5 -
图表 3：2015 年美国书写工具市场份额	- 5 -
图表 4：2015 年中国书写工具市场份额	- 5 -
图表 5：办公市场企业以及亏损家数	- 6 -
图表 6：晨光文具主营业务收入	- 6 -
图表 7：晨光文具归母净利润	- 6 -
图表 8：晨光文具单季度营收	- 7 -
图表 9：晨光文具单季度归母净利润	- 7 -
图表 10：晨光文具毛利率与净利率	- 7 -
图表 11：晨光文具三项费用率	- 7 -
图表 12：文具上市公司 ROE 对比	- 8 -
图表 13：文具上市公司净利率对比	- 8 -
图表 14：文具上市公司周转率对比	- 8 -
图表 15：文具上市公司权益乘数对比	- 8 -
图表 16：晨光文具分产品营收拆分（百万元）	- 9 -
图表 17：书写工具价格变化	- 9 -
图表 18：书写工具的量价贡献拆分	- 9 -
图表 19：办公文具价格变化	- 9 -
图表 20：办公文具的量价贡献拆分	- 9 -

图表 21: 学生文具价格变化	- 10 -
图表 22: 学生文具的量价贡献拆分	- 10 -
图表 23: 晨光科力普营收趋势	- 10 -
图表 24: 晨光生活馆营收变动	- 10 -
图表 25: 晨光文具按照业务模式划分的收入情况	- 11 -
图表 26: 晨光新品小毛刷中性笔对比经典 K-35 中性笔 6 支装价格	- 11 -
图表 27: 晨光部分联名 ip 产品	- 12 -
图表 28: 晨光营销模式	- 13 -
图表 29: 晨光零售渠道店铺数量变化	- 13 -
图表 30: 晨光文具渠道管理	- 13 -
图表 31: 全球电子烟用户人数	- 14 -
图表 32: 2017 年全球电子烟销售额 (亿美元)	- 14 -
图表 33: 日本 IQOS 渗透率持续提升	- 14 -
图表 34: RRP 历年出货量	- 15 -
图表 35: RRP 历年营收及其占比	- 15 -
图表 36: IQOS 市场份额	- 16 -
图表 37: 日本烟弹销售量及市占率	- 16 -
图表 38: 韩国烟弹销售量及市占率	- 16 -
图表 39: 俄罗斯 IQOS 用户数及市占率	- 16 -
图表 40: 欧盟 IQOS 用户数及市占率	- 16 -
图表 41: IQOS 历年用户变化	- 17 -
图表 42: 美国市场推广进展更新	- 17 -
图表 43: 美国与日本烟民群体对比 (万人)	- 18 -
图表 44: 奥驰亚集团是美国烟草行业领军企业	- 18 -
图表 45: 奥驰亚强大的分销网络有助于 IQOS 推广	- 18 -
图表 46: 美国是全球最成熟的新型烟草市场	- 18 -
图表 47: 中国烟草税利和上缴财政总额	- 19 -
图表 48: G20 国家单包卷烟价格和税率	- 19 -
图表 49: 高税收下菲莫国际盈利能力持续萎缩	- 19 -
图表 50: 新型烟草较传统烟草可大幅减害	- 19 -
图表 51: 中烟关于新型烟草工作的论述	- 20 -
图表 52: 我国烟标龙头企业市占率依然较低	- 21 -
图表 53: 烟标与烟用接装纸在卷烟成本中占比低	- 21 -
图表 54: 盈趣科技主营业务收入变动	- 22 -
图表 55: 盈趣科技归母净利润变动	- 22 -

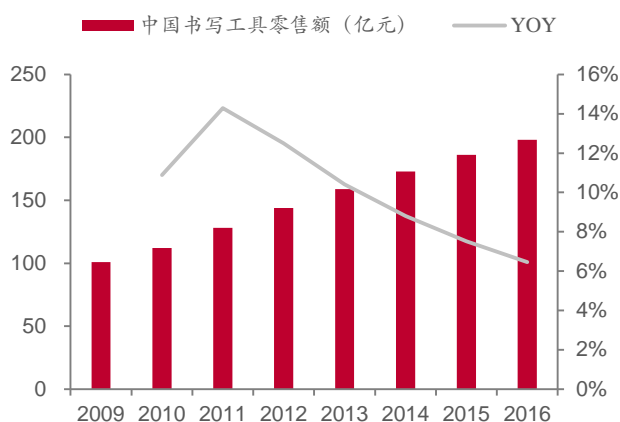
图表 56: 盈趣科技单季度主营业务收入变动.....	- 22 -
图表 57: 盈趣科技单季度归母净利润变动.....	- 22 -
图表 58: 劲嘉股份主营业务收入趋势.....	- 23 -
图表 59: 劲嘉股份归母净利润趋势.....	- 23 -
图表 60: 集友股份主营业务收入趋势.....	- 23 -
图表 61: 集友股份归母净利润趋势.....	- 23 -

文娱板块：万亿市场，长期坚定看好行业龙头

行业展望：海阔凭鱼跃，疫情加速行业洗牌

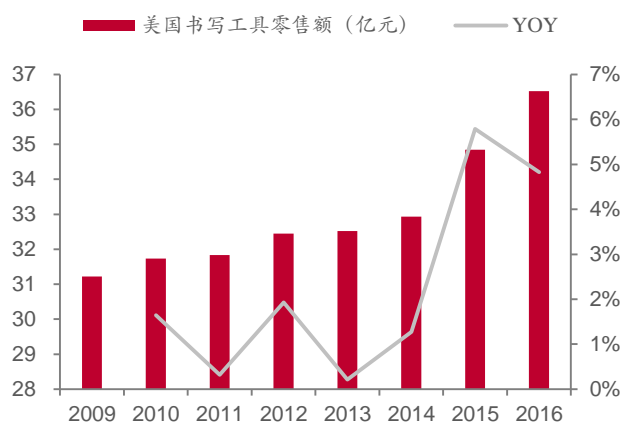
- **文具市场稳健增长，国内人均消费量较低，潜在市场空间大。**根据中国制笔协会发布的《中国文具行业竞争态势分析》的报告，中国文具行业（不包括办公设备和家具）市场规模约 220 亿美元，而国际文具市场规模约 2500 亿美元。与中国人口占全球比重约 20% 相比，中国文具市场规模仅约占全球文具市场规模总额的 8.6%；从人均文具消费额来看，国人均文具消费额约仅为 105 元/年，而全球平均人均消费水平约为 240 元/年，人均文具消费额还不到全球平均人均消费水平的一半。

图表 1：中国书写工具零售额以及增速



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

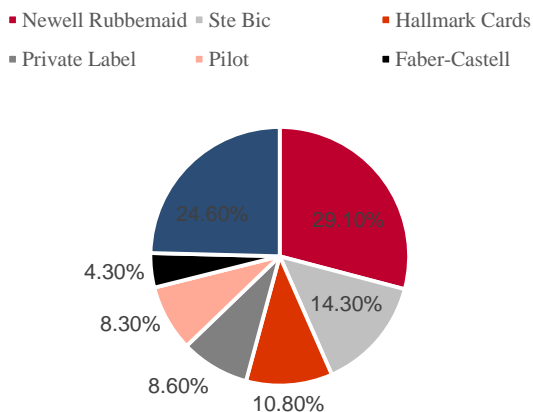
图表 2：美国书写工具零售额以及增速



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

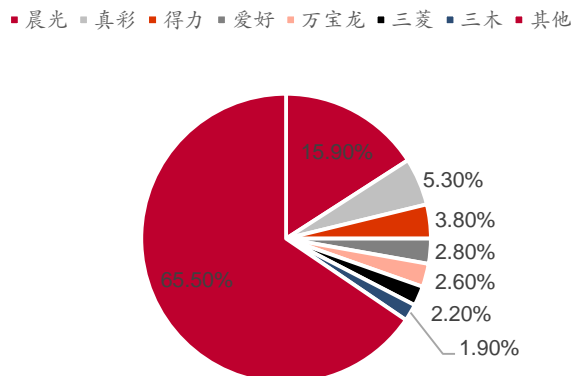
- **市场集中度有望持续提升。**从市场格局看，我国书写工具市场 CR5 为 30.4%，其中规模最大的晨光文具市场份额为 15.9%，是第二大品牌真彩文具的三倍。相比之下，美国书写工具市场 CR5 达到 71.1%，与发达市场相比，我国书写工具的市场集中度仍有较大的提升空间，品牌龙头在未来享有更大的优势。

图表 3：2015 年美国书写工具市场份额



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

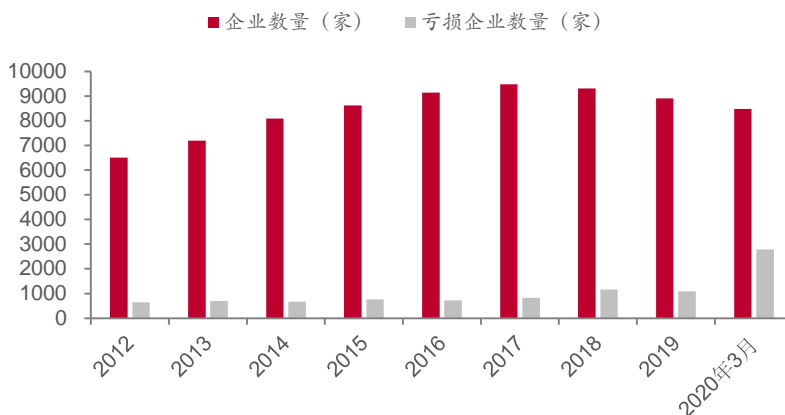
图表 4：2015 年中国书写工具市场份额



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

- **疫情加快行业洗牌，亏损企业数增加。**截至 2020 年 3 月，我国共有文教、工美、体育和娱乐用品制造业企业 8478 家，亏损企业 2780 家，亏损面为 32.79%，亏损企业相比 2019 年底增加了 156%。自 2016 年开始，行业内亏损企业数量不断增加，同时企业数量持续减少。今年以来受疫情影响，行业整体业绩不佳，企业数量三个月内下降了 423 家，超过去年全年总和，此次疫情加速催化行业洗牌，行业市场集中度有望加速提升。

图表 5：办公市场企业以及亏损家数

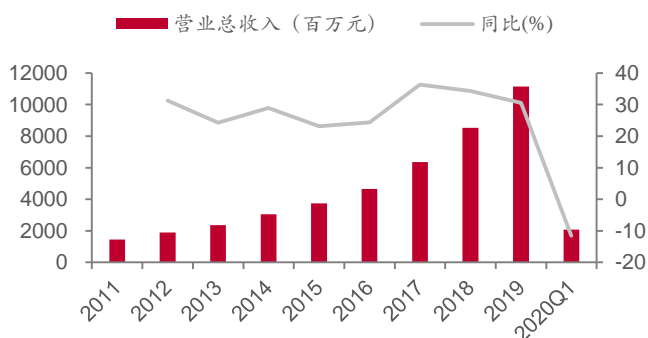


来源：wind、中泰证券研究所

晨光文具业绩回顾：业绩持续高增，盈利能力稳中有升

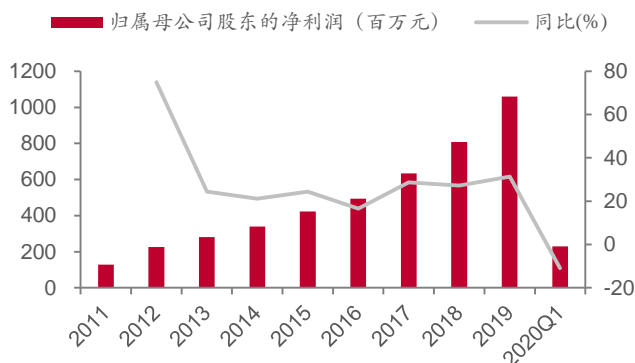
- **业绩高增长延续，有望带来确定性溢价。**2019 年公司实现营收 111.4 亿元，同比增长 30.5%，剔除并表影响营收同比增长 26.3%；实现归母净利润 10.6 亿元，同比增长 31.4%，剔除并表影响归母净利润同比增长 32.1%；实现扣非净利润 10.1 亿元，同比增长 34.1%。2020Q1 年公司实现营业收入 20.84 亿元，同比-11.55%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比-10.95%；实现扣非后归母净利润 1.74 亿元，同比-25.21%。

图表 6：晨光文具主营业务收入

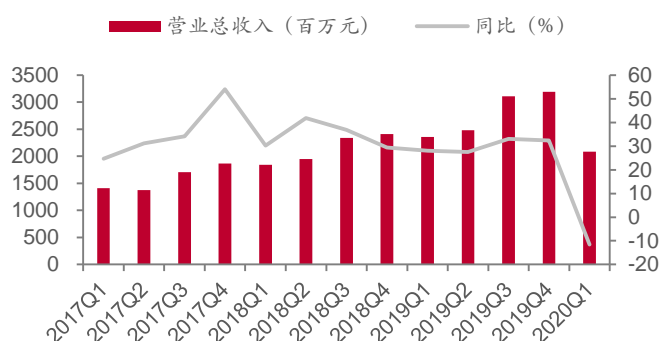


来源：公司公告、中泰证券研究所

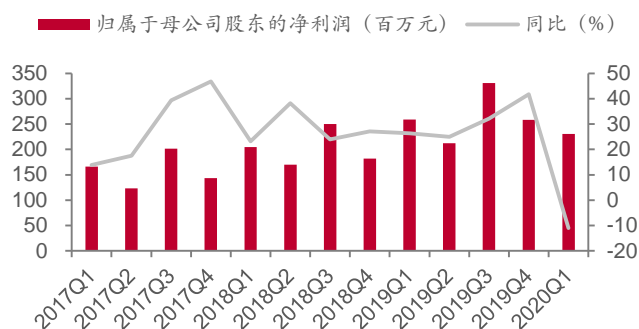
图表 7：晨光文具归母净利润



来源：公司公告、中泰证券研究所

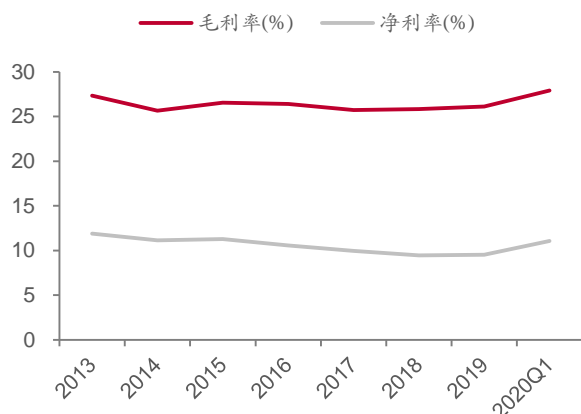
图表 8: 晨光文具单季度营收


来源：公司公告、中泰证券研究所

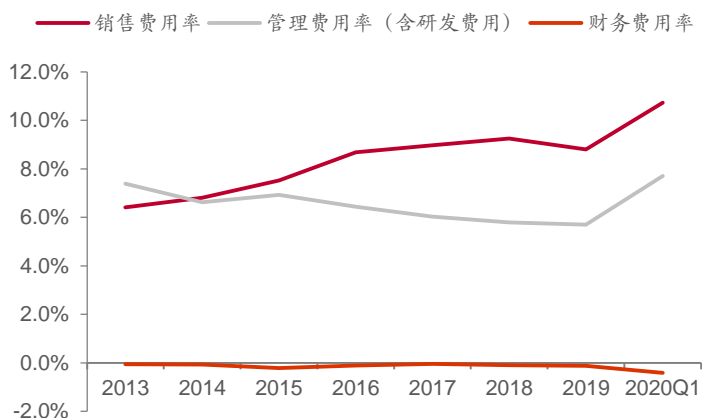
图表 9: 晨光文具单季度归母净利润


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 毛利率稳步向好，研发费用投入增加。**2019 年公司综合毛利率 26.1%，同比提升 0.3pct；公司期间费用率（含研发费用）为 14.37%，同比-0.57pct，销售费用率 8.8%，同比下降 0.5pct；管理费用（含研发费用）率 5.7%，同比下降 0.1pct；财务费用率-0.1%，同比持平。公司 2020Q1 毛利率水平 27.92%，同比+1.48pct。期间费用率（含研发费用）为 18.02%，同比+2.84pct，其中销售费用率 10.73%，同比+1.21pct；管理费用率 5.57%，同比+1.17pct；财务费用率-0.42%，同比-0.41pct，主要系报告期获取的利息收入较去年同期有所增长；研发费用率 2.14%，同比+0.86pct，主要系传统核心业务研发方面持续投入，科力普新增 IT 系统研发投入以及并购安硕文教研发费用。

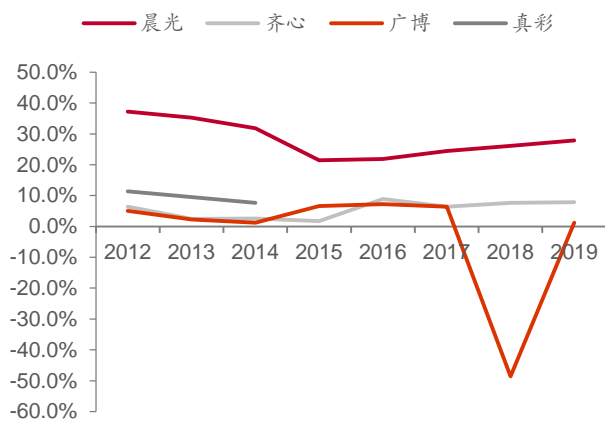
图表 10: 晨光文具毛利率与净利率


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11: 晨光文具三项费用率


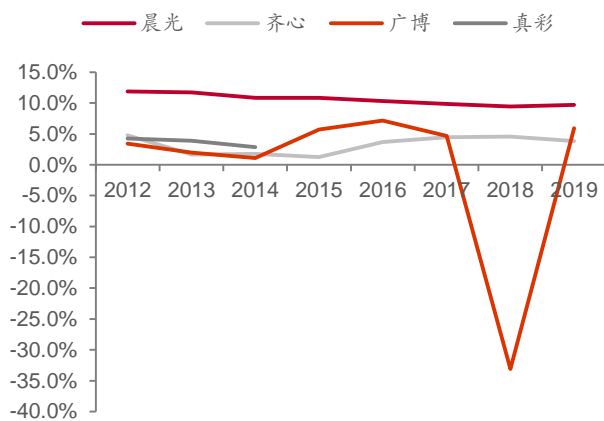
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 运转高效，盈利能力优异。**公司各项周转率指标均远高于行业。从销售净利率来看，公司 19 年全年净利率为 9.7%，远高于同行其他上市公司。公司总资产周转率持续高于竞争对手，因此以最低的权益乘数取得了远远优于同行的 ROE，产业链优势明显。

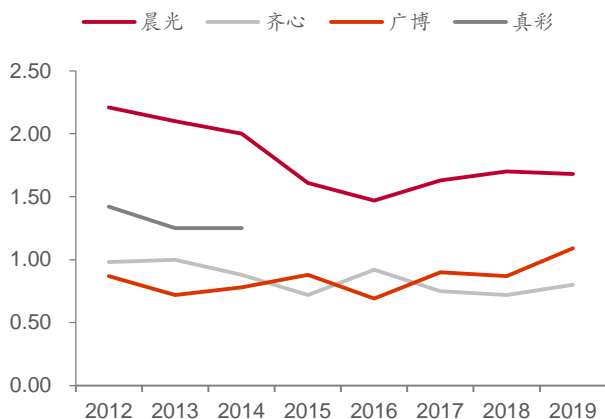
图表 12: 文具上市公司 ROE 对比


来源: wind、中泰证券研究所

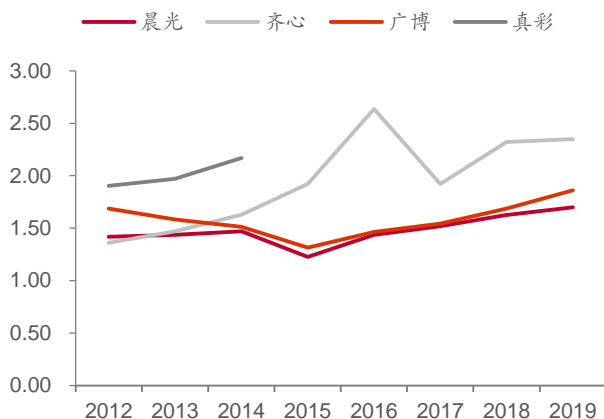
备注: 真彩文具只有 11-14 年数据; 晨光文具于 15 年 1 月上市

图表 13: 文具上市公司净利率对比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 文具上市公司周转率对比


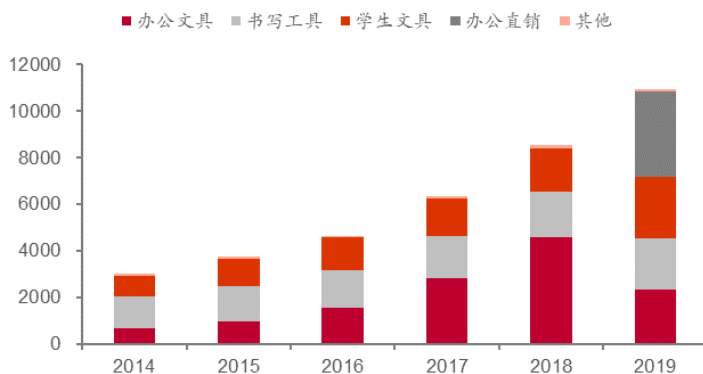
来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 文具上市公司权益乘数对比


来源: wind、中泰证券研究所

- 产品拆分: 办公文具高速增长, 盈利能力有所提升。**产品结构上, 2019 年学生文具营收同比增长 40.53%至 26.45 亿元 (剔除安硕 3.64 亿元收入并表影响, 收入增速约 23%), 毛利率同比下滑 0.84pct 至 32.66%; 办公文具营收同比增长 15.86%至 23.47 亿元, 毛利率同比提升 0.70pct 至 26.46%; 公司办公文具持续高速增长, 2014-2018 年 CAGR 为 45.9%, 2019 年公司将办公文具业务一部分分拆成为办公直销业务。书写工具营收同比增长 12.26%至 21.87 亿元, 毛利率同比提升 1.72pct 至 36.75%。此外, 加盟管理费同比增长 68.41%至 4.56 亿元。

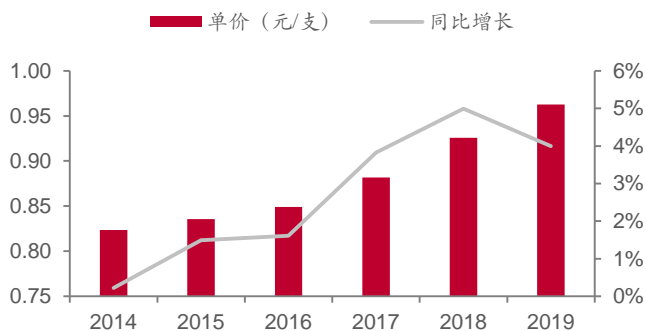
图表 16: 晨光文具分产品营收拆分 (百万元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

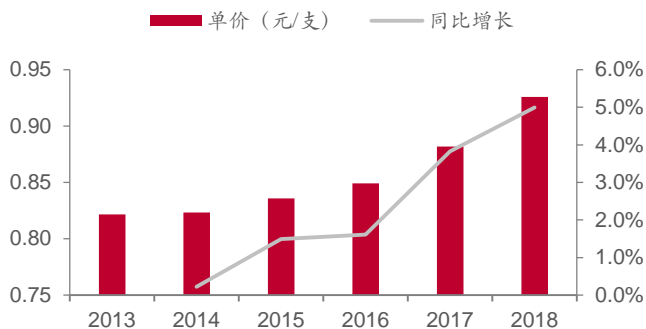
- **产品结构升级, 各产品量价齐升。**2019 年晨光各类产品量价均有明显提升。其中办公文具量/价同比分别增长 8%/7%, 书写工具量/价同比分别增长 8%/4%, 学生文具量/价同比分别增长 35%/5%。晨光每年推出新品超过 2000 款, 新品销售收入占总营收超过 20%。其中“悦写缓冲”中性笔荣获 2019 年德国 iF 设计奖, 产品设计水平得到国际认可, 并且多次获得金点奖、红星奖等重量级设计类奖项, 多款产品斩获国际设计大奖—日本 G-Mark 奖。得益于高水准的设计能力和良好的制造质控, 近年来晨光传统业务线各类产品销售单价均有所提升。

图表 17: 书写工具价格变化



来源: 公司公告、中泰证券研究所

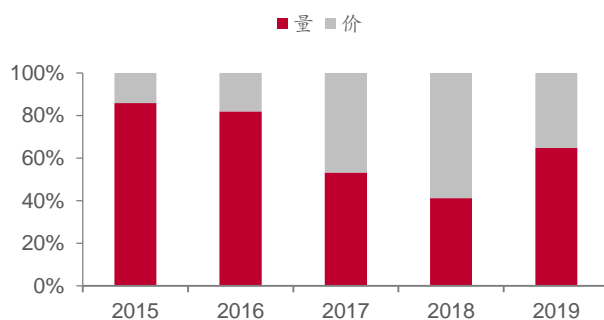
图表 19: 办公文具价格变化



来源: 公司公告、中泰证券研究所

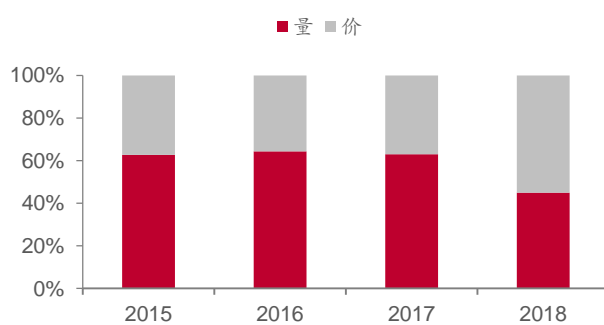
注明: 由于年报统计口径发生变化, 19 年办公文具量价变化不具有可比性

图表 18: 书写工具的量价贡献拆分

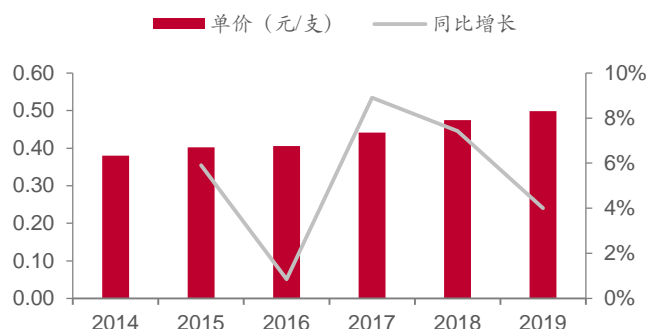


来源: 公司公告、中泰证券研究所

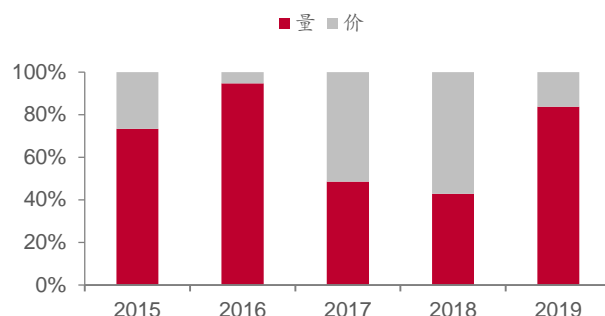
图表 20: 办公文具的量价贡献拆分



来源: 公司公告、中泰证券研究所

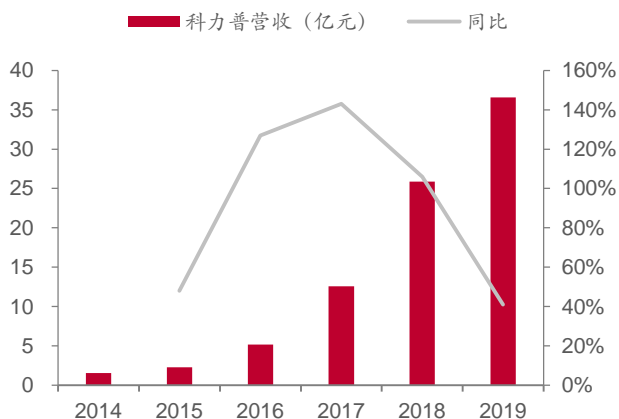
图表 21: 学生文具价格变化


来源: 公司公告、中泰证券研究所

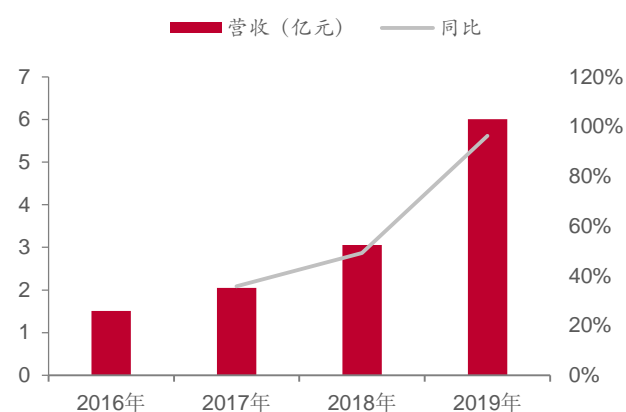
图表 22: 学生文具的量价贡献拆分


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 渠道拆分: 传统业务增长稳定, 科力普发展迅速。**公司传统业务延续稳健增长, 2019 年全年实现营收 66.51 亿元, 同比+21% (剔除并表影响同比+14.1%); 全年实现利润 9.94 亿元, 同比+24.9%; 净利率为 14.9% (+0.5pct.)。晨光科力普高增长势头延续, 盈利能力不断提升, 2019 年全年实现营收 36.58 亿元, 同比增长 41.45%, 净利润 0.76 亿元, 同比增长 135.89%; 净利率 2.07%, 同比提升 0.83pct。零售大店逐步减亏, 未来可期, 2019 年全年晨光生活馆 (含九木杂物社) 收入 6.01 亿元 (+96%); 净利润-804.67 万元, 同比亏损显著减少。

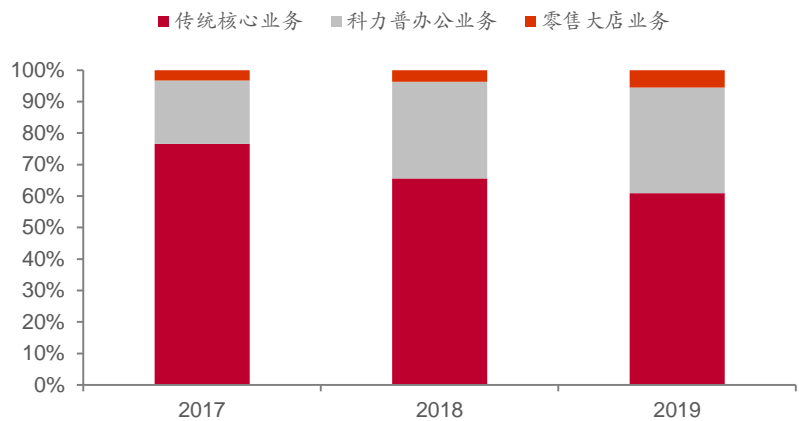
图表 23: 晨光科力普营收趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 24: 晨光生活馆营收变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

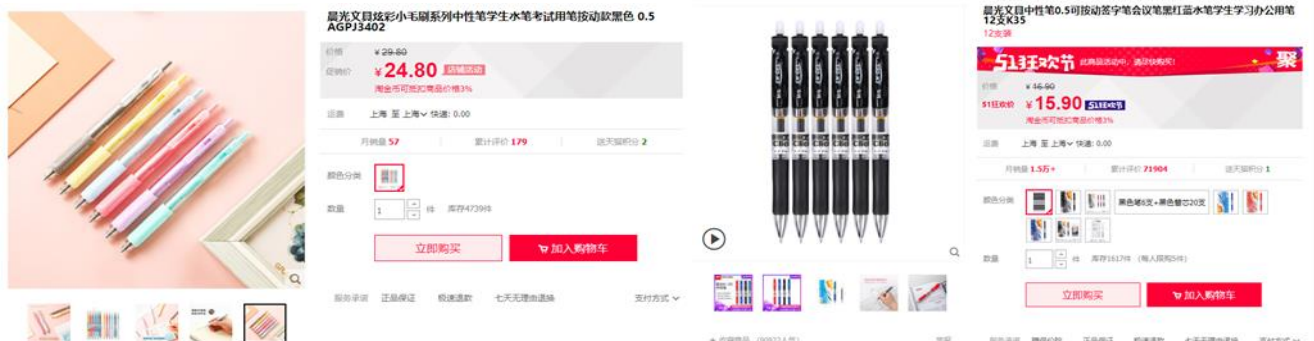
图表 25: 晨光文具按照业务模式划分的收入情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **长期核心竞争力: 1) 研发领先, 笔头、油墨及其匹配技术行业领先。**晨光生产线中自主生产占比较高, 拥有先进的自主模具开发技术, 参与多项国标制订工作, 承担十三五国家重点研发计划项目多个课题。公司产品设计中心被认定为“国家级工业设计中心”。文具设计、研发、制造优势显著, 新品多联名时下流行 ip, 市场竞争力强, 价格提升显著, 助力市占率和盈利能力提升。

图表 26: 晨光新品小毛刷中性笔对比经典 K-35 中性笔 6 支装价格



来源: 淘宝官方旗舰店、中泰证券研究所

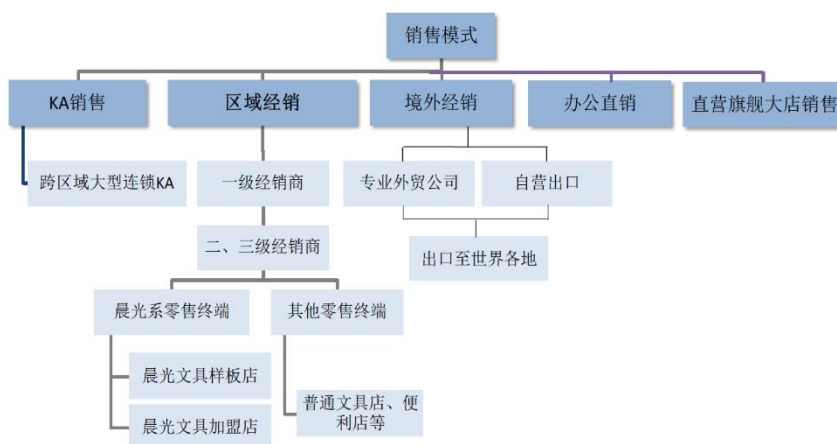
图表 27: 晨光部分联名 ip 产品



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **2) 渠道模式：“伙伴金字塔”营销模式塑造坚实基础。**公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商（合作伙伴）共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。截止 17 年年底，公司在全国拥有 30 家一级（省级）合作伙伴、近 1200 家二、三级合作伙伴，“晨光系”零售终端超过 7.2 万家，各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约 80%，居行业领先地位。跟其他行业做特许加盟模式的最大区别在于，晨光的连锁经营业务全权交给当地的代理商处理，在传统分销基础上进行升级，经销商也是区域零售网络的受益者，这对经销商产生了巨大的吸引力，同时一级经销商晨光品牌产品全部排他经营，二三级经销商竞品排他。晨光专门建立了严格的检查机制，对各地销售情况进行多位监控，通过一系列制度的建立对经销商的“串货”行为进行管理，这保证了晨光的市场占有率稳步提升。

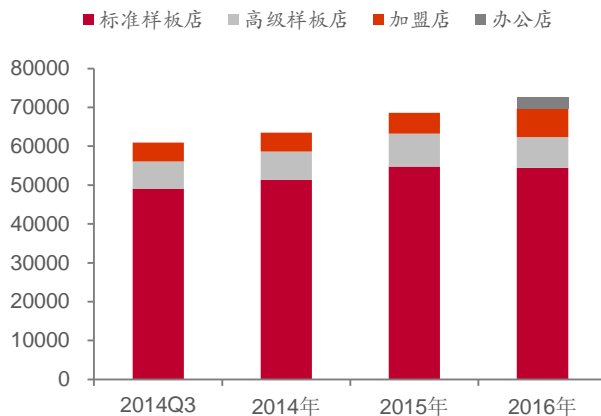
图表 28: 晨光营销模式



来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- **门店升级带动单产提升。**晨光许诺样板店有优先升级加盟店的权利，加盟店享受差异价格政策、新品优先、配送服务、促销支持、经营培训等专享政策。经销商有动力进行店铺升级来增强盈利能力。截止 2014 年 9 月底晨光文具标准样板店:高级样板店:加盟店三者之比为 9.28:1.44:1, 而后高级样板店及加盟店比例显著提高, 体现了经销商的升级意愿。单店升级意味着单店拿货额增加, 品牌排他性增强, 助力晨光市占率提升。

图表 29: 晨光零售渠道店铺数量变化



来源：wind、中泰证券研究所

图表 30: 晨光文具渠道管理

优势方向	具体情况
产品经营	公司在一级（省级）合作伙伴层面已实现了晨光品牌产品“全排他”经营，在二、三级合作伙伴层面，书写工具做到了竞争性产品的排他
渠道管理	公司实现了一级经销商之间“零窜货”的优异价格管理成效以及经销商门店经营的现代化 4S 管理成果
营销团队	借助于庞大的经销体系以及与合作伙伴紧密的合作关系，公司通过不折不扣的执行“多维度”的 KPI 体系，打造了一支具有高执行力和高效率的泛晨光文具营销团队

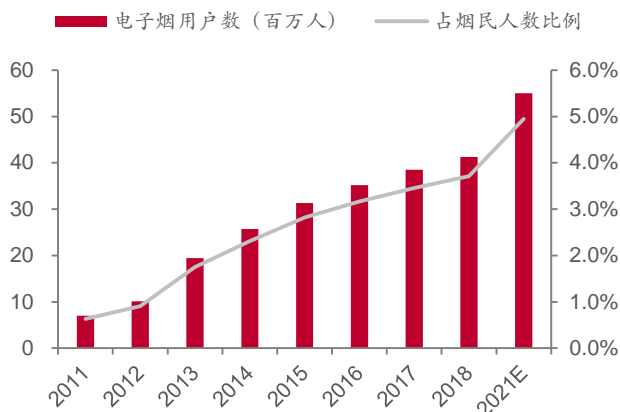
来源：公司公告、中泰证券研究所

新型烟草：业绩高速增长，国内外均有催化

国外 HNB 产业链：IQOS 逆势高增，FDA 裁决成核心催化剂

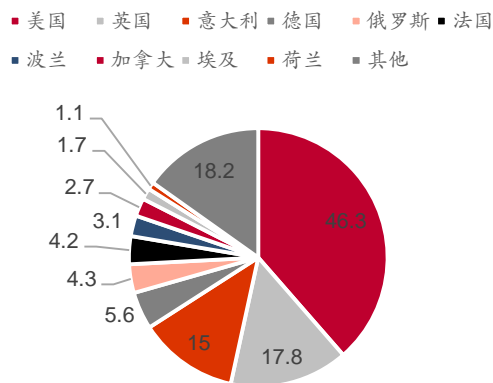
- **几大维度看全球新型烟草成长性。**我们认为，从中长期视角看新型烟草行业的成长性可以被赋予较高的期许。**全球范围内：**2011 年电子烟用户人数不足 700 万，至 2018 年用户突破 4000 万，欧睿预计 2021 年用户人数将达到 5500 万人，占烟民总数比重接近 5%。**美国市场：**美国是全球电子烟最成熟的市场，2017 年销售额 46.3 亿美元，占全球规模的 38.6%。美国电子烟用户数约 900 万人，占烟民总数的 16.4%。**日本市场：**日本是加热不燃烧产品的主战场，领军产品 IQOS 烟弹销售量占烟草市场总量的 15.2%，加热不燃烧产品占比为 24.7%，IQOS 设备保有量占烟民总数超过三分之一。以菲莫国际对 IQOS 的长期规划为例，2025 年全球（不含美国）IQOS 用户目标数 4000 万人，仅该产品就将占据全球烟民总数的 4%。烟弹出货量 2500 亿支，占公司烟弹总出货量的 40% 左右。

图表 31：全球电子烟用户人数



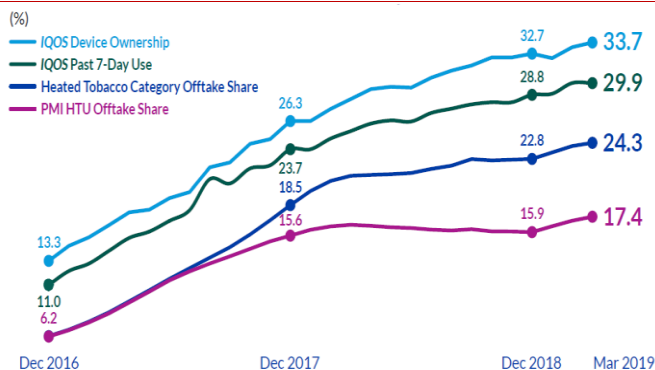
来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 32：2017 年全球电子烟销售额 (亿美元)



来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 33：日本 IQOS 渗透率持续提升



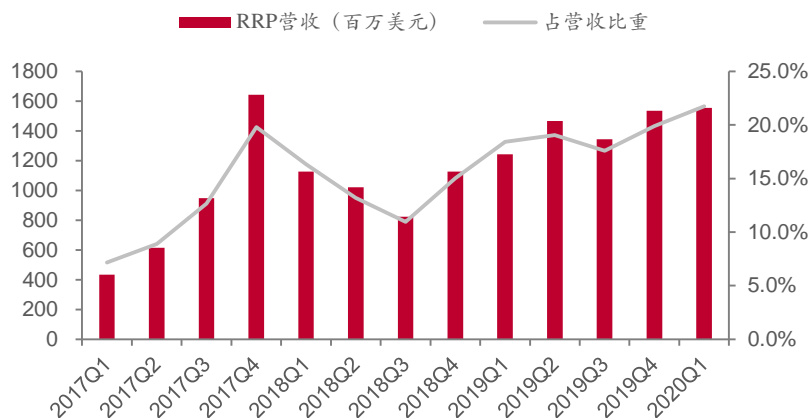
来源：PMI、中泰证券研究所

- **国外 HNB 产业链: IQOS 再度验证其高成长属性。**按照菲莫国际一季报披露数据, 2020Q1 IQOS 烟弹出货量占公司总出货量的 9.6%。亚洲以外市场的继续高增长标志着 IQOS 的全球战略继续顺利推进。2020Q1, 菲莫国际新型烟草收入合计 15.6 亿美元, 同比增长 25%, 占公司总营收比重达到 21.7%。

图表 34: RRP 历年出货量

RRP 出货量: 百万支	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1
欧盟	24	224	1,889	5,977	2,293	3,043	3,474	3,759	12,569	4,661
yoy		833.3%	743.3%	216.4%	147.1%	154.6%	100.8%	77.0%	110.3%	103.3%
东欧&中东	2	100	1,581	8,382	2302	3526	4446	5833	16,107	4,836
yoy		4900.0%	1481.0%	430.2%	80.8%	83.5%	93.0%	102.3%	92.2%	110.1%
亚洲&澳洲	370	7,070	32,729	26,866	6,849	8428	7,976	7,424	30,677	7,122
yoy		1810.8%	362.9%	-17.9%	-6.7%	7.5%	74.3%	4.4%	14.2%	4.0%
拉美	—	—	27	147	54	59	89	97	299	108
yoy				444.4%	134.8%	84.4%	107.0%	98.0%	103.4%	100.0%
合计	396	7,394	36,226	41,372	11,498	15,066	15,985	17,113	59,652	16,727
yoy		1767.2%	389.9%	14.2%	20.2%	37.0%	84.8%	40.7%	44.2%	45.4%

来源: PMI, 中泰证券研究所

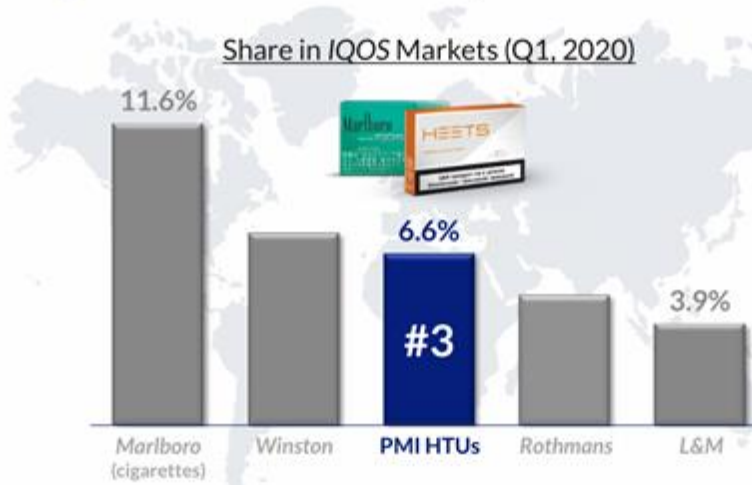
图表 35: RRP 历年营收及其占比


来源: PMI, 中泰证券研究所

- **主要战场份额持续提升, 烟民延续高转化效率:**截至 2020Q1, 除美国市场外, IQOS 在其所分销的市场中市占率达到 6.6%。按照品牌口径, 目前 IQOS 已经成为全球销量第三的烟草产品。全球市场上, IQOS 市占率达到 2.9%, 同比提升 0.9pct。日本-2020Q1 市占率 19.1%, 同比提升 2.1pct。欧盟市场-市占率 3.9%, 同比提升 1.8pct。俄罗斯-市占率 6.5%, 同比提升 3.4pct。2020Q1 全球 IQOS 用户数达到 1460 万人, 较去年同期增加 420 万人, 环比增加 100 万人。其中已完全转化烟民 1070 万人。

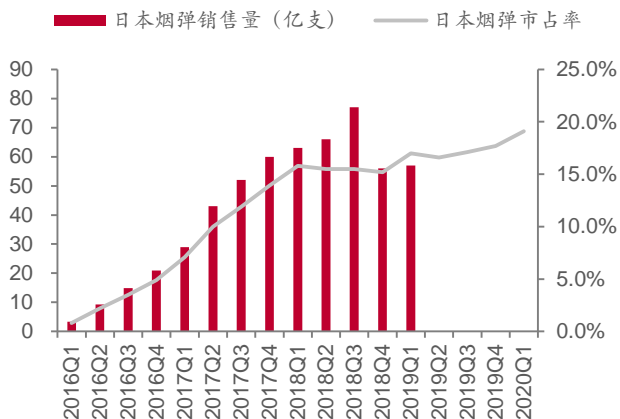
图表 36: IQOS 市场份额

Third-Largest Tobacco 'Brand' in IQOS Markets



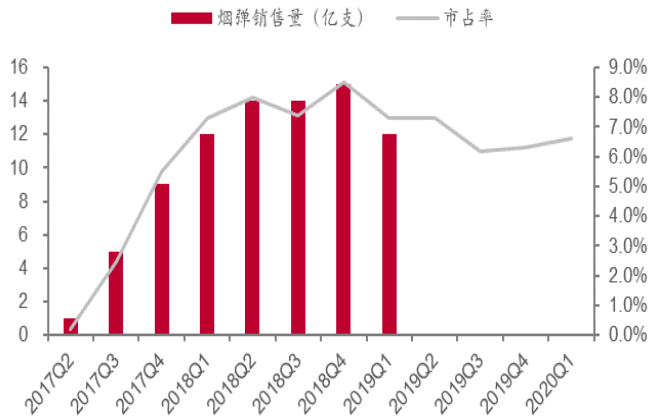
来源: PMI, 中泰证券研究所

图表 37: 日本烟弹销售量及市占率



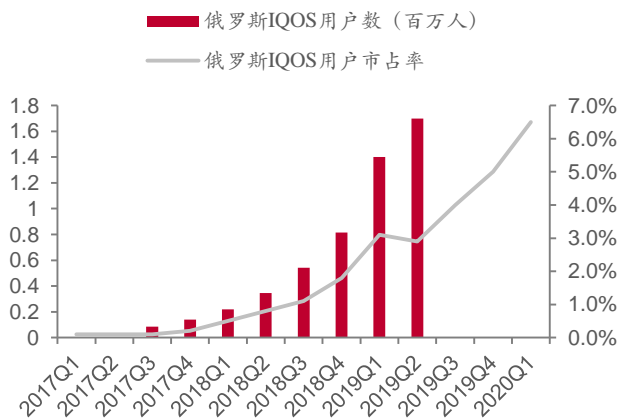
来源: PMI、中泰证券研究所

图表 38: 韩国烟弹销售量及市占率



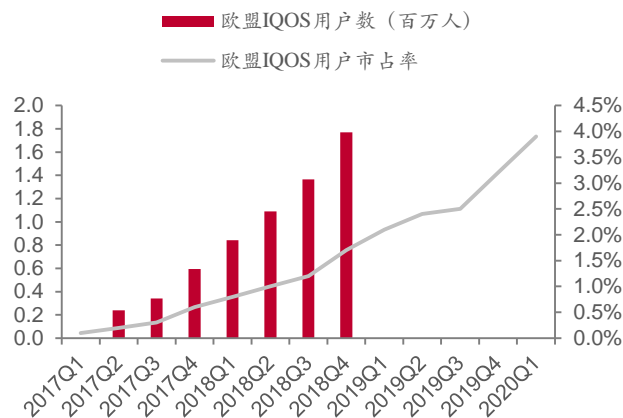
来源: PMI、中泰证券研究所

图表 39: 俄罗斯 IQOS 用户数及市占率



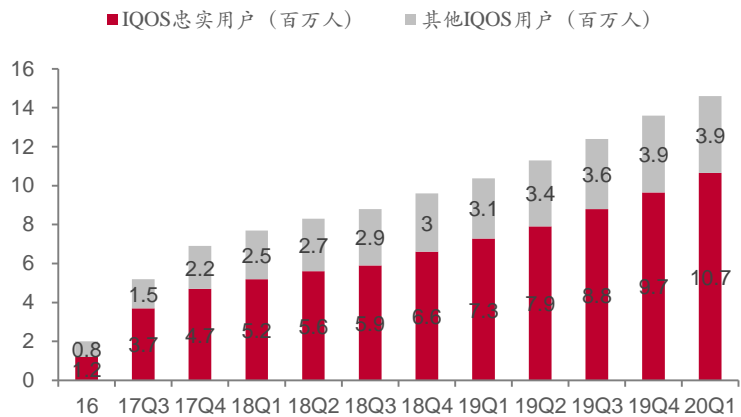
来源: PMI、中泰证券研究所

图表 40: 欧盟 IQOS 用户数及市占率



来源: PMI、中泰证券研究所

图表 41: IQOS 历年用户变化



来源: PMI、中泰证券研究所

- **2020 年国外 HNB 核心催化: FDA 对 MRTP 和 IQOS3.0 的批复。** 2019 年 5 月 1 日, FDA 批准 IQOS 以预售烟草许可 (PMTA) 形式在美销售, 目前 IQOS 虽已登陆美国市场, 但推广进度相当缓慢。核心原因在于: 1) IQOS 在取得减害烟草制品认证之前需缴纳烟草税, 且不能通过广告方式营销。2) FDA 批准 IQOS 在美销售的烟具为 IQOS2.4 产品, 而 2.4 版本之后菲莫国际历经三代更新将设备升级至 3D 版本。菲莫国际于 3 月 30 日向 FDA 提交 IQOS3 认证申请, 减害烟草制品认证 (MRTP) 依然在审批中。我们判断 MRTP 认证或 IQOS3.0 认证通过后, 预计美国市场推广将大幅加速。

图表 42: 美国市场推广进展更新

U.S.: IQOS Regulatory Authorizations

- On March 30, 2020, PMI submitted a supplemental PMTA for IQOS 3 with the FDA
- FDA's review of PMI's MRTP applications for IQOS 2.4 continues

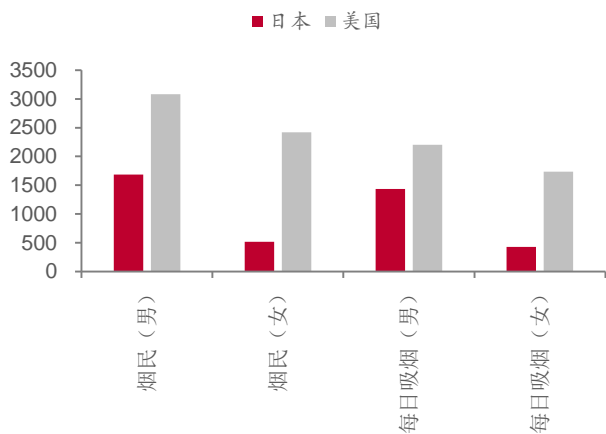


来源: PMI、中泰证券研究所

- **美国市场拥有诸多先天优势。**从市场属性来看, 美国市场甚至有很多强于日本市场之处: 1) 美国市场拥有 5500 万烟民 (2016 年), 约为日本市场的 2.5 倍。2) 美国是奥驰亚集团总部所在地, 奥驰亚在全美烟草市场拥有 50% 的市占率, 其中万宝路约占 43%, 是美国烟草市场领军品牌。3) 奥驰亚在全美有 23 万家渠道, 利于 IQOS 分销推广。4) 美国是全球电子烟最成熟的市场, 约占全球电子烟销售量的 43%, 是良好的新型烟草推广土壤。因此我们认为, 一旦

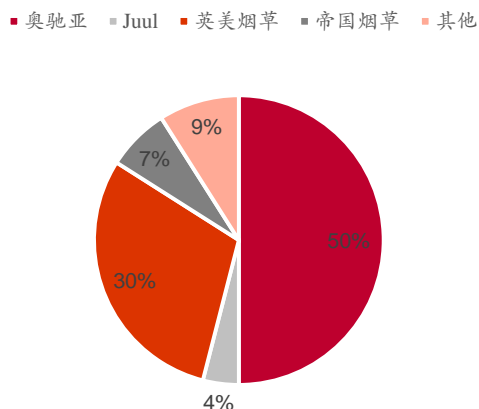
IQOS 在美推广加速，产品增速有望再上新台阶。

图表 43: 美国与日本烟民群体对比 (万人)



来源: WHO、中泰证券研究所

图表 44: 奥驰亚集团是美国烟草行业领军企业



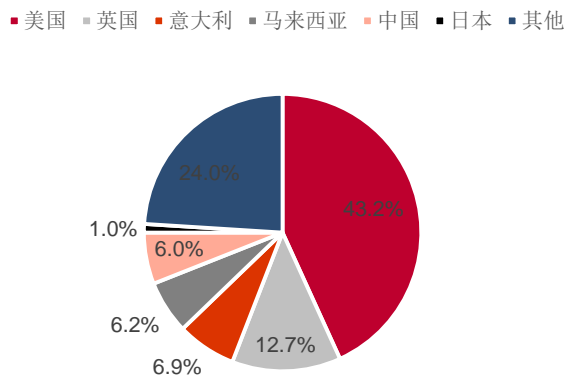
来源: Altria、中泰证券研究所

图表 45: 奥驰亚强大的分销网络有助于 IQOS 推广



来源: Grupa Lotos、中泰证券研究所

图表 46: 美国是全球最成熟的新型烟草市场

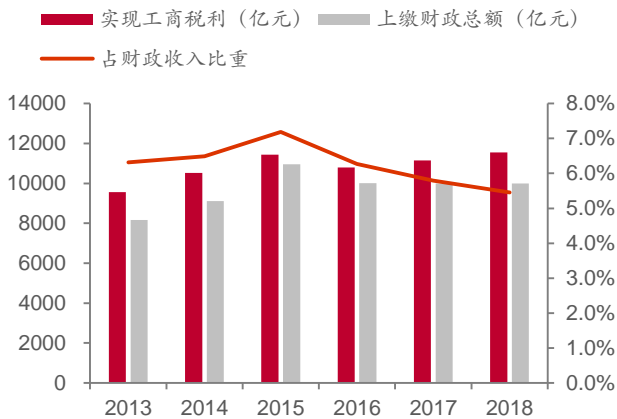


来源: Euromonitor、中泰证券研究所

国内 HNB 产业链: 关注新型烟草政策催化

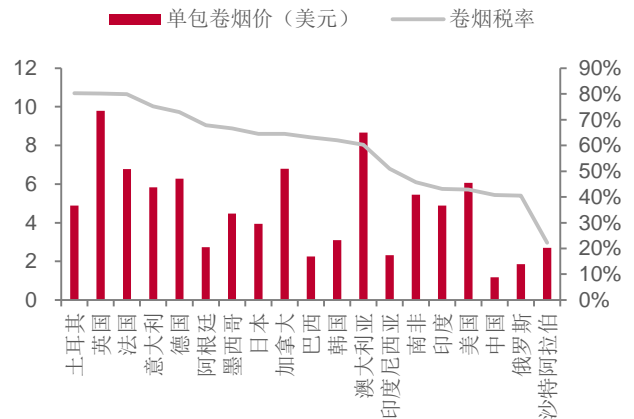
- 从博弈平衡关系看新型烟草替代传统烟草的必然性。我们认为，新型烟草是政府/烟草公司/烟民三大群体的博弈平衡体。烟草作为一种对人体有害的成瘾性产品，在各国政府的控烟政策干预下，行业的税收持续提升，敦促企业通过新型烟草的变革寻找行业突围之路。而从政府税收角度而言，烟草行业的特殊性决定了其在财政收入体系中的重要地位，例如我国烟草行业已连续四年上缴财政总额超万亿，占国家财政收入的比重约为 6%。从终端消费者角度看，相较于传统烟草，新型烟草可以在一定程度上降低对人体的伤害，且产品在口味多样、产品新潮等多个方面的特质决定了新型烟草的产品先进性。如果政策法规的设立上可以平衡政府/烟草公司/烟民三方的利益诉求，中长期新型烟草有望逐步实现对传统烟草产品的延伸和替代。

图表 47：中国烟草税利和上缴财政总额



来源：wind、中泰证券研究所

图表 48：G20 国家单包卷烟价格和税率



来源：WHO、中泰证券研究所

图表 49：高税收下菲莫国际盈利能力持续萎缩

单位：百万美元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入	77,393	80,029	80,106	73,908	74,953	78,098	79,823
成本	10,373	10,410	10,436	9,365	9,391	10,432	10,758
税金	46,016	48,812	50,339	47,114	48,268	49,350	50,198
税后收入	31,377	31,217	29,767	26,794	26,685	28,748	29,625
毛利	21,004	20,807	19,331	17,429	17,294	18,316	18,316
税率	59.5%	61.0%	62.8%	63.7%	64.4%	63.2%	62.9%
毛利率	27.1%	26.0%	24.1%	23.6%	23.1%	23.5%	22.9%

来源：PMI、中泰证券研究所

图表 50：新型烟草较传统烟草可大幅减害

	烟油式电子烟	加热不燃烧式电子烟
工作原理	雾化烟油，将含尼古丁的液体雾化形成气状物吸入口腔	外部热源加热而不点燃烟草
释放物	传统卷烟的8%	传统卷烟的5%
细胞毒性	传统卷烟的9%	传统卷烟的14%
价格	便宜，价格优势明显	昂贵，成本略高于传统卷烟
品种	品种多样，有大烟、小烟等品种	选择有限，目前以IQOS产品为主
口味	种类多样	选择有限
口感	产品中不含烟草，口感不及加热不燃烧式电子烟	将传统卷烟再度深加工，更接近真烟

来源：蒸汽巴士、中泰证券研究所

- **中烟对新型烟草的重视程度决定政策落地可期。**从 2014 年开始，每年中烟工作会议均有内容涉及新型烟草发展战略，云南中烟等中烟集团子公司也相继推出新型烟草试点产品。2018 年下半年开始，中烟历次会议中频频提到推进新型烟草制品相关政策法规研究相关事宜。今年 1 月 13 日，中烟提出要在新型烟草重点领域展开研究，随后四川中烟会议中首次提到“新型烟草制品标准制定”这个论述，我们判断随着新型烟草产品在世界范围影响力不断增强，今年关于新型的烟草的新论述或标志正新型烟草标准起草正在紧锣密鼓的准备中。

图表 51：中烟关于新型烟草工作的论述

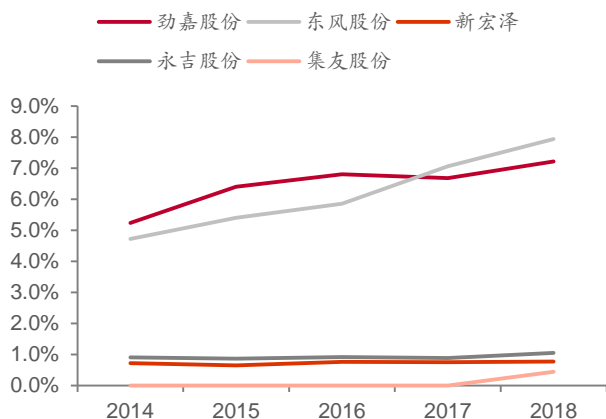
时间	内容
2020/4/25	【四川中烟】重点突破“提升香精香料自主保障能力、雪茄标准制定、 新型烟草制品标准制定 ”等三个核心课题，以点带面实现公司技术研发水平全面提升。
2020/1/13	聚焦 建设现代化烟草经济体系 、推动行业高质量发展、提升行业软实力、世界烟草、控烟履约、 新型烟草产品等重点领域开展研究 ，凝心聚力做好全年工作，努力为推动烟草行业高质量发展作出更大贡献。
2019/5/13	【云南中烟】加速产业进程，引领中式新型烟草
2019/3/26	面向新型烟草制品新领域，突出产业化、品牌化。在行业统筹上下功夫，在提升创新能力上下功夫，在国际市场开拓上下功夫。
2018/11/28	【湖北中烟】努力打造“四个领先”优势：一是针式加热技术领先，成为行业 HNB 产品发展标杆；二是产品质量领先，对标国际一流；三是产品标准领先，积极推进自主专利技术体系向标准体系的跨越，力争构建“中国标准”；四是速度和效率领先，用“做手机的思维”做新型烟草产品，快速推进更新迭代、推层出新。
2018/10/16	1.将加热不燃烧卷烟、电子烟及其他新型烟草制品按照烟草制品进行管理。2.将新型烟草制品产业国际化发展纳入国家战略性新兴产业国际化发展战略。3.云南建设成为国家新型烟草制品产业国际化发展基地。
2018/8/1	以“中华”品牌为核心的高端集群、中端转型和打造新型烟草制品的新“1+3”品牌发展战略成为上烟集团的“品牌布局图”，在新旧动能的转换中追求品牌发展水平和竞争能力
2018/7/17	1.推进新型烟草制品监管的政策法规研究。2.推进新型烟草制品全产业链创新发展。3.推进新型烟草制品产品国际拓展。开拓国际市场投放渠道，推进新型烟草制品产品国际市场投放试销，并开展配套政策研究。
2018/7/6	抓好“一个市场拓展”，即抓好国际市场的拓展。对新型烟草制品的目标市场、品牌培育、营销体系、分工协作等进行统筹规划，有序指引产品市场投放工作。“三个扎实推进”：一是扎实推进产品研发创新。二是扎实推进政策措施配套。三是扎实推进法律法规保障。
2018/6/26	【河南中烟】一是加强组织领导，强化顶层设计。二是加快产品定型，推动关键技术创新。三是抓实产能布局，形成产业链全覆盖。四是加强市场研究，推动国外市场布局。五是加快工作节奏，迎头赶上全国步伐。
2017/12/18	解决“两烟”和新型烟草制品等供给侧结构性矛盾，提升供给体系质量，是当前和今后一个时期烟草行业质量管理的重要任务。
2017/10/19	新型烟草制品是烟草新兴战略产业。要抢占世界新型烟草制品技术最前沿，掌控新兴战略产业发展主动权，超前研发储备一批战略性产品，稳步提升新型烟草制品产业化、品牌化发展能力。
2016/4/18	进一步深化新型烟草制品创新改革。继续推进新型烟草制品监管法律法规体系建设；继续推进新型烟草制品研发创新改革
2016/3/28	在新型烟草制品研发方面，要在技术研发上下功夫，在平台建设上下功夫
2016/1/16	不断强化卷烟包装标识警示，持续推进降焦减害，推动电子烟等新型烟草制品监管，继续严厉打击烟草制品非法贸易
2015/5/20	高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，将其作为关系行业可持续发展的战略性、全局性、长远性重大课题，超前谋划、系统设计、突出重点、有序推进。
2015/5/4	新型卷烟研制重大专项要继续深入开展新型烟草制品专利分析、市场及政策研究，做好产品标准研究，着力强化基础研究和共性技术研究，促进成果的转化应用。
2014/3/18	加强新型烟草制品发展趋势的研究，促进行业可持续发展

来源：烟草专卖网，中泰证券研究所

■ **新型烟草对企业业绩的影响在于产业集群附加值提升。基于行业高速扩**

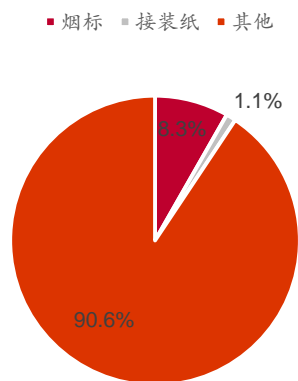
容逻辑，新型烟草短期应较传统烟草被赋予更高的估值。而中长期看烟用耗材企业切入新型烟草的业绩兑现模式在于产业集群附加值提升。主要表现在：**1）在中烟供应链体系中份额的提升。**我国烟用耗材领域格局分散，以烟标为例，60%-70%的市场份额掌握在地方性中小企业和三产公司手中，行业龙头劲嘉股份、东风股份等市占率仅 7%。由于新型烟草生产技术壁垒远高于传统烟草（例如 IQOS 正在申请和已授权专利已近万项），行业有望逐步呈现向龙头集中的趋势。**2）供应链份额提升。**我国卷烟行业年收入约 1.5 万亿元，行业毛利率在 70%左右，据此计算卷烟生产成本约 4000-5000 亿元。现存 A 股标的主要为中烟提供烟标与接装纸，占卷烟成本不足 10%。其他烟丝等环节则因烟草专售制度难以触及。新型烟草的出现可以为企业提供拓展附加值的机会。若未来国内新型烟草行业能够实现 10%的市占率，意味着行业规模将达到约 1500 亿元。

图表 52：我国烟标龙头企业市占率依然较低



来源：公司公告、中泰证券研究所

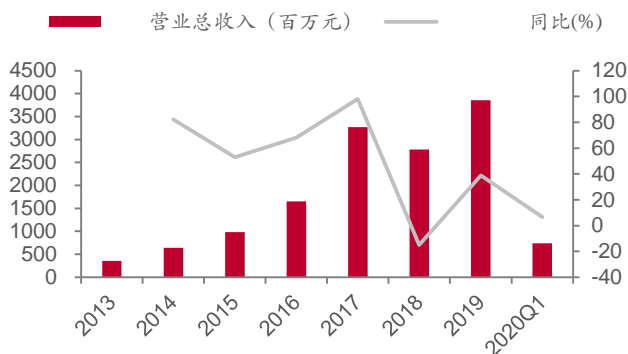
图表 53：烟标与烟用接装纸在卷烟成本中占比低



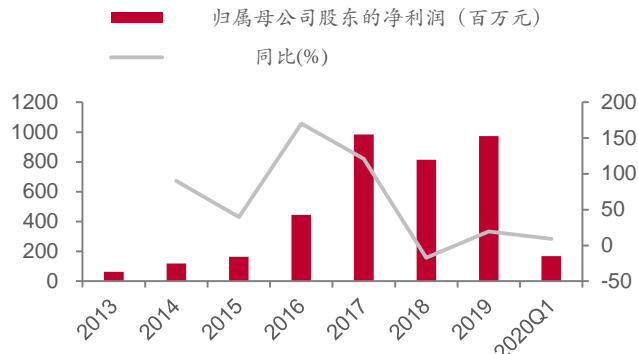
来源：wind、中泰证券研究所

相关标的

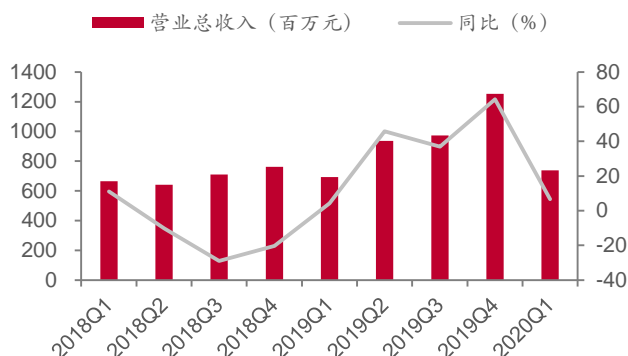
- **盈趣科技：**19 年业绩大幅改善，20Q1 逆势增长。盈趣科技 2019 年全年实现营收 38.54 亿元，同比增长 38.7%；实现归母净利润 9.73 亿元，同比增长 19.6%；实现扣非后归母净利润 8.91 亿元，同比增长 22.5%。2020Q1 公司实现营收 7.39 亿(+6.63%)，归母净利润 1.68 亿(+9.05%)，扣非归母净利润 1.58 亿(+17.76%)。
- **分产品看：**雕刻机爆发式增长，IQOS 底部现反转信号。2019 年公司家用雕刻机产品营收 16.3 亿元，同比增长 63%，家用雕刻机占营收比重为 42.3%；电子烟部件实现营收 9.62 亿元，同比增长 17%，占营收比重的 25%；罗技旗下产品实现营收 4 亿元，同比增长 35%；Asetek 营收 2.2 亿元，同比下滑 16%。
- **未来核心看点：**IQOS 美国期权兑现和中长期新产品带来的业绩增长极。一方面，若 IQOS 的 MRTTP 或设备升级申请获得 FDA 批准，产品在美国市场加速推广预计将大幅提升公司业绩弹性。另一方面，中长期我们看好罗技、汽车电子、博世、及 OBM 业务的快速放量助力公司打造业绩新增长极。

图表 54: 盈趣科技主营业务收入变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 55: 盈趣科技归母净利润变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

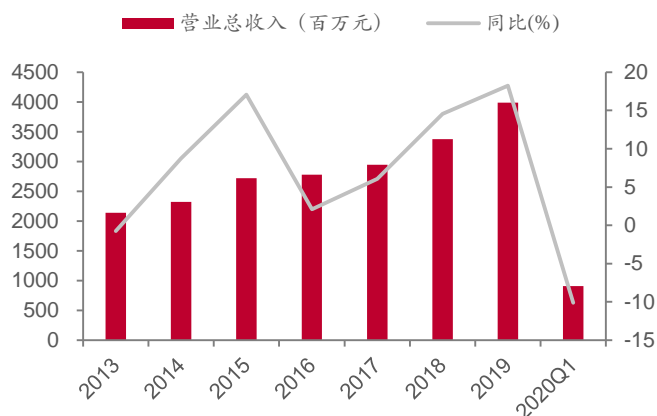
图表 56: 盈趣科技单季度主营业务收入变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

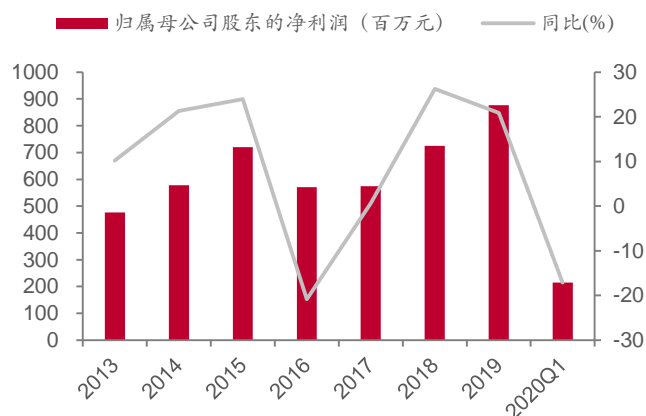
图表 57: 盈趣科技单季度归母净利润变动


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 劲嘉股份: 19 年业绩稳健增长, 20Q2 有望边际改善。**2019 全年公司实现营业收入 38.54 亿元, 同比增长 38.71%, 归母净利润 9.73 亿元, 同比增长 19.6%, 扣非净利润 8.91 亿元, 同比增长 22.48%。其中新型烟草全年实现销售收入 1,817 万元, 比上年同期增幅 250.10%。2020 年 Q1 公司实现营收 9.07 亿元, 同比下降 10.12%; 实现归母净利润 2.15 亿元, 同比下降 17.09%; 实现扣非后归母净利润 2.14 亿元, 同比下降 15.67%。公司预计上半年归母净利润为 3.7-5.1 亿元, 同比增长 -20%-10%, 暗示 Q2 业绩较 Q1 边际改善概率较高。
- 提前布局, 静候政策落地东风:** 新型烟草方面, 劲嘉股份下属子公司劲嘉科技与云南中烟下属子公司深圳市华玉科技发展有限公司设立的合资公司嘉玉科技, 目前承担云南中烟加热不燃烧烟具的生产工作; 公司与北京米物科技有限公司等设立的合资公司因味科技, 推出 FOOGO(福狗)品牌创新科技型电子雾化设备; 劲嘉科技为云南中烟、上海烟草、贵州中烟、河南中烟、广西中烟等中烟公司提供烟具研发服务的同时, 为 FOOGO(福狗)、WEBACCO(微拜)、GIPPRO(龙舞)、LUMIA 等品牌提供研发、代工服务。当前劲嘉股份拥有 HNB 和雾化烟两大类产品, 若未来国内新型烟草政策落地, 有望催化公司在高成长赛道打造新的业绩增长极。

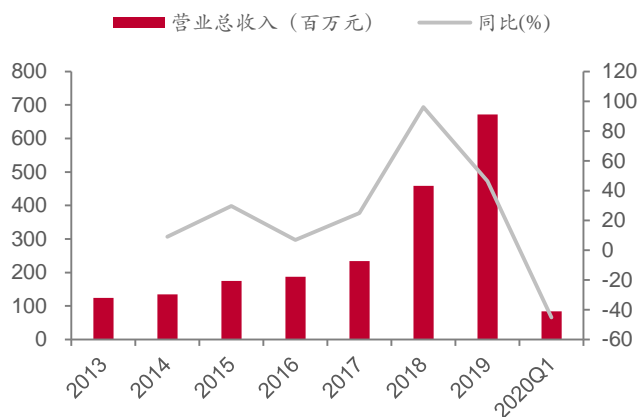
图表 58: 劲嘉股份主营业务收入趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

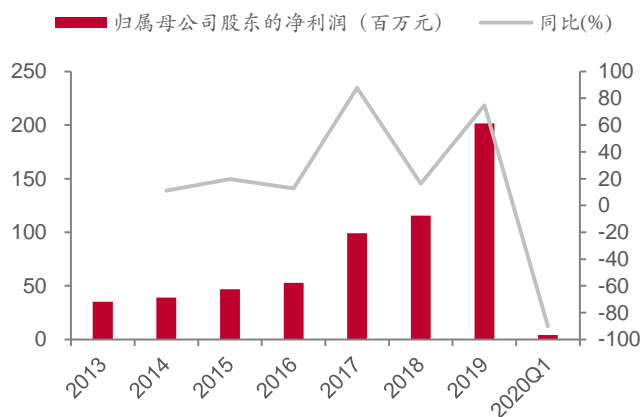
图表 59: 劲嘉股份归母净利润趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **集友股份: 19 业绩高增长, 布局新型烟草核心技术。**公司 2019 全年实现营业收入 6.71 亿元, 同比增长 46.49%; 归母净利润 2.02 亿元, 同比增长 74.76%; 扣非后净利润 1.6 亿元, 同比增长约 48.81%。2020Q1 公司实现营业收入 8391.46 万元, 同比降低 45.30%; 归母净利 418.98 万元, 同比降低 90.02%; 扣非归母净利 341.11 万元, 同比降低 91.26%。
- **新型烟草方面,**公司 17 年与安徽中烟成立联合工程中心, 18 年与昆明旭光设立合资公司主营新型烟草开发设计服务, 19 年增资合资公司集友广誉, 同时还与重庆和江苏中烟发布战略合作, 同时积极推进薄片资质申请。均质化薄片属于新型烟草产业链中技术壁垒最高, 产业附加值最高的环节, 未来发展可期。若相关政策落地, 公司有望显著受益。

图表 60: 集友股份主营业务收入趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 61: 集友股份归母净利润趋势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

风险提示

宏观经济波动风险

- 文娱板块行业情况与宏观经济关联较为紧密，若宏观经济出现下行，可能影响行业增速和企业盈利情况。

行业政策变动风险

- 新型烟草板块成长性受行业政策影响，建议积极关注政策变动。

行业竞争加剧风险

- 若行业出现竞争加剧情况，可能影响文娱和新型烟草板块格局。

测算假设存在局限性

- 本文对文具市场和新型烟草市场行业规模测算存在假设前提，如与实际情况出现偏差，可能影响结果准确性。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上

	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。