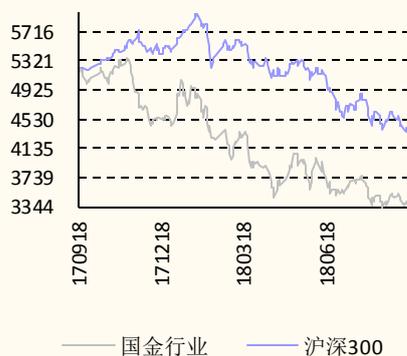


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金包装印刷指数	3357.72
沪深300指数	3242.09
上证指数	2681.64
深证成指	8113.88
中小板综指	8290.24



## 轻工行业“新能源”，政策若松绑催生千亿市场

## 投资建议

■ **行业策略：**目前国内新型烟草烟具和烟弹产品技术储备充足，且已有产品进入海外市场试水销售，具备与国外品牌同台竞争实力。同时，国内烟民数量众多，减伤减害需求正在迅速抬头，对于主打低伤害的新型烟草产品存在明确的市场需求。就政策而言，虽然目前并未出台明确支持新型烟草流通的政策，但相关行业标准已在审核之中，且受海外相关产品在国内市场的逐步渗透，为避免市场流失预计相关政策出台并不会太遥远。结合新型烟草产品在海外的销售表现，以及相关产品价格测算，预计在政策全面松绑后，我国新型烟草行业将迅速崛起为千亿级市场。

■ **重点推荐劲嘉股份，建议关注盈趣科技、东风股份、集友股份和顺灏股份。**

## 行业观点

■ **加热不燃烧烟草制品逐渐成为新型烟草的代名词。**新型烟草制品主要分为有烟气与无烟气两类，而目前市场上尤以无烟气的电子雾化烟与加热不燃烧烟草两类产品居多。由于加热不燃烧制品与传统电子雾化烟相比，真正含有烟草成分，在口感与体验上均远优于电子雾化烟，因此未来提及新型烟草，更会默认为加热不燃烧烟草制品。

■ **国外市场新型烟草发展火热，尤以近邻日韩为盛。**烟草加热制品在国外的历史并不短，但是真正开始以畅销世界的新型烟草的姿态出现在市场上，始于2014年菲莫国际在日本和意大利发售IQOS。尽管目前全球新型烟草的市场规模仍不足100亿美元，但是超过30%的年复合增长率使其成为目前全球烟草市场最火热的品类，预计将在2021年接近电子雾化烟的市场份额。另一方面，全球新型烟草尤以近邻日本韩国发展迅速。其中日本占据新型烟草市场90%的销售额，而韩国则表现出更高速增长。国外新型烟草市场的繁荣也为国内市场的发展埋下种子。

■ **国内市场发展新型烟草可行，目前只欠政策东风。**从需求端来看，国内烟民减伤减害的需求正日益凸显，新型烟草对于吸烟带来的伤害有明显改善，相关烟弹产品也具备非常可观的盈利空间。在国家收缩烟草种植面积的趋势下，新型烟草将有效对冲烟草利税下滑风险。目前国内新型烟草的烟具和烟弹储备技术充足，已可以完全规避IQOS等海外电子烟产品的专利保护，且云烟和川烟已有烟具和烟弹产品进入韩国市场流通，具备与海外品牌同台竞争的实力。目前新型烟草行业标准正在审核，全面放开流通政策出台并不遥远，其预计放开后监管和税收政策会与成品卷烟接近，且电子雾化烟存在退出市场竞争可能。

■ **我国烟民基数大，新型烟草市场有千亿级的市场潜力。**我国目前有3.2亿烟民，基数依然庞大。随着我国烟民对于健康的重视程度不断加深，烟草市场对于高品质、低焦油的香烟需求愈发旺盛。而减害效果更好的新型烟草显然更贴合这一结构优化的趋势，加之城市烟民比例提升，能够消费定价更高的新型烟草。经测算，一旦新型烟草在国内开放，几年之内就会发展成一个千亿级别的市场。

## 风险提示

■ 国内宏观经济大幅波动的风险；国内卷烟产销大幅下降的风险；侵犯IQOS专利保护的风险；国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险；中烟公司新型烟草产品研发进度不达预期的风险。

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
(8621)60935563

jie\_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人

yuanyibo@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内创新型卷烟增长迅猛，海外新型烟草异军突起	5
2017年，国内烟草市场开始恢复增长	5
国外烟草市场整体萎缩，新型烟草异军突起	6
新型烟草全解析	7
一、什么是新型烟草？	7
二、新型烟草与传统香烟有哪些不同？	9
三、新型烟草在国外发展如何？	11
日本：新型烟草制品的天堂	11
美国：新型烟草制品受限于FDA	13
英国：新型烟草制品在欧洲市场的代表	14
四、新型烟草在国内走的通吗？答案是肯定的	15
五、新型烟草的大发展只欠政策东风	20
六、新型烟草在国内有多大潜力？	22
行业推荐公司简析	26
劲嘉股份：烟标业务为基，新型烟草布局水到渠成	26
盈趣科技：具备IQOS产业链优势	31
集友股份：与安徽中烟合作布局新型烟草	32
东风股份：老牌烟标企业，新型烟草合作可期	32
顺灏股份：真空镀铝纸龙头，积极拓展新型烟草业务	33

## 图表目录

图表 1：推荐标的盈利预测	5
图表 2：2011-2017 年国内卷烟销量	5
图表 3：2013-2017 年全国居民人均可支配收入	5
图表 4：2013-2017 年一类卷烟销量及增长率走势	6
图表 5：2013-2017 年一、二类卷烟销量占比	6
图表 6：2013-2017 年细支烟销量变化	6
图表 7：2013-2017 年粗/细支烟销量增速	6
图表 8：全球（除中国）前 5 大卷烟市场销量（万箱）	7
图表 9：四大烟草公司 2013-2017 烟草销量（万箱）	7
图表 10：新型烟草制品分类示意图	7
图表 11：电子烟基础结构	8
图表 12：电子烟烟油成分	8
图表 13：加热不燃烧烟草制品代表：iQOS	8
图表 14：加热不燃烧烟草产品所用烟弹	8
图表 15：新型烟草发展历史	9

图表 16: 2017 年全球烟草市场结构 (不含中国)	9
图表 17: 加热不燃烧制品市场规模预测	9
图表 18: 新型烟草与传统烟草成分对比	10
图表 19: 传统卷烟结构示意图	11
图表 20: IQOS 烟弹结构示意图	11
图表 21: IQOS 烟弹实物拆解	11
图表 22: 日本传统卷烟销量 (2006-2017 年)	12
图表 23: 日本新型烟草市场份额	12
图表 24: 日本咖啡厅 iQOS 标语牌	12
图表 25: 2017 年 iQOS 日本销售比例	12
图表 26: 英美烟草加热不燃烧制品 Glo	13
图表 27: 日本烟草加热不燃烧制品 Ploom TECH	13
图表 28: 2016 年全球电子烟分布	13
图表 29: 美国电子雾化烟 JUUL	13
图表 30: FDA 电子烟败诉始末	14
图表 31: 新型烟草在欧洲的市场渗透率	15
图表 32: IQOS 在欧洲市场的使用人数	15
图表 33: 2013-2017 年英国加热烟草产品销售额	15
图表 34: 中国烟草行业产业链情况	16
图表 35: 近年国内烟草种植面积持续减少	17
图表 36: 新型烟草烟弹产品价值更高	17
图表 37: 卷烟单箱销售收入稳健攀升	18
图表 38: 近三年一、二类烟草消费占比提升明显	18
图表 39: 高端卷烟和细支烟有害物质含量明显更少	18
图表 40: IQOS 的 4 大加热阶段	19
图表 41: IQOS 加热图解	19
图表 42: IQOS 烟弹插入和移除过程	19
图表 43: 国内外新型烟草电子烟设备与烟弹对比	19
图表 44: 中国控制吸烟相关法律条令	20
图表 45: 2014 年国内电子烟市场迎来爆发式增长	21
图表 46: 消费者对电子烟产品的消费心理	21
图表 47: 卷烟工商和商业库存情况	22
图表 48: 今年前 7 月卷烟库存为近三年最低	22
图表 49: 2013-2017 年焦油<8mg 的卷烟销量及占比	23
图表 50: 2013-2017 年焦油<6mg 的卷烟销量及占比	23
图表 51: 2017 年日本新型烟草市场渗透率模型	23
图表 52: 日本成田机场免税店万宝路烟弹价格	24
图表 53: 2010 年中国城市/农村烟民比例	24
图表 54: 新型烟草市场开放后渗透率变化	24

图表 55: 中国新型烟草市场空间测算.....	25
图表 56: 80、90 后人群吸烟呈现年轻化.....	26
图表 57: 收入越高对香烟价格敏感度越低.....	26
图表 58: 加热不燃烧产品在日本的受众性别.....	26
图表 59: 劲嘉股份营收及增速.....	27
图表 60: 劲嘉股份 2018 年上半年主营业务结构.....	27
图表 61: 公司与云南中烟达成战略合作.....	27
图表 62: 劲嘉旗下各代电子雾化烟产品.....	28
图表 63: 小米电子雾化烟产品.....	29
图表 64: 小米电子雾化烟结构.....	29
图表 65: 公司烟标出厂价变化.....	29
图表 66: 公司烟标业务市占率.....	29
图表 67: 新型烟草包装为公司新增营收测算.....	30
图表 68: 新型烟草烟具生产为公司新增营收测算.....	30
图表 69: 劲嘉股份基本情况与盈利预测.....	31
图表 70: 盈趣科技营收及增速.....	31
图表 71: 2018 年上半年盈趣科技收入结构.....	31
图表 72: 盈趣科技与 IQOS 供应关系.....	32
图表 73: 2017 年上半年公司客户结构.....	32
图表 74: 集友股份营收及增速.....	32
图表 75: 集友股份归母净利润及增速.....	32
图表 76: 东风股份营收及增速.....	33
图表 77: 东风股份归母净利润及增速.....	33
图表 78: 顺灏股份营收情况.....	33
图表 79: 顺灏股份归母净利润情况.....	33

图表 1: 推荐标的盈利预测

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	已上市流 通 A 股 (百万 股)	EPS			PE			评级
				2018	2019	2020	2018	2019	2020	
002191.SZ	劲嘉股份	8.27	1,302.00	0.48	0.59	0.78	17	14	11	买入
002925.SZ	盈趣科技	44.13	74.98	2.64*	3.49*	4.15*	17	13	11	N/A
603429.SH	集友股份	30.36	97.58	0.78*	1.15*	1.64*	39	26	19	N/A
601515.SH	东风股份	7.68	1,112.00	0.64*	0.73*	0.81*	12	11	9	N/A
002565.SZ	顺灏股份	4.58	684.84	0.21*	0.25*	0.24*	21	19	19	N/A

来源: 来源: wind, 国金证券研究所, 收盘价日期为 2018 年 9 月 14 日, \*为 Wind 一致预期

## 国内创新型卷烟增长迅猛, 海外新型烟草异军突起

### 2017 年, 国内烟草市场开始恢复增长

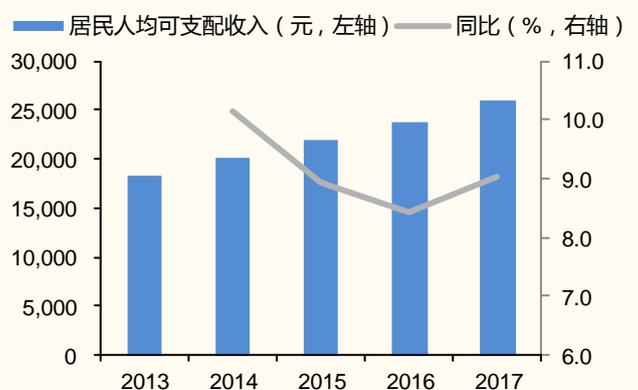
- 前期政策等因素抑制烟草市场。17 年政策变化和居民收入增长推动市场复苏。2011-2014 年, 全国卷烟销量维持低速增长状态, 但受到烟草税制改革、控烟力度加大等因素影响, 2015 年销量开始出现下滑, 2016 年更是进一步扩大下滑幅度。2017 年, 受益于烟草总公司“稳产销、降库存”的调控方针, 同时从品牌、品类和产品等各个层面优化结构, 卷烟整体销量达 4737.8 万箱, 同比增长 0.82%, 止住下滑颓势。另一方面, 我们认为, 去年大宗商品大幅涨价, 制造业工人收入增加明显, 全国居民人均可支配收入增速同比提升 0.59pct., 为卷烟销量增长触底反弹提供了重要动力。此外, 2017 年年末卷烟销量同比增长 39 万箱, 工商库存下降 60 万箱, 国家对于烟草行业的供给侧改革也初见成效。

图表 2: 2011-2017 年国内卷烟销量



来源: 烟草在线, 国金证券研究所

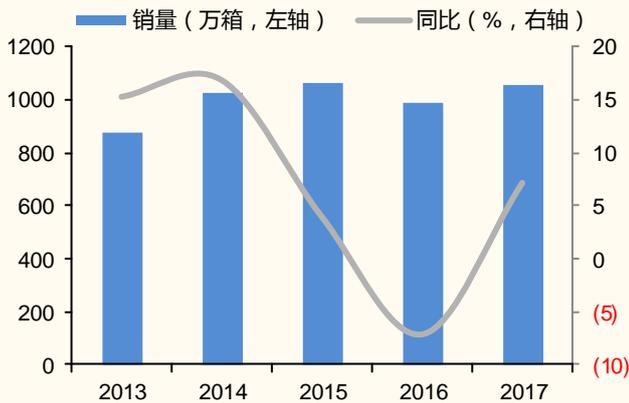
图表 3: 2013-2017 年全国居民人均可支配收入



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

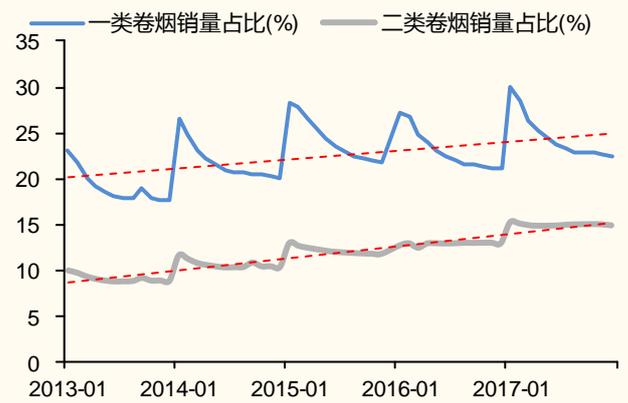
- 一、二类卷烟销量增长恢复明显, 整体占比呈现上升趋势。受整体卷烟销量下滑的影响, 2016 年高端烟卷市场整体表现低迷, 其中一类卷烟全年同比呈现负增长, 二类卷烟销量同比增速在 16 年 6 月份扭负为正后也仅维持在较低水平。2017 年, 一二类烟草销量增长出现明显好转, 其中一类卷烟销量达到 1058 万箱, 同比增长 7.10%, 二类卷烟销量同比增长 15.70%, 增速大幅提升 11.61pct.。一二类卷烟销量占比于 2017 年达到 37.17%, 其中二类卷烟占比提高 1.91pct., 提升速度快于一类卷烟。

图表 4: 2013-2017 年一类卷烟销量及增长率走势



来源:《中国烟草》, 国金证券研究所

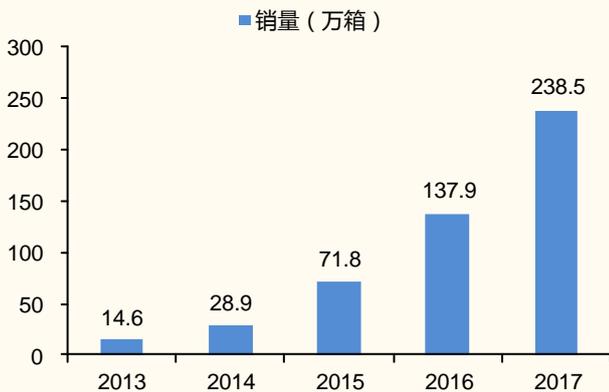
图表 5: 2013-2017 年一、二类卷烟销量占比



来源: 烟草在线, 国金证券研究所

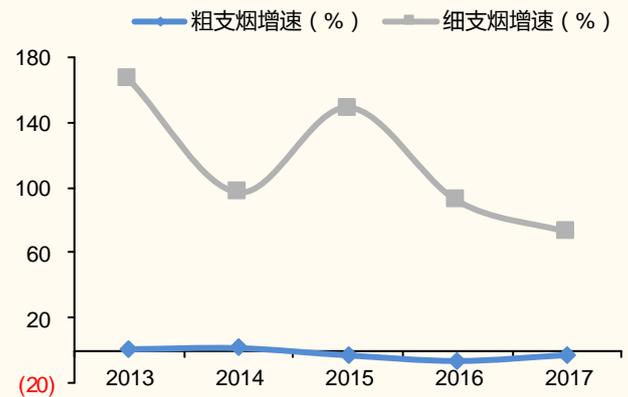
- **创新型香烟销量高速增长。**近年国家持续推进卷烟产品结构调整, 创新型香烟近年增长迅速。2017 年, 创新型香烟对卷烟整体销量增量的贡献率达到 362.8%。其中细支烟销量达到 238.5 万箱, 同比增长 73.0%, 市场份额增加至 5.03%。除此之外, 爆珠烟实现了卷烟爆珠的自主设计、自主生产和自主研发, 销量也呈爆发式增长, 2017 年达到 34.9 万箱, 同比增长 429%。短支烟同样发展迅猛, 2017 年销量达到 25.0 万箱, 同比增长 162.3%。相比于传统粗支烟销量的负增长, 未来以细支烟为代表的创新产品将是推动国内卷烟销量提升的关键。

图表 6: 2013-2017 年细支烟销量变化



来源: 中国烟草总公司网站, 国金证券研究所

图表 7: 2013-2017 年粗/细支烟销量增速

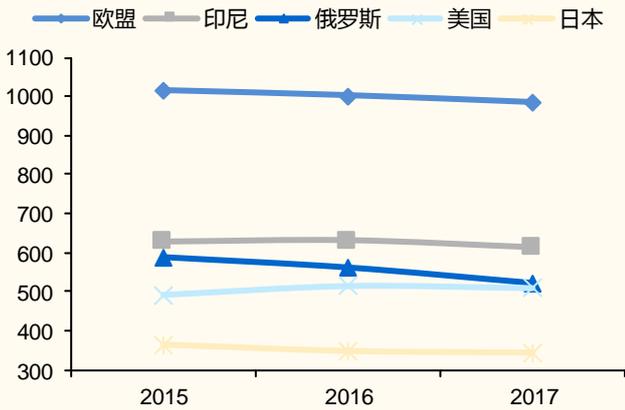


来源: 中国烟草总公司网站, 国金证券研究所

### 国外烟草市场整体萎缩, 新型烟草异军突起

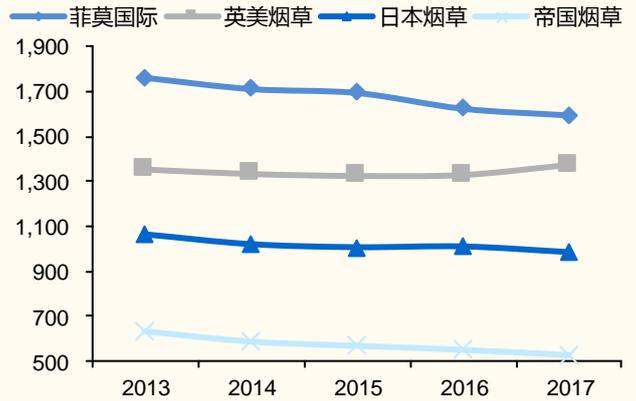
- **国外烟草市场萎缩大势已成。**近 5 年, 卷烟仍然是传统烟草制品的主要品类, 占据全球烟草市场 90% 左右的市场份额。但受到各国日益收紧的控烟政策影响, 其销量不断下降。2017 年, 全球 (除中国) 卷烟总销量约 6200 万箱, 同比下降约 2%, 预计未来 5 年仍以 1%-2% 的速度逐年递减。从全球 (除中国) 前 5 大卷烟市场: 欧盟、俄罗斯、印尼、美国和日本 2015 年以来的卷烟销量来看, 也总体呈现出逐年下降的趋势。另一方面, 世界四大烟草公司: 菲莫国际、英美烟草、日本烟草、帝国烟草中除英美烟草外, 2017 年的销量同比均有 3% 左右的下降。根据 Euromonitor International 的预测, 到 2021 年全球卷烟市场规模将减少 77 亿美元, 国外烟草市场整体规模逐渐萎缩的大趋势已经形成。

图表 8：全球（除中国）前 5 大卷烟市场销量（万箱）



来源：欧睿国际、菲莫国际快报，国金证券研究所

图表 9：四大烟草公司 2013-2017 烟草销量（万箱）



来源：中国烟草，国金证券研究所

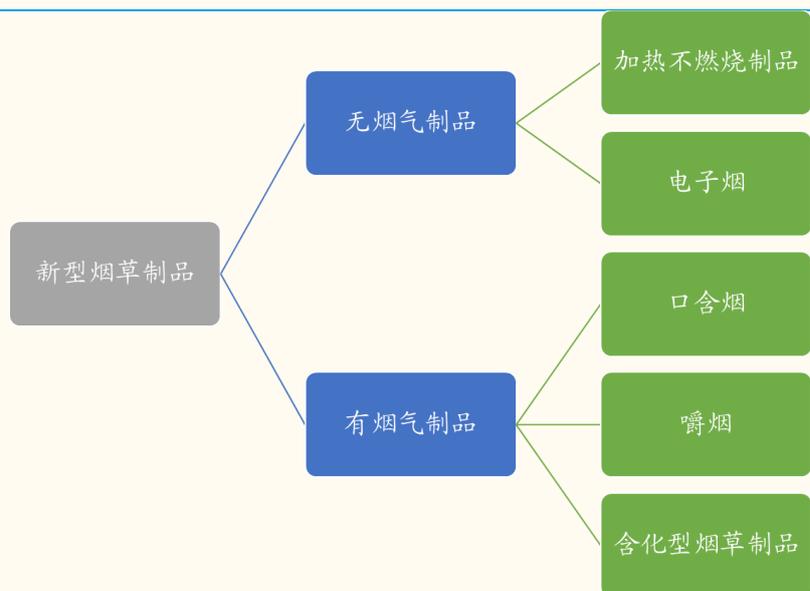
- **新型烟草逆势增长。**在全球烟草市场逐渐萎缩的大背景下，新型烟草制品发展势头强劲。尽管电子烟销售额增速自 2013 年达到顶点（70%）后逐渐放缓，但年均 20%左右的增速仍能带来可观增量，其销售规模与全球第十一大卷烟市场相当。另一方面，加热不燃烧制品的表现远超预期，按照 Euromonitor 的预测，到 2021 年全球加热不燃烧制品规模将达到 154 亿美元，2017-2021 年 CAGR 达到 32.5%，如此亮眼的表现也提振了烟草业可持续发展的信心。
- 新型烟草制品在全球范围内迅速普及、快速增长，其对于烟民基数庞大的国内烟草市场来说是一个巨大的机会，拥有广阔的发展空间和潜力。因此本篇报告将在后文对新型烟草进行详细解析。

## 新型烟草全解析

### 一、什么是新型烟草？

- 新型烟草制品主要是指区别于采用传统燃吸方式的卷烟的烟草制品，根据使用形式可以分为无烟气、有烟气两类。其中无烟气产品以加热不燃烧型烟草制品和电子烟为代表。有烟气产品则主要包含口含烟、嚼烟，以及含化型烟草制品。目前市场上以无烟气的两类产品居多。

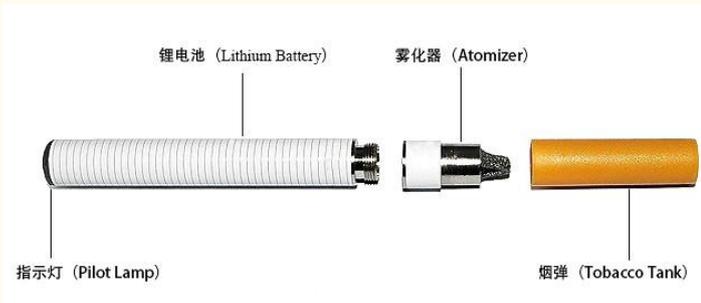
图表 10：新型烟草制品分类示意图



来源：上海新型烟草制品研究院，国金证券研究所

- **电子烟：不含焦油的新型烟草制品。**电子烟（E-cigarette、电子雾化烟）主要包含可充电的电池主机、电子雾化器两部分，通过电池驱动雾化器以加热烟弹中的烟油从而产生烟雾，达到和吸传统卷烟相近的效果体验。电子烟的烟油包含四种成分：蔬菜甘油（VG）、丙二醇（PG）、天然或人工香料、尼古丁。其中蔬菜甘油用以产生更多烟雾，丙二醇用以增加吸烟时的“击喉感”，香料则可为电子烟调制出许多不同口味，尼古丁根据不同烟油而选择性添加。

图表 11：电子烟基础结构



来源：Google 图片，国金证券研究所

图表 12：电子烟烟油成分



来源：维基百科，国金证券研究所

- **加热不燃烧烟草：新型烟草中的新贵。**加热不燃烧烟草制品（Heat-not-burn, 简称为 HNB）一般分为三个部分：烟弹（含有烟草）、烟具（加热棒）和充电器。通过特殊的加热源对烟弹中的烟丝进行加热，使其中的尼古丁及香味物质通过挥发产生烟气来满足吸烟者需求。与传统卷烟不同，加热不燃烧制品仅将烟草加热至 350°C 左右（低于传统卷烟的 600°C），从而尽可能减少烟草由于高温燃烧裂解而产生的有害成分。加热不燃烧制品经由菲莫国际 2014 年推出的 iQOS 开始风靡世界，被认为是能够在降低吸烟危害同时最大程度还原吸烟口感的产品。

图表 13：加热不燃烧烟草制品代表：iQOS



来源：Google 图片，国金证券研究所

图表 14：加热不燃烧烟草产品所用烟弹

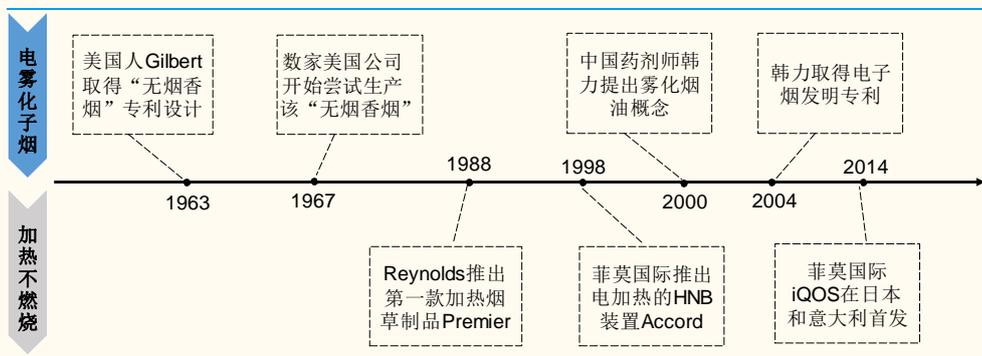


来源：知乎专栏，国金证券研究所

- **新型烟草在曲折发展中逐渐出彩。**电子烟：电子烟最早起源于美国人 Herbert A. Gilbert 在 1963 年取得的一款“无烟、非烟草香烟”的专利设计，而后在 1967 年，有数家公司尝试生产该款电子烟，最终无果而终。直至 2000 年北京药剂师韩力提出把尼古丁以丙二醇稀释，并用超声波装置把液体雾化的概念，并于 2004 年取得电子烟的发明专利。而后随着国外反吸烟运动的普及，电子烟从中国流向西方国家。**加热不燃烧烟草：**最早在

1988年 R.J.Reynolds 推出第一个加热烟草产品“Premier”，但被形容为“难以使用”及“味道不好”。而后 1998年菲莫国际推出一款采用电加热的HNB吸烟装置 Accord，经过数年的发展后又在 2014年于日本名古屋和意大利米兰首发 IQOS，迅速风靡世界。

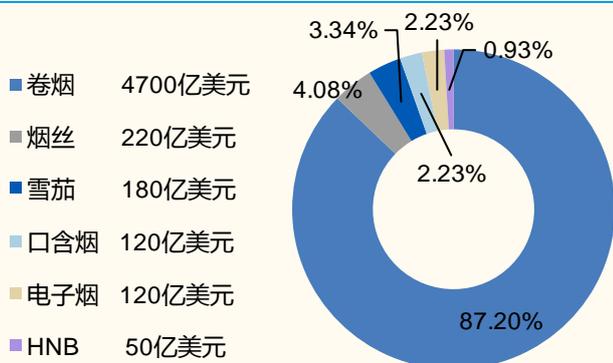
图表 15：新型烟草发展历史



来源：维基百科，国金证券研究所

- **新型烟草持续发展，尤以加热不燃烧制品增长迅速。**根据贵州省烟草专卖局发布的《2017年世界烟草发展报告》数据显示，2017年全球电子烟消费者约有 3500 万，销售额约为 120 亿美元，占烟草销售总额的 2.23%。而加热不燃烧制品高速增长，2017 年的销售额为 50 亿美元，占烟草销售总额的 0.93%，预计至 2021 年将超过 150 亿美元，接近电子烟的销售额，约占新型烟草总销售额的 45%。根据 Euromonitor International 的分析，未来五年加热不燃烧制品将是增长最快的烟草产品，到 2021 年占据全球烟草 3.5% 的市场份额。

图表 16：2017 年全球烟草市场结构（不含中国）



来源：中国烟草市场，国金证券研究所

图表 17：加热不燃烧制品市场规模预测



来源：Euromonitor International，国金证券研究所

- **加热不燃烧制品是传统香烟的更好替代品。**电子雾化烟之所以迅速流行开来，除了因其不含焦油等致癌物质的健康因素外，还与其带有一定的时尚、娱乐性有关，青年人会组成所谓的“烟圈”。而就替代传统香烟而言，最重要的是吸烟时的体验与口感，在这方面加热不燃烧制品显然更胜一筹。一方面固体烟草制成的烟弹更接近传统香烟的质感，另一方面由于其烟弹使用的还是含尼古丁的烟草而非烟油，在口感与体验上更能为传统烟民所接受。所以我们认为加热不燃烧制品才是新型烟草未来的发展方向，报告后文中提到的“新型烟草”也将特指“加热不燃烧制品”（HNB）。

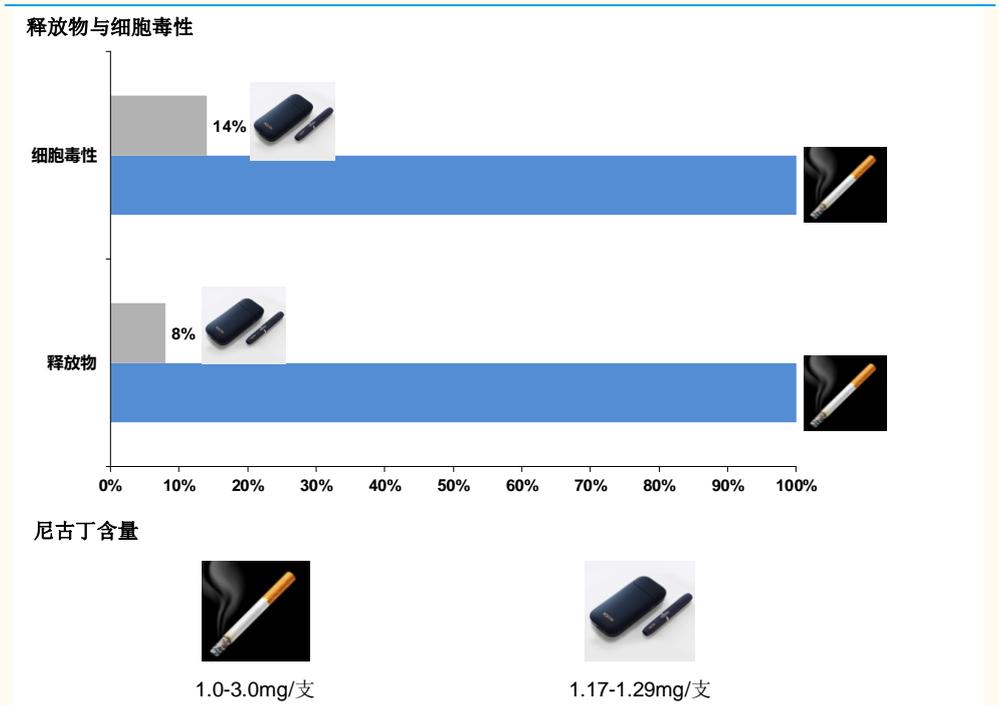
## 二、新型烟草与传统香烟有哪些不同？

- **原理上新型烟草制品更科技。**传统卷烟在吸食原理上十分简单，利用明火点燃烟卷中的烟草后直接吸食产生的烟雾。而新型烟草制品采取“加热不燃烧”的模式，仅对烟草进行低温加热，而不产生明火燃烧。加热原理大致分为三类：内加热（以菲莫国际生产的 iQOS 为代表）、外加热（以英美烟草生产的 Glo 为代表）与蒸汽加热（以日本烟草生产的 Ploom TECH 为

代表)。内加热指烟具使用过程中，将发热片（针）插入烟草内，利用电阻发热原理对烟草进行加热；外加热指将烟弹插入烟具后，利用烟弹周围的加热片向烟弹中心加热；蒸汽加热指烟具将含有香精、甘油的烟油加热至蒸汽后，使之通过烟草颗粒，从而加热烟草并附上烟草香气。

- **成分上新型烟草制品更健康。**新型烟草对于吸烟者的身体危害较低是其广受消费者青睐的主要原因之一。新型烟草制品与传统香烟的共同点是均含有尼古丁，但是尼古丁并未被证实是烟草制品损害人体的主要物质。而在烟草高温燃烧下生成的其他有害物质如：焦油（致癌物质和促癌物质）、苯并芘（高活性间接致癌物质）、气体污染物（一氧化碳、一氧化氮等）等则被证明是损害人体的元凶。而新型烟草是通过低温加热进行吸食，并不会产生上述的焦油等有害物质。因此从健康角度来说，新型烟草要远胜于传统香烟。

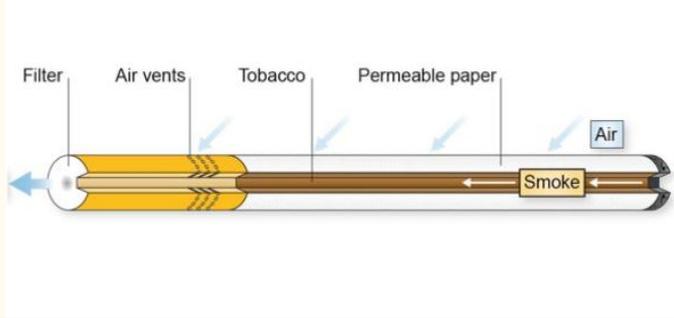
图表 18：新型烟草与传统烟草成分对比



来源：海南省烟草专卖局、Evidence Related to the Health Risk of IQOS Use, 国金证券研究所

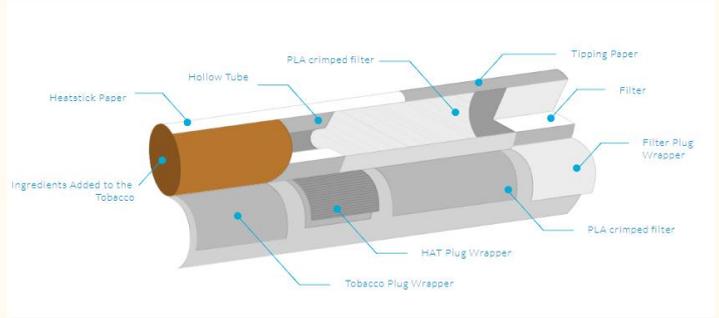
- **结构上新型烟草制品更安全。**传统香烟的结构比较简单，由烟草、过滤嘴、以及外包纸构成，其中过滤嘴的原料为醋酸纤维。而新型烟草制品所使用的烟弹结构比较复杂。以 IQOS 使用的烟弹为例，其主要由四部分组成：烟草片、空心过滤纤维、PLA 过滤片、滤嘴。其中 PLA 为聚乳酸，是一种新型的可再生生物降解材料，使用植物中提出的淀粉原料制成。而 PLA 被制成过滤片裹成圆筒状置入烟弹中，可以有效过滤烟草加热过程中产生的微量焦油。经过以上三道过滤系统的层层净化，最终吸入人体的烟雾相对更加安全。

图表 19: 传统卷烟结构示意图



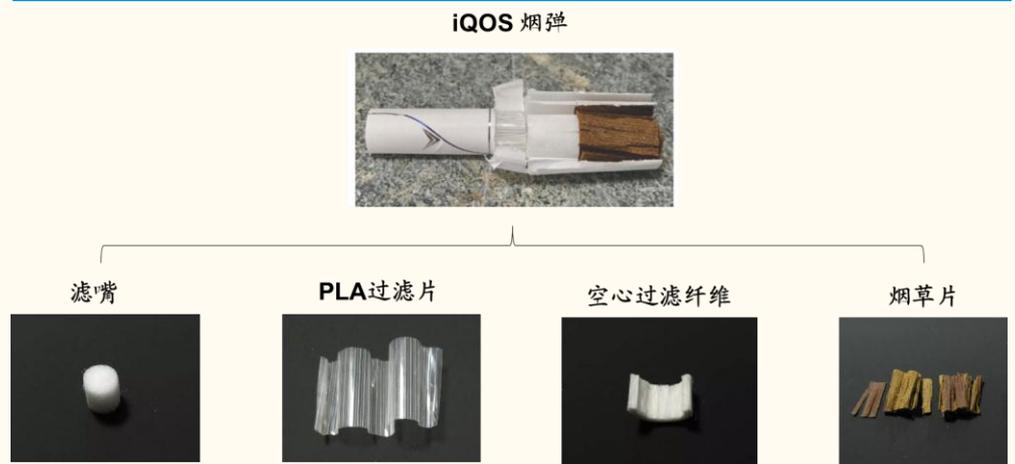
来源: 英美烟草官网, 国金证券研究所

图表 20: IQOS 烟弹结构示意图



来源: 菲英国际官网, 国金证券研究所

图表 21: IQOS 烟弹实物拆解



来源: American Heart Association, 国金证券研究所

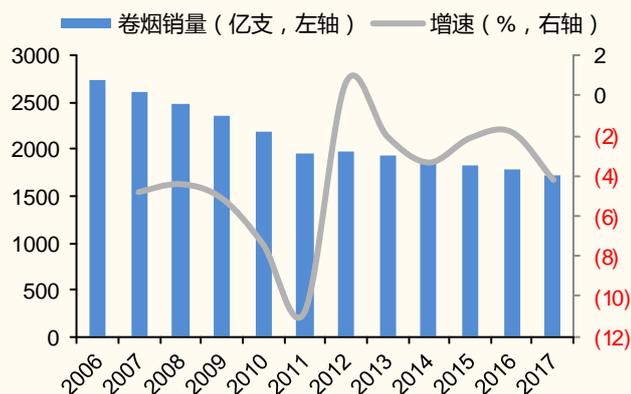
- **制法上新型烟草制品更减焦油。**以 Marlboro 生产的烟弹为例, 其中填充的并非传统卷烟中的烟丝或烟叶, 而是利用稠浆法生产的烟草薄片。这种烟草薄片是将烟草物质粉碎后加入甘油、水、瓜尔胶、纤维素纤维形成浆糊状, 再将该稠状物铺展烘干铲剥制成。使用烟草薄片是烟草生产过程中常用的一种降焦油手段, 事实上在普通卷烟中也会有部分烟草薄片添加。相比之下, 完全由烟草薄片制成的新型烟草烟弹的焦油含量会显著降低,

### 三、新型烟草在国外发展如何?

#### 日本: 新型烟草制品的天堂

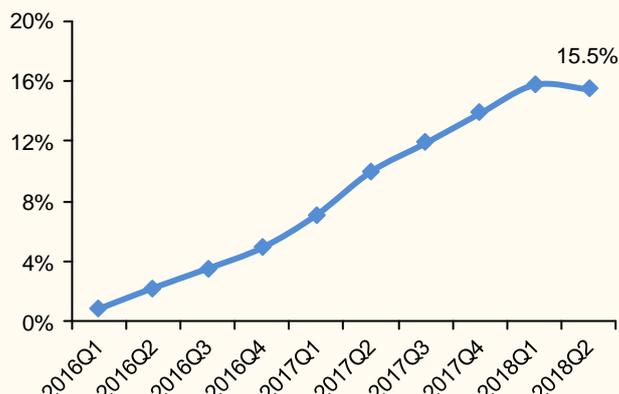
- **传统香烟持续萎缩, 新型烟草制品异军突起。**根据日本香烟协会的统一, 日本传统香烟的销量在 1996 年达到创纪录的 3483 亿支后便一路下滑。尤其在 2010 年烟草税的上调, 导致日本传统卷烟销量创下 10.8% 的近年最大跌幅。到 2017 年日本卷烟销量仅为 1715 亿支, 不足 1996 年的一半。而随着日本民众的健康意识在不断提高, 日本政府的控烟效果也较为明显, 新型烟草市场反而快速成长。截止到 2017 年 12 月底, 新型烟草已经占到了日本烟草市场近 20% 的销量, 预计到 2018 年仍会以 38% 的增速快速成长。而由于日本不允许使用含有尼古丁的电子烟油, HNB 制品有了更大的发展空间, 越来越多的传统香烟烟民转向 HNB 制品。2017 年日本的 HNB 制品销售额达到 47 亿美元, 占全球总销售额的 90% 以上。

图表 22: 日本传统卷烟销量 (2006-2017 年)



来源: 菲莫国际, 国金证券研究所

图表 23: 日本新型烟草市场份额



来源: PhilipMorrisInternational, 国金证券研究所

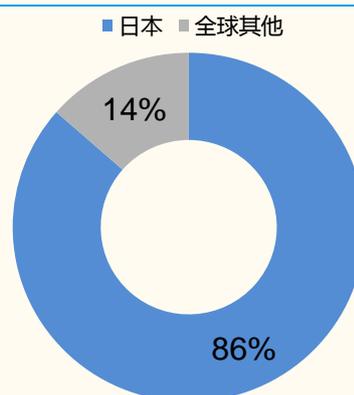
- 一切起源于 IQOS 的发售。日本烟民在吸烟时非常在意他人, 担心烟头可能会烫到身边的人, 烟气可能会飘进孩子的眼睛等等。而菲莫国际研发生产的 IQOS 产品体积小, 更加轻便, 没有燃烧灰烬, 烟雾量也小, 并且能够提供真正的烟草味道, 种种特性均满足了日本烟民的需求。同时其低焦油的亮点使得对于健康危害十分敏感的日本人更加青睐, 甚至一些家庭主妇主动为丈夫购买 IQOS 以替换传统香烟。因此 2014 年 IQOS 在名古屋一经发售, 迅速席卷日本烟草市场, 短短一年时间就拿下日本 4.9% 的烟草市场份额。
- IQOS 在日本如今已成为主流。从 2014 年发展至今, IQOS 在日本市场上已经成为一种主流烟草产品, 在日本很多餐厅、咖啡厅的餐桌上更是可以看到 “No smoking, IQOS ONLY” 的提示牌, 足以显示 IQOS 已经得到了日本社会的认可, 甚至成为规范公共吸烟礼仪和推动公共卫生的一部分。而这种主流也在 IQOS 于日本市场的表现得以体现。2017 年菲莫国际 IQOS 销量 72.4 万箱, 其中日本市场销量 62.6 万箱, 占总销量的 86.5%, 到 2017 年底 IQOS 在日本市场的占有率达到 13.9%, 到今年一季度这一份额更是提升至 15.8%。

图表 24: 日本咖啡厅 IQOS 标语牌



来源: 中国财经网, 国金证券研究所

图表 25: 2017 年 iQOS 日本销售比例



来源: 中古烟草市场, 国金证券研究所

- 其他新型烟草制品逐渐涌现。随着菲莫国际的 iQOS 在日本消费者中大受欢迎, 其他几家烟草巨头也纷纷进入日本市场的 HNB 领域。英美烟草在 2016 年年底推出了类似产品 Glo, 并在短期内推广到日本全国, 仅仅 10 个月销量就突破 100 万台, 到 2017 年底在日本市场的占有率达 3.6%。而本土烟草巨头日本烟草也在 2016 年发布 Ploom TECH, 并于 2017 年在终端开始销售, 在东京的市场占有率为 3.3%。随着各大烟草公司的 HNB 产品逐渐铺开, 日本加热不燃烧烟草的市场也将愈发成熟。

图表 26: 英美烟草加热不燃烧制品 Glo



来源: TOBACCO BUSINESS, 国金证券研究所

图表 27: 日本烟草加热不燃烧制品 Ploom TECH



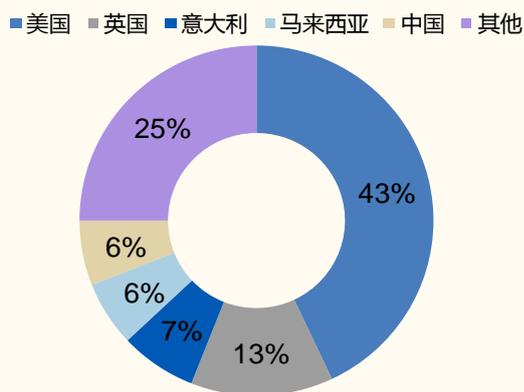
来源: 日本时报, 国金证券研究所

- 政策红利为日本新型烟草市场营造发展环境。在世界范围内, 日本对于加热不燃烧烟草制品的态度是相对开放的, 此类制品目前可以在市场合法销售。根据日本《烟草商业法》, 加热不燃烧产品与可燃卷烟属于同一类。日本卫生部表示, 如果科学证明蒸汽烟无害, 将考虑价格加热不燃烧产品排除监管范围。而在今年 7 月 19 日, 日本正式通过《健康促进法》修改案, 其中表明没有迹象证实加热式香烟会危害他人健康。尽管未来在 2020 年东京奥运会之前, 日本对于公共场所吸烟的规定会逐渐严格, 但是并没有限制对于加热不燃烧制品的流通, 因此未来一段时间政策红利依然能够使得日本成为全球新型烟草制品最重要的市场。

美国: 新型烟草制品受限于 FDA

- 美国市场以电子雾化烟为主。在美国市场, 电子雾化烟更为主流, 其在美国市场的销售额呈现出快速增长的势头, 从 2008 年 2000 万美元增长至 2015 年 28.75 亿美元, CAGR 根据《2016 年世界烟草发展报告》的数据显示, 2016 年全球电子烟市场约为 100 亿美元, 其中美国占据了 43% 的市场份额。美国电子雾化烟市场的火热也催生出一系列流行产品如 JUUL。

图表 28: 2016 年全球电子烟分布



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 29: 美国电子雾化烟 JUUL



来源: CNBC, 国金证券研究所

- FDA 败诉加速电子雾化烟市场发展。自 2007 年电子烟被引入美国之后, 电子烟产品开始在各种社交网络广泛传播。到了 2009 年 3 月, FDA (美国食品药品监督管理局) 要求海关禁止进口电子烟, 并拒绝 Smoking Everywhere 公司的产品进入美国市场。随后 Smoking Everywhere 公司向联邦法院提起诉讼, 经过 2 年时间后, 联邦法院最

终裁决 FDA 败诉，FDA 不能将电子烟产品作为医药用品进行监督，从此电子烟可以进入美国市场并快速发展。

**图表 30: FDA 电子烟败诉始末**

时间	事件
2009 年 3 月	FDA 要求美国海关禁止电子烟进口，拒绝 Smoking Everywhere 公司的产品进入美国市场
2009 年 4 月	Smoking Everywhere 公司向联邦法院提起诉讼，认为电子烟归属于烟草类，不应受到 FDA 的管控
2009 年 5 月	NJOY 加入诉讼
2010 年 1 月	联邦地方法官 Leon 认为电子烟应该被当作烟草制品，而不应该是当作医药用品被监管
2010 年 12 月	华盛顿上诉法庭判定 FDA 只能将电子烟作为烟草制品看待，并且不能阻止电子烟的进口，法庭认为电子烟只有被用于医疗用途，才能受到药物立法的限制
2011 年 1 月	华盛顿上诉法庭做出最终裁定，FDA 不能将电子烟作为医药用品监管，至此 FDA 败诉

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

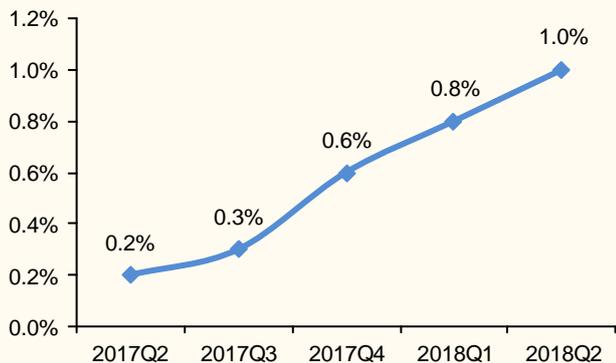
- 新型烟草制品通过 FDA 审批难度不小。**对于新型烟草制品，如 IQOS，想要在美国上市销售绝非易事。烟草制品如果想在美市场发售可以有两种途径，但均需向 FDA 提交申请并获得通过。其一是 PMTA (Pre-market Tobacco Application, 即烟草上市前申请)，此申请适用于 2007 年以后在美国上市的所有烟草制品；其二是 MRTP (Modified Risk Tobacco Product, 即烟草产品风险改进)，这是两条途径中相对困难的一条，需要制造商向 FDA 证明该产品对公众的健康危害小于传统香烟，并由 TPSAC (Tobacco Products Scientific Advisory Committee, 即烟草产品科学咨询委员会) 给出建议。要想通过 FDA 的审批费时且费力，新型烟草制品想通过 FDA 审批难度不小。
- IQOS 在美国市场推进中于 FDA 处碰壁。**生产 IQOS 的母公司菲莫国际本身是一家美国公司，在美国电子烟兴盛的背景下自然不会放弃美国市场，在 2016 年年底向 FDA 递交了关于 IQOS 的 MRTP 申请，然而此条路并不顺畅。2018 年 1 月 25 日，TPSAC 否决了 IQOS 作为新型烟草制品比传统香烟更安全的观点。尽管委员会大多数评审承认 IQOS 可以比传统香烟产生更少的有害物质，但是依然认为现有证据不能证明 IQOS 比传统香烟危害更小、转用 IQOS 能够降低患上吸烟相关疾病的风险。有关于 IQOS 的 MRTP 申请目前 FDA 还没有给出结论，而 TPSAC 的建议对于最终结果的影响有待观察。
- 更多新型烟草玩家尝试进入美国市场。**想进入美国新型烟草市场的企业不止菲莫国际一家，英美烟草在 2018 年 2 月也向 FDA 递交申请，希望能够贴上“减害”的标签在美国推广它们的新型烟草产品 Glo，目前该申请已进入到科学检验的阶段。另外英美烟草的一款利用炭来加热的新型烟草制品 Eclipse 已经通过 FDA 审批，预计在 2018 年底开始在美国市场小范围试点流通。英美烟草希望借这款更像传统卷烟的 Eclipse 来观察美国新型烟草的市场空间，但就 IQOS、Glo 此类新型烟草制品通过 FDA 审批尚需时日，其在美国市场的发展也和 FDA 的态度密切相关。

#### 英国：新型烟草制品在欧洲市场的代表

- 欧洲市场整体稳步发展。**受欧洲烟草传统与欧洲烟民吸烟习惯影响，新型烟草制品在欧洲市场的渗透率并没有日韩市场那样高，增长速度相对较缓。根据菲莫国际 2018Q2 报告显示，新型烟草的市场份额达到 1%，较去年同期提升 0.8pct。这一提升主要源自有 IQOS 发售的市场，如希腊的新型烟草市场份额增长 3.1pct 至 4.1%，意大利的新型

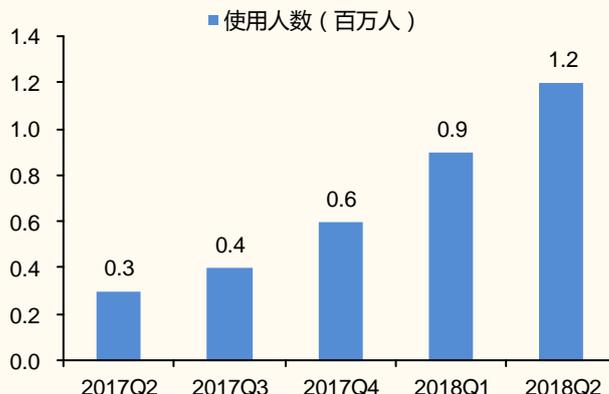
烟草市场份额增长 1.3pct 至 1.9%。同时 IQOS 在欧洲市场的使用人数也在逐渐增长，截至 2018Q2 达到 120 万人。

图表 31：新型烟草在欧洲的市场渗透率



来源：Philip Morris International, 国金证券研究所

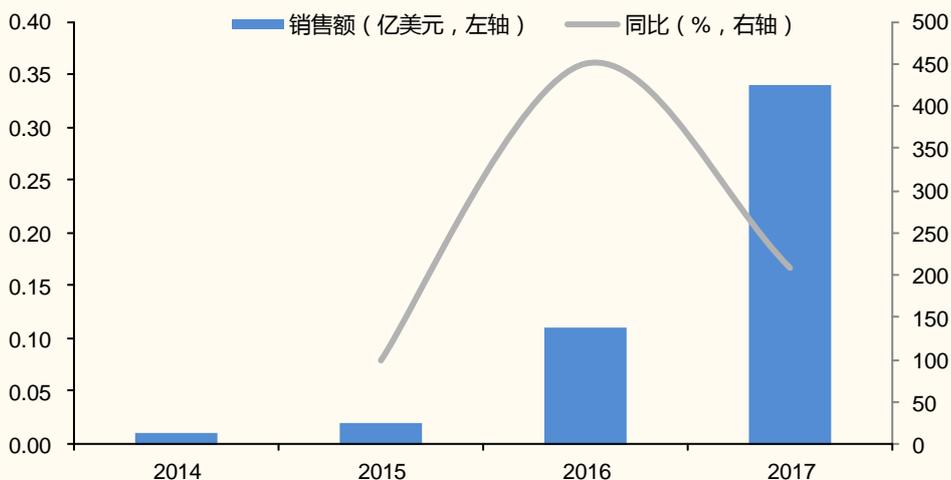
图表 32：IQOS 在欧洲市场的使用人数



来源：Philip Morris International, 国金证券研究所

- **英国市场新型烟草销售额提速。**与欧洲大环境相同，由于电子雾化烟在英国的发展时间更久，在烟民中的普及度更广，因此新型烟草目前在英国市场份额仍较小。但是随着市场逐步放开，英国烟民对于这种新颖且低害的新型烟草接受度正逐渐提升，新型烟草的销售额也进入加速通道。

图表 33：2013-2017 年英国加热烟草产品销售额



来源：《新型烟草制品市场发展及法律监管》，国金证券研究所

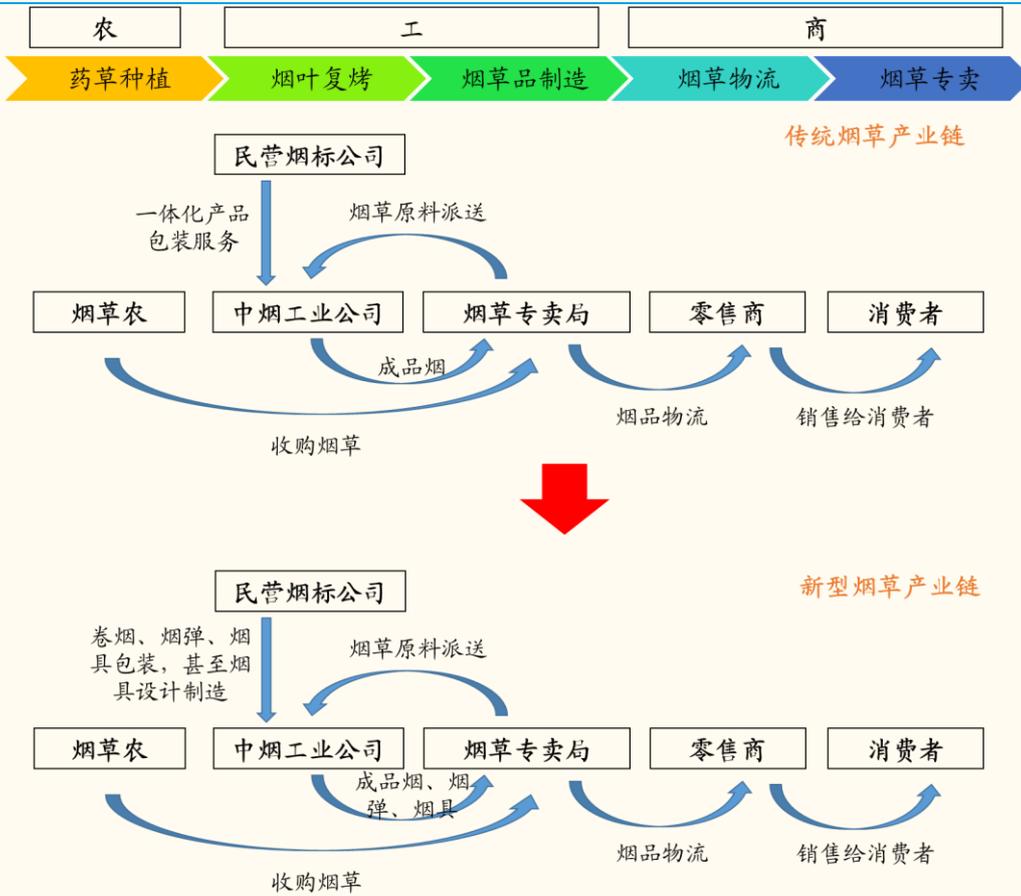
- **政策层面留出更多发展空间。**英国对于加热不燃烧制品的态度未像电子雾化烟那样严格。尤其英国毒性委员会 (COT)、致癌性委员会 (COC) 及食物、消费者产品和环境中化学物致突变性委员会 (COM) 指出，使用加热不燃烧烟草产品者面对的有害或可能有害物质风险较吸食香烟者减少约 50% 至 90%。由于其减害性逐渐在英国形成共识，英国市场的监管留给新型烟草的发展空间也更大。

#### 四、新型烟草在国内走的通吗？答案是肯定的

- **新型烟草并未颠覆传统烟草产业链，反而将提升相关企业的产品输出能力。**目前国内烟草产业链以中烟工业公司和烟草专卖局为主导，民营企业则以配套者的角色出现，烟标供应是主要的参与形式。新型烟草本质上仍为烟草产品，其烟弹产品的出现并不会打破传统烟草产业链流程环节。相反新型烟草是对现有烟草产品体系的升级和补充，使得烟草公司在原有粗细支

烟产品的基础上，新增烟具、烟弹输出能力，并民营烟标企业创造新的烟具、烟弹包装需求，甚至于烟具的设计制造需求。

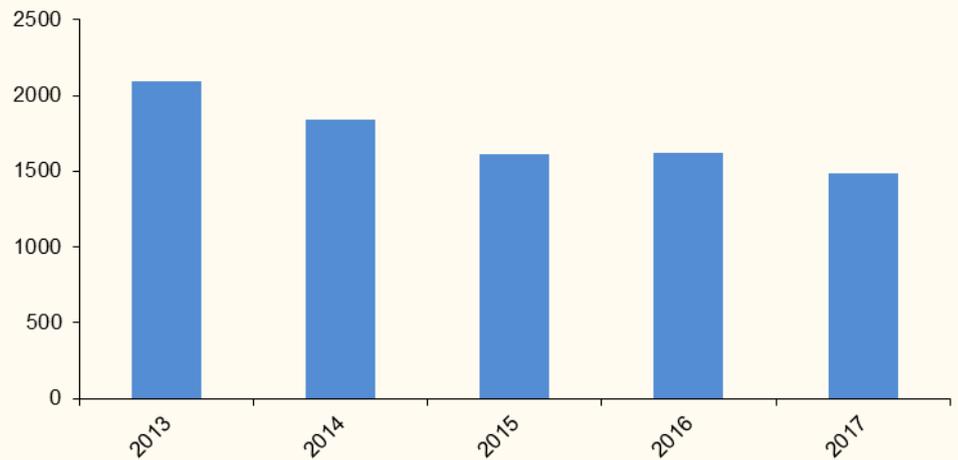
图表 34：中国烟草行业产业链情况



来源：中国烟草，国金证券研究所

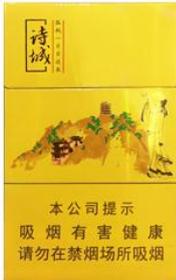
- **新型烟草产品价值高，将有效对冲烟草种植面积下滑对销售的影响。**2014年开始，国家对烟草行业进行3年调控，烟草种植面积持续下滑，至2017年为1,482.2万亩较2013年减少609.8万亩。烟草种植面积的下滑，导致卷烟的产销量自2015年后下滑，至今年内才恢复正增长。2015年后，国内卷烟销售额完全依靠细支烟拉动增长，产品结构调整高价值产品崛起，应对了烟草供给端收缩。与传统成品卷烟相比，新型烟草烟弹产品虽单位价格低于细支烟，但其烟支长度更短、烟草用量更低（烟草用量：粗支烟约0.7g/支，细支烟0.4-0.5g/支，烟弹0.3g/支），且滤嘴结构更复杂，利润空间明显大于传统卷烟产品。同时，新型烟草产品也符合国家“守住一条红线，提高三个水平，夯实两大基础”的行业调整发展方向。

图表 35：近年国内烟草种植面积持续减少



来源：中国烟草发展报告，国金证券研究所

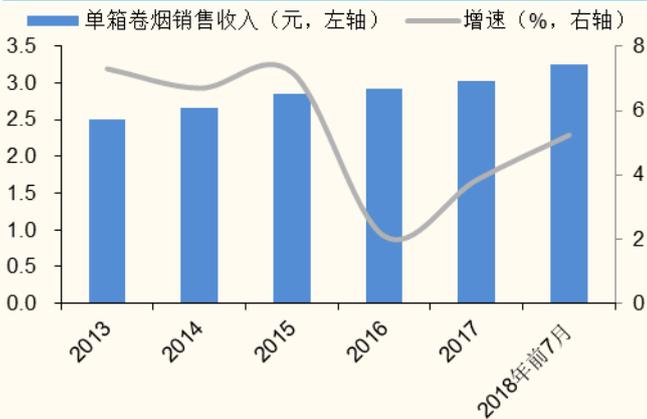
图表 36：新型烟草烟弹产品价值更高

分类	粗支烟	细支烟	新型烟草	宽窄烟弹
品牌	黄山 (诗城)	三沙 (细支)	IQOS 万宝路烟弹	
产品样式				
烟支长度 (mm)	84	97	45	47
重量 (g/条)	275	210	240	250
售价 (元/条)	250	260	240	400
单位售价 (g/元)	0.91	1.24	1.04	1.60

来源：中国烟草网&成田机场官网&中国香烟网，国金证券研究所，注：宽窄烟弹价格为草根调研的代购价

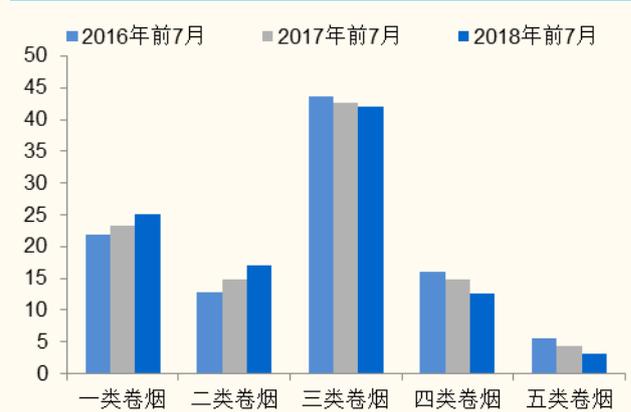
- 烟草消费升级情况突出。2013 年至今，单箱卷烟销售收入稳定攀升，且近三年一、二类烟草销售占比持续增加，与 2016 年前 7 月相比，今年前 7 月一、二类烟草销售占比分别提升 3.12pct./4.22pct。华宝国际年报显示，2017 年，国内高端卷烟销量 290.4 万箱，增长 8.4% 高于行业整体增速 7.6pct。从价格结构上看，国内烟民对烟草消费在近年有比较明显的消费升级。

图表 37: 卷烟单箱销售收入稳健攀升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 38: 近三年一、二类烟草消费占比提升明显



来源: wind, 国金证券研究所

- **高端烟草和细支烟消费的增加, 实际上是烟民减伤减害需求的崛起。**从烟草消费结构上看, 除了高端烟草在去年收获良好增长之外, 细支烟也在近年保持超高速增长。2017 年实现销售量 238.5 万箱, 同比增长 73%, 而期内粗支烟销量延续下滑, 细支烟为拉动卷烟销量增长的绝对推手。一方面, 高端卷烟味道和口感更加醇厚, 细支烟也通过香精香料调配赋予更具层次的味道, 使得烟民的消费接受度越来越高。另一方面, 更为重要的则是高端卷烟和细支烟相比中低档的粗支烟, 焦油、尼古丁含量更低, 对身体造成伤害更小。
- 根据我们的统计情况来看, 粗支烟价格越贵其有害物质的含量越低, 而细支烟整体有害物质含量明显低于粗支烟, 可以说现阶段国内烟民在无法完全戒烟的情况下, 减伤减害的吸烟需求正在崛起。加热不燃烧的新型烟草, 在基本杜绝焦油排放的前提下, 大幅降低吸烟伤害, 并满足烟民“烟瘾”需求, 相关电子烟产品存在在国内市场逐步渗透的潜质。

图表 39: 高端卷烟和细支烟有害物质含量明显更少

类别	烟草品牌	零售价格 (元/包)	焦油含量 (mg)	尼古丁含量 (mg)	一氧化碳含量 (mg)
<b>粗支烟</b>					
一类卷烟	利群 (休闲云端)	100	7	0.6	6
二类卷烟	利群 (新神州)	31	8	0.8	11
三类卷烟	利群 (新二代)	16	10	0.9	11
四类卷烟	白沙 (软)	4.5	10	1.0	13
五类卷烟	大前门 (软)	3.0	10	0.8	12
<b>细支烟</b>					
一类卷烟	贵烟 (细支国酒香 30)	90	6	0.6	5
二类卷烟	贵烟 (细支行者)	30	7	0.7	5
三类卷烟	南京 (炫赫门)	16	8	0.8	7

来源: 中国烟草网, 国金证券研究所

- **IQOS 虽有专利保护, 但国内现有技术储备足以规避侵权风险。**IQOS 加热温度控制、加热仓烟草不残留和烟弹制造均有专利保护, 也是其他新型烟草电子烟在制造过程中较容易侵权的领域。加热技术上, IQOS 目前预热时间 20 秒, 持续加热时长为 6-7 分钟左右, 加热温度在 350 度左右。该项专利保护其实通过改变加热时长, 即可规避侵权。IQOS 采用内置单片加热, 通过帽盖与加热棒产生纵向位移之后, 将烟弹抽出实现加热仓烟草不残留。该项技术的核心保护点在于非 IQOS 产品, 在取出烟弹时, 加热棒与帽盖不能产生位移。通过针式内置加热, 旋转烟弹后再抽出, 则可避免帽盖与加热棒产生位移。亦或可以通过增加烟弹推送、弹射等功能, 避免出现侵权。IQOS 万宝路配套烟弹产品, 其烟草采用薄片有序排列, 便于

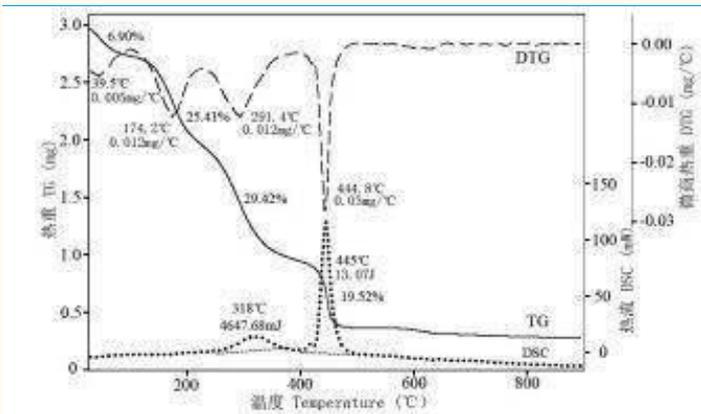
加热片插入和受热均匀。但烟草薄片无序排列或者采用烟丝有序排列，均可实现同样效果。也就是说，目前国内从事新型烟草电子烟研发的企业，已经可以绕过 IQOS 产品专利保护制造自有产品，烟具产品制造技术上并不存在很高壁垒。

图表 40: IQOS 的 4 大加热阶段

	温度	热失重情况	热分解物质
第一阶段	32-87℃	6.90%	加热不燃烧卷烟烟草材料添加特殊的易挥发的保润剂失重造成
第二阶段	108-223℃	25.41%	烟草材料中的单糖和一些小分子物质发生热裂解
第三阶段	232-347℃	29.42%	大分子难挥发性化合物分解
第四阶段	396-487℃	19.51%	多糖物质和木质素等高分子物质的热分解

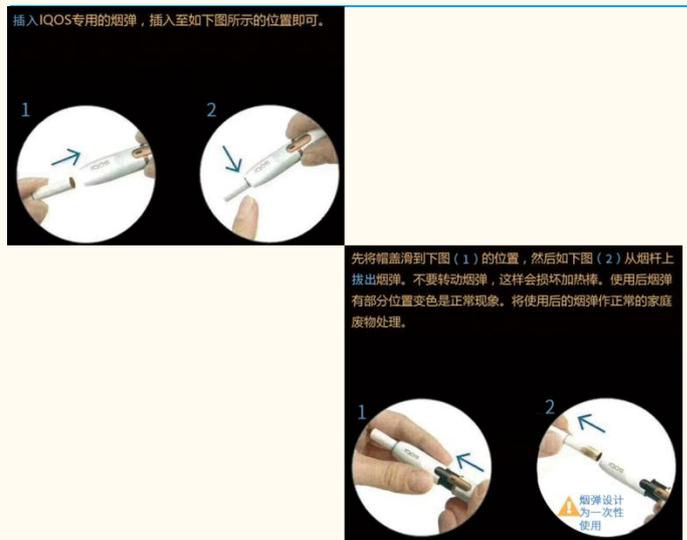
来源：百度贴吧 IQOS 吧，国金证券研究所，注：热失重就是通过对物质加热，使物质逐渐挥发、分解，测量他随温度升高的重量的变化

图表 41: IQOS 加热图解



来源：百度贴吧 IQOS 吧，国金证券研究所

图表 42: IQOS 烟弹插入和移除过程



来源：IQOS 使用说明，国金证券研究所

- 国内中烟公司已有新型烟草电子烟产品在韩试水销售，完全具备与国际品牌同台竞争实力。国内新型烟草电子烟产品已分为两大阵营，民营企业中华商生物科技“火器 GS5.0”、舜宝科技“AMO”等电子烟烟具产品均已上市销售。以四川中烟和云南为代表的中烟工业阵营，也分别于去年底和今年 Q1 先后发布“宽窄功夫”和“webacco+MC”烟具烟弹产品，并已进入韩国市场销售。整体上看，新型烟草电子烟烟具产品在国内已呈现百花齐放的局势，但烟草专卖品民营企业不可能涉足，烟弹产品依旧中烟工业体系内企业负责生产制造。通过用户评测，实际上国内外市场上的烟具产品基本无差，国内厂商完全具备设备制造能力，且较 IQOS 国产烟具设备续航能力更强。烟弹产品也是“专业人做专业事”，其口感和味道上并不逊于国外品牌。

图表 43: 国内外新型烟草电子烟设备与烟弹对比

烟具								
品牌	IQOS	webacco	宽窄功夫	LIL	GLO	Ploom Tech	AMO	火器 GS5.0
出品公司	菲莫国际	云南中烟	四川中烟	韩国烟草	英美烟草	日本烟草	舜宝科技	华商生物科技
烟杆续航	1 根烟	2 根烟	12 根烟	无烟杆	无烟杆	20 根烟	1 根烟	15-20 根烟
充电宝续航	20-30 根烟	20 根烟	无充电宝	25 根烟	35 根烟	无充电宝	20-30 根烟	无充电宝
加热方式	内置单片加热	内置单片加热	内置单片加热	内置针式加热	外置加热	蒸汽加热	内置单片加热	内置陶瓷片加热
终端零售价	798-1980	680	520	-	490	260	700	580

烟弹									
是否配套烟弹	是	是	是	是	是	是	配套烟草胶囊	否	否
是否兼容各品牌烟弹	是	是	是	是	是	否	否	否	否
烟弹品牌	万宝路百乐门、HEET	MC	宽窄	Fiit	KENT	MEVIUS		-	-
烟弹已有口味	浓原味、淡原味、浓薄荷、淡薄荷、坚果味、蓝莓味等	-	原味、薄荷味	酸奶味、柠檬爆珠	原味、薄荷以及各类水果薄荷口味	原味、薄荷、蓝莓		-	-
终端零售价(元/包)	24	-	40	-	26	30		-	-

来源：中国烟草网，IQOS 说明书，云南中烟官网，四川中烟官网，豆瓣小组，火器电子烟，知乎测评，中国烟草报告网，国金证券研究所

- **小结：**从需求端来看，国内烟民减伤减害的需求正日益凸显，新型烟草对于吸烟带来的伤害有明显改善，相关烟弹产品也具备非常可观的盈利空间。在国家收缩烟草种植面积的趋势下，新型烟草将有效对冲烟草利税下滑风险。目前国内新型烟草新型烟草的烟具和烟弹储备技术充足，已可以完全规避 IQOS 等海外电子烟产品的专利保护，且云烟和川烟已有烟具和烟弹产品进入韩国市场流通，完全具备与海外品牌同台竞争的实力。

## 五、新型烟草的大发展只欠政策东风

- **控烟和烟草税征收标准提升，导致整体烟草利税增长承压。**烟草专卖体制之下，烟草利税为国家财政的重要收入来源之一。2017 年，全国烟草利税 1.15 万亿元，同比增长 3.24%，占 GDP 的 1.39%。自 1999 年，国家参与制定《烟草控制框架公约》后，控烟运动持续推进。2005 年，全国人大常委会正式批准签署世卫组织《烟草控制框架公约》，2011 年后，中央与地方也先后出台公共场所禁止吸烟的控烟条例，中国步入全面控烟时代。同时叠加 2009 和 2015 年，国家先后上调烟草税，以及 2013 年加速推动烟草行业供给侧改革，缩减烟草种植面积，导致卷烟产销量于 2014 年开始出现负增长。我们认为，面对既要控烟，又要保障利税的矛盾局面，国内烟草市场需要持续通过产品结构优化，实现烟草工业良性运转，以及烟草利税对 GDP 的稳定贡献。

图表 44：中国控制吸烟相关法律条令

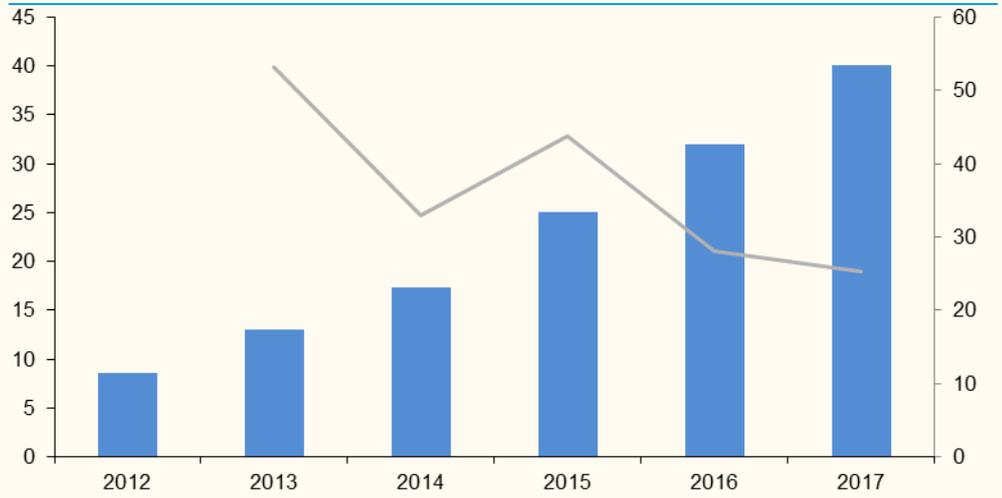
政策	时间	内容
《烟草控制框架公约》	2005 年 5 月 21 日	全国人大常委会正式批准签署世卫组织《烟草控制框架公约》
《杭州市公共场所控制吸烟条例》	2010 年 3 月 11 日	禁止公共场合吸烟；禁止向未成年人出售卷烟、雪茄烟和烟丝
《公共场所卫生管理条例实施细则》	2011 年 3 月 10 日	第十八条：室内公共场所禁止吸烟；公共场所不得设置自动售烟机
《中国烟草控制规划（2012-2015 年）》	2012 年 12 月 21 日	全面推行公共场所禁烟；广泛禁止烟草广告、促销和赞助；切实加强烟草税收、价格和收益管理
《广告法》	2015 年 9 月 1 日	第二十二条：禁止在大众传播媒介或者公共场所、公共交通工具、户外发布烟草广告。禁止向未成年人发送任何形式的烟草广告
地方性控烟政策	2014 年-2016 年	北京、上海、深圳等十多个城市先后出台地方性公共场所禁止吸烟的条例与规章制度

来源：中国控制吸烟协会，国金证券研究所

- **新型烟草产品虽利好稳利税，但目前还没有支持流通的政策出台。**2003 年，“如烟”产品的出现，拉开了电子烟行业发展的序幕，电子雾化烟为主要的产品形式。2013 年，受烟草政策的变动的影 响，国内电子雾化烟市场得到一轮相对较好的成长，2014 年 IQOS 问世，随后伴随代购、海淘和走私

等形式，IQOS 产品开始在国内渗透，且同类型仿制国产产品也犹如雨后春笋般出现，电子烟市场迎来爆发式增长。但就政策层面而言，国家虽没有完全禁止电子烟的销售和流通，但也并未明确出台政策支持其发展。

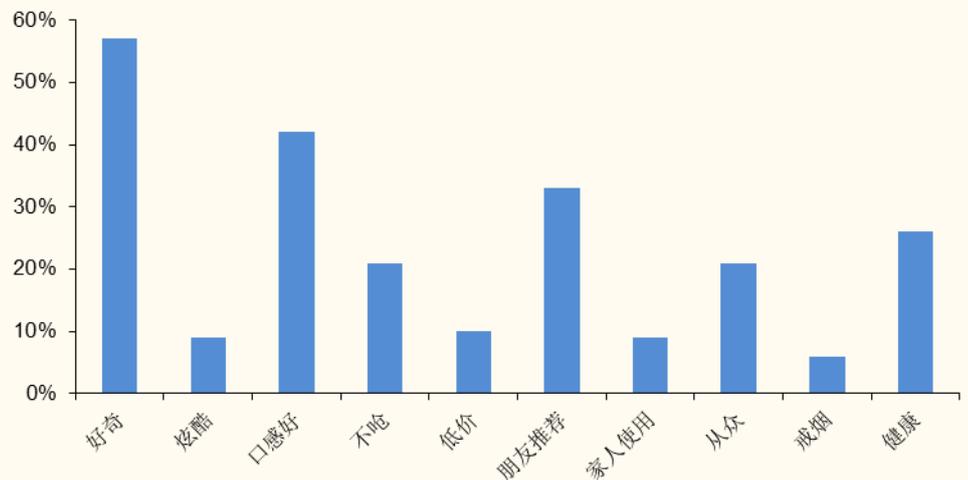
图表 45：2014 年国内电子烟市场迎来爆发式增长



来源：中国烟草报告网，国金证券研究所

- 对于现阶段国家尚未开放电子烟流通，以及相关支持政策的原因，我们推测如下：
- 目前中烟公司已上流通的新型烟草烟弹产品仅有 MC 和宽窄两款，较难满足烟民多品牌多品种多价位的选择需求，对终端销售渠道上货和销售会形成限制。另一方面，烟草作为专卖品，烟弹的生产制造不可能交由民营企业负责，因此在政策开放之前，各中烟公司需要具备烟弹品类储备；
- 电子雾化烟采用蒸汽加热配套烟油使用，对烟草产品存在替代，将会对烟草利税蛋糕形成分割。另一方面，电子雾化烟产品在口感上与真烟相去甚远，对烟民吸烟需求满足度低。因此，对电子烟流通政策的开放，需要考虑是否将电子雾化烟纳入烟草体系流通；
- 电子烟尤其是新型烟草产品，作为烟草行业的全新品种，无论是烟民还是非烟民对其具有猎奇消费心理。根据调查显示，57%的年轻人因好奇购买电子烟产品。因此，开放电子烟产品流通，将有可能转化“新烟民”群体，尤其是主打减伤甚至无伤的新型烟草产品，对非烟民群体存在较大吸引力；

图表 46：消费者对电子烟产品的消费心理



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

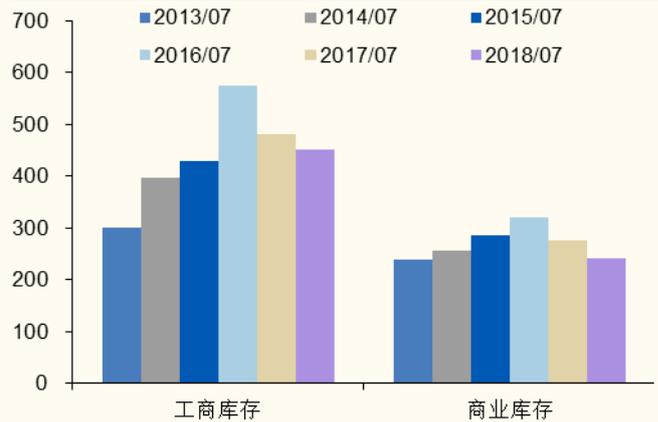
- 受益烟草行业供给侧改革，2017年下半年开始烟草行业回暖，卷烟产销量开始恢复增长，且工业和商业卷烟库存也开始逐步下降。今年前7月，卷烟工商库存451万箱，商业库存241万箱，均为近三年最低值，烟草行业供给侧改革成效正逐步显现。新型烟草烟弹产品，烟草用量较传统粗支烟明显减少，电子雾化烟更是直接不使用烟草，若在目前时点放开电子烟产品的全面流通，则烟草改革成效将逐步消失，并有可能引发库存压力再度增加。

图表 47：卷烟工商和商业库存情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 48：今年前7月卷烟库存为近三年最低



来源：wind，国金证券研究所

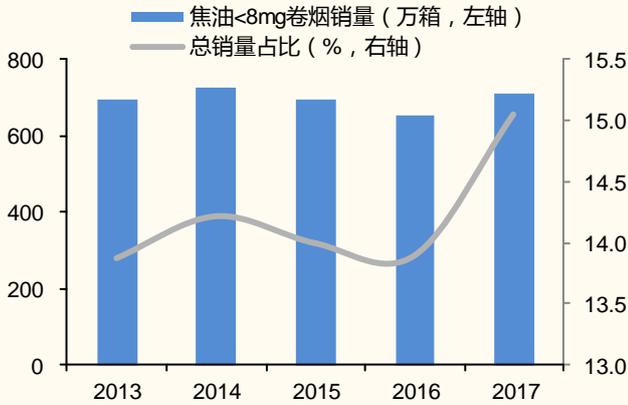
- **电子烟行业标准已在审核。**2017年11月1日，由中国电子商会电子行业委员会起草的《电子雾化烟类器具产品通用规范》正式发布，并于12月15日在全国团体标准信息品台上对外公示，电子烟行业内第一份相对权威的行业标准出台。同期，《电子烟》、《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》先后上报国家标准化委员会，目前两项标准正在审批中。今年8月国家市场监督管理总局和国家烟草专卖局联合发布了《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》。目前来看，国家已经在为完全开放电子烟产品流通做法律储备，且在全面开放后仍可能将电子烟产品纳入烟草产品监管体系。另一方面，IQOS及其烟弹产品，已经在国内市场开始渗透，若国家就不放开电子烟全面流通政策，则有可能导致该部分市场流失。
- **因此，我们推测，相关政策出台并不遥远。**首先，电子雾化烟和新型烟草产品均可能被纳入烟草监管体系，适用现阶段各项控烟法律条令。其次，新型烟草烟弹产品依旧为专卖品，由各中烟公司负责生产制造。进出口方面，该品种也将与现有成品卷烟相关措施接近，对进口将设置品牌和总量限制，并通过市场份额交换的形式实现对外进出口业务。第三，电子雾化烟产品由于不使用烟草，会对烟草产品体系形成替代，预计在未来流通环节其产品地位将被逐步弱化甚至退出流通市场。第四，针对新型烟草烟弹产品，其烟草税征收标准将与现有成品卷烟接近，且产品种类和品牌上也实现高中低端全面覆盖。

#### 六、新型烟草在国内有多大潜力？

- **中国烟民基数庞大。**根据2015年《中国成人烟草报告》中的数据显示，我国烟民人数近3.2亿人，其中15岁及以上成人吸烟率为27.7%。按照《“健康中国2030”规划纲要》提出“到2030年15岁以上人群吸烟率降低到20%”的目标，中国烟民总人数也将达到2.5亿（14.5亿总人口×85%×20%）。庞大的烟民基数为新型烟草在中国市场广泛铺开提供了发展基础与空间。
- **中国烟民对低焦油香烟愈发青睐。**低焦油香烟指每支焦油含量在8毫克以下的香烟。2017年全国每支焦油量8毫克以下的卷烟销量为713万箱，同比增加60万箱，在卷烟总销量中占比15.05%，为5年来最高。其中每支

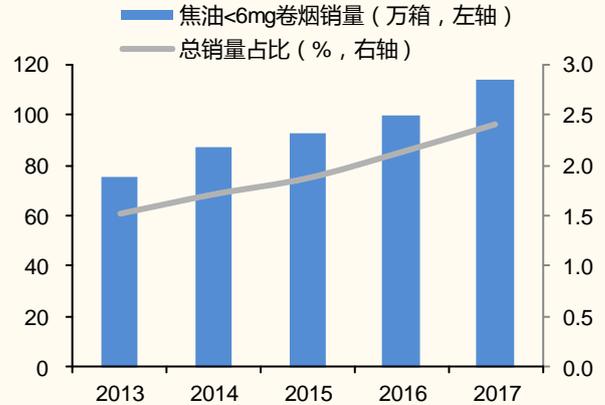
焦油量 6 毫克及以下卷烟销量为 114 万箱，同比增加 14 万箱，在卷烟总销量中占比 2.41%，同为近 5 年峰值。在此背景下，几乎不含焦油的新型烟草制品将更紧密贴合烟民注重健康的心理，新型烟草制品在烟民中的转化率值得期待。

图表 49：2013-2017 年焦油<8mg 的卷烟销量及占比



来源：烟草在线，国金证券研究所

图表 50：2013-2017 年焦油<6mg 的卷烟销量及占比



来源：烟草在线，国金证券研究所

- 新型烟草市场规模测算。**假设未来国内新型烟草市场全面放开，可以对国内新型烟草的市场空间做出测算。由于新型烟草制品属于国内烟民仍属新型产品，因此在测算时我们根据创新扩散理论将烟民根据接受新产品的程度高低划分为五类人群：创新者（Innovators）、早期采用者（Early Adopters）、早期采用人群（Early Majority）、后期采用人群（Late Majority）、迟缓者（Laggards）。结合菲莫国际在 2018 年一季度报告中针对日本市场的创新扩散模型的渗透率预估，我们可以以此为参考刻画新型烟草制品进入中国市场时在不同烟民画像中的渗透率及其变化。

图表 51：2017 年日本新型烟草市场渗透率模型



来源：Philip Morris International, 国金证券研究所

- 测算假设（一）：烟具价格及使用频率。**目前新型烟草烟具价格普遍仍较高，例如云南中烟出品的 Webacco 烟具在京东定价 688 元，四川中烟出品的“功夫”烟具在京东定价 520 元。因此我们假设烟具均价在 **600 元/个**。而由于烟具有清洁的需要，加之加热芯有一定的使用寿命，我们假设烟具的平均使用寿命为 **1 年**。
- 测算假设（二）：烟弹价格及使用频率。**烟弹是新型烟草制品使用中的消耗品，根据中国疾病预防控制中心发布的《2010 全球成人烟草调查—中国报告》数据显示，2010 年中国烟民平均日吸烟量为 14 支。考

考虑到普通香烟每支的尼古丁含量与万宝路烟弹相当，因此我们假设烟民日均消耗 15 支烟弹 (0.75 包)。另外根据日本成田机场免税店的价格，万宝路烟弹每条 3900 日元 (约合人民币 240 元)，因此我们假设烟弹每条 (共 10 包) 240 元。

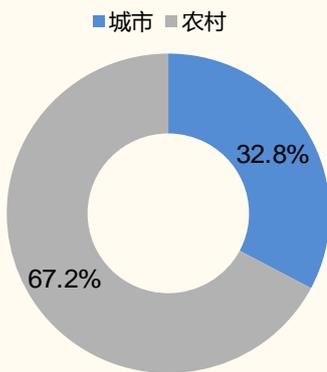
图表 52：日本成田机场免税店万宝路烟弹价格

	PHILLIP MORRIS MARLBORO HEATSTICK YELLOW MENTHOL ¥3,900 5312040142
	PHILLIP MORRIS MARLBORO iQOS HEATSTICK PURPLE MENTHOL ¥3,900 5312040134

来源：成田机场免税店官网，国金证券研究所

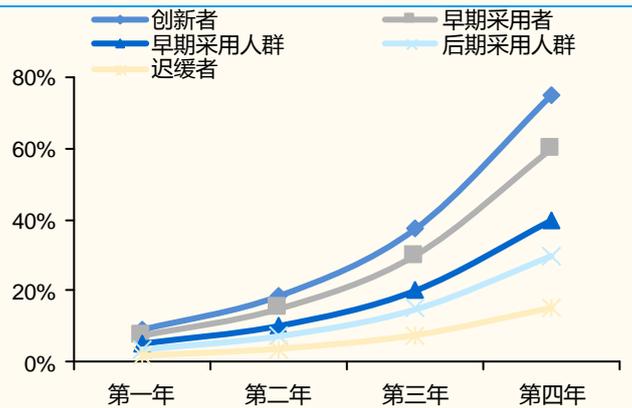
- **测算假设 (三)：新型烟草渗透率及其变化。**由于新型烟草同传统香烟相比定价仍偏高，且就发售而言必然先从大城市开展，基于价格与渠道两方面考虑，我们认为新型烟草在国内最初开放的几年时间内，集中在城市烟民中渗透。根据中国烟草总公司在 2010 年的测算，我国烟民中有 32.76% 来自城市，67.24% 来自农村，城市与农村人口的吸烟率分别为 17.51% 与 35.87%。考虑到 2010 年以来城市农村人口的结构改变以及吸烟率的降低，经估算 **2017 年我国城市烟民约 1.2 亿人，约占烟民总数的 38.0%**。另外基于 2017 年底日本新型烟草市场的创新扩散模型，结合 IQOS 在 2015-2017 年的市占率变化，我们可以估算出中国新型烟草开放后四年时间的渗透率变化情况。

图表 53：2010 年中国城市/农村烟民比例



来源：中国烟草总公司，国金证券研究所

图表 54：新型烟草市场开放后渗透率变化



来源：PhilipMorrisInternational，国金证券研究所

- **基于以上假设，我们对中国开放新型烟草市场四年内的市场空间测算结果如下：**第一年烟具销量 558 万个，烟弹销量 1.53 亿条，市场规模 400 亿元；第二年烟具销量 1100 万个，烟弹销量 3.01 亿条，市场规模 789 亿元；第三年烟具销量 2166 万个，烟弹销量 5.93 亿条，市场规模 1553 亿元；第四年烟具销量 4268 万个，烟弹销量 11.68 亿条，市场规模 3060 亿元。新型烟草在国内一旦开放便会是千亿级的市场规模，发展前景十分广阔。

图表 55：中国新型烟草市场空间测算

核心假设：

1. 烟具均价600元/个，平均使用寿命1年；
2. 烟弹均价240元/条，烟民年均消耗烟弹27条；
3. 新型烟草初始受众集中在城市烟民，2017年约1.2亿人，未来三年每年减少1.5%；
4. 新型烟草未来三年在城市烟民中的渗透率按照创新扩散模型。

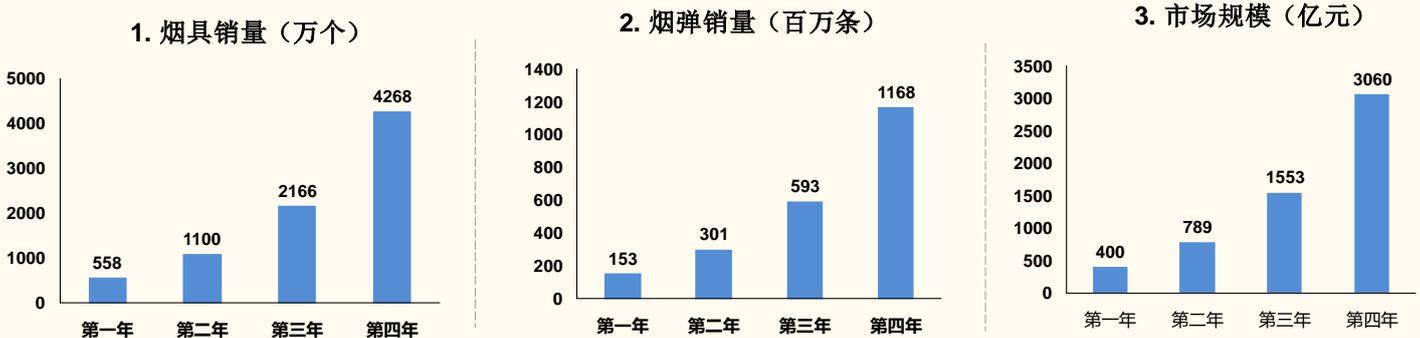
公式：

1. 烟具市场规模 = 烟民人数 × 渗透率 × 600元/个
2. 烟弹市场规模 = 烟民人数 × 渗透率 × 240元/条 × 27条
3. 新型烟草市场规模 = 烟具市场规模 + 烟弹市场规模

渗透率模型：

	人群比例	第一年渗透率	第二年渗透率	第三年渗透率	第四年渗透率
创新者 (Innovators)	3%	9%	19%	38%	75%
早期采用者 (Early Adopters)	13%	8%	15%	30%	60%
早期采用人群 (Late Majority)	33%	5%	10%	20%	40%
后期采用人群 (Late Majority)	37%	4%	8%	15%	30%
迟缓者 (Laggards)	15%	2%	4%	8%	15%

市场规模测算



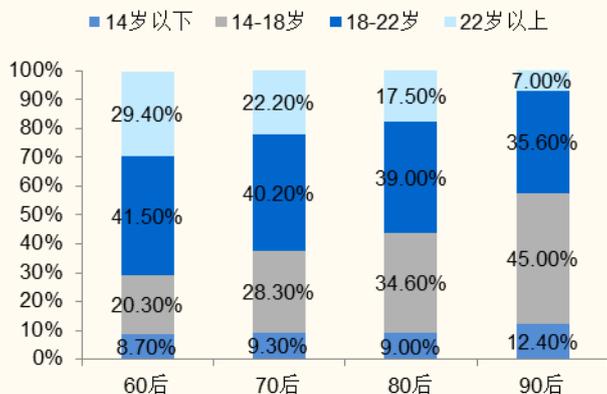
来源：Philip Morris International, 国金证券研究所

- 新型烟草产品初期受众画像已现，国产烟弹口味将形成壁垒。根据调查数据显示，80、90后人群较60、70后人群开始吸烟的年龄更早，而该部分人群对新鲜事物接受程度高。月收入5000元以下的人群，对于香烟的价格敏感度越高。在流通初期预计国产新型烟草相关产品售价将略高，月收入5000元以上的人群更易购买该类产品。相对高收入的年轻人，基本可以确定为国产新型烟草产品在流通初期的受众。但结合日本新型烟草产品受众的性别来看，虽然女性受众群体数量偏小，但整体增速明显快于男性。国内女性烟民多以细支烟和低焦油、低尼古卷烟产品为主，因此也将成为国产新型烟草产品，不可忽视的可转化客群。

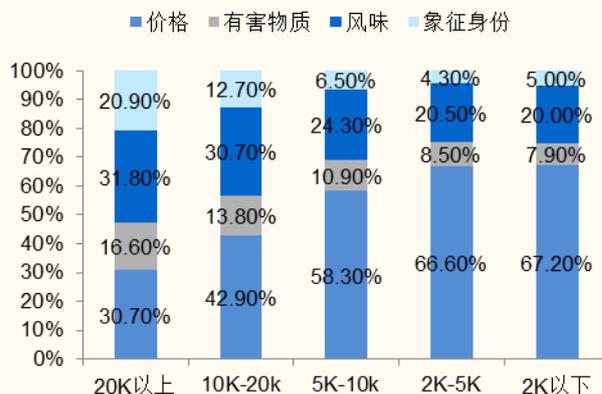
- 另一方面，就中国市场而言，国外烟民主要以混合型烟草为消费主流，尤其是日韩烟民已经习惯了低焦油、低尼古丁成品卷烟的口感，而国内烟民以烤烟型烟草消费为主，更倾向于有强烈击喉感烟草产品。换句话说，目前在海外流通的新型烟草烟弹产品，不一定适合国内烟民的口感需求。因此，我们认为，未来国内的新型烟草行业的壁垒将通过口感形成。

图表 56：80、90 后人群吸烟呈现年轻化

图表 57：收入越高对香烟价格敏感度越低

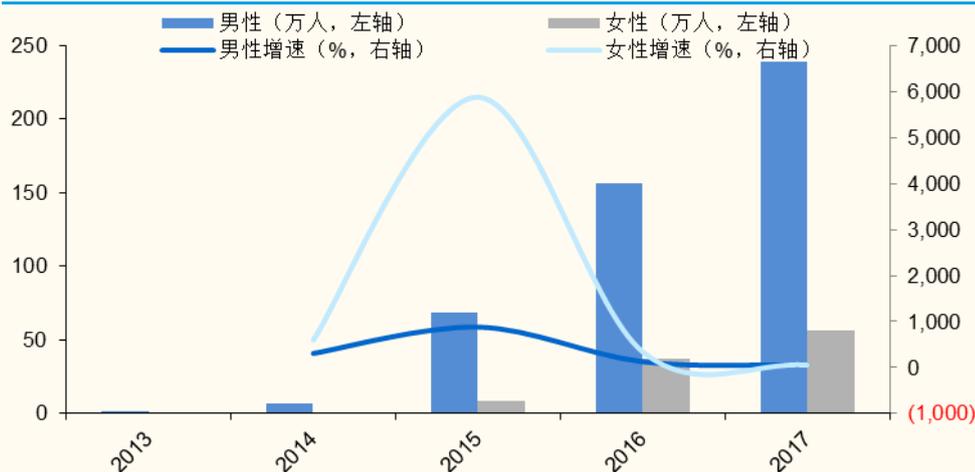


来源：2016 年中国人吸烟报告，国金证券研究所



来源：2016 年中国人吸烟报告，国金证券研究所

图表 58：加热不燃烧产品在日本的受众性别



来源：《新型烟草制品市场发展及法律监管》，国金证券研究所

- 我们认为，目前国内新型烟草烟具和烟弹产品技术储备充足，且已有产品进入海外市场流通，具备与国外品牌同台竞争实力。同时，国内烟民数量众多，且减伤减害需求正在迅速抬头，对于主打低伤害的新型烟草产品存在明确的市场需求。就政策而言，虽然目前并未出台明确支持新型烟草流通的政策，但相关行业标准已在审核之中，且受海外相关产品在国内市场的逐步渗透，为避免市场流失预计相关政策出台并不会太遥远。结合新型烟草产品在海外的销售表现，以及相关产品价格测算，预计在政策全面松绑后，我国新型烟草行业将迅速崛起为千亿级市场。我们重点推荐**劲嘉股份**，建议关注**盈趣科技**、**集友股份**、**东风股份**和**顺灏股份**。

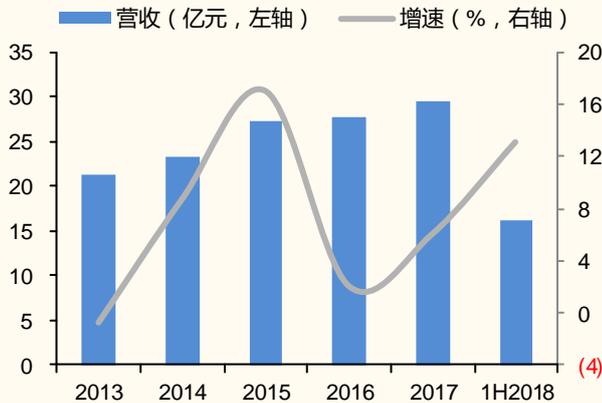
### 行业推荐公司简介

#### 劲嘉股份：烟标业务为基，新型烟草布局水到渠成

- 公司是中国卷烟包装领军企业，主营业务为高端包装印刷品和包装材料的研究生产，主要产品为高技术和高附加值的烟标、高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸。除此之外，公司在大健康领域也在逐渐布局，新型烟草就是其中主要的项目。

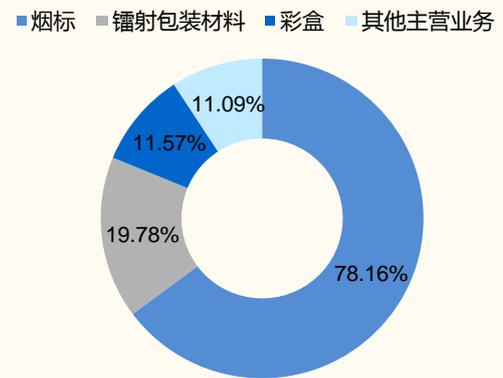
- **烟标业务随烟草行业复苏，精品包装业务高速增长。**受益于烟草行业整体复苏，2018年上半年公司实现营收16.09亿元，同比增长13.14%，实现归母净利润3.79亿元，同比增长24.80%。烟标作为公司传统核心业务，在总营收中占比78.16%，收入同比增长8.19%。公司精品包装业务近年来增长迅速，尤其与茅台技开司合作后拓展高端酒类包装业务，使得2018年上半年彩盒包装营收达到1.86亿元，同比增长65.56%，在公司总营收中占比11.57%

图表 59：劲嘉股份营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 60：劲嘉股份 2018 年上半年主营业务结构



来源：公司公告，国金证券研究所

### 同中烟公司合作密切

- **公司与各中烟公司有深厚的合作基础。**公司自成立以来，就在烟标业务上与各中烟公司有密切合作。除此之外，公司在 2006 年与江苏中烟组建江苏劲嘉新型包装有限公司，在 2008 年旗下子公司安徽安泰与安徽中烟签订长期合作协议。以上合作均彰显劲嘉与全国各中烟公司拥有着深厚的合作基础，截至目前公司已经与全国 17 个中烟公司中的 16 个进行了业务上的合作与往来。过去良好的合作关系也为公司进军新型烟草领域，与中烟公司开展新业务上的合作奠定了基础。
- **在新型烟草领域与云南中烟强强联合。**2018 年 8 月 28 日公司发布公告，将与云南中烟建立战略合作伙伴关系，共同推进双方在新型烟草制品领域的技术研发、产品生产及销售推广，共同扩大双方在新型烟草行业的竞争力和影响力。具体而言，此次合作涉及科研、产品、品牌、渠道、经营五个维度，有助于公司拓展新型烟草领域优质客户资源，进一步提升公司在新型烟草领域的影响力，促进公司在新型烟草领域业务的布局与发展。

图表 61：公司与云南中烟达成战略合作

合作方向	合作内容
科研	联合开展新型烟草制品技术研究，紧跟发展趋势及消费需求，探索电子技术在产品中的创新与应用。
产品	抢抓市场机遇，主动引领，联合开展新型烟草制品研发。
品牌	共同打造新型烟草制品联合品牌，联合开展品牌宣传及推广
渠道	充分利用双方的市场信息及渠道资源，共同建立双方共享的新型烟草制品销售渠道。
经营	共享双方的生产、销售渠道资源，开展双方品牌及联合品牌产品的生产及销售。

来源：公司公告，国金证券研究所

### 布局较早，有子公司专门负责新型烟草制品研发

- **电子雾化烟产品已经发展到第三代。**公司于 2014 年进入烟草后市场领域，并成立全资子公司劲嘉科技，主要致力于电子烟及智能健康烟具等新型烟草产品的设计、研发、生产、营销及服务。截至目前劲嘉科技已经先后开发出三代电子雾化烟产品：
  - **MEGA1。**2015 年 4 月劲嘉科技在深圳发布自行研制的首款智能烟具 MEGA1。MEGA1 是一款集智能可控温度的低温烘烤机构与带有增雾组件合二为一的产品。在使用时，只需直接插入市面销售的卷烟，同时在吸烟时还可以选择打开增雾装置，产生足够烟雾，以满足烟民的吸烟体验。
  - **蒸汽生活共享电子雾化烟。**劲嘉科技于 2017 年推出公司的第二代电子雾化烟。这一代电子雾化烟主打“共享”概念，所谓共享电子烟即消费模式的共享。此款产品共享的是电子烟的电池，即让用户将用完的产品返回厂家，回收循环利用其中的锂电池。该款产品也体现出公司对于吸食电子烟时的口感与体验的重视，针对烟民的不同需求设置了“初丁”、“老炮”、“烟神”三种不同口味。
  - **EXTRAS 电子雾化烟。**该款产品是劲嘉科技的最新一代电子雾化烟产品，于 2018 年 9 月于公司的京东旗舰店上市。此款 EXTRAS 电子雾化烟无论在外形还是使用方式上都更接近 IQOS，通过将装有烟油的烟弹旋进烟具主机上并加热，从而产生烟雾供吸烟者吸食。其所使用的烟弹为劲嘉科技自行生产，专供 EXTRAS 烟具使用。

图表 62：劲嘉旗下各代电子雾化烟产品



来源：蒸汽生活京东官网，国金证券研究所

### 联手小米、复星，在大健康战略中加强新型烟草合作

- **复星集团战略入股，布局大健康产业。**公司在 2016 年引入复星集团旗下复星安泰作为战略投资者，双方在战略合作内容涉及大健康领域的共同投资与全球化产业拓展、业务合作。目前复星安泰在公司中持股比例为 9.18%，为第二大股东。医疗健康一直以来是复星集团的核心业务之一，而新型烟草也是公司大健康领域布局中的重点业务。新型烟草最核心的亮点是其加热不燃烧的低害效果，如果未来新型烟草市场放开，公司的产品有望借助复星集团的健康渠道拓展营销，甚至有机会凭借复星集团在海外的知名度与影响力帮助公司的产品走出国门。
- **联手小米集团，抓紧新型烟草业务。**公司于 2018 年 8 月 18 日发布公告，宣布联合北京米物科技、深圳前海创业基金成立合资公司嘉物科技（暂定名），在新型烟草领域积极探索及开展业务。米物科技为小米集团第 56 家生态链企业，专注于消费电子产品研发与设计，同时在产品的设计、销售渠道、供应链等资源上与小米集团共享。事实上小米此前已经涉足电子雾化烟领域，在其米家 APP 上以众筹形式发布电子烟产品“A&D 每日吸维他命”。此款产品在原理与结构上与市面上主流的电子雾化烟别无二致，可见小米也有意布局新型烟草市场，并已经有了一定的技术储备。此次公司与

小米集团成立合资子公司，有望加强公司的新型烟草制品研发能力，同时在渠道上可以利用小米的优势帮助公司扩大产品覆盖面。

图表 63：小米电子雾化烟产品



来源：AD维他气味棒公众号，国金证券研究所

图表 64：小米电子雾化烟结构

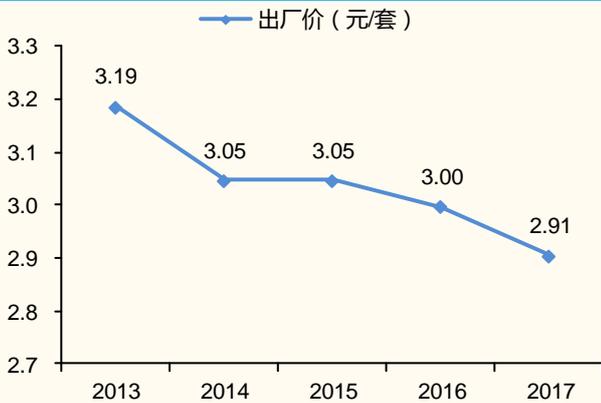


来源：米物 APP，国金证券研究所

未来机会：新型烟草包装，新型烟草烟具生产

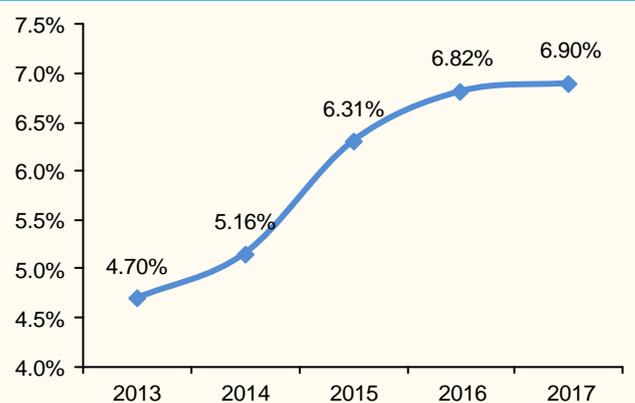
- 烟标业务为基，新型烟草包装业务可期。烟标的计量单位为“套”，一大箱卷烟包含 250 套，每套包含 10 盒及用于 10 盒卷烟的整体外包装。根据烟标销量与烟标业务收入测算，公司每套烟标出厂价稳定在 3 元左右。而随着业务发展，公司在烟标领域的龙头地位逐渐显现，在烟标市场的市占率不断提升，到 2017 年底已占有烟标市场 6.9%的份额。公司在传统卷烟烟标业务的丰富经验工艺积累为公司进军新型烟草包装领域奠定了基础。

图表 65：公司烟标出厂价变化



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 66：公司烟标业务市占率



来源：烟草在线，国金证券研究所

- 新型烟草包装可为公司带来新的业绩增长点。公司除自身产品外也为菲莫国际和英美烟草提供新型烟草包装服务，在这一方面公司积累了足够的经验。假设公司按照 2017 年在烟标市场的市占率参与新型烟草的包装业务，结合之前对于新型烟草烟弹的市场规模预测，可以估算出新型烟草包装为公司贡献的营收。考虑到新型烟草烟弹属于较高档次烟草制品，假设烟弹烟标价格相比均价上浮 100%，公司市占率提升至 9%，则可在新型烟草市场开放四年内分别为公司录得收入 0.80 亿元、1.57 亿元、3.10 亿元和 6.10 亿元。

图表 67：新型烟草包装为公司新增营收测算

1. 2017年公司烟标出厂均价为**2.9元/套**
2. 2017年公司烟标市场市占率约**7%**。

第一年，单位：亿元

包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	0.31	0.46	0.61	0.76
8%	0.35	0.53	0.71	0.89
9%	0.40	0.60	0.80	1.00
10%	0.44	0.66	0.89	1.11
12%	0.53	0.80	1.06	1.33

第二年，单位：亿元

包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	0.60	0.90	1.20	1.51
8%	0.70	1.05	1.40	1.75
9%	0.79	1.18	1.57	1.96
10%	0.87	1.31	1.75	2.18
12%	1.05	1.57	2.10	2.62

第三年，单位：亿元

包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	1.19	1.78	2.37	2.97
8%	1.38	2.06	2.75	3.44
9%	1.55	2.32	3.10	3.87
10%	1.72	2.58	3.44	4.30
12%	2.06	3.10	4.13	5.16

第四年，单位：亿元

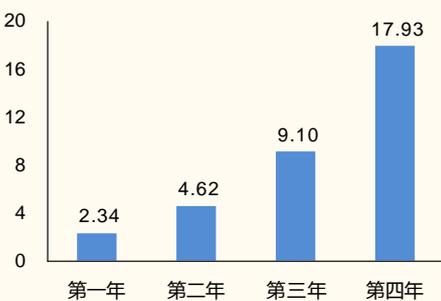
包装价 市占率	2.90	4.35	5.80	7.25
7%	2.34	3.51	4.68	5.84
8%	2.71	4.07	5.42	6.78
9%	3.05	4.57	6.10	7.62
10%	3.39	5.08	6.78	8.47
12%	4.07	6.10	8.13	10.16

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司有望分得新型烟草烟具市场份额。**新型烟草制品中，烟弹由于含有烟草而必然为专卖品。但是烟具部分由于并不涉及专卖，很有可能会由中烟公司委任给第三方公司代工生产。如目前云南中烟出品的 Webacco Mate1 系列，其烟具即是委任深圳华玉科技有限公司代工生产。由于公司与云南中烟已达成战略合作，未来双方推出新的加热不燃烧烟具很有可能由公司进行代工生产。除此之外，考虑到公司与其他中烟公司良好的合作关系，一旦公司所生产的烟具被市场新型烟草消费者所认可，不排除会有其他中烟公司与劲嘉在烟具代工生产上的合作。如果按照公司当前在烟标业务中的市场份额 6.9% 计算，结合我们之前对于新型烟草市场规模的预估，烟具生产有望在几年内为公司创造超过 10 亿元的营收。

图表 68：新型烟草烟具生产为公司新增营收测算

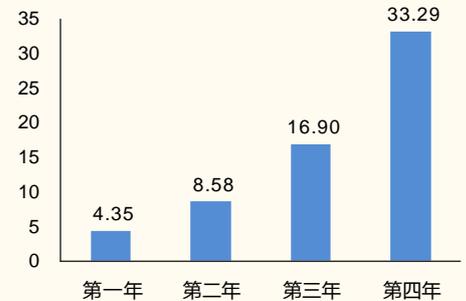
1.市占率7%，单位：亿元



2.市占率10%，单位：亿元



3.市占率13%，单位：亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**鉴于烟草行业有所回暖，新型烟草国内市场推广已现曙光，而公司是国内相关业务储备最为丰富的公司，我们上调公司

2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测至 0.48/0.59/0.78 元/股。维持“买入”评级。

图表 69：劲嘉股份基本情况与盈利预测

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,777	2,945	3,395	3,911	4,869
增长率 (YoY, %)	2	6	15	15	24
净利润 (百万元)	571	574	725	888	1,166
增长率 (YoY, %)	(21)	1	26	23	31
每股收益 (全面摊薄, 元/股)	0.43	0.38	0.48	0.59	0.78
净资产收益率 (%)	12.7	8.9	10.3	11.4	13.2
PE (X)	24	24	17	14	11
PB(X)	3.0	2.1	1.7	1.6	1.4

来源：wind, 国金证券研究所

### 盈趣科技：具备 IQOS 产业链优势

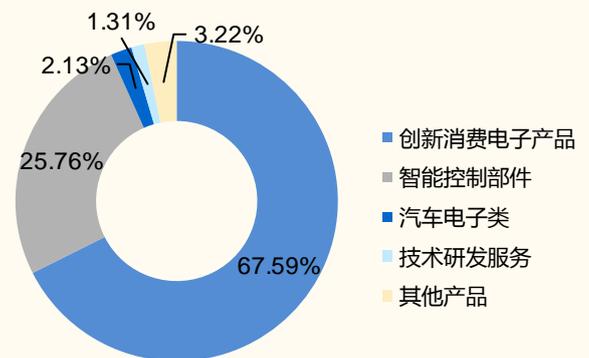
- 盈趣科技成立于 2011 年 5 月，以自主创新的 UDM 模式（也成为 ODM 智能制造模式）为基础，形成了高度信息化、自动化的智能制造体系，满足协同开发、定制服务、柔性生产、信息互联等综合服务需求，为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产，并为中小型企业提供智能制造解决方案。目前公司已与罗技(瑞士上市公司)、WIK(雀巢咖啡机一级供应商)、Venture(新加坡上市公司, PMI 电子烟产品一级供应商)、3Dconnexion(3D 鼠标产品客户)、Asetek(挪威上市公司)等企业建立起战略合作关系。
- 2017 年公司实现营业收入/归母净利润分别为 32.67/9.82 亿元，同比增长 98.20%/120.86%。2018 年上半年公司在营收与盈利上均出现下滑，营业收入与归母净利润分别为 13.07/3.97 亿元，同比分别下滑 0.52%/9.75%。公司主营业务中创新消费电子贡献大部分营收，2018 年上半年该部分营收占比为 67.59%。

图表 70：盈趣科技营收及增速



来源：Wind, 国金证券研究所

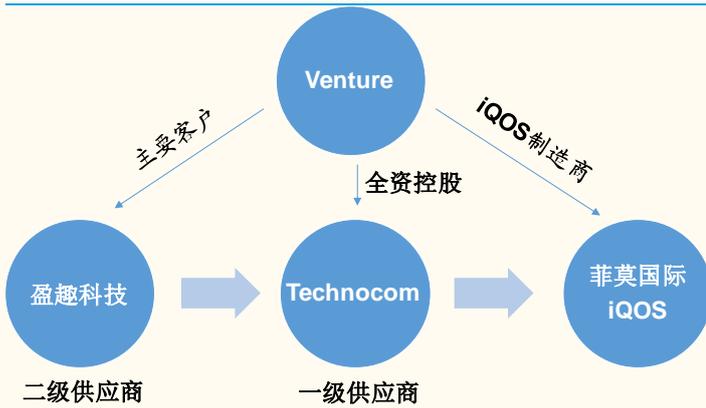
图表 71：2018 年上半年盈趣科技收入结构



来源：Wind, 国金证券研究所

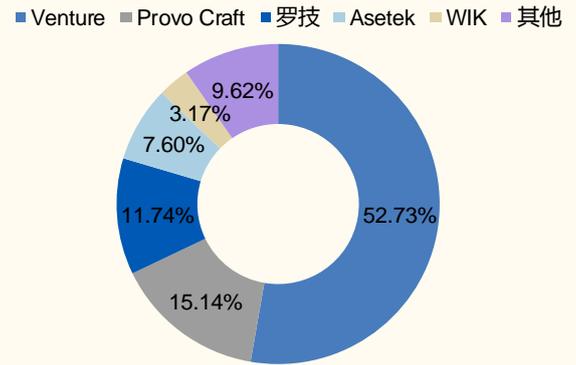
- **IQOS 的二级供应商。**目前公司在新型烟草领域主要负责生产 IQOS 的高精度注塑塑胶部件。2014 年公司与 Venture 开展针对 IQOS 的精密塑胶部件生产合作，2015 年开始向 Venture 在马来西亚设立的全资子公司 Technocom 供货。Technocom 为 IQOS 的一级供应商，因此公司为 IQOS 的二级供应商。该精密塑胶部件主要由充电盒 (MU) 组件和加热棒 (TSH) 组件两部分构成，主要是 IQOS 的外观零部件。为 IQOS 生产精密塑胶部件业务对于公司十分重要。根据公司招股书披露，2017 年上半年，Venture 为公司第一大客户，对其销售额占当期总营收的 52.73%。而由于 IQOS 塑胶部件毛利较高，其也成为公司主要的利润来源。2018 年上半年公司营收与利润同比双降主要就是由于二季度塑胶部件订单下降所致。

图表 72: 盈趣科技与 IQOS 供应关系



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 73: 2017 年上半年公司客户结构



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 集友股份: 与安徽中烟合作布局新型烟草

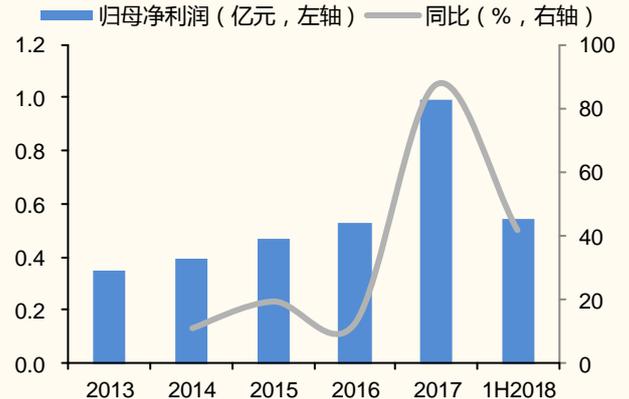
- 集友股份创始于 2004 年, 前身为安徽集友纸业, 是一家专业从事烟用接装纸、烟用封签纸和电化铝研发、生产及销售的包装印刷公司。2018 年上半年, 公司通过资产重组收购大风科技 100% 股权, 其中大风科技主要从事烟标及相关包装材料的研发、设计、生产与销售业务。2018 年上半年公司取得营收/归母净利润分别为 1.85/0.54 亿元, 同比增长 77.90%/42.02%。

图表 74: 集友股份营收及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 75: 集友股份归母净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司于 2017 年 10 月与安徽中烟签署《关于共建“新型烟草制品及卷烟配套材料联合工程中心”的框架协议》。该联合工程中心研发及其产业化涉及三方面内容: 其一为电子烟烟液、加热器、雾化器、烟具材料的研究与产业化应用; 其二为加热不燃烧卷烟的研究与应用; 其三为其他新型烟草制品。安徽中烟对于新型烟草制品的布局较早, 尽管目前还没有产品面世, 但是随着公司与安徽中烟的合作加深, 未来有望诞生出属于安徽中烟的新型烟草制品, 公司也将从中受益。

### 东风股份: 老牌烟标企业, 新型烟草合作可期

- 东风股份创立 1983 年, 是国内从事烟标印刷业务历史最悠久的企业之一, 也是行业内产业链最完整的包装印刷企业之一。目前公司已经形成以烟标印刷产品为核心、涵盖酒包装、药品包装在内的终端印刷包装产品和包装材料研发、设计与生产相结合的业务体系。2018 年上半年公司取得营收/归母净利润分别为 16.28/3.58 亿元, 同比分别增长 10.64%/0.56%。烟标业务贡献公司主要营收, 2017 年烟标业务占公司总营收的 89.54%。

图表 76: 东风股份营收及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 77: 东风股份归母净利润及增速



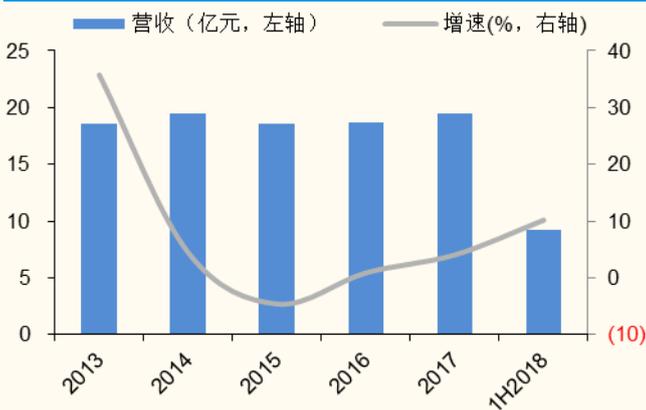
来源: Wind, 国金证券研究所

- **电子雾化烟布局较早, 加热不燃烧合作可期。**公司对于电子雾化烟的覆盖较早。2013 年 9 月公司与上海绿新 (现顺灏股份)、龙功运先生共同出资 1 亿元成立合资子公司上海乐馨 (现上海绿馨), 主要从事电子烟具、配件和辅料的研发, 生产与销售; 2014 年 4 月上海绿馨与吉林烟草、长白山科技与中烟烟草郑州烟草研究院签署技术合作协议, 以低温雾化烟为技术合作开发研究长白山香烟伴侣。截至目前公司业务布局并未涉及加热不燃烧制品, 但凭借其与中烟公司的长期合作关系, 未来也很有可能就这一新型烟草制品达成战略合作, 值得持续关注。

**顺灏股份: 真空镀铝纸龙头, 积极拓展新型烟草业务**

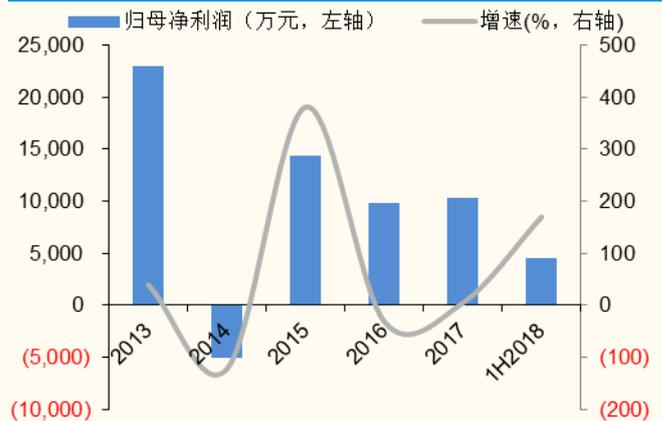
- 顺灏股份成立于 2004 年, 曾用名上海绿新包装材料科技股份有限公司, 简称上海绿新, 公司以真空镀铝纸、白卡纸、复膜纸、烟用丙纤丝束等产品的研发、生产、加工和销售为核心业务。产品应用于礼品、化妆品、卷烟、酒、食品、药品等产品的包装印刷领域, 其中大部分应用于烟包印刷领域。今年上半年, 公司营收 9.24 亿元, 同比增长 10.19%, 实现归母净利润 4539.06 万元, 同比增长 169.98%。

图表 78: 顺灏股份营收情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表 79: 顺灏股份归母净利润情况



来源: wind, 国金证券研究所

- **重点发展新型烟草业务, 推进全产业链布局。**今年上半年, 公司将原有电子雾化烟 OEM 业务升级转变为自主品牌低温烟, 积极在新型烟草器具研发、制造、销售、渠道、品牌等领域进行全产业链的布局与经营。目前, 公司将日本选为海外市场的第一站, 上半年公司在日本开拓了多个自有品牌代理渠道, 涵盖日本免税店、乐天市场、线下快消品连锁店等, 日本市场对上半年电子烟业务的贡献值已经达到 50% 以上。除日本市场外, 公司也陆续开拓了韩国和香港市场, 区域内新型烟草业务的销售额上半年平均每月增长 30% 左右。在技术储备上, 公司独家具拥有 HBN 内置针式加热

国家发明专利，该技术能够有效规避 IQOS 产品侵权风险，为公司后续多产品研发奠定基础。

- 同时，为更好推进新型烟草业务发展，公司拟与合作方东风股份、云南巴菰共同对公司控股子公司上海绿馨进行增资，将其注册资本由人民币 1 亿元增加至人民币 1.5 亿元，共同开展新型烟草制品（包括加热不燃烧烟草制品）相关业务的平台，并计划未来在法律法规允许的范围内赴境外积极推进开设新型烟草制品（包括加热不燃烧新型烟草制品）研发或制造、营销基地等事项。

## 风险提示

### ■ 国内宏观经济大幅波动的风险

烟草消费需求与宏观经济正相关。若宏观经济出现大幅波动，烟草消费需求亦将随之波动；

### ■ 国内卷烟产销大幅下降的风险

卷烟生产和销售受相关政策的直接影响。烟草税收制度变化、烟控力度强弱等因素，都可能造成国内卷烟产销的下滑；

### ■ 侵犯 IQOS 专利保护的风险

IQOS 作为新型烟草领域的先行者和领跑者，在烟具和烟弹的诸多领域都已注册了全球专利。虽然国内相关公司在新型烟草研发过程中都采取了规避措施，但不排除有个别方面仍可能侵犯到 IQOS 的专利保护；

### ■ 国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险

新型烟草的推广依赖于国内相关政策的松绑甚至推进。虽然我们相信相关政策的取向是逐步放松，但是由于涉及诸多利益方和考虑因素，有关政策的推进有可能不达预期。

### ■ 中烟公司新型烟草产品研发进度不达预期的风险。

目前，虽然已有多家地方中烟公司正在推进新型烟草研发，但是在如何满足消费者需求，与国外品牌竞争，以及抢占市场等方面仍有可能不达预期。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH