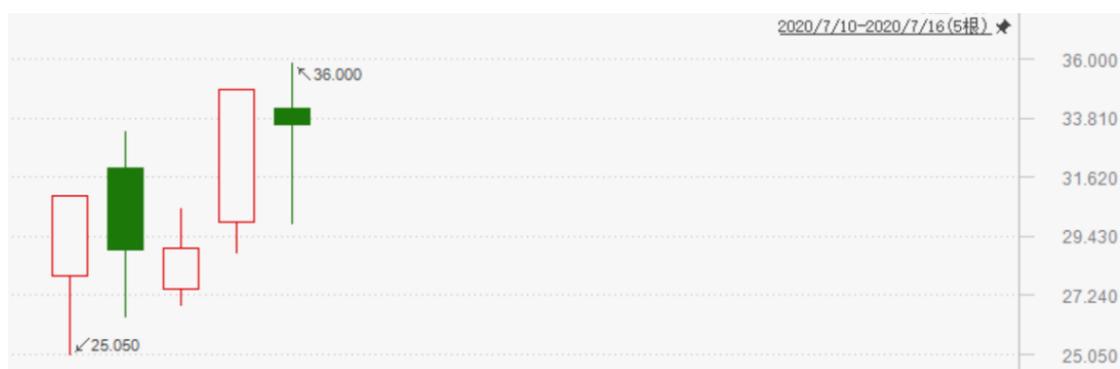


## 电子烟产业链全梳理 增长逻辑与增长空间如何？

今天，要梳理的产业链，极富争议：一方面，人们觉得它可以减少卷烟带来的危害，但另一方面，也有声音质疑它是否安全，目前也尚未有相关国家标准法律进行管控。

近日，一家龙头电子烟制造商在港交所上市，上市当天暴涨 150%，市值达 1780 亿港元。如今，上市短短几天，已经从发行价 12.4 港元，涨到峰值高位 36 港元，涨幅高达 190%。



图：龙头走势 来源：东方财富 Choice 数据

这条产业链就是——**电子烟（新型烟草）产业链**。

电子烟这条产业链，到底有多赚钱？

据这家企业招股书披露，2019 年，电子雾化设备的平均售价为 8.7 元，电子雾化组件的平均售价为 7.5 元，整体合计不超过 20 元。而市面上，一套可充

电式电子烟售价可达 200 元，即便是一次性电子烟，售价也可以达到 60 元至 70 元。

如此有“钱”景的电子烟，国际上的四大烟草巨头也不会放过。典型的就是巨头 A 旗下的 IQOS (加热型电子烟)，已经成为全球新型烟草市占率榜首的产品。

其画风如下：



图：巨头 A 股价

来源：wind

同样，巨头 B 也搞电子烟，但它的走势却背道而驰：



图：巨头 B 股价

来源：wind

好，看到这里，对于这条产业链，我们需要思考几个问题：

1) 电子烟和传统烟草之间，增长驱动力有什么不同？未来增速能达到多少？

其背后的逻辑是什么？

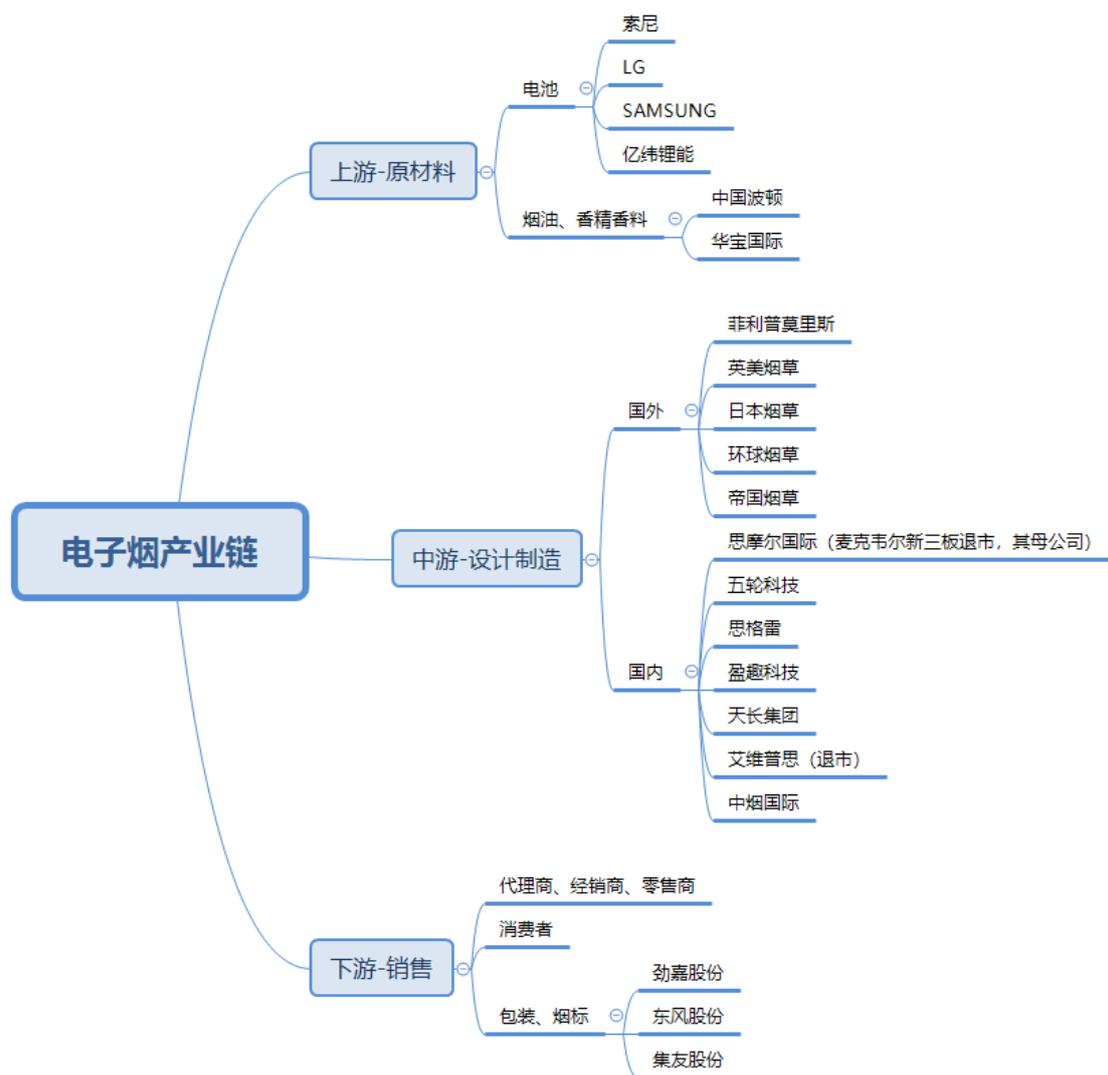
2) 电子烟的竞争格局又是如何？有哪些值得长期研究的戏份赛道？

## (壹)

电子烟，是一种模拟传统香烟工作的电子设备，由雾化器、烟管、电池三部分组成。根据模拟原理，电子烟目前主要分成两种：

一种是蒸汽式（雾化型）电子烟，通过**热液体产生供吸食者吸气的气溶胶**，由吸食者吸入口腔从而达到吸烟的目的。其中的液体称为烟油，通常由尼古丁、丙二醇、甘油和调味剂制成，烟油还有多种类型，甚至不含尼古丁。

一种是加热不燃烧式电子烟（HNB），采用**加热烟草的形式**产生可供吸食的烟雾，其本质是一种烟草产品，只是通过温度控制，使得烟草能够产生烟雾而不达到燃烧的状态。



图：电子烟产业链

来源：塔坚研究

如图所示，电子烟产业链包括：

上游原材料供应商，包括烟油、电池、香精香料等；代表公司有索尼、LG、SAMSUNG、亿纬锂能、华宝国际等。毛利率大约为 29%至 64%之间。

中游为设计制造，包括专业电子烟及配件制造、烟草制造等；代表公司有菲利普莫里斯、日本烟草、英美烟草、中烟香港、思摩尔国际、盈趣科技等。毛利率大约为5%至60%之间。

下游则是零售、代理、经销商及消费者。代表公司有劲嘉股份、东风股份、集友股份等。毛利率大约为40%至50%之间。

整个电子烟产业链梳理下来，可以发现，中游的设计制造厂商有相当多的上市公司，因此，它算是整个产业链中的核心。

## (贰)

电子烟这条产业链，如果用公式表达的话，我们可以拆解为：

$$\text{我国电子烟增速} = (1 + \text{全球新兴烟草行业增速}) \times (1 + \text{全球电子烟渗透率增速}) \\ \times \text{中国市场份额}$$

从宏观层面来看，电子烟作为特殊品类，其短期驱动因素主要为政策。

政策方面，我国实行的是烟草专卖制度，生产、销售、进出口都受到严格管制。

但电子烟自出现以来，打着“减害+替代”的旗号发展，目前，国内并没有明确的法律法规监管，因而未来存在法规风险。

注意，其中：加热不燃烧电子烟，因为本质属于烟草消费，所以，仍然属于管制范畴；但雾化型电子烟，因为加热的是烟油，目前不在管制之中。



图：电子烟产品类型

来源：光大证券

对于电子烟的身份问题，我国一直难以确定相关国家标准的监管条例，主要以地方性法规和行业团体标准为主。

政策属性	发布时间	名称	主要内容
控烟政策	2013年12月	《关于领导干部带头在公共场所禁烟有关事项的通知》	明确要求领导干部不得在公共场所吸烟。
	2016年4月	《公共场所控制吸烟条例》	国务院将该《条例》列入一类立法计划。
	2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	要求全面推进控烟履约，加大控烟力度。计划到2030年，15岁以上人群吸烟率降低到20%。
鼓励新型烟草政策	2018年7月	《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》	推进新型烟草制品监管的政策法规研究。 1) 推进新型烟草制品监管的政策法规研究。积极推进电子烟等新型烟草制品纳入监管。2) 推进新型烟草制品全产业链创新发展。推动新型烟草制品定型化、产业化、品牌化发展。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。
电子烟管控政策	2018年8月	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	国家市场监督管理总局和国家烟草专卖局要求国内市场主体不得向未成年人销售电子烟。这是国家层面上首次公开对电子烟市场出台有关监管政策。（但遗憾的是并没有涉及到电子烟行业市场定位和发展方向。）

图：相关政策汇总

来源：前瞻产业研究院

直到 2019 年 11 月 1 日，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》（简称《通告》），明确要求禁止向未

成年人销售电子烟，并且要求电子烟生产、销售企业或个人，及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，电商平台及时关闭电子烟店铺并将电子烟产品及时下架。

其明确指出电子烟“为卷烟等传统烟草制品的补充”，后续若出台电子烟法规，或将电子烟定义为烟草制品，归由烟草专卖局监管。这里的《通告》，本质上认可了电子烟的合法地位，避免了电子烟被取缔的风险。

但注意，烟草专卖局、安全生产监督管理局、药监局三大机构，在将其作为烟草或药品监管上，目前还并未达成一致意见。

**不过，境外一些国家和地区的电子烟监管，已经初步形成体系，值得借鉴，我们也可从中观测未来可能的监管动向。以下，列示主要国家对电子烟的监管政策：**

其中，一些国家将其归为医药管理，是因为电子烟存在安全性问题，比如生产商通常不注明电子烟的尼古丁溶液成分，面临的健康风险难以估量。为确保安全，使此类产品得到更严格的管控，而列入医药管理。

国家	分类	相关政策
英国	医药产品、消费品	医药电子烟须经过标准的审批程序，享受 5% 增值税率，但是实际上暂无电子烟被列为医药产品；消费品类电子烟限制广告及促销，禁止跨境电子烟广告及赞助，增值税率 20%。
欧盟国家	消费品、医药产品、烟草产品	一般不含尼古丁电子烟被列为消费品，含尼古丁电子烟被列为烟草产品。医药用途电子烟须获得标准药物许可程序下的市场授权；含尼古丁电子烟须遵从欧盟 TPD 相关要求，禁止或限制电子烟产品的广告、促销、赞助、跨境活动等行为，禁止在封闭公共场所及公共交通工具内使用电子烟产品。
日本	医药产品、消费品	含尼古丁的蒸汽电子烟烟油被列为医药产品，其销售、广告、制造、进口、分销均须依法获得许可证，但目前暂无产品获批，允许私人进口少量医用电子烟。
加拿大	医药产品、消费品	属于医药产品的电子烟须在销售前获得加拿大健康局销售许可；属于烟草产品的电子烟禁止向低于 18 岁的未成年人销售，限制广告、赞助及促销，且产品禁止含有成瘾物质，限制烟油口味。
巴西	烟草产品	禁止销售、广告、分销、进口，公共场所和公共交通工具内禁止使用电子烟。
澳大利亚	医药产品、消费品	含尼古丁电子烟除非被列为医药产品，否则不可销售使用；不含尼古丁电子烟被列为消费品，可以销售使用，但昆士兰及西澳大利亚地区禁止销售。
新西兰	烟草产品	禁止向未成年人销售，且必须遵从例如健康警告等要求；限制自动售货机销售电子烟，包装须符合烟草产品包装要求；限制电子烟产品的广告、促销及赞助。
马来西亚	医药产品(含尼古丁)、消费品(不含尼古丁)	含尼古丁产品需获得许可后方可由持牌药店或注册医师销售，禁止向未成年人销售；允许 HNB 产品的销售，且 IQOS 装置无需在其包装上附加图片警告。
菲律宾	医药产品(需要授权)	产品须获得健康商品或健康相关设备的授权；烟油须有防止儿童接触标识，禁止在公共场所使用电子烟，并限制在公共交通工具内使用。
韩国	烟草产品(含尼古丁)、消费品(不含尼古丁)	禁止向低于 19 岁的未成年人销售，电子烟的包装及广告应包含健康警告，表明其含有有害物质；除指定吸烟区外，禁止在公共场所使用电子烟；需缴纳比例为 1799 韩元/ml 烟液的税费和 24 韩元/20 个烟筒的废物费和 10% 的增值税。

图：主要国家对蒸汽式电子烟监管政策

来源：国海证券

国家	相关政策
英国	目前对于 HNB 产品持开放态度，承认 HNB 产品与传统卷烟相比的减害属性，对于 HNB 产品的监管尚无明确的政策。
美国	2019 年 4 月，美国 FDA 批准 HNB 产品 IQOS 进入美国市场，不过仍需遵从 FDA 对于电子烟产品的相关规定，禁止向未成年人销售。
欧盟国家	允许 HNB 产品的销售，承认 HNB 产品与传统卷烟相比的减害性，目前欧盟 TPD 考虑将 HNB 产品纳入监管范围，但目前尚无明确监管政策。
日本	允许 HNB 烟具的销售，HNB 烟弹按照《烟草商业法》与卷烟分为一类，允许销售和流通，2018 年 7 月通过《健康促进法》明确将 HNB 产品排除在公共场所禁烟范围之外。
新西兰	2019 年 3 月，新西兰惠灵顿法院驳回卫生部对于菲莫国际的指控，允许 IQOS 产品在新西兰地区的销售。
韩国	韩国允许 HNB 产品的销售，但首尔食品和药品安全部对于 HNB 产品的安全性提出怀疑，未来或对 HNB 产品提高税率。

图：主要国家对加热不燃烧电子烟监管政策

来源：国海证券

- 
**Federal Institute for Risk Assessment (BfR) (Germany, 2018):** "The herein confirmed reductions of relevant toxicants by about 80-99% are substantial."
- 
**Food and Drug Administration (FDA) (U.S., 2018):** "The independent testing performed by STL [FDA's Southeast Tobacco Laboratory] confirmed the lower levels of selected [harmful and potentially harmful compounds] HPHCs in the aerosol from the HeatSticks compared to mainstream cigarette smoke."
- 
**Public Health England (U.K., 2018):** "Compared with cigarette smoke, heated tobacco products are likely to expose users and bystanders to lower levels of particulate matter and harmful and potentially harmful compounds. The extent of the reduction found varies between studies."
- 
**U.K. Committee of Toxicology (U.K., 2017)** "[I]t is likely that there is a reduction in risk, though not to zero, to health for smokers who switch completely to heat-not-burn tobacco products."
- 
**National Institute for Public Health and the Environment (RIVM) (the Netherlands, 2018):** "The use of heatsticks with the IQOS is harmful to health, but probably less harmful than smoking tobacco cigarettes."

图：各国机构对加热不燃烧电子烟降低有害物质试验

来源：山西证券

综上，各国政府对于雾化式电子烟的监管相对严格，一般分为消费品、医药产品、烟草制品三大类，其中医药产品类极为严格；而加热不燃烧电子烟的监管相对开放。

**而我国，总体政策大方向是鼓励新型烟草产业链发展。并且，我们认为，我国可能更倾向于以加热不燃烧电子烟为主，蒸汽式电子烟为辅。理由如下：**

其一，2018 年，全国烟草工作会议明确深化新型烟草创新改革，推进新型烟草制品定型化、产业化、品牌化发展，推进政策法规研究。2019 年，全国烟草工作会议对新型烟草在中国市场今后的发展，做出明确部署：要求加强电子烟等新型烟草制品的研发，推进电子烟、加热不燃烧烟草制品研发创新。

其二，根据新型烟草与传统卷烟的体验口感来看，加热不燃烧电子烟与卷烟相似，易被消费者接受。

其三，基于我国烟草行业对财政收入的重要地位，**加热不燃烧电子烟**（在我国仍属于烟草制品，但却能够减少 9 成健康危害）并不会产生替代效应而使得烟草消费量减少的问题，财政方面不会受到明显冲击。

而蒸汽式电子烟，以烟油、烟弹为主，对烟草有替代性。并且，烟弹有漏油现象、烟油成分不透明等潜在健康风险等因素，其发展可能会受到限制。

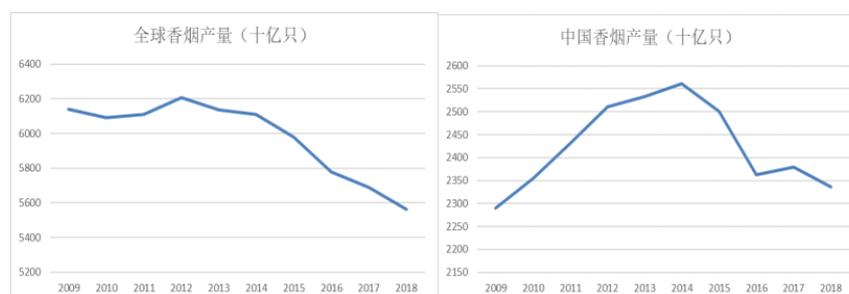
其四，中烟集团各大子公司，近两年持续加大新型烟草研发力度，截至 2016 年末，云南中烟（99 个）、湖北中烟（80 个）等中烟子公司，在加热不燃烧领域专利数量仅次于菲莫国际（141 个）。

梳理完政策影响，我们接着思考一个问题：电子烟消费的增长逻辑是什么？

### (叁)

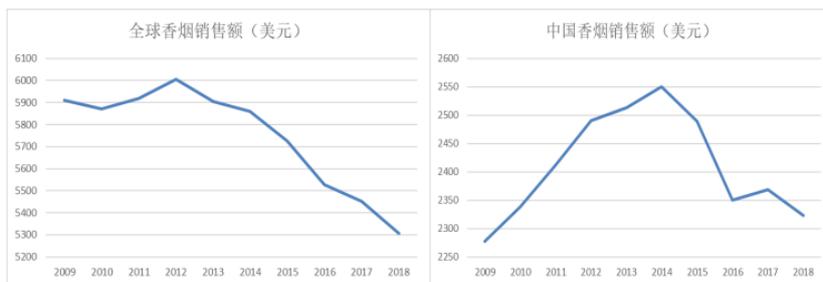
从总量上看，中国烟草消费在全球排名居首位。在消费端，2018 年，全球烟草销售额为 5300 亿美元，我国销售额约 1.45 万亿元，占比 44%。在生产端，2018 年，我国生产近 2.35 万亿只香烟，占全球 42%。

但随着监管层控烟减烟，以及消费者健康生活理念的提高，传统烟草行业的产销数据出现下滑，因而，烟草整个大行业的增长是受限的。据统计，目前，全球卷烟市场以每年约 2% 的速度下滑。



图：全球和中国香烟产量

来源：山西证券



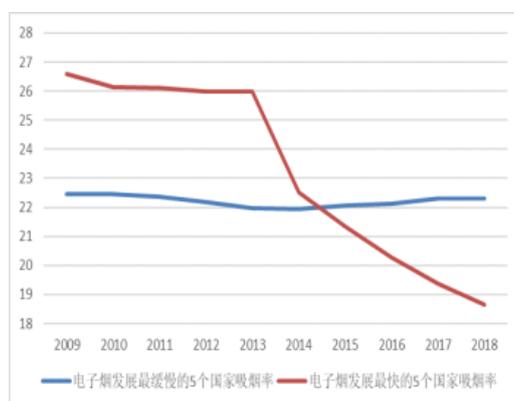
图：全球和中国香烟销售额

来源：山西证券

与传统卷烟市场的衰退，呈鲜明对比的是，新型烟草市场渗透率的逐年提升。

全球新型烟草市场规模，以 27.9% 的复合年增长率，从 2013 年的 94 亿美元迅速增加至 2018 年的 323 亿美元。弗若斯特沙利文预计，2023 年，全球新型烟草市场规模将高达 1734 亿美元，年复合增速为 39%。

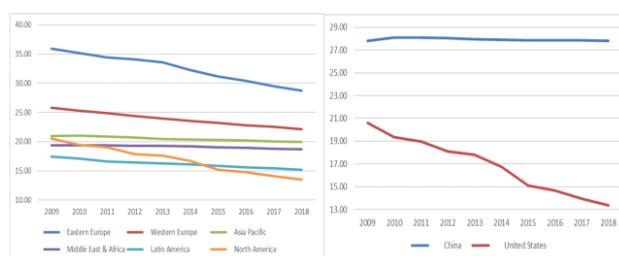
此外，吸烟率（不含电子烟口径）也可以反映，电子烟市场发展迅速对于传统卷烟市场的冲击。据券商统计数据显示：电子烟普及较好的国家，吸烟率大幅下行。



图：电子烟对吸烟率的冲击

来源：山西证券

我们对比一下各国吸烟率,从比例上看,我国吸烟率仅次于东欧,吸烟率较高。但从吸烟率趋势来看,大部分国家的吸烟率均呈现下降,而我国却保持高位相对稳定,核心原因是电子烟的渗透率并不高,未来有大幅提升的空间。



图：各国吸烟率

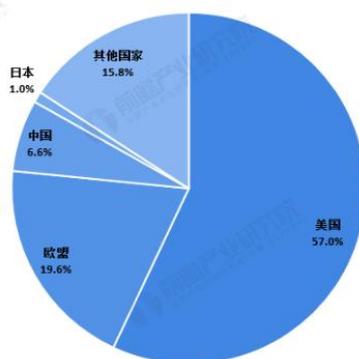
来源：山西证券

看到这里,电子烟本质上的增长驱动力是——“升级替代”。那么,核心问题来了:未来我国电子烟市场的渗透率会提升到什么水平?

**(肆)**

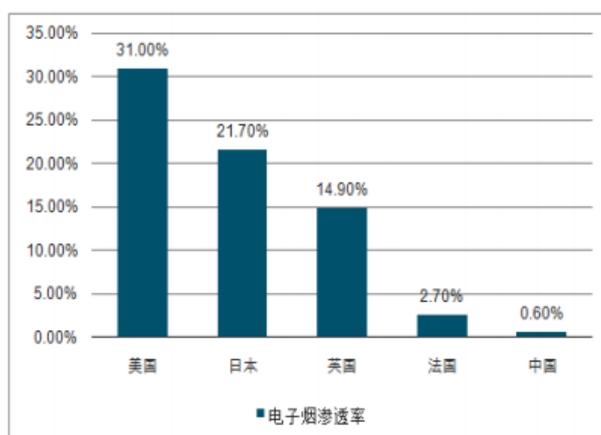
我国作为烟草消费居首的大国,但电子烟消费显著低于全球平均水平。

市场规模方面,美国是规模居首的电子烟消费国家,占 57% 的市场份额,欧洲各国大概占 19.6%,中、日仅分别为 6.6%、1%。渗透率方面,我国电子烟渗透率仅为 0.6%,远低于美 (31%)、日 (21.7%)、英 (14.9%) 等国家。



图：2018 年全球电子烟市占率

来源：前瞻产业研究院

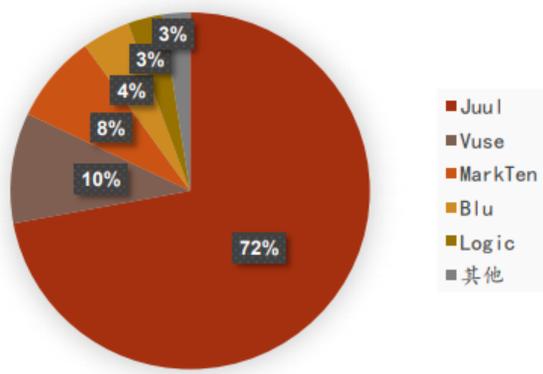


图：各国电子烟渗透率

来源：山西证券

另外，从电子烟类型来看，各国也略显差异。

1、美国，是全球居首的电子烟市场，以蒸汽式电子烟为首的消费品类，其中以 JUUL 品牌为代表。

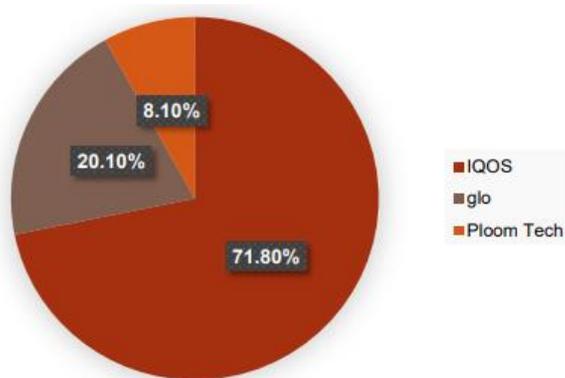


图：2017 年以后美国电子烟品牌份额

来源：方正证券

2、欧洲，是全球第二大电子烟市场，整体倾向于蒸汽式电子烟。但东欧和西欧存在差异。对于加热不燃烧电子烟，欧洲某些国家，如英国、德国等，态度没有那么严格（对加热不燃烧型减害性达成一致），未来加热不燃烧制品市场空间更大。

日本市场则是偏好加热不燃烧电子烟，由于日本烟草市场对外国烟草制造商开放以后，菲莫旗下 IQOS 在日本推行大获成功，占据主导地位。目前，全球 90% 以上的加热不燃烧电子烟销售额都来自于日本。



图：日本加热不燃烧品牌份额

来源：方正证券

那么，未来我国市场份额和渗透率，可能会如何变化？

市场份额方面，考虑我国作为烟草龙头大国，目前还未对电子烟市场完全放开，未来政策监管完全开放后，市场份额将大幅提升。而前文分析，我国大概率以加热不燃烧电子烟为主，蒸汽式电子烟为辅。

*因此，我们假设未来十年，中国市场份额逐渐提升至欧盟全球市占率水平 19.6%（日本市场全球份额较小，而中国是全球居首的烟草消费国，因而不完全可比；而欧盟有些国家对加热不燃烧电子烟态度宽松，市场空间也较大）。*

*渗透率方面，参照发展加热不燃烧电子烟较好的国家——日本、英国。但注意，由于我国的渗透率极低，此处我们设置情景开关：*

*乐观情况下：渗透率提升至日本电子烟渗透率水平 21.7%，增速为 48.99%；*

*保守情况下：渗透率提升至英国电子烟渗透率水平 14.9%，增速为 42.89%。*

即根据前文公式，推算得到我国电子烟增速在 38%至 40.6%左右。整体来看，我们预测的这个增速，和前文提到的研究机构弗若斯特沙利文的预测数据大致相符。

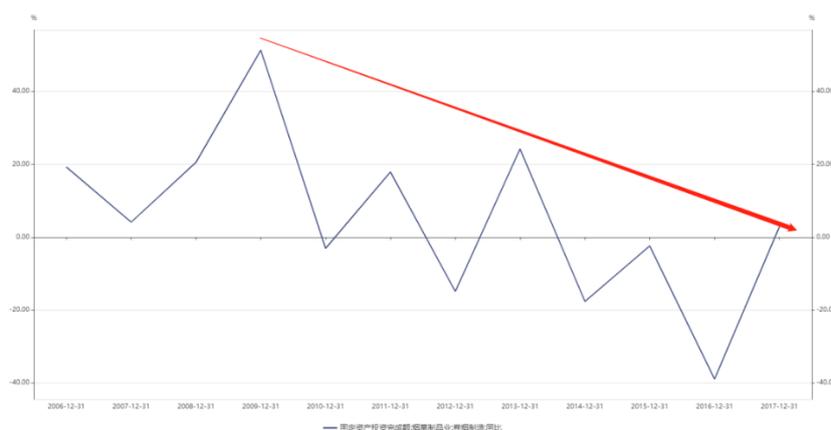
## **(伍)**

接下来看，新型烟草行业的几个高频数据，值得后续跟踪：

## 一、从供给端看——

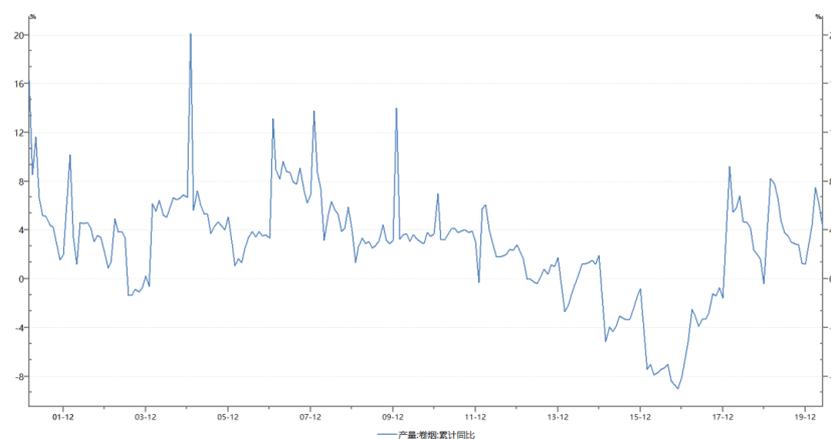
### 1) 卷烟制造固定资产投资完成额（年度数据）

从 2006 年至 2017 年，卷烟制造的固定资产投资完成额增速呈现下滑趋势，说明我国对卷烟制造的投入在减少，行业资本支出减少，行业增长收窄。侧面反映烟草行业对传统卷烟的态度，在逐渐收缩。



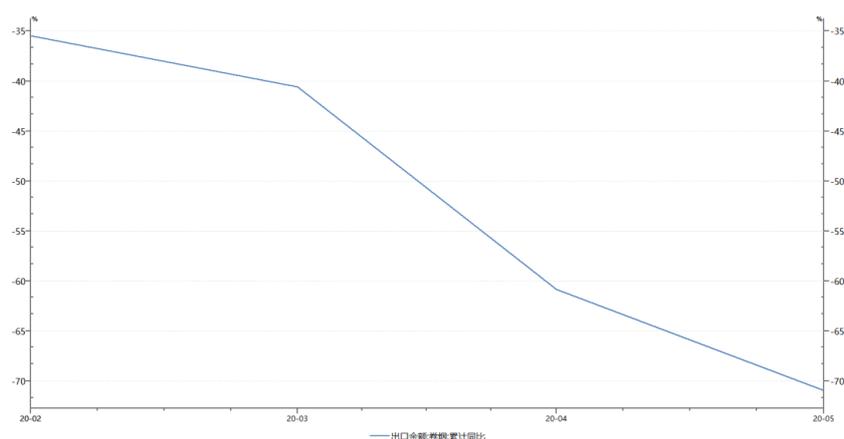
图：固定资产投资完成额同比增速：卷烟制造 来源：wind

2) 卷烟产量（月度数据）供给端上，我国卷烟产量也呈现下降趋势。2015 年，烟草涨价、加上控烟政策，促使 15、16 年下降，但后续控烟力度不大，烟草又是我国财政收入之一，产量又有所回升，但增速已经放缓。

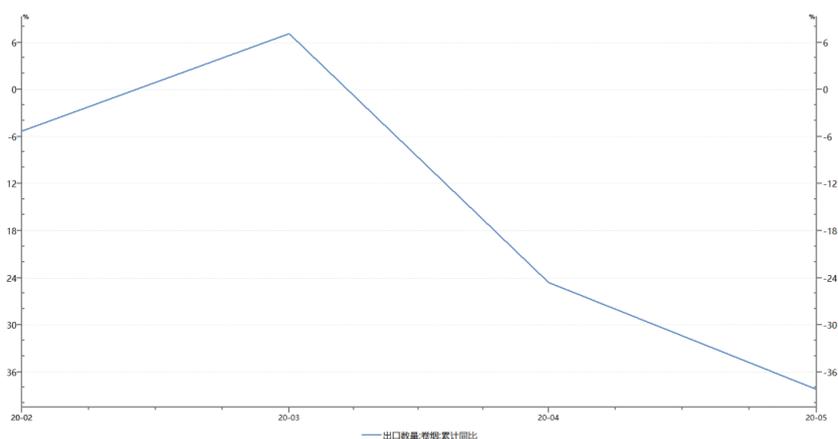


图：卷烟产量增速 来源：wind

**二、再从需求端看——** 3) 卷烟出口金额及数量（月度数据） 两项出口指标均大幅下挫，说明目前全球烟草行业对于卷烟的需求已经大幅下降。另一方面说明，电子烟的出现逐渐替代传统卷烟，成为烟草行业的大趋势。

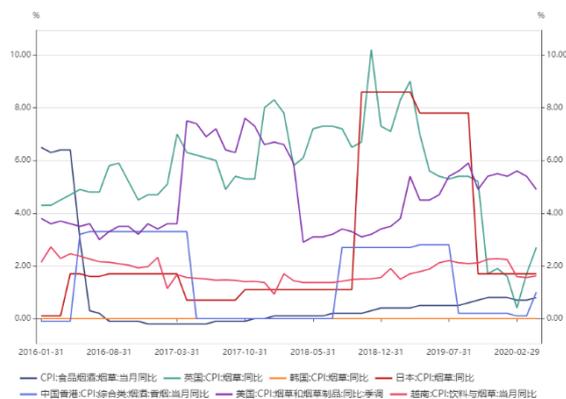


图：卷烟出口金额增速 来源：wind



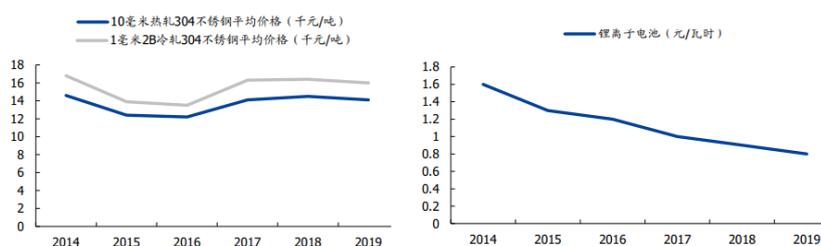
图：卷烟出口数量增速 来源：wind

4) 烟草 CPI (月度数据) 从香烟 CPI 增速来看, 中国内地、中国香港远低于美、日、英等地区, 说明烟草价格消费较低, 侧面反映电子烟消费能力水平还不高 (电子烟的价格比香烟价格高)。



图：各国及地区烟草 CPI 来源：wind

5) 电子烟制造的原材料价格 不锈钢和锂离子电池是电子烟的主要原材料。不锈钢价格在 2018 年至 2019 年有所下降。而锂电池价格由于电池负极材料和电池隔板等关键部件的价格下降, 导致其由 2014 年每瓦时 1.6 元减少至 2019 年的 0.8 元。预期未来锂离子电池价格能将持续下降, 为行业带来利润空间。



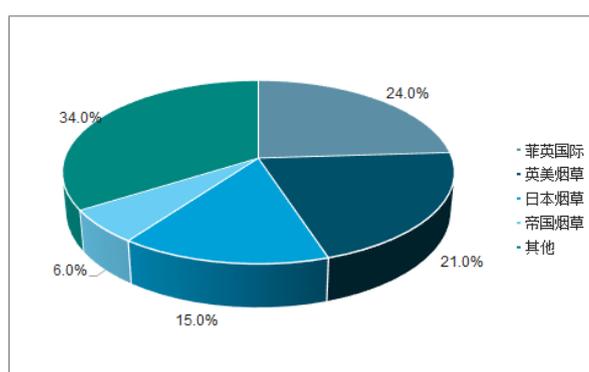
图：原材料价格 来源：国盛证券

行业高频数据看完, 接下来, 我们分析一下电子烟领域的竞争格局。

## (陆)

国际上，菲利普莫里斯（简称：菲莫国际）、英美烟草、日本烟草、帝国烟草是全球四大烟草巨头，四大巨头的电子烟市场占有率合计达 66%。

其中，菲莫国际就是个典型。它在 2014 年推出的 IQOS，是其首个加热不燃烧烟草产品，由于使用体验很好，迅速走红。截止 2019Q1，IQOS 已经在 47 个国家销售，已有至少 728 万烟民从传统卷烟完全转换为 IQOS 使用者。除了 IQOS 外，它还通过并购获得 JUUL（雾化式电子烟）销售渠道，从而同时拥有了全球新型烟草市占率榜首的 IQOS 和美国电子烟市占率榜首的 JUUL 品牌。进一步获得较强的销售渠道与专利壁垒。而日本烟草，由于市场对外商的放开，新型烟草受菲莫国际的 IQOS 冲击，其旗下 Ploom TECH 发展较为缓慢，市占率不高，难以留住消费者，股价表现低迷。



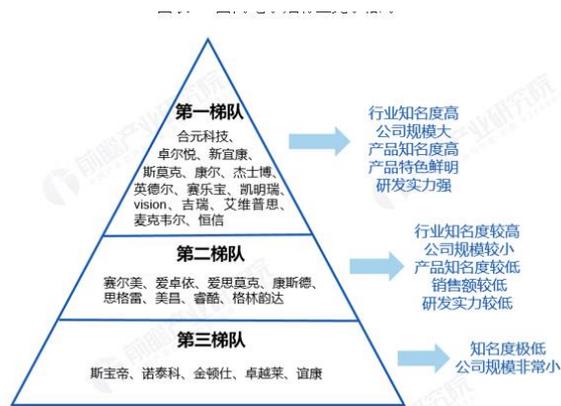
图：电子烟市场份额 来源：中国产业信息

目前，国际烟草龙头的新型烟草产品如下：

	研发起始时间	产品推出时间	累计研发投入超过	代表产品	
菲莫国际	2008年	2014年	45亿美元	加热不燃烧IQOS、TEEPS 蒸汽烟MESH	
英美烟草	2012年	2016年	25亿美元	加热不燃烧GLO 蒸汽烟Vype、Ten Motives 湿鼻烟、鼻烟	
日本烟草	2011年	2017年	20亿美元	电子烟蒸汽Logic 低温/高温加热Ploom	
帝国烟草	2012年	2015年	10亿美元	蓝光电子烟Blu 加热烟草Pulze 鼻烟 SKRUF	

图：新型烟草产品 来源：华泰证券

**再看我国，注意，中国是全球电子烟的生产基地，95%的产品主要销往国外。** 这是因为，目前，国内明文禁售加热不燃烧烟草制品（还未放开）。各地中烟公司研发生产的加热不燃烧制品（烟弹+烟具）主要还是出口海外，民营电子烟公司也只仅限于研发生产加热不燃烧烟草制品设备，也主要出口海外。因此，国内线下看到的电子烟，通常都是蒸汽式电子烟。当前，国内电子烟企业众多，主要集中在深圳，多数都未上市，代表上市或挂牌的企业有：艾维普思（退市）、思摩尔国际（麦克韦尔母公司，麦克韦尔在新三板已退市）、五轮科技（新三板）、思格雷（新三板）、盈趣科技等等。



图：国内电子烟行业竞争格局：前瞻产业研究院

在新型烟草专利技术方面，我国大有突破。截至 2019 年 3 月，在电子烟相关专利申请人中，**吉瑞科技、合元科技、派腾电子**分别以 706 项、572 项、517 项授权专利位列前三，中烟集团中，湖南中烟、云南中烟表现出色，授权专利数分别为 360 项、316 项。

申请人	发明新型专利	实用新型专利	外观设计专利	合计
吉瑞科技	231	366	109	706
合元科技	98	405	69	572
派腾电子	70	289	158	517
卓尔悦	160	208	117	485
麦克韦尔	150	121	120	391
湖南中烟	104	247	9	360
艾维普思	10	210	116	336
云南中烟	205	88	23	316
上海烟草	34	40	24	98
劲嘉集团	20	20	1	41
川渝中烟	36	4	0	40
安徽中烟	22	5	1	28
贵州中烟	26	0	0	26
重庆中烟	14	7	0	21
四川中烟	16	1	0	17
广东中烟	9	7	0	16
华玉科技	4	6	0	10
雾芯科技	3	1	4	8
合计	1,212	2,025	751	3,988

图：电子烟专利情况一览 来源：中国产业信息

特别是在加热不燃烧领域方面，云南中烟、湖北中烟等中烟子公司专利数量仅次于莫菲。（2016 年数据）

申请人	发明专利	实用型专利	美观型专利	专利总量
菲莫	136	0	5	141
云南中烟	49	43	7	99
湖北中烟	41	39	0	80
川渝中烟	40	24	0	64
湖南中烟	28	29	2	59
上海烟草	17	17	2	36
广东中烟	17	17	0	34
浙江中烟	19	12	0	31
中国烟草总公司	15	15	0	30
英美烟草	27	0	0	27
合元科技	4	20	1	25
劲嘉股份	7	12	0	19
河南中烟	8	10	0	18
日本烟草	15	0	0	15
安徽中烟	10	5	0	15
贵州中烟	11	2	0	13
麦克维尔	6	4	1	11

图：加热不燃烧专利情况 来源：中泰证券、塔坚研究

总体来说，国内电子烟市场处于早期阶段，企业数量多，呈现完全竞争的状态。同时，我国的新兴烟草技术也逐渐储备丰富。未来，随着产品、政策、技术的完备，国内市场逐步打开。

(柒)

接下来，我们继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

		证券简称	总市值 1[交易日期]最新 收盘日 2019 [币种]人民币[单 位]亿元	总资产报酬 率ROA[报 告期] 2019 年报[单位] %	投入资本 回报率 ROIC[报 告期] 2019 年报[单 位]%	净资产收 益率[报 告期] 2019 年报[单 位]%	营业收入(同比 增长率)[报 告期] 2019 年报[单 位]%	未来3年营 业收入复合 增长率[单 位]%	未来3年净 利润复合 增长率[单 位]%	销售毛利 率[报 告期] 2019 年报[单 位]%	销售净利 率[报 告期] 2019 年报[单 位]%	市盈率PE[交 易日期]最新 [财政年度] 2019[单 位]	大股东合计 质押数占持 股比例 [交易日期] 最新收盘日 [大股东排 名]第1名 [单位]%	市现率 PCF[交易日 期]最新[财 政年度] 2019	评级机构家 数[截止日期] 最新	
上游-原材料	电池	亿纬锂能	1,024.75	13.24	21.54	27.39	18.91	36.60	27.73	29.20	24.33	67.33	12.90	108.92	31.00	
		索尼	6,193.67	3.68	10.88	14.79	-4.68			42.45	7.53	16.19			227.27	1.00
	烟油、香精香料	中国波顿	19.58	5.82	3.00	4.67	43.17		11.46	23.51	46.53	9.94	16.21		105.31	1.00
		华宝国际	199.04	10.42	7.50	9.43	10.20		2.95	4.34	64.73	32.39	17.70		-9.16	1.00
中游-设计制造	国外	菲利浦莫里斯	7,985.60	26.17	37.07	-59.79	5.95		5.83	7.9700	64.73	25.93	15.81		463.58	1.00
		英美烟草	6,174.10	6.77	5.13	8.82	5.65					22.60	12.01		-233.86	
		日本烟草	2,570.20	8.75	9.59	13.16	-1.82				56.69	15.39	11.31		47.45	
		帝国烟草	1,223.38				0.92									
		环球烟草	72.33	5.99	4.15	5.55	-14.24				18.68	4.08	14.35		-5.41	
国内	思摩尔国际		90.22	188.71	255.19	121.64	32.52	32.94	44.05	28.55	73.37					
	五轮科技	0.76	-13.88	-20.06	-22.88	0.01			23.39	-6.39	-7.77			-4.12		
	思格雷	12.00	-13.91	-20.94	-24.18	-52.64			16.74	-21.78	-51.84			-77.76		
	盈澳科技	331.41	22.17	24.62	24.73	6.82	21.61	20.87	39.35	25.64	34.05	68.30	-255.31	13.00		
	天长集团	2.72	17.83	19.49	25.74	30.33			25.05	10.13	2.36			12.45		
	中烟香港	120.68	15.19	29.30	29.30	27.65	8.12	11.46	4.67	3.55	41.77			12.26	3.00	
下游-销售	包装、烟标	劲嘉股份	187.80	13.44	13.01	13.07	-9.66	14.96	15.59	41.25	24.52	21.42		76.16	82.67	18.00
		东风股份	102.35	9.52	8.76	10.00	-2.65	6.86	20.35	39.94	13.54	24.85		40.50	56.75	6.00
		集友股份	186.89	17.88	22.06	22.49	-45.71	57.58	48.70	43.25	30.58	92.66		30.07	46.04	5.00
		注：艾维普思2017年新三板退市，数据缺失且久远不放入以上列表														

图：产业链图谱 来源：塔坚研究

从图谱中可以看出，产业链上需要重点关注的是中游设计制造商。其中，中游各家的营业收入同比增速、历史复合增速如下：

证券简称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	5年复合增长
菲利普莫里斯国际	-9.99	-0.41	7.73	3.05	0.61	0.03
英美烟草	-6.21	12.57	43.61	25.19	5.65	13.12
日本烟草	4.59	-4.86	1.96	1.40	-1.82	0.20
帝国烟草	-4.43	9.27	9.46	0.92		3.49
环球烟草	-6.67	-2.32	-1.80	9.50	-14.24	-3.41
思摩尔国际			116.74	118.57	121.69	119.2
五轮科技	50.69	54.32	18.41	52.42	0.01	33.23
思格雷		2575.80	70.05	11.97	-52.64	127.42
盈趣科技	52.78	67.61	97.69	-14.78	38.81	43.04
天长集团	-26.88	38.48	3.11	67.57	30.33	17.91
中烟香港			23.67	-9.91	27.64	12.46

图：各家收入增速 来源：塔坚研究

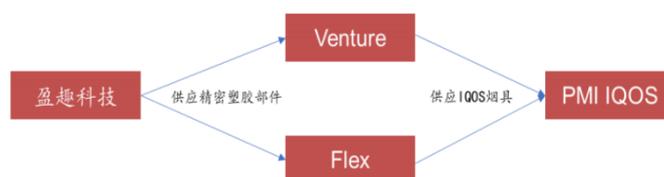
整体上，各家的收入增速差异较大。其中，表现较好的有：思摩尔国际、盈趣科技、思格雷。其中，思摩尔国际、思格雷主要是研发雾化型电子烟相关产品。而盈趣科技、中烟香港则是加热不燃烧电子烟相关产品。

1、思摩尔国际——其拥有陶瓷发热体、儿童防护等电子雾化设备的核心专利技术，是全球龙头的电子雾化设备研发生产企业之一。其以 OEM/ODM 模式搭配自有品牌 APV，组成主营业务板块（面向 B 端销售的电子雾化设备及组件，占收入比 86.31%）。得益于其强大的研发能力与客户网络（日本烟草、英美烟草等都是它的客户），品牌影响力提升，业绩增长迅猛。

2、思格雷——2015 年 12 月经过业务重组，由渔具相关五金制品生产销售，变更为电子烟及其部件的研发生产销售（雾化型），导致 16 年重组整合后收入增速激增。随着业务增长及市场推广，产品市占率提升，增速一直保持良

好。2019 年，其收入增速为负，主要是受美国加关税影响，纽约州宣布禁止销售调味电子烟（水果、薄荷口味的尼古丁电子烟），以遏制青少年对电子烟的使用。国内发布了《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，要求所有互联网在线管道停止销售电子烟产品，导致销量下滑。

3、盈趣科技——产品结构包括家用雕刻机、家用图标团熨烫机、电子烟精密塑胶部件等产品，客户包括罗技、雀巢、菲莫国际、WIK、3Dconnexion 等。其中，2014 年之后，同菲莫国际加热不燃烧新型烟草品牌 IQOS 烟具设备的两大供应商合作（14 年 Venture，17 年 Flex），业绩取得爆发式增长，创新消费电子电子产品业务上升为其核心大品类。



图：盈趣科技和 IQOS 供应关系 来源：西南证券

4、中烟香港——拥有四类业务（烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务、卷烟出口业务及新型烟草制品出口业务），其中，新型烟草制品出口业务于 2018 年开始运作，主要从事加热不燃烧制品（品牌有：宽窄·功夫、MC、红塔山等）。背靠中烟集团，具有“烟草专卖”牌照优势，议价能力强。不过，由于主要收入仍来自传统烟草，新型烟草占比较小，所以收入增速较前几家略低。此外，产业链中还有两个需要注意的赛道，竞争格局较为突出：一个是上游电池领域的亿纬锂能，一个是下游印刷包装领域的劲嘉股份。

1、亿纬锂能——它提供全球 50%的电子烟锂电池，并且，还是思摩尔国际的股东。因此，随着电子烟规模的壮大，锂电池的需求也加大。但注意，上文原材料的图中显示，锂电池的价格在逐年下滑，未来价格大概率不会有提升空间。因此，亿纬锂能未来的增长空间主要在于电子烟渗透率的提升，为其带来量的增长。

2、劲嘉股份——目前虽是包装、烟标为主，但其与云南中烟、小米生态链开始合作，布局加热不燃烧电子烟市场，同时进军电子烟代工。需要关注后续电子烟布局情况如何。综合来看，电子烟产业链以中游制造为核心，其中，以电子烟烟具、部件以及产品核心技术的企业增长情况较为乐观，而兼顾传统烟草与新型烟草的烟草企业，则增长较为保守。

**(捌)**

分析完历史增速情况，我们来看下代表公司的回报情况：

2019年	ROA	ROE	ROIC	剔除现金ROIC
菲利普莫里斯国际	26.17	-59.79	37.07	46.03
英美烟草	6.77	8.82	5.13	6.31
日本烟草	8.75	13.16	9.59	10.60
帝国烟草(2018)	9.96	23.89	4.62	9.02
环球烟草	5.99	5.55	4.15	9.62
思摩尔国际	90.22	255.19	188.71	198.48
五轮科技	-13.88	-22.88	-20.06	-31.25
思格雷	-13.91	-24.18	-20.94	-18.09
盈趣科技	22.17	24.73	24.62	62.67
天长集团	17.83	25.74	19.49	19.10
中烟香港	15.19	29.30	29.30	-505.71

图：各家回报情况 来源：塔坚研究

从回报层面看，表现好的有思摩尔国际、盈趣科技、中烟香港。其中，中烟香港剔除现金 ROIC 为负是超额现金多所致，基本不需要什么投入就可以获得超额回报。此外，新型烟草（电子烟）的企业利润率和周转率水平怎么样？我们接着来看对比：

2019年	总营业收入	净利润	经营活动 现金流	毛利率	净利率	管理费用率	销售费用率	期间费用率	所得税/利 润总额
菲利普莫里斯国际	2,079.26	501.24	703.90	64.73	25.93			11.16	22.88
英美烟草	2,367.77	521.92	823.14		22.60				26.07
日本烟草	1,394.27	223.14	346.33	56.69	15.39	29.23		38.23	22.51
帝国烟草 (2018)	2,747.50	123.14	277.86	21.13	4.67	5.25	8.00		16.45
环球烟草	135.32	5.08	0.77	18.68	4.08	11.67		11.65	32.35
思摩尔国际	76.15	21.74	21.84	44.05	28.55	4.29	2.07		15.32
五轮科技	1.50	-0.10	-0.11	23.39	-6.39	10.84	7.96		
思格雷	1.06	-0.23	-0.25	16.74	-21.78	6.86	21.01		
盈趣科技	38.24	9.73	6.99	39.35	25.64	4.44	1.66		12.95
天长集团	11.24	1.14	2.08	25.05	10.13	10.87	0.91		22.61
中烟香港	80.41	2.86	3.31	4.67	3.55			0.72	16.02

图：经营数据 来源：塔坚研究

从盈利水平来看，菲利普莫里斯的毛利率居首，这主要是除传统卷烟销售之外，它的电子烟发展也较好，IQOS、及收购的JUUL分别是国际及美国市场上的翘首，产品价格高于传统烟草。其次是日本烟草、思摩尔国际。从利润率看，国外公司中，菲莫国际、英美烟草的净利率水平较高，日本烟草因管理费用率较高（主要是收购重组费用），导致净利率较低。国内公司中，毛利率较高的是思摩尔国际、盈趣科技，而中烟香港的毛利率很低，主要是因为其收入主要来源仍是烟叶及传统烟草制品，价格较低。另外，思格雷因为加大了对产品广告费及宣传费的投入，导致销售费用率极高。

(玖)

再看核心资产和资产周转情况：

资产类	菲利普莫里斯国际	英美烟草	日本烟草	帝国烟草(2018)	环球烟草	思摩尔国际	五轮科技	思格雷	盈趣科技	天长集团	中烟香港
固定资产	462.59	504.90	514.76	170.21	22.33	8.33	0.06	0.02	7.45	5.56	0.37
存货	644.25	557.61	434.24	332.32	57.15	5.48	0.61	0.54	4.68	0.75	2.13
应收款项	214.87	374.51	293.84	207.84	33.62	6.59	0.10	0.69	12.40	1.37	7.47
商誉及无形资产	556.07	10869.13	1565.64	1720.74	10.25	0.59			2.8		0.28
负债类	菲利普莫里斯国际	英美烟草	日本烟草	帝国烟草(2018)	环球烟草	思摩尔国际	五轮科技	思格雷	盈趣科技	天长集团	中烟香港
应付账款	160.38	890.03	147.34	107.83	9.94	4.42	0.38	0.13	6.90	1.06	9.98
带息负债	2165.76	4151.03	632.62	1079.68	31.66	6.00	0.07	0.05	0.30	0.92	0
净营运资本	-55.18	-46.94	232.96	-212.61	73.45	-2.43	0.26	0.80	21.15	-0.32	-1.35
单位效益	菲利普莫里斯国际	英美烟草	日本烟草	帝国烟草(2018)	环球烟草	思摩尔国际	五轮科技	思格雷	盈趣科技	天长集团	中烟香港
收入/商誉及无形资产	3.74	0.22	0.89	1.60	13.20						
净利润/商誉及无形资产	0.90	0.05	0.14	0.07	0.50						
现金流/商誉及无形资产	1.27	0.08	0.22	0.16	0.08						
收入/CAPEX						9.14	24.98	53.15	5.13	2.02	217.33
净利润/CAPEX						2.61	-1.60	-11.58	1.31	0.20	7.72
现金流/CAPEX						2.62	-1.76	-12.26	0.94	0.37	8.94

图：资产负债及单位效应 来源：塔坚研究

由于国外烟草行业格局基本稳定，以四大龙头为首，他们的核心资产主要是商誉及无形资产，通过不断并购来提升自身市场份额，同时研发专利技术，提升其技术壁垒。国外，单位效益较好的为**菲利普莫里斯**，其每单位的商誉及无形资产的投入，可以带来 3.74 元的收入、0.9 元的利润、1.27 元的现金流。而国内烟草行业一直实行严格的专卖制，电子烟市场还未完全放开，缺乏监管政策，市场集中度相对偏低。电子烟行业多以制造烟具及配件为主的企业，新型烟草制品仍主要控制于国资企业。因此，我国电子烟行业的核心资产主要看固定资产、存货。

国内，单位效益较好的为**思摩尔国际**（五轮、思格雷规模太小，中烟固定资产较小，数据均不可比），其每单位的资本支出可以带来 9.14 元的收入、2.61 元净利润、2.62 元的现金流。然后，对比资产周转效率看：

2019年	总资产周转率	固定资产周转率	存货周转率	应收账款周转率
菲利普莫里斯国际	0.72	4.31	1.17	9.89
英美烟草	0.18	4.84		6.74
日本烟草	0.40	2.79	1.42	4.75
帝国烟草(2018)	0.99	16.25	6.60	13.22
环球烟草	0.90	6.18	2.06	4.37
思摩尔国际	2.66	11.24	9.06	15.04
五轮科技	1.40	30.98	1.83	11.99
思格雷	0.64	48.49	1.29	1.48
盈趣科技	0.75	5.66	5.79	3.86
天长集团	1.29	2.27	11.04	6.99
中烟香港	3.58	1726.81	13.42	14.35

图：周转率情况 来源：塔坚研究

中烟香港、思摩尔国际的总资产周转率表现更好，这表明二者的话语权较高。其中，中烟香港拥有烟叶类产品进、出口等业务，具有牌照壁垒；思摩尔国际则是电子雾化技术，行业领先。电子烟制造的核心技术主要包括加热技术、恒温控制技术、自动化技术。其中，它的第二代加热技术 FEELM 获多项国内外大奖，市场认可度高。

项目	恒温控制技术	自动化技术	陶瓷发热体制造技术	无棉雾化器制造技术
技术原理	通过控制发热体的工作温度，使抽烟口感更加纯正。	通过结构设计的优化，使电子烟的结构更容易实现自动化生产。	用特种陶瓷与发热材料的多孔共烧技术，具有高的热效能，材料安全性高，可以过滤烟油的杂质。	该技术运用特殊材料的吸附阻隔高和耐高温的特点，
技术特点	具有能够避免因为温度升高导致烟油裂化产生有害物质的优点。	具有成本低、产品品质稳定的优点。	烟气安全性更高，并具有便于自动化生产的优点。	具有烟油存储安全性高、可以看见烟油的使用情况、便于自动化生产等优点。

图：电子烟生产核心技术 来源：方正证券



图：思摩尔产品技术 来源：方正证券

另外注意，**盈趣科技**的总资产周转率偏低，主要受应收账款周转率影响，由于其客户均是科技、烟草行业的知名企业，它为其提供精密塑胶部件，本质还是代工，话语权较弱。

研究完以上信息，总结一下电子烟产业链的基本面：

- 1) 天花板：整体烟草行业的增速大约以每年 2% 的增速递减，而其细分赛道的新型烟草（电子烟）的增速仍然较高，未来主要以电子烟替代传统卷烟，其渗透率提升来带动行业增长。
- 2) 细分赛道比较：目前，雾化型电子烟以美国市场为代表的，代表品牌有 JUUL；加热不燃烧电子烟以日本市场为代表，代表品牌有 IQOS。
- 3) 回报情况：整体中游制造设计领域的回报，高于上下游领域（原材料、销售），但竞争格局方面，上游的锂电赛道也值得研究。其中，中游制造企业中，思摩尔国际回报更高，其次是菲利普莫里斯、中烟香港。
- 4) 增长情况：根据我们的测算，未来随着国内电子烟的监管政策出台、电子烟渗透率的提高，行业增速在 38% 至 40.6% 左右。

5) 估值情况：中游设计制造的 PE 估值主要在 11 倍至 73 倍之间（剔除利润为负的企业），其中思摩尔国际的估值极高，这是由于其刚上市，新股效应所致。

### (拾)

以上研究完后，我们再从风险角度看一下：

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys\_dsj

**【版权与免责声明】** 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属

性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。