

包装印刷 II 行业

Juul 巨额年终奖的背后:

论电子烟行业竞争力

核心观点:

● 事件: 美电子烟公司 Juul 人均 130 万美元年终奖

根据澎湃新闻等媒体消息, 美国烟草巨头奥驰亚集团 (Altria Group) 斥资 128 亿美元, 收购电子烟公司 Juul Labs 35% 的股份 (Juul 对应估值 380 亿美元)。Juul Labs 的 1500 名员工共计获得价值 20 亿美元的股息奖金, 平均每人约可获得 130 万美元。

奥驰亚集团除了布局 Juul 以外, 其自身还是全球知名烟草公司菲莫国际的母公司。菲莫国际推出的 IQOS, 是全球知名的加热不燃烧烟草产品。

● 借鉴日本市场经验, 国内市场更加适合加热不燃烧类电子烟的发展

对于烟油式电子烟与加热不燃烧: 1) 烟油式电子烟的重点在“玩”, 而加热不燃烧的重点在“替”, 国内消费者缺乏美国 Vape 潮流文化, 而更加重视加热不燃烧带来的健康; 2) 国外烟油电子烟的发展往往伴随着高品质的产品品牌, 而国内 2013-2014 年的电子烟热中, 大量的虚假宣传、低劣产品, 已经毁坏了消费者对于烟油式电子烟的信任。

● 借鉴 IQOS 经验, 国内加热不燃烧已经初步具备行业崛起基础

国内目前已经具备良好的市场环境: 居民具备较高的健康意识、电子烟市场教育较为普及、烟油雾化尚未取得压倒性优势。政策制定问题已获得相关部门重视, 根据中国烟草网站披露, 烟草专卖局 2018 年各工作会议频繁提及加速研究新型烟草政策制定。

同时, 以劲嘉股份、中烟公司为代表的企业, 也已经具备了企业层面实力: 大量技术研发投入、产品设计美观且不断更新。在营销策略上, 与传统烟草公司的零售商模式不同, 未来中烟公司有望通过旗舰店、体验店等模式加速宣传普及。

● 劲嘉股份: 新型电子烟业务上持续投入, 不断取得突破

国内烟标龙头企业劲嘉股份, 自 2014 年开始前瞻性布局新型烟草。在研发、市场上均有充分的布局, 联合中烟公司进行技术研发, 与小米生态链公司进行供应链管理和产品设计上的合作。公司有望成为国内电子烟发展的受益者。

● 风险提示

IQOS 未成功获得 FDA 认证; 国内监管政策仍不明晰; 替代产品和山寨产品的威胁; 市场接受度低于预期; 国内研发无法绕过 IQOS 专利壁垒。

行业评级

买入

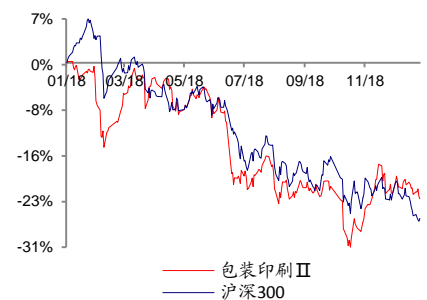
前次评级

买入

报告日期

2019-01-02

相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BNN845



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

劲嘉股份 (002191.SZ): 2018-10-30

烟标主业延续高景气度, 大包装战略稳步推进

裕同科技 (002831.SZ): 2018-10-29

Q3 盈利能力大幅修复, 业绩拐点显现

合兴包装 (002228.SZ): 2018-10-11

行业洗牌持续, PSCP 以赋能促整合

联系人:

徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

目录索引

一、本文投资逻辑及要点.....	4
二、异军突起，烟草行业创新动向.....	4
2.1 回顾 IQOS 历史：加热不燃烧产品代表作.....	4
2.2 亚洲市场是 IQOS 销售的引擎，其他市场稳步发展.....	7
2.3 高品质保证和多种营销策略共同推动 IQOS 快速增长.....	10
三、加热不燃烧将是国内电子烟发展的长期方向.....	12
3.1 加热不燃烧电子烟在口感和质量上更有优势.....	12
3.2 根据我国消费者的需求和习惯加热不燃烧电子烟更有优势.....	13
3.3 加热不燃烧政策明朗，国外产品无法进入.....	13
四、启示：国内优质 HNB 企业，有望凭借研发实力、政策东风实现业务突破.....	14
风险提示.....	15

图表索引

图 1: 销售国家和地区的数量不断增加.....	5
图 2: 全球销售市场分布.....	5
图 3: 使用人数和市场占有率不断上升 (单位: (百万人))	5
图 4: RRP 产品收入情况 (单位: 百万美元)	6
图 5: RRP 收入贡献情况 (单位: 百万美元)	6
图 6: 东亚 HTU 出货量不断降低 (单位: 百万件)	7
图 7: HTU 出货量 (单位: 百万件)	7
图 8: 日本市场 HTU 零售端发货量和市占比 (单位: 亿件)	8
图 9: 第三季度去库存情况.....	8
图 10: 日本市场竞争愈加激烈.....	8
图 11: 欧洲市场发展缓慢 (单位: 千人)	8
图 12: Vaponaute 高级香水类烟油	8
图 13: 专业词汇解释.....	9
图 14: TPSAC 意见	9
图 15: Juul 产品.....	10
图 16: Juul 市占率不断提高.....	10
图 17: 尼古丁含量可达传统卷烟水平, 保持真烟口感.....	10
图 18: IQOS 取得专利情况.....	10
图 19: IQOS 产品换代升级快	11
图 20: IQOS 配套烟弹口味多	11
图 21: 莫斯科的电子平台宣传	12
图 22: 日本东京的 IQOS Embassies.....	12
图 23: 雾化电子烟构造	12
图 24: iQOS 烟杆中的集成电路.....	12
图 25: 雾化电子烟烟圈和 Vape 文化	13
图 26: 日本禁烟、控烟力度大	13
图 27: 公安机关查获非法入境的 IQOS 烟弹	14
图 28: IQOS 烟弹含有烟草, 外国烟油随处可见.....	14
图 29: 四川中烟的宽窄烟弹在韩国上市.....	14
图 30: 广东中烟 MU+、ING 在老挝上市	14
图 31: 劲嘉君品智能健康加热不燃烧烟具.....	15
图 32: 劲嘉科技国内市场开拓情况.....	15

一、本文投资逻辑及要点

美国电子烟公司 Juul 去年 12 月末公布年终奖，平均每名员工 130 万美元。根据澎湃新闻等媒体消息，美国烟草巨头奥驰亚集团 (Altria Group) 斥资 128 亿美元，收购电子烟初创公司 Juul Labs 35% 的股份 (Juul 对应估值 380 亿美元)。Juul Labs 的 1500 名员工共计获得价值 20 亿美元的股息奖金，平均每人约可获得 130 万美元。奥驰亚集团除了布局 Juul 之外，其自身还是菲莫国际 (IQOS) 的母公司。

一家电子烟公司，凭什么能够取得如此效益？其所处的电子烟行业是怎样的发展情况？行业中企业所需的核心竞争力是什么？本文针对电子烟行业发展所需的竞争力进行了着重分析。

本文首先通过对比海外不同市场中，烟油式电子烟、加热不燃烧电子烟的不同发展情况，分析得出结论：国内市场更加适合加热不燃烧类电子烟的发展。

原因有二：1) 烟油式电子烟的重点在“玩”，而加热不燃烧的重点在“替”，国内消费者缺乏美国 Vape 潮流文化，更加重视加热不燃烧带来的健康；2) 国外烟油电子烟的发展往往伴随着高品质的产品品牌，而国内 2013-2014 年的电子烟热中，大量的虚假宣传、低劣产品，已经毁坏了消费者对于烟油式电子烟的信任。

然后，本文通过回顾海外知名加热不燃烧品牌 IQOS 发展历程，解析 IQOS 成功大卖的核心要素。

回顾 IQOS 发展历程，我们认为国内加热不燃烧电子烟行业想要崛起，需要具备的市场要素包括：居民具备较高的健康意识、政策允许、电子烟市场教育较为普及、烟油雾化尚未取得压倒性优势。需要具备企业要素包括：大量技术研发投入、产品设计美观且不断更新、多渠道推广宣传策略。

目前国内尚不足的是：政策放开、销售渠道革新。1) 政策制定问题已获得相关部门重视，根据中国烟草披露，国家烟草专卖局 2018 年各工作会议，频繁提到加快新型烟草相关政策的制定出台。2) 销售渠道方面，显然现有的零售商式渠道，无法满足加热不燃烧的快速推广。未来一旦政策放开，产品得以销售，加热不燃烧销售渠道可能会转向旗舰体验店等方式，在政策允许的情况下还会产生电商等形式，此类型销售模式将会快速推动加热不燃烧的普及化。

加热不燃烧是可见未来内的重大机遇，劲嘉股份有望成为其中受益者。国内烟标龙头企业劲嘉股份，自 2014 年开始前瞻性布局新型烟草，联合中烟公司进行技术研发，与小米生态链公司进行供应链管理和产品设计上的合作，业务布局、市场布局较为完善。

二、异军突起，烟草行业创新动向

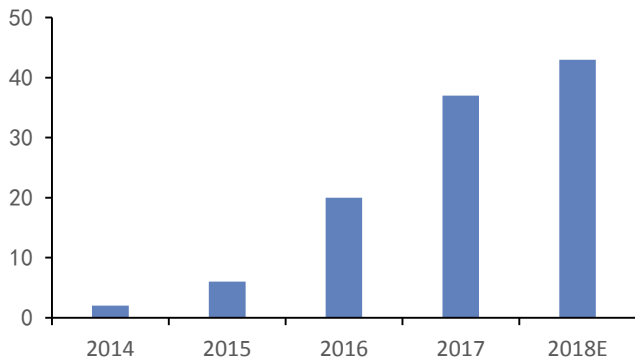
2.1 回顾 IQOS 历史：加热不燃烧产品代表作

宏观环境导致传统卷烟承压，IQOS 应运而生。IQOS 是全球烟草巨头菲利普·莫里斯公司 (Philip Morris Companies Inc. 以下简称“PMI”) 推出的一款加热不燃烧设备，属于减害系列产品 (Reduced-risk products, 以下简称“RRP”)。IQOS 在不点燃烟弹

的前提下通过低温加热烟弹，蒸发出烟弹里特质烟叶的尼古丁和烟味，从而达到口感神似真烟，但无明火、无烟灰、减害、替烟的效果。IQOS的推出是传统卷烟巨头PMI的一次战略转型，旨在应对全球控烟力度加大，环保健康理念普及等宏观环境变化给传统卷烟发展带来的不利趋势。

前期研发和不断更新引领加热不燃烧潮流。 PMI在2005年世界卫生组织通过《烟草控制框架公约》后就开始启动IQOS研发项目，到目前为止，研发团队达到400多人，各项投入超过50亿美元。2014年IQOS1发布并在日本和意大利试点销售，2016年IQOS2在日本全面上市后市占率快速提升，2017年3月第三代产品、2018年11月推出第四代IQOS3和IQOS3 Multi都取得不错口碑。每代产品总是根据之前的销售情况和用户反馈作出更新和改动，第四代产品就有充电时间更短，亮红灯概率降低，IQOS3 Multi实现充电宝与烟杆一体化等变化。

图1：销售国家和地区的数量不断增加



数据来源：PMI 第三季公告，广发证券发展研究中心

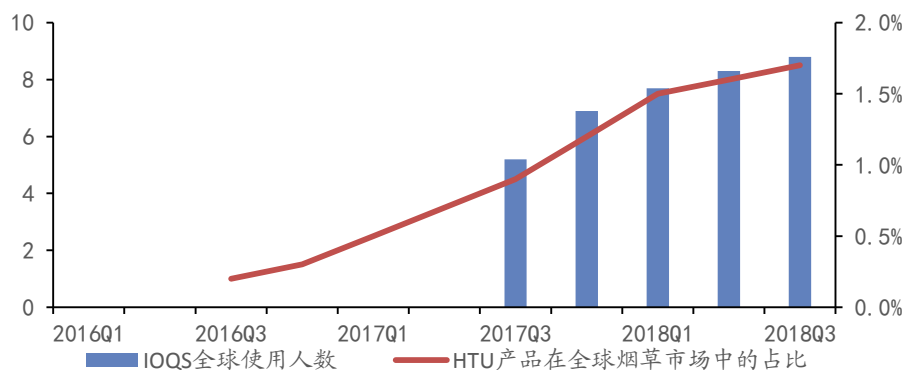
图2：全球销售市场分布



数据来源：PMI 第三季公告，广发证券发展研究中心

市场范围不断扩大为销售增加动力。 自2014年IQOS在日本东京和意大利米兰试点销售取得良好业绩后，IQOS销售的市场范围不断扩大，2015年IQOS首次进入东欧、中东和非洲市场，在俄罗斯取得良好业绩，2016年全面进驻日本市场使整个东亚市场乃至全球市场的销售业绩取得快速增长，2017年Q2进入韩国市场再次为整个东亚和全球市场增加销售动力，同年Q3再度开拓欧洲市场，在德国、波兰、西班牙等国首次上新并在11月推出最新产品。截至2018年Q3，IQOS已在全球43个国家和地区上市销售。

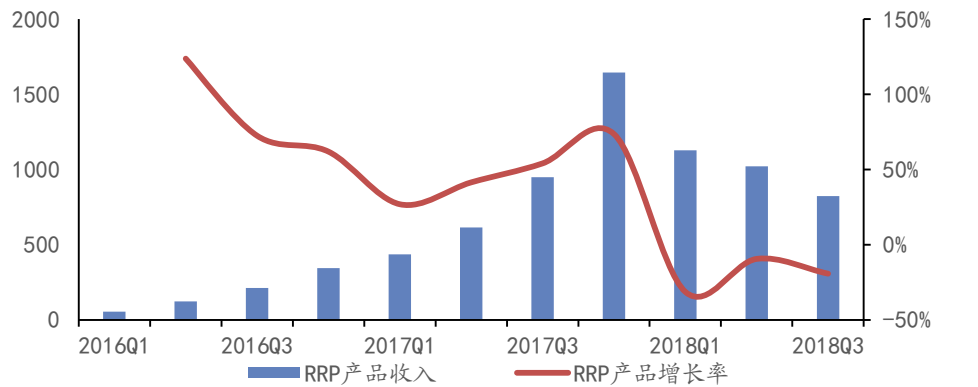
图3：使用人数和市场占有率不断上升（单位：（百万人））



数据来源：PMI 公告，广发证券发展研究中心

用户人数和市场占有率不断上升，销售收入贡献率不断上涨。在过去的一年里，IQOS的用户人数从520万人增加到880万人，实现接近70%的增长，加热不燃烧产品(Heated tobacco product, 以下简称“HTU”)在全球烟草市场上的占有率从两年前的0.2%发展到1.7%。以IQOS为代表的RRP系列产品从2016年Q1到2017年Q4的销售收入增长都保持在20%以上，2016年Q2更是出现了超过120%的突破性增长。同时RRP系列产品在PMI香烟类收入的占比不断提高，2017年Q4达20%。

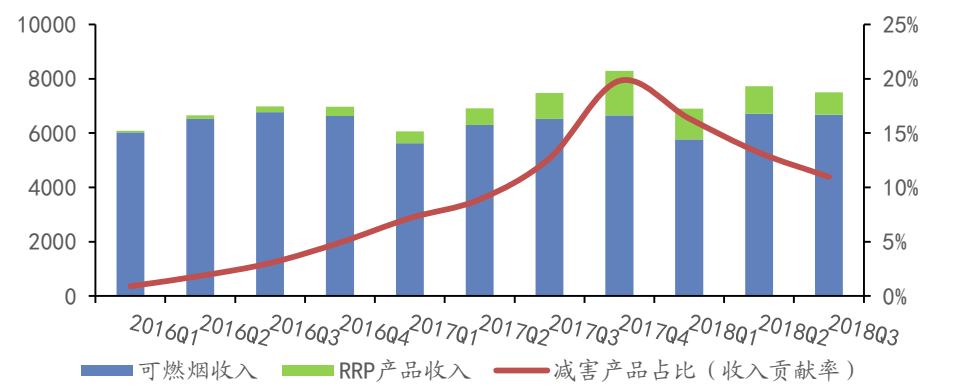
图 4: RRP产品收入情况 (单位: 百万美元)



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

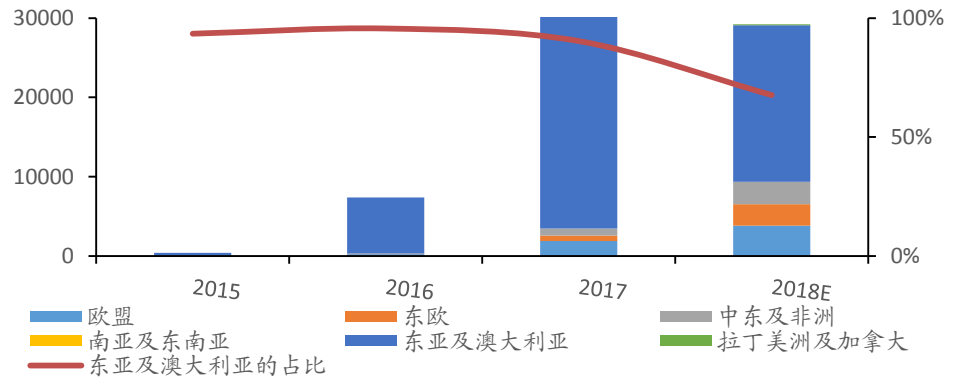
2018年各项数据放缓，竞争加剧东亚市场承压是主要原因。相比2017年下半年用户人数实现了近33%的增长，2018年增长速度不断放慢，Q3只有6%。自2017年Q4RRP产品收入、收入增速、贡献率达到峰值后，2018年各项数据放缓，2018年Q3收入占比只有11%左右，收入增长环比下降近20%。东亚市场HTU出货量全球占比从2015年到2017年的90%以上，下降到今年不到70%，日韩市场容量有限，竞争者不断蚕食日本、韩国市场是主要原因。

图 5: RRP收入贡献情况 (单位: 百万美元)



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

图 6: 东亚HTU出货量不断降低 (单位: 百万件)



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

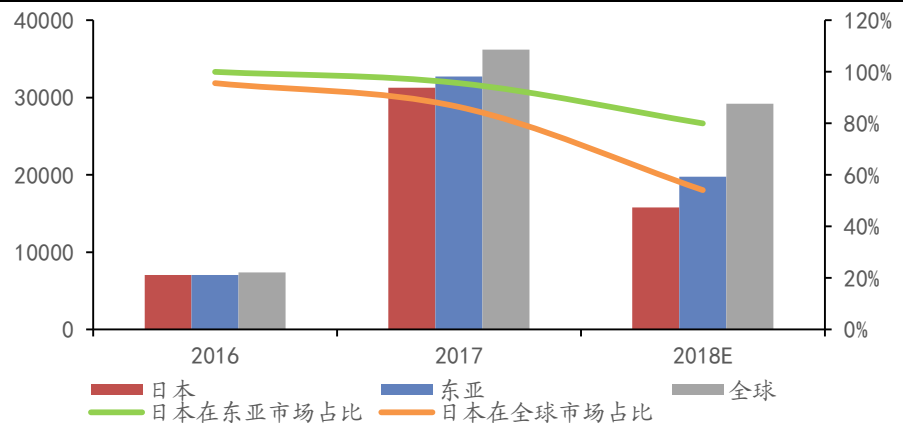
2.2 亚洲市场是 IQOS 销售的引擎, 其他市场稳步发展

(1) 亚洲市场: 日本市场是全球销售主力, 但今年销售情况有较大变动

HTU出货量大幅下降, 零售渠道发货量仍保持增长。2018年前三季度日本市场HTU出货量为32亿件, 同比出现61%的大幅下滑, 日本市场在全球市场占比也出现下滑, 2016年全年占比超过95%, 而今年前三季度只有接近55%的占比。但回归下游零售渠道和市场份额, 零售发货量仍保持增长, 特别是2018年第三季度零售端发货量增长较快, IQOS烟弹在日本烟草市场的份额也保持增长态势, 但有放缓的趋势。

日本市场出货量主要受去库存和产品更新换代的影响。2018年Q3 PMI对日本市场进行了去库存, 整个Q3库存减少43亿件。今年11月IQOS在日本市场推出了新一代IQOS3和IQOS3 Multi, 产品的更新换代影响了之前旧款产品的出货量。

图 7: HTU出货量 (单位: 百万件)

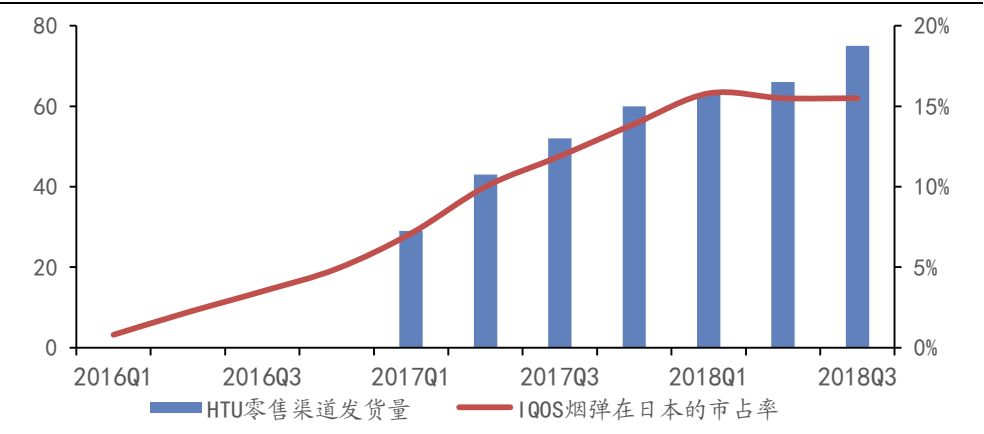


数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

税收政策和市占率从两个不同方向影响销售数据。根据日本 2018 年 10 月 1 日生效的税收文件, 日本将对加热型香烟包括加热不燃烧产品征税, 受此影响 PMI 对所有香烟产品进行平均每包 40 日元的提价, 消费者抢在征税和提价之前购买产品, Q3 零售端发货量有一个较大的增长。但另一方面, 其他竞争产品也陆续入驻日本市场, IQOS 产品的市场份额在激烈的竞争中暂时出现瓶颈状态, 特别

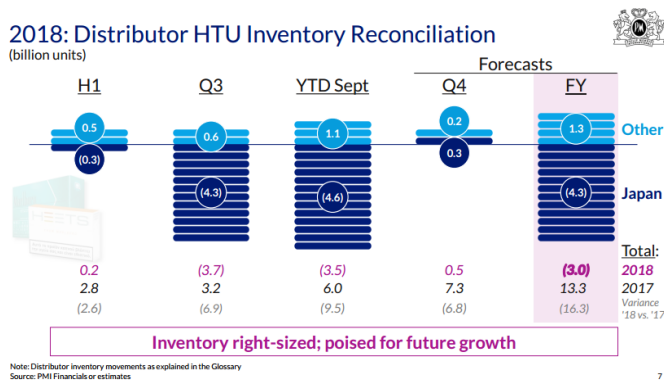
是在东京地区，烟弹市占率从去年6月的100%下降到75%，市占率降低对零售端出货量和销售额有较大的负面影响。

图8：日本市场HTU零售端发货量和市占比（单位：亿件）



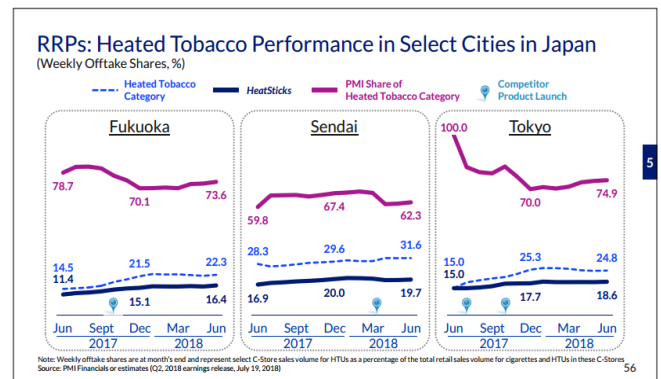
数据来源：PMI公告，广发证券发展研究中心

图9：第三季度去库存情况



数据来源：PMI第三季度报告，广发证券发展研究中心

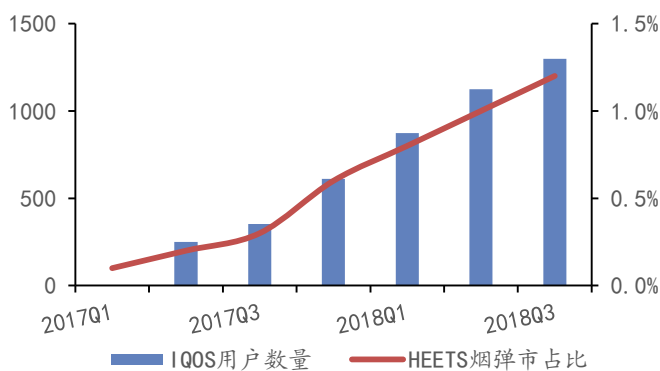
图10：日本市场竞争愈加激烈



数据来源：PMI第三季度报告，广发证券发展研究中心

(2) 欧洲：整体销售保持向上态势，但进展有限

图11：欧洲市场发展缓慢（单位：千人）



数据来源：PMI第三季度报告，广发证券发展研究中心

图12：Vaponaute 高级香水类烟油

弗吉尼亚烟草、杏仁和太妃糖、坚果与法国香料、酒浸櫻桃	康蜜雪梨、科纳克白兰地、比利时可可、大茴香、蜂蜜与肉桂	卡维隆甜瓜、生姜和柠檬、柑橘和马鞭草、绿色无花果	四种薄荷提取物、欧洲大西瓜、杜松子酒、小黄瓜、普罗旺斯薰衣草

数据来源：电子烟之家，广发证券发展研究中心

欧洲市场发展缓慢但保持平稳向上。同样作为2014年首次试点销售的意大利并没有

带动整个欧洲市场出现像日本市场一样的爆发性增长，从2017年年初到今年9月，IQOS HEETS烟弹在整个欧洲烟草市场的占有率从0.1%增长到1.2%，市场份额占比小，但也实现了平稳向上增长。

电子烟市场的饱和和地区口感差异是主要原因。欧洲电子烟市场在IQOS进入之前已经发展到比较成熟的阶段，消费者们已经习惯了雾化电子烟，在短时间内很难改变消费习惯。PMI主打的接近真烟口味的烟弹和欧洲消费者之前抽的带有高级调香的烟油口味明显不同，比如来自法国的Vaponaute 烟油是由法国轩尼诗前品酒师调配的分不同层次的高级香水类烟油，英国的烟油品牌MOMO提供草莓牛奶、早安麦片口味等食品饮料类烟油，而来自德国的烟油品牌Forgather则提供红酒口味。

(3) 北美：能否通过FDA审批是2019年关注的重点，奥驰亚高价收购Juul股份

IQOS通过PMTA无太大问题，MRTPA进入公众建议收集阶段。FDA关于烟草类产品有两项认证，PMTA和MRTPA，其中MRTPA要求制造商向FDA证明产品对公众的健康危害小于传统香烟，申请更加困难。PMI已于2016年12月提交了MRTPA，又于2017年3月提交了PMTA，两项申请相互独立。PMTA只是烟草产品上市前的例行审批，所以IQOS通过此类申请没有太大问题。但相比PMTA，取得MRTPA的产品在市场上受到的监管更加宽松，所以PMI的重点都在申请MRTPA上。由于IQOS申请将影响美国整个烟草行业和未来市场格局，FDA将向公众收集建议的时间延长到明年2月11日，FDA将在综合考虑下属TPSAC建议、多方科学检测结果、公众意见以及PMI申请材料后作出最终决定。

TPSAC的反对意见对FDA最终审批无决定性作用，IQOS有望在2019年进入美国市场。2018年1月24日TPSAC召开会议对IQOS产品进行科学审查，最终认为FDA不应允许IQOS通过MRTPA作为一种降低风险的产品上市，但TPSAC的建议和投票对FDA最终的审批结果没有决定性作用。如果PMI的申请顺利，IQOS有望在2019年进入美国市场，这对整个烟草行业和PMI都将产生深远影响，同时也成为明年IQOS销售业绩能否取得突破性增长的关键。

图13：专业词汇解释

法条依据	FD&C Act sections 910 and 911
FDA	美国食品药品监督管理局 Food and Drug Administration
PMTA	Premarket Tobacco Application 上市前烟草产品申请
MRTPA	Modified Risk Tobacco Product Application 减害烟草产品申请
TPSAC	Tobacco Products Scientific Advisory Committee 烟草产品科学委员会

数据来源：FDA 官网，广发证券发展研究中心

图14：TPSAC意见

支持	PMI 已经证明“完全从香烟切换到IQOS 产品能够显著减少身体承受或接触有害或潜在有害化学物质的风险”。 IQOS 设备加热烟草不点燃。
反对	IQOS 产品可以降低烟草相关疾病的风险，或减少因吸烟导致的年度死亡人数。 使用 IQOS 比继续吸食可燃香烟更健康。

数据来源：FDA 官网，广发证券发展研究中心

奥驰亚入股Juul，提前布局美国电子烟市场。12月20日PMI的母公司奥驰亚集团 (Altria) 发布公告称将出资128亿收购初创电子烟Juul公司35%的股权。美国目前市面上的电子烟均为2016年8月以前上市的烟油式电子烟，Juul公司占有七成市场份额。奥驰亚的收购可以最直接地实现收入增长，提前在烟油雾化电子烟市场有所布局，

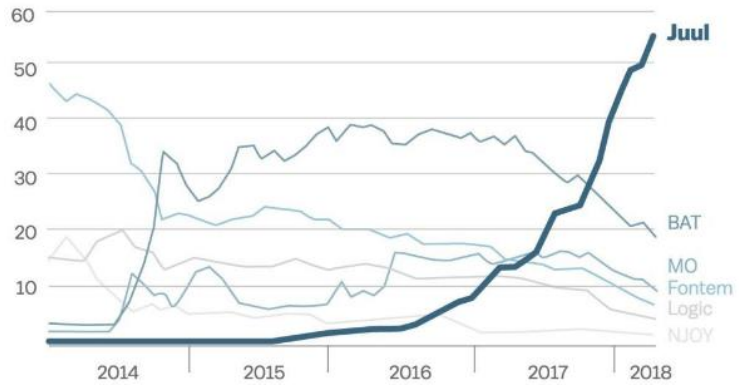
也有利于为IQOS产品通过FDA审批后的上市做好准备。

图15: Juul产品



数据来源: Juul 官网, 广发证券发展研究中心

图16: Juul市占率不断提高



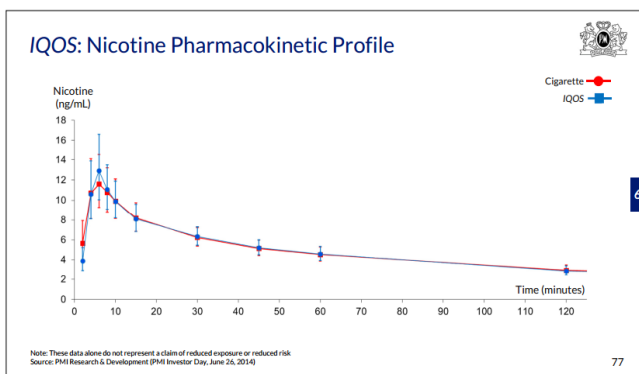
数据来源: Nielsen Total US x AOC / Convenience Database and Wells Fargo Securities, LLC, 广发证券发展研究中心

2.3 高品质保证和多种营销策略共同推动 IQOS 快速增长

(1) 电子烟市场不断扩张

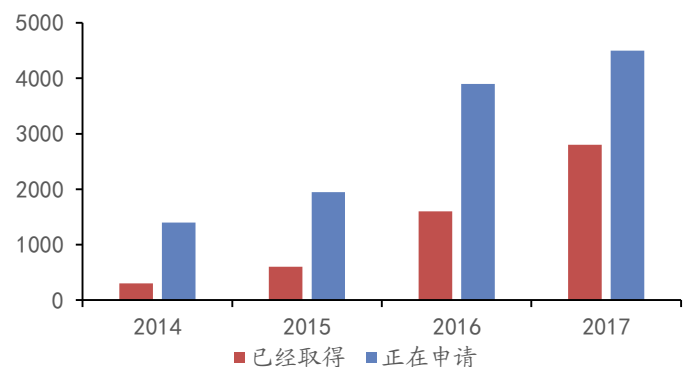
宏观环境和民众理念改变催生对电子烟的需求。随着2005年《烟草控制框架公约》(FCTC)生效,各国通过制定税收、禁烟等相关内容的法律法规加大对香烟的管制,同时民众的健康环保意识也不断增强。传统卷烟在经过800度以上高温燃烧时将产生焦油、一氧化碳等具有腐蚀性的有害致癌物质,并带有特殊的臭味,影响烟草消费者健康也极易违反出台的管制政策。烟草消费者希望找到一种既能还原传统烟草带来的满足感又能回应消费者健康安全诉求的新型烟草产品,由此各种各样的电子烟应运而生,电子烟市场不断壮大。

图17: 尼古丁含量可达传统卷烟水平,保持真烟口感



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

图18: IQOS取得专利情况



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

(2) 长期研发、巨额投入保证产品质量

有效减少有害物质,对健康影响小。菲莫国际自2005年就开始启动IQOS研发项目至今已有接近15年的时间,目前研发团队达400多人各项投入超过50亿美元, IQOS的焦油含量非常低,通过将烟弹加热温度控制在350度,能够有效减少90%以上致癌物质,进而减小对人体健康的伤害。

保持真烟口感，符合用户习惯。通过长时间的科研和开发，在符合用户健康需求的同时，IQOS产品同时满足用户对尼古丁的需求，尽量保持真烟口感，实现对传统卷烟较强的替代性，有效提高用户转化率和用户粘性。同时IQOS类似香烟的造型和使用方式符合传统卷烟消费者的习惯，由于吐出的烟雾是水蒸气混合体气味非常小，减少了用户在公共场合吸烟的不便利和对他人的伤害，不需要使用打火机方便了用户的日常出行。

(3) 高效多样的营销策略

上市时机成熟，迅速抢占市场份额。由于早期雾化器电子烟技术不成熟，不能满足用户口感需求且价格昂贵，2010年后一些转向电子烟的烟民又重新吸用传统卷烟。IQOS进入市场之时正值电子烟增长势头开始衰退之时，凭借自身的高品质和优良口感，IQOS作为最早推出的加热不燃烧型产品于2014年在日本一经上市就迅速占领市场，形成坚实的用户基础。

潜心研究各国市场和消费者特点，选择日本作为首发市场。IQOS选择日本作为首发市场拉动全球销售额，让其他竞争者望尘莫及。第一，日本是全球最大的烟草市场之一；第二，日本高科技产业发展迅速，日本消费者更愿意尝试新技术和新产品；第三，随着2020年东京奥运会的临近，公共场所禁烟范围不断扩大，但加热不燃烧等新型电子烟等对公众影响小的产品不在禁烟范围内；第四，日本老年人口比重大，人均寿命排名世界第一，民众健康安全意识普遍较强。最后，日本的药物管理条例严格限制烟油的贩卖与进口，这一政策限制了使用烟油的雾化电子烟在日本的发展，而以IQOS为代表的加热不燃烧产品烟则是作为消费品受到相对比较宽松监管，从而有利于IQOS产品在日本市场的发展。

图19: IQOS产品换代升级快



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

图20: IQOS配套烟弹口味多



数据来源: 电子烟资讯网, 广发证券发展研究中心

产品迭代快，为销售增长提供保障。从2014年IQOS1代上市，在不到5年的时间里，IQOS推出了4代产品，新产品的迭代周期为15个月左右。PMI提供万宝路、HEETS和百乐门3个品牌多达10余种口味的配套烟弹，其他新型口味的烟弹还在不断研发和推出过程中。

打造B2C模式开辟多种销售渠道。相较于PMI传统卷烟采取B2B模式注重经销商渠道的拓展，IQOS产品采用B2C模式，注重前端用户的学习、体验、活跃和相互之间的

推广。除了通过菲莫国际现有卷烟销售渠道（例如便利店和其他零售店）外，IQOS还在草根营销平台和电子商务平台上陆续上线，并在客户端进行了大量的投资，例如在繁华的商业中心设立非常高大上的IQOS旗舰店——IQOS Embassies。IQOS提供详细的咨询和高品质的售后服务，在2017年IQOS的销售费用中约有21%用于零售端的拓展，32%用于为客户提供指导。

图21: 莫斯科的电子平台宣传



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

图22: 日本东京的IQOS Embassies



数据来源: PMI 公告, 广发证券发展研究中心

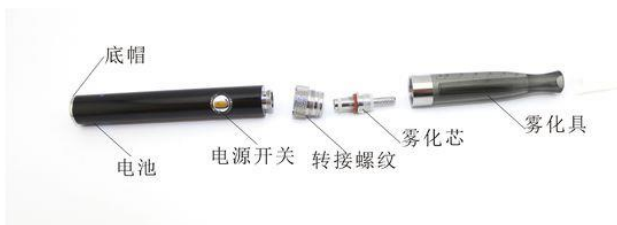
三、加热不燃烧将是国内电子烟发展的长期方向

3.1 加热不燃烧电子烟在口感和质量上更有优势

不同工作原理导致加热不燃烧电子烟口感体验更接近真烟。雾化电子烟是将具有烟草香味的溶液通过加热雾化成烟雾状，通过在烟油中添加烟碱、尼古丁模仿传统卷烟的口感，但其口感和传统卷烟仍相去甚远，传统烟草消费者接受程度低。而以IQOS为代表的加热不燃烧产品则在低温环境下加热含有“再生烟叶”的烟弹，使烟弹里的烟叶刚好加热到足以散发出香味和烟草味的程度，最大程度还原传统卷烟的纯正口感和击喉感，更容易被传统烟草消费者接受。

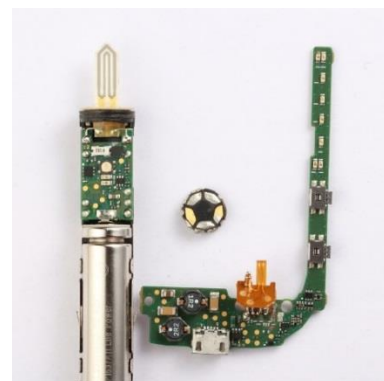
图23: 雾化电子烟构造

(智华装) 电子烟
EX-T602



数据来源: 世强原件电商, 广发证券发展研究中心

图24: iQOS 烟杆中的集成电路



数据来源: 慧聪网, 广发证券发展研究中心

生产难易程度使加热不燃烧电子烟质量和减害更有保证。传统雾化电子烟制作难度大、成本低，一些小作坊制作的电子烟质量差、口感差，还经常出现漏油等问题，严重影响用户的吸烟体验。烟油电子烟的减害效果主要取决于烟油品质，但由于烟油

可调节性高，有时不法生产商为了特定目的在其中添加有害人体健康的成分，特别是在我国尚未出台相关标准的情况下，烟油质量良莠不齐。而加热不燃烧型电子烟构造更加复杂，生产难度较大，成本也较高，从而导致这类电子烟的进入门槛较高，一般只有世界顶级烟草公司才有实力参与研发和生产，烟弹的烟叶成分使其接受更加严格的监管，这在一定程度上保证了这类产品的质量和减害效果。

3.2 根据我国消费者的需求和习惯加热不燃烧电子烟更有优势

欧美市场用户重在“玩”，亚洲市场用户重在“替”。一方面，欧美市场对含烟叶的加热不燃烧产品监管更加严格，烟油雾化电子烟的流通性更广。更重要的是，烟油电子烟在成熟的欧美市场早已不再定位于替烟或戒烟产品，而是在年轻人中形成了一种玩味道、玩烟圈、玩花样的Vape文化。而亚洲消费者使用电子烟更多的是为了在监管越来越严格的环境下实现其替烟、戒烟、减害的作用。口感最接近传统卷烟以及符合卷烟用户习惯的加热不燃烧产品将更受到青睐，IQOS在日本市场大卖就是很好的证明。

图25: 雾化电子烟烟圈和Vape文化



数据来源: 蒸汽巴士, 广发证券发展研究中心

图26: 日本禁烟、控烟力度大



数据来源: 中国烟草网, 广发证券发展研究中心

3.3 加热不燃烧政策明朗，国外产品无法进入

政策设置进入壁垒，烟弹属于专管专卖范围。烟弹是由特质的烟草制成，从本质上还是烟草产品。根据《烟草专卖法》第二条烟弹属于国家专管专卖的范围，国家烟草总局更是出台了文件明确对进口加热不燃烧产品的禁止态度，但另一方面最新出台的《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》鼓励推进我国自己新型烟草行业的发展。就目前形势推断，如果未来国内允许销售加热不燃烧产品，则相关产品一定只能由国内企业生产销售，潜在市场广阔，而国家尚未明确禁止烟油电子烟的进口，存量市场增长空间不大。

图27: 公安机关查获非法入境的IQOS烟弹



数据来源: 网易新闻, 广发证券发展研究中心

图28: IQOS烟弹含有烟草, 外国烟油随处可见



数据来源: 电子烟资讯网, 广发证券发展研究中心

四、启示: 国内优质 HNB 企业, 有望凭借研发实力、政策东风实现业务突破

国内企业布局加热不燃烧电子烟是明智的选择。由于国内电子烟市场发展尚未十分成熟, 我国烟草消费者对电子烟的需求仍在于其对传统卷烟的替代作用, 满足用户对真烟口感又能有效减少有害物质的加热不燃烧产品未来将在我国更受青睐, IQOS 在日本大卖也说明加热不燃烧产品在亚洲更具长期市场, 中烟公司、劲嘉股份等国内企业, 在加热不燃烧产品上投入研发、生产是较为明智的选择。

图29: 四川中烟的宽窄烟弹在韩国上市



数据来源: 中国香烟网, 广发证券发展研究中心

图30: 广东中烟 MU+, ING在老挝上市



数据来源: 中国香烟网, 广发证券发展研究中心

充分利用政策东风, 深耕中国市场。国内加热不燃烧产品已明确属于专管专卖的监管范围, 并禁止相关进口产品销售, 另一方面国家又出台大量政策鼓励我国新型电子烟发展, 这为国内企业发展提供了良好的外部环境和政策优势, 国内潜在市场广大, 我国企业要紧抓这一政策东风, 提前布局国内市场, 抢占用户和渠道。

加大研发投入和客户前端投入。相比IQOS产品, 我国目前出品的加热不燃烧产品研发时间短、投入资金少、技术还不成熟、产品质量还有待提高, 我国企业应不断加大产品的研发投入, 提高产品的质量和用户体验, 从产品品质上为市场营

销提供保障。我国电子烟市场仍处于初步发展阶段，烟草消费者对新型烟草的了解不多、接受度不高，有关企业要加强在客户前端的投入，加大对用户的指导，提供良好的咨询和售后服务，提高传统烟草用户的转化率和客户粘性。

抢占海外空白市场，突出中国烟草特色。 IQOS产品的出货量和销售收入主要集中在日本市场，但在南亚和东南亚、拉丁美洲等发展中国家和地区仍缺乏布局，国内企业应抓住这一契机，在积极布局日韩市场的同时，不断发展、渗透这些空白市场。相比于欧美烟草，中国烟草在品种、种植和制作工艺上都有自己独特之处，更符合中国和亚洲烟草消费者的习惯和口感，国内企业应充分发挥这一优势抢占市场份额。

国内烟标龙头企业劲嘉股份，自2014年开始前瞻性布局新型烟草。在研发、市场上均有充分的布局，加热不燃烧业务蓄势待发，有望为公司带来业绩的加速成长。

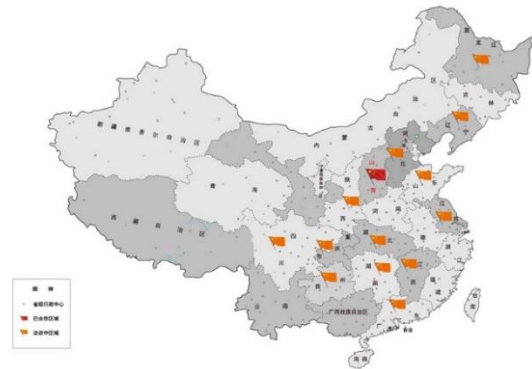
研发布局上，劲嘉股份联合中烟公司、小米生态链深耕研发设计。子公司劲嘉科技为各大中烟公司提供项目服务，包括产品研发等等服务；嘉玉科技建立在与云南中烟的合作基础上，专门为云南中烟提供产品的研发及生产；因味科技，借助小米产业链公司的设计能力、供应链管理能力和探索2C端的产品升级理念。根据《劲嘉科技：2018年12月18日投资者关系活动记录》，公司目前已拥有新型烟草领域有效专利总数40项，其中发明专利12项，实用新型专利28项，在新型烟草领域积累了丰富的研发、生产及加工经验，后续公司将继续加大在新型烟草领域的研发力度。

图31：劲嘉君品智能健康加热不燃烧烟具



数据来源：劲嘉科技官网，广发证券发展研究中心

图32：劲嘉科技国内市场开拓情况



数据来源：劲嘉科技官网，广发证券发展研究中心

市场布局上，劲嘉股份与中烟公司建立深厚合作基础。在国内法律制度框架下，加热不燃烧烟弹归属于烟草监管范畴。公司及早期布局，积极与各大中烟公司进行接触，为中烟公司提供产品研发服务，积极向中烟公司进行产品推介。基于过往在包装环节中的合作信任，以及新型烟草的服务，公司已经得到了众多烟草公司的认可。未来随着中烟公司产品起量，劲嘉股份有望迅速享受到更多的配套份额并从而获益。

风险提示

IQOS未成功获得FDA认证；国内监管政策仍不明晰；替代产品和山寨产品的威胁；市场接受度低于预期；国内研发无法绕过IQOS专利壁垒。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。