

## 轻工制造

### 315点名电子烟，客观看待新型烟草行业

**315点名电子烟，并非全盘否定新型烟草行业。**央视315晚会曝光电子烟释放有害物质危害健康，长时间吸食同样会产生对尼古丁的依赖，当晚京东和苏宁屏蔽对“电子烟”的站内搜索。但需要注意，电子烟与加热不燃烧产品（HNB）工作原理并不相同，国内对电子烟监管的趋严，有望使HNB成为最佳替代品，HNB仍有望成为下一个风口。**315虽点名电子烟，并非对新型烟草行业的全盘否定，仍应客观看待新型烟草。**以苏宁为例，虽屏蔽对“电子烟”的搜索，但对“加热不燃烧产品”的搜索完全正常；京东在315晚会第二日已恢复对电子烟的搜索，并未下架相关产品。

**区分电子烟和HNB，电子烟监管趋严，HNB更有望成为新型烟草主流产品。**电子烟早在2003年就被研发和销售，是对烟油进行加热雾化后吸食，而烟油完全由化学制品构成，不含烟草但含有尼古丁。在此次315点名批评电子烟之前就已经有多个国家和地区认为，电子烟在加热过程中产生的化合物以及排放的气体中仍存在有害物质，并不能帮助戒烟或相较于传统香烟有利于健康。加热不燃烧产品（HNB: heat not burn）最早由PMI在2014年开始销售，是对烟弹（烟丝或烟片制成）进行加热，将烘烤温度控制在300度左右，能够烘烤出尼古丁，减少焦油等有害物质的释放。目前FDA正在审核PMI的IQOS产品，若FDA通过IQOS的MRTPA（减害烟草产品申请），很大程度上验证HNB产品的减害性，从而HNB有望成为新兴烟草的主流产品。

**电子烟监管叠加烟叶去库存，国内HNB政策放开存在必要性。**从需求角度看，出于健康、戒烟和潮流等原因，国内存在对新型烟草产品需求，电子烟行业吸引大量资本进入以及HNB走私猖獗均是表现。但对电子烟对健康存在危害，未来国内监管趋势将更加严格，从而HNB有望成为最佳替代品。另一方面，烟草行业十三五规划，烟叶库存需降低至35个月左右，但目前库存43个月，18年底国家局人事变更，新上任领导面临较大去库存压力，HNB烟弹对烟叶质量要求较低，对其推行将有助于消化国内烟叶库存。

**借鉴海外，国内HNB政策2~3年内难以落地。**目前国内对电子烟的监管缺失，HNB产品禁止销售。借鉴海外HNB监管历程，考虑到国内HNB监管法规细节完善时间，我们认为未来2~3年内国内HNB销售政策难以落地。一方面，HNB的减害效果暂未确定，烟草专卖制度下国家局待市场明确后再推行可能性更大；另一方面，烟具的严管条例、税率的制定等细节法规需要时间落地，日韩两国均使用2~3年时间适应HNB产品并变更征税政策，因此预计我国2~3年内HNB政策难落地。

**发展初期选择海外试销，为国内HNB政策制定预留时间。**国内HNB产品尚处于发展初级阶段，不论从立法监管还是从产品层面来看，都不具备在国内全面推广的条件，因此选择首先在海外试销。在海外试销一方面打开国外增量市场，有利于消化国内烟叶库存；另一方面，我们认为，海外试销也将成为HNB在国内推行的助推剂，主要有以下三个原因：1）测试HNB销售对传统烟草和税收的影响；2）国内产品储备和技术完善；3）为国内立法预留充足时间。

315晚会虽点名批评电子烟，但并非全盘否定新型烟草，HNB与电子烟不同，可能存在减害性，在电子烟监管趋严环境下，更有望成为风口。目前国内对销售HNB政策并未放开，从需求和烟叶去库存角度来看国内存在放开的必要性，但我们认为国内监管短期内不会放开，我们仍谨慎看待。

**风险提示：**新型烟草监管政策趋严，HNB减害性无法得到确认。

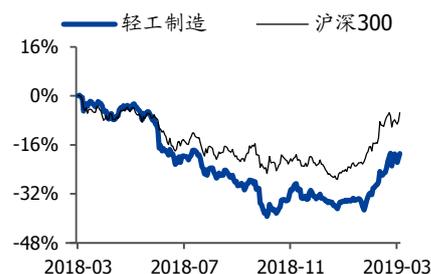
#### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002191	劲嘉股份	买入	0.39	0.50	0.57	0.67	26.77	20.88	18.32	15.58

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

#### 相关研究

- 《轻工制造：客观看待315点名电子烟，双胶纸提价较为顺畅》2019-03-17
- 《轻工制造：波动中关注业绩确定性，聚焦家居终端调研情况》2019-03-10
- 《轻工制造：文化纸涨价行情将起，关注轻工板块入摩情况》2019-03-03



## 内容目录

新型烟草行业：东风劲吹，电子烟与 HNB 存差异.....	4
全球控烟行动下，新型烟草兴起.....	4
新型烟草产品分类：HNB 与电子烟工作原理不同.....	5
电子烟监管趋严+烟叶去库存，国内 HNB 政策放开存必要性.....	6
国内电子烟监管趋严，HNB 成为主流新型烟草产品可能性更大.....	7
国家局人事变更，烟叶去库存需求加大.....	8
借鉴海外新型烟草监管，预测短期我国 HNB 政策难放开.....	10
海外监管政策.....	11
电子烟监管：各国根据对其认定，归为消费品、烟草制品或医用品.....	11
加热不燃烧产品监管：发展历史短，多数国家暂无明确监管条例.....	11
美国：新型烟草监管严格，暂无 HNB 上市销售.....	12
欧盟和英国：电子烟监管趋严，HNB 监管缺失.....	13
日本：电子烟监管严格，HNB 视为烟草监管.....	14
中国：电子烟监管逐步明晰，国内销售 HNB 法规 2~3 年内落地较.....	15
发展初期选择海外试销，为国内 HNB 政策制定预留时间.....	16
国内政策推进海外试销，多家中烟公司 HNB 产品上市海外.....	17
中烟国际上市，进一步推动 HNB 海外销售.....	19
风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 2011~2015 年各国吸烟人口变化.....	4
图表 2: 全球（不含中国）卷烟销量持续下降.....	4
图表 3: 国际烟草巨头 CR4=67%.....	5
图表 4: 全球电子烟市场规模及同比增速.....	5
图表 5: 加热不燃烧烟草制品增长迅猛.....	5
图表 6: 新型烟草制品分类.....	6
图表 7: 主要新型烟草产品.....	6
图表 8: 资本市场进入电子烟行业.....	7
图表 9: 2018 年严厉打击 HNB 产品走私.....	7
图表 10: 国家局合同约定的烟叶收购量持续下降.....	9
图表 11: 烤烟种植面积自 14 年持续下降.....	9
图表 12: 18 年烟叶库存量仍维持高位.....	9
图表 13: 19 年国家局人事变动.....	10
图表 14: 四川中烟 HNB 宽窄子弹头烟弹拆解.....	10
图表 15: 宽窄子弹头烟弹中为烟片而非烟丝.....	10
图表 16: 各国电子烟法律监管情况.....	11
图表 17: HNB 产品允许和禁止销售地区.....	12
图表 18: TPD 对电子烟监管具体内容.....	14
图表 19: 18 年日本烟草税收下滑 5.9%.....	15
图表 20: 日本对 HNB 征税政策变更.....	15
图表 21: 日本适应并提高对 HNB 征税耗时近 3 年时间.....	16
图表 22: 《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》继续深化新型烟草制品创新改革.....	17

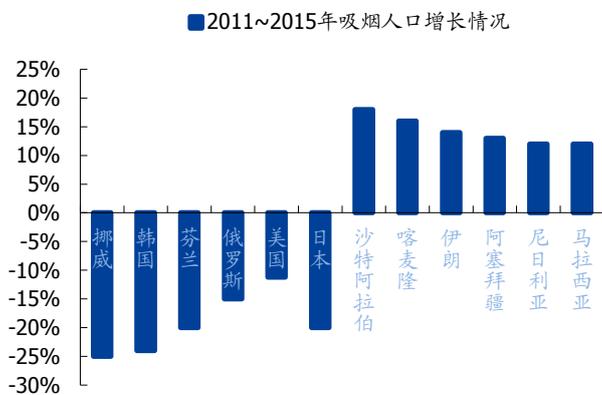
图表 23: 已公开加热不燃烧烟草专利数量 .....	18
图表 24: 已公开电子烟专利数量 .....	18
图表 25: 加热烟草专利数量排名前十的公司 (截止 2018 年 8 月) .....	18
图表 26: 电子烟专利数量排名前八的公司 (截止 2018 年 8 月) .....	18
图表 27: 已公开加热烟草制品专利 .....	18
图表 28: 中烟公司新型烟草产品布局情况 .....	19
图表 29: 中烟国际 (香港) 收入及增速 .....	19
图表 30: 中烟国际 (香港) 净利润及增速 .....	19
图表 31: 中烟国际 (香港) 分业务收入占比 .....	20
图表 32: 中烟国际 (香港) 分业务毛利率 (%) .....	20
图表 33: 中烟国际的新型烟草业务 .....	21
图表 34: 中烟国际香港新型烟草制品出口业务 .....	21

## 新型烟草行业：东风劲吹，电子烟与HNB存差异

### 全球控烟行动下，新型烟草兴起

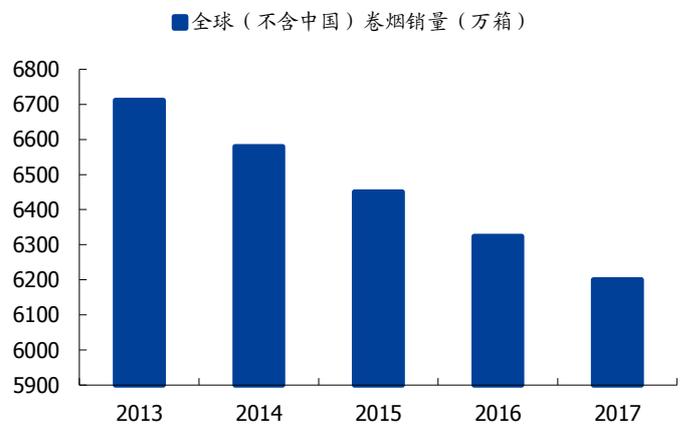
世界范围内控烟政策持续推进，全球吸烟率和卷烟销量开始下降。世界卫生组织、美国食品药品监督管理局（FDA）、欧盟等出台的控烟政策是各国推进控烟的风向标，近年控烟政策不断推进。世界卫生组织从1999年开始，着手制定《烟草控制框架公约》，2003年中国签署合约成为缔约国，截止2017年缔约国已达180家（全球232个国家）。在此趋势下，2011~2015年大部分发达国家吸烟人口呈现下降趋势，出现吸烟人口增长的多为发展中国家，但他们的吸烟人口增长一部分原因来自于人口的增长。就吸烟率来看，全球仅5个国家吸烟率提升，其余均出现小幅下降。就传统卷烟销量来看，2017年全球（不含中国）卷烟销量约6200万箱，同比下降约2%，据国家局经济研究所预计未来5年仍将以1%~2%的速度逐年递减。

图表1：2011~2015年各国吸烟人口变化



资料来源：国家局经济研究所，国盛证券研究所

图表2：全球（不含中国）卷烟销量持续下降

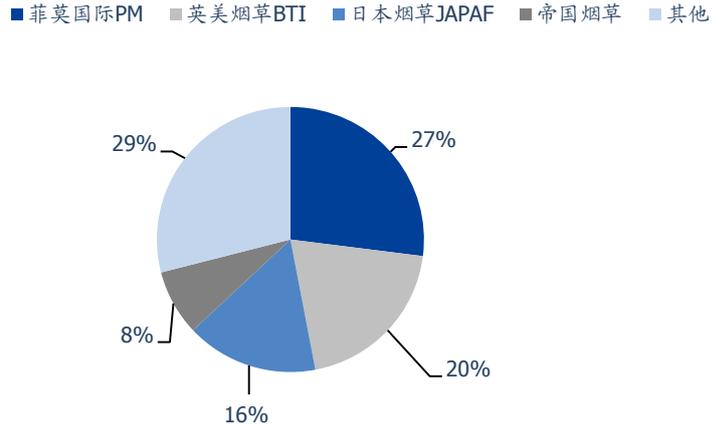


资料来源：国家局经济研究所，国盛证券研究所

国际烟草巨头谋求新型烟草新出路，新型烟草制品销量增速显著。四大国际烟草巨头为菲莫国际、英美烟草、日本烟草和帝国烟草，垄断全球（不含中国）67%的市场。在控烟政策推动下，四大烟草巨头积极谋求新出路，加速新型烟草产品布局。其新型烟草开发主要有两类产品，电子烟和加热不燃烧烟草制品。

2013年英美烟草拥有电子烟Vype和VUSE(为雷诺产品,2017年雷诺被英美烟草收购)，2015年帝国烟草推出电子烟Blu。经前几年快速增长，2017年全球电子烟市场规模较去年增加20%至120亿美元。今年四大集团加速对加热不燃烧烟草制品研发和销售，2014年菲莫国际推出IQOS，2016年英美烟草推出Glo、日本烟草推出Ploom。加热不燃烧烟草制品增长迅猛，2017年销售额较2016年增加138%至50亿美元，据国家局经济研究所预计至2021年将超过150亿美元，接近电子烟的销售额，约占新型烟草制品总销售额的45%。

图表 3: 国际烟草巨头 CR4=67%



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 4: 全球电子烟市场规模及同比增速



资料来源: 国家局经济研究所, 国盛证券研究所

图表 5: 加热不燃烧烟草制品增长迅猛

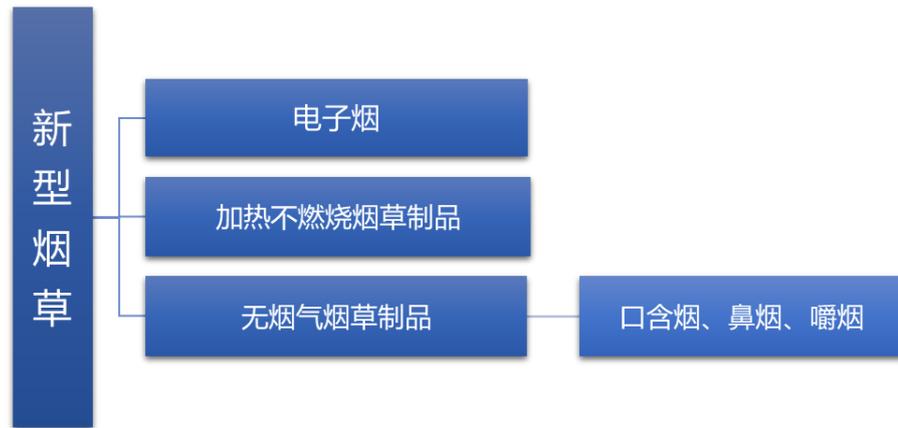


资料来源: 国家局经济研究所, 国盛证券研究所

### 新型烟草产品分类: HNB 与电子烟工作原理不同

新型烟草分为三类, 以电子烟和加热不燃烧烟草制品为主, 后者为未来新型烟草发展新趋势。新型烟草制品可以分为三大类, 电子烟、加热不燃烧烟草制品和无烟气烟草制品, 无延期烟草制品又包括口含烟和其他烟草制品(鼻吸、贴片等)。这些新型烟草制品有三个共同特征: 不用燃烧、提供尼古丁、基本无焦油。其中, 电子烟、加热不燃烧烟草制品是目前主要产品。

图表 6: 新型烟草制品分类



资料来源: 国盛证券研究所

电子烟又称蒸汽电子烟, 通过雾化器将含有尼古丁的特制烟油雾化后形成蒸汽, 供用户吸食。因此, 电子烟并不使用真的烟草, 只是调制出含有卷烟香气和口味的烟油来满足用户对尼古丁的需求, 不含有焦油等有害成分, 减小吸食传统卷烟带来的伤害。电子烟发明初衷用来替代传统烟草制品, 起到戒烟减少毒害成分作用, **2010年起就开始发展并逐步盛行**, 目前主要跨国烟草公司均有电子烟产品。

加热不燃烧烟草制品通过较低的温度加热烟片使尼古丁释放, 供用户吸食。由于传统烟草制品直接点燃烟丝吸食, 点燃温度高导致吸食过程中会产生焦油和其他因燃烧带来的有害物质。加热不燃烧烟草制品通过加热而非燃烧的方式, 将烘烤温度控制在**300度左右**, 能够烘烤出尼古丁, 减少**90%**的焦油和其他有害物质的释放, 起到降低抽烟带来伤害的效果。同时, 由于加热不燃烧烟草制品是对真正的烟草进行烘烤, 相较于电子烟, 其口感与传统烟草制品更为接近, 也因此受到消费者喜爱, 成为国际烟草巨头当前主要的发展方向。

图表 7: 主要新型烟草产品

电子烟	产品	推出时间	在美国排名
雷诺 (美国)	VUSE	2013 年	1
帝国烟草	Blu	2015 年	2
日本烟草	logic	2015 年	3
奥驰亚 (菲莫)	MarkTen	2014 年	4
英美烟草	Vype	2013 年	5
加热不燃烧	产品	推出时间	工作原理
菲莫国际	IQOS	2014 年	直接加热烟片
英美烟草	IFUSE、Glo	2016 年	IFUSE 加热的是尼古丁液体, 经过烟草后吸入; Glo 加热烟草
日本烟草	Ploom	2016 年	加热烟草味电子液体产生气雾, 气雾经过烟草胶囊后吸入
雷诺	Revo	2015 年	直接加热烟叶

资料来源: 国盛证券研究所

电子烟监管趋严+烟叶去库存, 国内 HNB 政策放开存必要性

## 国内电子烟监管趋严，HNB成为主流新型烟草产品可能性更大

出于健康、戒烟和潮流等原因，国内存在对新型烟草产品需求。电子烟等新型烟草自2014年开始在国际市场上盛行，国内电子烟市场自2016年开始迅速增长，市场规模超过30亿元，电子烟用户200万人以上，渗透率不足1%。国内烟草受到管制，HNB产品无法流通销售。但出于健康、戒烟和追逐潮流等原因，国内存在对新型烟草产品需求，一方面，电子烟市场快速增长，并且吸引资本加入；另一方面，HNB产品走私猖獗，18年国家局进行了打击管控。

图表8：资本市场进入电子烟行业

品牌/企业	融资轮次	融资金额	投资方	成立时间	融资时间
鲸鱼轻烟	Pre-A轮	1000万元		2019	2019
BTM贝爷	首轮	5000万元	钱屋株式会社	2018	2019
精盐科技	Pre-A轮	2000万元	动域资本	2016	2018
RELX悦刻	天使轮	3800万元	源码、IDG	2018	2018
意博电子		7000万元	意华股份	2017	2018
MOTI魔笛	Pre-A轮	1000万美元	真格基金	2018	2018

资料来源：中国香烟网，腾讯科技，国盛证券研究所

图表9：2018年严厉打击HNB产品走私

立案/公布时间	地点	案件	数量	涉案金额
2017/8/28	浙江	连续8起加热不燃烧卷烟网络案	14637条	约4亿元
2018/1/29	西安	加热不燃烧新型卷烟案		18.4万元
2018/3/27	北京	非法携带HEETS烟弹	770条	11万元
2018/4/7	上海	团伙销售IQOS非法经营	2015条	34万元
2018/5/12	温州	IQOS电子烟非法经营案	2000条	2000万元
2018/6/19	湖北	非法经营万宝路烟弹团伙案件	-	2000万元
2018/6/19	烟台	非法经营加热不燃烧烟弹嫌犯被捕	-	14万元
2018/6/29	绍兴等地	IQOS特大非法经营案	-	6000万元

资料来源：中国法院网，国盛证券研究所

国内电子烟监管趋严，HNB成为主流新型烟草产品可能性较大。当前国内对电子烟监管尚不明确，但国家标准委于2017年9月28日下达2017年第三批国家标准制修订计划，其中明确了由国家烟草专卖局牵头制定电子烟的强制性国家标准。预计2019年国家局对电子烟具体的监管法规将会出台。

电子烟烟油由化学元素制成，对健康影响观点分化大，存在管控严格趋势。不同于HNB产品，电子烟烟油一般由5大类化学成分构成，分别是PG（丙二醇）、VG（蔬菜甘油又叫丙三醇）、香精、尼古丁、口感改善添加剂。多个国家和地区认为，电子烟在加热过程中产生的化合物以及排放的气体中仍存在有害物质，并不能帮助戒烟或相较于传统香烟有利于健康。18年10月香港特首林郑月娥在2018年施政报告中表示，香港将禁止电子烟。香港一些医学界及病人组织宣布成立禁电子烟大联盟表示，公众对电子烟普遍存在误解，误以为电子烟可有助戒烟，但其实电子烟和传统香烟相比，烟雾中同样含有尼古丁、甲醛等有害化合物，影响人们身体健康。并且未成年人追逐潮流，吸食电子烟人数增加，2018年9月美国FDA提出电子烟对青少年危害，并就此就行管制。国内杭州自19年1月1日期将禁止公共领域使用电子烟，北京公共场所拟禁止使用电子烟。

**PMI 称 IQOS 可减少 90% 有害物质释放, FDA 若对其减害性申请的通过, 将起到 HNB 产品有减害效果的国际示范作用。** PMI 对 IQOS 的测试超过 7 年时间, 众多的气溶胶化学和物理测量表明, IQOS 加热后气雾的有害成分含量较传统香烟减少 90%~95%。通过为期 6 个月的人体临床实验, PMI 证明转换为 IQOS 的患者八项生物反应指标与持续吸烟相比得到改善。PMI 已将实验结果提交 FDA, FDA 下属的委员会 TPSAC 认同了完全转换到 IQOS 可以显著减少对有害化学物质的接触, 最终能否通过 MRTPA 仍有待 FDA 审核。由于 FDA 对 MRTP 申请极为严格, 若 FDA 审核通过 PMI 的 MRTP 申请, 则表明 HNB 产品确实存在减害效果。相较于对健康影响不明确的电子烟, 更有可能成为替代传统烟草的主流新型烟草产品。

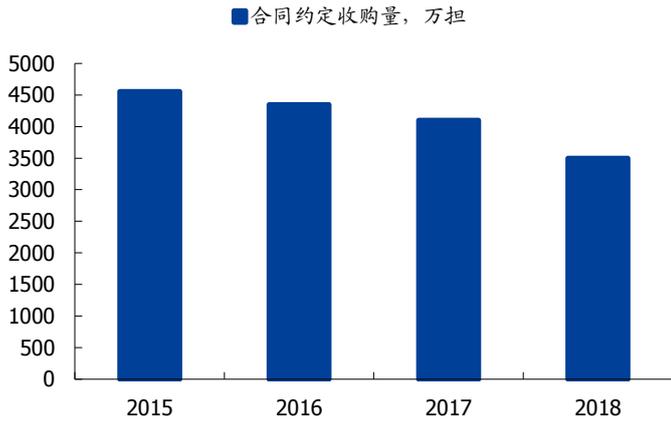
## 国家局人事变更, 烟叶去库存需求加大

烟叶库存居高不下, 根据烟草行业十三五规划, 烟叶库存需降低至 35 个月左右。根据《烟草行业落实“三去一降一补”重点任务行动方案(2016—2018 年)》, 去库存是重点任务之一, 一方面要求“2016 年全年消化卷烟工商库存 100 万箱、社会库存 100 万箱左右, 力争到 2018 年年末再减少卷烟工商库存 100 万箱。”; 另一方面, “力争将工业企业烟叶库存使用月份从 37 个月左右降低至 35 个月左右”。截止 18 年三季度, 卷烟工商库存已减少 78 万箱, 库存量已降至近三年低位。

**2013 年以来烟叶去库存进程持续进行。** 2015 年提税顺价以来, 卷烟产量大幅下滑直接带来烟叶消耗量大幅减少, 冲抵了规模调控去烟叶库存的成效。2016 年 1~10 月, 全国卷烟产量同比减少 373.8 万箱, 按 0.85 担/箱测算, 烟叶消耗同比减少 317 万担, 超过 16 年烟叶调减量 200 万担。**2016 年 6 月底全国烟叶库存总量达 9191 万担, 可用周期仍在 37 个月以上, 16 年 10 月末全国烟叶库存总量提升至 13805 万担。** 前国家局局长凌成兴任职期间大力调控烟草库存, 从 2013 年开始逐步实施总量规模调控, 全国烟叶收购量由 2012 年最高峰时的 5488 万担, 调减至 2017 年的 3765 万担左右, 减幅超过 30%。

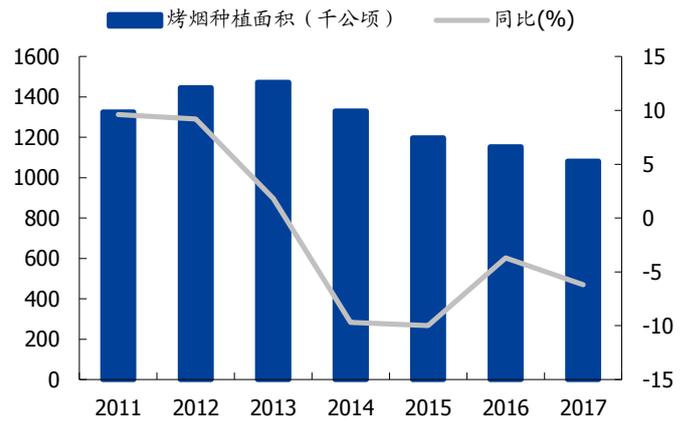
烟叶使用量下降, 叠加结构化差异, **2018 年烟叶库存量仍维持高位。** 由于工艺创新, 设备更新换代以及细支烟的“异军突起”等原因, 行业卷烟工业企业单箱耗叶持续降低, 烟叶使用量减少。国家局合同约定的烟叶收购量从 2015 年的 4500 万担降低至 2018 年的 3500 万担; 烤烟种植面积自 14 年开始下降, 2017 年降至 1622 万亩, 较 14 年下降 18.7%。2006 年以前上等烟的消耗比例长期低于收购比例, 2006 年提出“两个 10 多个”战略构想, 品牌规模和结构“双提升”, 烟草行业“十二五”规划进一步推动卷烟结构高端化, 上等烟从供过于求快速转变为供不应求。同时, 由于卷烟生产的特殊性, 当年收购的烟叶需要醇化 1~2 年才能使用, 再加上烟叶调拨的计划性质, 企业普遍按照 2~3 年品牌发展需求进行原料储备烟叶, 从而导致现在烟叶结构性矛盾突出。**18 年烟叶库存仍达到 9000 万担以上, 库存量可使用年限从 37 个月增加到 43 个月。**

图表 10: 国家局合同约定的烟叶收购量持续下降



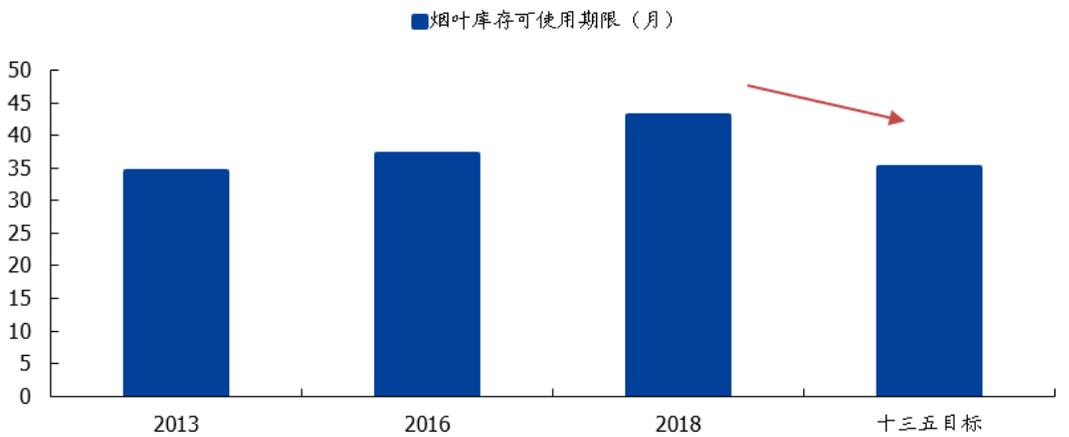
资料来源: 国家烟草专卖局, 国盛证券研究所

图表 11: 烤烟种植面积自 14 年持续下降



资料来源: 国家烟草专卖局, 国盛证券研究所

图表 12: 18 年烟叶库存量仍维持高位



资料来源: 国家烟草专卖局, 国盛证券研究所

**国家烟草专卖局人事变更, 烟叶去库存压力大。**18 年国家烟草专卖局人事变动较往年频繁, 18 年底 19 年初国家局和下属中烟公司领导均出现较大调整, 并且变更领导的 11 个中烟公司中, 9 为新任职领导均来自于国家局系统外。面对烟草行业“十三五”规划的 35 个月烟叶库存周期, 新任领导到位后, 仍将面临较大的烟叶去库存压力。

图表 13: 19 年国家局人事变动

公告时间	职位	新领导	新领导调任/新任职	原领导
2018/11/9	中国烟草总公司总经理、法定代表人	张建民	新任职	凌成兴
2018/12/27	国家烟草专卖局财务管理与监督司（审计司）副司长	张孝堂	新任职	陈哲平
2018/11/26	内蒙古自治区烟草专卖局（公司）党组书记、局长	杨树	升职	王志毅
2018/12/27	山东中烟工业有限责任公司党组书记、总经理	王建勇	新任职	韩林
2018/12/27	广西中烟工业有限责任公司党组书记、总经理	谢昆或	新任职	周涛
2018/12/27	云南中烟工业有限责任公司党组副书记、总经理	周涛	原广西中烟工业有 限责任公司党组书 记、总经理	夜礼斌
2019/1/10	山西省烟草专卖局（公司）党组书记、局长、总经理	王文忠	新任职	武卫东
2019/1/10	江西中烟工业有限责任公司党组书记、总经理	温东奇	新任职	王迪汗
2019/1/21	河北省烟草专卖局（公司）党组书记、局长、总经理	张亚林	新任职	钱江
2019/1/21	江苏省烟草专卖局（公司）党组书记、局长、总经理	刘根甫	原黑龙江省烟草专 卖局（公司）党组书 董秀明 记、局长、总经理	董秀明
2019/1/21	黑龙江省烟草专卖局（公司）党组副书记、副局长、副 经理	罗明德	新任职	刘根甫
2019/1/21	福建中烟工业有限责任公司党组书记、总经理	王志江	原国家局计划司司 长	李跃民
2019/1/21	重庆中烟工业有限责任公司党组书记、总经理	张力	新任职	易从宽

资料来源：国家烟草专卖局，国盛证券研究所

**HNB 配套烟弹对烟叶质量要求较低，HNB 推行有望帮助消化国内烟叶库存。**烟叶和卷烟产品的结构性差异导致国内烟叶库存积压，国家局面临较大的烟叶去库存压力。HNB 产品使用的烟弹对烟叶进行加工，处理成烟片制成烟弹进行烘烤加热，因此相较于可燃烧传统卷烟，可用质量较差的烟叶进行加工生产。因此，HNB 产品的推行有望形成增量市场，将有利于库存烟叶的消化。

图表 14: 四川中烟 HNB 宽窄子弹头烟弹拆解



资料来源：中国香烟网，国盛证券研究所

图表 15: 宽窄子弹头烟弹中为烟片而非烟丝



资料来源：中国香烟网，国盛证券研究所

借鉴海外新型烟草监管，预测短期我国 HNB 政策难放开

## 海外监管政策

### 电子烟监管：各国根据对其认定，归为消费品、烟草制品或医用产品

各国对电子烟的监管政策差异较大，关键在于政府或监管部门对电子烟的性质和价值如何认识：即将电子烟归类为普通消费品、烟草制品还是医用药品，认为电子烟对健康的影响是正面还是负面。

烟支成分尤其是是否含有尼古丁，是决定各国政府判断监管程度的关键因素。各国针对电子烟的立法可以分为五类，监管程度由轻及重分别是按普通消费品监管、统一纳入烟草制品监管、按药用产品监管、禁止销售和禁止销售和使用。

图表 16: 各国电子烟法律监管情况

监管措施分类	国家和地区
尚未发布电子烟（含尼古丁）相关的政策，将其视为普通消费品	俄罗斯，中国，巴基斯坦，乌克兰，中国香港
将电子烟（含尼古丁）视为烟草产品	德国，意大利，美国，波兰，法国，爱尔兰，西班牙，克罗地亚，荷兰，斯洛文尼亚，以色列，捷克共和国，保加利亚，芬兰，拉脱维亚，哥斯达黎加，韩国，秘鲁，塞尔维亚，摩洛哥，罗马尼亚，匈牙利，斯洛伐克，葡萄牙，奥地利
将电子烟（含尼古丁）列为药用产品	英国，丹麦，加拿大，瑞典，菲律宾，比利时，南非，智利，新西兰
禁止电子烟（含尼古丁）销售	日本，埃及，澳大利亚，墨西哥，洪都拉斯，哥斯达黎加，巴拿马，哥伦比亚，巴西，阿根廷，乌拉圭，挪威，瑞士，土耳其，沙特阿拉伯，阿曼，泰国，乌干达，文莱，阿曼，卡塔尔，阿联酋，委内瑞拉，塞舌尔，瑞士
禁止电子烟（含尼古丁）销售和使用	印度尼西亚，马来西亚，哥伦比亚，新加坡

资料来源：《中国烟草学报》，国盛证券研究所

从监管政策发展的趋势来看，各国对于电子烟的监管力度正在不断加强，具体手段基本集中在以下 4 个方面：

- 1) 加重税收。如欧盟正在考虑增加新型烟草赋税；韩国议会正在讨论提高电子卷烟（包括加热不燃烧产品）的税率到传统卷烟的标准。
- 2) 纳入烟草制品监管。美国 FDA 和欧盟新《烟草制品指令》都将雾化产品纳入烟草制品，由相关部门立法、监管。
- 3) 制定产品标准，规范产品工艺和质量。如美国对所有上市产品进行严格的审核；EUTPD2 则对产品包装、规格、警示语等都提出了明确规定。
- 4) 限制广告和渠道。如韩国限制销售渠道以避免未成年人接触。

### 加热不燃烧产品监管：发展历史短，多数国家暂无明确监管条例

加热不燃烧烟草产品历史较短，且市场主要集中在日本，多数国家暂未出台明确监管条例。加热不燃烧烟草产品（heat not burn, HNB）最早在 2014 年由菲莫国际推出，2016 年英美烟草、日本烟草相继推出 HNB 产品。日本由于消费者收入水平高、健康意识强、乐于接受新产品，且日本禁止烟油制品生产抑制了电子烟发展，因此加热不燃烧式减害产品大受欢迎，2017 年日本加热烟草制品销售额约 47 亿美元，占据全球总市场份额的 90% 以上。

全球销售 HNB 产品国家超过 40 个。目前菲莫国际推出的 IQOS 是在 HNB 产品中市占率最高。在 HNB 的主要市场日本，2017 年菲莫国际的 IQOS/英美烟草的 Glo/日本烟草 Ploom 市占率分别为 14%/4%/3.3%，2018Q3 IQOS 在日本市占率已提升至 15.5%。IQOS 作为 HNB 的主流产品，已在全球 43 个国家销售，包含欧盟 23 个国家、东欧 7 个国家、中东和非洲 5 个国家、亚洲大洋洲和美洲共 8 个国家。全球 81% 的国家和地

区尚无 HNB 产品，因此多数国家对于 HNB 产品监管尚不明确，我们就美欧日三个主要国家对新型烟草的监管情况一一进行分析。

图表 17: HNB 产品允许和禁止销售地区

加热不燃烧烟草产品	国家和地区
允许销售	日本、意大利、葡萄牙、罗马尼亚、瑞士、乌克兰、新西兰、加拿大、德国、荷兰、英国等
禁止销售	美国、波兰、匈牙利、西班牙、澳大利亚等

资料来源:《中国烟草学报》, 国盛证券研究所

## 美国: 新型烟草监管严格, 暂无 HNB 上市销售

美国烟草产业形成独特的管制竞争体制。其市场竞争性表现在, 国家资本不介入烟草产业, 也不插手烟草企业的生产经营活动, 烟草企业可以根据市场需求自主制定生产计划和销售价格, 参与市场竞争。严格的管制则体现在, 烟草销售的前提是要严格遵守国家的相关法律法规和管制条例, 政府各有关部门各司其职对烟草企业进行严格管制。例如, 酒精烟草税收和贸易局 (Alcohol and Tobacco Tax and Trade Bureau, 简称 TTB) 负责烟草制品以及卷烟纸生产经营业务的行政许可, 以及烟草税的征收, 烟草制品的标签, 广告与营销符合法律规范。食品和药品监督管理局 (Food and Drug Administration, 简称 FDA) 负责管理烟草制品的技术和标准。烟酒和火器管理局 (Bureau of Alcohol, Tobacco, Firearms, and Explosives, 简称 ATF) 负责查处烟草非法贸易等。

美国对电子烟等新型烟草产品监管趋严, 监管政策从无到有。2014年4月, 美国 FDA 提议对电子烟监管, 2016年5月5日《烟草制品的管控法案》颁布, 此法案涉及到所有烟草制品, 包括电子烟产品, 并于2016年8月8日生效。该法案涉及在电子烟的流通环节中, 生产商、进口商、分销商、零售商各自的义务和责任, 以及相关事项的生效期。

**政策特点:** 限制未成年人获得电子烟; 重塑电子烟作为烟草制品的形象; 充分考虑小企业、现存电子烟的制造商、进口商的利益, 给予适度宽限; 增加对电子烟产品、电子烟生产、进口企业的管理。

美国新型烟草被视为烟草产品, 受到 FDA 严格监管。美国电子烟和 HNB 产品被视为烟草产品监管, 因此受到《联邦食品、药品与化妆品法》约束, 美国烟草产品上市前需要通过 PMTA (Pre-Market Tobacco Application, 烟草预上市申请)。2016年5月 FDA 发布对电子烟监管条例, 明确电子烟和 HNB 等新型烟草产品需通过 PMTA 才可以上市销售, 并且只有通过 MRTPA (Modified Risk Tobacco Products Application, 减害烟草产品申请) 才能够向消费者宣传该产品相较于传统香烟健康安全。

**1) PMTA (Pre-Market Tobacco Application, 烟草预上市申请):** 2007年2月以后在美国上市的产品被划为新型烟草产品, 2007年2月以前上市烟草产品不需要提交 PMTA。2007年2月~2016年8月间上市的产品, 需要提交 PMTA, 若制造商想要其产品能够继续在市场上流通, 需要在2年内 (2018年8月前) 提交 PMTA。2017年 FDA 为鼓励新型烟草产品的发展修订了其申报截止日期, 将新型烟草产品申请截止日期延长至 2022年8月。2016年8月后推出的新型烟草产品需通过 PMTA 申请才可正式销售。

制造商进行 PMTA 申请不仅要说明该产品比真烟更安全, 而且要表明对戒烟有效, 并且对烟民戒烟的利益将不低于对其他非烟民的风险。因此 PMTA 审批材料和手续复杂, 审

批通过与否难以保证。

每项产品需单独申报，产生高昂申请费用。每种不同的蒸汽烟设备或烟油都将作为一个独立的产品，独立做 PMTA 申请。例如，一家公司制造 20 种不同口味的烟油，每种口味设立了三款尼古丁层次，那么就必须要递交 60 份烟草预上市申请，而且每种都要表明当这些产品用到不同蒸汽烟设备时对公众健康的利益。FDA 对单项 PMTA 的申请费用保守估计为 33 万美金，承上例，该公司将产生 1980 万美元的申请费用，大幅抬升美国新型烟草市场进入门槛。

**2) MRTPA (Modified Risk Tobacco Products Application, 减害烟草产品申请):** 在 2016 年 8 月该规定生效之后，新型烟草制造商在未通过 MRTPA 时，将不能从可以帮助人们戒烟、比真烟更加安全或不产生二手烟这些方面就产品进行宣传。若公司想将产品描述为真烟的一种更加健康的“替代品”，则必须通过 MRTPA。

通过该申请难度极高。为了做出新型烟草产品比真烟更加安全的申明，将不得不援引相关人体研究科学来表明该产品的长期益处，将耗费较长时间和财力。而如果要申明电子烟包含更低水平的致癌物质或者不含二手烟，公司同时必须确保消费者不会将这种申明解读为“蒸汽烟比电子烟更加安全”。

菲莫国际 IQOS 正在努力申请，以实现在美国上市销售。但目前 MRTP 和 PMTA 均处于 FDA 审核过程中。

**1) 2016 年 12 月提交 MRTP 申请:** 2018 年 1 月 24-25 日，美国食品与药品管理局下属的烟草科学咨询委员会 (Tobacco Products Scientific Advisory Committee, TPSAC) 在对菲莫国际公司所提供的 IQOS 产品进行初期的审查之后，并没有同意其提出的关于 IQOS 可以降低风险和危害的表述，但是确认了关于一项声明的证据，即完全转换到 IQOS 可以显著减少对有害化学物质的接触。但是这一结论只作为一项建议提交给美国食品与药品管理局，对后者没有约束力，FDA 最终会如何决定，仍有待观察。目前 PMI 的 MRTPA 正处在民主评议阶段，2019 年 2 月 11 日截止，FDA 将根据民主评议内容进一步判断给出审核结果。

**2) 2017 年 3 月提交 PMTA 申请。**

## 欧盟和英国：电子烟监管趋严，HNB 监管缺失

欧盟成员国依据“欧盟烟草产品指令”(Tobacco Products Directive, TPD)对烟草行业进行监管。欧盟烟草产品指令，旨在寻求在烟草控制框架公约规定的义务下，欧盟 28 个成员国内适用统一的销售和制造烟草产品的法律。欧盟成员国在 TPD 框架下，可自行立法就本国烟草管理进行规范。欧洲一体化进程下，欧盟成员国都逐步取消了烟草专卖体制，实现国有烟草公司被私有化，在市场竞争中绝大部分被几大跨国烟草公司收购，国内烟草市场逐步被外来资本占领，四大国际跨国烟草公司已占有欧盟卷烟市场份额的 90%以上。

**2014 年修订 TPD，新法令 2016 年生效，加强对电子烟的监管。**2014 年 2 月欧洲议会正式通过了针对欧盟烟草产品指令的修订提案，新法令于 2014 年 5 月生效，但给欧盟成员国留了两年的缓冲时间，将新法令的要求纳入本国法律体系。新指令对电子烟进行严格管控，规定了电子烟含有的尼古丁浓度上限为 20 毫克/毫升，并规定电子烟应与普通卷烟一样带有健康警语，并受到同样严格的广告限制等。

英国 2016 年以后电子烟纳入药品监管，但英国认可电子烟减害作用。2016 年 5 月 20 日前，英国对电子烟监管比较宽松，欧盟政策生效当天，英国版政策生效文件《Tobacco and Related Products Regulations 2016》，以保持英国与欧盟政策的一致性。此后，英国将电子烟等含尼古丁的产品列入药品范畴，其生产和销售均需得到英国药品和保健

品管理局的授权。受 EUTPD2 管制的影响，传统营销手段和广告未来将无法开展，但英国的雾化产品市场依然被业界普遍看好，一方面，雾化产品仅按一般消费品纳税，适用增值税一般税率；另一方面，雾化产品还得到了英国公共健康组织和社团的支持，使得雾化产品比常规烟草制品伤害更小的观点成为主流。

图表 18: TPD 对电子烟监管具体内容

TPD 对电子烟监管具体内容	
电子烟产品上市申报审批	申报信息:1) 制造商/进口商的信息; 2) 全成分表述, 3) 有毒物质的分析, 4) 尼古丁的剂量和不同情况下的摄取量, 5) 描述产品的运用原理和构造, 6) 制造商和进口商对产品全权负责的声明(不同尼古丁/香精视为不同产品)。审批费用: 首次审批费 150 英镑, 年鉴费 60 英镑。
零售烟油和电子烟油腔限制	零售烟油单瓶容量不得超过 10 毫升, 尼古丁含量必须低于 20mg/毫升, 单个电子烟储油腔容量要不超过 2 毫升, 并且要有防漏装置。
产品销售	禁止销售给 18 岁以下用户, 禁止跨境的广告和推广。
产品退出	三个及以上国家对某一产品提出合理的安全质疑, 则该产品退出欧盟市场。

资料来源: 欧盟烟草产品指令, 国盛证券研究所

**HNB 在欧洲发展历史较短, 欧盟和英国都还没有明确的监管条例, 但欧盟已经在关注和研究 HNB 产品的减害性。**HNB 产品在欧洲发展历史较短, 17 年德国为欧洲 HNB 最大市场, 也仅 1.15 亿美元, 欧洲其余各国 HNB 产品市场份额均不足 1 亿美元。因此, 欧盟尚未就 HNB 产品提出 TPD 修订法案, 欧洲各国对 HNB 产品没有明确的监管条例。但 HNB 产品的迅速推广, 引起了欧盟委员会关注。**2017 年 2 月, 欧盟一位议员向欧盟委员会提议, 各成员国应该谨慎对待加热不燃烧烟草产品, 并建议欧盟对此进行独立研究, 以确定此类产品是否对消费者的身体健康产生影响。**

### 日本: 电子烟监管严格, HNB 视为烟草监管

含尼古丁电子烟依据《药事法》按照药品管理, 含有尼古丁的烟弹、烟油不允许在国内销售。2010 年 12 月, 日本卫生部对日本《药事法》进行了解释, 认为电子烟的监管应适用该法, 电子烟应与其他含有尼古丁的产品按照药品进行管理。电子烟生产企业必须向日本卫生部提交产品申请, 以证明其安全性和有效性, 待获得批准后才可上市销售。2010 年 12 月 27 日, 日本卫生部已正式要求地方政府对含有尼古丁的电子烟进行监管, 禁止药店销售/种电子烟并召回所有上市产品。从实际监管效果来看, 在含有尼古丁的电子烟能够获得日本卫生部审批通过之前, 日本对此种电子烟是暂时禁止的, 只有不含尼古丁的电子烟可以在市场销售。

**HNB 产品根据《烟草商业法》被划分为烟草产品, 接受与传统卷烟相同的管制, 允许销售和流通。**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别, 加热烟草产品被视作斗烟丝进行监管, 目前尚未出台专门监管法规, 在市场上可以销售。

日本烟草税收下降, 自 18 年 11 月 HNB 征税上调。一方面受到吸烟率下降, 另一方面受到 HNB 产品渗透率增加影响, 日本烟草税收下滑明显。18 年日本烟草税收 8740 亿日元, 同比下降 5.9%。18 年 4 月日本政府向外界宣布, 政府财政部门计划对 HNB 产品增加征税。根据 PMI 财报, 日本对 HNB 提高征税从 18 年 11 月开始执行。18 年 11 月以前, 日本对 HNB 产品按照传统卷烟征税, 征收 8% 的增值税+12244 日元/kg 的从量税; 11 月以后提高对 HNB 产品征税, 征收 16555 日元/kg 的从量税+30% 的从价税。以 IQOS 为例, 日本耗时 3 年适应并调整对 HNB 产品征税税率。IQOS 于 15 年 12 月上市日本销售, 日本于 18 年 4 月提出对征税税率修改, 18 年 11 月落地。

图表 19: 18 年日本烟草税收下滑 5.9%



资料来源: 日本财务省, 国盛证券研究所

图表 20: 日本对 HNB 征税政策变更

日本对 HNB 征税			
	调整前	调整后	
增值税	8%	从量税 (JPY/kg)	16555
从量税 (JPY/kg)	12244	从价税	30%

资料来源: PMI Investor Information, 国盛证券研究所

### 中国: 电子烟监管逐步明晰, 国内销售 HNB 法规 2~3 年内落地较

我国尚没有制订针对电子烟的监管法律。我国对于电子烟的属性定位尚未明确, 对于电子烟是否安全、是否可以帮助戒烟或减少吸烟、是否应该禁止其广告等问题也尚未达成共识, 因此相关监管法律迟迟未能出台, 尚在讨论制订过程中。

国内电子烟企业自发组织成立行业协会, 已推出产品工艺与治理标准。中国电子商会(直属工信部)电子烟行业委员会于 2017 年 1 月在深圳成立, 是国内较有影响的电子烟行业组织之一, 重点从会员、行业大会、行业标准、培训和国际交流等方面开展工作。2017 年 12 月, 该委员会发布电子烟雾化类器具产品通用规范和电子烟雾化液规范两项企业标准。中国烟草总公司于 2017 年 4 月 13 日发布了有关电子烟烟具、电子烟液、释放物等有关的 4 项标准, 规范内部有关产品的工艺与质量。

电子烟已划归专卖局管理, 预计 19 年将出台监管法规。国家标准委于 2017 年 9 月 28 日下达 2017 年第三批国家标准制修订计划, 其中明确了由国家烟草专卖局牵头制定电子烟的强制性国家标准。预计 2019 年国家局对电子烟具体的监管法规将会出台。

国内 HNB 产品禁止销售, 将烟弹划分为烟草专卖法监管对象, 烟具销售暂未受到监管。2017 年 5 月国家烟草专卖局发布了《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》指出, 烟弹含有烟草特征性成分, 属于烟草制品, 依法纳入烟草专卖局监管。目前, 国家烟草专卖局并未允许 HNB 产品在国内销售。但 HNB 产品的配套烟具并不受烟草专卖法限制, 同时没有明确的管理条例, 国内外品牌的烟具可在国内流通销售。

参照国外 HNB 监管历程, 考虑到国内 HNB 监管法规细节完善时间, 我们认为未来 2~3

年内国内 HNB 销售政策难以落地:

**1、HNB 的减害效果暂未确定，能否实现全球推广仍存疑。** PMI 于 16 年 12 月向 FDA 提交 MRTP 申请，FDA 对其审核已历时 2 年，且暂未通过其申请。欧盟委员会与 17 年 2 月提出对 HNB 产品对健康影响的研究以及监管的制定，至今 2 年之久同样没有明确的研究结果和监管政策落地。由于 PMI 的 HNB 产品 IQOS 以减害，较传统香烟减少 90% 有害物质为卖点，目前 FDA 是否通过对 IQOS 的审核上市申请将成为 HNB 对健康影响的关键标志，若未通过可能削弱 HNB 产品对消费者的新引力，此类产品还能否实现在全球的推广将存疑。

由于我国烟草实行专卖制度，管理严格，贸然放开国内 HNB 市场可能造成烟草市场波动。因此，我们认为国家烟草专卖局短期内处在观望态度，有待 HNB 这个新兴市场明确。

**2、烟具的严管条例、税率的制定等细节法规需要时间落地。** HNB 烟弹已划归为烟草产品进行监管，但与其配套的烟具暂时没有明确的法规。未来其生产归由中烟公司还是向民营企业开放，还需要法规进一步明确。同时考虑到 HNB 产品会对烟草税收产生影响，其税率的制定是否应该高于或低于传统香烟有待明确。以日本为例，HNB 对烟草税收产生影响，日本用了 3 年时间适应并调整税率。2016 年 IQOS 即上市韩国销售，18 年 12 月韩国政府同样提出加大对 HNB 征税，并且将对烟具征税，但具体政策暂未落地，预计韩国同样耗时 2~3 年变更 HNB 征税政策。

烟草税收对于日韩两国来说影响重大，与我国相似。参照日韩两国经验，预计我国同样需要调整对 HNB 产品的征税。日本耗时 3 年适应并变更征税政策，韩国同样耗时 2~3 年，因此预计我国对于 HNB 产品征税政策的确立和变更同样需要 2~3 年时间。

图表 21: 日本适应并提高对 HNB 征税耗时近 3 年时间



资料来源: 国盛证券研究所

## 发展初期选择海外试销，为国内 HNB 政策制定预留时间

国内 HNB 产品尚处于发展初级阶段，不论从立法监管还是从产品层面来看，都不具备在国内全面推广的条件，因此选择首先在海外试销。在海外试销一方面打开国外增量市场，有利于消化国内烟叶库存；另一方面，我们认为，海外试销也将成为 HNB 在国内推行的助推剂，主要有以下三个原因：**1）测试 HNB 销售对传统烟草和税收的影响；2）国内产品储备和技术完善；3）为国内立法预留充足时间。**

因此国家烟草专卖局出台政策法规推进 HNB 产品开发并在上市海外。近期，中烟国际在香港上市，中烟国际作为国内烟草产品海外销售的平台，其上市融资后将进一步加大 HNB 产品的研发以及在海外的销售和推广。

## 国内政策推进海外试销，多家中烟公司 HNB 产品上市海外

国家政策鼓励新型烟草制品发展，重监管、促研发、投海外。国家烟草专卖局 2018 年 7 月印发 2018 年全面深化改革要点，强调要继续深化新型烟草制品创新改革，将从政策监管、产品技术研发生产、海外销售渠道拓展三个方面展开。政策方面，将积极推进电子烟等新型烟草纳入监管范畴，并加速行业规范形成；产品研发方面，加快研发创新做好 6 款集成产品定型工作，推动新型烟草制品定型化、产业化、品牌化发展，推动研发体系建设成立研发平台；销售方面，新型烟草将首先面向国际市场，开拓海外投放渠道进行生产试销。

图表 22: 《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》继续深化新型烟草制品创新改革

### 推进新型烟草制品监管的政策法规研究

- 从政策法规方面，加强研究新型烟草制品的分类管理措施。对纳入专卖监管范畴的新型烟草制品，要进一步研究制订市场监管、鉴别检验、案件移送等方面的相关政策规定；积极推进电子烟等新型烟草制品纳入监管，进一步加强电子烟的市场分析和监管模式研究，协调配合立法部门制定有效的监管政策和可行措施。

### 推进新型烟草制品全产业链创新发展

- 加快推进新型烟草制品技术、产品、装备研发创新，做好 6 款集成产品定型工作，推动新型烟草制品定型化、产业化、品牌化发展。加强新型烟草制品标准研究与布局。深化行业新型烟草制品创新体系建设，加快推动上海新型烟草制品研究院、装备工程中心、深圳研创平台、企业新型烟草制品研究所建设和发展，加强与电子、材料、机械、法律等领域国际顶尖机构高端合作。

### 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。

资料来源：国家烟草专卖局，国盛证券研究所

政策推动下中烟公司积极布局新型烟草领域。国际新型烟草市场正如火如荼进行，国内中烟公司也紧跟潮流，自 2013 年也开始加速对新型烟草产品的研发和生产。2013 年国家烟草专卖局成立新型烟草制品工作领导小组，全面统领新型烟草发展。上海新型烟草制品研究院于 2015 年成立，定位为行业新型烟草制品研发基地和产学研实体；湖南中烟和云南中烟也分别在深圳设立了新型烟草制品研创平台。在装备制造方面，山东中烟于 2015 年设立了新型烟草制品装备工程研究中心，积极推动装备建设，促进技术成果的应用转化。

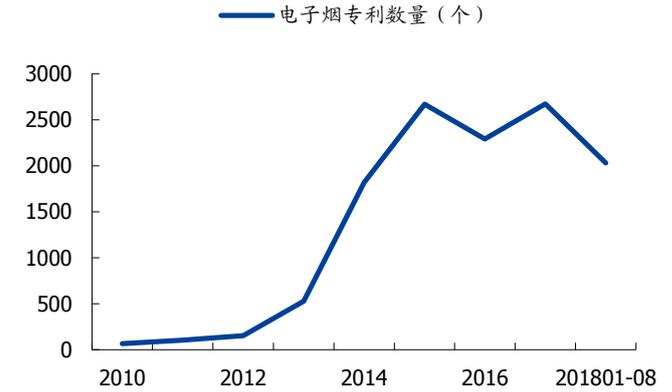
2014 年后电子烟加速发展，2016 年后加热不燃烧成为新风向。根据国家知识产权局专利数据，截止 2018 年 8 月已公开电子烟专利数量超 10000 个，加热不燃烧烟草制品专利 500 个左右。2014 年后电子烟公开专利数量大幅增长，但 2016 年开始电子烟专利数量开始下降。电子烟专利数量排名前 8 的企业中，仅 2 家中烟公司上榜，湖南和云南中烟排名第 3 和第 5，排名第 4 的合元科技为上市公司劲嘉股份子公司。伴随电子烟热度下降，2016 年加热不燃烧烟草制品专利数量开始提速上升，截止 18 年 8 月公开专利数量增长明显已有 172 个，占总量的 34%。与电子烟不同，加热不燃烧烟草制品专利主要为中烟公司所有，专利数量排名前 10 的企业中，前 9 家都为中烟公司，排名前三的分别为云南中烟、湖北中烟和上海烟草。

图表 23: 已公开加热不燃烧烟草专利数量



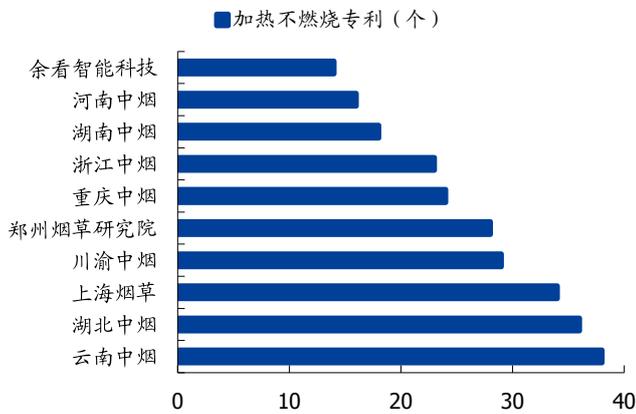
资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

图表 24: 已公开电子烟专利数量



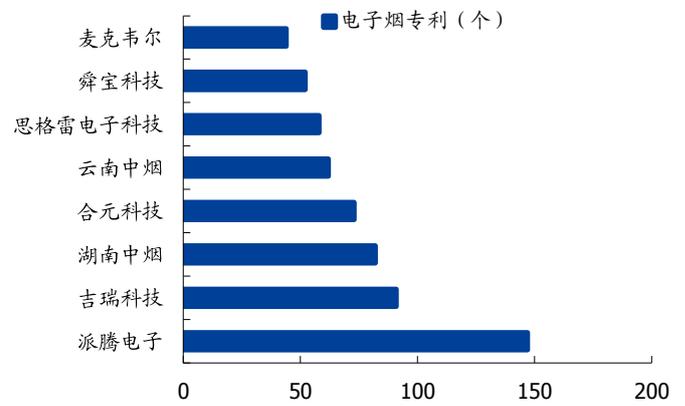
资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

图表 25: 加热烟草专利数量排名前十的公司 (截止 2018 年 8 月)



资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

图表 26: 电子烟专利数量排名前八的公司 (截止 2018 年 8 月)



资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

图表 27: 已公开加热烟草制品专利

时间	公司	专利
2015.1.21	湖北中烟	一种化学加热低温卷烟(和武汉黄鹤楼新材料科技开发有限公司共同申请)
2015.2.18	云南中烟	一种低温不燃烧卷烟用抽吸材料及其制备方法
2017.3.15	湖南中烟	电加热低温卷烟
2017.3.15	山东中烟	可调式烟草物料加热器

资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

多家中烟公司新型烟草产品已试销海外。中烟公司最早在 2013 年已开始布局新型烟草产品, 目前四川中烟、云南中烟、广东中烟以及湖北中烟均有 HNB 产品推出, 并销往海外。四川中烟于 2017 年底研制成功低温加热烟具“宽窄功夫”及其配套的烟弹“宽窄子弹头”, 2017 年 12 月登陆韩国市场进行试销。云南中烟于 2017 年 10 月推出“MW”电子烟产品, 上市日本; 云烟用 5 年时间开发出加热不燃烧烟草产品“MC”, 2018 年 4 月正式推出, 登陆韩国市场, 目前已有意向性经销商 5 家, 主要目标市场柬埔寨、乌克兰、俄罗斯、日本和加拿大等国家。广东中烟是行业内第一家推出 HNB 产品的企业, 研发历时 5 年, 于 2018 年 7 月推出 HNB 产品 MU+和 ING, 于老挝上市销售。湖北中烟

于2018年11月推出HNB产品MOK及其配套烟弹COO,并在湖北武汉设立线下旗舰店,国内门店为体验店不提供烟弹销售,湖北中烟HNB产品上市韩国推广和销售。

图表 28: 中烟公司新型烟草产品布局情况

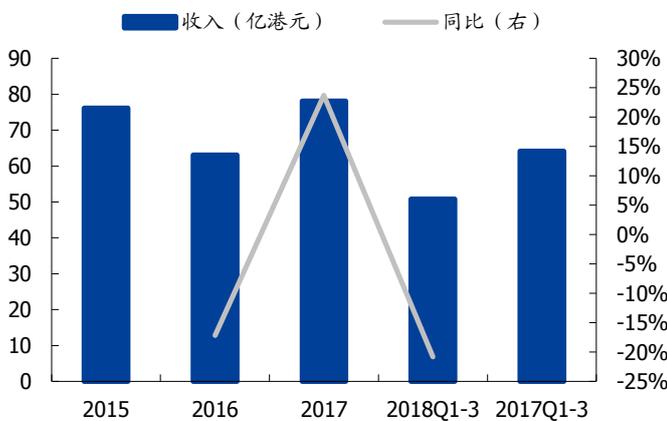
中烟公司	布局时间	类型	产品	上市时间	上市地点
四川中烟	2013	加热不燃烧	宽窄功夫、子弹头	2017年12月	韩国
云南中烟	2013	电子烟	MW	2017年10月	日本
		加热不燃烧	MC	2018年4月	韩国
广东中烟	2013	加热不燃烧	MU+、ING	2018年7月	老挝
湖南中烟	2014	电子烟	Usonicig	2017年12月	英国

资料来源: 中国香烟网, 国盛证券研究所

### 中烟国际上市, 进一步推动 HNB 海外销售

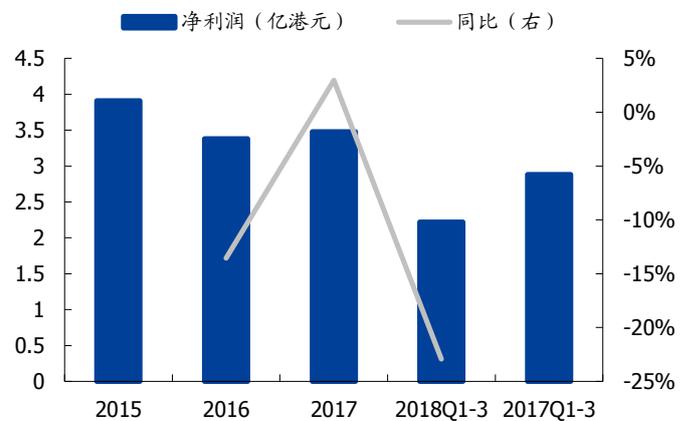
中烟国际(香港)是中烟公司的全资子公司,为烟叶和卷烟产品进出口贸易平台。公司主营四大业务,分别为烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务、卷烟出口业务及新型烟草制品出口业务。18Q3实现总营收50.77亿港元,净利润2.22亿港元,毛利率为5.8%,其中烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口/业务占比为74.8%/16.7%/8.5%/0.04%。公司18Q3烟叶出口业务收入大幅减少,主要因公司将合约金额的0.5%~1%的佣金列作上市完成日期后与若干第三方交易的收入,且并未就相关交易确认销售成本。公司18Q3烟叶出口业务毛利率大幅下降,主要因为上市后公司开始向批发商出售更多的免税卷烟产品组合,而批发销售的毛利率显著低于直接向免税店销售。

图表 29: 中烟国际(香港)收入及增速



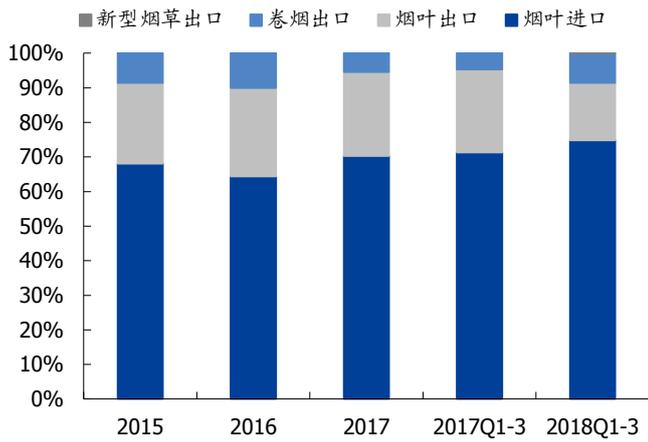
资料来源: 中烟国际招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 中烟国际(香港)净利润及增速



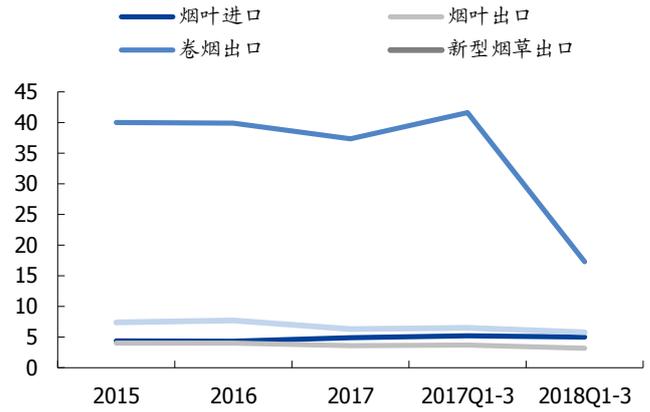
资料来源: 中烟国际招股说明书, 国盛证券研究所

图表 31: 中烟国际(香港)分业务收入占比



资料来源: 中烟国际招股说明书, 国盛证券研究所

图表 32: 中烟国际(香港)分业务毛利率(%)



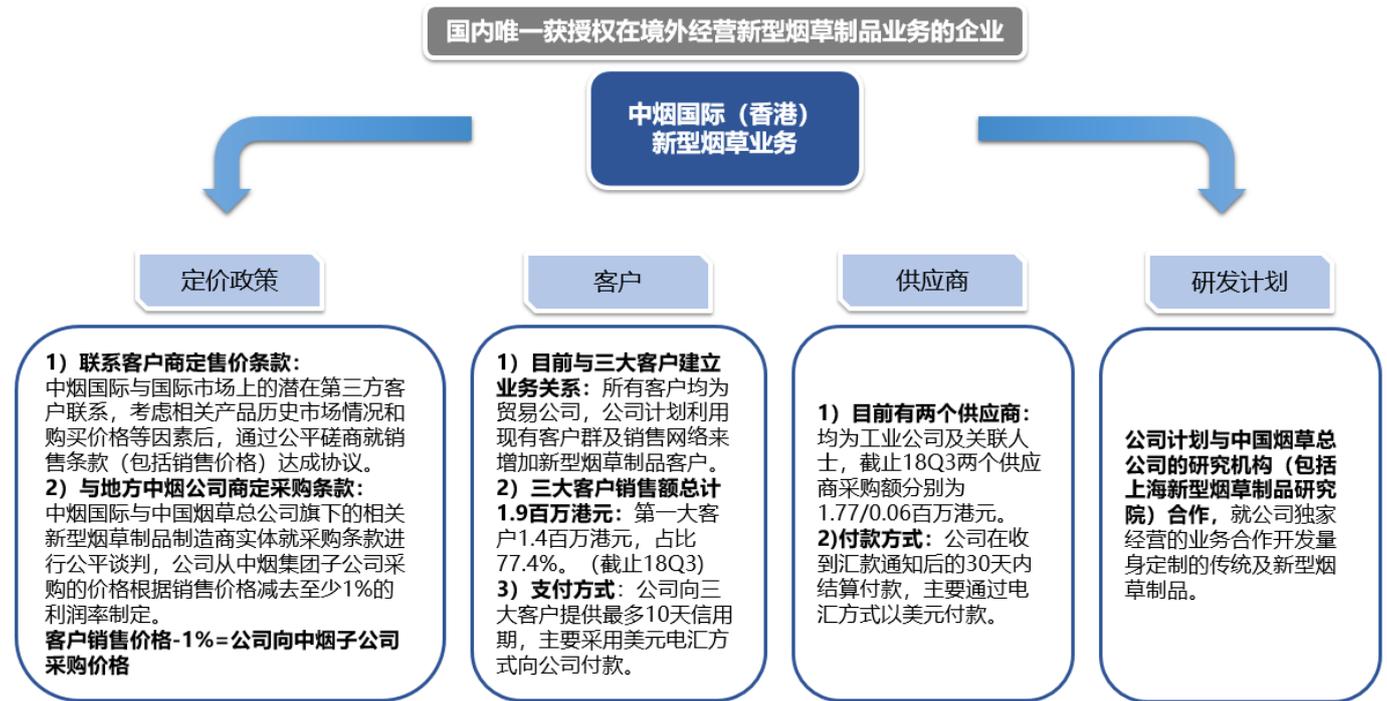
资料来源: 中烟国际招股说明书, 国盛证券研究所

中烟国际香港此次融资目的在于建立国际业务拓展平台, 增强中国烟草在国际市场上的竞争力。此次中烟国际香港融资上市的目的主要有 4 个: 1) 扩大进口烟叶供应来源; 2) 扩大烟叶类产品出口业务的目的地; 3) 通过策略性扩大公司销售渠道、优化产品组合及扩张公司全球业务覆盖范围, 增强公司免税卷烟的市场份额; 4) 提高公司新型烟草制品的品质并增强在新型烟草制品市场的市场份额。

中烟国际香港上市将逐步在新型烟草业务发力, 将加速融入国际新型烟草贸易。中烟国际香港为国内唯一获授权在境外经营新型烟草制品业务的企业, CNTC 集团(中国烟草)为国内获准出口新型烟草制品的唯一合法实体, CNTC 集团必须通过中烟国际香港向海外销售新型烟草制品。因此, 未来中烟集团附属子公司的新型烟草制品出口都将通过中烟国际香港, 并且中烟国际已制定新型烟草产品研发计划, 其上市获得资金将有利于国内新型烟草制品的研发以及在海外销售的推广。

中烟国际香港从 18 年 5 月开始新型烟草业务, 主要销售加热不燃烧产品, 截止 18 年 9 月该业务实现收入 185.5 百万港元。公司新型烟草业务目前已于海外三大贸易公司建立稳定客户关系, 截止 18Q3 三大客户销售额总计 1.9 百万港元, 其中第一大客户 1.4 百万港元, 占比 77.4%。新型烟草业务有 2 个供应商, 均为中烟集团附属的工业公司, 截止 18Q3 两个供应商采购额分别为 1.77/0.06 百万港元。公司通过与海外客户商定销售价格, 并与国内中烟子公司进行谈判, 按销售价格减去至少 1% 的利润率确定向中烟子公司的采购价格, 因此公司该业务毛利率在 1% 以上。

图表 33: 中烟国际的新型烟草业务



资料来源: 中烟国际招股说明书, 国盛证券研究所

中烟国际香港的两个供应商应为四川中烟和广东中烟, 产品分别出口韩国和老挝。根据中烟国际香港披露, 截止 18Q3 公司共销售两款新型烟草制品, 分别为宽窄子弹头和 MU+。这两款产品分别来自四川中烟和广东中烟, 并分别于 17 年 10 月和 18 年 7 月上市, 分别推广到韩国和老挝销售。18 年 5~9 月这两款产品分别销售烟弹 500/15 万支 (按国内传统香烟大箱计算为 100/3 万箱), 分别实现收入 179.4/6.1 万港元, 单支售价分别为 0.359/0.407 港元。根据供应商采购价格计算, 公司宽窄子弹头和 MU+ 的毛利率分别为 1.36%/1.67%。

图表 34: 中烟国际香港新型烟草制品出口业务

上市国家	上市时间	供应商	新型烟草产品	收入, 千港元	销量, 百万只	单价, 港元/支	供应商采购额, 百万港元	中烟国际毛利率
老挝	2018 年 7 月	广东中烟	MU+	61	0.15	0.407	0.06	1.67%
韩国	2017 年 10 月	四川中烟	宽窄子弹头	1794	5	0.359	1.77	1.36%
-	-	-	合计	1855	5.15	0.360	1.83	-

资料来源: 中烟国际招股说明书, 国盛证券研究所

此次中烟国际香港融资一方面在于增强中国烟草在国际上的实力, 另一方面加速融入国际新型烟草贸易中。并且中烟国际香港为唯一授权在国外经营新型烟草业务的实体, 因此各地区中烟公司新型烟草产品均需要通过中烟国际香港这个平台实现在海外的销售。中烟国际香港从 18 年 5 月开始新型烟草业务, 主要销售加热不燃烧产品, 截止 18 年 9 月该业务实现收入 185.5 百万港元, 共销售 5.15 百万支, 其中 96.7% 的收入来自四川中烟宽窄子弹头的销售, 余下部分来自广东中烟 MU+ 的销售收入。中烟国际香港作为新型烟草海外销售平台, 将助力国内中烟公司新型烟草产品在海外销售, 参与到中烟公司新型烟草产品制造产业链的企业有望受益, 新型烟草业务收入端的增长有望逐步兑现。

## 风险提示

**新型烟草监管政策趋严。**此次 315 央视晚会已点名批评电子烟，后续对电子烟监管存在趋严可能性，并且可能影响到对其他新型烟草产品，尤其是 HNB 产品的监管。若国家对 HNB 产品监管趋严，将影响国内新型烟草全行业的发展。

**HNB 减害性无法得到确认。**目前 HNB 产品的减害性也还没有得到验证，FDA 尚未就 PMI 的 IQOS 提出的 MRTPA 给予批复，若 FDA 不通过 MRTPA 一定程度表明 HNB 产品减害的功能无法得到证实，可能对后续 HNB 产品销售产生影响，从而影响新型烟草行业。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com