

## 本报告的主要看点：

1. 本报告完成对电子烟线上销售数据全面跟踪，覆盖悦刻、IQOS、JuuL等明星品牌的销量、价格变动和市占率等相关数据。
2. 对中国电子烟行业相关政策进行探讨，并尝试分析若卫健委介入电子烟监管后，未来电子烟市场可能形成的监管局面。

1. 《新型烟草行业深度报告-轻工行业“新能源”，政策若松绑催生千亿市场》，2018.9.16
2. 《新型烟草行业深度报告之二-中烟国际拟上市，行业爆发再现积极信号》，2019.2.24
3. 《新型烟草行业点评-国际新型烟草行业迎来“强心剂”，国内政策东风或也渐行渐近》，2019.5.3

## 热力再袭，电子烟销售哪家强？

## 基本结论

- **电子烟行业半年度线上销售额超10亿元，悦刻为国内第一大品牌。**1) 上半年，电子烟全网销售收入增速超过90%，行业表现亮眼且强势；2) 各品牌烟具产品售价略有下降，但整体维持相对平稳。烟油烟弹在多种口味推出，以及高单价爆款产品占比提高的情况之下呈现涨价态势；3) 消费者偏爱薄荷口味烟油烟弹，旨在强化抽吸过程中的击喉感；4) 品类繁多导致烟具集中度不高，但烟油烟弹凭借独有使用壁垒，现已形成极高集中度；5) 无论是从线上销售数据、市占率以及增长情况来看，悦刻确认为国内第一大电子烟品牌；6) 烟油烟弹销售具备高成长性，未来市场规模将直追烟具。
- **中国电子烟行业政策会如何演进？我们的预期是什么？**烟草总局对于电子烟和新型烟草的态度有转变，开始逐步重视并计划大力发展。《电子烟》行标年内预计出台，但我们认为比行标更重要的是后续跟进的监管政策。从地区性控烟政策来看，已将电子烟纳入控烟监管范畴，因此未来电子烟存在整体被纳入烟草专卖体系的可能。近期，卫健委计划出台法律监管电子烟行业，且国务院有意向提高烟草税以实现控烟目的。我们认为，卫健委可通过制定更为严格的监管标准提升电子烟品质，而烟草局则可以将电子烟纳入专卖体系以限制线上销售，并借助加征烟草税减少青少年购买。因此，卫健委与烟草总局共同监管治理的模式，可能更为适合现阶段的电子烟行业。
- **电子烟/新型烟草对相关企业的意义是什么？****劲嘉股份：**公司目前处于电子烟和加热不燃烧双线布局状态。6月电子烟品牌Foogo上线开售，8月加热不燃烧烟具计划上市，预计该产品上市将催化估值提升。**麦克韦尔：**公司核心竞争优势为雾化器研发，同时也具备加热不燃烧烟具制造能力。目前计划赴港上市，估值约200亿元。A股市场中亿纬锂能持有公司37.55%股权，既可分享电子烟行业增长红利，又可享受有一定估值溢价。**中烟香港：**中烟体系内首家上市标的具有稀缺性，作为新型烟草制品出口垄断平台，相关业务对于行业有示范带头作用。**集友股份：**公司在烟草薄片方面的研发能力，正逐步得到中烟工业公司的认可。在中烟工业公司加速推进加热不燃烧制品发展过程中，公司极有可能成为A股市场在新型烟草领域（不含电子烟）第一家兑现业绩的企业，同样具备稀缺性。

## 投资建议

- 电子烟作为一二级市场联动行业，热度依旧居高不下，上半年全行业增长迅猛。在卫健委意向介入行业监管的情况下，未来可能形成卫健委+烟草局共管格局。我们认为现阶段具备估值提升催化剂，以及拥有一定稀缺性的标的值得关注。推荐：**劲嘉股份、集友股份、中烟香港和亿纬锂能。**

## 风险提示

- 电子烟行业销量大幅下滑的风险；国家政策禁售电子烟的风险；监管体系不及预期的风险；外资品牌冲击中国市场的风险

袁艺博 分析师 SAC 执业编号：S1130519020005  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 内容目录

写在前面的话 .....	4
行业半年度线上销售额超 10 亿元，悦刻为国内第一大品牌.....	5
电子烟行业上半年线上销售额增长 90.96%.....	5
悦刻为国内第一大电子烟品牌，近一年实现 2 亿元以上线上销售 .....	5
中国电子烟行业政策会如何演进？我们的预期是什么？ .....	10
烟草总局对新型烟草和电子烟的态度有变化.....	10
电子烟相关政策将会如何推演？ .....	10
除了政策之外，产品的升级变化也是现阶段推动行业爆发的重要推手 .....	12
电子烟/新型烟草对相关企业的意义是什么？ .....	13
电子烟之于劲嘉股份.....	13
电子烟之于麦克韦尔.....	13
新型烟草之于中烟香港 .....	14
新型烟草之于集友股份 .....	14
风险提示 .....	15
电子烟行业销量大幅下滑的风险 .....	15
国家政策禁售电子烟的风险 .....	15
监管体系不及预期的风险.....	15
外资品牌冲击中国市场的风险.....	15

## 图表目录

图表 1：2017-2019 年电子烟行业一级市场投融资事件梳理（不完全统计） ...	4
图表 2：1H2019 电子烟线上销售额.....	5
图表 3：1H2019 年电子烟烟具线上销售额增长 90%以上.....	5
图表 4：1H2019 烟油烟具线上销售额增长快于烟具 .....	5
图表 5：电子烟线上销售结构.....	5
图表 6：6 月悦刻线上销售额超过 4,800 万元.....	6
图表 7：6 月悦刻线上销量领先.....	6
图表 8：今年开始悦刻销量领先同业.....	6
图表 9：山岚上半年销量迎来爆发增长.....	6
图表 10：HNB 烟具产品售价显著高于电子雾化烟 .....	7
图表 11：各品牌烟具产品售价跟踪情况.....	7
图表 12：5 大烟品牌 6 月烟油烟弹销量与环比增长 .....	7
图表 13：5 大电子烟品牌烟油烟弹售价跟踪.....	7
图表 14：4 大国产品牌烟弹烟油销量前三口味.....	8
图表 15：6 月线上烟具销售市占率情况 .....	8

图表 16: 悦刻在烟具市占率方面一枝独秀.....	8
图表 17: 悦刻占据烟油烟弹销售半壁江山.....	9
图表 18: 悦刻烟油烟弹市占率稳步提升.....	9
图表 19: 6月4大国产品牌烟油烟弹销售占比 (%).....	9
图表 20: 刻烟油烟弹销售占比已经超过烟具.....	9
图表 21: 近年全国烟草工作会议与电子烟和新型烟草相关的内容.....	10
图表 22: 电子烟行业相关政策演进情景分析.....	11
图表 23: 我们认为可能最适合电子烟的监管场景.....	12
图表 24: 电子烟产品升级过程 (从左至右为第一代至第三代).....	13

## 写在前面的话

- 2018年，电子烟“风口”来临，不完全统计一级市场完成18起融资事件，累计融资总额预计在10亿元左右。进入今年受“315被点名”的影响，3-4月期间一级市场仅4起融资事件。但行业整体的投融资热情并未减弱，上半年已累计完成融资规模近10亿元。尤其是6月开始，一级市场电子烟投融资“热力再度来袭”，期间内完成8次投融资，占上半年全行业投融资事件的50%。我们认为，电子烟作为新型烟草制品下辖的重要品类，现阶段已经成为一二级市场联动关注的重点领域。正是由于6月以来一级市场投融资热情高涨，在一定程度上催化了二级市场对于电子烟板块关注度的持续提升。
- 而在众多新兴的电子烟品牌中，到底哪一个的销量比较好，这可能也是目前市场比较关注的问题之一。本篇报告我们将基于国金证券研究创新中心数据，呈现目前国内主流电子烟品牌销售相关情况。虽然选择以研究报告的形式作为最终呈现，但在内容上我们也想通过更为轻松的表达方式，去探讨分析我们对于电子烟和新型烟草制品的一些观点和浅见。
- 本片报告选取了悦刻、福祿、山嵐、JuuL、Gippro和IQOS作为数据样本，且跟踪的数据以线上为主。因此，数据全面性上可能有所欠缺，但依旧使得我们得以管中窥豹，去感受电子烟整个行业的变化与成长。

图表 1: 2017-2019 年电子烟行业一级市场投融资事件梳理 (不完全统计)

品牌	融资轮次	融资金额	投资方	融资时间
<b>2017 年</b>				
Laan 山嵐	A 轮	600 万元	英诺天使基金、和谐发展投资基金	2017.11
致胜致能	Pre-A 轮	3500 万元	个人	2017.12
<b>2018 年</b>				
IV 艾威	战略融资	数千万元人民币	未披露	2018.1
vitavp 唯它	天使轮	千万元人民币	普思资本	2018.1
精盐科技	Pre-A 轮	2000 万元	动域资本	2018.11
RELX 悦刻	B 轮	未知, 估值 8 亿美元	源码资本、IDG、红杉资本、山行资本	2018.12
JUUL	收购 35% 股权	128 亿美元	奥驰亚	2018.12
MOTI 魔笛	Pre-A 轮	1000 万美元	真格基金	2018.12
iGood	战略投资	2000 万元	鑫烟民集团	2018.12
Flow 福祿	Pre-A 轮	1089 万美元	壹叁资本、Jager Capital、经纬中国	2018.5
RELX 悦刻	A 轮	3800 万元	源码资本、IDG	2018.6
巨力电子烟	天使轮	800 万美元	融创资本	2018.6
JUUL	战略融资	6.5 亿美元	Tiger Global	2018.7
Gippro 龙舞	天使轮	1500 万元	同创伟业	2018.7
意博电子	未公开	7000 万元	意华股份	2018.7
IJOY 爱卓依	A 轮	3 亿元	个人	2018.8
烟神科技	A 轮	未披露	未披露	2018.8
LINX 灵犀	Pre-A 轮	数千万元人民币	汇财资本	2018.9
因味科技	天使轮	未披露	南桥资本、劲嘉资本、米物科技	2018.9
<b>2019 年</b>				
BTM 贝爷	战略融资	5000 万元	钱物株式会社	2019.1
Wei 鲸鱼轻烟	Pre-A 轮	1000 万元	未披露	2019.1
Yistar 益爽	天使轮	1000 万元	梅花创投、聚为集团	2019.2
VPO 微珀	Pre-A 轮	1000 万元	未披露	2019.3
VPO 微珀	A 轮	3000 万元	汉鼎资产、茂信资本	2019.4
云吞电子烟	天使轮	数千万元人民币	原创资本、浩方创投	2019.4
冰壳 bink	-	2000 万美元	香港中美烟草集团	2019.4
Doo	天使轮	1000 万人民币	个人	2019.6

SNOWPLUS 雪加	A 轮	4000 万美元	未披露	2019.6
Jemiu 爵妙	天使轮	1000 万元	个人	2019.6
HOPO 雾派	A 轮	1000 万元	未披露	2019.6
UZO 新雾种	A 轮	3600 万元	深圳前海彩时投资	2019.6
enki	A 轮	数千万元人民币	华瑞集团	2019.6
TAKI 喜客	A 轮	5500 万元	未披露	2019.6
YouMe	天使轮	7360 万元	未披露	2019.6
MOTI 魔笛	A 轮	3100 万美元	和玉资本	2019.7
小野电子烟	A 轮	3000 万元	未披露	2019.7

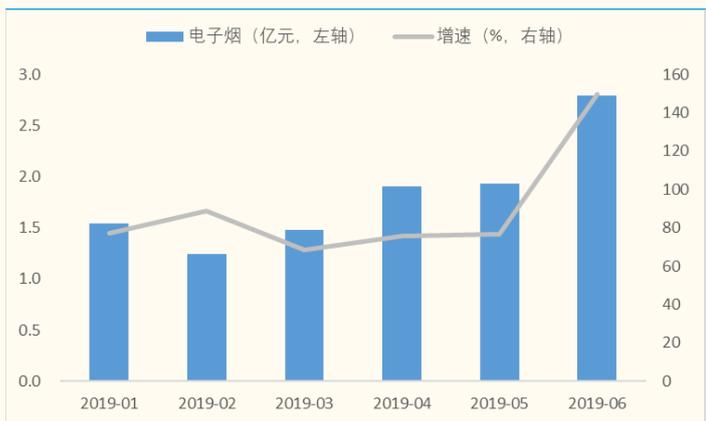
来源：亿邦&36 氪，国金证券研究所

## 行业半年度线上销售额超 10 亿元，悦刻为国内第一大品牌

### 电子烟行业上半年线上销售额增长 90.96%

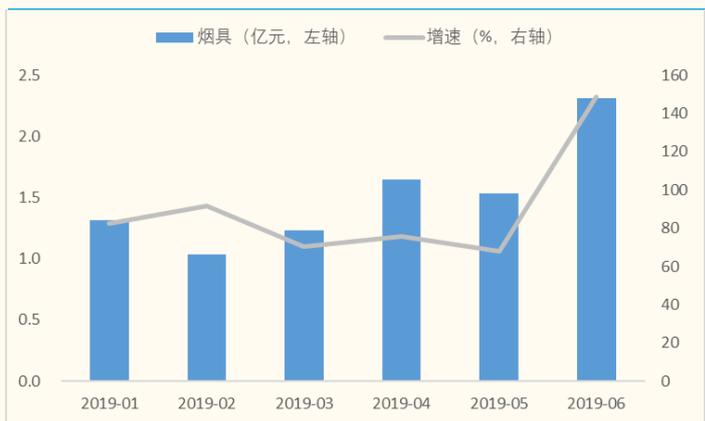
- 烟油烟弹销售额增长略快于烟具。今年上半年电子烟行业线上销售额达到 10.89 亿元，同比增长 90.96%。6 月受“618 大促”的影响，销售额增长 149.41%。电子烟行业仅半年便已实现去年 85% 左右的销售额，预期今年行业整体销售仍将有强劲增长。上半年，烟具和烟油烟弹销售占比分别为 83.25% 和 16.75%。其中，烟具销售额为 9.07 亿元，烟油烟弹为 1.83 亿元，且烟油增速略高于烟具 2.72pct.。

图表 2：1H2019 电子烟线上销售额



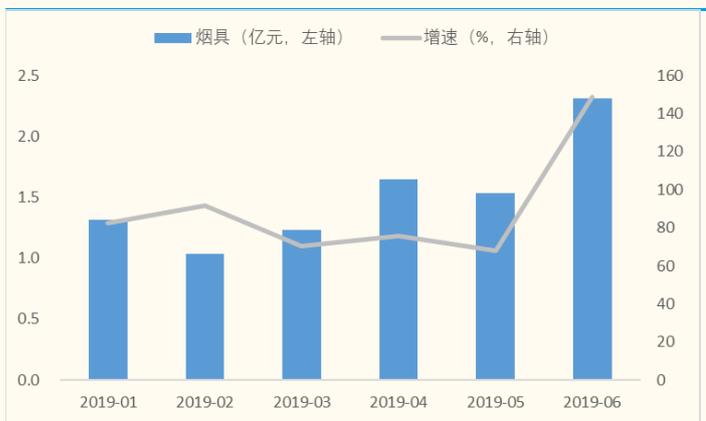
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 3：1H2019 年电子烟烟具线上销售额增长 90% 以上



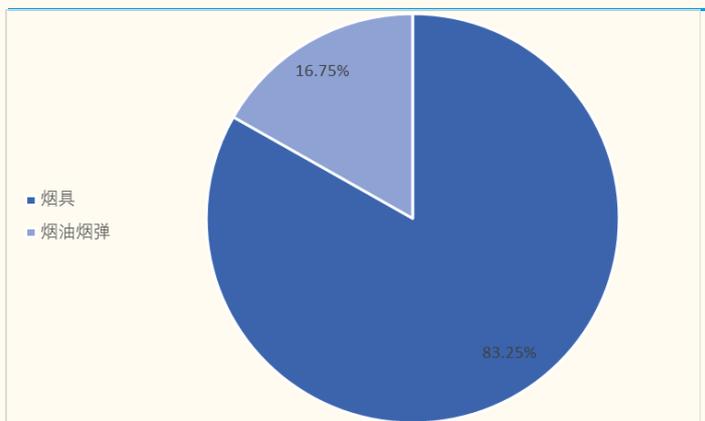
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 4：1H2019 烟油烟具线上销售额增长快于烟具



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 5：电子烟线上销售结构



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

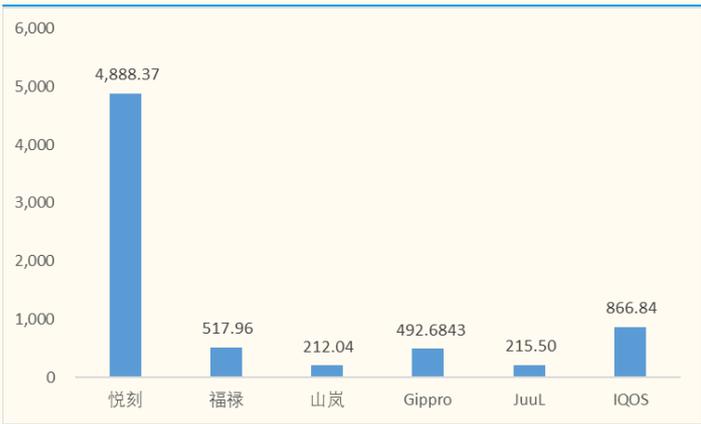
### 悦刻为国内第一大电子烟品牌，近一年实现 2 亿元以上线上销售

- 悦刻销售领跑，今年 6 月销售额增速超过 30%。上半年，悦刻实现销售额 1.77 亿元。而同期内，美国知名电子烟品牌 Juul 的线上销售额仅为

588.92 万元，加热不燃烧明星品牌 IQOS 销售额为 2,883.47 万元。其中，6 月悦刻实现销售额 4,888.37 万元。销量方面，悦刻继续在我们选择的品牌中领跑，上半年实现销量 138.55 万件。

- 监控数据显示，各品牌线上开售时间差异较大，悦刻于去年 7 月开卖，福禄则是今年 4 月才开始销售，因此相对缺乏同期对比。但环比来看，悦刻 6 月销售额与销量增长 36%和 38%，IQOS 销售额与销量则都实现 50%左右的增长。此外，山岚拥有较完整历史数据，今年上半年其销售额与销量分别增长 49.51%和 205.04%。历史数据层面虽存在一定局限性，但难掩电子烟各品牌线上销售的高弹性。

图表 6：6 月悦刻线上销售额超过 4,800 万元



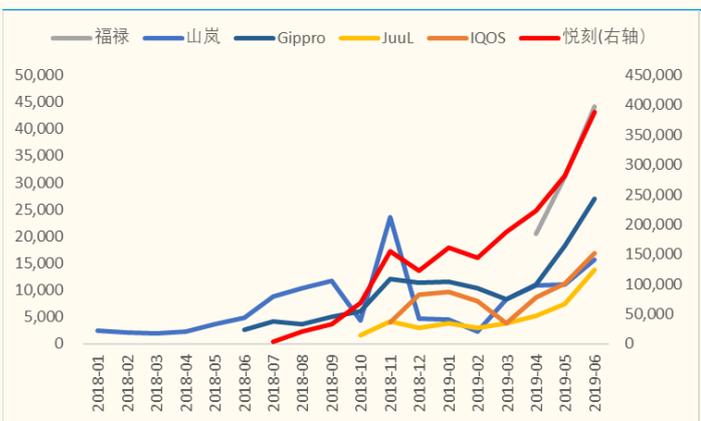
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 7：6 月悦刻线上销量领先



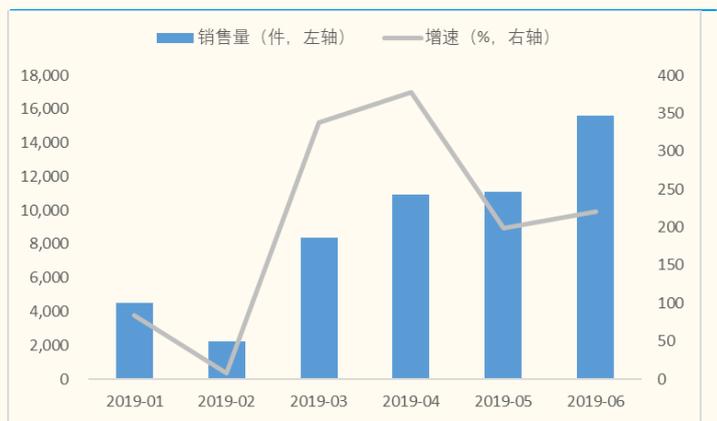
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 8：今年开始悦刻销量领先同业



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 9：山岚上半年销量迎来爆发增长



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 电子雾化烟与加热不燃烧烟具销售价格差异明显。今年 6 月，IQOS 烟具线上销售均价为 542.05 元，而电子雾化烟品牌售价集中在 150-350 元之间。而造成这一情况的原因，我们认为主要两点：

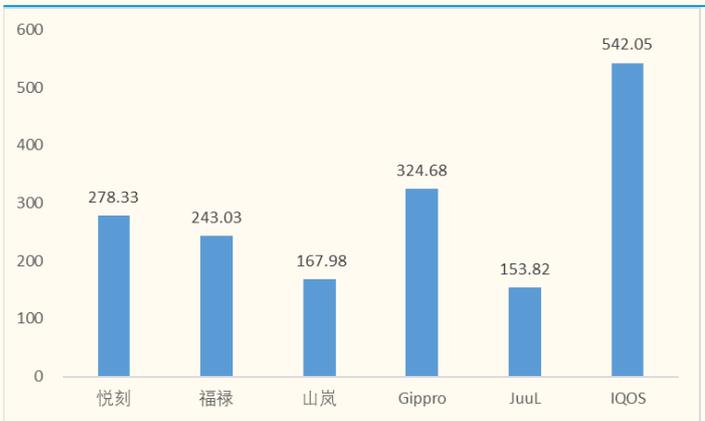
- 1) 电子雾化烟与加热不燃烧产品属性不同，加热不燃烧烟具相对在产品结构和零部件构成上，较电子雾化烟更为复杂；
- 2) IQOS 线上销售主渠道为天猫国际等海淘平台，关税加价也将导致产品最终售价较高。

- 国产电子雾化烟价格较稳定。悦刻、福禄和 Gippro 三大品牌产品价格相对稳定，但山岚产品价格波动较大。我们认为，山岚产品较其他三家电子雾化烟品牌上线时间更早，存在以价格调整探索销量增长的可能。同时，山岚上市早期的价格探索也为国产电子雾化烟品牌的产品定价提供了参照。

- IQOS 价格波动系品类逐步丰富。上市销售至今，IQOS 烟具产品价格存在相对较明显波动。我们认为，其价格波动源自品类增加和产品升级。去年

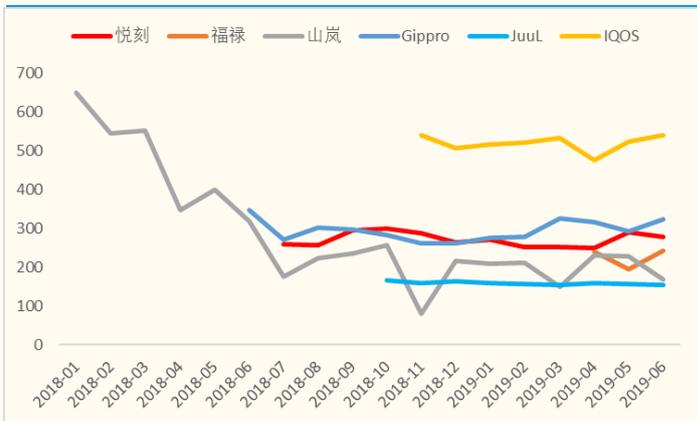
11月，天猫国际 IQOS 主打产品为 2.4 版本，而同期 PMI 发布 IQOS 3.0 和一体机，两款产品于今年在天猫国际开售。品类上，IQOS 2.4 版本推出限量款和单独加热棒，而我们将加热棒统一划分为烟具类产品。

图表 10: HNB 烟具产品售价显著高于电子雾化烟



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 11: 各品牌烟具产品售价跟踪情况



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

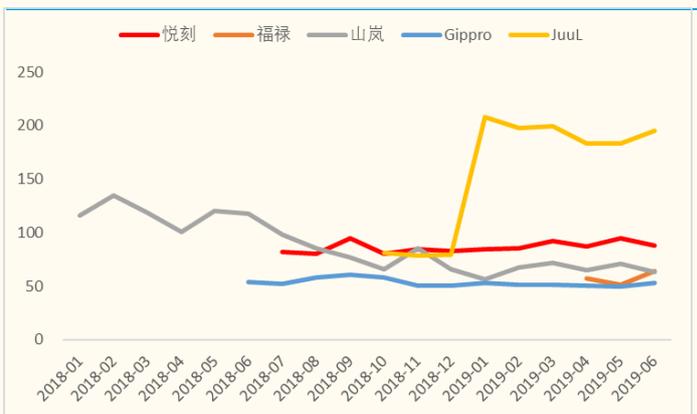
- **悦刻 6 月烟油烟弹销量突破 30 万个。**整体上看，5 大电子雾化烟品牌烟油烟弹，在今年 6 月销量环比均实现增长。其中，悦刻延续了其在烟具销售方面的强势表现，单月实现销量 30.32 万个，环比增长 33.92%。悦刻上半年累计销量超过 100 万个，大幅领先于其他品牌。
- **烟油烟弹较今年年初基本都有小幅提升。**从各品牌历史数据看，除山岚价格下调较明显之外，其他品牌均相对稳定。进入今年后，5 大品牌烟油烟弹均价基本都保持稳定，且较年初价格大部分品牌有小幅上涨。其中，悦刻上涨 4.69%、福禄上涨 11.01%、山岚上涨 11.46%、Gippro 小幅下降 0.23%、Juul 下降 6.34%。
- **烟油烟弹价格提升与爆款产品销量占比高有一定关系。**悦刻、山岚 99 元爆款烟油烟弹在 6 月总销量中占比分别为 50% 和 60%，高价位产品高占比为售价提升起到助推作用。相比之下，福禄爆款烟油烟弹售价仅 35 元，且占比仅为 5%，表明该品牌售价提升依靠于其他非爆款烟油烟弹拉动。Gippro 销售第一的烟油烟弹售价 69 元，与销售第二售价 54 元的烟油烟弹在销量上差距不大仅相差 84 个。但 Gippro 99 元高价烟油烟弹销量仅占总销量的 3.94%，因此对价格提升略有压制。

图表 12: 5 大电子烟品牌 6 月烟油烟弹销量与环比增长



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 13: 5 大电子烟品牌烟油烟弹售价跟踪



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- **从消费者口味取向来看，水果味和薄荷味最受青睐。**各大公司爆款中，薄荷味和水果味占了绝大多数，其中悦刻绿豆冰和薄荷口味合计销售超过 16 万个。我们认为，消费者青睐薄荷口味烟油烟弹，主要系为了强化吸食口感。对于烟民而言，吸烟除了因为尼古丁成瘾之外，吸烟过肺由焦油所带来的强烈击喉感，也是一种重要的生理需求。而电子雾化烟油主要成分

为甘油，在击喉感上相对弱于焦油。因此，通过薄荷香精气化过肺给呼吸道所带来的凉感刺激，能够很好的弥补甘油在击喉感方面的不足。

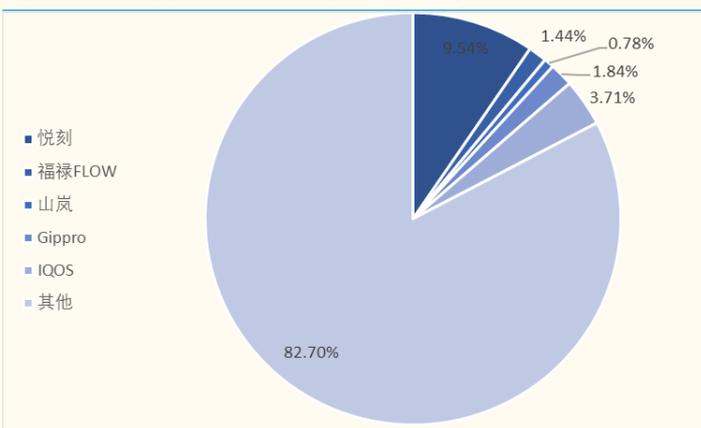
图表 14：4 大国产品牌烟弹烟油销量前三口味

品牌	品名	单价
悦刻	RELX 悦刻正品电子烟烟油水果味一次性电子烟烟弹需搭配 RELX0 烟杆	99
	RELX 悦刻 电子烟烟弹 烟油换弹 雾化弹 雾化器（每盒包含 3 颗）【绿豆冰棒口味】	33
福祿	RELX 悦刻电子烟烟弹男女 relax 悦刻客克 rexl 锐刻正品水果味一次性	48
	福祿 flow 电子烟烟弹 烟油雾化器 清凉薄荷口味	35
	FLOW 烟弹福祿一次性电子烟水果味蒸汽烟充电式戒烟神器	35
	福祿 flow 电子烟充电式 2019 男女蒸汽小烟戒烟新款水果味烟烟弹 2018	35
山岚	laan lite 小山岚电子烟一次性烟弹小烟 2018 新款雾化器正品水果味	99
	山岚 Laan Mix 一次性电子烟 电子烟套装小烟便携式迷你蒸汽烟戒烟神器 超感薄荷【40mg】	25
	山岚 Laan Mix 一次性电子烟 电子烟套装小烟便携式迷你蒸汽烟戒烟神器 白桃乌龙【40mg】	28
Gippro	gippro 电子烟烟油 2019 新款戒烟大烟雾水果味男女款一次性烟弹正品	69
	gippro 正品日本电子烟烟油戒烟雾化器女士一次性烟弹水果味烟液男	54
	日本进口龙舞 gippro 电子烟 戒烟神器电子烟套装一次性爆珠电子烟雾化器可换烟弹电子烟戒烟香烟提神 香橙味	99

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

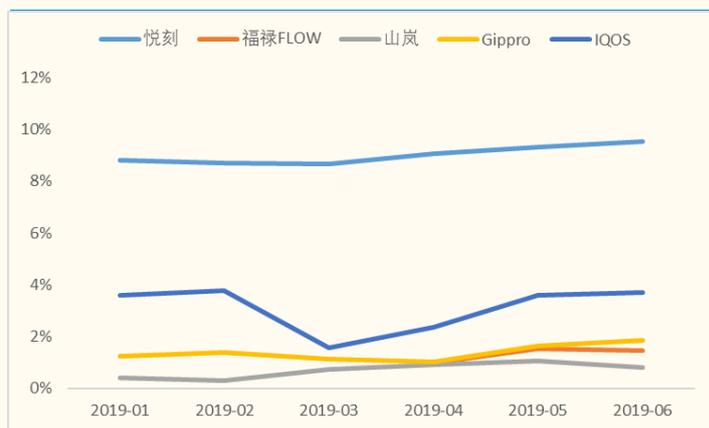
- **悦刻第一大电子烟品牌地位稳固。**6 月，悦刻烟具线上销售市占率 9.54%，大幅领先我们所跟踪的其他品牌。与今年年初相比，6 月悦刻烟具线上市占率提升 0.72pct.，第一大品牌的行业地位进一步稳固。另一方面，悦刻的新一代烟具产品“悦刻阿尔法”已经上线，销量方面的高速增长值得期待。
- **IQOS 市占率略有提升。**6 月 IQOS 烟具线上市占率 3.71%，较年初提升 0.11pct.。加热不燃烧烟草烟弹目前在国内为专卖管制品尚未被允许销售。而耗材的易购性在一定程度上，也将对烟具产品销售增长起到提振作用。因此，烟草烟弹相对较高的购买难度，对 IQOS 在国内市占率的提升形成拖累。

图表 15：6 月线上烟具销售市占率情况



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 16：悦刻在烟具市占率方面一枝独秀

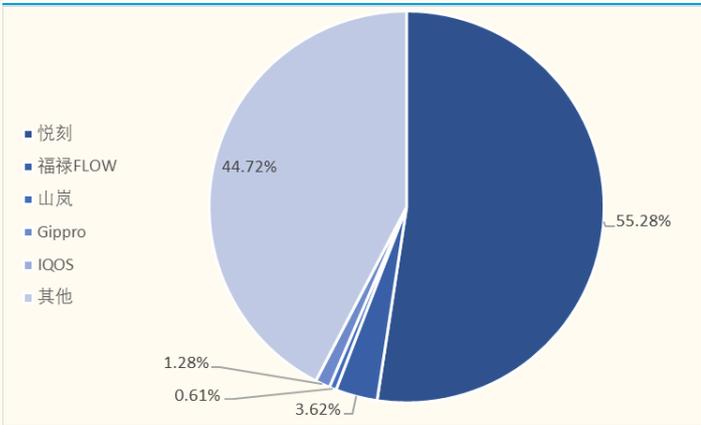


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- **悦刻烟油烟弹线上市占率达到 55.28%。**悦刻在烟油烟弹线上销售方面延续了烟具的强势表现，6 月线上市占率高达 55.28%，且与年初相比，市占率显著提升 12.44pct.。我们认为，悦刻在烟油烟弹销售方面的亮眼表现，主要得益于其在口味方面的持续推陈出新。卷烟消费者对卷烟品牌的忠诚度非常高，一旦接受了某一特定品牌的卷烟口味后，极有可能在未来几年甚至几十年成为该品牌的持续性消费者。但对电子雾化烟消费者而言，烟油烟弹的忠诚度不高，口味是最终购买的主要动力。因此，悦刻在常规薄荷、水果和烟草口味的基础上，创新性率先在行业内推出绿豆冰、西瓜冰等口味。在把握新客户猎奇心理的同时，增强了老客户的粘性。

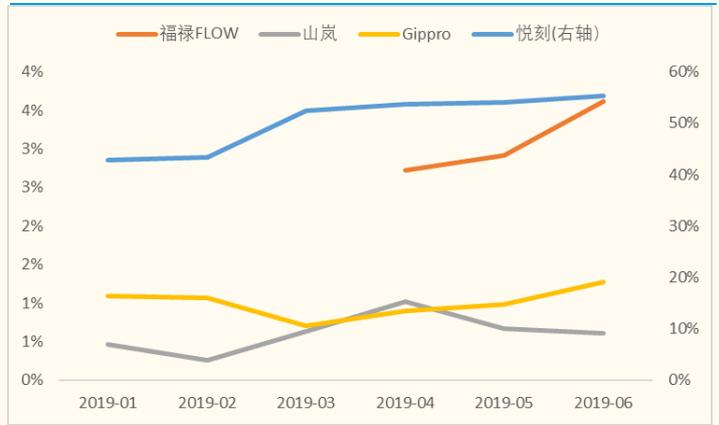
- **烟油烟弹具有使用壁垒。**我们认为，烟油烟弹集中度高于烟具的主要原因在于，烟油烟弹具备较高的使用壁垒。烟具可分为一次性封闭型、烟油添加型和烟弹更换型，样式和种类繁多。而烟油烟弹在使用中则必须要与同一品牌的烟具进行匹配，目前尚未出现多品牌兼容的烟油烟弹。

图表 17: 悦刻占据烟油烟弹销售半壁江山



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

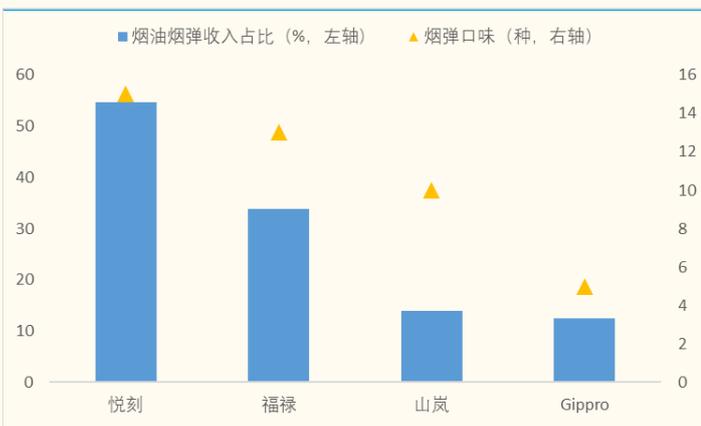
图表 18: 悦刻烟油烟弹市占率稳步提升



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 从各品牌销售结构来看，烟油烟弹的销售占比均保持提升趋势。其中，悦刻烟油烟弹销量在今年 2 月超越烟具，成为该品牌销售收入的主力贡献品种。我们认为，烟油烟弹对品牌销售收入的贡献度取决于口味的数量。悦刻拥有 15 种烟弹口味，其烟弹收入占比达到 54.67%，而 Gippro 仅有 5 种口味，烟弹占比为 12.53%。
- **烟油烟弹销售弹性大于烟具。**从 6 月 4 日大国产品牌烟具和烟油烟弹环比增长情况来看，烟油烟弹销量增长显著高于烟具。烟油烟弹作为消耗品其成长性本就优于烟具，且叠加各类创新型烟油口味的推出，未来市场规模将直追烟具。

图表 19: 6 月 4 日大国产品牌烟油烟弹销售占比 (%)



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 20: 悦刻烟油烟弹销售占比已经超过烟具



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- **小结：**1) 上半年，电子烟全网销售收入增速超过 90%，行业表现亮眼且强势；2) 各品牌烟具产品售价略有下降，但整体维持相对平稳。烟油烟弹在多种口味推出，以及高单价爆款产品占比提高的情况之下呈现涨价态势；3) 消费者偏爱薄荷口味烟油烟弹，旨在强化抽吸过程中的击喉感；4) 品类繁多导致烟具集中度不高，但烟油烟弹凭借独有使用壁垒，现已形成极高集中度；5) 无论是从线上销售数据、市占率以及增长情况来看，悦刻确认为国内第一大电子烟品牌；6) 烟油烟弹销售具备高成长性，未来市场规模将直追烟具；7) 劲嘉股份电子烟新品 Fugoo，已于 6 月在京东开售。JuuL 作为海外知名电子烟品牌，此前并未大力推进中国市场。而 7 月 19 日 36 氪报道显示，JuuL 已与京东达成战略合作正式进入中国，最晚今年 10 月相关产品将在京东开售。JuuL 计划在 15 个月内，投入 1 亿美元用于

品牌和营销体系建设。两大品牌上市后的销售表现值得期待，我们也将进行持续跟踪。

## 中国电子烟行业政策会如何演进？我们的预期是什么？

### 烟草总局对新型烟草和电子烟的态度有变化

- 从“只字不提”到“大力发展”。电子烟其实并不是一个全新的行业，在 2013-2014 年间，同样也是有着极高关注的板块。我们认为，烟草总局对于电子烟以及相关的新型烟草制品态度的转变，是现在看好该行业未来发展前景的基础因素。2014 年全国烟草工作会议上首次提及电子烟和新型烟草制品，但当时烟草总局的态度也仅限于“关注”。2015 年虽然烟草总局开始重视加热不燃烧和电子烟相关产品的研发，但此后两年相关政策和产品制造并未出现明显突破与变化。到 2017 年下半年，四川中烟和云南中烟先后推出加热不燃烧烟具和烟弹并开始出口，成为国家烟草总局对新型烟草相关产品态度转变的重大信号。到 2018 年，烟草总局对于加热不燃烧和电子烟的态度已经从“关注”升级到了“大力发展”。

图表 21：近年全国烟草工作会议与电子烟和新型烟草相关的内容



来源：中国烟草，国金证券研究所

### 电子烟相关政策将会如何推演？

- 《电子烟》行业标准可能年内出台。《电子烟》国家标准制定计划于 2017 年 10 月 11 日下达。由上海新型烟草研究院、云南烟草科学研究所和国家烟草质量监督检验中心等，7 家国内烟草行业机构联合起草。在历经网上公示、起草、征求意见等三个阶段后，该标准目前已经完成第四阶段审查流程，正处在批准阶段离最终发布仅一步之遥。《电子烟》在国家标准局立项时间为两年，因此从审批流程与项目周期来看，年内《电子烟》行业标准正式发布实施是大概率事件。
- 行业标准的出台将助力国内电子雾化烟行业告别“野蛮生长”状态。目前来看，国内各类型大大小小的电子雾化烟产品、品牌众多，行业格局分散且产品质量良莠不齐。诸如储油仓玻纤不达标、烟油尼古丁超标等问题也是屡见不鲜。尤其是今年 315 晚会点名电子雾化烟的质量问题以及危害性，让行业一时处于风口浪尖。而我们预计《电子烟》行业标准发布实施后，将让行业发展有据可循，加速不达标中小电子雾化烟企业的出清和淘汰。另一方面，行标将对电子雾化烟烟油中的烟碱、丙二醇、萃取溶剂等物质的限值作出明确规定，在一定程度上将有望降低电子雾化烟有害物质的释放。
- 行标若顺利出台固然助力行业成长，但后续配套监管政策才是决定发展空间的关键。尼古丁作为烟草中含有的成瘾性成分，使得我国形成了烟草专

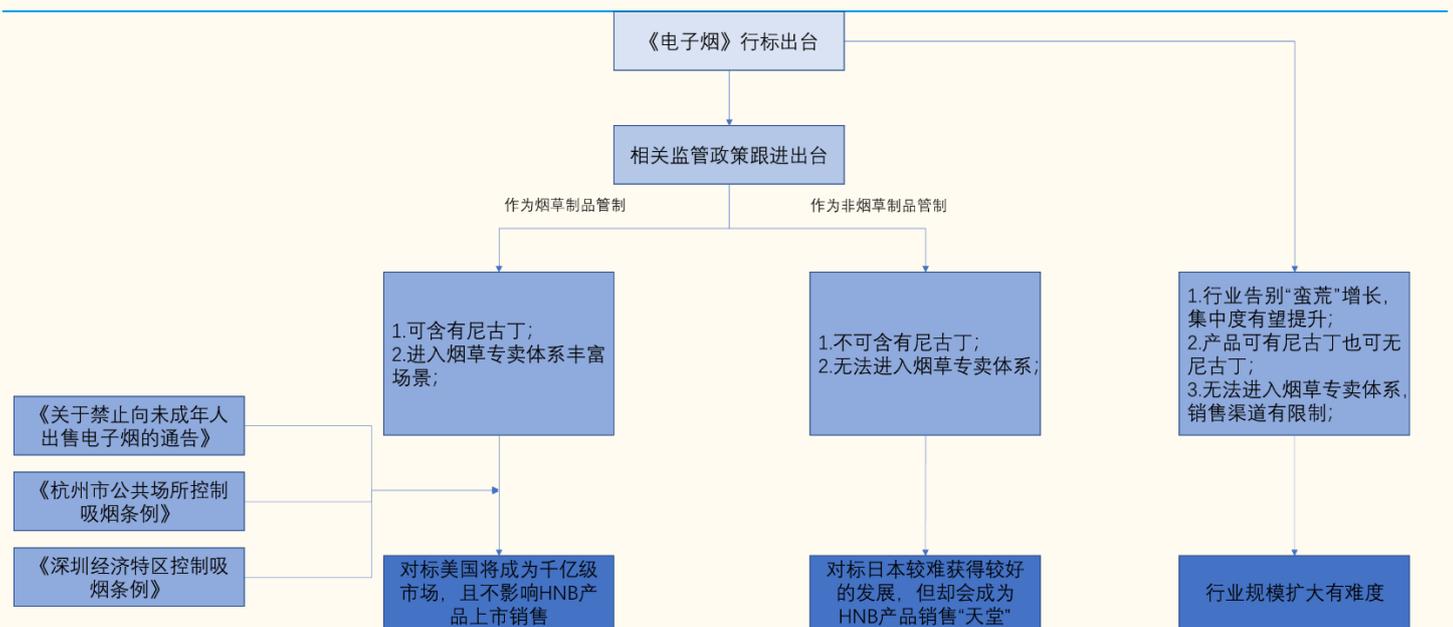
卖体制。在此我们不妨做一个情景假设，即作为烟草制品和不作为烟草制品两种管制情景。

**作为烟草制品管制：**1) 电子烟烟油烟弹按照行业标准可以含有尼古丁成分；2) 电子烟纳入烟草局管理体系，可以允许进入烟草专卖流通体系，行业完整实现线上线下全渠道流通；3) 纳入烟草专卖体制后，国家对电子烟按照现有标准征收烟草税；4) 美国电子烟市场将成为未来国内电子烟行业的参照模板，行业未来可能成为千亿级市场（2018 年全美电子烟销售超过 100 美元）。同时将在国内形成电子烟+HNB 双产品共存的局面。

**作为非烟草制品管制：**1) 电子烟烟油烟弹不允许含有尼古丁成分；2) 无法进入烟草专卖体系，产品集中于线上、品牌 shopping mall 专柜、夜店酒吧等销售场景；3) 电子烟产品不需承担烟草税，大概率按照消费电子产品进行征税；4) 日本市场将成为未来国内电子烟行业的参照模板。日本电子烟不允许含有尼古丁成分，因此电子烟在日本并未获得良好发展，且使得日本成为 HNB 产品的“天堂”。

- **地区控烟条令将电子烟纳入禁烟范围。**去年 8 月 30 日，国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，此通告对电子烟的销售管理标准与卷烟一致。今年 1 月 1 日，最新修订的《杭州市公共场所控制吸烟条例》正式实施，电子烟和普通卷烟一样被列入禁烟范围。今年 6 月 26 日，《深圳经济特区控制吸烟条例》，正式将电子烟纳入控烟管理。综合以上政策我们认为，**电子烟产品未来有可能会被作为烟草制品管制。**虽然作为烟草制品管制会对电子烟带来一定限制，但是销售场景的丰富以及产品质量的提升，将有助于产品在烟民中的逐步渗透。

图表 22：电子烟行业相关政策演进情景分析

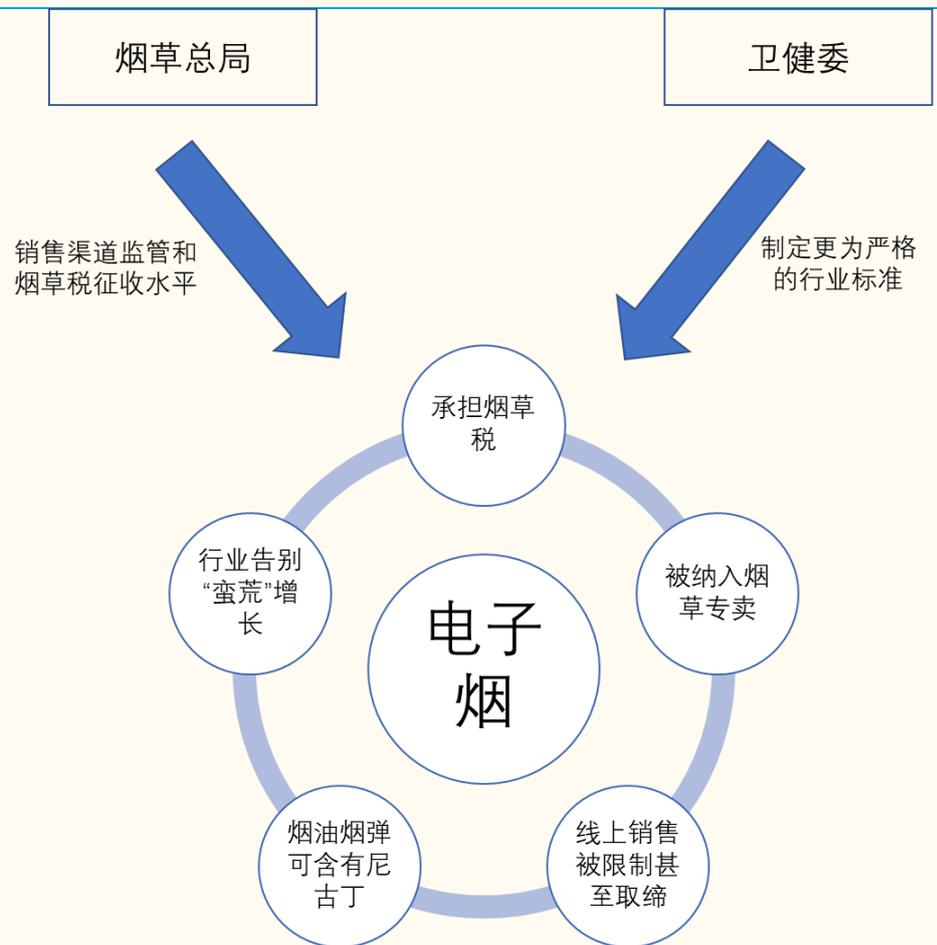


来源：国金证券研究所制作

- **卫健委有意参与电子烟监管，国务院有加征烟草税的可能。**国家卫健委规划司司长毛群安在 7 月 22 日举行的新闻发布会上表示，电子烟的危害问题应该引起高度重视。讲话内容主要透露三大信息：**1) 电子烟存在健康风险：**电子烟产生的气溶胶含有许多有毒有害物质，电子烟中的各种添加剂成份也存在着健康风险；**2) 电子烟导致吸烟年轻化：**使用电子烟容易诱导青少年尝试卷烟，且电子烟销售以线上为主具备易购性；**3) 卫健委计划立法监管：**卫健委正在会同有关部门开展电子烟监管的研究，计划通过立法的方式对电子烟进行监管。另一方面，此前国务院关于实施“健康中国行动”的意见，提出采取税收、价格调节等综合手段控烟。综合来看，前文中电子烟相关政策的推演将有新变化。

- 首先,《电子烟》行标是否准时出台将不再十分重要。我们认为,卫健委极有可能独立出台关于电子烟产品的制造与监管标准,且预期相关标准要求将大幅高于《电子烟》行标。
- 其次,卫健委介入监管之后,电子烟被纳入烟草体系的概率再提升。我们认为,卫健委对于电子烟产品的监管更多将集中在产品本身的质量、添加剂相关标准和使用场景等方面。而烟草监管体系则可以真正决定未来电子烟产品的销售渠道、销售价格等。若电子烟被纳入烟草专卖体系,其线上销售渠道将直接被限制甚至取缔,降低该产品对青少年的易购性。第二,电子烟纳入烟草专卖体系势必将承担与传统卷烟一致的烟草税。而国务院计划采取加征烟草税实现控烟目的,将直接导致进入专卖体系后的电子烟价格上涨,从而减少青少年消费。因此,卫健委与烟草总局合作整治、管理和监督,可能更适合现阶段发展相对混乱的国内电子烟市场。

图表 23: 我们认为可能最适合电子烟的监管场景



来源: 国金证券研究所制作

除了政策之外,产品的升级变化也是现阶段推动行业爆发的重要推手

- 发展至今电子烟已历经三代产品更迭。第一代电子烟产品主要是指一次性封闭型产品,从产品样式设计上与普通卷烟比较接近。但由于雾化器性能相对较差,因此其产品受众并不广泛。第二代电子烟雾化器有了很大的提升,并且可以进行烟油添加或者烟油烟弹更换。不过由于尺寸较大不方便携带以及大烟雾等特性,该产品更受专业玩家的青睐。第三代电子烟升级为扁烟,我们认为具有划时代意义的产品。扁烟不论是雾化器还是产品样式均获得大幅提升,且与卷烟在口感上也更为接近,并有效解决了二代电子烟不便携带的痛点。尤其 Juul 这一类产品出现之后,使得电子烟的产品受众开始逐步向职场白领人群渗透,让电子烟行业具备了更大的发展空间。

图表 24：电子烟产品升级过程（从左至右为第一代至第三代）



来源：淘宝，国金证券研究所

- **小结：**烟草总局对于电子烟和新型烟草的态度有转变，开始逐步重视并计划大力发展。《电子烟》行标年内预计出台，但我们认为比行标更重要的是后续跟进的监管政策。从地区性控烟政策来看，已将电子烟纳入控烟监管范畴，因此未来电子烟存在整体被纳入烟草专卖体系的可能。近期，卫健委计划出台法律监管电子烟行业，且国务院有意向提高烟草税以实现控烟目的。我们认为，卫健委可通过制定更为严格的监管标准提升电子烟品质，而烟草局则可以将电子烟纳入专卖体系以限制线上销售，并借助加征烟草税减少青少年购买。因此，卫健委与烟草总局共同监管治理的模式，可能更为适合现阶段的电子烟行业。

### 电子烟/新型烟草对相关企业的意义是什么？

#### 电子烟之于劲嘉股份

- 公司作为国内烟标行业龙头企业，目前已经成为 19 家中烟工业公司的合格供应商。我们认为，客户资源是公司拓展电子烟和加热不燃烧制品的主要优势。目前来看，公司对于新型烟草业务处在双线布局的状态，电子烟和加热不燃烧均有涉及。其中，与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司在新型烟草领域展开合作；公司全资子公司劲嘉科技与米物科技、因味科技，开展在电子烟和加热不燃烧烟具产品设计、专利研发和生产等方面的合作。
- 6 月 18 日，公司电子烟产品“FOOGO(福狗)”正式在京东上线，售价为 99 元。公司加热不燃烧烟具相关专利，目前正在国家专利局进行申请，距离最终通过也仅“一步之遥”。公司预计在今年 8 月推出加热不燃烧产品 Q 系列产品。我们认为，公司加热不燃烧烟具产品推出将催化估值提升，同时也将进一步夯实三元增长模型（加热不燃烧烟弹烟标+电子烟/加热不燃烧烟具+烟具包装）。
- 7 月 24 日公司公告业绩快报，今年上半年实现营收 18.65 亿元，同比增长 15.9%，归母净利润 4.66 亿元，同比增长 22.86%。其中，Q2 收入增长 7.53%，归母净利润增长 24.2%。分业务看，公司烟标业务收入 13.4 亿元，同比增长 6.55%，彩盒包装收入 3.36 亿元，同比大幅增长 80.64%。

#### 电子烟之于麦克韦尔

- 麦克韦尔为国内第一大电子烟代工厂，近年公司收入端持续实现翻倍以上增长。公司在电子烟雾化芯方面强大的研发生产技术，成为其开拓客户维持领先竞争力的核心优势。2018 年年底公司发布 Feelm 第三代雾化芯。与前两代产品相比，该雾化芯在口感还原度、出烟量和解决漏油等问题上都有明显改善。
- Juul 目前已经于京东达成合作，年内将全面进军中国市场。Juul 主要采用第一代棉芯雾化器，存在漏油和口感还原度欠缺等问题。而 Feelm 第三

代雾化芯能好的解决以上问题。另一方面，公司客户中目前采用 **Feelm** 第三代雾化芯技术的为国内第一大电子烟品牌悦刻，其在今年上半年销售方面的强势表现有目共睹。因此，我们认为，**Juul** 在全面进军国内市场的情况下存在与麦克韦尔合作的可能。

- 目前麦克韦尔正筹备上市，蓝洞新消费数据显示目前估值为 200 亿元。但对于公司上市后的估值，我们认为可以用申洲国际 (2313.HK) 作为参照。1) 申洲国际与公司同为大型代工企业；2) 申洲国际的核心竞争优势为面料研发，与公司在雾化芯方面的竞争优势类似。目前申洲国际 PE 30 倍左右，国金新能源电池预期麦克韦尔今年净利润为 15 亿元，预计顺利上市后相对合理的市值水平约为 450 亿元。
- A 股市场中，亿纬锂能持有麦克韦尔 37.55% 的股权。我们认为，亿纬锂能有望携手麦克韦尔共享电子烟高增市场。同时，在麦克韦尔顺利上市后，仍能间接享有部分估值溢价，建议积极关注。

### 新型烟草之于中烟香港

- 中烟香港作为中烟总公司下属孙公司，主要负责烟叶进出口、卷烟免税出口以及新型烟草制品出口业务。公司烟叶进口和出口两大业务，在全球烟草消费下滑的大背景下难有明显增长，且两项业务利润薄也较难催化利润端实现增长。公司卷烟出口业务手握中国境内关外免税店渠道，同时也进入泰国、新加坡、香港和澳门的免税渠道。我们认为，公司卷烟免税出口业务在出境游红利拉动下能够实现增长。
- 上市后公司作为中烟体系内，新型烟草制品出口的唯一平台，再次获得垄断竞争优势。从收入情况看，去年前三季度收入为 185 万港元，到去年全年实现收入已有 1,689 万港元。我们认为，新型烟草制品出口对公司来说属于纯增量业务。目前来看除四川中烟、云南中烟和湖北中烟等先行落地加热不燃烧产品的工业公司外，广东中烟、湖南中烟、山东中烟和黑龙江中烟也已经在年内推出相关产品。中烟工业公司加热不燃烧相关产品储备的日益丰富，搭载垄断性出口平台，公司新型烟草制品出口业务具备充足增长弹性。
- 公司新型烟草制品出口业务对于行业而言，具有示范性带头和排头兵作用。我们认为，公司新型烟草唯一出口平台的搭建，明确了中烟总公司发展新型烟草的方向。其次，公司新型烟草业务出口规模的扩大和稳步增长，将催化国内相关政策向明朗化转变。对于公司上市后的表现，我们想说的是：1) 公司作为中烟体系内第一家上市企业具有稀缺性；2) 公司业绩增长驱动虽然不强，但是也不需要过度担忧经营规模上出现大幅缩水，整体上具有一定防御属性；3) 新型烟草作为全球烟草巨头企业都在大力推进的业务，而公司又是垄断型出口平台具备一定估值溢价。

### 新型烟草之于集友股份

- 公司原有主业为烟用接装纸，与云南中烟、安徽中烟、四川中烟等中烟工业公司有稳定合作关系，覆盖品牌包括云烟、红河、大重九、兰州系列等。2018 年 2 月，公司公告以 1.3 亿元收购烟标企业大风科技 100% 股权。去年烟标业务贡献收入 1.57 亿元，占主营收入的 34.29%。2018 年 8 月，公司拟非公开发行 3,808 万股募集 9.8 亿元，其中 4.4 亿元用于烟标产能扩张和产线技术升级。目前公司非公开发行已获得证监会核准批文。
- 2017 年 11 月，公司与安徽中烟公司签订合作协议，双方将成立联合工程中心，推动新型烟草制品及卷烟配套材料等相关产业发展。公司借势安徽中烟切入新型烟草领域，有望依托安徽中烟在新型烟草研发技术和烟草销售资质等方面的优势，成为国内新型烟草领域原材料供应的宪法供应商。2018 年 11 月，公司与昆明旭光科技有限公司合资设立安徽集友广誉科技有限公司，合资公司将以新型烟草制品制造设备开发、系统集成、技术咨询等为核心业务。

- 今年 7 月，公司控股子公司集友广誉，先后与江苏中烟子公司南通烟滤嘴有限责任公司和重庆中烟工业有限责任公司技术中心签署了《关于新型烟草均质化薄片研发合作备忘录》。我们认为，公司在烟草薄片方面的研发已获突破和成果，并逐步被中烟工业公司认可。公司有望在各中烟工业公司加速推进新型烟草制品研发的背景下，获得更多下游客户逐步扩大原材料供应规模。公司也极有可能成为在 A 股上市公司中，第一家在新型烟草业务（不包括电子烟）方面有业绩兑现的企业，现阶段具备较强的稀缺性。

## 风险提示

### 电子烟行业销量大幅下滑的风险

- 目前电子烟行业处在快速成长阶段，各品牌受益行业红利实现高速增长。但若行业层面出现销量的大幅下滑，势必导致相关品牌增长受到压制，进而对拥有电子烟业务企业形成业绩拖累。

### 国家政策禁售电子烟的风险

- 目前电子烟产品有害性尚存争议，出于国民健康和公众利益的考虑，国家层面政策并不是没有禁售电子烟产品的可能。若出现禁售情况，则意味着行业整体被取缔，而将电子烟作为主业或者增量业务的相关企业有极大负面影响。

### 监管体系不及预期的风险

- 我们预期未来电子烟行业将有卫健委和烟草局共管，且共管的核心本质为电子烟被纳入烟草专卖体系。若未来电子烟产品未被纳入烟草专卖体系，即便出台相关行业标准，但仍缺少最核心的线下零售渠道，预期将导致行业持续高成长性受损。

### 外资品牌冲击中国市场的风险

- Juul 宣布进军中国市场，作为全球知名的扁烟品牌具备突出竞争优势。若和 Juul 类似的国际电子烟品牌相继进入中国市场，势必将对国产品牌销售形成冲击，压制相关企业高速增长预期。

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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