

“新烟时代”系列报告之一

新消费赛道起步，电子烟的黄金时代

分析师：赵中平

分析师：汪达



SAC 执证号: S0260516070005



SAC 执证号: S0260517120005



0755-23953620



010-59136610



zhaozhongping@gf.com.cn



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 全球控烟背景下，新型烟草顺应潮流、健康趋势而生

蒸汽式电子烟雾化烟油达到吸烟的效果，全球电子烟市场规模已突破百亿美元；HNB 是运用加热而非燃烧技术，减害同时还原口感。健康和潮流带动消费需求，驱动电子烟全产业链快速发展。

● 全球电子烟处于快速增长通道，中国电子烟市场蓄势待发颇具潜力

据 2018 年世界烟草发展报告显示，全球新型烟草市场规模增长至 247.2 亿美元。国内市场目前蒸汽式电子烟不足 1%，HNB 尚未放开市场。本文在不同市场渗透率假设下，对国内蒸汽式电子烟和 HNB 烟弹烟具进行市场空间测算。蒸汽式电子烟：以国内烟民数量为基数，若国内渗透率达到 2%、5%和 10%，烟弹年市场规模有望达到约 256 亿元、641 亿元和 1281 亿元，烟具年市场规模测算有望达到约 17 亿元、42 亿元和 84 亿元。HNB：以国内烟民数量为基数，若国内渗透率达到 2%、5%和 10%时，烟弹年市场规模有望达到约 319 亿元、798 亿元和 1597 亿元，烟具年市场规模有望达到约 32 亿元、79 亿元和 158 亿元。

● 海外市场基本验证消费需求，各国监管态度有所差异

全球四大烟草巨头纷纷布局新型烟草：菲莫国际推出了 IQOS 系列产品，风靡全球；日本烟草研发了 Ploom Tech；英美烟草和帝国烟草积极开发电子烟、HNB 和口嚼烟的多产品组合。此外，尼古丁盐的应用也推动了蒸汽式电子烟的市场发展，以 JUUL 为代表的小烟，在欧美国家深受喜爱。海外国家监管政策方面，各国政府差异较大。例如，美国视电子烟为烟草制品，对 HNB 进行严格监管；而日本禁止销售电子烟，准许并监管 HNB 销售。

● 国内蒸汽式电子烟步入渠道扩张期，HNB 启动出口市场试点、后续可期

国内头部蒸汽式品牌积极扩张渠道，一级市场资本大量布局，消费者品类认知教育有望快速提升。《电子烟》强制性国家标准有望在年内发布，填补监管空白，行业有望进入有序迅速发展阶段。

国内 HNB 由中烟公司为参与主体，目前已借助中烟香港平台试点海外市场，参与到国际竞争和合作中去。我们预计，在 HNB 试销海外之后，国内的试点工作也有望在未来逐步推进。

● 风险提示

国际形势影响国际贸易的风险；新型烟草减害未达预期的风险；渗透率假设偏离真实情况的风险；专利侵犯的风险；国内新型烟草政策监管制度缺失的风险；中烟公司研发未能实现技术突破的风险；中烟公司国际市场竞争力不及预期的风险。

相关研究：

轻工制造行业:剖析多起电子烟事件，更看好 HNB 方向

2019-05-13

轻工制造行业:FDA 批准 IQOS 在美销售，催化电子烟全球产业链

2019-05-06

轻工制造行业:烟草专题:全球视野观察，下行周期具韧性，成长节奏看创新

2019-02-18

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：徐成 0755-29953620 xucheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 | 最近 | 评级 | 合理价 | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|-----------|------|-----|-------|-----------|-----|------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | 收盘价 | 报告日期 | | 值 (元/股) | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 002191.SZ | 劲嘉股份 | RMB | 11.72 | 2019/4/25 | 买入 | 15.00 | 0.60 | 0.74 | 19.5 | 15.8 | 15.32 | 11.78 | 12.2 | 13.0 |
| 06055.HK | 中烟香港 | HKD | 23.10 | 2019/7/16 | 未评级 | - | 0.40 | 0.44 | 57.8 | 52.5 | 44.82 | 41.93 | 16.9 | 16.6 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

| | |
|-----------------------------------|----|
| 一、本文逻辑和投资要点 | 5 |
| 二、新型烟草：应需而生，东风渐起 | 6 |
| 2.1 什么是新型烟草？ | 6 |
| 2.2 驱动因素：全球控烟趋严，健康+潮流要素共驱 | 10 |
| 2.3 产业链：新品类带来新机遇，电子烟产业链创造新价值 | 11 |
| 2.4 市场规模：全球电子烟规模已达百亿美元，国内市场潜力巨大 | 12 |
| 三、借鉴海外：消费需求基本验证，监管态度各有差异 | 15 |
| 3.1 HNB：四大跨国烟草公司纷纷布局，无烟化、健康化是大势所趋 | 15 |
| 3.2 蒸汽式电子烟：产品深得欧美受众喜爱，也得到烟草系资本认可 | 18 |
| 3.3 海外监管：各国监管差异的根源在于产品属性判断的分歧 | 19 |
| 四、国内市场展望：并蒂开花，看好蒸汽式电子烟和 HNB | 22 |
| 4.1 社会资本扎堆蒸汽式，中烟公司布局 HNB | 22 |
| 4.2 国内监管：监管日趋完善，从“三无状态”到“国家标准” | 23 |
| 4.3 蒸汽式电子、HNB 各具优势，看好两大品类未来长期发展 | 25 |
| 风险提示 | 27 |

图表索引

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 新型烟草制品分类..... | 6 |
| 图 2: 新型烟草制品特征与缺点..... | 6 |
| 图 3: 蒸汽电子烟结构示意图..... | 7 |
| 图 4: 电子烟烟油主要成分及作用..... | 8 |
| 图 5: 加热不燃烧烟草制品的主要构成..... | 9 |
| 图 6: 加热不燃烧烟草制品发展历程..... | 10 |
| 图 7: IQOS 产品显著减少有害物质释放..... | 11 |
| 图 8: 新型烟草制品时尚外观..... | 11 |
| 图 9: 新型烟草制品吸食效果图..... | 11 |
| 图 10: 电子烟产业链..... | 12 |
| 图 11: 全球新型烟草市场规模(亿美元)及增长..... | 12 |
| 图 12: 全球电子烟市场规模(亿美元)及增长..... | 13 |
| 图 13: 全球 HNB 市场规模(亿美元)及增长..... | 13 |
| 图 14: 2018 年全球四大烟草公司市场份额..... | 15 |
| 图 15: 菲莫国际 IQOS 产品系列..... | 16 |
| 图 16: IQOS 全球使用人数..... | 16 |
| 图 17: HTU 全球销售量..... | 16 |
| 图 18: 英美烟草新型烟草产品布局..... | 17 |
| 图 19: 日本烟草加热不燃烧产品 Ploom Tech..... | 17 |
| 图 20: JUUL 蒸汽式电子烟外表小巧, 形似 U 盘..... | 18 |
| 图 21: 帝国烟草电子烟产品 Blu..... | 19 |
| 图 22: PMTA 审核规定时间点..... | 21 |
| 图 23: 日本成年烟民 IQOS 使用率..... | 21 |
| 图 24: 劲嘉股份电子烟领域布局..... | 26 |
| 图 25: 中烟香港新型烟草出口业务流程..... | 26 |
| 表 1: 蒸汽式电子烟发展历程重大事件..... | 8 |
| 表 2: 三类烟草制品对比表..... | 9 |
| 表 3: 我国蒸汽式电子烟和 HNB 市场规模测算..... | 14 |
| 表 4: 海外各国电子烟法律监管情况..... | 20 |
| 表 5: 我国电子烟企业融资情况..... | 22 |
| 表 6: 四大中烟加热不燃烧产品..... | 23 |
| 表 7: 3·15 晚会电子烟核心观点总结..... | 24 |
| 表 8: 我国监管政策概况..... | 24 |

一、本文逻辑和投资要点

新型烟草，区别于传统燃吸方式的卷烟，具备无需燃烧、提供尼古丁但基本无焦油等特点。本文针对其中两大主要品类（蒸汽式电子烟、加热不燃烧），进行了详细深入的分析：

蒸汽式电子烟是用电池供电，加热烟油使其雾化，达到吸烟的效果。由中国人韩力发明。目前全球电子烟市场规模已突破百亿美元；HNB是通过加热而非燃烧的方式产生烟草风味的气体，有效降低了烟草中的有害成分的摄入，同时高度还原传统香烟的口感。

全球控烟趋势加紧，传统卷烟市场销量逐年减少。而新型烟草能够有效减少危害，满足对健康的追求，同时，产品外观更加新颖，富有时尚感。健康和潮流驱动电子烟行业加速提升，带动产业链上的上游原材料、中游设计制造和下游销售企业盈利的增加。

全球电子烟行业快速增长，中国电子烟市场颇具潜力。据2018年世界烟草发展报告显示，全球新型烟草市场规模增长至247.2亿美元，CAGR达36%；而中国作为电子烟生产和香烟消耗第一大国，新型烟草市场尚未成型，我国电子烟渗透率仅为0.6%。因此我们对国内蒸汽式电子烟和HNB烟弹、烟具假设在不同渗透率下进行市场规模测算，例如当市场渗透率为10%，蒸汽式电子烟烟弹市场规模预测为1281亿元，烟具为84亿元；HNB电子烟烟弹市场规模是1596亿元，烟具为157亿元。中国电子烟市场有很大发展空间。

国内电子烟仍处于起步阶段，行业发展路径、监管政策等还有待观望和厘清。我们借鉴海外市场电子烟发展情况、国家监管政策，得出以下结论：

为了应对控烟减害的全球趋势，全球四大烟草巨头纷纷重新调整战略布局，应对新挑战：菲莫国际推出了IQOS系列产品，经FDA批准在美国市场销售；日本烟草研发了Ploom Tech；英美烟草和帝国烟草积极开展电子烟、HNB和口嚼烟的多产品组合。而有机尼古丁盐技术的成熟，使得蒸汽式电子烟的口感得到极大改善，解瘾程度提高。以JUUL为代表的小烟，便捷且具备潮流属性，深受青年消费群体的喜爱。

就监管政策而言，各国政府对电子烟市场的监管不同，其主要原因在于对于产品属性划分判断存在分歧。例如，美国视电子烟为烟草制品，对HNB进行严格监管。而日本禁止销售尼古丁电子烟，准许并监管HNB销售。

目前，国内HNB由中烟公司独家经营，蒸汽式电子烟发展正旺，吸引大量社会资本注资投入，我们认为随着监管制度出台和完善，HNB和蒸汽式电子烟都会得到更好的发展。

蒸汽式发展路径的预判：未来头部蒸汽式品牌快速扩张渠道的可能性很大，可能会扩大对消费者品类认知教育。《电子烟》强制性国家标准有望在年内发布，填补监管空白，行业有望进入有序迅速发展阶段。

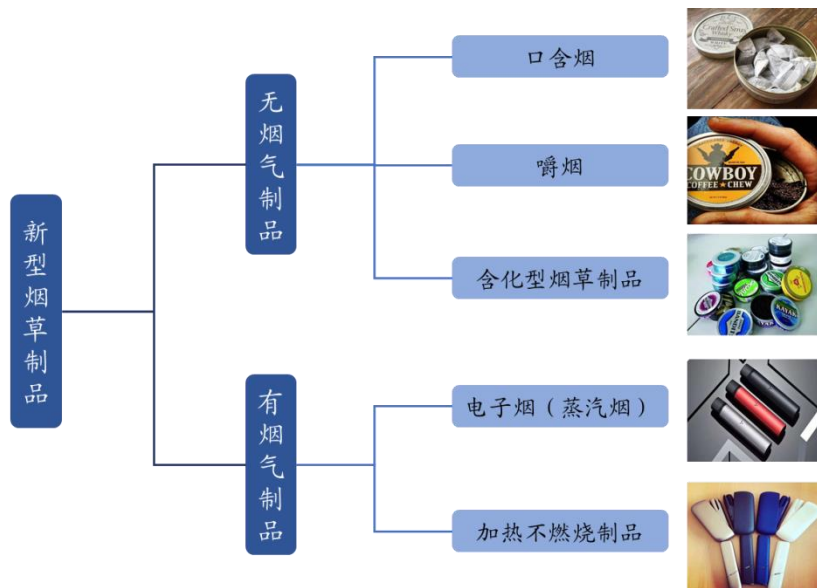
HNB发展路径的预判：中烟公司通过中烟香港赴港上市，为进一步向东南亚市场销售筹集资金，参与到国际烟草行业竞争和合作中去。可能会扩大东南亚市场的销售渠道，与其他国际卷烟公司进行战略合作，优化中国烟草的市场化程度。试销海外之后，在国内市场推行可能性加大。

二、新型烟草：应需而生，东风渐起

2.1 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。根据其使用形式可分为无烟气、有烟气两大类。其中无烟气产品主要包括口含烟、嚼烟、鼻烟以及含化型烟草制品；有烟气产品以电子烟（蒸汽烟）和加热不燃烧烟草制品（Heat-not-burn, HNB）为代表。目前，市场上的主流新型烟草是有烟气产品。

图1：新型烟草制品分类



资料来源：中国烟草、广发证券发展研究中心

新型烟草制品具有**无需燃烧、基本无焦油及提供尼古丁**等特征，因为其对身体伤害要低于传统烟草，因此也常常被称为减害产品（Reduced Risk Products, RRP）。当然新型烟草也具备一定的缺点：口味难以完全模拟传统卷烟、相关监管政策有待完善等，随着研发技术的提高与各国监管政策的制定与落实，新型烟草的全球市场规模将有待进一步提升。

图2：新型烟草制品特征与缺点

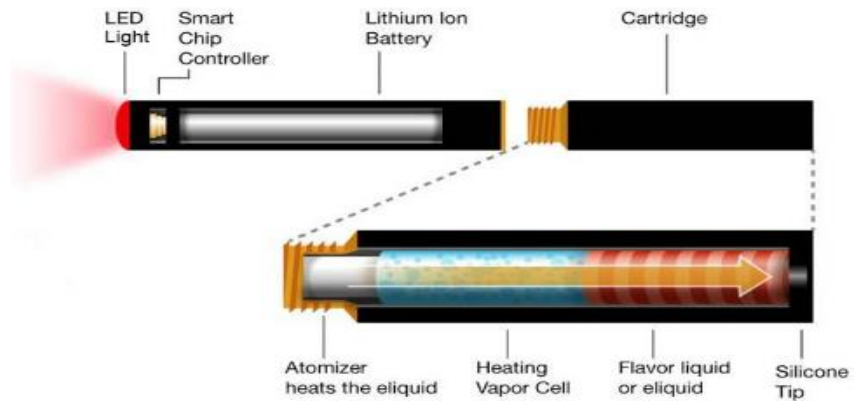


资料来源：中国烟草、广发证券发展研究中心

类别一：蒸汽式电子烟

蒸汽电子烟，是一种模仿香烟的电子产品，电流通过发热丝加热烟液发生汽化，产生蒸汽。电子烟主要由储液区（储蓄烟液部分）、雾化区（蒸发溶液部分）和控制区（电池及电路）组成。工作原理：通过电池供电驱动雾化器，将烟弹中的烟油加热，雾化成蒸汽，由使用者吸入，从而达到类似吸食传统烟草制品的效果。

图3：蒸汽电子烟结构示意图



资料来源：上海新型烟草制品研究院、广发证券发展研究中心

烟油成分为丙二醇(Propylene Glycol, PG)、丙三醇(Vegetable Glycerin, VG)、香料(天然提纯或人工提取)、尼古丁、添加剂。其中主要成分及作用为：

1) 丙二醇(Propylene Glycol, PG)：无色无臭、微甜、有轻微粘性，是常见的药物与食品添加剂之一，美国FDA将其定义为“普遍对人体安全”，少部分人食用后会出现喉咙不适、多痰、过敏等副作用。作为香精的载体，能增强烟油的口感，加热后产生少量雾气，并带有一定的击喉感，也有稀释VG，使烟油粘稠度降低，便于导油的作用。

2) 丙三醇(Vegetable Glycerin, VG)：无色、味甜、澄明、黏稠的液体，安全无毒，日常生活中广泛使用的原料。VG加热后产生大量雾气，主要是起调节浓度(稀释烟油味道)、增加口感的饱和度和柔顺度、以及增大烟雾的作用，一般而言，甘油含量越高，雾化产生的烟雾越浓厚。

3) 香料：决定烟油风味。不同口味、不同比例的香料搭配，决定了烟油的口味，风味独特的烟油，其香料配方极其复杂，电子烟的口味一般分为三种：烟草口味、水果口味、草本口味，部分特殊风味的香精如“薄荷”，也会产生一定的击喉感。

4) 尼古丁：主要作用是缓解烟瘾，产生击喉感，使电子烟口感更加贴近香烟，从而达到部分替代传统香烟的目的。烟油的尼古丁浓度可选，常见的浓度有0mg、6mg、12mg、18mg，数字越大每毫升烟油中尼古丁浓度越高。

图4：电子烟烟油主要成分及作用

| 丙二醇 (PG) | 丙三醇 (VG) | 香精 | 尼古丁 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> 药品食品常用添加剂，香精载体 少部分人产生喉咙不适、多痰、过敏等副作用 增强口感、击喉感，便于导油 | <ul style="list-style-type: none"> 常见添加剂、安全无毒 调节浓度、增强口感 增强延滞，含量越高烟雾越浓 | <ul style="list-style-type: none"> 决定烟油口味 口味可调制烟草、水果、草本等多种类别 部分特殊香精也能够产生击喉感 | <ul style="list-style-type: none"> 刺激大脑分泌多巴胺 产生击喉感，使电子烟口感贴近传统烟草 |

资料来源：《电子烟雾化液产品通用技术要求》、CNKI、广发证券发展研究中心

蒸汽电子烟发展历程：蒸汽式电子烟最早可追溯到上世纪六十年代。1963年，美国工程师赫伯特·吉尔伯特（Herbert A. Gilbert）申请并获得了一项“无烟气、非烟草卷烟”专利（专利号US3200819A），工作原理即通过加热尼古丁溶液，并产生带香味的蒸汽气体，是第一支电子烟的原型。1967年，曾有多家公司尝试生产这种电子烟，但在技术上、商业上始终未获得成功。直到2003年，中国人韩力申请并获得了“一种非可燃烧性电子雾化器香烟”的发明专利（专利号031111734），是利用电池供电，将烟草提取物通过低温雾化技术雾化成雾状的液滴供人抽吸的装置。2012年，美国最高法院判定食品药品监督管理局（FDA）禁止进口销售电子烟败诉，认定电子烟属于烟草类产品而非医药产品，促使电子烟在美国快速发展。2014年，美国电子烟市场容量达25亿美元。2017年，全球电子烟销量首次突破100亿美元大关。

表 1：蒸汽式电子烟发展历程重大事件

| 时间 | 重要事件 |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 1963 年 | 美国人赫伯特·吉尔伯特发明了一种“无烟气的非烟草香烟”。 |
| 1967 年 | 数家公司尝试生产该款电子烟，但均无功而返。 |
| 2003-2004 年 | 2003 年中国药剂师韩力发明了真正现代意义上的电子烟，2004 年该产品在国际上首次实现量化生产和销售，由如烟公司生产销售，并开始向海外出口。 |
| 2005-2008 年 | 央视曝光如烟公司戒烟效果作假，其销售大幅受挫，因国外公共场所禁烟力度更强，电子烟逐渐转为出口。 |
| 2009-2011 年 | 深圳成为电子烟产业的主力。 |
| 2012 年 | 美国最高院判定 FDA 禁止销售电子烟败诉，美国电子烟市场开启。 |
| 2014 年 | 美国市场容量增至 25 亿美元。 |
| 2017 年 | 全球销量超过 100 亿美元。 |

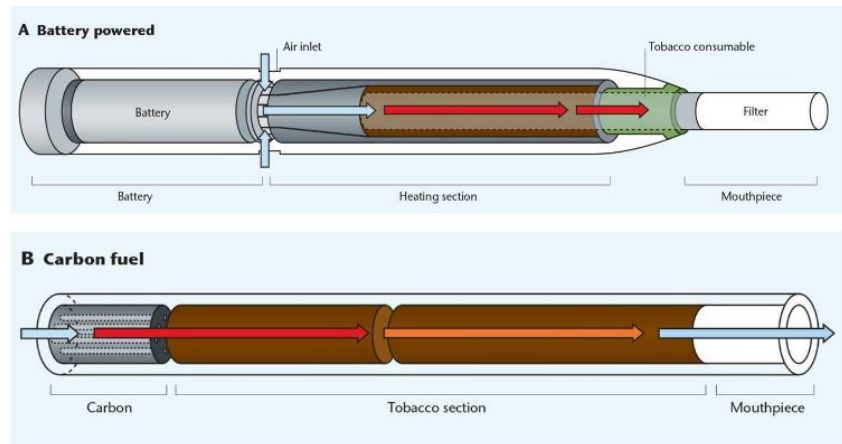
资料来源：国家烟草专卖局经济研究所《全球电子烟市场发展、主要争议及政府管制》、广发证券发展研究中心

类别二：加热不燃烧

加热不燃烧烟草制品（Heat Not Burn tobacco, HNB），也称为新型卷烟或者低温卷烟，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。加热不燃烧（HNB）一般包含三个部分：

烟弹（含有烟草）、烟具（加热棒）和充电器。工作原理：利用外部热源加热烟草而不是点燃烟草以产生烟草风味气体。

图5：加热不燃烧烟草制品的主要构成



资料来源：上海新型烟草制品研究院、广发证券发展研究中心

研究结果显示，烟叶中尼古丁和多数香味成分在300-600℃即可从烟草中释放出来，并转移到烟气中，传统卷烟过高的温度导致烟草香味成分热解转化为有害成分。区别于传统香烟，HNB只加热不燃烧烟草，可大幅降低卷烟温度，不仅能有效降低烟气中的有害成分，还能缓解多种香味造成的伤害。区别于蒸汽电子烟，加热不燃烧烟草使用的烟弹口味与使用感更接近传统烟草，HNB同时能减少有害物质的吸入，因此消费者更易接受和转换。

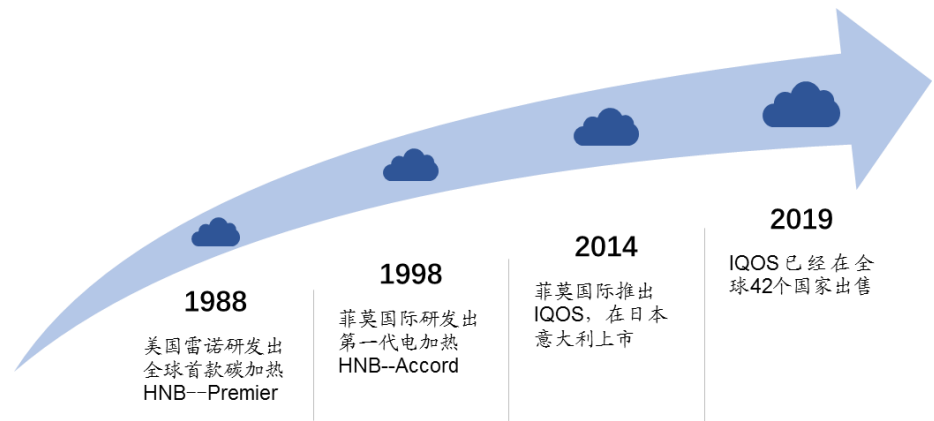
表2：三类烟草制品对比表

| 对比项目 | 主要成分 | 工作原理 | 口感 | 尼古丁 焦油含 | | | |
|--------|------------------|---------------|-------------|---------|----|---|-----|
| | | | | 烟雾/烟味 | 含量 | 量 | 致癌物 |
| 传统卷烟 | 烟草 | 明火燃烧烟草 | 最佳 | 重 | 高 | 高 | 高 |
| 蒸汽式电子烟 | 雾化器、 电池盒、烟油 | 将烟油加热雾 化 | 与真烟 有所差异 | 重 | 低 | 无 | 低 |
| 加热不燃烧 | 加热棒、充电盒、 专用烟弹 | 加热不燃烧特 制烟草 | 近似真烟 | 低 | 低 | 低 | 低 |

资料来源：2017年世界烟草发展报告、东方烟草网、蒸汽巴士等，广发证券发展研究中心

加热不燃烧烟草制品发展历程：1988年，全球首款加热不燃烧产品Premier由美国雷诺烟草公司（现已成为英美烟草子公司）研发，Premier的烟草中含多达50%的烟油，通过碳制加热棒析出尼古丁，但由于操作不便、口感欠佳等问题退出市场。1998年，菲莫烟草研发出第一代电加热型产品 EHCSS-E (Accord)，Accord 具有内含电池供电加热的装置，装置含铁铝合金加热片，使用时，将 Accord 无滤嘴烟草制品插入装置，通过抽吸来启动。2014年，菲莫国际推出代表产品IQOS，首先在日本名古屋和意大利米兰上市。2019年，IQOS已经在全球42个国家发售。

图6: 加热不燃烧烟草制品发展历程



资料来源: 中国烟草学报、菲莫国际官网、广发证券发展研究中心

2.2 驱动因素: 全球控烟趋严, 健康+潮流要素共驱

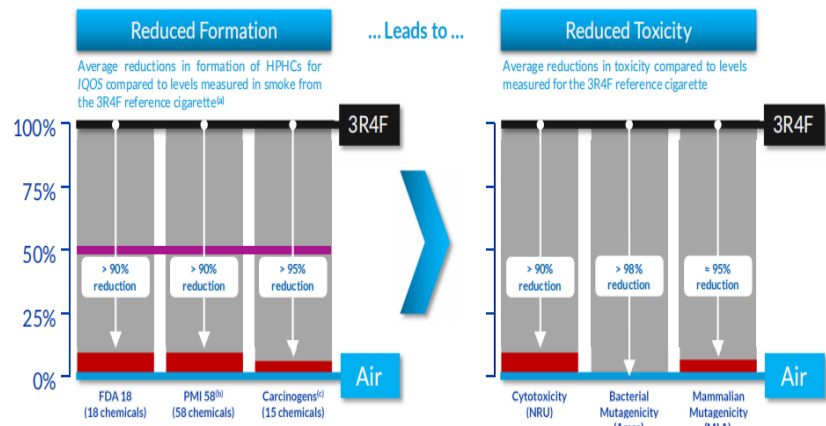
烟草危害是全球公认的严重卫生问题之一。根据《中国吸烟危害健康报告》，全球每年因吸烟及二手烟暴露死亡的人数达600万，吸烟是肺癌的首要危险因素，此外还可以导致多种恶性肿瘤以及各类呼吸系统疾病。烟草中的有害物质造成的危害可划分为四类：成瘾、致病、造成缺氧及刺激呼吸道。

烟草控制理念和行动在全球范围内推广和落实，传统卷烟市场举步维艰。世界卫生大会于2003年5月21日通过《世界卫生组织烟草控制框架条约》。根据《2018年世界控烟履约进展报告》统计，目前《公约》共含181个缔约方，覆盖了全球90%以上的人口，其中，对烟草征税的国家占比高达96%。与此同时，全球烟草控制行动持续推进。2019年世界无烟日以“烟草与肺部健康”为主题，倡导全世界优先考虑烟草控制，实现控烟目标；此外，各国从包装，风味以及税收等方面着手，对卷烟实施更严格的限制。至此，全球传统卷烟市场陷入僵局。依据《2018年世界烟草发展报告》，2018年全球卷烟销量约6100万箱（不含中国），同比下降约1.7%，近5年来，全球卷烟销量基本以1%-2%的速度逐年递减。

健康和潮流驱动新型烟草制品快速发展。2018年新型烟草制品销售额共计247亿美元，同比增长45.8%，其规模相当于排名第9位的卷烟市场。其中，销售额最大的品类是电子烟，2018年销售额约145.2亿美元，同比增长27%，增速持续放缓；以IQOS为代表的加热烟草制品销售额排在第二位，约102亿美元，同比增长约100%。据《2018年世界烟草发展报告》预计，2018年新型烟草制品的消费者超过4000万人，至2022年有望增长到6400万人，可能替代卷烟约460万箱。驱动新型烟草快速增长的因素为：

1) 新型烟草抓住减害机遇。以IQOS为例，传统卷烟需点燃吸食，燃烧时温度可达600℃，会释放大量致病毒素，而IQOS等加热烟草产品仅将特制烟草加热至350℃，能有效避免燃烧释放的有害物质，同时满足消费者吸烟需求。根据菲莫国际官网，PMI研发的减害产品比传统香烟释放的有害物质低于90%以上，其细胞毒性、致癌物质及诱变物质均不到传统香烟的十分之一。

图7: IQOS产品显著减少有害物质释放



资料来源: PMI Research & Development、广发证券发展研究中心

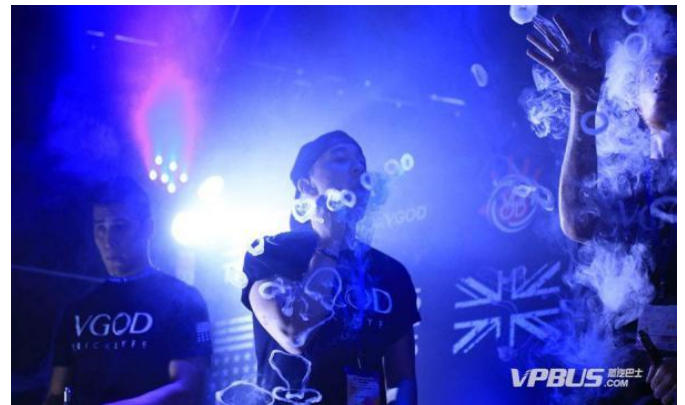
2) 新型烟草制品更具时尚感。电子烟、加热不燃烧制品拥有富于科技感的外观，尤其是烟油电子烟，其在成熟的欧美市场早已不再定位为替烟或戒烟产品，而是在年轻人中形成了一种玩味道、玩烟圈、玩花样的Vape文化，吸引了喜欢街头文化的年轻群体。加热不燃烧制品是传统香烟的更好替代品。

图8: 新型烟草制品时尚外观



资料来源: PMI 官网、广发证券发展研究中心

图9: 新型烟草制品吸食效果图



资料来源: 蒸汽巴士、广发证券发展研究中心

2.3 产业链: 新品类带来新机遇, 电子烟产业链创造新价值

电子烟产业链包含上游原材料企业、中游电子烟设计制造企业以及下游的销售企业。以蒸汽电子烟为例来具体说明:

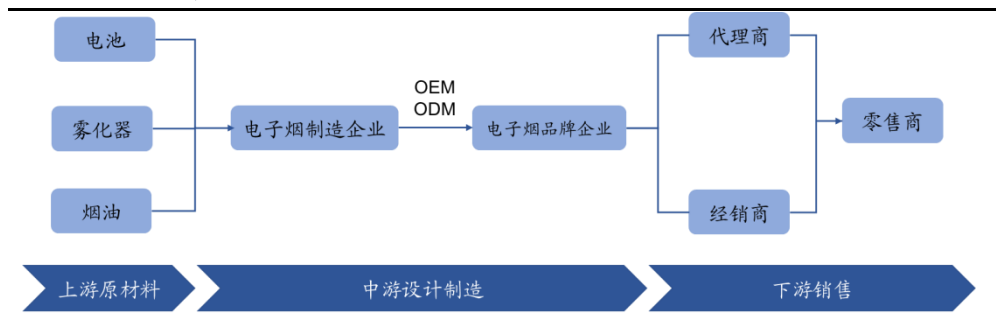
1) 上游原材料: 蒸汽电子烟的原材料包括电池、雾化器以及烟油。拆分来看, 电池由芯片、五金、控制电路等构成, 市场上传统品牌企业为Sony、LG、三星、松下等, 国内主流品牌有亚威特科技有限公司、深圳费思特科技等; 雾化器由五金、玻璃、塑料等原材料构成, 雾化器分为成品雾化器以及RBA雾化器两大类, 根据消费者不同的需求, 推出层出不穷的创新结构; 烟油主要成分为丙二醇 (PG)、丙三醇 (VG)、香料以及尼古丁, 目前, 烟油行业发展出相对独立、完整的产业链, 口味的研发具有较高的技术壁垒, 国外知名品牌有V2、Halo等, 国内行业排名居前的为:

德康生物科技公司、恒信科技、梵活生物科学等。

2) 中游设计制造: 主要包括专业电子烟制造企业和国际烟草巨头制造研发部门。专业电子烟制造企业包含: ECIG、Vapor Hub、Vapor Crop、Mainstream Cannabis 等; 知名品牌商为国际烟草四大巨头: 菲莫国际、帝国烟草、英美烟草以及日本烟草; 国内电子烟主流品牌为: 卓尔悦、艾维普思、麦克维尔、康尔、易佳特等。我国是全球最大的电子烟生产制造基地, 但我国非电子烟消费大国, 国内生产的电子烟产品以“采购+生产”的 OEM/ODM 模式大部分销往国外。

3) 下游销售企业: 流通渠道经由代理商、贸易公司以及经销商, 交由零售商, 最终由消费者购买。零售商可分为线上、线下两大类, 线上渠道主要指电子烟企业自有平台、各大电商平台、Vape文化论坛等, 比如四十大道、狼烟天下等跨境电商品牌代理商以及E-cigarette-forum (ECF)、VapersForum等论坛; 线下渠道以体验店、线下俱乐部、电子烟门店、烟草产品店为主。

图10: 电子烟产业链



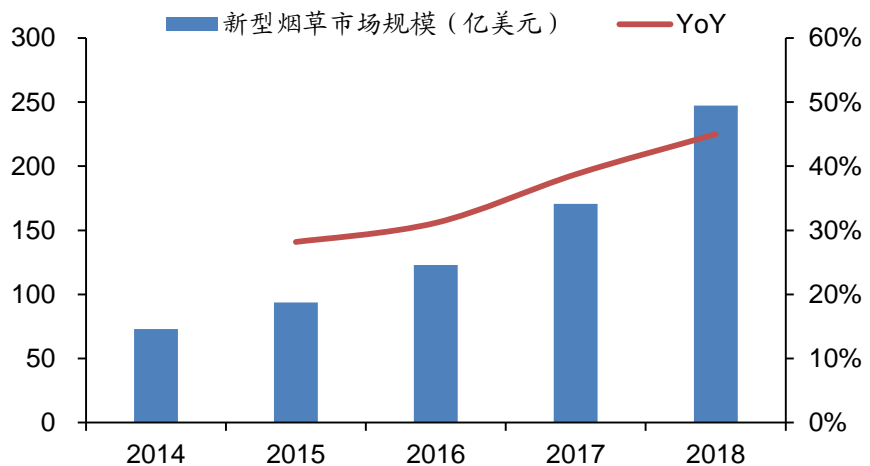
资料来源: 广发证券发展研究中心

2.4 市场规模: 全球电子烟规模已达百亿美元, 国内市场潜力巨大

(1) 全球市场规模

2014-2018年, 全球新型烟草市场规模从73.1亿美元增长至247.2亿美元, CAGR达36%; 蒸汽电子烟市场规模由72.9亿美元增至145.2亿美元, CAGR达19%; 加热不燃烧烟草制品, 实现了从无到突破百亿美元的市场规模, 2018年同比增长104%。

图11: 全球新型烟草市场规模(亿美元)及增长



资料来源: 国家烟草专卖局经济研究所《世界烟草发展报告》、广发证券发展研究中心

2018年新型烟草制品销售额为247亿美元，同比增长45.8%，规模相当于排名第9位的卷烟市场，接近烟丝、雪茄的年销售额；预计至2020年，新型烟草制品会成为销售额仅次于卷烟的品类，其中，电子烟仍是销售额最大的品类。据国家烟草专卖局经济研究所《2018年世界烟草发展报告》预计，2018年新型烟草制品的消费者超过4000万人，至2022年有望增长到6400万人，可能替代卷烟约460万箱。

分类型来看，2018年蒸汽式电子烟的销售额约145.2亿美元，同比增长27%，增速持续放缓；其次是以IQOS为代表的加热烟草制品，2018年销售额约102亿美元，同比增长约1倍，对销售额增幅的贡献最大。

图12: 全球电子烟市场规模(亿美元)及增长

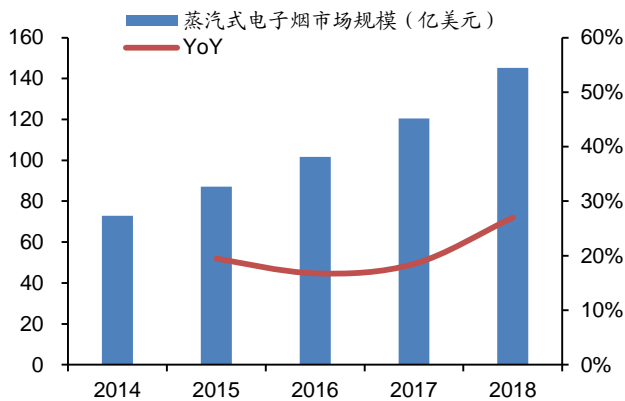
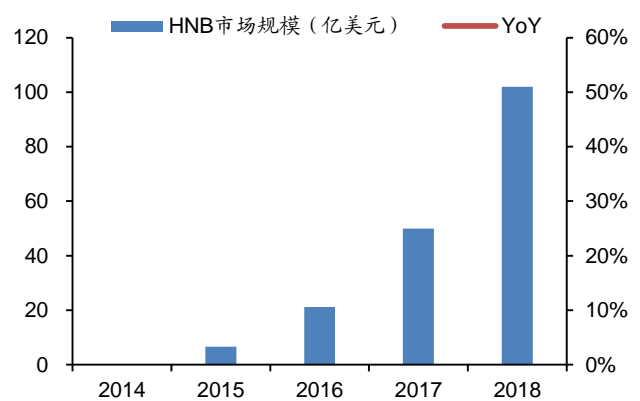


图13: 全球HNB市场规模(亿美元)及增长



数据来源: 国家烟草专卖局经济研究所《世界烟草发展报告》、广发证券发展研究中心

数据来源: 国家烟草专卖局经济研究所《世界烟草发展报告》、广发证券发展研究中心

分地区看，美国是电子烟销售额最高的市场，2018年销售额为56亿美元，同比增长20.5%，其次是英国市场，销售额为24.3亿美元，同比增长36.6%，意大利、德国、法国等均是电子烟消费大国。日本仍是加热烟草制品最大的市场，2018年销售额约55.4亿美元，同比增长8.5%，增速逐步减缓；第二是韩国，2018年销售额约21.2亿美元，增速最快；第三是意大利，2018年销售额约2.2亿美元，近期增速明显加快，此外，俄罗斯市场增速超出预期，罗马尼亚、希腊、南非等地也是主要消费市场。

(2) 国内市场规模

蒸汽式电子烟: 经测算，我国当前蒸汽式电子烟渗透率0.6%，对应烟具市场规模8.4亿元，烟弹市场规模为128.1亿元。我们假设不同的渗透率情形，以吸烟人口为基数，若渗透率分别为2%、5%和10%时，烟弹年市场规模测算分别为256亿元、641亿元和1281亿元；烟具年市场规模测算分别为17亿元、42亿元和84亿元。

HNB电子烟: 目前国内HNB烟弹尚未销售，烟具销售也主要针对海外产品配套（且销量有限）。若未来政策放开，我们对不同渗透率情形下的潜在市场空间做了测算，以吸烟人口为基数，若渗透率分别为1%、2%、5%和10%时，烟弹年市场规模测算分别为160亿元、319亿元、798亿元和1597亿元；烟具年市场规模测算分别为16亿元、32亿元、79亿元和158亿元。

测算方法:

1) 替烟率: 随着人们对健康问题重视程度增加, 更多的烟民会放弃传统卷烟, 而选择新型烟草。根据中国日报调查结果显示, 目前, 15-24岁人群电子烟使用率为1.5%。相比美国电子烟渗透率的13%, 我国电子烟渗透率为0.6%。下面我们将在1%、2%、5%和10%渗透率的假设前提下进行蒸汽式电子烟和HNB市场规模测算。

2) 中国烟民吸烟率及烟民总数: 根据中国日报的调查结果显示, 2018年我国15岁及以上人群吸烟率为26.6%。《“健康中国2030”规划纲要》确立在2030年15岁以上人群吸烟率下降至20%的控烟目标。另外, 根据《2018年中国卷烟互联网消费者白皮书》的调研数据, 2018年中国吸烟人数有3.5亿。吸烟者每天平均吸烟15.2根, 约合1.5包香烟。

3) 蒸汽式电子烟烟具和烟弹的年消耗费用: 通常来说, 正常1包香烟可以抽240口, 1个电子烟烟弹可以抽750口, 相当于3包香烟。当前国内市场烟弹的平均价格约为30元每颗。若一个烟民平均每天抽1包烟, 那么替换成烟弹的话, 一年大概消耗122颗烟弹; 对于烟具, 目前国内市场的平均价格为240元, 更换时间假设为一年。

4) HNB烟具和烟弹的年消耗费用: 在中国国内, 加热不燃烧电子烟主要是产自中烟公司, 烟杆均价在500元左右, 每包烟弹约20-30元。在此, 假设烟民每天消耗0.5包烟弹, 单包价格25元。

市场规模=电子烟渗透率*吸烟人数*电子烟产品均单价*年消耗量。

表 3: 我国蒸汽式电子烟和 HNB 市场规模测算

| 蒸汽式电子烟市场规模测算 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 蒸汽式电子烟渗透率 | 1% | 2% | 5% | 10% |
| 中国烟民人数 (亿人) | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| 中国电子烟烟民 (亿人) | 0.035 | 0.07 | 0.175 | 0.35 |
| 中国人均日烟弹消耗量 (个) | 0.33 | 0.33 | 0.33 | 0.33 |
| 中国人均年烟弹消耗量 (个) | 122 | 122 | 122 | 122 |
| 烟弹均价 (元) | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 烟弹年市场规模 (亿元) | 128 | 256 | 641 | 1281 |
| 中国人均年烟具消耗量 (个) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 烟具均价 (元) | 240 | 240 | 240 | 240 |
| 烟具年市场规模 (亿元) | 8 | 17 | 42 | 84 |
| HNB 电子烟市场规模测算 | | | | |
| HNB 式电子烟渗透率 | 1% | 2% | 5% | 10% |
| 中国烟民人数 (亿人) | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| 中国人均年烟弹消耗量 (个) | 182.5 | 182.5 | 182.5 | 182.5 |
| 烟弹均价 (元) | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 烟弹年市场规模 (亿元) | 160 | 319 | 798 | 1597 |
| 中国人均年烟具消耗量 (个) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 烟具均价 (元) | 450 | 450 | 450 | 450 |
| 烟具年市场规模 (亿元) | 16 | 32 | 79 | 158 |

数据来源:《2018年中国卷烟互联网消费者白皮书》, 京东官网, 广发证券发展研究中心

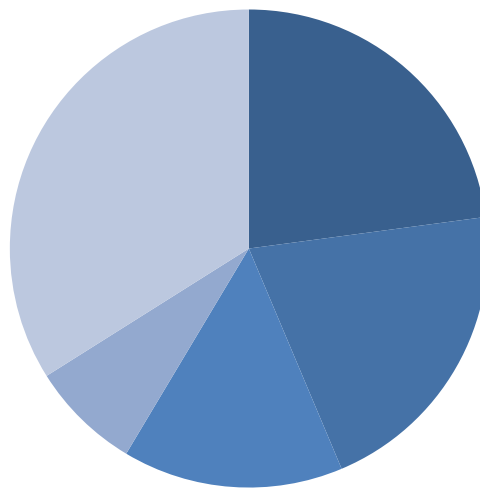
三、借鉴海外：消费需求基本验证，监管态度各有差异

3.1 HNB：四大跨国烟草公司纷纷布局，无烟化、健康化是大势所趋

菲莫国际、英美烟草、日本烟草和帝国烟草是全球四大烟草巨头。根据国家烟草专卖局经济研究所《2018年世界烟草发展报告》，2018年全球（不含中国）烟草市场中，菲莫国际、英美烟草、日本烟草和帝国烟草的市场占有率总和达60%以上。面对传统卷烟市场的困局，四大跨国烟草公司重点加快对新型烟草制品的布局。各跨国烟草巨头纷纷强调产品创新，积极推出加热烟草制品。

图14：2018年全球四大烟草公司市场份额

■ 菲莫国际 ■ 英美烟草 ■ 日烟国际 ■ 帝国烟草 ■ 其他



数据来源：国家烟草专卖局经济研究所《2018年世界烟草发展报告》、广发证券发展研究中心

1) 菲莫国际——IQOS异军突起，FDA批准在美销售

菲利浦莫里斯国际（简称PMI）是全球第一大烟草公司，创立于1900年，产品覆盖180多个国家。菲莫坚持发展减害烟草制品战略，其研发的IQOS系列最初于2014年在日本和意大利试点销售，2016年开始全面推广并快速占领全球市场，根据公司披露的季报，截至2019年4月，菲莫国际已在全球47个市场推出IQOS系列。2018年，PMI加快新型烟草制品布局，除其母公司奥驰亚出资128亿美元参股电子烟品牌JUUL以外，公司于11月推出推出新一代加热不燃烧烟草制品IQOS 3和IQOS 3 Multi，基于消费者反馈对烟弹产品进行了更新，随后发布全新 HEETS 烟弹。

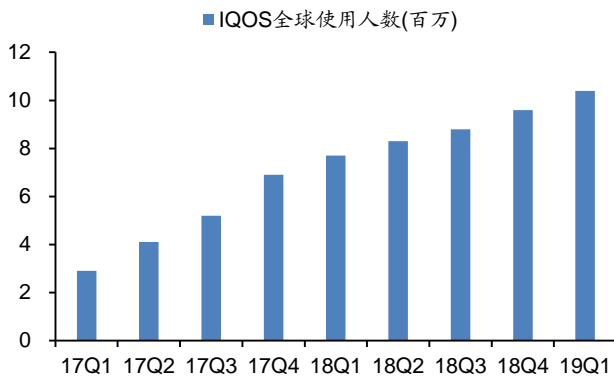
图15: 菲莫国际IQOS产品系列



数据来源: PMI 2018 年报、广发证券发展研究中心

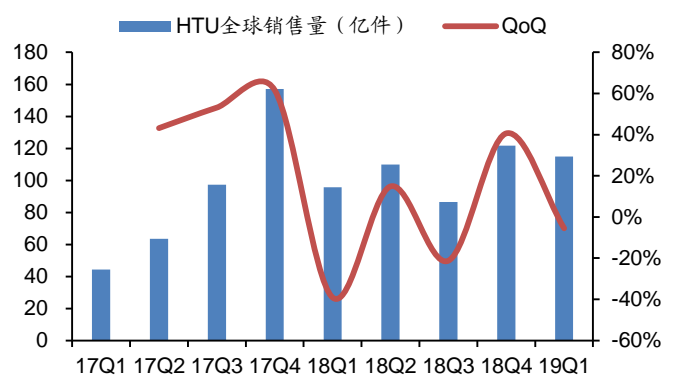
根据4月30日FDA官网消息, FDA批准IQOS在美销售。此前PMI(菲莫国际)先后提交了PMTA(市场销售许可)、MRTP(减害产品认定)两项申请,本次FDA批准PMTA销售许可,而MRTP申请仍在持续研究中。通过PMTA意味着, FDA在权衡收益和风险后认可IQOS在保护公共健康方面起到合理作用。尽管IQOS还不能够以减害产品作为标签,但是已经打开美国市场。

图16: IQOS全球使用人数



数据来源: PMI 季报、广发证券发展研究中心

图17: HTU全球销售量



数据来源: PMI 季报、广发证券发展研究中心

2) 英美烟草——布局多品牌多产品, 效益显著增长

英美烟草公司(简称BAT), 是全球第二大烟草制造商, 成立于1902年。BAT产品遍布世界180多个国家和地区, 同时也是世界500强的跨国公司。2018年, 公司首次发布烟草制品减害进展报告, 强调英美烟草将致力于减少烟草制品危害, 以“更多的选择、更多的创新、更少的危害”为目标, 并发布公司在这一长期目标上取得的进展。目前, 英美烟草形成了一个横跨三个品类的产品组合: 电子烟、加热烟草产品和口含烟。根据国家烟草专家经济研究所《2018年世界烟草发展报告》, 公司2018年加热棒销售收入5.7亿英镑(YoY+180%), 蒸汽电子烟3.2亿英镑(YoY+89%)。

图18: 英美烟草新型烟草产品布局



数据来源: BAT 官网、广发证券发展研究中心

3) 日烟国际——搭配多种口味，加热烟草制品迅速扩张

日本烟草公司（简称JT），于1985年成立，是日本唯一的烟草专卖公司。公司加热烟草制品销售范围不断扩张，持续推出新口味。2018年年初，加热烟草制品Ploom Tech仅在福冈和东京地区销售，至6月拓展到全国的烟草零售店铺以及网络销售。2019年年初，公司推出两款温度不同的加热烟草制品，Ploom S为高温加热产品，设备定价7980日元，搭配3种口味的加热棒；另一款Ploom Tech+为低温加热产品，设备定价4980日元，搭配4种口味的胶囊。

图19: 日本烟草加热不燃烧产品Ploom Tech



数据来源: JT 官网、广发证券发展研究中心

4) 帝国品牌公司——行业黑马，增速强劲

帝国烟草公司（简称ITG），于1996年从汉森集团独立出来，其发展速度处于全球烟草市场领先地位，目前产品遍及130个国家和地区。该公司的下一代烟草制品还有多种产品组合，包括在瑞典推出的一款新口含烟、于2019年推出的加热烟草制品Pulze。此外，公司还收购了牛津大麻素技术公司，专注于大麻类化合物和药物的研究开发。

3.2 蒸汽式电子烟：产品深得欧美受众喜爱，也得到烟草系资本认可

1) Juul Labs: 电子烟的代名词，霸主地位无人可及

Juul Labs于2015年诞生在美国电子烟公司PAX Labs，其后于2017年作为独立公司分离出来。2018年，在万宝路母公司Altria宣布收购其35%股份后，Juul公司估值达380亿美元（约合人民币2556亿元）。根据尼尔森数据显示，截止2019年3月23日，**Juul在美国的市场份额已高达73.9%**。仅仅三年的时间，Juul从默默无闻到抢占绝大部分市场，成为美国电子烟行业的市场绝对领先者，有以下几大因素：

从产品本身来看，Juul不同于传统香烟的外观，而是以一种“年轻人放在床头也不会被父母发现的”的u盘形象面世，减少吸烟的罪恶感；根据FDA数据显示，Juul口味丰富多样，超过了50多种，甚至有限量版的巧克力薄荷口味。在社交媒体宣传上，Juul往往将电子烟口味与甜品联系起来，比如经常可以看到Juul和芒果口味的甜点同框出镜。总之，Juul竭力打破与传统香烟联系，减轻吸烟罪恶感，让Juul成为受众更广，像饭后甜点一样触手可及、令人愉悦的产品。

图20: JUUL蒸汽式电子烟外表小巧，形似U盘



数据来源：JUUL 官网、广发证券发展研究中心

在产品推广的角度，Juul发展初期非常注重年轻的消费群体。广告宣传上，Juul倾向于采用年轻模特和鲜艳的配色，传递时尚潮流、吸引年轻消费者。线下活动方面，积极举行Vaporized活动，比如，在2015年期间，Juul在美国各地开展富有个性，紧随潮流时尚的免费派对活动，并且派发Juul样品。同时，Juul特别重视明星效应，为名人量身定制Juul套装，在社交媒体上大力宣传。

随着相关监管的政策法规逐渐健全，Juul的宣传策略也在逐渐发生转向。作为美国电子烟行业的领军产品，Juul开始逐渐转向健康替烟，广告宣传也开始走“温情路线”。但是，美国FDA认为Juul容易在未成年人人群中导致跟风现象，责令其在线上销售设定年龄限制（21岁以上）。

2) 英美烟草和帝国烟草

英美烟草除了加热烟草产品和口含烟，在电子烟方面也有所布局。具体来看，自2013年推出首款电子烟品牌Vype后，不断拓宽产品线，在电子烟领域拥有 Vype、Vuse等多个驰名品牌，2018年，电子烟销售收入为3.2亿英镑，同比增长89%；帝国烟草目前主要布局电子烟领域，其电子烟品牌 Blu 是目前全球最为畅销的电子烟

品牌之一，在美国、英国、意大利等国销售强劲。

图21：帝国烟草电子烟产品Blu



数据来源：ITG 官网、广发证券发展研究中心

3.3 海外监管：各国监管差异的根源在于产品属性判断的分歧

各国对电子烟的监管政策差异较大，关键在于政府或者监管部门对新型烟草的属性、性质如何划分，即将新型烟草归类为**普通消费品**、**烟草制品**还是**药品**。一般来说，烟草类与医药类监管思路比消费品更为严格，目前大多数欧美国家，将新型烟草作为烟草类或医药类进行监管，监管强度大，而亚非国家则处于监管空白，近似于消费品类监管。同时，烟支成分，比如是否含有尼古丁、烟草提取物等，是决定各国政府、监管机构判断监管程度的关键因素之一。此外，蒸汽式电子烟和加热不燃烧烟草制品在成分、原理等方面存在一定差异，也造成各市场，监管机构对于这两类产品的监管政策存在较大不同。

分类型看，海外各国对电子烟的监管方式分为以下五类：**视为烟草制品进行监管**、**视为医药产品进行监管**、**视为普通消费品进行监管**、**禁止销售**、**禁止销售和使用**。其中，俄罗斯对电子烟的监管处于空白，暂被视为普通消费品，315点名电子烟后，监管政策将收紧；电子烟最大消费国美国将电子烟视为烟草制品监管；多数欧洲国家与韩国将其视为烟草制品管制，日本则禁售含尼古丁的电子烟。

表 4: 海外各国电子烟法律监管情况

| 监管政策分类 | 国家或地区 |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 视为普通消费品 | 俄罗斯、巴基斯坦、乌克兰 |
| 视为烟草制品 | 美国、韩国、英国、德国、意大利、波兰、法国、爱尔兰、西班牙、克罗地亚、荷兰、斯洛文尼亚、捷克共和国、保加利亚、芬兰、拉脱维亚、哥斯达黎加、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 |
| 视为医药制品 | 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：上海新型烟草制品研究院、广发证券发展研究中心

加热不燃烧烟草制品起步相对较晚，进入市场较少，各国政府监管法规仍有待完善。因HNB烟弹成分包含烟草，部分国家将其当作烟草制品进行监管，如日本、美国，部分国家禁止其上市销售，如澳大利亚、中国。

按区域来看，主要国家和地区对新型烟草产品出台了松紧不一的监管政策，监管政策也因产品的类型而异。在不少国家和地区，蒸汽型电子烟和加热烟草制品的监管规定大相径庭。其中：

1) 美国：FDA态度决定监管方向

美国将电子烟和HNB视为烟草制品，受到FDA严格监管，FDA 是美国专门从事食品与药品管理的最高执法机关，其认证是各大厂商产品品质的保证，我们认为FDA的审批具有较强的国际示范效应。2016年5月，美国FDA发布电子烟监管条例，该项规定主要有烟草预上市申请（PMTA）、风险改进烟草产品（MRTP）、和列明潜在有害气体成分三个关键点组成。

其中PMTA 是一项须经 FDA 审核、针对所有新型烟草制品的申请，取得该申请后新型烟草产品可以在美国上市销售。通过PMTA意味着，FDA在权衡收益和风险后认可该新型烟草在保护公共健康方面起到合理作用。PMTA自2016年8月生效，该申请规定：

(1) 2007年之前上市的新型烟草产品可免除申请；

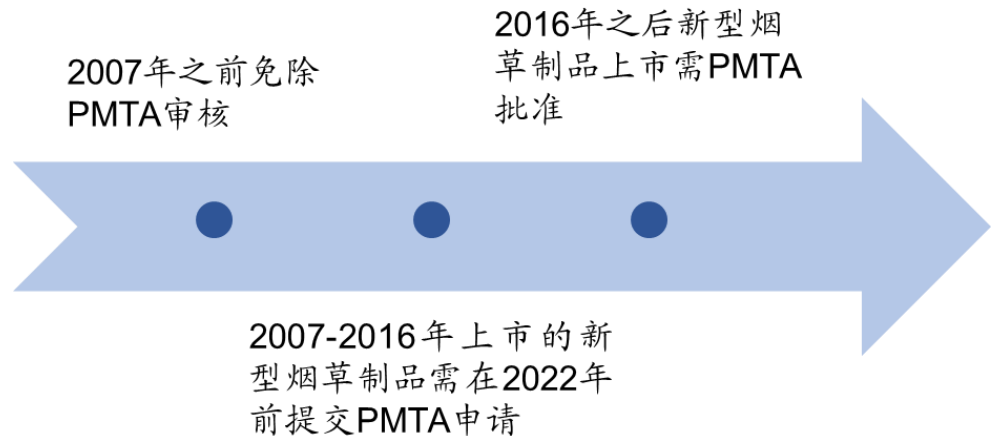
(2) 2007年至2016年之间上市的新型烟草产品需提交PMTA申请并通过后可合法销售，申请提交日期延至2022年；

(3) 2016年后所有的新型烟草产品需通过PMTA申请批准后可上市销售。

风险改进烟草产品（MRTP），指新型烟草制造商需向FDA证明该产品的危害小于传统香烟，属于低风险产品，并由烟草产品科学咨询委员会TPSAC（Tobacco Products Science Advisory Committee, TPSAC）提供建议；即新型烟草制品如果需要在美国上市销售同时要宣传比传统烟更健康，必须通过MRTP的申请，MRTP

申请相对于PMTA难度更大，目前暂时没有产品通过该申请。

图22: PMTA审核规定时间点



资料来源：美国 FDA、广发证券发展研究中心

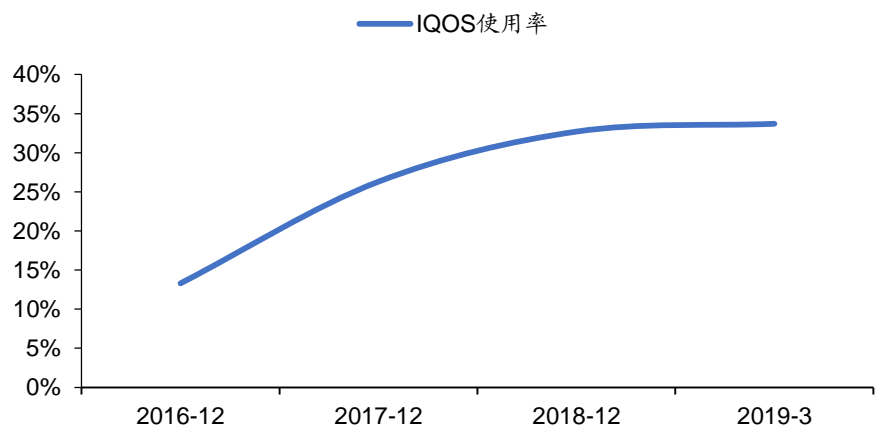
列明潜在有害气体成分：在新规生效后的三年内，每家公司需对雾化产生的潜在有害气体成分进行检测并提交。

2) 日本：禁售蒸汽电子烟，允许HNB流通

日本的政策限制了蒸汽型电子烟的发展。根据日本卫生部《药事法》规定，含有尼古丁的烟油不能在日本合法销售，因此，对含有尼古丁的电子烟实行药品管制，禁止市场销售。

而加热烟草制品则具备宽松的市场监管环境。烟弹和烟杆均能够在日本合法销售，此外，日本的禁烟法令也没有禁止烟民在室内抽吸不产生二手烟的加热烟草制品，使得 IQOS 等加热烟草制品在日本市场份额快速提升，2016年-2019年，以 IQOS 为代表的HNB在日本烟草市场占有率持续提升，截至2019年3月，日本成年烟民IQOS使用率达33.7%。

图23: 日本成年烟民IQOS使用率



数据来源：PMI 年报、广发证券发展研究中心

3) 欧洲：与美国发展路径相似，各国细则有差异

根据2018年欧委会报告，由于HNB是新兴烟草制品，上市时间短，且仅在部分成员国销售，现阶段颁布欧盟范围内的监管政策难度较大，因此加热烟草制品的法规尚未出台，欧盟对于新型烟草产品的监管政策主要集中于电子烟方面。2014年底，欧盟颁布《烟草产品指令》（TPD），将蒸汽烟作为药品进行监管，而2016年修改的《指令》开始将蒸汽烟视为烟草制品进行管制，限制其产品包装、渠道推广、尼古丁含量、购买年龄等，整体来看，监管限制有所放松。但欧洲各国政府，对电子烟监管细则存有差异，如英国和法国仍将蒸汽烟视为医药品，而意大利和西班牙将其视为普通消费品。

四、国内市场展望：并蒂开花，看好蒸汽式电子烟和HNB

4.1 社会资本扎堆蒸汽式，中烟公司布局HNB

我国是电子雾化器先驱“如烟”的发明国，也是电子烟生产大国，我国制造的电子烟占全球总量的95%，其中多数用于出口。深圳是我国电子烟企业集中地，已基本形成从原材料、研发、生产、销售、出口的完整产业链。由于电子烟不属于烟草专卖范畴，参与的民营企业较多，市场呈现百花齐放的状态，发展至今，我国已有数百家企业从事电子烟行业的研发、生产、销售等，伴随电子烟全球市场规模的快速增长，资本市场加速布局。

表 5：我国电子烟企业融资情况

| 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 |
| MOTI 魔笛 | Pre-A 轮 | 1000 万美元 | 真格基金 | 2018 | 2018 |
| RELX 悦刻 | 天使轮 | 3800 万元 | 源码、IDG | 2018 | 2018 |
| 烟神科技 | A 轮 | — | — | 2017 | 2018 |
| 精盐科技 | Pre-A 轮 | 2000 万元 | 动域资本 | 2016 | 2018 |
| Gipro 龙舞 | 天使轮 | 数千万元 | 同伟创业 | 2013 | 2018 |
| 意博电子 | 未公开 | 7000 万元 | 意华股份 | 2013 | 2018 |
| IJOY 爱卓依 | A 轮 | 3 亿元 | — | 2012 | 2018 |
| 巨力电子烟 | 天使轮 | 800 万美元 | 融创资本 | — | 2018 |
| Laan 山岚 | A 轮 | 600 万元 | 英诺天使基金 | 2016 | 2017 |
| 智胜致能 | Pre-A 轮 | 3500 万元 | 个人 | 2016 | 2017 |
| 精盐科技 | 天使轮 | 数百万 | 博派资本 | 2016 | 2016 |
| 蓝白科技 | A 轮 | 5000 万元 | 聚心、瑞声烟草 | 2015 | 2015 |

数据来源：中国香烟网、天眼查、IT 桔子、广发证券发展研究中心

加热不燃烧烟草制品因归烟草专卖局管制，主要玩家为各大中烟公司。中烟公

司最早于2013年开始布局加热不燃烧烟草制品，目前共有7家中烟公司取得重大突破：四川中烟是我国首家推出HNB的烟草企业，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，2018年7月进入日本市场；2018年初云南中烟相继推出webacco，主要目标市场为柬埔寨、乌克兰、俄罗斯、日本和加拿大等国；广东中烟是我国第三家推出HNB产品的企业，于2018年7月研发出MU+和ING，在老挝上市销售；湖北中烟于2018年11月推出MOK及其配套烟弹COO，并在武汉设立线下体验店，主要市场为韩国；继四家中烟后，山东中烟推出HNB烟弹“方寸”，安徽中烟推出HNB烟具“巛”，贵州中烟研发出新型卷烟红外加热技术。

表 6: 四大中烟加热不燃烧产品

| 中烟公司 | 上市时间 | 产品 | 上市市场 | 图示 |
|------|----------|------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 四川中烟 | 2017年12月 | 宽窄功夫、子弹头 | 韩国 |  |
| 云南中烟 | 2018年4月 | webacco | 韩国 |  |
| 广东中烟 | 2018年7月 | MU+、ING | 老挝 |  |
| 湖北中烟 | 2018年11月 | MOK、烟弹 COO | 韩国 |  |

数据来源：中国烟草公司、广发证券发展研究中心

4.2 国内监管：监管日趋完善，从“三无状态”到“国家标准”

政策方面总体来看，短期监管力度加大，长期具备发展潜力。近期3·15晚会对电子烟进行调查，指出电子烟烟油所含尼古丁致使青少年染上烟瘾；曝光尼古丁标识不规范等现象；同时提到部分产品甲醛、丙二醇、甘油等有害物质超标等，反映出目前烟油式电子烟行业秩序混乱、监管体系亟待完善，短期内，我国将收紧新型烟草监管力度。从长期来看，新型烟草制品（尤其是加热不燃烧烟）减害优势突出，对传统烟草进行替代是大势所趋，具备发展潜力。我们认为随着监管政策的逐步完善，行业有望进入有序发展阶段。

表 7: 3·15 晚会电子烟核心观点总结

| 3·15 晚会电子烟核心观点 | |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| ● | 尼古丁成瘾性，相比于不吸食电子烟的人，吸食电子烟的人吸食烟草的几率大两倍。 |
| ● | 部分电子烟浓度标识不规范，误导消费者。 |
| ● | 部分烟液产生的烟雾中甲醛、甘油等有害物质含量超标。甲醛浓度是我国居室内空气中甲醛最高容许浓度的数十倍甚至上百倍，汽化的丙二醇和甘油醇对于呼吸道有强烈的刺激作用。 |
| ● | 国内缺乏监管，电子烟公司以科技公司为主，准入门槛过低。 |

数据来源：CCTV 实录、广发证券发展研究中心

分类型来看，我国蒸汽式电子烟尚处“三无”状态（产品标准、无质量监管、无安全评估），既不属于药品、医疗器械，也未被正式列为烟草，缺乏国家和行业层面的标准规范，也致使以往电子烟市场不规范，质量不达标，315点名烟油式电子烟，有助于电子烟监管规范；加热不燃烧烟草制品在国内处于禁售范围，仅在海外销售，任何非法走私和销售均属违法行为，随着国家政策与中烟布局的完善，加热不燃烧有望成我国新型烟草主力。

表 8: 我国监管政策概况

| 时间 | 部门/协会 | 政策/会议 | 主要内容 |
|-------------|--------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 2017 年 4 月 | 国家烟草专卖局 | 行业新型烟草制品工作领导小组会议 | 抓住“三个关键”打造新型烟草制品国际竞争新优势，积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧等新型烟草制品。 |
| 2017 年 5 月 | 国家烟草专卖局 | 电话会议 | 首次提出“加强对加热不燃烧烟草制品的市场监管，在全国范围内开展专项清理活动”。 |
| 2017 年 10 月 | 国家烟草专卖局 | 《关于开展新型卷烟产品鉴别检验工作的通知》 | 将 IQOS、GLO、Ploom、REVO 四种类型的新型卷烟产品纳入卷烟鉴别检验目录。 |
| 2017 年 12 月 | 深圳电子烟商会 | 《电子烟通用技术要求》 | 规范电子烟生产质量水平。 |
| 2017 年 12 月 | 国际烟草专卖局 | 《国家烟草专卖局关于认真观测落实中共中央国务院开展质量提升行动的实施意见》 | 解决“两烟”和新型烟草制品等供给侧结构性矛盾。 |
| 2018 年 7 月 | 国家烟草专卖局 | 《国家烟草专卖局 20 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。 |
| 2018 年 7 月 | 国家烟草专卖局 | 行业新型烟草制品发展座谈会 | 抓好“一个市场拓展”，做到“三个扎实推进”打造新型烟草制品国际竞争新优势。 |
| 2018 年 8 月 | 国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局 | 关于禁止向未成年人出售电子烟的通告 | 保护未成年人免受电子烟侵害。 |
| 2019 年 1 月 | 香港特区政府 | 向特区立法会提交草案 | 建议禁止进口、制造、销售、分发、宣传电子烟等另类吸烟产品，违例者最高可罚款 5 万港元和监禁 6 个月。 |
| 2019 年 1 月 | 深圳市人大常委会 | 《深圳经济特区控制吸烟条例（修订征求意见稿）》 | 扩大“吸烟概念”，包含使用电子烟或有点燃的其他烟草制品。 |

2019年3月

中央电视台

3·15晚会

3·15晚会指出电子烟烟油所含尼古丁致使青少年染上烟瘾，对电子烟进行调查，曝光尼古丁标识不规范等现象，同时提到部分有害物质超标。

2019年4月

深圳市人大常委

《深圳经济特区控制吸烟条例修正案
(草案)》

拟扩大监管对象范围，明确电子烟监管同传统卷烟。

数据来源：各政府官网、广发证券发展研究中心

4.3 蒸汽式电子、HNB各具优势，看好两大品类未来长期发展

蒸汽式：头部蒸汽式品牌处于渠道快速扩张期，预期对消费者品类认知教育加速。例如，蒸汽式电子烟品牌将会研发更多新口味，满足更多消费者口味偏好、增强产品新鲜度；发挥社交媒体宣传和推广作用（合法合规范围内），利用名人的影响力和号召力，增加蒸汽式电子烟在网络上话题量和讨论热度，着重突出时尚、新潮、个性的产品特点；当然，电子烟品牌也可以效仿国外的Vape文化，组织建立爱好者协会和论坛，定期组织各种活动，扩大蒸汽式文化的影响力和知名度。《电子烟》强制性国家标准已经审查完毕，目前正处于批准状态，按照项目计划时间，有望在年内发布，即将填补监管空白。届时，随着监管政策的逐步完善，行业有望进入有序迅速发展阶段。

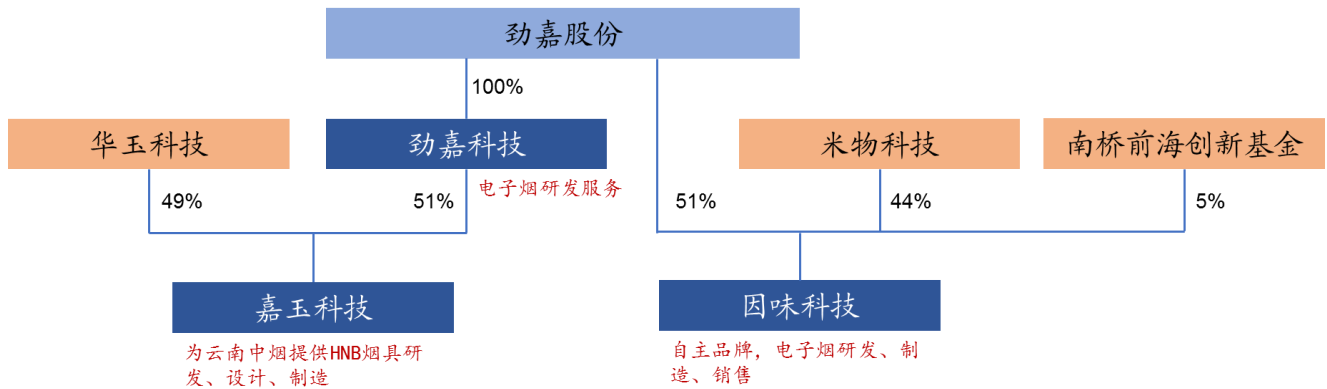
HNB：中国烟草集团自2018年5月份，已经通过其全资子公司中烟香港，向东南亚市场销售HNB。根据中烟香港报告显示，2018年HNB出口销售额达到1689万港元。中烟香港已于2019年6月12日在香港交易所挂牌上市。中烟香港作为中烟公司面向海外市场的“排头兵”，主要负责拓展烟草类产品进出口、卷烟出口和新型烟草出口等国际业务，包括HNB销售。而本轮IPO上市筹资的主要目的是为了进行业务互补的投资收购，扩大东南亚市场的销售渠道，与其他国际卷烟公司进行战略合作等。中国烟草全球化战略有望进一步落实，优化中国烟草的市场化程度。试销海外之后，我们预计国内市场也有望推进试点工作。

建议关注产业链相关标的：**劲嘉股份**（为云南中烟代工HNB烟具，子公司布局蒸汽式电子烟品牌产品）；**盈趣科技**（为菲莫国际IQOS产品提供零部件塑胶件代工）；**中烟香港**（中烟集团HNB出口专营渠道）。

劲嘉股份

公司立足自身烟标主业与中烟公司建立长期良好合作，对烟草（包括新烟草）领域前沿反应敏锐，较早地在电子烟领域进行布局。早期，公司通过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。2018年下半年，公司布局进一步发力，与云南中烟合资成立嘉玉科技，专门为云南中烟提供HNB产品的研发及生产；合资公司因味科技，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。

图24: 劲嘉股份电子烟领域布局

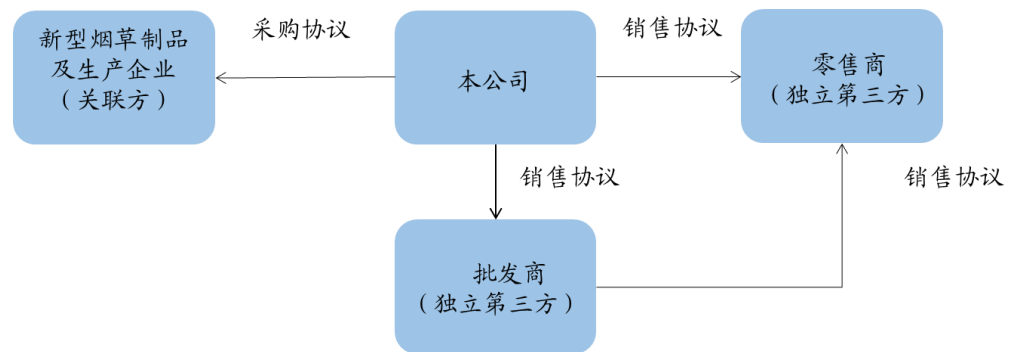


数据来源: 2018-08-18《关于对外投资设立合资公司的公告》、2018-10-11《关于对外投资设立合资公司的公告》、广发证券发展研究中心

中烟香港

公司独家经营中国烟草集团向全球海外市场出口新型烟草制品业务(2018年5月开始)。公司从生产企业直接采购新型烟草制品,品牌包括MC、娇子(宽窄)、COO及MU+,主要向韩国等亚洲国家的零售商及批发商出口,产品包括加热不燃烧制品及与电子控制加热装置配套使用的加热棒。2018年公司新型烟草出口业务实现营业收入0.17亿港元,占营业收入0.2%。盈利模式方面,中烟香港按照与客户签订的协议售价减去至少1%向中国烟草总公司旗下相关实体采购,2018年新型烟草出口业务毛利率为1%。

图25: 中烟香港新型烟草出口业务流程



数据来源: 中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

盈趣科技

盈趣科技为国际烟草巨头菲莫国际供应塑胶件。盈趣科技生产的塑胶件主要用于加热不燃烧产品IQOS电子烟外壳,产品需要符合香烟行业的安全无毒、耐高温等标准,也需要具有自主研制对精密塑胶部件进行机加工处理的自动化机器设备的能力,并掌握表面处理技术、高精度注塑等技术,以满足菲莫国际对IQOS产品质量及稳定性的要求。2014年起,盈趣科技与菲莫国际的供应商Venture开展电子烟精密塑胶部件产品方面的合作,成为菲莫国际IQOS的二级供应商。2014年至2018年,盈趣科技创新消费电子产品业务收入由1.33亿元增长至18.45亿元。

风险提示

国内宏观经济状况波动较大的风险，受国际政治形势的影响，国际贸易存在波动变化加大的风险；

控烟趋势加紧，健康问题备受关注，新型烟草受到消费者质疑健康属性的风险；

新型烟草的减害作用未能达到预期的风险以及烟民更倾向于传统香烟，不乐于接受新型烟草的风险；

本文市场规模测算是基于对中国未来新型烟草市场渗透率的乐观估计，存在着新型市场发展估计和烟民接受程度及替烟率未达到预期的风险；

存在专利侵犯的风险。中国是全球第一大电子烟生产国，一直以来依靠代客加工和生产获利。在开创自有品牌，研发新产品的过程中，可能存在侵权争议；

国内新型烟草政策尚未出台，存在政策未能达到预期的风险。例如，HNB烟具监管政策尚不明确，行业处于尚未开放阶段，现阶段中国的HNB相关业务以出口为主，下一步是否会打开中国国内市场尚未定论

中烟公司新型烟草产品研发成果未能达到预期的技术突破的风险。虽然烟草专卖局鼓励中烟公司开展研发创新新产品，给予其独家经营海外销售权。如果新品研发结果不理想，中国烟草将失去扩大海外销售市场的竞争力；

电子烟存在诱导未成年人吸烟风险，国家可能出台相关政策，限制电子烟的宣传和推广；

中烟国际上市业务表现不及预期的风险，在开展海外业务，参与国际市场竞争，营业表现存在风险。

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：资深分析师，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：资深分析师，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 | 广州市天河区马场路26号广发证券大厦35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 | 510627 | 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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。