

行业评级:

轻工制造

增持 (维持)

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

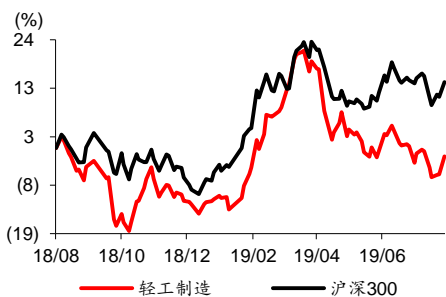
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

周鑫
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《轻工制造: 行业周报 (第三十三周)》
2019.08
- 2 《美克家居(600337 SH,买入): 产品构筑核心竞争力, 供应链持续优化》2019.08
- 3 《梦百合(603313 SH,增持): 受益原材料价格下行, 业绩大幅增长》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

政策松绑可期, 新型烟草盛放在即

新型烟草行业专题报告

核心观点

全球控烟趋势、消费者健康诉求、国际烟草巨头进军共同推动新型烟草市场规模快速增长, 2018 年新型烟草制品销售额达 247 亿美元, 占烟草市场销售额约 2.3%。目前, 我国自主品牌雾化电子烟产品陆续上市、加热不燃烧市场静待政策放开, 建议沿自主研发制造、零部件制造商两大方向寻找产业链投资机会, 建议关注劲嘉股份、集友股份、盈趣科技、亿纬锂能。

雾化电子烟: 产品迭代至第三代, Juul 引领行业

烟油式电子烟主要依靠将烟油雾化供吸烟者使用, 自 2003 年全球第一款电子烟问世以来已经历过小烟、大烟、扁烟三代产品迭代, 据《世界烟草发展报告》数据, 2018 年全球电子烟销售额达到 145 亿元, 2013-2018 年电子烟销售额复合增长率达到 31%, 其中美国市场占据全球约 38% 份额。目前, Juul 为全球雾化电子烟领先企业, 公司凭借高度还原真烟口感的烟油配方、携带便携、无需频繁充电的电子烟迅速占领市场, 2019 年销售额近 13 亿美元, 收购价折算公司估值约 380 亿美元。

加热不燃烧: 技术更新提升使用体验, IQOS 迅速风靡市场

加热不燃烧能够在减少高温加热产生的有害物质的同时保持卷烟的纯正口感, 与雾化电子烟相比, HNB 产品在口感体验上更胜一筹, 由于烟弹为烟草制品亦符合政府税收的需求。2014 年菲莫国际推出 IQOS 后全球烟草巨头陆续推出加热不燃烧制品, 加速行业发展, 据《世界烟草发展报告》数据, 2018 年加热不燃烧全球销售额达到 102 亿美元, 同比增长 104%, 其中日本销售额达到 55 亿美元。目前, 监管政策是限制 HNB 产品发展的主要因素, 2019 年 4 月 IQOS 获批在美销售, 不仅有利于打开 IQOS 在海外市场, 也对 HNB 产品在全球范围内的推进大有裨益。

我国市场: 监管政策有望年内出台, 行业有序成长可期

我国是电子烟主要生产与出口国, 受到国内监管限制, 我国电子烟渗透率不及 1%。根据电子烟国家标准制定项目周期 24 个月推算, 我们预计电子烟国家标准有望于年内出台, 行业规范有序发展可期。目前, 我国悦刻、灵犀、劲嘉 Foogo 等自主品牌雾化电子烟已陆续上市, 2019 年 816 京东平台电子烟成交额同比增长 6 倍, 国内市场逐步打开; 同时, 中烟集团子公司已推出 HNB 产品销往海外, 若后续政策放开, 考虑到烟弹仍具垄断性, 具备产品研发制造能力、与中烟公司具有良好合作关系的企业有望受益。

投资建议: 沿自主研发制造、零部件制造商两大方向寻找产业链投资机会

我们建议沿两大方向寻找投资机会: 1) 具备自主研发制造能力的新型烟草企业, 重点推荐烟标行业龙头劲嘉股份, 建议关注与安徽中烟、云南中烟、陕西中烟有稳定合作关系的集友股份; 2) 国际烟草公司的零部件制造企业, 建议关注 IQOS 的精密塑胶件供应商盈趣科技, 电子烟 ODM 龙头麦克尔的第二大股东、电子烟小型软包电池供应商亿纬锂能。

风险提示: 烟草政策不确定性, 行业竞争加剧。

正文目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 传统烟草表现低迷，新型烟草顺势崛起 | 5 |
| 全球控烟不断趋严，传统卷烟销售下滑 | 5 |
| 替代型需求驱动新型烟草发展，龙头烟企积极布局加速行业成长 | 8 |
| 新型烟草行业：两类产品各领风骚，百亿蓝海高速增长 | 11 |
| 新型烟草以雾化和加热不燃烧为主，市场规模快速增长 | 11 |
| 雾化电子烟：新型烟草主力产品，近年增速有所放缓 | 12 |
| 产品迭代至第三代，美国为主要消费市场 | 12 |
| JuuL：真烟口感+便携设计，引领电子烟潮流 | 16 |
| 加热不燃烧烟草制品：增长势头迅猛，IQOS 引领浪潮 | 18 |
| 技术更新提升使用体验，日本为主要消费市场 | 18 |
| IQOS：全球用户近千万人，FDA 获批美国市场有望迅速成长 | 20 |
| 国内市场：监管政策有望年内出台，行业有序成长可期 | 24 |
| 监管政策逐渐明朗，行业发展空间广阔 | 24 |
| 消费者需求、税收、技术储备三大因素加速新型烟草监管放开 | 25 |
| 产品加速推出，国内市场逐步打开 | 26 |
| 雾化电子烟：自主品牌陆续上市 | 26 |
| 加热不燃烧：中烟旗下已有产品销往海外，产业资本积极布局 | 29 |
| 投资建议：两大方向寻找产业链投资机会 | 31 |
| 劲嘉股份：烟标行业龙头，积极布局新型烟草制品 | 31 |
| 集友股份：携手安徽中烟、昆明旭光进军新型烟草 | 32 |
| 盈趣科技：IQOS 精密塑胶件二级供应商 | 33 |
| 亿纬锂能：提供核心原材料，与麦克韦尔形成协同效应 | 34 |
| 风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：2013-2018 年全球卷烟销量及同比情况（不含中国） | 5 |
| 图表 2：2018 年全球主要烟草市场卷烟销量及同比情况（不含中国） | 5 |
| 图表 3：菲莫国际营业收入及净利润 | 5 |
| 图表 4：英美烟草营业收入及净利润 | 5 |
| 图表 5：日本烟草营业收入及净利润 | 6 |
| 图表 6：帝国烟草营业收入及净利润 | 6 |
| 图表 7：2018 年《公约》缔约方数目达到 181 个 | 6 |
| 图表 8：2018 年各缔约方烟草制品税率分布（共 101 个国家提供数据） | 7 |
| 图表 9：2018 年缔约方禁烟场所覆盖数量图（单位：个） | 7 |
| 图表 10：2010-2016 年全球吸烟率持续下降 | 7 |
| 图表 11：新型烟草有害物质明显减少（以 IQOS 为代表的新型烟草 vs 传统香烟） | 8 |
| 图表 12：烟草龙头积极布局新型烟草产品 | 8 |

| | |
|---|----|
| 图表 13: 国际新型烟草市场规模快速增长..... | 9 |
| 图表 14: 美国、欧盟国家为新型烟草主要消费国 (2017 年) | 9 |
| 图表 15: 2018 年全球烟草市场销售额占比结构..... | 9 |
| 图表 16: 各国/地区新型烟草监管政策梳理..... | 10 |
| 图表 17: 燃烧越充分释放的有害物质越多..... | 11 |
| 图表 18: 新型烟草分类..... | 11 |
| 图表 19: 加热不燃烧与雾化 (烟油式电子烟) 的区别 | 11 |
| 图表 20: 雾化电子烟结构..... | 12 |
| 图表 21: IQOS 产品结构..... | 12 |
| 图表 22: 雾化电子烟发展历程..... | 12 |
| 图表 23: 三代电子烟差异比较..... | 13 |
| 图表 24: 第一代电子烟结构 | 13 |
| 图表 25: 烟油的主要成分 | 13 |
| 图表 26: 近年来电子烟销售额增速有所放缓..... | 14 |
| 图表 27: 2017 年美国 and 英国是电子烟主要消费国家 | 14 |
| 图表 28: 全球电子烟渗透率不断提高..... | 14 |
| 图表 29: 2017 年部分国家电子烟渗透率 | 14 |
| 图表 30: 各国电子烟监管政策存在差异 | 15 |
| 图表 31: 全球主要电子烟品牌简介 | 15 |
| 图表 32: JUUL 在美国市占率迅速提高 | 16 |
| 图表 33: JUUL 销售收入及同比情况..... | 16 |
| 图表 34: JUUL、传统电子烟和传统香烟的尼古丁吸入曲线 | 16 |
| 图表 35: JUUL 的烟油配方 | 16 |
| 图表 36: JUUL 的设计非常人性化 | 17 |
| 图表 37: JUUL 在华申请专利一览 | 17 |
| 图表 38: 碳加热式 HNB 产品构造图 | 18 |
| 图表 39: 电加热式 HNB 产品构造图 | 18 |
| 图表 40: 日本烟草税收情况 | 18 |
| 图表 41: 加热不燃烧烟草制品市场规模 | 19 |
| 图表 42: 2018 年前三大销售国加热不燃烧烟草制品销售额 (亿美元) | 19 |
| 图表 43: 全球主要加热不燃烧烟草品牌简介..... | 19 |
| 图表 44: IQOS 市场份额..... | 20 |
| 图表 45: IQOS 全球用户数达到 960 万 | 20 |
| 图表 46: IQOS 设备出货量及对应每台设备烟弹销售量..... | 20 |
| 图表 47: IQOS 烟弹出货量 | 20 |
| 图表 48: 菲莫国际加热不燃烧制品亚洲地区出货量 (单位: 百万支) | 21 |
| 图表 49: 2018 年菲莫国际加热不燃烧制品各地区出货量占比情况..... | 21 |
| 图表 50: IQOS 在日本销售渠道..... | 21 |
| 图表 51: 美国 IQOS 销售许可证申请进度..... | 22 |
| 图表 52: IQOS 在华核心专利..... | 23 |
| 图表 53: 我国是电子烟重要生产国, 电子烟产量快速上升 | 24 |

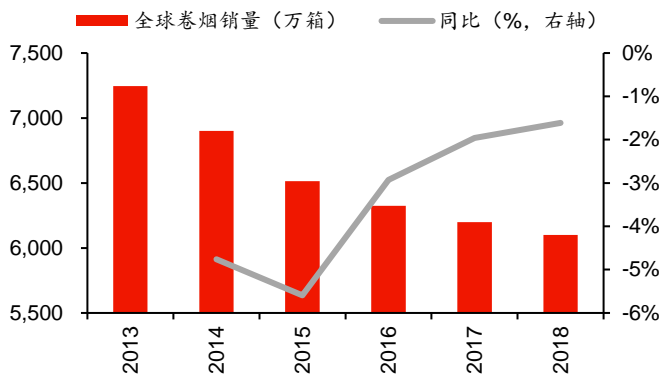
| | |
|---|----|
| 图表 54: 2017 年部分国家电子烟渗透率情况 | 24 |
| 图表 55: 电子烟国家标准制定进入批准环节 | 24 |
| 图表 56: 国家烟草总局明确提出继续深化新型烟草制品创新改革 | 25 |
| 图表 57: 2018 年以来走私及非法贩卖电子烟案件频发 | 25 |
| 图表 58: 1985 年-2016 年各年度加热不燃烧型卷烟专利申请数量情况 | 26 |
| 图表 59: 各申请人加热不燃烧型卷烟专利数量 (截至 2016 年末) | 26 |
| 图表 60: 悦刻品牌产品 | 27 |
| 图表 61: 灵犀品牌产品 | 27 |
| 图表 62: 魔笛品牌产品 | 28 |
| 图表 63: 鲸鱼轻烟品牌产品 | 28 |
| 图表 64: Foogo K 电子烟产品 | 29 |
| 图表 65: 中烟集团子公司在新型烟草领域的拓展情况 | 29 |
| 图表 66: 中烟集团新型烟草产业链布局路径 | 30 |
| 图表 67: 劲嘉股份营业收入及增速 | 31 |
| 图表 68: 劲嘉股份归母净利润及增速情况 | 31 |
| 图表 69: 劲嘉股份烟标业务收入及增速 | 32 |
| 图表 70: 劲嘉股份烟标销量及增速情况 | 32 |
| 图表 71: 集友股份营业收入及增速 | 32 |
| 图表 72: 集友股份归母净利润及增速 | 32 |
| 图表 73: 集友股份分业务营业收入 (单位: 百万元) | 33 |
| 图表 74: 集友股份分业务毛利率 (%) | 33 |
| 图表 75: IQOS 产业链情况 | 33 |
| 图表 76: 盈趣科技营业收入及同比情况 | 33 |
| 图表 77: 盈趣科技净利润及同比情况 | 33 |
| 图表 78: 麦克韦尔营业收入及同比情况 | 34 |
| 图表 79: 麦克韦尔净利润及同比情况 | 34 |
| 图表 80: 麦克韦尔业务主要分为 ODM 和自有品牌 APV | 35 |
| 图表 81: 麦克韦尔 2018 年前五大客户 | 35 |
| 图表 82: 麦克韦尔自有品牌 Vapresso 系列产品 | 35 |
| 图表 83: 亿纬锂能营业收入及增速 | 34 |
| 图表 84: 亿纬锂能归母净利润及增速情况 | 34 |

传统烟草表现低迷，新型烟草顺势崛起

全球控烟不断趋严，传统卷烟销售下滑

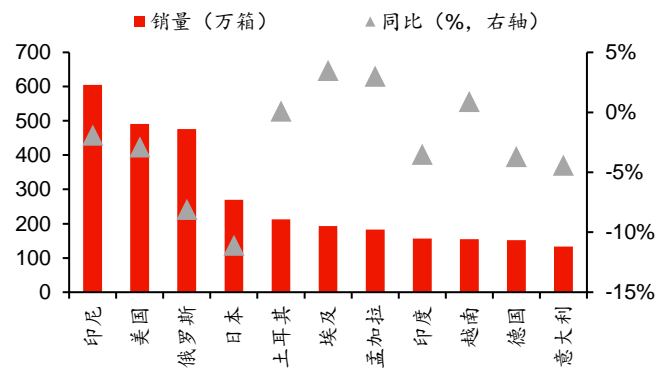
卷烟销量持续下降，传统卷烟市场萎缩。据 Euromonitor 数据，2018 年全球卷烟销量约 6100 万箱（除中国外），同比下降 1.7%。近 5 年来，全球卷烟销量基本以 1%-2% 的速度逐年递减，个别地区控烟力度加大导致卷烟销量大幅下降，但新兴市场卷烟销量的增长减缓了全球卷烟整体销量下降的速度。受卷烟价税提价影响，俄罗斯卷烟销量持续下降，2018 年同比下降 8.1% 至 476 万箱，销量首次低于美国；受新型烟草制品冲击影响日本卷烟销量持续下降，2018 年同比下降 11.1% 至 270 万箱；受新型电子烟以及大麻合法化的影响，2018 年美国市场卷烟销量下降 2.9% 至 500 万箱以下；全球仅土耳其、埃及、孟加拉国、越南、巴基斯坦等部分市场卷烟销量仍有增长。根据 Euromonitor 预测，到 2021 年全球卷烟市场规模将减少 77 亿美元，传统卷烟市场萎缩之势难以逆转。

图表1：2013-2018 年全球卷烟销量及同比情况（不含中国）



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

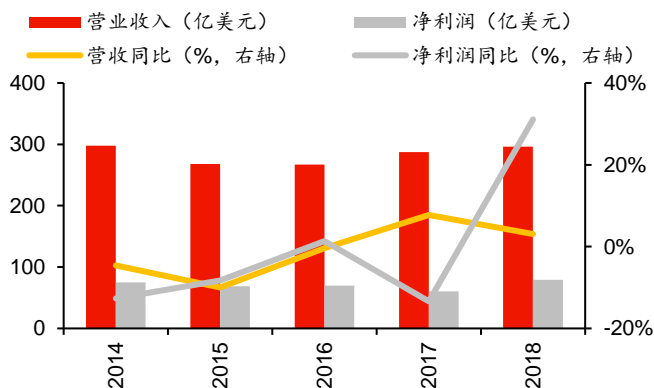
图表2：2018 年全球主要烟草市场卷烟销量及同比情况（不含中国）



资料来源：《2018 年世界烟草发展报告》，华泰证券研究所

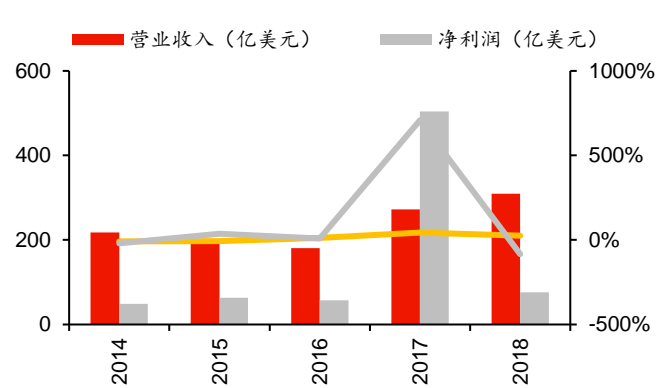
四大烟草巨头传统卷烟业务表现不佳。菲莫国际、英美烟草、日本烟草和帝国烟草是全球四大烟草巨头，据 Euromonitor，2017 年全球（不含中国）烟草市场中四大巨头的市场占有率合计达到 67.2%，几乎垄断了除中国以外的烟草市场。2018 年除菲莫国际外，其余三大巨头净利润均有不同程度下滑。卷烟销量方面，菲莫国际 2018 年卷烟销量为 1480.6 万箱，同比下降 2.8%；英美烟草卷烟销量为 1402 万箱，同比增长 2.8%，若剔除收购美国雷诺烟草影响，卷烟销量下降 3.5%；日本烟草卷烟销量为 1019.2 万箱，同比增长 3.7%，主要得益于在孟加拉国、埃塞俄比亚、希腊、印尼、菲律宾、俄罗斯等地实施的并购，以及在欧洲市场占有率的提高，但日本本土市场受新型烟草制品冲击较为严重，销量 164 万箱，同比下降 11.7%；帝国烟草卷烟销量为 511 万箱，同比下降 3.6%。

图表3：菲莫国际营业收入及净利润



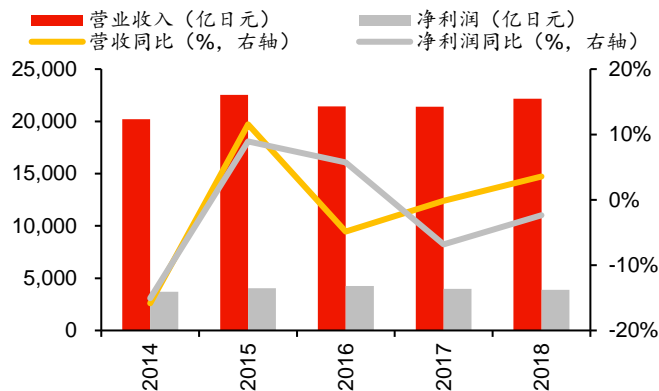
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：英美烟草营业收入及净利润



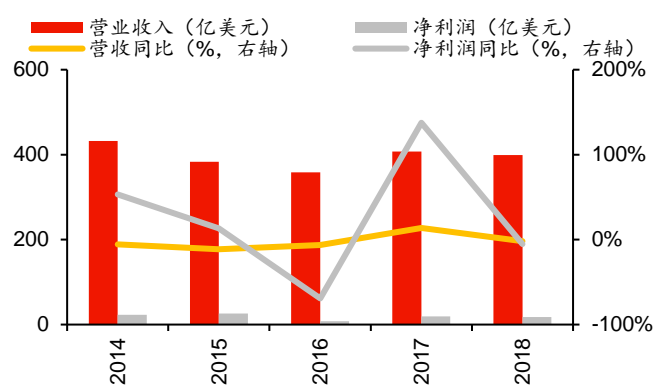
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5: 日本烟草营业收入及净利润



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

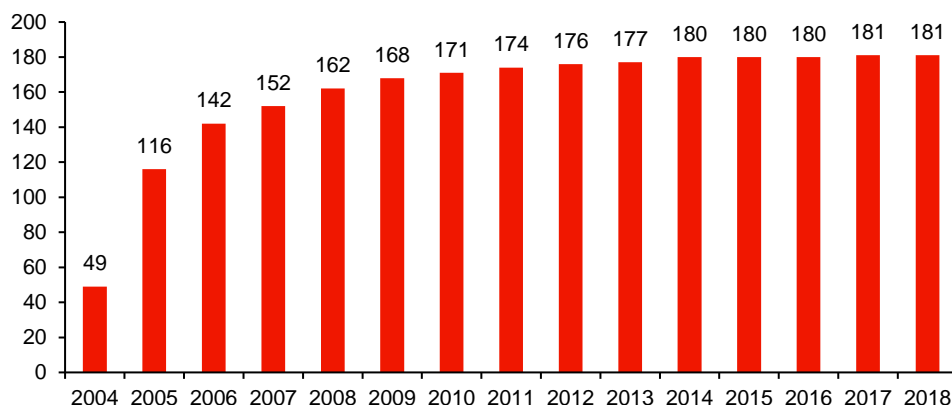
图表6: 帝国烟草营业收入及净利润



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

全球控烟力度加大, 世界卫生组织控烟条约覆盖全球 90%人口。世界卫生组织一直致力于全球范围内的控烟运动, 2003年世界卫生大会通过《世界卫生组织烟草控制框架公约》(以下简称《公约》), 并于2005年2月27日生效。截至2018年,《公约》共有181个缔约方, 覆盖全球90%以上人口。此外, 世界卫生组织在2015年制定了未来10年的控烟目标, 计划在未来10年内将全球吸烟率降低2.5个百分点。

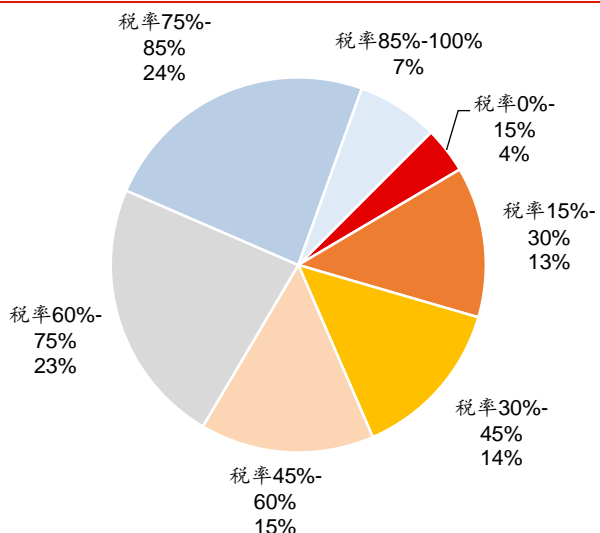
图表7: 2018年《公约》缔约方数目达到181个



资料来源: 世界卫生组织, 华泰证券研究所

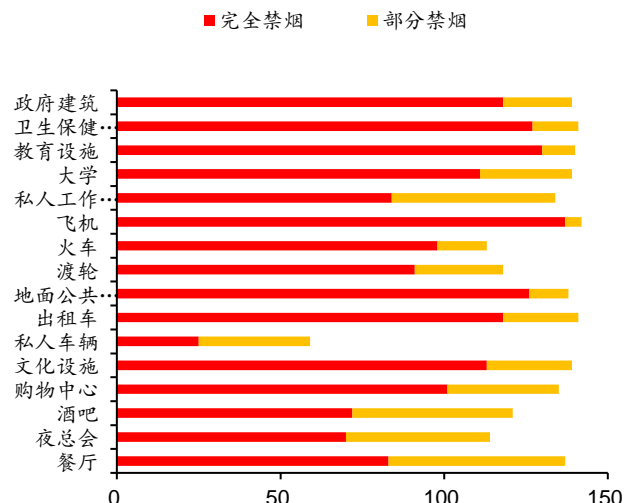
公约缔约国积极履约, 提税+禁烟为控烟主要工具。《2018年世界控烟履约进展报告》显示, 有105个缔约方制定了国家综合烟草控制战略、计划或规划, 有36个缔约方将烟草控制工作纳入国家卫生战略、计划或规划, 有3个缔约方在非特定国家战略、计划或规划中纳入了烟草控制内容。截至2018年底, 124个缔约方对卷烟征收消费税, 其中32个国家烟草制品税率高于75%。受消费税提高影响, 2018年卷烟单包销售均价约3.3美元, 同比增长约6%。143个缔约方采用不同效力等级的规定在室内公共场所、公共交通工具、室内工作场所等禁止吸烟。

图表8：2018年各缔约方烟草制品税率分布（共101个国家提供数据）



资料来源：《2018年世界控烟履约进展报告》，华泰证券研究所

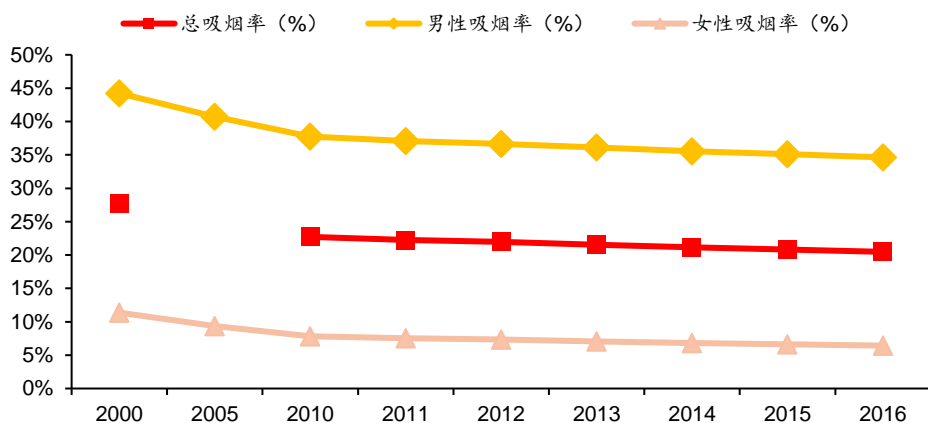
图表9：2018年缔约方禁烟场所覆盖数量图（单位：个）



资料来源：《2018年世界控烟履约进展报告》，华泰证券研究所

消费者健康意识提高，全球吸烟率不断下降。传统香烟由烟叶燃烧产生烟雾，释放烟叶中含有的尼古丁及香味，但燃烧过程同样使得烟雾中含有超过6000种化学有害物质，其中对人体健康有害的约3800种、致癌物质400余种，给人体带来较大危害。根据世界卫生组织公布的数据，2017年烟草导致330万吸烟者和二手烟接触者死于与肺部有关的疾病，其中150万人死于慢性呼吸道疾病、120万人死于癌症，如气管癌、支气管癌和肺癌、60万人死于呼吸道感染和结核病、6万多名5岁以下儿童死于二手烟引起的下呼吸道感染。随着全球控烟持续推进，越来越多的烟草消费者认识到传统卷烟的危害，并反映在吸烟率的持续下降上。世界银行数据显示，2000-2016年，全球吸烟率从27.71%下滑至20.48%，其中男性吸烟率自44.24%下滑至34.6%，女性吸烟率自11.37%下滑至6.43%。

图表10：2010-2016年全球吸烟率持续下降



资料来源：《2018年世界控烟履约进展报告》，华泰证券研究所

替代型需求驱动新型烟草发展，龙头烟企积极布局加速行业成长

替代型需求驱动，新型烟草应运而生。传统卷烟之所以严重威胁着烟民的健康，主要是因为烟草在燃烧中不仅释放出了尼古丁，同时也产生了焦油、一氧化碳等有毒有害物质。在传统卷烟市场不断萎缩的情况下，如何在尽可能降低烟草制品对人体和环境的危害性的同时保证烟草消费者的体验感便成为了众多烟草公司的转型方向，以减害为初衷的新型烟草制品应运而生。新型烟草的思路是从有毒有害物质产生的关键环节——燃烧着手，取消了燃烧过程，将烟油雾化供吸烟者使用（雾化电子烟）或改用 250-350°C 的相对低温对烟草进行烘烤（加热不燃烧产品），以减少传统卷烟燃烧过程释放出的有毒有害物质。与传统烟草制品相比，新型烟草不仅大大降低了对吸烟者健康的危害，多种有毒物质释放降低 10% 以上，而且在使用时不会给周围人带来“二手烟”困扰。

图表11： 新型烟草有害物质明显减少（以 IQOS 为代表的新型烟草 vs 传统香烟）

| 标准 | IQOS | 对照香烟 |
|------------------------|------|------|
| WHO（9种化学物质） | ≈5% | 100% |
| FDA（18种化学物质） | <10% | 100% |
| Health Canada（44种化学物质） | ≈5% | 100% |
| PMI-58（54种化学物质） | <10% | 100% |
| 15种致癌物 | <5% | 100% |

资料来源：PMI 官网，华泰证券研究所

烟草巨头纷纷转型布局新型烟草制品。2008 年开始菲莫国际加强无烟烟草制品研发检验，核心产品 IQOS 自 2014 年推出后广受市场欢迎，截至 2018 年底，IQOS 在销国家达到 44 个，其中在日本、韩国、欧盟、俄罗斯市占率分别达到 15.2%、8.5%、1.7%、1.8%，全球用户数达到 960 万，并于 2019 年 4 月获批在美上市。英美烟草、日本烟草、帝国烟草也相继进军新型烟草制品领域，推动新型烟草技术、产品的不断革新。

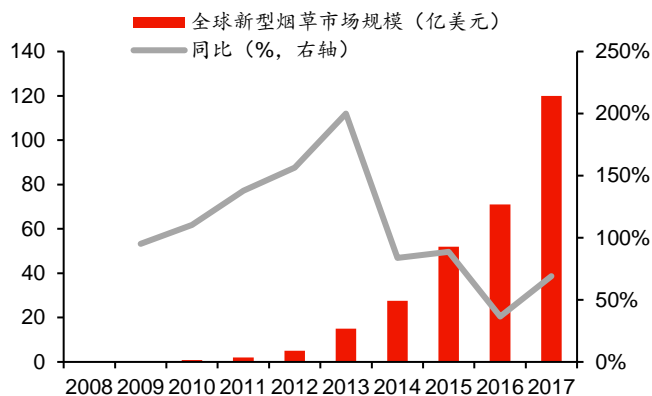
图表12： 烟草龙头积极布局新型烟草产品

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

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

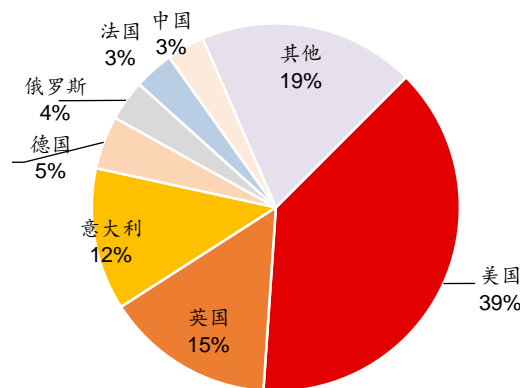
国际新型烟草市场规模快速增长。随着烟草巨头进军新型烟草领域，其产品借助原有卷烟销售渠道迅速销往市场，推动新型烟草市场规模快速增长。据 Statista 数据，2008 年全球新型烟草市场规模仅 0.2 亿美元，到 2017 年该规模已达到约 120 亿美元，十年 CAGR 高达 89.6%。《2018 年世界烟草发展报告》称 2018 年新型烟草制品销售额达到 247 亿美元，有望在 2020 年超越雪茄、烟丝成为仅次于卷烟的第二大类烟草制品。从消费区域看，美欧等国为新型烟草主要消费国，据《2017 年世界烟草发展报告》数据，2017 年美国、英国、意大利新型烟草消费额分别为 46.3、17.8、15.0 亿美元，占全球新型烟草消费规模比重分别为 39%、15%、12%，中国新型烟草市场规模约 4 亿美元，占比为 3%。

图表13：国际新型烟草市场规模快速增长



资料来源：Statista, 华泰证券研究所

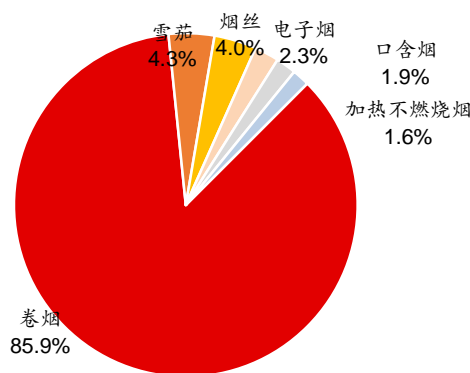
图表14：美国、欧盟国家为新型烟草主要消费国（2017年）



资料来源：Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

新型烟草制品在全球烟草市场中份额持续提升。2018 年，全球烟草制品销售额（除中国外）约 6287 亿美元，其中传统烟草制品销售额约 6100 亿美元，同比增长 6.8%；新型烟草制品销售额 247 亿美元，同比增长 45.8%，已接近雪茄、烟丝的销售额，其中电子烟销售额同比增长 19.8%至 145 亿美元，加热不燃烧烟草保持高速增长，销售额同比增长 104%至 102 亿美元。

图表15：2018 年全球烟草市场销售额占比结构



资料来源：《2018 年世界烟草发展报告》，华泰证券研究所

各国对新型烟草监管态度存在较大不同。日本宽松的法律环境为加热不燃烧制品提供了发展机遇，迅速成长为当前世界最大的加热不燃烧产品市场；美国对加热不燃烧烟草监管较严格，产品上市需通过 FDA 审核，2019 年 4 月末 FDA 审批通过 IQOS 加热不燃烧烟草上市销售许可；韩国、印度尼西亚均允许加热不燃烧产品销售；而新加坡、中国香港地区明确规定禁止新型烟草制品销售，以色列禁止销售含有超过 20 毫克/毫升尼古丁的电子烟，为新型烟草在当地发展造成一定阻碍。当前各国对新型烟草制品的担心主要在其“减害”属性将使更多未成年人或非烟民吸烟，从而不能起到禁烟、减害的作用。从长远角度看，我们认为全球控烟是大势所趋，新型烟草制品监管趋严更有利于行业在规范中前行。

图表16：各国/地区新型烟草监管政策梳理

| 国家 | 相关政策 |
|-------|---|
| 美国 | 受 FDA 监管，减害效果目前仍在论证阶段，绝大部分 HNB 产品不可上市销售 |
| 日本 | 受烟草业务部门管理，监管较为宽松，2017 年是 HNB 最大消费国 |
| 韩国 | 使用干物质的电子烟产品被卫生福利部规定为电子烟，可上市销售，税率低于传统香烟 |
| 印度尼西亚 | 2018 年 7 月 1 日起对电子烟油征收 57% 的消费税 |
| 菲律宾 | 2018 年 3 月发布《电子烟监管法案》，规定禁止向未成年人销售电子烟；电子烟制造商和进口商在向市场销售前必须将其产品成分告知政府部门等。 |
| 以色列 | 不限制 HNB 产品销售，税率与传统香烟产品相同 |
| 新加坡 | 卫生部禁止新型烟草制品销售 |
| 中国香港 | 2019 年 2 月 13 日香港特区政府食物及卫生局向特区立法会提交《2019 年吸烟（公共卫生）（修订）条例草案》，建议禁止进口、制造、销售、分发、宣传电子烟等另类吸烟产品，违例者最高可判罚款 5 万港元和监禁 6 个月。 |

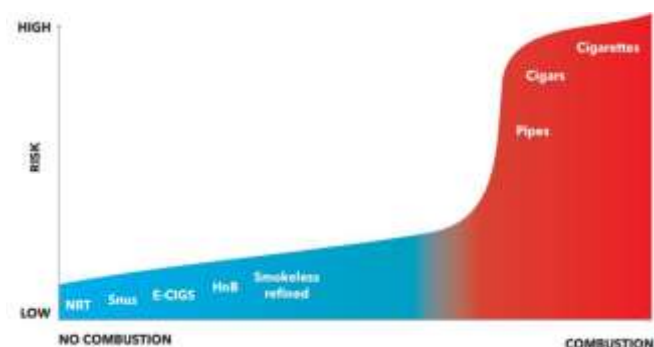
资料来源：《2018 年世界控烟履约进展报告》，华泰证券研究所

新型烟草行业：两类产品各领风骚，百亿蓝海高速增长

新型烟草以雾化和加热不燃烧为主，市场规模快速增长

新型烟草以减害为初衷。吸食卷烟时产生的有害物质主要来自燃烧环节，烟草被加热到350° C 以上时会产生一氧化碳、焦油等有害物质，新型烟草以雾化、低温加热、口含等方式代替燃烧以达到减害的目的。根据在抽吸过程中是否会产生烟气，新型烟草制品可分为有烟烟草制品和无烟烟草制品两大类。其中有烟烟草制品主要包括电子烟（雾化）和加热不燃烧烟草制品(Heated-not-Burn, 下文 HNB 均指代加热不燃烧)；无烟烟草制品主要包括口含烟、嚼烟、鼻烟等。新型烟草制品的共同特点是基本无焦油、提供尼古丁。

图表17： 燃烧越充分释放的有害物质越多



资料来源：GSTHR，华泰证券研究所

图表18： 新型烟草分类



资料来源：华泰证券研究所

烟油式电子烟（雾化）和加热不燃烧为当前新型烟草制品两大主要类型。烟油式电子烟主要依靠将烟油雾化供吸烟者使用，焦油等有害物质含量较低，烟油选择范围广，但口感与传统卷烟仍有较大差别；加热不燃烧则主要通过将卷烟加热到250-350度，使烟叶足以散发香味但又不会点燃烟叶，减少高温加热产生的有害物质，烟草式烟弹保持了卷烟的纯正口感，且烟弹主要由大型烟草企业生产，质量更具保障。

图表19： 加热不燃烧与雾化（烟油式电子烟）的区别

| | 加热不燃烧 | 烟油式电子烟 |
|--------------|---|---|
| 原理 | 低温卷烟工作温度在250-350度，使特制烟弹里面的烟叶刚好加热到足以散发出香味和烟草味的程度又避免了产生一氧化碳等有害物质，实现无明火、无焦油、无烟灰 | 通过一种低压的微电子雾化设备，把具有烟草香味和尼古丁的溶液通过加热雾化成烟雾状供吸烟者使用 |
| 烟弹 | 烟弹源于烟草，需使用配套烟支，口味选择稀少但口感与传统卷烟相似 | 烟油一般来说由尼古丁、丙二醇、丙三醇和香精混合而成，口味多样，选择范围广 |
| 释放物含量 | 传统卷烟的5% | 传统卷烟的8% |
| 细胞毒性 | 传统卷烟的14% | 传统卷烟的9% |
| 代表产品 |  |  |

资料来源：PMI 官网，火山蒸汽电子烟，华泰证券研究所

HNB 烟弹本质上仍为烟草制品，口感体验与传统香烟更为接近。烟油式电子烟并不直接使用烟丝形态的烟草，而是将含尼古丁的液体雾化形成气状物吸入口腔，主要使用的是烟油，其主要成分为丙二醇（PG）、丙三醇（植物甘油、VG）、尼古丁和烟草专用香精，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 HNB 是利用外部热源加热烟草以产生烟草风味气体，将烟弹里面的烟叶刚好加热到足以散发出香味的程度，在避免产生一氧化碳、焦油等有害物质的同时最大程度还原传统卷烟的香味成分和口感体验，更容易被传统烟草消费者接受。此外，由于 HNB 烟弹仍为烟草制品，并不会带来因新型烟草替代传统香烟而使得烟草消费量减少的问题，对烟草利税收入影响相对较小。

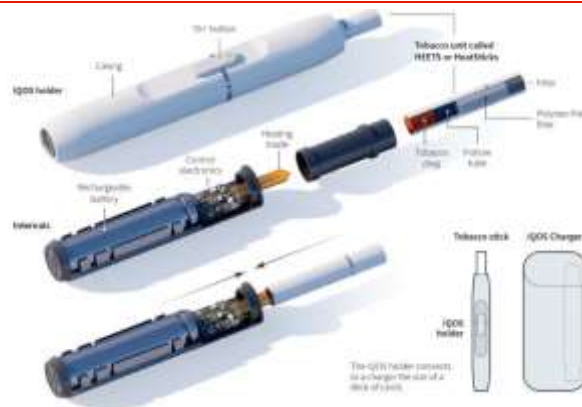
雾化电子烟技术含量较低，加热不燃烧电子烟构成更精细。雾化电子烟主要由主机、雾化器等组成，消耗品为烟油，制作难度低。加热不燃烧电子烟组成较复杂，包括充电器、加热元器件及烟弹，其内部芯片及控温系统较为精密，因此制作难度更大。

图表20： 雾化电子烟结构



资料来源：世强原件电商，华泰证券研究所

图表21： IQOS 产品结构



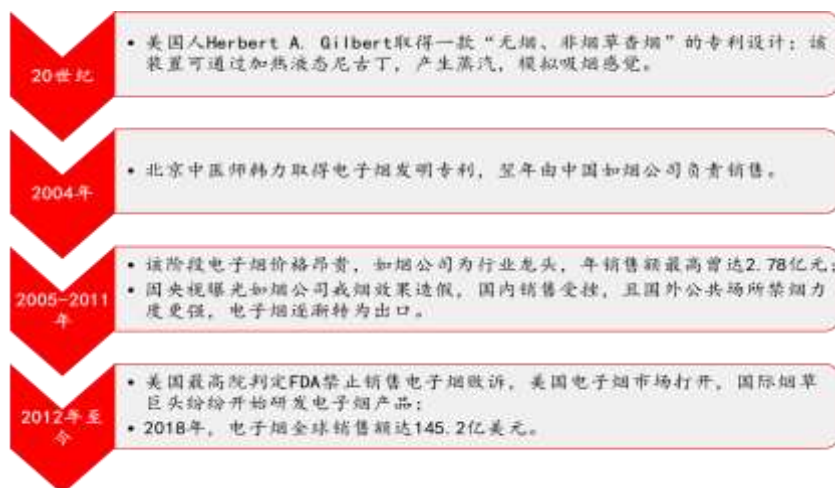
资料来源：PMI 官网，华泰证券研究所

雾化电子烟：新型烟草主力产品，近年增速有所放缓

产品迭代至第三代，美国为主要消费市场

雾化电子烟的历史最早可追溯到 20 世纪 60 年代，美国人 Herbert A. Gilbert 取得一款“无烟、非烟草香烟”的专利设计，该装置可以加热液态尼古丁、产生蒸气，模拟吸烟的感觉，但该专利并没有成功转化为市场化产品。直到 2003 年，北京中医师韩力发明了基于尼古丁的电子烟产品，并在 2004 年由如烟公司将该产品量产推向市场。

图表22： 雾化电子烟发展历程



资料来源：中国产业研究网，华泰证券研究所

产品不断迭代，目前已发展至第三代。2003年中国药剂师韩力发明了全球第一款基于尼古丁的电子烟产品——如烟，以如烟为代表的第一代电子烟形态与卷烟相似，小巧轻便，也被称为小烟。由于小烟的雾化器在更换烟弹时也要丢弃，使用成本较高，还存在续航短、体验差等问题，电子烟厂家又发明了以eGo为代表的第二代电子烟。第二代电子烟体积比第一代电子烟更大，功能也更加强大，后期版本具有可更换雾化芯、可调电压、温度控制、显示等功能，也被称为大烟。由于大烟产生的烟雾过大，加之烟味较淡，电子烟厂商又开始推出更符合广大烟民需求的以JUUL为代表的第三代扁烟产品。

图表23：三代电子烟差异比较

| | 第一代电子烟 (以如烟为代表) | 第二代电子烟 (以eGo为代表) | 第三代电子烟 (以JUUL为代表) |
|------|---|--|---|
| 产品图示 |  |  |  |
| 优点 | 小巧轻便 | 雾化器中有烟液仓，可重复添加烟液，经济实惠；后期版本功能强大，具有可更换雾化芯、可调电压、温控、显示等功能 | 时尚便携；口感更接近传统卷烟；智能化程度高；口味丰富；充电方便 |
| 缺点 | 雾化器部分是一次性的，使用成本较高；续航较短 | 烟雾过大，公共场合吸食易影响他人；烟味较淡；体积较大，携带不便 | 价格较高 |

资料来源：电子烟之家，烟悦网，华泰证券研究所

雾化电子烟主要由雾化器、电池盒和烟油三部分组成。消费者在使用时，首先向雾化器中添加烟油，然后打开电池开关，并通过气流打开气动开关，让电池给雾化器供电，雾化器发热让烟油雾化成烟雾。(1) 雾化器是一个加热元器件，通过电池供电发热，使其旁边的烟油挥发，形成烟雾；(2) 电池盒主要由智能控制电路、智能芯片、锂离子电池组成，其主要作用是在抽烟过程中感应空气流动，二次电池放出电量，将烟油雾化；(3) 烟油的主要成分是食用级或者医药级别的丙三醇，丙二醇和聚乙二醇、尼古丁以及烟草专用香精，通过电子烟雾化器加热，能够产生如香烟一样的雾气。

图表24：第一代电子烟结构



资料来源：电子烟之家，华泰证券研究所

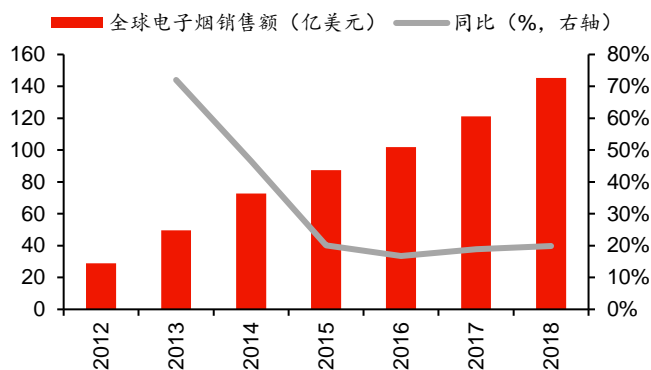
图表25：烟油的主要成分



资料来源：蒸汽巴士，华泰证券研究所

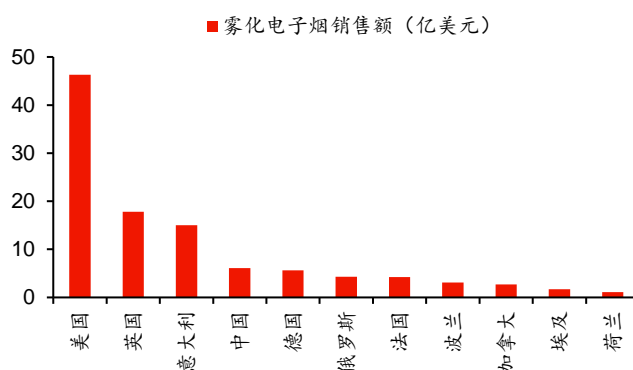
近年来销售额增速有所放缓，全球渗透率不断提高。据《世界烟草发展报告》数据，2018年全球电子烟销售额达到145亿美元，2013-2018年电子烟销售额复合增长率达到30.91%，2015年以来增速有所放缓但仍维持在15%以上。分国家看，美国和英国是电子烟主要消费国家，据《世界烟草发展报告》数据，2017年美国电子烟销售额约46.3亿美元，占全球消费额比重约38%，电子烟渗透率达到13%；英国电子烟销售额约18亿美元，占比约15%，渗透率约4.2%。相比之下，我国电子烟仍处发展早期阶段，2017年电子烟销售额约6.1亿美元，渗透率仅为0.6%，显著低于英美等国水平。

图表26：近年来电子烟销售额增速有所放缓



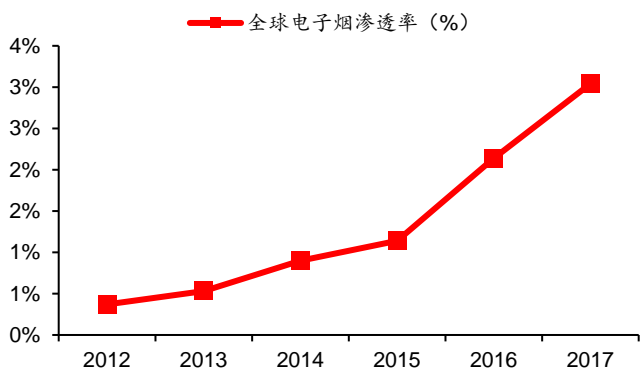
资料来源：Euromonitor，《2018年世界烟草发展报告》，华泰证券研究所

图表27：2017年美国 and 英国是电子烟主要消费国家



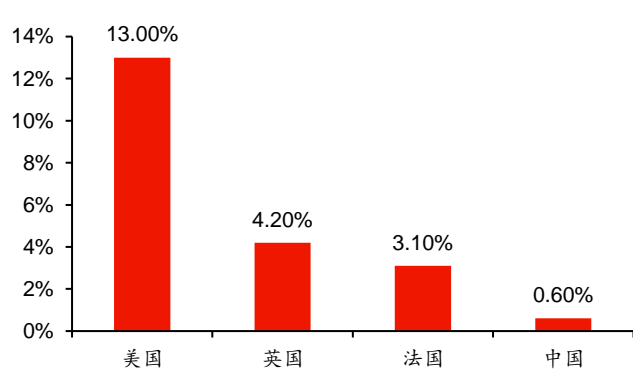
资料来源：Euromonitor，《2017年世界烟草发展报告》，华泰证券研究所

图表28：全球电子烟渗透率不断提高



资料来源：日本烟草官网，华泰证券研究所

图表29：2017年部分国家电子烟渗透率



资料来源：千讯咨询，华泰证券研究所

各国监管政策存在差异。按照各国对电子烟的监管严厉程度，可将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。就目前而言，大多数国家将电子烟视为烟草制品进行监管或禁止含尼古丁电子烟销售。烟草消费大国中，俄罗斯将电子烟视为普通消费品，并没有额外的监管法规，美国及部分欧盟国家将其视为烟草制品管制，印尼与日本则禁止销售含尼古丁的电子烟。我国《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，按照项目计划时间表，若顺利批准年内将会发布。

图表30： 各国电子烟监管政策存在差异

| 监管措施分类 | 国家或地区 |
|------------------|--|
| 视为烟草制品 | 英国、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 |
| 视为医药产品 | 丹麦、加拿大、瑞典、菲律宾、比利时、南非、智利、新西兰 |
| 视为普通消费品 | 俄罗斯、中国、巴基斯坦、乌克兰 |
| 禁止电子烟（含尼古丁）销售 | 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、日本 |
| 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：Euromonitor，上海新型烟草制品研究院，华泰证券研究所

目前市面上的主要电子烟品牌有JUUL Labs的JUUL、奥驰亚MarkTen、雷诺烟草的Vuse、日本烟草Logic以及帝国烟草BluE-cigs等。

图表31： 全球主要电子烟品牌简介

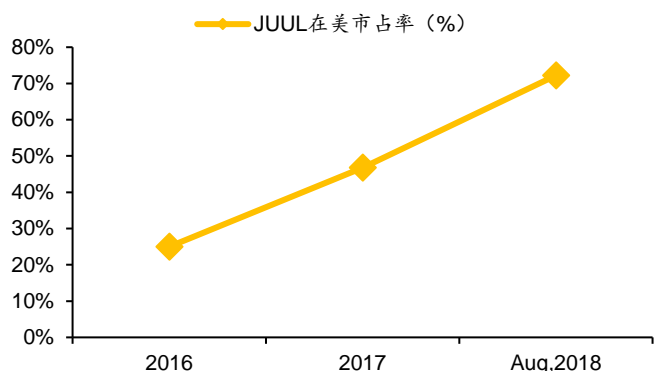
| 品牌 | 所属公司 | 上市时间 | 简介 | 产品图 |
|------------|---------------------------|-------|--|---|
| JUUL | JUUL Labs | 2015年 | JUUL电子烟没有按钮开关，直接放进嘴里即可开始吸烟，其燃烧温度、尼古丁盐和强度均可调节，以满足不同烟民的习惯。其烟弹包含8种口味，每个烟弹包含0.7毫升重量为5%的尼古丁，约相当于1包香烟。 |  |
| Mark Ten | 奥驰亚 | 2014年 | MarkTen电子烟轻便便携，烟嘴银环设计、烟嘴上四个孔的设计，使其外观和产生的烟雾更类似于传统香烟；烟弹包括夏日激情、冬日薄荷、经典、薄荷醇四种口味。 |  |
| Vuse | RJ Reynolds Vapor Company | 2012年 | Vuse目前主要有Solo和System两大系列产品，其特点在于1)蒸汽量大；2)电池寿命较好，可支持设备持续使用8小时。 |  |
| Logic | 日本烟草 | 2010年 | “Logic Pro”提供一触式操作，烟弹胶囊容易填充，智能锁防止意外启动使用、携带便利；“Logic Power”具备简单扭转和锁定系统，无需按钮或开关即可快速组装使用，每一烟弹可提供多达300次蒸汽吞吐；“Logic LQD”独家创新型双线圈&烟油传送设计，易于填充。 |  |
| Blu E-cigs | 帝国烟草 | 2009年 | Blu Plus可充电使用，与果汁公司合作生产烟油，烟油口味丰富，尼古丁含量在6-16毫克不等。烟盒简约，烟具手感略重，与雪茄手感更为相似。 |  |

资料来源：各公司官网，Vapingdaily.com，华泰证券研究所

JUUL: 真烟口感+便携设计, 引领电子烟潮流

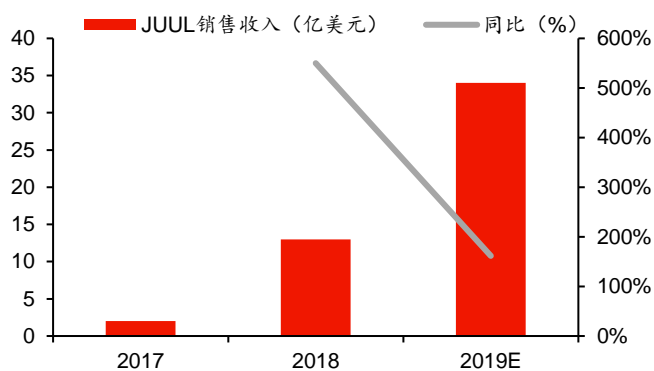
JUUL 是美国电子烟市场的王者。JUUL 电子烟 2015 年面市, 凭借高度还原的真烟口感、携带便携性以及无需频繁充电等优点迅速受到市场欢迎, 开始了一骑绝尘的黑马之路: 2016 年在美国市占率达到 25%, 2017 年达到 46.8%, 2018 年 8 月达到 72.2%, 2018 年销售额突破 10 亿大关达到 13 亿美元, 成为美国电子烟市场主流品牌之一。2018 年 12 月奥驰亚出资 128 亿美元收购其 35% 股权, 以此计算, JUUL 的估值已达到 380 亿美元。

图表32: JUUL 在美国市占率迅速提高



资料来源: Nielson, 华泰证券研究所

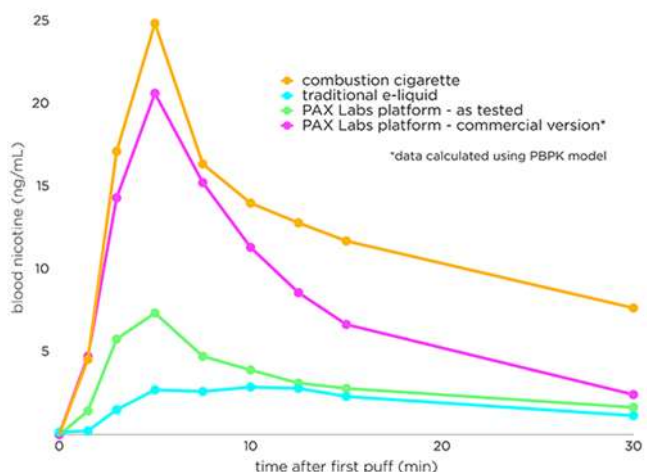
图表33: JUUL 销售收入及同比情况



资料来源: 烟草市场, 华泰证券研究所

最像“真烟”的电子烟——JUUL 成功的关键在于其独特的烟油配方。JUUL 的烟草原料是以尼古丁盐为核心原料的液态尼古丁, 较传统电子烟中的游离式烟碱而言更易为人体吸收, JUUL Labs 的前身 PaX Labs 的一项测试显示, JUUL 的独门配方使得尼古丁进入血液的速度和浓度最大程度地接近传统卷烟, 两者进入血液的尼古丁均是在吸第一口烟后的 5 分钟达到峰值。JUUL 还在原料中加入了苯甲酸, 中和了碱性, 减轻了对喉咙的刺痛感, 可以使入口更为顺滑。JUUL 也因其独特的烟油配方而在其开展的测评中获评为口感最接近传统香烟的电子烟。

图表34: JUUL、传统电子烟和传统香烟的尼古丁吸入曲线



资料来源: Pax Labs, 华泰证券研究所

图表35: JUUL 的烟油配方

丙二醇和甘油 (30 / 60MIX)
(高达70%)
丙二醇和甘油用于产生可见热气的透明液体, 并且通常被医疗、美容和食品工业使用。大多数 (如果不是全部) 电子烟液都含有丙二醇 (PG)。

尼古丁
尼古丁是一种来自烟草植物的兴奋剂。我们使用高度纯化 / USP 级 / 医药级尼古丁。

苯甲酸
苯甲酸是一种天然存在的成分, 存在于烟草和其他物质中。它与尼古丁结合作为我们的尼古丁盐配方的一部分时, 它有助于提供类似香烟的真烟度。

味道
JUUL 口味由天然和人造香料成分组成, 为每种口味提供特定的口味。

资料来源: JUUL 官网, 华泰证券研究所

JUUL 的人性化设计亦是重要卖点。JUUL 的外观形似加长版 U 盘，采用周身无按钮的极简设计，在其烟杆上代表电池电量的指示灯，轻敲两下烟杆，指示灯就会点亮；充电器采用磁吸设计，烟杆接触充电器时即可自动吸附，充电器可使用 USB 接口充电；烟弹即插即用，便携性较高。此外，JUUL 为解决许多电子烟常出现的“烫嘴”问题，专门设计了一套温度调节系统，温度控制得当不会让吸烟者产生不舒适感。

图表36： JUUL 的设计非常人性化



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

JUUL 已筑起自己的专利护城河。JUUL 已在美国获得尼古丁盐制剂专利权，在中国也已开始申请这个专利，目前处于著录事项变更阶段，还没有最终授予。而国内的电子烟公司并不持有尼古丁盐专利，在专利权方面存在一定风险。JUUL 还以尤尔实验室有限公司的名义在中国申请了六项专利，其中两项已获得专利，四项尚在审批中。2018年10月3日，Juil Labs 根据《美国 1930 年关税法》第 337 节规定向美国国际贸易委员会提出申请，主张对美出口、在美进口及销售的特定电子烟侵犯了其专利权，其中便有深圳市锋柏科技有限公司、艺舶电子有限公司等六家中国公司涉诉。JUUL 的全球专利护城河已成为国内电子烟产品必须直面的障碍。

图表37： JUUL 在华申请专利一览

| 专利名称 | 申请号 | 申请人 | 法律状态 |
|--------------------|----------------|-----------|-----------|
| 用于气溶胶装置的烟碱盐调配物及其方法 | CN201480025499 | 派克斯实验公司 | 著录事项变更 |
| 盒子 | CN201830407824 | 尤尔实验室有限公司 | 外观设计专利权授予 |
| 电子蒸发装置的充电装置 | CN201830184963 | 尤尔实验室有限公司 | 外观设计专利权授予 |
| 蒸发器的风速辅助控制 | CN201780061818 | 尤尔实验室有限公司 | 实质审查生效 |
| 按需便携式对流蒸发器 | CN201780050037 | 尤尔实验室有限公司 | 实质审查生效 |
| 具有间隔材料的气雾剂装置 | CN201780038682 | 尤尔实验室有限公司 | 实质审查生效 |
| 无芯汽化装置及方法 | CN201680052300 | 尤尔实验室有限公司 | 实质审查生效 |

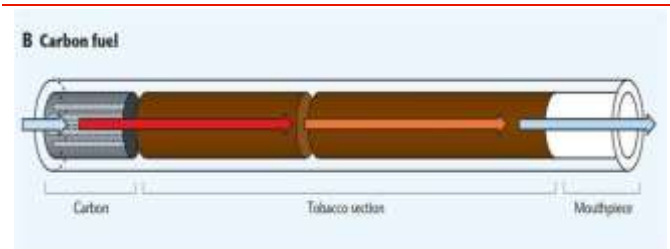
资料来源：国家知识产权局，华泰证券研究所

加热不燃烧烟草制品：增长势头迅猛，IQOS 引领浪潮

技术更新提升使用体验，日本为主要消费市场

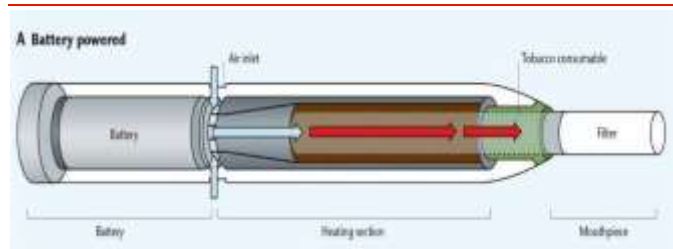
加热不燃烧烟草制品（HNB）的原理是利用外部热源将烟弹里面的烟叶加热到刚好足以散发出香味的程度，在避免产生一氧化碳、焦油等有害物质的同时最大程度还原传统卷烟的香味成分和口感体验。HNB 产品经历了碳加热方式和电加热方式两个发展阶段。早在 1988 年，美国雷诺烟草公司便研发出全球第一款 HNB 产品 Premier，该产品采用的是碳加热方式，但由于存在点燃难度高、口感相对较差、烟支后续处理较为麻烦等问题，在商业化上未能取得成功，并于 1989 年因 FDA 对其限制和将其归类为药物而停止出售。1998 年，菲莫国际研制出第一款电加热式 HNB 产品 Accord，电加热逐渐成为 HNB 产品的主要加热方式。早期 HNB 产品的市场反馈平平，主要原因仍是口感与传统卷烟相去甚远，消费者接受度低。直到 2014 年，菲莫国际推出 IQOS 并迅速风靡日本、韩国、俄罗斯、欧盟等市场。

图表38： 碳加热式 HNB 产品构造图



资料来源：上海新型烟草研究院，华泰证券研究所

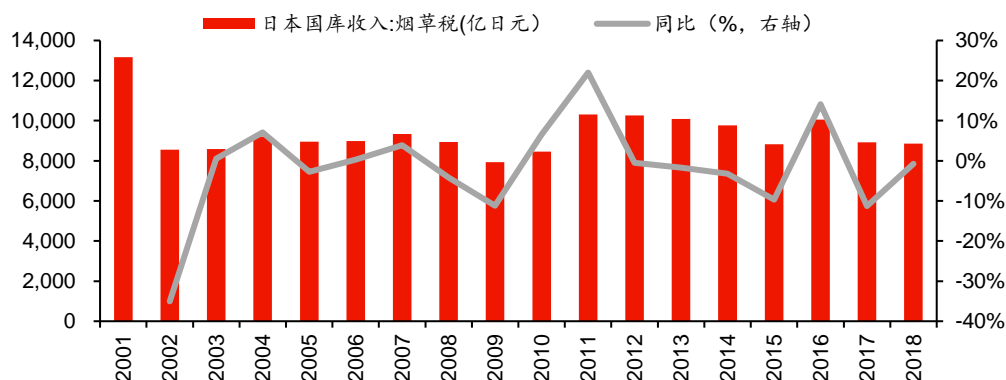
图表39： 电加热式 HNB 产品构造图



资料来源：上海新型烟草研究院，华泰证券研究所

与雾化电子烟相比，HNB 产品在口感体验上更胜一筹，亦符合政府税收的需求。雾化电子烟主要使用的是烟油，已脱离了传统烟草的范畴，而 HNB 烟弹的本质仍为烟草制品，口感体验与传统香烟更为接近，因此也更受传统烟草消费者的认可。此外，由于 HNB 烟弹仍为烟草制品，在烟草监管范畴之内，并不会带来因新型烟草替代传统香烟而使得烟草消费量减少的问题，对烟草利税收入影响相对较小，符合政府税收的需求。以日本为例，目前 IQOS 在日本的市场份额已超过 15%，但日本烟草税收近年来的波动并不大。

图表40： 日本烟草税收情况

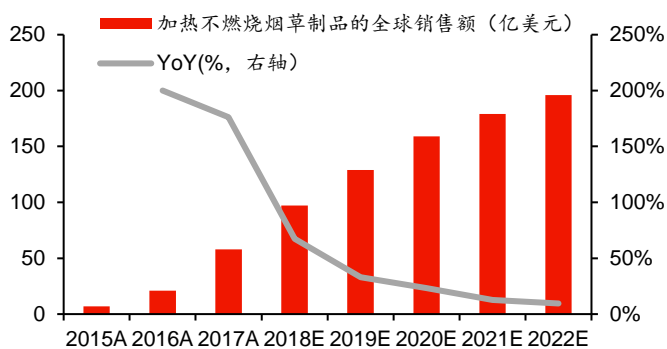


资料来源：Wind，华泰证券研究所

各国对 HNB 产品监管态度存在较大不同。日本宽松的法律环境为加热不燃烧制品提供了发展机遇，迅速成长为当前世界最大的加热不燃烧产品市场；美国对加热不燃烧烟草监管较严格，产品上市需通过 FDA 审核，2019 年 4 月末 FDA 审批通过 IQOS 加热不燃烧烟草上市销售许可；韩国、印度尼西亚均允许加热不燃烧产品销售。

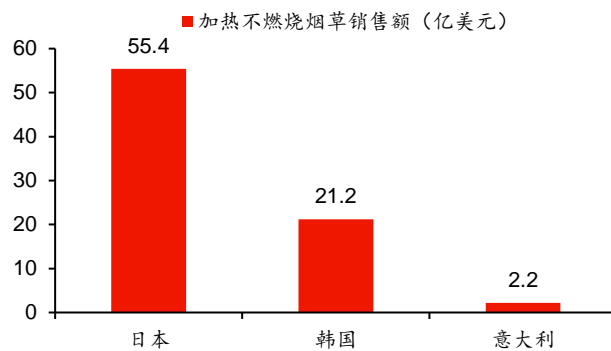
2018年加热不燃烧制品市场规模达到102亿美元，消费市场主要集中在日本。据《2018年世界烟草发展报告》，近年兴起的新型加热不燃烧烟草制品2018年全球销售额达到102亿美元，同比增长104%，Frost & Sullivan预测到2022年全球加热不燃烧烟草制品全球销售额有望达到196亿美元。受制于监管政策，美国新型烟草市场主要以雾化电子烟产品为主；而日本、韩国、德国、波兰等国为当前HNB的主要消费市场，其中日本作为加热不燃烧主流产品IQOS最先投放地，HNB市场发展时间相对较久，市场规模显著高于其他国家，2018年销售额达到55.4亿美元，高出第二位的韩国34.2亿美元。

图表41：加热不燃烧烟草制品市场规模



资料来源：Statista, 华泰证券研究所

图表42：2018年前三大销售国加热不燃烧烟草制品销售额 (亿美元)



资料来源：《2018年世界烟草发展报告》，华泰证券研究所

菲莫国际 IQOS、英美烟草 Glo、日本烟草 Ploom Tech、韩国 KT&G 的 Lil 等为主要 HNB 产品品牌。

图表43：全球主要加热不燃烧烟草品牌简介

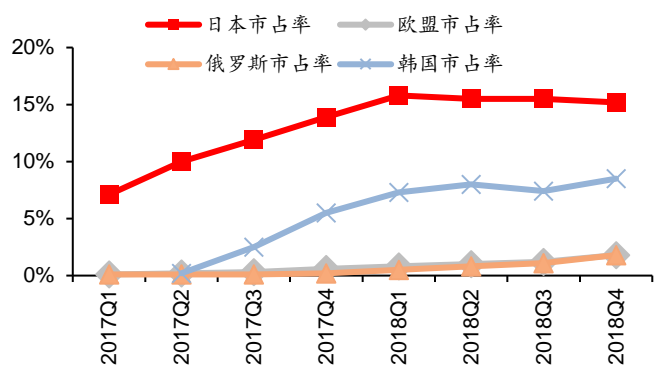
| 品牌 | 所属公司 | 上市时间 | 简介 | 产品图 |
|------------|------|------|---|-----|
| IQOS | 菲莫国际 | 2014 | IQOS 由烟弹、加热烟杆、充电收纳盒组成，通过烟杆将烟弹加热至最高 350 度，从而释放让人上瘾的尼古丁气雾，而不产生对人体有害的焦油、以及烟雾与烟灰。 | |
| Ploom Tech | 日烟国际 | 2017 | Ploom Tech 直接将烟弹放入雾化仓，不是直接加热而是通过雾化后成为液体从烟弹中通过。使用过后的烟弹没有烧伤或者加热之后产生污渍的问题，也因为没有加热和燃烧的原因不会有传统烟的烟臭味。 | |
| Glo | 英美烟草 | 2016 | 拥有电加热型和碳尖加热型两种产品，旗舰产品为电加热型 THP-glo，搭配烟草棒 neo 使用 | |
| Lil | KT&G | 2017 | 采用隐藏式 LED 灯设置，仅在使用时 LED 灯才会亮起；一代和二代产品均采用贯穿加热整根烟弹的圆形加热柱结构，二代采用了双核圆形加热柱，双重加热技术将加热柱受热面积扩大，加热更均匀彻底。 | |

资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

IQOS：全球用户近千万人，FDA 获批美国市场有望迅速成长

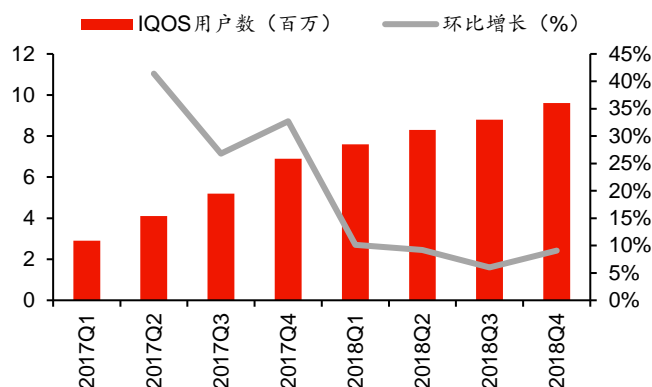
IQOS 是最受欢迎的 HNB 产品。IQOS 自 2014 年推出后广受市场欢迎，截至 2018 年底 IQOS 在销国家达到 44 个，其中在日本、韩国、欧盟、俄罗斯市占率分别达到 15.2%、8.5%、1.7%、1.8%，全球用户数达到 960 万，并于 2019 年 4 月获 FDA 批准在美上市。2018 年 IQOS 设备同比增长 60.3%至 1439 万台，每台设备对应烟弹销售量约 3080 支，呈持续增长趋势；烟弹出货量同比增长 7.9%至 414 亿支。

图表44： IQOS 市场份额



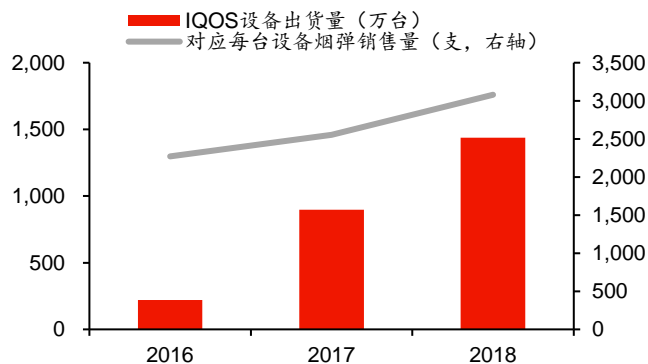
资料来源：菲莫国际，华泰证券研究所

图表45： IQOS 全球用户数达到 960 万



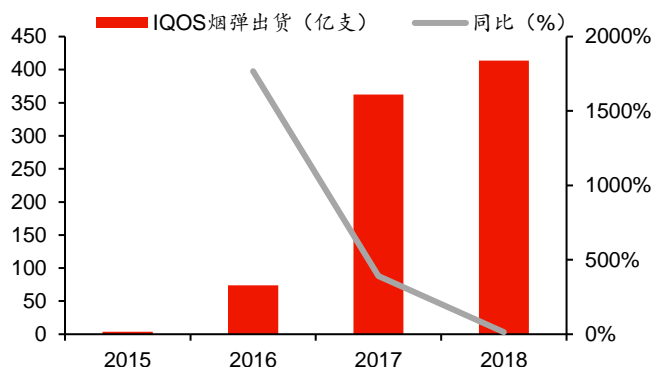
资料来源：菲莫国际，华泰证券研究所

图表46： IQOS 设备出货量及对应每台设备烟弹销售量



资料来源：菲莫国际，华泰证券研究所

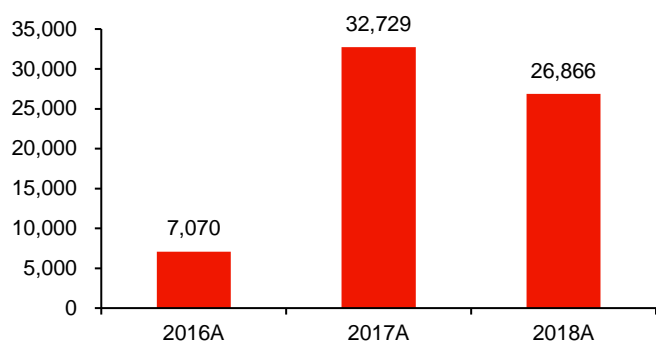
图表47： IQOS 烟弹出货量



资料来源：菲莫国际，华泰证券研究所

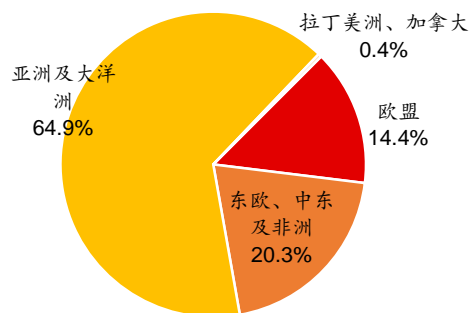
IQOS 在日本一经推出就迅速获得市场欢迎。菲莫国际于 2014 年在日本推出了不产生烟雾并能抑制尼古丁摄入的电子烟 IQOS，由于拓展初期同类替代产品较少，IQOS 借助菲莫国际成熟的销售渠道得到快速拓展市场，成为日本市场最流行的电子烟。根据公司公告，2018 年菲莫国际在亚洲地区加热不燃烧制品销售量达到 269 亿套。后期英美烟草公司于 2016 年末推出的电子烟 glo，日本最大烟草公司日本烟草于 2017 年推出了自行研发的电子烟 ploom，市场竞争有所加剧。根据菲莫国际对日本市场的统计发现截至 2018 年 11 月末日本烟民中新型烟草制品保有率已达到 45.6%，较 2015 年末的 4.3%已有显著提升；2018 年 IQOS 烟弹在日本市占率达到 15.5%，同比提升 4.7pct。

图表48: 菲莫国际加热不燃烧制品亚洲地区出货量(单位:百万支)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表49: 2018年菲莫国际加热不燃烧制品各地区出货量占比情况



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

图表50: IQOS在日本销售渠道



资料来源:公司官网,华泰证券研究所

美国: IQOS 2019年4月获批在美销售,未来市场空间可期。由于使用烟油的电子雾化设备通常不含有烟草成分,因此受烟草管限制较小,蒸汽式电子烟早期顺利登陆美国市场,并由于危害性更小、具备较强的娱乐性(能够迅速产生大量烟雾,在“烟圈”群体中迅速受到欢迎)在美国迅速流行;而 HNB 产品主要原料仍为烟草制品,属于食品药品监督管理局(FDA)管辖范围,由于目前尚无法证实其减害效果,IQOS 等加热不燃烧产品在美上市销售需要经较为严格的审批。

近年来,菲莫国际等烟草企业一直在为加热不燃烧产品进入美国市场而努力,2016年以来公司提交了 IQOS 的 PMTA (Pre-market Tobacco Product Application) 与 MRTP (Modified Risk Tobacco Product) 两类申请材料。PMTA 即烟草产品销售许可,通过后烟草产品可在美国上市销售;而 MRTP 申请则基于产品减害属性,FDA 将结合烟草专家及公众意见综合评定,通过该认证后新型烟草产品可以“减害烟草产品”进行宣传,同时税率将大幅降低。2019年4月30日,FDA 宣布正式批准 IQOS 的 PMTA 申请,允许 IQOS 加热不燃烧烟草设备及相关烟弹产品(万宝路加热棒、万宝路丝滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒)在美国市场销售。

我们认为,IQOS 的 PMTA 申请获批有望打开 IQOS 在美国市场,凭借 PMI 集团的强大销售渠道和万宝路的品牌号召力,IQOS 在美市场有望迎来高速增长。此外,IQOS 的 PMTA 申请获批还对 HNB 产品的全球渗透具有示范性作用,这对于其他 HNB 产品申请上市和 HNB 产品在全球范围内的推进将大有裨益。

图表51：美国 IQOS 销售许可证申请进度

| 时间 | 相关进度 |
|----------|--|
| 2016年12月 | PMI 向 FDA 提交了寻求 IQOS 上市许可的 MRTP (, 减害烟草产品) 文件, 与 PMTA (, 烟草上市前申请) 路径不同, MRTP 要求制造商向 FDA 证明该产品对公众的健康危害小于传统香烟。 |
| 2017年3月 | PMI 向美国 FDA 烟草产品中心提交 PMTA 申请, PMTA 与 MRTP 相独立, PMTA 是在美国商业化新烟草产品的先决条件, 结果将决定 IQOS 的营销许可。 |
| 2017年5月 | FDA 正式接受并提交 PMI 的 MRTP 申请 |
| 2017年8月 | FDA 完成对 PMTA 的初步审查, 并接受了 PMI 的实质性审查申请 |
| 2018年1月 | PMI 向 FDA 的 TPSAC (烟草产品科学咨询委员会, 仅提供咨询服务, 无批准权) 提交了 IQOS 的 MRTPA 文件, 但 TPSAC 认为 PMI 提交的 MRTP 文件未能提供足够的证据以支持该产品对公众的健康危害小于传统香烟的主张, 认为美国的烟民转向 IQOS 的可能性很低, 并认为 IQOS 的广告和包装存在误导性倾向, 未能充分告知消费者产品的风险。 |
| 2019年2月 | IQOS MRTP 审核处于公众评论阶段, 窗口于 2月11日关闭, 后续 FDA 将给予审核结果。 |
| 2019年4月 | 4月30日, FDA 宣布正式批准 IQOS 的 PMTA 申请, 允许 IQOS 加热不燃烧烟草设备及相关烟弹产品 (万宝路加热棒、万宝路丝滑薄荷加热棒和万宝路新鲜薄荷加热棒) 在美国市场销售。FDA 承认 IQOS 相对传统香烟的少危害性及可替代性——其产生的有害物质水平低于传统香烟, 但可提供接近传统香烟的尼古丁水平, 同时亦对其营销进行了严格限制, 要求所有包装标签和广告要包含关于尼古丁成瘾性的警告, 必须向 FDA 通报其广告计划和限制青少年获取接触该产品的计划等。 |

资料来源: FDA 官网, 《Tobacco Control 2018》, 华泰证券研究所

美国市场与日本市场存在差异。一方面, IQOS 在美国市场的渠道更具优势, 可以凭借奥驰亚在美 23 万家零售渠道迅速铺货, 而且美国烟民数量多于日本烟民, 作为全球最成熟的电子烟市场, 烟民对新型烟草制品的接受度较高, 这些都是有利于 IQOS 迅速在美打开局面的因素; 但在另一方面, 日本市场禁售电子烟, IQOS 作为 HNB 产品在日本销售具有天然优势, 而美国市场此前没有 HNB 产品上市, 以烟油式产品为主, IQOS 在消费者教育、口碑树立等方面尚需时间和金钱的投入。

IQOS 在日本的成功除了其自身的产品优势外, 还得益于其他四方面的优势: 品牌、定价、渠道和文化。品牌方面, 菲莫国际在日本市场的烟弹以公司最具知名度和品牌号召力的万宝路品牌命名, 在品牌营造方面已占得先机。定价方面, IQOS 的售价为 9980 日元 (约合人民币 650 元), 烟弹一包 20 支装的售价为 460 日元 (约合人民币 30 元), 与日本国内市场的卷烟价格相当, 而且能提供传统卷烟所不能提供的多种口味。渠道方面, IQOS 在日本的销售渠道实现了线上和线下的全覆盖, 除了利用菲莫国际现有便利店、零售店销售渠道外, 还在草根营销平台和电子商务平台上销售。此外, 菲莫国际为进一步拉近与消费者的距离, 还开设了 IQOS 旗舰店——IQOS Embassies, 消费者可以到店内直接体验 IQOS 产品, 亦可对 IQOS 进行详细咨询和享受高品质的售后服务。文化方面, IQOS 在吸食过程中不会产生烟雾, 不会对他人造成困扰, 与日本文化中不打扰他人的传统相契合。

IQOS 的专利壁垒是其核心优势，并开始在国内展开知识产权维权。截至目前，IQOS 关于加热不燃烧的核心专利均已在国内获得专利权，主要为以下五项专利：用于气雾产生装置的提取器、包括至少两个单元的电加热的发烟系统、具有改进的加热器的电加热的发烟系统、用于控制电气烟雾生成系统中烟气成分的形成的方法、加热式气溶胶产生装置及产生特性一致的气溶胶的方法。同时，菲莫国际已开始在国内展开知识产权维权，主要围绕电子烟外观设计专利权和发明专利权两项专利权两方面，根据蓝洞新消费的报告，国内已有超过 5 家生产加热不燃烧产品的电子烟企业被起诉。由于 IQOS 的专利均涉及 HNB 的关键技术，如何绕开 IQOS 的专利壁垒预计将是未来国内电子烟企业出海的关键问题之一。

图表52： IQOS 在华核心专利

| 专利名称 | 专利号 | 申请人 | 法律状态 |
|--------------------------|----------------|------------|------|
| 用于气雾产生装置的提取器 | CN201280063987 | 菲利普莫里斯生产公司 | 授权 |
| 包括至少两个单元的电加热的发烟系统 | CN201180062601 | 菲利普莫里斯生产公司 | 授权 |
| 具有改进的加热器的电加热的发烟系统 | CN201080048977 | 菲利普莫里斯生产公司 | 授权 |
| 用于控制电气烟雾生成系统中烟气成分的形成的方法 | CN200980110074 | 菲利普莫里斯生产公司 | 授权 |
| 加热式气溶胶产生装置及产生特性一致的气溶胶的方法 | CN201380037681 | 菲利普莫里斯生产公司 | 授权 |

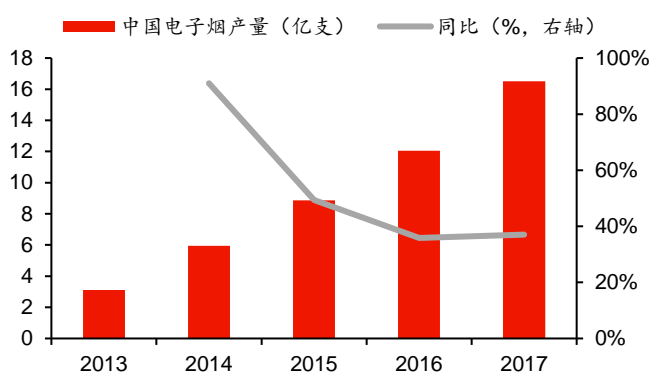
资料来源：国家知识产权局，华泰证券研究所

国内市场：监管政策有望年内出台，行业有序成长可期

监管政策逐渐明朗，行业发展空间广阔

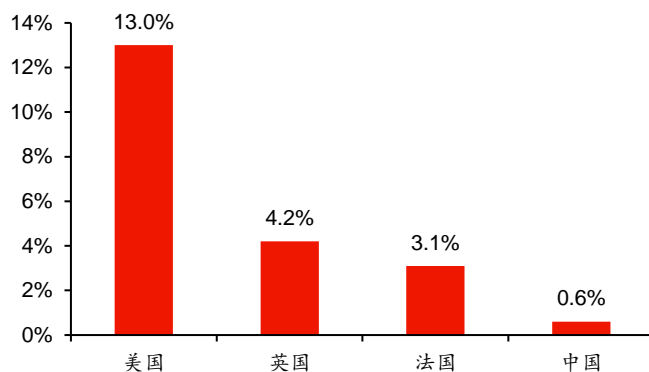
中国为电子烟主要生产地与出口国，但电子烟渗透率仍然较低。中国是电子烟主要生产与出口国，据千讯咨询数据，2017年我国电子烟产量达到16.5亿支，同比增长37%，2013-2017年CAGR达40%，但由于国内监管限制，中国所生产的电子烟约有90%销往海外。我国电子烟市场仍处在培育阶段，截至2017年我国电子烟渗透率仅为0.6%，与美英等国相比仍然较低，电子烟市场规模与国内超万亿的传统卷烟市场相比仍然较小。

图表53：我国是电子烟重要生产国，电子烟产量快速上升



资料来源：千讯咨询，华泰证券研究所

图表54：2017年部分国家电子烟渗透率情况



资料来源：千讯咨询，华泰证券研究所

电子烟国家标准有望年内出台，有助于行业规范化发展。2019年7月22日，国家卫健委表示电子烟的危害问题应该引起高度重视，目前国家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。国家标准信息公共服务平台显示，目前电子烟国家强制性标准制定已进入“批准”阶段。电子烟国家标准制定计划于2017年10月立项，由中国烟草标准化研究中心、中国烟草总公司郑州烟草研究院、国家烟草质量监督检验中心、上海新型烟草制品研究院等单位联合起草，根据项目周期24个月推算，我们预计电子烟国家标准有望于年内出台。

图表55：电子烟国家标准制定进入批准环节



资料来源：国家标准信息公共服务平台，华泰证券研究所

目前，我国电子烟监管处于“无产品标准、无质量监管、无安全评估”的“三无”状态，国家标准出台后有望为电子烟监管提供技术依据，在保护消费者健康、减少新型电子烟产品对未成年人危害的同时防止国家财税的流失。从电子烟制造企业角度看，国家标准出台后企业有望合法销售新型烟草制品，行业步入规范化发展阶段，具备电子烟制造技术与研发优势的企业有望受益。

加热不燃烧烟草方面，我国明确将 HNB 产品烟弹纳入烟草专卖局监管。2017 年 5 月国家烟草专卖局发布的《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。我国不允许 HNB 产品在国内销售。但 HNB 产品的配套烟具尚无相应监管法规，可在国内流通销售。

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

图表56：国家烟草总局明确提出继续深化新型烟草制品创新改革

| 政策方向 | 主要内容 |
|-------------------|--|
| 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，华泰证券研究所

消费者需求、税收、技术储备三大因素加速新型烟草监管放开

我们认为当前有几大因素推动国内新型烟草监管加速放开：

1) 首先，全球控烟趋势下各国对烟草行业政策不断趋严，烟草产品减害是卷烟行业发展的必然趋势。加热不燃烧产品一方面符合消费者对于减害的需求，另一方面因为体验与传统卷烟更为相似，更易被消费者接受。我国严禁电子烟销售使得近年来诸多消费者通过代购等方式购买 IQOS 等新型烟草产品及烟弹，2018 年以来宁波、温州、绍兴、上海等地走私及非法贩卖电子烟案件频发，客观上反映了消费者对于加热不燃烧等新型烟草产品的需求。

图表57：2018 年以来走私及非法贩卖电子烟案件频发

| 时间 | 地区 | 案件主要内容 |
|------------|----|--|
| 2018 年 1 月 | 宁波 | 宁波公安部门联合市烟草专卖局，破获全国首例部督特大新型卷烟非法经营案，抓获犯罪嫌疑人 13 名，涉案金额上亿元。 |
| 2018 年 1 月 | 上海 | 公安机关从犯罪嫌疑人苟某及其同伙处查获 IQOS 卷烟共计 2000 余条，初步估算价值共计 340000 余元。 |
| 2018 年 5 月 | 温州 | 瓯海警方联合温州市烟草专卖局侦破一起非法经营烟草案件，查获 IQOS 卷烟 2000 多条，涉案价值高达 2000 万元 |
| 2018 年 6 月 | 绍兴 | 绍兴警方破获一起特大互联网销售加热不燃烧卷烟案件，抓获犯罪嫌疑人 19 名，涉案金额超过 6000 万元 |

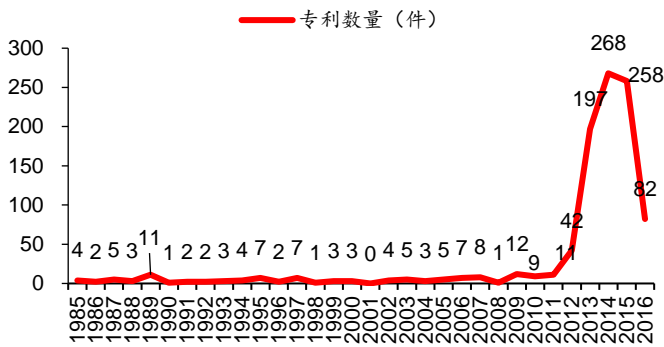
资料来源：浙江在线，中国香烟网，华泰证券研究所

2) 其次，加热不燃烧制品烟弹仍为烟草制品，并不会带来因新型烟草替代传统香烟而使得烟草消费量减少的问题（早期蒸汽式电子烟以烟油为主要原料，对烟草消费具有一定替代性），对烟草利税收入影响相对较小。从日本发展经验看，后期随着新型烟草渗透率提高、对烟草税收影响程度提升后，政府仍可通过提高新型烟草制品税收的方式应对烟草税收下滑的情况。

3) 最后，中烟集团各大子公司近两年持续加大新型烟草研发力度，反映出国内政策态度较为明朗。据《烟草科技》数据，截至2016年末，云南中烟、湖北中烟等中烟子公司在加热不燃烧领域专利数量仅次于菲莫国际，企业已具备较为充分的设计与制造技术储备。

我国在新型烟草方面的技术储备丰富。据《烟草科技》数据，截至2016年末，云南中烟、湖北中烟等中烟子公司在加热不燃烧领域专利数量仅次于菲莫国际，企业已具备较为充分的设计与制造技术储备。

图表58：1985年-2016年各年度加热不燃烧型卷烟专利申请数量情况



资料来源：《烟草科技：国内加热不燃烧型卷烟专利技术统计分析》，华泰证券研究所

图表59：各申请人加热不燃烧型卷烟专利数量（截至2016年末）

| 申请人 | 发明专利 | 实用新型专利 | 外观设计专利 | 专利总量 |
|---------|------|--------|--------|------|
| 菲莫国际 | 136 | 0 | 5 | 141 |
| 云南中烟 | 49 | 43 | 7 | 99 |
| 湖北中烟 | 41 | 39 | 0 | 80 |
| 川烟中烟 | 40 | 24 | 0 | 64 |
| 湖南中烟 | 28 | 29 | 2 | 59 |
| 上海烟草 | 17 | 17 | 2 | 36 |
| 雷诺士烟草 | 36 | 0 | 0 | 36 |
| 广东中烟 | 17 | 17 | 0 | 34 |
| 浙江中烟 | 19 | 12 | 0 | 31 |
| 中国烟草总公司 | 15 | 15 | 0 | 30 |
| 英美烟草公司 | 27 | 0 | 0 | 27 |
| 合元科技 | 4 | 20 | 1 | 25 |
| 劲嘉科技 | 7 | 12 | 0 | 19 |
| 河南中烟 | 8 | 10 | 0 | 18 |
| 日本烟草公司 | 15 | 0 | 0 | 15 |
| 安徽中烟 | 10 | 5 | 0 | 15 |
| 贵州中烟 | 11 | 2 | 0 | 13 |
| 凌克维尔 | 6 | 4 | 1 | 11 |
| 豫馨电子科技 | 1 | 9 | 1 | 11 |

资料来源：《烟草科技：国内加热不燃烧型卷烟专利技术统计分析》，华泰证券研究所

产品加速推出，国内市场逐步打开

雾化电子烟：自主品牌陆续上市

目前，国内自主电子烟品牌如 RELX（悦刻）、LINX（灵犀）、foogo、鲸鱼轻烟、MOTI（魔笛）等均有产品在售。据蓝洞新消费《京东 618 全球年中购物节电子烟战报》，2019年6月18日当日京东平台电子烟成交额同比增加 5.6 倍，电子烟（烟杆）成交数量同比增加 6 倍，烟弹成交数量同比增加 3.3 倍。电子烟正成为资本争相角逐的新宠儿，悦刻、MOTI 等品牌均是在 2018 年成立的，鲸鱼轻烟更是成立于 2019 年 1 月的新品牌。

RELX 悦刻：隶属于雾芯科技有限公司。公司成立于 2017，创始团队来自 Uber、OPPO、华为、中科院、欧莱雅、宝洁，主营业务是 RELX 悦刻品牌电子烟的研发、设计和销售，2018 年 6 月完成首轮 3800 万人民币融资，由源码资本领投、IDG 跟投。RELX 定位换弹雾化电子烟，主打更健康、无烟味、无烟灰、提神等特性，采用有机尼古丁盐（苯甲酸尼古丁盐、乳酸尼古丁盐），烟弹主打劲爽薄荷、经典烟草、热带水果等口味，并创造性推出绿豆冰棒、冻柠檬茶、夏日青芒等中国特色口味。销售额方面，悦刻位居“京东 618”电子烟品牌和京东自营店铺销售额两个排行榜榜首，根据蓝洞新消费数据，2019 年初，悦刻月销售额约 4,000 万。销售渠道方面，悦刻线上覆盖微信商城、天猫、京东、拼多多等平台，线下覆盖全国超过 120 个城市、合作授权网点 300 家（截至 2019 年 1 月）。

图表60: 悦刻品牌产品



资料来源：悦刻官网，华泰证券研究所

LINX 灵犀：隶属于北京新有灵犀科技有限公司。公司成立于2016年9月，由前同道大叔CEO章晋源、微媒控股集团CEO李岩等新媒体人创办。公司电子烟品牌灵犀 LINX 于2019年1月27日正式开启预售，45分钟内销量突破1000支、45小时销量超过5000支，并位列京东618销售额排行榜第六。灵犀品牌目前已推出三款定位不同的产品，以满足消费者的不同需求，包括减害金属电子烟套装、一次性小烟、换弹式雾化电子烟套装，以及配套非一次性产品的替换烟弹产品。

图表61: 灵犀品牌产品



资料来源：灵犀官网，华泰证券研究所

MOTI 魔笛：隶属于深圳雷炎科技有限公司。公司成立于2018年11月，其母公司MAGMA是美国电子烟行业知名企业。MOTI是MAGMA推出的可换弹小烟产品，并于2019年正式进入中国。MOTI电子烟目前已经获得了真格基金Pre-A轮1000万美金投资，这笔资金将主要用于“MOTI 魔笛”、“MOJO 魔即”两款即吸式电子烟产品的研发与品牌营销。销量方面，MOTI位列2019年“京东618”总成交额第三、自营店铺成交额第二。

图表62: 魔笛品牌产品



资料来源: MOTI 官网, 华泰证券研究所

鲸鱼轻烟: 隶属于杭州鲸鱼烟网络科技有限公司。公司创始人邱懿武曾参与集成吊顶、平衡车、电单车等行业最早的产品开发, 工业设计经验丰富, 于2019年1月创建鲸鱼烟, 并全资收购杭州轻烟科技公司, 正式推出“Wel 鲸鱼轻烟”系列产品。鲸鱼轻烟采取自主设计产品+工厂代工的模式, 已推出三款电子烟产品, 包括水果味一次性小烟、max7 换弹雾化轻烟、Wel pro 换弹小烟以及 Wel romio 雾化电子烟, 产品价位自 39 元至 1099 元不等, 满足不同消费人群的需求。目前公司已完成 Pre-A 轮千万元人民币的融资, 公司估值过亿。

图表63: 鲸鱼轻烟品牌产品



资料来源: 鲸鱼轻烟京东旗舰店, 华泰证券研究所

foogo: 隶属于劲嘉股份全资子公司深圳因味科技有限公司。公司成立于2018年9月, 由劲嘉股份和北京米物科技合资创立, 旗下品牌 foogo 主打中高端市场, 并于6月13日发布了 foogo K 系列产品, 目前在京东商城有售, 售价 199 元。其烟油由 foogo 与云南中烟技术中心联合研制, 主要成分为食用级甘油、食用级丙二醇、食用香精和果蔬提取物, 在抽吸过程中不产生焦油、一氧化碳、无燃烧致癌物; 续航强劲, 满电状态下续航长达 24 小时。

图表64: Foogo K 电子烟产品



资料来源: foogo 京东旗舰店, 华泰证券研究所

加热不燃烧: 中烟旗下已有产品销往海外, 产业资本积极布局

中烟旗下已有 HNB 产品主要销往海外。目前, 部分中烟公司已推出了自主研发的加热不燃烧产品, 产品主要销往海外可合规销售新型不燃烧产品的地区。四川中烟推出的“宽窄功夫”烟具烟弹产品于 2017 年末登陆韩国市场并取得较好的销售成绩; 云南中烟生产的“webacco+MC”于 2018 年 4 月销往韩国市场, 后续有望逐步登陆柬埔寨、俄罗斯等国; 广东中烟推出的 MU+、ING 加热不燃烧电子烟, 2018 年 7 月出口至老挝上市。

中烟子公司新型烟草产品出口主要依靠中烟集团子公司中烟国际, 据中烟国际招股说明书, 中烟国际自 2018 年 5 月开始进行新型烟草制品的出口和销售, 截至 2018 年底公司新型烟草出口业务实现收入 169 万港元 (主要为川烟的“宽窄”产品)。根据中烟国际发展计划, 其作为中国烟草总公司向全球出口及销售新型烟草制品的独家运营实体, 将利用其在海外市场的销售渠道, 进一步加大新型烟草制品销售力度。我们认为具备新型烟草生产专利及烟弹生产资格的中烟公司有望首先受益, 而在新型烟草研制过程中具备专利技术、已与中烟公司建立良好关系的企业有望成为电子烟具、外包装等相关配套产品供应商, 同样受益于新型烟草产品的出口。

图表65: 中烟集团子公司在新型烟草领域的拓展情况

| 公司 | 在新型烟草领域拓展情况 |
|------|--|
| 四川中烟 | 宽窄功夫加热不燃烧电子烟, 2017 年底出口至韩国市场销售 |
| 云南中烟 | Webacco+MC 加热不燃烧电子烟, 2018 年 4 月登陆韩国市场销售 |
| 广东中烟 | MU+、ING 加热不燃烧电子烟, 2018 年 7 月出口至老挝上市 |
| 湖北中烟 | 具备化学加热低温卷烟、辊压法加热不燃烧再造烟叶的制备方法及其应用等相关专利 |
| 湖南中烟 | 2016 年全球首创“超声雾化电子烟”亮相, “超声烟(U-sonicig)”技术实现了中国烟草企业对电子烟雾化技术的专利突破。 |
| 山东中烟 | 具备可调式烟草物料加热器等相关专利 |
| 贵州中烟 | 具备新型卷烟红外加热技术等相关专利 |

资料来源: 烟酒行网, 华泰证券研究所

图表66：中烟集团新型烟草产业链布局路径

| 时间 | 参与主体 | 事件 |
|----------|---------------------------------|--|
| 2008年 | 国家烟草专卖局、湖北中烟、上海烟草集团、 郑州烟草研究院 | 以科研项目形式开展新型烟草制品研究 |
| 2013年 | 国家烟草专卖局 | 成立新型烟草制品工作领导小组，全面统领行业 新型烟草制品发展 |
| 2014年 | 国家烟草专卖局 | 启动新型烟草制品研制重大专项 |
| 2015年6月 | 国家烟草总公司、上烟集团 | 成立上海新型烟草制品研究院，负责承担新型烟 草制品的基础性、关键性、前瞻性技术研究 |
| 2015年12月 | 国家烟草专卖局、山东中烟 | 成立烟草行业新型烟草制品装备工程研究中心， 提升装备保障能力 |
| 2016年 | 云南中烟 | 成立云南中烟技术中心深圳研发平台 |

资料来源：中国烟草网，华泰证券研究所

产业资本积极布局新型烟草业务。2018年8月，劲嘉股份子公司劲嘉科技与小米旗下生态链企业北京米物科技设立合资公司嘉物科技；10月，劲嘉科技与云南中烟下属新型烟草制品企业华玉科技设立合资公司，共同推进新型烟草的研发销售。集友股份与安徽中烟合作，共同进行新型烟草与配套制品的研发。东风股份与顺灏股份合资设立上海绿馨共同研发电子烟，公司推出的IQOS兼容烟具MOX Edge已于2017年在日本上市。2018年11月，上海绿馨收购柬埔寨卷烟制造商SINO-JK100%的股权。

投资建议：两大方向寻找产业链投资机会

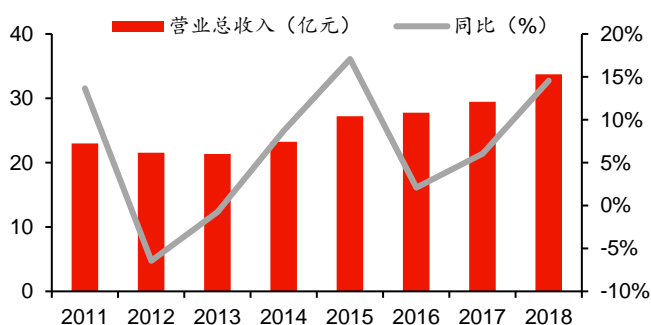
我国实行烟草专卖制度，中烟公司在国内烟草市场具有垄断地位，目前中烟公司在新型烟草产业链中的研发、装备和产品等方面均有布局，考虑到加热不燃烧制品烟弹仍为烟草制品，我们认为未来若政策放开，国内新型烟草产业更有可能会以中烟公司为核心发展，与中烟公司长期合作的产业链企业有望从中受益。重点推荐烟标行业龙头劲嘉股份，建议关注与安徽中烟、云南中烟、陕西中烟有稳定合作关系的集友股份。

我国是全球最大的电子烟生产制造基地，华南地区集中了全球约90%的电子烟生产产能，国内生产的电子烟产品主要以“采购+生产”的OEM/ODM模式销往国外。目前，菲莫国际、日本烟草等国际烟草巨头在新型烟草赛道上风头正劲，上游供应商企业亦可从中受益，建议关注IQOS精密塑胶件供应商盈趣科技、电子烟ODM龙头麦克韦尔及其控股股东亿纬锂能。

劲嘉股份：烟标行业龙头，积极布局新型烟草制品

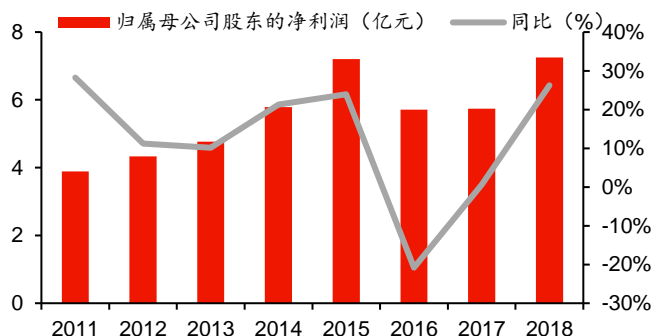
劲嘉股份成立于1996年10月，2007年于深交所中小板市场上市，是我国烟标行业的领军企业之一，连续多年获得中国印刷企业百强第一名。公司在烟标业务稳步发展基础上，积极拓展高档白酒、电子产品等消费包装，同时引入复星安泰作为战略投资者、进军大健康产业，不断丰富企业收入来源。目前，公司在全国布局共有30余家，业务范围覆盖全国，是位居行业前列的大型综合包装产业集团。

图表67：劲嘉股份营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

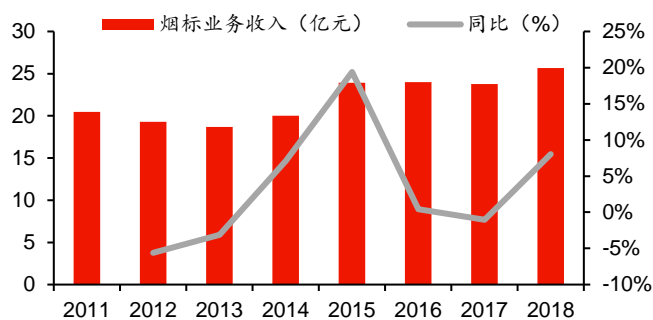
图表68：劲嘉股份归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

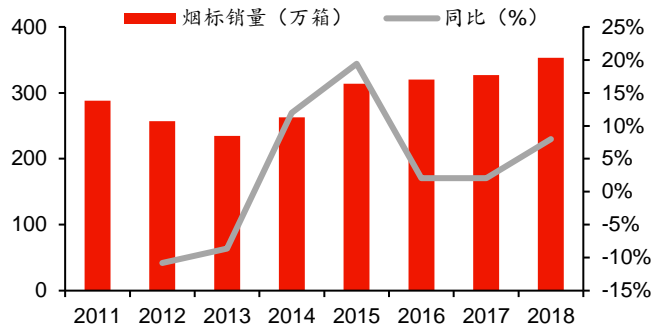
烟标行业龙头，主业优势显著。尽管近年来我国控烟政策有所趋严、卷烟销量有所下降，但在行业集中度逐步提升、产品结构不断优化等因素影响下，劲嘉股份烟标业务收入规模较为稳定，2018年公司烟标销量达353万箱，同比增长8%；烟标业务实现收入为25.7亿元，同比增长8.1%，近五年CAGR达7%。

图表69：劲嘉股份烟标业务收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70：劲嘉股份烟标销量及增速情况



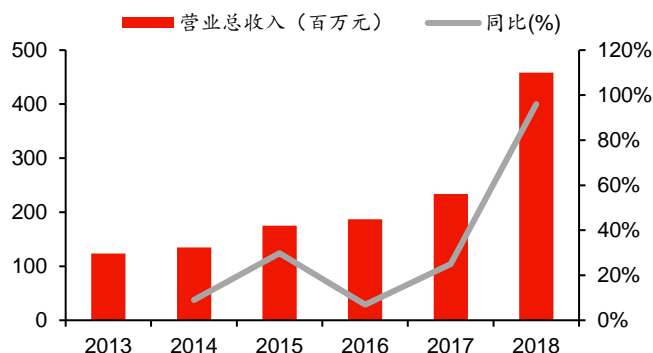
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

积极培育新型烟草产业，携手合作伙伴共同发展。公司积极布局新型烟草产业，目前已与云南、上海、河南等中烟公司开展合作，并形成了一定专利技术积累，截至2018年10月公司已获得低温不燃烧领域有效专利总数40项。未来公司仍将不断加大自主研发力度，继续配合中烟公司等客户进行新型烟草制品的产品研发，做好相关技术预研与产品储备；进一步深化与云南中烟的战略合作，推进双方品牌及联合品牌产品的生产及销售；依靠因味科技各股东方的综合优势，在符合当地相关政策的前提下，争取推出具有市场影响力的新型烟草器具制品，并实现良好的销售，培育公司利润新增长点。

集友股份：携手安徽中烟、昆明旭光进军新型烟草

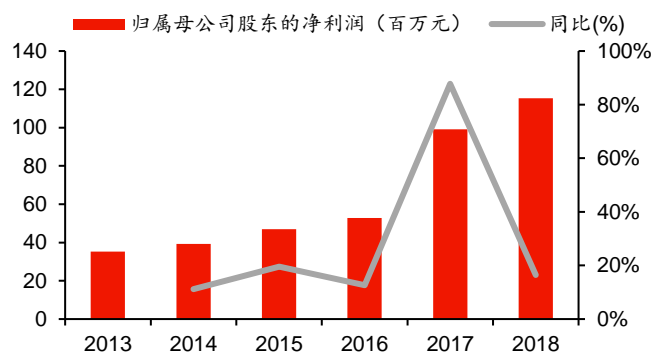
集友股份成立于1998年，目前已成长为国内烟用接装纸龙头企业。公司以烟用接装纸的研发、生产与销售为主要经营方向。2017年公司新建烟标生产线，2018年公司并购大风科技，烟标业务成为公司利润的新增长点。2018年公司实现营收4.6亿元，同比增长96%；实现净利润1.2亿元，同比增长16%。

图表71：集友股份营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

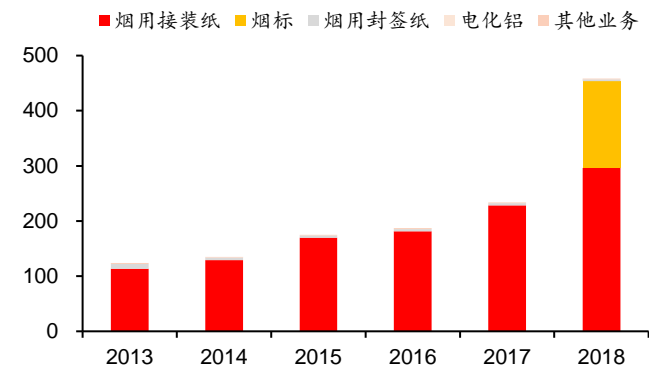
图表72：集友股份归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

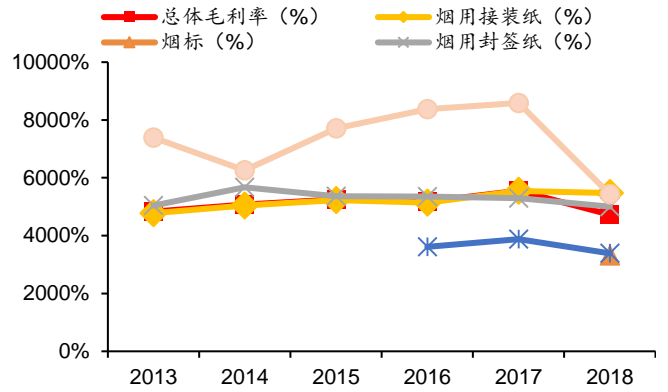
2018年，集友股份中标安徽中烟、云南中烟、陕西中烟烟标产品，实现营收1.57亿元，占公司营收34.3%，公司现有烟标产能50万箱，有望于2020年达到245万箱。随着公司新建产能投产、原有烟用接装纸客户转化为烟标客户，烟标业务有望成为公司新利润增长点。

图表73: 集友股份分业务营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表74: 集友股份分业务毛利率 (%)



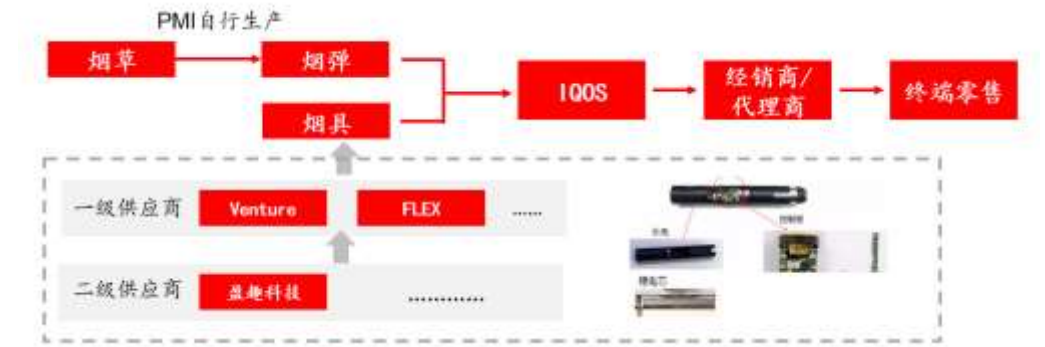
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

携手安徽中烟、昆明旭光进军新型烟草。2017年10月, 公司与安徽中烟签订合作协议, 共同布局新型烟草研发。2018年11月, 公司与昆明旭光共同投资设立集友广誉, 并将其作为公司新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究与资源集成与整合平台, 提供整体技术解决方案、技术集成及相关技术服务。

盈趣科技: IQOS 精密塑胶件二级供应商

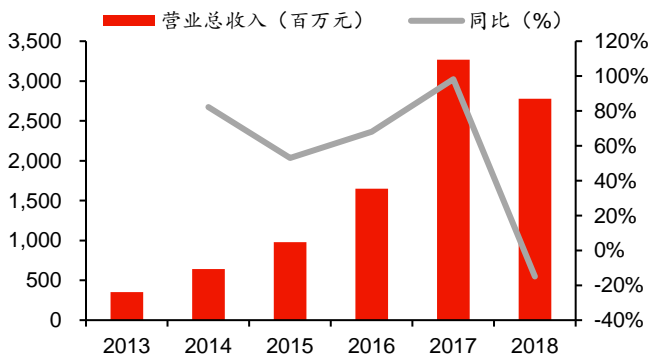
公司成立于2011年5月, 2018年1月在中小板挂牌上市。公司业务以ODM模式为主, 主要为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产, 并为中小型企业提供智能制造解决方案。其中, 创新消费电子产品主要包括电子烟精密塑胶部件和家用雕刻机等产品。2014-2017年公司业绩持续高增长, 2018年公司业绩有所下滑。

图表75: IQOS 产业链情况



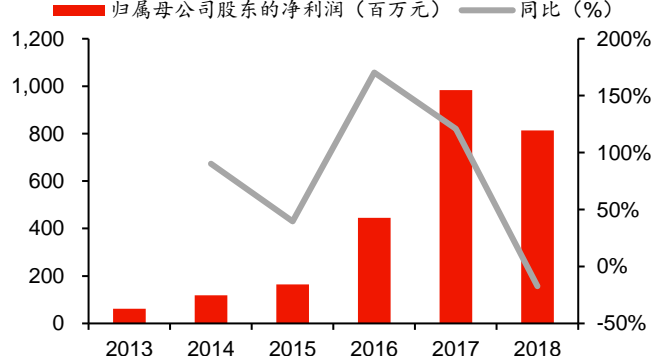
资料来源: PMI官网, 中国香烟网, 华泰证券研究所

图表76: 盈趣科技营业收入及同比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表77: 盈趣科技净利润及同比情况



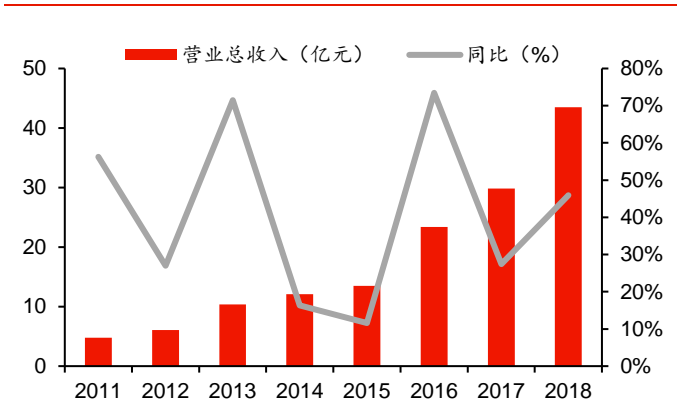
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司是 IQOS 精密塑胶件二级供应商。2014 年之后，盈趣科技成为 PMI 旗下电子烟品牌 IQOS 精密塑胶部件二级供应商，为 IQOS 一级供应商 Venture 子公司 Technocom 提供电子烟精密塑胶部件。根据盈趣科技招股说明书，Venture 自 2016 年起成为公司第一大客户，公司营收和利润与 IQOS 的热销呈现同步性：2015-2017 年，公司创新消费电子产品业务毛利率由 36% 增长至 55%，带动公司毛利率自 33% 增长至 49%。

亿纬锂能：提供核心原材料，与麦克韦尔形成协同效应

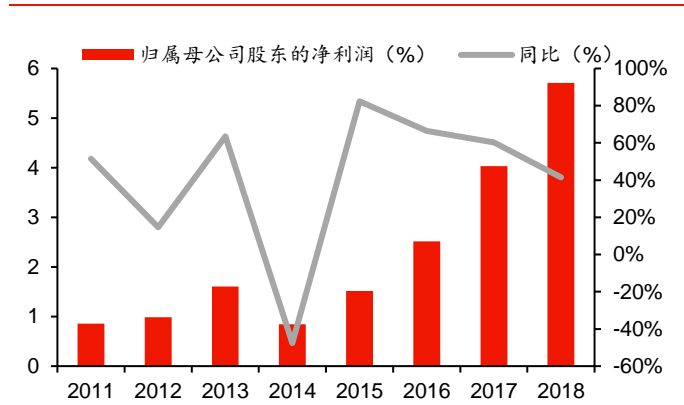
提供核心原材料，受益电子烟业绩高增长。公司是锂电池行业龙头企业，成立于 2001 年，2009 年在创业板挂牌上市。经过多年发展，目前公司锂亚电池居世界前列，锂原电池居国内领先地位。公司主营业务是锂原电池和锂离子电池的研发、生产、销售，也以客户需求为导向提供锂电池相关的配套产品和服务。2018 年公司实现营收 43.5 亿元，同比增长 45.9%，实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 41.5%。公司与日本烟草、帝国烟草等国际烟草巨头建立深度合作关系，为其供应小型软包电池等核心零部件、享受电子烟高速发展红利。

图表 78：亿纬锂能营业收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

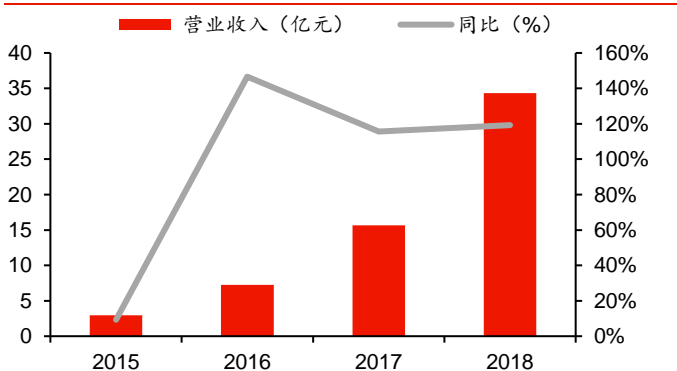
图表 79：亿纬锂能归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

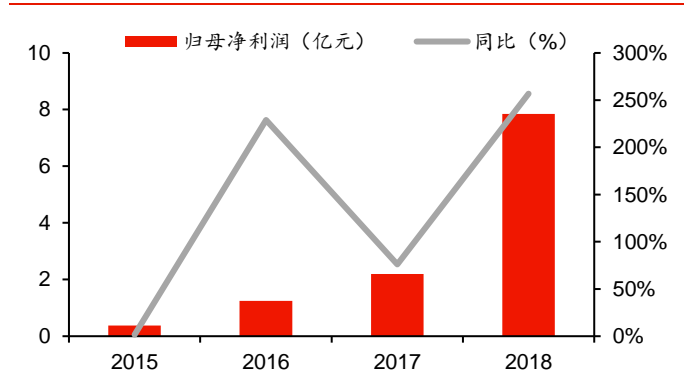
子公司麦克韦尔为电子烟 ODM 龙头。麦克韦尔专业从事电子烟雾化器(E-cigarette)和开放式电子烟设备 APV(Advanced Personal Vaporizer)研发、生产和销售，并于 2015 年 12 月在新三板挂牌上市，目前已发展成为全球最大电子烟研发、生产企业之一。公司业务主要包括 ODM 和自有品牌 APV 两大板块。公司业绩保持高速增长，2018 年实现营收 34.3 亿元，同比增长 119%；实现净利润 7.85 亿元，同比增长 257%。亿纬锂能持有麦克韦尔 37.55% 的股权，为其第二大股东，2018 年亿纬锂能确认投资净收益 3.65 亿元。目前麦克韦尔已于 2019 年 6 月从中小板退市。

图表 80：麦克韦尔营业收入及同比情况



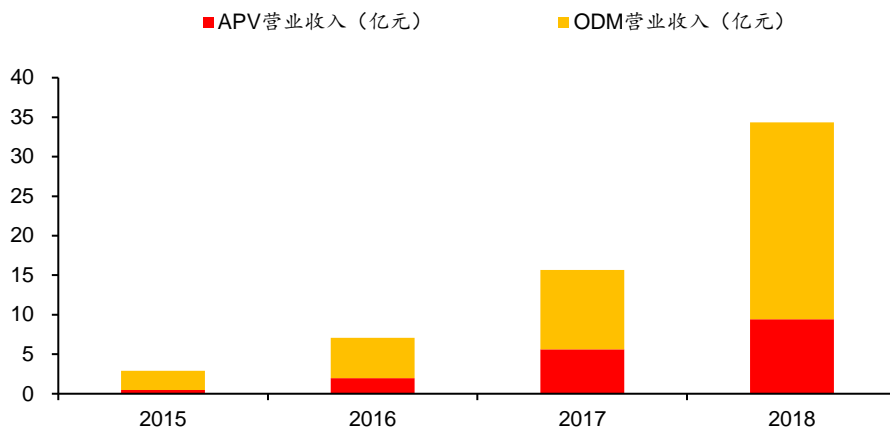
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 81：麦克韦尔净利润及同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表82： 麦克韦尔业务主要分为 ODM 和自有品牌 APV



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

麦克韦尔 ODM+APV 双轮驱动。ODM 业务方面，公司主要为奥驰亚、日烟国际等龙头企业提供服务，2018 年公司前五大客户为 Jupiter Research LLC、日烟国际、雷诺烟草、KIM INTERNATIONAL CORPORATION、奥驰亚。APV 业务方面，公司自有品牌 Vapresso 系列产品在海外已经形成一定的市场规模和终端客户影响力，Vapresso 系列产品 2018 年占整体营业收入 27.4%，已成为公司稳定的收入来源。

图表83： 麦克韦尔 2018 年前五大客户

| 客户 | 公司供应产品 | 销售金额 (亿元) | 销售额占比 (%) |
|------------------------|--------------------|-----------|-----------|
| Jupiter Research LLC | 大麻雾化器 | 4.19 | 12.2% |
| 日烟国际 | Ploomtech Logic | 4.08 | 11.9% |
| 雷诺烟草 | Vuse, Vype | 2.68 | 7.8% |
| KIM INTERNATIONAL CORP | 医用大麻雾化器 | 2.55 | 7.4% |
| 奥驰亚 | Greensmoke MarkTen | 2.21 | 6.4% |

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表84： 麦克韦尔自有品牌 Vapresso 系列产品



资料来源：Vapresso 天猫旗舰店，华泰证券研究所

风险提示

烟草行业政策风险：控烟为全球烟草行业一大趋势，我国为《世界卫生组织烟草控制框架公约》缔约国之一，若后续烟草行业政策趋严将影响到烟草及其相关制品消费。同时，若后续出台的新型烟草相关政策及标准严格，国内新型烟草行业发展或受影响。

行业竞争加剧：近两年新型烟草行业发展迅速，产业资本纷纷布局，随着行业内企业不断增多，行业竞争或持续加剧，影响企业发展速度及利润率。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com