

“新烟时代”系列报告之二

全球泛烟草格局重塑，深度解析电子烟产业链

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：

● 由分割到连接，全球泛烟草行业变局

传统烟草市场的竞争格局划分、产业链利润划分，已经基本固化。1) 国内烟草专卖体系的封闭性，造成国内外烟草市场分裂。国际市场（除中国外）以菲莫国际等四大跨国烟草集团为核心参与者，国内市场为中国烟草集团垄断。2) 传统烟草基本形成从烟叶种植、配套品采购，到卷烟制作，再到庞大终端体系销售的完整产业链。产业链体系内，相关具备规模、且符合国家政策导向的企业也已上市（如劲嘉股份、中烟香港等）。

新型烟草（包括 Vape 和 HNB），作为受消费者青睐、迅速崛起的新型消费品，正在重新塑造全球泛烟草行业的竞争格局。包括两方面：一方面是全球烟草行业蛋糕的划分，另一方面是产业链的新环节创生与新利益分配。

● 新烟草创生新发展，竞争格局重塑

(1) HNB: IQOS 遥遥领先，中烟公司奋起直追。IQOS 优势在于积累的消费者口碑、渠道基础领先，且公司形成大量产品专利壁垒。中烟集团一直致力于改善国外 IQOS 等品牌产品所产生的问题（加热片易折断，出烟量不足，加热不彻底等）。(2) Vape: 快速迭代能力铸就产品实力，国产品牌毫不逊色海外品牌。海外 JUUL 品牌的成功，其尼古丁盐技术无疑是重要功臣。但尼古丁盐技术目前对于国内品牌已不是秘密，相关技术的成熟度并不逊色于海外品牌。国内 Vape 作为相对开放的市场，海内外品牌同台竞技下，一定程度验证了国内产品的竞争力。其背后有多方要素：国内电子烟的长期技术积淀、国内代工集群带来的高迭代能力、国内品牌的高性价比等。

● 全球分工迭代演变，多维度（制造/品牌/渠道）中国力量崛起

(1) 制造端：国内产业具备电子烟 OEM/ODM 集群优势、大批量稳定供货能力。行业发展前期，随着产品的迅速普及起量，优先受益的无疑是制造端企业，尤其是与下游客户深度绑定的头部制造公司。(2) 品牌端：核心是快速迭代能力、渠道铺开能力。面对激烈竞争环境，品牌企业前期往往要通过大量的研发、营销投入来推动成长，随着格局稳固，品牌企业将随之迎来红利。(3) 渠道端：偏低单价消费品渠道的长尾特性，决定其很难出现规模化的企业，关注渠道端盈利情况或是行业发展一个良好的指标。

● 风险提示

控烟趋势加剧；新型烟草市场接受度不足；政策不确定性风险；中烟公司产品研发未达预期等；电子烟发明专利等知识产权风险。

相关研究：

“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

2019-08-05

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	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
002191.SZ	劲嘉股份	RMB	11.07	2019/8/25	买入	15.00	0.60	0.73	18.5	15.2	13.63	11.42	12.2	13.0
06055.HK	中烟香港	港元	23.30	2019/7/16	未评级	-	0.40	0.44	58.3	53.0	43.88	41.05	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

本文核心逻辑	5
一、由分割到连接，全球泛烟草行业变局	7
1.1 竞争格局现状：国内外市场分割，四大跨国与中国烟草各领风骚	7
1.2 国内烟草“走出去”困境如何破局？	9
1.3 新型烟草崛起、中烟香港上市，全球泛烟草格局迎来变局契机	12
二、新烟草创生新发展，竞争格局重塑	14
2.1 HNB（加热不燃烧）：IQOS 遥遥领先，中烟公司奋起直追	14
2.2 蒸汽式电子烟：快速迭代能力铸就产品实力，国产品质毫不逊色	17
三、全球分工迭代演变，多维度（制造/品牌/渠道）中国力量崛起	20
3.1 HNB（加热不燃烧）	20
3.1.1 HNB 产业链	20
3.1.2 制造端：为中烟蓄势，终将随中烟崛起	21
3.1.3 品牌端：政策垄断，牢牢为中烟掌控	22
3.1.4 渠道端：对内通过烟草专卖渠道，对外通过中烟香港平台	23
3.2 蒸汽式电子烟	24
3.2.1 雾化烟产业链	24
3.2.2 制造端：全球制造集聚中国，优质研发企业正在凸显	25
3.2.3 品牌端：一级市场资本追捧之下，国内电子烟品牌百舸争流	27
3.2.4 渠道端：偏低单价消费品渠道的长尾特性，决定较难出现规模化企业	28
四、关注标的	29
风险提示	31

图表索引

图 1: 2018 年卷烟市场格局	7
图 2: 四大跨国烟草公司卷烟销量 (万箱)	8
图 3: 2018 年全球最有价值烟草品牌 TOP10 (亿美元)	8
图 4: 2018 年全球卷烟消费量	9
图 5: 2018 年全球卷烟出口额	9
图 6: 2018 年中国免税卷烟的出口需求	10
图 7: 中国免税卷烟的主要需求 (百万美元)	10
图 8: 进口烟叶类产品的全球性需求 (十亿美元)	11
图 9: 进口卷烟的全球性需求 (十亿美元)	11
图 10: 世界蒸汽式电子烟销量情况	12
图 11: 世界 HNB 销量情况	12
图 12: 2018 年全球烟草销量结构 (不含中国)	13
图 13: 2018 年香港、澳门、泰国及新加坡免税卷烟市场的主要参与者	13
图 14: 2018 年中国境内关外地区的主要参与者	13
图 15: 加热不燃烧制品产业链	20
图 16: IQOS 产品成本分布	21
图 17: 全球 HNB 主要地区销售额分布	24
图 18: 蒸汽式电子烟产业链	24
图 19: 蒸汽式电子烟产业利润空间分布	25
图 20: 全球电子烟消费市场分布	26
图 21: 主要国家电子烟渗透率	26
图 22: 劲嘉股份电子烟领域布局	29
图 23: 中烟香港新型烟草出口业务流程	29
表 1: 中国烟草专卖制度发展历程	9
表 2: 海内外主流 HNB 品牌	14
表 3: HNB 主流产品加热方式	15
表 4: 国内外 HNB 主要产品性能	16
表 5: HNB 主流产品配套烟弹	17
表 6: 海内外主流电子烟品牌	17
表 7: 国内外电子烟主要产品性能	19
表 8: 跨国烟草公司 HNB 布局	22
表 9: 国内加热不燃烧电子烟的主要政策梳理	23
表 10: 电子烟企业融资情况	27
表 11: 政策出台及影响预判	28

本文核心逻辑

传统烟草市场的竞争格局划分、产业链利润划分，已经基本固化成型。1) 由于国内烟草专卖体系的封闭性，全球传统烟草市场基本划分为国内市场、国际市场（非中国）两大空间。国际市场（除中国外）以菲莫国际等四大跨国烟草集团为核心参与者，国内市场为中国烟草集团垄断。2) 传统烟草基本形成从烟叶种植、配套品采购，到卷烟制作，再到庞大终端体系销售的完整产业链。产业链体系内，相关具备规模、且符合国家政策导向的企业也已上市（如劲嘉股份、中烟香港等）。

新型烟草（包括HNB和Vape），作为受消费者青睐、迅速崛起的新消费型消费品，正在重新塑造全球泛烟草行业的竞争格局。包括两方面：一方面是全球烟草行业蛋糕的划分，另一方面是产业链的新环节创生与新利益分配。

海内外品牌对比：

（1）HNB：IQOS遥遥领先，中烟公司奋起直追

HNB领域，跨国烟草集团的战略布局显著领先国内中烟公司，其中以菲莫国际的IQOS为代表。其产品自2014年上市后，先后于日本、意大利等多个市场取得成功，甚至IQOS已成为HNB的代名词。其优势在于两方面，长期积累的消费者口碑、渠道基础领先诸多其他品牌，且公司对于产品专利全方位的保护阻挡了很多后来者。

中烟集团一直致力于改善国外IQOS等品牌产品所产生的问题（加热片易折断、出烟量不足、加热不彻底、烟弹口味与真烟差距大等）。例如，四川中烟2018年新推出的宽窄功夫1.3版，使用可伸缩加热片，较IQOS不易损坏，且保障一年内只换不修；云南中烟推出的MC/Webacco与IQOS均为分体式设备，但加热棒可实现边充电边加热，且加热时间较短，具备自清洁功能，出烟量比IQOS大。

（2）Vape：快速迭代能力铸就产品实力，国产品牌丝毫不逊色海外品牌

海外JUUL品牌的成功，其尼古丁盐技术无疑是重要功臣。作为电子烟行业的里程碑事件，该技术首次真正意义上将电子烟从小众群体爱好转向大众消费领域。该领先地位为JUUL数年的高速发展提供了坚实基础。

但是，目前尼古丁盐技术对于国内品牌来说已不是秘密，相关技术的成熟度并不逊色于海外品牌。国内Vape作为相对开放的市场，海内外品牌同台竞技下，实际上一定程度验证了国内产品的竞争力。其背后有多方要素：国内的电子烟从“如烟”开始以来的长期技术积淀、国内代工集群带来的高速迭代能力、国内品牌的高性价比等。

产业链机遇（HNB）：

（1）制造端：为中烟蓄势，终将随中烟崛起

2014年以来IQOS在日本、意大利等市场的迅速崛起，带动了一批制造供应商发展。HNB烟弹由于是烟草制品，虽然涉及一些新的烟叶处理技术，但本质上与传统烟草差异有限。因此，烟弹制造环节主要还是传统烟草商在参与。HNB烟具方面，代表性的品牌IQOS将集成环节交给新加坡企业Flex、Venture等，塑胶件部件则交给中国的代工企业盈趣科技。

国内市场基于烟草专卖法，烟弹制造将依然由中烟工业公司为主体，社会企业或有机会参与一定的研发或加工环节；烟具制造则属于消费电子产品，将是社会资本参与的重要环节，其中优先看好与中烟公司建立良好关系的企业。

(2) 品牌端：政策垄断，牢牢为中烟掌控

烟草专卖法基础上，品牌端将完全由中烟公司掌控。国内19家省级中烟公司，其中四川中烟、云南中烟、广东中烟、湖北中烟都是较为积极的参与者，从2018年中烟香港海外试销HNB的情况看，四川中烟的宽窄、云南中烟的MC都取得了不错的成绩。

(3) 渠道端：对内通过烟草专卖渠道，对外通过中烟香港平台

烟草专卖法基础上，渠道端参与者大概率也是传统的烟草零售商。海外试销方面，中烟香港将是唯一出口渠道，未来有望受益中烟产品逐步打开海外市场。

产业链机遇 (Vape)：

(1) 制造端：全球制造集聚中国，优质研发企业正在凸显

全球电子烟代工厂集聚中国，尤其是深圳、东莞等地。由于电子烟具制造门槛相对较低，目前国内有几百家电子烟生产企业，其中大部分为50人以下的作坊式小企业。随着行业品牌逐渐成型、产品逐渐普及，消费者对产品品质要求逐步提升。具体来说，消费者开始关注烟具的雾化口感、是否有漏油或糊芯的问题等，品牌商开始关注大规模批量生产的能力、质量控制的能力等等，具备研发实力的企业正在逐步凸显。以国内电子烟具制造龙头麦克韦尔为例，根据天眼查数据，截止2019年8月20日，公司已拥有相关专利约550件，其中公司2018年发布的FEELM雾化技术，其金属膜和黑陶瓷能够快速加热和均匀导热，减少漏油率，并获得全球行业权威大奖——GLA金叶奖。

(2) 品牌端：一级市场资本追捧之下，国内电子烟品牌百舸争流

品类广阔空间所带来的巨大吸引力、以及相对成熟的产业链配套，吸引了大量创业者涌入市场（创业者来源于快消、自媒体、设计等多行业背景）。行业本身在快速扩容、跑马圈地的阶段，头部企业纷纷采取让利渠道的方式、积极扩张终端覆盖范围。

目前，行业梯队初步形成，其中RELX悦刻处于行业第一梯队，其销量遥遥领先其他品牌。FLOW福禄、YOOZ柚子等品牌创立时间较短，但是凭借原有的成功创业经验及资源，迅速打开局面，目前月销量已经跻身行业第二梯队。行业格局演变、最终格局等尚存在变数，如何形成差异化品牌认知、建立渠道壁垒、维持长期竞争力，都是相关企业需要考量的重要问题。

(3) 渠道端：偏低单价消费品渠道的长尾特性，决定较难出现规模化企业

当前阶段，是Vape渠道的红利期，巨大的利润分配空间将有利于推动整个品类普及。当然，电子烟的快消品属性、偏低单价属性，决定其渠道大概率呈现出长尾特性，创生出规模化企业的概率相对较小。当然，由于电子烟在广告宣传上受到政策限制，在合法合规的基础上，解决这一痛点或许是创业公司的新方向。

一、由分割到连接，全球泛烟草行业变局

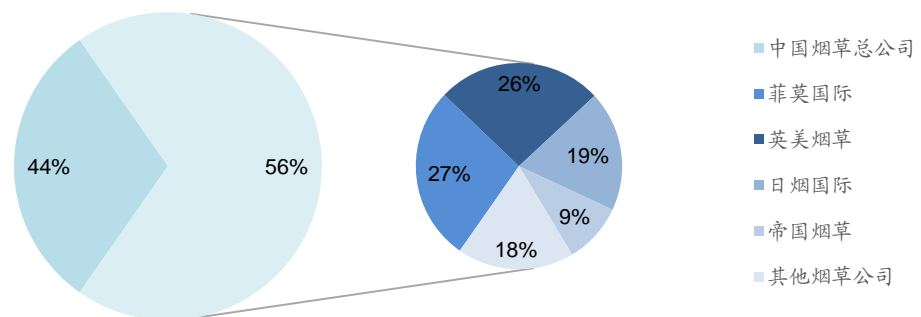
如今，巨大的全球烟草市场正在经历一次嬗变。

根据《2018年世界烟草发展报告》数据，2018年全球（不含中国）传统烟草制品销售额6100亿美元（YoY+6.8%）：其中核心品类卷烟销售额5400亿美元（YoY+5.7%），占比88.5%；雪茄等有烟气烟草制品580亿美元（YoY+10.5%），占比9.5%；无烟气烟草制品135亿美元（YoY+5.3%），占比2.2%。

1.1 竞争格局现状：国内外市场分割，四大跨国与中国烟草各领风骚

国内外烟草市场分割，四大跨国公司与中国烟草各领风骚。由于我国对烟草行业实行垄断性管理，烟草市场准入制度限制严格，国际烟草产品较少进入国内市场，我国烟草产品在国外市场接受度也较低，因此烟草行业形成国内外分割的市场格局。国内烟草市场由中国烟草总公司垄断，我国烟民基数世界之最，2018年卷烟消费占据了44.6%全球的市场份额；国际市场主要由四大跨国烟草公司占据，分别为菲莫国际、英美烟草、日烟国际和帝国品牌，从卷烟销量来看，2018年四大巨头占据了约82%的海外市场份额，形成寡头垄断的竞争格局。

图1：2018年卷烟市场格局



数据来源：2018年世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

（1）海外市场：四大跨国烟草公司寡头垄断

菲莫国际2018年卷烟销量1480.6万箱，同比下降2.8%，国际市场份额占比27%，为世界第一大烟草制造商。公司市场分布均匀，在亚太新兴市场占据明显先发优势。菲莫国际品牌优势明显，旗下包括万宝路、百乐门等高端品牌，在高端产品线占据优势地位，但近年受到控烟政策提税影响高端烟草销量呈下滑趋势，卷烟销量主要靠中低端品牌如切斯特菲尔德、菲莫在低收入市场及提税市场的增长拉动。

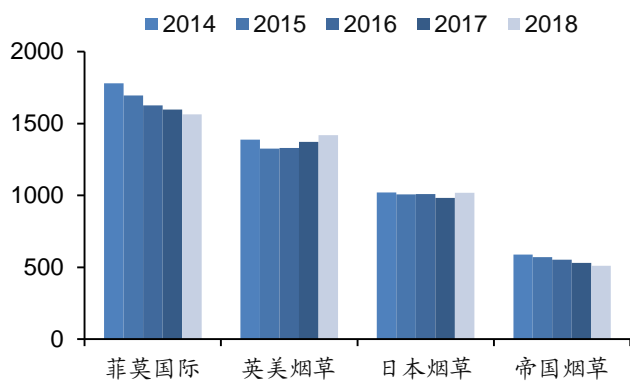
英美烟草2018年卷烟销量1402万箱，同比增长2.8%，国际市场份额占比26%。公司全球市场分布均匀，在拉丁美洲及大洋洲市占率较高，具有健牌、登喜路等高端品

牌，2017年收购美国雷诺集团后成为美国市场第二大烟草公司。

日烟国际2018年卷烟销量1019.2万箱，同比增长3.7%，国际市场份额占比19%。日烟国际近年不断扩大其在新兴市场的市场份额，先后在菲律宾、印尼、孟加拉国以及俄罗斯通过收并购实现对市场份额的抢占，2018年出资收购俄罗斯第四大卷烟制造商DT公司，在俄罗斯的市占率达到40%。得益于并购带来的市占率的提高，国际市场卷烟销量同比增长7.3%；日烟国际旗下有云丝顿、骆驼、梅维斯等知名卷烟品牌。

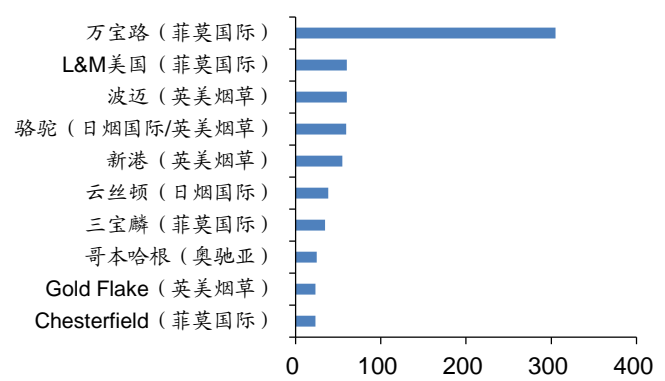
帝国品牌2018年卷烟销量511万箱，同比下降3.6%，国际市场份额占比9%。从前15大全球知名卷烟品牌来看，帝国烟草缺乏极具竞争力的品牌，因此公司自2012年起实施品牌集中战略，目标将品牌数量由249个逐步减少至125个，剥离了其在美国的某些烟丝、卷烟纸等烟草制品业务，优化产品结构降低成本，追加投资重点培育优势品牌，2018年重点品牌销售收入贡献率达到66.9%。

图2：四大跨国烟草公司卷烟销量（万箱）



数据来源：世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

图3：2018年全球最有价值烟草品牌TOP10（亿美元）



数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

（2）国内市场：中国烟草总公司独家经营

国内市场在烟草专卖管理体制下，由中国烟草总公司垄断经营。为维护消费者利益、保证国家财政收入、提升民族烟草竞争力，中国烟草行业实行“统一领导、垂直管理、专卖专营”的管理体制。国家烟草专卖局、中国烟草总公司作为全国性的农工商贸一体化的经济实体，对全国烟草行业“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”进行集中统一管理，在垂直管理体制下对各地方烟草公司负责。其中，云南中烟、四川中烟等市场份额较高，销量较高的卷烟品牌有中华、玉溪、红塔山等，由中国卷烟品牌占主导地位，极少国际品牌于中国销售。

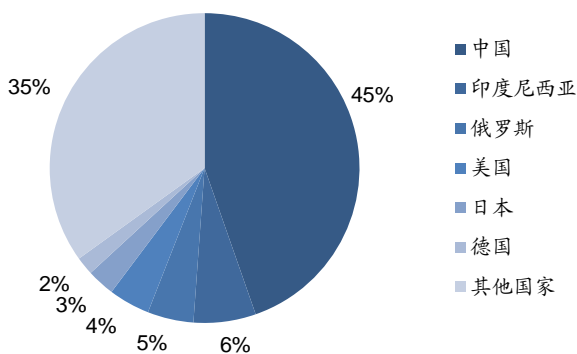
表1: 中国烟草专卖制度发展历程

年份	事件
1982年	成立中国烟草总公司，负责管理并安排中国烟草行业的生产、经营和发展，以及中国内地烟草产品的进出口和其他相关事宜。
1983年	国务院颁布《烟草专卖条例》，实行政企合一的管理模式，烟草专卖经营模式得到法律制度保障。
1994年	设立国家烟草专卖局，与中国烟草总公司一套机构、两块牌子。
1991年	全国人大颁布《中华人民共和国烟草专卖法》。
1997年	国务院发布《烟草专卖法实施条例》，以法律形式确立和完善国家烟草专卖制度。
2005年	《关于进一步理顺烟草行业资产管理体制深化烟草企业改革的意见》，明确烟草行业继续实行“统一领导、垂直管理、专卖专营”的管理体制。

数据来源：中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

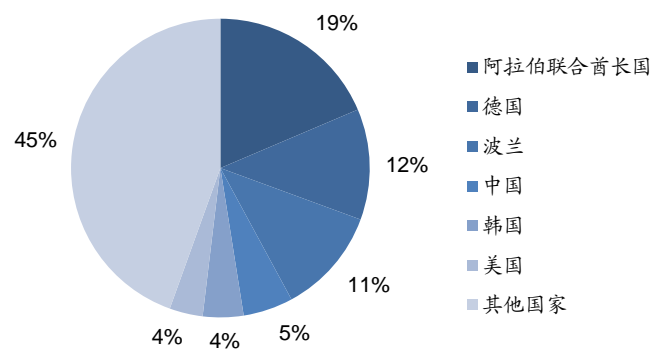
烟民基数大，内销市场广阔，外销市场不足。中烟香港聆讯后资料集披露，2018年中国烟民人数达3.06亿，居世界第一，卷烟消费量达到4630万箱，卷烟销售额14405亿人民币，占全球卷烟消费的44.6%；卷烟出口额13亿美元，占全球卷烟出口额5.4%。从消费结构来看，国内卷烟消费市场广阔，中国卷烟的大部分的销售市场在国内，出口额占比较低。

图4: 2018年全球卷烟消费量



数据来源：中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图5: 2018年全球卷烟出口额



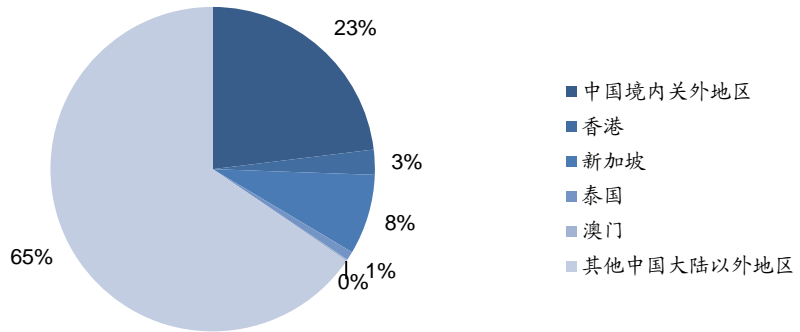
数据来源：中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

1.2 国内烟草“走出去”困境如何破局？

中国卷烟主要以免税卷烟的形式走向海外，但海外最终消费者依然局限于华人。中国卷烟进入海外市场有四种模式：出口、品牌合同许可、海外直接投资、与外国卷烟生产企业形成战略联盟以开拓本地市场。出口卷烟可划分为有税卷烟、免税卷烟，其中有税卷烟需缴纳出口当地的税项。目前主要以免税卷烟为主要形式，出口地区

目前主要有两类：中国大陆以外地区，以及中国境内关外地区，最终消费者以华人为主。

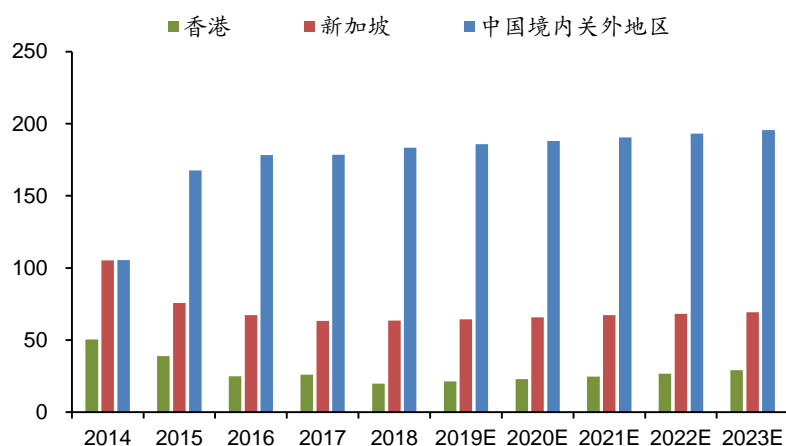
图6：2018年中国免税卷烟的出口需求



数据来源：中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

免税卷烟需求主要靠跨境游客带动，增长空间有限。中国出口免税卷烟的主要通过免税店及中国境内关外地区销售。免税店方面，以香港、新加坡等受中国人欢迎的旅游地的免税店为主；中国境内关外地区，作为海关指定的特殊区域，进出该区域的货物免征关税、增值税、消费税，由于价格具备吸引力而深受中国出国人士的喜爱。综合来看消费群体为中国出境游客及海外华人，虽然2014年至2018年，跨境游客的增长（+64.4%）带动免税卷烟出口整体需求上涨（+33.5%），但是从整体占比来看，中国卷烟的海外市占率仍远低于四大跨国烟草公司。

图7：中国免税卷烟的主要需求（百万美元）



数据来源：中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

中国卷烟出口进展有限，始终未能取得海外消费者认可。我们分析主要有以下几大因素：

(1) 国产卷烟难以满足海外消费者口味偏好

目前市场上的卷烟主要分为烤烟型和混合型，烤烟型香烟全部或者绝大部分使用烤烟原料，烟叶经过烘烤加工；混合型香烟是用多种不同种类的烟叶按一定比例配置混合而成，一般包括烤烟、香料烟、白肋烟、马里兰烟等，口感芬芳、香气量足。

中国国产烟大部分都是中式烤烟，刺激部位在口腔，口感辛辣，符合中国烟民消费习惯；而世界主流国家都是混合型卷烟，刺激部位在喉部，口感较为温润。国产卷烟与海外卷烟在口味上存在较大差异。

（2）国企体制与市场化竞争之间的匹配失衡

从体制来看，国内烟草实行专营专卖体制，中烟工业公司负责生产卷烟，中烟商业公司进行烟叶收购与卷烟销售，获批烟草零售许可证的零售商或批发商进行后续的烟草产品销售。表面上国内存在如中华、利群等众多卷烟品牌，呈现互相竞争状态，但在烟草专营体系下，各品牌都隶属于中国烟草总公司，实际为封闭垄断的市场状态，各个烟草工业公司、商业公司缺乏有效的市场化竞争。在海外开放的竞争环境中，各中烟公司产品营销及市场竞争能力相对弱于海外烟草巨头。

（3）海外存量（甚至减量）市场竞争格局固化

近年来由于全球控烟运动持续推进，烟草消费需求承受一定压力，进而影响全球烟叶、烟草进出口贸易。根据Frost & Sullivan数据，进口烟叶类产品的全球性需求2014-2018年呈现缓慢下滑的趋势，而进口卷烟的全球性需求除2015年有所下滑外，其余年份保持稳定，增长空间受限。

图8: 进口烟叶类产品的全球性需求（十亿美元）

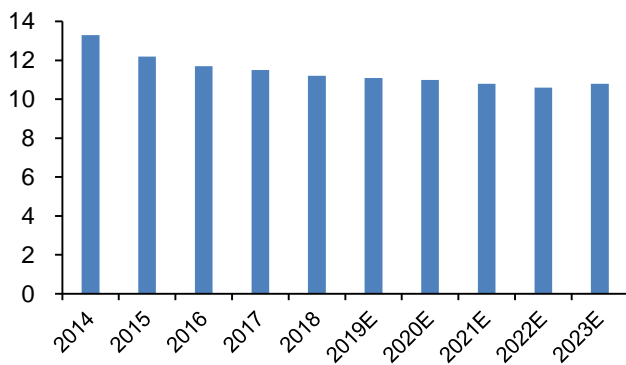
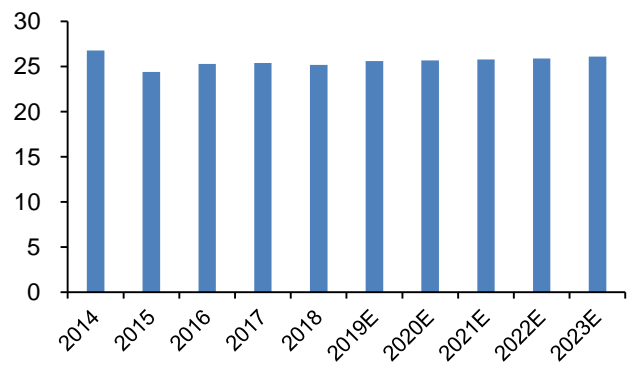


图9: 进口卷烟的全球性需求（十亿美元）



数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

海外市场竞争格局固化，中国烟草渠道拓展困难。从全球烟草市场来看，中国烟草占据约44%的市场份额，剩下56%的海外市场份额中，菲莫国际、英美烟草、日烟国际、帝国品牌国际四大跨国烟草巨头占据了其中80%的份额，且多年来较为稳定。依靠多年积累以及收并购行为，海外各公司在目标市场也占据了较高的市场份额，相应营销渠道完善，竞争格局固化，中国烟草很难在新进入的市场与其展开竞争。

1.3 新型烟草崛起、中烟香港上市，全球泛烟草格局迎来变局契机

新型烟草大幅降低危害，成为市场新潮流。在传统卷烟销量不断下滑的情况下，蒸汽式电子烟、加热不燃烧烟草制品等新型烟草产品在全球市场加速迭代，保持着较快的发展态势。根据2018年世界烟草发展报告，2018年全球新型烟草制品销售额247亿美元，同比增长45.8%，其中电子烟销售额约145.2亿美元，同比增长27%，已成为继卷烟、烟丝、雪茄之后，销售额排名第四的品类；加热不燃烧烟草制品销售额达到102亿美元，保持100%以上的增长速度，近三年CAGR为149.09%。

图 10：世界蒸汽式电子烟销量情况

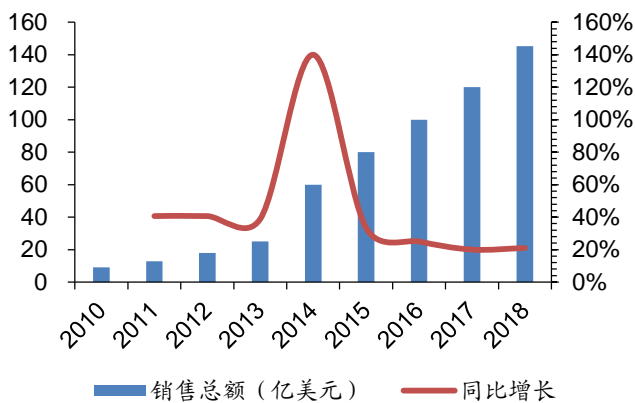
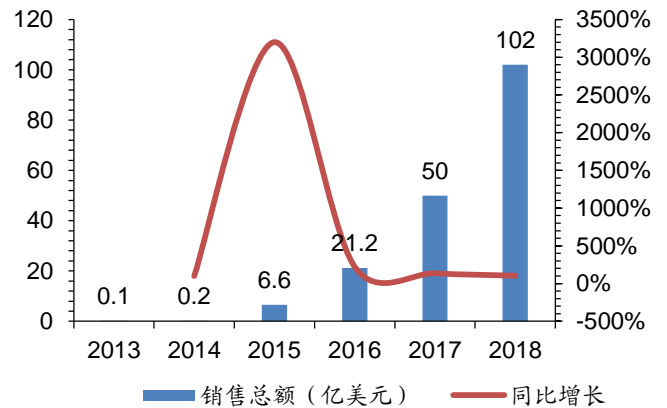


图 11：世界 HNB 销量情况

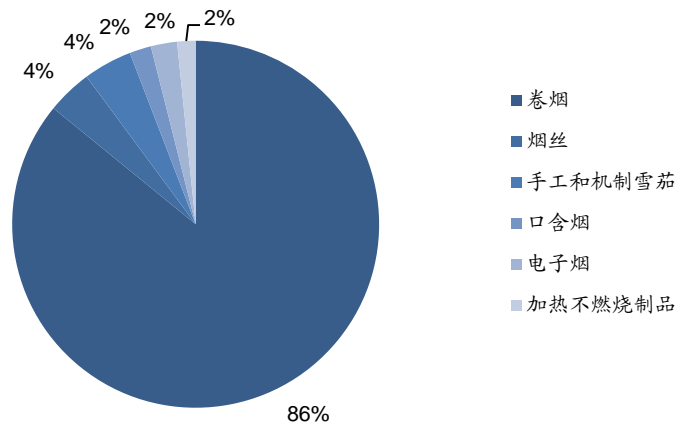


资料来源：世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

资料来源：世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

新型烟草崛起，行业迎来新的细分市场机会。目前四大跨国烟草公司纷纷布局新型烟草市场，菲莫国际明确将发展重心放在“无烟”产品的开发上，IQOS为加热不燃烧领域绝对龙头；英美烟草秉承传统烟草与新型烟草并重的发展战略，电子烟品牌Vype具备较强的市场竞争力，2018年销量同比增长100%，成为行业领军者；日烟国际在日本新型烟草迅速普及的情况下，目标至2020年实现日本加热烟草制品市场40%的市占率，同时致力于新兴市场市场空间的抢占；帝国品牌大力开拓下一代烟草制品业务，重点培育电子烟品牌Blu。国内方面，各地方中烟公司也纷纷布局新型烟草的研发，如云南中烟的MC、Webacco系列产品，广东中烟的MU+、ING系列产品，主要市场为包括韩国在内的亚太地区。随着新型烟草的崛起，国内外烟草公司相继进行产品开发、渠道拓展，烟草行业迎来新的细分市场机会。

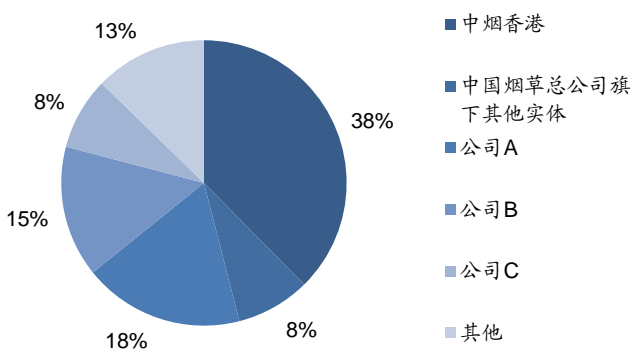
图12: 2018年全球烟草销量结构 (不含中国)



数据来源: 中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

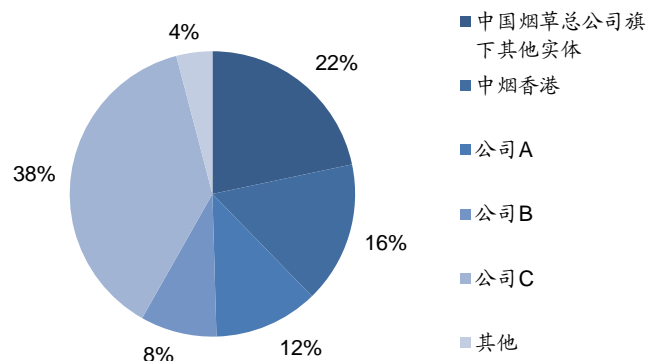
中烟香港上市, 推动中国HNB走向海外。中烟香港于2019年6月在港交所上市, 成为CNTC集团有关中国烟草出口业务的独家运营实体, 其他中烟总公司实体进行的烟草制品出口业务改由中烟香港开展。2018年5月起公司开始进行HNB出口业务, 至年底实现收入1700万港元。一方面, 在传统业务稳定发展的基础上, 中烟香港可以利用其传统卷烟方面的海外销售渠道及客户资源, 打造新型烟草出口销售网络; 另一方面, 上市后公司可以借助资本市场与跨国烟草公司实行战略合作, 推动中国新型烟草销往海外。在烟草行业新的细分市场下, 中烟香港作为新的参与者加入竞争, 全球泛烟草格局将迎来变局契机。

图13: 2018年香港、澳门、泰国及新加坡免税卷烟市场的主要参与者



数据来源: 中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

图14: 2018年中国境内关外地区的主要参与者



数据来源: 中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

二、新烟草创生新发展，竞争格局重塑

2.1 HNB（加热不燃烧）：IQOS 遥遥领先，中烟公司奋起直追

HNB产品以IQOS为主要代表，跨国烟草巨头布局较早，中烟公司逐步推出产品试销海外。海外品牌在HNB市场发展较早，产品及渠道布局完善，目前在诸多市场普及率较高，同时产品持续更新换代、并积极开拓新国家市场；国内加热不燃烧品牌起步较晚，最初以模仿并优化国外产品为主，近年中烟集团旗下各大烟草公司积极自主研发技术，逐步推出自己的新产品。

（1）主流产品

各大跨国烟草巨头在HNB市场竞争激烈，日本、韩国为主要市场。菲莫国际旗下IQOS领先，公司二季报显示，截至2019年上半年IQOS在日本市场渗透率达16.8%，保持行业霸主位置；韩国KT&G旗下品牌LIL，对IQOS产品存在的问题进行了改良；日烟国际推出Ploom品牌，打造低温HNB产品+高温HNB产品；英美烟草推出GLO品牌，参与市场竞争。

国内企业中烟集团打头，开拓亚洲市场。四川中烟2018年新推出的宽窄功夫1.3版，使用可伸缩加热片，较IQOS不易损坏；云南中烟推出MC/Webacco产品，加热棒可实现边充电边加热，出烟量大；广东中烟2018年7月在老挝推出了HNB烟具ING和烟弹MU+，市场反响不大，使用感较行业内主流产品仍有差距；湖北中烟2018年推出MOK加热不燃烧设备及COO烟弹；安徽中烟利用创新专利技术推出“巔”，使用磁粒加热实现加热更均匀，目前尚未正式大面积发售。

表2：海内外主流HNB品牌

品牌	所属公司	上市时间	主要市场
IQOS	菲莫国际（PMI）	2014年	日本、意大利
Ploom	日本烟草（JT）	2018年	日本、瑞士
GLO	英美烟草（BAT）	2017年	日本
LIL	KT&G	2017年	韩国
宽窄功夫	四川中烟	2017年	日本、韩国
MC/Webacco	云南中烟	2018年	韩国、柬埔寨、俄罗斯
ING/MU+	广东中烟	2018年	老挝
MOK/COO	湖北中烟	2018年	韩国
巔	安徽中烟	2019年	暂未公布

数据来源：蒸汽联、广发证券发展研究中心

（2）产品对比

HNB由烟具、烟弹构成，HNB烟具性能主要取决于加热片及电池的稳定性，烟弹对比点在于其真烟还原程度及口味多样性。我们从以下几个维度，对各品牌产品进行

了对比:

加热方式: 目前主流产品有三种加热方式: 加热片中心加热、发热针中心加热以及环形加热。陶瓷加热片加热升温速度快, 但加热片易折断易损坏; 针式加热强度高, 部分解决了陶瓷加热片加热易损坏的问题; 环形加热方式受热均匀, 口感好且易于清理, 但热量利用率低, 在隔热能力不强时烟具会出现烫手现象。以上发热方式均为电阻丝发热产生热量, 目前安徽中烟加热不燃烧设备“巔”采用电磁感应发热新技术, 磁粒加热实现加热更均匀稳定, 但尚未大面积出货。

表 3: HNB 主流产品加热方式

加热方式	产品	优点	缺点
加热片中心加热	IQOS、MC、宽窄功夫	升温速度快	易折断易损坏、受热不均匀
发热针中心加热	LIL、MOK	强度高、部分解决陶瓷加热片加热易损坏问题	受热不均匀
环形加热	Ploom S、GLO	受热均匀、烟草烘烤充分、易于清理	热量利用率低, 在隔热能力不强时烟具会出现烫手现象

数据来源: 蒸汽联、广发证券发展研究中心

电池性能: 电池的性能主要体现为充电时间及续航能力, 同时续航能力部分依赖于充电时间。海外主流HNB的充电时间普遍在1.5-2小时, 日烟的Ploom S充电时间较短(1.5h), 但续航能力(10根烟弹)明显弱于其他产品(20-30根烟弹); 中烟推出的HNB产品充电时间较短为0.5-2小时, 其中宽窄功夫1.3版充电仅需30分钟, 可续航10-12根烟弹。

表4: 国内外HNB主要产品性能

产品名称	品牌公司	参考价格(¥)	图片	充电时间	续航时间	加热方式	连抽	加热温度
IQOS 3.0	菲莫国际	1099 元		充电盒: 120 分钟 加热棒: 210 秒	20 根烟弹	陶瓷 加热片	不支持	350℃
Ploom S	日本烟草	510 元		整机: 90 分钟	10 根烟弹	高温环形 加热	10 根	200℃
Glo Series 2	英美烟草	750 元		整机: 120-240 分钟	30 根烟弹	环形加热	30 根	240℃
LIL Hybrid	KT&G	428 元		整机: 120 分钟	20 根烟弹	针式加热	3 根	160℃
宽窄功夫 mini	四川中烟	399 元		整机: 50 分钟	12-16 根 烟弹	钛合金 片状加热	12-16 根	320-340 ℃
Webacco mate 1.2	云南中烟	558 元		加热仓: 60 分钟 加热棒 5 分钟	20 根 (加热棒 单抽 2 支)	片状加热	2 根	250℃
MOK 1.9	湖北中烟	588 元		充电盒: 120 分钟加 热棒 4 分钟	充电盒可以充 33 次 (加热棒 单抽 2 支)	针式加热	2 根	330℃

数据来源: 蒸汽联、品牌官网、广发证券发展研究中心

烟弹: 除LIL外, 国外品牌烟具基本仅支持专用烟弹, KT&G的LIL可适配IQOS烟弹, 部分用户将其作为IQOS的替代; 国内品牌宽窄功夫及MOK可支持IQOS烟弹、LIL烟弹或标准型烟弹, 适配性较强。各品牌烟弹口味丰富, 海外品牌均有10-30种口味可选, 国内品牌起步阶段口味较少, 后续预计将继续丰富。烟弹口感的评价较为主观, 处于起步期的国产烟弹可能与海外品牌尚有距离, 但是在本土化等方面具备一定差异性, 例如宽窄烟弹的原味口感较国外原味更为顺滑、呛喉感弱。

价格: 价格方面, 主流产品烟具价格集中在400-1000人民币, 除IQOS 3.0价格较高(折合人民币1099元左右), 其他品牌烟具价格差异不大。四川中烟的宽窄功夫mini仅售399元。烟弹售价差异不明显, 20支烟弹价格在30元左右, 宽窄功夫烟弹价格略低。

表 5: HNB 主流产品配套烟弹

烟具	烟弹	口味种类	价格(¥)
IQOS	万宝路、HEETS、百乐门	13 种	32 元/20 支
Ploom tech	Mevius (七星) 烟弹及 pianissimo 品牌烟弹	14 种	32 元/5 颗
Ploom S			32 元/20 支
Glo	Dunhill 及三种品牌烟弹	29 种	30 元/20 支
LIL	KT&G 自产 Fiit 烟弹及 IQOS 烟弹	4 种 (Fiit 烟弹)	31 元/20 支
宽窄功夫	IQOS 烟弹、LIL 烟弹、新时代子弹头烟弹	7 种 (子弹头烟弹)	24 元/20 支
MC	MC 烟弹	4 种	24 元/20 支
MOK	COO 烟弹、以及标准口径烟弹	3 种 (COO 烟弹)	36 元/20 支
ING	MU+烟弹	2 种	24 元/20 支

数据来源: 蒸汽联、品牌官网、广发证券发展研究中心

HNB 产品中, 菲莫国际的 IQOS 遥遥领先, 其优势在于两方面: 长期积累的消费者口碑、渠道基础领先诸多其他品牌, 且公司对于产品专利全方位的保护阻挡了很多后来者。中烟集团一直致力于改善国外 IQOS 等品牌产品所产生的问题(加热片易折断, 出烟量不足, 加热不彻底, 烟弹口味与真烟差距大等), 同时也进行了新技术的研发, 后期有望依靠专利技术构建产品优势, 打造品牌效应, 开拓海内外市场。

2.2 蒸汽式电子烟: 快速迭代能力铸就产品实力, 国产品质毫不逊色

(1) 主流产品

尼古丁盐技术革新带来了蒸汽式电子烟发展新机遇, 传统蒸汽式电子烟现已大部分转化为小烟市场。JUUL 占据 70% 的海外市场份额; 国内市场以 RELX 悦刻为主, 产品技术壁垒低、各品牌百花齐放, 2018-2019 年涌现众多创业品牌, BTM 贝爷、FLOW 福祿、YOOZ 柚子、MOTI 魔笛、Wel 鲸鱼等均处于起步发展阶段。

表 6: 海内外主流电子烟品牌

品牌	所属公司	上市时间	主要市场
JUUL	JUUL	2015 年	美国、英国等全球化布局
RELX 悦刻	深圳雾芯科技	2018 年	中国、马来西亚、菲律宾
FLOW 福祿	北京羽衣科技	2018 年	中国
YOOZ 柚子	北京奇雾科技	2018 年	中国
MOTI 魔笛	深圳雷炎科技	2018 年	中国、马来西亚、美国
WEL 鲸鱼轻烟	杭州鲸鱼烟网络科技	2019 年	中国
BTM 贝爷	深圳前海龙兴科技	2018 年	中国

数据来源: 蒸汽联、广发证券发展研究中心

(2) 产品对比

在电子烟行业厂商众多、竞争激烈的情况下，产品要实现市场份额的抢占，除质量稳定外，外观设计及多样性选择也是比拼点。另外，作为快消品，产品终端营销能力也十分关键。因此，我们从以下维度对产品进行对比。

质量稳定性：漏油作为电子烟行业存在的广泛性难题，各大品牌均通过不断改善产品提高其质量稳定性。早期产品故障率较高，多出现漏油、糊芯等问题，后续随着不断改善（如悦刻改善加热介质保证烟油充分雾化、福禄设计四重防漏油结构），一定程度上降低了烟弹漏油率。





产品多样性：从烟油尼古丁含量来看，目前产品主要提供3%、5%两种尼古丁含量，Wei Pro提供不含尼古丁的产品；口味上，JUUL搭载8种口味的同品牌封闭式烟弹，国内品牌除部分基础款外，烟弹口味多为10种以上，提供更多可选。

价格：JUUL售价约合人民币460元，附加四颗烟弹，单颗烟弹40元；国内产品通常为一个烟杆配套2个烟弹，售价300元左右，烟弹单颗售价约35元。从烟弹烟油容量来看，JUUL烟油容量明显低于国内产品，仅0.7ml，国内产品烟油容量在2ml左右，相当于3包烟。

续航时间：JUUL充电60分钟可支持抽烟200口，相当于1包烟；国内相同充电时间的悦刻、福禄、贝爷续航时间均优于JUUL。综合来看，魔笛的电池容量最大，充电50分钟可支持抽烟600口，相当于3包烟。

终端营销：目前国内电子烟多以线下渠道销售为主，结合线上电商平台推广。营销手段方面，RELX悦刻作为国内电子烟龙头，最初借助优秀的互联网营销策略迅速爆红；YOOZ柚子在产品推广中提供外壳定制刻字服务；MOTI魔笛与文化IP合作，充电式烟杆推出了流浪地球联名款及David Bowie合作款；Wei鲸鱼烟弹卖点是烟油口味独特，由香港30年大师调香。

表7: 国内外电子烟主要产品性能

产品名称	图片	参考价格 (¥)	烟弹价格 (¥)	充电时间	续航时间	烟杆重量	雾化芯	烟弹口味 (尼古丁盐含量)	烟油容量
JUUL		450元 (烟具+4烟弹)	160元/4颗	60分钟	200口	15g	棉芯雾化芯	8种 (3%, 5%)	0.7ml (1包烟/200口)
RELX 悦刻		299元 (烟具+2烟弹)	99元/3颗	45-60分钟	250口	17g	FEELM 3.0 蜂窝陶瓷 雾化芯	17种 (3%、5%)	2ml (3包烟)
FLOW 福禄		299元 (烟具+3烟弹)	99元/3颗	60分钟	260口	20g	蜂窝陶瓷 雾化芯	11种 (2% 3% 5%)	1.5ml (2包烟/300口)
YOOZ 柚子		268元 (烟具+2烟弹)	138元/4颗	30分钟	280口	20.5g	FEELM 3.0 蜂窝陶瓷雾 化芯	17种 (3%、5%)	2ml (3包烟)
MOTI 魔笛		269元 (烟具+3烟弹)	129元/4颗	50分钟	600口	18g	第六代蜂窝 陶瓷雾化芯	12种 (5%)	1.8ml (3包烟/600口)
WEL PRO		329元 (烟具+2烟弹)	109元/3颗	30分钟	200口	20g	MIX TECH 多孔合金 白陶雾化芯	13种 (0%、3.5%、 5%)	2.2ml (3.3包烟)
BTM 贝爷		298元 (烟具+2烟弹)	99元/3颗	60分钟	280口	19g	多孔陶瓷 雾化芯	5种 (3%、4%)	1.8ml (3包烟/400口)

数据来源: 淘宝网、广发证券发展研究中心

海外JUUL品牌的成功,其尼古丁盐技术无疑是重要功臣。作为电子烟行业的里程碑的事件,该技术首次真正意义上将电子烟从小众群体爱好转向大众消费领域。该领先地位为JUUL数年的高速发展提供了坚实基础。

但是,从目前情况来看,尼古丁盐对国内品牌并未构成很强技术壁垒,国内相关技术的成熟度也并不逊色于海外品牌。国内Vape市场相对开放,海内外品牌同台竞技下,实际上一定程度验证了国内产品的竞争力。国内产品竞争力主要体现在:国内的电子烟从“如烟”开始以来的长期技术积淀、国内代工集群带来的高迭代能力、更加丰富的口味选择、以及更高的产品性价比等。

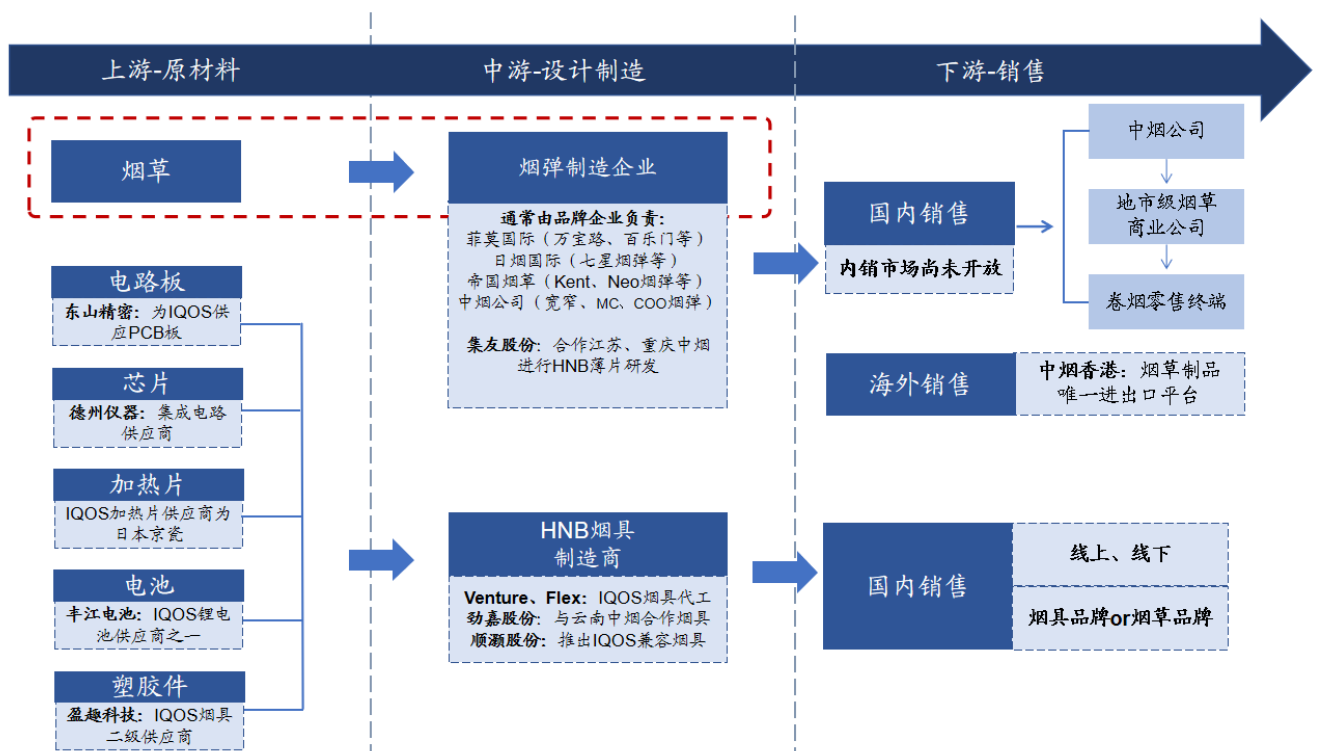
三、全球分工迭代演变，多维度（制造/品牌/渠道）中国力量崛起

3.1 HNB（加热不燃烧）

3.1.1 HNB产业链

加热不燃烧烟草制品目前国内外市场分割明显，海外市场以IQOS为主，而国内市场受中烟垄断，产业链方面也存在差异。

图15：加热不燃烧制品产业链



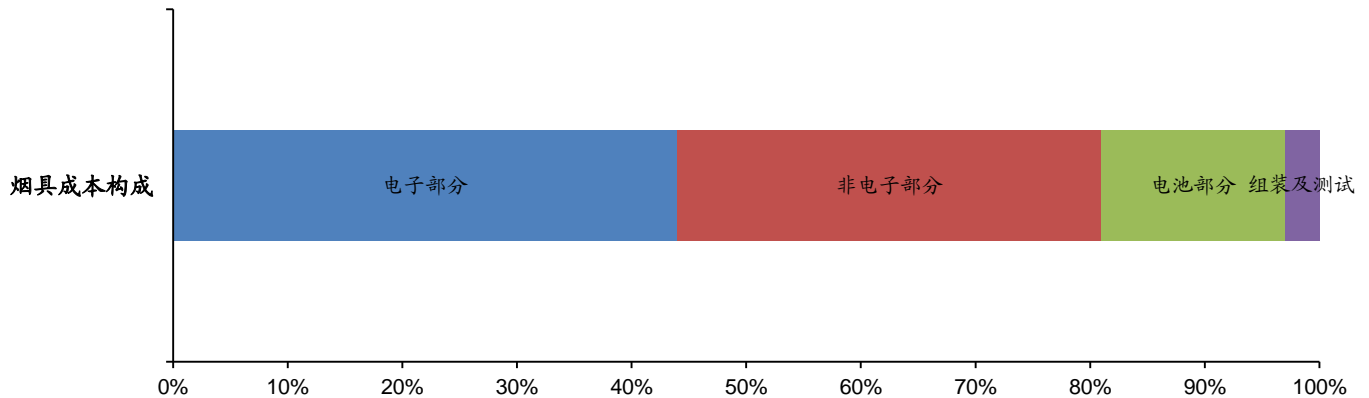
数据来源: ittbank、广发证券发展研究中心

海外HNB产业链以IQOS为例: 1) IQOS上游原材料主要包括烟草、加热片、电路板及电池。核心烟弹部分由菲莫国际控制，具体有Marlboro (万宝路)、HEETS、Parliament (百乐门) 烟弹，电池仓生产由松下完成; 2) 中游细分为前期设计及后期制造环节。核心烟弹制造通常由品牌企业负责，IQOS烟弹由菲莫国际研发，烟具等零部件由代工商以ODM/OEM模式共同参与设计生产，IQOS的零部件代工厂为Venture、Flex等制造公司，盈趣科技作为二级代工厂主要向IQOS供应加热棒塑胶件和塑料充电外壳等精密塑胶部件; 3) 成品营销推广由菲莫国际授权当地市场渠道商进行。如奥驰亚被菲莫国际独家授权后将通过菲莫美国(奥驰亚子公司)承担IQOS在美营销推广业务。

国内HNB产业链为烟草体系，存在进入壁垒，基本由中烟垄断。 涉及烟弹的核心环

节，从上游烟叶采购到烟弹制造均由中烟掌握，集友股份与重庆中烟、江苏中烟合作进行HNB薄片研发；烟具研发阶段向社会资本开放，具备相应研发设计能力的企业可提供配套烟具生产；下游销售环节，目前国内禁止销售，海外市场通过中烟香港平台出口。

图16: IQOS产品成本分布



数据来源: TechInsight、广发证券发展研究中心

3.1.2 制造端：为中烟蓄势，终将随中烟崛起

HNB内销放开后，5%渗透率条件下国内烟具市场规模可达90亿。国内HNB烟弹作为烟草制品受中烟管控，目前上市公司仅有集友股份切入，2019年7月携手江苏中烟推进加热不燃烧薄片研发，但烟弹核心技术及生产仍由中烟垄断；HNB烟具方面有社会资本参与，但目前国内HNB仅通过出口销往海外，销售规模较小。随着FDA审批通过IQOS进入美国市场，全球新型烟草制品的发展趋势已基本确定，大概率下我国HNB内销市场会逐步放开，但政策的出台不会是短期内的一次性行为，仍需要循序渐进的过程。若未来内销市场开放，以5%的HNB市场渗透率、500元的烟具单价测算，未来国内烟具市场空间近90亿人民币（详见《“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》报告）。对应到上游零部件环节，电池制造企业市场空间约几亿人民币、电子部分（集成电路、元器件等）市场空间约十亿人民币，非电子部分（加热棒、充电盒等）市场空间约十亿人民币。

烟弹制造由中烟垄断，烟具制造成为社会资本参与的重要环节。HNB的迅速崛起带动了制造端供应商发展，HNB烟弹作为烟草制品，制造环节主要是传统烟草商参与，国内由中烟垄断，海外竞争对手是以菲莫国际、英美烟草、日烟国际为主的跨国烟草公司。烟具方面，IQOS烟具集成环节由新加坡企业Flex、Venture等负责，盈趣科技作为二级供应商向Venture提供精密塑胶零部件；国内烟具制造成为社会资本参与的重要环节，劲嘉科技与云南中烟实行战略合作，合资设立嘉玉科技进行配套烟具的研发生产，也有少部分创业公司有进行布局。

表 8: 跨国烟草公司 HNB 布局

公司	主要布局
菲莫国际	2008 年开始研发新型烟草，2014 年收购电子烟品牌 Nicolites，2014 年 11 月推出 IQOS 加热不燃烧烟具，采用专利技术，团队自主研发和设计，目前已经在全球很多国家和地区售卖；2018 年吸取 Nicolites 技术，推出 IQOSMESH，进军蒸汽式小烟领域。
英美烟草	2012 年开始布局新型烟草，2012 年收购了英国 CNCREATIVE 电子烟公司；2013 年推出 Vype 蒸汽式电子烟，还在 2015 年推出 GloiFUSE 加热不燃烧电子烟，将电子烟与烟草技术进行了结合。
日烟国际	2011 年开始布局新型烟草，2011 年 8 月注资位于旧金山的 Ploom 公司开发低温非燃烧新型烟草制品，2013 年 4 月产品正式在奥地利投放市场，随后相继在韩国、意大利及日本推出。2014 年收购英国赞德拉、美国 Logic 等电子烟公司。目前拥有蒸汽式电子烟品牌 Logic 和加热不燃烧电子烟品牌 Ploom。

数据来源：世界烟草发展报告、中国烟草网、广发证券发展研究中心

烟具制造端竞争关键在于深度绑定中烟公司、技术研发实力。中烟HNB产品海外市场需要持续性拓展，而国内方面，若内销市场放开，国内市场空间广阔。烟具制造作为社会资本可参与的环节，企业竞争的关键在于深度绑定中烟公司，与地方中烟达成战略合作的公司有望进行提前布局，快速响应政策。另外，由于菲莫国际IQOS研发较早，在HNB领域建立了专利壁垒，参与企业在HNB产品外观设计、烟具制造等方面，存在专利侵权风险，如何绕开壁垒也是企业竞争点之一。

3.1.3 品牌端：政策垄断，牢牢为中烟掌控

HNB全球市场空间广阔，国内由中烟垄断。烟草专营政策决定HNB品牌端由中烟垄断，产业链利润分成方面，中烟公司将会占绝对主导。当然，品牌端利润受政策影响，且需考虑烟草利税作用。

跨国烟草巨头基本实现品牌价值打造，中烟品牌海外知名度较低。菲莫国际的IQOS已成为加热不燃烧烟草制品代名词，日烟国际、英美烟草通过多年业务布局也已实现目标市场的高渗透率；中烟公司加热不燃烧品牌有四川中烟的宽窄、云南中烟的MC等，内销市场尚未开放，产品主要销往韩国等亚洲市场，市场占有率不高。

品牌端关键为消费者认知，革新打造产品优势。不同于传统卷烟市场，全球新型烟草市场品牌认知暂尚未完全形成，用户的消费习惯与偏好仍处于培育阶段，在市场快速发展的增量时期，中烟HNB通过日益革新改善产品，存在跻身国际知名品牌的可能。另外，全球新型烟草制品的发展趋势已基本确定，可以预见，国内对新型烟草的监管会朝着规范市场而非禁止发展的方向推进。若国内HNB市场开放，中烟公司产品由于更符合国人口味偏好，且在国内销售渠道完善，消费者基础稳定，品牌认可度高。

表9: 国内加热不燃烧电子烟的主要政策梳理

时间	政策法规	主要内容
2017年5月	《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》	加热不燃烧卷烟（以下统称“新型卷烟”）与传统卷烟没有本质区别，其原料依然是烟叶，属于烟草专卖品，各单位必须高度重视，切实加强监管。
2017年10月	《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。
2018年7月	《国家烟草专卖局关于印发2018年全面深化改革工作要点的通知》	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。

数据来源：国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

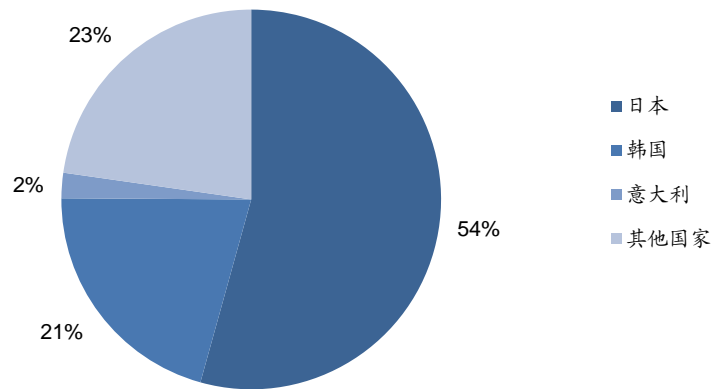
3.1.4 渠道端：对内通过烟草专卖渠道，对外通过中烟香港平台

中烟香港上市推动HNB出海，预计中烟香港出口HNB收入将近几年将增长至数亿港元。中烟香港于2019年6月在香港上市，统一负责新型烟草进出口业务，上市后可借助资本市场优势拓宽销售渠道，提高产品知名度。据2018年世界烟草发展报告，HNB全球市场近三年CAGR达到119%，随着中烟香港进一步的市场布局，国内HNB出口渠道有望拓宽，近几年新型烟草出口业务收入规模将逐步发展至数亿港元（详见《中烟香港(06055.HK)首次覆盖：专营渠道构筑壁垒，新型烟草助力新成长》）。

出口渠道专属中烟香港，国内产品目前多为非法走私。出口方面，国内政策赋予中烟香港烟草进出口专营特权，统一负责新型烟草进出口业务，因此在HNB出口销售渠道端中烟香港不具备竞争对手；国内方面，目前禁止销售HNB，产品多为非法走私，海关总署公布，2018年海关缉私部门共立案侦办加热不燃烧卷烟走私犯罪案件70起，案值5.4亿元。若后续国内政策放开，中烟HNB可依靠19家地方中烟公司、446家地级市烟草商业公司、532万户卷烟零售终端打开销售渠道，较海外品牌更易进行产品布局。

海外渠道拓展关键是结合当地政策，寻求战略合作。日韩为HNB主要消费市场，其2018年市场销售规模分别占全球销售收入50%、10%，四川中烟、云南中烟、湖北中烟均已在韩国市场建立稳定销售渠道，后续可通过中烟香港实现继续合作。新市场拓展方面，中烟进入海外市场要以当地的法律法规为准，具体各个国家政策法规不同，决定中烟是否可以直接通过经销商进入市场，亦或是与国际烟草巨头开展合作进入市场。若相关市场准入门槛较高，中烟香港可通过收购当地品牌方式切入，或者与国际卷烟公司战略合作，利用其经验渠道共同开发市场，另外，增加市场推广或建立地方分公司也将成为中烟拓宽海外销售渠道的有力手段。

图17: 2018年全球HNB主要地区销售额分布



数据来源: 2018 世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

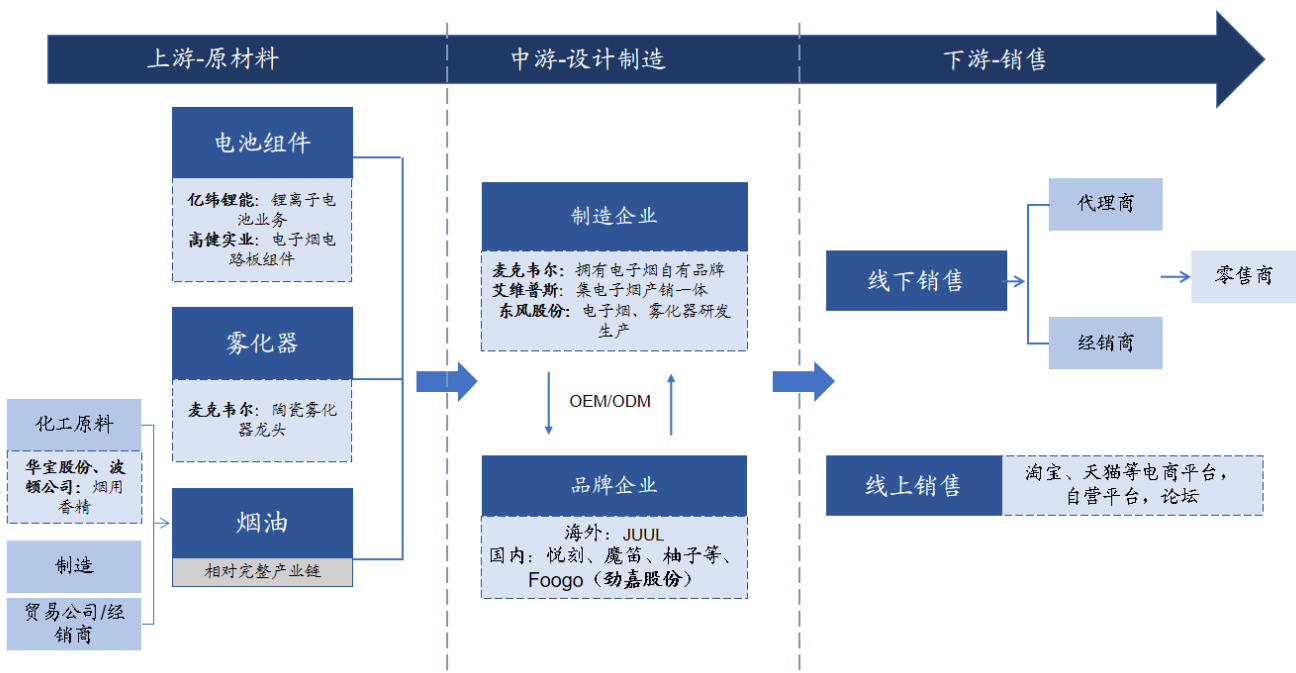
3.2 蒸汽式电子烟

蒸汽式电子烟是利用电池供电, 电流通过发热丝加热烟液发生汽化, 产生蒸汽, 达到吸烟的效果。

3.2.1 雾化烟产业链

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销售企业。

图18: 蒸汽式电子烟产业链



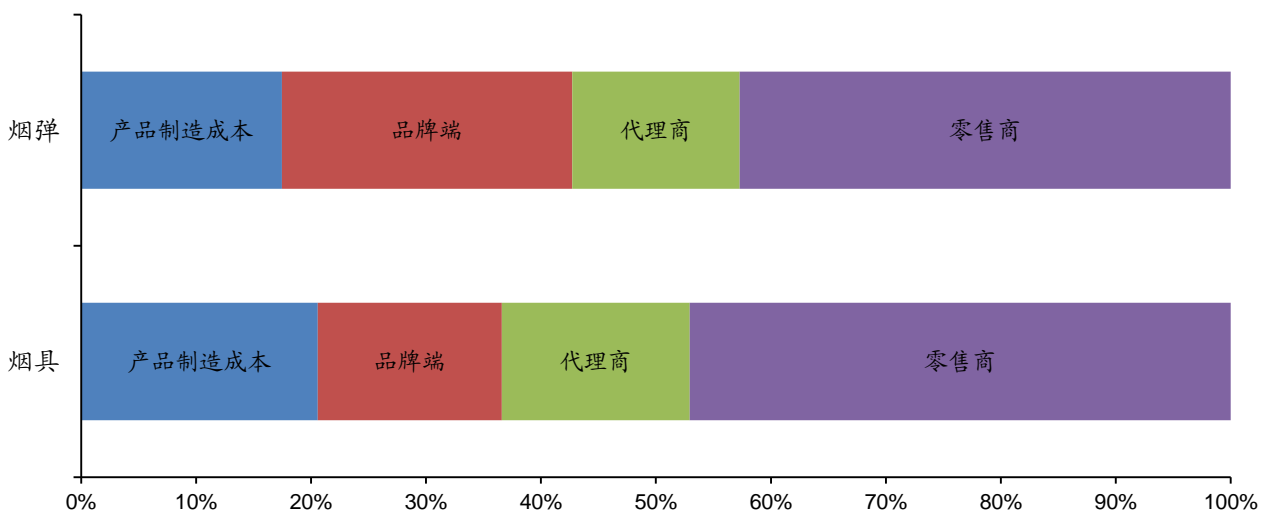
数据来源: ittbank、广发证券发展研究中心

1) 蒸汽式电子烟原材料主要包括电池组件、雾化器及烟油。相关上市公司，亿纬锂能为全球电子烟电池供应商，麦克韦尔为陶瓷雾化器龙头企业，国际电子烟龙头JUUL及国内电子烟悦刻、福禄、柚子等均为其下游客户。烟油方面已形成较为完整的产业链，其中宝股份、波顿公司主要涉及烟用香精的生产。

2) 制造企业以ODM、OEM模式参与中游设计制造。电子烟知名品牌方有JUUL、悦刻、魔笛、柚子等，部分负责产品设计；制造企业麦克韦尔在进行雾化器生产的同时也拥有自有电子烟品牌，艾维普斯从事智能电子烟套装及配件生产，集电子烟研发、生产、销售于一体，东风股份通过参股公司进行电子烟研发。

3) 销售渠道线下为主，线上为辅。海外巨头JUUL前期主要通过社交媒体推广电子烟，打造品牌认知，结合线上线下销售；国内品牌在前期消费者认知培育阶段，主要以线下体验店为主，通过代理商、经销商模式销往零售终端，线上通过各大电商平台、自营平台及论坛等进行销售。

图19：蒸汽式电子烟产业利润空间分布



数据来源：大蒸汽家、广发证券发展研究中心

从蒸汽式电子烟产业链各部分利润分布情况来看，产品制造成本烟具制造略高于烟弹，整体制造成本略低于20%；品牌及渠道利润分成方面，在电子烟市场起步阶段，品牌方多采用让利渠道，跑马圈地的竞争策略，因此利润空间远低于零售商，约占15%左右，而渠道端分配了60%以上的产业链利润空间。

3.2.2 制造端：全球制造集聚中国，优质研发企业正在凸显

需求扩张带来制造端红利，当前国内制造企业全球市场空间约25亿，预计2020年有望达到40亿美元。根据世界烟草发展报告，2018年全球电子烟销售额约145.2亿美元，近三年电子烟CAGR为20.5%。目前90%以上的制造企业分布在中国，估算国内

电子烟制造端当前市场规模约25亿美元。预计全球电子烟市场（非中国）继续维持20%左右年均增速，中国电子烟市场加速成长贡献巨大增量，预计2020年全球电子烟销售额可达210亿美元。假设制造端主要代工企业仍分布在中国，在产业链利润分成不变的情况下，对应2020年国内电子烟制造端全球市场规模可达近40亿美元。再对应到上游零部件制造，电池制造企业市场空间约14亿美元、电子部分（电路板、元器件等）市场空间约18亿美元，非电子部分（外壳等）市场空间约8亿美元。

制造主力暂非消费主力，国内代工厂集聚，具备快速响应能力。从电子烟市场格局来看，中国电子烟消费量仅占全球5%左右，但承担了全球电子烟90%以上的供应链业务，并且高度社会化。其中电子烟巨头JUUL的烟油供应链在美国，烟具供应链主要在中国，电池由亿纬锂能直接供货，麦克韦尔为其主要雾化设备供应商，另一电子烟品牌Vape的代工厂也在国内深圳。相较于国外企业，国内电子烟制造企业供应链更加完善，厂商能更加精准化把握国内市场客户需求，产品更新迭代更快。但由于电子烟制造的低进入壁垒，目前国内存在上百家电子烟生产企业，其中大部分为50人以下的作坊式小企业，另外少数规模较大的制造端企业通常采用ODM/OEM模式参与品牌方生产环节。

图20: 2017年全球电子烟消费市场分布

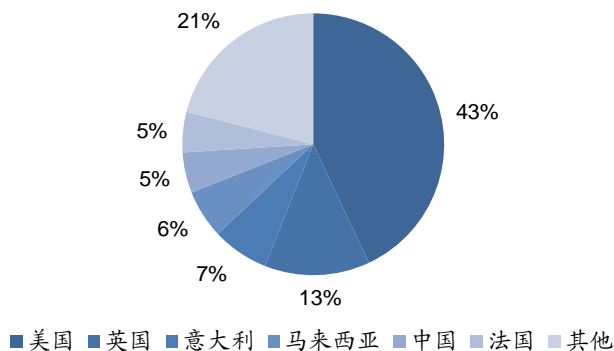
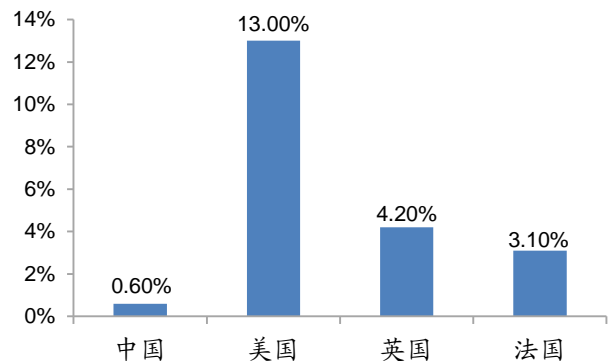


图21: 2017年主要国家电子烟渗透率



数据来源：世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

数据来源：世界烟草发展报告、广发证券发展研究中心

制造端核心为高投入打造优质产品，切入龙头供应链构筑竞争壁垒。电子烟制造技术壁垒低，小厂商众多导致质量参差不齐，绝对行业霸主暂时尚未形成。随着行业品牌逐渐成型、产品逐渐普及，消费者对产品品质要求会随之提升。具体来说，消费者开始关注烟具的雾化口感、是否有漏油或糊芯的问题等，品牌商开始关注大规模批量生产的能力、质量控制的能力等，具备研发实力的企业会逐步凸显。以国内电子烟具制造龙头麦克韦尔为例，根据天眼查数据，截止2019年8月20日，公司已拥有相关专利约550件，其中公司2018年发布的FEELM雾化技术，其金属膜和黑陶瓷能够快速加热和均匀导油，减少漏油率，并获得全球行业权威大奖——GLA金叶奖。综合来看，制造端企业在竞争中应通过高研发投入打造优质产品，改善产品体验感，提高消费者信任度，深度绑定龙头品牌，从而分享行业成长红利。

3.2.3 品牌端：一级市场资本追捧之下，国内电子烟品牌百舸争流

国内7%左右的电子烟渗透率，就能够实现千亿级别市场，其中品牌端收入空间500亿、利润空间可超250亿，随着产业链进一步成熟，品牌的利润分配比例或有进一步提升空间。以中国目前3.5亿烟民为基数，当国内电子烟市场渗透率达到7%时，电子烟市场可达千亿（详见《“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》报告）。参考当前产业链利润分布情况，对应电子烟品牌企业收入空间约500亿，利润空间约250亿，另外考虑到随着市场逐步成熟，品牌商议价能力增强，品牌端利润空间存在进一步提升的空间。

海外市场JUUL已实现较高集中度，国内市场各品牌百舸争流。蒸汽式电子烟海外市场集中在欧美地区，JUUL一家独大，具备品牌优势；国内电子烟竞争企业众多，行业梯队初步形成，RELX悦刻处于行业第一梯队，其销量遥遥领先其他品牌。FLOW福禄、YOOZ柚子等品牌创立时间较短，但凭借原有的成功创业经验及资源，迅速打开局面，目前月销量已经跻身行业第二梯队。整体来看，行业绝对龙头尚未出现，大部分创业企业都处于初创期，完成首轮融资。其中，RELX悦刻目前已实现三轮融资（天使轮、A轮、A+轮）。

表 10：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	未披露	2019	2019
云吞电子烟	Pre-A 轮	数千万人民币	广发信德	2019	2019
UZO 新雾种	A 轮	3600 万元	前海彩时投资	2019	2019
BTM 贝爷	首轮	5000 万元	钱屋株式会社	2018	2019
MOTI 魔笛	A 轮	3100 万美元	和玉资本	2018	2019
RELX 悦刻	A+轮	未披露	未披露	2018	2019
FLOW 福禄	Pre-A 轮	1089 万美元	经纬中国、壹叁资本	2018	2019
多客技术	天使轮	1000 万元	天使投资人夏铜、李骥	2018	2019
智胜致能	天使轮	近千万人民币	个人投资者	2017	2019
JUUL	战略融资	128 亿美元	奥驰亚	2007	2018
因味科技	天使轮	未披露	南桥资本、劲嘉股份、米物科技	2018	2018
iv 艾威	战略融资	数千万人民币	未披露	2018	2018
精盐科技	Pre-A 轮	2000 万元	动域资本	2016	2018
Gipro 龙舞	战略融资	5000 万元	美瑞健康国际	2013	2018
意博电子	战略融资	7000 万元	意华股份	2013	2018
IJOY 爱卓依	A 轮	3 亿元	未披露	2013	2018
绿馨电子	A 轮	未披露	顺灏股份	2013	2017
Laan 山岚	天使轮	未披露	英诺天使基金、IDG 资本	2016	2017

数据来源：天眼查、广发证券发展研究中心

品牌端核心竞争力，（在合法合规基础上）短期看渠道扩张能力、产品迭代能力，

长期看渠道壁垒、品牌价值。国内电子烟产品市场认知度较低，用户集中在年轻人，老烟民接受度不高。《电子烟》强制性国家标准已经审查完毕，预计年内有望发布，监管落地后，烟油添加物、尼古丁含量等相关规定会逐步出台，各品牌需规范产品生产，提高安全性确保质量合规。目前，电子烟品牌处于扩张渠道、跑马圈地的前期，大规模渠道终端管理能力将会是本阶段的竞争焦点。在行业格局演变、消费者认知培育阶段，如何形成差异化品牌认知，从而推动长期竞争力（渠道壁垒、品牌价值）的塑造，是品牌企业需要考量的重要问题。

表 11：政策出台及影响预判

监管政策预判	影响
烟油添加物规范	卫生条件不符合生产标准的小工厂被取缔，行业发展更加规范化
限制尼古丁添加量	如果以欧盟标准将电子烟烟油尼古丁含量标准限制在 20mg/ml（目前 JUUL 及国内品牌尼古丁浓度为 50mg/ml 或 30mg/ml），在该低浓度下烟味口感降低，传统烟民转化减少，另外成瘾性减弱。
烟油口味限制	美国市场目前对电子烟 JUUL 的水果口味进行了限制，以减少对青少年的吸引力。国内是否会对口味进行限制受电子烟渗透率影响，若口味推出受到限制，出于猎奇心理的消费相应会减少。

资料来源：中国烟草网、广发证券发展研究中心

3.2.4 渠道端：偏低单价消费品渠道的长尾特性，决定较难出现规模化企业

品牌跑马圈地，渠道处于红利期，利润分成过半，意味着千亿的市场，有近五百亿的毛利润被渠道分走（往长期看，这种分配比例可能会动态变化）。当前，行业处于快速扩容、跑马圈地的起步阶段，头部企业纷纷采取让利渠道的方式、积极扩张终端覆盖范围。当前阶段成为电子烟渠道的红利期，渠道端分配了近一半的产业链利润空间，巨大的利润分配将有利于推动整个品类普及。

线下渠道以代理商、经销商为主，线上通过电商平台推广。JUUL 由于 FDA 管控及旧金山法规，美国市场受阻，拓展非美市场。目前已与京东达成战略合作协议，预计今年十月通过京东电商平台进军中国；国内品牌方面，以快消品思路来看，如何将尚未成熟的消费品普及开来，抢占市场份额，渠道扩张及渠道管理能力不可或缺。因此，除个别品牌外，国内大部分产品如悦刻、福禄、柚子等均同时布局线上线下，且以线下布局为主，通过省市级代理、经销商或专卖店等模式进行渠道建设。结合各品牌企业背景，悦刻创始人曾任职宝洁、优步，具备消费品及互联网经验，福禄创始人为锤子科技前产品总监，魔笛创始人为贸易商背景出身，企业高管出身背景的差异，后期会体现为其渠道建设发展战略的差异。

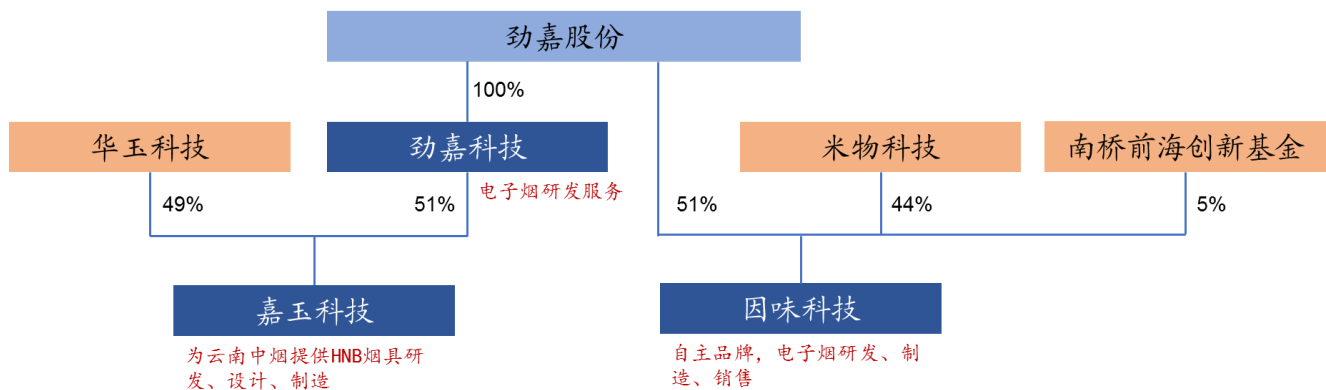
渠道端长尾特性决定难以出现规模化企业。电子烟的快消品属性、偏低单价属性，决定其渠道大概率呈现出长尾特性，创生出规模化企业的概率相对较小。另外，电子烟在广告宣传方面的政策监管也极大限制了产品推广，如 19 年 5 月初，RELX 悦刻微信商城小程序因违反《互联网广告管理暂行办法》被暂停服务。因此，在合法合规的基础上，解决产品推广这一痛点或许是创业公司的新方向。

四、关注标的

劲嘉股份

劲嘉股份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，从而探索2C端的产品升级理念。

图22：劲嘉股份电子烟领域布局

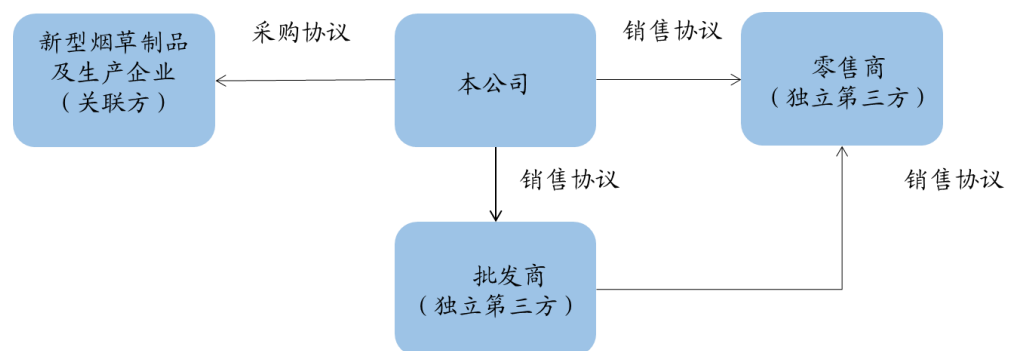


数据来源：2018-08-18《关于对外投资设立合资公司的公告》、2018-10-11《关于对外投资设立合资公司的公告》、广发证券发展研究中心

中烟香港

中烟香港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23：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。公司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业务收入由1.33亿元增长至18.45亿元。

亿纬锂能

亿纬锂能主营业务为消费电池和动力电池的研发、生产和销售。公司生产的消费类锂离子电池广泛销往欧美、日韩等电子雾化器市场，与日本烟草、帝国烟草等跨国烟草巨头建立了长期合作关系，同时，公司也是电子烟巨头JUUL的电池供货商。2018年锂离子电池实现收入31.51亿，同比增长126.7%。

另外，公司持有麦克韦尔37.55%的股份，麦克韦尔主要从事陶瓷雾化器研发、生产及销售，以ODM模式参与电子烟品牌企业产业链，同时拥有电子烟自营品牌“Vapresso”，具有发热陶瓷芯和高质量烟油的技术领先优势。随着全球电子烟行业的发展，麦克韦尔净利润从2015年0.38亿成长至2018年的7.85亿，CAGR达到174%。下游客户以海外企业为主，与奥驰亚、日烟国际、JUUL等均有合作，国内方面电子烟品牌悦刻、福禄、柚子等也均为其客户。得益于麦克韦尔电子烟业务的快速增长，2019年上半年亿纬锂能实现投资收益3.68亿。

集友股份

集友股份公司主要从事烟用接装纸、烟标、烟用封签纸及电化铝的研发、生产及销售。2018年，公司着手布局新型烟草技术工艺，设立合资公司集友广誉专门从事新型烟草相关业务。

业务进展方面，2019年公司先后与江苏中烟和重庆中烟签署了新型烟草均质化薄片研发合作协议。烟草均质化薄片为HNB烟弹核心技术环节，与江苏、重庆中烟达成研发协议使公司顺利切入烟弹制造。同时，凭借传统烟标业务，公司与云南中烟、安徽中烟、四川中烟等多家中烟公司也维持良好合作关系，具有较强的综合实力优势。

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；

中烟香港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。