

轻工制造行业深度研究报告

由中烟香港招股说明书看中国烟草国际化

推荐（维持）

- **控烟运动风行，全球烟草市场收缩。**2014年至2018年全球烟叶类产品的平均价格以5.0%的年复合增长率下滑，于2018年达到每吨4,500美元，且平均价格于未来五年内预计将以负1.0%的年复合增长率进一步下降。
- **中国是最大的烟草消费市场，实行烟草专卖制度。**中国的卷烟销售额2018年高达人民币14,405亿元，约占全球卷烟消费的44.6%。中国烟草产业链由中国烟草总公司掌控，烟草专卖局负责全部烟草收购和分销，卷烟生产由各地烟厂进行，烟厂只能把成品卖给专卖局，再由专卖局卖给批发商，构成一个庞大的生产销售网络。在这个局面下，进出口更是受到严格把控，但是中国烟草市场并不完全与世界隔离。中国国内卷烟市场由中国卷烟品牌主导，极少境外品牌能够在中国销售。生产中高端中国品牌卷烟时须采用自海外原产地进口的烟叶类产品方能提升卷烟口感，所以中国的烟草行业颇为倚重进口烟叶类产品。受益于烟草专卖制度，中国烟叶类产品出口在国际市场烟叶类产品需求疲弱、生产成本增加及运费上涨的处境下仍然出现回升；国内出境旅游人口不断增加，免税卷烟需求也快速增加。
- **新型烟草制品成行业新宠，产品供不应求，菲莫烟草市占率最高。**2017年，新型烟草制品销售额约50亿美元，预计至2021年将超过150亿美元。国际四大烟草巨头积极布局新型烟草制品，其中菲莫烟草公司的第四代电加热产品IQOS销售范围最广。2017年加热烟草制品销售额约47亿美元，其中菲莫烟草的IQOS系列占绝对优势地位，烟弹市场占有率10.8%。在加热烟草制品竞争较为激烈的仙台地区，2017年年底，IQOS烟弹销量占加热烟草制品的67.3%，市场占有率为19.9%。
- **国内新型烟草由中烟公司主导研发，民企参与新型烟草产业链。**目前国内企业没有生产销售，也没有正当渠道从境外进口加热不燃烧烟草制品，市场上销售的相关产品都是通过非法渠道进入国内。国家开始布局新型烟草制品研发生产，中烟公司研制多款产品，开始销往境外市场。民企参与新型烟草产业链，从事烟具研发或代工境外产品。中国企业代工了世界上95%的电子烟产品。
- **中烟香港是中国烟草的国际窗口，进出口全方位布局，积极探索多元化业务。**经过2018年的重组，公司承担中国烟草总公司在特定地区的国际业务。公司与中国烟草总公司的全资子公司中烟国际签订销售协议，为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展。2018年营业收入为70.3亿港元。依托中烟公司布局烟叶类产品进口、烟叶类产品出口、卷烟产品出口、新型烟草制品出口四大业务。公司是在中国境外开展新型烟草制品出口业务的独家营运实体，将采购的新型烟草制品销售给全球（不包括中国）零售商和批发商。
- **风险提示。**国家烟草专卖制度发生重大变动，国际烟草市场发生重大变化。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	128	3.47
总市值(亿元)	7,462.49	1.21
流通市值(亿元)	5,076.82	1.13

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.49	-14.83	4.44
相对表现	-0.83	-18.25	-10.1



相关研究报告

《轻工制造行业周报（20190902-20190908）：文化纸提价如期落地，库存持续走低，广西产能布局深远，持续推荐太阳纸业》

2019-09-08

《轻工制造行业周报（20190909-20190915）：文化纸提价持续落地，库存持续走低，继续推荐太阳纸业》

2019-09-15

《轻工制造行业周报（20190916-20190922）：地产集采规模势起，家居企业挖掘新机遇，关注工程业务标的帝欧家居、江山欧派》

2019-09-22

目录

一、全球控烟政策趋严，我国为最大烟草市场.....	5
(一) 全球烟草市场有所下行，中国为最大市场.....	5
1、控烟运动风行，全球烟草市场下行.....	5
2、烟草专卖把控全球最大烟草市场，烟叶进口依赖程度较大.....	6
(二) 我国烟草进出口业务波动增长.....	7
二、新型烟草市场发展迅速，供不应求.....	10
(一) 烟油式电子烟发展成熟，加热不燃烧式潜力巨大.....	10
(二) 国际烟草巨头加紧研发，新型烟草制品蓬勃发展.....	12
(三) 市场扩张迅速，产品供不应求.....	13
(四) 中烟公司主导研发，民企参与新型烟草产业链.....	15
三、中烟香港：中国烟草总公司的国际窗口.....	18
(一) 从私人股份公司到国家专营实体.....	18
1、业务历史悠久，销售渠道广泛.....	18
2、股权和业务重组，中国烟草进军国际.....	18
(二) 烟草业务覆盖广，全面把控海外市场.....	20
1、烟叶类产品进出口业务.....	20
2、卷烟出口业务.....	21
3、新型烟草制品出口业务.....	22
(三) 业绩依赖政策规定，积极开拓多元化业务.....	22
1、收入快速增长，重组产生暂时波动.....	22
2、立足独家经营地位，积极探索多元化业务.....	23

图表目录

图表 1	种类多样的烟草制品.....	5
图表 2	2014-2018 全球进口烟叶类产品需求.....	5
图表 3	2014-2018 全球进口卷烟需求.....	5
图表 4	2018 年全球卷烟消费分布.....	6
图表 5	2006-2017 中国烟草种植面积.....	6
图表 6	中国烟草产业链.....	7
图表 7	2010-2017 中国卷烟产销量.....	7
图表 8	2010-2017 年末中国卷烟工商库存.....	7
图表 9	2014-2018 中国烟叶类产品全球需求.....	8
图表 10	2014-2018 中国免税卷烟全球需求.....	8
图表 11	对进口烟叶类产品的需求（2014 年至 2023 年（预测））.....	8
图表 12	烟叶类产品特定地区对烟叶类产品的需求（2014 年至 2023 年（预测））.....	8
图表 13	泰国、新加坡、香港地区、澳门地区对中烟公司免税卷烟的需求（2014 年至 2023 年（预测））.....	9
图表 14	境内关外地区对中烟公司免税卷烟的需求（2014 年至 2023 年（预测））.....	9
图表 15	foogo 烟油式电子烟.....	10
图表 16	2010-2017 年烟油式电子烟全球市场规模.....	11
图表 17	我国电子烟相关技术标准.....	11
图表 18	IQOS 产品及配套万宝路烟弹.....	12
图表 19	2007-2016 国外烟草企业专利申请情况.....	12
图表 20	英美电加热 Glo、雷诺碳加热 Premier、日本燃料加热产品原理图.....	13
图表 21	2016-2018 菲莫烟草公司新型烟草制品收入.....	13
图表 22	2017-2018 英美烟草公司新型烟草制品收入.....	13
图表 23	封闭式电子烟、开放式电子烟、加热不燃烧烟草制品全球市场规模.....	14
图表 24	加热不燃烧烟草制品的全球销售额.....	14
图表 25	主要地区加热不燃烧烟草制品的销售额（2018 年）.....	14
图表 26	全球加热不燃烧产品在售区域（蓝色）.....	15
图表 27	2015-2017 IQOS 专用烟弹出货量.....	15
图表 28	2017-2019 IQOS 日本市占率.....	15
图表 29	中烟公司研制的新型烟草制品.....	16
图表 30	四川中烟“功夫-宽窄”加热不燃烧式电子烟及配套烟弹.....	16
图表 31	参与新型烟草制品产业链的中国企业.....	16
图表 32	顺灏股份 MOX Edge 加热不燃烧电子烟.....	17

图表 33	公司发展历史.....	18
图表 34	重组时向公司转让业务的实体.....	18
图表 35	天利转让和保留的业务.....	19
图表 36	重组并上市后公司股权结构.....	19
图表 37	重组后公司业务地理范围.....	20
图表 38	烟叶类产品进口业务营运流程.....	20
图表 39	烟叶类产品出口业务营运流程.....	21
图表 40	卷烟出口业务营运流程.....	21
图表 41	新型烟草制品出口业务营运流程.....	22
图表 42	2016-2018 中烟香港收入构成.....	22
图表 43	2016-2018 中烟香港毛利率.....	22
图表 44	2016-2018 中烟香港毛利率拆分.....	23
图表 45	2016-2018 中烟香港净利率.....	23
图表 46	中烟香港卷烟出口业务与客户合作时间.....	23

一、全球控烟政策趋严，我国为最大烟草市场

烟草市场主要包括烟草种植、烟草制品制造、烟草制品分销及零售三个部分，构成烟草市场价值链的上游、中游和下游。分产品来看，全球烟草市场目前以卷烟、烟斗烟草及雪茄烟等传统烟草制品为主，而电子烟和加热不燃烧烟草制品等新型产品越来越被全世界烟民接纳。

图表 1 种类多样的烟草制品



资料来源：搜狗图片

产地不同的烟叶类产品属于异质品，全行业依赖进出口。不同产地的烟叶类产品具有独特的口感及风味，烟草生产企业倾向于使用特定产地的烟叶类产品，为其烟草制品带来特色鲜明的口感及风味。一个国家的国内烟叶类产品供应往往无法满足该国烟草生产企业理想质素、数量、规格、定价或其他商业因素需求。因此，全球烟草市场严重依赖烟叶类产品及卷烟的进出口活动。

（一）全球烟草市场有所下行，中国为最大市场

1、控烟运动风行，全球烟草市场下行

全球烟草需求下滑，卷烟厂商上调价格。近年来，全球控烟运动日益高涨，对全世界烟草制品的消费构成压力。烟叶类产品的需求下降，卷烟需求有小幅波动，整体相对低迷。2014年至2018年全球烟叶类产品的平均价格以5.0%的年复合增长率下滑，于2018年达到每吨4,500美元，且平均价格于未来五年内预计将以负1.0%的年复合增长率进一步下降。于2014年至2018年，卷烟生产企业以2.5%的年复合增长率提高卷烟价格，以抵销销量的减少及维持其盈利水平。

图表 2 2014-2018 全球进口烟叶类产品需求



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

图表 3 2014-2018 全球进口卷烟需求

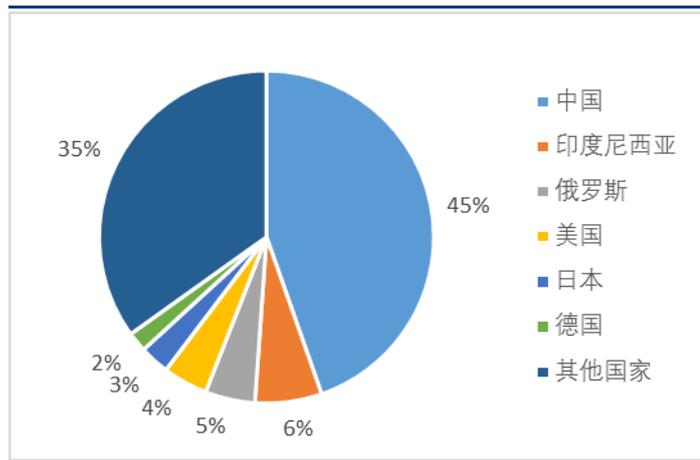


资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

2、烟草专卖把控全球最大烟草市场，烟叶进口依赖程度较大

中国拥有全世界人数最多的烟民。2018年，中国吸烟者人数为3.06亿人。数量众多的烟民为进口烟叶类产品提供了一个稳定的市场。根据弗若斯特沙利文报告，中国的卷烟销售额于2018年达到人民币14,405亿元，约占全球卷烟消费的44.6%。此外，中国居民在过去几十年的人均可支配收入不断增加，进而推动中国烟草制品的消费升级及烟草市场结构优化。

图表 4 2018 年全球卷烟消费分布



资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

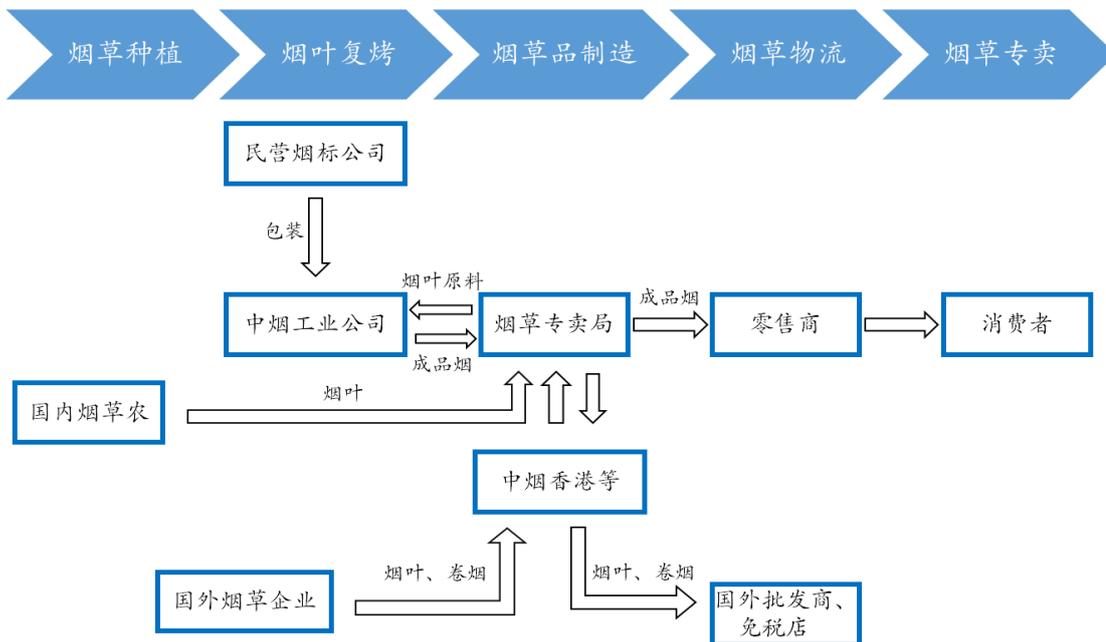
专卖局把控流通网络，烟厂处于附属地位。卷烟的主要原材料是烟草，中国烟草种植分布广泛，种植面积近年不断下降。烟草进口区域主要分布在北美、南美、非洲地区，进口业务目前由中烟香港专营。整个产业链由中烟工业公司及烟草专卖局主导，专卖局负责一切烟草收购，烟草生产由各地烟厂进行，烟厂只能把成品卖给专卖局，再由专卖局卖给批发商，构成一个庞大的生产销售网络。

图表 5 2006-2017 中国烟草种植面积



资料来源：国家统计局，华创证券

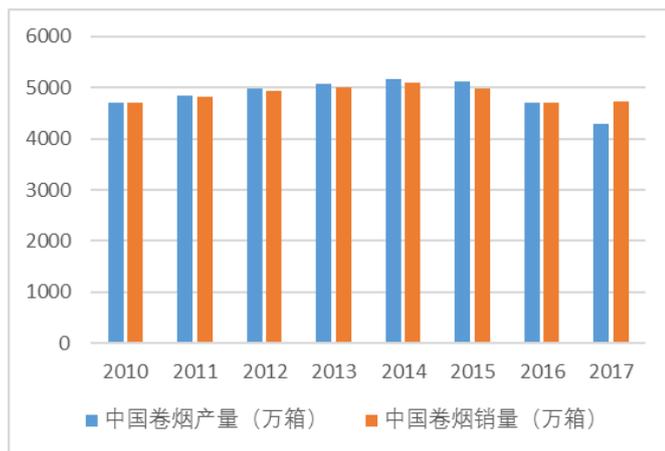
图表 6 中国烟草产业链



资料来源：中国烟草官网，华创证券

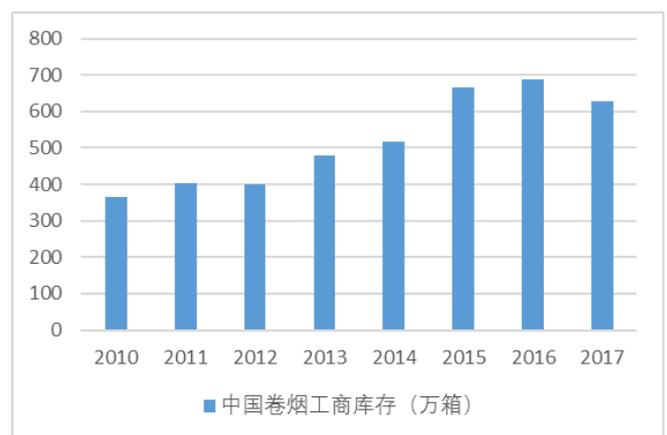
烟草市场转型已成必然态势。中国卷烟产销 2015 年之前一直呈现稳定增长趋势，从 2015 年开始下降，2017 年产量继续下降，销量超过产量，呈现去库存态势。卷烟库存经过 2012 年到 2017 年的增长之后开始下降，2017 年累计库存 626.83 万箱，2018 年逐月下降，9 月降至 415.45。

图表 7 2010-2017 中国卷烟产销



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 2010-2017 年末中国卷烟工商库存



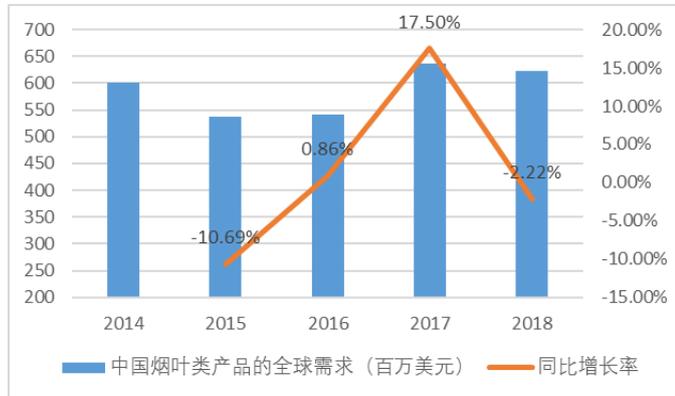
资料来源：Wind，华创证券

(二) 我国烟草进出口业务波动增长

中国烟草市场受国家烟草专卖制度规管，但是中国烟草市场并不完全与世界隔离。国内卷烟市场由中国卷烟品牌主导，极少境外品牌能够在中国销售。生产中高端中国品牌卷烟时须采用自海外原产地进口的烟叶类产品方能提升卷烟口感，所以中国的烟草行业颇为倚重进口烟叶类产品。受益于烟草专卖制度，中国烟叶类产品出口在国际市场烟

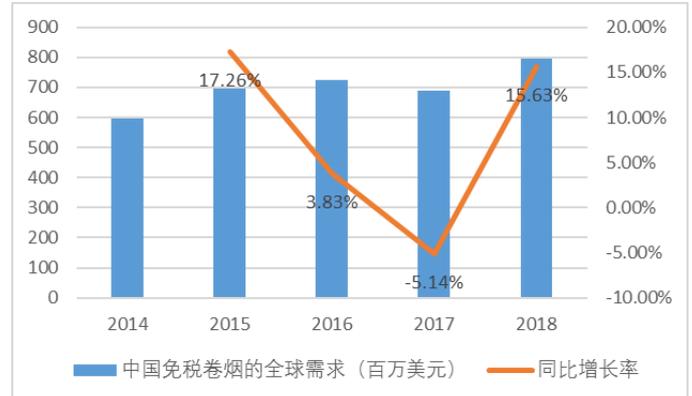
叶类产品需求疲弱、生产成本增加及运费上涨的处境下仍然出现回升；国内出境旅游人口不断增加，免税卷烟需求也快速增加。

图表 9 2014-2018 中国烟叶类产品全球需求



资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

图表 10 2014-2018 中国免税卷烟全球需求



资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

进口烟叶类产品主要为来自以优质产品闻名的国家和地区的优质烟叶类产品。因此，中国烟叶类产品进口额从 2014 年的 1,294.1 百万美元降至 2018 年的 1,065.8 百万美元，年复合增长率为负 4.7%。同时，国家烟草专卖局自 2016 年以来已通过减小烟草种植农场规模及降低采购量，逐步削减烟叶类产品的国内产量。根据弗若斯特沙利文报告，由于国家烟草专卖局过去几年在处理产品过剩问题方面作出的努力，中国未来五年对进口烟叶类产品的需求预计将以 1.7% 的年复合增长率稳定增长，到 2023 年将达到 1,240.7 百万美元。

东南亚、香港地区、澳门地区及台湾地区为中烟公司的第一大境外市场，出口到烟叶类产品特定地区的烟叶类产品占 2018 年烟叶类产品总出口额的 32.1%。2018 年为 199.4 百万美元。

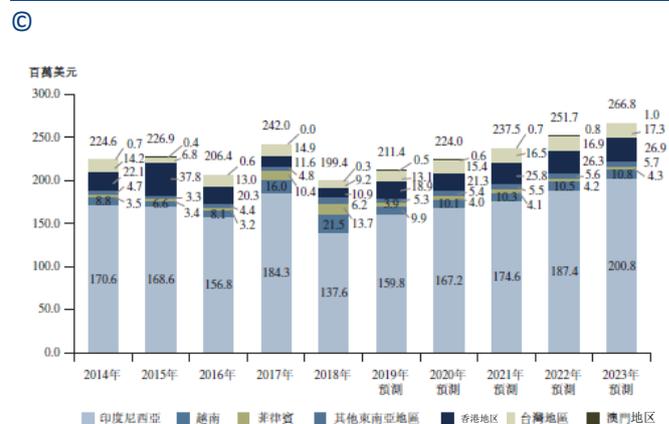
中烟公司出口的免税卷烟主要由出境游客购买，该等游客特别偏好中烟公司卷烟的特殊口味。中烟公司免税卷烟主要在受旅游目的地的免税店出售，包括泰国、新加坡、香港地区、澳门地区以及境内关外地区的免税店。2018 年，香港地区及新加坡对中烟公司免税卷烟的总需求分别为 63.5 百万美元及 19.8 百万美元，分别占出口至香港地区、澳门地区、泰国及新加坡的中烟公司免税卷烟的 69.4% 及 21.6%。境内关外免税店对中烟公司免税卷烟的需求从 2014 年的 105.5 百万美元增至 2018 年的 183.3 百万美元。由于境内关外地区的免税卷烟价格具吸引力，因此随着出国人数的攀升，境内关外地区对中烟公司卷烟的需求在未来数年预计将进一步增长。

图表 11 对进口烟叶类产品的需求（2014 年至 2023 年（预测））



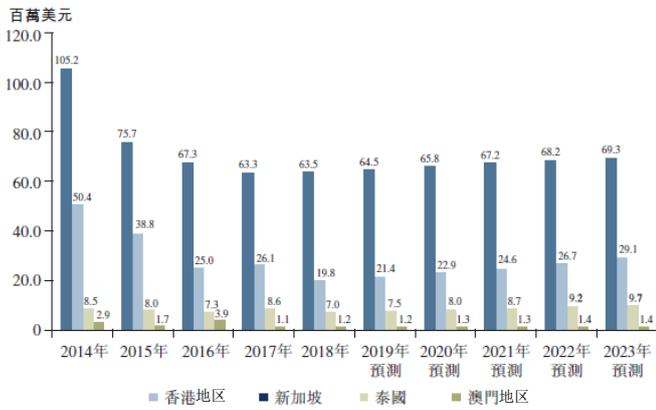
资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

图表 12 烟叶类产品特定地区对烟叶类产品的需求（2014 年至 2023 年（预测））



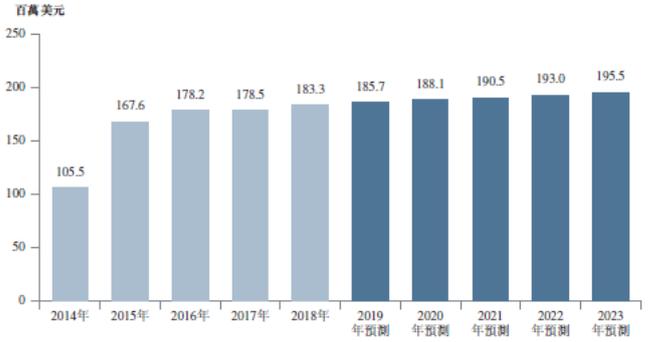
资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

图表 13 泰国、新加坡、香港地区、澳门地区对中烟公司免税卷烟的需求（2014年至2023年（预测））



资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

图表 14 境内关外地区对中烟公司免税卷烟的需求（2014年至2023年（预测））



资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

二、新型烟草市场发展迅速，供不应求

（一）烟油式电子烟发展成熟，加热不燃烧式潜力巨大

随着全球控烟法律法规日趋严格，不管厂商还是消费者都开始寻找传统烟草制品的替代产品。传统吸烟方式导致多种疾病，造成环境污染，已经被各国政府及广大民众所重视。风靡一时的烟油式电子烟有效降低健康危害和污染，但由于其原理与传统卷烟不同，口感和味道也与传统卷烟相去甚远，只能体验一时新鲜，无法真正取代传统卷烟的地位，其需求有颓弱趋势。加热不燃烧式电子烟既能最大限度还原传统卷烟口感，又能显著降低对健康的危害，近年来得到了迅猛发展。

烟油式电子烟是一种模仿卷烟的电子产品。由电池、集成控制电路、雾化器与烟油组成，有着与卷烟相近的外观、烟雾、味道和感觉。它通过雾化等手段，将烟油变成蒸汽后，让用户吸食。它有着与传统卷烟相近的烟雾、味道和感觉，但其不经过燃烧，焦油、一氧化碳、亚硝酸等有毒物质大幅降低，不易产生二手烟污染，而且具有电子消费品的新颖、时尚的特点。

雾化器是烟油式电子烟的核心技术。雾化器的构造是一个加热元器件，通过电池供电发热，使其旁边的烟油挥发，形成烟雾，从而让人吸的时候达到“吞云吐雾”的效果。**雾化器性能的优劣直接影响电子烟烟液的雾化效率、气溶胶特性、功效与安全性，是目前国内外电子烟厂商专利布局的重中之重。**电子烟雾化器按工作原理分为压电超声雾化、喷射雾化、电磁感应加热雾化和电阻丝加热雾化四种。

烟油是配合电子烟使用的电子雾化液。通过电子烟雾化器加热，能够产生如香烟一样的雾气，但目前并没有烟液的口感和味道能完全等同于香烟。电子烟油的主要成分是食用级或者医药级别的丙三醇（也称甘油），1,2-丙二醇（一般不用 1,3-丙二醇）和聚乙二醇，以及烟草专用香精。电子烟油中也含有烟碱成分，添加烟碱主要是为了使其口感更加贴近香烟。

国内企业已具备自主生产烟油式电子烟能力，但在烟油技术和品牌影响力方面较弱，商业模式多为为境外品牌代工。目前艾维普思、麦克维尔凭借着强大的雾化器技术研发能力和成品组装技术，自主品牌电子烟在电子烟市场也有一定的影响力。其中艾维普思 SMOK 大烟品类为全球排名第一，麦克维尔新自主品牌 Vapresso 也取得了良好的市场反馈。

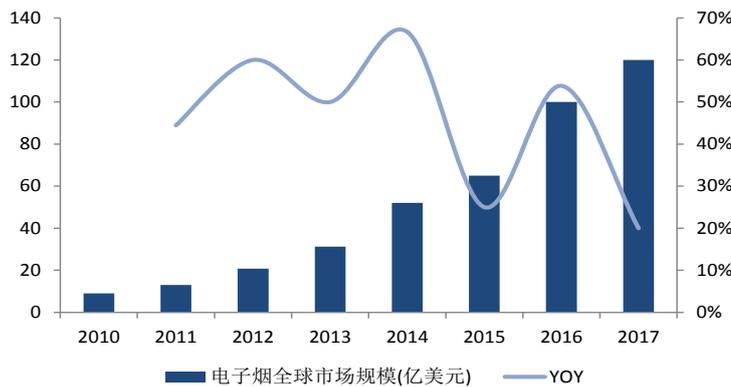
图表 15 foogo 烟油式电子烟



资料来源：京东商城

烟油式电子烟整体增速放缓, 亚太市场增速最快。1)2017 年全球烟油式电子烟消费者约 3500 万, 并未出现大幅增长, 销量、销售额增速也在逐步放缓。2017 年烟油式电子烟销售额估算约 120 亿美元, 同比增长 20%。在各类型烟草制品中, 电子烟销售额已超越斗烟、口含烟, 成为卷烟、烟丝、雪茄之后销售额第四的品类。2)北美是第一大电子烟市场, 2017 年销售额约 50 亿美元, 西欧是第二大电子烟市场, 销售额占比约 30%, 亚太是增速最快的市场。3)销售渠道方面, 网络和专卖店仍为最重要的销售渠道, 销售额合计占比超过三分之二。

图表 16 2010-2017 年烟油式电子烟全球市场规模



资料来源: 中国产业信息网《若未来电子烟渗透率达到10%相应市场规模能够达到千亿级别》, 华创证券

图表 17 我国电子烟相关技术标准

时间	内容
2015 年 12 月 9 日	深圳市场监督管理局对外发布《电子烟雾化液产品通用技术要求》, 规定产品生产卫生要求、技术要求, 以及产品的试验方法、检验规则、标签、标识、包装、运输、贮存等技术要求。
2017 年 12 月 20 日	中国电子商会电子烟行业委员会正式对外发布《电子烟雾化类器具产品通用规范》团体标准, 规定通用安全要求、成品要求、试验方法、标签、标识、包装、运输、贮存等要求。
2017 年 12 月 15 日	国家烟草专卖局组织制订的《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》国家标准, 适用于电子烟液中烟碱、丙二醇和丙三醇的测定。

资料来源: 华创证券整理

加热不点燃, 保持口感与降低危害两者兼得。卷烟点燃时温度高达 950℃, 产生数千种成分, 其中存在较多有害人体健康的组分。日本烟草的 K.Torikai 研究表明在所分析的 29 种有害烟气成分中有 96.6% (28 种) 的有害成分主要形成在 800℃ 温度范围内, 且当温度高于 350℃ 时有害成分的释放量增速相对较快。加热不燃烧电子烟就是利用这一特性, 将烟卷设计成特定结构, 通过加热装置使之升温放出烟气而不点燃烟草, 从而在保持烟气浓度和口感的前提下达到减少有害气体排放的目的。

新型烟草制品需要烟具和烟弹配合使用, 烟具负责加热烟草和冷却烟气, 烟弹与普通卷烟有不同结构。以 IQOS2.4 版本为例, 烟具采用“外套内杆”的组装拆卸式结构, 盒套给内置的烟杆充电。每抽一支烟弹需要充一次电, 满电的盒套大约能给烟杆充电 25 次, 每次充 4 分钟。配套烟弹与普通烟的结构不同, 以万宝路烟弹产品为例, 烟弹从远唇端到近唇端分别是烟草原料段、空心滤嘴段、降温段、滤嘴段。原料段使用烟草薄片替代烟丝, 保证烟气在较低温度下产生, 烟草原料段相比普通烟也短很多; 空心滤嘴段隔断加热片和降温段, 即使烟弹插深了一点, IQOS 加热片也不至于会接触降温段, 发生不良反应; 降温段是烟弹的核心部分。加热不燃烧烟味道偏淡, 短滤嘴保证入口的烟气浓度, 需要降温段吸收烟气里的热量, 降低烟气温度, 使之入口舒适。

图表 18 IQOS 产品及配套万宝路烟弹



资料来源：搜狗图片

（二）国际烟草巨头加紧研发，新型烟草制品蓬勃发展

生产端，烟草巨头引领，菲莫国际一马当先。作为新科技产品，加热不燃烧式电子烟的技术研发主要由国际几大烟草巨头引领，在同样的技术目标引领下，新产品更新换代，市面上同类产品繁多，技术各有千秋。目前在销售或在研发中的加热不燃烧烟草制品按加热方式可分为三类：电加热型、碳加热型以及燃料加热型。

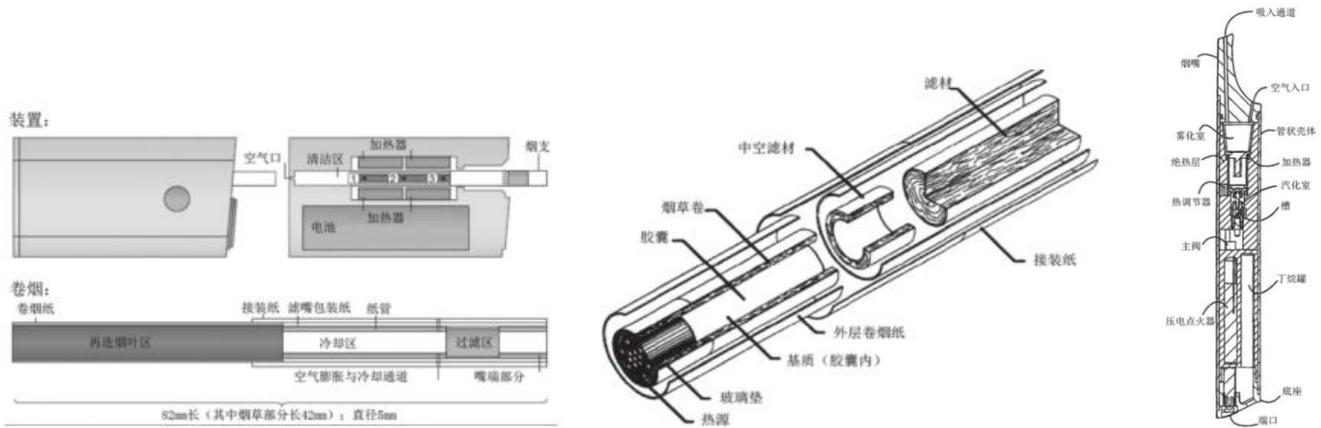
图表 19 2007-2016 国外烟草企业专利申请情况

排名	申请公司	合计	加热不燃烧烟草制品	电子烟	口含烟
1	菲莫烟草公司	1140	517	344	279
2	雷诺烟草公司	336	70	74	192
3	日本烟草公司	246	155	28	63
4	英美烟草公司	204	119	22	63

资料来源：刘亚丽《加热不燃烧烟草制品发展现状及展望》，《中国烟草学报》2018 Vol.24 No.4，华创证券

电加热型产品的开发和技术研究最为广泛。菲莫烟草、日本烟草和英美烟草均在市场上推出了电加热型产品，其中菲莫烟草公司的第四代电加热产品 IQOS 是世界上销售范围最广的加热不燃烧烟草制品，目前已在世界上 28 个国家和地区进行销售。此外，英美烟草的 Glo 和 IFuse 和日本烟草的 Ploom Tech 也已经投入市场。最早进行碳加热烟草产品研究的是雷诺公司，从 1988 年至 1997 年，公司推出了四款碳加热烟草产品；菲莫烟草也有一款在售的碳加热产品——CHTP；燃料加热型产品利用特定化学反应发展阶段较为初级，日本烟草已在此领域申请较多专利。

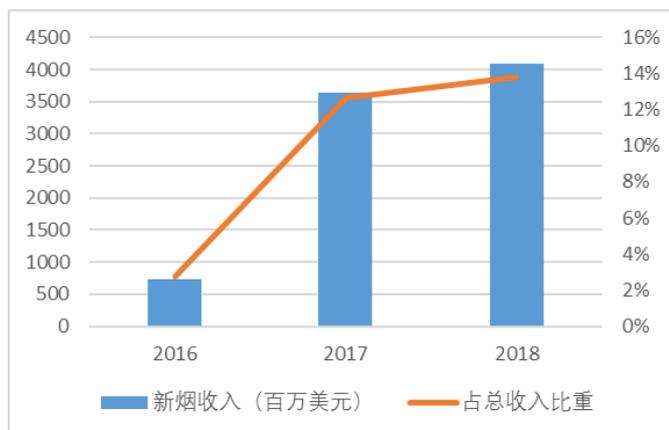
图表 20 英美电加热 Glo、雷诺碳加热 Premier、日本燃料加热产品原理图



资料来源：刘亚丽《加热不燃烧烟草制品发展现状与展望》，《中国烟草学报》2018 Vol. 24 No. 4，华创证券

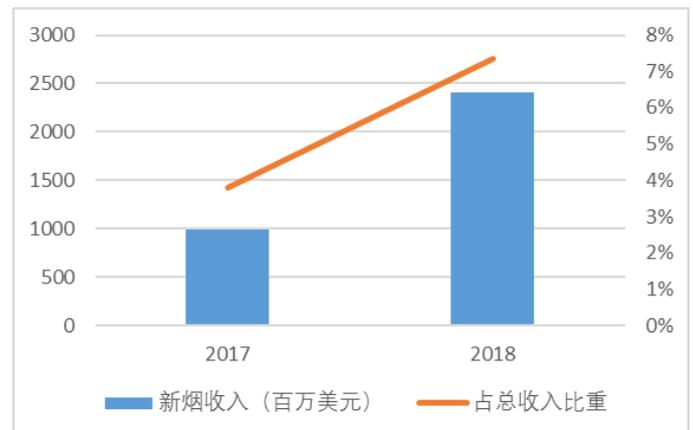
从产业布局看，目前菲莫烟草、英美烟草和日本烟草最为重视加热不燃烧产品的研发和生产，其中菲莫国际技术实力最强，无论从专利布局看还是从收入情况看都遥遥领先，从 2016 年至 2017 年，菲莫烟草新烟收入扩大数倍，占总收入比重也由 3% 左右提升到 12% 以上。

图表 21 2016-2018 菲莫烟草公司新型烟草制品收入



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 22 2017-2018 英美烟草公司新型烟草制品收入

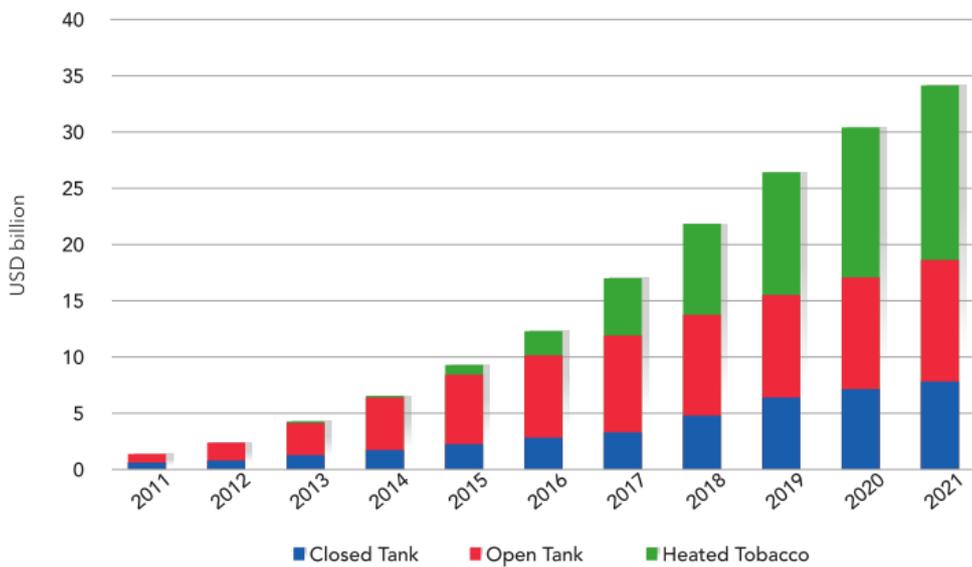


资料来源：Bloomberg，华创证券

(三) 市场扩张迅速，产品供不应求

需求端，市场快速扩张，渗透率逐步上升。据欧睿国际数据显示，2017 年，加热不燃烧烟草制品销售额约 50 亿美元，预计至 2021 年将超过 150 亿美元，接近电子烟的销售额，约占新型烟草制品总销售额的 45%。

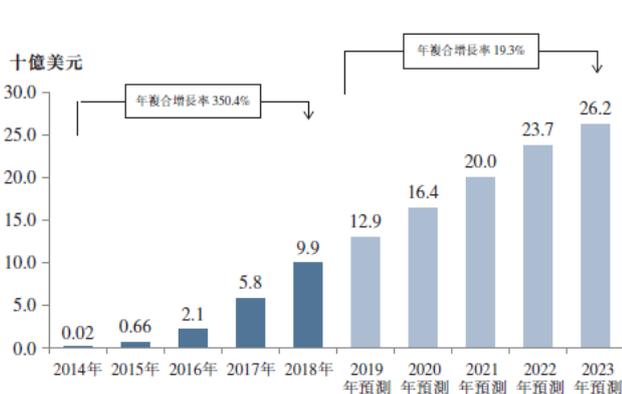
图表 23 封闭式电子烟、开放式电子烟、加热不燃烧烟草制品全球市场规模



资料来源: gsthr.org 《No Fire No Smoke: Global State of Tobacco Harm Reduction 2018》, 华创证券

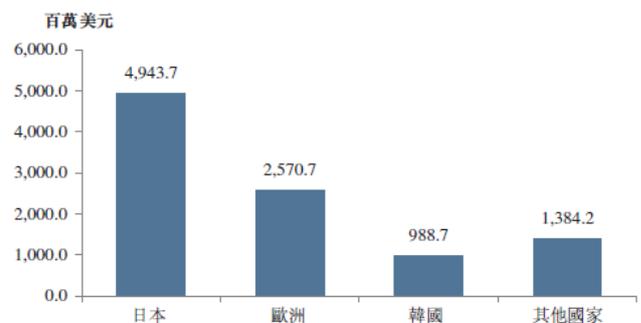
收入水平高, 健康意识强, 新型烟草制品在日本最受欢迎。2017 年加热烟草制品销售额约 47 亿美元, 其中菲莫烟草的 IQOS 系列占绝对优势地位, 烟弹市场占有率 10.8%。在加热烟草制品竞争较为激烈的仙台地区, 2017 年年底, IQOS 烟弹销量占加热烟草制品的 67.3%, 市场占有率为 19.9%。韩国引入加热烟草制品的时间较短, 市场规模尚小但发展势头强劲, 2017 年年底, IQOS 烟弹在韩国市场的占有率达 5.5%。欧洲国家市场占有率目前较低, 在 2% 左右。日本市场的火爆与其特定的市场条件密不可分, 消费者收入水平高、健康意识强、乐于接受新产品, 市场主流产品与新型产品口味差异较小, 监管有利于新产品发展等, 尤其是对宣传促销限制较少, 都促进了日本市场上加热烟草制品销量的增长。需要注意, 同时满足这些条件的市场很少, 新型烟草制品在日本的爆炸式扩张难以复制。

图表 24 加热不燃烧烟草制品的全球销售额 (2014 年至 2023 年 (预测))



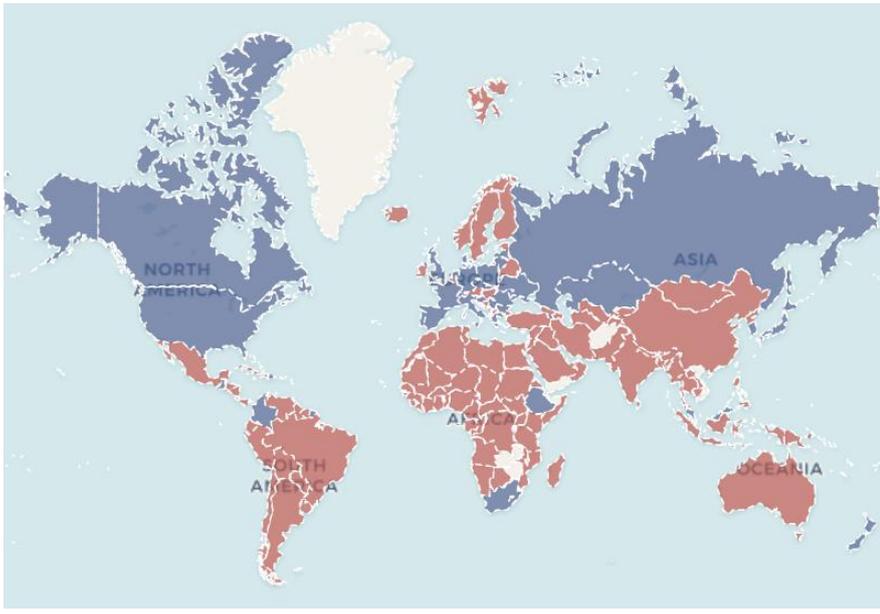
资料来源: 中烟香港招股说明书, 华创证券

图表 25 主要地区加热不燃烧烟草制品的销售额 (2018 年)



资料来源: 中烟香港招股说明书, 华创证券

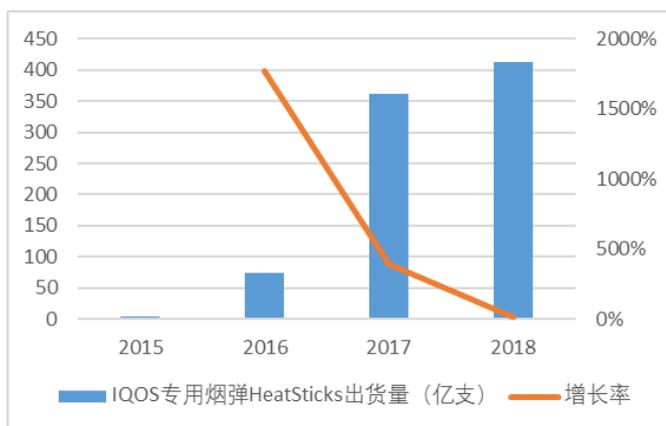
图表 26 全球加热不燃烧产品在售区域（蓝色）



资料来源: *gsthr.org 《No Fire No Smoke: Global State of Tobacco Harm Reduction 2018》*。注: 蓝色系在售区域, 红色系禁售区域, 白色系无信息区域。

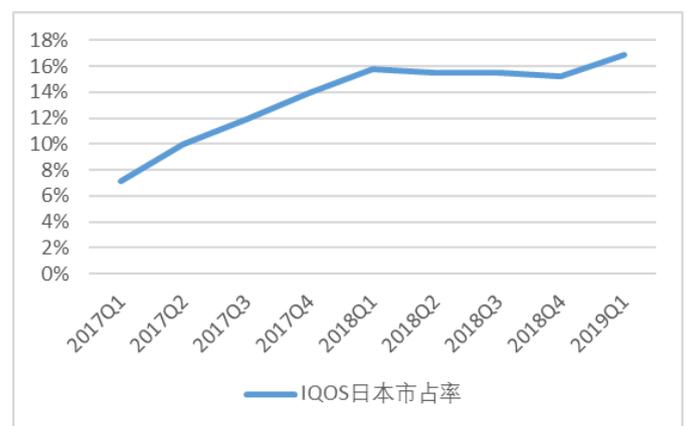
寡头市场格局竞争激烈，加热器产能落后于需求。国际新型烟草制品市场呈现几大烟草巨头并立的寡头格局，其中菲莫烟草凭借 IQOS 占据市场规模优势。2017 年，菲莫烟弹销量 72.4 万箱，日本市场占 86.5%。IQOS 在日本市场的发展已经逐步稳定，烟弹基本能满足供应，但加热器产能仍然不足。2018 年年底，该产品产能预计达到 200 万箱，全年产量预计约 150 万箱。与菲莫烟草公司相比，英美烟草和日本烟草产品销量相对较低，但也在迅速增加。英美烟草 2017 年销售加热烟草制品 Glo 4 万箱，2017 年在日本的市场占有率达 3.6%，目前计划在韩国扩大销售；2017 年加热装置产能达 500 万个，烟弹 30 万箱。日本烟草加热烟草制品 Ploom Tech 2016 年在日本上市，之后进入欧洲，受产能限制，该产品在日本全国布局较慢。

图表 27 2015-2017 IQOS 专用烟弹出货量



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 28 2017-2019 IQOS 日本市占率



资料来源: Bloomberg, 华创证券

(四) 中烟公司主导研发，民企参与新型烟草产业链

烟草监管政策趋严，中烟公司研发加力。2017 年 6 月，全国各县市烟草专卖局向零售商户下发《禁止销售进口新型

卷烟的告知书》，明确了“目前国内企业没有生产销售，也没有正当渠道从境外进口加热不燃烧烟草制品，市场上销售的相关产品都是通过非法渠道进入国内”。与此同时，国家开始布局新型烟草制品研发生产，中烟公司研制多款产品，开始销往境外市场。目前，四川中烟加热不燃烧产品“功夫-宽窄”系列 2017 年底已在韩国上市；云南中烟的加热不燃烧产品 MC 系列正在积极开拓海外市场；广东中烟的加热不燃烧产品 MU+、ING 于 2018 年 8 月在老挝发售；湖北中烟、湖南中烟、山东中烟、贵州中烟的相关技术已经取得专利。

图表 29 中烟公司研制的新型烟草制品

中烟公司名称	品牌名称	上市时间	上市地点
四川中烟	宽窄-功夫	2017 年 12 月	韩国
云南中烟	MC	2018 年 4 月	韩国
广东中烟	MU+、ING	2018 年 8 月	老挝
湖北中烟	MOK	2018 年 10 月	韩国

资料来源：公司官网

图表 30 四川中烟“功夫-宽窄”加热不燃烧式电子烟及配套烟弹



资料来源：搜狗图片

民企参与新型烟草产业链，从事烟具研发或代工境外产品。加热不燃烧产品需要烟具和烟弹配合使用，烟弹属于专卖范围，中国企业可以从事已有烟弹配套烟具的研发，或与中烟公司进行战略合作。中国企业还参与境外新型烟草制品零部件生产和烟具代工，事实上，中国企业代工了世界上 95% 的电子烟产品，在加热不燃烧产品领域，中国企业也参与到烟具生产的产业链中，例如，盈趣科技为 IQOS 的二级供应商，为 IQOS 的产品制造商 Venture 提供高精度塑胶部件，是 IQOS 充电盒和加热棒组件的外观零部件。该部件毛利率较高，成为公司主要的利润来源。

图表 31 参与新型烟草制品产业链的中国企业

企业名称	业务
盈趣科技	负责 IQOS 烟具外观多个零部件的供应
劲嘉科技	与英美烟草、菲莫国际、雷诺烟草进行电子烟包装盒业务合作
顺灏股份	在日本推出 IQOS 兼容烟具 MOX Edge
集友股份	与安徽中烟合作生产烟弹

资料来源：公司公告，华创证券

图表 32 顺灏股份 MOX Edge 加热不燃烧电子烟



资料来源：京东商城

三、中烟香港：中国烟草总公司的国际窗口

中烟香港成立于 2004 年，从事烟草相关产品的进出口业务，经过 2018 年的重组，公司承担中国烟草总公司的国际业务。中国大陆实行烟草专卖制度，中国烟草总公司是唯一有资格从事烟草专卖品生产、销售及进出口业务的实体。公司与中国烟草总公司的全资子公司中烟国际签订销售协议，为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展。

（一）从私人股份公司到国家专营实体

1、业务历史悠久，销售渠道广泛

公司业务能够追溯到 1989 年，公司前身天利在香港地区成立，从事烟草进出口；2004 年，天利和 Tulley 创立本公司；2018 年，中国烟草总公司印发 60 号文，指定本公司为中国烟草行业的国际业务拓展平台及烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务、卷烟出口业务及新型烟草制品出口业务的独家营运实体，将本公司重组为中国烟草总公司进出口业务窗口。

图表 33 公司发展历史

时间	事项
1989 年	天利于香港地区注册成立，从事烟草制品进出口业务。
2001 年	天利开始卷烟出口业务，将上海生产的卷烟销售至新加坡、泰国、韩国的免税店。
2004 年	本公司在香港地区注册成立，天利持有 9900 股股份，Tulley 持有 100 股股份。
2018 年	60 号文及国家烟草专卖局批文授予本公司经营相关业务的独家经营权。Tulley 将股份转让予天利，本公司向天利发行及配发 5 千万股股份。

资料来源：公司公告，华创证券

在重组前，中国烟草已帮助公司建立了广泛的销售渠道，以及与供货商及客户的长期合作关系。重组后，公司凭借独家经营地位，在中国所有烟草公司中独家掌握供需双方的资源，在烟草进出口业务领域无任何竞争者，有着不可超越的市场地位。

2、股权和业务重组，中国烟草进军国际

2018 年，为建立中烟国际的国际资本市场运作平台及拓展海外市场，国家烟草专卖局将本公司指定为中烟国际负责境外资本市场运作和国际业务拓展的平台。重组前，本公司并无经营任何实质性业务，中国烟草总公司透过其附属公司及受控实体经营相关业务。

中国烟草对外专营机构重组完成。重组的直接结果是公司在明确的地域划分下从事独家经营业务，重组过程转让了中国烟草总公司旗下实体的相关业务，包括天利先前的部分业务，同时保证各实体业务和管理的连续性。重组还纳入了新型烟草制品业务，其增长潜力巨大。重组于 2018 年 6 月 30 日完成。

图表 34 重组时向公司转让业务的实体

	实体名称
中国烟草旗下实体	中烟国际
	天成（太平洋）有限公司
	中国烟草云南进出口有限公司
	中国烟草四川进出口有限公司
	中国烟草福建进出口有限公司

	实体名称
	中国烟草黑龙江进出口有限公司
	中国烟草湖北进出口有限公司
公司前身	天利

资料来源：公司公告，华创证券

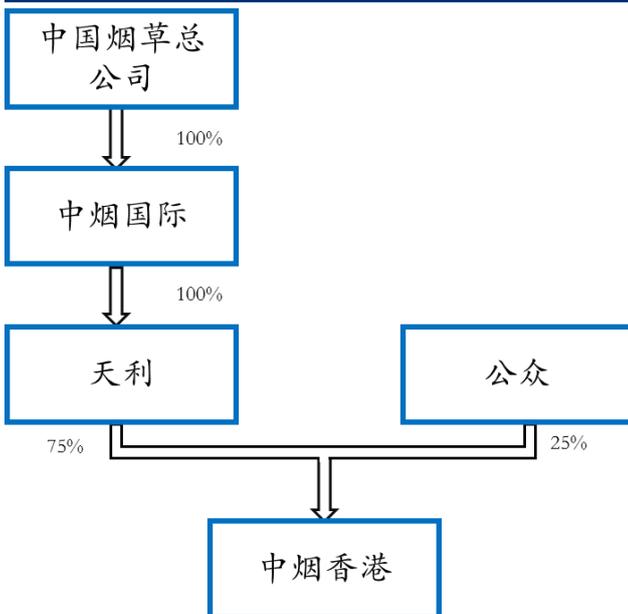
图表 35 天利转让和保留的业务

	业务内容
天利转让予本公司的业务	自非受制裁国进口烟叶类产品。
	除部分客户外，向东南亚出口烟叶类产品。
	作为上海烟草集团的客户，向泰国、新加坡的免税店出口免税卷烟。
天利保留的业务	向欧洲及北美特定客户出口烟叶类产品。
	向韩国免税店出口卷烟。
	自受制裁国家（包括津巴布韦）进口烟叶类产品。

资料来源：公司公告，华创证券

向海外大步进发，打通更多融资渠道。2019年6月12日，公司在港交所主板上市，港股正式迎来“烟草第一股”。上市前中国烟草总公司间接持有公司100%股权。

图表 36 重组并上市后公司股权结构

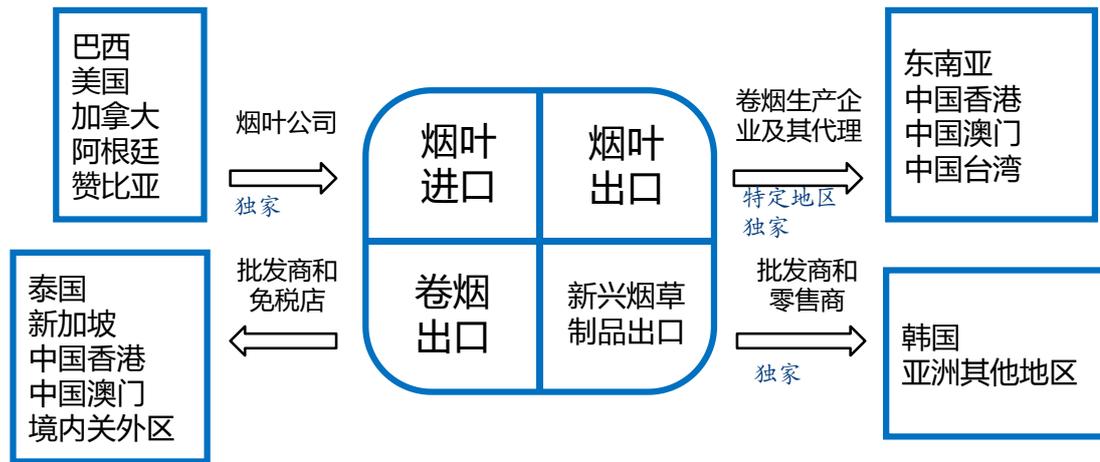


资料来源：公司公告，华创证券

(二) 烟草业务覆盖广，全面把控海外市场

海外业务全覆盖，地位独特。公司重组后，业务限定为四种，分别为烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务、卷烟出口业务、新型烟草制品出口业务，由于中国限制海外烟草制成品的进口，公司业务基本囊括了烟草行业能够进行的全部海外业务种类，公司是中国在相关地区运营这些业务的唯一实体，没有竞争对手。公司烟叶进口主要来自巴西、美国、阿根廷、加拿大、赞比亚等国家的烟叶公司，出口向东南亚和港澳台地区的卷烟生产企业或其代理商。烟草制品出口向亚洲部分地区的零售商、免税店等。

图表 37 重组后公司业务地理范围

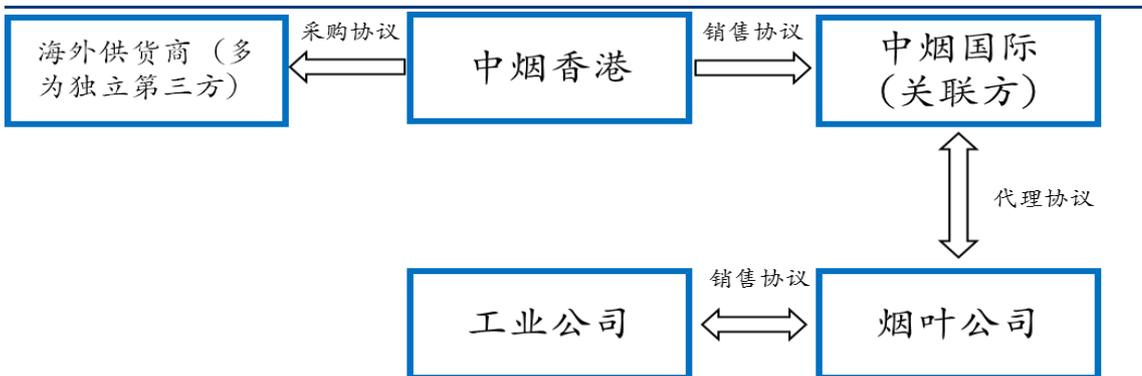


资料来源：公司公告，华创证券

1、烟叶类产品进出口业务

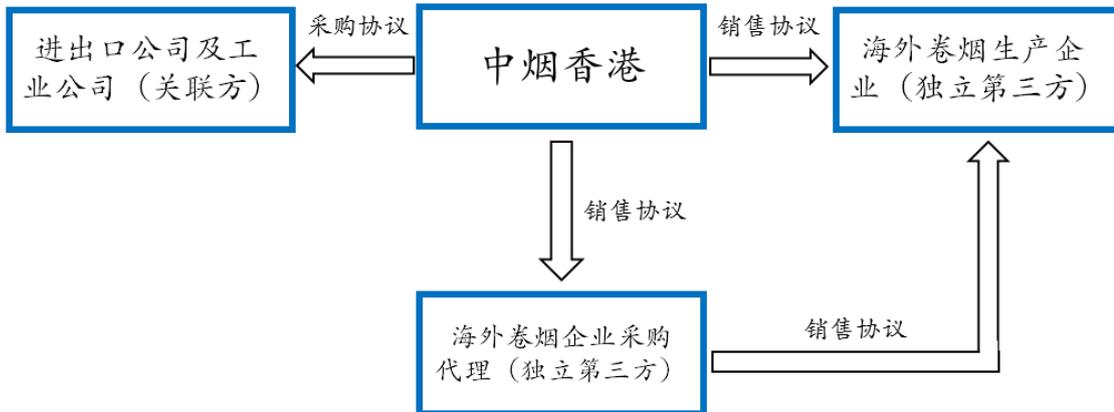
公司凭借特殊地位，拥有全面的行业知识和广泛的供应和销售渠道。进口业务方面，公司与海外供货商签订采购协议，将烟叶类产品售予中烟国际。公司通过评估供应商的历史表现，以及派遣雇员前往烟叶原产国调查，结合需求端情况，确定进口总量和供货商，确保进口烟叶质量；公司同中烟国际销售烟叶类产品构成关联交易，中烟国际是本公司烟叶类产品进口业务的唯一客户。出口业务方面，公司整合了中国烟草总公司旗下实体在东南亚地区、香港地区、澳门地区和台湾地区所有的烟叶类产品销售业务，在这些地区建立了广泛的销售网络，将从进出口公司或工业公司采购的原产于中国的烟叶类产品销售予海外，公司亦在向特定地区海外客户的若干烟叶类产品销售中担任代理。

图表 38 烟叶类产品进口业务营运流程



资料来源：公司公告，华创证券

图表 39 烟叶类产品出口业务营运流程

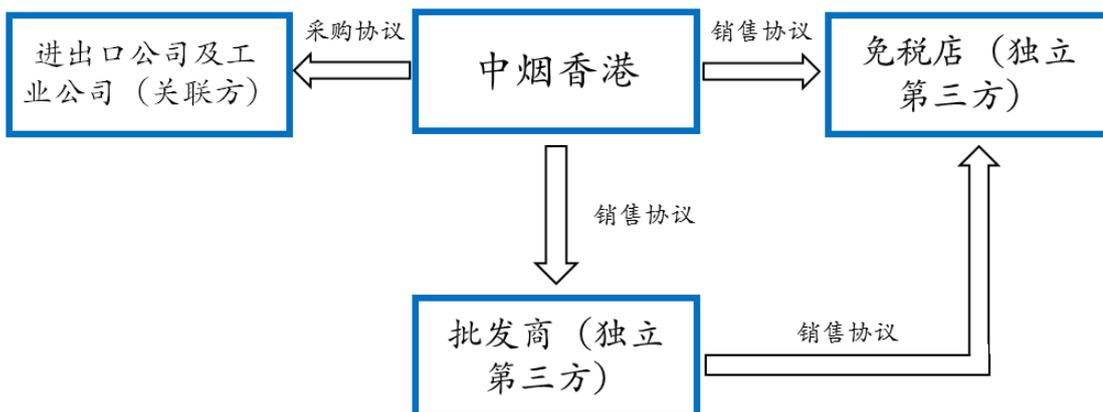


资料来源：公司公告，华创证券

2、卷烟出口业务

公司是中国烟草在泰国、新加坡、香港地区及澳门地区的免税市场以及境内关外地区从事卷烟出口业务的主要参与者。公司根据季度销售目标与下游沟通，编制出口计划，确定合适的品牌组合和供货商，然后与进出口公司及工业公司签订采购协议，采购中国品牌卷烟，并根据协议将卷烟出售给免税店及批发商。免税店和批发商主要根据明确的目标市场、竞争力和财务实力、运营能力、商业信誉和运营结果进行选择，公司倾向与批发商建立长期业务关系，提高批发商的忠诚度。中烟国际在泰国、新加坡、香港地区及澳门地区的免税市场以及境内关外地区从事卷烟出口业务市占率均为最大，2018年分别为37.6%和37.7%。

图表 40 卷烟出口业务营运流程



资料来源：公司公告，华创证券

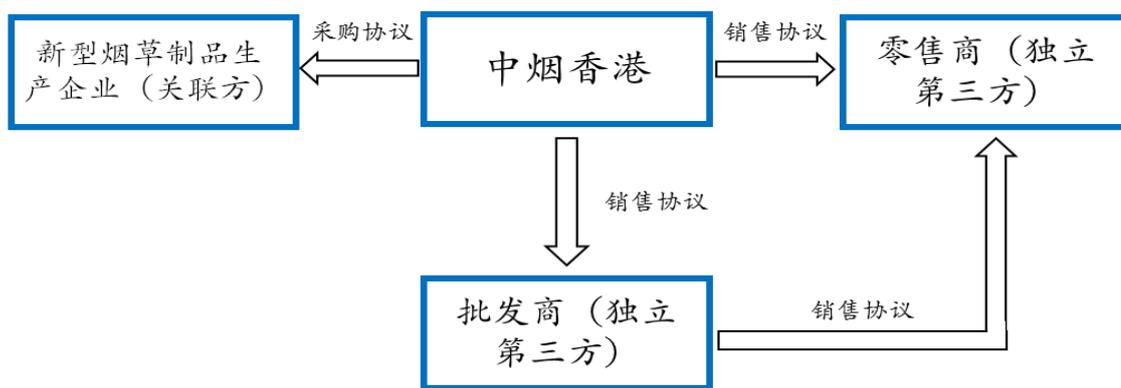
公司产品组合仅包括中国品牌卷烟。卷烟品牌由公司管理团队在考虑中国消费者的品牌意识、明确的目标消费群、品牌定位以及与供货商的关系等因素后精心挑选。截至2018年12月31日，产品组合中有34个中国卷烟品牌，包括约175个规格。玉溪、云烟、红塔山、中华、利群及芙蓉王是其中主要品牌。

3、新型烟草制品出口业务

新兴产品潜力巨大。新型烟草制品的主要类型是加热不燃烧烟草制品，该等产品乃专门为配套的电子控制加热设备设计的加热棒。加热不燃烧烟草制品为吸烟者带来与传统烟草制品类似的口感及体验。该行业在中国起步较晚，但发展迅速，并且在不久的将来具有巨大的增长潜力。作为重组的一部分，公司进军新型烟草制品行业，目前的产品组合主要包括四种中国品牌的加热棒（即 MC、娇子、COO 及 MU+）。

公司是在中国境外开展新型烟草制品出口业务的独家营运实体，将采购的新型烟草制品销售给全球（不包括中国）零售商和批发商。目前，出口目的地国家及地区主要位于亚洲，如韩国。公司对客户的所有销售均为直接销售。

图表 41 新型烟草制品出口业务营运流程



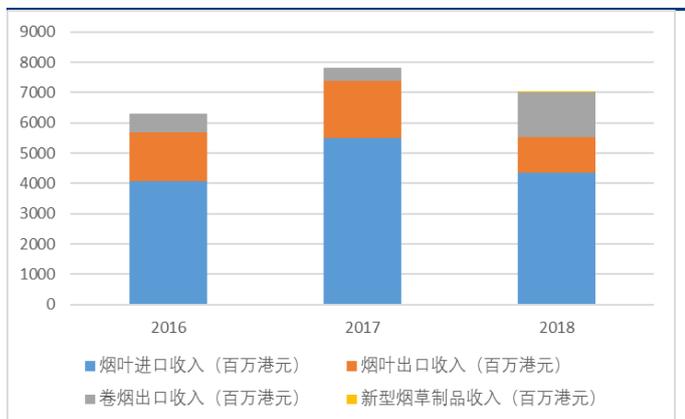
资料来源：公司公告，华创证券

（三）业绩依赖政策规定，积极开拓多元化业务

1、收入快速增长，重组产生暂时波动

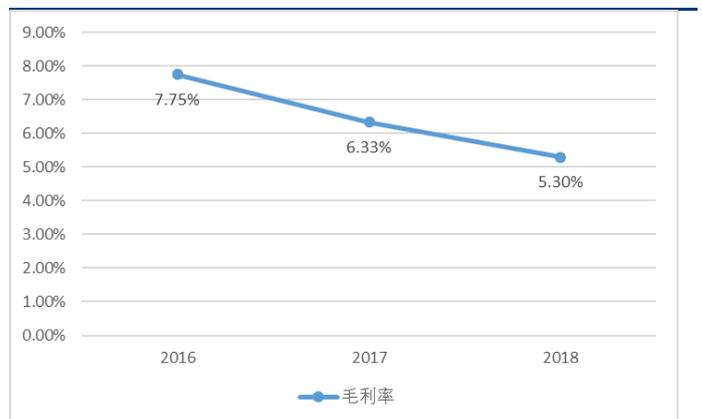
分业务来看，公司收入主体是烟叶类产品进口收入，比例在 60%以上，新型烟草制品业务引进不久，体量在总收入中微不足道。卷烟出口业务 2018 年得到扩张，由 2017 年的 4.24 亿港元增加到 2018 年的 14.98 亿港元，是 60 号文重组本公司使卷烟购买量增加所致。从重组前的情况来看，公司收入增长迅速，2016 到 2017 年增长 23.7%，重组完成日，若干产品仍在装运中，于重组后方完成，订立该交易的营运实体于重组完成日期后确认与该装运有关的收入及销售成本，因此，有关收入及销售成本未计入历史财务资料，致使 2018 年收入减少。

图表 42 2016-2018 中烟香港收入构成



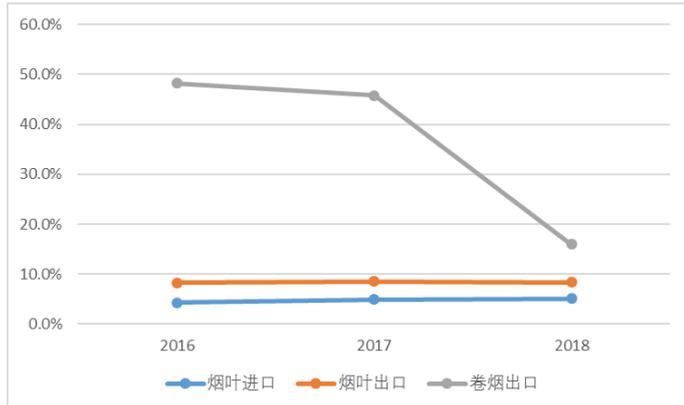
资料来源：公司公告，华创证券

图表 43 2016-2018 中烟香港毛利率

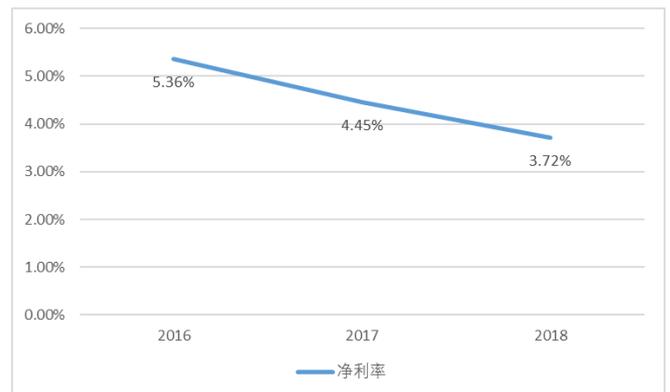


资料来源：Wind，华创证券

公司经营依赖于政策规定，依照关联交易设计维持适当利润。进口烟叶加价 6%（特定烟叶加价 3%）后出售给中烟国际，出口业务则以采购价为基准增加 5% 以内的比例来厘定售价，因此，公司毛利率水平不高，2016 年为 7.75%，2018 年降低到 5.30%。总毛利率的下降归因于卷烟出口业务。由于印发了 60 号文，重组之后中国烟草总公司必须将直接向免税店出售的卷烟出售予本公司，从而增加了卷烟出口业务的收入及销售成本；另一方面，250 号文规定了销往免税市场中国卷烟的最低价格，使销售成本增加；此外，2018 年自营业务回落，公司对产品组合进行了调整。以上因素共同作用降低了卷烟出口业务的毛利率。净利率水平相应降低，从 2016 年 5.36% 降到 2018 年 3.72%。

图表 44 2016-2018 中烟香港毛利率拆分


资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 2016-2018 中烟香港净利率


资料来源：Wind，华创证券

2、立足独家经营地位，积极探索多元化业务

公司业务模式完善，业务范围扩张在即。凭借独家经营地位，公司在中国所有烟草公司中独家掌握供需双方的资源，拥有丰富的业务行业知识。在重组前，中国烟草总公司旗下实体经过多年运营为烟草制品进出口建立广泛的销售渠道，并与供货商及客户建立长期合作关系。完善的业务模式及与业务伙伴的长期关系为公司在其他市场的进一步全球扩张奠定了坚实基础。透过重组前的营运在中国烟草制品进出口市场积累丰富的经验，并通过重组凭借在中国烟草行业的产品、销售渠道及人才优势进一步整合业务，加上公司亦发展市场、采购及销售产品与供货商关系管理等业务方面成功建立标准营运系统，公司有实力将足迹扩展至新地域，并能扩展产品覆盖范围。

图表 46 中烟香港卷烟出口业务与客户合作时间

卷烟品牌	供应商	建立合作的时间
玉溪	供应商 A	12 年
云烟	供应商 A	12 年
红塔山	供应商 A	12 年
中华	供应商 B	超过 17 年
利群	供应商 C	一年内
芙蓉王	供应商 D	一年内

资料来源：中烟香港招股说明书，华创证券

议价能力强，现金流量充足。凭借独家经营地位，公司对供货商及客户有强大的议价能力且具有充足的现金流量。可以有策略地管理成本，以保持平稳合理的利润率，维持业务平稳，降低市场风险。凭借强大的议价能力，公司主要与财务信誉良好的烟草生产公司及烟草贸易公司开展交易，在与供货商和客户谈判时占据有利的地位。截至 2016 年、2017 年及 2018 年 12 月 31 日，公司的贸易应收款项周转天数分别为 47.9 天、29.3 天和 29.4 天。

公司的总体战略目标是建立一个资本市场运作和国际业务拓展平台。凭借中国烟草总公司的支持，逐步集中和整合

各类海外资源，成为全球烟草行业更具竞争力的市场参与者。短期内，公司计划扩展和优化境外销售渠道，并建立有效的销售和市场推广网络。积极开拓新型烟草制品市场，同时继续加强卷烟出口业务。采取一系列措施，加强业务分部之间的协同效应，提高盈利能力和服务价值。

长期而言，公司将扩大独家经营业务的范围、烟叶类产品供应来源和出口目的地，并建立全球性烟草原料供货商的地位。计划通过收购业务提高市占率，增加市场份额。利用作为中烟国际的指定境外平台的地位，寻求与国际市场参与者的合作机会，以共同开拓和发展具有增长潜力的新兴市场。紧跟市场潮流，积极开拓新业务线，不断提升国际竞争力。

作为中国烟草专卖制度的必然结果，公司业务严重依赖于中国烟草总公司，如果烟草专卖制度放开，会对公司业务状况和前景造成严重影响。为了减少对中国烟草总公司的依赖，公司积极探索独立创造收入和利润的可能性，寻找机遇收购海外烟草制品营运实体，收购前景开阔品牌，创造不涉及来自关联人士采购或销售至关联人士的新业务模式。构建多元化业务，减少对中国烟草总公司的依赖。

轻工组团介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500