

全球烟草产业价值凸显，关注新型烟草衍生与渗透过程中的投资机遇

轻工制造

推荐 维持评级

核心观点：

● **全球烟草行业概况：社会经济价值与投资价值双高。**全球烟草产业体量庞大，通过产业链中烟草种植、烟叶加工、烟草制品生产和批发零售贸易四大环节至少提供 2300 万个就业岗位，2018 年为全球政府合计带来 4010 亿美元的税收收益。同时烟草行业在资本投资层面兼顾了成长性与价值性，不仅上市的烟草公司市值上涨明显，长期持有投资回报率较高，同时还可以为股东提供丰厚的股息分红。

● **全球烟草行业发展历程：**近百年烟草制造工艺历史中，美国通过机械化生产卷烟、降低焦油含量、推出新型减害产品等举措在烟草行业发展的各个阶段始终处于引领者的地位。自 2003 年 WHO 通过《烟草控制框架条约》，传统卷烟销量下滑，减害替烟的新型烟草逐步兴起，其中蒸汽电子烟与加热不燃烧（HNB）等各类产品可以对应满足不同的消费需求，以 HNB 龙头 IQOS 为例，在东亚的日韩地区面世后受到市场认可，FDA 今年 4 月 30 日已批准菲莫国际在美国本土市场售卖 IQOS。

● **中国烟草行业发展情况及新型烟草前景：**我国的烟草行业具有完全垄断的特征，十二五以来每年税利总额规模破万亿，为国家带来的经济效益与财政效益显著；长期来看，受到税法提升、国家管控加强的影响，卷烟的产销数量可能会持续缓慢下滑。在新型减害烟草层面，蒸汽电子烟监管政策尚未落地（6 月国标已进入正在批准状态），2019 年行业爆发式增长，品牌杂乱，竞争激烈；HNB 替烟产品更类似传统卷烟，各省级中烟公司注重研发 HNB 专利技术，并已通过中烟香港将 HNB 产品投放至海外市场。据我们的测算，假设 HNB 市场反应较好且烟民转化率预期达到 30%，则对应未来 HNB 烟具市场规模为 525 亿，烟弹市场规模高达 9581 亿；整体规模预计最高可达万亿级，给产业链上下游带来巨大红利。

● **配置建议：关注新型烟草产品尤其是 HNB 的未来发展**

伴随着新型烟草在全球范围内兴起，可预见当国内相关监管政策落地后，新型烟草尤其是 HNB 将迎来一轮快速发展期。推荐关注布局 HNB 产品烟草薄片制造研发的集友股份（603429.SH），合资推出电子烟品牌并包含 HNB 产品烟具制造业务的劲嘉股份（002191.SZ），联营投资新型烟草制品公司并推出自有 HNB 品牌烟具的东风股份（601515.SH）。

● **风险提示：**国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险；中烟新型烟草产品研发进度不达预期的风险；WHO 对烟草行业抵制管控加剧的风险。

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
集友股份	603429.SH	0.61	0.74	1.16	37.80	12.47	12.65
劲嘉股份	002191.SZ	0.49	0.60	0.72	16.10	18.43	15.51
东风股份	601515.SH	0.67	0.61	0.68	10.56	12.44	11.22

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

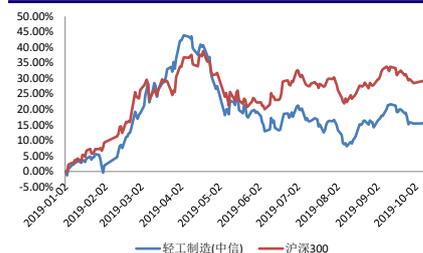
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据

时间 2019.10.11



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_轻工行业_当前全球家具消费链仍由中美主导，我国家具产业亟待结构升级_20190912

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_轻工行业_对上游原材料的把控度决定行业话语权-从美国成熟造纸市场看中国造纸业_20190519

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_零售行业_如何看待高速增长中的中国化妆品业_20190513

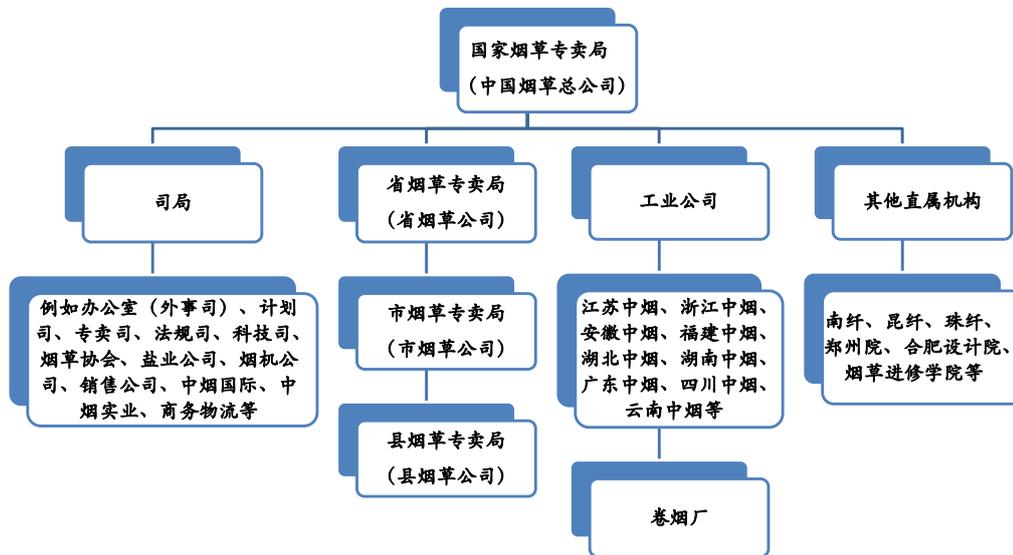
目 录

行业导语	3
一、全球烟草行业概况——社会经济价值投资价值双高	5
(一) 全球烟草产业体量庞大，创造千亿就业岗位与巨额税收	5
(二) 烟草行业长期投资回报率偏高展现成长性，高股息分红稳定兼具价值性	8
二、全球烟草行业发展历程——美国一路担当引领者，近年 HNB 兴起	11
(一) 全球烟草制造工艺演化，美国研发创新持续处于引领地位	11
(二) RRP（减害烟草）兴起，成为全球烟草行业新增长点	13
1、减害烟草逐步替代传统卷烟，传统卷烟销量规模逐年下滑	13
2、不同赛道的减害烟草满足不同消费者需求，蒸汽电子烟与 HNB 受众群体更广	14
3、HNB 龙头 IQOS 全球兴起，东亚（日韩）为优势区域	16
三、中国烟草行业发展情况——中烟开始布局加热不燃烧，预计未来 HNB 市场规模破万亿	18
(一) 中国烟草行业税利总额规模庞大，提税加价并加强管控导致产销收紧	18
(二) 蒸汽电子烟监管政策尚未落地，市场竞争激烈而内需相对较弱	21
(三) 中烟加快 HNB 研发布局，中烟香港海外试水	22
(四) 中国 HNB 产业链测算，预计可达到万亿级市场规模	24
四、配置建议：关注新型烟草产品尤其是 HNB 的未来发展	25
(一) 集友股份（603429.SH）：布局新型烟草均质化薄片研发，有望参与 HNB 材料生产制造产业化，予以“推荐评级”	26
(二) 劲嘉股份（002191.SZ）：双线布局新型烟草，合资电子烟品牌叠加 HNB 产品烟具制造，予以“推荐评级”	27
(三) 东风股份（601515.SH）：联营投资新型烟草制品公司，自有 HNB 品牌烟具已实现海外上市，予以“推荐评级”	29
五、风险提示	31

行业导语

烟草是一种特殊的商品，中国烟草行业实行“政企合一”的制度。国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”进行集中统一管理，并实行烟草专卖许可。我国《烟草专卖法》对烟草专卖品的定义为卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束、烟草专用机械。海外四大烟草巨头根据烟草产品对健康的危害性程度，定义区分传统烟草和 RRP (Reduced-Risk Products, 减害烟草)；其中传统烟草包括卷烟、雪茄、烟斗及烟斗丝，普遍对人体危害较大。RRP 危害性相对较低，通常包括蒸汽电子烟、HNB (Heat-not-born products 加热不燃烧烟草) 和无烟气烟草制品 (口含烟、鼻烟和嚼烟) 等。考虑到人们对健康的日益重视和烟草行业减害创新、向 RRP (减害烟草) 过渡的趋势，RRP (减害烟草) 特别是加热不燃烧在我国烟草市场前景广阔。

图 1 中国烟草市场主体结构



资料来源：中国烟草官网，中国银河证券研究院整理

表 1 海外四大烟草巨头对于减害烟草的官方定义

公司	官网对于减害烟草的定义	关注点
菲莫国际 PMI, Philip Morris International	Reduced-Risk Products (“RRPs”) are the term we use to refer to products that present, are likely to present, or have the potential to present less risk of harm to smokers who switch to these products versus continued smoking.	相较传统烟草危害较小。主要产品分类①加热的烟草产品 (Heated Tobacco Products); ②不含烟草的产品 (Products Without Tobacco)。

英美烟草 BAT, British American Tobacco	Potentially Reduced-Risk Products (PRRPs) -It is widely acknowledged that most of the harm associated with conventional cigarettes is caused by the toxicants in the smoke produced by the burning of tobacco. That is why we are dedicated to the development and commercialisation of alternative tobacco and nicotine products that don't burn tobacco to deliver nicotine to the user.	不会燃烧烟草产生尼古丁；主要产品包括蒸汽烟及加热的烟草产品（Vapour and Tobacco Heating Products）、口嚼烟（Modern and Traditional Oral Products）等。
日本烟草 JT, Japan Tobacco	Reduced-Risk Products are those which reduce the inherent risk of harm associated with a particular activity or behavior. Also refers to products with the potential to reduce the risks associated with smoking	降低内在的风险
帝国烟草, Imperial Tobacco	Potentially Reduced Exposure Products (PREPs) -We recognise that it is possible to reduce certain constituents in tobacco smoke. This may in turn reduce the exposure of smokers to these constituents. However, smokers should not assume that this results in any reduced risk. Reduced Harm Next Generation Products (NGP) : developing alternative products that are less harmful to health.	降低对健康的损害

资料来源：公司官网，公司年报，中国银河证券研究院整理

根据菲莫国际 2019 年发布的烟草经济报告，从消费需求的角度来看，全球共有约 11 亿烟民（对应 2018 年消耗卷烟 53406 亿支），按烟草产品种类区分，大致 8.4 亿人依赖传统卷烟，1700 万人使用蒸汽电子烟，500 万人使用加热不燃烧，按照国家地区来看，中国烟民约 3.5 亿人（2018 年对应消耗卷烟 23356 亿支），吸烟人口占世界总量 32%（消耗卷烟数量占比约为 44%）。

图 2 2018 年全球烟草产品消费者分布数据（亿人）

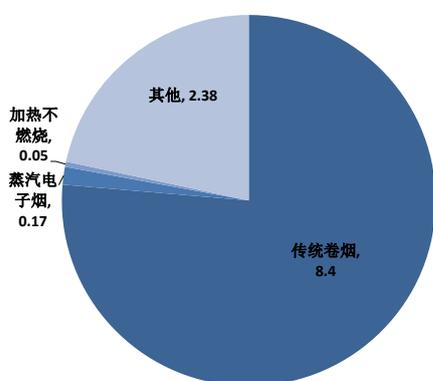
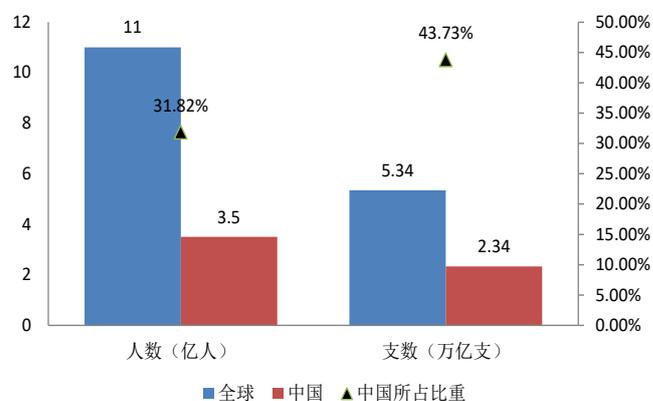


图 3 2018 年全球及中国烟民及香烟消耗数量情况



资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

全球范围内除中国外，五大烟草公司为菲莫国际（PM.N）、英美烟草（BT.N）、日本烟草（2914.T）、帝国烟草（IMBL）和奥驰亚（ALTRIA, MO.N），合计约占世界（不含中国）烟草市场份额的 71%，形成多寡头垄断格局（2008 年菲莫国际从奥驰亚剥离，双方 2014 年就电子烟展开合作）。这五家公司的市值规模与销售额规模的排名趋势一致。中国烟草在国内处于专卖垄断地位，控股公司中烟国际（香港）于 2018 年年底在香港交易所上市，目前 A 股上市相关公司主要集中在烟标、卷烟纸、接装纸等烟草用纸及各类烟具开发上。

图 4 全球烟草行业市场份额（%）

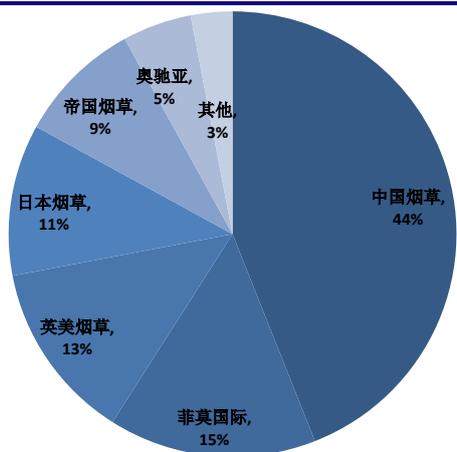
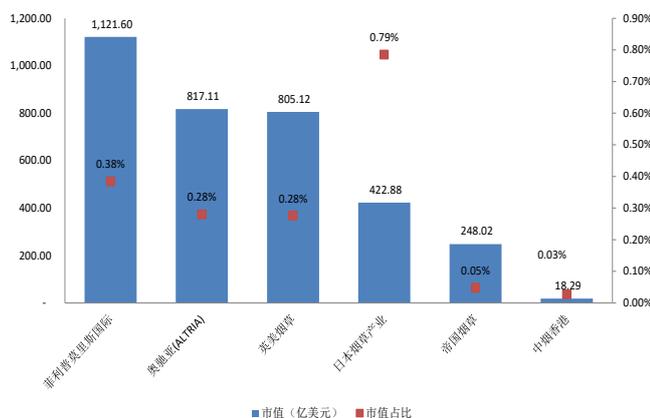


图 5 海外四大烟草公司（20190830）市值及在其各自对应市场中的份额（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

一、全球烟草行业概况——社会经济价值投资价值双高

（一）全球烟草产业体量庞大，创造千亿就业岗位与巨额税收

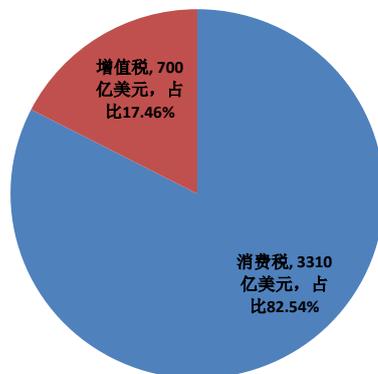
烟草产业体量庞大，营收规模与税利贡献稳定。据菲莫国际 2019 年发布的烟草经济报告，从供应角度来看，烟草产业链由烟草种植、烟叶加工、烟草制品生产和批发零售贸易组成，全球范围内至少提供 2300 万个就业岗位（烟草种植中覆盖 1500 万个岗位）；同时尽管各国对于烟草产品的管制程度与税率不同，例如全球最高的智利每支香烟相关税率高达 89.1%，而最低的阿富汗仅为 2.3%，2018 年烟草产品的消费税和增值税依旧为全球政府合计带来 4010 亿美元的税收收益。

图 6 全球烟草产业链概况



资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

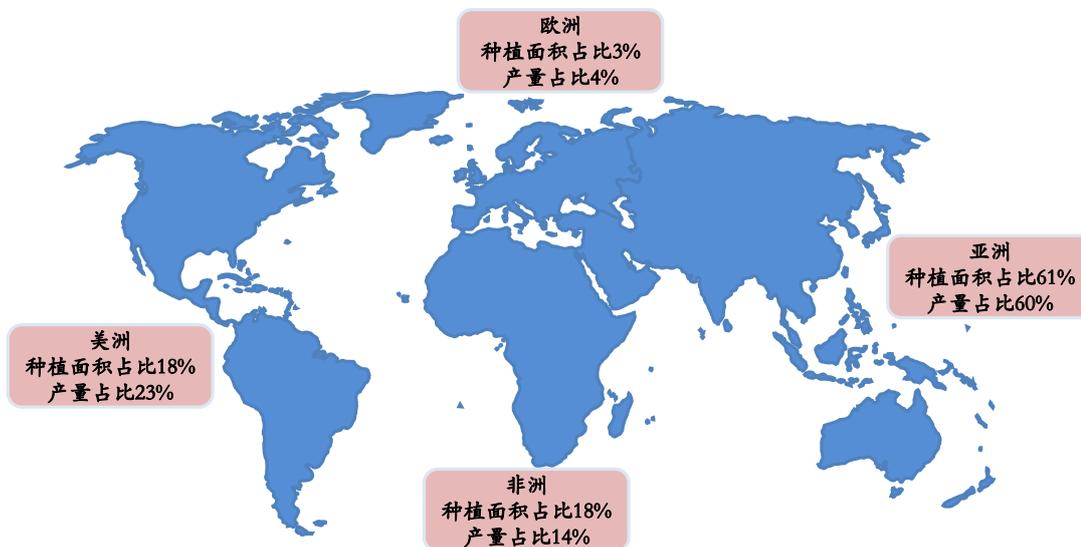
图 7 2018 年全球烟草产品税收情况



资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

在烟草种植环节，全球产地合计约为 320 万公顷，可对应种植产出 580 万吨绿色烟叶，其中全球前 40 位出产国每年生产约全球 97% 的烟草，亚洲地区占全球烟草产量的 60%，中国位居全球烟草产量之首，占全球烟草产量 32%；2018 年全球烟草种植共实现总产值约 183 亿美元，排名前十的国家地区合计贡献占比 82%，其中产值最高的四个国家分别是中国（47%）、巴西（11%）、美国（8%）和印度（6%）。

图 8 全球主要烟草种植地及产量分布情况（按大洲划分）



资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

图 9 全球主要烟草种植产量分布情况（按国家划分）

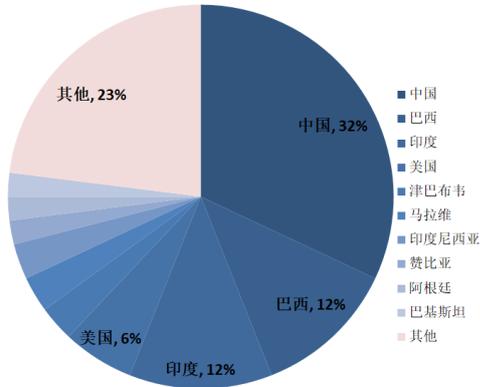
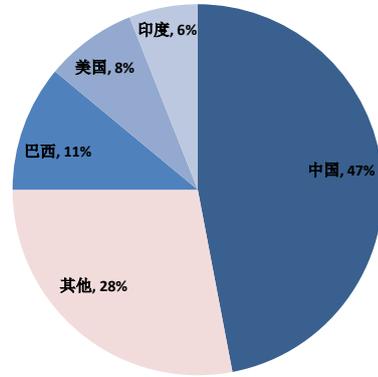


图 10 全球主要烟草种植产值分布情况（按国家划分）

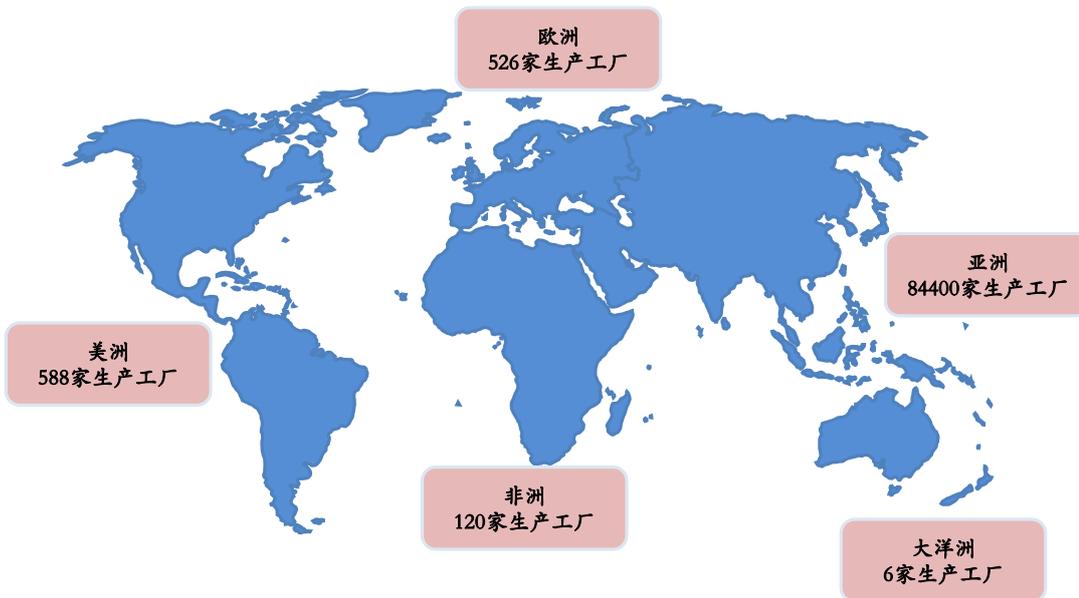


资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

在烟草的炮制加工环节，中国共有 65 家加工工厂位居首位，数量远超拥有 14 个烟草加工工厂、2840 名工人的欧盟。在烟草产品生产环节，全球共有 85600 间烟草制品工厂，其中有 84400 间（98.60%）均分布在亚洲地区；2018 年全球共生产卷烟 56000 亿支，雪茄和小雪茄 400 亿根，其中中国生产卷烟占全球 40%，欧盟、俄罗斯和美国共占 22%。对应烟草产品生产环节总产值达 2650 亿美元，按国家地区区分，第一名中国产值 1460 亿美元（对应份额 55.09%）；按烟草制品的种类来看，卷烟对应 74% 的份额，雪茄类对应约 10%，剩余 16% 为烟斗烟丝等产品。

图 11 全球主要烟草制品生产工厂分布情况（按大洲划分）



资料来源：菲莫国际报告，中国银河证券研究院整理

在烟草批发环节，2018 年全球共计有 8.76 万家烟草制品批发商；其中欧盟、美国和中国合计有 4800 家烟草制品批发商（对应占比仅为 5.48%），员工总数达 35.5 万人。在烟草零售环节，全球共有 1400 万香烟销售网点，销售总产值高达 8800 亿美元；按烟草制品的种类来看，

卷烟对应 87% 的份额，雪茄类对应约 3%，剩余 10% 为其他烟草产品。

（二）烟草行业长期投资回报率偏高展现成长性，高股息分红稳定兼具价值性

从资本投资层面讲，烟草行业兼顾了成长性与价值性。以发展较为成熟完善的美股市场来看，上市三家烟草巨头奥驰亚（ALTRIA, MO.N）、菲莫国际（PM.N）、英美烟草（BTI.N）。假设投资者在 2000 年 1 月 1 日以 100 美元投美股市场上市的各个龙头公司并持有至今，第一梯队（投资回报率超过 20 倍）中奥驰亚（ALTRIA, MO.N）股价上涨超过 28 倍，可回报投资者 2935.57 美元；这一表现仅次于苹果公司（AAPL.O）的 55 倍回报率，甚至高于亚马逊（AMZN.O）这样的互联网零售企业。在投资回报率低于 10 倍的梯队中，英美烟草（BTI.N）以 6.65 倍的表现同样领先于其他零售、餐饮娱乐、食品饮料、药品龙头公司，可回报投资者 764.71 美元。

表 2 美股龙头公司股价（美元）变化情况以及投资回报情况

公司名称	公司代码	所属行业 (wind 四级)	上市日期	2000-1-1 股价 / 上市股价	2019-8-30 最新股价	增长倍数	投资回报
苹果公司 (APPLE)	AAPL.O	电脑硬件	1980-12-12	3.71	208.74	55.26	5,626.42
奥驰亚 (ALTRIA)	MO.N	烟草	1923-03-15	1.49	43.74	28.36	2,935.57
亚马逊 (AMAZON)	AMZN.O	互联网零售	1997-05-14	64.56	1776.29	26.51	2,751.38
英美烟草	BTI.N	烟草	1998-09-08	4.59	35.1	6.65	764.71
FACEBOOK	FB.O	互联网软件与服务	2012-05-18	29.6	185.67	5.27	627.26
好市多 (COSTCO)	COST.O	大卖场与超市	1985-12-05	48.94	294.76	5.02	602.29
麦当劳 (MCDONALDS)	MCD.N	餐馆	1965-04-21	37.38	217.97	4.83	583.12
迪士尼 (WALT DISNEY)	DIS.N	电影与娱乐	1957-11-12	35.83	137.26	2.83	383.09
强生公司	JNJ.N	医疗保健用品	1944-09-25	43.03	128.36	1.98	298.30
诺华制药	NVS.N	西药	1900-01-00	36.88	90.11	1.44	244.33
宝洁公司	PG.N	家庭用品	1950-03-22	50.53	120.23	1.38	237.94
WALMART	WMT.N	大卖场与超市	1970-10-01	54.75	114.26	1.09	208.69
百威英博	BUD.N	啤酒	2009-09-16	45.9	94.5	1.06	205.88
可口可乐 (COCA COLA)	KO.N	软饮料	1919-09-15	28.72	55.04	0.92	191.64
菲利浦莫里斯国际	PM.N	烟草	2008-03-17	50.58	72.09	0.43	142.53
辉瑞制药 (PFIZER)	PFE.N	西药	1944-01-17	36.19	35.55	-0.02	98.23

资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

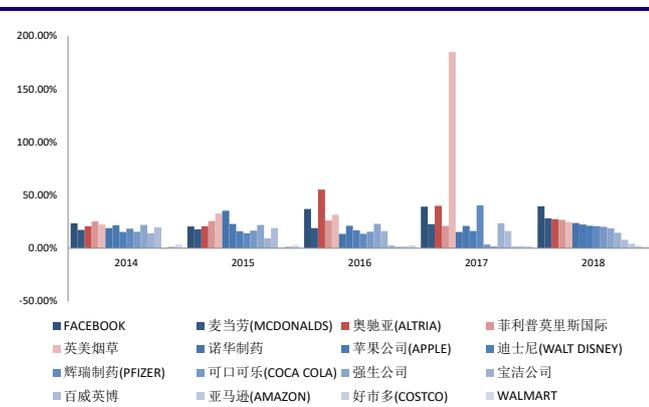
从近五年利润端表现来看，美股整体近五年的平均净利率水平为 6.88%，烟草行业的净利率水平平均值为 21.01%，龙头公司奥驰亚 (ALTRIA, MO.N)、菲莫国际 (PM.N)、英美烟草 (BTI.N) 对应指标分别为 32.80%、24.93%、59.23%（其中英美烟草 2017 年净利水平异常偏高系收购另一烟草上市公司雷诺兹 Reynolds American 所致），不仅远高于美股整体水平以及行业均值水平，也高于食品行业、零售行业等消费行业水平。此外，从图中数据也可以看出，尽管烟草类公司的营收规模相对较低，净利率水平却相较于处于偏高水平，表现优于苹果 (AAPL.O)、迪士尼 (DIS.N)、可口可乐 (KO.N)、宝洁 (PG.N) 等品牌优绩股。

表 3 美股市场行业与烟草上市公司近五年净利率水平情况

	2014	2015	2016	2017	2018	均值水平
NYSE 全部股票	6.95%	5.54%	6.37%	7.77%	7.80%	6.88%
[美股]WIND 烟草	13.11%	15.45%	19.40%	41.87%	15.22%	21.01%
[美股]WIND 食品	4.54%	6.09%	5.78%	8.82%	3.12%	5.67%
[美股]WIND 零售业	3.66%	4.52%	4.14%	4.64%	4.66%	4.32%
奥驰亚(ALTRIA)	20.68%	20.61%	55.31%	39.97%	27.45%	32.80%
菲利普莫里斯国际	25.17%	25.65%	26.11%	20.99%	26.70%	24.93%
英美烟草	22.30%	32.74%	31.51%	184.96%	24.63%	59.23%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12 美股各行业龙头公司近五年净利率变化趋势

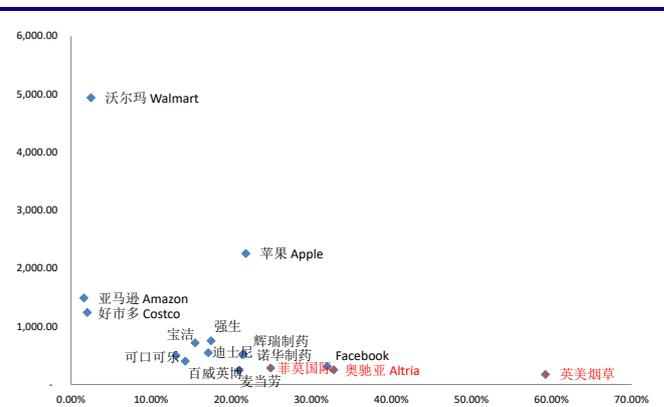


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从近五年股息率表现来看，烟草行业龙头公司奥驰亚 (ALTRIA, MO.N)、菲莫国际 (PM.N) 的股息率近五年均值水平超过 4%；相较剩余其他行业龙头公司的股息率水平处于明显领先的优势地位，持续的高股息分红说明烟草类公司自身的盈利能力较强，同时注重回馈股东投入，投资的回报率偏高。

从股东架构和资金支持角度来看，由于高度垄断，利润率高，能提供丰厚分红，烟草类公司受到专业资本的认同。菲莫国际 (PM.N) 背后的股东几乎囊括华尔街主要基金，持股最多的两个机构大股东分别是先锋领航投资 (The Vanguard Group, 全球最大公募基金) 和黑石集团 (Blackrock, 全球最大私募股权基金)，自 2015 年开始逐年增持，截止 2018 年底持股比例分别为 7.88% 和 6.11%；奥驰亚 (ALTRIA, MO.N) 的两大股东同样为自 2014 年便开始不断增持的

图 13 美股各行业龙头公司近五年营收 (亿美元) 均值与净利率均值水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

黑石集团（2018 年底持股比例 7.75%）和先锋领航投资（2018 年底持股比例 7.74%）。两家公司的前股东 The Capital Group 同时还与黑石集团分别持有英美烟草（BTI.N）10.89%、5.79% 的股份。

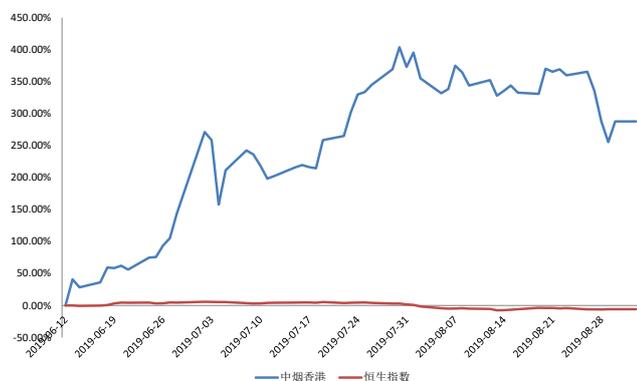
表 4 美股各行业龙头公司近五年股息率（%）水平情况

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018	均值
菲利普莫里斯国际	4.83	4.59	4.50	3.99	6.72	4.93
奥驰亚(ALTRIA)	4.09	3.74	3.48	3.59	6.12	4.20
百威英博	2.89	3.16	3.38	3.16	5.69	3.65
辉瑞制药(PFIZER)	3.38	3.48	3.71	3.55	3.20	3.46
诺华制药	3.01	3.31	3.79	2.77	3.47	3.27
可口可乐(COCA COLA)	2.91	3.10	3.38	3.24	3.29	3.18
宝洁公司	2.79	3.32	3.18	3.00	3.10	3.08
麦当劳(MCDONALDS)	3.57	3.03	3.09	2.26	2.40	2.87
强生公司	2.67	2.88	2.76	2.38	2.76	2.69
WALMART	2.24	3.21	2.94	2.10	2.26	2.55
好市多(COSTCO)	0.97	4.06	1.09	4.80	1.08	2.40
苹果公司(APPLE)	1.73	1.99	1.96	1.47	1.85	1.80
迪士尼(WALT DISNEY)	1.22	1.28	1.48	1.55	1.56	1.42
FACEBOOK	-	-	-	-	-	-
亚马逊(AMAZON)	-	-	-	-	-	-
英美烟草	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从市场情绪角度来看，以中烟香港（6055.HK）为例，公司自上市后就饱受市场的关注。中烟香港是中国烟草从事进出口等国际业务的境外平台，一方面负责烟叶制品进口和海外烟叶产品采购等业务，另一方面受独家授权负责烟草出口，独家经营面向免税店及卷烟批发商的中国品牌卷烟出口；此外公司还负责部分新型烟草的独家出口权。公司近三年营收仅在 60 亿元人民币左右，且由于业务的种类限制净利率水平也仅为 3-5%，与海外烟草龙头集团公司相比规模和盈利能力都较为有限。自 6 月上市，中烟香港的涨幅持续攀升，并于 8 月初达到超过 400% 的峰值水平，自 7 月至今两个月的均值水平也超过 300%；同期恒生指数的累计涨跌幅水平持续围绕±10% 以内的范围波动。同时公司的 PE 相较于行业水平持续存在巨幅溢价，自 7 月至今两个月的估值指标溢价均值水平也超过 500%；高估值溢价体现了市场对于烟草板块投资性的认可，同时中国 A 股和 H 股市场中可供投资的相关标的公司稀缺。

图 14 中烟香港自上市以来累计涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15 中烟香港自上市以来 PE (TTM) 相较恒生指数的溢价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、全球烟草行业发展历程——美国一路担当引领者，近年 HNB 兴起

(一) 全球烟草制造工艺演化，美国研发创新持续处于引领地位

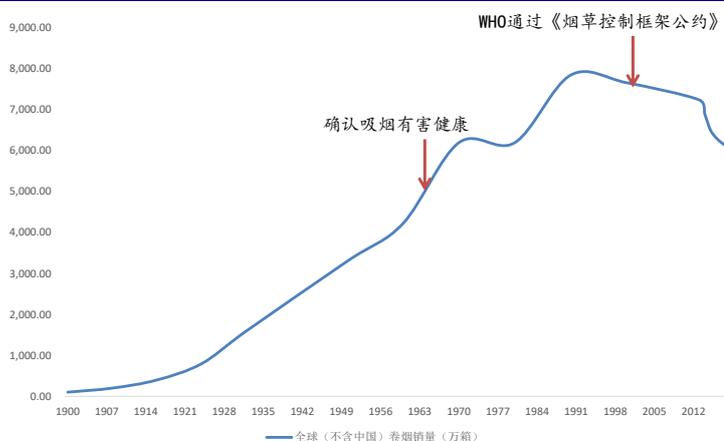
由全球烟草产品的发展历史来看，在 19 世纪 70 年代以前传统卷烟的销售稳步提升，从 1900-1970 年 70 年的时间里全球（不含中国）销量从 100 万箱攀升至 6200 万箱，年复合增速达到 6.07%；1964 年美国公共卫生局确认“吸烟有害健康”，第一次对卷烟销售量形成抑制，随后有所复苏；但伴随社会对于健康问题的关注逐步上升，以及 2003 年 WHO（世界卫生组织）通过了《烟草控制框架公约》，在国际范围内控制烟草制品的广泛流行，卷烟销量再次呈现出下滑趋势。

图 16 传统卷烟发展历程



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究院整理

图 17 全球（不含中国）卷烟销量变化（万箱）



资料来源：烟草市场，中国银河证券研究院整理

在烟草行业发展的各个阶段，美国始终处于引领者的地位。烟草最早产自美洲地区，由于可以提神醒脑，使人产生愉悦感，哥伦布时期由欧洲人传向全球。进入工业革命后，美国在烟草行业的引领作用愈发凸显，主要体现在以下三个层面：

1. 1880 年美国率先卷烟机械化生产释放产能

19 世纪后期，美国人不断改善卷烟制造工艺，1880 年发明卷烟机，进行机械化生产，释放产能，为传统卷烟在 20 世纪逐步进入繁荣期奠定基础。奥驰亚 (ALTRIA, MO. N)、英美烟草 (英国)、日本烟草 (日本) 和帝国烟草 (英国) 等世界知名烟草公司的龙头地位也在此间形成。

2. 1964 年美国首先开始卷烟减害降焦的工艺改善

20 世纪 60 年代，美国政府发布“吸烟与健康”报告，首次确认“吸烟有害健康”，此后传统卷烟开始减害降焦的产品升级：1976 年美国生产出低焦油卷烟并在世界各国得到普及，市场上卷烟平均焦油含量从 50 年代的 37mg/支下降到 80 年代的 12.5mg/支，目前美国国内卷烟平均焦油含量均不超过 12mg/支。

3. 2014 年美国公司首次推出减害的烟草制品，进一步降低风险

世界卫生大会于 2003 年通过《烟草控制框架公约》，控烟减害成为世界各国政府共识，在这一背景下，烟草企业加紧研发减害烟草寻找新的增长点，2003 年中国公司推出第一款蒸汽电子烟，2014 年美国菲莫国际 (PM. N) 推出首款加热不燃烧 (HNB) 产品 IQOS，烟草行业在减害制品领域迎来新一轮发展。

表 5 烟草发展阶段划分以及对应时期美国的引领作用

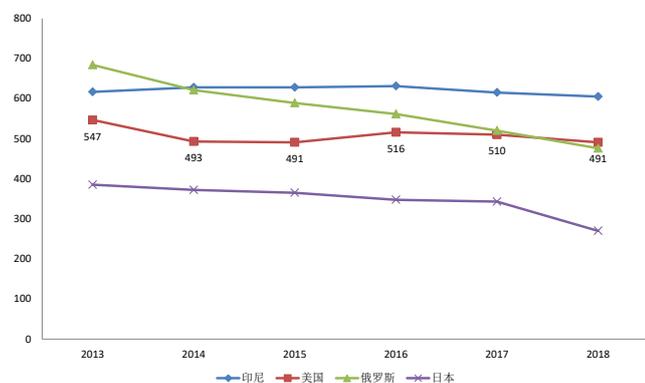
阶段划分	原始使用时期	近代全球流行时期	现代卷烟发展时期	减害烟草兴起时期
时间	公元前 5000 年-15 世纪	15 世纪-19 世纪	19 世纪后期-20 世纪末	21 世纪至今
标志事件	公元前 5000~3000 年，美洲印第安人发现烟草	1492 年哥伦布发现新大陆，欧洲人发现并将烟草带到全球	1839 年在美国弗吉尼亚出现了一种“新型烤烟”；1880 年第一台卷烟	2003 年全球首支电子烟上市；2014 年菲莫国际推出首款加热不燃烧产

特点	仅限于美洲	跨洲贸易	烟机在美国问世	品 IQOS
生产方式	原始手工	手工作坊	生产消费高速增长	健康减害替烟产品
消费方式	燃烧吮吸、干叶咀嚼、 泡水饮用、烟气熏蒸、 捣碎涂敷	烟斗、鼻烟、雪茄、嚼 烟、手工卷烟	机器工厂 卷烟	机器工厂 卷烟、蒸汽电子烟、HNB (加热不燃烧)

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

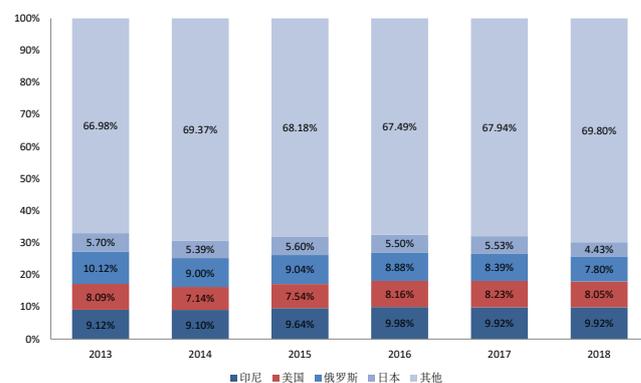
按国家地区来看卷烟销售情况，世界（除中国）卷烟销量中印尼、美国、俄罗斯和日本占据领先地位。自 2013 年开始卷烟销售 CR4 在波动中由 33.02% 逐步下滑至 30.20%；其中日本（加热不燃烧产品冲击市场）与俄罗斯（卷烟提税）明显呈现出销量下滑的趋势；美国与印尼销售情况相对保持稳定，仅在 2014 年菲莫国际推出 IQOS 当年出现了销量的明显下滑，紧接着销量便恢复增长。由此可以看出，美国在全球卷烟消费层面同样扮演着重要角色。

图 18 世界（除中国）卷烟销量 CR4 国家销售情况（万箱）



资料来源：《世界烟草发展报告》，中国银河证券研究院整理

图 19 世界（除中国）卷烟销量份额占比



资料来源：《世界烟草发展报告》，中国银河证券研究院整理

（二）RRP（减害烟草）兴起，成为全球烟草行业新增长点

1、减害烟草逐步替代传统卷烟，传统卷烟销量规模逐年下滑

自 2003 年世卫组织通过《烟草控制框架条约》以来，传统卷烟进一步下滑，主打减害替烟的减害烟草逐步兴起。菲莫国际 2018 年年报披露，世卫组织预测尽管采取了相当大的努力来阻止吸烟，但在未来十年内，吸烟者的数量将与目前估计的 11 亿人基本保持不变。减害烟草包括蒸汽电子烟、加热不燃烧烟草和含口含烟、鼻烟、嚼烟在内的无烟气烟草制品，对人体危害较小。

表 6 减害烟草产品分类介绍

产品名称	具体介绍
蒸汽电子烟	通过雾化等手段，将尼古丁等变成蒸汽后，让用户吸食的一种电子产品
加热不燃烧烟草	通过特殊加热源对烟丝进行加热，加热时最高温不超过 500℃，烟丝中的尼古丁及香味物质通过挥发产生烟气来满足吸烟者需求的一种减害烟草制品
口含烟	经由高温灭菌烟草制成（未经过发酵），借由口含将尼古丁吸收至体内，进入血液后使人产生振奋感

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

的无烟烟品

鼻烟 发酵烟叶粉末调香而成，以鼻吸用的无烟烟草制品
嚼烟 用于咀嚼的烟，是天然绿色的健康替烟产品

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

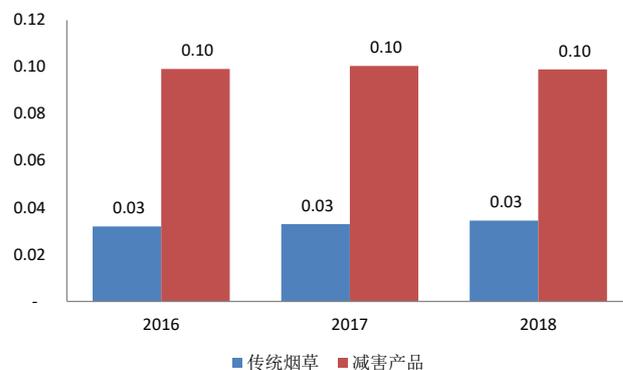
从政府层面讲，各国政府对传统卷烟的法律和监管限制越来越严，传统卷烟销量趋势性下滑；从消费者角度讲，吸烟者健康意识日益增强，更加健康的替烟产品成为了更好的选择；从烟草制造商角度讲，销量下滑加上烟草诉讼案件的增多均使传统烟草制造商的经营环境愈发艰难。此外，从减害烟草制品发展较为领先的菲莫国际数据可以看出，减害烟草制品产品对应的产品单价明显远高于传统烟草制品且保持稳定的趋势，因此发展减害产品替代传统烟草制品的转型同样利于公司的长期发展。

图 20 世界（除中国外）传统卷烟销量情况（万箱，%）



资料来源：《世界烟草发展报告》，中国银河证券研究院整理

图 21 以菲莫国际为例看传统卷烟与减害烟草的销售单价（元/支）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2、不同赛道的减害烟草满足不同消费者需求，蒸汽电子烟与 HNB 受众群体更广

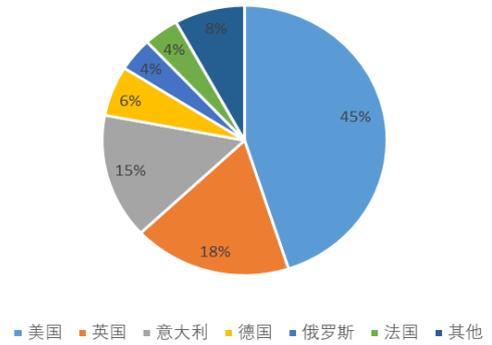
没有一种减害烟草会吸引所有成年吸烟者。因此世界烟草巨头们开发了多种减害烟草产品，旨在吸引各种不同的成人消费者偏好。新型减害产品中蒸汽电子烟以含尼古丁的烟油取代了烟草，DIY 程度高，盛行于美国，截至 2018 年底全球电子烟市场规模由 2010 年的 9 亿美元一路高涨至 145 亿美元，年复合增速为 41.54%，前瞻研究院预测未来五年电子烟市场规模可达到 480 亿元，年复合增速为 27.05%；HNB（加热不燃烧）在更大程度上保留了传统卷烟的口感和击喉感，最受东亚人民欢迎，全球市场规模增速高于电子烟，从 2014 年的 0.2 亿美元上升至 2017 年的 58.2 亿元，复合增速达到 562%，其中日本地区的销售额占据全球 94% 的市场份额；口含烟草和尼古丁产品出现早于传统卷烟，受众范围更小，主要流行于在挪威、瑞典和美国等国家。

图 22 全球电子烟市场规模（亿美元）及增速表现



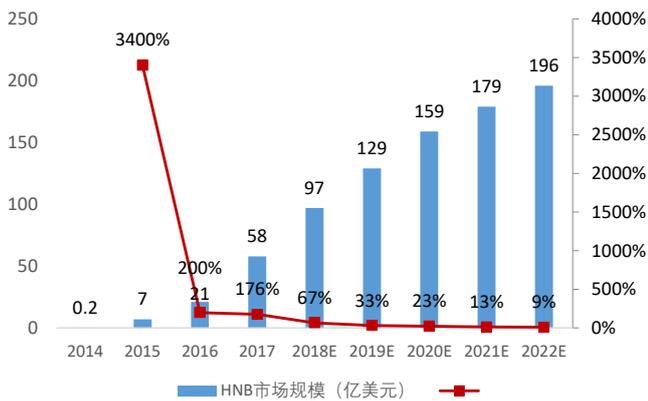
资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 23 2018 年各国电子烟市场份额（%）



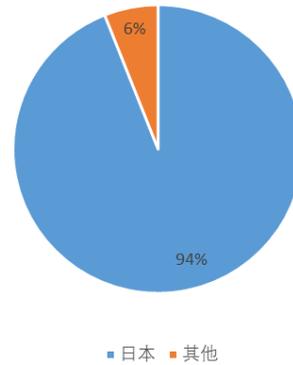
资料来源：观研天下，中国银河证券研究院整理

图 24 全球 HNB（加热不燃烧烟草）销售额（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院整理

图 25 2017 年各国 HNB 市场份额（%）



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院整理

表 7 RRP（减害烟草）产品介绍

	蒸汽电子烟	HNB	口含烟和尼古丁产品
主要产品	JUUL（奥驰亚） Vype（英美烟草） T-Vapor（日本烟草） E-Vapor（日本烟草） blu（帝国烟草）	IQOS（菲莫国际） Glo（英美烟草） Ploom Tech（日本烟草）	Epok（英美烟草）

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

表 8 蒸汽电子烟和 HNB 技术壁垒

	烟油/烟弹	雾化器/电加热器
E-cigarette	对于传统烟草公司而言烟油调配属于成熟技术，传统烟草行业广泛使用的烟草香料均为低温香料。	芯片是雾化器最核心部件，直接影响电子烟功 率、口感等，在中国能做的工厂极多。
HNB	再造烟叶（烟草薄片），IQOS 所用的再造烟	电加热器具有排他单一性特征，某一品牌机器

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

叶与传统卷烟工艺中的再造烟叶的物理指标仅适用于本品牌烟弹，机器的加热速率会根据差异极大。再造烟叶技术仅由传统烟草公司品牌独有烟弹的热解属性进行调试。掌握，在中国更是仅属于中烟集团。

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

表 9 HNB 烟弹各环节的技术要素

烟弹部位	技术要素
烟草薄片	“浸过烟液的纸”，属于烟草替代品，加热完会发黑，再加热抽不出烟，用过以后的烟丝中心部分已经碳化（纸片加热温度过高，水分完全消失，在缺氧或贫氧条件下的一种热解技术）。
中空丝束段（一级过滤棉）	中间空心的套环，凉气的来源，用于缓冲气体，也承担一部分过滤责任，加热过的会有黄色附着上面，会让烟内气流平稳飘过。
降温段/通气导管	材质类似硬塑料片，白色胶装部分是用玉米须合成，天然 100% 可以分解的无污染，作用是为了保住温度以及过滤焦油。IQOS 目前主要采用的主要成分是 PLA，聚乳酸（PLA）是一种新型的生物基及可生物降解材料，使用后能被自然界中微生物在特定条件下完全降解，最终生成二氧化碳和水，不污染环境。
实心丝束段/滤嘴	强有效过滤，过滤加热所产生的有害物质，尼古丁等。原料是取自木材的纤维素，纤维越精细，卷烟过滤嘴的过滤效率就越高。

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

表 10 蒸汽电子烟和 HNB 用户体验

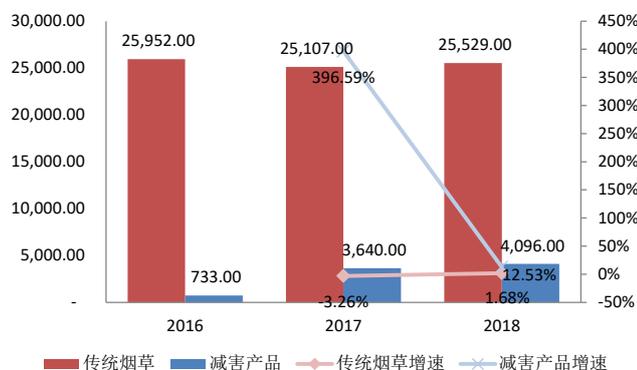
	健康影响		口感
	有害物	释放物	
E-cigarette	9%	8%	烟油与设备 DIY 程度较高，口感多样化，烟雾大小可控
HNB	14%	5%	还原了香烟的纯正口感、击喉感，为烟民提供最近似于传统香烟的替烟方式

资料来源：加热不燃烧与电子烟产业观察，中国银河证券研究院整理

3、HNB 龙头 IQOS 全球兴起，东亚（日韩）为优势区域

美国跨国公司菲莫国际（PM.N）自 2008 年起布局加热不燃烧业务，先后投入 60 多亿美元研发费用，于 2014 年首次推出 HNB 产品 IQOS，迅速席卷全球市场。截止 2018 年公司减害产品销售总额 40.96 亿美元，增速远高于传统烟草的销售额，占公司销售收入的比重由 2016 年的 2.75% 迅速攀升至 2018 年的 13.83%；其中公司 IQOS 产品占全球 HNB 市场份额约为 21%。据菲莫国际（PM.N）2018 年年报预计，到 2025 年菲莫消费者中 30% 的人转化为 IQOS 用户，且只有很小比例的转换为 IQOS 的吸烟者会回归卷烟或转而使用其他 HNB 产品。

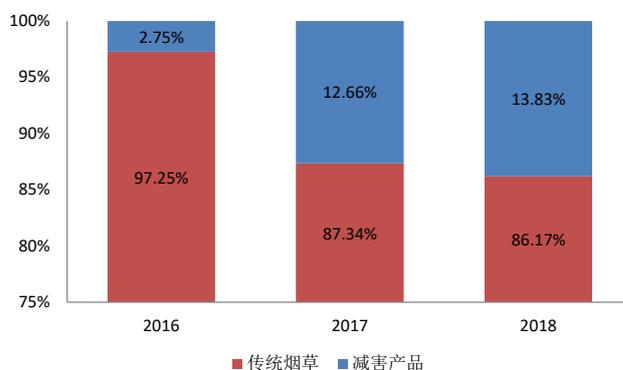
图 26 2016-2018 年菲莫国际 (PM.N) 营业收入 (百万美元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

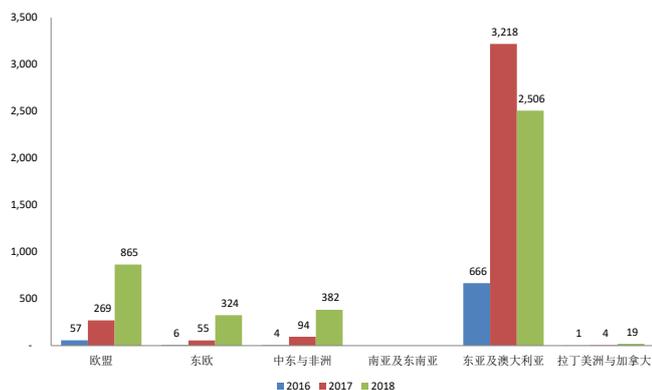
目前 IQOS 已经进入全球 44 个国家和地区。从营收数据拆分可以看出东亚与澳大利亚地区的减害产品占比有所下滑，但依旧维持占比总体减害产品比重比例超过 60%；分地区来看，东亚与澳大利亚地区（主要为日韩地区）是 IQOS 等减害制品发展的优势区域，占比份额远超传统卷烟，这一方面受益于日韩法律认为烟油类电子烟属于药品无法通过监管，由此产生挤出效应，利于 HNB 产品在本国境内范围推广发展，另一方面是由于 IQOS 的口味和配置更符合东亚消费者的消费偏好。在美国，2019 年 4 月，菲莫国际已经经过了 FDA 的烟草预上市审核 (PMTA)，可以在美国境内销售包括 IQOS 电子烟、万宝路加热棒以及另外两款万宝路薄荷味电子烟设备；美国市场中已有菲莫国际斥资 128 亿美元投资的电子烟品牌 JUUL，称霸约 70% 左右的市场份额，本次在美国本土引入 HNB 产品也将检验两类主流减害产品的市场认可度。

图 27 2016-2018 年菲莫国际 (PM.N) 营业收入份额 (%)



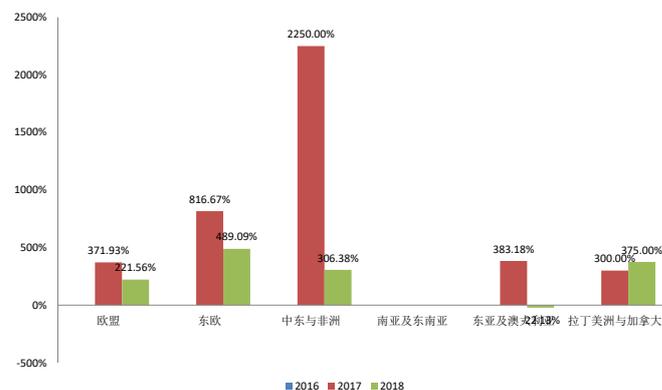
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 28 2016-2018 年菲莫国际分地区减害产品销售 (百万美元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 29 2016-2018 年菲莫国际分地区减害产品销售增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 30 2016-2018 年菲莫国际各地区减害产品销售份额 (%)

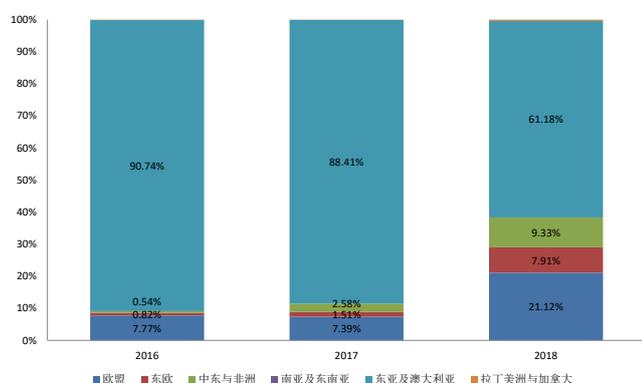
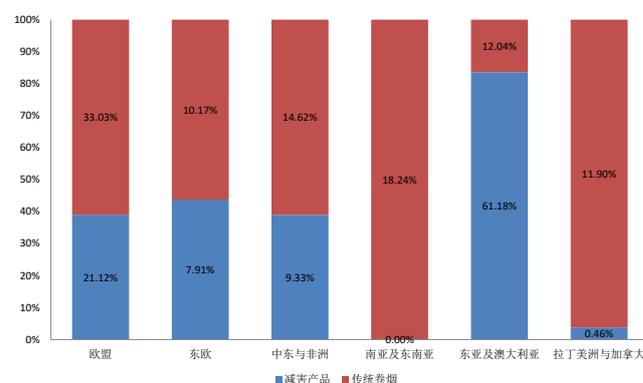


图 31 2018 年菲莫国际减害产品与传统卷烟比重分地区对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 11 IQOS 不同版本对比

	IQOS 2.4 Plus	IQOS 3	IQOS 3 MULTI
主要颜色	2 色	4 色	4 色
设计和功能	直观、用户友好设计	开盖定制选择；易于插入的磁力锁；更小的加热棒	无需在换烟草棒之间充电即可连续使用；便携轻巧
充电一次使用次数	20 次	20 次	10 次
无需充电连续使用次数	-	-	10 次
重量	加热棒 20g；充电盒：100g	加热棒 22g；充电盒：103g	整体：50g
充电时间	加热棒：平均 4'10" 充电盒：120min 使用 20 次	加热棒：平均 3'30" 充电盒：120min 使用 20 次	整体：75min 使用 10 次

资料来源：菲莫国际官网，中国银河证券研究院整理

三、中国烟草行业发展情况——中烟开始布局加热不燃烧，预计未来 HNB 最高市场规模或破万亿

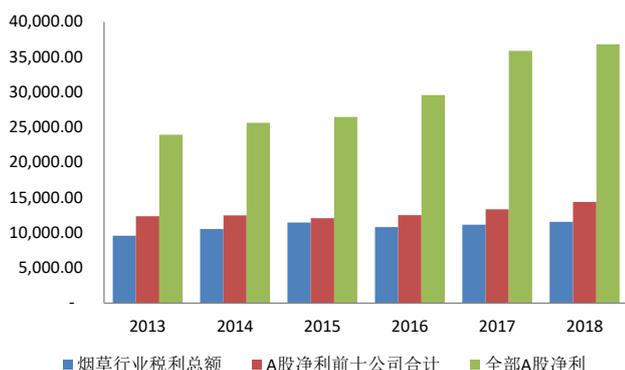
(一) 中国烟草行业税利总额规模庞大，提税加价并加强管控导致产销收紧

我国的烟草行业属于完全垄断行业，在“十二五”期间已经实现了经济效益的显著提升，对应完成上缴财政总额突破 1 万亿元，工商税利突破 1 万亿以及卷烟单箱销售收入新增 1 万元。当前，行业的发展严格遵守“十三五”发展纲要，以税利总额这一核心指标为牵引，一方面保持卷烟销量、卷烟产量、烟叶生产总体稳定，并实现实现国有资产、单箱税利、职工收入持续增长，同时还需要推动卷烟成本、烟叶成本、卷烟焦油及其他有害成分不断降低。

从税利总额的角度来看，中国烟草行业的税利总额规模较高，为国家带来的经济效益与财政效益显著。与同期的 A 股市场相比，烟草行业的税利规模与 A 股利润排名前十的公司（包括两油、五大行）净利润合计规模相当；与 A 股市场的整体净利水平相比，烟草行业的税利相当于超过 30% 份额的全部上市公司净利合计（由于烟草行业具有高税率的特征，且税利均为国家所有，因此直接以烟草行业的税利合计与一般公司的净利进行对比）。规划要求烟草行

业的税利总额增长需略高于全国经济增长速度和财政收入的增长速度。2016年以来尽管GDP增速有所放缓，但均值水平仍然保持在6.7%左右波动，因此乐观估计略高水平增速应该达到7%；反观当下烟草行业，增速暂时落后于GDP水平，故并不排除未来税利总额会可能呈现出加速上涨的趋势。

图 32 2013-2018 年烟草行业税利与 A 股上市公司对比 (亿元)

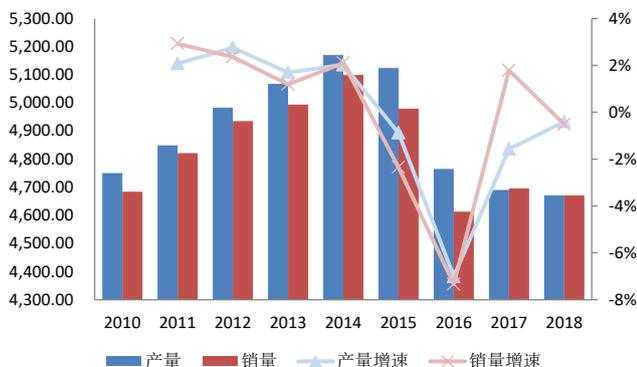


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从卷烟生产与销售的情况来看，2015年之前烟草行业的产销量便均处于减速增长区间，2015年财政部将卷烟批发环节从价税率由5%提高至11%，并按0.005元/支加征从量税，对产销数量形成重创，2016年出现断崖式暴跌，当年卷烟产量和销量的下滑均超过7%；随后跌幅有所收窄，但总体依旧显示出产销量规模的下滑。同样，根据烟民数量和整体销量测算，中国烟民每年的人均消费数量也呈现出下滑趋势，从2014年的458包下降至2018年的334包，近五年复合变化率为-7.92%。

从价格角度来看，人均可支配收入的走高以及税率提升向下游价格的传导推升卷烟消费单价持续上扬，我国单包卷烟的平均售价由2013年的10.33元上涨至2017年的12.69元，五年复合增速为5.28%。长期来看，我们预计受到税率与价格提升、国家禁烟管控加强等因素的影响，我国卷烟的产销数量可能会延续趋势性缓慢下滑，而销售单价会反向抬升。

图 34 2010-2018 年全国卷烟产量情况 (万箱, %)



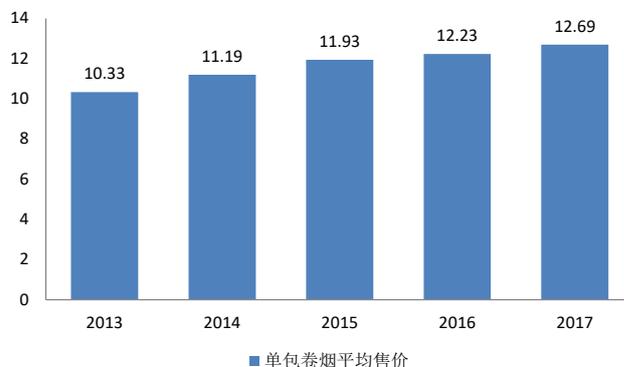
资料来源: 十二五规划纲要, 产业信息网, 中国银河证券研究院整理

图 33 2013-2018 年全国烟草行业税利增速对比 GDP 增速



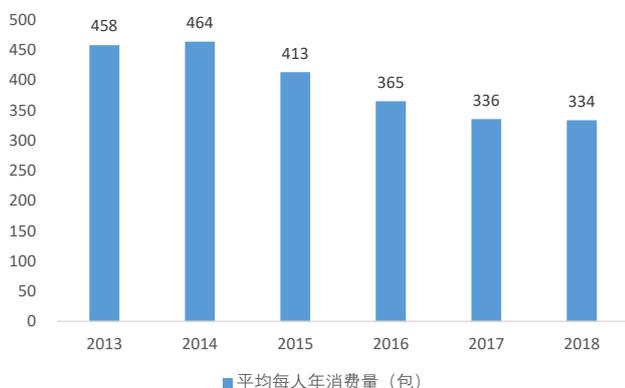
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院整理

图 35 2013-2017 年单包卷烟平均售价 (元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36 2013-2018 年中国烟民每人年均消费量 (包)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

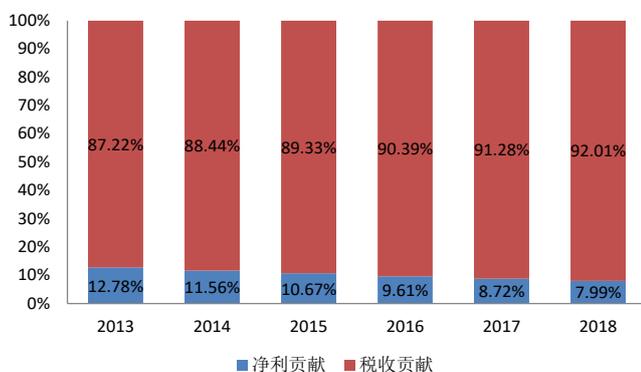
目前烟草行业提供的主要效益还是来自于税收层面, 税收对于税利总额的占比程度已经从 2013 年的 87.22% 稳步上涨至 2018 年的 92.01%。一方面, 国家针对烟草税收的政策落实有效, 提振税收规模; 另一方面, 烟草行业内的公司成本与费用率水平较高 (成本费用占主营业务收入的比重将近 90%), 尽管规划要求成本费用有所控制, 行业内公司销售净利率均值水平仍逐步下滑至 17%, 叠加销售规模数量的收紧, 烟草行业利润端轻微承压。

表 12 传统卷烟的相关税收环节

税种	征收办法
消费税	采取比例税率和定额税率双重征收的形式 甲类卷烟: 销售额*56%+销售数量标准条*200 支*0.003 元/支 (生产环节) 乙类卷烟: 销售额*36%+销售数量标准条*200 支*0.003 元/支 (生产环节) 批发环节: 加征销售额*11%+销售数量标准条*200 支*0.005 元/支 烟叶收购: 13% 雪茄 36% (生产环节) 烟丝 30% (生产环节)
增值税	17%

资料来源: 中国财政部, 国家税务总局, 中国银河证券研究院整理

图 37 2013-2018 年卷烟行业净利与税收情况拆分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38 2011-2018 年卷烟行业平均成本费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39 2011-2018 年卷烟行业平均销售利润率情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 蒸汽电子烟监管政策尚未落地，市场竞争激烈而内需相对较弱

2004 年我国中医韩力首次发明蒸汽电子烟并创立全球首家电子烟公司如烟(后 2008 年在香港以叁龙国际名义上市, 2013 年被帝国烟草以 7500 万美金收购后雪藏)。截至目前, 我国是全球最主要电子烟生产国, 其中国内需求量不足 10%, 超过 90% 电子烟销往国外。

从政府监管角度讲, 在我国电子烟既不属于药品、医疗器械, 也未正式归入烟草。2018 年之前仅有国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局发布的《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》(2018 年第 26 号), 其中要求我国市场主体不得向未成年人销售电子烟; 此外, 杭州将电子烟纳入控烟范围。2019 年 7 月, 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。国家标准化管理委员会官方网站显示(国标项目进度包括网上公示、起草、征求意见、审查、批准、发布), 2017 年 10 月下达《电子烟》国家标准制定计划(包含强制性标准计划《电子烟》、国家标准计划《电子烟烟液烟碱、丙二醇和丙三醇的测定气相色谱法》), 2019 年 6 月项目状态已进入“正在批准”阶段。

从制造商和电子烟供应商的角度来看, 2019 年中国电子烟市场爆发式增长, 各大创投机构纷纷涌入电子烟赛道投资, 其中中国品牌悦刻 RELX、福禄 FLOW、魔笛 MOTI、EVOVE 亿雾等受到追捧。根据京东披露的 618 战报数据显示, 今年 618 当天电子烟成交额较去年同期同比增长 5.6 倍, 成交数量增长 6 倍, 烟弹成交数量增长 3.3 倍; 悦刻 RELX、福禄 FLOW、魔笛 MOTI 以及加热不燃烧 IQOS 的销售情况表现领先。但当前中国电子烟市场发展品牌杂乱, 竞争激烈, 产品质量良莠不齐; 据欧睿统计, 我国上半年电子烟行业 CR5 达到 68%, 市场内品牌数量超过 600 余个; 2019 年 9 月 10 日菲莫国际旗下电子烟 JUUL 进入中国市场在京东、天猫平台开始售卖, 13 日便已下线。

表 13 京东 618 电子烟销售情况

品牌	访客指数	成交金额指数	成交件数指数
悦刻 (RELX)	224,031	18,966,766	75,544

魔笛 (MOTI)	257,505	13,170,057	73,917
福禄 (FLOW)	104,001	9,712,807	150,261
美国菲莫国际 IQOS	124,446	4,150,849	6,019
美国铂德 Boulder	20,171	4,083,605	16,856
灵犀 (Linx)	117,202	3,475,046	19,516
小野 (Wild)	74,754	3,261,269	16,316
特唯普 (Truvape)	23,410	1,786,842	6,901
華禮門 (Harygate)	45,637	1,688,804	8,207
益爽 (Yishuang)	4,718	1,300,304	12,573

资料来源：京东，中国银河证券研究院整理

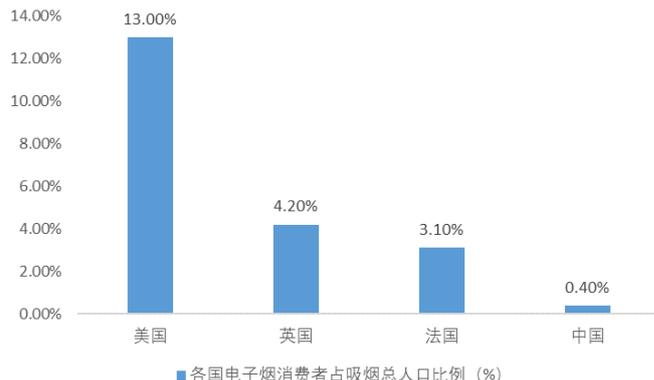
从消费者角度讲，数据统计我国电子烟的消费者人数大约在 150-200 万之间，仅占吸烟总人口的 0.47%-0.63%，多数消费者对电子烟持怀疑态度。央视“315”也曾多次曝光蒸汽电子烟戒烟效果造假、诱导未成年人吸烟及尼古丁超标等危害。

图 40 中国电子烟产品需求量 (万套)



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 41 各国电子烟消费者占吸烟总人口比例 (%)



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院整理

表 14 “315”晚会曝光电子烟

“315”晚会曝光内容	
2006	电子烟“如烟”戒烟效果造假，国家烟草专卖局新闻发言人表示，如烟的宣传涉嫌失实并有违科学理论
2019	电子烟尼古丁超标电子烟烟油(液)存在着尼古丁标识不清、超标，与标称不符以及丙二醇、甘油、香精加热后产生的微量有害物质等问题；烟油(液)经过加热后存在着甲醛超标的问题；接触过电子烟的青少年转变为烟民的可能性提高了一倍

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

(三) 中烟加快 HNB 研发布局，中烟香港海外试水

相比于蒸汽电子烟而言，HNB 的烟弹是烟草薄片形式，属于烟草专卖品，便于监管部门监管；此外，HNB 提供了更类似于传统卷烟的减害替烟方式，更符合东亚吸烟者的消费偏好，在日本，HNB 产品市占率达到 15.8%。我国中烟公司一直加紧研发 HNB 专利技术，根据统计，2017 年年底至今，云南中烟、湖北中烟、广西中烟、广东中烟、河南中烟的中烟公司陆续提交加热

不燃烧相关的实用型专利合计 26 个（我国实用型专利申请流程包括：申请、受理、初审、公布、实质审查请求、实质审查、授权），目前有 6 个尚处于公开阶段，12 个项目等待实质性审提案，6 项已生效。

表 15 国内 HNB 相关实用型专利申请情况

专利名称	申请人	申请日	申请公布日	申请状态
加热不燃烧吸烟装置的加热体及加热控制方法	贵州中烟	2017/12/27	2019/7/5	公开阶段
一种用于加热不燃烧卷烟的烟支	云南中烟	2019/4/28	2019/7/23	公开阶段
加热不燃烧卷烟烟支	贵州中烟	2019/4/30	2019/7/12	公开阶段
一种可提升电加热不燃烧卷烟香气丰富性的香精及其应用	湖北中烟	2019/5/10	2019/7/23	公开阶段
一种新型加热不燃烧卷烟	红云红河烟草	2019/6/26	2019/8/9	公开阶段
一种加热不燃烧卷烟用烟片及烟支	红云红河烟草	2019/6/26	2019/8/9	公开阶段
一种加热不燃烧烟支	深圳烟草	2017/11/29	2019/6/4	等待实质性审提案
一种新型烟草制品的烟草薄片加料工艺	湖北中烟	2017/12/6	2019/6/14	等待实质性审提案
一种造纸法加热不燃烧烟草薄片及其涂布液、涂布方法和制备方法	上海烟草及其他	2018/7/26	2018/11/27	等待实质性审提案
一种低温卷烟用烟草薄片添加剂及其使用方法	江苏中烟	2019/2/1	2019/4/12	等待实质性审提案
一种加热不燃烧用干法再造烟叶的制备方法	广东中烟及其他	2019/3/14	2019/6/14	等待实质性审提案
一种加热不燃烧用加热棒和制作方法以及一种电子烟	河南中烟	2019/3/20	2019/7/12	等待实质性审提案
一种加热不燃烧卷烟烟弹及其制作方法	红云红河烟草及其他	2019/3/29	2019/6/28	等待实质性审提案
一种加热不燃烧卷烟烟具	云南中烟	2019/4/9	2019/7/12	等待实质性审提案
一种用于加热不燃烧卷烟的烟支	云南中烟	2019/4/28	2019/7/12	等待实质性审提案
一种用于加热不燃烧卷烟烟支的冷却元件及包含其的烟支	云南中烟	2019/4/28	2019/7/12	等待实质性审提案
一种包含气凝胶的加热不燃烧卷烟烟支	云南中烟	2019/4/29	2019/7/12	等待实质性审提案
一种具有通风窗的加热不燃烧卷烟烟支	云南中烟	2019/4/29	2019/7/12	等待实质性审提案
一种具有 3D 打印滤棒结构的加热不燃烧烟支	广西中烟	2018/5/23	2019/7/9	生效
一种加热不燃烧卷烟滤棒	江西中烟	2018/8/8	2019/6/7	生效
加热不燃烧卷烟烟具（周向加热型）	云南中烟	2018/9/3	2019/8/6	生效
加热不燃烧烟杆、烟具及烟雾抽吸系统	湖南中烟	2018/9/17	2019/6/28	生效
一种能实现自动控温的加热不燃烧装置	湖北中烟	2018/9/30	2019/7/9	生效
卷烟加热装置（加热不燃烧卷烟）	广东中烟	2019/2/1	2019/7/23	生效
应用于低温卷烟的具有花香的高疏松度的烟草薄片及生产工艺	湖北中烟	2018/6/8	2018/12/11	已失效
一种加热不燃烧烟草薄片及其制备方法	重庆中烟	2017/11/23	2018/2/9	撤销申请

资料来源：国家专利局，中国银河证券研究院整理

各地中烟公司陆续推出 HNB 产品并投放国外市场，这与菲莫国际率先在日本市场推出 IQOS

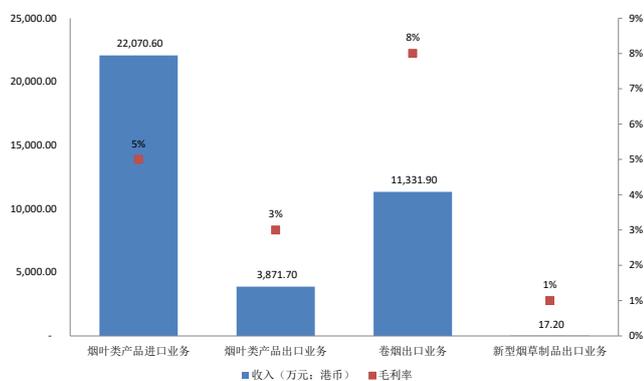
销售的模式相似。2018年中烟香港(6055.HK)首次将新型烟草出口纳入业务范围,根据其年报中公布的数据可以看出,目前新型烟草出口业务营收份额占比较小,毛利率也与其他业务相比也处于较低水平,未来存在提升空间;现行出口的品牌中,云南中烟的MC系列、四川中烟的宽窄占据主要份额(合计占比87.70%)。

表 16 国内中烟 HNB 产品发布情况

中烟公司	发布品牌	发布日期	概述
四川中烟	宽窄子弹头 宽窄功夫加热器	2017.10	在韩国、日本推出了“功夫宽窄”系列
云南中烟	MC 系列产品	2018.04	与韩国 IF 烟草株式会社签署“MC”品牌 HNB 经销协议,试销产品正式进入韩国市场
广东中烟	MU+、ING 系列产品	2018.07	行业内新型烟草热源技术的重大原理创新; 在老挝上市了首套 HNB 产品 MU+、ING
湖北中烟	MOK 系列产品	2018.09	在多特蒙德国际烟草展上亮相,10月在韩国首尔上市
安徽中烟	都宝(DUBLISS)系列产品	2019.01	首批颗粒型 HNB 制品在滁州卷烟厂出产并正式出口

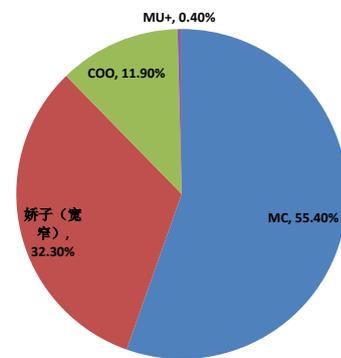
资料来源:宽窄功夫电子烟官网,中国银河证券研究院整理

图 42 2018 年中烟香港业务情况



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

图 43 中烟国际新型烟草制品出口业务



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

(四) 中国 HNB 产业链测算, 预计最高可达到万亿级市场规模

HNB 产品主要分为两个部分——烟具和烟弹,其中烟弹属于烟草制品,可以说是核心工艺和核心利润来源,主要归属中烟公司经营;烟具从法律层面上不归属中烟管辖范围,但由于烟弹烟具一一对应的使用关系,中烟依旧会大力研发烟具,具体生产可能会通过民营代工厂生产加工(例如四川中烟的 HNB 产品“宽窄”由深圳代工厂生产)。烟具未来会保持较快速度更新迭代,一方面是为了优化用户体验,保持新鲜感;另一方面可以通过烟具的更新吸引传统烟民

或其他加热不燃烧品牌的用户。基于上述前提，我们对 HNB 产业链当中民营企业能参与的部分进行规模测算。

表 17 中国 HNB 市场规模测算假设

假设项目	内容	理由
每支 HNB 烟具价格	500 元	京东商城宽窄功夫烟具价格
烟具使用寿命	1 年	烟具保修期为一年
HNB 消费者日均烟弹消费量	1 包	
每包烟弹均价	25 元	万宝路烟弹价格
每盒烟弹包装均价	0.3 元	类比传统卷烟包装
烟具包装均价	2.5 元	

注：处于对健康控烟的考量，市场内没有新增烟民，HNB 消费者由传统卷烟烟民转化而来

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

预计未来中国 HNB 产品占烟民总人数的 5%（市场反响不好）、10%（市场反响正常，和日本 HNB 市占率类似）、30%（市场反响很好，为菲莫国际预计 2025 年 IQOS 用户转化率），未来 HNB 烟具市场规模在 88 亿到 525 亿之间，烟弹市场规模在 1597 亿到 9581 亿之间，而整体包装带来的规模增长可以忽略不计。综上所述，未来中国 HNB 市场规模预计最高可以达到万亿级，将给产业链上下游带来巨大红利。

表 18 中国 HNB 市场规模测算

	市占率 5%	市占率 10%	市占率 30%
HNB 用户（万人）	1,750.00	3,500.00	10,500.00
烟具市场规模（亿元）	88.00	175.00	525.00
烟弹市场规模（亿元）	1,597.00	3,194.00	9,581.00
烟弹包装（亿元）	46.70	93.40	280.20
烟具包装（亿元）	0.44	0.88	2.64
整体 HNB 市场规模（亿元）	1,731.52	3,463.03	10,389.09

资料来源：中国银河证券研究院测算

四、配置建议：关注新型烟草产品尤其是 HNB 的未来发展

我国烟草行业实行专卖制度，烟草相关上市公司数量有限，大多以烟标、卷烟纸、接装纸等烟草用纸、烟草包装及各类烟具制造为主，主要上市公司包括集友股份（603429.SH）、劲嘉股份（002191.SZ）、东风股份（601515.SH）等。伴随着新型减害烟草（RRP）在全球范围内兴起，可预见当国内相关监管政策落地后，新型烟草，尤其是 HNB 将迎来一轮快速发展期，国内一些烟草相关企业也开始谋求在新型烟草领域的发展。集友股份（603429.SH）目前主要布局 HNB 产品的烟草薄片制造研发；劲嘉股份（002191.SZ）是蒸汽电子烟和 HNB 两个赛道双线布局，主要发力点是在烟具部分；东风股份（601515.SH）以联营的方式投资电子烟以及自有品牌的加热不燃烧新型烟草。据上文的测算，烟具市场是百亿级的市场规模，而烟弹市场是近万亿级的市场规模，就市场规模而言，未来集友股份（603429.SH）的潜力更大，因此我们相对更看好推荐集友股份（603429.SH）。

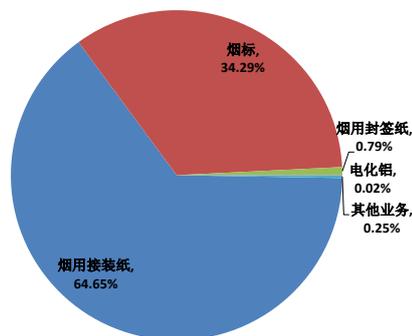
（一）集友股份(603429.SH)：布局新型烟草均质化薄片研发，有望参与 HNB 材料生产制造产业化，予以“推荐评级”

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。从公司的营收结构可以看出，在公司 2017 年 6 月开始进入烟标行业之前，有超过 95%的营收均来自于烟用接装纸，该阶段公司规模扩张相对较慢，2013-2017 年的营收复合增速为 17.24%。公司 2017 年变更部分募集资金投向，投资于烟标生产线建设项目，此外于 2018 年 2 月以自有资金收购大风科技，进一步扩大烟标业务；由此，2018 年公司的营收增量主要来自于烟标 1.57 亿元的贡献。公司 2018 年排除烟标业务部分的营收同比增速为 28.79%，烟标业务将整体营收增速提升至 96%。截止 2019 年半年报，公司的烟标业务占比已从 2018 年的 34.29%提升至 49.84%，成为公司发展的全新增长点。目前公司客户来源稳定，前五大客户贡献营收比重基本稳定围绕 90%左右波动，集友已经与云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草等多家中烟公司建立了稳定的合作关系（在全国 18 家省级中烟工业公司中拥有 9 家合作），并成为其烟用接装纸供应商；同时，依托自身多年的经营经验，以及烟用接装纸和烟标在研发设计、品质保障体系、产品销售等方面的协同效应，逐步布局烟标业务，并成为安徽中烟、陕西中烟、云南中烟等中烟公司的烟标供应商。

图 44 集友股份营收（万元）增长情况



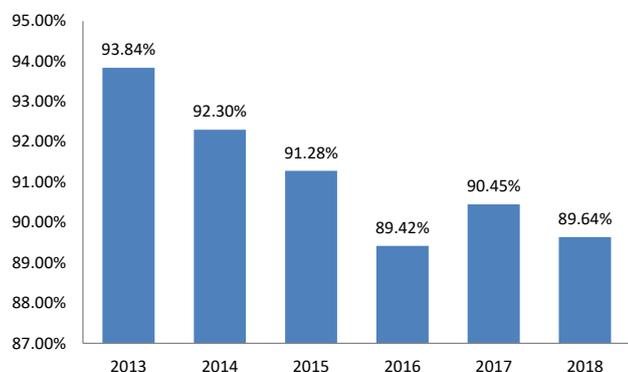
图 45 2018 年集友股份营收构成情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 46 集友股份前五大主要客户贡献营收比重



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2018年，公司顺应烟草行业创新驱动战略，着手布局新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究。2019年4月，公司完成工商登记变更，在经营范围内新增“电子烟、烟具、电子雾化器、电子数码产品、电子烟油、香精油的研发、生产与销售”内容。

2019年7月集友股份子公司集友广誉与重庆中烟、江苏中烟子公司江苏南通签订开展新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录，集友广誉在新型烟草均质化薄片的研发及科技成果产业化方面有一定优势，目前已具备进行薄片材料配方筛选和小批量放样的条件；根据公告内容披露，上述中烟相关公司会依托集友股份所提供的研发平台开展新型烟草均质化薄片材料试验及研发。从公告内容对比可以发现两家甲方公司对于集友股份的合作要求存在差异，在于重庆中烟的合作中明确公司可以负责新型烟草均质化薄片材料的生产制造产业化（三年有效期），而江苏中烟的子公司负责产业化实施，集友在这份合作中仅提供技术支持（两年有效期）。

表 19 集友股份新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录内容梳理

	《关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议》	《关于新型烟草均质化薄片研发合作备忘录》
甲方名称	重庆中烟	南通烟滤嘴公司（江苏中烟全资子公司，协同江苏中烟加热不燃烧产品的研发工作）
合作内容对比	一、甲方依托乙方研发平台开展新型烟草均质化薄片材料试验及研发。 二、甲方负责提供烟草原料及必要的辅料。 三、甲方负责配合完成新型烟草均质化薄片材料的性能测试与评价。 四、乙方负责提供研发场地及研发平台，负责提供技术、工艺、人力及物力支持。 五、在国家法律法规允许范围内，乙方负责新型烟草均质化薄片材料的生产制造产业化。 六、双方将保证投入足够的人力、财力和物力；建立相互的信任，信息共享。 七、合作期间，双方对相关的商业和技术秘密均应承担保密义务，并防止因管理不善造成的信息泄露。 本合作自双方签订之日起生效，有效期为叁年。	南通烟滤嘴公司（江苏中烟全资子公司，协同江苏中烟加热不燃烧产品的研发工作） 一、甲方依托乙方提供的研发平台开展均质化烟草薄片试验及研发。 二、甲方负责配合乙方完成均质化烟草薄片的性能测试与评价。 三、甲方负责协同推进均质化烟草薄片研发成果应用的产业化。 四、乙方负责提供研发场地及研发平台，负责提供均质化烟草薄片的技术、工艺、性能测试与评价、以及人力及物力支持。 五、在国家法律法规允许范围内，乙方负责提供均质化烟草薄片的生产制造产业化的技术支持。 六、双方将保证投入足够的人力、财力和物力；建立信息共享渠道和平台。 七、合作期间，双方对相关均质化烟草薄片的商业和技术秘密均应承担保密义务，并防止因管理不善造成的信息泄露。 八、双方对合作研发的均质化烟草薄片的技术成果共同享有知识产权。 本合作自双方签订之日起生效，有效期为两年。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（二）劲嘉股份（002191.SZ）：双线布局新型烟草，合资电子烟品牌叠加 HNB 产品烟具制造，予以“推荐评级”

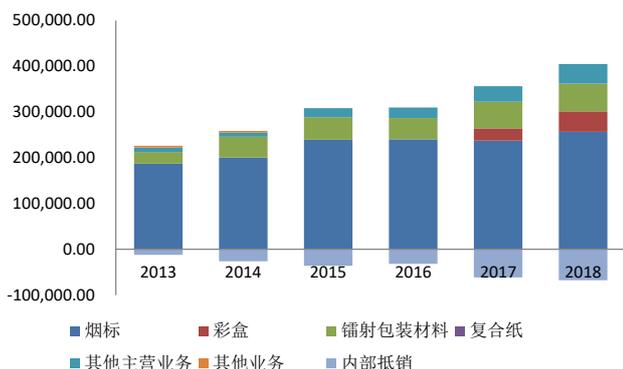
公司主要产品是高技术和高附加值的烟标、中高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸等，以及新型烟草制品。从公司的营收结构可以看出，公司的营收贡献主要来自于烟标的制造，但其所占比重已由 2013 年的 87.52% 逐步下滑至 2019H1 的 71.86%；另一与

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

烟草行业相关的镭射包装材料贡献营收比重基本稳定为 18%左右波动。公司目前发展烟标业务的主要竞争优势在于，一是公司在烟草重点区域的市场已经基本完成布局，安徽、云南、贵州、川渝、江西、江苏的下属子公司生产的烟标基本覆盖了国内烟草行业的规模品牌，包括“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”等，具备明显的竞争优势；二是公司面向相对高端的卷烟品牌提供烟标，与国家“卷烟上水平”的战略相符，未来卷烟产品不断向中高端聚集，设计服务能力强、印刷工艺水平高、防伪性强、符合节能环保理念的烟标企业的竞争优势进一步凸显。

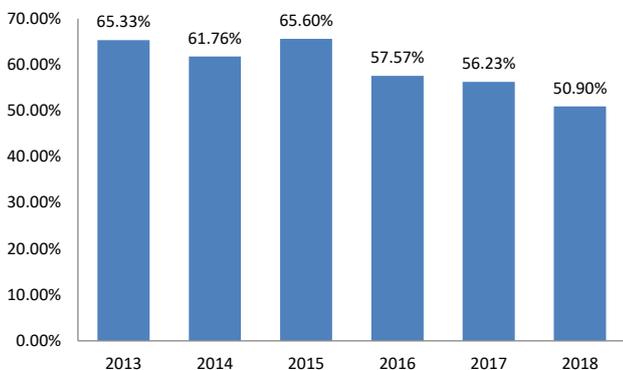
此外公司利用自身在中高端包装印刷领域中的优势，多维度发展彩盒包装业务，该项业务自 2017 年的营收贡献占比 9.07%已经快速提升至 2019H1 的 18.04%。彩盒业务中公司主要拓展白酒类商品包装，供应如“劲酒”、“红星二锅头”、“江小白”品牌的外包装。2018 年公司以 8320 万元对参股子公司申仁包装进行增资，深化与茅台技开司的战略合作；2019 年全资子公司劲嘉智能包装与四川宜宾五粮液设立合资公司嘉美智能包装，合力打造西南智能化烟酒、食品包装领先企业。由于公司不仅限于烟标业务的发展，因此前五大客户销售额贡献占比相对较低并呈现出下降趋势；公司对于单一客户的依赖性较低，营收受烟草行业发展的影响程度风险降低。

图 47 劲嘉股份营收（万元）增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

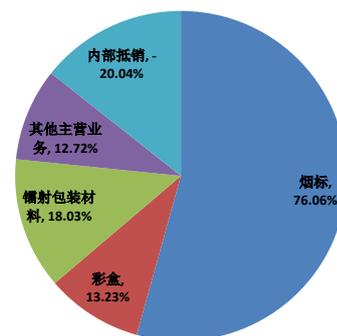
图 49 劲嘉股份前五大主要客户贡献营收比重



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

除了为新型减害烟草产品提供彩盒包装，公司目前处于电子烟和加热不燃烧双线布局状

图 48 2018 年劲嘉股份营收构成情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

态。2018 年公司已经开始为英美烟草、雷诺烟草、菲莫国际、悦刻等知名品牌的新型烟草产品供应彩盒包装；2019 年上半年又持续开拓了灵犀，氩墨，特维普，魔笛等新型烟草品牌（电子烟品牌）。随着短期内电子烟销售量的激增，公司对应的彩盒包装业务也有望出现明显抬升。

在新型烟草产业领域，公司在今年初的《三年发展战略规划纲要(2019 年-2021 年)》中已经明确，会“积极跟踪新型烟草全球的动态发展，持续跟进国内相关政策及标准的进程，配合国内外合作方及重点客户，大力拓展加热不燃烧器具、电子烟等新型烟草的研发、生产、营销等工作，培育新的利润增长点”。公司不仅需要配合完成新型烟草的研发，还要在合法合规的前提下铺设国内外新型烟草产品的销售渠道。

6 月公司合资电子烟品牌 Foogo 上线开售，8 月加热不燃烧烟具计划上市。目前公司已与云南、上海、河南、山东、广西、重庆等中烟公司展开合作；公司与云南中烟工业有限责任公司签署战略合作框架协议，共同推进双方在新型烟草制品领域的技术研发、产品生产及销售推广，公司与小米生态链企业成立的合资公司因味科技，已率先推出 Foogo 面市，有望迎来放量；公司与云南中烟成立合资公司嘉玉科技，将深化发展新型烟草领域，优势显著。

表 20 劲嘉股份新型减害烟草产品发展进度梳理

新型烟草产品类型	发展内容
电子烟相关	与北京米物科技等设立合资公司因味科技，推出 FOOGO（福狗）品牌创新科技型电子烟 劲嘉科技为 FOOGO（福狗）、GIPPRO（龙舞-日本品牌，包括蒸汽电子烟与加热不燃烧）、LUMIA 等电子烟品牌提供研发、代工服务
加热不燃烧相关	子公司劲嘉科技与云南中烟下属子公司深圳华玉科技设立合资公司嘉玉科技，承担云南中烟加热不燃烧烟具的生产工作（主要涉及品牌为 WEBACCO（微拜）） 劲嘉科技为云南中烟，上海烟草，贵州中烟，河南中烟，广西中烟等中烟公司提供烟具研发服务

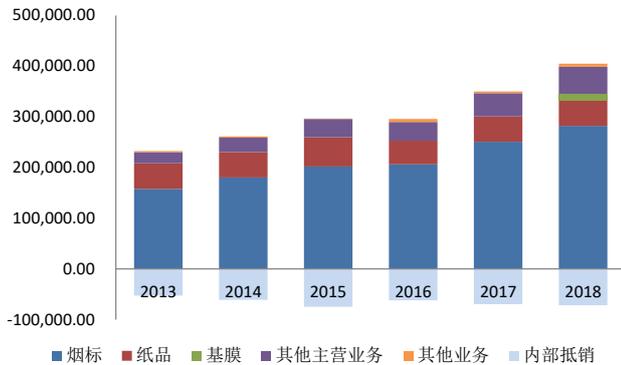
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（三）东风股份（601515.SH）：联营投资新型烟草制品公司，自有 HNB 品牌烟具已实现海外上市，予以“推荐评级”

公司的主营业务为烟标印刷及相关包装材料的设计、生产与销售；现已经形成以烟标印刷产品为核心，涵盖酒包装、药品包装、食品包装等在内的中高端印刷包装产品和包装材料研发、设计与生产相结合的业务体系。从公司的营收结构可以看出，公司的营收贡献主要来自于烟标的制造，但其所占比重 2015 年之前逐步提升至峰值水平 90.93%，随后将至 2019H1 的 80.82%。公司每期均积极参与下游烟草客户组织的招投标工作，烟草客户数量基本稳定在 14-15 家，投标次数逐年递增，累计中标产品规格数量略有波动；通过招投标公司已成为云南中烟、湖南中烟、贵州中烟、吉林烟草、甘肃烟草等多家省级中烟工业公司的供应商，为全国 29 个重点卷烟品牌中的 19 个品牌如“芙蓉王”、“贵烟”、“云烟”、“红塔山”、“白沙”、“黄山”、“兰州”、“真龙”、“长白山”、“钻石”等提供印刷包装服务。

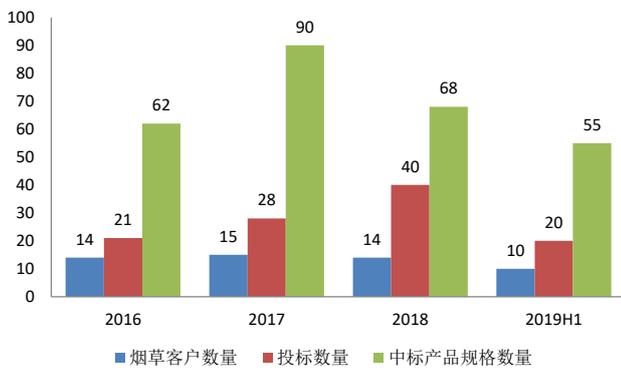
此外，公司已建立起覆盖基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、镭射转移纸、印刷包装设计生产的全产业链条，成为行业内产业链最完整的印刷包装企业之一。通过有效的产业链闭环，公司可以在多个环节实施成本的管控，合理的降低生产成本，从成本端增强竞争优势。

图 50 东风股份营收（万元）增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

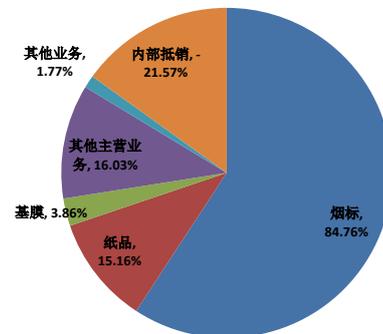
图 52 东风股份近三年烟标招投标情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

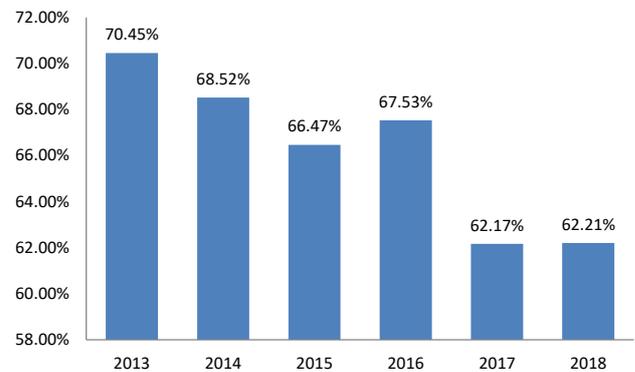
同时，公司还注重在药品包装、大消费投资领域的发展，为贵州茅台、老干妈、同济堂、贵州百灵、益佰制药、澳优乳业等多家品牌提供包装产品和服务。公司出资人民币 2.59 亿元收购千叶药包 75% 股权并于 2019 年 4 月完成股权交割，快速切入具备良好增长前景的医药包装行业；同时在大消费领域与天图投资及相关方共同投资设立的消费并购基金持续拓展投资项目，投资项目包括“奈雪的茶”、“百果园”、“钟薛高”、“茶颜悦色”等。

图 51 2018 年东风股份营收构成情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 53 东风股份前五大主要客户贡献营收比重



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 54 东风股份合营长期确认的收益（万元）情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

在新型减害烟草方面，公司主要通过联营企业上海绿馨电子来投资电子烟以及新型烟草制品等相关产品。2018年，绿馨电子累计获授包括“针式内加热不燃烧香烟内燃器”在内的相关专利约70余项，自有品牌MOX系列低温加热不燃烧烟具产品已成功销售至日本等国际市；2019年上半年，绿馨电子的HNB产品开始进一步销往国内及日本、韩国等国外市场，同时与印度、韩国客户开展了ODM合作开发业务；并在柬埔寨投资项目主要生产低温加热不燃烧烟弹，未来有望实现在海外合法地区合法销售HNB产品，目前该项目正在进行场地及设备改造。

五、风险提示

国内新型烟草相关政策推进不达预期的风险；中烟公司新型烟草产品研发进度不达预期的风险；公司新项目进度或经营可能低于预期的风险。

其中重点关注世界卫生组织（WHO）通过发布《世卫组织烟草控制框架公约》，对烟草行业主要持有禁烟和控烟的态度。WHO认为烟草行业不仅会对个人造成患病率与死亡率的提升，同时会因为社会医疗负担加重以及劳动力质量水平下滑造成社会层面的经济损失。WHO发布的最新报告《中国无法承受的代价》中提及“中国是烟草流行的重灾区，因而成为全球遏制烟草流行工作的主战场”，同时WHO预测，“按当前趋势，烟草在本世纪将导致2亿中国人死亡”。根据报告中的建议推行健康中国的建设，可考虑将卷烟零售价提高50%，对应在50年内挽救2000万人的生命，避免800万人因病致贫；有效执行让所有办公场所全面无烟的国家级政策，对应当可避免至少600万人死亡和200万人因病致贫。由此可见，WHO的观点主要集中在降低甚至杜绝所有烟草产品的销售发展，而非提倡使用新型减害烟草进行替代传统卷烟，因此对应潜在的政策法规风险不容忽视。

表 21 WHO《烟草控制框架公约》控烟措施梳理

减少烟草需求的措施	减少烟草供应的措施
减少烟草需求的价格和税收措施	烟草制品非法贸易
防止接触烟草烟雾	向未成年人销售和由未成年人销售
烟草制品成分管制和披露的规定	对经济上切实可行的替代活动提供支持
烟草制品的包装和标签	
教育、交流、培训和公众意识	

烟草广告、促销和赞助

与烟草依赖和戒烟有关的降低烟草需求的措施

资料来源：WHO 官网，中国银河证券研究院整理

表 22 WHO MPOWER 系列政策

政策	对应内容
Monitor	监测烟草使用
Protect	保护人们免受烟草烟雾的危害
Offer	提供戒烟帮助
Warn	警示烟草危害
Enforce	确保禁止烟草的广告与促销
Raise	提高烟税

资料来源：WHO 官网，中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1 中国烟草市场主体结构	3
图 2 2018 年全球烟草产品消费者分布数据 (亿人)	4
图 3 2018 年全球及中国烟民及香烟消耗数量情况	4
图 4 全球烟草行业市场份额 (%)	5
图 5 海外四大烟草公司 (20190830) 市值及在其各自对应市场中的份额 (%)	5
图 6 全球烟草产业链概况	5
图 7 2018 年全球烟草产品税收情况	6
图 8 全球主要烟草种植地及产量分布情况 (按大洲划分)	6
图 9 全球主要烟草种植产量分布情况 (按国家划分)	7
图 10 全球主要烟草种植产值分布情况 (按国家划分)	7
图 11 全球主要烟草制品生产工厂分布情况 (按大洲划分)	7
图 12 美股各行业龙头公司近五年净利率变化趋势	9
图 13 美股各行业龙头公司近五年营收 (亿美元) 均值与净利率均值水平	9
图 14 中烟香港自上市以来累计涨跌幅	11
图 15 中烟香港自上市以来 PE (TTM) 相较恒生指数的溢价	11
图 16 传统卷烟发展历程	11
图 17 全球 (不含中国) 卷烟销量变化 (万箱)	12
图 18 世界 (除中国) 卷烟销量 CR4 国家销售情况 (万箱)	13
图 19 世界 (除中国) 卷烟销量份额占比	13
图 20 世界 (除中国外) 传统卷烟销量情况 (万箱, %)	14
图 21 以菲莫国际为例看传统卷烟与减害烟草的销售单价	14
图 22 全球电子烟市场规模 (亿美元) 及增速表现	15
图 23 2018 年各国电子烟市场份额 (%)	15
图 24 全球 HNB (加热不燃烧烟草) 销售额 (亿美元)	15
图 25 2017 年各国 HNB 市场份额 (%)	15
图 26 2016-2018 年菲莫国际 (PM.N) 营业收入 (百万美元)	17
图 27 2016-2018 年菲莫国际 (PM.N) 营业收入份额 (%)	17
图 28 2016-2018 年菲莫国际分地区减害产品销售 (百万美元)	17
图 29 2016-2018 年菲莫国际分地区减害产品销售增速	17
图 30 2016-2018 年菲莫国际各地区减害产品销售份额 (%)	18
图 31 2018 年菲莫国际减害产品与传统卷烟比重分地区对比	18
图 32 2013-2018 年烟草行业税利与 A 股上市公司对比 (亿元)	19
图 33 2013-2018 年全国烟草行业税利增速对比 GDP 增速	19
图 34 2010-2018 年全国卷烟产量情况 (万箱, %)	19
图 35 2013-2017 年单包卷烟平均售价 (元)	19
图 36 2013-2018 年中国烟民每人年均消费量 (包)	20
图 37 2013-2018 年卷烟行业净利与税收情况拆分	20
图 38 2011-2018 年卷烟行业平均成本费用率情况 (%)	20

图 39 2011-2018 年卷烟行业平均销售利润率情况 (%)	21
图 40 中国电子烟产品需求量 (万套)	22
图 41 各国电子烟消费者占吸烟总人口比例 (%)	22
图 42 2018 年中烟香港业务情况	24
图 43 中烟国际新型烟草制品出口业务	24
图 44 集友股份营收 (万元) 增长情况	26
图 45 2018 年集友股份营收构成情况	26
图 46 集友股份前五大主要客户贡献营收比重	26
图 47 劲嘉股份营收 (万元) 增长情况	28
图 48 2018 年劲嘉股份营收构成情况	28
图 49 劲嘉股份前五大主要客户贡献营收比重	28
图 50 东风股份营收 (万元) 增长情况	30
图 51 2018 年东风股份营收构成情况	30
图 52 东风股份近三年烟标招投标情况	30
图 53 东风股份前五大主要客户贡献营收比重	30
图 54 东风股份合营长期确认的收益 (万元) 情况	31

表格目录

表 1 海外四大烟草巨头对于减害烟草的官方定义	3
表 2 美股龙头公司股份 (美元) 变化情况以及投资回报情况	8
表 3 美股市场行业与烟草上市公司近五年净利率水平情况	9
表 4 美股各行业龙头公司近五年股息率 (%) 水平情况	10
表 5 烟草发展阶段划分以及对应时期美国的引领作用	12
表 6 减害烟草产品分类介绍	13
表 7 RRP (减害烟草) 产品介绍	15
表 8 蒸汽电子烟和 HNB 技术壁垒	15
表 9 HNB 烟弹各环节的技术要素	16
表 10 蒸汽电子烟和 HNB 用户体验	16
表 11 IQOS 不同版本对比	18
表 12 传统卷烟的相关税收环节	20
表 13 京东 618 电子烟销售情况	21
表 14 “315” 晚会曝光电子烟	22
表 15 国内 HNB 相关实用型专利申请情况	23
表 16 国内中烟 HNB 产品发布情况	24
表 17 中国 HNB 市场规模测算假设	25
表 18 中国 HNB 市场规模测算	25
表 19 集友股份新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录内容梳理	27
表 20 劲嘉股份新型减害烟草产品发展进度梳理	29
表 21 WHO 《烟草控制框架公约》控烟措施梳理	31
表 22 WHO MPOWER 系列政策	32

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn