

新型烟草多元成长，无烟用户增长

——行业点评报告

 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 联系人：傅嘉成
 : shifanke@stocke.com.cn

行业评级

轻工制造 看好

报告导读

英美发布 21H1 业绩：21H1 营收 121.75 亿英镑，同比降低 0.78%；归母净利润 32.5 亿英镑，同比降低 5.99%。摊薄后每股收益 1.42 美元，同比降低 5.96%。新型烟草产品 21H1 营收 8.82 亿英镑，同比增长 40.4%。公司目标 25 年新型烟草营收达 50 亿英镑。行业龙头多元布局，不仅加大研发力度增加研发资金，更制定详细新型烟草营收和用户数量增长目标。新型烟草有望延续高增态势，看好雾化、加热不燃烧以及新型尼古丁产品产业链。随着雾化电子烟的高增态势，思摩尔陶瓷芯加热技术引领行业，有望快速成长。HNB 趋势将推动烟用香精薄片量价齐升，华宝国际是烟用香精薄片领域的龙头企业，有望从中获益。建议关注零部件供应商思摩尔国际、盈趣科技、劲嘉股份，耗材供应商华宝国际、华宝股份、仙鹤股份。

投资要点

□ 新型烟草出货量高增，无烟化用户持续增长

新型烟草产品 21H1 营收 8.82 亿英镑，同比增长 40.4%。公司目标 25 年新型烟草营收达 50 亿英镑。其中，21H1 雾化电子烟出货量 2.47 亿支，同比增长 70%；加热烟草制品出货量 84 亿支，同比增长 99%；口含烟 (Modern Oral) 出货量 16.07 亿支，同比增长 124%。另外，截止 21H1 英美烟草无烟化产品总用户数达到 1610 万人 (+260 万)，公司计划到 2030 年拓展总共 5000 万无烟化产品用户数，目前已完成用户人数目标的 32.20%。

□ 新型烟草产品多元化，烟民转化驱动各品类高成长

目前英美的新产品组合被简化为三条产品线，包括雾化电子烟品牌 Vuse (占英美整体雾化产品的 90% 左右)，先进口服产品品牌 Velo (占英美整体先进口服产品的 50% 以上) 和加热烟草产品 Glo。后续公司还计划通过这三条新型烟草产品线，实现 2025 年新型烟草板块 50 亿英镑的年收入目标。从销售额来看，Vuse 在 21H1 的销售额上升 59%，Glo 增长 38%，Velo 增长 63%，均有亮眼表现。从出货量来看，卷烟烟民的转化驱动新型烟草各品类高增，先进口服产品 Velo 受到的销量驱动最强，其次是加热不燃烧产品 Glo。Vuse 在 20H2/21H1 的出货量增加分别为 59%/70%，Glo 在 20H2/21H1 的出货量增加分别为 45%/99%，Velo 的出货量增加分别为 56%/124%。

□ 三大产品线齐发力，核心区域份额提升

分区域来看，英美的雾化产品线 Vuse 在前五大市场份额 (营收总量合计约为行业 75%) 持续提升，美国 20Q3/21Q2 市场份额分别为 24.2%/30.9%，加拿大 20Q3/21Q2 分别为 51.2%/76.7%，英国 20Q3/21Q2 分别为 15.1%/19.9%，法国分别为 33.9%/44.6%，德国分别为 50.3%/59.0%。加热不燃烧产品线 Glo 在五大

相关报告

- 1 《【浙商轻工】电子烟：HNB 减害显著，烟草巨头强势布局》2021.7.21
- 2 《【浙商轻工】周观点：从慕思申报看软体发展，持续强调新型烟草景气》2021.06.27
- 3 《【浙商轻工】电子烟：两局印发“守护成长”专项行动方案，态度符合预期》2021.06.21
- 4 《【浙商轻工 公司深度】华宝国际：香精、薄片壁垒明显，新型烟草蓄势待发》2021.06.11

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

核心市场（营收总量合计约为行业 80%）份额迅速成长，日本 20Q3/21Q2 市场份额分别为 5.3%/6.3%，俄罗斯 20Q3/21Q2 分别为 0.7%/1.9%，意大利分别为 0.3%/1.7%，乌克兰分别为 1.9%/3.1%，罗马尼亚分别为 1.0%/1.5%。产品线 Velo 仍是全球先进口服行业领导者，前四大核心市场（营收总量合计约为行业 82%）瑞典/挪威/丹麦/瑞士的 21Q2 的市场份额分别为 58.8%/63.8%/92.0%/92.5%。

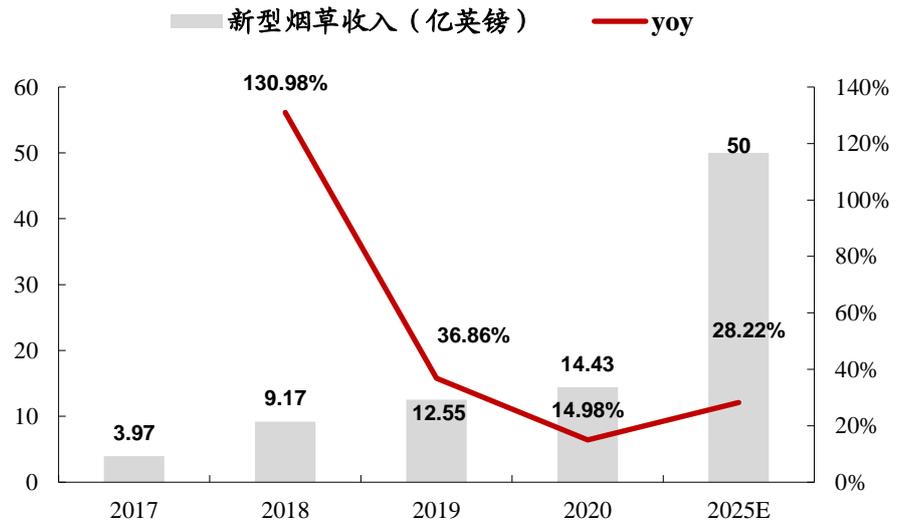
□ 新型烟草延续高增态势，看好耗材、零部件供应

全球烟草发展进入 NGP 时代，传统卷烟业务增长缓慢，基于消费者减害、口味等需求，雾化电子烟、加热不燃烧及其他新产品不断涌现，目前渗透率较低增速较高。四大烟草帝国纷纷布局新型烟草，不仅加大研发力度增加研发资金，菲莫国际、英美烟草更制定详细的新型烟草营收目标和用户数量增长目标。思摩尔陶瓷芯加热技术引领行业，与各大烟草客户如英美烟草、悦刻等均有深度合作。随着雾化电子烟的高增态势，思摩尔有望快速成长。华宝国际是烟用香精薄片领域的龙头企业，具有较高的客户壁垒和资质壁垒，既与中烟长期紧密合作，又具烟草薄片生产资质。HNB 趋势将推动烟用香精薄片量价齐升，华宝国际有望从中获益。建议关注思摩尔国际、华宝国际、华宝股份、仙鹤股份、盈趣科技、劲嘉股份等新型烟草耗材、零部件供应商。

□ 风险提示

新型烟草政策监管趋严、新型烟草政策落地时间不确定、新品迭代不达预期、大客户产品销量不及预期

图 1: 英美烟草新型烟草收入营收及增速



资料来源: 英美烟草半年报, 浙商证券研究所

图 2: 英美烟草新型烟草收入结构

英美烟草 (亿英镑)	2017	2018	2019	2020H1	2020H2	2020A	2021H1
营业收入	202.92	244.92	258.77	122.71	135.05	257.76	121.75
新型烟草收入	3.97	9.17	12.55	6.28	8.15	14.43	8.83
YOY		130.98%	36.86%	-	-	14.98%	40.40%
新型烟草占比	1.96%	3.74%	4.85%	5.12%	6.03%	5.60%	7.25%
其中: Vapour (蒸汽电子烟)	1.73	3.18	4.01	2.65	3.46	6.11	3.98
YOY		83.82%	26.10%	-	-	52.37%	49.90%
销量(百万支)	95.00	189.00	226.46	145.29	198.71	344.00	247.00
THP (加热不燃烧烟)	2.23	5.65	7.28	2.86	3.48	6.34	3.59
YOY		153.36%	28.85%	-	-	-12.91%	25.30%
销量(亿支)	22.00	68.00	89.00	42.21	67.79	110.00	84.00
Modern Oral (口含烟)	0.01	0.34	1.26	0.77	1.21	1.98	1.26
YOY		3300.00%	270.59%	-	-	57.14%	64.20%

资料来源: 英美烟草半年报, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>