

轻工制造-新型烟草行业报告

烟草百年变革，核心供应商蓄势待发

新型烟草方兴未艾，市场规模高速增长。2014-2019年、2020-2024年新型烟草市场规模 CAGR 分别为 24.2%、24.9%，2014/2019/2024 年市场规模分别达 124/395/1115 亿美元。从市场份额来看，2014/2019/2024 年雾化电子烟市场份额分别为 0.85%/2.47%/3.50%；加热不燃烧市场份额分别为 0.002%/1.94%/4.64%。**海外烟草龙头发力新型烟草，加速全球卷烟替代。**国际四大烟草公司积极转型新型烟草，其中 2020 年菲莫国际新型烟草收入占比达 23.8%（21Q2 全球拥有 2010 万用户，其中从传统卷烟消费者转化为 IQOS 消费者比例为 73.1%），相较 2018 年提高 10pct，目前产品已向 67 个国家或地区销售，且规划未来 10-15 年退出卷烟市场。**国内 HNB 蓄势待发，静待政策东风。**因 HNB 减害属性突出，我国对其重视程度持续加强。1）各地中烟公司加速布局，推出多款 HNB 产品且海外试销。2）中烟技术储备丰富，预期技术&产品矩阵搭建趋于完善。3）国内渗透率远低于海外，目前国内 HNB 尚未放开，日本、韩国渗透率达 19.7%、17.4%。

我们认为中国烟民基数较大，且国内电子烟加工产业链成熟，预期伴随政策细则及产品成熟，政策落地有望推动新型烟草渗透率加速提升。

烟草薄片&香精香料市场扩容，产业链地位提高。1）烟草薄片：加热不燃烧产品将加热温度控制在 350℃以下，再造烟叶具有燃烧性好、均质化等特点，因此 HNB 产品对再造烟叶的需求显著提升。假设 2026 年 HNB 渗透率达 10%，对应我国烟草薄片市场规模约 143 亿元；当渗透率达 40%时，市场规模达 570 亿元。2）香精香料：传统卷烟依靠燃烧产生烟气，香精香料主要用于调香、使用量较少（一般低于 1%），但 HNB 产品并未燃烧，如需挥发烟草香味、还原烟草口感，需要加大香精香料用量，一般用量是传统烟草 10-20 倍。保守测算，HNB 产品香精质量是传统烟支的 3.3 倍（HNB 烟丝用量约传统卷烟 1/3），假设 2026 年渗透率达 10%，我国 HNB 烟用香精市场规模有望扩容至 15 亿元，当渗透率达 40%时，市场规模达 59 亿元。

投资建议：烟草变革进行时，建议关注行业内核心供应商，1）华宝国际：国内烟用香精、烟用薄片龙头，拥有再造烟叶领域唯一重点实验室，技术&资质&客户共筑壁垒，海外绑定全球烟草龙头&销售“NUSO”品牌，国内政策落地后有望顺利切入中烟供应链，快速放量。2）集友股份：烟用接装纸&烟标龙头，配合各中烟公司开展均质化薄片研发或技术交流，目前已具备薄片材料配方筛选和小批量放样条件。加热植物芯“香誉”产品面市，烟气、烟香等方面释放稳定。3）顺灏股份&东风股份：顺灏系镀铝纸全球龙头，东风系烟标龙头，两者合资成立上海绿馨电子；拥有国内首个“针式加热低温不燃烧”香烟内燃器发明专利，与中烟合作已涵盖颗粒技术、纸管技术、降温技术、烟具研发等各个方面，目前推出低温本草品牌 FreeM、同时投资创办喜科 CIGOO。4）劲嘉股份：烟标龙头，烟具领域技术储备丰富，同时与各地中烟以及领先制造商“合元科技”建立良好关系，自有品牌 FOOGO 在市场上具备卡位优势。

风险提示：政策推进节奏低于预期风险、专利风险、技术迭代风险、行业竞争风险、监管政策风险、假设与测算误差风险。

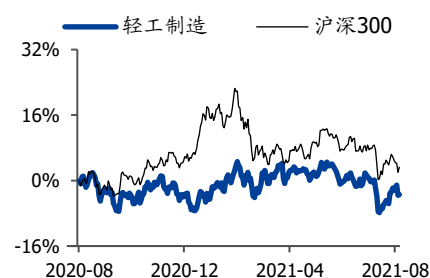
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
00336.HK	华宝国际		0.13	0.42	0.48	0.60	66.77	35.16	30.79	24.64
002191.SZ	劲嘉股份		0.56	0.68	0.80	0.94	16.42	14.44	12.21	10.43
002565.SZ	顺灏股份		0.01				574.03			
603429.SH	集友股份		0.19	0.43	0.56	0.69	157.39	60.30	46.22	37.68
601515	东风股份		0.41	0.47	0.51	0.56	13.72	13.07	12.12	10.99

资料来源：Wind，国盛证券研究所（均来自 2021 年 8 月 17 日 wind 一致预期）

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

相关研究

- 《轻工制造：精选低估优质龙头，关注疫情受损优质标的弹性》2020-12-14
- 《轻工制造：RCEP 短期对轻工行业影响有限，中长期有利于自有品牌输出》2020-11-16
- 《轻工制造：Q3 整体向上修复，推荐后期增长确定性低估标的》2020-11-03



内容目录

1. 烟草行业百年变革，国内静待政策东风	5
1.1 海外烟草龙头加速发展，国内静待政策东风	5
1.1.1 全球控烟趋严，新型烟草方兴未艾	5
1.1.2 国内万事具备，静待政策东风	7
1.2 烟草薄片&香精香料市场扩容，产业链地位提高	10
1.2.1 烟草薄片：稠浆法表现最佳，2026年市场空间达143亿元	10
1.2.2 烟用香精：格局明确，2026年市场规模达15亿元	12
2. 烟草变革进行时，核心供应商蓄势待发	15
2.1 华宝国际：烟用香精&薄片龙头，产业链布局完善	15
2.1.1 内生外延，烟草产业链布局完善	15
2.1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	19
2.1.3 技术&资质&客户共筑壁垒，烟用香精&烟草薄片成增长新驱动	20
2.1.4 海外布局领先，品牌发力进行时	23
2.2 集友股份：烟用接装纸&烟标优势企业，新型烟草多元化布局	23
2.2.1 烟用接装纸&烟标优势企业，新型烟草布局未来可期	23
2.2.2 中烟合作紧密，传统领域竞争优势明确	25
2.2.3 具烟草薄片生产能力，“加热植物芯”产品面世	26
2.3 顺灏股份&东风股份：镀铝纸&烟标龙头，合作布局新型烟草	27
2.3.1 顺灏股份：镀铝纸全球龙头，积极布局新型烟草	27
2.3.2 东风股份：大包装+大消费，积极布局新型烟草	30
2.3.3 顺灏股份&东风股份：携手共进，加速布局新型烟草	32
2.4 劲嘉股份：烟标龙头，积极布局新型烟草器具	35
2.4.1 烟标龙头，产品结构持续丰富	35
2.4.2 布局新型烟草器具，技术&研发形成卡位优势	36
风险提示	38

图表目录

图表 1: 各国禁烟政策	5
图表 2: 全球卷烟销量（不含中国）（单位：万箱）	5
图表 3: 中国卷烟销量（单位：万箱）	5
图表 4: 新型烟草与传统烟草对比	6
图表 5: 按收益划分全球烟草市场规模（单位：十亿美元）	6
图表 6: 按收益划分各烟草产品市场规模年复合增长率（单位：%）	6
图表 7: 2014年世界烟草市场份额	6
图表 8: 2024年世界烟草预计市场份额	6
图表 9: 四大烟草公司新型烟草布局	7
图表 10: 四大烟草公司新型烟草业务收入占总营收比例	7
图表 11: IQOS 烟弹出货量（单位：亿个）	7
图表 12: IQOS 用户数量（单位：万人）	7
图表 13: 国内新型烟草政策推进	8
图表 14: 各中烟公司 HNB 产品一览	9
图表 15: 中国可加热不燃烧相关公开专利（单位：个）	10
图表 16: 前十公司专利数量（单位：个）	10

图表 17: 2019 年各国吸烟人数 (单位: 百万)	10
图表 18: 日本、韩国历年电子烟渗透率	10
图表 19: 金叶烟草薄片图示	11
图表 20: HNB 烟草薄片制作方法	11
图表 21: 关键假设	12
图表 22: 规模测算	12
图表 23: 香精香料下游细分领域需求规模占比	13
图表 24: 全球香精香料公司毛利率	13
图表 25: 全球香精香料行业销售额 (单位: 亿美元)	13
图表 26: 2020 年全球香精香料业务收入前十公司 (单位: 亿美元)	13
图表 27: 2018 年全球香精香料各地区销售额比例	14
图表 28: 中国香精香料市场销售额占全球销售额比例	14
图表 29: 中国香精香料销售额纵比 (单位: 亿元)	14
图表 30: 国内部分香精香料企业销售额纵比 (单位: 亿元)	14
图表 31: 部分海外香精龙头在华建厂情况	14
图表 32: 海外龙头研发费用率	14
图表 33: 关键假设	15
图表 34: 规模测算	15
图表 35: 历年业绩一览	16
图表 36: 公司发展历程图	17
图表 37: 华宝国际各业务营收纵向比较 (单位: 亿元)	18
图表 38: 华宝国际各业务占总营收比例	18
图表 39: 华宝股份营收纵向对比 (单位: 亿元)	18
图表 40: 华宝股份业务毛利率纵向对比 (单位: %)	18
图表 41: 嘉豪各品类占比 (单位: %)	18
图表 42: 嘉豪营业收入纵比 (单位: 亿元)	18
图表 43: 产品矩阵	19
图表 44: 股权结构以及下设公司一览	20
图表 45: 高管履历	20
图表 46: 专利对比 (单位: 个)	21
图表 47: 研发费用率对比 (单位: %)	21
图表 48: 广东金叶技术输出图	21
图表 49: 华宝股份技术人员占比变化	21
图表 50: 烟草薄片产业链一览	22
图表 51: 烟草薄片生产公司	22
图表 52: 广东金叶加热不燃烧烟草薄片专利	23
图表 53: NUSO 产品矩阵	23
图表 54: 集友股份一图看	24
图表 55: 公司发展历程图	25
图表 56: 集友股份主营收入拆分	25
图表 57: 集友股份主要客户	26
图表 58: 集友股份“香誉”加热植物芯	27
图表 59: 安徽集友广誉&太湖集友广誉发明专利	27
图表 60: 顺灏股份一图看	28
图表 61: 顺灏股份发展沿革 (单位: 百万元)	29
图表 62: 顺灏股份营收拆分-分产品	29

图表 63: 东风股份财务数据一览 (单位: 百万元)	30
图表 64: 东风股份-发展沿革.....	31
图表 65: 产品矩阵.....	32
图表 66: 顺灏+东风持股上海绿馨.....	33
图表 67: 上海绿馨电子科技有限公司 11 项发明专利.....	33
图表 68: 烟具图示	34
图表 69: FreeM 图示	34
图表 70: 喜科图示	34
图表 71: 财务数据一图看 (单位: 亿元)	35
图表 72: 劲嘉历年烟标营业收入以及烟标市占率 (单位: 亿元)	36
图表 73: 各业务占比情况 (单位: %)	36
图表 74: 产品一览	36
图表 75: 劲嘉股份新型烟草收入 (单位: 万元)	37
图表 76: 劲嘉股份电子烟专利数量 (单位: 个)	37
图表 77: 劲嘉股份新型烟草布局	37
图表 78: FOOGO 产品图.....	38

1. 烟草行业百年变革，国内静待政策东风

1.1 海外烟草龙头加速发展，国内静待政策东风

1.1.1 全球控烟趋严，新型烟草方兴未艾

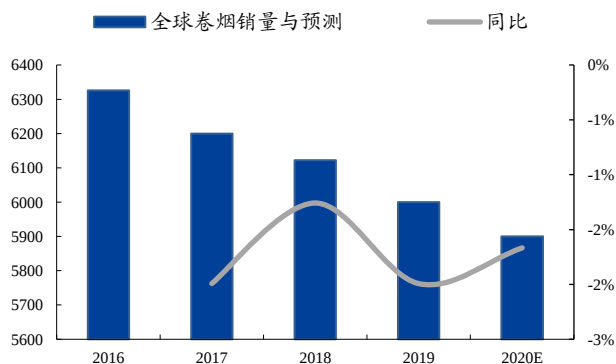
全球控烟趋严，传统卷烟销量预期下滑。全球控烟背景下传统卷烟销量稳步下降，根据前瞻产业研究院，2016-2020年全球卷烟销量(不含中国)从6326万箱减至5900万箱，CAGR为-1.73%；根据国家统计局数据，同时期中国卷烟销量从4701万箱增长为4735万箱，CAGR仅0.18%。

图表1：各国禁烟政策

国家	政策
新加坡	在禁止吸烟处吸烟，触犯者将被罚200新币，但如果被控上法庭的话，罚款可能高达1000新币。从2019年1月1日起，购买、使用、拥有、销售和供应烟草制品的最低法定年龄将从18岁提高至19岁；2020年1月1日起，提高至20岁；2021年1月1日起，进一步提高至21岁。
日本	2019年4月，日本东京政府和企业合作，推出“史上最严禁烟规定”。公共场所全面禁烟，多所企业、高校不录用吸烟员工。
美国	美国已经有地方法规规定私人住宅内也必须禁烟，或公寓必须设立一定比例的禁烟区域，未来可能延伸成儿童及孕妇甚至非吸烟者居住的私人住宅就必须禁烟
英国	在室内工作场所吸烟者最高可被罚款200英镑（约合1700元人民币）。对雇主来说，如果他们不阻止员工在工作场所吸烟，最高可被罚款2500英镑（约合2.2万元人民币）。
韩国	禁止便利店或者小卖店摆放或者销售香烟；限制香烟制造商的赞助活动；成人购买香烟时要出示身份证。
不丹	不丹通过全面禁烟法案，全国禁止销售各种烟草，所有公共场所都禁止吸烟。
中国	所有室内公共场所一律禁止吸烟。同时，以未成年人为主要活动人群的公共场所的室外区域，高等学校的室外教学区域，妇幼保健机构、儿童医院、妇产医院的室外区域，体育、健身场馆的室外观众坐席、赛场区域、公共交通工具的室外等候区域等也全面禁止吸烟。
法国	不遵守禁烟令，直接罚款68欧元，而公共场所也会被双倍罚款。凡是不张贴“禁止抽烟”告示的公共场所，处以175欧元的罚款；若有公共场所给客人提供烟缸，不论是什么情况，老板都会被处以750欧元的罚款。

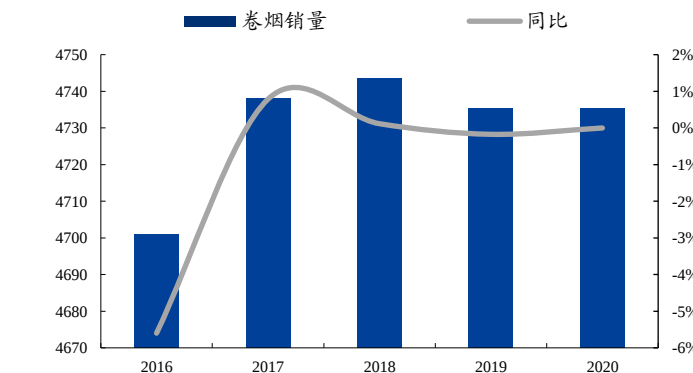
资料来源：新华网，国盛证券研究所

图表2：全球卷烟销量（不含中国）（单位：万箱）



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表3：中国卷烟销量（单位：万箱）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

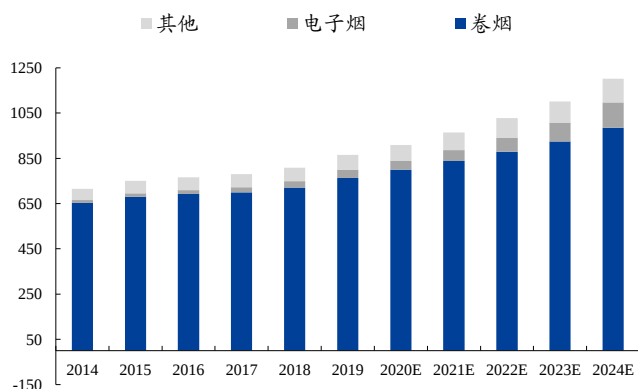
新型烟草方兴未艾，市场规模高速增长。新型烟草主要分为雾化和加热不燃烧两条支线，与传统卷烟相较，由于温度控制在 350℃以下、无需燃烧，焦油等致癌物含量大幅降低，减害功能明显。2014-2019 年全球烟草零售规模从 7157 亿美元增至 8654 亿美元 (CAGR 为 3.90%)，2020-2024 年预计从 9095 亿美元增长至 12020 亿美元 (CAGR 为 6.80%)，其中新型烟草贡献主要增长，CAGR 分别为 24.2%、24.9%，2014/2019/2024 年市场规模分别达 124/395/1115 亿美元。从市场份额来看，2014/2019/2024 年雾化电子烟市场份额分别为 0.85% /2.47% /3.50%；加热不燃烧市场份额分别为 0.002% /1.94% /4.64%。

图表 4: 新型烟草与传统烟草对比

	电子雾化烟	加热不燃烧电子烟	传统烟草制品
工作原理	雾化烟油	加热特质烟草 (不燃烧)	明火燃烧
温度	170℃-200℃	350℃	800℃-1000℃
使用次数	多次，可更换烟油/烟弹	多次，需要更新烟弹	一次
口感	与真实烟感有差别	接近真实烟感	-
致癌物含量	较低	较低	较高
尼古丁含量	由烟油决定	较低	较高
焦油含量	无	较低	高
对他人影响	较低	较低	较高
价格	较低	较高	差异明显
销售渠道	线下	线下	线下
产品归类	电子产品	烟草制品/医药产品	烟草制品

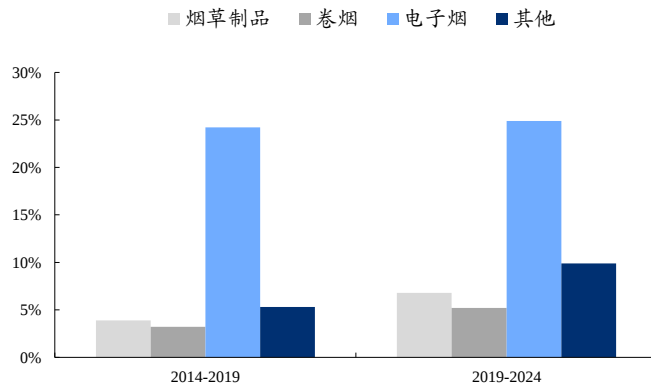
资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

图表 5: 按收益划分全球烟草市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: 思摩尔招股书, 国盛证券研究所

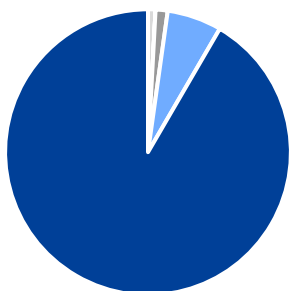
图表 6: 按收益划分各烟草产品市场规模年复合增长率 (单位: %)



资料来源: 思摩尔招股书, 国盛证券研究所

图表 7: 2014 年世界烟草市场份额

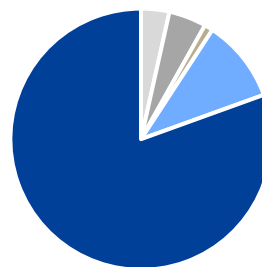
■ 雾化电子烟 ■ HNB ■ 口含烟草&鼻烟 ■ 雪茄、小雪茄、细切烟草等 ■ 卷烟



资料来源: 思摩尔招股书, 国盛证券研究所

图表 8: 2024 年世界烟草预计市场份额

■ 雾化电子烟 ■ HNB ■ 口含烟草&鼻烟 ■ 雪茄、小雪茄、细切烟草等 ■ 卷烟



资料来源: 思摩尔招股书, 国盛证券研究所

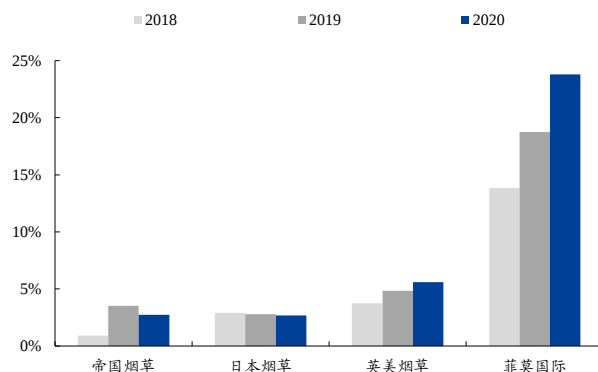
海外烟草龙头发力新型烟草，加速全球卷烟替代。国际四大烟草公司近年来将市场重心向新型烟草转移，加大研发投入并持续推出新型产品，加速全球卷烟替代。其中“菲莫国际”作为世界第一大烟草公司，2020年新型烟草业务占其收入比例高达23.8%，相较2018年提高10pct，目前产品已经面向67个国家或地区销售，且规划未来10-15年退出卷烟市场，预计在日本率先推行（10年内日本将成为“无烟”社会）。从目前市场反馈来看，IQOS用户数量截至21Q2增长为210万人，其中从传统卷烟消费者转化为IQOS消费者占比为73.1%。此外，英美烟草规划2025年新型烟草板块收入达50亿英镑，日本烟草专门成立全球新型烟草研发中心、进入27个国家形成销售，帝国烟草推动临床前研究，力证新型烟草减害性同时规划2030年新型烟草品类收入占比达20%以上。

图表9：四大烟草公司新型烟草布局

公司名称	新型烟草布局与规划
菲莫国际	拥有全球最出名电子烟品牌IQOS，并计划在未来10-15年退出卷烟销售，期待在日本率先实现。
英美烟草	新型烟草已在全球20余个国家实现销售，雾化代表产品为VUSE，HNB代表产品为GLO，总体新型烟草业务2025年预计达到50亿英镑，2030年达到5千万用户。
日本烟草	已拥有6种HNB产品（代表产品PLOOM）和5种雾化电子烟产品（代表产品LOGIC），在27个国家形成销售，已成立全球研发中心，并且2021年下半年将推出新型HNB烟弹
帝国烟草	雾化电子烟品牌BLU已在美国、日本、英国、西班牙、法国、德国和意大利市场形成销售，第一代HNB代表产品PULZE于2019年在日本推出。为了推动新型烟草发展，在2020年完成了临床前研究，证明自有产品myblu和Puzzle比传统烟草有更低毒性。

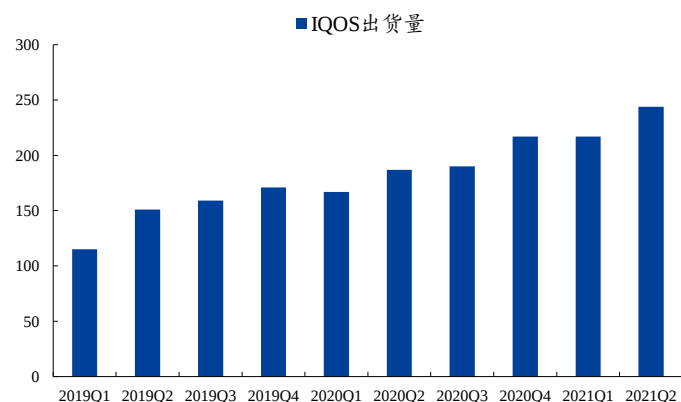
资料来源：各公司年报，国盛证券研究所

图表10：四大烟草公司新型烟草业务收入占总营收比例



资料来源：各公司年报，国盛证券研究所

图表11：IQOS烟弹出货量（单位：亿个）



资料来源：菲莫国际年报，国盛证券研究所

图表12：IQOS用户数量（单位：万人）



资料来源：菲莫国际年报，国盛证券研究所

1.1.2 国内万事具备，静待政策东风

国内 HNB 蓄势待发，静待政策东风。2019年7月健康中国行动推进委员会印发的《健康中国行动（2019-2030）》，我国现有吸烟者逾3亿，每年因吸烟相关疾病所致死亡人数超过100万，因二手烟暴露导致的死亡人数超过10万，亟待推出新型烟草降低风险。目前国内HNB产品政策尚未放开，但因其减害属性突出，我国对HNB重视程度持续加强（本文主要专注于HNB条线）。

1) 各地中烟公司加速布局，推出多款HNB产品且海外试销。四川中烟于2017年底推出“宽窄·功夫”，目前产品已在韩国上市，旗下烟弹“宽窄”21年8月正式进入欧洲市场。云南中烟和子公司华玉科技共同设立云南中烟技术中心深圳研创平台，推出“MC”品牌，2018年4月进入韩国市场；广东中烟是推出“MU+、ING”，2018年7月在老挝上市；湖北中烟旗下新型烟草平台小藕科技推出“MOK”，目前于国内武汉MOK官方旗舰店和韩

国发售。

图表 13: 国内新型烟草政策推进

年份	发布部门	政策名称	成册内容
2016	国家烟草专卖局	《关于全面推进创新型行业建设的意见》	要抢占世界新型烟草制品技术的最前沿,打造世界新型烟草制品生产营销的主阵地,100 年时成为世界科技强国的战略目标,响应党中央号召,全面推进创新型烟草行业建设。
2018	国家市场监督管理总局、 国家烟草专卖局	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	学校、家庭应加强对未成年人的教育与保护,强调电子烟对健康的危害;媒体加强未成年人吸烟包括吸食电子烟危害健康的宣传;任何组织和个人对向未成年人销售电子烟的行为应予以劝阻、制止。
2019	国家市场监督管理总局、 国家烟草专卖局	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端;敦促电商平台及时关闭电子烟店铺,并将电子烟产品及时下架;敦促电子烟生产、销售企业或个人撤回通过互联网发布的电子烟广告。
2020	国家市场监督管理总局、 国家烟草专卖局	《电子烟市场专项检查行动方案》	(一)开展互联网电子烟信息全面清理。(二)开展电子烟实体店全面检查。(三)开展电子烟自动售卖机等新型渠道全面检查。
2021	国家工业和信息化部、 国家烟草专卖局	《关于修改中华人民共和国烟草专卖实施条例的决定(征求意见稿)》	提出在附则中增加一条:“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”
2021	国家市场监督管理总局、 国家烟草专卖局	《保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案》	(一)认真落实校园周围不得设置销售网点要求。(二)严格查处向未成年人售烟违法行为。(三)持续加强电子烟市场监管。

资料来源:国家烟草总局,国盛证券研究所

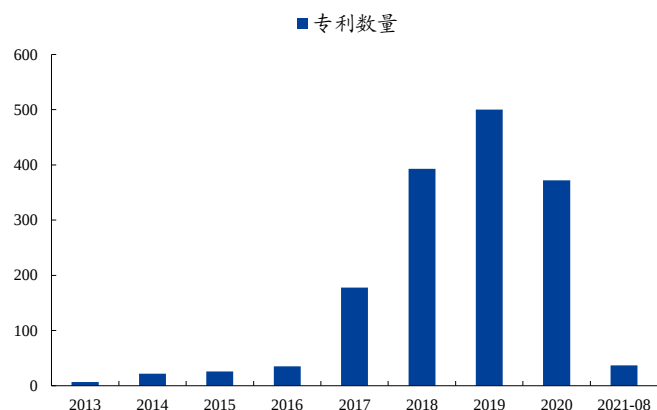
图表 14: 各中烟公司 HNB 产品一览

公司	产品	图例
四川中烟	宽窄	
云南中烟	MC	
广东中烟	MU+	
湖北中烟	COO	
安徽中烟	都宝 DUBLISS	
江苏中烟	优加	
河南中烟	悦尚	
黑龙江烟草	老巴夺	
山东中烟	方寸	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

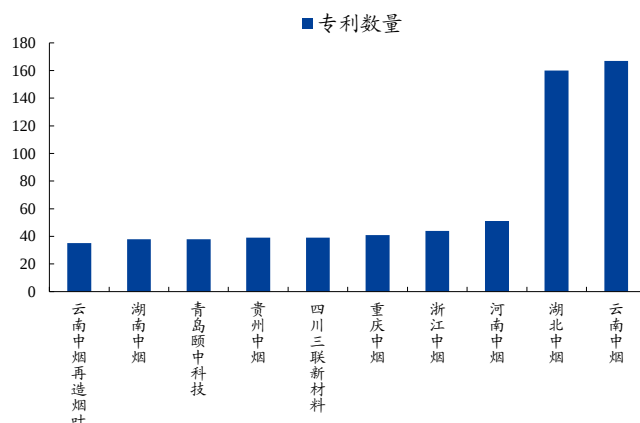
2) 技术储备丰富: 根据国家知识产权局数据, 截止 2021 年 8 月 2 日, 我国加热不燃烧相关公开专利已有 1571 个, 其中 2018-2020 年供推出专利 1265 个, 专利数量排名前 10 均为中烟公司及其子公司, 其中云南中烟、湖北中烟较为领先。目前中烟技术储备丰富, 预期技术&产品矩阵搭建完毕, 政策放开后有望快速进入市场。

图表 15: 中国可加热不燃烧相关公开专利 (单位: 个)



资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

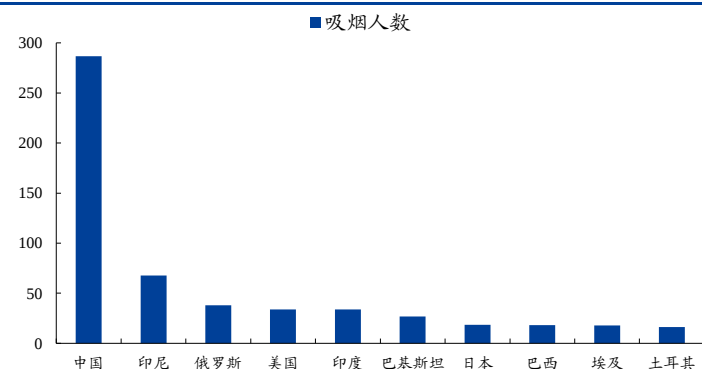
图表 16: 前十公司专利数量 (单位: 个)



资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

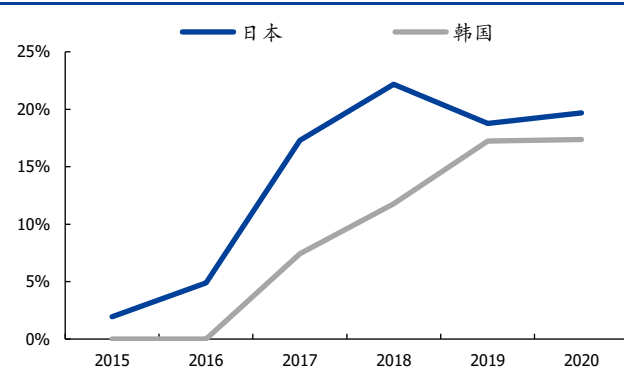
3) 国内渗透率远低于海外: 根据雾芯科技数据, 2019 年中国吸烟人数 2.87 亿, 远高于第二名印尼的 0.67 亿和 0.38 亿。从目前渗透率来看, 目前国内政策尚未放开, 日本、韩国目前渗透率达 19.7%、17.4%。我们认为中国烟民基数较大, 且国内电子烟加工产业链成熟, 预期伴随国内 HNB 产品逐步成熟, 政策有望顺利落地, 新型烟草渗透率有望加速提升。

图表 17: 2019 年各国吸烟人数 (单位: 百万)



资料来源: 雾芯科技招股书, 国盛证券研究所

图表 18: 日本、韩国历年电子烟渗透率



资料来源: 雾芯科技招股书, 国盛证券研究所

1.2 烟草薄片&香精香料市场扩容, 产业链地位提高

1.2.1 烟草薄片: 稠浆法表现最佳, 2026 年市场空间达 143 亿元

目前 HNB 的烟草段材料主要有颗粒型(或块状)、传统烟丝型和烟草薄片三种。1) 颗粒或者块状: 相对均匀, 工艺简单, 便于实现工业化生产, 但吸阻较大, 对烟气的稳定性有一定影响; 2) 传统烟丝: 均匀性一般, 负载发烟剂的能力不强, 在低温加热状态下香气及烟碱释放效果不理想; 3) 烟草薄片: 与颗粒状、传统烟丝作为烟草段材料相比, 再造烟叶在保持自然烟叶有效成分的同时, 具有可塑性较强、均质化及可调控水平较高的特点。

HNB 产品中烟草薄片需求显著提升。烟草薄片又称再造烟叶或均质烟叶, 是卷烟生产过程中的烟叶碎片、烟末、烟梗或低次烟叶等经过加工处理制备形成, 主要成分为烟草提取液和纤维素。烟草薄片相较于天然烟叶密度小、填充值高、燃烧性好, 产生的焦油量少, 同时重组加工过程中可有效去除部分有害物质; 此外烟草薄片组织均匀、成分可控, 具有较强的可塑性。在卷烟配方中加入烟草薄片, 可以降低卷烟焦油量, 同时提高烟草使用效率。根据产业研究院数据, 烟草薄片的掺入量 10%, 焦油平均降低率可达 8%-14%。由于加热不燃烧产品将加热温度控制在 350℃以下, 再造烟叶具有燃烧性好、均质化等

特点，因此 HNB 产品对再造烟叶的需求显著提升。

图表 19: 金叶烟草薄片图示



资料来源: 金叶官网, 国盛证券研究所

传统烟草薄片优势助力 HNB 领域工艺领先。再造烟叶技术的实质为烟叶重组，HNB 烟草薄片相较于传统烟草薄片主要区别在于烟叶含量更多，生产均质性要求更高，技术并未明确变化，因此传统烟草薄片生产工艺优势有望助力 HNB 领域工艺领先。目前市场上主要有辊压法、造纸法、稠浆法三种，稠浆法由于生产过程成型更均匀，有利于烟碱及香精香料低温状态下均匀、稳定释放，同时发烟量最为可观，因此最适合 HNB 薄片。目前菲莫国际“IQOS”采用的是有序排列的稠浆法再造烟叶，雷诺烟草“Eclipse”和英美烟草“Glo”均采用造纸法再造烟叶。

- **造纸法:** 将烟草原料加水浸渍后进行固液分离，将烟草中的水溶物和不溶物分离，其中的不溶物经制浆后通过抄纸机制成纤维片基，而水溶物则经过浓缩后还原加入基片，最终干燥后即成为造纸法再造烟叶。
- **稠浆法:** 将粉碎研磨后的烟草粉末与发烟剂、黏接剂、植物纤维、香精香料、水充分混合搅拌得到浓稠度低的浆料，然流延涂在钢带上，干燥铲剥离后形成烟草薄片。在专利 CN106714590A、CN107072285A 和 CN107072286A 公开的加热卷烟专用稠浆法再造烟叶烟草材料组成：烟梗和烟叶粉末定量掺配后再进行精磨；外加纤维添加比例（绝干物料）为 5%、发烟剂添加比例 20%（其中甘油比例为 16%、丙二醇比例为 4%）、粘合剂添加比例为 5%。
- **辊压法:** 将烟叶、烟碎、烟末等烟草原料粉碎研磨成细小烟粉后与发烟剂、黏接剂、烟梗纤维、木纤维混合，再加入少量的水混合搅拌均匀，形成干团状，然后再用多辊连续挤压的方式形成烟草薄片。

图表 20: HNB 烟草薄片制作方法

制作工艺	制作过程	优点	缺点
造纸法	在传统工艺的基础上，研发、集成了专用片基制备工艺、涂布液（含发烟剂）制备工艺、涂布工艺、收卷工艺、制丝工艺等关键工艺而形成的	调控性能高既可对涂布液进行调控，又可对片基进行改造，是形态和内质的双重塑造，且粘合剂用量较少	受制于涂布率的影响，其有效负载干物质的含量低于稠浆法和辊压法烟草薄片，因此其发烟量及香气量稍低，并且发烟剂主要在布在烟草薄片表面，易浸出和吸潮
干法造纸法	生产 HNB 专用烟草薄片的技术是在传统干法烟草薄片生产工艺的基础上，集成创新了涂布液的制备工艺、多级涂布工艺、多级干燥工艺、压光工艺等关键工艺形成的	结构疏松适宜，发烟效果较好，目前是中心加热 HNB 卷烟的主要烟草段材料之一	缺点是片基成型时厚度控制难度较高，进而影响了干法烟草薄片涂布液负载的均匀性、厚度及定量的稳定性，在切丝或聚拢成型（中心 HNB 卷烟烟支卷制关键工艺）时，易出现掉粉、破碎、断裂现象
稠浆法	集成烟草原料的预处理工艺及混合精磨工艺、均质化浆料制备工艺、流延涂布工艺、多级干燥工艺形成的。稠浆法制造 HNB 专用烟草薄片的加工步骤主要有 6 步：原料粗破、原料精磨、粘合剂添加、发烟剂添加、外加纤维添加、成型及干燥	烟草原料、粘合剂以及发烟剂等材料在成型时可更为均匀的分布在表层和里层，均质化程度更高，有利于烟碱及香气物质在低温加热非燃烧状态下均匀稳定释放	对设备要求较高，因此厂商投资大，对规模 and 资金要求高
辊压法	在传统辊压法的基础上，对烟草原料的预处理、干湿物料混合分散、挤塑成型、多级辊压、多级干燥、收卷或分切等工序进行了集成和创新后形成的	辊压成型时物料水分较低（20%至 40%），成型干燥时间较短，脱水率较低，香气及烟碱损失较少，较好地保留了烟草物料的原有品质	缺点是填充值较低，卷制成烟支后吸阻较大；并且辊压法烟草薄片伸长率低于稠浆法烟草薄片，拉伸强度不高，在切丝或聚拢成型时容易破碎、断裂

资料来源: 产业信息网, 国盛证券研究所

中性假设 2026 年 HNB 烟草薄片市场规模达 143 亿元。HNB 烟弹的核心部分是再造烟叶，将加热温度控制在 350℃ 以下，可控制 CO、焦油等有害物质的产生，显著降低有害物质。截止 2018 年，根据产业信息网，我国传统卷烟使用烟草薄片比例约 5.42%（造纸法），明显低于国际平均水平约 20%（其中美国再造烟叶使用比例约 30%-35%，“万宝路”卷烟中再造烟叶比例约 35%）。根据我们测算，假设 2026 年渗透率达 10%，对应烟草薄片市场规模约 143 亿元；当渗透率达 40% 时，市场规模达 570 亿元。

图表 21: 关键假设

关键假设	
传统卷烟销量（万大箱/年）	4750
传统卷烟单支烟丝质量（g）	0.75
传统卷烟烟丝总需求（万吨）	178
传统烟草薄片含量（%）	6%
传统卷烟单支烟草薄片需求（g）	0.045
传统烟草薄片总需求（万吨）	10.7
HNB 单支薄片质量（g）	0.3
HNB 薄片用量（kg/大箱）	15
HNB 国产薄片售价（万 RMB/吨）	20
HNB 国产薄片成本（万 RMB/吨）	4

资料来源：烟草总局，国盛证券研究所（注：烟草薄片售价主要为稠浆法薄片）

图表 22: 规模测算

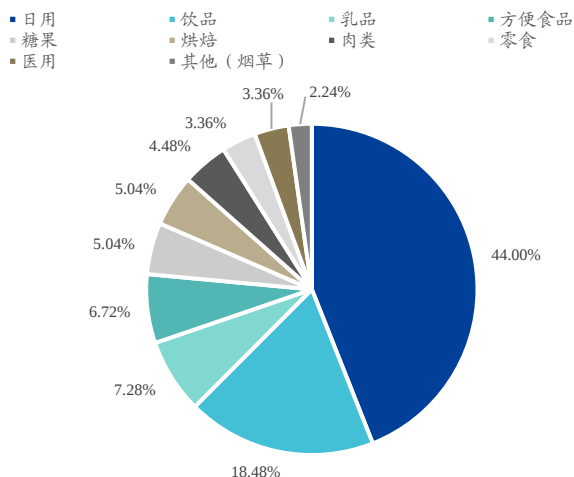
国内	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2030	2040	2050
渗透率	0%	1%	3%	5%	8%	10%	20%	30%	40%
HNB 销量（万大箱/年）	0	47.5	142.5	237.5	380	475	950	1425	1900
HNB 薄片总需求（万吨）	0	0.7	2.1	3.6	5.7	7.1	14.3	21.4	28.5
国内 HNB 薄片市场规模（亿 RMB）	0	14	43	71	114	143	285	428	570

资料来源：国盛证券研究所

1.2.2 烟用香精：格局明确，2026 年市场规模达 15 亿元

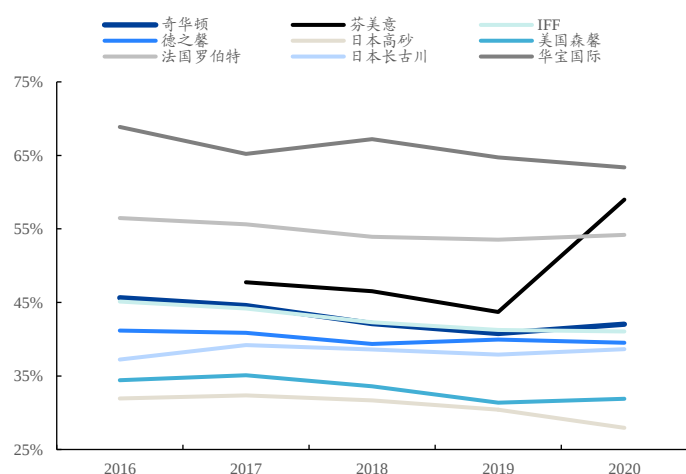
市场需求稳步提升，全球竞争格局清晰。根据前瞻产业研究院数据，2010-2019 年全球香精行业年销售额从 220 亿美元增至 282 亿美元，CAGR 约 3.2%。拆分来看，主要应用领域为食品、占比超 50%，日用香精香料占比约 44%，其中烟草等其他香精实际占比约 2.2%。从全球竞争格局来看，2013-2019 年全球前十大香精香料公司的销售额占全球总销售额的 75% 左右，尤其是奇华顿、芬美意、国际香精香料和德之馨合计市场份额保持在 50% 以上。华宝国际作为全球第 10 大香精香料公司，产品矩阵多元化，在食品、日用、烟用等方向均有布局。

图表 23: 香精香料下游细分领域需求规模占比



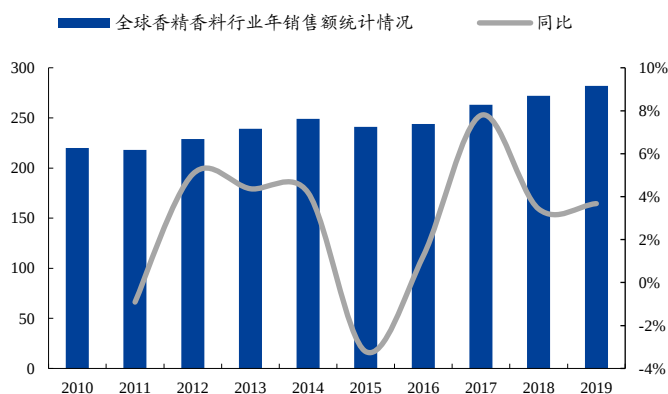
资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

图表 24: 全球香精香料公司毛利率



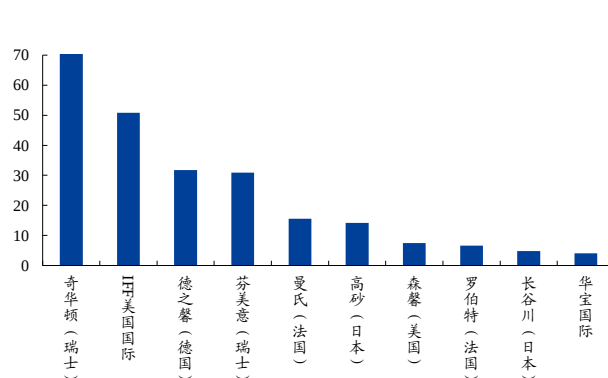
资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

图表 25: 全球香精香料行业销售额 (单位: 亿美元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

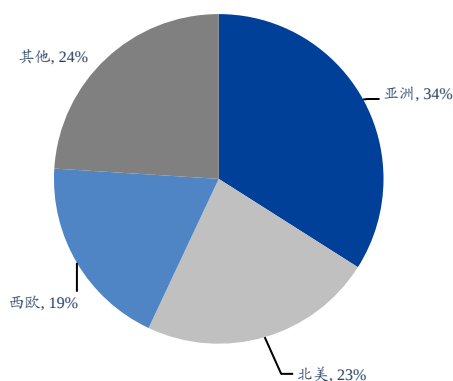
图表 26: 2020 年全球香精香料业务收入前十公司 (单位: 亿美元)



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所 (注: 曼氏为 2019 年数据)

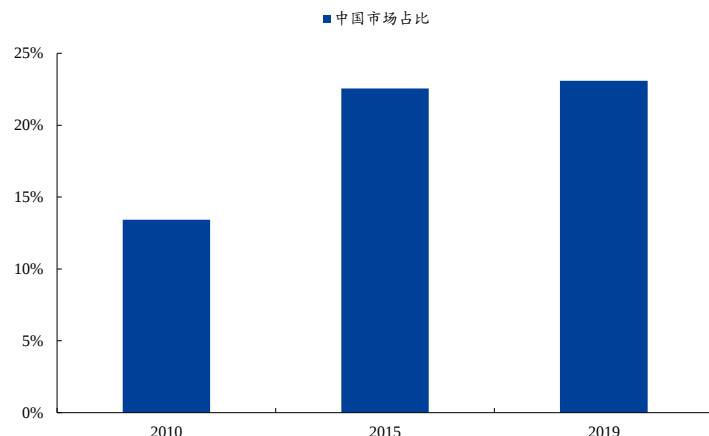
中国市场份额持续提升, 华宝股份国内第一。根据前瞻产业研究院, 全球香精香料市场主要集中在欧美及亚太地区, 由于中国下游需求快速增长 (2015-2020 年我国食品行业收入 CAGR 为 21.7%, 日用化工行业为 12.9%), 国际前十大香精香料公司加大在华投资, 对应 2010-2019 年中国市场规模从 200 亿元提升至 449 亿元, 占全球份额从 13.4% 增至 23.1%。从国内格局来看, 集中度依然分散, 国内排名第一的华宝股份市占率仅为 6.2%, 但是研发香精产品需要经过配方设计、小样试配、专家评审、市场推广等诸多环节, 各大香精公司均注重新技术、新产品的研发, 海外香精龙头研发费率一般在 7%-10%, 预期国内龙头市场份额有望持续提升。此外, 烟用香精领域, 华宝股份深耕已久, 和包括云南、上海、湖南、浙江、广东、贵州等 19 个省的省级中烟均有合作关系, 竞争优势更为明确。

图表 27: 2018 年全球香精香料各地区销售额比例



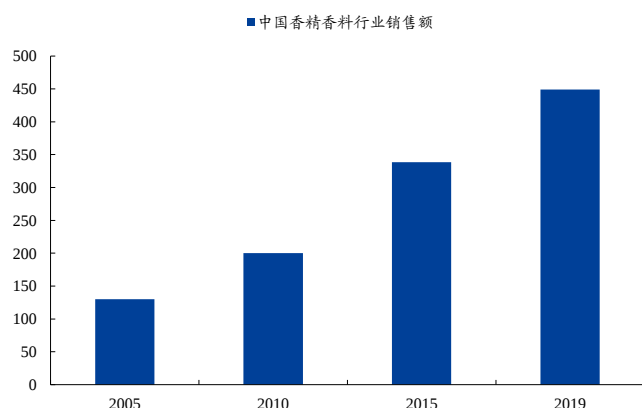
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 28: 中国香精香料市场销售额占全球销售额比例



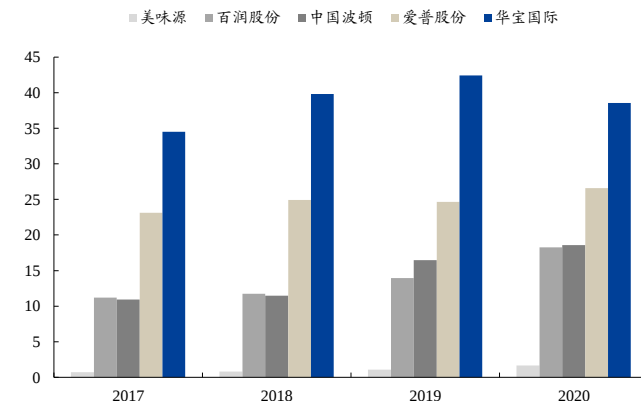
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 29: 中国香精香料销售额纵比 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 30: 国内部分香精香料企业销售额纵比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 部分海外香精龙头在华建厂情况

公司	地点	投资额 (人民币)	产能 (吨)	备注
奇华顿	江苏常州	7.15	38000	生产日用香精、牙化香精和微胶囊香精等
奇华顿	江苏南通	5.69	-	生产餐饮调味料、休闲食品调味料、喷雾干燥香精和液体香精
德之馨	江苏南通	6.61	45000	中国设立的第二个也是最大的生产基地。
芬美意	江苏张家港	5.17	12000	全球最大食用香精制造工厂

资料来源: 21 世纪经济报, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 32: 海外龙头研发费用率

	2016	2017	2018	2019	2020
奇华顿	8.58%	8.39%	8.63%	8.51%	8.48%
芬美意		10.13%	9.67%	9.29%	12.51%
IFF	8.31%	8.71%	7.84%	6.73%	7.02%
德之馨	6.39%	6.56%	6.37%	6.25%	6.04%
曼氏			8.30%	8.30%	
日本高砂	8.33%	8.56%	8.63%	8.10%	7.90%
美国森馨	2.96%	3.01%	3.10%	3.02%	2.93%
法国罗伯特	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
日本长古川	3.01%	3.18%	3.08%	3.02%	2.89%
华宝国际	6.11%	6.93%	7.18%	6.91%	7.11%

资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

中性假设 2026 年 HNB 烟用香精国内市场规模达 15 亿元。传统卷烟制品主要依靠燃烧产生烟气, 香精香料主要用于调香、使用量较少, 一般约 1%; 但由于 HNB 产品并未燃烧, 如需挥发烟草香味、还原烟草口感, 需要加大香精香料使用量, 一般使用量是传

统烟草的 10-20 倍。根据我们测算，考虑到 HNB 产品单支质量仅约传统卷烟的 1/3，保守估计 HNB 产品香精质量是传统烟支的 3.3 倍，假设 2026 年渗透率达 10%，我国烟用香精市场规模有望扩容至 15 亿元，当渗透率达 40% 时，市场规模达 59 亿元。

图表 33: 关键假设

关键假设	
国内传统卷烟销量（万大箱/年）	4750
传统卷烟香精市场规模（亿元）	40
传统卷烟香精/卷烟质量占比	1%
传统卷烟香精质量（吨/万箱）	3.75
传统卷烟香精价格（万元/吨）	22.46
HNB 香精价格（万元/吨）	24.70
HNB 香精/薄片质量占比	10%
烟丝质量：HNB 烟弹/传统烟	0.33
香精质量：HNB 烟弹/传统烟支	3.3
HNB 香精质量（吨/万箱）	12.5

资料来源：烟草总局，国盛证券研究所（备注：假设 HNB 香精价是传统 1.1 倍）

图表 34: 规模测算

国内	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2030	2040	2050
渗透率	0%	1%	3%	5%	8%	10%	20%	30%	40%
国内 HNB 香精市场规模（亿 RMB）	0	1	4	7	12	15	29	44	59

资料来源：国盛证券研究所

2. 烟草变革进行时，核心供应商蓄势待发

2.1 华宝国际：烟用香精&薄片龙头，产业链布局完善

2.1.1 内生外延，烟草产业链布局完善

主营香精香料业务，产业链多元化布局。华宝国际成立于 1996 年，下设香精、香原料、烟用原材料及调味品等多个板块，子公司“华宝股份”2018 年于 A 股创业板上市，“厦门琥珀”2015 年于新三板成功挂牌。2015-2020 年公司总营收从 34.31 亿元增长至 38.54 亿元，CAGR 为 2.36%；净利润波动较大，2020 年仅实现 4.18 亿元，主要系 1）卷烟销量低迷导致烟草薄片&烟用香精需求下降；2）全球香精香料市场步入成熟阶段，增速平缓；3）2020 年疫情导致嘉豪商誉减值损失高达 4.95 亿。

图表 35: 历年业绩一览

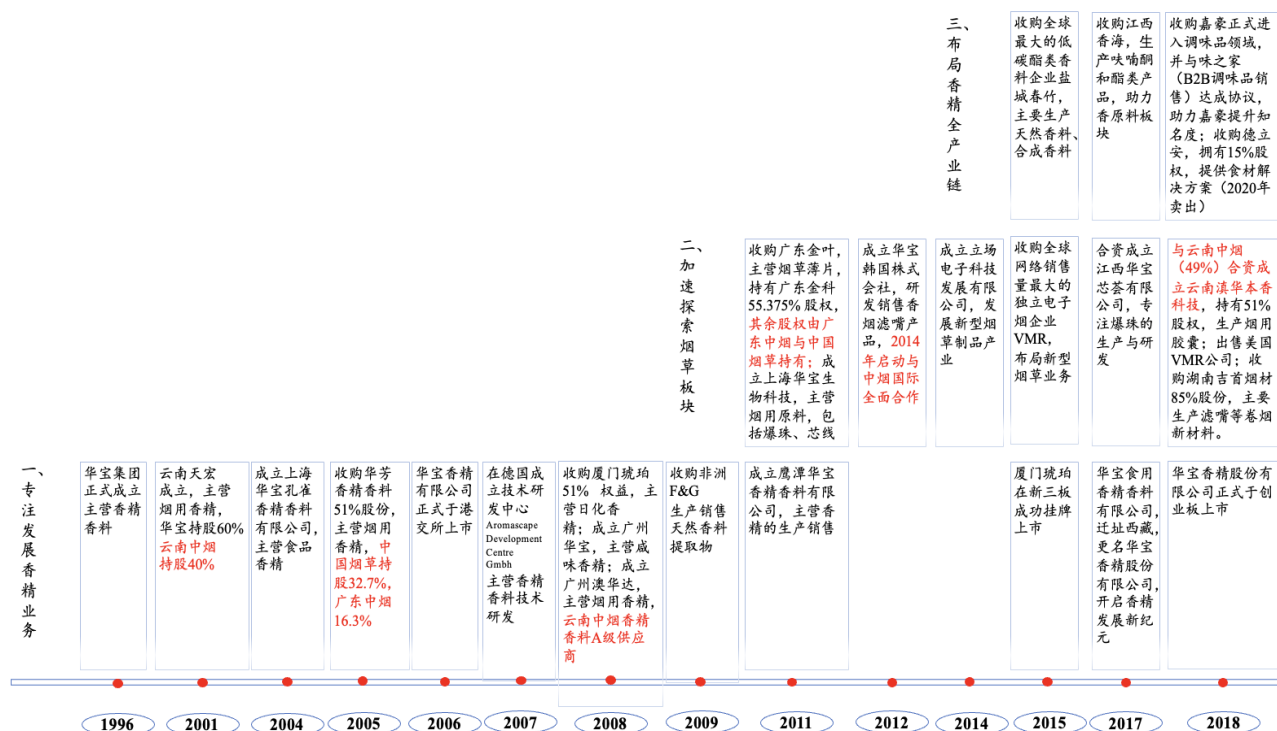
	2015	2016	2017	2018 (3 月 31 日截止 12 个月)	2018 (12 月 31 日截止 9 个月)	2019	2020
总营业收入 (亿元)	34.31	32.73	34.85	38.53	30.59	42.41	38.56
YOY(%)	2.1	-9.31	8.9	10.54	-20.63	38.69	-9.1
归母净利润 (亿元)	15.74	12.08	10.65	12.64	10.18	11.12	4.18
YOY(%)	0.47	-27	-9.83	18.62	-19.46	9.23	-62.37
销售毛利率(%)	69.93	68.87	65.2	67.21	63.75	64.73	63.37
期间费用率(%)	22.67	29.71	33.73	30.27	28.08	33.36	33.22
销售费用率(%)	4.72	6.45	7.33	5.71	6.8	8.45	8.22
管理费用率(%)	17.63	22.94	26.26	23.95	18.76	20.45	21.27
财务费用率(%)	0.32	0.32	0.14	0.61	2.52	4.46	3.73
归母净利率(%)	45.88	36.91	30.56	32.81	33.29	26.22	10.84
经营活动现金流量 (亿元)	16.97	12.27	13.04	15.39	12.33	15.6	14.55
YOY(%)	17.28	-27.7	6.28	18.02	-19.88	26.52	-6.73
投资活动现金流量 (亿元)	-2.77	0.12	-5.63	-3.77	-53.76	-10.73	11.75
YOY(%)	41.44	104.33	-4791.67	-33.04	-1325.99	80.04	209.51
资本支出 (亿元)	1.22	1.14	0.56	1.31	2.65	3.12	1.77
YOY(%)	-4.69	-6.56	-50.88	133.93	102.99	17.74	-43.27
ROE(%)	22.25	14.98	11.29	11.98	8.66	9.43	3.53
YOY(±%)	-2.52	-7.27	-3.69	0.69	-3.32	0.77	-5.9
所得税/利润(%)	16.39	19.93	20.9	20.03	23.35	21.31	29.55
YOY(±%)	-1	3.54	0.97	-0.87	3.32	-2.04	8.24
资产负债率(%)	13.73	9.11	7.75	8.27	28.32	24.29	22.54
YOY(±%)	0.2	-4.62	-1.36	0.52	20.05	-4.03	-1.75

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 华宝国际为与 A 股华宝股份保持统一, 自 2018 年后更改年报披露日期为 12 月 31 日)

复盘公司发展历程, 可分为以下三个阶段:

- **1998-2021 年: 专注发展香精业务, 快速扩展细分品类。**在此期间, 公司专心从事香精业务, 不断扩展香精各细分领域, 2001 年成立云南天宏公司 (云南中烟持股 40%) 布局烟用香精, 之后通过加强中烟合作、扩大烟用香精优势, 分别于 2005 年收购华芳烟用香精公司 51% 权益 (中国烟草占 32.7%, 广东中烟占 16.3%), 2008 年全资收购澳华达 (云南中烟香精香料 A 级供应商), 拥有“喜登”、“天宏”、“华芳”、“澳华达”等国内烟用香精知名品牌; 食品香精方面, 2004 年收购百年品牌“孔雀”, 正式成立上海华宝孔雀香精香料公司, 2008 年成立广州华宝开拓咸味香精; 日化香精方面, 2008 年通过收购厦门琥珀公司 51% 的权益, 业务快速发展, 并且 2015 年厦门琥珀成功在新三板完成挂牌上市。
- **2011-2021 年: 加速探索烟草板块, 卷烟新材料&新型烟草加速发展。**公司于 2011 年收购广东金叶, 持有广东金科 55.38% 股权 (其余股权由广东中烟及中国烟草持有) 发展烟草薄片业务, 并在同年成立上海华宝生物科技研究爆珠以及芯线等卷烟新材料, 2017、2018 年分别成立江西芯荟与云南滇香 (云南中烟持股 49%) 两大爆珠业务基地, 2018 年收购湖南吉首, 扩展至烟用滤棒。此外, 华宝国际 2014 年成立立场电子科技有限公司、2015 年收购全球网络销售量最大的独立电子烟企业美国 VMR 公司布局雾化电子烟业务; 但由于当时国内电子烟政策不明晰, 连年亏损, 于 2018 年将 VMR 出售给 Jull。
- **2015-2021 年: 完善香精香料全产业链布局, 发挥板块协同优势。**公司于 2015 年收购全球最大的低酯酯类香料企业盐城春竹, 设立香原料业务板块, 加强板块协同。2018 年公司收购嘉豪、开拓餐饮调味品市场, 同年收购德力安、布局餐饮, 自此华宝国际成功完成原料、加工、消费一体化布局。

图表 36: 公司发展历程图

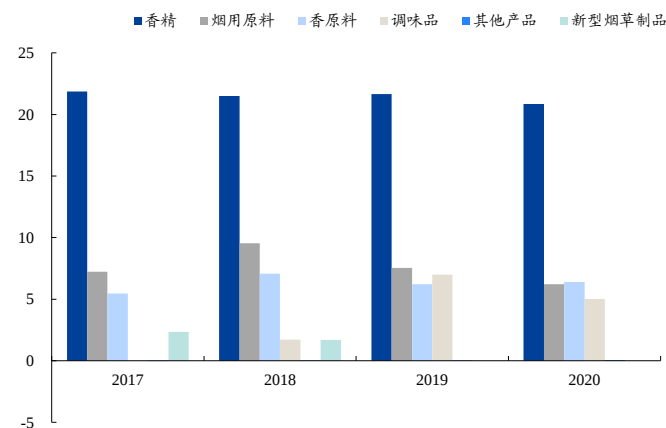


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司以香精为主，内生外延持续围绕烟草供应链布局，逐步形成 **HNB** 产业链最核心供应商。公司各细分板块均为行业领军，2020 年疫情下盈利能力均下滑，疫后公司依托同心多元化战略，深耕味觉系产业链并积极布局 HNB 方向，盈利有望回暖。

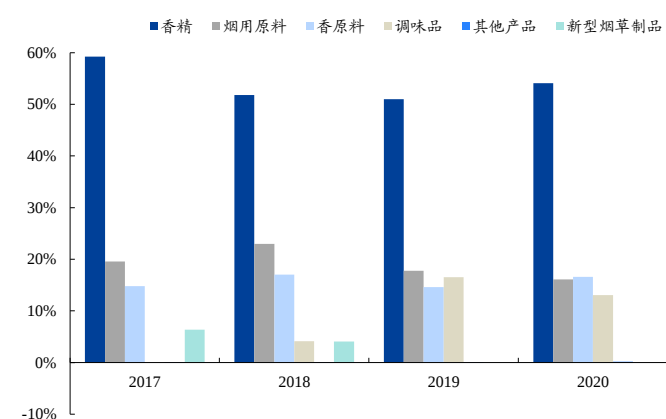
- **香精板块：**旗下 A 股上市平台华宝股份拥有喜登、天宏、华芳、澳华达、华宝、孔雀、琥珀等一系列知名香精品牌。2020 年，香精业务销售收入约为 20.85 亿元（占比约 54.1%），同比减少 3.6%，盈利约 12.59 亿元，同比减少 2.2%。公司香精领域主要下游客户为中国烟草，其中包括云南、上海、湖南、浙江、广东、贵州等 19 个省份的省级中烟均与公司有合作关系，
- **烟用原材料板块：**华宝国际下属公司广东金叶率先在中国开展造纸法再造烟叶的工艺及装备研究，先后建成了中国造纸法再造烟叶第一条小试线、第一条中试线、第一条规模化生产线；同时，广东金叶创新开发的干法再造烟叶技术为全球首创。2020 年烟用原材料业务销售收入约 6.22 亿元（占比约 16.1%），同比下降 17.6%，盈利约 2.5 亿元，同比下降约 19.8%。
- **香原料板块：**公司在天然香原料和特色香原料的诸多细分领域具有独创性技术优势，2020 年香原料业务销售收入约 6.39 亿元（占比约 16.6%），同比上升约 2.9%，盈利约 4790 万元，同比下降约 41.7%。
- **调味品板块：**2018 年华宝国际通过收购嘉豪进入复合调味品市场，2020 年调味品业务销售收入约 5.03 亿元（占比约 13.0%），同比下降 28.2%，亏损约 4.32 亿元，主要系嘉豪 CGU 确认商誉减值约 4.95 亿元，撇除商誉减值的影响，板块盈利约 6301 万元。

图表 37: 华宝国际各业务营收竖向比较 (单位: 亿元)



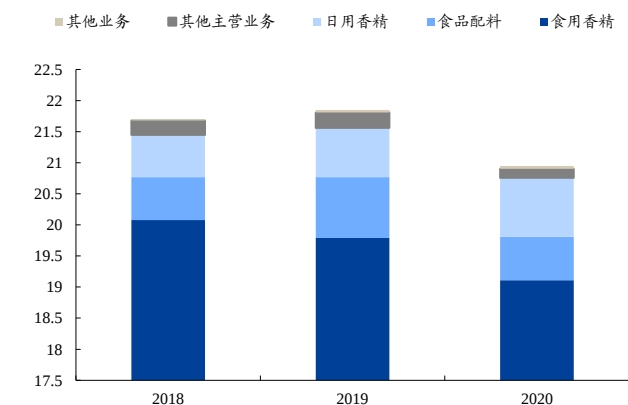
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (包含不再经营业务, 四年数据均为1月1日-12月31日)

图表 38: 华宝国际各业务占总营收比例



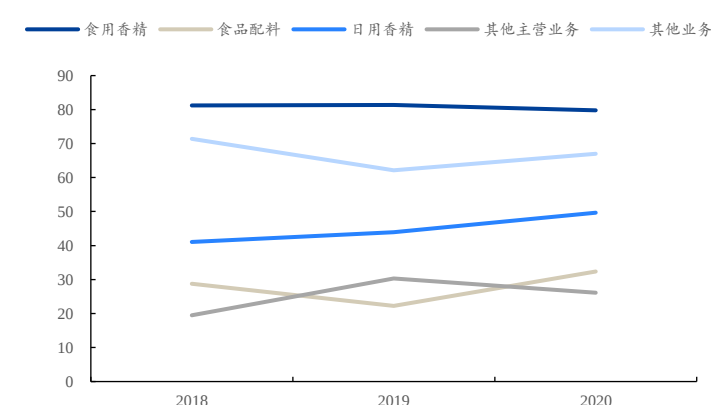
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (包含不再经营业务, 四年数据均为1月1日-12月31日)

图表 39: 华宝股份营收纵向对比 (单位: 亿元)



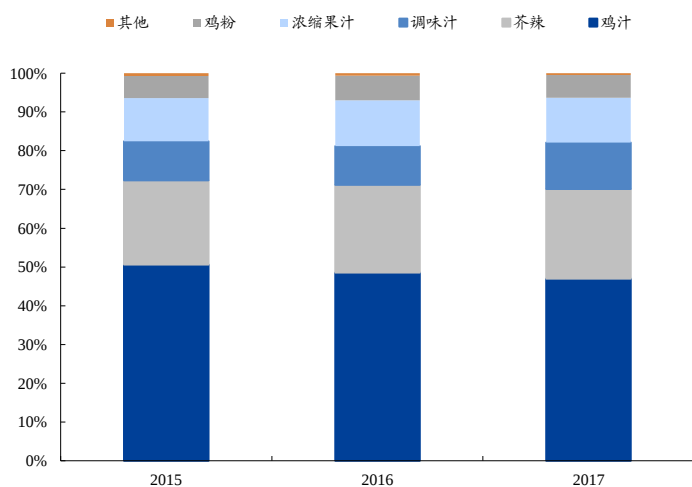
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 40: 华宝股份业务毛利率纵向对比 (单位: %)



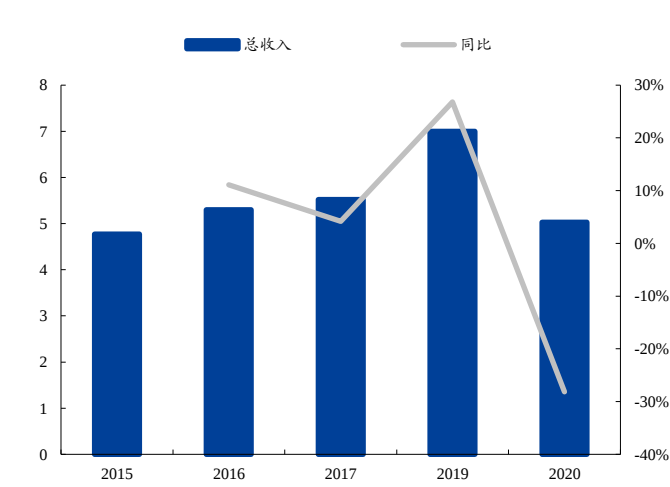
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 41: 嘉豪各品类占比 (单位: %)



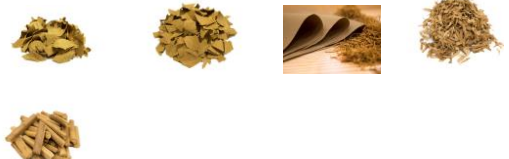
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 嘉豪营业收入纵比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 公司年报, 国盛证券研究所 (注: 2018 数据有所缺失, 顾 2019 年同比数据由与 2017 年同期相比所得)

图表 43: 产品矩阵

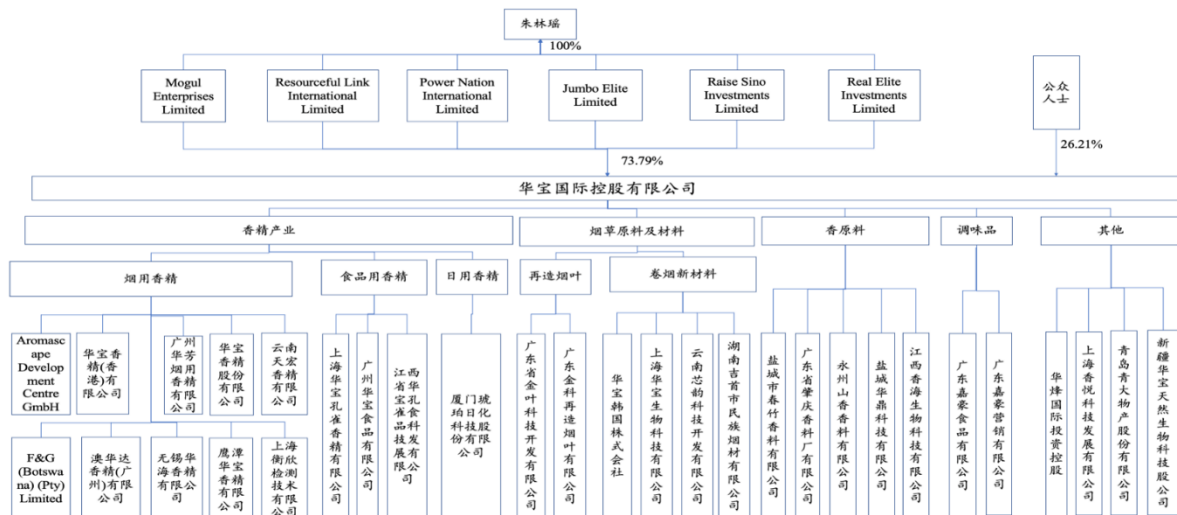
名称	应用领域	产品品牌	产品系列	主要客户/产品
食用香精（食品用）	乳品饮料类、坚果炒货类、冷饮类、糖果类、槟榔类、膨化食品类、烘焙类、肉制品类、休闲小食品类	华宝、孔雀	果蔬类香精、奶味香精、花香类香精、五谷杂粮类香精、茶类香精、天然香精、口感类香精、异域风情类香精、猪肉风味香精	                
食用香精（烟草领域、雾化电子烟）	烟丝用（表香、加料）、滤棒用、卷烟	喜登、天宏、华芳、澳华达	清香型、辛香型、果香型、花香型、甜香型、焦香型、	
	电子烟油 S	SPV	海洋、哈密瓜、白桃乌龙、Cubano	  
日用香精	熏香消杀类、洗涤皂用类、个人护理化妆品类、芳香剂类、工业制品类	琥珀	花香类香精、果香类香精、复合花果类香精、木香类香精	         
食品配料	膨化食品类、炒货类、烘焙类、肉制品类、面制食品类、方便食品类、休闲小食品类等	华宝、孔雀	配料粉、配料酱、配料汁、配料油	       
烟草原料	卷烟、加热不燃烧电子烟	金叶、华宝	烟草薄片、爆珠、滤嘴、芯线	
香原料	食品香料、染料及医药中间体、农药、有机合成中间体、日用香料	星湖、春竹、山香	天然醇类香料；天然酸类香料；乙基麦芽酚；上仓子油系列；桂油系列；精油系列；	
调味品	调味料、饮料	嘉豪、詹王、劲霸	鸡汁、青芥辣酱、果汁、汤皇、鸡粉、辣鲜露、辣椒酱、青梅酒	

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

2.1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

股权集中，管理层经验丰富。公司实际控制人为朱林瑶女士，直接或者间接共持有公司股权的 73.79%，股权结构集中。公司董事、管理层均有丰富行业经验，在相关行业组织中身兼多个领导职位，其中华宝国际总裁夏利群担任上海市食品添加剂和配料行业协会名誉会长、华宝股份总裁袁肖琴担任中国香精香料化妆品工业协会副理事长以及中国食品添加和配料协会副理事长。

图表 44: 股权结构以及下设公司一览



资料来源: 公司官网, 公司年报, 国盛证券研究所 (子公司仅列示业务平行关系, 未列示控股关系)

图表 45: 高管履历

姓名	职务	简历
朱林瑶	董事会主席、首席执行官、执行董事及提名委员会主席	拥有企业营运、投资及市场拓展之策略制定及决策方面之丰富经验。彼曾担任中国人民政治协商会议广东省深圳市第四及第五届委员会委员。
夏利群	执行董事、副主席、总裁及薪酬委员会委员	经济学学士、中国注册会计师、注册税务师及注册评估师, 拥有逾二十年财务及企业管理方面经验。现担任上海市食品添加剂和配料行业协会名誉会长。
潘昭国	公司执行董事、副总裁及公司秘书	伦敦大学法学研究生, 拥有法学学士学位、商业学士学位和国际会计学硕士学位。彼为澳洲会计师公会之资深注册会计师、英国特许公司治理公会(及香港特许秘书公会资深会员, 香港特许秘书公会的技术谘询小组、中国大陆关注组成员, 彼亦是香港证券及投资学会资深会员及其特邀导师。
袁肖琴	华宝股份总裁	工商管理硕士学位、工程师, 拥有超过二十年的高层行政经验。现兼任中国香料香精化妆品工业协会副理事长、中国焙烤食品糖制品工业协会副理事长、上海市食品添加剂和配料行业协会会长、汕头市潮阳区工商业联合会顾问。彼曾担任广东省汕头市人民代表大会代表及汕头市潮阳区政协委员。
赵德旭	集团副总裁	德国科特布斯勃兰登堡工业大学计算机科技硕士, 江苏省海外高层次人才及上海市外籍高层次人才, 2012 年获选“2012 年度最具价值 CIO”并于 2018、2019 年获评中国数字化转型领军人物, 2019 年起兼任江苏省第六批研究生导师类产业教授及江苏大学产业教授。
蔡文辉	华宝股份副总裁	彼香港理工大学应用化学技术工艺专业文凭, 曾任职于多家国际知名香精香料公司市场销售管理职位。拥有超过二十年香精香料市场行销及管理方面经验。
ALANDAVIES	华宝股份首席调香师 Aromascape 研发中心总经理	英国 Grimsby College of Technology 的食品科学高级国家文凭, 亦曾任职多家国际知名的香精香料公司和烟厂, 包括 BBA、Carreras Rothmans、Dragoco 及 Symrise 期间担任高级调香师及主管开发和应用, 拥有超过三十五年的烟用香精香料经验。
任淼	华宝股份副总裁	太原理工大学机械设计制造及其自动化专业本科学历, 曾在多家企业担任行销总监、副总裁等高级管理职位, 在企业行销战略发展方面积累了丰富的管理及实战经验。
高旭	公司烟用原料事业部总裁, 兼任本公司附属公司上海华宝生物科技有限公司、广东金叶及湖南吉首市民族烟材有限公司总经理	毕业于南京财经大学食品科学与工程专业, 获工学学士学位, 后就读于江南大学食品科学专业, 获工学硕士学位。自加入公司以来历任烟用香精市场服务中心技术员, 云南天宏香精有限公司副总经理, 广东金叶董事长助理, 烟用原料事业部副总裁, 烟用原料事业部总裁等职务。高先生在烟用原料相关领域有丰富的经营管理经验。
李小军	华宝股份副总裁	本科、中级会计师, 历任集团财务经理及下属企业总经理, 2020 年 8 月至今担任厦门琥珀日化科技股份有限公司(于全国中小企业股份转让系统上市)董事长, 在企业营运拥有逾二十年丰富经验。

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

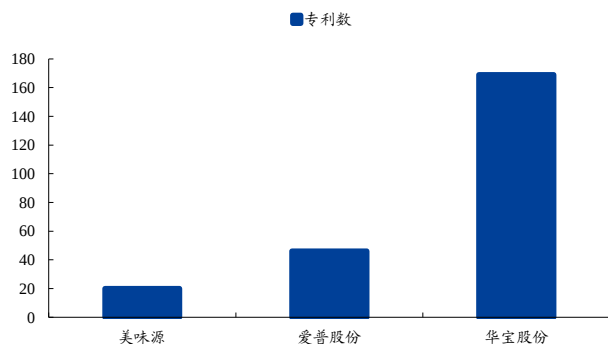
2.1.3 技术&资质&客户共筑壁垒, 烟用香精&烟草薄片成增长新驱动

重视研发，专利数量&人才梯队领先行业。公司始终以技术创新为动力，先后引进美国、德国、法国、英国、韩国等国相关领域的资深专家，打造了一支具有相当规模和较高水平的国际化科研队伍。

1) 烟用香精方面，华宝股份拥有国家认定企业技术中心，并设有博士后科研工作站；在德国霍尔茨明登设有海外研发中心，同时在云南设有省级企业技术中心，在香港、上海、广东、福建、河北等地设有多个企业技术中心和实验室。截至2020年12月31日，拥有专利169项，其中发明专利116项，实用新型专利53项；拥有实现销售的香精配方总数上万个，对比业内可比公司，远超爱普股份（2019年）/美味源的46/20个专利。在研发投入方面，华宝股份自创立以来研发费用均保持在约7%，高于第二梯队美味源、百润股份的3.5%左右；同时公司拥有研发技术人员211名，其中调香师89名，副高级以上的资深调香师49名（调香师资源行业紧缺，培养时长达数年）。

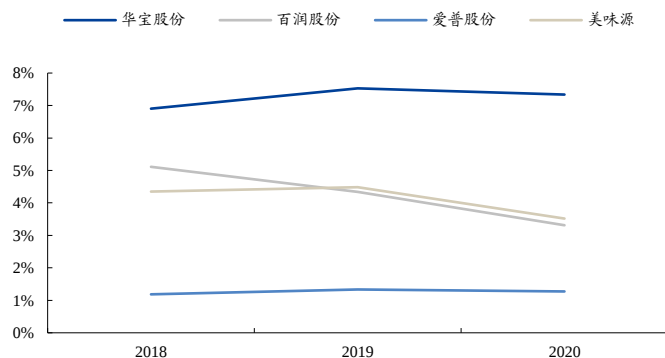
2) 烟草薄片方面，华宝国际下属公司广东金叶是国烟局再造烟叶研发基地之一，共拥有国际知名再造烟叶资深专家4名，核心客座专家7名，吸收和培养了包括10名博士、20余名硕士在内的各类技术人才100余名，其中具有高级职称的专业人才30余名。2012年广东金叶二期再造烟叶生产线竣工投产，并通过国烟局验收，成为国内首条获得认证的造纸法再造烟叶标志性生产线，其生产工艺获国烟局评定为“国产造纸法再造烟叶技术最高水平”。2016年广东金叶与广东中烟共建的“烟草行业再造烟叶技术研究重点实验室”获得国烟局认定，成为再造烟叶领域唯一重点实验室，烟草薄片的生产工艺及产品质量均达到国内领先和国际先进水平。广东金叶通过联营加工，工程技术输出和共建联合实验室的方式，与13家中烟及其子公司绑定了深度合作关系。

图表 46: 专利对比 (单位: 个)



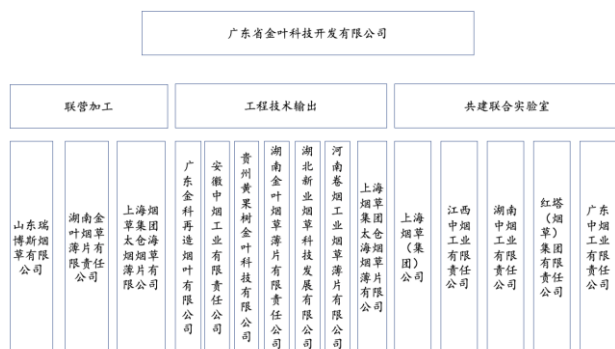
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (注: 爱普股份专利数截止2019/12/31)

图表 47: 研发费用率对比 (单位: %)



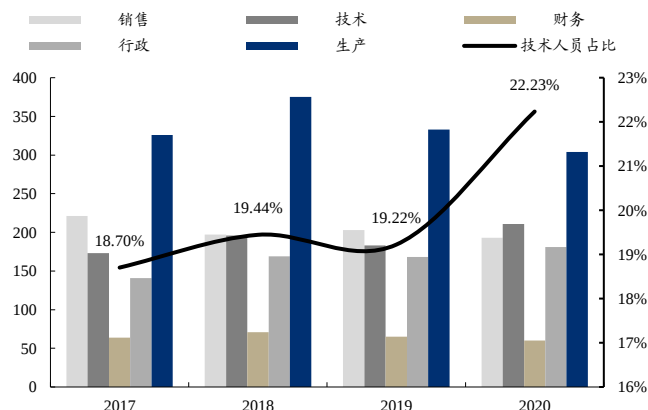
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 48: 广东金叶技术输出图



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

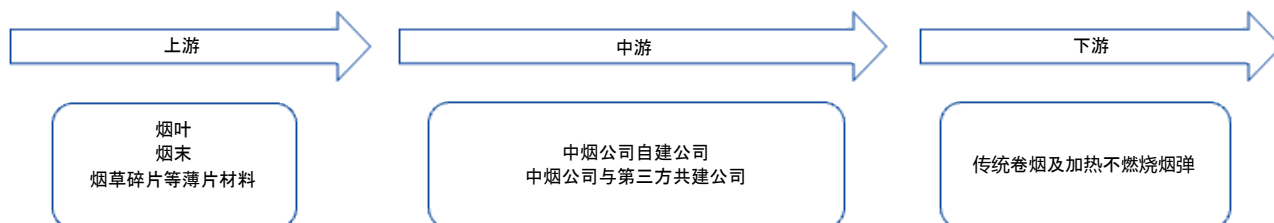
图表 49: 华宝股份技术人员占比变化



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

中烟把控烟草产业链，华宝国际系国内为数不多拥有生产资质的民企。烟草薄片生产主要由中烟把控，民营企业参与主要是以技术支持参与入股或者国家烟草专卖局批准。根据公司 2013 年年报数据，华宝国际全资子公司广东省金叶科技开发有限公司烟草薄片产能达 2 万吨，控股子公司广东金科再造烟叶有限公司产能达 1 万吨，合计 3 万吨，约占国内烟草薄片产能 1/6。除此之外，广东金叶还与中烟投资合作，入股黄果树金叶 40% 股份，烟草薄片产能为 1 万吨。华宝国际是国内为数不多可以参与生产制造烟草薄片的民营企业，且产能规模靠前，也是全国拥有国家重点实验室的烟草薄片企业。

图表 50: 烟草薄片产业链一览



资料来源：公司官网，公司年报，国盛证券研究所

图表 51: 烟草薄片生产公司

公司名称	股东名称	产能 (吨/ 年)
河南卷烟工业烟草薄片有限公司	河南中烟工业公司	10000
上海烟草集团太仓海烟烟草薄片有限公司	上海烟草集团有限责任公司	10000
江苏鑫源烟草薄片有限公司	江苏中烟工业有限责任公司	10000
湖南金叶烟草薄片有限责任公司	湖南中烟工业有限责任公司	10000
湖北新业烟草薄片开发有限公司	湖北中烟工业有限责任公司	10000 (在建)
云南中烟再造烟叶有限责任公司	云南中烟工业有限责任公司; 云南瑞升烟草技术 (集团) 有限公司 昆明船舶设备集团有限公司	30000
福建金闽再造烟叶发展有限公司	厦门烟草工业有限责任公司; 福建中烟工业有限责任公司 龙岩烟草工业有限责任公司	10000
安徽中烟再造烟叶科技有限责任公司	安徽中烟工业有限公司 (华宝国际提供技术服务, 享有 8% 利润分红)	10000
中烟施伟策 (云南) 再造烟叶有限公司	施伟策—摩迪国际 (中国) 有限公司 红云红河烟草 (集团) 有限责任公司 (云南中烟工业有限责任公司 100%) 红塔烟草 (集团) 有限公司 (云南中烟工业有限责任公司 100%) 云南中烟工业有限责任公司 中国双维投资有限公司 (中国烟草总公司 100%)	30000
广东金科再造烟叶有限公司	广东省金叶科技开发有限公司持股 55.38% (华宝国际控股有限公司 100%) 广东中烟工业有限责任公司持股 17.5% 中国烟草实业发展中心持股 3.12% (中国烟草总公司 100%) 中国烟草总公司广东省公司持股 12% (中国烟草总公司 100%) 广西中烟天成投资管理有限责任公司持股 12% (广西中烟工业有限责任公司 100%) 贵州中烟工业有限责任公司持股 41.53%	10000
贵州黄果树金叶科技有限公司	广东省金叶科技开发有限公司持股 40% (华宝国际控股有限公司 100%) 中国烟草投资管理公司持股 10% (国家烟草专卖局 100%) 中国烟草总公司贵州省公司持股 8.47% (贵州省烟草专卖局 100%)	10000
广东省金叶科技开发有限公司	华宝国际控股有限公司 100%	20000

资料来源：华宝国际年报 (2013)，华宝国际公告 (2010)，海诚工程公告 (2007, 2014)，江苏设备成套官网 (2015)，湖北发改委 (2019)，云南省招标投标信息网 (2017)，电力招标网 (2021)，云南施伟策官网 (2014)，国盛证券研究所 (注：据产业信息网另披露，湖北新业、山东瑞博思已各有 5000 吨产能，杭州利群环保纸业拥有 10000 吨产能；历史产能数据仅供参考，现在或已发生变化)

传统香精&薄片优势助力公司顺利切入 HNB 产业链。HNB 烟用香精相比传统卷烟香精，由于不经历燃烧，需挥发性更强且更均匀；HNB 烟草薄片与传统烟草薄片相比，烟叶为

主（占比约 70%），纤维&烟梗少，质量较高。烟用香精方面，根据国内烟用香精市场规模以及华宝烟用香精收入测算，华宝股份市占率超 50%，技术实力明显领先，同时香精口味具有消费粘性；HNB 烟草薄片方面，华宝全资子公司广东金叶全球首创开发干法再造烟叶技术，目前稠浆法生产工艺成熟，较造纸法使用烟叶更多，具有香气、烟碱稳定释放等特点。目前华宝国际海外已经和国际大客户建立合作，国内已经和包括云南、上海、湖南、浙江、广东、贵州等 19 个省的省级中烟建立合作，有望在新型烟草薄片赛道中抢占先发优势。

图表 52：广东金叶加热不燃烧烟草薄片专利

专利名称	
国内	一种加热不燃烧再造烟叶的涂布装置和生产系统
	加热不燃烧再造烟叶提取设备
	一种烟具组件及加热不燃烧烟具
国外	干法再造烟叶生产工艺、产品及设备

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

2.1.4 海外布局领先，品牌发力进行时

海外布局领先，“NUSO”品牌于海内外上市。公司目前筹备于东南亚地区建设专门生产加热不燃烧再造烟叶的工厂，以满足全球市场对烟草薄片的需求，此举有望建立和全球大客户的进一步合作以及支持品牌“NUSO”的海外发展（NUSO 是香港博远旗下的 HNB 烟弹产品，香港博远则为华宝国际最终持有人控制的公司）。NUSO 产品主打年轻化，从清爽感、芳香感、影响力和满意度四个层面，将 HNB 烟弹分成津巴布韦烟草原香（棕色）、混合美式烟草香（黄色）、弗吉尼亚缥缈烟草混香（蓝色）、薄荷烟草混香（绿色）、果系烟草混香（紫色）和 Ice Storm（限量版）6 种产品，目前已经远销海外 20 余国并深受好评。此外 2021 年 7 月，NUSO 在中国大陆首次推出了本草加热不燃烧系列。本次新品包含 4 款口味：本真原味，清凉薄荷，微醺莫吉托和冰炫蓝莓。

图表 53：NUSO 产品矩阵



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2.2 集友股份：烟用接装纸&烟标优势企业，新型烟草多元化布局

2.2.1 烟用接装纸&烟标优势企业，新型烟草布局未来可期

烟用接装纸&烟标优势企业，加速布局新型烟草。成立于 1998 年，主要从事烟用接装纸、烟标、烟用封签纸及电化铝业务，目前已成为烟用接装纸&烟标行业的优势企业，2015-2019 年收入从 1.75 亿元增至 6.72 亿元，CAGR 为 39.99%，利润从 0.47 亿元增至 2.02 亿元，CAGR 为 44.02%，2020 年由于疫情收入下滑 30.88%至 4.64 亿元，利润下滑 64.41%至 0.72 亿元。截止 2020 年年末，公司披露的烟用接装纸&烟标业务覆盖大多数中烟公司且未来仍有较为充裕的可开拓空间。此外，公司在 2021 年 4 月 29 日正式向市场推出“香誉”品牌加热植物芯产品，加速布局新型烟草板块。

图表 54: 集友股份一图看

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021H1
营业总收入	175.07	187.20	233.88	458.40	671.50	464.17	279.44
YOY	29.73%	6.93%	24.94%	96.00%	46.49%	-30.88%	33.78%
归母净利润	46.87	52.80	99.15	115.41	201.69	71.78	52.34
YOY	19.54%	12.65%	87.78%	16.40%	74.76%	-64.41%	98.88%
扣非归母净利润	44.40	51.25	67.25	107.55	160.04	59.18	48.21
YOY	34.83%	15.43%	31.22%	59.93%	48.81%	-63.02%	119.57%
毛利率	52.52%	51.74%	55.55%	47.26%	43.76%	37.49%	37.37%
期间费用率	26.69%	28.21%	42.40%	25.61%	30.30%	14.74%	18.38%
销售费用率	3.20%	2.84%	2.85%	2.76%	2.74%	1.68%	1.88%
管理+研发费用率	16.20%	15.79%	16.74%	21.35%	17.96%	33.56%	24.00%
财务费用率	0.13%	0.03%	-0.36%	-0.06%	-2.01%	-3.05%	-2.35%
归母净利率	26.77%	28.21%	42.39%	25.18%	30.04%	15.46%	18.73%
存货	41.26	38.92	49.18	117.34	98.34	110.53	147.77
较上年同期增减	0.39	-0.06	0.26	1.39	-0.16	0.12	154.96
存货周转天数	153.52	159.73	152.55	123.98	102.81	129.59	132.82
较上年同期增减	6.30	6.21	-7.18	-28.57	-21.17	26.78	-27.88
应收账款	44.92	27.52	56.62	147.46	230.54	100.26	91.87
较上年同期增减	23.74	-17.40	29.10	90.84	83.08	-130.28	-183.35
应收账款周转天数	207.52	160.27	183.31	201.21	187.88	196.15	131.35
较上年同期增减	-1.03	-47.25	23.04	17.90	-13.33	8.27	-70.09
经营性现金流净额	50.03	73.05	99.53	115.54	217.35	173.64	120.08
较上年同期增减	-4.23	23.02	26.48	16.01	101.81	121.64	18.60
资本开支	25.95	16.69	55.32	195.04	166.23	83.10	33.86
较上年同期增减	-29.80	-9.26	38.63	139.72	-28.81	31.48	55.51
ROE	31.25%	25.97%	18.64%	18.61%	17.18%	5.95%	4.27%
YOY (±)	1.76%	-5.28%	-7.33%	-0.03%	-1.43%	2.77%	4.58%
资产负债率	51.30%	37.02%	29.61%	38.33%	25.27%	23.45%	26.10%
YOY (±)	3.29%	-14.28%	-7.41%	8.72%	-13.06%	-1.82%	9.29%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

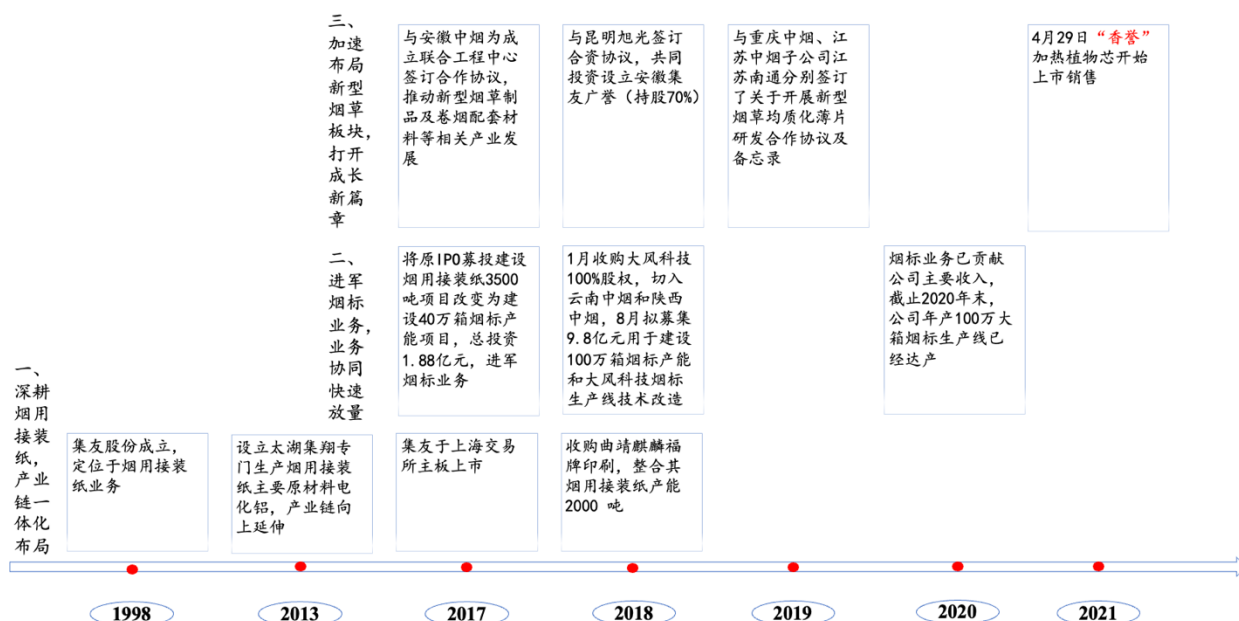
纵观公司发展, 集友股份大致经历了以下三个阶段:

1998-2016 年: 深耕烟用接装纸, 产业链一体化布局。公司自 1998 年成立以来就布局烟用接装纸, 2018 年收购曲靖麒麟福牌印刷, 整合其烟用接装纸产能 2000 吨。经过 20 年发展公司已经成为烟用接装纸行业优势企业, 和中烟建立较为紧密合作。此外, 公司 2013 年成立子公司太湖集翔专门生产烟用接装纸主要原材料电化铝, 产业链向上延伸, 有效降低生产成本。

2017 年-至今: 进军烟标业务, 业务协同快速放量。2017 年 3 月公司将原 IPO 募投建设烟用接装纸 3500 吨项目改变为建设 40 万箱烟标产能项目, 总投资 1.88 亿元; 2018 年 1 月收购大风科技 100% 股权, 切入云南中烟和陕西中烟; 2018 年 8 月募集 9.8 亿元用于建设 100 万箱烟标产能和大风科技烟标生产线技术改造, 加速扩展烟标业务。目前公司烟标业务已贡献主要收入。

2018 年-至今: 加速布局新型烟草板块, 打开成长新篇章。2017 年 10 月公司与安徽中烟签订合作协议, 双方将成立联合工程中心, 推动新型烟草制品及卷烟配套材料等相关产业发展; 2018 年 11 月, 公司与昆明旭光签订合资协议, 共同投资设立安徽集友广誉 (持股 70%); 2019 年 7 月安徽集友广誉与重庆中烟、江苏中烟子公司江苏南通分别签订了关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议及备忘录, 配合各中烟公司开展均质化薄片联合研发或技术交流, 目前已具备进行薄片材料配方筛选和小批量放样的条件。2021 年 4 月 29 日“香誉”加热植物芯开始上市销售。

图表 55: 公司发展历程图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 56: 集友股份主营收入拆分

单位：百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	173.63	187.20	232.73	457.25	669.28	461.78
YOY		7.82%	24.32%	96.47%	46.37%	-31.00%
毛利率(%)	52.31	51.74	55.40	47.24	43.69	37.32
烟用接装纸	169.82	181.50	228.51	296.35	316.27	234.71
YOY		6.88%	25.90%	29.69%	6.72%	-25.79%
毛利率(%)	52.28	51.46	55.46	54.70	53.86	47.87
占比	97.81%	96.96%	98.19%	64.81%	47.26%	50.83%
烟标				157.17	346.71	220.83
YOY					120.60%	-36.31%
毛利率(%)				33.12	34.27	26.04
占比				34.37%	51.80%	47.82%
烟用封签纸	3.81	3.89	3.98	3.63	3.12	3.98
YOY		2.10%	2.31%	-8.79%	-14.05%	27.56%
毛利率(%)	53.58	53.47	53.01	50.03	50.34	45.24
占比	2.19%	2.08%	1.71%	0.79%	0.47%	0.86%
电化铝		0.31	0.24	0.10	2.63	1.26
YOY			-22.58%	-58.33%	2530.00%	-52.09%
毛利率(%)		36.15	38.79	33.88	51.67	42.91
占比		0.17%	0.10%	0.02%	0.39%	0.27%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2.2 中烟合作紧密，传统领域竞争优势明确

公司具有较为久远的烟草行业供货历史，拥有丰富的烟草行业供货和服务经验，在行业中具有良好的信誉，目前已和中烟建立较为紧密的合作关系。

在烟用接装纸方面，公司目前已与云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、重庆中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草、蒙昆、山昆等多家中烟公司建立了稳定的合作关系，服务的品牌包括云烟、红河、大重九、兰州系列、黄山系列、红方印系列、好猫系列、钻石系列、天下秀系列、冬虫夏草、金圣、延安等。

在烟标方面，公司目前已在安徽中烟、云南中烟、陕西中烟、重庆中烟、湖北中烟、河北中烟、河南中烟、四川中烟、江西中烟、江苏中烟、蒙昆、山昆、黑龙江烟草、海南红塔、红塔辽宁、福建中烟等多家中烟公司的烟标产品招标中中标，服务的品牌有云烟、延安、天子、黄山系列、哈尔滨系列、冬虫夏草系列、大青山系列、金桥、红塔山、好猫、钻石系列、娇子系列，七匹狼，南京，黄金叶系列、红金龙等。

图表 57: 集友股份主要客户

公司业务	类别	具体公司和品牌	主要客户（品牌）
烟用接装纸业务	合作公司	云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、重庆中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草、蒙昆、山昆	
	服务品牌	云烟、红河、大重九、兰州系列、黄山系列、红方印系列、好猫系列、钻石系列、天下秀系列、冬虫夏草、金圣、延安	
烟标业务	合作公司	安徽中烟、云南中烟、陕西中烟、重庆中烟、湖北中烟、河北中烟、河南中烟、四川中烟、江西中烟、江苏中烟、蒙昆、山昆、黑龙江烟草、海南红塔、红塔辽宁	
	服务品牌	云烟、延安、天子、黄山系列、哈尔滨系列、冬虫夏草系列、大青山系列、金桥、红塔山、好猫、红金龙、长丰、长悦、和润、C 位	
新型烟草业务	合作公司	重庆中烟、江苏中烟子公司江苏南通	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2.3 具烟草薄片生产能力，“加热植物芯”产品面世

专注新型烟草薄片研发，具技术优势。公司配合各中烟公司开展均质化薄片联合研发或技术交流，2017 年 10 月与安徽中烟成立联合工程中心，2019 年 7 月与重庆中烟、江苏中烟子公司江苏南通合作开展新型烟草均质化薄片研发，目前已具备进行薄片材料配方筛选和小批量放样的条件。根据国家专利局信息披露，安徽集友广誉及子公司太湖集友广誉拥有在烟草薄片方面的 11 项发明专利和实用新型。

新型烟草“加热植物芯”产品面市。2021 年 4 月 29 日“香誉”加热植物芯开始上市销售，该产品使用均质化薄片技术进行研发、生产，原材料中不含有烟草，但该产品采用稠浆法制作，烟气、烟香等方面释放稳定，完美还原中式烤烟口味。为配合此次新品首发，公司正在实施年设计产能 18 万件的“加热植物芯产品”生产线建设工作，折算均质化薄片产能约为年产 600 吨。此外，香誉与思慕客和海纳佰签约代理协议，在客户拓展、渠道建设、市场推广、品牌营销等各方面展开全方位深度合作。

图表 58: 集友股份“香誉”加热植物芯



资料来源: 香誉加热植物芯官方账号知乎账号, 国盛证券研究所

图表 59: 安徽集友广誉&太湖集友广誉发明专利

申请人	专利类型	专利号	名称
安徽集友广誉	实用新型	CN213486875U	含有重组植物芯的加热不燃烧烟支
安徽集友广誉	发明专利	CN112155247A	植物薄片以及制备方法和卷烟替代品
安徽集友广誉	发明专利	CN112155256A	加热不燃烧烟支及包括其的抽吸制品
安徽集友广誉	发明专利	CN111084405A	一种再造烟草薄片及其制备方法
安徽集友广誉	发明专利	CN110754680A	高抗张强度均质化烟草薄片及其制备系统、制备方法
安徽集友广誉	发明专利	CN110574957A	具有高松厚度的均质化烟草薄片及其制备方法
太湖集友广誉	发明专利	CN112674383A	加热植物芯及包含其的抽吸制品
太湖集友广誉	发明专利	CN108236131B	雾化器及雾化设备
太湖集友广誉	发明专利	CN108371351B	烘焙机构及具有该烘焙机构的发雾装置
太湖集友广誉	发明专利	CN108402521B	加热不燃烧装置
太湖集友广誉	发明专利	CN108354223B	自清洁加热不燃烧装置

资料来源: 企查查, 国盛证券研究所

2.3 顺灏股份&东风股份: 镀铝纸&烟标龙头, 合作布局新型烟草

2.3.1 顺灏股份: 镀铝纸全球龙头, 积极布局新型烟草

镀铝纸全球龙头, 积极布局新型烟草。顺灏股份成立于 2004 年, 以环保包装新材料为龙头, 以新型烟草制品和工业大麻为两翼, 业务板块清晰。公司包装印刷业务仍以镀铝纸、复膜纸、白卡纸、印刷品、光学防伪膜为主, 作为全球最大的真空镀铝转移纸制造企业之一, 市场占有率达 15%, 产品销售除国内, 还远销北美、南美、巴基斯坦、欧洲、新加坡、印度尼西亚、韩国、日本、泰国等国家和地区。2013 年公司成立上海绿馨电子科技进军新型烟草, 2018 年收购柬埔寨卷烟制造商, 切入全球化产业链, 目前推出低温本草品牌 FreeM、同时投资创办喜科 CIGOO, 同时公司参股美众联科技有限公司, 布局新型烟草全产业链。2020 年疫情下公司收入为 15.99 亿元, 同比下降 7.82%, 其中新型烟草收入 687.1 万元, 同比增长 165.23%。预计疫后主业市场需求回暖, 同时公司增加

差异化竞争有望提高市场占有率，而新型烟草板块产品&技术储备丰富，国内 HNB 政策落地后，有望顺利切入中烟产业链。

图表 60: 顺灏股份一图看

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业总收入	1855.76	1872.49	1948.61	2054.86	1734.37	1598.67	448.70
YOY	-4.60%	0.90%	4.07%	5.45%	-15.60%	-7.82%	69.72%
归母净利润	143.48	98.41	103.19	101.38	-198.38	7.83	1.16
YOY	-381.02%	-31.41%	4.86%	-1.76%	-295.68%	-103.95%	-114.62%
扣非归母净利润	138.93	100.94	93.54	-22.26	-222.88	25.50	1.24
YOY	73.81%	-27.34%	-7.33%	-123.79%	901.42%	-111.44%	-115.54%
毛利率	27.77%	28.10%	26.74%	25.60%	26.94%	24.46%	20.16%
期间费用率	17.94%	19.63%	19.10%	20.53%	22.73%	20.81%	17.68%
销售费用率	4.74%	4.68%	5.09%	6.28%	6.55%	5.84%	5.53%
管理+研发费用率	11.56%	13.57%	12.02%	12.56%	15.05%	14.01%	11.62%
财务费用率	1.65%	1.38%	1.99%	1.68%	1.13%	0.95%	0.54%
归母净利率	7.73%	5.26%	5.30%	4.93%	-11.44%	0.49%	0.26%
存货	522.38	539.96	590.78	621.33	464.72	515.52	462.37
较上年同期增减	0.20	0.03	0.09	0.05	-0.25	0.11	-0.13
存货周转天数	128.66	142.03	142.58	142.72	154.27	146.10	122.83
较上年同期增减	8.60	13.38	0.55	0.14	11.55	-8.17	-110.69
应收账款	566.94	675.03	651.47	556.58	498.96	417.11	415.13
较上年同期增减	-2.82	108.09	-23.55	-94.89	-57.62	-81.85	-51.57
应收账款周转天数	110.25	119.39	122.53	105.82	109.55	103.14	83.46
较上年同期增减	5.51	9.13	3.15	-16.71	3.73	-6.41	-80.92
经营性现金流净额	567.02	633.96	596.67	481.79	385.00	431.37	457.20
较上年同期增减	92.84	66.93	-37.29	-114.88	-96.79	46.37	33.32
资本开支	5.44	16.46	18.50	7.56	6.66	1.13	9.77
较上年同期增减	2.03	11.03	2.04	-10.95	-0.90	-5.53	9.77
ROE	109.97	62.81	191.72	58.35	187.50	141.68	103.21
YOY (±)	-116.58	-47.17	128.92	-133.38	129.16	-45.82	130.50
资产负债率	70.90	28.86	157.99	66.50	60.64	98.08	16.35
YOY (±)	-80.11	-42.04	129.13	-91.49	-5.86	37.45	-4.63

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

纵观公司发展，顺灏股份大致经历了以下三个阶段：

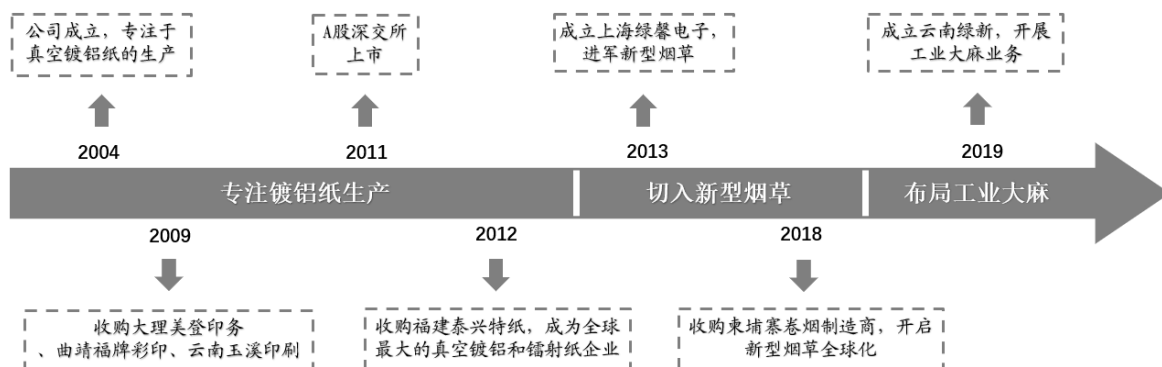
2004-2012：专注镀铝纸生产。公司自 2004 年成立之初就专注于真空镀铝纸的生产，并通过一系列并购不断增强业务实力。2009 年公司先后收购大理美登印务、曲靖福牌彩印和云南玉溪印刷，2011 年 A 股上市，次年以 4.4 亿元收购福建泰兴特纸成为全球最大的真空镀铝和辐射纸企业。目前公司以上海为研发中心，在上海、湖北、安徽、福建、云南等省份均建有生产基地。

2013-至今：布局新型烟草，业务全球布局。公司 2013 年成立上海绿馨电子进军新型烟草业务，聚焦于低温加热非燃烧烟具和非烟草不燃制品，2018 年公司收购柬埔寨卷烟制造商，开始在全球范围布局新型烟草业务。目前，顺灏股份已经掌握低温加热非燃烧制品从硬件到软件的核心技术，推出了多款加热非燃烧烟具产品，同时自主研发非烟草不燃烟弹，推出低温本草品牌 FreeM、同时投资创办喜科 CIGOO，先发布局国内市场。同时公司参股美众联科技有限公司，为国外客户提供雾化电子烟装置与工业大麻雾化器具，并配合多家品牌客户进行 PMTA 申请并承接省级中烟公司雾化电子烟的技术研发，相关产品已经在海外市场进行推广和销售。

2019-至今：布局工业大麻。2019 年 1 月成立全资子公司云南绿新生物药业开展工业大麻种植、加工及其产品销售相关业务，对工业大麻中的大麻二酚(CBD)及其他活性成分的提取物为添加物的终端产品进行研发，推动面膜、按摩膏等日化产品和工业大麻纤维

抗菌系列日用品生产销售。目前，全资子公司云南绿新已取得《工业大麻种植许可证》和《关于对云南绿新加工大麻花叶项目申请的批复》，在云南省曲靖市开展工业大麻的种植。此外，公司通过美国子公司 LUXIN HEMP 生产大麻素雾化器和雾化弹，计划在美国合法地区开展销售，开拓北美地区业务。

图表 61: 顺灏股份发展沿革 (单位: 百万元)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 62: 顺灏股份营收拆分-分产品

百万元	2016	2017	2018	2019	2020	产品图例
镀铝纸						
收入	1,084.97	949.84	966.51	765.76	634.92	
毛利率(%)	27.99	26.73	25.20	24.42	22.12	
占比(%)	57.94	48.74	47.04	44.15	39.72	
印刷品						
收入	387.61	461.30	542.44	430.91	473.78	
毛利率(%)	34.74	34.23	36.78	39.48	32.46	
占比(%)	20.70	23.67	26.40	24.85	29.64	
白卡纸						
收入	15.82	152.03	184.39	246.18	72.96	
毛利率(%)	22.51	14.88	15.16	15.22	23.40	
占比(%)	0.84	7.80	8.97	14.19	4.56	
复膜纸						
收入	79.55	83.77	98.20	80.76	72.05	
毛利率(%)	22.66	21.66	18.25	18.36	22.34	
占比(%)	4.25	4.30	4.78	4.66	4.51	
光学防伪膜						
收入	64.58	54.92	32.53	19.79	17.95	
毛利率(%)	23.15	25.90	22.90	16.05	3.10	
占比(%)	3.45	2.82	1.58	1.14	1.12	
电子烟						
收入	6.65	2.82	6.14	2.59	6.87	
占比(%)	0.35	0.14	0.30	0.15	0.43	

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2.3.2 东风股份：大包装+大消费，积极布局新型烟草

深耕烟标行业数十年，业务广泛产业链完善。成立于 1983 年，是国内综合实力领先的包装印刷服务供应商，目前形成以烟标印刷产品为核心、涵盖酒包装、药品包装等在内的中高端印刷包装产品，以及包装材料开发相结合的业务体系；除此之外，公司积极布局包括乳制品、消费投资基金、电子烟及新型烟草制品等在内的业务板块。2016-2020 年公司总营收从 23.42 亿元增长至 30.69 亿元，CAGR 为 7.0%；2020 年实现净利润 5.47 亿元，同比增长 32.91%。

图表 63：东风股份财务数据一览（单位：百万元）

单位：百万元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业总收入	2219.44	2341.64	2802.35	3328.05	3172.92	3069.39	971.21
YOY	10.86%	5.51%	19.67%	18.76%	-4.66%	-3.26%	10.22%
归母净利润	741.20	566.72	652.09	747.90	411.91	547.48	245.97
YOY	0.61%	-23.54%	15.06%	14.69%	-44.92%	32.91%	33.07%
扣非归母净利润	705.97	555.22	634.63	731.27	410.82	535.86	242.77
YOY	0.77%	-21.35%	14.30%	15.23%	-43.82%	30.44%	31.24%
毛利率	50.07%	44.78%	42.04%	38.63%	40.63%	37.07%	33.85%
期间费用率	14.29%	16.53%	15.40%	14.47%	18.42%	19.91%	14.39%
销售费用率	3.13%	3.02%	3.32%	3.24%	4.70%	5.94%	4.02%
管理+研发费用率	10.80%	12.85%	11.25%	10.80%	12.94%	13.68%	10.48%
财务费用率	0.36%	0.66%	0.84%	0.43%	0.78%	0.29%	-0.12%
归母净利率	33.40%	24.20%	23.27%	22.47%	12.98%	17.84%	25.33%
存货	796.23	885.56	938.85	690.54	698.81	809.15	826.50
较上年同期增减	0.06	0.11	0.06	-0.26	0.01	0.16	37.14%
存货周转天数	250.82	234.10	202.17	143.60	132.75	140.52	114.58
较上年同期增减	9.74	-16.72	-31.93	-58.57	-10.85	7.77	2.93
应收账款	748.86	860.49	611.38	991.68	883.07	531.37	643.02
较上年同期增减	216.02	111.64	-249.11	380.30	-108.61	-351.70	-493.51
应收账款周转天数	103.95	123.71	94.54	86.70	106.35	82.95	54.41
较上年同期增减	20.00	19.76	-29.17	-7.84	19.65	-23.41	-48.73
应付账款及应付票据	560.26	778.14	978.62	924.12	880.78	1070.28	1128.85
较上年同期增减	66.45	217.88	200.48	-54.50	-43.35	189.51	238.55
预收账款	0.79	3.27	4.31	10.80	8.39	0.13	17.44
较上年同期增减	-0.49	2.48	1.04	6.49	-2.41	-8.25	17.44
经营性现金流净额	517.72	533.28	1191.54	661.03	731.84	1246.00	103.96
较上年同期增减	-48.78	15.56	658.26	-530.51	70.81	514.16	-28.84
资本开支	161.05	168.89	153.40	117.55	90.34	201.59	-29.39
较上年同期增减	9.75	7.84	-15.49	-35.85	-27.20	111.25	187.58
ROE	20.63%	16.29%	16.95%	17.94%	10.13%	12.41%	31.94
YOY (±)	-3.06%	-4.33%	0.65%	0.99%	-7.81%	2.28%	16.90
资产负债率	16.22%	37.12%	28.88%	26.93%	30.75%	27.86%	5.42%
YOY (±)	-3.67%	20.90%	-8.23%	-1.96%	3.82%	-2.88%	0.97%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司业务主要分以下几个板块：

(1) 烟标业务：传统主业，疫后需求回暖&产品结构升级。1983 成立初布局烟标业务，目前公司已成为行业内产业链布局最完整的印刷包装企业之一，产品覆盖基膜、油墨、涂料、电化铝、镭射膜、复合纸、镭射转移纸、印刷包装设计和生产的全产业链条。2020 年烟标收入达 22.48 亿元（占比 69.8%），同比降低 8.9%，主要系疫情及下游烟草客户降低竞标价格；销量 298.6 万箱，同比降低 14.9%。2020 年度共参加 30 家烟草客户发起的合计 122 个项目投标，合计中标项目 51 个，其中包括“云烟”“芙蓉王”“双喜”“兰州”“黄金叶”等知名卷烟品牌，并通过招投标新增客户河南中烟工业有限责任公司，进

进一步扩大了烟标产品市场份额。预期伴随疫后需求回暖及公司烟标产品结构不断升级(细支烟、中支烟、短支烟、爆珠烟等烟标产品以及高端烟标产品占比提升),业绩预期稳定回升。

(2) 医药包装: I级医药包装方面,公司2019年收购千叶药包,2020年收购首健药包75%股权、华健药包70%股权,实现了药用PVC复合片、药用高密度聚乙烯瓶(PE)、铝塑组合盖、药用铝箔、成型冲压复合硬片、药用SP复合膜袋等药品包装细分领域的布局,三家公司协同发展;2021年公司通过收购福鑫华康切入到PVDC高阻隔药用复合片领域。II级医药包装方面,控股子公司贵州西牛王、株洲福瑞积极开拓医药包装、酒包装、茶叶包装、食品包装等社会化包装业务,贵州西牛王成为国药集团、同济堂、老干妈、贵州茅台等知名企业的供应商,株洲福瑞为千金药业、方盛制药、迪诺制药、金沙药业等区域性知名企业提供服务。公司于2020年9月发布医药包装产业五年发展战略规划(2020年-2024年),着力打造“东峰药包”品牌,力求成为中国医药包装领域综合性的龙头生产企业。2020年,医药包装业务实现销售收入2.81亿元(占比9.1%),同比增长105.5%。

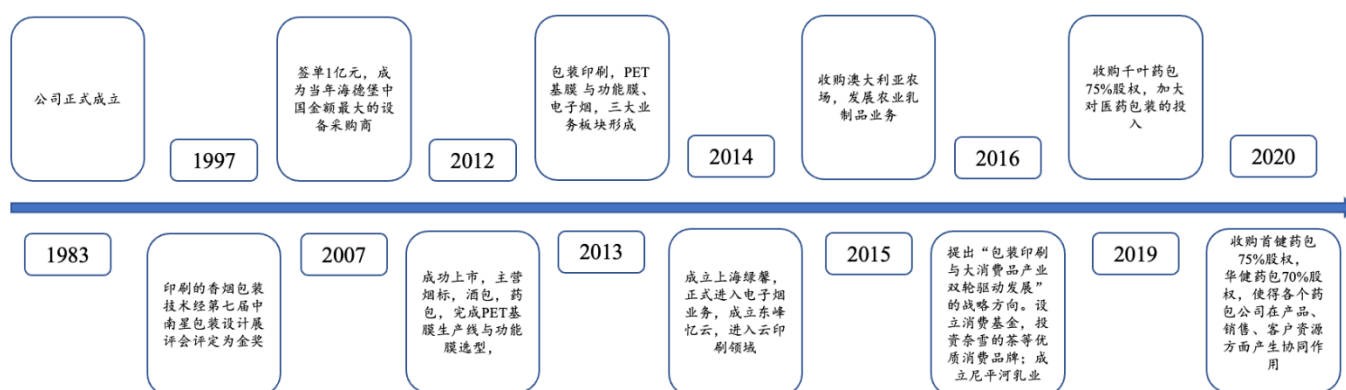
(3) PET基膜与功能膜业务:全资子公司鑫瑞科技PET基膜业务注重产品研发,实现产品结构升级和差异化产品研发,2020年基膜销量11346.3吨(+3.0%),差异化基膜产品车膜及建筑膜等约1695.6吨(+342.7%),实现营收1.36亿元(占比4.2%),其中窗膜、漆面保护膜等功能膜产品累计实现对外销售收入人民币0.52亿元(+63.7%)。

(4) 乳制品业务:2015年公司投资乳制品业务,2018年公司乳制品业务产业链初步形成(牧场、乳品加工厂及国内外销售渠道),成功推出适合中国人体质的零乳糖牛奶系列产品,并顺应市场发展趋势布局植物蛋白饮料,目前形成纯牛奶、常温酸奶、调制乳、巴氏鲜奶四大产品类别。全资子公司东峰佳品线下全国终端门店已逾2.3万家,且全面发力新零售渠道。2021年7月,控股子公司尼平河乳业与澳洲乳粉生产销售商奥纯冠达成股权重组协议。

(5) 消费投资基金业务:公司与天图投资及相关方共同投资设立的消费投资基金,目前旗下成都基金累计对外投资约人民币2.63亿元(公司出资比例50%),公司投资份额估值约为3.88亿元;中小微基金累计对外投资约人民币9.91亿元(公司出资比例20.83%),公司投资份额估值约为3.22亿元,主要投资品牌为“奈雪的茶”、“茶颜悦色”、“Wonderlab”、“三顿半咖啡”、“钟薛高”、“百果园”、“笑果文化”等新消费、新零售、新娱乐项目。

(6) 电子烟及新型烟草业务:新型烟草业务平台为联营企业绿馨电子,其全资子公司佳品健怡FreeM低温草本产品已投入线下销售,持股49%的云南喜科CIGOO低温草本产品市场占有率持续增长。

图表 64: 东风股份-发展沿革



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 65: 产品矩阵

板块	业务	布局/东风持股比例	优势	主要客户/产品
大包装	烟标印刷包装	汕头东风印刷（100%） 深圳凯文（100%） 湖南福瑞（100%） 长白山印务（100%） 贵州西牛王（100%） 陆良福牌彩印（69%） 广西真龙（49%） 东风智能包装(49%)	在国内烟标印刷包装市场拥有高知名度和认可度，拥有瑞士、德国、意大利、英国、美国、日本等国家生产的当今先进的印刷设备	
	医药包装及其他包装	东峰药包（100%） 千叶药包（75%） 首健药包（75%） 华健药包（70%） 福鑫华康（85%） 贵州西牛王（59.6%） 裕丰纸业（70%） 株洲福瑞（96%）	通过并购药包公司，产品品类上相互补充，在生产、销售及客户资源上有效协同，药包行业具备高成长性，该业务目前已成为公司新的利润增长点。西牛王搬迁完成后在技术、设备产能方面形成了竞争优势并拥有西南地区广泛客户资源，	
	PET 基膜与功能膜业务	鑫瑞科技（100%） 鑫瑞奇诺（70%）	重点研发高附加值产品，实现差异化产品批量销售，PVA 涂布高阻隔膜亦可替代进口 EVOH 共挤高阻隔膜，为客户降低生产成本	
	乳制品业务	尼平河乳业（65.62%） 东峰佳品（100%）	澳洲工厂安装并调试了 ESL 全自动罐装设备、乳脂分离器等设备，提升工厂生产效率、缩减人工成本及原材料成本。国内渠道方面，东峰佳品线下全国终端门店已逾 2.3 万家，线上电商渠道不断开拓深入	
大消费	消费投资基金业务	成都基金（50%） 中小微基金（20.83%）	投资基金主要投资消费品行业，其中奈雪的茶、茶颜悦色、三顿半咖啡、笑果文化等新消费、新零售、新娱乐项目迅速成长为细分领域的龙头企业。	
	电子烟及新型烟草业务	绿馨电子（40%）	喜科在基础研究、产品开发、标准制定等方面均属行业领先水平。绿馨电子全资子公司佳品建怡，承接了多家省级中烟公司新型烟草产品的研发设计委托。	

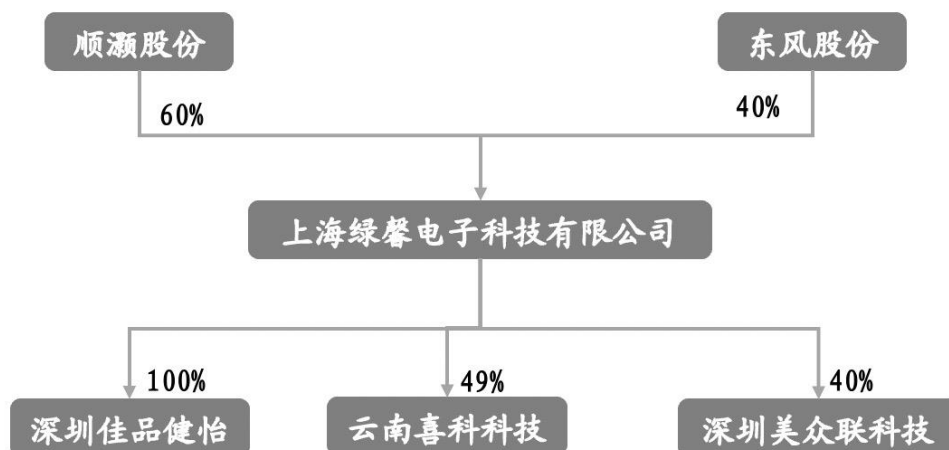
资料来源：公司年报，公司官网，国盛证券研究所

2.3.3 顺灏股份&东风股份：携手共进，加速布局新型烟草

联手布局新型烟草，HNB 器具研发领先。顺灏股份&东风股份 2013 年通过上海绿馨（顺

灏/东风持股 60%/40%) 布局新型烟草行业, 聚焦于低温加热不燃烧烟具和非烟草不燃制品, 目前掌握低温加热不燃烧制品从硬件到软件的核心技术, 涵盖烟弹、烟具、工艺等全产业链领域, 拥有超过 100 项专利, 并且独家拥有国内首个“针式加热低温不燃烧”香烟内燃器国家发明专利(专利号: ZL 2014 10258897.8), 为公司布局新型烟草全产业链占据独特的先发优势。同时, 公司承接了中烟系加热雾化器的样品制造和纸管供应业务、多家省级中烟公司新型烟草产品的研发设计委托, 与中烟系统的合作项目已涵盖颗粒技术、纸管技术、降温技术、烟具研发和海外市场推广等各个方面。

图表 66: 顺灏+东风持股上海绿馨



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 67: 上海绿馨电子科技有限公司 11 项发明专利

申请人	专利类型	专利号	名称
上海绿馨电子	发明专利	2014101799971	一种含有沉香提取物的电子烟烟油及其制备方法
上海绿馨电子	发明专利	2014101800165	一种含有冬虫夏草的电子烟油及其制备方法
上海绿馨电子	发明专利	2014102588978	香烟内燃器
上海绿馨电子	发明专利	2014103115755	一种自发热香烟及其使用方法
上海绿馨电子	发明专利	2014103435503	一种烟草及其制造方法
上海绿馨电子	发明专利	2014103589662	一种有铝箔纸的卷烟及其使用方法
上海绿馨电子	发明专利	2014103885702	喷射式电子烟
上海绿馨电子	发明专利	2015102831606	一种用于液体口香糖的吸食器
上海绿馨电子	发明专利	2015102849972	一种电子烟雾化器
上海绿馨电子	发明专利	201610580743X	超声波供油雾化器
上海绿馨电子	发明专利	2016111085835	低温非燃烧烟及其制备方法

资料来源: 国家专利局, 国盛证券研究所

1) 自主品牌 FreeM: 上海绿馨全资子公司佳品健怡生产的 FreeM 低温加热不燃烧草本非烟制品, 已成功投入线下销售, 2021 年 7 月底公司与猴开心签订合作协议, 打通销售链路, 实现近 3000 家线下门店覆盖。截止报告期, 佳品健怡累积申请专利 21 项(含实质审查阶段发明专利 5 项), 获得授权专利 14 项, 包含全自动烟具专利, 预成型的纸管烟专利、全自动装填与封口设备专利, 涵盖烟弹、烟具、工艺等全产业链领域。

2) 参股品牌 CIGOO (喜科): 上海绿馨以现金投资并持有云南喜科 49% 股权, 主要聚焦非烟草低温加热不燃烧草本非烟领域, 目前生产能力和产品品质控制均处于行业领先,

成功克服并突破国际知名加热不燃烧草本非烟制品厂商的专利壁垒。目前公司已构建有别于菲莫国际薄片式产品的颗粒发烟、一体成型低温加热不燃烧草本非烟自主专利体系，截至2020年底拥有专利51件，其中海外发明专利11件；国内发明专利17件；国际PCT专利申请4件，实用新型专利19件，目前已经在中国大陆、美、日、韩，欧盟、中国港澳台等国内外10多个国家和地区申请了专利保护。

3) 布局雾化电子烟&大麻雾化器具：上海绿馨参股美众联40%股权，美众联主要为国外客户提供雾化电子烟装置与工业大麻雾化器具，其储备大量专利技术，2020年获得实用新型专利15件，发明专利3件，配合多家品牌客户进行PMTA申请并承接省级中烟公司雾化电子烟的技术研发，相关产品已经在海外市场进行推广和销售。

4) 海外雾化&HNB&大麻布局：上海绿馨通过全资子公司绿新丰香港在柬埔寨投资SINO-JK，主要生产低温加热不燃烧烟草烟弹，工厂设备调试安装完毕，未来产品将在海外合法地区合法销售。此外，公司美国子公司LUXIN HEMP GROUP可以在Pasadena（加利福尼亚州帕萨迪纳市）开展工业大麻加工制造相关业务并在美国以及全球其他合法国家地区开展销售，LUXIN HEMP GROUP目前已经在美国生产大麻素雾化器和雾化弹，并在线上开展销售。

图表 68：烟具图示



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 69：FreeM 图示



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 70：喜科图示



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2.4 劲嘉股份：烟标龙头，积极布局新型烟草器具

2.4.1 烟标龙头，产品结构持续丰富

烟标龙头地位稳固，产品结构持续丰富。成立于 1996 年，中国烟标领军企业，主要产品是烟标、消费品包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸。其中，烟标市场份额国内排名第一，市占率为 7.0%（销售端口径）。2016-2020 年，营业总收入从 27.77 亿元增至 41.91 亿元（CAGR 为 10.8%），归母净利润从 5.71 亿元增至 8.24 亿元（CAGR 为 9.60%）。烟标业务上市之初占总营收比例高达 97%，经过公司多年业务开拓，横向延伸彩盒及镭射包装材料业务，20 年烟标占总营收比例下降至 27.2%，产品结构持续丰富。

图表 71：财务数据一图看（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业总收入	27.20	27.77	29.45	33.74	39.89	41.91
YOY	17.08%	2.09%	6.06%	14.56%	18.22%	5.08%
归母净利润	7.21	5.71	5.74	7.25	8.77	8.24
YOY	23.96%	-20.81%	0.65%	26.27%	20.88%	-6.07%
扣非归母净利润	6.83	4.39	5.47	6.92	8.59	7.79
YOY	20.23%	-35.70%	24.56%	26.45%	24.05%	-9.25%
毛利率	45.91%	41.33%	44.11%	43.66%	41.95%	34.80%
期间费用率	19.83%	22.92%	21.49%	20.12%	18.91%	17.57%
销售费用率	3.05%	3.15%	3.57%	3.47%	3.64%	1.73%
管理费用率	12.90%	14.63%	13.27%	12.67%	10.96%	11.12%
财务费用率	-0.05%	0.21%	0.34%	-0.17%	-0.08%	-0.12%
研发费用率	3.93%	4.93%	4.31%	4.15%	4.39%	4.84%
归母净利率	26.51%	20.56%	19.49%	21.49%	21.99%	19.66%
存货	4.10	6.35	7.12	7.82	9.01	6.39
较上年同期增减	-0.65	2.25	0.77	0.7	1.19	-2.62
存货周转天数(天)	108.28	115.45	147.29	141.52	130.88	101.45
较上年同期增减	-18.72	7.17	31.84	-5.77	-10.64	-29.43
应收账款	6.30	8.13	6.69	7.60	5.96	6.14
较上年同期增减	2.31	1.83	-1.44	0.91	-1.64	0.18
应收账款周转天数(天)	68.10	93.58	90.58	76.23	61.19	51.96
较上年同期增减	6.90	25.48	-3.00	-14.35	-15.04	-9.23
经营活动现金净流量	8.00	9.18	8.20	8.53	11.90	10.45
较上年同期增减	0.83	1.18	-0.98	0.33	3.37	-1.45
资本开支	2.57	3.61	3.68	3.35	3.45	1.74
较上年同期增减	0.76	1.04	0.07	-0.33	0.10	-1.71
ROE	17.38%	12.70%	8.91%	11.17%	12.66%	11.09%
YOY (±)	0.70%	-4.68%	-3.79%	2.26%	1.49%	-1.57%
资产负债率	18.51%	27.98%	17.64%	17.45%	16.62%	15.14%
YOY (±)	-5.23%	9.47%	-10.34%	-0.19%	-0.83%	-1.48%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

劲嘉业务主要拥有以下板块：

（1）烟标板块：公司深耕烟标行业多年，已为全国 100 多个品牌设计万余款烟标，与国内 80% 省级中烟公司长期保持战略合作关系，并且公司在安徽、云南、贵州、川渝、江西、江苏等多地建厂，业务覆盖全国。2020 年，烟标收入 23.99 亿（占比为 57.2%），同比下降 13.8%，主要系卷烟需求不景气，预计未来 HNB 政策放开推动烟标需求复苏。

（2）彩盒包装板块：劲嘉提供一体化彩盒包装解决方案，包括加工和装配、仓储物流、终端配送、进出口报关、数据管理等多元化服务。目前主要下游客户为酒类包装、3C 产品包装和日化包装，其中酒类客户为茅台、五粮液、国台、洋河、今世缘和江小白等大型品牌。2020 年，由于公司在中高端烟酒、3C 以及日化行业中的包装产品市占率持续

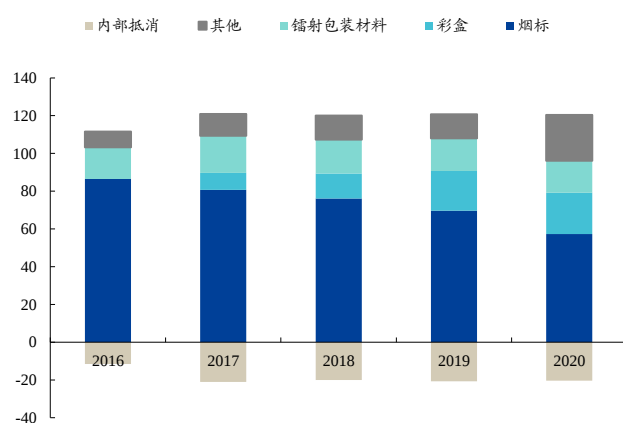
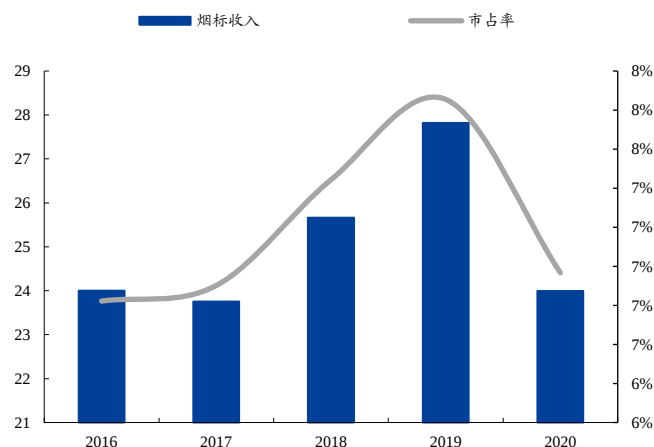
提高，板块营收达到 9.2 亿元（占比为 22.0%），同比增长 10.0%。

（3）镭射包装材料：劲嘉股份全资子公司中丰田完成“光电科技改扩建项目”后，有效提高了激光镭射防伪纸膜等产品的产能和技术含量；中丰田对英诺包装的部分股权收购，有效优化公司在烟膜等高端膜类产品的结构。2020 年镭射包装材料销售收入达到 7.11 亿元（占比为 17.0%），同比增长 3.3%。

（4）新型烟草：新型烟草是劲嘉的新兴战略发展板块，全资子公司劲嘉科技是行业内具有综合竞争实力的电子雾化设备及加热不燃烧器具等新型烟草制品的综合制造商和综合服务商。除此之外，劲嘉通过合作与各省中烟以及行业领先均建立了良好关系。在技术创新、开发新品、品质管控及经营效率、市场拓展等方面均得以持续提升，2020 年，新型烟草板块营收为 3967 万元（占比为 0.95%），同比增长 118.4%。

图表 72：劲嘉历年烟标营业收入以及烟标市占率（单位：亿元）

图表 73：各业务占比情况（单位：%）



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 74：产品一览

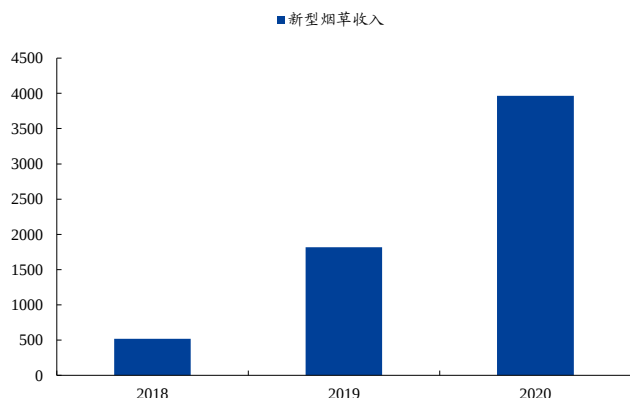


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2.4.2 布局新型烟草器具，技术&研发形成卡位优势

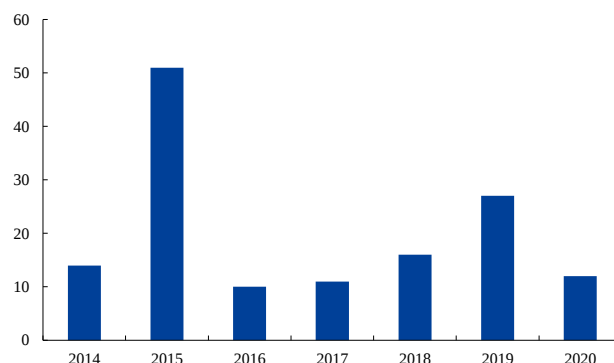
积极布局新型烟草器具，技术&研发形成卡位优势。公司目前主要生产加热不燃烧烟具、电子雾化设备（换弹式、一次性），全资子公司劲嘉科技除了服务除控股子公司因味科技的 FOOGO（福狗）外，还为云南中烟子公司华玉科技的 WEBACCO（微拜）以及 GIPPRO（龙舞）、山岚等提供研发、代工服务，同时为云南中烟、贵州中烟、河南中烟、上海烟草、广西中烟、河北中烟等中烟公司提供烟具研发服务。2020 年，新型烟草板块销售收入达到 3967 万元，同比增长 118.4%。公司旗下主要电子烟研发企业劲嘉科技和因味科技，截止 2021 年 8 月，共获得 141 项相关专利。

图表 75: 劲嘉股份新型烟草收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 76: 劲嘉股份电子烟专利数量 (单位: 个)



资料来源: 国家知识产权局, 国盛证券研究所

联手强势合作伙伴, 多点布局新型烟草领域。公司目前生产的新型烟草制品包括加热不燃烧烟具、电子雾化设备(换弹式、一次性)等, 服务品牌涵盖国内外知名新型烟草品牌。

1) 劲嘉科技: 公司于 2014 年开始布局新型烟草产业, 全资子公司劲嘉科技转型电子烟研发, 发明出具有自主知识产权的首款智能健康烟具, 为云南, 贵州, 广西, 上海, 河南等中烟客户提供新型烟草烟具的研发、生产等服务; 同时开展电子烟 ODM/OEM 服务, 服务客户包括 FLOW (福禄), Gippo (龙舞), Lumia 等。

2) 合元劲嘉: 2014 年公司与深圳市著名电子雾化设备制造商合元科技合资成立“合元劲嘉”, 主营电子烟研发、生产与销售 (劲嘉股份占比 51%)。

3) 嘉玉科技: 2018 年劲嘉科技与云南中烟下属子公司华玉科技设立合资公司嘉玉科技, 目前承担云南中烟加热不燃烧烟具的生产工作 (劲嘉股份占比 51%)。

4) 因味科技: 与小米生态链公司北京米物科技、深圳市南桥前海创新基金设立合资公司因味科技 (劲嘉股份占比 51%), 并且推出自有品牌 FOOGO (福狗), 先后推出过换弹式雾化烟 foogo J、foogo K 以及广受欢迎的一次性雾化烟 mini J 和夜猫子 Sexy Cat, 以“扑克牌”元素为产品命名, 透露青春自由、轻松欢娱产品精神, 目前除国内线下渠道拓展外, 也积极向海外地区拓展。

目前劲嘉在烟具领域技术储备丰富, 同时与各地中烟以及行业领先制造商“合元科技”建立良好关系, 自有品牌 FOOGO 在市场上具备卡位优势, HNB 政策放开后有望加速成长。

图表 77: 劲嘉股份新型烟草布局

子公司	占股比例	主营业务	主要客户
劲嘉科技	100%	烟具研发、代工	FOOGO (福狗)、WEBACCO (微拜)、GIPPO (龙舞)、LUMIA; 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
合元劲嘉	51% (合元科技持股 49%)	电子烟研发、生产、销售	-
嘉玉科技	51% (云南中烟子公司华玉科技占 49%)	加热不燃烧烟具生产	云南中烟
因味科技	51% (北京米物科技持股 44%、南桥前海创新基金持股 5%)	自有品牌 FOOGO (福狗)	面向 C 端

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 78: FOOGO 产品图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

风险提示

政策推进节奏低于预期风险：中烟 HNB 政策推进节奏低于预期，影响产业链公司销售

专利风险：业内专利纷杂，面临专利风险将影响销售

技术迭代风险：技术&产品迭代较快，若技术迭代落后将丢失客户

行业竞争风险：行业竞争者较多，国际巨头的渗透、国内竞争对手的发展及新进入者的威胁持续不断

监管政策风险：HNB 在渠道、税率以及营销方面面临监管较多，影响企业销售

假设与测算误差风险：本文所有用于测算的假设数据（例如：卷烟中使用烟草薄片比例等）引用于公开信息，或于实际情况存在一定误差

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com