

# 新兴产业

证券研究报告  
2021年10月20日

## 新型烟草行业跟踪报告之： 海外监管靴子逐步落地，国内产品持续创新迭代

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

吴立

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

蒋梦晗

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519110001  
jiangmenghan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新兴产业-行业点评:FDA 首次通过雾化电子烟 PMTA 申请，标杆作用意义重大》2021-10-14
- 《新兴产业-行业研究周报:FDA 警告被拒绝公司继续销售电子烟，PMI 在美输掉与英美烟草专利权官司》2021-10-10
- 《新兴产业-行业研究周报:FDA 已拒绝 295 家电子烟公司 PMTA，PMI 已收购 Vectura 74.77% 的股份》2021-09-21

HNB：监管体系逐步完善，IQOS 引领全球市场

1) **海外监管**：2020 年 7 月世界卫生组织发布了《加热烟草制品信息表-第二版》，向受众提供了市场监管建议，将 HNB 产品作为烟草制品进行监管。其中日本为 HNB 的代表市场，将其视为烟草制品进行监管。美国对于新型烟草上市审核严格，必须通过 PMTA 申请，目前仅 IQOS 品牌通过申请。

2) **海外市场**：菲莫国际 (PMI) 旗下 IQOS 出货量持续创新高，日本烟草加速 HNB 产品创新。2021H1，PMI 减害产品板块收入达 44 亿美元，收入占比达 28.5%；**公司预计 2023 年减害产品收入贡献占比将达到 40%，2025 年减害产品收入贡献占比超过 50%**。同时公司于今年 8 月推出新一代电磁感应加热设备 IQOS ILUMA，进一步优化用户抽取体验。**日本烟草 (JTI)** 旗下减害产品 2021H1 实现收入 2.67 亿美元，烟弹销量达到 21 亿支，同比增长 16.7%，公司预计全年烟弹销量达 45 亿只以上。

3) **国内市场**：各地中烟产品持续出海试水，今年 8 月四川中烟“KUANZHAI”烟弹于西班牙第三城市瓦伦西亚上市，标志着四川中烟正式进入欧洲市场；湖北中烟已在海外推出新款 MOK one 加热设备，以及烤烟型、国际型、薄荷型等加热不燃烧卷烟。此外，9 月 27 日**国家烟草专卖局党组印发指导意见，要求全面加强新时代行业科技创新工作，其中以中式卷烟、重大需求和降焦减害为战略方向。**

雾化：FDA 通过首个电子烟 PMTA 申请，标杆作用明显

1) **海外监管**：10 月 12 日，美国 FDA 发布首个 PMTA 许可产品，允许英美烟草旗下 VuseSolo 系列 3 个产品，包含 1 款封闭式电子烟设备和 2 款烟草味烟弹。我们认为，美国作为全球第一大电子烟消费国，FDA 的监管动态也是全球的主流监管风向标，此次电子烟授权将对其他地区和国家的电子烟监管起到正向带动作用，监管逐步明晰后渗透率有望快速提升。

2) **海外市场**：英美烟草 (BAT) 雾化电子烟产品销量近年来快速增加，2021H1，公司雾化电子烟实现收入 4.23 亿英镑 (+59.3%)，烟弹销量达 2.47 亿只 (+70%)，Vuse 目前跃升为全球第一大电子烟品牌。**帝国烟草 (IMB)** 旗下新型烟草板块 2021H1 实现净收入 0.95 亿英镑，同比增长 16%，公司表示未来将重点投资新型烟草领域，为满足消费者需求和减害做出贡献。

3) **国内市场**：3 月 22 日，工信部发布，拟在《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》附则中增加“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。”我们认为，此次监管出台明确了雾化电子烟的监管主体和方向，后续还需等待具体细则落地，监管落地将有效推高行业门槛，集中度提升，利好行业上下游龙头企业。悦刻作为国内龙头品牌盈利能力保持稳定。

投资建议和推荐标的：

1) **HNB 赛道--重点推荐**：华宝国际/股份 (国内烟用香精龙头、新型薄片唯一民营牌照)，劲嘉股份 (国内烟标龙头、与云南中烟唯一战略合作民企)，中烟香港 (收购上游巴西烟叶加工商，中烟唯一资本平台)；建议关注：东风股份、集友股份、顺灏股份、中国波顿等；国际市场--盈趣科技 (IQOS 精密件二级供应商)。

2) **雾化赛道--重点推荐**：思摩尔国际 (全球最大雾化设备厂商)，建议关注：雾芯科技 (国内最大雾化品牌)；

**风险提示**：新型烟草政策变动风险，销售/企业发展不及预期，市场竞争加剧的风险。

## 内容目录

<b>1. HNB：监管体系逐步完善，IQOS 引领全球市场</b>	<b>4</b>
1.1. 海外监管：各国政策更新一览	4
1.1.1. 各国监管体系逐渐完善，IQOS 通过美国 MRTTP 申请	4
1.2. 海外市场：主流烟草公司 HNB 销售进展：	4
1.2.1. 菲莫国际旗下 IQOS 出货量持续创新高，日本烟草加速 HNB 产品创新	4
1.2.2. 日本烟草：21H1 减害产品市场规模增长超预期，推出下一代加热不燃烧产品	9
1.3. 国内市场：产品持续出海，国家局全面推动烟草科技创新	10
1.3.1. 各地中烟产品持续出海试水，四川中烟产品正式进入欧洲	10
1.3.2. 国家局全面推动烟草科技创新，以中式卷烟、重大需求和降焦减害为战略方向	12
<b>2. 雾化：FDA 通过首个电子烟 PMTA 申请，标杆作用明显</b>	<b>13</b>
2.1. 海外监管：美国 PMTA 审核加速推进中，放行首款雾化电子烟上市审批	13
2.2. 海外市场：主流雾化电子烟品牌产品销售更新	14
2.2.1. 英美烟草（BAT）：雾化电子烟产品销量近年来快速增加	14
2.2.2. 帝国烟草：加强新型烟草领域投资，为满足消费者需求和减害做出贡献	15
2.2.3. JUUL：受诉讼影响，市占率呈下滑趋势	16
2.3. 国内市场：监管趋严，龙头品牌盈利能力较强	17
2.3.1. 监管逐步落地中，行业集中度上升	17
2.3.2. 国内各电子烟品牌销售近况一览	17
<b>3. 投资建议与推荐标的</b>	<b>21</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1：菲莫国际历年减害产品板块收入及其占比（亿美元，%）	5
图 2：菲莫国际历年 IQOS 烟弹出货量及其销量占比（亿只，%）	5
图 3：IQOS 用户数量（百万人）及全球市占率（%）	5
图 4：IQOS ILUMA PRIME 旗舰机型和 IQOS ILUMA 标准型号产品示意图	6
图 5：IQOS ILUMA PRIME 四款配色	6
图 6：IQOS ILUMA 五款配色	6
图 7：TEREA 烟弹 11 款口味示意图	7
图 8：TEREA 内置金属片	7
图 9：TEREA 仅适用于新款 IQOS ILUMA 两款机型	7
图 10：IQOS ILUMA 电磁感应加热系统示意图	8
图 11：TEREA 烟弹与传统烟弹对比图	8
图 12：Fertin Pharma 口服产品 Zapliq	8
图 13：Vectura 吸入设备示意图	8
图 14：日本烟草历年减害产品板块收入及加热不燃烧烟弹销量（亿日元，亿只）	9
图 15：日本烟草加热不燃烧产品 Ploom 示意图	9

图 16: 四川中烟宽窄产品示意图 .....	10
图 17: 湖北中烟 MOK 产品示意图 .....	11
图 18: 湖北中烟-MOK 烟具及 COO 烟弹产品示意图 .....	11
图 19: 四川中烟-宽窄烟弹产品示意图 .....	11
图 20: NUSO 示意图 .....	12
图 21: 2021 年 PMTA 过审列表 .....	13
图 22: 截止 2021 年 7 月 28 日 FDA 在审烟草产品分类中, ENDS (雾化类电子烟) 为主流 .....	14
图 23: 英美烟草历年雾化电子烟产品销售额 (百万英镑) .....	15
图 24: 截至 2020 年底 Vuse 各国市场占有率 (%) .....	15
图 25: 帝国烟草雾化电子烟产品 blu 示意图 .....	16
图 26: 帝国烟草历年烟草以及 NGP 产品收入 (亿英镑) .....	16
图 27: JUUL 终端零售规模及市占率 (百万美元, %) .....	16
图 28: 悦刻历年销售收入及 yoy (亿元, %) .....	17
图 29: 悦刻历年净利润及净利率 (亿元, %) .....	17
图 30: 悦刻专卖店 .....	18
图 31: 悦刻向阳花系统示意图 .....	18
图 32: 悦刻历年研发投入 (亿元) .....	18
图 33: 柚子第五代 UNI 产品图 .....	19
图 34: 魔笛产品图片 .....	20
图 35: 铂德 KATE 隐愫系列雾化杆 .....	20
表 1: 部分中烟公司 HNB 烟具&烟弹品牌名称 .....	11

## 1. HNB：监管体系逐步完善，IQOS 引领全球市场

### 1.1. 海外监管：各国政策更新一览

#### 1.1.1. 各国监管体系逐渐完善，IQOS 通过美国 MRTP 申请

2020 年 7 月起世界卫生组织发布了《加热烟草制品信息表-第二版》，向受众提供了市场监管建议，将 HNB 产品作为烟草制品进行监管（《世卫组织烟草控制框架公约》）。但由于世界卫生组织对于各个国家监管政策并无实际约束力且 HNB 产品并不是点燃的烟草制品，各国政府的监管法规差别较大。目前各国政府对 HNB 的监管主要分为两个方面：对 HNB 设立有专门监管措施和以现有的控烟法管理。

- **日本为 HNB 的代表市场，相关政策比较完善，有一定代表性。**日本政府认为 HNB 是相对健康的卷烟替代品，对其持相对开放的态度。目前日本针对 HNB 产品没有专门法规，视为烟草制品斗烟丝进行监管。只要获得日本财政部牌照，HNB 产品均可以销售流通。
- **韩国监管体系相对复杂，且对于 HNB 产品采取了专门的监管措施。**韩国将 HNB 产品按烟草制品进行管理，允许相关产品销售。2011 年 1 月韩国成为第一个对雾化电子烟和 HNB 产品征收烟草消费税的国家。2017 年 10 月韩国政府将 HNB 产品税率由普通烟草的 52% 提高到 90%。
- **美国对于新型烟草上市审核严格，必须通过 PMTA 申请。**2016 年 8 月 FDA 宣布新规，HNB 产品和雾化电子烟等新型烟草制品被全面纳入 PMTA。2019 年 4 月美国食品药品监督管理局（FDA）放行菲莫国际 2017 年提交的加热不燃烧产品 IQOS 的 PMTA 申请，允许其在美上市。2020 年 7 月 7 日，FDA 通过 IQOS 的 MRTP（改良风险的烟草产品）申请，所涉产品包括烟杆&充电器和 3 种口味的烟弹。这意味着，IQOS 此后在美销售时可对产品进行如下宣传，包括“较大减少了有害或潜在有害化学物质的产生”以及“从传统香烟完全转换为 IQOS 系统，可以较大减少人体接触有害或潜在有害化学物质的机会”。我们认为，该事件标志着传统烟草向新型烟草变革的拐点，新型烟草的减害特性进一步为监管机构和市场认可。
- **英国对 HNB 产品持开放态度，对于 HNB 产品的监管尚无明确的政策。**允许 HNB 烟具销售，且将 HNB 产品排除在公共场所禁烟范围之外。欧洲 2014/40/EU 指令于 2016 年 5 月 20 日在英国生效。同一天，英国《烟草及有关产品法规》（TRPR）生效。该法规是英国遵循欧洲 2014/40/EU 指令制定的国内对应法规，并进行了比欧盟指令更为细节化的规定。然而，两部法律都未针对 HNB 制品进行特别的规定。但由于业内人士普遍认为 HNB 应属于“新型烟草制品”的范畴，因此 HNB 制品目前由欧洲 2014/40/EU 指令第 19 章和英国《烟草及有关产品法规》第四部分的第 22-26 章中的规定所管辖。2018 年 11 月将 HNB 制品作为一个新的分类纳入英国烟草税收体系。
- 许多国家尚未对 HNB 产品进行专门的监管，虽然有些现行的控烟法规适用于 HNB，但其不够全面。例如许多欧洲国家将 HNB 产品归类为无烟烟草制品，影响控烟政策对 HNB 产品的实施。

### 1.2. 海外市场：主流烟草公司 HNB 销售进展：

#### 1.2.1. 菲莫国际旗下 IQOS 出货量持续创新高，日本烟草加速 HNB 产品创新

##### 菲莫国际：新型烟草贡献收入近 30%，IQOS 出货量持续创新高

**收入方面**，减害产品板块 2020 全年为公司贡献收入达 68 亿美元，营收占比达 23.8%（同比增长 5.1pct）；其中 IQOS 设备全年销售收入共计约 4.76 亿美元，占减害产品板块营收约 7%；2021H1 减害产品板块为公司贡献收入达 43.98 亿美元，营收占比达 28.5%（同比增长 5.6pct），继续创历史最高水平；其中 IQOS 设备在 2021H1 销售收入共计约 2.2 亿美元，

占减害产品板块营收约 5%，主要由于电池寿命、功能和可靠性的提高，使现有用户更换设备的周期更长、购买第二套设备的数量减少以及部分地区为准备 IQOS ILUMA 上市进行设备降价。此外，公司预计 2023 年减害产品收入贡献占比将达到 40%，2025 年减害产品收入贡献占比超过 50%。

**IQOS 出货量方面**，公司 2020 全年 IQOS 烟弹出货共 761.11 亿支，同比增长 27.6%，从销量占比来看，IQOS 烟弹已占公司总出货量（包含传统卷烟）的 10.8%（同比增长 3pct）；2021 年上半年 IQOS 烟弹出货共 460.9 亿支，同比增长 30.1%；从销量占比来看，IQOS 烟弹已占公司总出货量（包含传统卷烟）的 13.25%（同比增长 2.94pct）。

图 1：菲莫国际历年减害产品板块收入及其占比（亿美元，%）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：菲莫国际历年 IQOS 烟弹出货量及其销量占比（亿只，%）

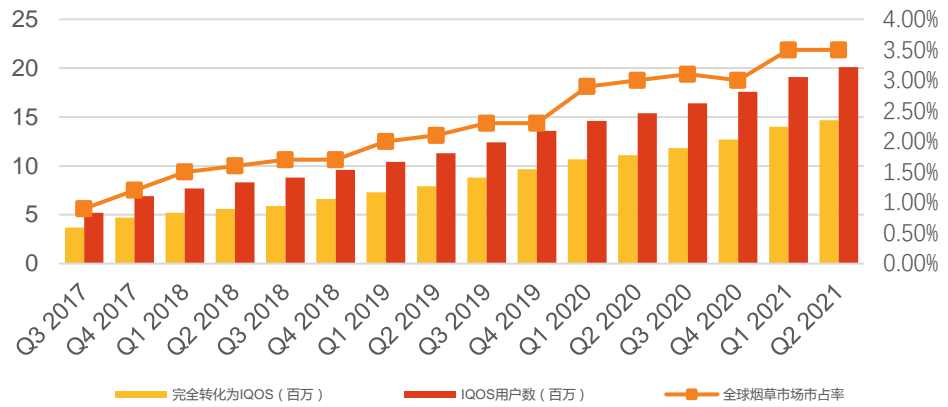


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**用户数量方面**，截至 2021H1，IQOS 用户数已达 2010 万人，环比增加 14.2%，同比增加 31.4%，其中完全转化为 IQOS 消费（即停止使用传统卷烟）的用户数量达到 1470 万人（73% 的留存率）；2021Q2，IQOS 烟弹在全球已推广市场中（除美国外）的综合市占率达到 7.3%，同比提升 1.4pct，目前 IQOS 已在全球 67 个国家和地区上市销售，计划到 2025 年将覆盖地区增加至 100 个。具体到不同地区来看：

- **欧盟**：2021H1，加热不燃烧烟弹出货量达到 133.47 亿支，同比+50.2%；2021Q2 加热不燃烧烟弹在欧盟地区的平均市占率为 5.5%，同比+1.6pct，此外 Q2 零售端销量环比增加 11%。
- **日本**：2021H1，加热不燃烧烟弹出货量为 165 亿支，同比增长 20.1%；受益于烟弹产品线的丰富，2021Q2 IQOS 烟弹在日本的市占率达到 21%，同比+2.3pct，环比+0.2pct；此外 2021H1，加热不燃烧品类占日本烟草市场的比例为 29%。
- **韩国**：2021H1，加热不燃烧烟弹出货量为 23 亿支，同比增长 1.2%；2021Q2，IQOS 烟弹在韩国市占率为 6.5%，同比-0.1pct。
- **俄罗斯**：2021H1，加热不燃烧烟弹出货量为 79 亿支，同比增加 26.3%，继续延续高速增长态势，其中 2021Q2 IQOS 烟弹在全国的市占率为 7.3%，同比增长 1.3pct。

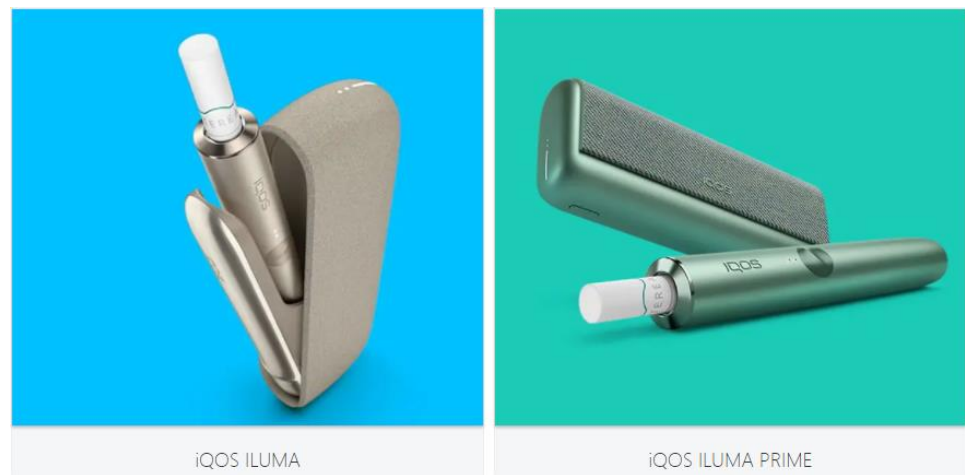
图 3：IQOS 用户数量（百万人）及全球市占率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在日本推出全新 IQOS ILUMA——公司迄今为止最具创新性和革命性的产品。公司于 2021 年 8 月 18 日在日本率先发布了 IQOS 系列新产品 IQOS ILUMA。此次发布总共推出了两款全新机型：IQOS ILUMA PRIME 旗舰机型和 IQOS ILUMA 标准型号。两款机型在日本市场的发布价格分别是 8980 日元（折合人民币 505 元）和 12980 日元（折合人民币 730 元）。

图 4: IQOS ILUMA PRIME 旗舰机型和 IQOS ILUMA 标准型号产品示意图



资料来源：VAPE CIRCUIT，天风证券研究所

**IQOS ILUMA PRIME** 是此次发布会发布的最高品质机型，与 IQOS ILUMA 型号规格相同，但采用了更优质的外观和材料，其外层采用阳极氧化铝和纹理包裹，可以通过用户的智能手机实现连接功能，也可以通过各种配件离线定制。IQOS ILUMA PRIME 此次总共发布了四款配色，分别是翡翠绿、金卡其色、黑曜石色和青铜灰褐色。

**IQOS ILUMA** 是更具性价比的一款机型，在设计方面延续了 IQOS 3 的设计理念。性能方面和 PRIME 款完全一致，有五个颜色选择，分别是：苔绿色、鹅卵石米色、鹅卵石灰、天蓝色和夕阳红。

图 5: IQOS ILUMA PRIME 四款配色

图 6: IQOS ILUMA 五款配色



资料来源：VAPE CIRCUIT，天风证券研究所



资料来源：VAPE CIRCUIT，天风证券研究所

**TEREA——全新升级并且仅适配新一代 IQOS ILUMA 机型的烟弹。**TEREA 是 IQOS ILUMA 系列专用的烟弹，是与 ILUMA 系列相匹配的特殊产品，具有内置金属片作为电磁感应加热器，从内部加热香烟，改善了传统机型加热片需要清理和维护的缺点，公司此次共发布了 11 款全新口味。

图 7：TEREA 烟弹 11 款口味示意图



资料来源：VAPE CIRCUIT，天风证券研究所

图 8：TEREA 内置金属片



资料来源：VAPE CIRCUIT，天风证券研究所

图 9：TEREA 仅适用于新款 IQOS ILUMA 两款机型



资料来源：VAPE CIRCUIT，天风证券研究所

**创新性应用电磁感应加热技术 Smartcore，不使用加热片，不需要清洗。**传统的 IQOS 机型是将烟弹嵌入设备主体之后由主体内的加热片将烟草加热到最高 350° C 以释放烟草蒸汽。全新 IQOS ILUMA 机型将加热片从设备上去除，使用全新的烟具内置电磁感应加热系统和 TERA 烟弹内置的金属片来实现。在烟弹嵌入机器后，机器开始加热时会产生一个磁

力,TEREA 内部的金属片作为加热剂进行加热,从而达到从烟具内部加热产生蒸汽的效果,由于取消了原先的加热片,插入和取出烟弹更加方便,烟草不会进入机器内部,更易清洁,同时产品保护性更强更耐用。

**更多功能优化用户体验。**除 IQOS ILUMA 机型应用电磁感应加热技术之外, 其还延长了抽吸时间, 可以连续加热两支烟弹, 比原来抽吸的时间延长一倍。此外, 新产品还具有智能感应加热功能, 与过去烟弹插入后需要长按按钮开始加热不同, 新产品在烟弹嵌入后会产生震动确认位置正确后自动加热, 并且在吸烟过程中如果烟弹脱落加热会自动停止, 确保了用户使用的安全性。同时还有全新的 Smart Gesture Lift Up 和 Smart Gesture Double Tap 功能, 即设备内部安装了感应器, 不使用时倾斜设备即可显示剩余电量, 在使用过程中点击设备可以显示剩余使用时间。

图 10: IQOS ILUMA 电磁感应加热系统示意图



资料来源: VAPE CIRCUIT, 天风证券研究所

图 11: TERA 烟弹与传统烟弹对比图



资料来源: ENGADGET, 天风证券研究所

**收购 Fertin Pharma 和 Vectura Group 加速无烟转型。**公司目标到 2025 年成为一家以无烟产品为主的企业, 于 2021 年分别收购 Fertin Pharma 和 Vectura Group, 其中 Fertin Pharma 是一家以口服产品为基础的创新药物和健康产品的领先开发和制造商, 产品包括尼古丁口香糖, 口腔类产品等, 同时是尼古丁替代疗法(NRT)解决方案的领先生产商, 企业价值为 51 亿丹麦克朗(约 8.2 亿美元), 拥有超过 850 名员工, 业务覆盖丹麦、加拿大和印度; Vectura 是创新型吸入药物输送解决方案提供商, 拥有 13 种主要的吸入性和 11 种非吸入性产品, 由全球主要制药合作伙伴销售, 以及临床开发药物的多样化合作组合。公司首席执行官 Jacek Olczak 表示“收购 Fertin Pharma 与 Vectura 将使公司扩大其在创新吸入和口服产品配方方面的能力, 以实现长期增长和回报, 吸入疗法的市场庞大并且增长迅速, 有巨大的潜力扩展到新的应用领域。”

图 12: Fertin Pharma 口服产品 Zapliq



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 13: Vectura 吸入设备示意图



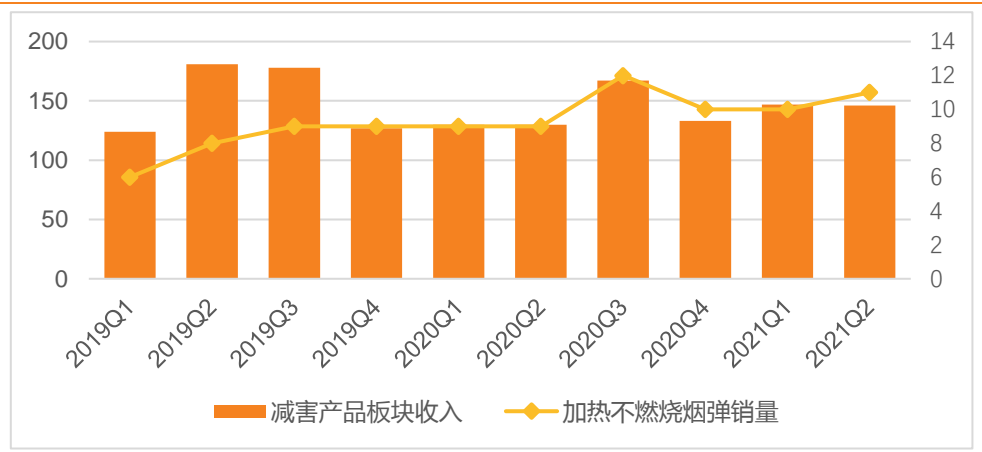
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所



### 1.2.2. 日本烟草：21H1 减害产品市场规模增长超预期，推出下一代加热不燃烧产品

公司 2021H1 减害产品板块实现收入 293 亿日元（约 2.67 亿美元），同比增长 13.1%，主要受加热不燃烧产品销量增长推动；加热不燃烧烟弹销量为 21 亿支，同比增长 16.7%。公司 2021H1 在日本减害产品板块的市场占有率为 9.8%。目前日本整体减害产品市场规模约占烟草行业总量的 29.5%，2021H1 日本加热不燃烧烟弹总销量为 217 亿支，同比增长 13.6%。2021Q2 公司减害产品板块实现收入 146 亿日元（约 1.3 亿美元），同比增长 12.3%，加热不燃烧烟弹销量为 11 亿支，同比增长 22.2%。

图 14：日本烟草历年减害产品板块收入及加热不燃烧烟弹销量（亿日元，亿只）

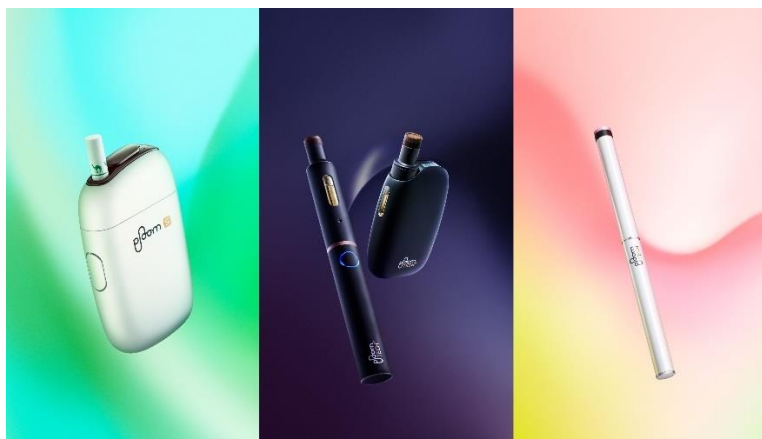


资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

**行业方面**，据公司预计，2021 年日本香烟总销量下降幅度将由 8% 以上扩大至 9% 以上，主要由于减害产品增长超预期，公司预计日本减害产品市场规模将继续扩大，预计从占全年烟草行业总量的 20% 左右扩大至 30%；烟草行业总量下降幅度预计从 4.0% 以上调整至 3.0% 以上，反映出今年上半年日本烟草行业的弹性交易量。

**公司产品方面**，预计 2021 年其香烟销量下降幅度从 7% 以上上调至略低于 11%，主要原因是其减害产品板块增长超最初预期，以及价格的激烈竞争；全年其加热不燃烧烟弹的销量预计维持在 45 亿只以上。公司已于今年 7 月在全球最大的加热不燃烧市场日本推出下一代加热不燃烧设备 Ploom X，这是公司根据世界各地的消费者需求，开发的第一个全球产品，可提供更丰富和浓郁的口味，改进的设计，和更直观的用户体验。Ploom X 将逐步在其他市场推出。同时公司在推出其整合烟草业务的新运营模式和加强在日本市场竞争力的几项举措上取得稳步进展，公司相信这些举措将成为其未来增长的催化剂，并且将继续提供超出消费者预期的产品和服务。

图 15：日本烟草加热不燃烧产品 Ploom 示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.3. 国内市场：产品持续出海，国家局全面推动烟草科技创新

#### 1.3.1. 各地中烟产品持续出海试水，四川中烟产品正式进入欧洲

近年来，我国对 HNB 重视程度持续加强，各地中烟公司加速布局。

- 1) 四川中烟于 2017 年底、推出“宽窄·功夫”新型烟草品牌，是我国行业内第一家实现规模生产并出口加热不燃烧卷烟的企业，该产品由中国香精香料旗下的吉瑞惠州代工，目前产品已在韩国上市。2019 年 8 月，公司在中国（深圳）国际电子烟展览会上展出来人工智能概念的 KUNGFU PLUS 加热器，从多维感官入手进一步提升了抽吸体验；

2021 年 8 月 1 日，四川中烟“KUANZHAI”烟弹于西班牙第三城市瓦伦西亚上市，标志着四川中烟正式进入欧洲市场。目前，西班牙上市的宽窄烟弹有：原味、原味浓、薄荷、蓝莓、陈皮薄荷 5 种口味，这些产品前期将在西班牙第三大城市瓦伦西亚烟草零售店销售，后续逐步进入马德里、巴塞罗那等多个城市。虽然受疫情影响，但自去年底产品出口西班牙以来，公司按照欧盟 TPD 备案及西班牙卫生署审批要求，在进行为期 6 个月的法定公示后，得以正式在西班牙国内市场上市，未来公司表示将以数字化赋能国际化运营，以网络化提升融入新格局的能力，打造国际一流加热不燃烧品牌。同时 7 月 28 日，KUNGFU 全球英语和西班牙语品牌网站正式上线，开启 KUNGFU 和 KUANZHAI 品牌全新对外宣传展示平台（英语网站：kuanzhai.tech，西班牙语网站：kuanzhai.es），网站亮点包括 1）功夫青和烟墨灰高级基调；2）版式设计丰富全面；3）技术路线立足客户。我们认为，四川中烟加热不燃烧品牌成功进入欧洲市场将进一步提升我国加热卷烟海外知名度和市场销量，利好我国 HNB 产业链。

图 16：四川中烟宽窄产品示意图



资料来源：宽窄造物公众号，天风证券研究所

- 2) 云南中烟历时五年，打造了我国第二个走出国门的加热不燃烧卷烟品牌“MC”。通过与其下属企业的子公司华玉科技进行新型烟草的研产销，公司推出了多款 HNB 产品。在 2018 年 4 月 IECIE 深圳电子烟展上，该品牌产品获得了来自日本、韩国、俄罗斯、马来西亚、乌克兰、北美、尼日利亚等 10 个国家和地区的意向客户 40 余家，为其新型烟草产品大批量上市奠定了基础。2019，华玉科技在该展会上又代表云南中烟展示了包括“MC”、“红塔山（HTS）”在内的一系列 HNB 产品；

- 3) 广东中烟是行业内第三家推出加热不燃烧烟草制品的企业，其 HNB 产品 MU+、ING 是公司历时五年研发，于 2018 年 7 月成功在老挝上市的首套产品；

4) 湖北中烟旗下新型烟草平台小耦科技于 2018 年推出 MOK 加热不燃烧烟草产品后，在国内武汉 MOK 官方旗舰店和韩国发售。截至目前，湖北中烟已推出多款产品：MOK 1.9、MOK 2.0、MOK mini、MOK one 等初代/升级款 HNB 烟具。

新款 MOK one 将创新技术与烟草完美结合，12 秒快速预热，陶瓷针式充分加热不燃烧，保留烟草味道的满足同时降低有害物质的产生，吸阻舒适，让烟弹品吸更接近传统卷烟的消费习惯。850mAh 的电池容量，可连续吸烟 12~15 支烟弹

图 17：湖北中烟 MOK 产品示意图



资料来源：“新消费前线”公众号，天风证券研究所

5) 黑龙江中烟公司通过与国健华烟合作，共同推出了联名款烟具 KOKEN，以及配套烟弹 LOPATO。

目前已经推出 HNB 产品的地方中烟工业公司还有，河南中烟拥有烟弹品牌“悦尚”，山东中烟拥有烟弹品牌“方寸”，安徽中烟拥有烟具品牌“巅”。

表 1：部分中烟公司 HNB 烟具&烟弹品牌名称

公司名称	HNB 烟具品牌	HNB 薄片品牌
四川中烟	宽窄·功夫	宽窄子弹头
云南中烟	MC	MC
广东中烟	MU+	ING
湖北中烟	MOK	COO
黑龙江中烟	KOKEN	LOPATO

资料来源：宽窄功夫官网、华玉科技官网、广东中烟、小耦科技官网、国建华烟官网、再造烟叶公众号，天风证券研究所

图 18：湖北中烟-MOK 烟具及 COO 烟弹产品示意图

图 19：四川中烟-宽窄烟弹产品示意图



资料来源：HNB 资讯与交流公众号，天风证券研究所



资料来源：HNB 资讯与交流公众号，天风证券研究所

国内市场方面，加热不燃烧品牌 NUSO 于 2021 年 7 月在国内首推四大口味新品。加热不燃烧品牌 NUSO 目前全球市场分布 20 多个国家，分别涵盖了欧洲，中东，东南亚等地区。2021 年 7 月，NUSO 在中国大陆首次推出了本草加热不燃烧系列。本次首推新品包含 4 款明星口味：本真原味，清凉薄荷，微醺莫吉托和冰炫蓝莓。NUSO 新一代的加热不燃烧系列，在“产品研发”上进行创新的同时追求“口味还原”，其研发团队在初期进行大量市场调研和产品研究，在研发过程中进行严格品控和多重测试以不断改良配方和工艺。

图 20：NUSO 示意图



资料来源：NUSO 官方公众号，天风证券研究所

### 1.3.2. 国家局全面推动烟草科技创新，以中式卷烟、重大需求和降焦减害为战略方向

2021 年 9 月 27 日，为贯彻落实党中央、国务院关于科技创新的决策部署，国家烟草专卖局党组印发指导意见，要求全面加强新时代行业科技创新工作。指导意见指出，当前，行业发展已经进入依靠科技创新全面塑造发展新优势的阶段。坚持创新在行业高质量发展全局中的核心地位，把科技自立自强作为行业发展的战略支撑。

指导意见强调，以面向世界烟草科技前沿、面向中式卷烟主战场、面向行业重大需求、面向降焦减害为战略方向，坚持科技创新与体制机制创新“双轮驱动”，以提升科技创新体系化能力和创新链整体效能为主线，以强化创新人才队伍建设为保障，通过市场需求引导创新资源有效配置，为行业高质量发展提供强大的科技支撑。

大烟民基数奠定减害需求规模，我国加热不燃烧烟草市场正值用户培育初期。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。从吸烟率来看,15岁以上人群吸烟率2015年为27.7%,目标到2022年小于24.5%,2030年小于20%。在此背景下,加热不燃烧烟草因其减害及类真烟的口感,以及使用方便且对周围环境影响小的特点在吸烟者中的需求不断提高。对比 IQOS 在国外市场上的高转化率,我们认为,随政策逐渐放开,我国加热不燃烧烟草市场有望因国内较大的烟民基数孕育可观市场规模。

## 2. 雾化: FDA 通过首个电子烟 PMTA 申请, 标杆作用明显

### 2.1. 海外监管: 美国 PMTA 审核加速推进中, 放行首款雾化电子烟上市审批

#### 北美市场雾化电子烟监管变迁及最新进展:

自2017年7月FDA首次公布第一版PMTA指南(烟草上市前审查)以来,FDA一直未通过一款PMTA申请。直至2021年8月26日,FDA发布了第一批电子尼古丁传递系统(ENDS)产品的营销拒绝令(MDO),已对超过600万种电子烟产品的PMTA申请采取行动,包括因缺少所需审查内容而拒绝一家公司的约450万种产品的备案审查申请,以及为超过946,000种调味电子烟发出132份营销拒绝令(MDO)。

2021年10月12日,美国FDA发布首个PMTA许可产品,允许英美烟草旗下VuseSolo系列3个产品,包含1款封闭式电子烟设备和2款烟草味烟弹。FDA表示,相关电子烟制造商的数据表明了使用烟草味的产品可显著帮助成年吸烟者减少有害成分(HPHC)的摄入,授权该类产品上市将对成年传统烟草使用群体有益。此外,FDA对VuseSolo提交的10份调味产品申请发布了营销拒绝令(MDO),FDA仍在审核剩余的PMTA申请。

图 21: 2021 年 PMTA 过审列表

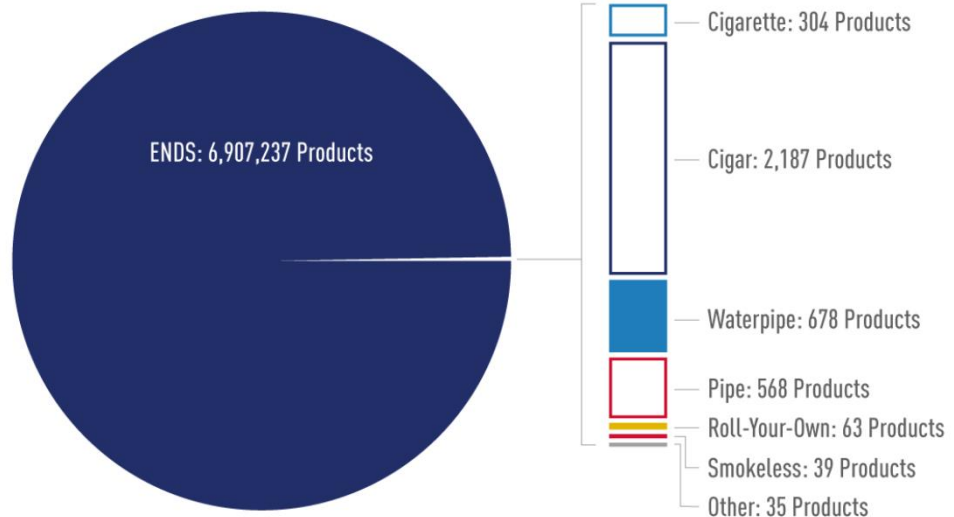
Manufacturer	Product Name and Order Letter	Product Category	Date Issued	Decision Summary
R.J. Reynolds Vapor Company	<a href="#">Vuse Solo Power Unit</a>	ENDS	10/12/2021	<a href="#">PM0000551</a>
R.J. Reynolds Vapor Company	<a href="#">Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G1</a>	ENDS	10/12/2021	<a href="#">PM0000553</a>
R.J. Reynolds Vapor Company	<a href="#">Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G2</a>	ENDS	10/12/2021	<a href="#">PM0000560</a>

资料来源: FDA, 天风证券研究所

**FDA 首次放行雾化电子烟 PMTA 申请, 标杆作用意义重大。**我们认为,10月12日电子烟PMTA申请通过意义重大,一方面美国FDA认可了雾化电子烟的减害特性,打消了此前投资者对于美国市场的监管担忧,英美烟草旗下其他产品线也有较大概率相继获批上市;另一方面,美国作为全球第一大电子烟消费国,FDA的监管动态也是全球的主流监管风向标,我们认为此次电子烟授权将对其他地区 and 国家的电子烟监管起到正向带动作用,监管逐步明晰后渗透率有望快速提升。

电子烟“类烟草化监管”大势所趋，调味型过审较难，利好龙头品牌公司。截止到目前，FDA 表示仍有 2% 的 PMTA 申请正在审核中，包括英美烟草主打产品 Vuse Alto、JUUL 的申请仍在审核中，该类审核中产品在美国市场仍然可以正常销售。从监管趋势来看，我们认为“调味型产品”的过审概率较低，后期美国市场将以烟草、薄荷醇口味为主流，Vuse Alto 产品线也有望在后期过审上市。

图 22：截止 2021 年 7 月 28 日 FDA 在审烟草产品分类中，ENDS（雾化类电子烟）为主流



资料来源：FDA，天风证券研究所

我们认为在短期来看，不合规的小品牌及供应链厂商的产品销售及订单受到 FDA 颁布的营销拒绝令的负面影响，部分品牌可能选择采取合成尼古丁来规避 FDA 监管范围；中长期来看，我们认为美国电子烟市场的“类烟草化管理”大势所趋，监管趋严背景下大品牌、大公司的资源、技术储备可以应对不断提升的准入门槛和监管成本，龙头品牌的竞争力和市场占有率有望继续提升。

总的来看，此次通过 Vuse Solo 上市申请，表明 FDA 认可了烟草味电子烟在鼓励烟民减少传统卷烟消费、降低吸烟率等公共健康方面所起到的正向促进作用，但由于此前青少年的使用比例过高需要做出相应管制措施。因此我们认为在控烟、减害、技术迭代背景下，传统烟草消费方式的升级机会仍然存在。

## 2.2. 海外市场：主流雾化电子烟品牌产品销售更新

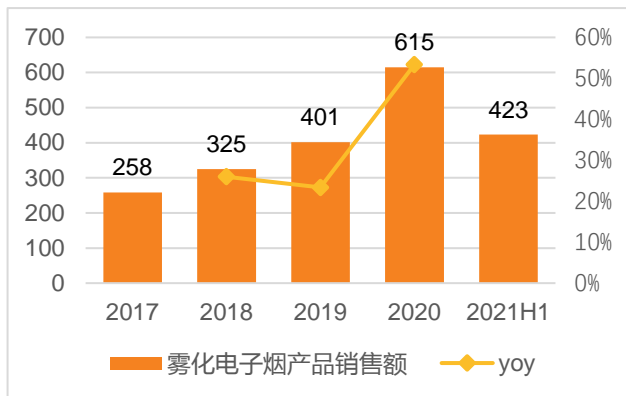
### 2.2.1. 英美烟草（BAT）：雾化电子烟产品销量近年来快速增加

自 2017 年公司收购 Vype 品牌后，英美烟草进一步增强了其电子烟产品组合，17 年销售额达 2.58 亿英镑。2018 年实现收入 3.25 亿英镑，同比增加 25.9%。2019 年由于出现电子烟肺病事件，引起消费者担忧导致 2019 年雾化电子烟产品增速减缓，但整体销售额仍呈增加趋势。2019 年 11 月英美烟草宣布，将其新型烟草产品组合创建三个全球品牌：VUSE、VELO、GLO，进一步加速其新品类业务的增长。

2021 年上半年，公司雾化电子烟实现收入 4.23 亿英镑，同比增长 59.3%，烟弹销量 2.47 亿只，同比增长 70%；旗下品牌 Vuse 在前五大市场（美国、加拿大、英国、法国和德国）的市占率达到 32%，同比提升 6.1pct，在其中 4 个市场处于领先地位；其封闭设备出货量在前五大市场均位于领先地位。在美国，Vuse 烟弹销量增长 97%，远超过已经恢复增长的总雾化行业销量增速 30%，推动了 56%（按不变汇率计算）的营收增长；同时 Vuse 在美国雾化市场的市占率比 2020 财年增加 510 bps 达到 30%，主要受 Vuse Alto 成功推出影响，其市占率在今年 5 月达到 27.5%，比 2020 财年增加 720 bps。公司已经在美国 20 个州取得市占率的领导地位，并继续接近总市占率的领导地位。

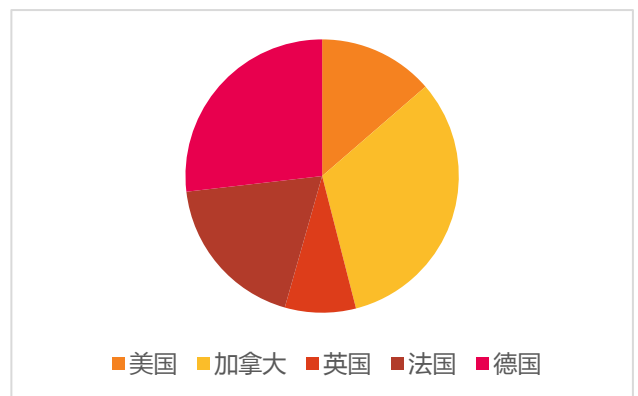
分地区来看，截至 2020 年年底，Vuse 美国市占率 29.1%，加拿大 69%，英国 17.9%，法国 40%，德国 57.2%。同时，在 2021 年 1 月，公司试运营了第一款大麻二酚（CBD）电子烟产品 Vuse CBD Zone，丰富了雾化电子烟产品品类。

图 23：英美烟草历年雾化电子烟产品销售额（百万英镑）



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

图 24：截至 2020 年底 Vuse 各国市场占有率 (%)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2021 年 9 月 8 日，公司宣布，按价值份额计算，Vuse 现在是全球第一大电子烟品牌。在电子烟领域取得全球领先地位标志着公司转型的一个重要里程碑，并展示了其全球新类别业务的持续强劲势头。

**旗下品牌 Vuse Solo 成美国首款通过 PMTA 认证的雾化电子烟产品。**10 月 12 日，美国 FDA 发布首个 PMTA 许可产品，允许英美烟草旗下 Vuse Solo 系列 3 个产品，包含 1 款封闭式电子烟设备和 2 款烟草味烟弹。FDA 表示，相关电子烟制造商的数据表明了使用烟草味的产品可显著帮助成年吸烟者减少有害成分（HPHC）的摄入，授权该产品上市将对成年传统烟草使用群体有益。此外，FDA 对 Vuse Solo 提交的 10 份调味产品申请发布了营销拒绝令（MDO），FDA 仍在审核剩余的 PMTA 申请。我们认为，此次电子烟 PMTA 申请通过表明美国 FDA 认可了雾化电子烟的减害特性，打消了此前投资者对于美国市场的监管担忧，英美烟草旗下其他产品线也有较大概率相继获批上市。

### 2.2.2. 帝国烟草：加强新型烟草领域投资，为满足消费者需求和减害做出贡献

公司在截至 2021 年 3 月 31 日的半年度报告期内，实现净收入 35.7 亿英镑，同比增长 3.5%，主要由传统烟草板块增长 3.2% 以及新型烟草板块增长 16% 所贡献；实现营业利润 15.9 亿英镑，同比增长 8.1%。其中新型烟草板块实现净收入 0.95 亿英镑，同比增长 16%，主要由于公司不断优化在该领域的投资以及去年去库存战略较为成功。分地区来看，

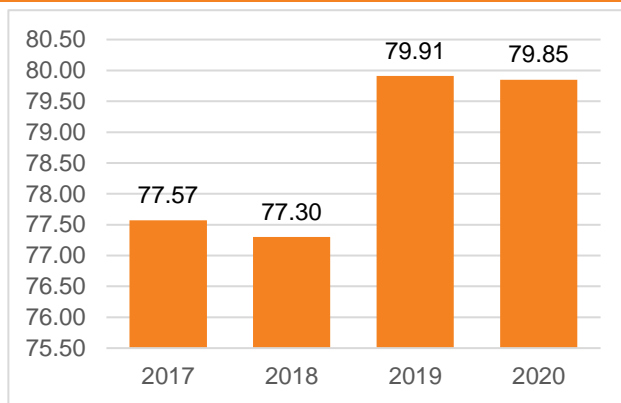
- **欧洲：**公司在截至 2021 年 3 月 31 日的半年度报告期内新型烟草业务实现净收入 0.55 亿英镑，同比增长 83.3%，公司的雾化电子烟品牌 blu 在英国、法国和意大利等几个市场的市场份额保持相对稳定，在加热烟草方面，公司将继续为今年下半年推出两个试点市场做准备；
- **美国：**公司在截至 2021 年 3 月 31 日的半年度报告期内新型烟草业务实现净收入 0.33 亿英镑，同比增长 10%，公司于今年修订了 blu 的上市战略并计划于下半年开始初步试点，PMTA 方面，公司于去年四月提交了申请继续销售一系列含有不同尼古丁浓度和口味的雾化电子烟产品的 PMTA 申请，仍在等待结果；
- **非洲、亚洲和大洋洲：**公司在截至 2021 年 3 月 31 日的半年度报告期内新型烟草业务实现净收入 0.07 亿英镑，同比降低 69.6%，主要由于公司决定退出俄罗斯和日本的雾化电子烟市场以及日本的加热不燃烧产品市场，反映了公司对新型烟草业务更有针对性的态度。

图 25：帝国烟草雾化电子烟产品 blu 示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 26：帝国烟草历年烟草以及 NGP 产品收入（亿英镑）



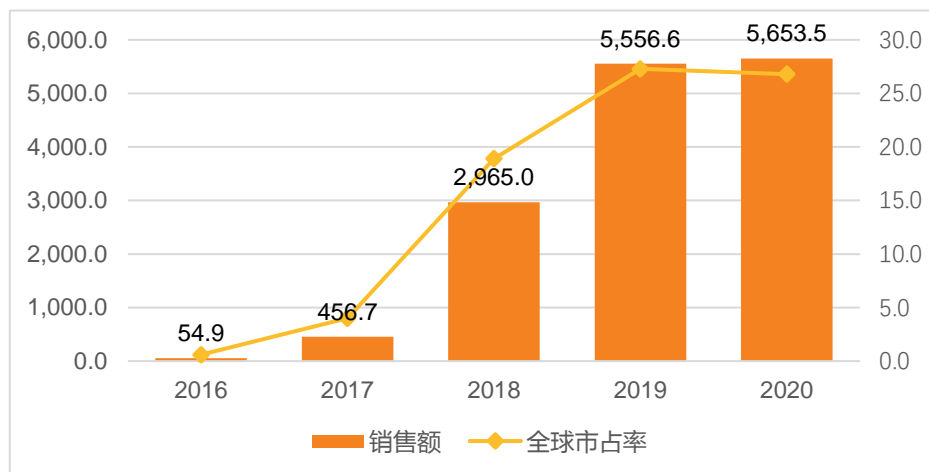
资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

帝国烟草首席执行官 Stefan Bomhard 表示，公司在实施战略转型方面实现了良好的开端，并将继续努力实现全年目标。在烟草领域，公司制定了明确的市场优先秩序，聚焦最可实现稳定盈利的市场，五大重点市场的总体市场份额表现稳定；新型烟草领域，公司的业绩表现有所改善，未来将重点投资新型烟草市场，并计划在今年下半年启动蒸汽产品和加热不燃烧产品的市场测试。公司目标是创建一个成功的新型烟草业务，满足消费者需求，并且为减害做出贡献。

### 2.2.3. JUUL：受诉讼影响，市占率呈下滑趋势

行业竞争激烈，静待美国 PMTA 审核结果。截至 2020 年，JUUL 市占率为 26.8%，以 56.5 亿美元的电子烟销售额位居全球第一。然而在过去一年里由于此前向众多未成年人销售电子烟而受到监管审查、诉讼和调查。同时英美烟草旗下雾化电子烟产品 Vuse，凭借多媒体营销活动和 \$0.99 的低售价抢占较多市场份额，公司的总销售额和市场份额均成下降趋势，截止 2021 年 8 月 Juul 的销售额下降了 5 亿美元，雇员裁减四分之三，放弃在 14 个国家和地区的业务，还关闭了其社交媒体业务，并停止了在美国的所有广告。但公司已不惜一切代价试图挽回市场，2020 年 JUUL 大股东花费近 1100 万美元，游说各州政府，试图让 FDA 允许其继续在美国销售电子烟，花费 5.1 万美元让《美国健康行为杂志》刊登该公司资助的 11 项研究，旨在提供 Juul 产品帮助烟民戒烟的证据。根据最新 FDA 公布数据，JUUL 电子烟仍在 PMTA 申请审核处理中。

图 27：JUUL 终端零售规模及市占率（百万美元，%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



## 2.3. 国内市场：监管趋严，龙头品牌盈利能力较强

### 2.3.1. 监管逐步落地中，行业集中度上升

3月22日，工信部发布，拟在《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》附则中增加一条，作为第六十五条：“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。”

核心观点：我们认为，

- 1、**重点在于加强监管**，授予中烟对雾化电子烟等新型烟草产品的监管权限，此次修例将首先明确雾化电子烟的监管主体，由中烟作为监管机构进行监督检查，加强监管是主要目的，完全禁售或完全专营专卖的可能性较低。
- 2、**预计后续将对电子烟落地征税细则**，依法按照烟草制品进行税收管理，我们认为后期有望逐步落地对于雾化电子烟等新型烟草产品的征税体系论证研究，将与我国传统卷烟类似，为国家财政收入等方面做出正面贡献。
- 3、**预计对上游主要原材料尼古丁进行追溯管理**，我们认为，在对雾化电子烟进行“类烟草化”管理后，监管机构或将对尼古丁的生产、销售进行许可制或牌照制，有资质、生产规范的企业可允许进入产业链生产、销售环节。
- 4、**全球新型烟草趋势已来！预计中烟后续配套新型烟草政策出台，加速中烟 HNB 产品推广上市**，持续满足消费者的减害需求、提升消费体验及卷烟上结构。

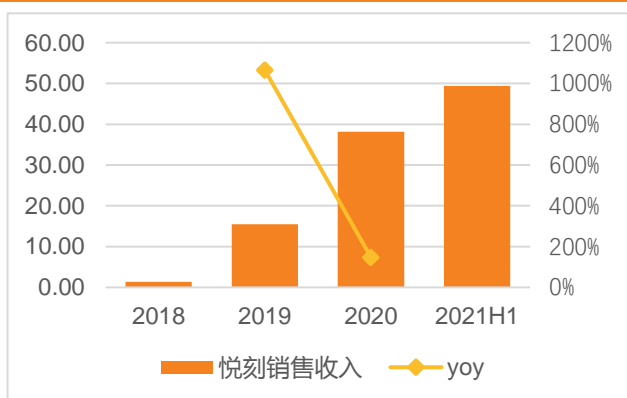
综上，我们认为，此次监管出台明确了雾化电子烟的监管主体和方向，后续还需等待具体细则落地，监管落地将有效推高行业门槛，集中度提升，利好行业上下游龙头企业。

### 2.3.2. 国内各电子烟品牌销售近况一览

#### 悦刻——国内雾化电子烟龙头，持续保持高增长态势

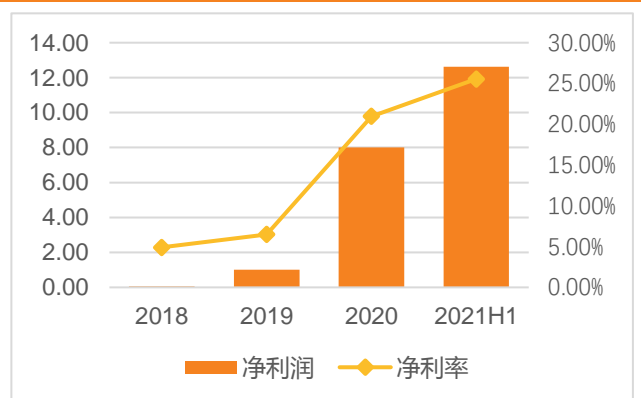
2020年全年，受益于线下门店的快速扩张，公司实现收入38.20亿元，同比增长146.5%；销售毛利率达到40.0%，同比增加2.5pct；Non-GAAP净利润达到8.01亿元，2019年同期为1.00亿元，2020年Non-GAAP净利率达到21.0%。2020Q4，公司实现收入16.19亿元，同比增长294%，环比增长44.5%；销售毛利率在报告期内达到42.9%，环比增加3.8pct，显示出公司对于上下游的议价力进一步增强；Non-GAAP净利润达到4.19亿元，环比增加70.5%，Q4对应Non-GAAP净利率达到25.9%，公司盈利能力大幅提升。2021H1实现收入49.4亿元，同比增长357%；Non-GAAP净利润12.62亿元，对应Non-GAAP净利率达到25.55%。

图 28：悦刻历年销售收入及 yoy (亿元，%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：悦刻历年净利润及净利率 (亿元，%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

线下门店增长势头较好，盈利能力有望继续提升。截止 20 年底，公司品牌专卖门店数量

超过 10000 家，Q4 季度净增长约 5000 家，21 年公司在持续监测及保证单店盈利情况的前提下，预计将继续扩张线下专卖门店数量，以覆盖更广区域及市场。同时，受益于内部流程优化及供应链管理能力提升，公司预计经营毛利率有望继续稳步提升。从公司内部监测的用户数据来看，有越来越多竞品消费者转向公司产品，用户留存率也呈现出增长态势。疫情之下，2020 年 2 月，悦刻设立 2000 万零售门店帮扶基金，持续推进帮扶措施，帮助零售门店缓解经营压力，恢复生意。

**启动强制验龄模式，加强未成年人保护。**2019 年 12 月，公司推出了防范未成年人购买的智能保护系统“向阳花系统”，进一步防范未成年人接触和购买电子雾化器产品。自 2020 年 6 月起，公司防范未成年人购买的智能保护系统“向阳花系统”悦刻专卖店覆盖率为 100%。同时 2021 年 6 月，“向阳花系统”升级为 3.0 版本，实现强制验龄，消费者购买产品必须先完成“姓名+身份证号+人脸识别”的三重验证，此次升级意味着公司从技术和制度层面实现了购买电子雾化产品前 100%的年龄验证。同时“向阳花系统”也依托大数据风控技术，筛查每一笔订单，判断专卖店是否违规售卖给未成年人，并严厉处罚违规门店和责任人。2021 年 6 月 1 日，随着新修订的《中华人民共和国未成年人保护法》正式落地实施，公司发布《致全体商业合作伙伴的公开信》，向包括悦刻专卖店主、店员、经销商在内的所有商业合作伙伴强调，必须严格遵守法律规定，禁止向未成年人销售产品。

图 30：悦刻专卖店



资料来源：悦刻官方公众号，天风证券研究所

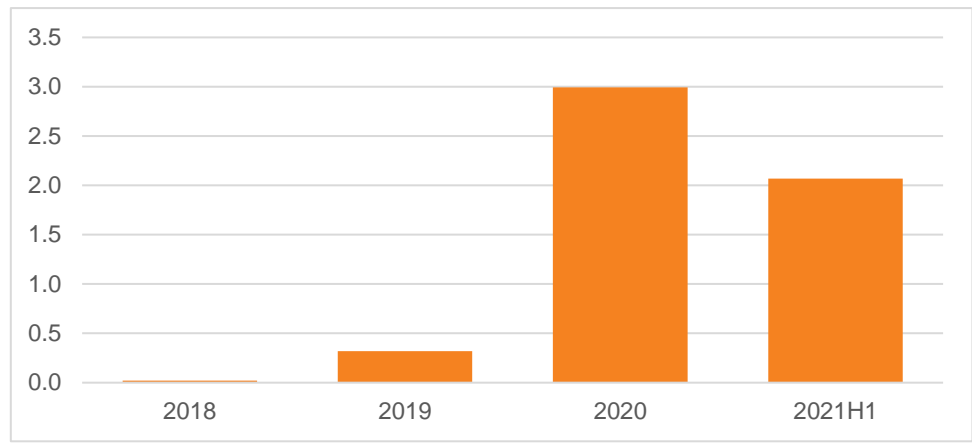
图 31：悦刻向阳花系统示意图



资料来源：悦刻官方公众号，天风证券研究所

**持续加大科研投入，验证并挖掘产品的低风险潜力。**2020 年，悦刻研发投入 3 亿元人民币，开展理化研究、毒理研究、临床研究和长期影响评估确保严格的品质控制。在 2019 年投资打造了国内首个独立电子雾化器品牌理化实验室 RELX Lab，并建立严谨的实验室运行体系和数据管理体系。2020 年 8 月，RELX Lab 通过中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 认可，成为国内第一家通过 CNAS 认可的电子雾化器品牌理化实验室，认可的领域包括化学和微生物两大领域，涉及 29 项认可项目，54 项检测指标，8 项国际标准检测方法和 6 项自主方法。截至 2020 年底，已有 6 所大学、2 家医院和 10 个科研机构与公司在不同领域开展了电子雾化科学的研究项目。2020 年 9 月，公司启用了第二个业内开创性的电子雾化实验室—生命科学实验室，针对电子雾化气溶胶在人体细胞、动物层面的减害程度进行系统的研究，并开展临床前安全评估。通过公司严格的质量把控体系，2020 年，公司的雾化杆和雾化弹客退不良率下降 50%。

图 32：悦刻历年研发投入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 柚子 YOOZ——国内头部雾化电子烟品牌

**销售情况方面**，2020年5月，YOOZ官方公布其单月烟弹销量破百万。2020年3月至7月，公司销售额月均环比增速超过20%，即7月销售额达到2月销售额的近2.5倍，单月烟弹出货量突破200万颗。公司方面表示，“通过供应链的各品牌出货数据，可以看出公司已经是国内市场第二名的品牌。”**融资方面**，2021年6月15日，YOOZ柚子近期已完成新一轮超2亿美金融资，所融资金主要用于线下新老门店支持、拓展及新品研发。

**开展柚子万店计划，加速线下专卖店布局**。2021年初，柚子在发布万店计划，投入6亿资金，设立6个补贴项目，单店补贴突破百万，其中，连续六个月的租金补贴可以支撑商家在一定时间内积攒客户群体。随着补贴计划的实施，线下专卖店布局一再提速，仅三个月时间已经突破4000家。

**低价策略降低门槛，精准定位创新产品**。2020年5月，YOOZ柚子发布入门级产品YOOZ mini主机，售价9.9元，通过低价策略引发了低价产品潮，降低用户消费电子烟门槛。7月，升级旗舰产品ZERO系列，推出12款炫彩主机。2021年9月，YOOZ第五代UNI产品图曝光，定位商务人群，配置无线充电盒。作为国内头部雾化电子烟品牌，就产品而言，YOOZ柚子采取重产品策略，创新烟弹口味打开市场，同时展开更针对精细化人群的技术迭代，加速其线下专卖店布局。

图 33：柚子第五代 UNI 产品图



资料来源：柚子官方公众号，天风证券研究所

### MOTI 魔笛——开店数量及覆盖面持续扩大

**销售方面**，截至 2021 年 4 月底，MOTI 魔笛终端门店数量近 5000 家，单店月赚 10 万元，其中三月新建店 1721 家、4 月新建店 1005 家，入驻了全国 90% 的 S 级商圈。开店数量和覆盖面紧随悦刻之后，名列国内电子雾化品牌第二。同时魔笛推出线下开店补贴政策、合理布局线下门店，投入 10 亿元开启万店计划。8 月 11 日魔笛强势推出“风暴行动”，投入 8000 万巨资加大老店活动补贴政策力度，帮助门店进行会员拉新、复购、沉淀和运营，缓解门店经营压力，助力门店销售提升。

**经销商分级管理，降低开店风险。**在线下销售方面，MOTI 魔笛提出了“选择优质 B 端经销商”的渠道拓展策略，通过罗森、7-11 等区域性 KA 渠道投放产品。同时基于长期主义及对用户负责的理念，筛选拥有长期终端门店管理能力的成熟经销商作为区域代理。

MOTI 魔笛以长期终端门店管理能力为评判标准，以广度复制能力为辅助标准，采用了两级经销商制度，一级经销商通常拥有上百家门店管理、运营的经验和能力；二级经销商则在局部市场上细化经营管理运作。对经销商的定位和分级管理，使魔笛的经销商水平普遍质量高于行业水平，带来了较低的中下游风险，也使得魔笛较其他品牌拓店速度较慢，但提高终端品牌加盟店的稳定性，“关店率”在行业内也处于较低水平。同时魔笛将逐步拓展海外市场。

图 34：魔笛产品图片



资料来源：魔笛官方公众号，天风证券研究所

### 铂德 Boulder——技术储备充足，注重产品研发

**销售方面**，作为国内一线品牌，其 2021 年第一季度门店新增数量超过 2020 年全年开店数量总和，是今年开店速度最快的品牌之一。2021 年 5 月，其门店数量已经超过 3600 家，平均增长速度达到月均 1000 家。铂德将在 8 月份始至年末对旗下门店开展以“门店复购、用户拉新”为目的的帮扶活动，减轻和解决门店现在所面临的运营压力。

**相应绿色理念，加速产品创新。**2021 年 8 月，铂德最新发布产品：插画印象版 KATE Graffiti，改其“理工审美”采用涂鸦插画、升级雾化结构，推出多种口味提升味觉体验。2021 年 9 月 23 日，铂德响应“绿水青山就是金山银山”理念，积极推动碳中和工作，助力绿色低碳发展，推出了 KATE 隐愫系列雾化杆，运用的高科技聚烯烃类复合材料更加环保。

**技术储备充足，注重产品研发。**从 2017 年开始，公司储备了大量烟油研发技术和人才，技术储备充分，同时实验室开始按照 FDA 要求进行配方、工艺、成分的改善与研发，自主研发掌握雾化液、雾化芯等核心技术，对毒性致瘾性和吸引力进行科学研究和实验。铂德进行近 4 年潜心准备，耗资超过 1 亿元，于 2020 年 9 月 8 日向美国 FDA 正式提交了以烟油为核心的 PMTA 申请，共计 9 个 SKU，并于 2020 年 11 月 12 日通过初审进入下一阶段。同时公司一直以“重资产”的方式运作，拥有全产业链，能够自行进行原材料采购、技术研发、生产，降低生产成本，提高抗风险能力，全权把控产能，制造优质产品。

图 35：铂德 KATE 隐愫系列雾化杆



资料来源：铂德官方公众号，天风证券研究所

### 3. 投资建议与推荐标的

正如前文所述，我们认为新型烟草是在传统烟草基础上的一次消费升级和技术升级机遇。在传统卷烟发展逐步滞缓的今天，以高科技、消费升级为媒介所诞生的新型烟草已经在如火如荼的抢占传统卷烟市场份额，快速上升的销售规模也反应了消费者对于新型烟草这一新品类的认知度和接受度在逐步上升。

- **国内市场投资机遇—国内 HNB 市场空间可观，静待政策落地，建议关注相关供应链企业。**我国是烟草大国，我们认为随着政策的逐渐放开，我国加热不燃烧烟草市场有望因国内较大的烟民基数孕育可观市场规模，建议关注中烟供应链服务商。**HNB 供应链投资标的：重点推荐：华宝国际（股份）**（烟用香精及新型烟草薄片布局领先）；**劲嘉股份**（国内烟标龙头，与云南中烟唯一战略合作民企），**中烟香港**（收购上游巴西烟叶加工商，中烟唯一资本平台）；建议关注：东风股份（参股布局新型烟草制品）、集友股份（研发烟用薄片）、顺灏股份（烟弹烟具布局双管齐下）、中国波顿（收购国际电子烟厂商吉瑞）。
- **海外市场投资机遇—监管趋严，门槛抬升，积极拥抱大品牌、大市场。**参照传统卷烟行业近百年的发展历史，从 100 年前的野蛮生长到现在的寡头垄断，监管力量与资本力量是决定行业集中度变化的核心因素。近年来一方面以 JUUL 为代表的新型烟草“新秀”希望通过技术革命实现对传统烟草巨头的替代或互补；另一方面受控烟限制，以 PMI 为代表的传统烟草巨头也在进行“自我救赎”，力图继续称霸下一个烟草时代。但确定的是，由于新型烟草产品本身的含尼古丁、用户强黏性等特征，严监管是必然趋势，行业准入门槛及监管成本将进一步提高，产业链集中度加速提升，建议关注大品牌、大市场中的产业链机遇。**雾化烟供应链投资标的：重点推荐-思摩尔国际**（全球最大雾化设备生产商）；建议关注-雾芯科技（悦刻-国内最大电子烟品牌）。国际烟具供应链：盈趣科技（IQOS 精密件二级供应商）。

### 4. 风险提示

1. **新型烟草政策变动风险：**新型烟草行业国内政策尚在加速推出，若推荐公司对于行业政策预判偏差，则将对公司业绩增长产生影响。
2. **销售/企业发展不及预期：**推荐公司产品的最终应用皆为消费品。香精香料、烟草薄片、爆珠等产品产能的放量取决于下游市场的发展，若消费者嗜好发生改变而公司尚未具备相应的技术储备，将处于被动地位，影响公司业绩。
3. **市场竞争加剧的风险：**由于市场需求增加、前景向好，新型烟草行业面临大量企业进入，推荐公司面临市场竞争加剧的风险。

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com