

## 轻工制造行业

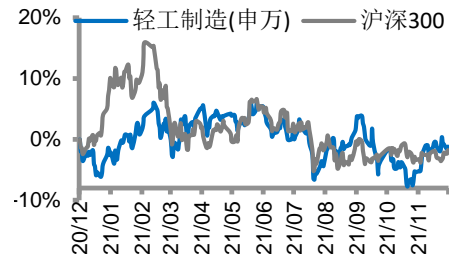
### 新型烟草系列之一：减害逻辑下行业空间广阔， 烟草属性决定监管仍是核心

推荐(维持评级)

#### 投资要点：

- **新型烟草制品**是指区别于采用传统燃吸方式的卷烟的烟草制品。根据原理不同，主要可分为电子雾化烟、加热不燃烧烟草制品和无烟气烟草制品等三大类，其中电子雾化烟和加热不燃烧烟草制品是目前主流产品。
- 近年来全球新型烟草发展迅速，但监管和推广时间差异导致区域化差异较大。2019年全球新型烟草零售额自2016年的312亿元增长至631亿元，CAGR高达26.3%，而同期传统烟草零售额CAGR仅为2.6%，其中电子烟消费主要集中在美国、英国、加拿大，合计销售额占中国之外市场销售总额的68.2%；而HNB消费则主要集中在日本、俄罗斯、韩国和意大利，合计占全球销售总额比重达76%。
- **全球政策逐步明朗，行业健康发展在即。**除美国FDA电子烟审批开闸外，其余也有多国调整或正在考虑调整电子烟监管，埃及废除自2015年以来实施的电子烟禁令，马来西亚政府计划对电子烟征收消费税，泰国正在探索电子烟合法化的方法，而我国电子烟监管政策也快速落地。
- **全球控烟大背景下，新型烟草已成为国际巨头重要布局方向。**统卷烟销量的下滑使得各烟草巨头纷纷布局新型烟草，以菲莫国际为例，2020年其新型烟草收入占比已达23.80%，同时其还计划在未来10-15年内逐步退出卷烟产品市场，并且预测日本将在10年内成为一个无烟社会。
- **减害逻辑逐步验证，消费者理念提升带动新型烟草持续发展。**随着全球控烟运动的不断深入，烟草消费者健康意识不断增强，而新型烟草减害理论逐步被各大机构所论证也增加了消费者对新型烟草的接受度，新型烟草减害替代逻辑逐步顺畅。目前已有至少67个国家批准将电子烟作为一种危害较小的吸烟替代品，而HNB对传统卷烟用户的替代作用也逐步显现，截至2021Q2菲莫国际IQOS用户数量已增长至2010万人，其中从传统卷烟消费者转化比例达73.1%。
- **新型烟草渗透率依旧处于低位，减害逻辑下未来空间依旧广阔。**2019年电子烟和HNB产品在全球烟草市场中份额仅为4.2%和0.7%，全球烟草市场依旧以卷烟为主。分国家看，各国除日本新型烟草渗透率超过27%以外，其余国家新型烟草渗透率均处于较低水平，其中电子烟第一消费大国美国新型烟草渗透率也仅约为7.3%。根据弗若斯特沙利文预计，2024年全球电子烟和HNB市场份额将进一步提升至9.3%和2.7%，未来新型烟草发展空间依旧广阔。
- **风险提示：**政策监管收紧超预期；行业竞争超预期；消费者教育不及预期。

一年内行业相对大盘走势



#### 团队成员

分析师 朱飞飞  
执业证书编号：S0210520080001  
电话：021-20655285  
邮箱：zff2436@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、《轻工制造行业点评报告:电子烟管理办法征求意见，全流程监管明确》— 2021.12.03
- 2、《轻工制造行业点评报告:电子烟国标征求意见稿，行业规范再下一城》— 2021.12.01
- 3、《轻工制造定期周报:电子烟参照卷烟管理靴子落地》— 2021.11.28

## 正文目录

一、	新型烟草概念.....	1
1.1	电子雾化烟.....	1
1.2	加热不燃烧烟草制品.....	2
1.3	无烟气烟草制品.....	3
二、	全球新型烟草发展现状.....	3
2.1	全球控烟背景下新型烟草发展迅速.....	3
2.2	监管趋严叠加疫情影响，2020年行业发展步伐有所放缓.....	5
三、	全球政策逐步明朗，新型烟草未来空间广阔.....	6
3.1	全球政策逐步明朗，行业健康发展在即.....	6
3.2	新型烟草已成为烟草巨头布局方向.....	7
3.3	减害逻辑逐步验证，消费者理念提升带动新型烟草持续发展.....	8
3.4	新型烟草渗透率依旧处于低位，减害逻辑下未来空间依旧广阔.....	9
四、	风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1:	主流新型烟草和传统烟草对比.....	1
图表 2:	电子雾化烟.....	2
图表 3:	一次性电子雾化烟产品示例.....	2
图表 4:	换弹式电子烟产品示例.....	2
图表 5:	开放式电子雾化烟产品示例.....	2
图表 6:	加热不燃烧产品示例.....	3
图表 7:	IQOS 产品示例.....	3
图表 8:	口含烟制品示例.....	3
图表 9:	新型烟草和传统烟草危害对比.....	4
图表 10:	近年来全球烟草规模变化情况.....	4
图表 11:	不同国家电子烟和 HNB 产品监管口径.....	5
图表 12:	2020 年全球（除中国）电子烟销售分布.....	6
图表 13:	2020 年全球 HNB 销售分布.....	6
图表 14:	近年来美国和我国新型烟草监管动态.....	7
图表 15:	各烟草公司发展趋势.....	8
图表 16:	世卫组织和各国新型烟草减害相关表述.....	9
图表 17:	2014 年全球烟草市场格局.....	9
图表 18:	2019 年全球烟草市场格局.....	9
图表 19:	2020 年各国新型烟草渗透率情况.....	10

11月26日国务院发布关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定，正式新增“电子烟等新型烟草制品参照卷烟规定执行”条款，后11月30日和12月2日电子烟国家标准计划和电子烟管理办法分别征求意见，新型烟草政策加速落地。为此，本文系统性梳理了新型烟草相关概念、全球发展现状和未来空间，是为新型烟草系列之开篇。

## 一、 新型烟草概念

新型烟草制品是指区别于采用传统燃吸方式的卷烟的烟草制品，主要可分为电子雾化烟、加热不燃烧烟草制品和无烟气烟草制品等三大类，其中电子雾化烟和加热不燃烧烟草制品是目前主流产品。

图表 1：主流新型烟草和传统烟草对比

	电子雾化烟	加热不燃烧烟草	传统烟草
工作原理	雾化烟油	加热烟支但不燃烧	烟草直接燃烧
温度	170-200°C	350-600°C	800-1000°C
成分	甘油、丙二醇、尼古丁（盐）、香精香料	再造烟叶、甘油、丙二醇、香精香料	烟草、烟纸、助燃剂
使用次数	一次或多次（更换烟油/烟弹）	多次，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	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	消费品/医药类/烟草类	烟草类	烟草类

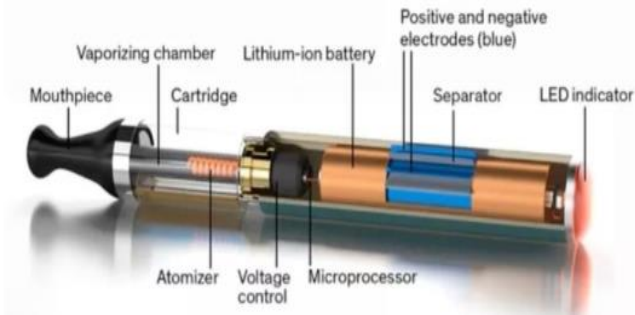
数据来源：中华烟草网，华福证券研究所

### 1.1 电子雾化烟

电子烟雾化烟，简称电子烟（Electronic cigarette），又称电子尼古丁输送系统，主要通过加热、超声等方式将含有尼古丁和香精成分的甘油或丙二醇溶液雾化，产生类似于卷烟燃烧的雾气供人们吸食，可分为封闭式电子雾化烟和开放式电子雾化烟。

其中，封闭式电子雾化烟又称小烟，指带有预加油烟弹的电子雾化烟，根据使用次数可分为一次性电子烟和换弹式电子烟，常见品牌如 JUUL、Vype、RELX 等；开放式电子雾化烟又称大烟，不仅可更换发热丝和电池模组，同时还能够自行购买不同烟油注入，常见品牌有 SMOK、Vapresso、IJoy 等。

图表 2：电子雾化烟



数据来源：半导体芯科技，华福证券研究所

图表 3：一次性电子雾化烟产品示例



数据来源：METOO 觅途官网，华福证券研究所

图表 4：换弹式电子烟产品示例



数据来源：烟悦网，华福证券研究所

图表 5：开放式电子雾化烟产品示例



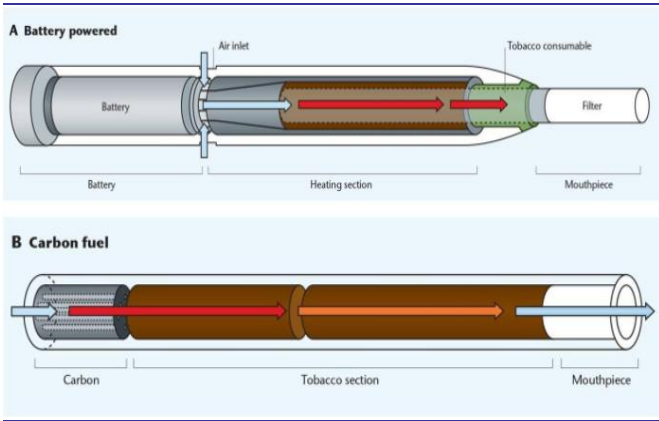
数据来源：烟悦网、华福证券研究所

## 1.2 加热不燃烧烟草制品

加热不燃烧烟草制品（HNB），又称低温卷烟，主要通过外部热源加热烟草产生烟草风味气体，供人们吸食，其加热方式可分为燃料（如炭加热）加热型、电加热型和理化反应加热型，目前主要以炭加热型和电加热型为主，理化反应加热型只有专利保护而无实际产品。

其中，电加热型产品需要配套的烟具对烟支或烟弹进行加热，代表产品有菲莫国际的 iQOS（烟支品牌为 Marlboro、HEETS 和 PARLIAMENT，配套的烟具品牌为 iQOS）、英美烟草公司的 Glo（烟支品牌为 Kent，配套的烟具品牌为 Glo）、日本烟草公司的 Ploom Tech（烟弹品牌为 Ploom Tech，配套的烟具品牌为 Mevius）等；炭加热型是在卷烟头部加入一小段炭，点燃后产生热量并传递给后部的烟草，进而释放气体，不需要配套的烟具对烟支进行加热，代表性产品为美国雷诺烟草的 Revo。

图表 6: 加热不燃烧产品示例



数据来源: 上海新型烟草研究院、华福证券研究所

图表 7: IQOS 产品示例



数据来源: IQOS 官网、华福证券研究所

### 1.3 无烟气烟草制品

无烟气烟草制品是指未经过燃烧或加热,直接通过口腔或者鼻腔进行吸食 of 烟草制品,包括口含烟、鼻烟、嚼烟等。

其中口含烟是目前世界上较为主流的无烟气烟草制品,其为一种湿或者半湿的粉末烟草制品,可包装在一个类似茶叶袋、但比茶叶袋小的烟袋里,放在嘴唇后面与牙龈之间,可放半个至一个小时;鼻烟主要为粉末状产品,一般需配上做工考究的鼻烟壶;嚼烟一般是指具有较大尺寸颗粒、含水量较高的无烟气烟草制品,根据形式不同可以分为插入式嚼烟、散叶式嚼烟、转动式嚼烟等。

图表 8: 口含烟制品示例



数据来源: 上海新型烟草研究院, 烟悦网, 华福证券研究所

## 二、全球新型烟草发展现状

### 2.1 全球控烟背景下新型烟草发展迅速

由于传统卷烟燃烧时可产生 250 多种有毒有害物质,其中 60 多种具有致癌性,

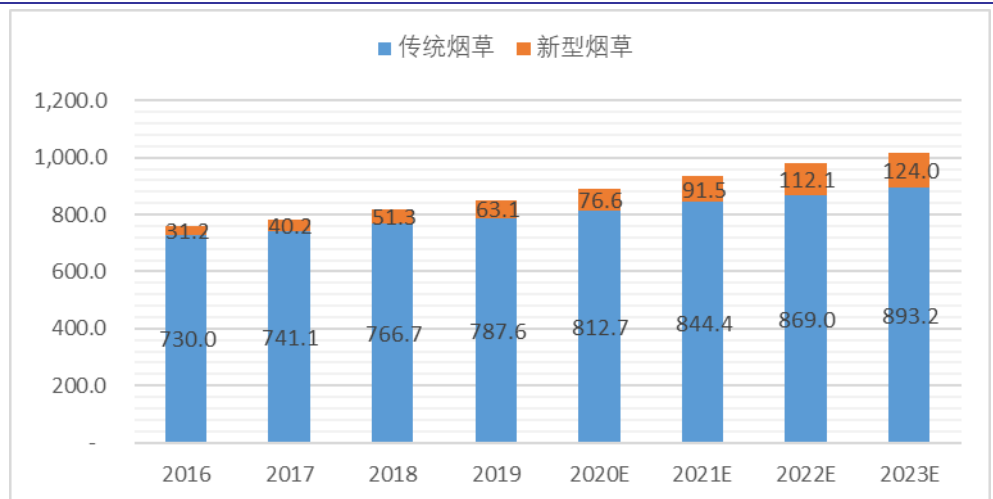
可诱发癌症及心血管疾病，因此自 2005 年《烟草控制框架公约》生效以来，在 WHO 的指导下，世界范围内的控烟行动不断增强。截至 2020 年《烟草控制框架公约》缔结方已达 182 个，覆盖全球 90% 以上人口，同时各国纷纷通过减少烟草需求、供给和危害等方面措施来加强控烟效果，如保护民众免受烟草烟雾危害、警示烟草危害、确保禁止烟草广告与促销、持续提高烟草税负、打击非法贸易和保护未成年人等。而新型烟草制品的主要共同特征则是不需燃烧、基本无焦油等有害成分，同时能满足人体摄入一定尼古丁的需求，这也使得新型烟草制品在减害机理上存在“先天优势”。

得益于此，虽然 2015 年以来虽然全球烟草消费增速出现明显下降，但新型烟草增速依旧保持高位。根据雾芯科技 (RLX.N) 招股说明书披露，2019 年全球烟草零售额自 2016 年的 7612 亿美元提升至 8507 亿美元，CAGR 为 3.8%，其中传统烟草零售额为 7876 亿美元，CAGR 仅为 2.6%，而减害替代品零售额则自 2016 年的 312 亿元增长至 631 亿元，CAGR 高达 26.3%。

**图表 9：新型烟草和传统烟草危害对比**

	有害成分	单位	卷烟/电子烟生产量倍数
电子雾化烟	尼古丁（刺激心血管系统）	nmol/mg	20
	NNAL（致癌物质）	pg/mg	60
	镉（呼吸系统病变）	ng/mg	2
	苯（血液系统受损）	ng/mg	3
	芪（致癌物质）	ng/mg	2
	丙烯醛（诱发呼吸道炎症）	ng/mg	2.5
	丙烯腈（致癌物质）	ng/mg	36
HNB	尼古丁（刺激心血管系统）	mg/stk	2
	甲醛（呼吸系统、神经系统损害）	ug/stk	10
	NNN（强致癌物）	ng/stk	28
	乙醛（口腔癌变）	ng/stk	7.5
	NNK（强致癌物）	pg/stk	40
	一氧化碳（血液、神经受损）	mg/stk	68

数据来源：头豹研究院、华福证券研究所

**图表 10：近年来全球烟草规模变化情况（单位：十亿美元）**


数据来源：雾芯科技招股说明书，华福证券研究所

## 2.2 监管趋严叠加疫情影响，2020 年行业发展步伐有所放缓

随着近年来新型烟草产品快速发展，各国也意识到该领域监管空白带来的风险，特别是与电子烟有关的肺病报道出现后，各国纷纷加快了对新型烟草产品的监管，不仅美国、欧盟等纷纷通过立法扩大烟草产品的范畴，2020 年 9 月俄罗斯也通过了烟草控制法修正案，将电子烟、加热卷烟、水烟和传统卷烟等所有烟草产品一视同仁，对传统卷烟的限制监管措施适用于新型烟草产品，比如禁止促销广告、销售对象不能低于 18 岁、禁止通过自动售货机和网上销售。

整体来看，目前主流国家对新型烟草产品的监管大体有三种监管思路：一是将其作为消费品监管，二是将其作为烟草类监管，三是将其作为医药类监管。

图表 11：不同国家电子烟和 HNB 产品监管口径

电子烟			HNB	
	定义	监管情况	定义	监管情况
美国	烟草类	新型烟草上市前均需进行 PMTA, 由 FDA 负责审批, 监管该产品是否有利于公共健康, 如果企业希望以“减害”名义宣传产品, 则需要额外通过 FDA 的 MRTP 认证	烟草类	新型烟草上市前均需进行 PMTA, 由 FDA 负责审批, 监管该产品是否有利于公共健康, 如果企业希望以“减害”名义宣传产品, 则需要额外通过 FDA 的 MRTP 认证
日本	医药类	2010 年禁止电子雾化烟销售, 电子雾化烟的烟杆被作为医疗器械受《医疗器械法》管控, 烟弹作为药品受《药事法》管控	烟草类	审批制, HNB 烟具可以自由销售, HNB 烟弹根据《烟草商业法》与烟草为同类产品, 只要获得日本财政部的牌照, HNB 的烟具、烟弹与卷烟均可以销售流通
韩国	烟草类	电子雾化烟烟油的征税税率一烟油含量计, 2019 年每毫升含尼古丁溶液征收 1828 韩元税款	烟草类	监管同卷烟制品, 市场化制度, 非专卖专营, 允许在各渠道销售流通, 主要渠道为便利店, 税收以传统香烟税率的 90%对 HNB 电子烟啊统一征税
英国	消费品、医药类	消费品类电子烟限制广告及促销, 增值税 20%; 医药电子烟须经过标准的审批表, 但实际上暂无电子烟被列为医药品	无明确规定	无明确制度, 只有制度建议
澳大利亚	医药类	2021 年 10 月 1 日起所有含尼古丁的电子烟均需要处方	无明确规定	无明确制度
泰国	——	禁止销售	——	禁止销售
柬埔寨	——	禁止销售	——	禁止销售
新加坡	——	禁止销售	——	禁止销售
印度	——	禁止销售	——	禁止销售

数据来源：蓝洞新消费，华福证券研究所

随着全球烟草控制运动的不断深入，各国控烟措施也日趋呈现多元化、精准化特征。如为了防止未成年人接触烟草，采取口味管制、禁止自动售烟机、禁止分支销售等间接措施的国家越来越多；此外，2020 年新冠疫情的突发也从一定程度上降低了新型烟草的发展步伐。

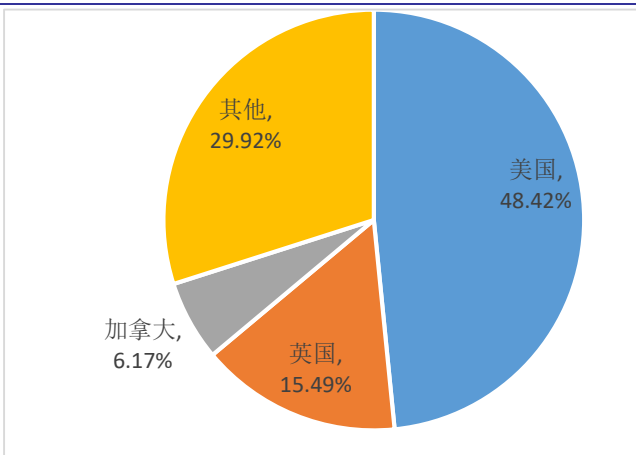
2020 年全球（除中国外）电子烟销售额共计达 196.2 亿美元，同比增长 4.3%，

其中超过 10 亿美元的国家仅为 3 个，依次为美国、英国、加拿大，合计销售额占中国之外市场销售总额的 68.2%。其中，美国作为电子烟第一大消费市场，2019 年的增速高达 41.2%，2020 年受联邦和州政府加强购买年龄和产品口味限制等方面影响，美国电子烟销售同比出现小幅下降，下滑 1.6%至 95 亿美元，较上年下降 1.6%；英国和加拿大电子烟销售增速也有所下滑，2020 年分别实现销售额为 30.4 亿美元和 12.1 亿美元，同比分别增长 12.3%和 17.5%，增速较 2019 年回落 3.7pct 和 88.4pct。

HNB 方面，2020 年全球加热卷烟实现销售额 177.8 亿美元，较上年增长 15.8%，增幅同比放缓 13.8 个百分点。分国家看，日本、俄罗斯、韩国、意大利作为 HNB 大国，合计占全球销售总额比重达 76%，2020 年其 HNB 销售规模分别为 88.6 亿美元、20.4 亿美元、14.9 亿美元和 11.3 亿美元，同比分别增长 3.1%、84.3%、-7.3%和 8.8%，不仅韩国销售规模出现绝对下滑，其余各国增速也较 2019 年明显下降。

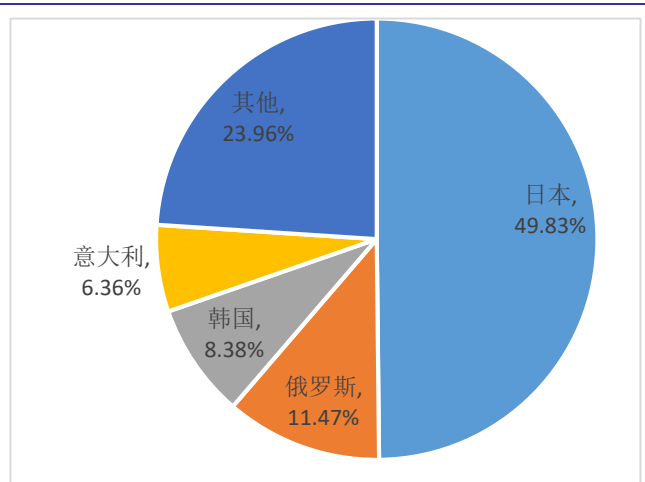
无烟气烟草制品方面，根据统计，2020 年全球传统口含烟实现销售额 140.1 亿美元，较上年增长 8%，其中，美国作为销量第一大国，销售额约为 107.2 亿美元，约占全球的 75.1%；其次是瑞典，销售额约为 12.5 亿美元，约占全球的 8.9%。

图表 12：2020 年全球（除中国）电子烟销售分布



数据来源：《2020 年全球烟草发展报告》，华福证券研究所

图表 13：2020 年全球 HNB 销售分布



数据来源：《2020 年全球烟草发展报告》，华福证券研究所

### 三、全球政策逐步明朗，新型烟草未来空间广阔

#### 3.1 全球政策逐步明朗，行业健康发展在即

新型烟草作为传统烟草的替代品，其发展离不开监管政策影响，而随着新型烟草减害效用的不断被论证和未成年人保护措施日益完善，全球新型烟草政策也日益明晰。

其中，美国作为全球最大的电子烟消费市场和菲莫国际总部所在地，其政策变迁对全球新型烟草市场均具有一定的借鉴意义。2016 年以来由于青少年健康问题，美国新型烟草政策日趋严格，不仅要求所有的新型烟草制品上市前均需经过 FDA 的 PMTA 审批，减害宣传还需额外通过 FDA 的 MRTP 认证，同时还通过提高购买年龄、



限制口味、提高税率等措施进行限制。后 IQOS 产品分别于 2019 年 4 月和 2020 年 7 月通过 PMTA 和 MRTP 认证，电子雾化烟产品审核也逐步推进，于 2021 年 10 月首次通过英美烟草旗下三款 Vuse 产品。

除美国电子烟审批开闸外，其余也有多国调整其电子烟监管，解决或开始重新思考电子烟监管政策。其中埃及废除自 2015 年以来实施的电子烟销售、进口和营销的禁令；泰国政治家、数字经济与社会部长 Chaiwut Thanakamansorn 表示，自己正在探索将电子烟合法化的方法；而马来西亚财政部长 Tengku Zafrul Aziz 则在 10 月提交 2022 年预算时称，政府计划对电子烟征收消费税，而此前因含尼古丁，电子烟在马来西亚一直被当作药物监管。

国内方面，当前我国 HNB 产品依旧处于禁止状态，但电子烟各项政策则在 11 月 26 日国务院发布关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定，正式新增“电子烟等新型烟草制品参照卷烟规定执行”条款后快速落地，电子烟国家标准计划和电子烟管理办法分别于 11 月 30 日和 12 月 2 日征求意见，电子烟监管框架基本完善。

图表 14：近年来美国和中国新型烟草监管动态



数据来源：华福证券研究所

### 3.2 新型烟草已成为烟草巨头布局方向

全球控烟大背景下，传统卷烟销量的下滑使得各烟草巨头纷纷布局新型烟草，加速全球卷烟替代。以世界第一大烟草巨头“菲莫国际”为例，其 2020 年新型烟草收入占比已达 23.80%，同时 2021 年 5 月 5 日，菲莫国际首席执行官的 Jacek Olczak 在接受《日经新闻》在线采访时表示，公司计划在未来 10-15 年内逐步退出卷烟产品市场，并且希望这种转变首先发生在日本，同时预测日本将在 10 年内成为一个无烟社会。

**图表 15：各烟草公司发展趋势**

	新型烟草 业务占比	新型烟草业务现状	未来规划
菲莫国际	23.80%	自 2008 年以来投入超 45 亿美元用于低风险烟草产品的研发与检验，先后收购了美国最大的无烟气烟草制品生产商 UST 和美国电子烟公司 Nicocigs。产品布局几乎涵盖所有种类的新型烟草制品，核心产品 IQOS 研发投入约 20 亿美元，研发团队客多达 400 人，历时 10 余年，自 2016 年初最先投放市场后，目前已成为世界范围内占有份额最大的新型烟草制品品牌	计划未来 10-15 年逐步退出卷烟销售，预计在日本率先推行，10 年内日本将成为“无烟”社会
英美烟草	5.60%	自 2014 年起每年投入 5000 万英镑用于“下一代烟草制品”的研发，已与传统烟草的投入持平，并通过收购全球领先的雷诺公司电子烟品牌不断加深在新型烟草板块的布局。当前已在全球 20 余国实现销售，电子烟代表产品为 VUSE，HNB 代表产品为 GLO	总体新型烟草业务 2025 年预计达 50 亿英镑，2030 年达 5 千万用户
日本烟草	2.67%	近年来通过新型烟草产品市场覆盖范围逐步增加，弥补传统烟草业务下滑带来的损失。当前已成立全球研发中心，在 27 个国家形成销售，拥有 6 中 HNB 产品（代表产品 PLOOM）和 5 中雾化电子烟产品（代表产品 LOGIC）	计划推出新型 HNB 烟弹
帝国烟草	2.53%	帝国烟草公司从 2012 年起通过收购电子烟品牌 Puritane、Blu、Nerudia 等，开始布局新型烟草业务，以电子烟产品为主，暂不涉及加热非燃烧烟草制品。其中，Blu 在美国市场占有率长期居于前三位置，成为全球最著名的电子烟品牌之一。除此之外，帝国烟草还有 Puritane 和 JAI 品牌电子烟	将在欧洲重点投资加热烟草装置 Pulze，在美国侧重发展蒸汽类电子烟产品

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

### 3.3 减害逻辑逐步验证，消费者理念提升带动新型烟草持续发展

随着全球控烟运动的不断深入，传统卷烟的危害逐渐深入人心，烟草消费者健康意识也开始不断增强，新型烟草减害理论逐步被各大机构所论证也一定程度上增加了消费者对新型烟草的接受度。

根据蓝洞新消费统计，目前已有至少 67 个国家批准将电子烟作为一种危害较小的吸烟替代品，其中新西兰卫生部称电子烟有可能帮人们戒烟，并为新西兰实现 2025 年的无烟目标做出贡献；而英国国家医疗服务体系（NHS）也刊登文章鼓励成年烟民使用电子烟辅助戒烟，同时表示后续或将电子烟纳入医保体系。

而 HNB 方面，根据菲莫国际披露，截至 2021 年 Q2，IQOS 用户数量已增长至 2010 万人，其中从传统卷烟消费者转化比例达 73.1%。此外，根据 PMI 提交 FDA 申请材料，对美国 1106 名烟民进行消费习惯调查显示，有 34% 的烟民表示愿意尝试 IQOS 产品（过去 6 周吸食超过 100 支烟弹），这 34% 愿意尝试 IQOS 的烟民中，有 32.7% 的烟民表示愿意进行“转换”（过去一周内吸食 HEETS 烟弹的数量占总烟草消费量的 70% 以上），即愿意从传统卷烟向 HNB 进行消费转换。

图表 16: 世卫组织和各国新型烟草减害相关表述

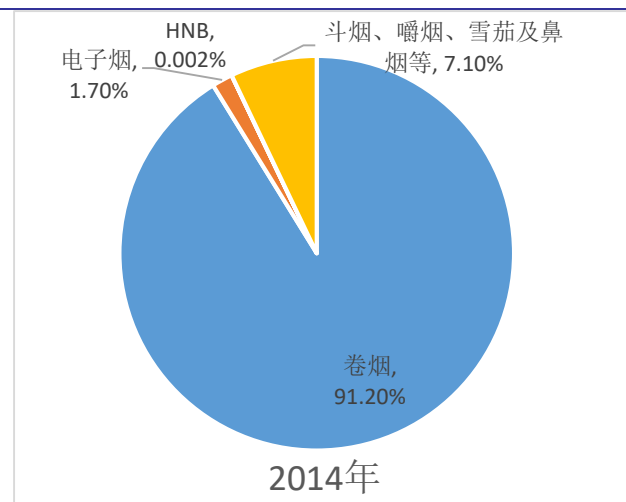
机构/国家	相关论证
WHO	《烟草制品管制科学基础报告: WHO 研究组第八份报告》指出,在某些情况下,电子烟能帮助部分烟民戒烟,对公共健康产生积极影响。
美国	2019 年美国国家科学工程和医学研究院 (NASEM) 出具 774 页报告论证电子烟危害要低于传统香烟; 2020 年, 美国顶尖学府布朗大学曾开展临床试验, 研究发现, 相较于传统卷烟, 转用电子烟的使用者体内的烟草特有亚硝酸胺 (NNAL) 水平显著下降, 而亚硝酸胺 (NNAL) 是一种烟草中含有的强致癌物质。
法国	法国国家癌症研究所前主席, David Khayat 在给 35 岁-50 岁人的健康建议中, 特别强调烟民应考虑改用电子烟: “幸福生活的关键在于理解并管理风险, 只有一步步地小步前进, 才能让身体健康得到改善。”
英国	2015 年英国公共卫生部 (PHE) 提出电子烟比普通香烟少了 95% 的危害; 2021 年英国保守党议员、英国癌症研究中心荣誉终身董事 David Jones 指出, 有充足证据表明电子烟能给公共卫生健康带来积极影响。同时, 英国国家医疗服务体系 (NHS) 官网也刊登文章鼓励成年烟民使用电子烟辅助戒烟。
新西兰	新西兰健康促进局科普频道文章表示, 电子烟有可能帮人们戒烟, 并为新西兰实现 2025 年的无烟目标做出贡献。
加拿大	加拿大卫生部表示, 如果你是吸烟者, 戒烟是改善健康的最佳方法。用电子烟完全取代吸烟将减少你接触有害化学物质的机会。如果你完全从吸烟转向电子烟产品, 那么短期的整体健康状况会有所改善。

数据来源: 电子烟, 蓝洞新消费, 华福证券研究所

### 3.4 新型烟草渗透率依旧处于低位, 减害逻辑下未来空间依旧广阔

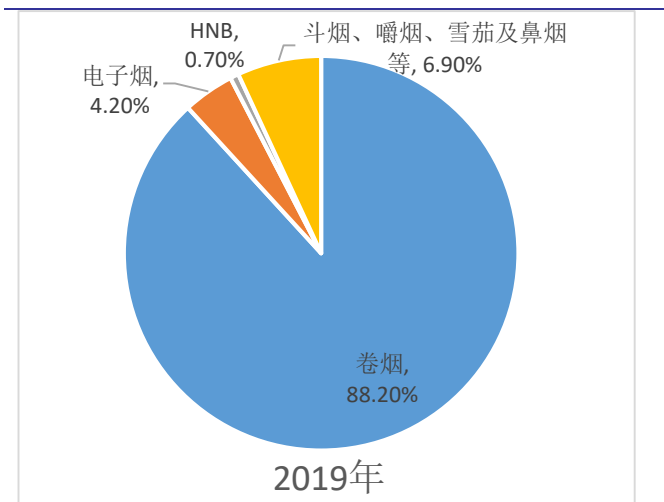
从全球来看, 虽然近年来全球新型烟草快速发展, 2019 年电子烟和 HNB 产品在全球烟草市场中份额自 2014 年的 1.7% 和 0.002% 分别增长至 4.2% 和 0.7%, 但整体来看, 全球烟草市场依旧以卷烟为主, 2019 年其销售额占比仍超过 88%。

图表 17: 2014 年全球烟草市场格局



数据来源: 思摩尔国际招股说明书, 华福证券研究所

图表 18: 2019 年全球烟草市场格局

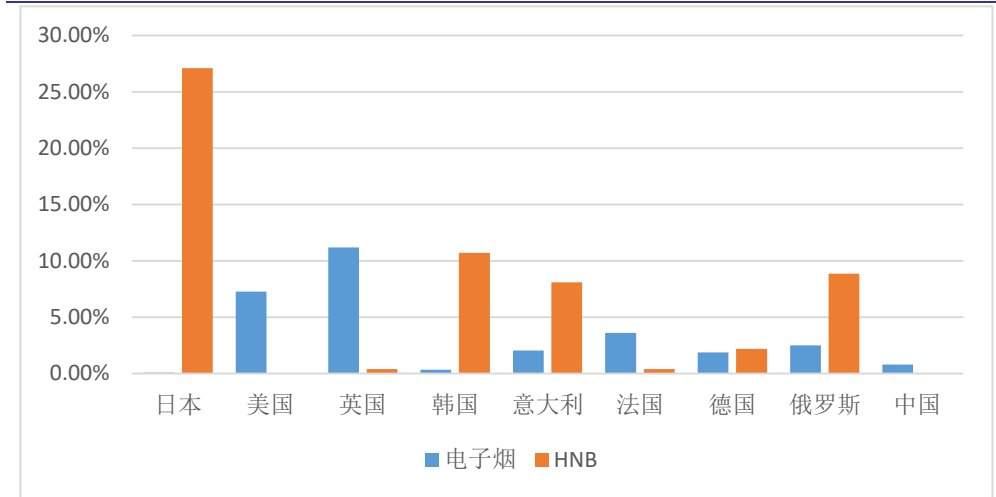


数据来源: 思摩尔国际招股说明书, 华福证券研究所

分国家看, 当前各国除日本新型烟草渗透率超过 27% 以外, 其余国家新型烟草

渗透率均处于较低水平，其中电子烟第一消费大国美国其新型烟草渗透率也仅约为7.3%。而即使是目前渗透率较高的日本，根据菲莫国际表态其渗透率也有望向100%发展。根据弗若斯特沙利文预计，2024年全球电子烟和HNB市场份额将进一步提升至9.3%和2.7%，未来新型烟草发展空间依旧广阔。

图表 19：2020 年各国新型烟草渗透率情况



数据来源：欧睿国际，华福证券研究所

#### 四、 风险提示

政策监管收紧超预期；行业竞争超预期；消费者教育不及预期。

## 分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。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	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15% 以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15% 之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于 ±5% 之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5% 以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn