

监管落地刻不容缓，新型烟草未来可期

2021 年 12 月 20 日

【投资要点】

- ◆ 以减害为核心的新型烟草行业的发展是确定性方向，以英美烟草、菲莫国际为代表的行业龙头均以“无烟化，减害化”为战略目标，对新型烟草行业发展保持积极的态度。
- ◆ 回顾过去几年全国烟草工作会议，新型烟草制品发展座谈会等会议，我们认为，烟草局与有关部门对烟草创新的态度始终是推动而非打压，重点是合法、合规的前提下，合理、合适的发展。
- ◆ 从 2019 至今，国内电子烟经历线上禁售，对电子烟实行监管，电子烟国家标准等。主要出于未成年人保护（渠道限制），以及用户安全的保护（产品质量保障，禁止三无产品），其核心是探讨如何对新型烟草进行正确的监管，而不是对行业发展进行打压。电子烟国标和管理办法征求意见稿已于近期陆续发布，监管落地将推动行业长期规范化发展。

【配置建议】

- ◆ 建议关注思摩尔国际 (06969.HK)，公司是雾化科技解决方案的全球领导者，为全球主流雾化品牌提供产品解决方案。海外主要市场雾化渗透率仍在提升，海外客户保持高增长趋势。
- ◆ 建议关注华宝国际 (00336.HK)，公司依托香精香料业务积极拓展新型烟草业务。雾化产品方面，公司主要供应雾化烟油香精、烟油产品等。加热不燃烧 (HNB) 领域，公司拥有核心薄片加工牌照，围绕烟用薄片及香精进行研发，目前已有体外 HNB 品牌 NUSO 拓展海外市场，在 HNB 领域积累丰富的产品经验。
- ◆ 看好比亚迪电子 (00285.HK)，公司自研雾化芯烟弹已面对部分国内客户量产出货。HNB 业务受益于海外客户需求提升，公司的烟具业务有望保持增长。

【风险提示】

- ◆ 国内及海外新型烟草政策变化
- ◆ 全球疫情加剧对新型烟草需求带来影响
- ◆ 用户体验不佳，新型烟草用户转化及留存率下滑
- ◆ 汇率剧烈波动的影响

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

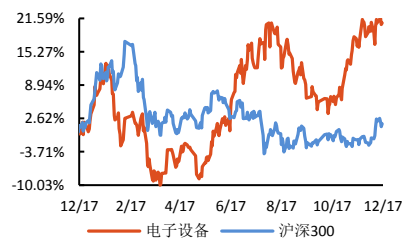
证券分析师：刘溢

证书编号：S1160521090001

联系人：夏嘉鑫

电话：021-23586316

相对指数表现



相关研究

《英飞凌聚焦三代半导体，22 年收入预计实现双位数增长》

2021. 11. 22

《把握市场景气度向上发展机遇》

2020. 12. 29

《面板产业景气度提升，关注产业链协同发展》

2020. 12. 11

《第三代半导体大有可为》

2020. 10. 09

《集成电路板块再迎政策支持，全产业链或将受益》

2020. 08. 06

正文目录

1. 新型烟草行业概述.....	4
1.1. 以减害为核心发展理念，新型烟草行业大有可为.....	4
1.2. 雾化与加热不燃烧为现阶段新型烟草主流产品.....	5
2. 政策方向：寻求合理监管，防止产品滥用.....	6
2.1. 回顾中烟发展策略，创新始终是发展重点.....	10
2.2. 主要国家及地区新型烟草政策及国内政策方向判断.....	10
2.2.1. 美国：口味限制防止滥用，严格的上市条件保障减害效果.....	11
2.2.2. 英国与其他欧洲主要国家：对雾化产品保持积极态度.....	14
2.2.3. 国内新型烟草政策方向判断.....	15
3. 海外雾化市场复盘及供应链分析.....	17
3.1. 海外市场复盘.....	17
3.1.1. 美国雾化产品市场：口味限令后的成长主线.....	18
3.1.2. 英国雾化产品市场：雾化产品渗透率超过50%.....	20
3.1.3. 中国雾化产品市场：静待政策最终落地，新型烟草未来可期.....	21
3.2. 供应链：安全稳定为第一要素.....	21
4. 配置建议.....	23
4.1. 思摩尔国际（06969.HK）：雾化科技解决方案的全球领导者.....	23
4.2. 华宝国际（00336.HK）：香精香料与烟草薄片加工，积极卡位新型烟草.....	24
4.3. 比亚迪电子（00285.HK）：国内客户雾化产品已量产，海外HNB业务需求旺盛.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

图表 1：全球烟草市场规模.....	4
图表 2：烟草巨头占据大部分市场份额.....	4
图表 3：尼古丁（Nicotine）.....	4
图表 4：尼古丁带来的上瘾效果.....	4
图表 5：传统烟草中的有害物质.....	5
图表 6：目前主流新型烟草产品.....	5
图表 7：英美烟草发展战略.....	5
图表 8：英美烟草，大力发展新型烟草产品.....	5
图表 9：悦刻一代产品.....	5
图表 10：开放式大烟.....	6
图表 11：一次性雾化产品.....	6
图表 12：IQOS 加热烟草产品.....	6
图表 13：公开征求对《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》的意见.....	7
图表 14：国家局党组印发关于全面加强新时代烟草行业科技创新工作的指导意见.....	7
图表 15：国务院关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定.....	8

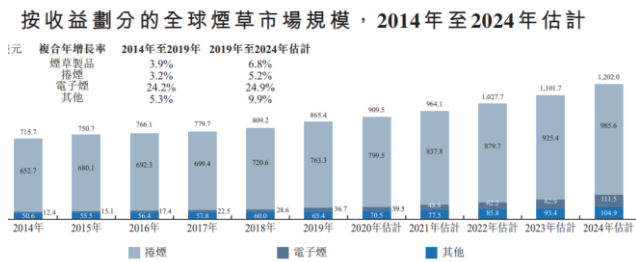
图表 16: 电子烟国家标准项目进度.....	8
图表 17: 电子烟国家标准项目进度.....	9
图表 18: 回顾过去国家烟草专卖局深化改革工作要点.....	10
图表 19: 全球雾化电子烟市场国家占比.....	11
图表 20: 烟草、水果、薄荷等多种口味雾化烟弹.....	11
图表 21: JUUL 官网仅保留烟草与薄荷醇两种口味.....	11
图表 22: PMTA (Pre-Market Tobacco Application) 审核流程.....	12
图表 23: PMTA 审核通过信息.....	12
图表 24: 通过审核的 Vuse solo 产品.....	12
图表 25: 美国各州烟草税率高低与烟民占比.....	12
图表 26: 美国购买雾化烟弹价格.....	13
图表 27: 《迈向无烟一代-英格兰烟草控制计划》内容.....	14
图表 28: 烟消费税税目税率表.....	15
图表 29: 根据各环节利润率对价格进行估计.....	15
图表 30: 各环节毛利额分配 (元)	15
图表 31: 电子烟-百度指数.....	16
图表 32: 雾化产品占传统烟草渗透率.....	17
图表 33: 美国雾化市场规模.....	18
图表 34: 2020 年全球 TOP3 电子烟品牌市占率.....	18
图表 35: 2017 年全国青少年药物趋势.....	18
图表 36: NIDA 烟草、尼古丁及电子烟报告.....	18
图表 37: 英美烟草雾化产品美国出货量 (单位: 百万颗)	19
图表 38: 美国雾化产品出货量 (百万颗), 按不同口味.....	19
图表 38: 英国雾化市场规模.....	20
图表 39: 英国雾化烟民人数.....	20
图表 40: 海外雾化烟弹销售渠道占比.....	21
图表 41: 国内“电子烟”关键词发明专利申请变化.....	22
图表 42: 国内“电子烟”关键词发明专利申请排名.....	22
图表 43: 英美烟草 ESG 要求.....	22
图表 44: 思摩尔国际营收 (单位: 亿元)	23
图表 45: 思摩尔国际净利润 (单位: 亿元)	23
图表 46: 封闭式与开放式电子雾化设备.....	23
图表 47: 思摩尔国际服务全球主流客户.....	23
图表 48: 思摩尔国际研发投入 (单位: 百万元)	24
图表 49: 华宝国际营收情况 (单位: 亿元)	24
图表 50: 2021H1 公司业务占比.....	24
图表 51: HNB 品牌 NUSO 烟弹.....	24
图表 52: Maxfel 雾化烟弹.....	25
图表 53: 比亚迪电子雾化实验室.....	25
图表 54: 行业公司估值比较表 (按照 11 月 29 日收盘价)	26

1. 新型烟草行业概述

1.1. 以减害为核心发展理念，新型烟草行业大有可为

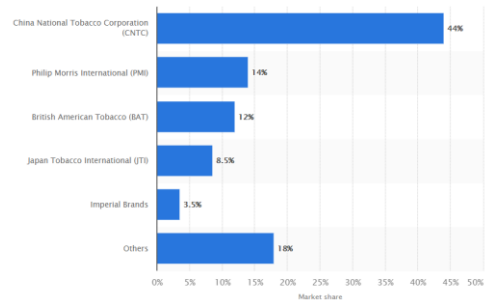
使用烟叶的传统烟草行业经历几百年的发展，根据思摩尔国际招股说明书显示，全球卷烟市场达到 8000 亿美元的规模。同时，传统烟草市场格局发展至今基本固定，以中烟、菲莫国际、英美烟草、日本烟草、帝国品牌为代表的巨头基本占据全球 80% 以上市场份额。

图表 1：全球烟草市场规模



资料来源：思摩尔国际招股说明书，东方财富证券研究所

图表 2：烟草巨头占据大部分市场份额



资料来源：Statista，东方财富证券研究所

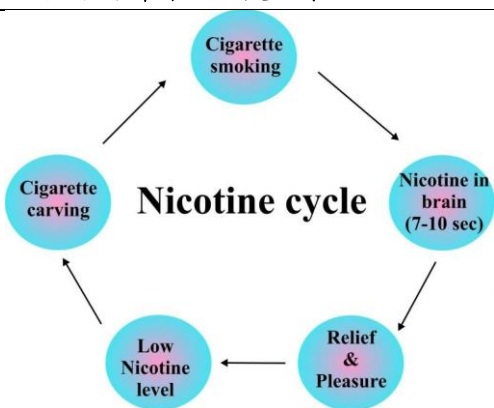
围绕着吸食烟草对健康的危害的研究已经非常全面，传统烟草的气溶胶中包含焦油、尼古丁、一氧化碳在内的 7000 余种物质，会对人体造成心肺疾病。烟草中的主要成分尼古丁(Nicotine)，带来上瘾体验来自于与其体内蛋白质受体的结合时，多巴胺、β-内啡肽、血清素等具有调节愉悦感、情绪、缓解疼痛的神经递质将得到释放。同时，尼古丁也会刺激肾上腺释放肾上腺素。刺激中枢神经系统，使血压、心率上升。

图表 3：尼古丁 (Nicotine)



资料来源：DrugDetails，东方财富证券研究所

图表 4：尼古丁带来的上瘾效果



资料来源：DrugDetails，东方财富证券研究所

由于焦油、一氧化碳等有害物质主要在烟草燃烧的过程中生成，如何在满足烟瘾的同时使其对人体伤害最小化就成了新型烟草作为减害产品发展的核心理念。目前新型烟草的主要包括以雾化产品及加热不燃烧产品为代表的电子烟，口含烟等。其中，目前雾化产品又以封闭式小烟为主。

图表 5：传统烟草中的有害物质



资料来源：Status，东方财富证券研究所

图表 6：目前主流新型烟草产品



资料来源：英美烟草，菲莫国际，东方财富证券研究所

英国公共安全局 PHE 主管 John Newton 教授表示，相比传统烟草，雾化产品的有害性减少了 95%。此外，韩国食品药品安全局（MFD）表示基于自有实验室对包括 IQOS（菲莫国际旗下 HNB 产品）在内的三种 HNB 产品的测量，其测量世界卫生组织指定的有害和潜在有害成分、尼古丁和“焦油”。与卷烟相比，HNB 产品中的有害成分显著降低，测得的致癌物质含量比传统卷烟低 10 倍以上。

以全球烟草行业巨头为代表，对待新型烟草的态度，与今日传统汽车品牌大力发展新能源汽车相比，可谓有过之无不及。包括菲莫国际、英美烟草在内的巨头均倡导无烟未来，积极布局新型烟草，在减害产品上投入大量研发资源。英美烟草 CEO Jack Bowles 在 2021 年中报推介会表示，英美烟草致力于减少业务对健康的影响。公司的雄心壮志是可持续的、高增长的、多类别的消费品业务，包括 Vuse（雾化产品），Glo（加热不燃烧产品）在内的新型烟草产品取得了前所未有的高速增长。

图表 7：英美烟草发展战略



资料来源：英美烟草公告，东方财富证券研究所

图表 8：英美烟草，大力发展新型烟草产品



资料来源：英美烟草公告，东方财富证券研究所

1.2. 雾化与加热不燃烧为现阶段新型烟草主流产品

雾化通常是指通过加热主要成分为尼古丁盐、甘油、丙二醇、香精等成分调制而成的烟油，使其雾化后吸食，在摄入尼古丁的同时，带来击喉感，满足消费者需求。根据是否可以自主灌油及雾化芯材质的种类有较多分类，以悦刻品牌（雾芯科技 RLX.N）为代表，目前国内主流产品为封闭式换弹烟。

图表 9：悦刻一代产品



资料来源：知乎，东方财富证券研究所

海外雾化市场由于发展较早，消费者教育更加成熟，产品也更加多元化，雾化产品包括开放式大烟、一次性雾化产品等。

图表 10：开放式大烟



资料来源：Vapordna，东方财富证券研究所

图表 11：一次性雾化产品



资料来源：Vapordna，东方财富证券研究所

加热不燃烧则是使用特殊工艺将烟草制成烟弹，通过特制器具加热烟弹代替使用火机点燃卷烟燃烧吸食，目前日本、韩国为最大加热烟草消费市场，代表产品为菲莫国际 IQOS 系列产品，英美烟草 Glo 系列产品等。

图表 12：IQOS 加热烟草产品



资料来源：菲莫国际，东方财富证券研究所

2. 政策方向：寻求合理监管，防止产品滥用

2019 年，国内全面禁止线上渠道销售电子烟，2021 年 3 月 22 日，工信部与国家烟草专卖局为加强电子烟等新型烟草制品的监管，起草的《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》。

图表 13: 公开征求对《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》的意见

公开征求对《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》的意见

发布时间: 2021-03-22 16:40 来源: 产业政策与法规司

为加强对电子烟等新型烟草制品的监管，工业和信息化部、国家烟草专卖局研究起草了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见，请于2021年4月22日前反馈意见。

联系人: 工业和信息化部产业政策与法规司

传 真: 010-68205756

电子邮箱: law@miit.gov.cn

通信地址: 北京市西城区西长安街13号工业和信息化部产业政策与法规司（邮编: 100804），请在信封上注明“法规征求意见”。

附件: 1. 关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定（征求意见稿）

2. 《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》的说明

工业和信息化部产业政策与法规司

2021年3月22日

资料来源: 工业和信息化部, 东方财富证券研究所

2021年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，加速实施创新驱动发展战略，加快推进高水平科技自立自强，全力打造自主创新新高地，奋力开创科技创新新局面。并提出，准确识变，科学应变，主动求变，坚持创新在行业高质量发展全局中的核心地位，牢牢把握烟草行业科技主动权。

图表 14: 国家局党组印发关于全面加强新时代烟草行业科技创新工作的指导意见



资料来源: 国家烟草专卖局, 东方烟草报, 东方财富证券研究所

2021年11月26日，国务院发布了关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定显示，为加强电子烟等新型烟草制品监管，国务院决定对《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》作如下修改：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卷烟的有关规定执行。”此外，对条文顺序作相应调整。本决定自公布之日起施行。为今年3月征求意见稿的正式落地。

图表 15：国务院关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定

中华人民共和国国务院令

第750号

现公布《国务院关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定》，自公布之日起施行。

总理 李克强

2021年11月10日

国务院关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定

为加强电子烟等新型烟草制品监管，国务院决定对《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》作如下修改：

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卷烟的有关规定执行。”

此外，对条文顺序作相应调整。

本决定自公布之日起施行。

《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》根据本决定作相应修改，重新公布。

资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

2021年11月30日，《电子烟》国家标准（征求意见稿）发布，根据国家标准信息公共服务平台，电子烟国标状态变更为正在征求意见，意味着离国标正式落地又前进一步。征求意见稿中对电子烟产品进行了详细的定义，对烟碱含量、烟油成分、明确的产品检测和限值标准、防儿童或意外启动包括的设计、原材料、技术要求、试验方法都做出了明确的定义与范围，对未来国标正式落地起到重要的指导作用。

图表 16：电子烟国家标准项目进度



资料来源：全国标准信息公共服务平台，东方财富证券研究所

2021年12月2日，国家烟草专卖局起草并发布了《电子烟管理办法（征求意见稿）》，主要针对包括烟弹、烟具以及组合销售的产品等，不包括已纳入卷烟管理的加热烟草。管理办法征求意见稿主要包括：**明确监管主体**，要求设有烟草专卖行政主管部门的市、县，由市、县烟草专卖行政主管部门主管本行政区的电子烟监管工作。**把控产品上市**，要求对电子烟产品实行登记制度，上市前应当向烟草专卖行政主管部门登记，符合要求的产品将纳入产品目录。**生产环节准入**，设立电子烟生产企业、代加工企业，品牌持有企业以及烟用烟碱生产企业，须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，取得烟草专卖生产企业许可证并登记，生产环节为扩大生产能力进行基本建设或技术改造，需要经过国务院烟草专卖行政主管部门批准。**销售渠道管理**，根据征求意见稿第二十条，国务院烟草专卖行政主管部门建立全国统一的电子烟交易管理平台。依法取得烟草专卖许可证的生产、代加工、品牌持有企业、烟用烟碱生产企业、批发企业、零售企业和个人应当在电子烟交易管理平台中进行交易。

图表 17：电子烟管理办法（征求意见稿）

公开征求对《电子烟管理办法（征求意见稿）》的意见

时间：2021-12-02



《国务院关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定》（国令第750号）已于2021年11月10日公布施行。按照新修改的《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》，为做好电子烟监管工作，依法履行监管职责，规范电子烟市场秩序，保障人民健康安全，促进产业治理法治化、规范化，国家烟草专卖局研究起草了《电子烟管理办法（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见，请于2021年12月17日前反馈意见。

联系人：国家烟草专卖局政策法规与体制改革司

传真号码：010-63606228

电子邮箱：xuxing@tobacco.gov.cn

通信地址：北京市西城区月坛南街55号国家烟草专卖局政策法规与体制改革司（邮编：100045），请在信封上注明“电子烟管理办法征求意见”。

附件：[1.电子烟管理办法（征求意见稿）](#)

[2.关于《电子烟管理办法（征求意见稿）》的说明](#)

国家烟草专卖局政策法规与体制改革司

2021年12月2日

资料来源：国家烟草专卖局，东方财富证券研究所

2.1. 回顾中烟发展策略，创新始终是发展重点

回顾过去几年全国烟草工作会议，新型烟草制品发展座谈会等场合，我们认为，烟草局与有关部门对烟草创新的态度始终是推动而非打压，重点是合法、合规的前提下，合理、合适的发展。以雾化产品为代表的新型烟草行业已经告别了“野蛮成长，无序扩张”的阶段，最需要相关法律法规的尽快落地，这样才对行业长期健康持续发展起到规范、指引的作用。

图表 18：回顾过去国家烟草专卖局深化改革工作要点

场合	时间	重点内容
国家烟草专卖局印发全面深化改革工作要点	2016年4月	进一步深化新型烟草制品创新改革。继续推进新型烟草制品监管法律法规体系建设；继续推进新型烟草制品研发创新改革
	2017年4月	继续深化新型烟草制品创新改革。推进新型烟草制品的法律、法规和政策研究，推进新型烟草制品全产业链创新发展。
	2018年5月	推进新型烟草制品监管的政策法规研究，推进新型烟草制品全产业链创新发展，推进新型烟草制品产品国际拓展

资料来源：东方烟草网，东方财富证券研究所

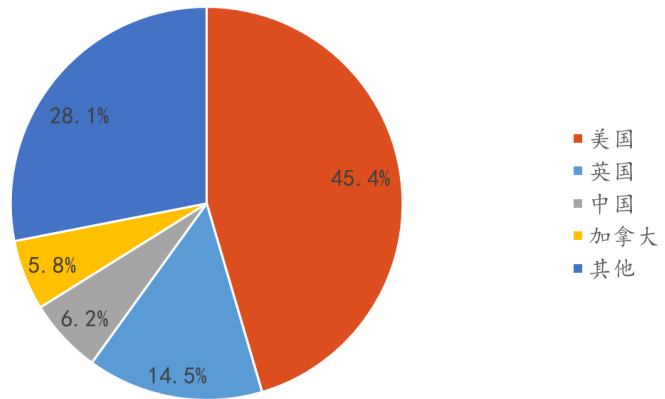
新型烟草应更关注传统烟草用户的转化而非新增用户，使传统烟民可以通过相对健康的方式摄入尼古丁。新型烟草绝不能是以酷炫的外观，丰富的口味，潮流的定位，使用后没有传统烟草味道等特点，来降低使用者门槛，吸引新消费者，尤其是吸引未成年人使用新型烟草。

2.2. 主要国家及地区新型烟草政策及国内政策方向判断

加强对新型烟草的管制，全球各国均加快对新型烟草产品的监管。能否上市销售，按照烟草、药品还是消费品进行监管，目前各国对雾化产品定位不一，美国、德国、意大利将雾化产品归属烟草制品管理，英国可凭处方购买，日本将雾化产品作为药品监管，禁止在市场自由流通。欧盟宣布将在 2021 年最后一个季度修订关于烟草消费税的理事会指令 2011/64/EU，拟对新型烟草产品征税，以及对电子雾化烟、加热烟草、以及口含烟的管制加强。

根据世界烟草发展报告，2020 年，中国之外全球电子烟市场规模为 196.2 亿美元，同比增长 4.3%，其中雾化烟市场规模超过 10 亿美元的国家包括美国、英国、以及加拿大。美国市场规模为 95 亿美元，同比下降 1.6%，英国市场规模为 30.4 亿美元，同比增长 12.3%，加拿大市场规模为 12.1 亿美元，同比增长 17.5%。根据艾瑞咨询数据，2020 年中国雾化电子烟市场规模为 83.8 亿人民币，同比增长 6.6%。

图表 19：全球雾化电子烟市场国家占比



资料来源：世界烟草发展报告，艾瑞咨询，东方财富证券研究所

2.2.1. 美国：口味限制防止滥用，严格的上市条件保障减害效果

目前美国对雾化产品的政策可以总结为以下 3 点：

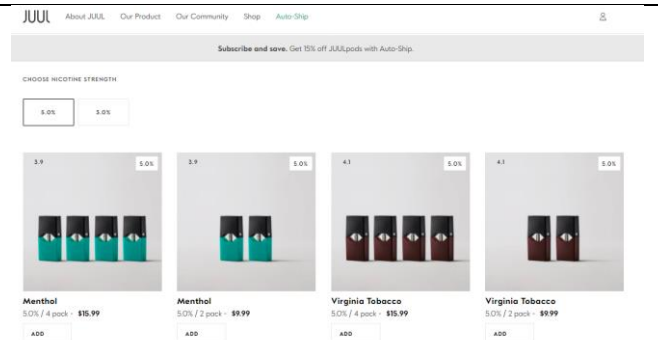
- 1. 口味限令**，以 JUUL 为代表的雾化产品在美国青少年人群中一度十分流行，根据美国食品药品监督管理局 FDA 调查显示，带有水果、薄荷等调味口味在青少年使用者中最为常见，而限制调味产品销售可以显著降低青少年对雾化产品滥用。JUUL 在 2018 年至 2019 年先后从零售店与线上移除了芒果、奶油等口味，2019 年，包括加州、伊利诺伊州、俄亥俄州等部分州提出限制调味产品销售。

图表 20：烟草、水果、薄荷等多种口味雾化烟弹



资料来源：Vape4online，东方财富证券研究所

图表 21：JUUL 官网仅保留烟草与薄荷醇两种口味



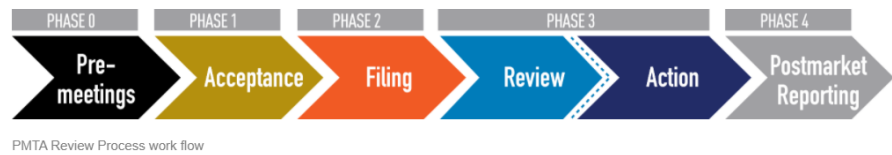
资料来源：JUUL，东方财富证券研究所

2020 年 1 月 2 日，美国食品和药物管理局（FDA）最终确定了一项针对调味口味雾化产品的执法政策，未在 30 天内停止制造、分销、销售未经授权的调味电子烟（除烟草和薄荷醇外）的公司将面临执法风险。

- 2. 严格的产品上市条件**，美国食品药品监督管理局 FDA 认定“新烟草产品”指 2007 年 2 月 15 日尚未在美国进行商业销售的任何产品，或在 2007 年 2 月 15 日之后在美国进行商业销售的改进后的烟草产品。如果没有 FDA 的烟草产品营销命令，新的烟草产品不得在美国合法销售。根据 FDA 规定，新烟草产品有 3 种进入美国市场的途径：包括售前烟草产品申请（PMTA），实质性等效（SE）

以及豁免证明实质等效申请 (EX REQ)。

图表 22: PMTA (Pre-Market Tobacco Application) 审核流程



资料来源: FDA, 东方财富证券研究所

根据《联邦食品、药品和化妆品 (FD&C) 法案》910 (b) 条, 任何烟草产品都可以进行 FDA 的申请, 前提是必须提供可以证明产品适合保护公众健康的科学数据。对于通过 PMTA 途径及时提交申请的流程已经完成, 并且 SE 和 EX REQ 清单也已经完成更新, 现在所有在 2020 年 9 月 9 日前提交申请的被认定为新烟草产品均可用。2021 年 5 月 20 日, FDA 公布了在 2020 年 9 月 9 日前通过 PMTA 途径向 FDA 提交申请的认定新烟草产品清单, 超过 600 万种产品。2021 年 10 月 13 日, FDA 通过了英美烟草旗下 Vuse solo 系列三款产品的 PMTA 审核, 为第一款通过审核的雾化产品。

图表 23: PMTA 审核通过信息

2021 Premarket Tobacco Product Marketing Granted Orders

Manufacturer	Product Name and Order Letter	Product Category	Date Issued	Decision Summary
U.S. Smokeless Tobacco Company LLC	VERVE® Discs Blue Mint	Other	10/19/2021	PM0000470
U.S. Smokeless Tobacco Company LLC	VERVE® Chews Blue Mint	Other	10/19/2021	PM0000471
U.S. Smokeless Tobacco Company LLC	VERVE® Discs Green Mint	Other	10/19/2021	PM0000472
U.S. Smokeless Tobacco Company LLC	VERVE® Chews Green Mint	Other	10/19/2021	PM0000473
R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Solo Power Unit	ENDS	10/12/2021	PM0000551
R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G1	ENDS	10/12/2021	PM0000553
R.J. Reynolds Vapor Company	Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G2	ENDS	10/12/2021	PM0000560

资料来源: FDA, 东方财富证券研究所

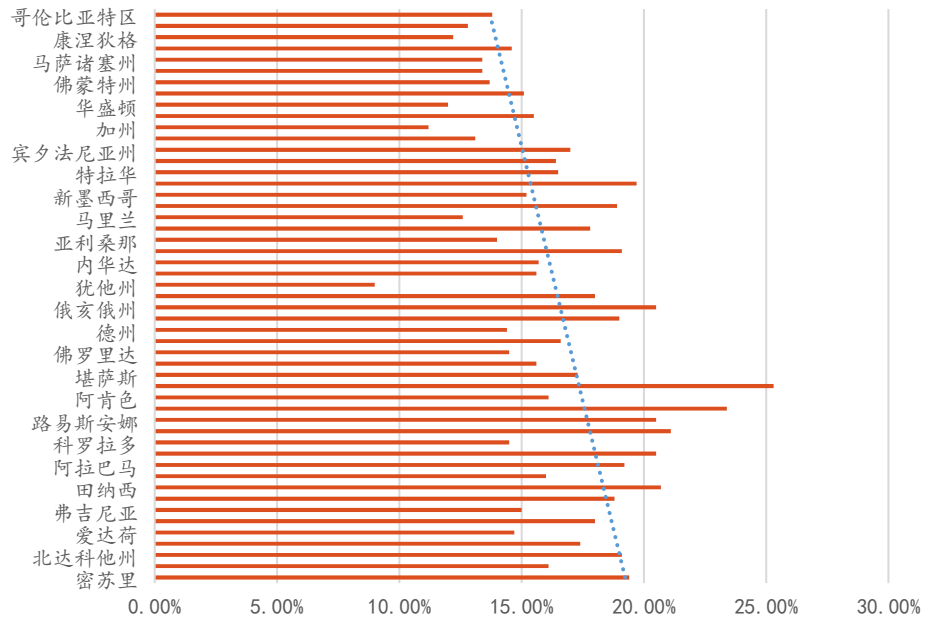
图表 24: 通过审核的 Vuse solo 产品



资料来源: Ziipstock, 东方财富证券研究所

3. 参考传统烟草的税率, 但有所不同。由于美国各州不同的税率, 为我们研究不同税率下对需求的变化提供了样本。Truth initiative 研究提出, 提高烟草税会减少烟草使用, 通过提高烟草税提高价格是减少烟草使用的最有效方法之一。价格几乎影响卷烟使用的所有衡量标准, 包括人均消费量、吸烟率和每天吸烟的数量。根据我们整理的 2018 年美国各州烟民占比数据显示, 税负较高的州, 烟民占比低于税负较低的州。

图表 25: 美国各州烟草税率高低与烟民占比

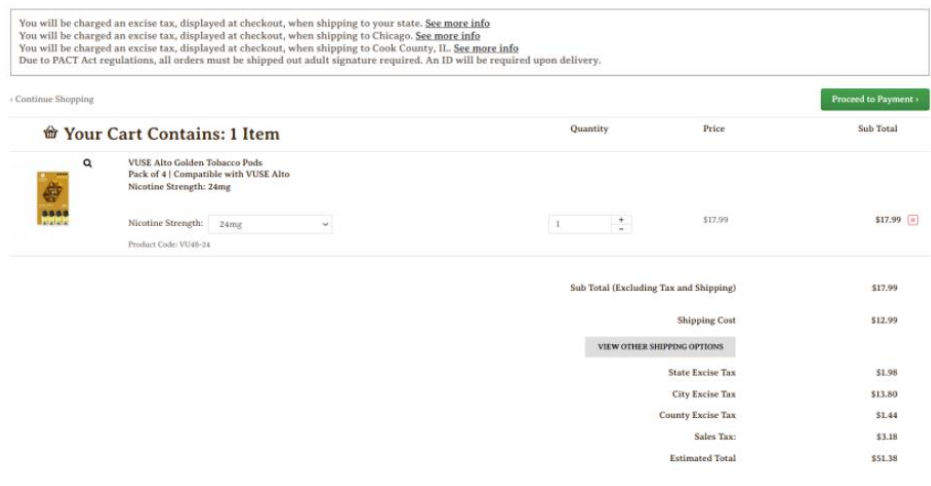


资料来源: truth initiative, 东方财富证券研究所整理 (自下到上, 税率上升)

与传统烟草税率类似, 美国各州针对雾化产品的税率, 包括征税方式均有不同。目前来看, 征税方式主要有: 1. 按价格征税, 2. 按雾化产品烟油量征税。按价格比例征税从 12%-96% 不等, 最低为马里兰州 (12% 的批发价), 最高为哥伦比亚特区 (96% 的批发价)。按烟油量征税由俄亥俄州 \$0.01/毫升到康乃狄克州 \$0.40/毫升不等。

横向对比美国消费者在雾化产品和卷烟的开销, 对消费者而言, 使用雾化产品更有经济效益。根据 Electrictobacconist.com, 一包 Vuse Alto (含 4 颗 1.8ml、尼古丁含量 2.4% 烟弹), 网络端售价为 17.99 美元。我们假设在芝加哥库克县购买一包 Vuse 烟弹, 合计共需缴纳 20.4 美元税款 (由于美国要征收由州到县各环节税收, 含州消费税 1.98 美元, 市消费税 13.8 美元, 县消费税 1.44 美元, 销售税 3.18 美元), 估算单颗烟弹价格含税价格为 9.6 美元。

图表 26: 美国购买雾化烟弹价格



资料来源: Electrictobacconist.com, 东方财富证券研究所

单颗 1.8ml 烟弹，按使用天数估算，对应 1.5-2 包传统卷烟，而对比万宝路 (Marlboro) 卷烟在当地平均 14 美元/包售价，以同样的方式对比加州洛杉矶、纽约等地雾化烟弹与传统烟草价格，雾化产品明显在价格上更具优势，也更有利于雾化产品渗透率的持续提升。

2.2.2. 英国与其他欧洲主要国家：对雾化产品保持积极态度

根据《2020 年世界烟草发展报告》，英国为中国以外全球第二大雾化电子烟市场。政策上，英国对雾化产品持支持态度。2017 年英国健康局 Department of Health 发布《迈向无烟一代-英格兰烟草控制计划》内容显示：吸烟者可以为自己的健康做的最好的事情就是戒烟，但这是不容易的。而越来越多的证据表明，电子烟对健康的危害明显低于吸烟，政府将寻求支持消费者戒烟并采用危害较小的尼古丁产品。

图表 27：《迈向无烟一代-英格兰烟草控制计划》内容

Backing evidence based innovation

Develop a strong evidence base on the full spectrum of nicotine delivery products.

Two thirds of smokers say they want to stop smoking⁵³, however long term success rates are low. Despite the availability of effective medicines and treatments to support quit attempts, the majority of smokers choose to quit unassisted, by going 'cold turkey'. This has proved to be the least effective method⁵⁴. Smokers who use a combination of medication and expert behavioural support are up to four times as likely to stop smoking successfully as those who attempt to quit unaided or with over the counter nicotine replacement therapy⁴¹.

Stopping smoking is hard and many smokers are turning to e-cigarettes to help them in their attempts. In 2016 it was estimated that 2 million⁵⁵ consumers in England had used these products and completely stopped smoking and a further 470,000⁵⁶ were using them as an aid to stop smoking.

The best thing a smoker can do for their health is to quit smoking. However, the evidence is increasingly clear that e-cigarettes are significantly less harmful to health than smoking tobacco. The government will seek to support consumers in stopping smoking and adopting the use of less harmful nicotine products. Public Health England has produced guidance for employers

资料来源：英国 Department of Health，东方财富证券研究所

英国主要由卫生部下属执行机构英格兰公共卫生局 (PHE) 对烟草制品实行监管控制，英国卫生当局将电子烟视作治疗烟瘾的药品之一，由英国药品和保健品管理局统一管理并建立严格详细的监管条例。PHE 认为电子雾化烟安全性比普通烟草高 95%，且能帮助吸烟者戒烟，因此英国政府总体上鼓励雾化产品的发展。此后 PHE 多次发布政策文件强化这一认知，并允许医药出售雾化产品，鼓励烟瘾患者从传统香烟向雾化烟转换并最终实现戒烟。目前在英国，主要针对烟油及烟气成分、烟油容量(不超过 2ml)、烟油尼古丁浓度(不超过 20mg/ml)、添加剂(禁止着色剂、咖啡因和牛磺酸)、上市标准(向医药保健产品监管机构通告)、产品包装等方面提出严格要求。

2015 年 11 月，欧盟委员会就制定了电子烟和补充容器通知的通用格式，根据烟草制品指令 2014/40/EU 第 20 条规定，符合限制烟油及烟气成分、尼古丁浓度(不超过 2%)、烟弹容量(不超过 2ml)、儿童安全包装以及禁止广告宣传。此外，一些欧盟成员国对销售年龄和税收有进一步的限制。俄罗斯 2020 年 9 月通过烟草控制法修正案，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，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。

2.2.3. 国内新型烟草政策方向判断

由于国内新型烟草市场目前以雾化产品为主，加热不燃烧（HNB）烟弹主要成分仍为烟叶，我们认为未来仍将由中烟对产业链进行把控，主要讨论雾化产品政策方向及未来影响。近期烟草专卖法和国标征求意见稿已明确，对雾化产品的监管态度并不是“一刀切”。国标及管理办法征求意见稿近期已经发布，在未来的监管细则上，目前来看方向上主要包括：税率、各环节准入门槛、渠道销售管理以及口味限制，我们将对以上几方面进行分析。

1.烟草消费税，目前我国实行的是从价从量混合且分级的税收制度。传统烟草行业税费主要包括七税费两专项，分别是烟叶税、消费税、增值税、企业所得税、进口关税、城市建设维护税、教育费附加，以及以税后利润为基础上缴的国有资本收益和专项税后利润。目前雾化产品相比传统卷烟暂未征收消费税。按照目前卷烟消费税，生产环节甲类卷烟 56%加 0.003 元/支，乙类卷烟 36%加 0.003 元/支，批发环节 11%加 0.005 元/支。

图表 28：烟消费税税目税率表

税目 [↔]	税率 [↔]	征收环节 [↔]
烟 [↔]		
1.卷烟 [↔]		
工业 [↔]		
(1) 甲类卷烟 [↔]	56%加 0.003 元/支 [↔]	生产环节 [↔]
(调拨价 70 元 (不含增值税) /条以上 (含 70 元)) [↔]		
(2) 乙类卷烟 [↔]	36%加 0.003 元/支 [↔]	生产环节 [↔]
(调拨价 70 元 (不含增值税) /条以下) [↔]		
商业批发 [↔]	11%加 0.005 元/支 [↔]	批发环节 [↔]
2.雪茄 [↔]	36% [↔]	生产环节 [↔]
3.烟丝 [↔]	30% [↔]	生产环节 [↔]

资料来源：国家税务总局，东方财富证券研究所

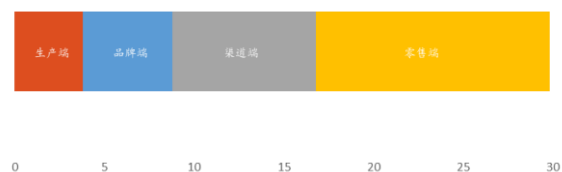
参考目前雾化烟弹各环节毛利率情况，以目前市场主流 33 元/颗价格以及行业内上市公司毛利率推导，各环节成本及售价分析如下：

图表 29：根据各环节利润率对价格进行估计

	生产端	品牌端	渠道端	零售端
成本 (元)	3.2	7	12	20
售价 (元)	7	12	20	33
毛利 (元)	3.8	5	8	13
毛利率 (%)	54%	42%	40%	39%

资料来源：思摩尔年报，雾芯科技年报，知乎，东方财富证券研究所

图表 30：各环节毛利额分配 (元)



资料来源：思摩尔年报，雾芯科技年报，知乎，东方财富证券研究所

我们认为，从国内消费者意愿以及品牌间竞争的角度考虑，商家在雾化烟弹消费税落地后，也不会尽数转嫁消费者承担，更多将由供应链内部承担。

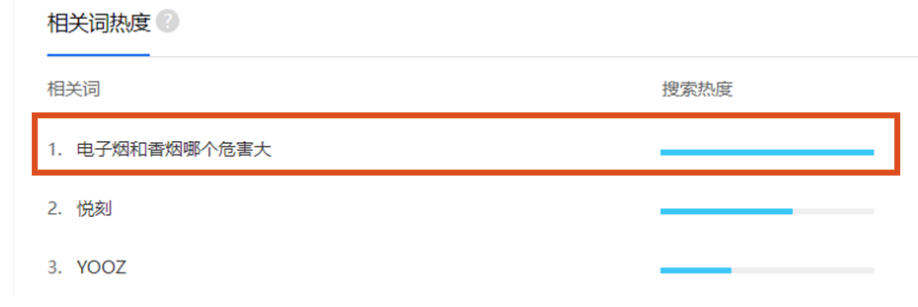
2.严格的各环节标准与门槛，将电子烟从产品原料、生产、渠道、零售所有环节纳入监管范围，在零售端进行后置的经营许可证的申请与批准。对于中游和上游来说，在资质、产品标准等方面需要达到准入要求。根据全国标准信息公共服务平台显示，20171624-Q-456 电子烟已进入正在征求意见状态，20172264-T-456 电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法已进入批准状态。我们认为，相关标准的落地将有效提升准入门槛、保证产品质量，将对行业正向发展起到积极作用。国标意见稿中规定电子烟生产、代工企业，烟碱生产企业为扩大生产能力进行的基本建设或者技术改造，须经国务院烟草专卖行政主管部门批准。也就是说未来扩产时间成本，技术要求都要有不少的提升。利好现有足够产能的供应商，预计未来供给侧格局将保持稳定。

3.渠道到销售环节的管控，管理办法征求意见稿提出，采用统一交易管理平台监管，品牌商需要将产品销售给批发企业后再销售于持牌零售点。后续流通环节将是生产商-品牌商-交易管理平台-批发商-零售商。此外，经营零售的地点也有进行限制的可能。2021年7月16日，国家卫健委举行新闻发布会，推动全国范围的控烟立法，同时也要求各个地方结合地方的实际情况出台控烟的法律法规，在后续推进无烟环境立法的过程中，要求各地应考虑将电子烟纳入公共场所禁烟管控当中，做到电子烟管理有法可依。

4.烟油口味与成分限制，根据中国疾病预防控制中心发布的《2019年中国中学生烟草调查》显示：2019年初中学生听说过电子烟的比例为69.9%，现在电子烟使用率为2.7%；与2014年相比，分别上升了24.9个和1.5个百分点。《世界卫生组织烟草控制框架公约缔约方会议-第七届会议报告》中指出，3/4的青少年被调查者表示，如果雾化电子烟没有添加口味，他们不会再使用这些产品。显然，雾化烟油中的调味剂加入使得雾化烟的口感对于未接触过传统烟草的使用者来说更容易接受，降低使用门槛。国标征求意见稿提出，在正常及可预见使用条件下不会增加健康风险，在达到预期效果的前提下，应尽量减少添加剂的使用量；不应使产品呈现对未成年人有诱导性的特征风味。此外，雾化物添加剂临时许可使用的物质清单中规定了122种物质及最大使用量。此举最重要的就是明确添加剂的成分范围，并且在添加剂口味上对未成年人保护做出承诺，保护未成年人刻不容缓。

我们认为，相关政策落地后，会对行业产生正确指导作用。当前网络上关于新型烟草负面信息较多，且消费者对于新型烟草的减害性认知存在偏差。根据百度指数显示，新型烟草最多的问题是“电子烟和香烟哪个危害大”，关于雾化产品不当认知会影响传统烟民转化率。我们认为，关于新型烟草的政策落地后，会对行业产生政策背书的作用，让消费者对于新型烟草的减害性有正确判断，有助于提高传统烟民转化率。

图表 31：电子烟-百度指数



资料来源：百度指数，东方财富证券研究所

国内政策落地后对行业的短期影响，烟油口味的限制可能减少产品品类从而对行业营收增速带来影响，烟草税的征收对当前产业链各环节利润带来一定压力，渠道和零售的铺设限制可能而增加销售的合规成本。对行业竞争格局的影响，不规范的企业将在政策落地后被快速淘汰，监管政策将使得行业规范化加速头部企业集中，监管落地前就有高标准自律措施的企业将获得极大优势。长期，对市场健康良性发展起到保障，回归到新型烟草对比传统烟草的减害性核心定义。

以减害为核心的新型烟草行业的发展是大方向，以英美烟草、菲莫国际为代表的行业龙头均以“无烟化，减害化”为战略目标，同时对新型烟草行业发展保持积极的态度。我们认为，从 2019 至今，网上禁售电子烟，提出电子烟监管的问题，以及电子烟国家标准的起草，主要出于未成年人保护（渠道限制），以及用户安全的保障（严格的产品质量管控，禁止三无产品），其核心是探讨如何对新型烟草进行正确的监管，而不是对行业发展的打压。近期，《烟草专卖法》已由征求意见稿正式落地，《电子烟》国标及《电子烟管理办法》征求意见稿相继发布，专卖法确定产品定位，国标设定产品定义，管理办法明确监管方向。我们认为，相关政策的完善与落地，将使电子烟产品有法可依，利于推动行业规范化发展。

3. 海外雾化市场复盘及供应链分析

3.1. 海外市场复盘

海外国家及地区接受雾化产品文化较早，同时，美国市场和英国市场由于产品定义存在一定差异，美国市场定义为烟草产品，由 FDA 规定上市标准，英国由药品和保健品管理局统一管理并允许医药出售雾化产品。根据悦刻招股书，2019 年美国雾化产品占传统烟草渗透率为 32.4%，英国为 50.4%，中国为 1.2%。复盘美国、英国市场近年变化情况，我们结合海外政策变化、品牌、渠道等因素对国内政策落地后，市场潜在发展方向进行分析。

图表 32：雾化产品占传统烟草渗透率

User Penetration Rate of E-Vapor Products in China, United States and United Kingdom, 2008-2019

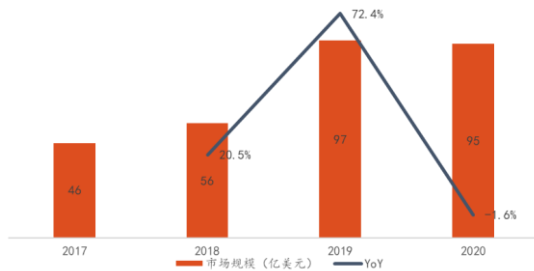


资料来源：雾芯科技招股书，CIC，东方财富证券研究所

3.1.1. 美国雾化产品市场：口味限令后的成长主线

早期美国雾化市场消费者多为开放式大烟玩家，在 2015 年 JUUL 被推向市场后开始发生变化。在 2015 年的时候 JUUL 发起了名为“Vaporized”的活动，通过广告牌、杂志和社交媒体上发布模特抽 JUUL 电子烟的广告照片，大量曝光吸引年轻人。根据世界烟草发展报告，美国雾化市场在由 2017 年 46 亿美元增长至 2020 年 95 亿美元。

图表 33：美国雾化市场规模



资料来源：世界烟草发展报告，东方财富证券研究所

图表 34：2020 年全球 TOP3 电子烟品牌市占率

龙头企业	主要电子烟品牌	销售额市占率 (%)
JUUL	JUUL	26%
英美烟草	Vuse	12%
帝国品牌	Blu	3%

资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

然而，由于 JUUL 的营销主要指向年轻人，其中有很大的群体为中学生，根据密歇根大学研究，2017 年使用过雾化产品的美国高三学生由 2016 年 13% 上升至 17%。此外，根据 2018 年美国药物滥用局 (NIDA) 的数据显示，约 20% 的美国年轻人在接触雾化烟前未接触过传统卷烟。

图表 35：2017 年全国青少年药物趋势

Levels of *nicotine vaping* are also considerable, with 19% of 12th grade students vaping nicotine in the past year. The annual prevalence levels were 16% and 8% for 10th and 8th grade students, respectively. It is also possible that additional students are getting nicotine in what they vape but are not aware of it, so these are lower bound estimates.

Levels of *overall vaping* were similar in 2017 to their previous levels in 2016, although the measures are not directly comparable. Updated vaping questions in 2017 asked about vaping of specific substances, while in previous years vaping questions were about any vaping in general. With this caveat, the percentage of students in 2017 who reported vaping flavoring, marijuana, or nicotine was similar to those who reported that they had vaped anything in 2016, with the two respective percentages for use in the past 30 days at 17% in 2017 and 13% in 2016 among 12th grade students, 13% and 11% for 10th grade students, and 7% and 6% for 8th grade students.

“These findings emphasize that vaping has progressed well beyond a cigarette alternative,” said Richard Miech. “Vaping has become a new delivery device for a number of substances, and this number will likely increase in the years to come.”

资料来源：密歇根大学，东方财富证券研究所

图表 36：NIDA 烟草、尼古丁及电子烟报告

E-cigarettes and Teens

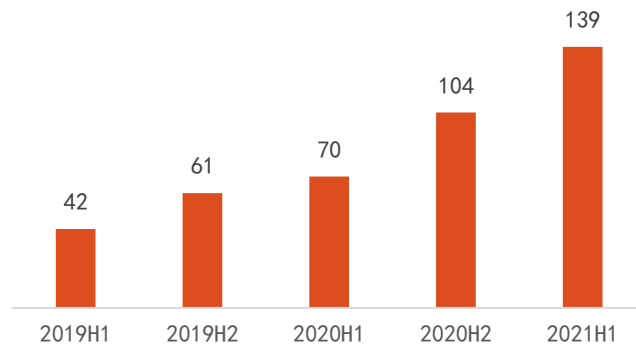
National survey data suggest that e-cigarettes were the most commonly used nicotine delivery product among youth.¹²⁻¹⁷ A review of the literature found that up to 20 percent of adolescents who currently use e-cigarettes had never smoked a traditional cigarette.⁸⁷

资料来源：NIDA，东方财富证券研究所

2020 年，受政策、疫情、负面新闻等多方面影响，美国雾化市场整体增速下滑。

然而，英美烟草推出的烟草及薄荷醇口味的雾化产品仍实现逆势高速增长，出货量与市占率持续提升。

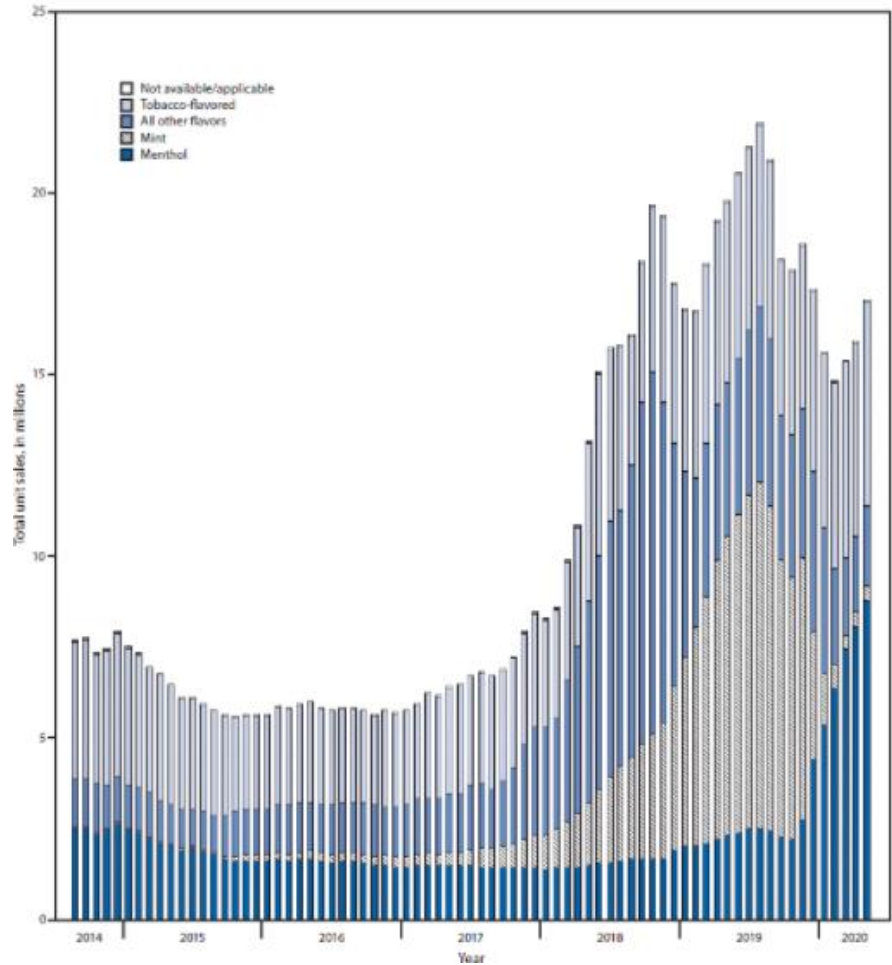
图表 37：英美烟草雾化产品美国出货量（单位：百万颗）



资料来源：英美烟草公告，东方财富证券研究所

在经历“电子烟肺炎”、“未成年人保护”、“口味限令”等影响后，我们认为，美国雾化市场回归到以减害为核心的发展主线，针对传统烟民的烟草、薄荷醇口味的雾化产品成为未来雾化产品渗透率持续提升的关键。根据美国 CDC 数据，在口味限令实施之后，Mint（薄荷）口味雾化产品出货量快速收缩，而 Menthol（薄荷醇）口味则在此后保持快速增长。在 2016-2018 年贡献最大增量的其他口味（水果味等）出现收缩，而 Tobacco（烟草口味）出货量则在此后保持增长。

图表 38：美国雾化产品出货量（百万颗），按不同口味

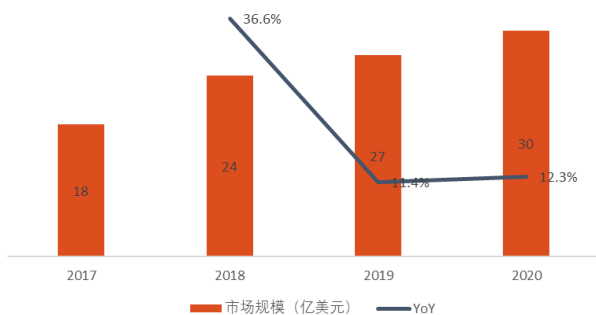


资料来源：CDC，东方财富证券研究所

3.1.2. 英国雾化产品市场：雾化产品渗透率超过 50%

根据世界烟草发展报告，2020 年英国雾化市场规模达到 30 亿美元，根据 ASH (Action on Smoking and Health) 数据，2020 年英国雾化烟民数量 320 万，同比出现下滑。2021 年同比增长 12.5% 至 360 万，其中 64.6% 雾化烟用户为前烟民，30.5% 的用户同时使用雾化烟和传统卷烟。

图表 39：英国雾化市场规模



资料来源：世界烟草发展报告，东方财富证券研究所

图表 40：英国雾化烟民人数



资料来源：ASH，东方财富证券研究所

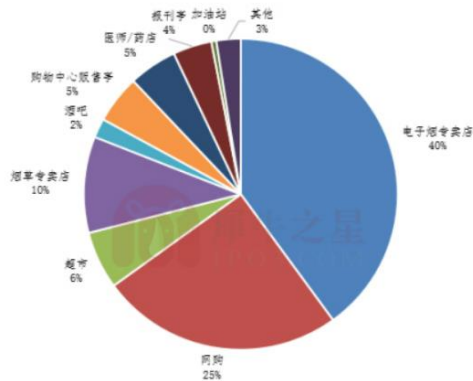
英国作为全球鼓励雾化产品发展的国家之一，认可雾化产品对比传统烟草的减害性，利于渗透率的持续提升。同时，我们认为，雾化产品的消费属性适用于消费品的“S”型增长，回顾近年来英国雾化产品渗透率的提升，在超过 10% 的渗透率后，进入快速增长期，在 2019 年后市场整体增速开始放缓。

3.1.3. 中国雾化产品市场：静待政策最终落地，新型烟草未来可期

中国作为烟民最多的国家，2019 年雾化产品渗透率 1.2%，仍处初期消费者培养的阶段。传统行业看供给，新兴行业看需求，相关政策与标准将对雾化产品的减害性起到保障。若在口味和零售端做出限制，可能会在短期限制整体需求增速。参考美国在口味限令后的不同口味产品出货量以及英美烟草近年来发展情况，我们认为，政策落地将推动“确保有效减害”+“良好用户体验”方面表现出色的产品持续增长，国内市场长期用户渗透率提升的趋势依然具有确定性。

零售端上，对比海外国家如美国、英国更加多元化的销售网，当前中国雾化产品仍集中在专卖店。由于雾化产品与传统烟草类似，属于高频次低价格消费品，且禁止线上推广，线下是当前雾化产品拉新和维持现有消费者的关键环节，重点关注政策细则对零售端的要求。

图表 41：海外雾化烟弹销售渠道占比



资料来源：犀牛智库，东方财富证券研究所

3.2. 供应链：安全稳定为第一要素

追求供应链安全与稳定，对成本不敏感是烟草行业供应链的特性。此外，全球角度来看，烟草公司更加看重社会舆论，重视法律风险，对 ESG（环境、社会、治理）要求相比其他行业更高。另外，从新型烟草的消费品属性来看，由于下游客户对口味的用户粘性，供应商切换成本高。综合以上属性，在下一代具有颠覆性的发热体技术诞生前，新型烟草的供应链将会保持稳定。

我们认为，在保证产品与供应的安全稳定后，供应链还应遵循 3 个重点：

1. 品牌商风险管理与战略发展

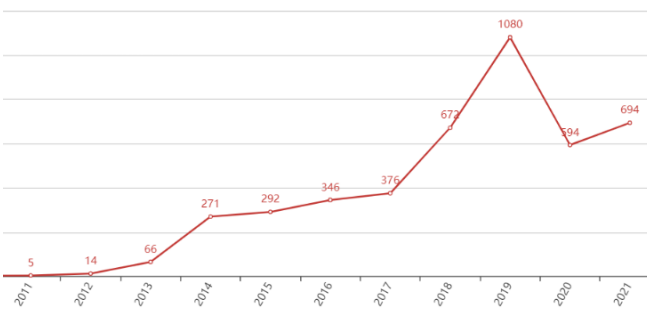
横向对比苹果(AAPL.O)、汽车供应链，新型烟草供应链在稳定的角度上存在相

似性。同时，我们认为，未来新型烟草供应链上下游，品牌商与制造端之间将保持战略发展的状态，从产品开发、毒理研究、理化研究、临床等多角度展开合作。

2. 知识产权自主

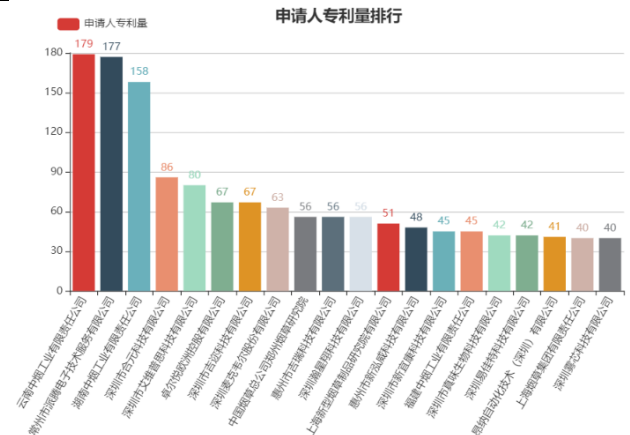
知识产权的重要性不言而喻。近年来，海外烟草公司在雾化产品及加热不燃烧产品上都有过互相起诉侵权的事件发生。2020年，奥驰亚（菲莫国际美国）向美国北卡罗莱纳州中区地方法院提起诉讼，起诉雷诺（英美烟草）旗下雾化产品侵犯奥驰亚持有的9项专利。此前，雷诺曾起诉奥驰亚集团加热不燃烧产品IQOS侵犯了他们的相关专利权，包括吸烟装置、充电器和烟支棒等6项专利。

图表 42：国内“电子烟”关键词发明专利申请变化



资料来源：佰腾网，东方财富证券研究所

图表 43：国内“电子烟”关键词发明专利申请排名



资料来源：佰腾网，东方财富证券研究所

3. 制造能力与全球布局

海外烟草公司对 ESG、碳中和存在明确的要求，以英美烟草为例，目标 2030 年实现公司自身经营碳中和，2050 年实现供应链整体碳中和，对供应链研发制造能力要求较高。另外，由于雾化烟弹属于是快消品，烟液与空气长时间接触会发生氧化，因此存在时效性。综合考虑产品最佳体验、潜在的关税影响、以及促进当地就业等因素，不排除未来海外客户要求本土化生产的可能性，全球化布局有可能会在未来成为重要影响因素。

图表 44：英美烟草 ESG 要求



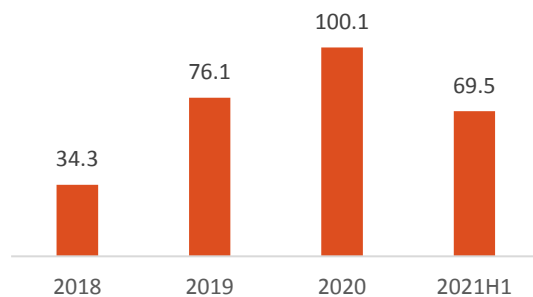
资料来源：英美烟草 2020 年 ESG 报告，东方财富证券研究所

4. 配置建议

4.1. 思摩尔国际 (06969.HK): 雾化科技解决方案的全球领导者

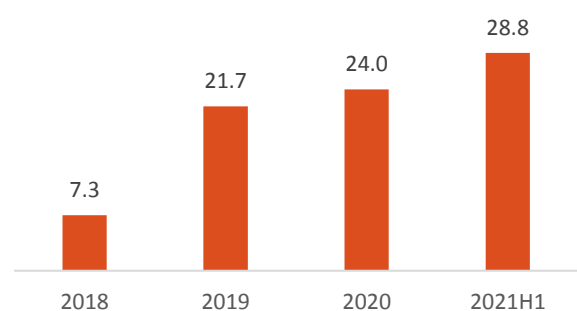
公司是雾化科技解决方案的全球领导者。主营业务可分为面向企业客户与面向零售客户两部分，面向企业客户业务服务全球雾化品牌，为客户提供雾化解决方案。面向零售客户业务以海外市场为主，主要产品为公司自有雾化品牌 Vapresso 等开放式大烟产品。奠定公司雾化科技全球领导者地位的是公司在 2018 年推出的 FEELM 陶瓷雾化芯，通过金属薄膜和多孔陶瓷的结合，在雾化领域的材料与结构科学上取得极大成就，并与英美烟草、NJOY、雾芯科技等品牌展开深度合作，为 Vuse Alto、悦刻等产品提供 FEELM 陶瓷芯。近年来，由于其核心客户增长优于行业整体，预计思摩尔国际产品市占率持续提升，业绩也实现快速增长。

图表 45: 思摩尔国际营收 (单位: 亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

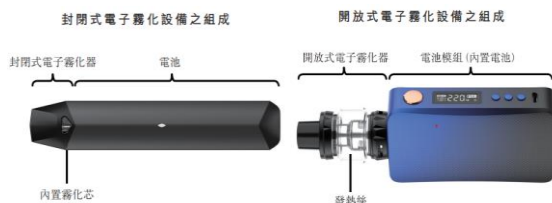
图表 46: 思摩尔国际净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

公司新型烟草产品布局全面，面向企业客户可分为封闭式电子雾化设备以及电子雾化组件，封闭式电子雾化设备主要包括雾化烟弹与烟杆，电子雾化组件则主要为 HNB 烟具与 CBD (大麻二酚)、THC (四氢大麻酚) 器具，HNB 业务主要客户为日本烟草。

图表 47: 封闭式与开放式电子雾化设备



资料来源: 思摩尔国际招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 48: 思摩尔国际服务全球主流客户

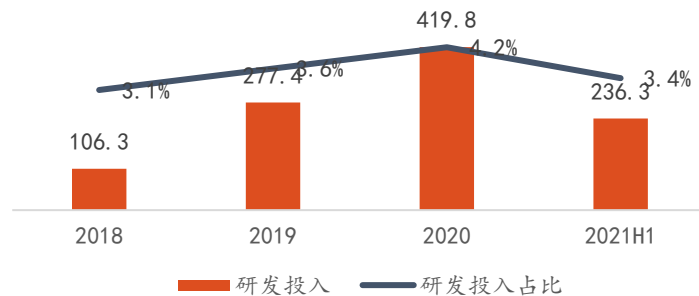


资料来源: 各公司官网, 东方财富证券研究所

公司多年深耕雾化领域，我们认为公司在研发实力、客户关系以及规模化三方面具有极大优势，在材料科学、空气动力学、理化分析等方面积累了深厚的研发实力，已在全球拥有及在建 9 个涉及不同基础研究领域的研究院。客户方面，由于雾化产品的烟草属性，公司与下游主流品牌客户绑定性较强。制造能力方面，根据公司 2021 中报，面向企业客户产品设计的年产能已提升至 28 亿个标

准单位以上，同时公司积极提升生产运营效率，并通过自主研发的方式持续提升自动化生产水平。

图表 49：思摩尔国际研发投入（单位：百万元）

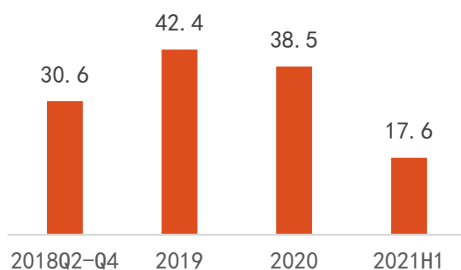


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.2. 华宝国际 (00336.HK)：香精香料与烟草薄片加工，积极卡位新型烟草

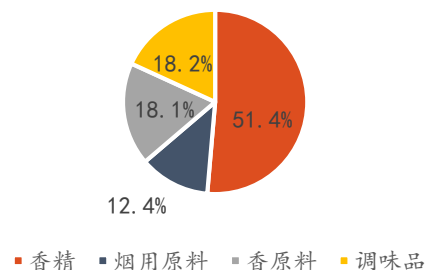
华宝国际深耕香精香料领域，卡位烟用原料领域，积极拓展再造烟叶等新业务。公司主营业务包括香精、烟用原料、香原料、调味品。2021年上半年，公司香精业务占整体营收50%以上，而其中最主要的就是烟用香精。

图表 50：华宝国际营收情况（单位：亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 51：2021H1 公司业务占比



资料来源：华宝国际年报，东方财富证券研究所

公司在新型烟草领域布局广泛，产品应用于雾化与 HNB 两种技术路径。雾化领域，包括雾化烟油香精、烟油产品等产品开始销售。HNB 领域，公司围绕烟用薄片及香精进行研发，已有体外 HNB 品牌 NUSO 拓展海外市场，在 HNB 领域积累丰富的产品经验。

图表 52：HNB 品牌 NUSO 烟弹



资料来源：博远官网，东方财富证券研究所

香精业务应用于传统卷烟、雾化产品、加热不燃烧产品，用于烟草加香，作为公司核心业务领域，公司旗下“喜登”、“天宏”、“华芳”等国内烟用香精品牌，在烟用香精市场已拥有较大份额。雾化产品及 HNB 产品对香精的需求更高，未来有望伴随新型烟草渗透率的提升而加速增长。

烟用原料业务，烟丝应用于传统卷烟，而烟草薄片则同时应用于传统卷烟和 HNB 烟弹产品。烟草薄片又称再造烟叶，主要由烟叶、烟梗、烟沫等经过加工处理制成。公司旗下广东金叶率先开展造纸法再造烟叶的工艺及装备研究，承担多个国家重大科研项目。传统烟草薄片的初衷是降低成本，在实际使用的过程中，已经延伸出口感改善、降低危害等功能。HNB 使用的烟草薄片则在原料、工艺对比传统烟用薄片有所区别。

公司致力于香精香料以及 HNB 产品原材料的研发与制造，并取得多项专利，若国内 HNB 业务开放，公司烟用原料业务有望进入高速增长期。

4.3. 比亚迪电子 (00285.HK): 国内客户雾化产品已量产，海外 HNB 业务需求旺盛

比亚迪电子是平台型高端制造企业。近年来，通过多年发展积累的材料研发能力、模具开发能力、设备开发能力以及强大的制造能力拓展新型烟草领域。已在包括电子雾化产品及加热不燃烧在内的主流技术路径上取得良好进展。雾化业务方面，公司充分发挥研发制造优势，包括陶瓷雾化芯在内的拥有自主知识产权的雾化烟弹已开始向国内客户出货。加热不燃烧业务，目前主要为海外客户提供烟具结构件+组装代工。

图表 53: Maxfel 雾化烟弹

图表 54: 比亚迪电子雾化实验室



资料来源: Maxfel 公众号, 东方财富证券研究所



资料来源: Maxfel 公众号, 东方财富证券研究所

公司的雾化技术研究所成立于 2019 年, 由清华大学资深化学博士带领, 研究人员领域涵盖有机化学、食品安全与毒理、微纳米力学等专业。雾化实验室作为业界率先引入 Q_TOF (四级杆精确质量飞行时间)、电子鼻、电子舌的专业电子雾化实验室, 打破业内配方单靠人的感官评析的限制。

图表 55: 行业公司估值比较表 (按照 12 月 16 日收盘价)

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
06969.HK	思摩尔国际	2028	0.44				148.88				未评级
00336.HK	华宝国际	384	0.13				19.57				未评级
00285.HK	比亚迪电子	544	2.41	1.25	1.62	1.99	13.45	19.32	14.04	12.13	买入

资料来源: 东方财富证券研究所, 未评级公司来自 Choice 一致预期, 基于港元兑人民币汇率 0.82

5. 风险提示

- ◆ **国内及海外新型烟草政策变化:** 包括税收, 市场准入等方面的各个国家政策可能会发生变化, 对新型烟草产品产品的销售和使用造成影响。
- ◆ **全球疫情加剧对新型烟草需求带来影响:** 全球疫情加剧对消费者可选消费产品带来影响
- ◆ **用户体验不佳, 新型烟草用户转化及留存率下滑:** 对于传统烟民, 新型烟草的体验至关重要, 决定用户留存率。若烟雾量、烟油口味、雾化细腻度等不满足用户体验, 则可能会出现用户转化留存率低的影响。
- ◆ **汇率剧烈波动的影响:** 由于制造端集中在国内, 海外市场整体需求超过国内, 产品已出口为主, 未来汇率剧烈波动将对企业造成影响

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。