

新型烟草行业蓄势待发，产业链 上下游坐拥发展红利

轻工制造首席分析师：张潇

执业证书编号：S1070518090001

联系邮箱：yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

轻工制造分析师：邹文婕

执业证书编号：S0600521060001

联系邮箱：zouwj@dwzq.com.cn

日期：2022/1/4

- ▶ **新型烟草行业是低渗透高增长的黄金赛道。**2020年新型烟草整体市场规模为419亿美元（约合2682亿元），新型烟草按照品类可以分为雾化电子烟和加热不燃烧(HNB)两类，其中雾化电子烟市场规模约211亿美元，HNB市场规模约208亿美元。2020年全球雾化电子烟渗透率仅为2.5%，美国市场为最大的雾化电子烟消费市场，2020年我国雾化电子烟内销市场超过140亿元，渗透率仅为0.8%，未来增长潜力巨大。加热不燃烧2020年全球渗透率为2.4%，需求主要集中在日韩，占比超过50%，我国目前尚未开放HNB销售。我们假设至2030年全球新型烟草渗透率达30%，持续挤压传统卷烟市场空间，则新型烟草整体市场规模近3000亿美元(约合1.9万亿元)，长期看有近10倍增长空间。
- ▶ **新型烟草政策有序开放将是未来行业大趋势。**随着新型烟草快速发展和减害作用得以验证，各国接连出台监管政策和税收以规范行业发展。2021/10/13美国PMTA首次审核通过Vuse三款烟草味雾化电子烟，给予雾化电子烟合法身份，各州陆续将新型烟草纳入征税体系内；欧盟拟于2021年Q4修订新型烟草税收规则，英国不断出台政策鼓励新型烟草发展。分析我国现有的烟草管理体系，我们认为中烟将在新型烟草领域掌握最大话语权，许可证将提高行业准入门槛；新型烟草的推广将是我国烟草利税的重要补充。
- ▶ **全球烟草巨头积极布局新型烟草，开辟增量市场。**全球烟草前五大巨头中：菲莫国际以IQOS为核心，积极布局HNB市场，加速向新型烟草转型，2021Q1-3无烟产品销售收入占总收入比重已达到29%；英美烟草在雾化电子烟和HNB业务均处于快速发展时期，主打雾化电子烟品牌Vuse市占率不断提升，2021/11/20-2021/12/18在美国销售额市占率提升至34%，加热不燃烧产品Glo在日本、俄罗斯等核心市场份额不断提升；日本烟草采用双品牌战略，日本本土主营HNB品牌Ploom，海外收购Logic切入雾化电子烟市场；韩国烟草推出HNB品牌lil，与竞争者菲莫国际合作，进一步打开海外市场，实现全面扩张；帝国烟草在新型烟草方面布局较晚，贡献度较低，宣布新战略规划聚焦重点市场以寻求发展机遇。
- ▶ **从产业链的视角上看，技术壁垒高并与客户深度绑定的企业将会持续受益。**上游：合成尼古丁海外市场广阔，雾化电子烟和HNB均需要添加尼古丁，合成尼古丁在原料、纯度、体验方面均优于天然尼古丁，应用范围包括新型烟草、医用和农药，根据我们测算2025年海外新型烟草尼古丁需求量超2000吨，建议关注【润都股份】、【金城医药】。中游：头部企业有望率先取得生产许可，监管趋严进一步稳固头部地位。雾化电子烟器具制造商的核心壁垒来自雾化芯的研发，HNB器具的核心在于烟具的加热技术及其专利壁垒。公司雾化陶瓷芯技术全球领先，与下游大客户紧密绑定，推荐【思摩尔国际】，建议关注【比亚迪电子】、【劲嘉股份】。随着HNB在国内的开放，建议关注布局HNB产业链的【集友股份】、【顺灏股份】。建议关注管理团队优秀，国内雾化电子烟领先品牌【雾芯科技】。
- ▶ **风险提示：**政策监管强度超出预期；相关技术迭代更新风险；新型烟草渗透率未达预期。

注：报告使用2021/12/31美元兑人民币中间价6.4。如果没有特殊说明，货币单位均为人民币。



- 1. 新型烟草市场：蓄势待发，星火燎原
- 2. 海内外新型烟草政策：有序开放，推陈出新
- 3. 烟草巨头布局：百花齐放，加速扩容
- 4. 新型烟草产业链：蔚然成风，前景明朗
- 5. 风险提示

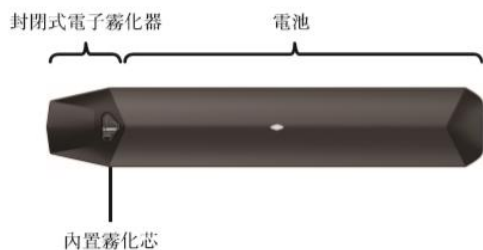
1. 新型烟草市场：蓄势待发，星火燎原

1.1 新型烟草简介：减害作用明显的烟草新趋势

雾化电子烟行业迈入高速增长期，据我国电子烟行业协会统计估算，2021年我国封闭式电子烟出口销售金额占雾化电子烟整体销售金额超70%的份额。雾化电子烟通常由电池、雾化芯、电子雾化液（烟油）组成，并可按照是否可以自行添加烟油分为封闭式雾化电子烟和开放式雾化电子烟。

封闭式电子雾化设备组成

封闭式電子霧化設備之組成

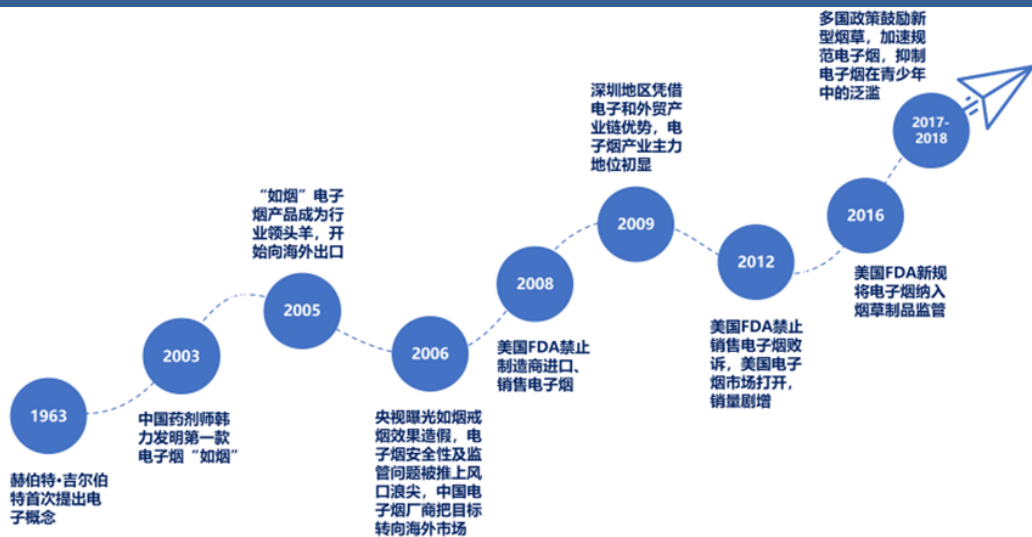


开放式电子雾化设备组成

開放式電子霧化設備之組成



电子烟行业发展历程

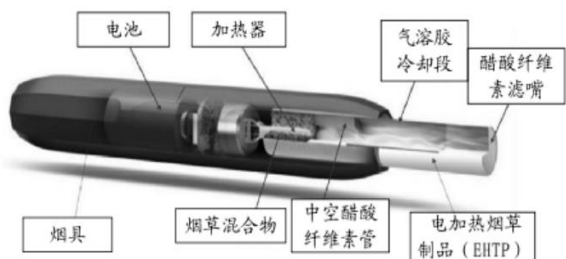


- 开放式雾化电子烟可以自行添加烟油及更换雾化芯，部分高阶产品还可根据个人的喜好更换不同功率的发热丝、电池等部件，通常面向有经验的电子烟玩家。
- 封闭式雾化电子烟的雾化组件与电子雾化液构成一个密闭整体（烟弹），不可自行添加烟油。封闭式雾化电子烟又可以按照电池是否可以重复充电分为换弹式电子烟和一次性电子烟。
- 电子烟发明于我国，但由于安全性及监管问题受到关注发展受阻，转而向海外发展。
- 2008-2016年电子烟在英美等国家的接受度逐渐提高，并形成了电子烟玩家文化，产品以大功率的开放式设备为主。
- 2017年尼古丁盐的推出令电子烟行业进入第二阶段增长，受众群体拓宽。电子烟行业的快速增长也令各国加快政策制定的步伐，全球进入政策密集制定期。

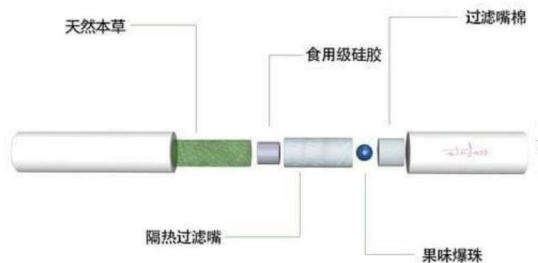
1.1 新型烟草简介：减害作用明显的烟草新趋势

加热不燃烧，Heat-not-burn，简称HNB，指的是利用特制加热装置将烟丝/其他草本植物加热到一定温度，在一定温度下让尼古丁挥发出来。可分为加热不燃烧烟草制品和低温本草产品两类。

加热不燃烧（HNB）烟草设备组成



低温本草产品设备组成



- **加热不燃烧烟草制品**本质是一种烟草加热系统，由加热单元（加热片）、支架、充电器构成，可将烟草加热至 250° C -350° C，同时监测温度，保证一致口感、避免燃烧。
- **低温本草产品**与HNB原理相似，但产品中不含烟草，采用天然本草等植物制成薄片，并人工添加尼古丁来模拟烟草效果。同样使用HNB烟具进行抽吸，用户体验相似。

HNB发展历程梳理



- 1988年，雷诺烟草采用碳加热的方式研发出第一代HNB产品Premier。
- 2014年，国际烟草巨头菲莫国际推出第一代IQOS，改善口感、简化使用方法的HNB产品受到传统烟民欢迎。
- 烟草巨头均已推出加热不燃烧方案产品，如菲莫国际的IQOS、英美烟草的Glo、韩国卷烟制造商KT&G旗下的Iil。

1.1 新型烟草简介：减害作用明显的烟草新趋势

新型烟草减害性获得学术认可，有害物质释放远低于传统卷烟。传统卷烟对人体主要的有害物质是通过燃烧产生的NNK、NNN、丙烯腈、焦油、苯并芘等致癌物质、重金属（镉、铅、砷等）和甲醛、一氧化碳等气体污染物，可能会导致呼吸系统受损、摄入过量致癌物质等问题。新型烟草相较于传统卷烟，规避了燃烧产生的大量焦油、重金属的释放量，同时菲莫国际等研究表明甲醛等气体污染物释放量也有大幅下降，既满足烟民摄入尼古丁的需求，同时规避了卷烟燃烧的风险，因此受到烟民的欢迎。

雾化电子烟与卷烟有害物质对比

有害成分	单位	雾化电子烟产生量均值		卷烟产生量均值
NNN	ug/cig	1.24	x249	309
NNK	ug/cig	0.46	x578	266
甲醛	ug/cig	34.53	x1.6	56.5
乙醛	ug/cig	17.96	x 87	1555
铅	ug/cig	5.8	x6.4	37
砷	ug/cig	0.91	x9.0	8.15
烟碱	mg/cig	1.88	x1.0	1.89

传统卷烟产生有害物质远高于雾化电子烟：NNN高达249倍，NNK高达578倍，在尼古丁含量相似的情况下，其他有害物质均高于雾化电子烟。

HNB与卷烟有害物质对比

有害成分	单位	HNB产生量均值		卷烟产生量均值
丙烯醛	ug/cig	9.15	x 17	154
丙烯腈	ug/cig	0.22	x145	31.9
1,3-丁二烯	ug/cig	0.27	x236	63.8
NNN	ug/cig	13.7	x 23	309
NNK	ug/cig	5.9	x 45	266
NAT	ug/cig	19.7	x 16	318
镉	mg/cig	<0.35	x460	161

传统卷烟产生有害物质远高于HNB电子烟：传统卷烟中镉含量超过HNB镉含量460倍，丁二烯高达236倍。

1.1 新型烟草简介：减害作用明显的烟草新趋势

随着新型烟草减害作用逐渐得到认可，各国政府和多家权威机构发布权威报告为新型烟草正名。2021年我国疾控中心研究团队研究发现，2018-2019年中国电子烟用户中，超过95%的电子烟用户为传统烟民，新型烟草主要转化传统烟民而不是吸引非传统烟民。《烟草控制》中31项研究的文献综述发现：“与卷烟相比，加热不燃烧释放的尼古丁减少了83%，有害和潜在有害的毒物水平降低了至少63%，颗粒物降低了至少75%。”

各国发布电子烟减害性能报告

WHO

世界卫生组织（WHO）引用美国国家科学院、工程院和医学院对电子烟的评估，表示：完全使用电子烟替代香烟，可减少使用者接触香烟燃烧产生的多种有毒物和致癌物的机会。使用电子烟会导致尼古丁依赖，但依赖程度低于香烟；电子烟烟雾长期可能会增加一些疾病风险，但风险低于香烟；从香烟完全转为电子烟可改善身体多个器官的健康程度。

《新英格兰医学杂志》

选取了参加英国国家戒烟服务的886名成年烟民作为实验对象，研究结果显示电子烟戒烟成功率几乎增加了一倍。

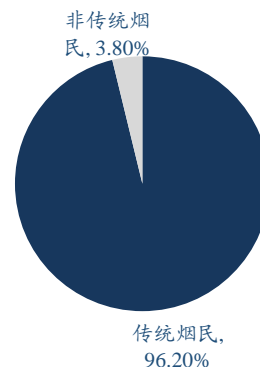
《英国公共卫生部2021证据更新》

报告提及，电子烟产品是2020年英国尝试戒烟者最常用的辅助手段，有27.2%的戒烟者使用了电子烟产品

《中国烟草学报》

选择120只Wistar大鼠进行90天吸入毒性试验（恢复期28天），研究证明：大鼠鼻吸入丙三醇90天，暴露剂量750 mg/kg情况下未对大鼠产生明显的毒性作用。

2018-2019年多数电子烟用户为传统烟民



各国发布HNB减害性能报告

美国

美国食品和药物管理局（FDA）宣布加热不燃烧与香烟烟雾相比减少了有害和潜在有害的化学物质产生，显著减少15种特定有害和潜在有害化学物质与人体的接触。

英国

英国公共卫生组织（PHE）总结加热不燃烧产品可能使用户和周围人接触到更低水平的颗粒物和有害及潜在有害化合物。

韩国

韩国食品和药物安全部（MFDS）测量了包括IQOS在内的三种HNB产品，结果表明与香烟相比，HNB产品有害成分显著减少。在尼古丁含量相当条件下，苯并芘的浓度较传统烟草低10倍以上。

日本

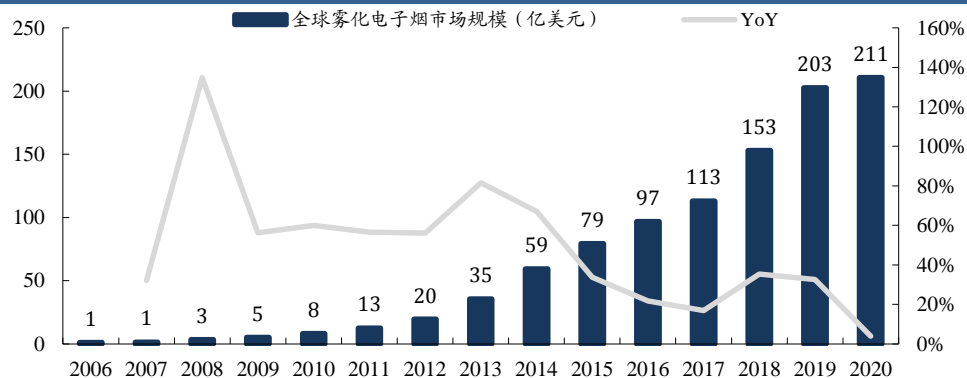
日本环境卫生厅（JDEH）比较传统烟草和HNB产品，HNB烟雾与传统烟草的尼古丁浓度几乎相同，但亚硝酸胺浓度仅为传统烟草的五分之一，一氧化碳浓度仅为百分之一。

资料来源：PMI公司公告，《中国成年人中的电子烟使用情况：2015-16和2018-19两年期反复横断面调查的结果》，WHO，东吴证券研究所，

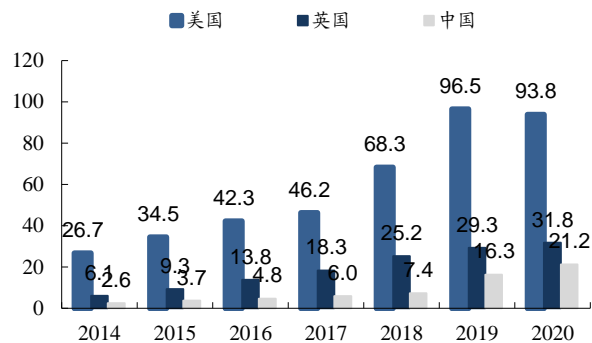
1.2 新型烟草规模：渗透率处于低位，长期提升空间广阔

雾化电子烟渗透率处于低位，美国是全球最大的雾化电子烟市场。根据Euromonitor数据，2020年全球电子烟市场规模达211亿美元，渗透率仅有2.5%，提升空间巨大。分国家看，2020年美国雾化电子烟市场规模为94亿美元（约合人民币601亿元），占全球市场规模的45%；2020年我国电子烟市场规模约140亿元，仅占全球市场规模的10%。在2021年第五届国际电子烟产业高峰论坛上，电子烟行业协会公布预测数据，2021年我国制造的电子烟零售口径市场规模超过1580亿元，出口额高达1383亿元，出口额同比增长179%。2021年国内电子烟制造及品牌企业超过1500家，电子烟零售网点超过19万家，电子烟供应链及周边服务企业近10万家。自2003年至2021年10月31日，国内申请电子烟相关专利共计26403项，其中液态电子烟占比93.4%。

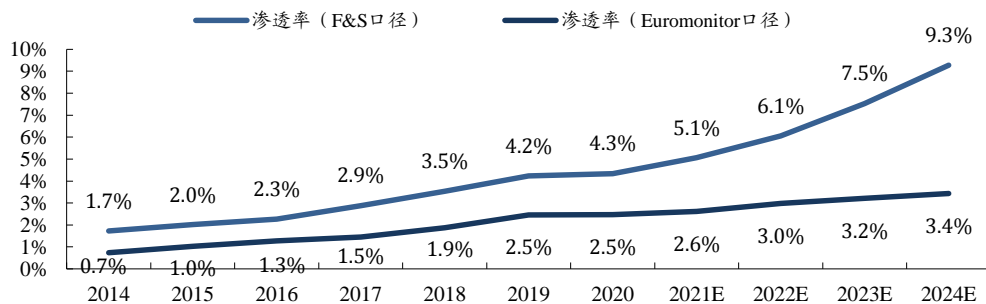
全球雾化电子烟市场规模（亿美元）及增速



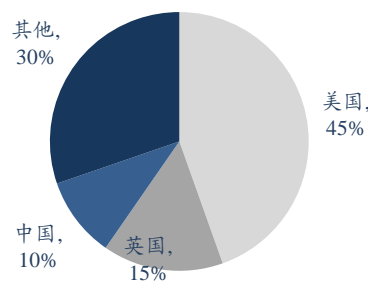
各国雾化电子烟市场规模（亿美元）



全球雾化电子烟渗透率



2020年各国雾化电子烟市场规模占比

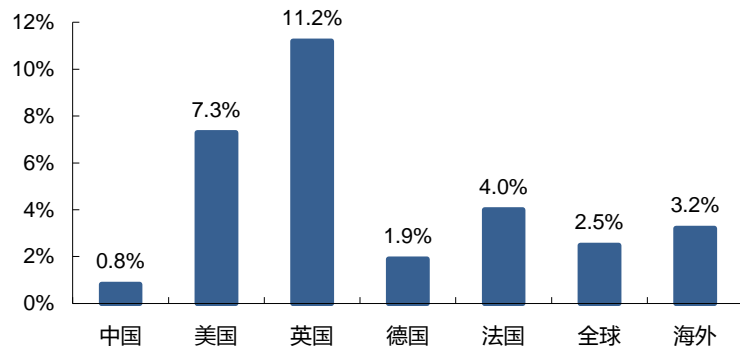


资料来源：Euromonitor, Frost & Sullivan, 电子烟行业协会, 东吴证券研究所

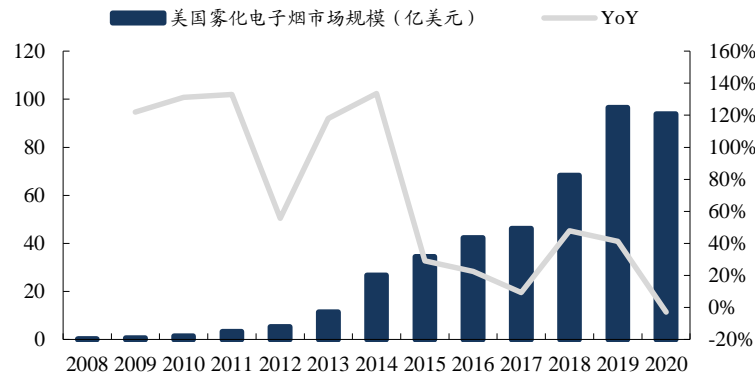
1.2 新型烟草规模：渗透率处于低位，长期提升空间广阔

雾化电子烟渗透率处于低位。分国家看，2020年美国市场渗透率为7.3%，英国为11.2%，而我国仅有0.8%。美国市场、英国市场初期发展迅猛，随着监管政策趋严增速放缓。但相较于传统烟草，电子烟减害作用明显，伴随雾化电子烟在各国合法销售地位得到认可，渗透率有望进一步提升。

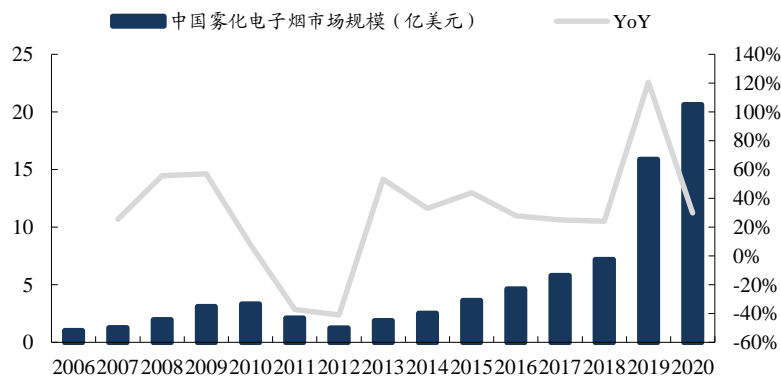
2020年各国雾化电子烟市场渗透率（亿美元）



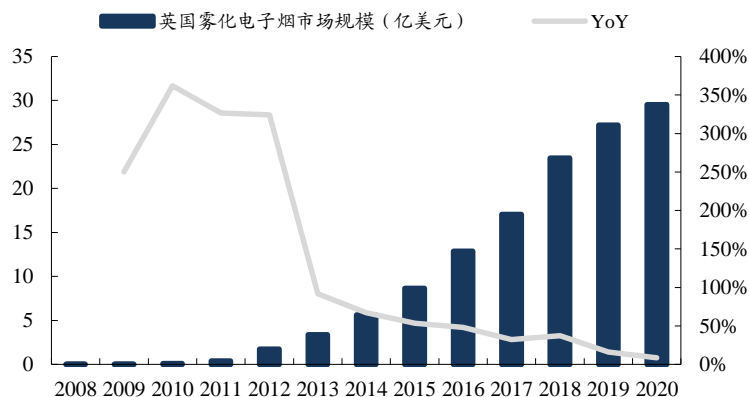
美国雾化电子烟市场规模&YoY



我国雾化电子烟市场规模&YoY



英国雾化电子烟市场规模&YoY

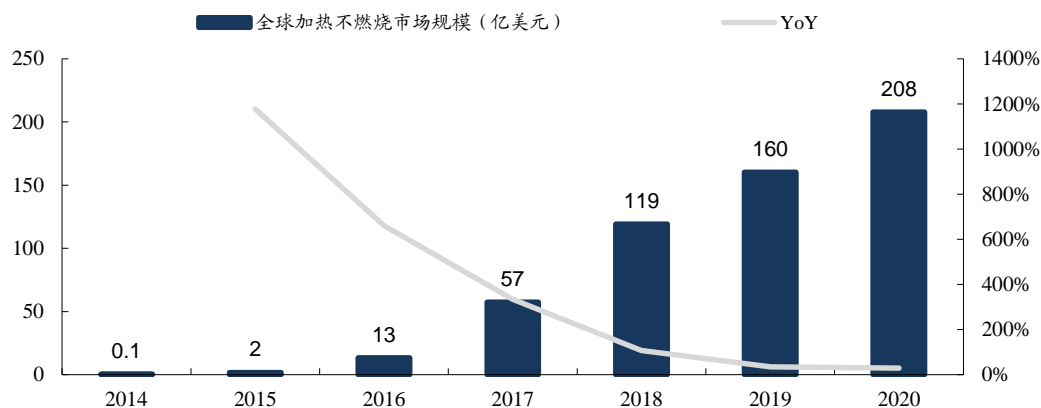


资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

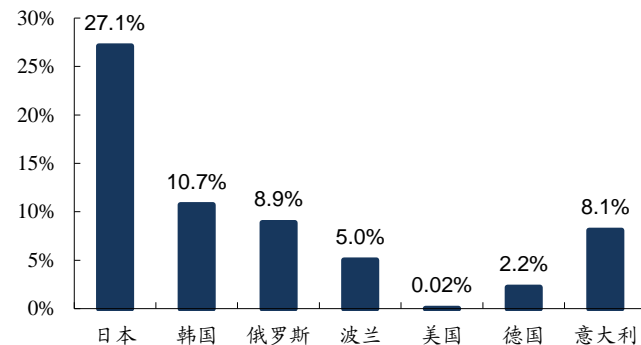
1.2 新型烟草规模：渗透率处于低位，长期提升空间广阔

HNB需求主要集中在日韩地区，国内市场尚未开放。根据欧睿数据，2020年HNB全球市场规模达208亿美元，渗透率仅为2.4%。从区域角度看，2020年日韩占比超过50%，日本渗透率达到27%。欧洲区域HNB销售增长迅速，欧洲烟草零售市场为日韩地区的3.9倍，未来增长潜力巨大。

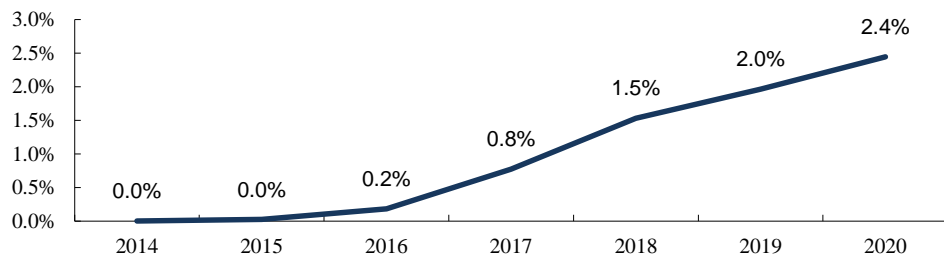
全球HNB电子烟市场规模（亿美元）及增速



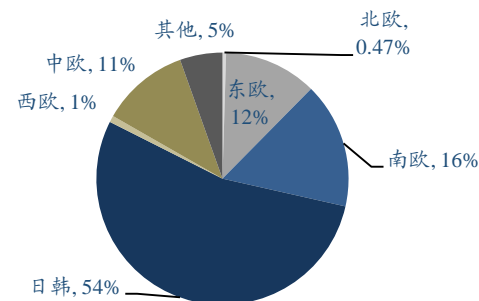
2020年HNB主要国家渗透率情况



全球HNB渗透率变化情况



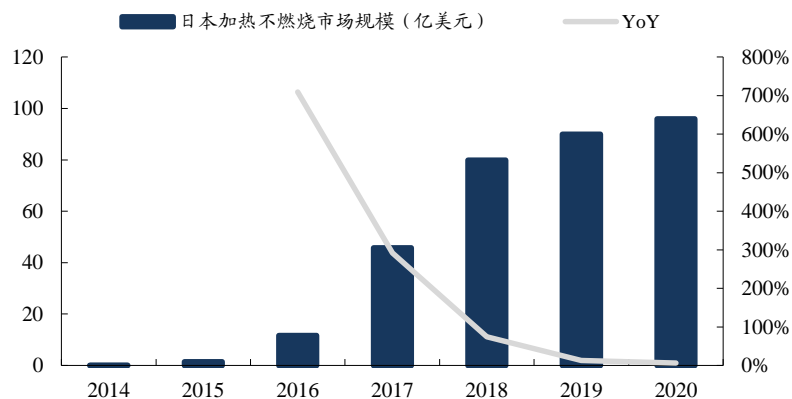
2020年各国HNB电子烟市场规模占比



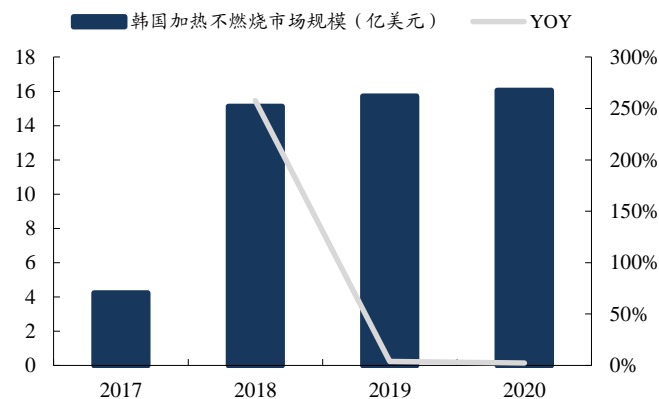
1.2 新型烟草规模：渗透率处于低位，长期提升空间广阔

HNB未来增速有望进一步提升。日本、韩国的HNB发展较为成熟，占据HNB消费主要市场。对比HNB与雾化电子烟渗透率可以发现：HNB发展时期更短，2014年起开始在日本盛行HNB，2017年HNB才开始进入韩国市场，并大获成功。除了在日韩、欧洲中东部地区HNB渗透率较高，美国及其他地区HNB渗透率均不足1%，给予HNB行业增长沃土。

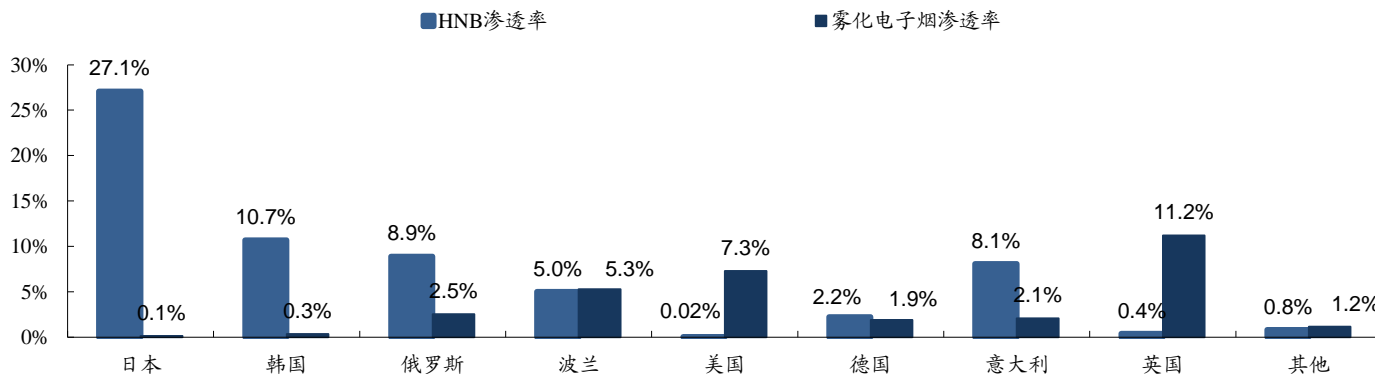
日本加热不燃烧市场规模&YoY



韩国加热不燃烧市场规&YoY



2020年各国HNB渗透率vs雾化电子烟渗透率



1.3 新型烟草行业规模测算

中长期看，新型烟草行业成长空间巨大。基于渗透率测算，我们预计2025年全球新型烟草市场规模超过1400亿美元。从更长期的维度看，如果未来新型烟草渗透率达到29%，那么将对应近3000亿美元的市场规模，新型烟草行业长期增长潜力较大。

- ▶ 考虑我国政策对未来行业增速的影响，保守测算下，我们预计2025年我国新型烟草市场规模可达到317亿美元（2020年-2025年复合增速73%），看好HNB兼顾减害作用及传统烟草口味的还原，后来居上占新型烟草总规模50%以上。
- ▶ 我们预计2025年海外新型烟草市场规模近1100亿美元，分品类看，HNB与雾化电子烟发展并驾齐驱，规模分别为567/525亿美元。

新型烟草行业中长期市场规模测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球烟草市场规模 (亿美元)	8,504.61	8,571.41	8,655.97	8,777.85	8,907.58	9,044.78	9,189.10	9,340.13	9,497.47	9,660.69	9,829.38
YoY		0.8%	1.0%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
全球新型烟草市场规模 (亿美元)	418.36	540.83	695.85	919.30	1,157.13	1,408.68	1,673.25	1,950.14	2,238.59	2,537.84	2,847.10
YoY		29.3%	28.7%	32.1%	25.9%	21.7%	18.8%	16.5%	14.8%	13.4%	12.2%
渗透率	5%	6%	8%	10%	13%	16%	18%	21%	24%	26%	29%
除新型烟草以外市场规模 (亿美元)	8,086.25	8,030.58	7,960.12	7,858.55	7,750.45	7,636.11	7,515.84	7,389.99	7,258.87	7,122.85	6,982.28
YoY		-0.7%	-0.9%	-1.3%	-1.4%	-1.5%	-1.6%	-1.7%	-1.8%	-1.9%	-2.0%
全球HNB市场规模 (亿美元)	207.75	268.99	335.67	462.80	596.90	737.62	884.60	1,037.47	1,195.86	1,359.37	1,527.59
YoY		29.5%	24.8%	37.9%	29.0%	23.6%	19.9%	17.3%	15.3%	13.7%	12.4%
渗透率	2.4%	3.1%	3.9%	5.3%	6.7%	8.2%	9.6%	11.1%	12.6%	14.1%	15.5%
全球HNB市场规模增量(烟弹)		55.67	60.62	115.58	121.90	127.92	133.62	138.98	143.99	148.64	152.93
全球雾化电子烟市场规模 (亿美元)	210.61	271.84	360.18	456.50	560.23	671.06	788.66	912.67	1,042.73	1,178.47	1,319.51
YoY		29.1%	32.5%	26.7%	22.7%	19.8%	17.5%	15.7%	14.3%	13.0%	12.0%
渗透率	2.5%	3.2%	4.2%	5.2%	6.3%	7.4%	8.6%	9.8%	11.0%	12.2%	13.4%
全球雾化电子烟市场规模增量 (烟弹)		55.67	80.31	87.56	94.30	100.76	106.91	112.74	118.24	123.40	128.21

1.3 新型烟草行业规模测算

看好我国HNB市场从0到1快速发展，雾化电子烟市场逐步规范化后迎来新增长点。HNB在我国尚未开放销售，在海外新型烟草快速布局的倒逼下，中烟一旦推出HNB产品，将快速补充市场上HNB产品空白，我们预测2025年HNB国内市场将达到171亿美元。随着我国不断出台监管政策以规范雾化电子烟的发展，我们预计2022年雾化电子烟迎来新的增长点，至2025年预计达到146亿美元。

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国市场											
我国烟草市场规模 (亿美元)	2,540.01	2,540.01	2,555.13	2,601.75	2,650.62	2,701.59	2,754.53	2,809.30	2,865.76	2,923.75	2,983.14
YoY		0.0%	0.6%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
我国新型烟草市场规模 (亿美元)	20.62	20.62	48.33	133.81	223.40	316.85	413.91	514.32	617.82	724.15	833.03
YoY		0%	134%	177%	67%	42%	31%	24%	20%	17%	15%
渗透率	1%	1%	2%	5%	8%	12%	15%	18%	22%	25%	28%
除新型烟草以外市场规模 (亿美元)	2,519.39	2,519.39	2,506.79	2,467.94	2,427.22	2,384.74	2,340.62	2,294.98	2,247.93	2,199.60	2,150.11
YoY		0.0%	-0.5%	-1.6%	-1.7%	-1.8%	-1.9%	-1.9%	-2.1%	-2.2%	-2.3%
我国HNB市场规模 (亿美元)	0	0	0	55.15	112.16	170.90	231.23	293.02	356.14	420.43	485.75
YoY					103%	52%	35%	27%	22%	18%	16%
渗透率	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	4.2%	6.3%	8.4%	10.4%	12.4%	14.4%	16.3%
我国HNB市场规模增量 (烟弹)		-	-	50.14	51.83	53.40	54.85	56.17	57.37	58.45	59.39
转化率				1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
价格系数				2	2	2	2	2	2	2	2
配套烟具%				10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
我国雾化电子烟市场规模 (亿美元)	20.62	20.62	48.33	78.67	111.24	145.95	182.68	221.30	261.69	303.72	347.28
YoY		0.0%	134.4%	62.8%	41.4%	31.2%	25.2%	21.1%	18.3%	16.1%	14.3%
渗透率	0.8%	0.8%	1.9%	3.0%	4.2%	5.4%	6.6%	7.9%	9.1%	10.4%	11.6%
我国雾化电子烟市场规模增量 (烟弹)		-	25.19	27.57	29.62	31.55	33.39	35.11	36.72	38.21	39.59
转化率		0.0%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
价格系数		2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
配套烟具%		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所测算

1.3 新型烟草行业规模测算

我们预计海外市场HNB与雾化电子烟齐头并进，不断挤压传统烟草市场份额。受益于新型烟草减害作用明显，海外各国逐步认可新型烟草合法地位，推动新型烟草替代传统烟草，预计2025年新型烟草总销售额实现1092亿美元，2020年-2025年CAGR为22%。

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外市场											
海外烟草市场规模 (亿美元)	5,964.61	6,031.41	6,100.85	6,176.11	6,256.97	6,343.20	6,434.58	6,530.84	6,631.72	6,736.95	6,846.24
YoY		1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%
海外新型烟草市场规模 (亿美元)	397.75	520.22	647.53	785.50	933.74	1,091.84	1,259.36	1,435.83	1,620.78	1,813.70	2,014.08
YoY		31%	24%	21%	19%	17%	15%	14%	13%	12%	11%
渗透率	7%	9%	11%	13%	15%	17%	20%	22%	24%	27%	29%
除新型烟草以外市场规模 (亿美元)	5,566.86	5,511.19	5,453.33	5,390.61	5,323.23	5,251.37	5,175.22	5,095.01	5,010.94	4,923.25	4,832.17
YoY		-1.0%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	-1.4%	-1.4%	-1.5%	-1.7%	-1.8%	-1.9%
海外HNB市场规模 (亿美元)	207.75	268.99	335.67	407.65	484.74	566.72	653.37	744.45	839.73	938.94	1,041.84
YoY			25%	21%	19%	17%	15%	14%	13%	12%	11%
渗透率	3.5%	4.5%	5.5%	6.6%	7.7%	8.9%	10.2%	11.4%	12.7%	13.9%	15.2%
海外HNB市场规模增量 (烟弹)		55.67	60.62	65.44	70.08	74.53	78.77	82.80	86.62	90.20	93.54
转化率		0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
价格系数		2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
配套烟具%		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
海外雾化电子烟市场规模 (亿美元)	190.00	251.23	311.86	377.84	449.00	525.12	605.99	691.38	781.05	874.76	972.24
YoY		32.2%	24.1%	21.2%	18.8%	17.0%	15.4%	14.1%	13.0%	12.0%	11.1%
渗透率	3.2%	4.2%	5.1%	6.1%	7.2%	8.3%	9.4%	10.6%	11.8%	13.0%	14.2%
海外雾化电子烟市场规模增量 (烟弹)		55.67	55.11	59.99	64.69	69.20	73.52	77.63	81.52	85.19	88.62
转化率		0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
价格系数		2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
配套烟具%		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所测算

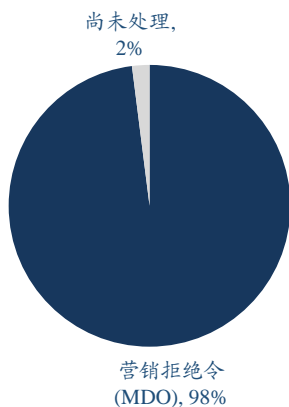
2. 海内外新型烟草政策：有序开放，推陈出新

2.1 全球监管概况：美国

美国PMTA作为新型烟草在美国市场进入许可证，是全球新型烟草监管风向标。PMTA,全称Premarket Tobacco Application，即FDA于2017年7月宣布的烟草上市前申请。PMTA将会全方位考量新型烟草是否有利于公共健康（包括吸烟者与非吸烟者），要求任何新型烟草产品的合法推广都需要通过FDA的审核标准。

- 监管标准覆盖整个新型烟草生产流通环节，包括制造、进口、包装、标签、广告、促销、销售和分销。审查项目包括申请资质、基本信息、描述性信息、产品样本、产品标签、科学研究成果、产品属性与生产过程、体内毒理学研究和有害成分及潜在有害成分九个方面，PMTA认证过程较为复杂，审核周期长达2年。自2020/9/9 PMTA申请截止，至2021/8/26拒绝了近100万种调味产品。
- 国内电子烟品牌陆续启动PMTA计划，寻求PMTA带来品牌背书效应。国内厂商铂德等品牌接连宣布启动PMTA认证计划，进一步扩大品牌影响力。

截至2021/10/13 PMTA拒绝大多数电子烟企业申请



电子烟企业申请准备

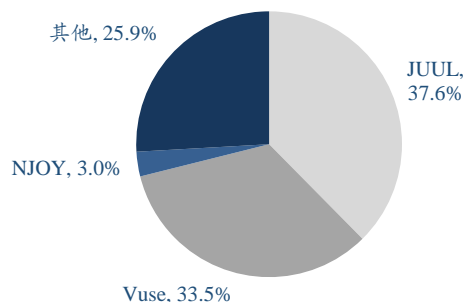
电子烟品牌	申请时间	申请材料
Juul	2020/7/30	110项科学研究 12.5万页科学数据
Vuse	2019/10/1	53万页科学依据 8600份科学文件
你我集团	2020/8/17	5万多页材料
合元集团	2020/8/25	10万页材料证据
铂德	2020/9/8	数十万页材料

2.1 全球监管概况：美国

美国PMTA首次审核通过Vuse三款烟草味雾化电子烟，给予雾化电子烟合法身份。

- **监管范围：**FDA对烟草制品的定义包括由烟草制造或派生的任何产品，包括烟草产品的任何成分、部件或附件。但是使用合成尼古丁的一次性封闭式雾化电子烟目前不在FDA的监管范围内，处于监管的真空地带。
- **监管严格提高行业准入壁垒，品牌商与供应商黏性提升。**申请PMTA一款烟油费用约2000万元人民币，同时包括大量产品的综合科学信息、对烟草产品使用者及非使用者的健康风险影响等资料，中小企业难以负担PMTA申请费用，从而加速中小企业出清。由于更换供应商需要再次申请PMTA，品牌商深度绑定供应商。
- **最新进展：**2021/10/13，PMTA通过首个雾化电子烟产品，Vuse Solo的三款产品成为首个通过PMTA审核的雾化电子烟产品系列，同时拒绝了10款调味烟弹，截至2021/12/23，薄荷味烟弹能否通过审核还悬而未决。2019/4/30，IQOS 2.4通过PMTA，是首款通过PMTA的HNB产品;2020/3/30,菲莫国际提交IQOS 3.0 PMTA申请。

2021/11/20-2021/12/18美国雾化电子烟品牌市场份额（销售额）



PMTA最近政策梳理

时间线

美国电子烟相关政策

- | | |
|------------|---|
| 2019/4/30 | IQOS 通过 PMTA,IQOS 加热不燃烧烟草设备及相关的烟弹产品在美国合法销售 |
| 2020/9/9 | 电子烟等新型烟草 PMTA 提交截止。FDA 要求 2016 年 8 月 8 日之后上市的电子烟、雪茄和其他被视为新烟草产品的制造商，必须在 2020 年 9 月 9 日前提交审查申请，未提交的企业将立即从美国市场下架 |
| 2021/10/13 | PMTA 通过首个雾化电子烟产品，Vuse Solo 的三款产品成为首个通过 PMTA 审核的雾化电子烟产品系列 |

2.1 全球监管概况：美国

美国调味禁令颁布限制电子烟口味。美国公众及舆论质疑可调味的电子烟会更加吸引未成年人，存在诱导未成年人使用电子烟的可能。美国政府从2020年开始，各州开始颁布调味禁令（仅针对换弹式），禁令范围为包括除烟草和薄荷醇之外所有的调味电子烟系列（部分州会有不同）。但这一政策的实际效果受到质疑，成年人减害电子烟替代品的生存空间被挤压，并且使各州税收损失严重。耶鲁大学的研究发现，禁止调味电子烟可能导致青少年转向传统烟草。在禁令实施后，旧金山学区的高中生吸传统卷烟的概率相对于未实施禁令的地区几乎翻倍，对于偏好相似的潜在电子烟用户来说，禁止口味使其中一些人转而选择传统香烟。

美国电子烟调味禁令颁布情况

地区	禁令范围	生效时间
马萨诸塞州	限制所有调味烟草产品的销售，包括薄荷口味	2019年对电子烟生效
新泽西州	限制有香味的香烟销售，但不包括薄荷和丁香味	2020年4月对电子烟生效
纽约	禁止销售调味电子烟产品	2020年7月生效
罗德岛州	禁止销售调味电子烟产品	2020年3月生效
加利福尼亚州	禁止出售调味烟草，包括调味电子烟产品	延迟至2022年生效
康涅狄格州	全面禁止调味烟草和电子烟，包括薄荷味	2021年2月生效
马里兰州	考虑177号法案禁止调味电子烟	未出台
堪萨斯州	考虑出台禁止调味电子烟的法案	未出台
华盛顿州	考虑出台禁止调味电子烟的法案	未出台

2.1 全球监管概况：美国

税收方面，美国各州陆续将新型烟草纳入征税体系内，征税力度持续加码。截至2021年5月，已有22个州征税，大部分地区税率低于传统卷烟。从时间序列来看，新型烟草征税力度不断加大，部分州发布公告将按年度递增新型烟草税率。

美国各州新型烟草&传统卷烟征税情况

州名	计税方法	征收方式	税率*	生效时间	卷烟每包收 税	卷烟税率 *	州名	计税方法	征收方式	税率*	生效时间	卷烟每包收 税	卷烟税率 *
缅因州	从价税	出厂价的43%	22%	2020.01.02	\$2.00	28%							
新罕布什尔州	混合	每毫升烟液 \$0.30 开放式设备: 出厂价8%	9%	2020.01.01	\$1.78	25%	新墨西哥州	混合	开放式: 出厂 价的12.5% 每个烟弹\$0.50	15%	2019.7.1	\$2.00	28%
加利福尼亚州	从价税	出厂价的 62.78% 加征12.5%电 子烟税	38%	2021.11.04	\$2.87	40%	纽约州	从价税	零售价的20%	20%	2019.12.1	\$4.35	60%
康涅狄格	混合	每毫升烟液 \$0.40 开放式设备: 出厂价10%	12%	2019.10.1	\$4.35	60%	北卡罗来纳州	从量税	每毫升\$0.05	2%	2015.6.1	\$0.45	6%
特拉华州	从量税	每毫升烟液 \$0.05	2%	2018.1.1	\$2.10	29%	俄亥俄州	从量税	每毫升\$0.10	3%	2019.7.18	\$1.60	22%
伊利诺伊州	从价税	出厂价的15%	8%	2019.7.1	\$2.98	41%	宾夕法尼亚州	从价税	出厂价的40%	20%	2016.10.1	\$2.60	36%
堪萨斯州	从量税	每毫升烟液 \$0.05	2%	2017.7.1	\$1.29	18%	佛蒙特州	从价税	出厂价的92%	46%	2019.7.1	\$3.08	43%
路易斯安那州	从量税	每毫升烟液 \$0.05	2%	2015	\$1.08	15%	华盛顿州	从价税	出厂价的96%	48%	2018.10.1	\$3.03	42%
明尼苏达州	从价税	出厂价的95%	48%	2013	\$3.65	51%	西弗吉尼亚州	从量税	每毫升\$0.075	3%	2016.4.13	\$1.20	17%
内华达州	从价税	出厂价的30%	15%	2019.6.12	\$1.80	25%	威斯康辛州	从量税	每毫升\$0.05	2%	2019.10.1	\$2.52	35%
新泽西州	从量税	每毫升烟液 \$0.10	3%	2018.9.29	\$2.70	37%	科罗拉多州	从价税	出厂价30%	15%	2021.1.1	\$1.94	27%
							肯塔基州	混合	开放式: 出厂 价的15% 每个烟弹\$1.50	15%	2020.8.1	\$1.10	15%

注：卷烟税率以平均每包20支卷烟售价7.22美元为基础计算。我们假设每毫升烟液出厂价1.67美元，新型烟草出厂价为最终零售价的50%，税率为烟草税占零售价格的比重。

2.2 全球监管概况：欧洲

欧盟于2014年正式出台了针对新型烟草产品监管的统一标准，监管力度与美国FDA相比较松。

- 欧盟TPD将所有含有尼古丁的产品纳入电子烟管理范畴，宣布将在2021年最后一个季度修订关于烟草消费税中其他烟草制品的规则（2011/64/EU），拟对新型烟草产品征税，对电子烟和加热卷烟加强管制。
- 英国对新型烟草发展持鼓励态度：1) 2021年10月29日，英国药品和保健品监管局（MHRA）宣布，电子烟将很快以药物身份被NHS（英国国家医疗服务体系）批准开具处方用于辅助戒烟，并邀请电子烟制造商提交产品按照规范程序审批。基于上述举措，英国可能成为第一个开具药用电子烟处方的国家。2) 从2022年起，英国军队将不再允许吸烟，但在指定区域仍然允许使用电子烟。3) 2021年2月英国公共卫生署发布报告，鼓励使用新型烟草产品戒烟。

欧盟卷烟税率构成示例	
Retail Selling Price (excluding taxes)	EUR 0.7
+ Excise duty - specific:	EUR 1.0
+ Excise duty - ad valorem:	EUR 0.8 (27% of RSP)
Total excise duty:	EUR 1.8 (60% of RSP)
= Price (excluding VAT)	EUR 2.5
+ VAT 20%	EUR 0.5
= Retail Selling Price (including all taxes)	EUR 3.0

欧盟其他烟草产品最低税率要求	
Product Category	Minimum Rate
Fine-cut smoking tobacco	48% of the weighted average retail selling price* Or EUR 60 per kilogram*
Cigars and Cigarillos	5% of the retail selling price Or EUR 12 per 1000 or per kilogram
Other smoking tobaccos	20% of the retail selling price Or EUR 22 per kilogram

* To gradually increase, by 2020, to 50% or EUR 60

欧盟国家开始对电子烟进行征税				
国家	计税方法	征收方式	税率	生效时间
意大利	从量税	€ 0.3976 per ml	27%	2018
希腊	从量税	€ 0.10 per ml	7%	2017.1.1
葡萄牙	从量税	€ 0.30 per ml	20%	2017
芬兰	从量税	€ 0.30 per ml	20%	2017.1.1
波兰	从量税	€ 0.11 per ml	7%	2020.6.30
匈牙利	从量税	€ 0.06 per ml	4%	-
斯洛文尼亚	从量税	€ 0.18 per ml	12%	-
拉脱维亚	从量税	€ 0.01 per ml € 0.005 per mg	-	2016.07
立陶宛	从量税	€ 0.12 per ml	8%	2019.3.1
罗马尼亚	从量税	€ 0.1068 per ml	7%	2019.01

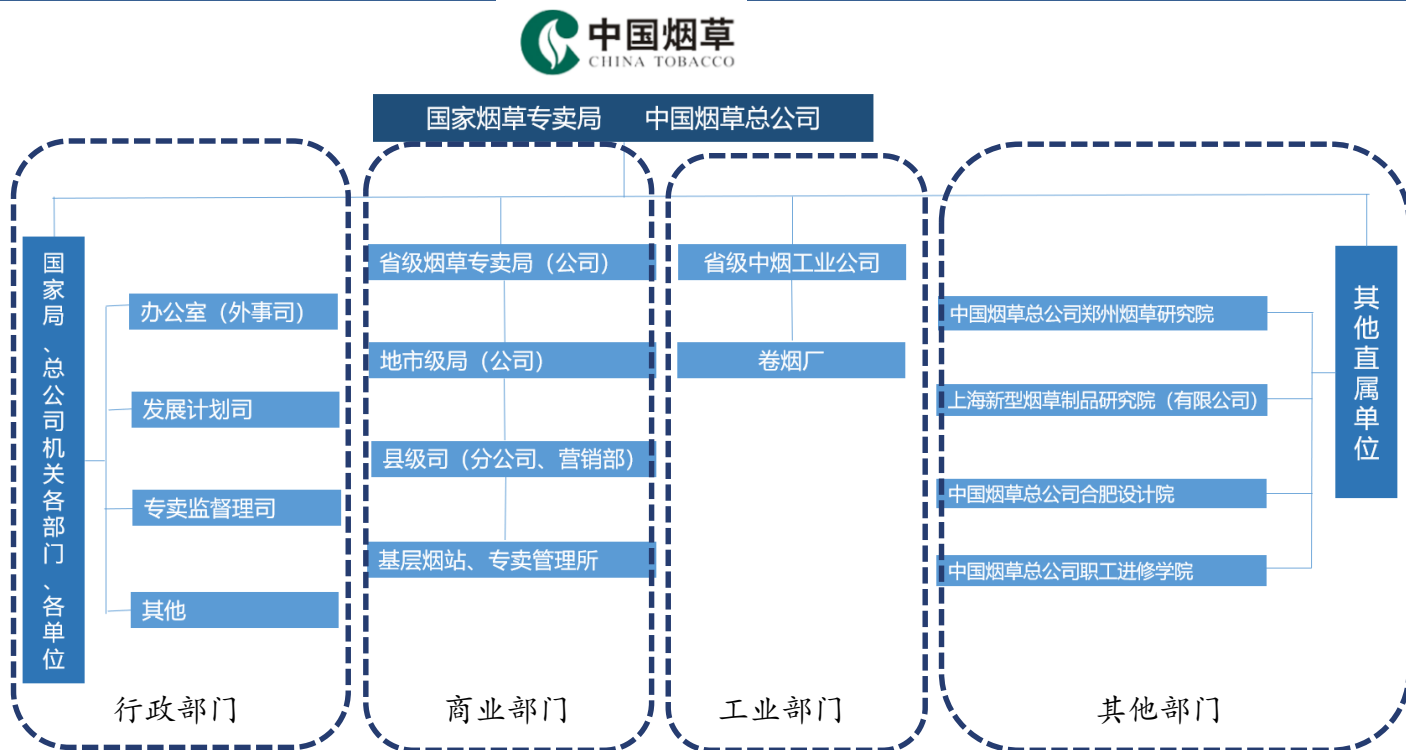
注：我们假设每毫升烟液出厂价1.5欧元，税率为烟草税占出厂价的比重。

2.3 分析我国现有烟草专卖体系，展望新型烟草政策方向

中国烟草体系对我国烟草进行全产业链统筹规划。

- 我国烟草体系实行“一套机构、两块牌子”。国家烟草专卖局、中国烟草总公司分别负责烟草产业链的购销、生产两个部分，覆盖整个烟草产业链。按职能划分，中烟体系可以分为行政部门、商业部门、工业部门、其他四部分。
- “统一领导、垂直管理、专卖专营”的国家烟草专卖制度是目前我国现行的烟草管理体制的核心。“统一领导”指由国家专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业进行“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”的集中管理；“垂直管理”意味着中烟体系相对独立，层层落实级级把关；“专卖专营”能够保证烟草生产和供给受到国家的约束和合理管制。

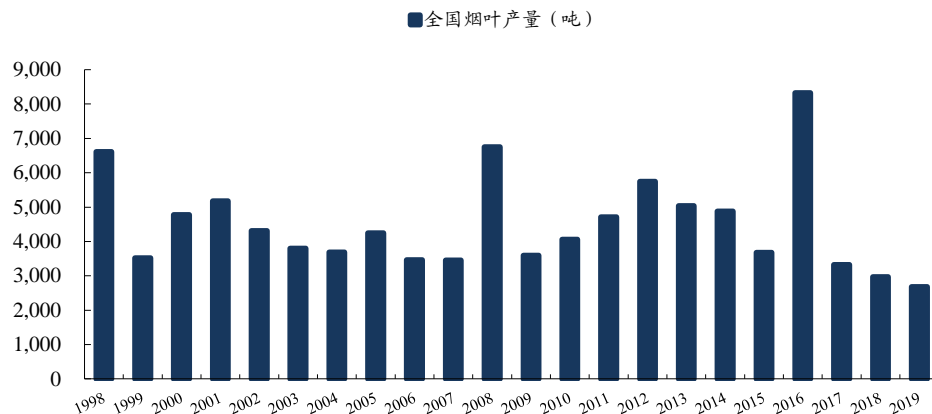
中国烟草体系组织结构一览



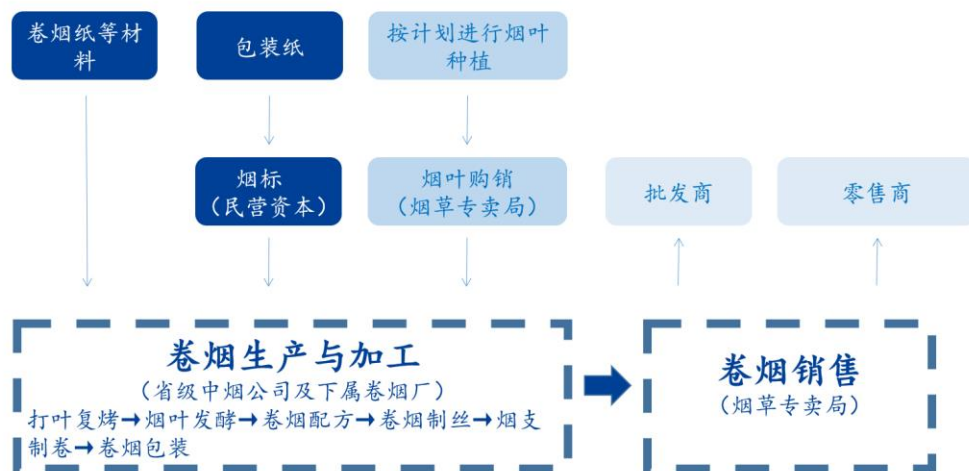
2.3 分析我国现有烟草专卖体系，展望新型烟草政策方向

生产方面：原材料、购销、生产与加工均由中烟公司完成。民营企业仅可以参与如烟标、薄片生产、烟用香料等环节，制成的产品也只能销售给各中烟公司。现行烟草专卖制度规定，烟叶的生产是由中国烟草总公司在年初制定计划，交由各地烟草公司与种植方签订协议，对于面积和数量、等级有明确要求，在烟叶成熟后由中国烟草总公司统一价格收购，然后按类型分配至各卷烟复烤企业和卷烟材料生产企业。**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。**

全国烟叶产量受中烟控制



我国烟草生产环节运作流程



2.3 分析我国现有烟草专卖体系，展望新型烟草政策方向

销售端：经营许可证是主要进入门槛。传统卷烟销售可以分为批发和零售，其中：**批发业务仅由各省烟草公司经营。**经营烟草制品批发业务的企业，必须取得烟草专卖批发企业许可证，而取得烟草专卖批发必须满足的条件之一是烟草公司，因此其他个人或企业无法申办。

个人或企业可以参与零售业务，需要取得烟草专卖零售许可证。具备资金、经营场所、符合合理布局要求。我们认为**新型烟草的销售端或与传统卷烟相似，企业以参与零售为主。**

进出口：由中国烟草国际有限公司经营。2015年修改《烟草专卖法》之前，经营进出口企业需要申领特种烟草专卖经营企业许可证，进口业务由中国烟草进出口总公司统一负责；2015年之后，特种烟草专卖经营企业许可证被取消，进出口全部由中烟国际完成。由于**新型烟草制备复杂，我国新型烟草出口量大，我们预计未来不会出现类似传统卷烟的进出口管理。**

资料来源：国家烟草专卖局，东吴证券研究所

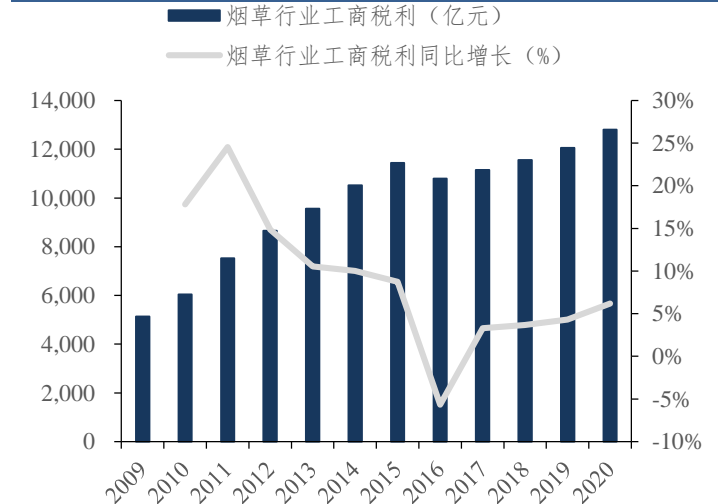
烟草专卖体系各环节监管

环节	监管要点
生产	需取得“烟草专卖生产企业许可证”，原材料、购销、生产与加工均由中烟公司完成，由国务院烟草专卖行政主管部门审批发证，必须严格执行国家下达的生产计划，不得违反国家有关规定使用有害的添加剂和色素。
批发	需取得“烟草专卖批发企业许可证”，具备资金、经营场所、专业人员、符合合理布局要求，跨省经营由国务院烟草专卖行政主管部门审批发证，省内经营由省级烟草专卖行政主管部门审批发证。
零售	需取得“烟草专卖零售许可证”，具备资金、经营场所、符合合理布局要求，由县级烟草专卖行政主管部门审批发证。
运输	凭“烟草专卖品准运证”办理托运或者自运，邮寄、异地携带不得超过国务院有关主管部门规定的限量。
包装	应当使用注册商标，商标标识必须由省级工商行政管理部门指定的企业印制，包装需要标注焦油含量级和“吸烟有害健康”的中文字样。
广告	禁止在广播电台、电视台、报刊播放、刊登烟草制品广告。
烟机	烟草专用机械的购进、出售、转让，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准。
烟叶	由中国烟草总公司在年初制定计划，交由各地烟草公司与种植方签订协议，对于面积和数量、等级有明确要求。
出口	进出口全部由中烟国际完成，在小包、条包上标注“专供出口”中文字样。

2.3 分析我国现有烟草专卖体系，展望新型烟草政策方向

我国对烟草实行从价从量混合计税制度，烟草税利在我国财政收入中扮演重要角色。2020年烟草利税1.28万亿元，占全国财政收入7%，根据国家烟草专卖局烟草经济研究所《2018年中国控烟履约进展报告》显示，我国卷烟综合税率约67%，截至2021/12/23，电子烟税率为13%，远低于卷烟税率。新型烟草推广将对我国现有烟草利税做出正向贡献，给我国税基带来补充和增加。

我国烟草利税贡献情况



品种划分	价格区间 (零售价)	代表品牌
高档烟	一类烟 >180元/条	软中华、软玉溪、硬盒中华、硬盒玉溪、黄鹤楼等
	二类烟 130-180元/条	新版利群、红七匹狼、红塔山(经典150)等
中档烟	三类烟 60-130元/条	软红长白山、黄金叶帝豪等
低档烟	四类烟 30-60元/条	软白沙、黄红梅、豪情七匹狼、一品黄山等
	五类烟 <30元/条	红恒大、红金龙、红梅等

序号	税费名称	征收对象	征收比例或金额	计税/费依据
1	消费税	甲类卷烟 (生产、进口环节)	56%+0.6元/条	调拨价或核定价/实际销售额
		乙类卷烟 (生产、进口环节)	36%+0.6元/条	调拨价或核定价/实际销售额
		卷烟 (商业批发环节)	5%	销售额
		雪茄	36%	销售额
2	增值税	烟丝	30%	销售额
		烟草制品	17%	销售额
3	企业所得税	烟草企业	25%	企业利润
4	烟叶税	烟叶	20%	烟叶收购金额
		烟草, 烟草废料	10%	进口额
		烟草制成的雪茄烟及卷烟	25%	进口额
		其它烟草的制品, “均化”或“再造”烟草, 烟草精汁	57%	进口额
5	进口关税	烟草代用品制成的雪茄烟及卷烟	25%	进口额
		其它烟草代用品的制品, “均化”或“再造”烟草, 烟草精汁	57%	进口额
		烟草企业	7%	实际缴纳消费税, 增值税, 营业税总额
6	城市维护建设税	烟草企业	7%	实际缴纳消费税, 增值税, 营业税总额
7	教育费附加	烟草企业	5%	实际缴纳消费税, 增值税, 营业税总额
8	国有资本收益	烟草企业	25%	实际缴纳消费税, 增值税, 营业税总额

2.4 我国电子烟监管进程明显加速

监管近期更新：2021年11月30日，披露电子烟国标征求意见稿。对电子烟的烟具、雾化物以释放物进行了规定。随着监管主体的明确，我们认为后续的监管政策也将加速制定及推出。

2021年11月30日国标征求意见稿要点：

- **限制尼古丁来源及用量，对行业影响有限。**尼古丁含量要求不高于20mg/g，烟碱总量不应高于 200 mg，要求必须使用烟草中提取的烟碱，纯度不应低于 99%，此举体现中烟对原料把控严格，紧握生产端话语权。对于合成尼古丁的厂商来说，海外暂时未禁用合成尼古丁，仍有一定的市场空间。
- **允许添加122种添加剂，对电子烟烟液中的添加剂种类及含量进行限制。**相较于美国的调味禁令，电子烟国标征求意见稿中对于口味的限制较为宽松。
- **电子烟烟油不应使产品呈现对未成年人有诱导性的特征风味，电子烟烟具应具有防儿童启动功能和防止意外启动的保护功能。**国家监管红线是我国未成年人，对于防止未成年人使用电子烟，出台了相应的防范要求
- **技术标准规范行业发展，提升进入门槛。**相关技术标准包括：a.雾化温度不高于350℃；b.使用电子烟烟液的电子烟烟具和烟弹应具有封闭结构；c.对电子烟释放物中的甲醛、乙醛、丙烯醛、2,3-丁二酮等有害物质含量进行规定。**我们认为电子烟行业有望走向规范化，技术不达标企业将会加速出清，制造商集中度有望进一步提升。**

2.4 我国电子烟监管进程明显加速

监管近期更新：2021年12月2日，国家烟草局公告《电子烟管理办法（征求意见稿）》，电子烟行业正式进入有法可依的时代。

2021年12月2日电子烟管理办法要点：

- 1) 管理范围不包括加热不燃烧和无尼古丁产品。明确其监管范围，不包括已纳入卷烟管理的加热卷烟，和无尼古丁产品。
- 2) 中烟将建立全国统一的电子烟交易管理平台，只能通过电子烟交易管理平台将电子烟产品销售给电子烟批发企业。进入平台前按照要求核定计税基价，为后续征税提供了制度基础。
- 3) 国务院烟草专卖行政主管部门主管全国电子烟监督管理工作，负责制定电子烟产业政策等。我们认为与卷烟管理监督管理相一致。

4) 明确许可制度，品牌方渠道掌控力或降低，扩产需经许可头部企业或受益。要求电子烟产业链各环节均需取得相应许可证。其中：

a. **生产环节**：对电子烟产品实行登记制度。电子烟产品在中国境内上市销售需要登记报备，国务院烟草专卖行政主管部门根据检验检测报告等申请材料对其安全性进行审查。生产企业扩产也需得到批准，生产、加工、品牌持有以及烟用烟碱企业必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，并经市场监督管理部门核准登记。我们认为现有产能较大的头部企业可能获益。

b. **批发环节**：取得烟草专卖批发企业许可证的企业，经过国务院烟草专卖行政主管部门批准，变更许可范围后方可从事电子烟产品批发业务，但未提及民营企业可申请电子烟批发许可。

c. **零售环节**：明确传统烟草零售商和电子烟零售商都可以申请电子烟零售许可。

d. **出口环节**：生产出口产品也需取得生产许可证，但出口产品可定制化。

3.烟草巨头布局：百花齐放，加速扩容

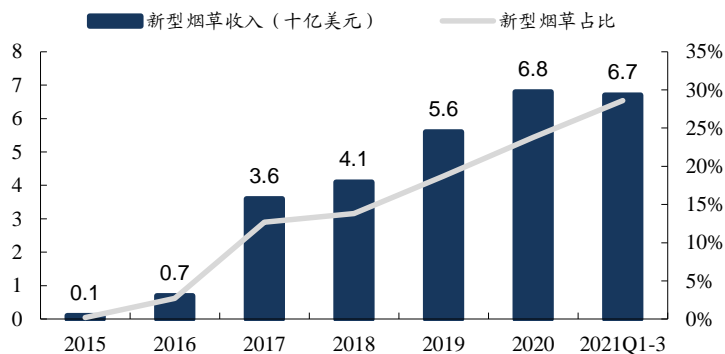
3.1 菲莫国际：积极布局减害产品，IQOS快速占领市场

全球烟草龙头积极转型布局新型烟草业务。菲利普莫瑞斯国际公司(以下简称菲莫国际)是全球第一大烟草公司。从 2009 年开始着手研发，至2016年正式提出向“无烟未来”转型的目标，菲莫国际新型烟草业务迅速发展，2021Q1-3公司的新型烟草销售收入占公司总营业收入的比重提升至近30%，占全球烟草行业销售金额的3.6%。从产品看，菲莫国际引领全球HNB技术革命。公司目前市场上主要有3款产品，近期新推出IQOS ILUMA和IQOS ILUMA Prime进入日本试销，承载公司最前沿的技术。

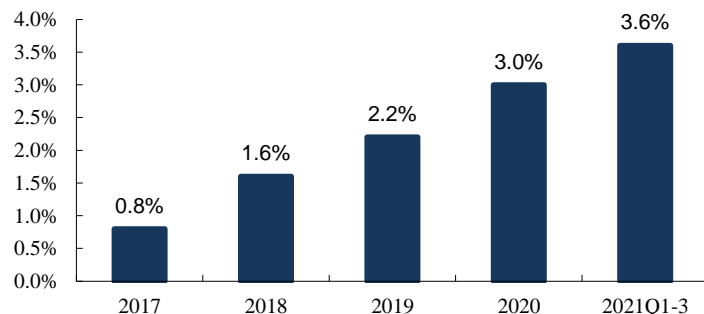
菲莫国际当前主要产品及变更情况

	IQOS 2.4plus	IQOS 3 MULTI	IQOS 3 Muti	IQOS 3 DUO	IQOS ILUMA/ILUMA Prime	雾化电子烟 IQOS Mesh IQOS VEEV
图片						
性能优化	充电时间缩短20%，增加提示震动功能。	新增磁吸装置，改良加热棒、充电仓的性能。开机时间缩短。	无充电仓，属于集成设备，是IQOS第一款可以连抽的设备，可连抽10根。	充电效率较以前型号快2倍，可以连抽2根烟弹。	采用电磁加热，味道纯正，无需清洁，自动加热故，障率明显减少。	

菲莫国际减害产品净收入及占比



菲莫国际IQOS占全球烟草行业市场份额(销售金额口径)



资料来源：PMI公司公告，东吴证券研究所

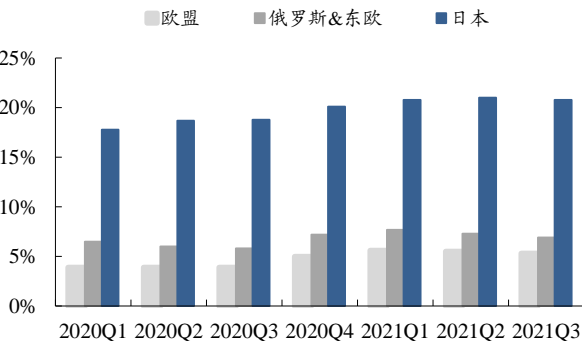
3.1 菲莫国际：积极布局减害产品，IQOS快速占领市场

菲莫国际IQOS产品出货量不断提升。IQOS作为全球首款HNB产品，2014年进入日本市场并迅速取代传统烟草市场份额。IQOS 2.4于2019年取得美国PMTA认可，获得合法销售地位。2021年IQOS 3作为减害产品通过美国FDA的MRTP审核。随着IQOS快速占领市场，其适配烟弹在世界各地都获得了较高的市场份额。HNB减害作用得到世界范围内的不断认可，HNB发展格局向好，截至2021Q3，IQOS使用人数达2040万人，传统烟民转化率73%。公司计划到2025年无烟产品占收入比重50%（2021Q1-3占比28.6%），2035年全面退出传统卷烟。

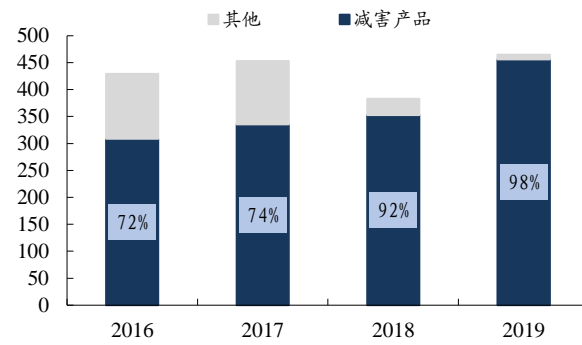
IQOS烟弹出货量历史数量



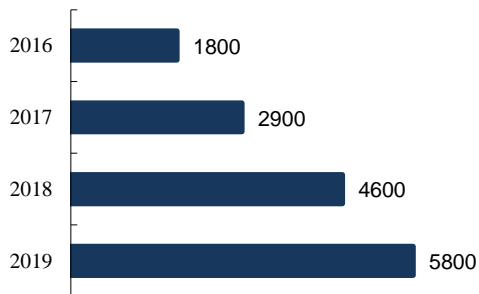
IQOS在主要国家渗透率



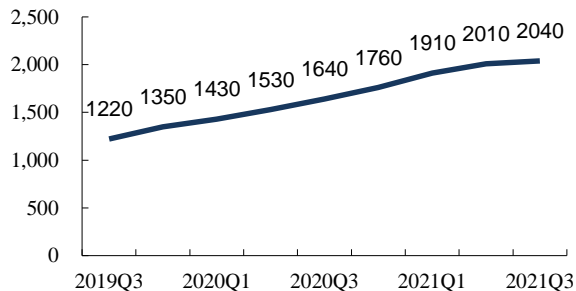
研发费用占比 (百万美元)



减害产品专利数



IQOS使用人数不断增加 (万人)



IQOS市场扩张进程

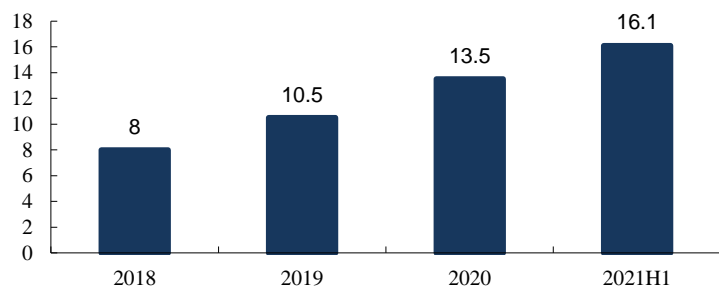


资料来源：PMI公司公告，东吴证券研究所

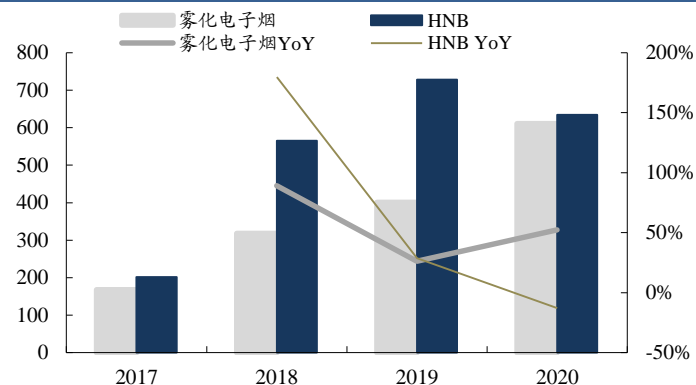
3.2 英美烟草：雾化电子烟及HNB，双引擎破局

英美烟草在雾化电子烟和HNB业务均处于快速发展时期。英美烟草将其在新型烟草上的布局称为 NGPs，包括雾化电子烟Vype、Vuse，HNB电子烟Glo。雾化电子烟：Vuse发展迅猛，市占率不断提升。Vuse Solo系列是首个获得美国PMTA许可的雾化电子烟系列，尼尔森统计，2021/11/20-2021/12/18在美国销售额市占率提升至34%。Vype主要在欧洲销售，Vuse主要在美国销售。HNB：加热不燃烧品牌 Glo是仅次于IQOS的知名品牌，2016年在日本仙台推出，2017年扩展至日本全国。2020年Glo在日本HNB销量提升了0.85%，占日本HNB总销量的19%。

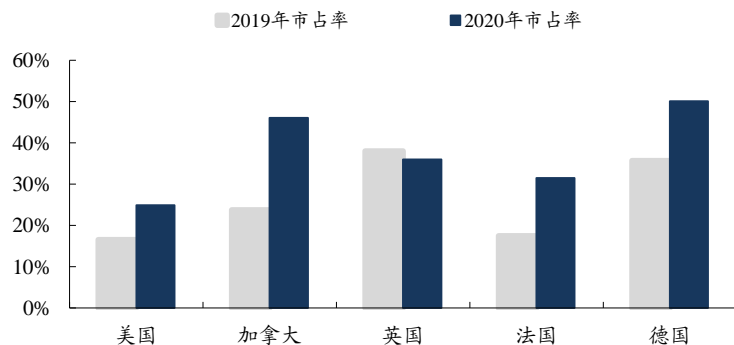
英美烟草新型烟草产品用户数持续提升（百万人）



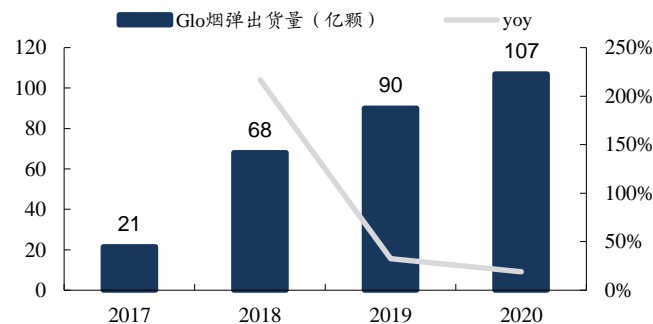
英美烟草新型烟草营业收入&YoY（百万英镑）



Vuse市占率不断提升



Glo烟弹出货量逐年增长

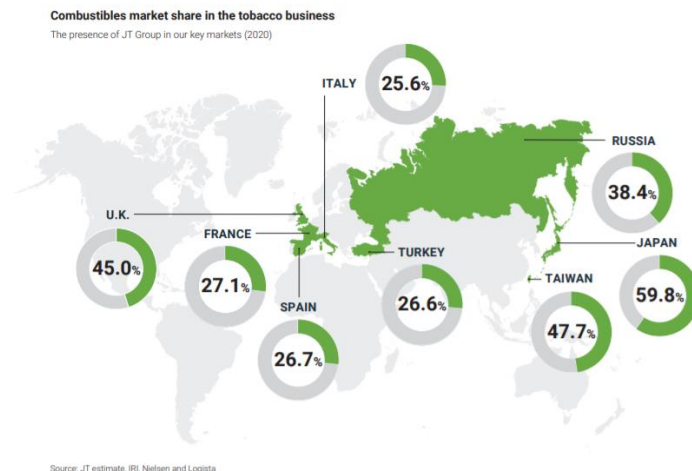


资料来源：英美烟草公司公告，东吴证券研究所

3.3 日本烟草：双品牌战略加速扩张

日本烟草在减害产品的布局主要有 **Ploom** 和 **Logic** 两款品牌。公司当前的新型烟草业务已经遍布全球28个国家和地区，主要由加热不燃烧设备和雾化电子烟两部分组成。雾化电子烟：**Logic**，成立于2010年，在美国取得成功之后Logic迅速发展，目前在九个国家和地区有售，在美国，英国和法国均取得良好的成绩。2014年被日本烟草收购。目前 Logic 共有 Logic Compact、Logic Pro、Logic LQD（开放式）三款主要产品。**HNB**：2011年，公司首次推出加热不燃烧设备Ploom系列。Ploom 为公司自研产品，早期主要日本地区推出。公司于2021年7月新推出新产品Ploom X，突破原系列产品。2021H1，Ploom在日本销量达到21亿支，公司预计全年烟弹销量超过45亿支。

公司烟草业务全球布局



Ploom推出新品Ploom X



- 图左为新品Ploom X：
- 应用新型专利加热技术“HEATFLOW”，改善气流。
 - 改进烟弹中混合技术，提高抽吸过程中的口感。
 - 配备蓝牙功能

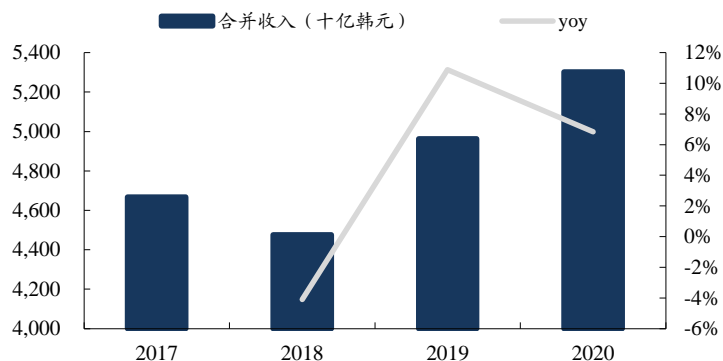
公司Logic产品形态



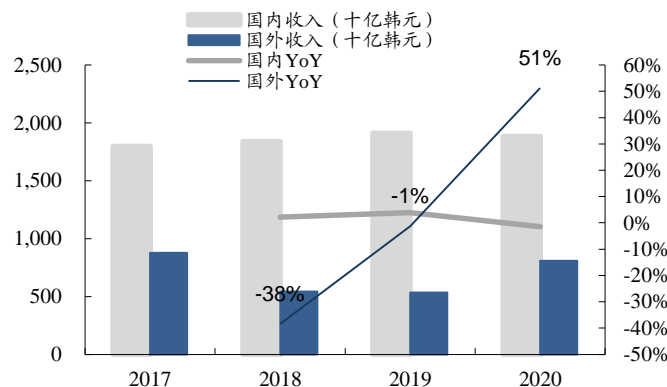
3.4 韩国烟草：与菲莫国际合作，打开市场空间

韩国KT&G集团厚积薄发，海外持续扩张。公司目前是第五大烟草公司，前身为韩国前国家烟草专卖局，于2002年完成了私有化。不同于此前专注于韩国国内市场发展，KT&G现阶段更注重全球范围内扩张，致力于2025年成为全球四大烟草巨头之一。2017年公司推出新型电子烟lil。2020年1月，为了进一步打开海外市场，公司与菲莫国际签署3年起步的合作，菲莫国际负责lil海外市场代理权。通过与菲莫国际合作，公司迅速扩大品牌知名，实现全面海外扩张，2021年lil已经进入22个国家。

公司营业收入&YoY



公司国内外收入&YoY



Lil当前主要产品及变更情况

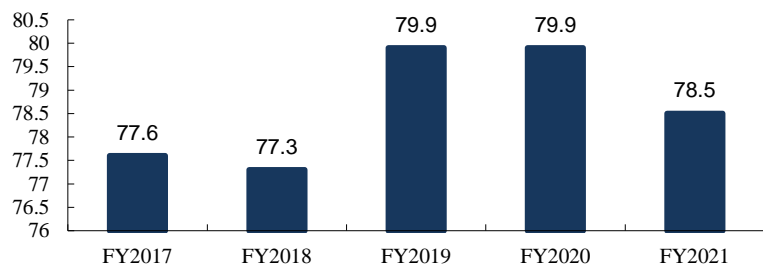
	Lil Plus	Lil mini	Lil hybrid
图片			
性能优化	双核加热，扩大受热面积，可以获得更浓郁的口感体验；加入清洁系统，高效去除污渍。	提升抓握感和使用便携度，体积更小，可以连续抽吸3根。	结合了雾化器和加热不燃烧两种技术，同时具有烟油仓和烟弹仓两部分，烟雾量更大，也降低了加热棒产生的苦味。

资料来源：KT&G公司公告，东吴证券研究所

3.5 帝国烟草：有的放矢，聚焦重点市场

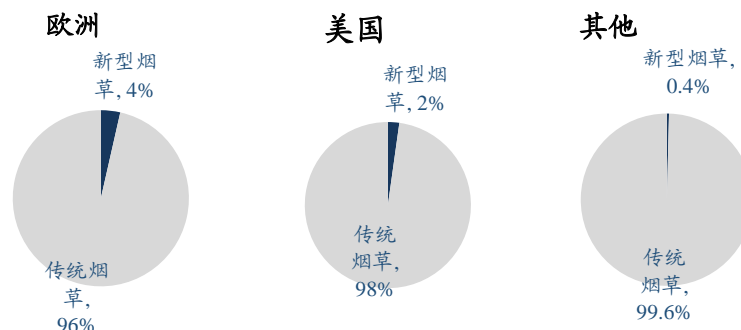
帝国烟草HNB业务重点发力欧洲市场，在美国侧重发展雾化电子烟。2021年6月帝国烟草首席执行官宣布新的战略规划，将重点投资澳大利亚、德国、西班牙、英国和美国五大市场，并决定退出俄罗斯和日本的雾化电子烟市场以及日本的加热不燃烧产品市场。公司产品包含：加热不燃烧产品Pulze和雾化电子烟Blu。加热烟草制品在欧洲越来越受欢迎且利润率高于美国，因而公司在欧洲将重点投资加热烟草装置Pulze，在美国则侧重发展雾化电子烟Blu。但总体来看，即使在新型烟草业务重点布局的欧洲、美国市场，公司FY2021新型烟草净营业收入占比仍然较低，对公司贡献度较为有限。

帝国烟草历年总收入情况（亿英镑）



注：帝国烟草财年周期为开始于每年10月，如FY2021为2020/10/1-2021/9/30

FY2021帝国烟草公司在不同地区产品净营收贡献比例



Blu产品形态



Pulze产品形态



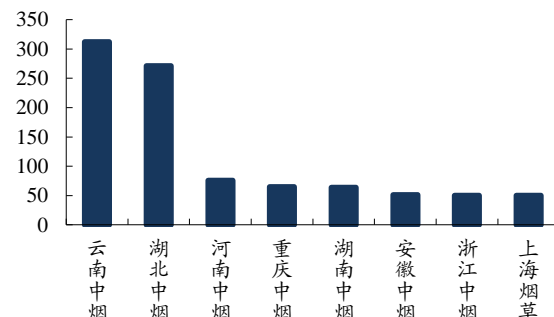
3.6 中国烟草：进军国际市场，掌握国内市场话语权

我国HNB由中烟掌控，各地中烟已经开始积极布局HNB方案。中国烟草旗下的四川中烟、云南中烟、湖北中烟等，积极研发HNB相关专利，构筑HNB产品技术壁垒。多地中烟已经推出HNB产品，进军国际市场试水。

各地中烟HNB布局情况

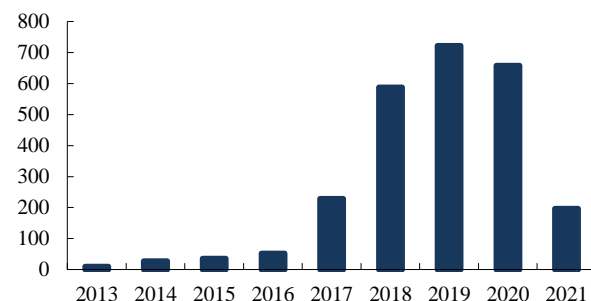
	产品	发布时间	特点
河南中烟	ello御烟	2019年4月	高容电池，强劲续航，轻量化设计，做工精致
贵州中烟	KROOS		
	双享	2021年	可燃可烤两用
	MC	2018年4月	与韩国IF烟草株式会社合作，产品正式进入韩国市场
云南中烟	WEBACCO	2018年	目标市场为柬埔寨、乌克兰、俄罗斯、日本和加拿大等国家，故障率较低，满足续航需求
	VIPN、Ashimalulu	2018年	环形加热，充分燃烧
安徽中烟	"Toop/巛"	2018年10月	磁粒均热新品类，实现了加热温度和位置的均匀与可控
	DUBLISS	2019年	颗粒型加热不燃烧
广东中烟	MU+、ING	2018年	于老挝上市，采用配方烟丝发烟介质，提高了口感稳定性
黑龙江烟草	LOPATO	2019年	独立烟仓设计，可以整个取出，加热均匀，烟弹颜色过渡自然
四川中烟	宽窄	2015年	口感柔和，击喉感弱，出烟量小
江苏中烟	优加		
	MOK系列产品，MOK 1.9、MOK 2.0、MOK mini、MOK one	2021年出新	全新按压式设计，一按一取操作简便，12秒快速预热，支持1支烟和2支烟的两档模式，自由切换
江西中烟	智圣出山、FABU	2020年8月	
上海烟草	FIRAVO	2016年	
山东中烟	方寸		

各地中烟专利布局情况 (个)



注：专利统计时间截至2021/12/21

我国HNB相关专利数年申请数 (个)



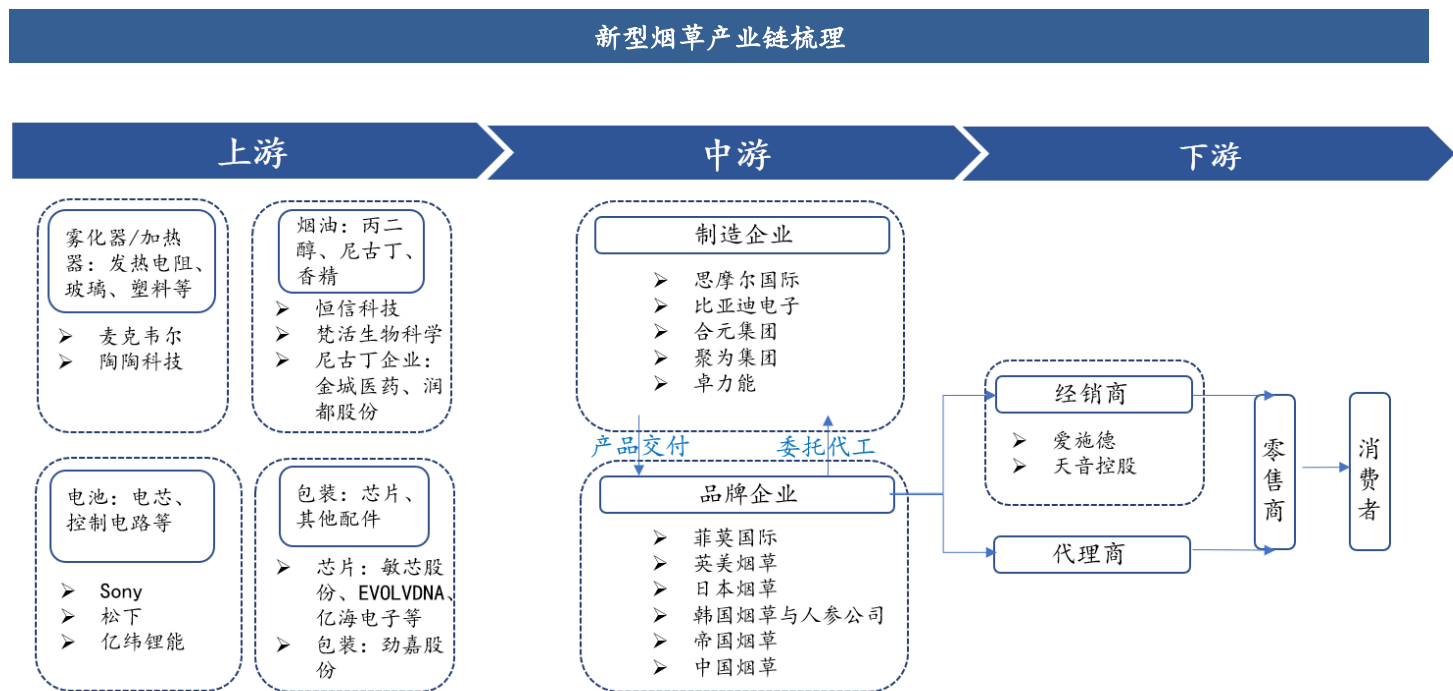
注：专利统计时间截至2021/12/21

4. 新型烟草产业链：蔚然成风，前景明朗

4.1 产业链：上游分散，中下游集中

从整个产业链的角度看，雾化电子烟和加热不燃烧的产业链较为相似。

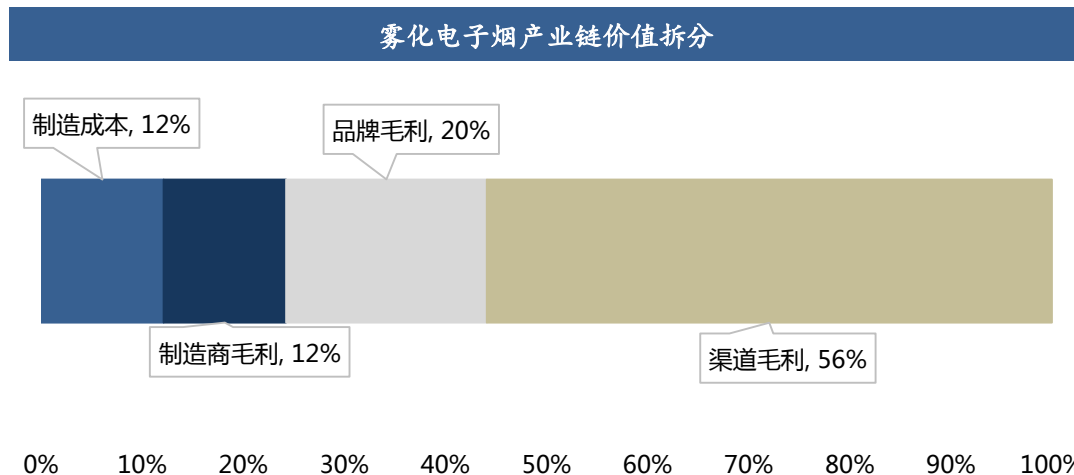
- 上游主要包括：电池原材料供应商（电池、电芯、控制电路），芯片原材料供应商，雾化器原材料供应商（塑料、玻璃、五金、发热电阻）及烟油原材料供应商。HNB与雾化电子烟结构存在差异，一般不含雾化器，而是替换为加热装置。
- 中游包括电子烟制造代工厂和品牌企业两类。
- 下游经代理商和经销商运送至零售店，包括知名电子烟品牌商、大型超市、便利店以及药店等。



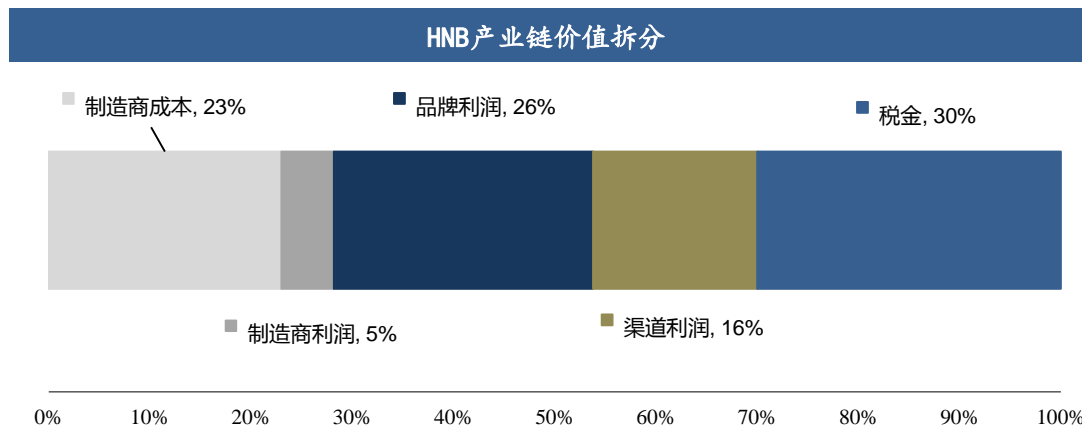
4.1 产业链：上游分散，中下游集中

对雾化电子烟和HNB产业链分别进行拆分。

- 以悦刻为例进行产业链价值拆分，利润主要被品牌方和渠道方瓜分。作为雾化电子烟领域具有领先地位的企业，悦刻前期发展战略是渠道端快速扩展抢占市场，因此较大幅度补贴终端开店。随着国家对渠道监管力度趋严，制造商有望通过占有渠道方毛利增厚利润。



- 以IQOS为例对HNB产业链进行拆分，IQOS烟具原料成本较高，品牌方通过在HNB领域不断深耕，持续研发创新，品牌溢价明显。



资料来源：PMI公司官网，悦刻官网，东吴证券研究所测算

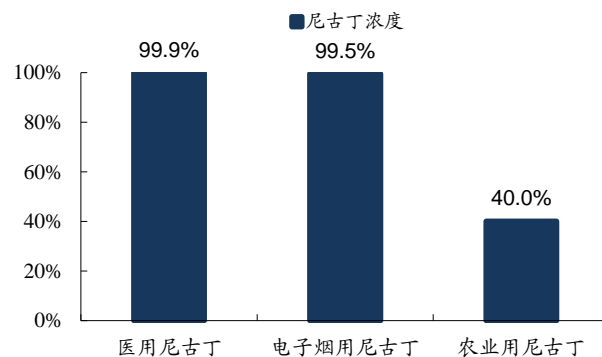
4.2 尼古丁：海外市场空间广阔

根据原料来源不同，尼古丁可以分为提取尼古丁和合成尼古丁。雾化电子烟与HNB均需添加尼古丁，在新型烟草中添加的尼古丁可以分为提取天然尼古丁和化学合成尼古丁两类，提取尼古丁来自天然烟叶废弃物，合成尼古丁通过实验人工合成。从化学形态来说，天然尼古丁为左旋体，左旋体具有成瘾性和药理作用，右旋体为中间产物，对人体的作用尚未得到论证；合成尼古丁分为消旋（50/50左旋体和右旋体混合）和左旋产品，通常先合成消旋体再进一步分离纯化得到左旋体，成本较高。从产品纯度看，提取尼古丁通过溶剂萃取法能够达到99%的纯度，但含有亚硝酸胺等有害杂质，有明显刺激气味；合成尼古丁可以达到99%以上的纯度，且几乎不含杂质，口感更加顺滑。

合成尼古丁vs提取尼古丁

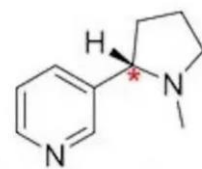
	提取尼古丁难题	合成尼古丁优势
原料来源	来自于天然烟叶，中烟体系对原料管控严格	实验室化学合成，原料来源广泛
产品纯度	含有亚硝酸胺等有害杂质，溶剂萃取提纯不彻底	几乎不含其他有害杂质，更加减害
使用体验	有强烈气味影响口感，击喉感强	口感顺滑，无臭无味，易于调香
保存难度	液体，易挥发，烟油颜色随时间增加而变色	白色晶体，烟油不易氧化变色

新型烟草对尼古丁纯度要求较高

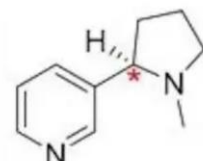


尼古丁化学形态及结构差异

化学结构	化学形态	应用产品
S-异构体	左旋	天然提取尼古丁、左旋合成尼古丁
R-异构体	右旋	合成反应中的中间产物
RS-异构体 (外消旋混合物)	50%左旋和 50%右旋混合	消旋合成尼古丁



(S)-Nicotine



(R)-Nicotine

4.2 尼古丁：海外市场空间广阔

尼古丁需求旺盛，伴随海外新型烟草发展打开市场空间。尼古丁(又称烟碱)需求主要来自于三方面：新型烟草、医用、农药。

- **新型烟草：**为平衡烟农就业，我国中烟采用提取尼古丁进行添加，但海外并无限制。我们预计2025年海外雾化电子烟烟弹使用量为144亿颗，假设一次性电子烟烟油含量5ml，换弹式电子烟烟油含量2ml，尼古丁含量为30mg/ml，2025年雾化电子烟需求超过1500吨。HNB同样需要添加尼古丁，我们预计2025年海外HNB需求为376吨。2025年我们预计新型烟草海外整体需求超2000吨。
- **医用：**尼古丁的药用价值有治疗阿尔兹海默病、帕金森、抗癫痫及肠炎。
- **农药：**在农业中使用烟碱作为杀虫剂，但由于存在干扰授粉媒介等环保问题，我们预计全球新烟碱杀虫剂使用量将不断减少。

尼古丁整体需求测算

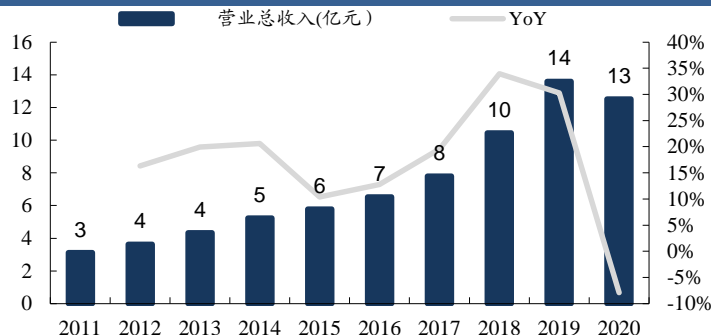
海外雾化电子烟尼古丁添加用量测算	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
海外雾化电子烟烟弹量 (亿颗)	52	69	85	103	123	144
YoY		32.2%	24.1%	21.2%	18.8%	17.0%
其中：一次性电子烟烟弹	26	41	55	67	80	93
换弹式电子烟烟弹	26	28	30	36	43	50
尼古丁含量 (mg/ml)	30	30	30	30	30	30
尼古丁需求量 (吨)	546	784	1011	1225	1456	1703
海外HNB尼古丁添加用量测算	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
HNB烟弹量 (亿颗)	951	1189	1483	1802	2142	2505
YoY		25.0%	24.8%	21.4%	18.9%	16.9%
HNB单支克重 (克)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
HNB薄片用量 (万吨)	2.85	3.57	4.45	5.40	6.43	7.51
HNB烟弹添加尼古丁比例	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
HNB尼古丁添加量 (吨)	143	178	223	270	321	376

4.2 尼古丁：海外市场空间广阔

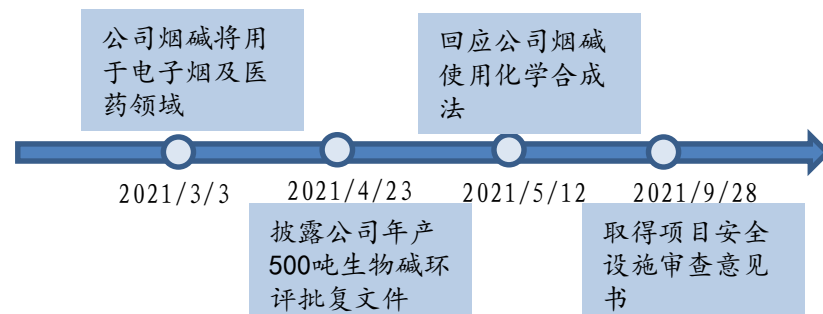
合成尼古丁方兴未艾，龙头企业高筑技术壁垒，展望未来发展新机遇。合成尼古丁工艺繁杂，条件控制苛刻，合成过程中带来的右旋副产物等安全性尚未得到验证，中小企业的合成尼古丁产品鱼龙混杂。未来随着合成尼古丁减害作用得到验证、市场规范化，龙头企业具备先发优势和核心技术壁垒将快速占领尼古丁市场。

- ▶ **润都股份**：2021年3月生物碱（俗称尼古丁）项目完成备案，取得环评批复文件。公司合成尼古丁项目每年产能可达500吨，弹性较大。可以直接合成左旋尼古丁，具有较高技术壁垒。
- ▶ **金城医药**：2021年2月尼古丁项目取得环评审批。公司合成尼古丁项目每年产能为200吨，2021年9月试投产。

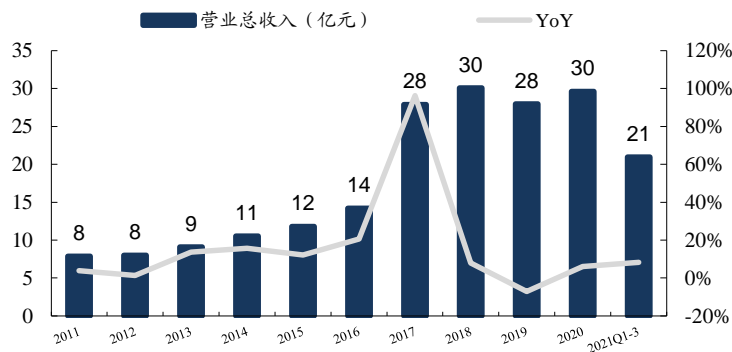
润都股份营收变化情况



润都股份合成尼古丁进展



金城医药营收变化情况



金城医药合成尼古丁专利情况

- 一种高光学纯度烟碱的制备方法** 实质审查的生效
 申请号: 2020112954567 公布号: CN112409327A 专利类型: 发明专利
 申请日: 2020-11-18 发明人: 李家全,魏庚辉,孟宪强 申请(专利权)人: 恒信永基科技(深圳)有限公司, 山东金城医药化工有限公司
- S-尼古丁的制备方法** 发明专利申请公布后的撤回
 申请号: 2020114415142 公布号: CN112409329A 专利类型: 发明专利
 申请日: 2020-12-11 发明人: 赵奇,李凯,刘文 申请(专利权)人: 山东金城医药化工有限公司
- 一种合成烟碱的GC-MS-MS检测分析方法** 实质审查的生效
 申请号: 2021103415783 公布号: CN113009046A 专利类型: 发明专利
 申请日: 2021-03-30 发明人: 赵奇,李凯,刘文 申请(专利权)人: 山东金城医药化工有限公司

4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

雾化电子烟设备代工制造商受政策冲击较小，监管趋严利好代工龙头企业。

作为电子烟制造大国，全球95%以上的电子烟产品和配件都来自中国。据中国电子烟协会统计，2021年中国电子烟出口预估1383亿元，同比上涨180%。我们认为，随着我国电子烟国标征求意见稿和电子烟管理办法等政策不断推出，雾化电子烟行业将走向规范化、正规化。中游设备制造商主要负责将品牌方提供的烟油注入雾化器中，并进行烟杆、雾化芯等部件的设计和代工生产，最终组装成电子烟成品直供销售端。雾化电子烟器具制造商的核心壁垒来自雾化芯的研发，不同的雾化芯转化烟油的口感具有较大差异。管理办法指出，电子烟产业链的生产端需取得生产许可证，现有产能较大、技术壁垒较高的头部企业可能受益。

雾化芯迭代更新过程

雾化芯的平均孔径越小，雾化时产生的烟雾粒径就越小，抽吸时口感更细腻

玻璃纤维

优点：耐高温，吸油和导热性能卓越
缺点：未吸收烟油时容易产生絮状物，有掉粉入肺的现象



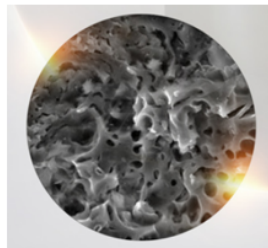
棉芯

优点：储油量大，口感饱满，导油性好，价格低
缺点：寿命短，易干烧，稳定性不够



陶瓷芯

优点：稳定性高，口感细腻，耐用，易于量产
缺点：工艺要求较高



目前棉芯和陶瓷芯在雾化电子烟中均有使用。

➢ 棉芯通常用于低客单价的产品，如悦刻轻风系列。



➢ 陶瓷芯性能较好，胜在稳定，但仍在不断更新换代进步中，在口感、安全等方面存在进步空间。

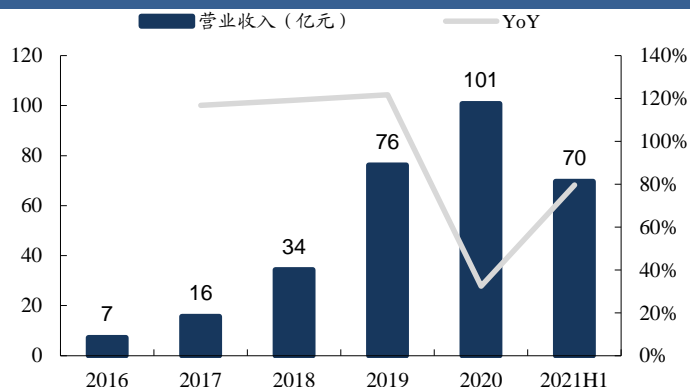
4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

思摩尔国际：雾化电子烟代工龙头，格局持续向好

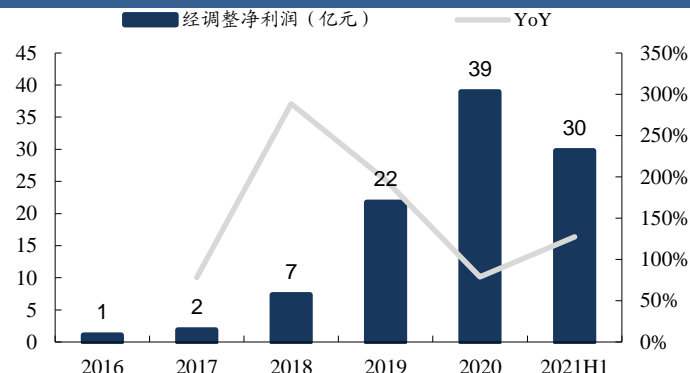
公司前身为深圳麦克维尔，作为全球雾化电子烟龙头，2020年销售额市占率达18.9%。公司业务包括ODM及OBM两大板块，其中ODM业务向B端客户销售电子雾化设备及电子雾化组件两类产品；OBM业务向C端客户销售APV（即开放式大烟）产品。

➤ 陶瓷雾化芯领域起步早，雾化陶瓷芯技术全球领先。2016年开始研发陶瓷芯，截至2021H1公司在全球拥有7座研究院，通过对雾化相关材料、理化生机制的研究，持续在产品的还原性、满足度等方面做出改善，并保证产品稳定量产、质量保证，从而帮助客户以优异的产品力在下游竞争中获胜。截至2021H1公司在全球范围内共拥有1272件专利授权和360件商标授权。

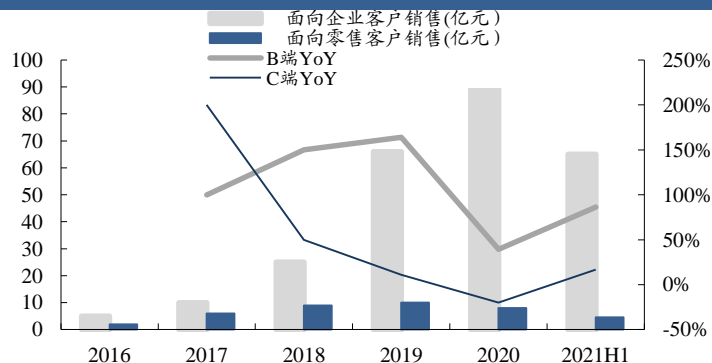
思摩尔国际营业收入&YoY



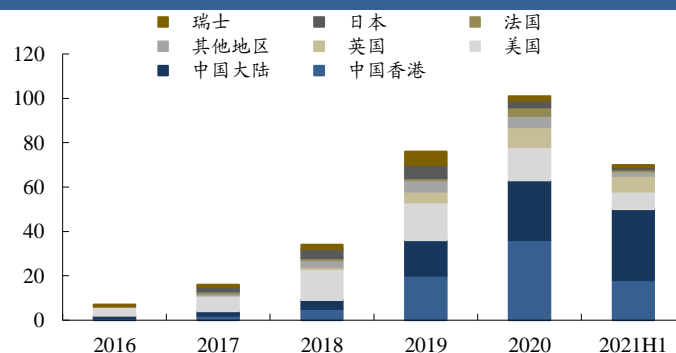
思摩尔国际经调整净利润&YoY



思摩尔国际分产品收入



思摩尔国际分地区收入 (亿元)



资料来源：思摩尔国际公告，东吴证券研究所

4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

思摩尔国际：雾化电子烟代工龙头，格局持续向好

- 与下游大客户紧密绑定。2020年前五大客户贡献收入74.18亿元，占公司总营收73.6%（2019年为63.0%）。其中最大的客户销售额占公司总销售额约34.7%（2019年为15.7%），大客户黏性增强。在美国PMTA严格审核下，品牌和供应商深度绑定，加深已有合作。
- 公司FEELM首次应用覆膜技术，引领雾化芯发展。思摩尔国际2018年发布FEELM雾化技术品牌，具有技术先发优势，进一步稳固了行业龙头地位，同时形成品牌效应获得产品品牌溢价。

陶瓷雾化芯对比

公司名称	品牌	产品	技术壁垒	公布时间	下游客户
思摩尔国际	FEELM		多孔陶瓷基体上使用覆膜技术；陶瓷蜂窝结构；完全密闭组件；设置自我学习芯片，实现均匀发热和漏油问题	2015年研发第一代 2018年研发第二代	RELX、Vuse、Logic、NJOY、YOOZ
合元集团	PURLAVA		H形结构加大进油面积，加大陶瓷孔径提高导油性	2019年	MYX兔、小野
卓力能	SILMO		独家引流槽设计和发热体形态；制造方面采用触电导电设计，批量烧制切割	2019年	SILMO
聚为集团	μKERA		微米级技术加工平台，制造出适应不同浓稠度的烟油发热体，使烟油与发热体完美契合	2019年	Blu

资料来源：思摩尔国际公告，东吴证券研究所绘制

4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

比亚迪电子：将精密制造能力拓展至电子烟制造，极致成本控制下或打造高性价比产品。

公司自2002年开始经营手机零部件及模组业务，2006年开始涉足组装，后不断拓展公司业务边界，发展金属、玻璃、陶瓷等材料及零部件技术，2016年起开拓汽车电子、无人机等新业务，2020年进军口罩业务。目前形成了零部件、组装为核心，汽车电子、新型智能产品为两翼的主营布局。电子烟业务属于比亚迪电子新型智能产品的重点布局业务之一，截至2021年12月与Airnow空气实验、Maxfel极感、蓝沛、ICE暴雪、V ZEON唯臻等5家电子烟品牌商合作。

比亚迪电子新型智能产品布局

电子烟



无人机



扫地机器人



显卡



游戏硬件



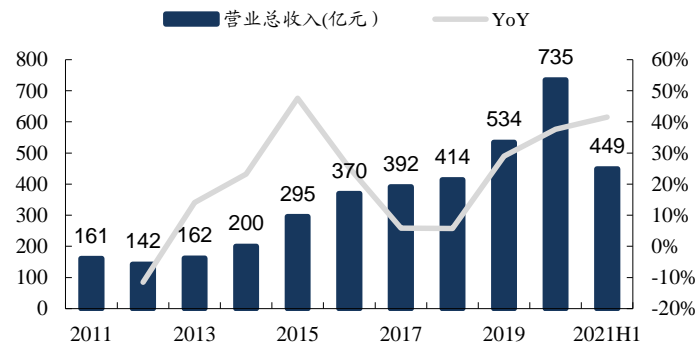
智能POS



比亚迪电子研发BEEM CORE陶瓷芯



比亚迪电子营业收入&YoY



资料来源：比亚迪电子公告，东吴证券研究所绘制

4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

HNB器具的核心在于烟具的加热技术及其专利壁垒。

- HNB不同于点燃才能抽吸的传统卷烟，目前通用的加热方式是电加热、碳加热，其中电加热作为主流，按照其加热结构的不同主要分为：中心加热、外围加热。菲莫国际IQOS系列、韩国烟草Iil产品等使用中心加热结构。使用时需要将烟弹插入加热棒中进行加热抽吸。英美烟草GLO系列、云南中烟VIPN烟具等采用外围加热结构。日本烟草Ploom Tech产品采用烟草材料与电子雾化液混合加热形式。
- 电磁加热、红外加热等新型加热方式持续研发，不断改善用户体验。菲莫国际最新推出IQOS ILUMA使用了Smartcore电磁加热，解决加热片易折断、清洁维护繁琐、使用方式复杂的问题；中烟云南在电磁加热基础上申请了专利技术NSCs无氧加热：烟丝加热区域在低氧状态下自然产生烟气，往有氧区域扩散，然后通过进气流通提取烟气，加热更均匀，能够实现精准控温。

HNB烟具加热方法

加热方式	加热结构	加热特点	应用公司
电加热	中心加热	加热片中心工作温度不超过350℃，升温速度快，传热面积大，口感好。但发热体温度分布不均匀，温差相差达100℃左右，有片状、针状、棒状加热类型。	菲莫国际IQOS、韩国烟草Iil、四川中烟功夫等
	外围加热	发热快，寿命长，稳定性强。但是热量利用率低，需要较好的隔热外壳。	英美烟草Glo、云南中烟VIPN烟具等
	烟草材料与电子雾化液混合加热	通过电加热气雾化液成分（不含香精、尼古丁），产生的气流经烟草胶囊中的烟草颗粒，携带出烟草材料的挥发性香味成分。	日本烟草Ploom
电磁加热	有氧加热	使用线圈做成电磁加热圈，扁平线圈节省厚度空间，电阻加热片易折断、清洁维护繁琐、使用方式复杂、消费者教育成本高的痛点。	菲莫国际IQOS ILUMA
	无氧加热	热利用率高，口感好，易于清洁，隔热和温度控制较强。	云南中烟与中烟郑州烟草研究院研发
红外加热	通过红外线传递到被加热物体	热效率高、避免表面过热、安装简易	贵州烟草自主研发

2023年我国HNB行业烟具空间测算

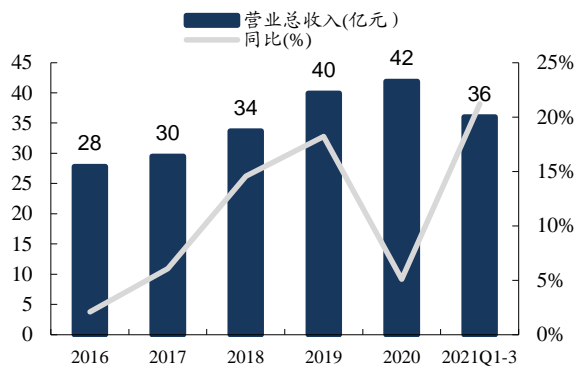
HNB渗透率假设	1%	5%	10%	20%	50%
烟民数量（亿人）	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
HNB烟具更换频率（年/次）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
HNB烟具出厂价格（元）	250	250	250	250	250
HNB烟具市场规模（亿元）	5.2	25.8	51.7	103.3	258.3

4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

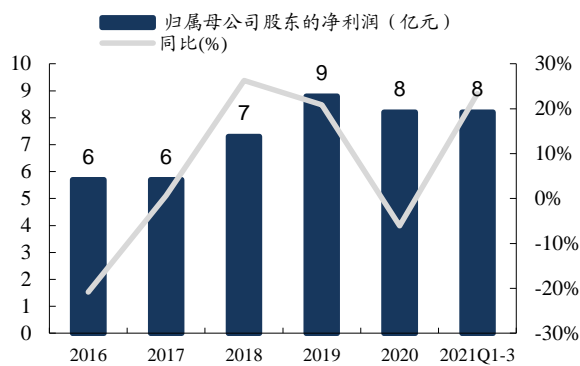
劲嘉股份：我国烟标行业龙头企业，超前布局HNB业务，与中烟紧密合作

公司主营业务为高端包装印刷品和包装材料的研发生产，主要产品是烟标、酒盒、高端电子产品及生活用品的包装及相关配套材料。新型烟草布局分布在三个子公司，劲嘉科技、嘉玉科技、因味科技。与云南中烟成立子公司嘉玉，承担云南中烟开发HNB的烟具和制造烟具的业务，目前已经布局出口。同时在雾化电子烟方面也有自主品牌、代工生产的业务。

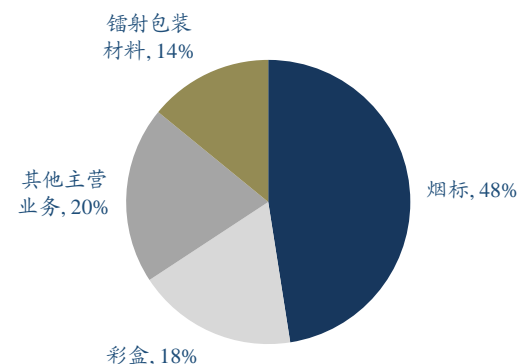
公司营业收入及YoY



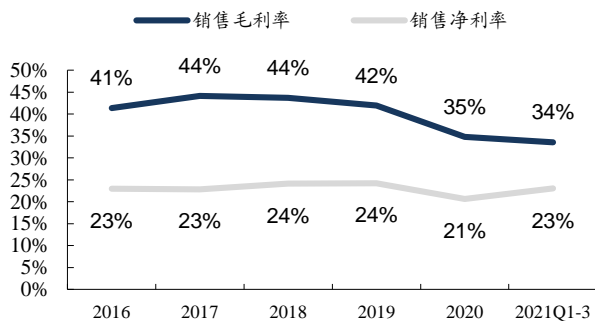
公司归母净利润及YoY



公司2020年分产品营收构成



毛利率及净利率



公司承接云南中烟HNB烟具制造



公司雾化电子烟自有品牌FOOGO

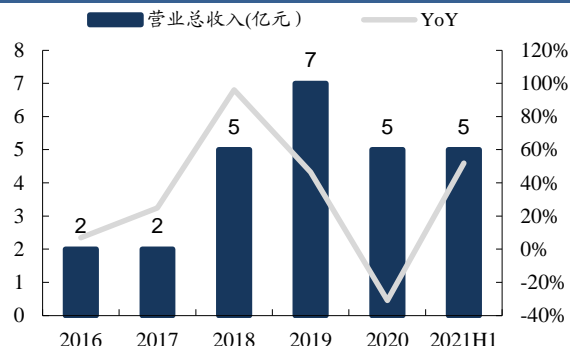


4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

集友股份：传统烟用纸叠加新型烟草客户资源，未来发展前景广阔。

公司是国内唯二有稠浆法薄片生产技术的企业。与多家中烟公司合作多年，有望凭借与中烟公司的友好合作在HNB新业务获得延伸。同时公司研发自主草本加热品牌“香誉”，积极研发“加热植物芯产品”，2020年“加热植物芯产品”生产线年设计产能18万件。

公司营业收入&YoY



公司自主品牌“香誉”



集友股份与中烟公司在新型烟草薄片业务合作情况

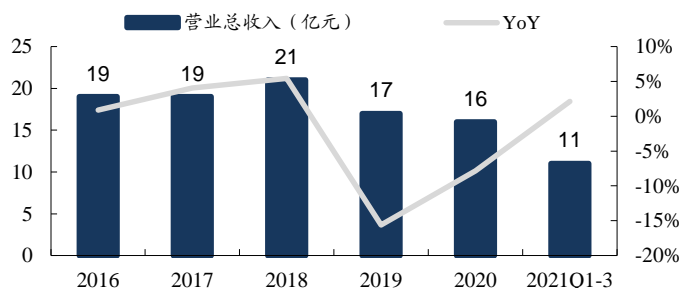
合作中烟公司	安徽中烟	江苏中烟	重庆中烟
协议名称	关于共建“新型烟草制品及卷烟配套材料联合工程中心”的框架协议	关于新型烟草均质化薄片研发合作备忘录	关于开展新型烟草均质化薄片研发合作协议
签署时间	2017.10.31	2019.07.12	2019.07.16
合作时长	三年	两年	三年
合作目标	成立联合工程中心，研发方向包括新型烟草制品研发及其产业化等	联合进行均质化薄片研发	联合进行均质化薄片研发
甲方责任（中烟公司）	组建专业技术团队，提供分析测试仪器和相关实验场地支持	依托乙方提供的研发平台开展试验和研发，配合完成性能测试和评价，协同推进研发成果产业化	依托乙方提供的研发平台开展试验和研发，配合完成性能测试和评价，提供烟草原料及必要辅料
乙方责任（集友股份）	提供试验场地和资金支持	提供研发场地及平台，提供技术、工艺、性能测试和评价以及人力物力支持，法律允许范围内提供均质化薄片生产制造产业化的技术支持	提供研发场地及平台，提供技术、工艺、性能测试和评价以及人力物力支持，在法律法规允许范围内负责均质化薄片生产制造产业化

4.3 器具制造商：龙头市占率进一步集中

顺灏股份：国内草本HNB的引领者，不断增厚技术壁垒

- 旗下的FreeM低温加热不燃烧草本制品和喜科，其中喜科是国内销售体量最大的品牌之一。
- 公司专利壁垒强大。截至2020年底，公司及下属子公司已获专利总数322项，包括发明专利25项，外观专利53项，实用新型专利244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。
- 公司与中烟的合作从2013年开始持续至今，各省中烟工业公司稳定贡献公司营业收入20%以上。依托知识产权和技术储备优势，公司承接了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。

顺灏股份营业收入&YoY



顺灏股份旗下喜科草本HNB



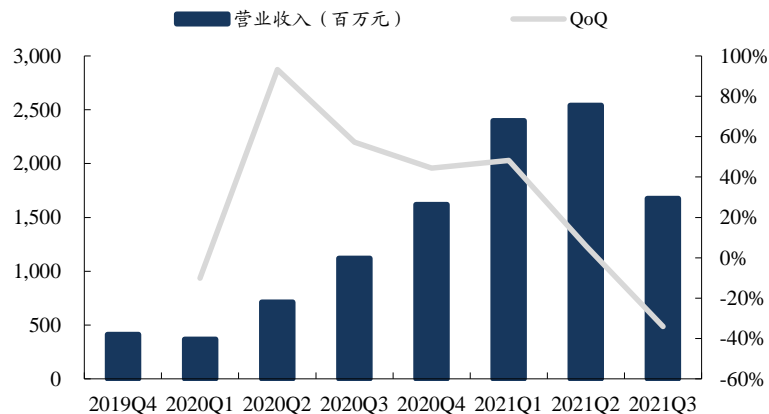
国内草本HNB产品布局

公司	品牌	产品	特点
汉方本草	HRK嗨刻		拥有中草药生物酶解发酵创新技术，具有更少的异味杂味、更高的发烟量、更好的有效成分吸收以及降低毒副作用的特点。创造性地开发出三段式空腔隔离技术，有效保证烟气饱满、香气醇正以及温而不热的吸食口感，最大限度还原纯正味道。采用天然植物生物酶解发酵，品质更纯正。食品级调香工艺；创新微波萃取工艺。
那莫科技	NAEMO		喜科的颗粒发烟、一体成型低温加热不燃烧制品是国内外首家发布的此类型产品。相关专利是目前申报时间最早，保护范围最广，覆盖国家和地区最多的专利集群。发烟段使用国际主流薄片工艺，是国际HNB市场最优工艺之一。
顺灏股份	喜科 CIGOO		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。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。
集友股份	METU香誉		
华宝国际	NUSO		

4.4 品牌：长期发展空间大

短期渠道掌控力下降，长期发展格局向好。我国不允许电子烟线上售卖，因此国内知名电子烟品牌商通过加码布局线下渠道，快速跑马圈地抢占市场。如：我国雾化电子烟市场龙头悦刻，《2021电子烟产业蓝皮书》显示，截至2021/12/31，悦刻品牌店总数约2.76万家，约占我国市场专卖店总数的58.2%；2021年YOOZ柚子发布“牛店牛补”政策，3月底就已突破全国4000家线下门店数。未来中烟对批发和零售端将通过颁发许可证的方式严格把控，但我们看好门店布局较广的雾化电子烟品牌掌握相对较多话语权。

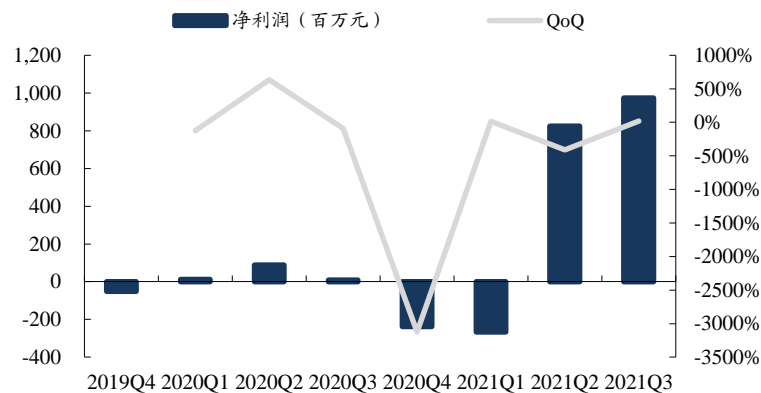
雾芯科技（悦刻）分季度营业收入



国内销售雾化电子烟品牌及产品

品牌	产品
悦刻 (RELX)	悦刻灵点、悦刻无限、小悦刻、悦刻云白，新发布：一溪云、悦刻轻风、悦刻星河，丰富产品线，满足细分人群需求，目前在中国雾化电子烟市场市占率第一
非我 (JVE)	莫属、特雾、新发布：尚彩、光彩、极光、荣光系列，
铂德 (Boulder)	GTR 小钢炮、KATE、琥珀
柚子 (YOOZ)	YOOZ 一代、YOOZ 二代
徕米 (LAMI)	徕米换弹雾化器
魔笛 (MOTI)	MOTI-S LITE、MOTI-C、MOTI-X，新出：MOTI-MEGA PRO

雾芯科技（悦刻）分季度净利润



- 1) 政策监管强度超出预期的风险。**我国新型烟草监管政策尚未明确，11月以来不断公布电子烟相关监管政策以规范我国电子烟行业发展。新型烟草行业属于对政策较为敏感的行业，若我国未来出台的新型烟草监管政策在范围和强度上超过我们预期，对整个新型烟草行业可能产生较为不利的影响。
- 2) 相关技术迭代更新风险。**新型烟草产品发展和推广时间较短，相关技术均处于不断发展、投石问路的过程中。如果未来出现重要部件的技术更新换代，可能影响我们对未来的竞争格局和行业发展的预测准确性。
- 3) 新型烟草渗透率未达预期。**在口感相近的情况下，新型烟草相对于传统烟草减害性能突出，我们预计新型烟草将会持续挤压传统烟草的市场。若传统烟民追求传统卷烟的抽吸体验，新型烟草在传统烟民中渗透率未达预期，新型烟草整体市场规模将会有较大冲击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园