

电子烟行业研究：重新审视行业上下游各环节价值

Franky Lau
SFC CE Ref : BRQ 041
frankyliu@futuhk.com

团队成员：
leeyang
leeyang@futunn.com

charlottetan
charlotte@futunn.com

pageliu
pageliu@futunn.com

2022年6月13日

核心观点

基本面：

- **量**：复刻2019年~2020年品牌方快速铺货的增长逻辑被打断，如果未来计划式生产则增长非常缓慢
- **价**：大概率由中烟和品牌方合作形成新品牌，对上游的议价权会急剧提升，品牌和代工的定价权都会压低。
- **税**：如果按照烟草税的80%征税，则税率在44%左右，相比目前的税率要高出几倍，由各环节分摊。
- **竞争**：竞品雾化技术逐步成熟，后续可能影响独供地位。

投资思路：

- 已有信息看到的不太乐观，基本面环境比起2019年显然恶化。
- **市场预期到悲观极致，且上市公司有较为丰厚派息政策落地时，将是很好的投资机会。**

风险提示：

- **全球宏观经济风险**：全球宏观经济下行、金融危机等风险会造成新能源车需求减弱，进而导致企业出现经营困难等风险。
- **新型烟草政策开放的不确定性风险**：目前政策的长期不确定性将使得市场的投资预期更偏悲观，进而估值维度出现长期折价。
- **产能前几年大跃进，缺乏成长空间**：当前产能在数年前存在大量拓产问题，当口味和渠道无法持续增长并满足需求时，竞争格局将进一步恶化。

目录

1.行业价值链与竞争格局

2.HNB领域投资机会

3.雾化烟投资机会

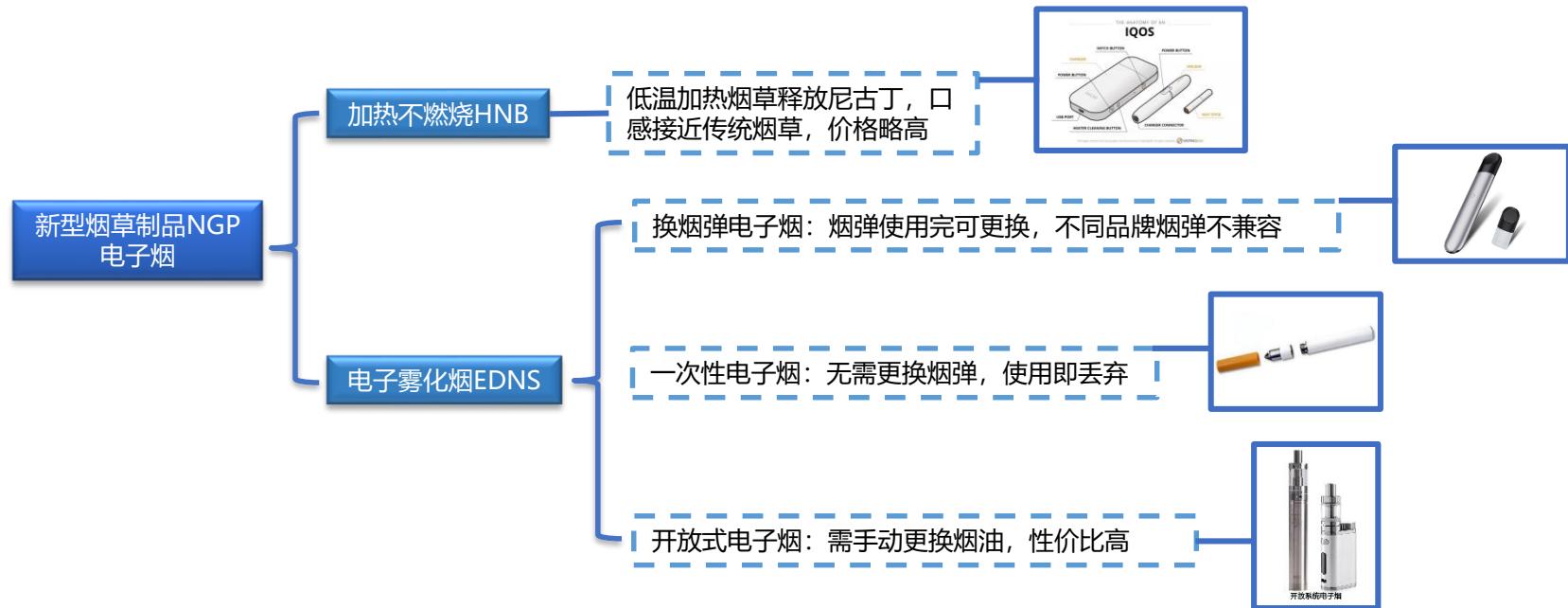
4.风险提示以及免责声明

电子烟行业概览：电子烟的分类和本质

电子烟的诞生：烟草中的尼古丁被人体吸入后，促进大脑分泌多巴胺，让人们感到放松和愉悦，并让人体产生上瘾倾向。但是传统烟草的燃烧会释放一氧化碳、焦油等致癌物质，不仅对吸烟者有害，同时二手烟也影响旁人的健康。**出于减害的目的**，避免燃烧烟草产生有害物质，同时能使人体摄入尼古丁，市场上出现了**新型烟草制品（NPG）——电子烟**。电子烟被认为是一种烟草减害产品，剔除了一氧化碳、焦油等一系列有害物质，化学物质释放量仅为传统烟草的5%~8%。

电子烟的分类：从烟雾类型分类可以分为 ① **加热不燃烧（HNB）**：通过低温加热烟草薄片释放尼古丁，口感接近卷烟，在亚洲国家较为普遍；② **电子雾化烟（EDNS）**：通过雾化器来加热烟油释放尼古丁，其特点是不含烟草，烟油中的尼古丁由人工合成，在欧美国家较为普遍。

图：电子烟主要分为HNB与EDNS两大类别



电子烟行业概览：政策回顾与总结

政策概览：电子烟细则落地，行业进入发展关键阶段

我国的电子烟政策主要经历三个阶段：第一阶段为2016年至2018年8月，鼓励电子烟等新型烟草产品的研发，并鼓励电子烟出口国外进行产品试点。第二阶段为2018年8月至2021年3月，为避免未成年人接触电子烟，官方出台监管文件并打击电子烟的线上销售。第三阶段为2021年3月至今，电子烟监管力度逐渐加强，《电子烟管理办法》与国家标准细则落地，短期内利空电子烟行业，但长期有利于行业健康成长。

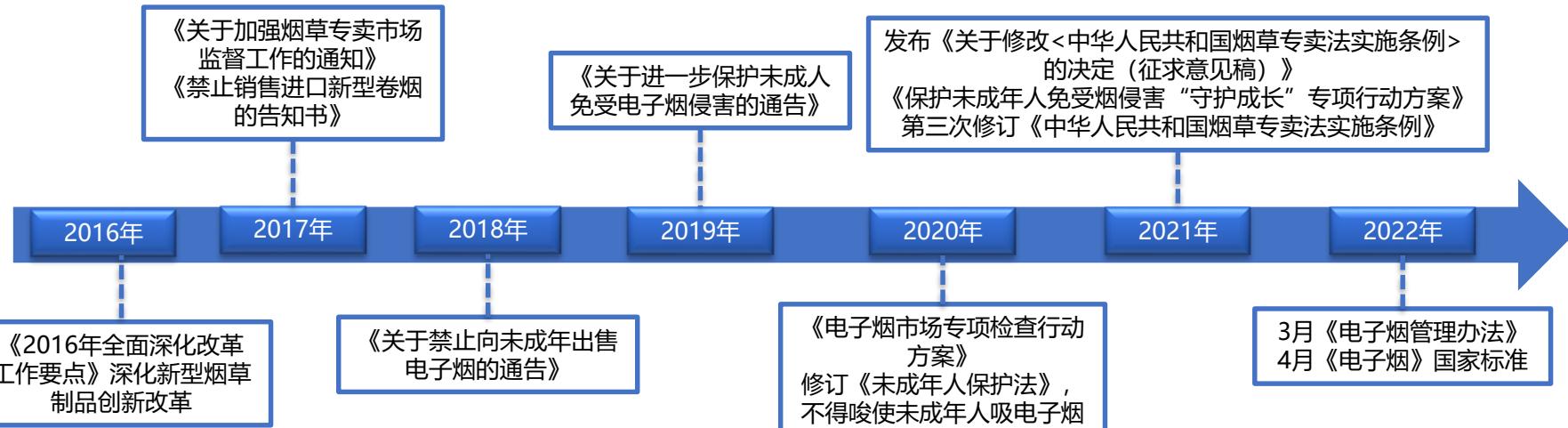
管理力度：电子烟国家标准趋严，规范市场后行业结构将得到优化

2022年4月12日，国家市场监督管理总局发布《电子烟》国家标准，该标准对电子烟做出多方面指导：不应使产品特征风味呈现除烟草味的其他风味；雾化物应含有烟碱，应使用烟草中提取的烟碱，纯度不应低于99%（质量分数），雾化物中烟碱浓度不高于20mg/g，烟碱总含量不应高于200mg；电子烟烟具和烟弹应具有封闭结构，防止人为填充；雾化区域温度不应高于350°C等。参考美国食品药品管理局FDA发布口味禁令后电子烟市场出现短期下滑后企稳，我国电子烟行业中长期将在监管规范中稳健发展，行业结构将持续优化。

图：我国电子烟政策态度趋严

衡量标准	内容概要
雾化物烟碱含量	雾化物中的烟碱浓度不应高于20 mg/g,烟碱总量不应高于200 mg
烟碱纯度	应使用烟草中提取的烟碱纯度不应低于99%（质量分数）
电子烟释放物	烟碱释放量不应高于0.2 mg/puff
雾化物添加剂	不应使产品呈现对未成年人有诱导性的特征风味
烟具及烟弹结构	使用电子烟烟液的电子烟烟具和烟弹应具有封闭结构,防止人为填充

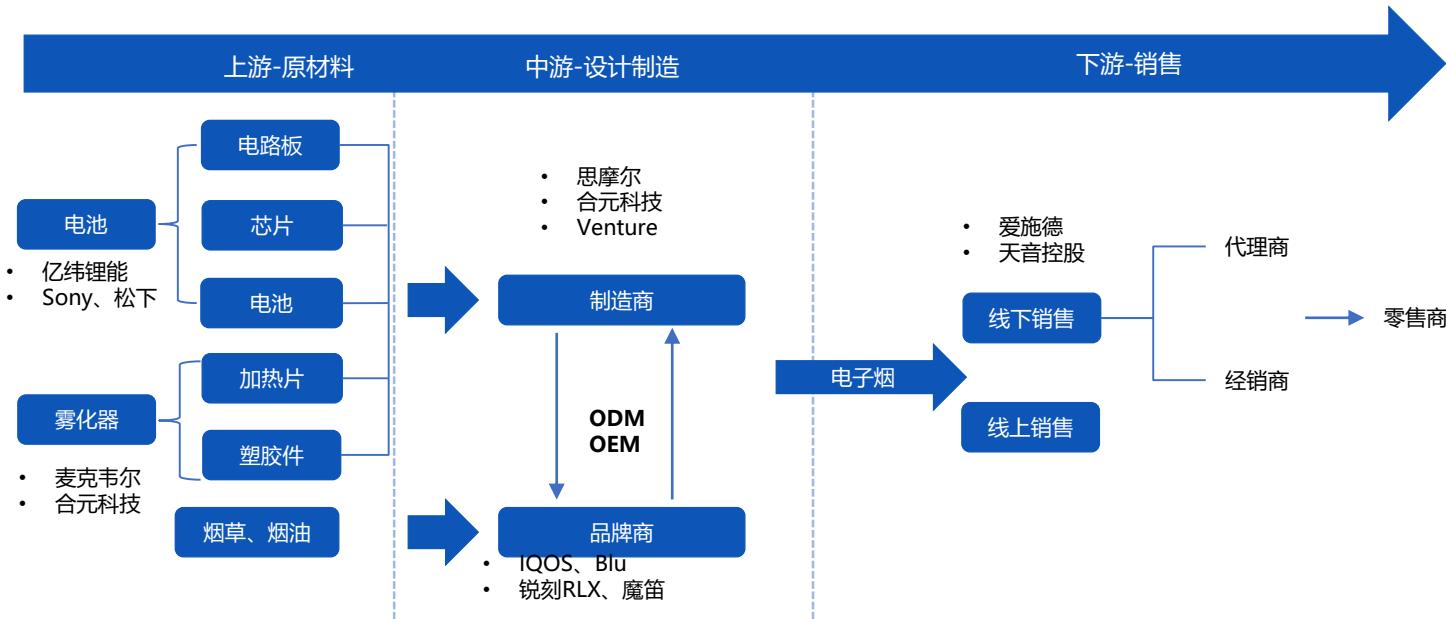
图：我国电子烟政策日趋完善



电子烟-产业链上下游

- 上游主要包括电路板、芯片、电池、加热片、塑胶件等结构件供应商，以及烟草、烟油等原材料供应商。其中雾化器以及芯片设计因其高科技含量成为核心要点，烟油发展相对独立自成体系。电池供应方面，国际锂电池供应形成日韩中三足鼎立的局面，行业发展成熟。
- 中游主要是制造商与品牌商。制造商包括思摩尔及合元科技等公司，将上游的零部件通过ODM或者OEM的方式，为品牌商整合设计除专业电子烟。品牌商包括国外品牌商菲莫国际的IQOS和帝国烟草的Blu等，以及国内品牌商锐刻和魔笛等。
- 下游主要是电子烟的销售，主要分为线上渠道和线下渠道。在中国，电子烟最早的消费渠道以线上网售为主，但随着电子烟网售禁令的推出，线下销售渠道不断增加，同时单一品牌的专卖店逐渐减少，多种品牌的集合店逐渐增加。

图：电子烟行业上下游盈利情况



电子烟-产业链价值分布：下游毛利空间最大

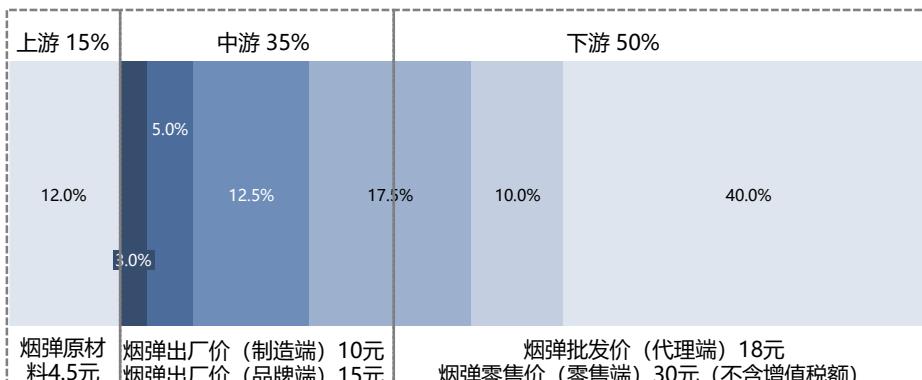
电子烟商业模式：与吉列刀片类似

电子烟由烟杆和烟弹两个部分构成，烟杆本身由结构件、电池和基础元器件构成。烟弹则由烟油、雾化芯、结构件组成。烟弹为高频消耗品。按照普遍的消费频率，大概3~4天消耗1颗。

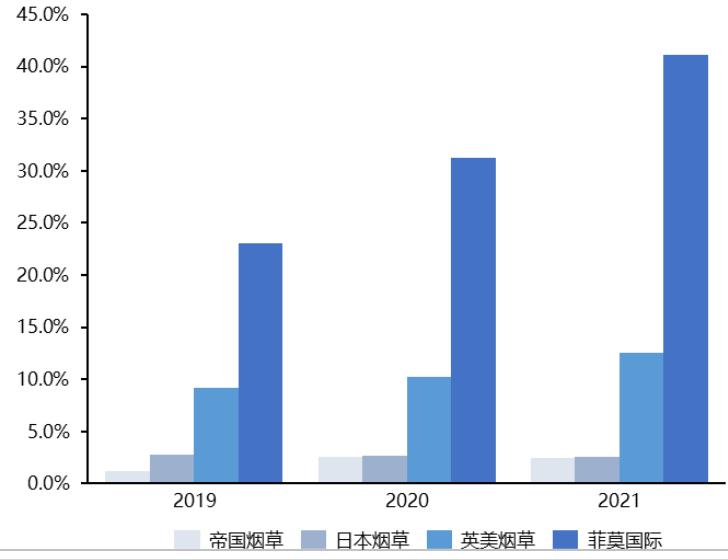
产业链价值分布：下游盈利空间最大

- 上游提供原材料（电池、结构件），因工艺技术较为简单，行业进入壁垒低，企业竞争较为激烈，通常占产业链15%的毛利润。
- 中游为代工生产，雾化芯具有技术、专利、量产的门槛，占据12.5%左右的毛利；品牌端建设渠道和宣传，占据17.5%毛利；制造商有望通过提高技术壁垒与品牌商深度绑定，进而提高盈利能力。
- 下游批发和零售占据50%毛利。**但随着线下渠道门店增多（如锐刻前两年大量铺设店铺）以及行业监管趋严，下游面临增速放缓及竞争加剧、盈利能力下降的问题。

图：电子烟行业上下游盈利情况



图：四大烟草公司新型烟草业务收入占总营收占比



资料来源：各公司年报，富途证券

为什么中游企业是投资价值最大的领域？

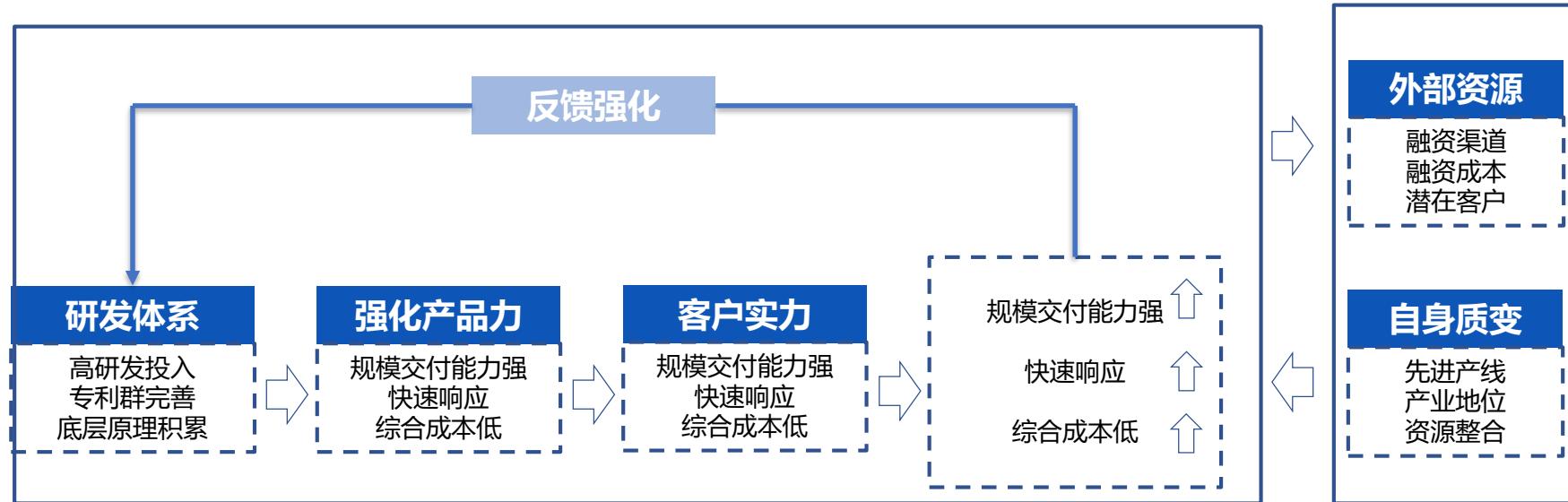
首先回答为什么上游和下游不是好的选择

- **目前的商业壁垒：**若未来中烟完全进入，并收拢渠道经销权后，传统电子烟品牌商，将逐步丧失打造品牌的优势，并且难以真正形成技术壁垒，依赖于品牌营销和渠道扩张逻辑也不再成立。悦刻的核心竞争力在于品牌的先发优势和渠道建设精准卡位，其烟杆和烟弹的生产70%由思摩尔ODM代工。
- **商业壁垒的趋势：**电子烟营销已经被禁，2019年开始电子烟电商和广告的被封，小品牌崛起之路封死；渠道扩张大概率收缩（包括建设区域和密度），未来批发和零售需要获得专卖局授权，大品牌开店铺货的路径受阻。
- **国家队品牌入场：**目前各地中烟已经积极参与到HNB和雾化电子烟之中，铂德、悦刻都有和地方中烟合作的消息传出。合作类型的推演：中烟和品牌共同出资，子公司按照国标推出产品，由中烟的渠道进行推广（有地方保护可能），现有品牌商的渠道能力和品牌能力将被削弱。
- **上游结构件、烟油没有差异和壁垒：**难以构建起持续较大的上游壁垒，从而提升毛利率水平，想象空间亦较弱，资本市场给予估值水平将从更长期按照轻工业给估值；
- **上游原材料端技术壁垒相对较低：**进入门槛较低使得上游行业集中度不高，大型制造企业的巨额订单使其在上游议价环节具有较强话语权，便于其控制成本。头部企业与下游客户形成了长期的合作实现深度绑定，随着电子烟行业规模不断的扩大，中游制造企业面临发展机遇。
- **下游增速不行：**行业在进入渠道放缓后，整体收入增长率将下降，并且消费品逻辑中最重要的“新品” + “渠道放量”亦不能兑现，因此下游的逻辑也并不通顺。

中上游：稳稳参与到国家队的增长之中

- **中烟系强势入场：**国家的强势入场和推广，未来在雾化电子烟和HNB领域都会有大量的产品落地。目前云南中烟、湖北中烟、四川中烟已经推出了HNB试验品在体验店，但是未进入售卖阶段。
- **为什么需要上中游？**中烟在传统烟草制造领域有绝对优势，但在电子烟研发生产端的优势不明显，不论是技术储备还是经济效益，选择采购和代工更有经济性。以华宝股份为例，目前华宝为中国13个中烟集团提供香料。
- **中游的壁垒如何形成？**研发能力：雾化芯决定了烟油的雾化效果和体验，做出来容易，做得好很难，且有专利保护。生产能力：产能扩张能力和爬坡之后的质量稳定性，决定了大客户的可靠性。此外，大规模的ODM代工厂容易形成规模效应和专利壁垒。
- **风险：国家队入场后会压低采购价格。**

图：电子烟中上游壁垒形成机制



目录

1. 行业价值链和竞争格局

2. HNB领域投资机会

3. 雾化烟投资机会

4. 风险提示以及免责声明

HNB的市场空间-以海外渗透为例

全球烟草巨头的新型烟草布局

四大烟草公司均已经推出新型烟草制品，其中菲莫国际（万宝路母公司）和英美烟草的营收占比提升速度最明显；

菲莫国际在雾化和HNB领域推广力度最大，2021年新型烟草占比接近45%；

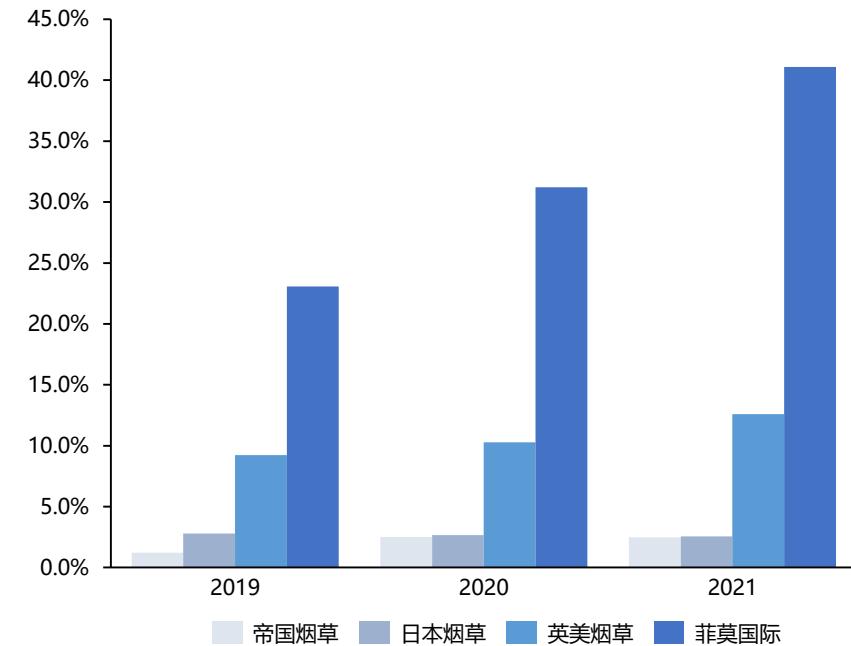
英美烟草雾化代表作品已经推广较为迅速，2021年新型烟草占比接近15%；

日本烟草和帝国烟草目前新型烟草占比处于早期阶段，2021年新型烟草占比都不足5%。

图：各主流烟草企业新型烟草布局与规划

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

图：四大烟草公司新型烟草业务收入占营收比例

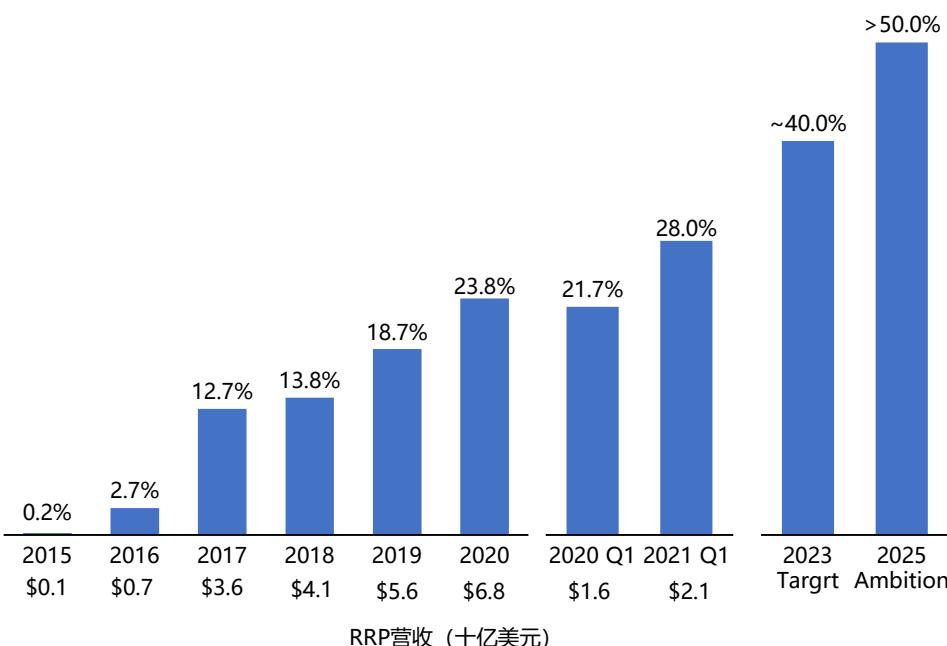


HNB的市场空间-以日韩渗透为例

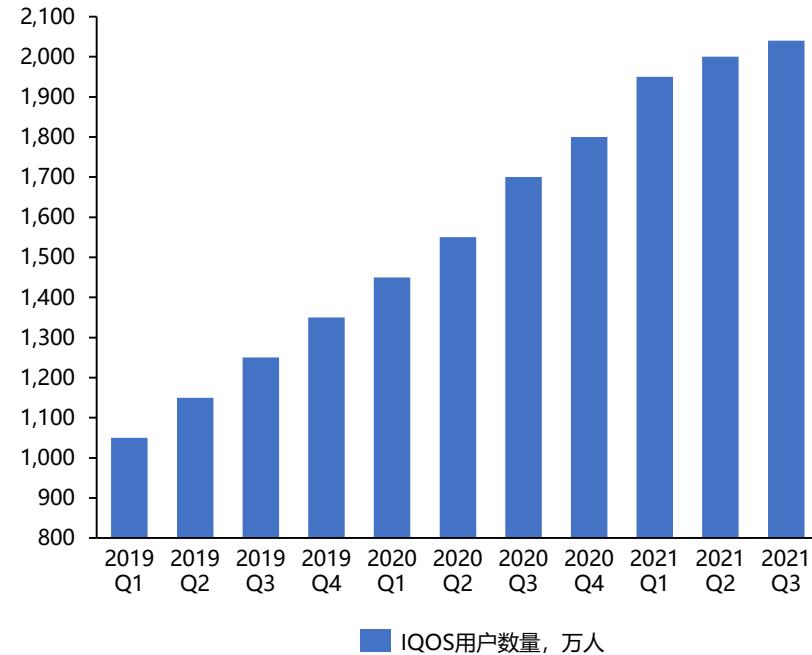
菲莫国际：根据菲莫国际的公告数据，该公司计划到2023年HNB销售达到1400亿至1600亿支。目前IQOS已经是全球烟草市场的第三大品牌，市占率6.7%，仅仅用5年就超过了拥有50年品牌历史的万宝路市占率的一半。

IQOS证明了替代传统卷烟的可能性：21Q3，IQOS用户数量增长为 2040 万(同比+24.4%，环比+1.5%)，其中从传统卷烟消费者转化为 IQOS 消费者占比为 73.04% (同比+1.04pct)，其中接近70%的市场为日本与韩国。

图：无烟产品营收占PMI总营收比例



图：IQOS用户数量



HNB的机会：中烟公司的推动重点品类

各地中烟公司已经推出HNB产品，目前处于海外试销阶段：

- 用户体验：**加热不燃烧更适合传统卷烟的烟民替代，其口感和吸烟体验更接近与传统卷烟，同时减害效果明显。
- 中烟布局：**在目前的19家中烟公司中，有17家已经推出了加热不燃烧产品，产品多以海外市场销售或国内实体店体验为主，并没有获得直接销售的牌照；可见中烟公司在HNB产品的热情和积极性。
- 监管体系：**加热卷烟（或称加热不燃烧卷烟、低温卷烟等）属于卷烟，已纳入卷烟管理，明确雾化烟区分监管。

图：各地中烟公司HBN产品

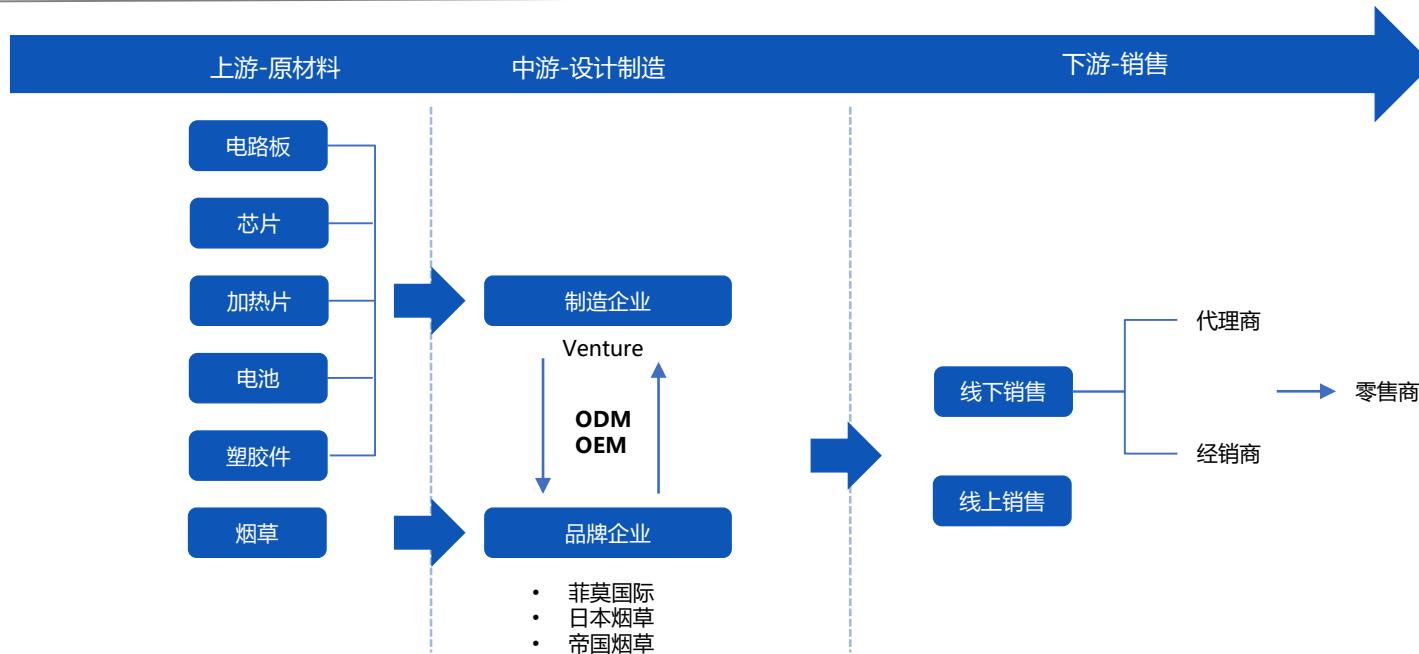
中烟公司	HNB烟弹品牌	HNB烟具品牌	上市时间/地点	相关专利数量		
				薄片	香精	其它
四川中烟	宽窄子弹头	宽窄功夫	2017/韩国	15	5	54
云南中烟	Webacco, VIPN	MC, Ashima Lulu	2018-2019/韩国	38	10	167
广东中烟	-	MU+, ING	2018/老挝	9	1	37
湖北中烟	MOK	COO	2018/韩国	35	18	152
安徽中烟	Toop-zero	Dubliss	2018/-	8	0	53
上海中烟	-	-	-	9	0	56

HNB的机会：民企参与空间并不大

烟具端：代工与联合研发为主

- 加热烟具的技术工艺目前仍然处于快速变革期，IQOS六代的加热技术与前几代专利体系完全不同；目前中烟和多个的民营企业联合开发烟具生产，其中的四川中烟、黄鹤楼的加热烟具均有“思摩尔”代工。
- 已知参与：21年6月，深圳新型烟草制品有限公司公布新型烟草加热器具产品（配件）供应商与零部件供应商资源库中标名单，其中加热器具中标公司包括：麦时科技（思摩尔全资子公司）、惠州市吉瑞科技（中国波顿）

图：加热不燃式卷烟产业链



HNB的投资机会

基本面：不可复制雾化烟的投资思路

- 国内完全没有放开销售，完全没有得到产品反馈和销售数据，考虑到中国的消费能力，渗透率比日本更慢
- 烟具端，规模较小难做溢价，目前来看供给较分散，实际贡献的利润不多；烟弹端：中烟大概率自己研发和生产，民企参与空间有限，完全不可复制雾化烟几年前的黄金时代，

投资思路1：看着产品炒情绪

- 明年大概3月份开始出货的HNB产品，若市场环境好，中标的供应商估计能炒一波，目前可见的是思摩尔和波顿。
- 风险点：如果上市的产品主要以中烟自己做为主（五叶神），可能情绪会利空。

投资思路2：看海外增长

- 海外需求增长，带来设备商在HNB订单增长，从而为长期收入利润增长带来一定空间。
- 风险点：海外设备商是否会出现新的竞争格局变化，以及产业链是否会放在中国都会影响基本面演化方向。

目录

1. 行业价值链和竞争格局

2. HNB领域投资机会

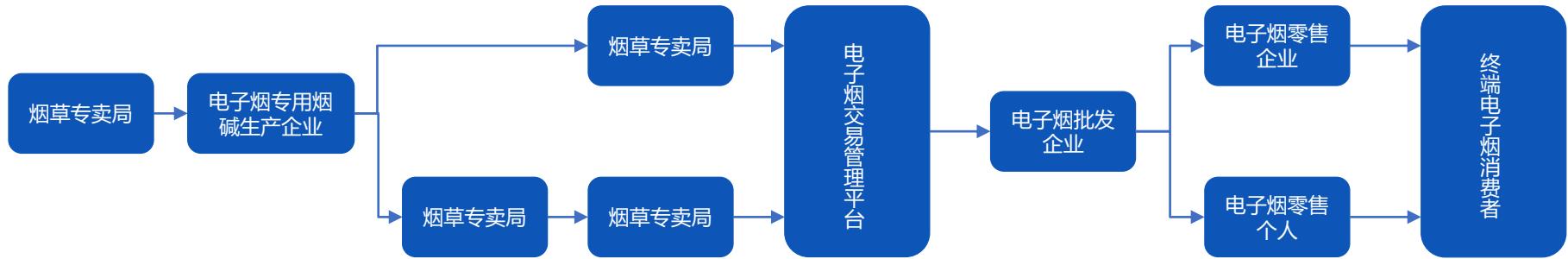
3. 雾化烟投资机会

4. 风险提示以及免责声明

政府监管一比预期要严格

- **民企是否可以参加?**此前的极端预期是烟草专卖局收回全产业链，但从《管理办法》的表述来看，民企可以参与电子烟的生产、批发、零售，因此政策公告后全链条上涨的很大原因在于合法性得到确认。
- **尼古丁浓度:**尼古丁含量决定了成瘾性(复购率)，目前中国的国标(征询稿)定量在2%，实质上高于欧盟地区的含量(1.8%)左右；但低于目前市场上主流的尼古丁浓度(3%~5%)
- **口味限制:**不能提供烟草味之外的其他口味

图：电子烟发售许可流程



市场空间—雾化烟对年轻受众更加友好

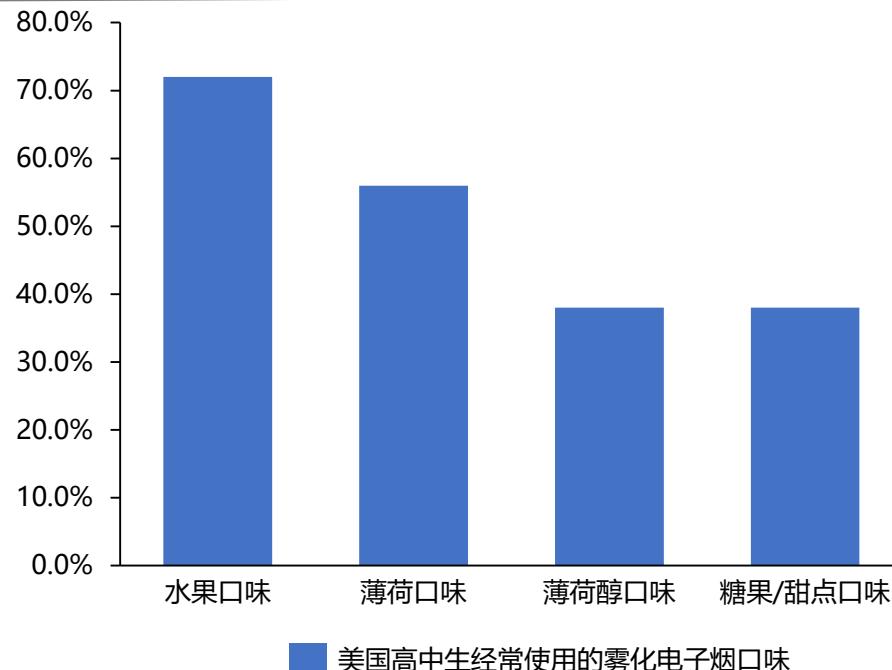
草根调研

- 目前的雾化烟主流消费群体（18~35岁）对HNB的评价较低。从年轻用户的体验出发，烟雾量、口味丰富度、呛口感多个维度中，雾化电子烟的表现均明显高于HNB的表现，因此年轻用户偏向于购买雾化烟。

减害程度

- 雾化电子烟的减害程度较高，在英国已经列为戒烟产品，目前处于不征税的阶段。

图：美国高中生经常使用的雾化电子烟口味



商业模式：烟弹更换模式的明显优于HNB

- **雾化烟弹技术含量：**雾化烟弹由结构件、电池、雾化芯组成，其中雾化芯的技术壁垒较强，目前思摩尔的FeelM陶瓷雾化芯是国内的悦客、魔笛、柚子的主打高端的雾化芯，在雾化效率和量产供应能力上有明显优势。**中烟短期内无法自建雾化烟弹的厂房。**技术壁垒之下，容易产生的高度集中的技术型ODM代工厂。
- **雾化烟弹销售量测算：**中性假设下，未来两年增速假设在20%左右，增速一般般。乐观假设较难达到，首先是铺网点的会限制，囤货逻辑走不通；另一方面传统烟草有计划经济属性，生产可能需要配额，无法的大规模爆发。

图：雾化烟销售量测算

	2022 E	2023 E	2024 E
烟草使用者数量 (百万)	312.4	312.4	312.4
雾化烟渗透率 (%)	2.00%	2.50%	3.00%
雾化烟使用者数量 (万)	624.8	781.0	937.2
每人每年购买烟弹 (件)	96.0	96.0	96.0
烟弹单价 (元)	33	33	33
中国烟弹总消费 (亿元)	197.94	247.42	296.90
YOY		25.00%	20.00%

截止目前的结论：中烟入局后，二级市场投资机会比较悲观

基本面：

- **量**：复刻2019年~2020年品牌方快速铺货的增长逻辑被打断，如果未来计划式生产则增长非常缓慢
- **价**：大概率由中烟和品牌方合作形成新品牌，对上游的议价权会急剧提升，品牌和代工的定价权都会压低。
- **税**：如果按照烟草税的80%征税，则税率在44%左右，相比目前的税率要高出几倍，由各环节分摊。
- **竞争**：比亚迪电子目前可能已经拿到了日本烟草和帝国烟草的订单，待证实

投资思路：

- 已有信息看到的不太乐观，基本面环境比起2019年显然恶化。
- **市场预期到悲观极致，且上市公司有较为丰厚派息政策落地时，将是很好的投资机会。**

目录

1. 行业价值链和竞争格局

2. HNB领域投资机会

3. 雾化烟投资机会

4. 风险提示以及免责声明

风险提示

全球宏观经济风险等：

- 全球宏观经济下行、金融危机等风险会造成新能源车需求减弱，进而导致企业出现经营困难等风险。

政策风险：新型烟草政策开放的不确定性风险

- 目前政策的长期不确定性将使得市场的投资预期更偏悲观，进而估值维度出现长期折价。

产能前几年大跃进，缺乏成长空间

- 当前产能在数年前存在大量拓产问题，当口味和渠道无法持续增长并满足需求时，竞争格局将进一步恶化。

研究报告免责声明

• 一般声明

- 本报告由富途证券国际(香港)有限公司（“富途证券”）编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告（包含任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。
- 未经富途证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式 (i) 复制，复印或储存，或者 (ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。
- 本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误，阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明确或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性，准确性，完整性，可靠性或公平性。因此，富途证券及其关连公司（统称“富途集团”）均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的，间接的，随之而发生的损失）而负上任何责任。
- 本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。
- 本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供富途证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标，财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议，建议或征求购入或出售任何证券，有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者，阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。
- 本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息，包括任何有关此类证券的招股说明书等。

• 分析员保证

- 主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。
- 分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

• 利益披露声明

- 报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。
- 本报告中，富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益，在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

• 可用性

- 对部分的司法管辖区或国家而言，分发，发行或使用本报告会抵触当地法律，法则，规定，或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。
- 此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券（或其附属公司或员工）可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。
- 有关不同产品风险的详细信息，请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。