

证券研究报告
消费电子
2022年08月01日



新型烟草行业专题报告： 从烟草巨头战略转型看新型烟草崛起

国海证券研究所

芦冠宇(分析师)

S0350521110002

lgy@ghzq.com.cn

◆ 全球新型烟草方兴未艾，雾化、HNB、口含烟等多品类齐头并进

- 在全球烟草控制框架公约下，传统卷烟市场趋于平稳且呈逐步下滑趋势；根据欧睿数据，传统卷烟近五年复合增速约1%；雪茄等其他可燃烟品类同样出现下滑。
- 以雾化和HNB为代表的新型烟草提速明显：根据欧睿数据，市场规模近五年增速超21%；新型烟草在全球烟草占比从2007年的2.42%提高至2021年的7.25%，占比提升明显；其中雾化烟在新型烟草占比约33%，HNB占比44%，口服尼古丁等新品类亦增长迅猛。
- 四大烟草公司主导海外市场，以菲莫国际和英美烟草为代表的国际烟草巨头向新型烟草转型战略明确，引领烟草市场发展方向。

◆ 菲莫国际向新型烟草转型坚定、目标清晰，明确提出以新型烟草完全替代传统卷烟的战略目标，以IQOS为代表的HNB产品全球领先

- 2011年起，菲莫国际已战略布局新型烟草，并于2014年在日本和意大利推出第一款IQOS产品，先发优势明显。
- 对标传统卷烟，菲莫国际致力于搭建多系列产品矩阵体系，依托于五大研发平台，在HNB、雾化、尼古丁袋等新型烟草品类上均有布局；同时通过产品持续迭代和创新，推出IQOS DUO、IQOS ILUMA等多元化产品系列，满足多层次消费者需求。
- 研发投入积极，2008年来在新型烟草上累计投入已超90亿美元，近年研发投入中新型烟草占比超99%，新型烟草作为公司战略方向明确。
- 供应链、运营、商业化等多维度转型，配合新型烟草市场拓展，从供应商选择、到工厂建设、到市场拓展，公司全方位变革支撑新型烟草转型。
- 新型烟草转型目标坚定，行业首个提出新型烟草完全替代传统卷烟，菲莫计划10年内率先在日本实现“无烟气社会”，其他国家和地区10-15年之内退出可燃烟草领域；2021年，菲莫国际还提出“超越尼古丁（Beyond Nicotine）”战略，明确向健康和医疗领域拓展。

◆ 英美烟草雾化和HNB双向发力，自主研发、外延并购双管齐下，战略转型进程行业领先

- 四大烟草巨头中，英美烟草雾化和HNB两个方向上布局最为均衡，且均处于相对领先地位；2021年英美烟草雾化和加热烟草营收分别为9.27亿英镑和8.53亿英镑，在公司营收占比分别为3.6%和3.3%。
- 外延并购积极，快速扩张新型烟草市场：2011年战略发力新型烟草后，先后并购了CN Creative、CHIC、雷诺美国等多家新型烟草公司，特别是对雷诺的收购奠定了其在雾化领域的全球领导地位；同时借助传统烟草已有渠道网络，快速完成市场拓展和布局。
- 英美烟草转型方向同样清晰，在保持传统烟草稳定的同时逐步过渡：英美烟草提出2025年非可燃新型产品销售收入达50亿英镑，2030年非可燃烟草产品消费者数量达5000万；产品、营销、渠道等多维发力驱动新型烟草市场扩张。

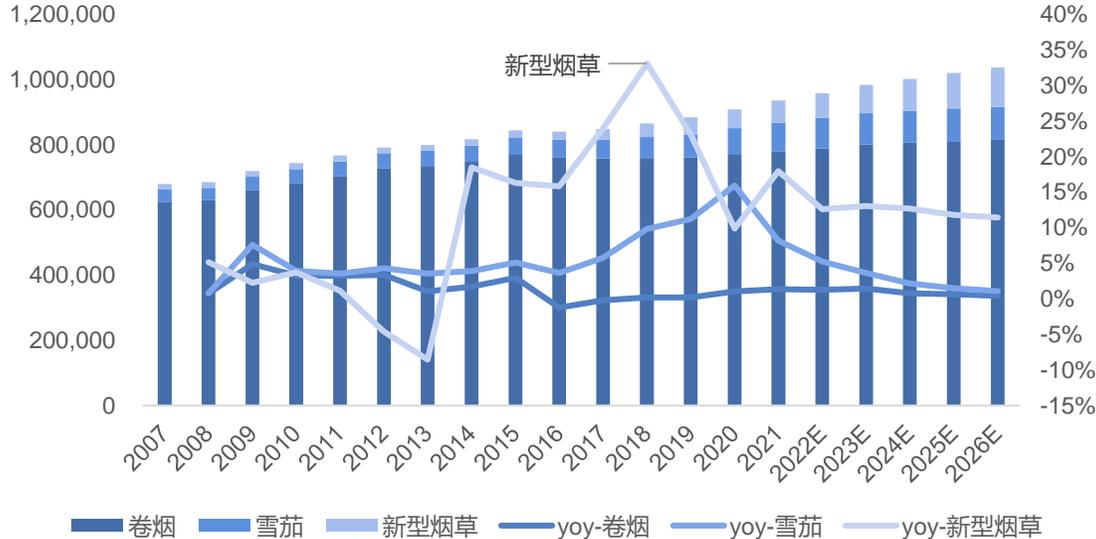
◆ 风险提示：行业政策监管超预期；新品研发进展低于预期；其他替代产品上市；税收风险；汇率波动风险。

01 新型烟草市场格局

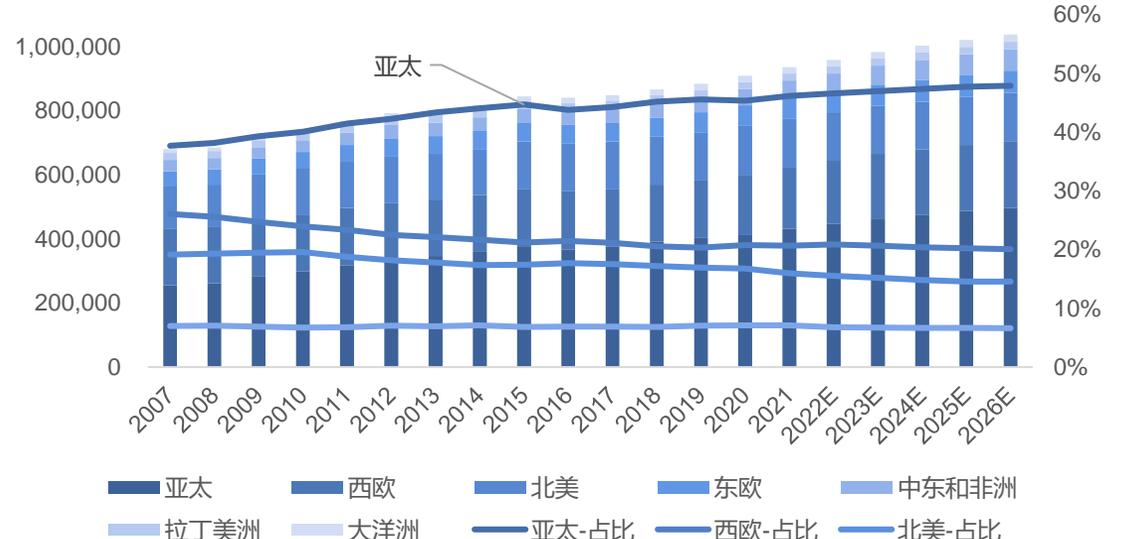
全球烟草市场总体平稳，新型烟草占比持续提升

- ◆ **全球烟草市场规模小幅增长，新型烟草提速贡献增量：**根据欧睿数据，全球烟草市场规模从2007年的6797亿美元上升至2021年的9356亿美元，近五年复合增长率约为2.17%，欧睿预测2021-2026年复合增速同样约为2%。
 - **卷烟：**2021年全球卷烟市场规模约为7792亿美元，在全球烟草占比约83%；近五年复合增速约为0.5%，未来五年市场规模基本稳定。
 - **新型烟草：**以雾化烟、加热烟草等为代表的新型烟草是近年烟草市场增长的主要动力，2021年全球市场规模为678.63亿美元，其在全球烟草市场占比从2007年的2.42%上升到2021年的7.25%；新型烟草市场规模近五年复合增速约21.36%，欧睿预测未来五年将保持12%以上的较快增速。
- ◆ **分区域看，亚太、西欧和北美排名前三，主导全球烟草市场；从增速看，亚太地区相对较高，占比不断扩大；北美增速相对较缓，占比有所下滑**
 - 2021年亚太、西欧和北美三个地区烟草市场规模合计超7700亿美元，在全球占比约82.8%。
 - 亚太地区2021年烟草市场规模约4316亿美元，在全球占比约46.1%，较2007年的37.6%有明显提升；2021年市场规模同比增速近5%，在全球烟草市场规模总体平稳的背景下增速相对领先；其中，中国2021年烟草市场规模约2880亿美元，在全球占比超30%，在亚太区域占比约67%。
 - 北美区域烟草市场近年市场规模有所下滑，2021年全球占比约16%；其中2021年美国在北美市场占比近九成，全球占比约14.3%。
 - 西欧市场近年烟草市场规模和增速总体稳定，2021年在全球烟草占比约20%。

图：全球烟草市场规模及增速（百万美元，%）



图：全球分区域烟草市场规模及增速（百万美元，%）

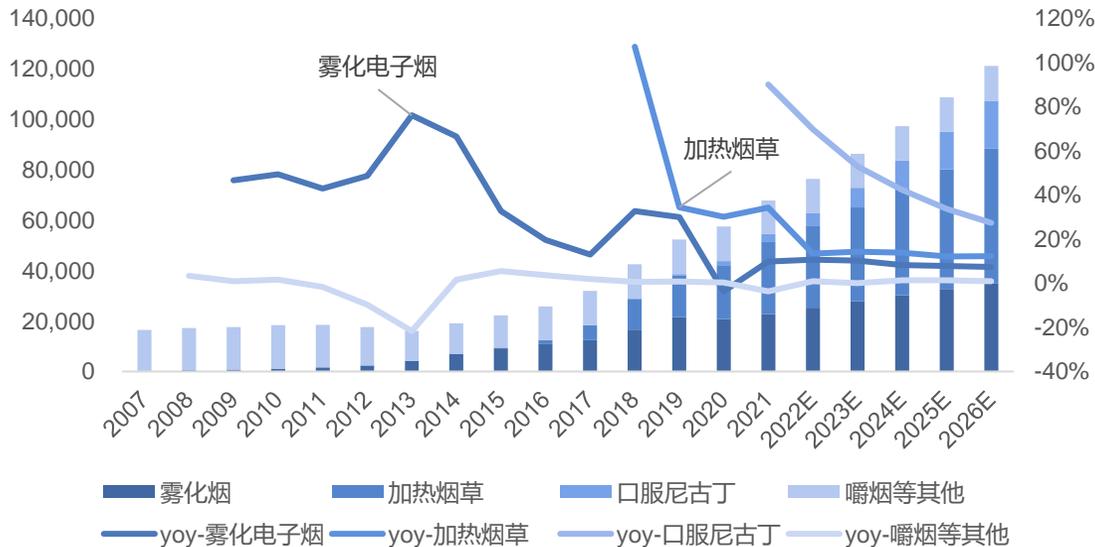


雾化和HNB占据新型烟草主要市场，仍将保持中高增速

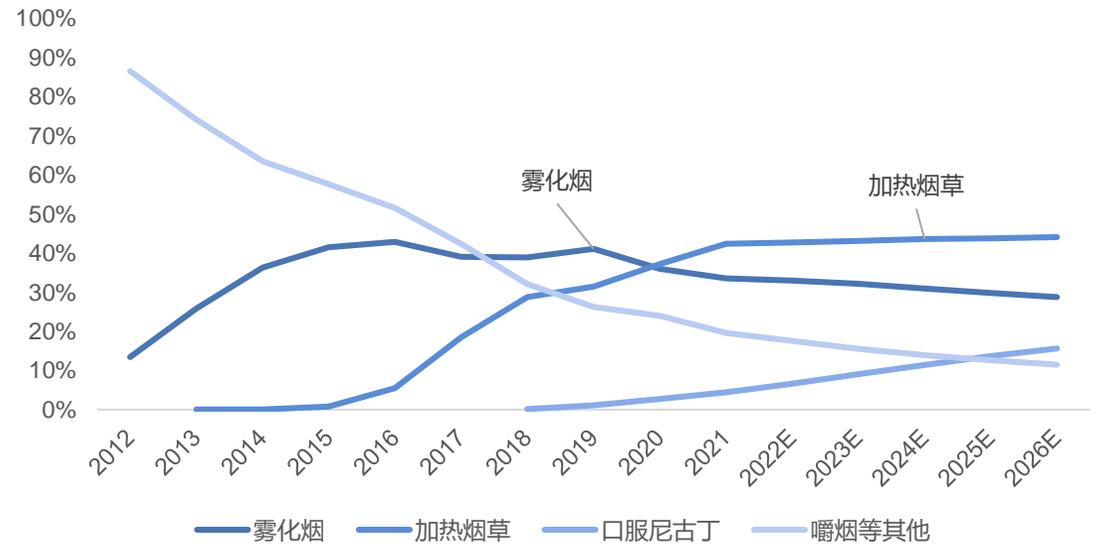
◆ 新型烟草中雾化烟和加热烟草占据主要份额，口服尼古丁等品类近年也呈加速放量趋势：根据欧睿数据，2021年全球新型烟草市场规模中，雾化烟约227.91亿美元，占比为33.6%；加热烟草287.75亿美元，占比约42.4%；口服尼古丁约30亿美元，占比约4.4%，但近年来呈现加速趋势，2021年同比增长超90%。具体分品类看：

- **雾化烟**：雾化烟在新型烟草品类中出现较早，在2007年开始就占据一定市场份额；前期增速较高，2015年之后增速逐渐回落；近五年复合增速为15.58%，在新型烟草占比从2016年的42.88%下降到2021年的33.58%。
- **加热烟草**：2013年加热烟草在主要市场推出之后，经过前期市场培育，较快呈现出提速趋势，2018年之前均保持至少翻倍增长；2019年之后增速回落至30%左右；欧睿预测2021-2026年复合增速为13.20%，仍将保持新型烟草市场最大品类。
- **口服尼古丁**：2018年口服尼古丁出现至今，市场规模迅速扩大，2021年增速为90.19%，欧睿预测口服尼古丁未来五年将保持良好的增长态势。
- **嚼烟等其他产品**：嚼烟等产品出现时间较早，在2016年之前是新型烟草中最大品类；但2013年之后增速出现明显下滑，在雾化烟和加热烟草快速放量下，嚼烟等品类占比逐渐降低，2021年嚼烟等品类市场规模约133亿美元，占比约20%。

图：全球新型烟草分品类市场规模及增速（百万美元，%）



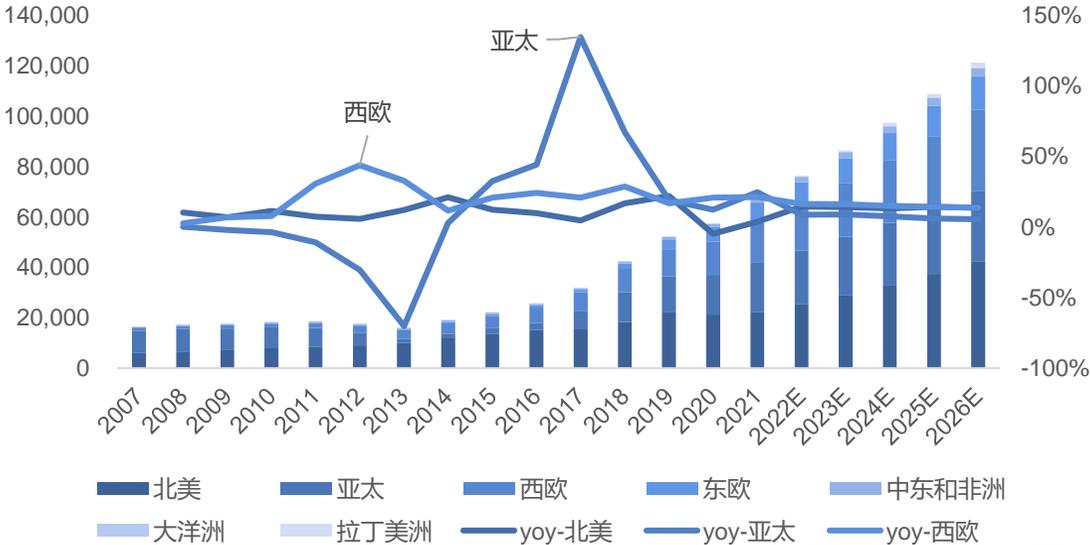
图：全球新型烟草分品类占比变化



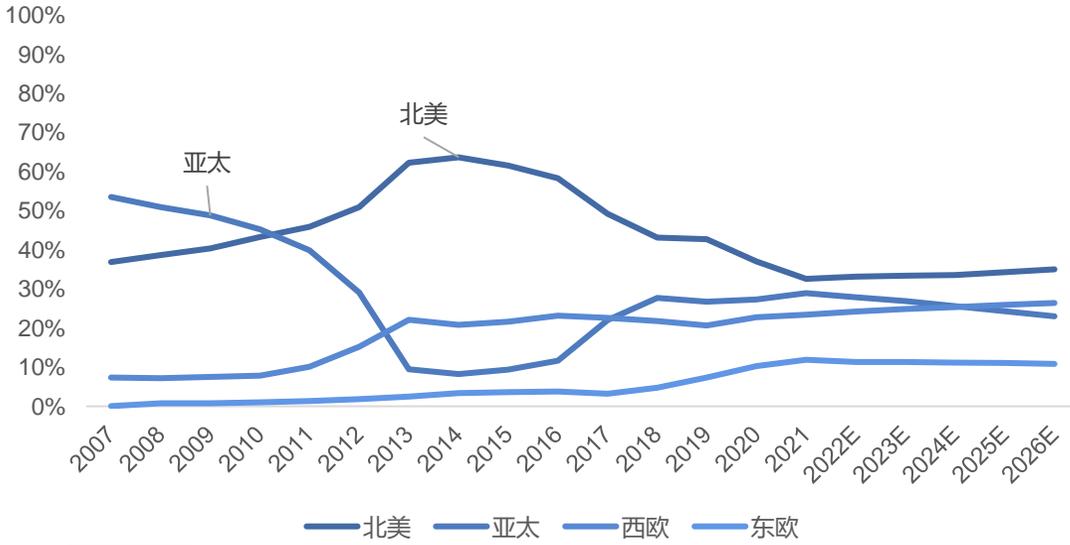
北美新型烟草市场规模居全球第一，亚太、西欧市场份额紧随其后

- ◆ 分区域看，北美、亚太和西欧占据新型烟草前三位置；从增速看，亚太地区在2013年之后受益于HNB的放量增长提速明显，之后逐步恢复；北美增速阶段性放缓，西欧保持中高增速：
 - **北美**：2021年北美新型烟草规模为221亿美元，在全球占比为32.6%%，同比增长3.7%，过去五年复合增速为8.02%；欧睿预测2021年-2026年增速有所恢复，为13.92%；
 - **亚太**：亚太地区新型烟草规模目前在全球区域中排名第二，2007年至今增速出现较大波动，主要是雾化烟和HNB的不同增长周期所致；2014年日本HNB上量明显，带动亚太区域新型烟草增长；2020年中国区雾化烟也出现高增长，市场规模扩大。欧睿预测亚太地区未来五年新型烟草复合增速7.33%。
 - **西欧**：西欧市场新型烟草市场发展较为平稳，市场份额也较为稳定，2021年西欧新型市场规模为158.94亿美元，在全球占比为23.4%；近年有小幅提速趋势，德国等市场在HNB等有较好的增长势头，欧睿预测2021-2026年复合增速为15.08%，可能逐步超越亚太地区规模。

图：全球分区域新型烟草市场规模及增速（百万美元，%）



图：全球主要区域新型烟草占比变化



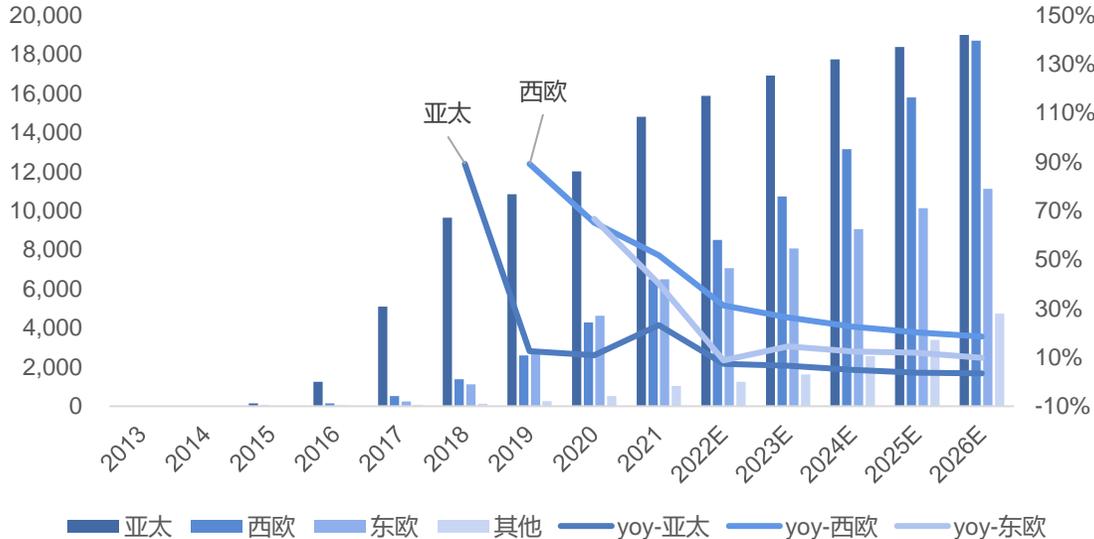
资料来源：欧睿PassPort，国海证券研究所

请务必阅读附注中免责条款部分

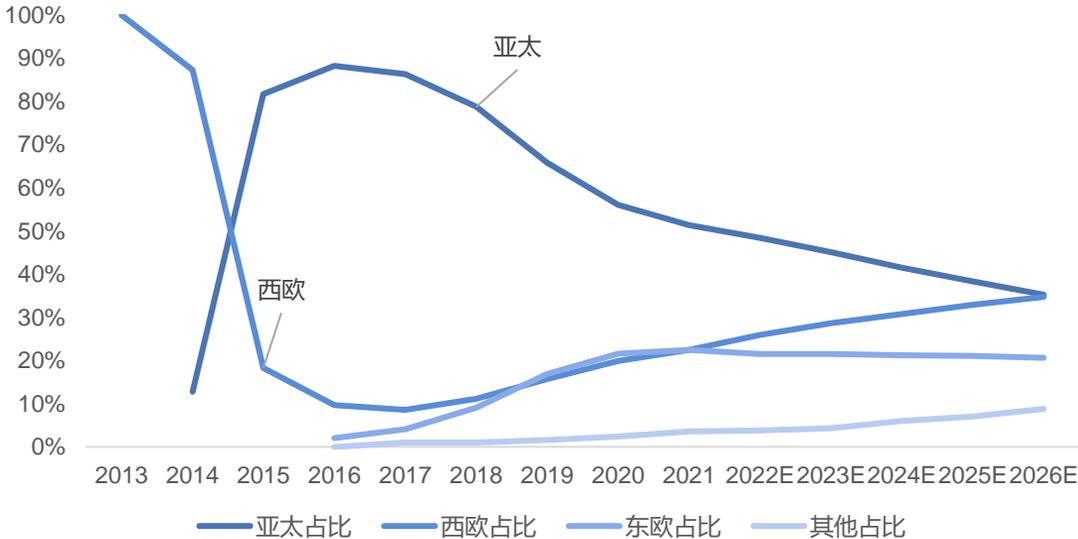
HNB市场规模亚太领先，西欧市场加速明显

- ◆ 自2013年在主要市场推出以来，加热烟草呈现出较好的增长态势。亚太、西欧和东欧是加热烟草的主要市场。从占比看，日本为代表的亚太市场仍占据绝对比例，但随着西欧等市场的崛起，欧睿预测亚太占比将逐渐下降，北美市场短期受政策影响，我们预计未来北美空间较为可观。具体分区域看：
 - **亚太：**根据欧睿数据，从2014年到2021年，亚太地区加热烟草市场从190万美元增至147.92亿美元，近5年复合增速为63.98%，在经历了最初阶段超高速增长后，近年同比增速有所回落，2021年同比增长23.16%，占全球加热烟草市场份额51.31%；欧睿预测未来五年同比增速继续放缓，但仍是加热烟草最大市场。
 - **西欧：**2021年西欧地区市场规模为64.78亿美元，占全球加热烟草市场份额为22.47%；市场规模约为亚太地区的43.80%，但增速相较亚太地区更快，近五年复合增长率为116.28%；我们预计2021-2026年增速略有放缓，但市场规模将继续保持增长态势，欧睿预测2021-2026年复合增长率可达23.59%。
 - **东欧：**东欧的加热烟草市场发展相对其他两个区域较晚，2016年其市场规模约为2900万美元，前期东欧市场规模扩张速度迅猛；2021年东欧加热烟草市场规模已达64.77亿美元，与西欧相当；欧睿预测东欧加热烟草市场将有所放缓，未来五年复合增速约为11.38%。

图：全球分区域加热烟草市场规模及增速（百万美元，%）



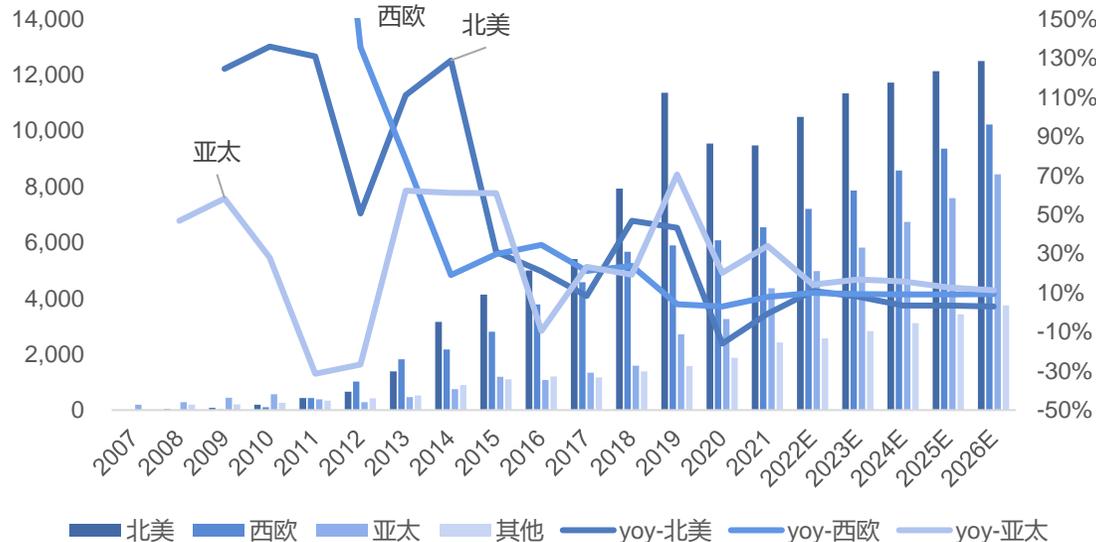
图：全球主要区域加热烟草占比变化



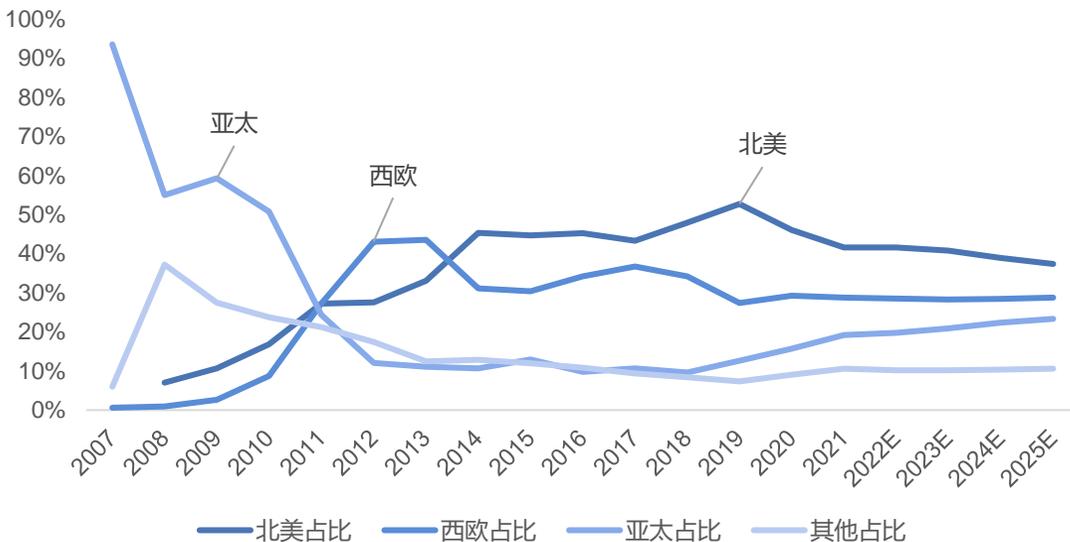
雾化烟区域格局相对稳定，北美领先优势明显

- ◆ 雾化烟是目前市场份额仅次于加热烟草的全球第二大新型烟草品类。分区域看，北美、西欧、亚太三个地区蒸汽电子烟市场规模目前在全球各大洲中排名前三，占全球雾化市场份额超过90%，其他地区市场规模较小。具体分区域看：
 - **北美：**北美市场在全球雾化占据绝对份额，排名全球第一，2021年北美雾化烟市场规模为94.70亿美元，全球占比约41.55%；2019年后北美市场增速放缓甚至出现下滑。欧睿预测2021至2026年北美市场将有所恢复，仍将保持雾化烟全球第一的领先地位。
 - **西欧：**2021年西欧地区电子烟市场规模为65.46亿美元，在早期快速扩张之后，近年来随着市场体量的扩大增速略有放缓，近五年复合增长率约为11.62%，2021年市场份额占全球28.72%，仅次于北美；欧睿预测未来五年西欧蒸汽电子烟市场规模将稳步增长，市场份额将有所扩大，继续保持全球第二。
 - **亚太：**2021年亚太地区雾化烟市场规模为43.62亿美元，占全球份额比例为19.14%。2017年之后亚太地区雾化烟阶段性高增，2017-2019年增速分别为23.27%、19.21%、70.40%，主要源于中国区市场的崛起。欧睿预测未来五年将继续保持市场规模以及份额的稳步增长。

图：全球分区域雾化烟市场规模及增速（百万美元，%）



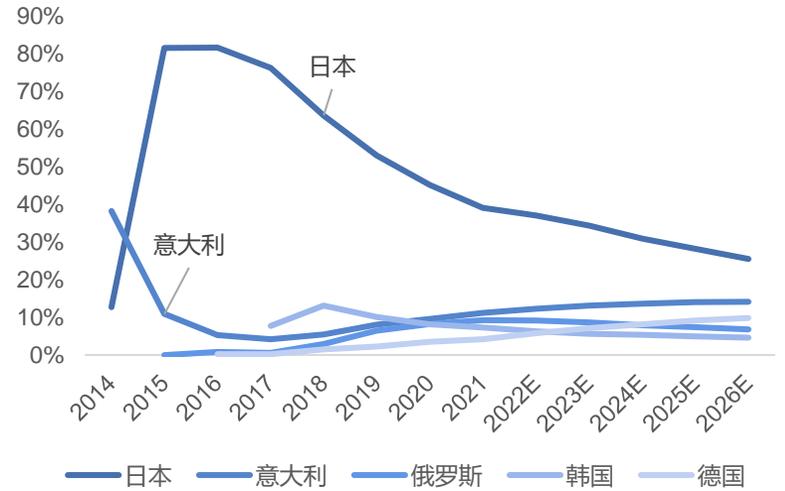
图：全球雾化烟分区域占比变化



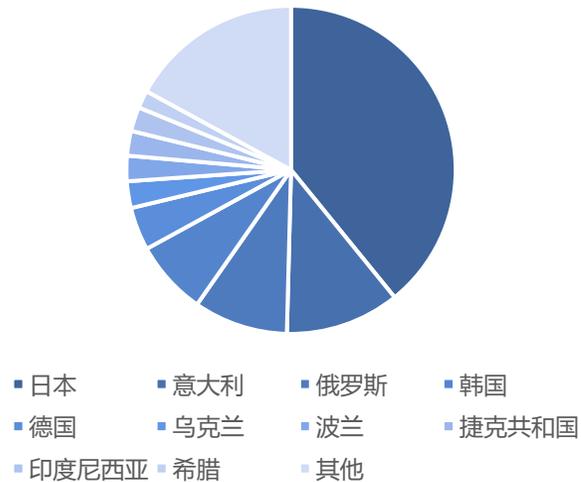
HNB前十大国家占全球市场份额超八成，日本稳居首位

- ◆ 加热烟草是目前全球新型烟草最大品类，根据欧睿数据排名前十的国家分别为：日本、意大利、俄罗斯、韩国、德国、乌克兰、波兰、捷克共和国、印度尼西亚和希腊，十个国家合计占比超80%，日本是全球加热烟草市场规模最大的国家，近3年德国市场规模同比增速最快；我们预计未来五年前十大国家加热烟草市场规模稳步增长，但占全球市场份额略有下滑。
 - 日本：2014年到2021年，日本加热烟草市场规模从190万美元增至112.91亿美元，逐步成为全球最大的加热烟草市场，其中2017年以前导入期阶段性超高增长后，近三年增速有所回落，三年复合增长率为13.15%；欧睿预计未来五年增速将继续放缓，市场份额下滑，但市场规模仍稳居全球首位。
 - 德国：从目前增速看，德国是加热烟草极具市场潜力的新兴市场，2016至2021年，加热烟草市场规模从340万美元增至12.24亿美元，复合增速224.53%；欧睿预测未来五年复合增长率34.10%。

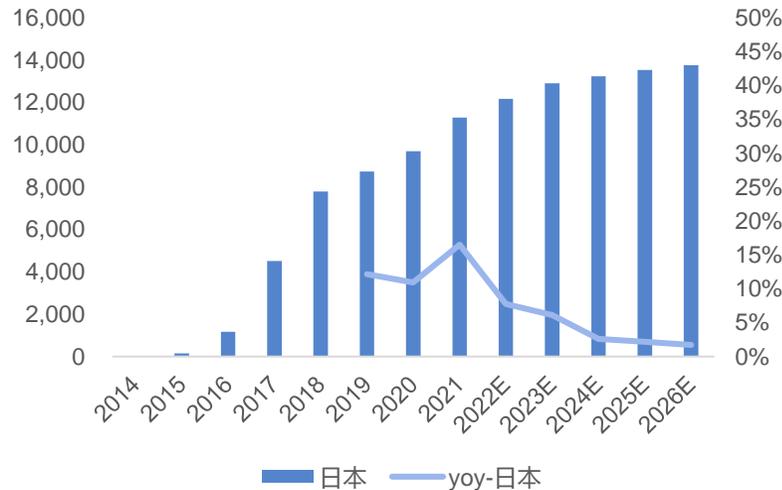
图：全球加热烟草前五大国家份额变化



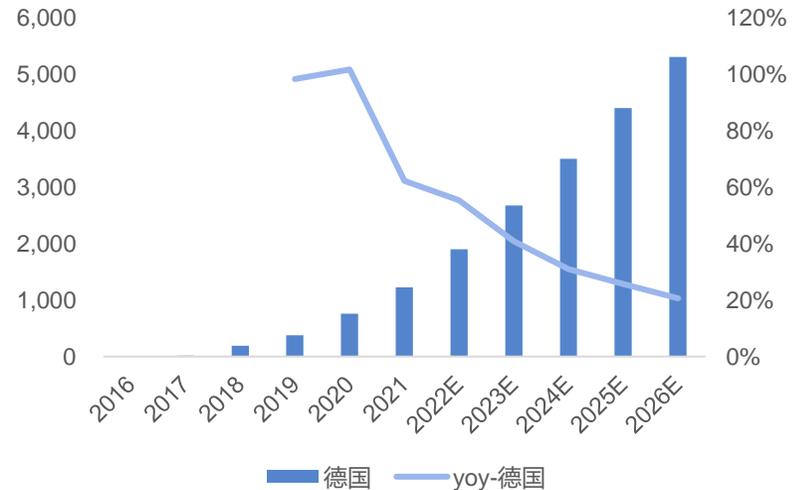
图：2021年加热烟草市场规模全球前十大国家



图：日本加热烟草市场规模及其增速 (百万美元, %)



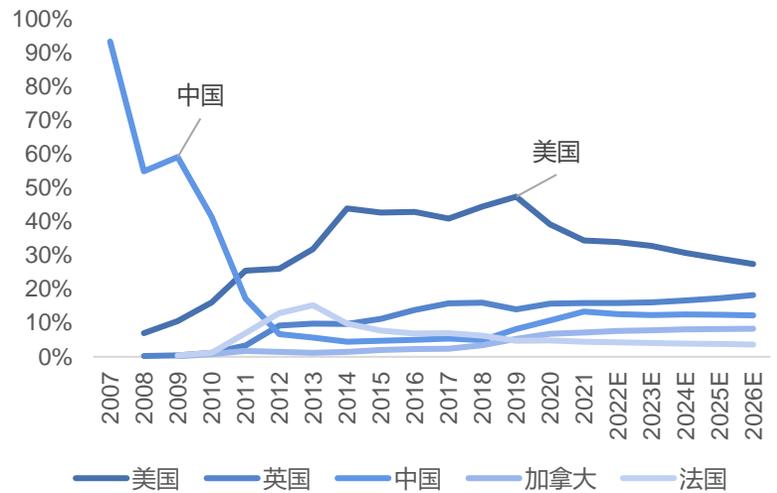
图：德国加热烟草市场规模及其增速 (百万美元, %)



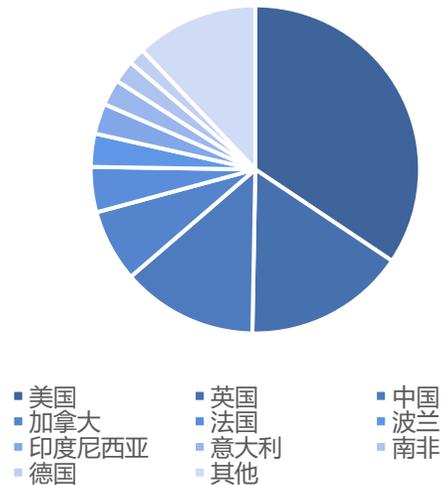
雾化烟前十大国家市场份额占全球近九成，美国市场领先

- ◆ 雾化烟是目前全球新型烟草第二大品类，根据欧睿数据，2021年全球70个国家具有一定规模的雾化烟市场，其中美国、英国、中国、加拿大、法国、波兰、印度尼西亚、意大利、南非、德国为全球雾化烟市场规模前十国家，合计占全球雾化烟市场份额近90%。美国近十年间稳居全球雾化烟市场规模最大的国家，中国市场在早期份额较高，之后逐渐降低，近两年阶段性高增；我们预测未来五年前十大国家加热烟草市场规模稳步增长，基本格局稳定。
 - 美国：2008至2019年，美国雾化烟市场规模连续超过十年增长。2021年美国雾化烟市场规模为78.44亿美元，同比增速为-3.68%。2019年为美国雾化烟阶段性高点，市场规模达102.28亿美元，占全球雾化电子烟市场份额达47.48%，但近两年有所下滑；根据欧睿预测，未来五年年美国雾化烟将保持小幅增长。
 - 中国：2007年中国曾是雾化电子烟最大的市场，近两年受政策宽松、品牌渠道发力等驱动，迎来阶段性高增，2019、2020年中国市场规模分别为17.57亿美元、22.23亿美元；同比增速分别为114.39%、26.55%；短期受政策影响增速将放缓。

图：全球雾化烟前五大国家份额变化



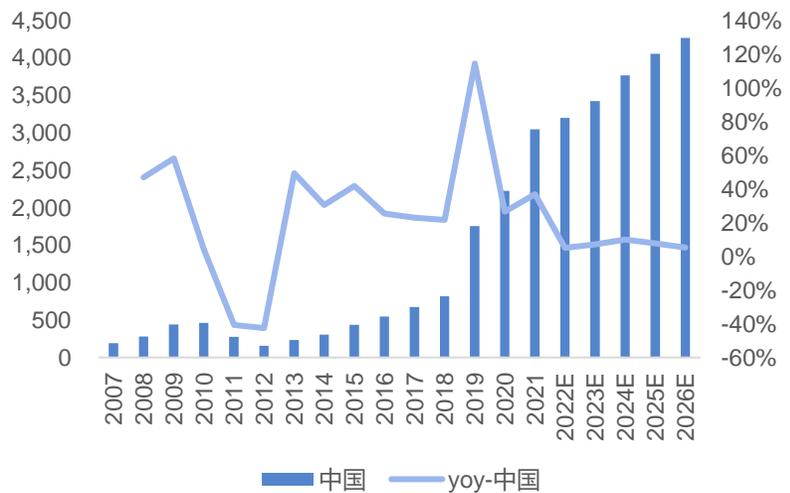
图：2021年雾化烟市场规模全球前十大国家



图：美国雾化烟市场规模及其增速 (百万美元, %)



图：中国雾化烟市场规模及其增速 (百万美元, %)



02 菲莫国际

菲莫国际传统烟草全球领先，新型烟草转型积极

- ◆ **菲莫国际是一家国际领先的全球性烟草公司：**菲莫国际（Philip Morris International INC.）成立于1987年，以烟草巨头菲莫公司海外业务为基础建立，总部位于纽约；2008年前菲莫国际隶属于奥驰亚集团（前身为菲莫公司，Philip Morris Companies INC.），2008年3月从奥驰亚剥离，负责菲莫公司相关产品在美国以外市场的生产和销售。
- ◆ **菲莫国际业务遍布海外市场：**菲莫国际产品遍布海外各大洲，除在美国和中国市场由于市场准入、战略布局等原因市场份额较少；目前菲莫国际烟草产品销往全球超175国家，并在多个市场中占据第一或第二的市场份额；其中欧洲占比最高，其他区域相对均衡；近年来由于HNB产品在日韩的发力，东亚区域营收占比提高明显。
- ◆ **菲莫国际的产品组合：**菲莫国际的产品主要包括可燃烟产品（Combustible Products）和减害产品（Reduced-Risk Products）。传统卷烟中，菲莫国际拥有全球TOP 15卷烟品牌中的5个，包括万宝路、paliament等知名的香烟品牌；减害产品中，HNB代表产品IQOS，还有IQOS VEEV为代表的雾化烟、shiro品牌为代表的尼古丁袋等。
- ◆ **研发、生产、销售等全面布局领先：**菲莫国际全球雇员超7万名，拥有科学家、工程师和技术人员超930名，全球有39个生产基地

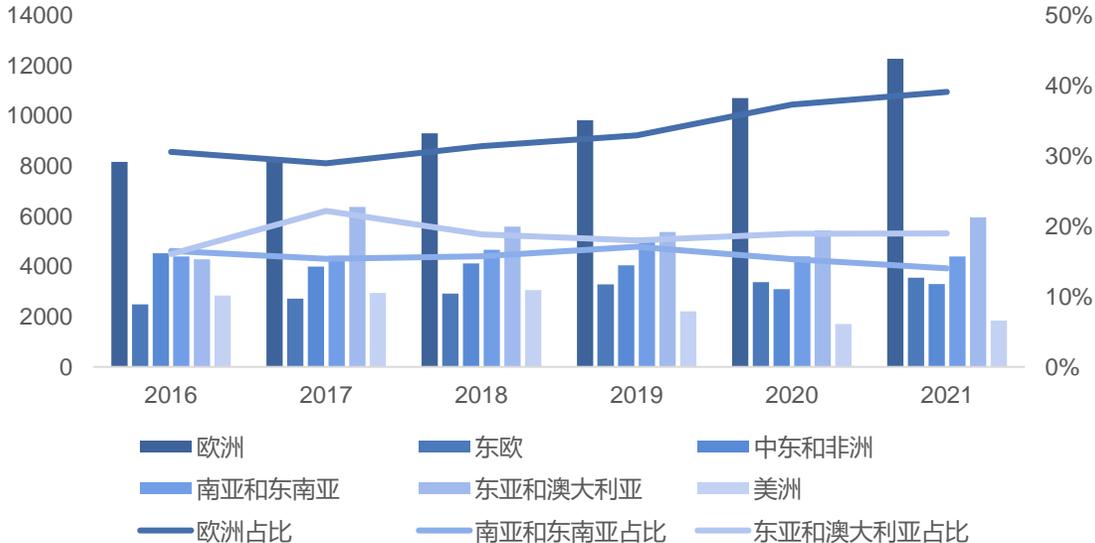
图：菲莫国际公司概况主要指标



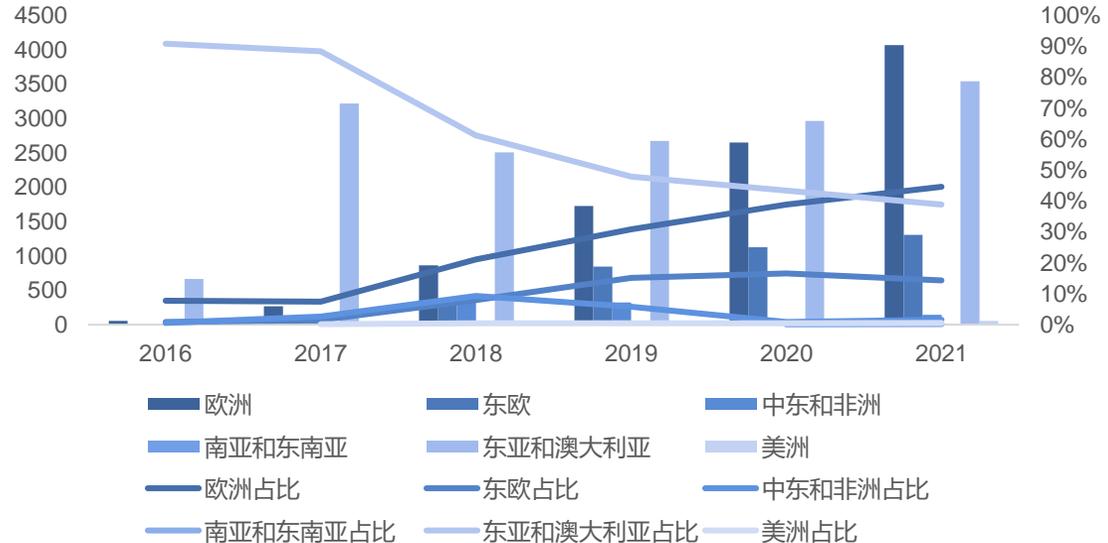
菲莫国际新型烟草亚太表现亮眼，欧洲逐渐提速

- ◆ 在传统烟草市场，欧洲是菲莫国际业务相对强势区域，其他地区总体比较均衡
 - 欧洲一直是菲莫国际营收占比最高的区域，且近年来有进一步抬升的趋势。欧洲区域营收占比从2017年的28.9%提高至2021年的39.1%，提高了超10个百分点。2021年菲莫国际在欧洲区域收入为122.75亿美元。
 - 东亚和澳大利亚区域是菲莫国际第二大区域，近年来收入占比稳定在19%左右。中东和非洲区域占比则有所下降，从2016年的16.9%下降至2021年的10.5%，下降超6个百分点。南亚和东南亚占比同样有小幅的下调，从2019年的17.4%下降至2021年的14.0%。
- ◆ 在新型烟草市场，菲莫国际在以日本为代表的亚太地区表现抢眼，欧洲近年又逐渐提速趋势
 - 菲莫国际HNB产品从日本开始发力；在发展初期东亚和澳大利亚区域占比较大，2016年占比超90%；而随着欧洲等其他区域新型烟草的快速上量，东亚和澳大利亚区域新型烟草虽继续保持增长，但在公司内占比已经明显下降。2021年东亚和澳大利亚区域新型烟草收入35.39亿美元，在公司新型烟草板块占比为38.8%。
 - 欧洲区域（主要指西欧）近年来新型烟草上量明显，从2016年的5700万美元增至2021年的40.64亿美元，复合增速达135%。2021年欧洲区域新型烟草占比达44.6%，超越东亚和澳大利亚区域成为公司内部新型烟草的最大贡献区域。
 - 从市场拓展顺序看，东亚、欧洲等区域市场进入较早；2017年进入美洲（除美国），2020年进入南亚和东南亚。

图：菲莫国际分区域收入情况（百万美元）



图：菲莫国际新型烟草分区域收入情况（百万美元）



菲莫国际向新型烟草转型战略明确，加热烟草行业领先

图：菲莫国际新型烟草发展主要事件

年份	年度主题	新型烟草主要进展
2009年		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 5月，在瑞士纳沙泰尔设立了新的研发中心，配置科学家、专家等超过400名；当年投入超1.2亿瑞士法郎
2011年		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 从Jed Rose博士领衔的团队收购了低风险技术的相关专利；对研发资源进行了重组，把所有工作的重心向减害产品转移，首次提出了NGP（next generation product）概念
2012年		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 宣布在欧洲新建1-2个NGP工厂，初始产能为30亿单位，三年投资5-6亿欧元，计划在2016-2017年商业化
2013年		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在意大利建立第一家减害产品生产基地，2013年启动了跟平台1相关的8项临床试验；
2014年	A successful investment year	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在日本名古屋和意大利米兰推出第一款IQOS，消费者反馈积极，代表着公司对于减害承诺的一个历史里程碑；在意大利博洛尼亚启动了RRP的试点生产； ◆ 在西班牙推出平台4电子雾化产品Solaris，基于与奥驰亚集团2013年签订的战略协议，这款产品以MarkTen e-vapor的Nu Mark's FourDraw技术为基础；
2015年		<ul style="list-style-type: none"> ◆ IQOS在日本和意大利全国扩张，在葡萄牙、罗马尼亚、俄罗斯、瑞士部分城市发行；提出了“RRPs最终替代卷烟”的口号；
2016年	This changes everything	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在21个市场推出IQOS，向FDA提交MRTP申请以及PMTA申请；部署了一种改进的商业化方法，跟踪整个成年消费者的转化过程；
2017年	Designing a smoke-free future	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在38个国家和地区发行，除日韩外，其他市场如捷克、希腊、葡萄牙、罗马尼亚表现突出；12月，平台2产品TEEPS在多米尼加小规模城市测试；平台4的产品，基于MESH技术，在英国进行城市测试，并受到好评；
2018年	Transformation through innovation	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在日本、韩国和俄罗斯推出了IQOS3和IQOS 3 MULTI；在英国推出下一代platform 4 e-vapor IQOS MESH产品；平台3尼古丁产品开发推进，启动一项临床产品使用研究；
2019年	Simply amazing	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 4月，IQOS 3成为第一个通过PMTA的加热不燃烧产品；9月，授权奥驰亚集团在亚特兰大率先推出IQOS；
2020年	Together forward	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 1月，与韩国领先的烟草公司KT&G达成全球战略合作协议，将其无烟产品在韩国境外商业化；在俄罗斯和乌克兰推出III SOLID，在日本推出III HYBRID； ◆ IQOS 2.4 通过美国FDA MRTP认证； ◆ 8月，在新西兰推出IQOS VEEV雾化产品
2021年	Next level forward	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在日本和瑞士推出IQOS ILUMA，使用内部感应的新一代加热技术，以及TEREA HTU烟弹；VEEV雾化烟扩张到7个市场； ◆ IQOS在美国被判侵权，美国国际贸易委员会（ITC）裁决禁止将IQOS和HTU烟弹进口至美国； ◆ 收购Fertin Pharma和Vectura Group，进军健康和医疗市场；收购OtiTopic；

图：菲莫国际历年各平台产品迭代情况

	平台1	平台2	平台3	平台4
2014年	<p>IQOS</p>			
2015年	<p>IQOS</p>			
2016年	<p>IQOS</p>	<p>TEEPS</p>		<p>MESH</p>
2017年	<p>IQOS</p>	<p>TEEPS</p>		<p>MESH</p>

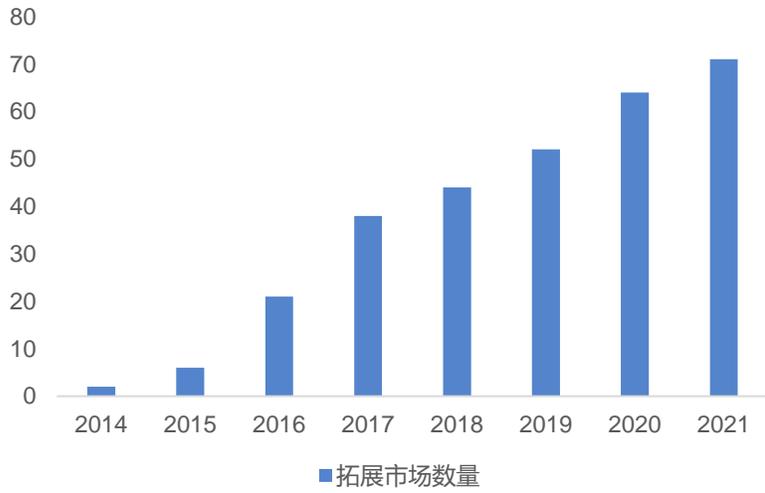
图：菲莫国际历年各平台产品迭代情况

	平台1			平台4
2018年	IQOS 2.4 PLUS	IQOS 3 MULTI	IQOS 3	IQOS MESH
2019年	IQOS 2.4 PLUS	IQOS 3 MULTI	IQOS 3 DUO	IQOS VEEV
2020年	IQOS 2.4+	IQOS 3 MULTI	IQOS 3 DUO	IQOS VEEV
2021年	IQOS 2.4+	IQOS 3 MULTI	IQOS 3 DUO	IQOS ILUMA IQOS VEEV

新型烟草市场扩展加速，出货量和消费者数量提升明显

- ◆ 2014年在日本推出第一款IQOS后，菲莫国际市场拓展速度不断加快：从目前IQOS进入的国家和地区看，菲莫国际已经从2014年的2个增长到2021年的71个，其中2016年、2017年有明显加速；目前已进入全球主要的加热烟草市场，在全球行业中处于领先地位。
- ◆ IQOS出货量整体上涨趋势明显，且季度环比总体保持不断增加态势：菲莫国际IQOS的出货量和占烟草行业市场份额有所波动，但整体呈上升趋势，从2017年第一季度出货不足50亿到2021年每季度出货量均在200亿以上；从市场份额看，2021年Q1菲莫国际IQOS烟弹出货量在全球烟草（含传统卷烟）占比已达3.5%，较2017年Q1的0.5%已有明显提升。
- ◆ 新型烟草使用者数量呈直线上升，并且季度环比保持稳定的增长。

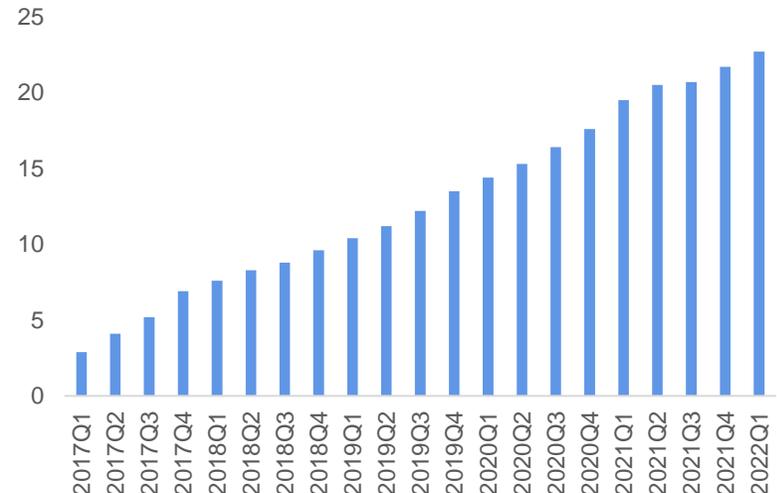
图：2014-2020年菲莫国际市场拓展进程



图：菲莫国际IQOS产品出货量及市场份额



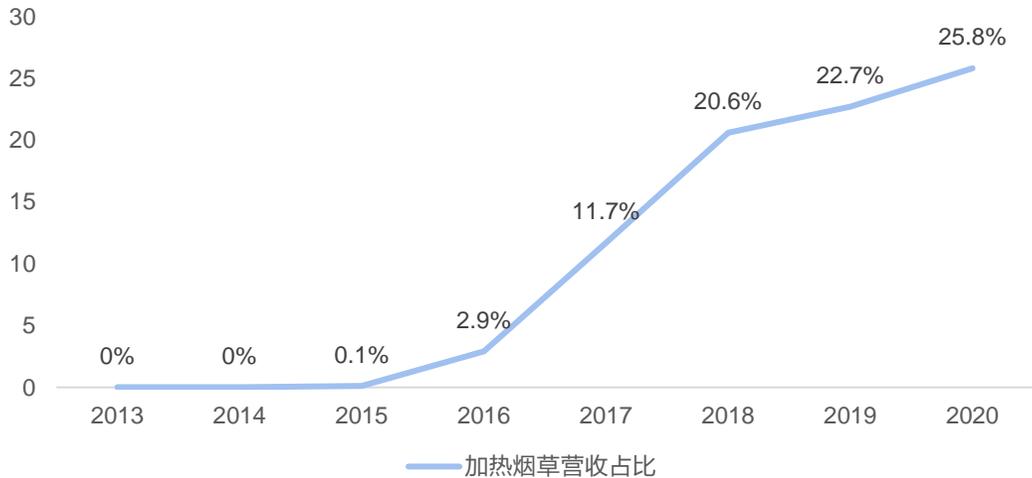
图：菲莫国际新型烟草使用者数量 (百万人)



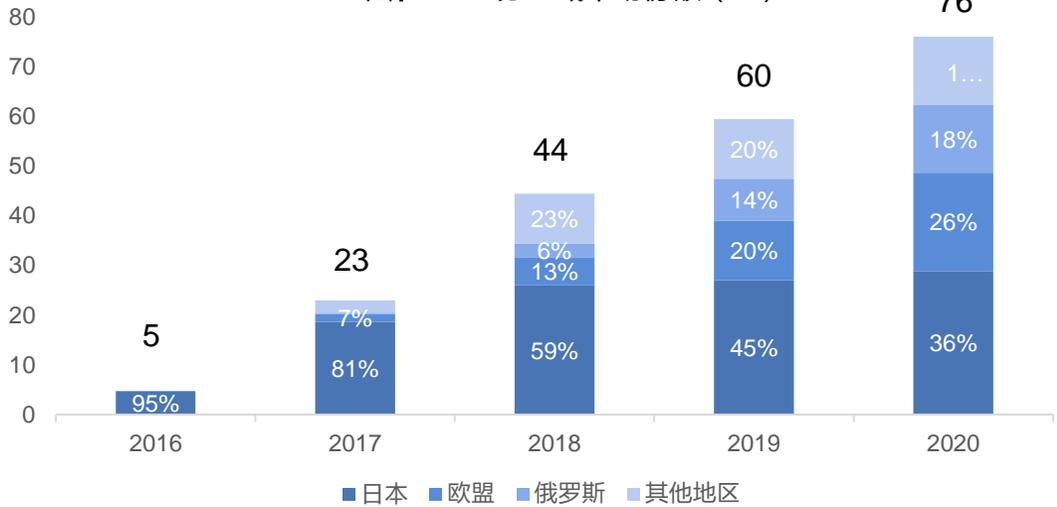
日本为菲莫国际代表性市场，已形成对传统卷烟明显替代

- ◆ **日本传统卷烟市场下降明显：**日本传统卷烟市场规模呈下降趋势，且增速从2013年-2.0%到2020年-7.9%，整体下降速度增快。
- ◆ **日本新型烟草市场份额逐年增加：**随着日本传统卷烟种类数量下降，新型烟草市场份额则是逐年增加，2020年该比例达25.8%，增长势头迅猛。
- ◆ **随着其他国家IQOS上量，日本市场占比降低，但仍是最大市场：**新型烟草扩张迅速，IQOS出货量从2016年的50亿单位增长到2020年的760亿单位；并且随着菲莫国际全球战略的推广，IQOS市场从2016年日本占全球市场的95%到2020年日本占全球总市场的36%。

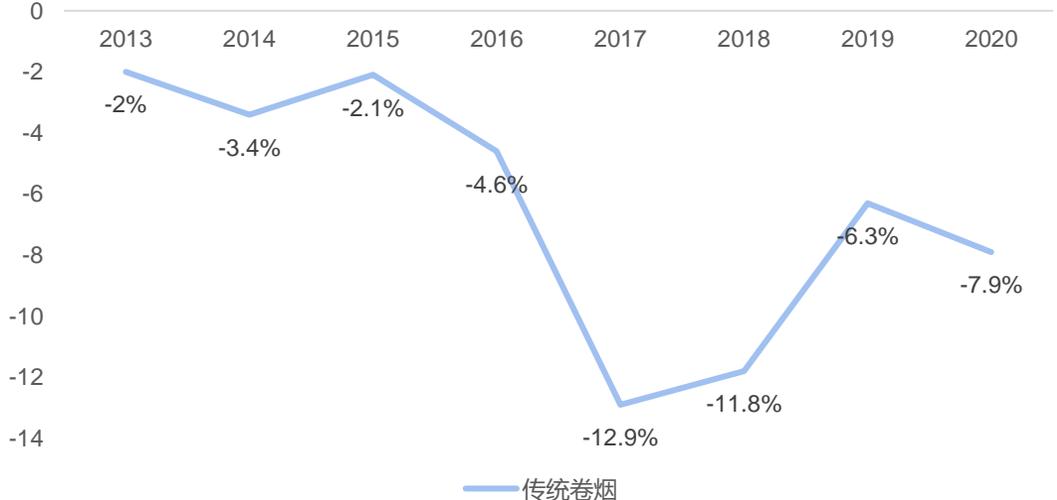
图：菲莫国际日本市场加热烟草占公司营收比例（%）



图：IQOS分区域市场份额（%）

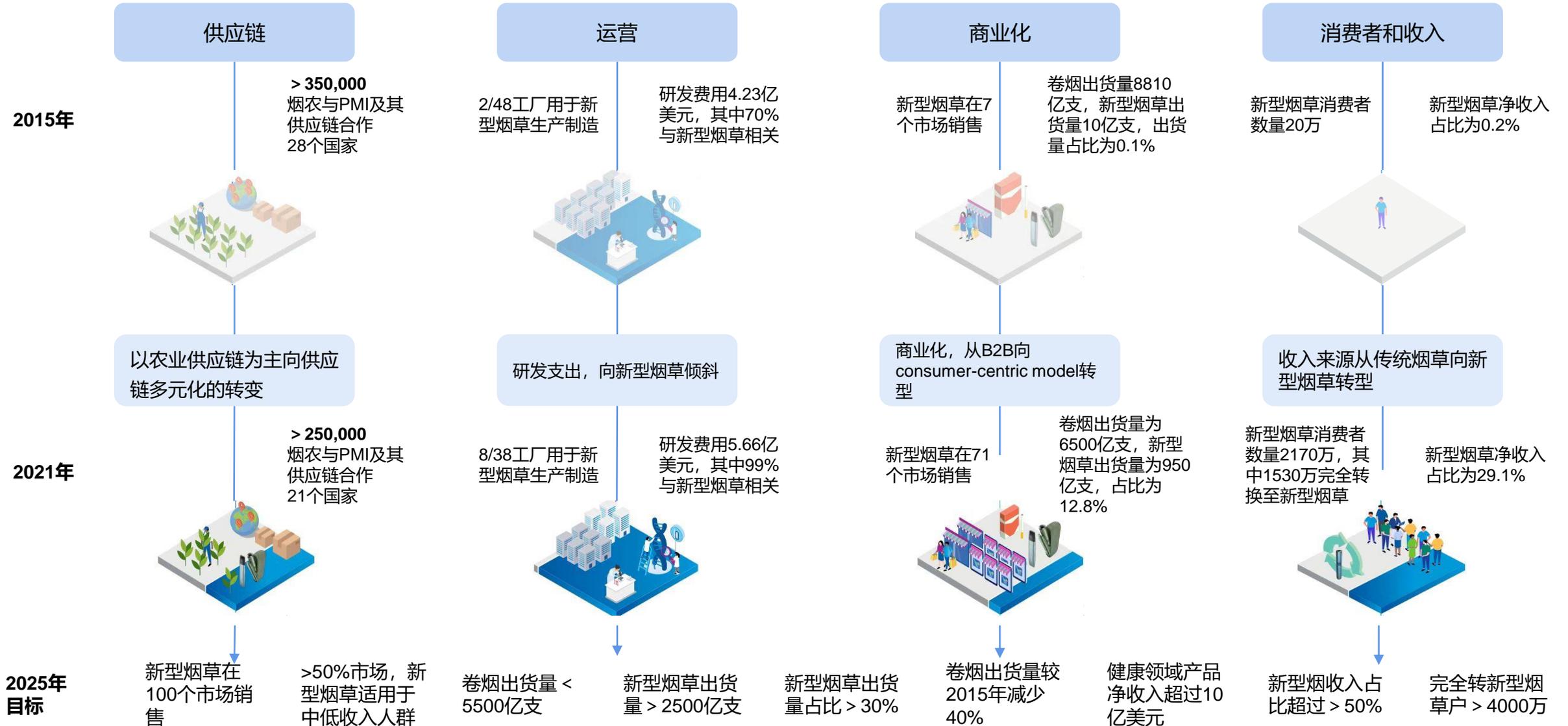


图：日本传统卷烟市场增速变化（%）



供应链、运营、商业化等多维度支撑向新型烟草战略转型

图：菲莫国际新型烟草战略转型概览

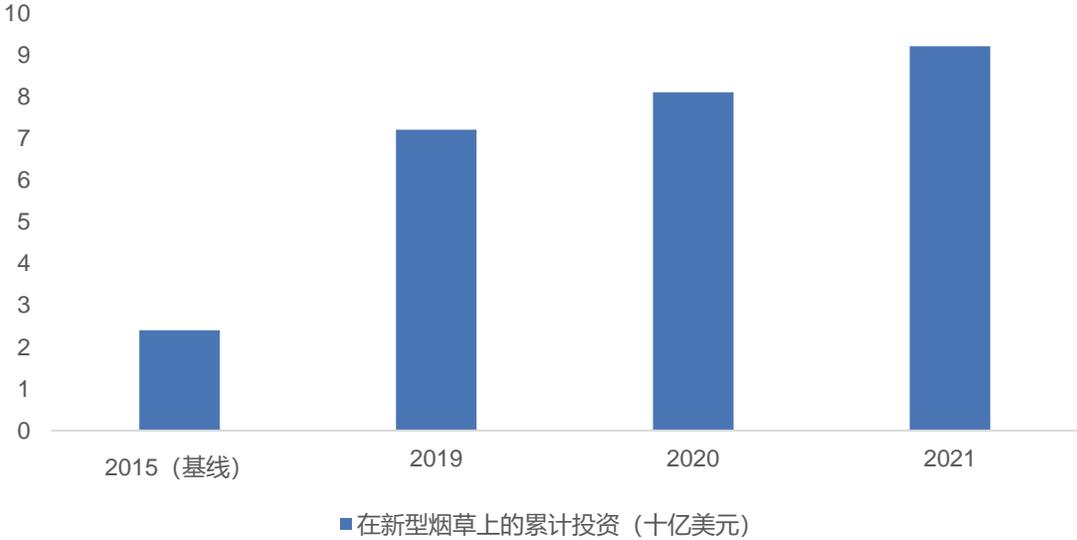


资料来源：菲莫国际公司公告，国海证券研究所

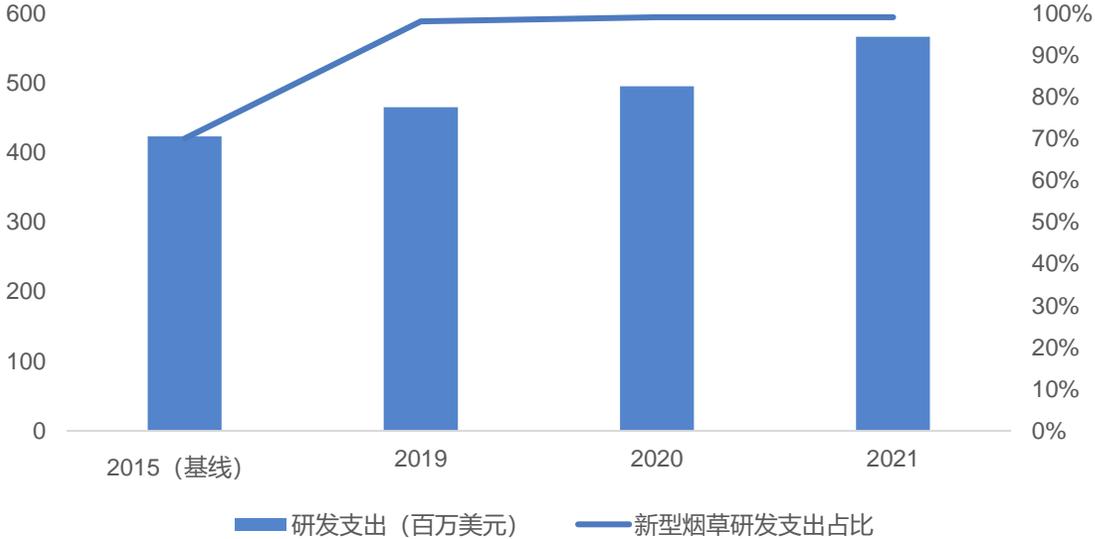
新型烟草研发持续投入，研发成果行业共享

- ◆ **研发费用持续投入，研发累计高投入构筑壁垒：**公司已经投入超90亿美元在新型烟草产品的研发上，较2015年的24亿美元有明显增长；近年来研发投入均保持在较高的位置。
- ◆ **研发投入完全向新型烟草倾斜，战略转型方向清晰：**2021年菲莫国际研发投入中，投入在新型烟草上的研发比例达到99%，且近三年均保持相应高比例，而该比例在2015年为70%，菲莫国际在研发方向已经完全向新型烟草转型。
- ◆ **研究成果陆续发布，并在行业内共享：**通过在不同国家的研究，不断推进新型烟草减害的论证。例如，研究发现产品因为没有燃烧、没有烟气，通过实验室测试，相较于传统燃烧卷烟约有95%的减害效果；通过室内空气实验，THS的气溶胶不会影响室内空气质量，不会成为二手烟的来源；例如，通过日本和美国的一项为期90天的研究，完全改用THS的成年人吸烟者减少了对选定HPHCs的接触（基于接触生物标记物的测量），暴露的生物标志物水平的降低与研究期间戒烟的人群观察到的水平相当。

图：菲莫国际在新型烟草上的累计投资



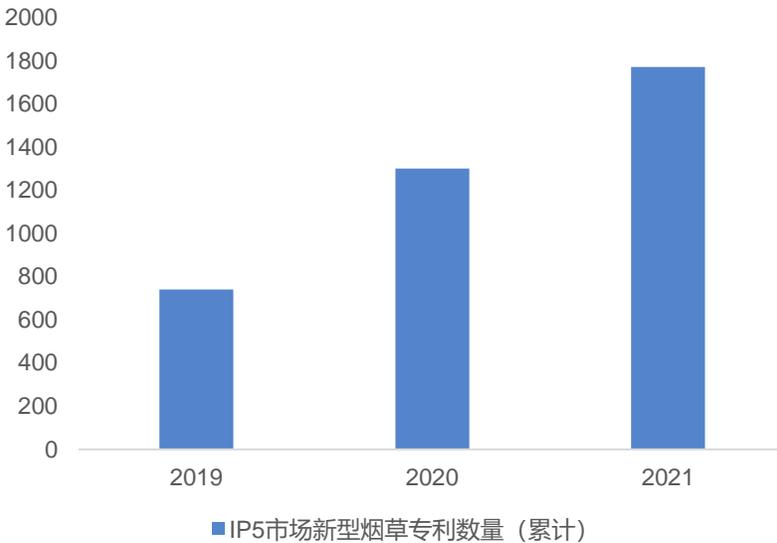
图：菲莫国际研发支出和新型烟草研发支出占比



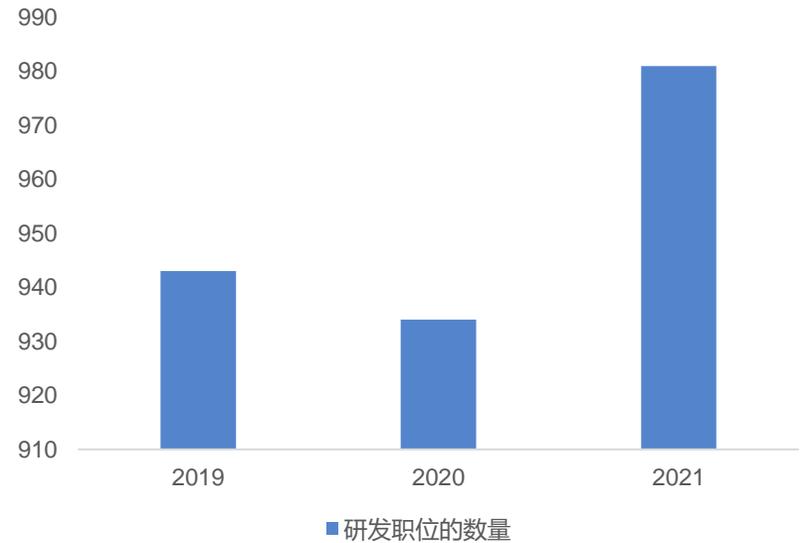
研发投入积极，研发人员、专利数量、研究成果均有明显体现

- ◆ **研发投入积极，专利数量增长明显，构筑技术壁垒：**2019年公司累计的主要市场新型烟草专利数量为740项，在2020年这一数字达到了1300项，增长明显；2021年达到了1770项。
- ◆ **研发人员同步扩张，为新型烟草转型提供有效人力支撑：**2021年公司研发职位数量为981名，在不断增加研发资金投入的同时也注重研发人才的培养和投入。
- ◆ **研究方向清晰，在毒理评估、临床评价、感知和行为等多维度进行研发积累：**
 - 公司研究的重点方向为毒理评估，同时涉及临床评价、感知和行为等研究方向。2019年至2021年毒理评估方向的累计研究数量分别为109个、146个、203个；2019年至2021年临床评价方向的累计研究数量分别为19个、22个、24个；2019年至2021年感知和行为方向的累计研究数量分别为13个、30个、44个。

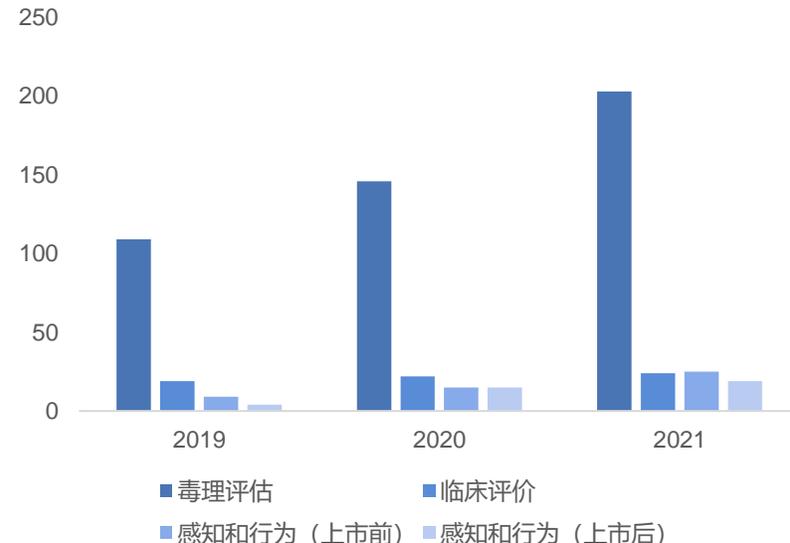
图：菲莫国际IP5市场新型烟草专利数量（累计）



图：菲莫国际研发职位数量



图：菲莫国际新型烟草研究数量（累计）



供应链、运营等转型方向上量化目标引导

- ◆ **配套新型烟草转型，在供应链和商业化等方面同步转型完善**
 - 2015年公司在48处烟草工厂中，仅有两处为新型烟草工厂，而2019年烟草工厂总数削减为38处，新型烟草工厂增长至8处，可以看出菲莫国际在供应链和运营方向上同步匹配新型烟草转型。
 - 在市场销售方向，公司的产品数量、市场数量、专营店数量、零售商数量、营销费用占比和出货量占比等发展策略都显著向新型烟草倾斜，新型烟草已有成为菲莫国际未来战略支点的趋势。
- ◆ **新型烟草消费者规模不断扩大，营收贡献比例加大：2015年至2021年，新型烟草消费者数量增加明显，且完全停止使用传统卷烟、转向新型烟草比例加大。**

图：菲莫国际战略转型目标

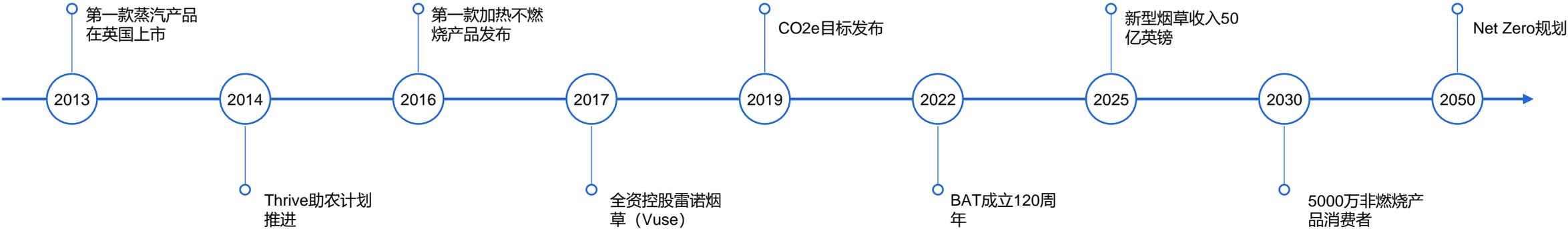
	业务转型矩阵	2015年 (基线)	2019	2020	2021	2025年目标
供应链和运营	新型烟草工厂数量/工厂总数量	2/48	8/38	8/39	8/38	
	供应链直接支出占比 (新型烟草/总体)	n/a	35%	33%	35%	
商业化	新型烟草产品SKUs yoy	n/a	26%	38%	42%	
	SKUs ratio (smoke free/total)	3%	10%	14%	18%	
	新型烟草市场数量	7	52	64	71	100
	IQOS门店数量	n/a	199	259	274	
	菲莫新型烟草零售商数量	n/a	679000	748000	81200	
	营销费用占比 (新型烟草/整体)	8%	71%	76%	73%	
	新型烟草出货量 (十亿)	1	60	76	95	>250
	新型烟草出货量占比	0.1%	7.6%	10.4%	12.8%	>30%
用户	PMI新型烟草产品消费者数量 (百万)	0.2	13.5	18.3	21.7	
	完全转向新型烟草、停止卷烟 (百万)	0.1	9.6	13.0	15.3	>40
收入	净收入占比 (新型烟草/整体)	0.2%	18.7%	23.8%	29.1%	>50%
	净收入占比超过10%的市场的数量	0	31	38	47	
	净收入占比超过50%的市场的数量	0	4	6	10	

03 英美烟草

英美烟草在新型烟草上布局较早，雾化和HNB同步发展

- ◆ **英美烟草是具有悠久历史、全球领先的烟草公司：**英美烟草成立于1902年，公司以“Build A Better Tomorrow”为宗旨，通过提供更令人愉悦的、更低风险的产品选择来减少业务对健康的危害（公司官网）。公司产品目前在175个国家和地区销售，并有超过1100万个销售点，员工超过52000名。
- ◆ **英美烟草在新型烟草上布局较早、雾化和HNB同步发展：**2013年公司第一款蒸汽产品上市，成为了全球第一个进入该新市场的国际烟草公司；2014年，公司建立了下一代产品管线，推出电子烟品牌Vype，并发行了医疗尼古丁产品Voke，并在THP（Tobacco Heating product）产品上展开规划和布局；2015年首次提出Next Generation Products的概念；2016年推出第一款加热不燃烧产品glo；2017年完成对雷诺美国剩余股权的收购，将Vuse品牌纳入公司运营体系；2021年7月，英美烟草将Vype产品线整合至全球品牌Vuse中。
- ◆ **公司的目标：**加快新类别收入的增长速度，在2025年新型烟草收入达到50亿英镑，到2030年不燃产品的消费者数量将达到5000万。目前公司在新型烟草方面已经取得了良好的进展，2021年新型烟草消费者数量达到了达到1830万（增加480万），新品类收入增长了51%。
- ◆ **公司的策略：**公司已经改变战略，将重点放在新品类上，通过预测和满足不断变化的消费者需求，提供具有满足感、低风险的多元产品组合，包括蒸汽产品、加热不燃烧产品和现代口服尼古丁袋，以及传统口服产品，如鼻烟和湿鼻烟等。

图：英美烟草新型烟草发展主要事件



自主研发和外延并购双向发力，新型烟草进程提速明显

图：英美烟草公司新型烟草业务发展主要事件

时间	雾化产品	加热产品	其他
2011年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 成立Nicoventures公司，作为一家独立公司来研发和测试尼古丁替代产品； 		
2012年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 收购CN Creative公司，该公司总部位于英国，专注于电子烟技术开发，并且已有几款电子烟产品在市场销售； 		<ul style="list-style-type: none"> ◆ 子公司Nicoventures准备发行一款尼古丁吸入式产品；
2013年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在英国发行了第一款电子烟产品Vype，也成为第一家进入该新市场的国际烟草公司；同年推出可充电版本Vype； 		
2014年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 7月，投资47亿美元以保持雷诺烟草42%权益，后者计划收购第三大烟草公司Lorillard Inc； ◆ 推出两款产品：Vype eStick和Vype ePen； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ THP (tobacco heating products) 提出发展规划，2015年进行消费者试验，2016年推出第一款产品； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 研发一款尼古丁吸入式产品Voke，计划在2015年底在英国实现商业化；Voke是按照药品监管，公司也成为第一家有药品尼古丁产品许可证的公司；
2015年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Vype在英国发行三款新产品（如eTank）以及一系列的新口味；在法国、德国、意大利、波兰、哥伦比亚五个市场发售Vype； ◆ 与雷诺烟草签订技术共享协议，该协议提供了双方在雾化产品技术上的相互授权和合作的框架，有效期至2022年12月31日； ◆ 收购CHIC集团，该公司是波兰雾化产品的领导者，在波兰拥有800个销售网点，品牌包括VOLISH, P1, Provog, Cottien, LiQueen和Aromativ； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在罗马尼亚发行第一款THP产品“glo iFuse”； 	
2016年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Vype扩张到十个市场，并且在美国以外的市场占据雾化最大份额； ◆ 收购Ten Motives； ◆ 在欧洲发行一个新的雾化概念“Vype Pebble”； ◆ 已推出六款Vype产品供消费者选择； ◆ 在米兰推出第一家Vype零售概念店； ◆ 2017年计划推出一款新的Vype设备，使用一种独家合作的全新电子烟技术； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 12月，在日本仙台推出全新的加热产品glo； 	

自主研发和外延并购双向发力，新型烟草进程提速明显

图：英美烟草公司新型烟草业务发展主要事件

时间	雾化产品	加热产品	其他
2017年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 7月，完成了对雷诺美国剩余57.8%股权的收购； ◆ Vype拓展至9个市场； ◆ 收购英国电子烟品牌ViP； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 继仙台首发后，2017年10月开始日本全国推广，在韩国、俄罗斯、加拿大、罗马尼亚和瑞士等国家也初步推广； ◆ Glo于2017年8月在韩国首尔推出，随后拓展到釜山、大邱和大田； ◆ 对glo烟弹Neostik韩国和俄罗斯产能进行扩产投资； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 提出新型烟草目标：2018年底，NGP产品收入超过10亿英镑，到2022年达到50亿英镑； ◆ 收购瑞典鼻烟品牌Epok的制造商Winnington；
2018年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Vuse Alto扩张、Vibe重新发行； ◆ Vype新品ePen3在加拿大、英国发行； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ THP产品在15个市场销售； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 加热、雾化等新型烟草产品已在29个市场销售；
2019年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 雾化产品进入27个市场； ◆ Vuse Solo提交PMTA申请； ◆ Vype表现强劲，受ePen3和ePod的成功推动； ◆ 南非市场，收购电子烟公司Twisp； ◆ 计划于2020年将Vype、Chic、Highendsmoke和ViP等雾化烟品牌迁移至Vuse； 		
2020年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 四款Vuse产品提交PMTA； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 4月，glo Hyper推出；glo sens退出市场； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 口嚼烟Velo提交了PMTA；
2021年	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 10月，Vuse Solo获得了第一个FDA上市许可； ◆ Vuse被Vertis独立认证为全球首个碳中和雾化品牌； ◆ 所有T5市场Vype迁移至Vuse； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 推出glo pro/Hyper/Hyper+等不同系列产品； 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在英国曼彻斯特试点推出第一款CBD雾化产品Vuse CBD Zone；

并购雷诺美国，奠定在雾化烟领先地位

- ◆ 2012年，雷诺美国通过其子公司R.J.Reynolds Vapor推出了电子烟Vuse。
- ◆ 2013年8月，雷诺Vuse进行直邮、电视广告宣传，并扩大其分销范围，RJR Vapor将VUSE Solo的分销扩展到整个科罗拉多州的零售店。
- ◆ 2014年，第一季度进入犹他州，并开始全国化扩张
- ◆ 2015年12月,RJR烟草和BAT子公司Nicoventures 签署雾化技术共享和许可协议，根据协议两家公司将合作开发下一代蒸汽产品。
- ◆ 2016年3月, RJR Vapor推出了Vuse Fob和Vuse vibe。Vuse fob集成蓝牙®技术、设备显示屏（电池电量等信息）；VUSE Vibe特色是大容量、带有可充电电池。
- ◆ 2017年7月，英美烟草收购雷诺美国（Reynolds American）剩余股份。
- ◆ 2018年8月，推出了Vuse Alto，一种pod mod型雾化器。
- ◆ 2019年10月，英美烟草向美国FDA提交PMTA申请，寻求上市许可。
- ◆ 2021年10月，FDA向R.J. Reynolds旗下的Vuse Solo Power Unit与Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G1、Vuse Replacement Cartridge Original 4.8% G2 授予PMTA。
- ◆ 2022年5月，美国FDA又通过了Vuse两款电子烟PMTA许可，Vuse Vibe与Vuse Ciro。

图：雷诺美国新型烟草发展主要事件



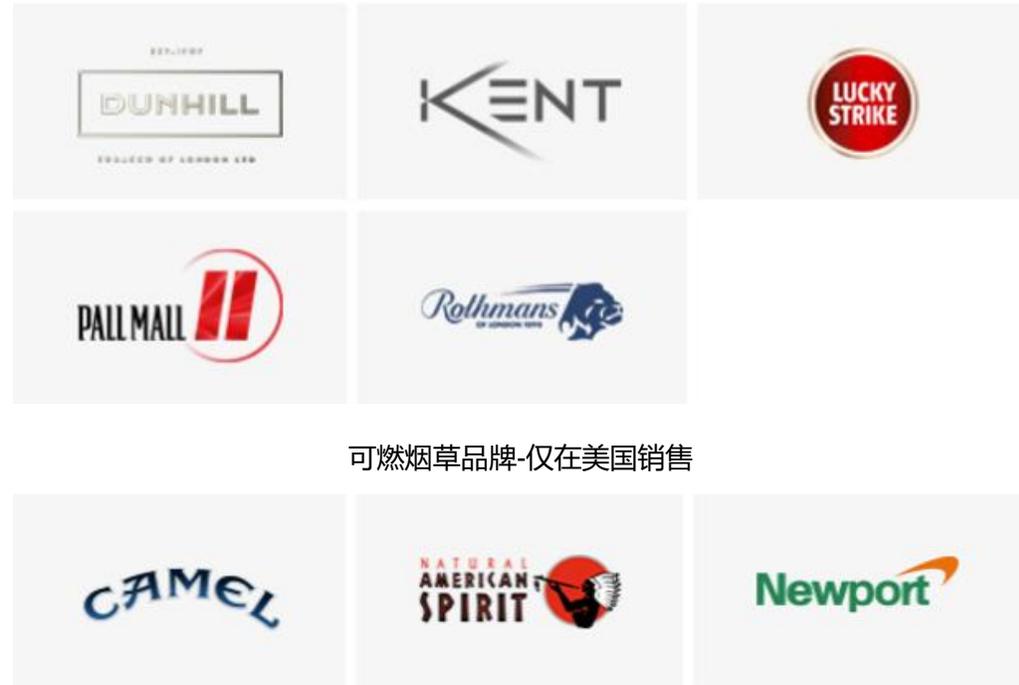
新型烟草产品布局完善，各品类发展相对均衡

- ◆ 英美烟草在全球传统卷烟市场占据领导地位，公司以领先的香烟品牌、卓越的产品和市场领先的创新，来满足成年吸烟者的喜好，建立了公司的业务。
- ◆ 在可燃烟业务领域，公司有一些关键的核心品牌，包括Dunhill、KENT、Pall Mall等。此外，还有很多国际和区域的香烟品牌，在许多国家流行，包括：Vogue, Viceroy, Kool, Peter Stuyvesant, Craven A, State Express 555 and Shuang Xi。
- ◆ 2011年英美烟草发力减害产品，形成了包括雾化烟、加热不燃烧、现代口嚼烟（包括无香烟尼古丁烟袋/tobacco-free nicotine pouches）、传统口嚼烟（包括moist snuff and snus）等组成的新型烟草产品矩阵。
- ◆ Vuse为代表的雾化烟目前在30个市场销售；THP，代表产品glo，目前在25个市场有售；Modern oral pouches，VELO为代表，目前23个市场有售。

图：英美烟草新型烟草产品矩阵

品牌	产品	进入市场数量
		30个
		25个
		23个
		3个

图：英美烟草传统卷烟品牌



可燃烟草品牌-仅在美国销售

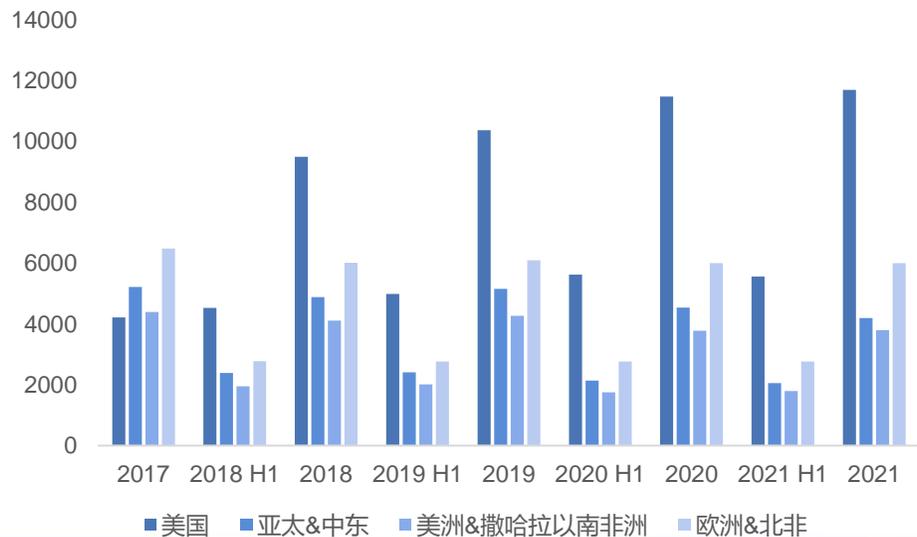
◆ 分区域看

- 美国是英美烟草最大的市场，且收入占比有不断提升的趋势。收入占比从2017年的20.8%提升至2021年的45.5%。2021年美国区域收入为116.91亿英镑。
- 欧洲和北非区域是英美烟草第二大市场，近年来收入体量总体稳定，2021年营收为60.01亿英镑，与上年基本持平，2018-2021年收入均稳定在60亿英镑左右。2021年欧洲和北非区域在英美烟草的收入占比约23.4%。
- 亚太和中东区域、美洲及撒哈拉以南区域收入呈现下滑趋势。亚太和中东区域从2017年的52.13亿英镑下降到2021年的41.91亿英镑，收入占比从2014年的25.7%下降至2021年的16.3%。美洲和撒哈拉以南收入从2017年的43.91亿英镑下降至2021年的38.01亿英镑，收入占比从21.6%下降至14.8%。

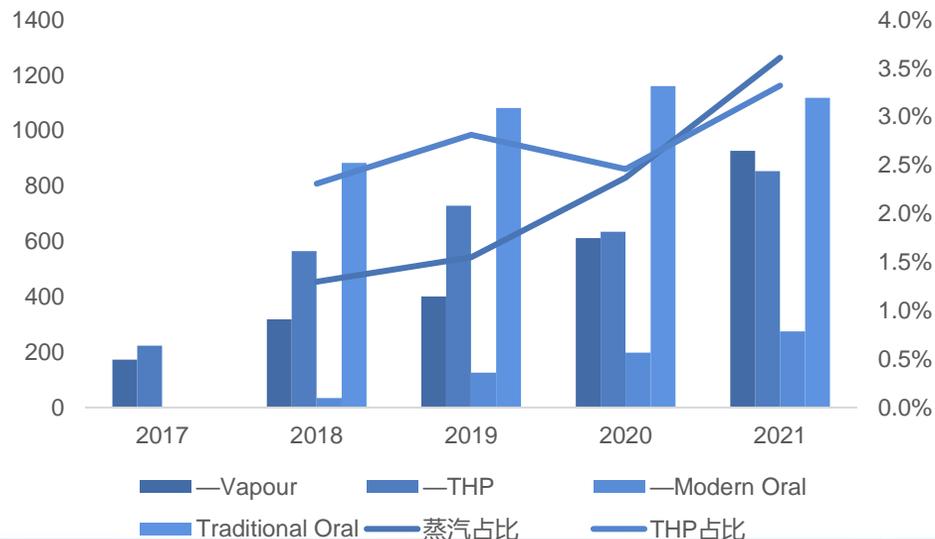
◆ 分品类看

- 2021年英美烟草新型烟草（包括电子烟、HNB和现代口嚼烟）收入为20.54亿英镑，占公司收入比例为8.0%。
- 雾化烟收入从2017年的1.68亿英镑增至2021年的9.27亿英镑，复合增速为53%。2021年雾化烟收入占公司比例为3.6%。
- 加热烟草收入从2017年的2.02亿英镑增至2021年的8.53亿英镑，复合增速为43%。2021年加热烟草收入占公司比例为3.3%。
- 现代口含烟近年来也增长迅猛，有望成为下一个重要品类。收入从2018年的3400万英镑增至2021年的2.74亿英镑，增长较快。

图：英美烟草公司分区域营收情况（单位：百万英镑）



图：英美烟草公司新型烟草分品类情况（单位：百万英镑，%）



04 风险提示

- 1) 行业政策监管超预期；
- 2) 新品研发进展低于预期；
- 3) 其他替代产品上市；
- 4) 税收风险；
- 5) 汇率波动风险。

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597