轻工制造

报告日期：2023 年 02 月 16 日

英美烟草 22A 新型烟草高增，雾化&HNB 双管齐下

——电子烟行业点评

投资要点

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成
执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

相关报告

1 《二手房成交回暖，持续推荐家居布局；关注本周造纸、百亚更新——轻工行业周报》2023.02.13

2 《家居龙头 22Q4 业绩强韧性，关注浆厂火灾影响——轻工行业周报》 2023.02.06

3 《家居龙头或迎开门红，阔叶浆报价续跌；本周推荐新瑞鹏梳理——轻工行业周报》2023.01.29

- **英美烟草发布 22 年年报，新型烟草增长靓丽**

英美烟草年报发布，22 年营收 276.55 亿英镑（+7.7%），经营利润 10.52 亿英镑（+2.8%）。其中，**新型烟草产品（NGP）营收 28.94 亿英镑（+41%）、收入占比 10%**，其中 22H2+38%，大幅减亏 60%，预计 2024 年实现盈利。新型烟草产品的大幅减亏抵消了英镑汇率贬值以及许多一次性项目费用的影响。具体来看：

（1）用户数量方面，新型烟草用户达 2250 万人（较 21 增加 420 万人，+31%），18-22 用户数量复合增速达 30%，烟民渗透率持续提升。到 2030 年，新型烟草用户有望达到 5000 万人。

（2）全球市场方面，欧洲/亚太及中东/美洲及撒哈拉以南非洲/美国市场分别提升 42.7%/10.1%/47.5%/ 51.6%，增长势头强劲。

（3）效益提升方面，22 年 NGP 业务大幅减亏 60%（21 年减亏 10%），*其中 60%得益于规模效应和成本降低，40%得益于产品提价、低贸易保证金和数据分析（由 RGM 收入增长管理与 MSE 营销支出有效性支持）。*

- **雾化电子烟产品延续高增，一次性产品迅速抢占领先地位**

雾化烟（Vuse）方面，2022 年收入 14.36 亿英镑（+55%）、其中 22H2 收入 8.47 亿英镑（+60%），销量 6.1 亿颗（+14%），售价提升 26%。TOP5 市场份额 35.9%（+2.4pct），在美国，市场份额占据领先地位，达到 40.9%（+8.4pct）。收入增长主要来自于销量提升（+35.5%）。其中，美国/亚太及中东/美洲及撒哈拉以南非洲/欧洲收入分别为 9.13/0.19/2.18/2.86 亿英镑，同比+62.8%/+5.6%/+54.6%/+38.2%。根据英美烟草统计，2022 年雾化电子烟整体占比增加 30%，一次性产品增加 158%、换弹式增加 4%；我们测算 2022 年一次性产品占比达到 33.5%（21 年 16.88%），是雾化烟品牌必争之地。具体来看，22Q4 美国/加拿大/英国/法国/德国的市占率分别为 45.8%/91.8%/9.1%/38.4%/14.3%，同比+10.0pct/+5.2pct/-5.1pct/-9.8pct/-44.6pct。除去一次性产品美国/英国/法国/德国的市占率 57.7%/36.6%/81.4%/65.1%。英美在 2022H1 推出 Vuse Go 一次性产品后，在英国、法国、德国迅速成为 TOP2 品牌，并提供完善的设备回收方案（目前各国高度重视一次性电子烟环保问题）。

- **glo 销量提升驱动收入增长，Hyper X2 新品成绩喜人**

加热不燃烧烟（glo）方面，2022 年 10.60 亿英镑（+24%）、其中 22H2 收入 5.43 亿英镑（+10%），TOP9 市场份额 19.4%（+1.4pct），保持增长势头。Hyper X2 在日本发售成功，截至到年底销售达 100 万支。其中，亚太及中东/欧洲收入分别为 5.23/5.37 亿英镑，同比+2.4%/+57.5%，欧洲市场增长迅猛，主要来自于销量提升（+32.7%）。2022 年，glo 在 TOP9 核心市场（占全球 80%）的 HNB 细分品类份额为 19.6%，同比+1.4pct，其中日本市占率 7.5%（+0.1pct，在日本 HNB 细分品类中市占率位 20.1%），波兰市占率 3.8%（在波兰 HNB 细分品类中市占率位 31.2%），意大利市占率 2.5%（+0.2pct，在意大利 HNB 细分品类中市占率位 14.5%）。

- **Velo 等其他新型烟草在欧洲继续保持领先地位，解锁新兴市场**

其他新型烟草（Velo 等）方面， 2022 年收入 3.98 亿英镑（+45%），销量 40.10 亿支（+45.3%），除美国外，继续保持国际领先，在欧洲市场销量份额为 68.8%。Velo 在巴基斯坦表现优异，迅速实现全国覆盖，月销量超过 4 千万袋。

目前巴基斯坦已成为第三大 Velo 市场。英美表示将继续创新，在非洲南部城市试验推广。

❑ 投资建议

从英美烟草 2022 年新型烟草业务成长来看，消费群体仍在不断扩大，雾化烟和 HNB 双双保持快速增势，持续看好核心供应商**思摩尔国际**！

❑ 风险提示

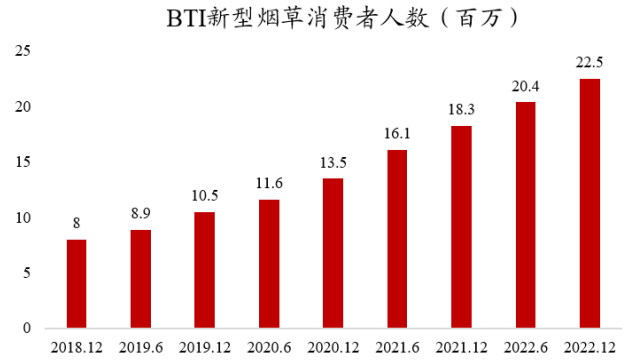
各国新型烟草政策趋严，行业价格竞争加剧

表1： 英美烟草新型烟草业务拆分一览

英美烟草（亿英镑）	2019	2020	2021H1	2021H2	2021	2022H1	2022H2	2022
营业收入	258.77	257.76	121.75	135.09	256.84	126.25	140.09	276.55
新型烟草收入	**12.55**	**14.43**	**8.83**	**11.71**	**20.54**	**12.80**	**16.14**	**28.94**
YOY	36.86%	14.98%	40.40%	43.84%	42.34%	45.00%	37.80%	40.90%
新型烟草占比	4.85%	5.60%	7.25%	8.67%	8.00%	10.14%	11.52%	10.46%
其中：Vapour（蒸汽电子烟）	**4.01**	**6.11**	**3.98**	**5.29**	**9.27**	**5.89**	**8.47**	**14.36**
YOY	26.10%	52.37%	49.90%	52.89%	51.72%	48.00%	60.11%	54.91%
销量(百万支)	226	344	247	288	535	294	318	612
按地区拆分：								
美国	2.07	3.83	2.35	3.26	5.61	3.76	5.37	9.13
YOY	12.40%	85.10%	41.90%	49.96%	46.48%	60.00%	64.72%	62.75%
销量(百万支)	103	174	139	152	291	166	154	320
亚太及中东	0.04	0.15	0.09	0.09	0.18	0.09	0.10	0.19
YOY	906.00%	255.00%	60.40%	-4.14%	26.00%	6.20%	11.11%	5.56%
销量(百万支)	1	6	4	5	9	6	6	12
美洲及撒哈拉以南非洲	0.43	0.65	0.54	0.87	1.41	0.93	1.25	2.18
YOY	120.00%	52.80%	77.80%	151.24%	115.00%	71.50%	43.68%	54.61%
销量(百万支)	14	31	27	35	62	36	47	83
欧洲	1.47	1.48	1.00	1.07	2.07	1.12	1.74	2.86
YOY	29.20%	0.40%	56.60%	27.16%	40.20%	11.70%	62.62%	38.16%
销量(百万支)	108	133	77	96	173	84	113	197
THP（加热不燃烧烟）	**7.28**	**6.34**	**3.59**	**4.94**	**8.53**	**5.17**	**5.43**	**10.60**
YOY	28.85%	-12.91%	25.30%	41.95%	34.54%	44.00%	9.93%	24.27%
销量(亿支)	89	110	84	107	191	109	131	240
按地区拆分：								
亚太及中东	6.71	4.97	2.16	2.95	5.11	2.49	2.74	5.23
YOY	23.20%	-26.00%	-11.70%	16.89%	2.80%	15.60%	-7.12%	2.35%
销量(百万支)	80	74	40	53	93	48	62	110
欧洲	0.56	1.36	1.43	1.98	3.41	2.68	2.69	5.37
YOY	200.00%	143.00%	240.90%	110.52%	150.00%	87.50%	35.86%	57.48%
销量(百万支)	11	33	44	54	98	62	68	130
其他新型烟草（包括口含烟等）	1.26	1.98	1.26	1.48	2.74	1.73	2.25	3.98
YOY	270.59%	57.14%	64.20%	22.31%	38.38%	37.00%	52.28%	45.26%
销量(百万支)	1194	1934	1607	1689	3296	1768	2242	4010

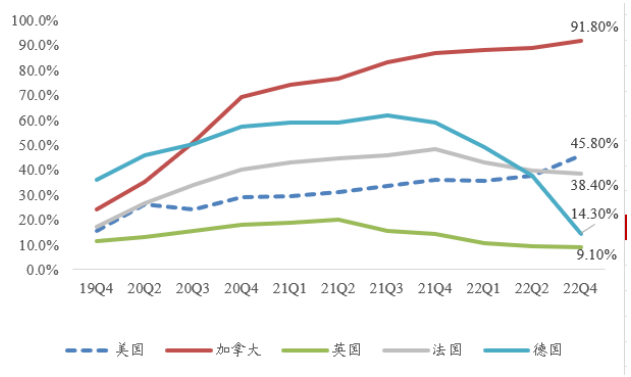
资料来源：英美烟草年报，浙商证券研究所

图1： 英美烟草新型烟草消费群体不断增加



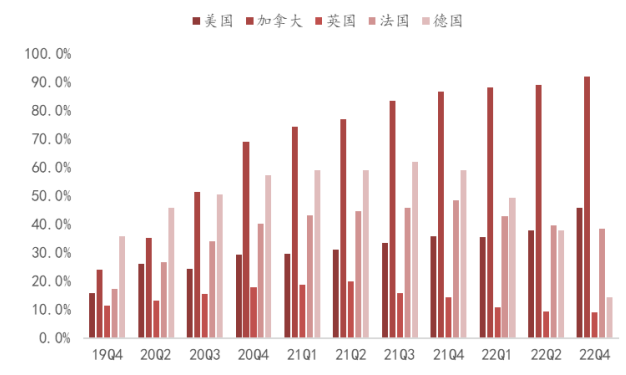
资料来源：英美烟草年报，浙商证券研究所

图2： 英美烟草在各市场雾化烟份额变化（部分季度未披露）



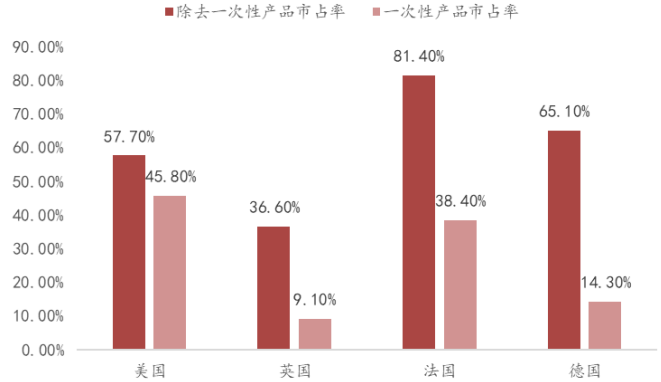
资料来源：英美烟草年报，浙商证券研究所

图3： Vuse 核心市场份额变化趋势



资料来源：英美烟草年报，浙商证券研究所

图4： 22Q4 雾化烟核心市场份额



资料来源：英美烟草年报，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1.买　入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；

2.增　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ～ + 20％；

3.中　性 ： 相对于沪深 300 指数表现 － 10％ ～ + 10％之间波动；

4.减　持 ： 相对于沪深 300 指数表现 － 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1.看　好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；

2.中　性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 － 10% ～ + 10%以上；

3.看　淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 － 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn