

证券研究报告| 行业深度报告

轻工制造

行业评级 强于大市 (维持评级)

2024年7月16日



新型烟草行业：

全球合规化有望加速，龙头或将受益

证券分析师：

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

李含稚 执业证书编号：S0210524060005

汪浚哲 执业证书编号：S0210524050024

请务必阅读报告末页的重要声明

➤ 1-5月我国电子烟出口增速有所回落，各区域分化，监管仍为核心变量。

- 2024年1-5月，我国电子烟出口额约44亿美元同比-3.4%，单5月出口同比+0.2%。分区域看，1-5月我国对美国电子烟出口额（美元计）同比+22%，增速自上年低基数修复；对英国出口额同比-13.2%，主要为一方面上年同期出口基数较大，另一方面2023年下半年英国宣布拟于2025年实施一次性电子烟禁令，可能导致终端备货情绪下降。

➤ 美国：非法与合规仍为核心矛盾，监管边际变化值得关注。

- 从英美烟草Vuse在美国20-21年份额崛起、22年至今增速放缓的进程看，监管是影响品牌增长的核心变量。我们认为，目前美国市场的核心矛盾仍为非法vs合规市场，而从近期美国监管边际变化看，合规产品或在持续得分：1) 6月FDA撤销换弹式品牌JUUL的禁止上市令，并首次给予薄荷醇口味NJOY电子烟上市许可令，或意味着监管对合规产品更为“宽容”，合规产品口味放宽亦有助于产品竞争力提升。2) 尽管目前非法产品仍对合规产品存在挤出效应，但以英美烟草为代表的国际烟草巨头正积极推动监管，包括推进州层面的PMTA注册法案、启动337调查，从州立法、国际贸易维度加强对非法产品打击，有望逐步收复非法市场（约占整体的50%）。

➤ 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益。

- 2024年英国政府颁布草案拟在2025年4月起正式禁止销售一次性电子烟；同期，27个欧盟会员国讨论考虑禁止口味电子烟，虽并未落实立法，但监管趋严已逐步成为趋势。此前，受益于宽监管，西欧一次性电子烟品牌22-23年集中爆发，一次性品牌如爱奇迹在西欧市占率达22%，而传统换弹式龙头Vuse亦推出一一次性产品及时跟进、稳住份额。
- 近期欧洲监管的趋严，未来行业格局或面临二次洗牌，若在监管推动下，未来英国及欧洲区域重新向换弹式切换，具备产品及合规优势的换弹式产品亦有望重拾市场份额，制造商盈利能力亦有望逐步改善。

- **投资建议：全球合规化有望加速，建议关注合作头部客户的合规制造龙头思摩尔国际。**公司业务端国内市场影响趋弱、业绩逐步修复。在行业全球合规的背景下，头部烟草公司优势持续凸显，公司绑定优质大客户、协同客户维持海外份额领先，有望受益于全球合规趋势实现稳步成长。

- **风险提示：政策风险，国际贸易摩擦风险。**

- 1 行业增速分化，监管仍为核心变量
 - 1.1 出口端：1-5月电子烟出口美国高增，英国回落
 - 1.2 零售端：电子烟需求以欧美为主，监管仍为未来增长的主要变量
 - 1.3 零售端：HNB为传统烟草龙头主导，预计增速将超电子烟
- 2 美国：非法与合规为核心矛盾
- 3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益
- 4 投资建议：建议关注合规制造龙头思摩尔国际
- 5 风险提示

1.1 出口端：1-5月电子烟出口美国高增，英国回落

年初以来我国电子烟出口增速有所回落，各区域增速分化。

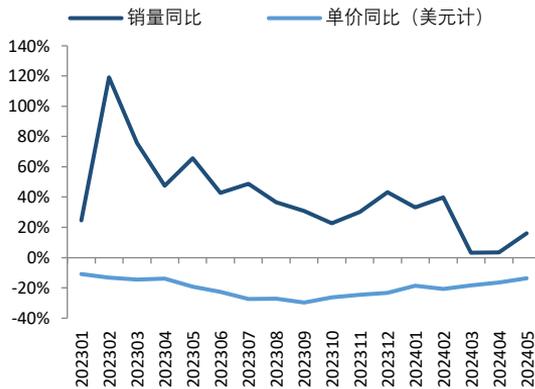
- 从总额看，2024年初以来我国电子烟出口额载高基数下同比有所回落。我国是全球最大的电子烟制造国和出口国。据海关，2023年我国电子烟出口额达约111亿美元，同比+12.5%。2024年1-5月，我国电子烟出口额约44亿美元同比-3.4%，单5月出口同比+0.2%。
- 从量价看，出口销量保持双位数增长，单价延续下降。2024年1-5月我国电子烟出口量（按Kg计）同比+16.6%；单价（美元/Kg）受均价较低的一次性在全球范围的流行影响，自2023年有统计数据起同比延续下降。
- 从产品形态看，封闭式雾化设备占比仍在提升。2023年全球雾化设备按出厂规模计，封闭式（含换弹式与一次性）、开放式与特殊用途雾化器占比分别为61%、28%、11%，其中封闭式设备保持占比提升趋势。

图：我国电子烟月度出口额及同比增速



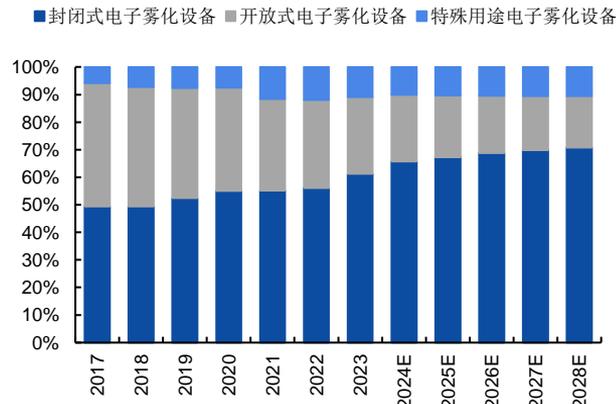
资料来源：中国海关，华福证券研究所

图：我国电子烟月度出口量及出口均价同比



资料来源：中国海关，华福证券研究所

图：全球雾化设备按出厂规模划分产品结构



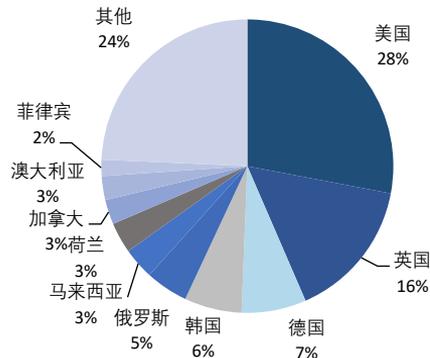
资料来源：思摩尔国际公告，华福证券研究所

1.1 出口端：1-5月电子烟出口美国高增，英国回落

年初以来我国电子烟出口增速有所回落，各区域增速分化。

- 目前我国电子烟出口主要目的国分别为美国（28%）、英国（16%）、德国（7%）、韩国（7%），欧美仍为主要需求市场。
- 近期对美国出口恢复较好增长。**2023年我国对美国电子烟出口额（美元计）同比+0.4%，主要为出口均价下行所致，我们认为可能与单价较低的非法一次性产品结构提升有关。2024年1-5月我国对美国电子烟出口额同比+22%，增速自上年低基数修复。
- 近期对英国出口有所回落。**2023年我国对英国电子烟出口额（美元计）同比+18%，主要为自2022年起，英国一次性电子烟终端需求旺盛，带动我国电子烟产业链对英国出口高增，尽管单价亦有下降，但出口量增长更大。2024年1-5月我国对英国电子烟出口额同比-13.2%，主要为一方面上年同期出口基数较大，另一方面英国出台一次性电子烟禁令草案，或导致终端备货情绪有所下降，对我国出口亦有影响。

图：2023年我国电子烟出口分地区占比



资料来源：烟草市场，华福证券研究所

图：我国电子烟对美国月度出口额及同比增速



资料来源：中国海关，华福证券研究所

图：我国电子烟对英国月度出口额及同比增速

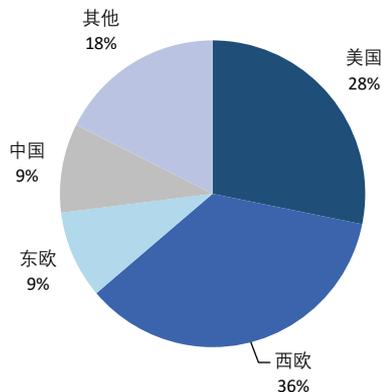


资料来源：中国海关，华福证券研究所

1.2 零售端：电子烟需求以欧美为主，监管仍为未来增长的主要变量

- 以欧睿合规零售市场统计口径看，预计美国电子烟市场增长趋稳，西欧电子烟市场或存在政策扰动。
- 预计2024-2028年美国电子烟零售CAGR约1.2%。**美国电子烟合规市场经过2020年口味限制政策冲击后规模降至约70亿美元，21-23年受非法产品冲击合规市场仍有承压。近期随着FDA执法力度加强，以及潜在的贸易委员会介入监管，预计未来美国合规市场呈平稳增长。但如果美国市场未来非法产品得到有效清退，合规市场规模有望实现超预期修复。
- 西欧电子烟市场未来或面临政策扰动。**22-23年受益以英国市场为代表的一次性电子烟需求高增，23年西欧电子烟零售规模增速达约30%，基于2025年英国及欧盟可能对一次性电子烟进行限制的假设，欧睿预计2025年西欧电子烟零售规模将同比-7%。但由于英国及多数欧盟国家对口味限制相对宽松，预计未来增长中枢约7-8%，高于美国。

图：全球电子烟零售分区域份额（合规市场）



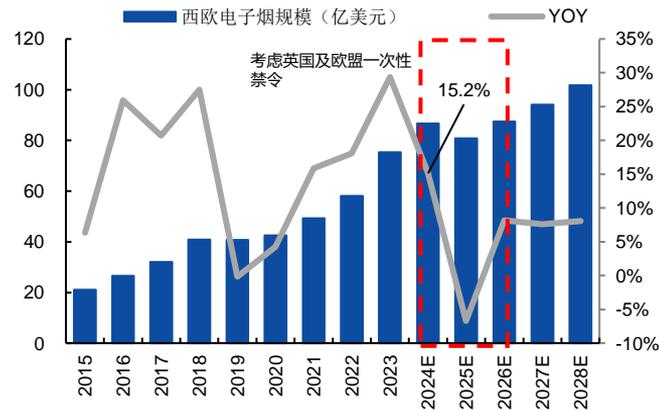
资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：美国电子烟零售规模及增速



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：西欧电子烟零售规模及增速



资料来源：欧睿，华福证券研究所

1.3 零售端：HNB为传统烟草龙头主导，预计增速将超电子烟

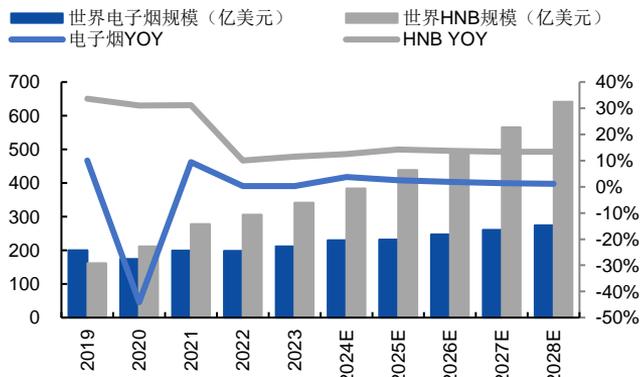
➤ **全球HNB主要消费市场在欧洲、日韩，未来或将保持高增。**

- 据欧睿，2023年全球HNB零售规模约341亿美元，合规市场电子烟规模约212亿美元，预计2024-2028年全球HNB零售规模CAGR约13%，高于电子烟规模增速。由于HNB产品形态与传统烟草相似度较高，监管可参照卷烟执行，因此市场中可销售产品均为传统烟草巨头生产，菲莫国际、英美烟草、日本烟草、韩国烟草分别占据全球HNB市场份额约71%、15%、6%、4%，菲莫国际占据份额绝对优势。

➤ **菲莫国际与英美烟草达成专利和解，菲莫或将于2024年逐步进入美国市场。**

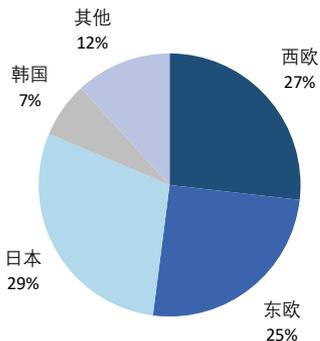
- 24年初菲莫、英美在美国市场就此前存在争议的HNB技术达成和解。此前英美向菲莫提起专利侵权诉讼，美国国际贸易委员会裁定菲莫停止销售和进口IQOS设备。此次和解达成后，菲莫可进入美国市场。菲莫国际将于24年Q2在美国部分城市小范围推出部分产品，一旦ILUMA最终通过PMTA，该旗舰产品将全面进入美国市场。

图：全球HNB零售规模及增速



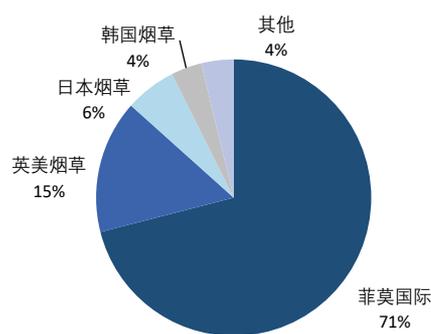
资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：2023年全球HNB零售分区域份额



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：菲莫国际占据全球HNB份额绝对优势



资料来源：欧睿，华福证券研究所

- 1 行业增速分化，监管仍为核心变量
- 2 美国：非法与合规为核心矛盾
 - 2.1 FDA口味限制或放宽，合规产品竞争力有望提升
 - 2.2 非法产品对合规产品仍有挤出效应，监管逐步发力
- 3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益
- 4 投资建议：建议关注合规制造龙头思摩尔国际
- 5 风险提示

2.1 FDA口味限制或放宽，合规产品竞争力有望提升

- 近日FDA首准NJOY薄荷醇电子烟，且撤回JUUL的MDO，Vuse多种口味仍可合法销售，美国口味限制或有所放宽。
- 6月21日 FDA首次授予NJOY薄荷醇味电子烟PMTA，此前包括JUUL、Logic、Vuse等多家公司薄荷醇口味烟弹遭拒。本次薄荷醇首准上市或意味着监管对合规产品口味由烟草放宽至薄荷醇，正在重新审核或法律流程的薄荷醇产品有望重新获批。
- 6月6日FDA撤回此前对JUUL烟具、烟弹的MDO（禁止上市令），重新审核，尽管JUUL此前因对青少年吸烟的不良引导受美国监管“重点关注”，但由于目前美国监管核心矛盾转为以一次性为主的“非法市场”，此次JUUL的重新审核或意味着监管对换弹式品牌更加“宽容”。

表：美国主要电子烟公司FDA审批情况

公司	产品	日期	状态	备注
菲莫国际	Marlboro加热卷烟（薄荷醇）、IQOS加热烟具	04/30/2019	PMTA	21年9月美国国际贸易委员会（ITC）因IQOS侵权英美烟草禁止进口，24年2月英美与菲莫已就专利和解
US Smokeless	VERVE口嚼烟（薄荷醇）	10/19/2021	PMTA	
雷诺（英美烟草）	Vuse Solo烟弹（烟草）、烟具	10/12/2021	PMTA	
Logic（日烟）	Logic Vapeleaf烟弹（烟草）、烟具	03/24/2022	PMTA	
Logic（日烟）	Logic Pro烟弹（烟草）、烟具	03/24/2022	PMTA	
NJOY（奥驰亚）	NJOY ACE烟弹（烟草）、烟具	04/26/2022	PMTA	
雷诺（英美烟草）	Vuse Vibe烟弹（烟草）、烟具	5/12/2022	PMTA	
雷诺（英美烟草）	Vuse Ciro烟弹（烟草）、烟具	5/12/2022	PMTA	
NJOY（奥驰亚）	NJOY Daily烟弹（烟草）	6/10/2022	PMTA	
JUUL	JUUL烟弹（烟草、薄荷醇）、烟具	7/10/2022	MDO	24年6月已撤回MDO，重新考察
Logic（日烟）	Vuse Solo烟弹（薄荷醇）	10/26/2022	MDO	
雷诺（英美烟草）	Vuse Vibe烟弹（薄荷醇）	01/24/2023	MDO	第五巡回法庭宣判暂缓MDO，仍可合法销售
雷诺（英美烟草）	Vuse Ciro烟弹（薄荷醇）	01/24/2023	MDO	第五巡回法庭宣判暂缓MDO，仍可合法销售
菲莫国际	Marlboro加热卷烟（Amber、Sienna、Bronze烟味）	01/26/2023	PMTA	
雷诺（英美烟草）	Vuse Solo烟弹（薄荷醇）	03/17/2023	MDO	第五巡回法庭宣判暂缓MDO，仍可合法销售
雷诺（英美烟草）	Vuse Alto烟弹（薄荷醇、混合莓果）	10/12/2023	MDO	第五巡回法庭宣判暂缓MDO，仍可合法销售
NJOY（奥驰亚）	NJOY ACE、Daily烟弹（薄荷醇）	06/21/2024	PMTA	

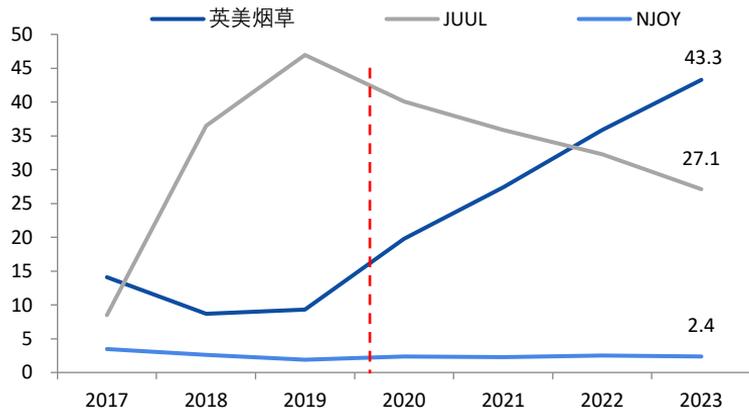
资料来源：FDA，烟草在线，两个至上，华福证券研究所

2.1 FDA口味限制或放宽，合规产品竞争力有望提升

➤ 2023年FDA对Vuse的MDO并未影响其在美国合规市场的市占率，烟草巨头合规壁垒高。

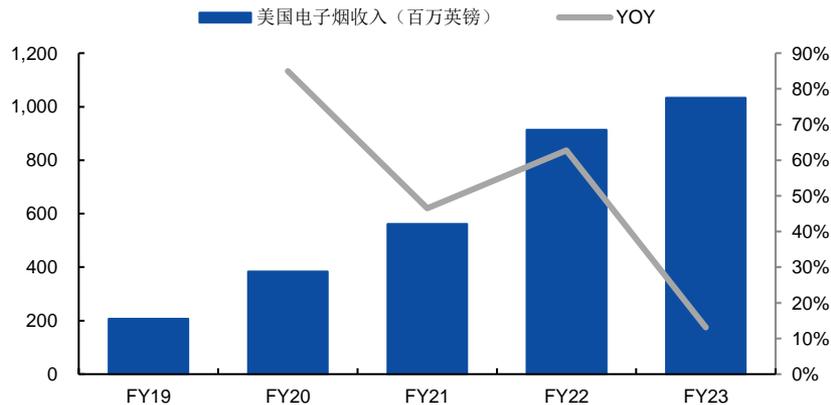
- 虽然2023年英美烟草电子烟品牌Vuse多款薄荷醇口味烟弹遭MDO，但英美烟草均迅速向法院上诉请求暂缓MDO且均获批准，目前其多款薄荷醇口味产品均可合法在美国销售，MDO并未对Vuse产品的合法销售造成影响。
- 从美国合规市场零售额市占率看，2023年英美烟草（Vuse）、JUUL、NJOY市占率分别为43.3%、27.1%、2.4%，分别同比+7.4pct、-5.2pct、-0.1pct。继2019-2020年美国对JUUL口味电子烟强制下架后，Vuse在合规市场市占率持续提升，且23年仍保持份额大幅提升趋势。由于拥有完善的法律团队、研发团队，国际烟草巨头在合规市场具有其他品牌无法比拟的优势，竞争壁垒较高。

图：美国电子烟合规市场零售竞争格局（销售额市占率%）



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：英美烟草美国地区电子烟收入与增速



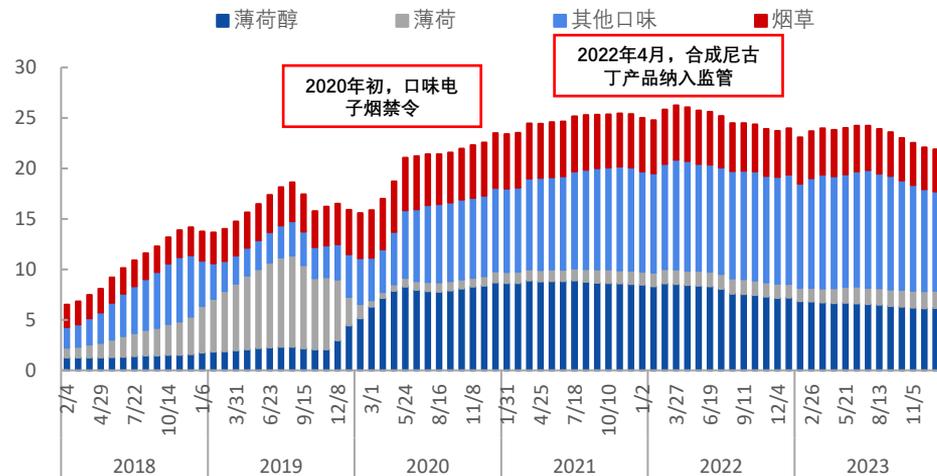
资料来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 非法产品对合规产品仍有挤出效应，监管逐步发力

➤ **FDA仍未能有效限制非法产品，目前美国其他口味电子烟占比约44%，一次性占比超50%。**

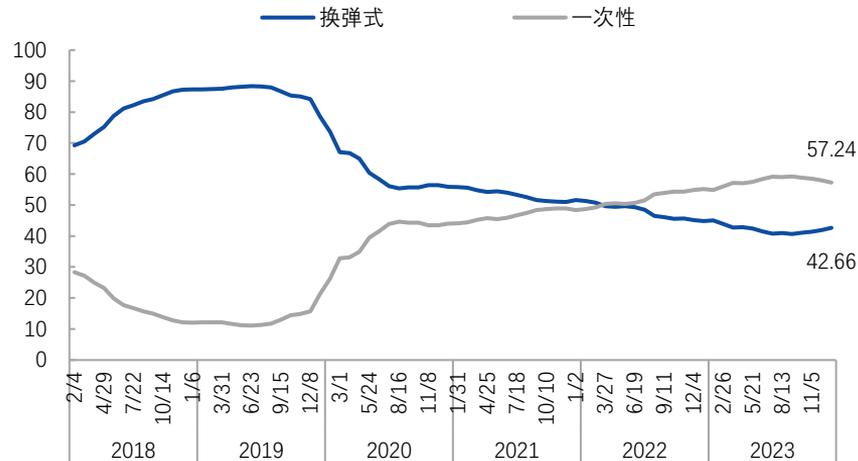
- 美国于2020年初颁布电子烟口味禁令，当时占市场主导地位的换弹式产品受影响较大，产品份额迅速下降，但期间一次性电子烟针对FDA对合成尼古丁产品的监管漏洞迅速以口味产品占领市场。因此在2019年后，尽管美国市场存在口味禁令，“其他口味”与一次性电子烟占比持续提升。2022年4月FDA宣布合成尼古丁产品亦需通过PMTA方可合法销售，旨在修复漏洞，但由于欠缺执法力度，2022年后美国市场中其他口味与一次性电子烟占比并未显著下降。

图：美国市场电子烟口味结构（百万个，样本统计）



资料来源：CDC，华福证券研究所

图：美国市场电子烟换弹式/一次性结构（销量市占率%，样本统计）



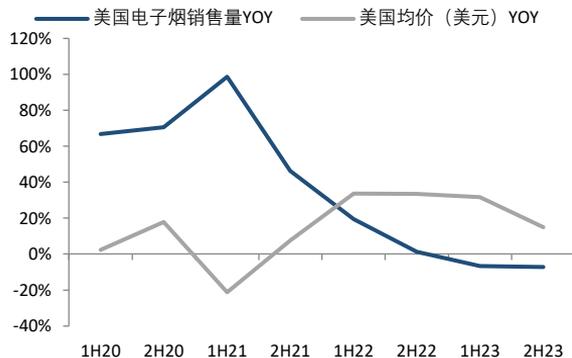
资料来源：CDC，华福证券研究所

2.2 非法产品对合规产品仍有挤出效应，监管逐步发力

➤ 我国出口美国电子烟量价、英美烟草美国电子烟量价存在分化，或反映合规 vs 非法分化现状。

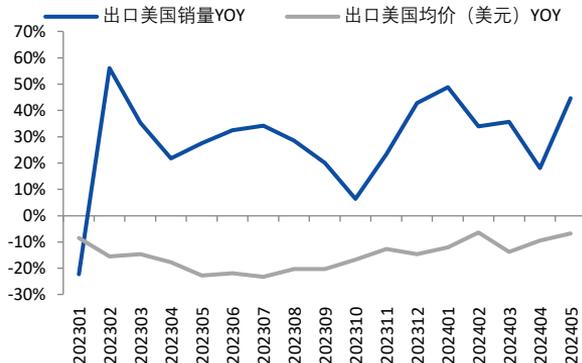
- **英美烟草：1) 从销售量看**，据英美烟草公告，2020-2021年受益竞争对手JUUL失利，其销售量实现快速增长；而2022年起由于美国非法市场的挤出效应，其在美销售量增速持续下降。**2) 从测算单价看**，按历史汇率测算其美国销售单价在2020-2021年相对平稳，主要为该阶段公司重心为争夺份额；2022年起，英美已占据美国合规市场35%以上份额，尽管其销售量增长放缓，但其美国销售单价持续提升，拉动整体营收仍保持较好增长。相应地，英美烟草逐步将新型烟草板块的经营重心转向实现盈利，2023年其新型烟草板块首次扭亏。
- 近期据英美烟草半年度更新，美国电子烟市场年初至今仍有11%增长，但合规产品下滑10%，非法黑市产品仍未得到有效打击。
- **我国对美出口：1) 从销售量看**，2023年至今，我国对美电子烟月度出口量（Kg计）均保持双位数以上高增长。**2) 从美元单价看**：2023年至今我国对美电子烟月度单价保持同比下降。据英国电子烟电商数据测算，换弹式烟弹克单价显著高于一次性。

图：英美烟草电子烟在美国销量、均价同比



资料来源：公司公告，华福证券研究所
 注：当期英镑/美元汇率换算

图：我国出口美国电子烟销售量、均价 (美元) 同比



资料来源：中国海关，华福证券研究所

表：烟弹克零售价显著高于一次性

	重量 (G)	零售价 (£)	单价 (£/G)
Elf Bar 600 一支	31	5	0.16
VUSE Pro 烟弹二颗	2	7	3.50

资料来源：buyV2，英国亚马逊，Vuse UK，华福证券研究所

2.2 非法产品对合规产品仍有挤出效应，监管逐步发力

➤ 各州PMTA注册法推进，旨在更好打击非法产品；路易斯安那州初步反馈良好。

- 英美烟草在近期公告指出，目前已有3个州生效了PMTA注册法案，另外仍有20个州正在考虑类似的PMTA注册法案。另外，威斯康星州、犹他州州已颁布立法并预计于2025年实施。
- 从已实施PMTA注册法案各州立法细则看，仅进入各州产品目录的产品可在各州销售，而进入目录的条件主要为：已于FDA截止日期（2020年9月）前提交的PMTA且正在审核的产品，或收到MDO但正在上诉的产品。而目前，符合上述条件的产品多数为雷诺、奥驰亚等大型烟草公司的产品。
- 据英美烟草，从路易斯安那州执法表现看，近期非法产品销售量实现高个位数下滑，Vuse产品占据了非法产品销售下降量中的大部分市场份额。

表：美国已有三个州实施PMTA注册法案

地区	进展	申请进入产品目录条件
路易斯安那州	已生效	1) 2016年8月前已在市场销售；2) 已于20年9月提交PMTA且正在审核或者收到MDO但正在法院上诉 ；3) 收到PMTA
阿拉巴马州	已生效	1) 2016年8月前已在市场销售；2) 已于20年9月提交PMTA且正在审核或者收到MDO但正在法院上诉 ；3) 收到PMTA
俄克拉荷马州	已生效	1) 2016年8月前已在市场销售；2) 已于20年9月提交PMTA且正在审核 ；3) 收到PMTA

资料来源：美国各州立法院，华福证券研究所

2.2 非法产品对合规产品仍有挤出效应，监管逐步发力

- **近日雷诺再提337调查，或通过美国国际贸易委员会打击非法产品。**
 - 6月11日，雷诺烟草向美国国际贸易委员（ITC）会提出申请，指控对美出口、在美进口或在美销售的特定电子烟产品侵犯其专利权，请求发起337调查，并发布普遍排除令、有限排除令和禁止令。美国、中国、英国等42家企业涉案，其中包括爱奇迹。
- **美国电子烟337调查并非首次，从部分历史案件看，一旦受理申诉方可不同程度受益。**
 - 此前美国企业JUUL曾向ITC对其他电子烟企业提出337诉讼，涉案国内企业相对被动，缺席企业判定无法通过美国海关进入美国市场。23年10月雷诺几款薄荷醇烟弹收到MDO后，随即发起337调查，尽管FDA和美国海关此前认定不应启动调查，但最后仍决定部分启动调查。总体看，ITC调查启动后，诉讼方均可在一定程度上受益。

表：近年美国电子烟部分337诉讼情况

发起时间	结束日期	诉讼方	被告方	结果
2018年11月20日	2019年7月10日	JUUL	中国5家企业涉案	3家中国企业缺席，2家和解
2020年7月10日	2022年2月14日	JUUL	中美40余家企业，中国7家涉案	对18家缺席被告发布禁止令，含5家深圳企业缺席
2021年10月4日	2023年4月24日	麦克韦尔	38家美国、加拿大企业和个人	截止22年4月17家被告签署同意函或和解协议；23年ITC认为诉讼方未能满足美国国内产业要求，但对于受控产品是否构成专利侵权的问题，ITC在复审中未发表意见
2023年10月13日	在审	雷诺	26家中美企业，其中13家广东企业，含爱奇迹	ITC在发布了三次延期决定是否受理的通知后，于23年12月15日作出部分启动调查的决定
2024年6月12日		雷诺	15家广东企业、4家中国香港企业、19家美国企业以及4家英国企业，含爱奇迹	

资料来源：深圳知识产权保护中心，电子烟资讯网，深圳商报，市场监督管理局，中银律师事务所，华福证券研究所

- 1 行业增速分化，监管仍为核心变量
- 2 美国：非法与合规为核心矛盾
- 3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益
- 投资建议：建议关注合规制造龙头思摩尔国际
- 风险提示

3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益

- 英国将于2025年禁止一次性电子烟，欧盟考虑禁止口味电子烟。
- 2014年以来，英国、欧盟对于电子烟态度相对开放，“注册制”之下品牌需要向监管机构备案即可上市销售，且对于产品形态（一次性、换弹式）、口味并未做限制性要求。但2024年以来，考虑到电子烟特别是一次性产品在青少年群体的流行，以及一次性产品在环保方面的隐患，英国及欧盟逐步收紧了对电子烟的监管。
- 2024年3月英国政府颁布草案，拟将在2025年4月起正式禁止销售一次性电子烟。同期，27个欧盟会员国讨论考虑禁止口味电子烟，但并未立法落实。截止目前，欧盟已有部分国家颁布禁止调味电子烟、一次性电子烟的法案。未来，英国及欧盟对电子烟的监管逐步趋严或为主要趋势。

表：英国与欧美电子烟相关政策

时间	地区	监管内容
2014年	欧盟	修订《烟草产品指令》（TPD）。1) TPD并不要求新产品上市前必须获得批准，只要求向有关部门通报；2) 未禁止调味电子烟；3) 对购买电子烟的最低年龄无强制要求
2016年5月	英国	颁布《烟草和相关产品条例》，1) 含有尼古丁产品的制造商需向英国药监局申请药品许可证后方可销售；2) 未禁止调味电子烟，电子烟含量限制与欧盟保持一致；3) 不得向18岁以下的未成年人销售
2024年3月	英国	英国政府颁布一次性电子烟禁令草案，2025年4月起或全英将禁售一次性电子烟
2024年6月21日	欧盟	27个欧洲联盟（EU）会员国讨论考虑禁止口味电子烟
截止目前	欧盟	丹麦、爱沙尼亚、芬兰、匈牙利、立陶宛、荷兰、斯洛文尼亚已颁布禁止调味电子烟法律
截止目前	欧盟	波兰最迟4月制定一次性禁止法案；法国一次性禁令预计今年9月生效；比利时从2026年1月1日起禁止销售一次性电子烟

资料来源：《中国电子烟行业的消费税设置研究》，MRW，烟草市场，ASH，华福证券研究所

3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益

英国青少年一次性电子烟使用率上升是禁令颁布的主要原因。

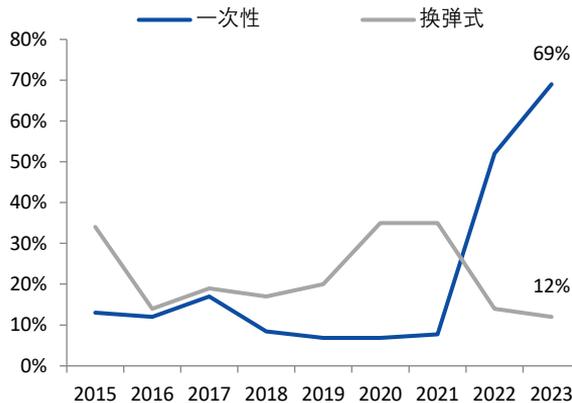
- 据英国吸烟与健康行动 (ASH)，2021-2023年英国11-17岁样本中电子烟渗透率自3.2%至7.6%快速提升，青少年主要使用的电子烟类型为一次性，占比接近70%。而在青少年中流行的一次性电子烟品牌中，最常使用的Elf Bar、Lost Mary均为爱奇迹旗下品牌，Elux、Geek Bar亦均为国内品牌，Crystal为斯科尔旗下品牌。
- 2024年英国政府宣布即将颁一次性禁令，旨在解决青少年电子烟数量增加和保护儿童健康的问题，近70%的家长、教师、医疗保健专业人士和公众都支持这一措施。由于丢弃含锂电池的一次性电子烟会对环境造成负担，该禁令还将对环境保护产生积极影响。

图：英国11-17岁样本电子烟渗透率近年快速提升



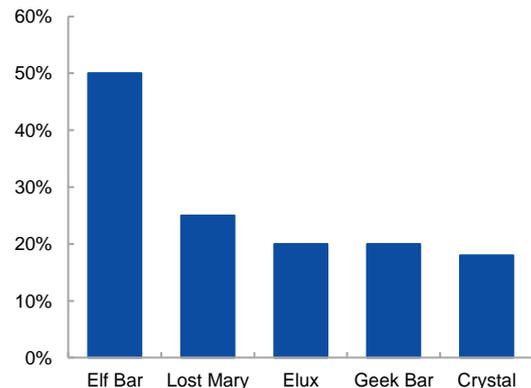
资料来源：ASH，华福证券研究所

图：英国11-17岁样本最常使用的电子烟类型



资料来源：ASH，华福证券研究所

图：英国11-17岁样本曾使用的一次性品牌



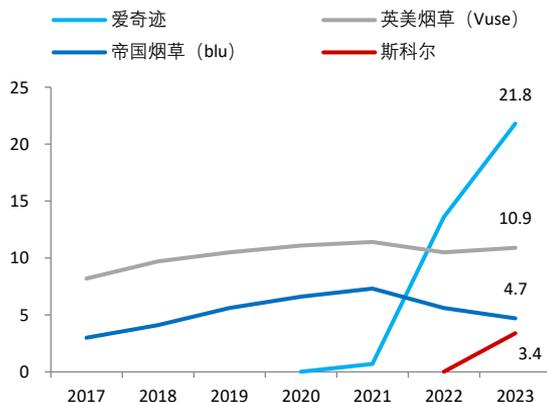
资料来源：ASH，华福证券研究所

3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益

➤ 受益于宽监管，西欧、英国一次性电子烟品牌22-23年集中爆发，国内品牌异军突起。

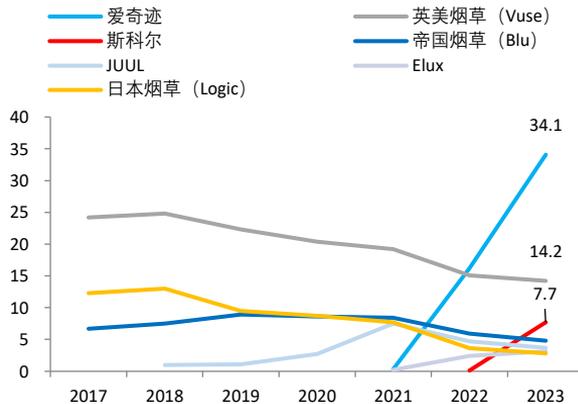
- 从品牌历史市占率看，2021年英国电子烟市场销售额排名较高的品牌为Vuse、Blu、JUUL，均以换弹式为主。22-23年一次性产品异军突起，爱奇迹份额实现显著提升至目前的34.1%。但23年Elf Bar在英国超标被下架，尽管爱奇迹通过多品牌矩阵的布局（Elf Bar + Lost Mary），市场份未受显著影响，但也给了其他品牌一定的成长机会。
- 据赢合科技公告，其下属控股子公司斯科尔自2022年开始大力发展自有品牌业务，并获得欧洲电子烟新产品的TPD认证，凭借产品、技术和渠道资源等优势，在英国、德国、波兰、荷兰、马来西亚等国家实现了较好发展，逐步实现了“立足英国、辐射欧洲”的目标，斯科尔快速增长，2023年斯科尔实现营业收入33亿元，同比+512%。

图：西欧电子烟零售公司竞争格局（市占率%）



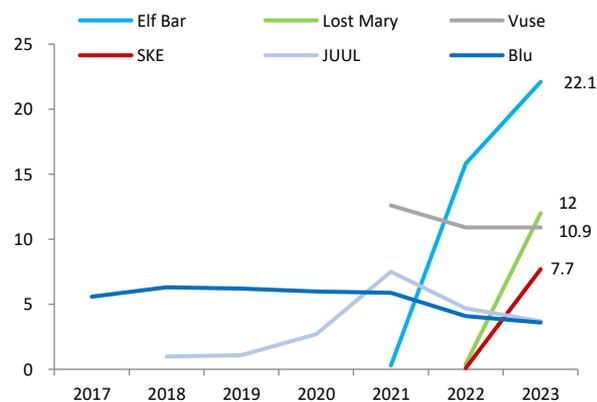
资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：英国电子烟零售公司竞争格局（市占率%）



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：英国电子烟零售品牌竞争格局（市占率%）



资料来源：欧睿，华福证券研究所

3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益

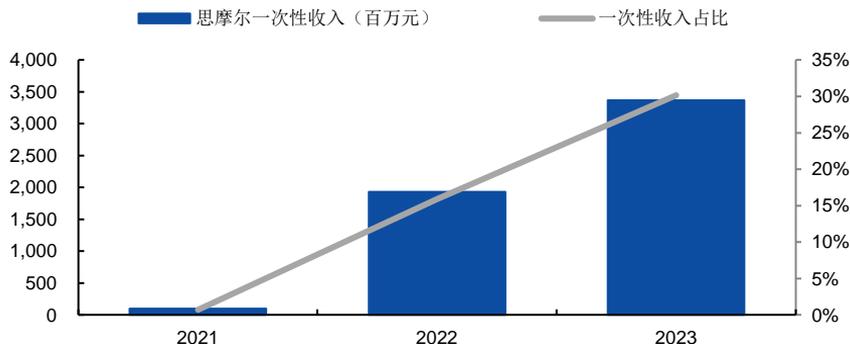
➤ 对于品牌商，或考虑产品逐步替换为换弹式。

- 22年5月，以换弹式为主的Vuse亦开始重视一次性产品，针对欧洲市场推出Vuse Go，23年英美烟草在西欧市占率提升0.4pct至10.9%；从其核心供应商思摩尔国际营业收入看，22年、23年思摩尔一次性产品收入亦呈显著提升态势，23年一次性产品占其中收入比重达30%。尽管英国将于明年禁止一次性电子烟、欧盟或收紧监管，但英美烟草仍将在下半年推出升级款一次性产品Vuse Go 2.0，加品牌对大消费者心智的占领，拉动欧洲地区的销售量增长。据赢合科技，从2023年下半年开始斯科尔已在欧洲包括英国在内等国家开始布局换弹式电子烟产品，2024年以来进一步加大换弹式电子烟的销售力度。

➤ 对于制造商，换弹式盈利能力更强，重新切换至换弹式有助于盈利提升。

- 据思摩尔国际，22年、23年一次性产品营收占比分别为16%、30%，对应当年整体毛利率分别为43.3%、38.8%。若未来英国及欧洲区域重新向换弹式切换，具备产品及合规优势的Vuse亦有望重拾市场份额，制造商盈利能力亦有望逐步改善。

图：思摩尔国际一次性电子烟收入及占比



资料来源：公司公告，华福证券研究所

图：思摩尔国际整体毛利率



资料来源：iFind，华福证券研究所

目 录

- 1 行业增速分化，监管仍为核心变量
- 2 美国：非法与合规为核心矛盾
- 3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益
- 4 投资建议：建议关注合规制造龙头思摩尔国际
- 5 风险提示

➤ 全球合规化有望加速，建议关注合作头部客户的合规制造龙头思摩尔国际。

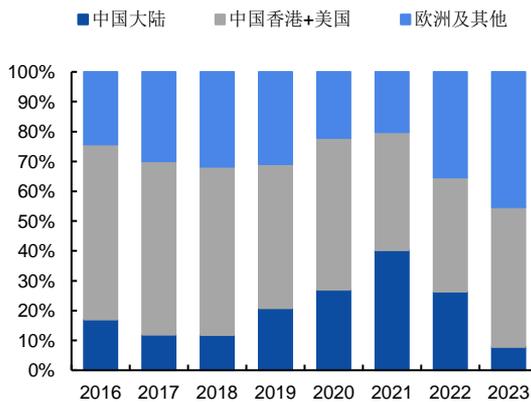
- **国内业务大幅收缩为近年营收放缓主要原因。**2023年实现营业收入111.68亿元，同比下降8.0%，主要为中国大陆业务显著下降所致，而来自中国大陆的业务占比已由上年的18.5%显著下降至1.5%，未来对营收影响有限。
- **面向企业客户销售：**2023年实现收入93.21亿元，同比下降12.7%。其中向美国、欧洲及其他地区、中国客户的销售额分别为40.84亿元、50.74亿元、1.63亿元，分别同比变化+8.2%、+8.9%、-92.7%。其中，一次性产品主要发往欧洲，23年营收占比达30%，为整体收入主要拉动。
- **面向零售客户销售：**即公司APV开放式自有品牌产品，2023年实现收入18.47亿元，同比增长26%，其中向欧洲及其他地区、美国的自有品牌销售额分别为14.75亿元、3.72亿元，分别同比+31%、+8.8%。

图：思摩尔国际营收及同比增速



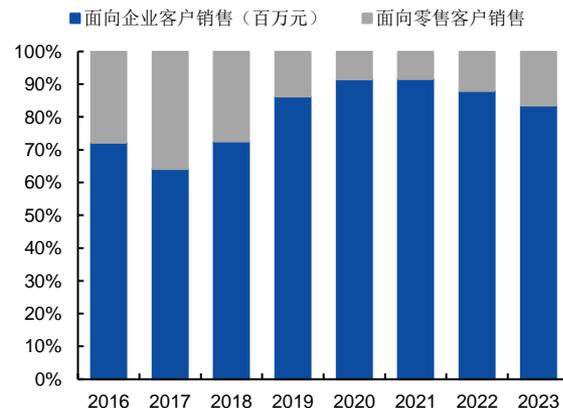
资料来源：公司公告，华福证券研究所

图：思摩尔国际分地区收入结构



资料来源：公司公告，华福证券研究所，注：中国大陆含转出口

图：思摩尔国际分业务收入结构

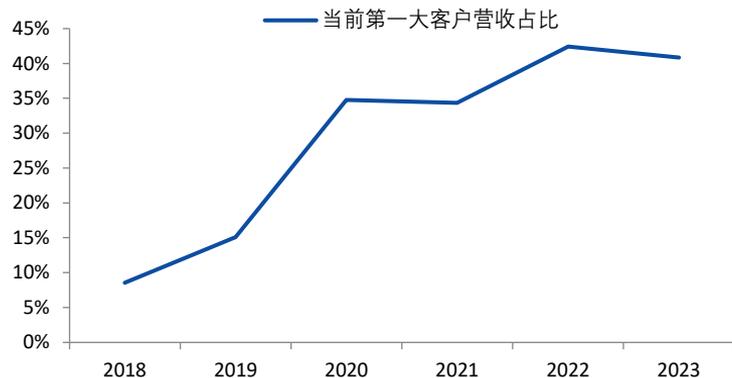


资料来源：公司公告，华福证券研究所

➤ **全球合规化有望加速，建议关注合作头部客户的合规制造龙头思摩尔国际。**

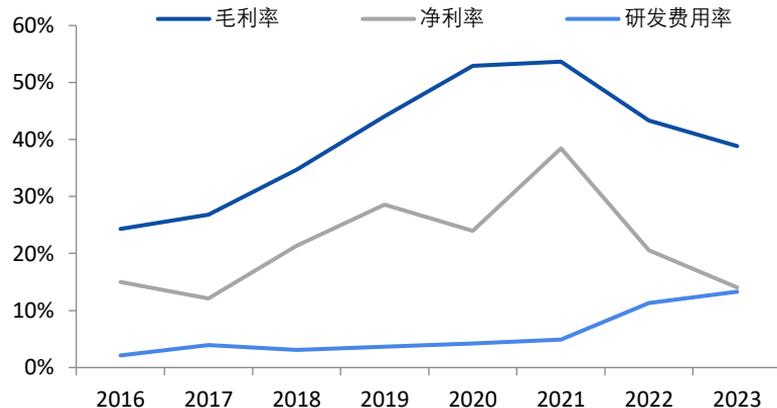
- **紧密合作大客户，协同客户维持份额领先。**2023年公司向第一大客户销售额占比为41%，近年来维持相对稳定。公司与合规大客户保持紧密合作，迅速顺应欧洲市场趋势配合大客户推出一站式电子烟产品，助力客户保持份额领先，2023年公司推出了升级的一次性陶瓷雾化芯技术平台FEELM Max，已进入主要客户供应链并实现大规模出货。
- **产品结构切换利润率有所下降，若欧洲市场向换弹式切换，改善空间较大。**2023年毛利率38.8%，同比-4.5pct，主要由于产品结构向欧洲一次性产品切换所致。研发费用率提升主要为加大雾化医疗领域投入，在美容领域公司于24年一季度推出MOYAL岚至品牌和第一代雾化美容产品解决方案，拓展雾化技术应用场景。

图：思摩尔国际大客户收入占比



资料来源：公司公告，华福证券研究所

图：思摩尔国际毛利率、净利率、研发费用率



资料来源：iFind，华福证券研究所

表：思摩尔国际业务分拆表

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入	707	1,565	3,434	7,611	10,010	13,755	12,145	11,168
YOY		121.3%	119.4%	121.6%	31.5%	37.4%	-11.7%	-8.0%
按客户注册所在地区划分收入								
美国与中国香港	415	909	1,934	3,672	5,083	5,454	4,647	5,227
YOY		118.9%	112.8%	89.9%	38.4%	7.3%	-14.8%	12.5%
中国大陆	120	187	408	1,589	2,709	5,530	3,200	876
YOY		55.7%	117.9%	289.7%	70.5%	104.1%	-42.1%	-72.6%
欧洲	172	469	1,092	2,350	2,218	2,771	4,298	5,065
YOY		172.9%	132.8%	115.2%	-5.6%	24.9%	55.1%	17.9%
毛利	172	419	1,191	3,352	5,296	7,377	5,260	4,334
毛利率	24.3%	26.8%	34.7%	44.0%	52.9%	53.6%	43.3%	38.8%
销售费用	19	51	99	158	144	193	388	526
销售费用率	2.6%	3.2%	2.9%	2.1%	1.4%	1.4%	3.2%	4.7%
管理费用	33	63	123	327	683	864	1,148	867
管理费用率	4.7%	4.0%	3.6%	4.3%	6.8%	6.3%	9.5%	7.8%
研发费用	15	61	106	277	420	671	1,372	1,483
研发费用率	2.1%	3.9%	3.1%	3.6%	4.2%	4.9%	11.3%	13.3%
财务费用	1	3	8	18	15	25	29	27
财务费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
年内全面综合收益总额	106	189	734	2,174	2,400	5,287	2,495	1,566
净利率	15.0%	12.1%	21.4%	28.6%	24.0%	38.4%	20.5%	14.0%

资料来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

- 1 行业增速分化，监管仍为核心变量
- 2 美国：非法与合规为核心矛盾
- 3 英国及欧盟：一次性监管趋严，换弹式有望受益
- 4 投资建议：建议关注合规制造龙头思摩尔国际
- 5 风险提示

➤ **政策风险：**

- 目前全球主要国家均对电子烟进行监管，监管方向包括尼古丁含量、口味、青少年使用、消费税、环保等多个方面。若未来全球主要国家对电子烟的监管政策发生变化，则可能对电子烟行业增长造成不利影响。

➤ **国际贸易摩擦风险：**

- 目前我国为全球电子烟主要制造国与出口国，若未来其他国家对中国电子烟出口贸易政策有不利变化，则可能对我国电子烟制造与出口造成较大影响。

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

