

证券研究报告

2025年1月18日

行业报告：行业深度研究

新兴产业

新型烟草行业跟踪报告之十一：
全球市场规模继续高增长，各国监管政策趋严导致行业集中度加速提升

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

全球主要新型烟草市场监管及产品变化趋势分析

- **欧洲：一次性电子烟成为监管重点，2025年起多个国家禁令将生效。**2024年3月，英国政府发布一次性电子烟禁令草案，宣布2025年6月1日起禁止销售和供应一次性电子烟。随后，欧盟各国也开始推动一次性电子烟禁令立法。为了满足英国市场的合规要求，相关企业对现有一次性产品进行升级，升级方向主要为“多合一”和“可注油”。
- **美国：加强对非法产品打击力度，FDA首次授权薄荷口味，目前合规产品均为国际烟草巨头旗下品牌。**2024年以来，美国食品和药物管理局（FDA）继续加大力度限制未经授权的电子尼古丁输送系统（ENDS）的销售。2024年6月，FDA首次对非烟草口味产品给出PMTA授权，标志着电子烟产品减害性得到官方认可，合规产品市占率有望大幅提升。目前在合规市场中市占率前三的品牌——英美烟草（Vuse）、奥驰亚（Njoy）、Juul均已向FDA递交了新的PMTA申请，而他们的产品的共同特征则是都需要通过蓝牙连接进行年龄验证后才能使用；FDA烟草产品中心主任公开表示要进一步减少青少年电子烟使用率，我们认为，电子烟年龄验证技术将成为获得PMTA授权的必备条件。
- **东盟：东南亚成为第三大电子烟市场，马来西亚稳居中国电子烟出口目的国第五。**根据《全球成人烟草调查》结果在2023年发布的数据显示，早在过去的12年里，马来西亚电子烟的使用用户数量已大幅增长600%。监管政策落地速度加快，行业进入规范发展时代。东盟成员国中，包括泰国、新加坡、缅甸、柬埔寨、老挝、越南等6个国家已发布电子烟禁令；印度尼西亚、马来西亚、菲律宾等国家则逐步加强电子烟行业的监管力度和税收力度，促进行业规范发展。

投资建议

- **制造端：1) 思摩尔国际：**开放式自有品牌业务高速增长，封闭式产品业务逐步恢复，看好HNB等新业务增长潜能。2) **中国波顿：**香精香料&电子烟双轮驱动，铸就产业链一体化龙头企业。
- **渠道端：中烟香港：**中国烟草旗下独家国际业务平台，海外加速扩张提升盈利能力。
- **品牌端：建议关注-雾芯科技：**海外市场有序扩张，合规龙头地位稳固。

风险提示：新型烟草政策变动风险，销售/企业发展不及预期，市场竞争加剧的风险，与个股相关的风险。

目录

1. 全球主要新型烟草市场监管及产品变化趋势分析
 - 1.1. 市场规模保持增长，欧美仍为主要消费市场
 - 1.2. 欧洲：一次性电子烟成为监管重点，禁令催生出电子烟产品新形态
 - 1.3. 美国：加强对非法产品打击力度，年龄验证技术已成申请PMTA标配
 - 1.4. 东盟：东南亚成为第三大电子烟市场，监管政策推动行业规范化发展
2. 投资建议
 - 2.1. 制造端：
 - 2.1.1. 思摩尔国际（6969.HK）
 - 2.1.2. 中国波顿（3318.HK）
 - 2.2. 渠道端：
 - 2.2.1. 中烟香港（6055.HK）
 - 2.3. 品牌端：
 - 2.3.1. 建议关注：雾芯科技（RLX.N）
3. 风险提示

1 全球主要新型烟草市场监管 及产品变化趋势分析

1.1. 全球新型烟草市场规模持续增长，新兴市场快速发展

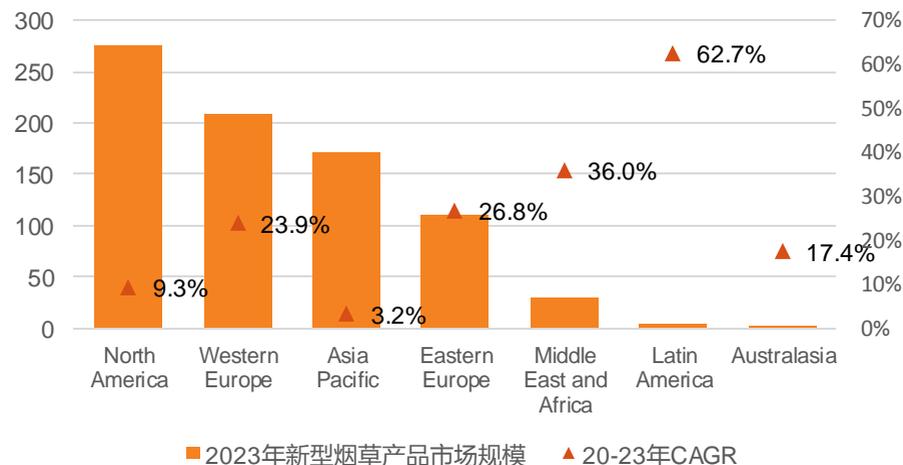
市场规模保持增长，雾化电子烟与口含烟市场增速迅猛。根据Research and Markets数据，2023年全球雾化电子烟/加热不燃烧/口含烟市场规模达分别达到282/215/30亿美元，预计2030年雾化电子烟/口含烟市场规模分别达到1828/228亿美元，2023-2030年CAGR分别为30.6%/34%，预计2032年加热不燃烧市场规模达到1628亿美元，2023-2032年CAGR为25.2%。从产品类型来看，雾化电子烟和口含烟市场规模增速高于加热不燃烧。

北美、欧洲为新型烟草主要消费市场，新兴市场快速发展中。根据欧睿国际数据，2023年，北美/西欧/东欧的新型烟草产品市场规模分别为274.7/ 209.0/109.4亿美元，合计市场规模占全球市场的74.1%。2020-2023年，欧洲地区市场规模快速增长，东欧/西欧市场规模CAGR分别为26.8%、23.9%；拉丁美洲、中东及非洲地区市场也处于高速增长期，2020-2023年CAGR分别为62.7%、36.0%。

图：全球新型烟草市场规模（亿美元）



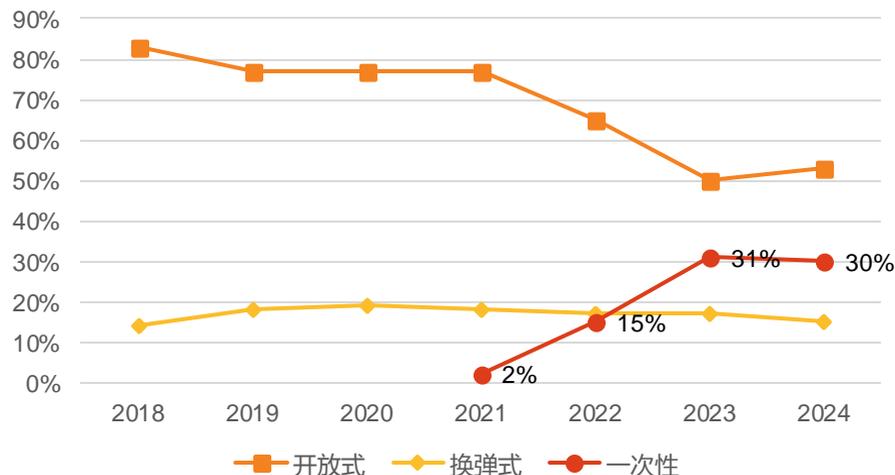
图：2023年全球主要新型烟草市场规模及20-23年CAGR（亿美元，%）



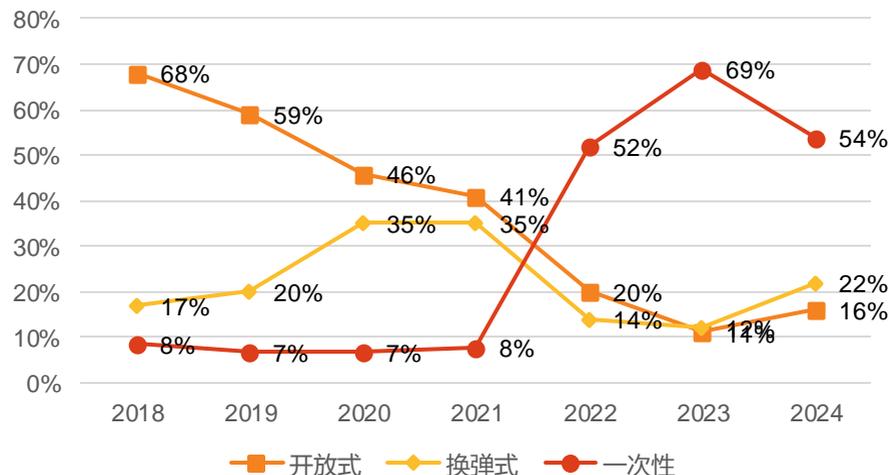
1.2. 欧洲：一次性电子烟成为监管重点，禁令催生出电子烟产品新形态

一次性电子烟风靡全球，吸引大量青少年使用，同时带来严重的环境问题。2023年，全球一次性电子烟销售额保持高增速，同比增长54.9%至53.7亿美元。在欧洲最大的电子烟市场——英国，一次性电子烟的受欢迎程度自2021年起快速上升，色彩缤纷的包装和甜味口味对未成年人有极大吸引力。根据Action on Smoking and Health数据，2021-2023年，选择一次性电子烟的成年用户数量占比由2%上升至31%，而使用一次性电子烟的青少年数量占比则由8%大幅上升至69%。2024年，英国的成年人/青少年中选择一次性电子烟的人数占比分别为30%/54%。此外，每年丢弃的大量一次性电子烟对环境造成巨大压力。据绿色和平组织称，2023年有超过40吨一次性锂电池被丢弃。

图：2018-2024年英国成年人选择使用的电子烟类型占比（%）



图：2018-2024年英国青少年（11-27岁）选择使用的电子烟类型占比（%）



1.2. 欧洲：一次性电子烟成为监管重点，禁令催生出电子烟产品新形态

英国率先通过一次性电子烟禁令，欧盟各国陆续立法。

2024年3月，英国政府发布一次性电子烟禁令草案，宣布2025年6月1日起禁止销售和供应一次性电子烟。随后，欧盟各国也开始推动一次性电子烟禁令立法。截至2024年12月，欧盟委员会陆续批准比利时、法国的一次性电子烟禁令；瑞士、波兰、西班牙等国家则处于一次性禁令倡议阶段。

在英国、比利时和法国的一次性电子烟禁令中，对一次性电子烟的定义的共同点为：**预先填充烟油且不可再填充的电子烟。**

表：英国、比利时和法国对一次性电子烟的定义

英国	比利时	法国
不可再充装，不可再充电，或不可再充装且不可再充电的电子烟	预先填充烟油且不可再填充的产品。	预先填充电子烟油，且无法重复注油的电子烟设备，无论其电池是否可充电

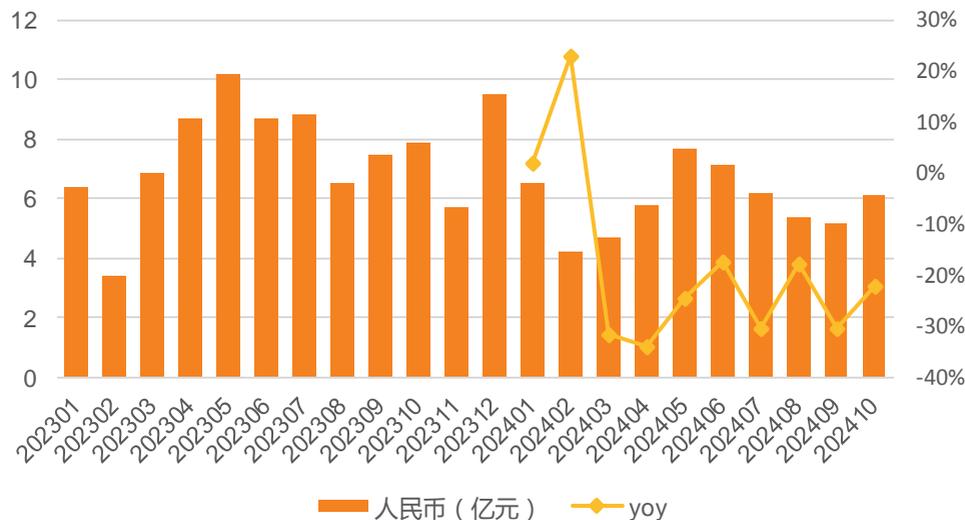
表：英国及欧盟各国家一次性电子烟禁令最新进展（截至2024年12月20日）

国家	一次性电子烟禁令最新进展
英国	北爱尔兰、英格兰、苏格兰和威尔士政府均已宣布2025年6月1日起禁止销售和供应一次性电子烟。
比利时	2024年3月28日，欧盟委员会正式批准比利时的一次性电子烟禁令。自2025年1月1日起，比利时将禁止一次性电子烟的销售。比利时成为第一个即将结束一次性电子烟销售的欧盟成员国。
法国	2024年9月25日，欧盟委员会批准了法国政府禁止一次性电子烟的法案，禁令最快将在2025年1月1日正式生效。
瑞士	目前瑞士各个州对电子烟的规定不尽相同。在瓦莱州和汝拉州，电子烟已被禁止，而在沃州仍被允许。全瑞士范围内禁用一次性电子烟的提议仍在讨论中，国家议会已同意，参议院预计将于春季作出决定。
波兰	2024年3月，波兰卫生部副部长沃伊切赫·科涅奇尼（Wojciech Konieczny）宣布波兰将采取法律行动引入一次性电子烟的禁令。
西班牙	2024年9月，西班牙卫生部长Mónica García在马德里新经济论坛上曾表示：正准备对西班牙皇家法令第579/2017号（Real Decreto 579/2017）草拟修订，其中包括将禁止对健康和环境有害的一次性电子烟。

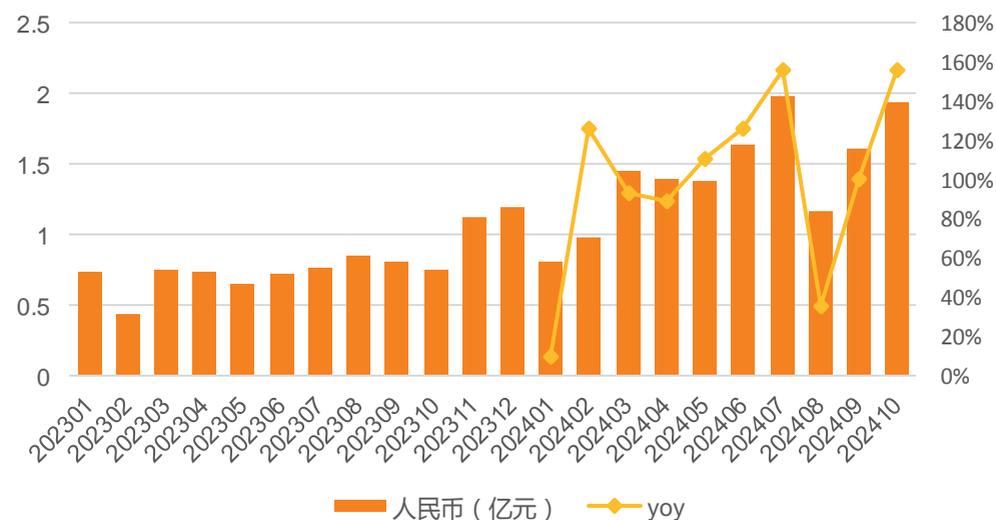
1.2. 欧洲：一次性电子烟成为监管重点，禁令催生出电子烟产品新形态

英国一次性电子烟禁令宣布后，一次性电子烟进口额显著下降。在中国海关总署的统计中，电子烟产品分为两类，分别为“电子烟及类似的个人电子雾化设备”和“其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品”。前者主要是电子烟设备，比如换弹式电子烟，无论包不包含烟弹都统计在内；后者主要为烟弹和一次性电子烟。根据中国海关总署数据，2024年3-10月，中国向英国出口“其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品”贸易额同比显著下降，2024年1-10月，中国向英国出口“其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品”贸易额为58.8亿元，同比下降21.5%；向英国出口“电子烟及类似的个人电子雾化设备”贸易额则同比大幅上升，2024年1-10月，中国向英国出口“电子烟及类似的个人电子雾化设备”贸易额为14.4亿元，同比上升98.4%。

图：中国向英国出口“其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品”贸易额及增速（亿元，%）



图：中国向英国出口“电子烟及类似的个人电子雾化设备”贸易额及增速（亿元，%）



1.2. 欧洲：一次性电子烟成为监管重点，禁令催生出电子烟产品新形态

禁令催生出“多合一”和“可注油”电子烟产品新形态。为了满足英国市场的合规要求，相关企业对现有一次性产品进行升级，其中一个升级方向是“多合一”产品。具体做法是将多个烟弹集合在一个烟杆上，消费者通过旋转可切换烟弹，进而获得大口数的体验。从最初的双弹到“四合一”，再到如今的“六合一”“多合一”产品越来越多。比如HappyVibes、ELFBAR发布的“四合一”产品，通过旋转切换烟弹的方式，以4颗烟弹分别实现2400口、3200口的抽吸；Pyne Pod PP6000更是提升至“六合一”，内含6颗烟弹，实现3600口续航。除了多合一产品外，“可注油”是另一个产品升级方向。顾名思义，就是内置一个小油仓供日常使用，另外配置一个大油仓进行补油。根据欧盟规定，烟弹体积不得超过2mL，填充容器的体积不超过10mL，为了合规现有产品多以“2+10”的形态出现，即内置烟弹为2ml，补油仓为10ml。内置烟弹消耗完后，拆下补油仓对准补油口按压即可实现注油操作。

图：Elfbar官网首页新品均为换弹式“多合一”产品



图：“可注油”换弹式电子烟新品



1.3. 美国：加强对非法产品打击力度，年龄验证技术已成申请PMTA标配

2024年以来，美国食品和药物管理局（FDA）继续加大力度限制未经授权电子尼古丁输送系统（ENDS）的销售。

具体举措包括：

- **成立联邦多机构工作组。**2024年6月，据美国食品药品监督管理局（FDA）官网公布，美国司法部和FDA联合成立联邦多机构工作组，旨在打击非法电子烟的分销和销售。这一工作组不仅包括FDA和司法部，还将召集多个执法合作机构，包括美国烟酒枪炮及爆炸物管理局（ATF）、美国法警局（USMS）、美国邮政检查局（USPIS）和联邦贸易委员会（FTC），以运用一切可用的刑事和民事手段，打击导致美国青少年尼古丁成瘾的非法电子烟的分销和销售。未来几周和几个月内，可能会有更多机构加入该工作组。据美国海关和边境保护局(CBP)消息，在过去12个月里，驻芝加哥的海关官员共查获了121起违禁产品案件，其中包括超过320万件电子烟产品，根据制造商的建议零售价，这些产品总价值超过8150万美元。
- **发布新规要求电子烟进口商向海关提交STN码。**8月15日，美国FDA和财政部宣布了一项拟议规则，该规则要求进口商将FDA颁发的电子尼古丁输送系统(ENDS)产品提交追踪码(STN烟草申请追溯代码)，提交到美国海关和边境保护局运营的电子进口系统。进口商提交新型烟草产品营销申请后，FDA会分配一个称为STN的唯一追溯代码。如果此次拟议规则最终确定，那么所有未向美国海关和边境保护局提交STN的电子烟产品都可能被拒绝进入美国。
- **州级PMTA立法进展迅速。**根据天鉴雾化产品合规实验室，截至2024年7月，已有多达32州正在立法或已完成立法程序。其中3州已发布合规产品目录，10州已完成立法程序。在各州合规销售电子烟不再需要通过PMTA审核（即拿到Marketing Order），而是产品在该州的雾化产品销售目录上即可；而申请上销售目录的最重要的条件是提交PMTA申请，拿到Acceptance Letter。

1.3. 美国：加强对非法产品打击力度，年龄验证技术已成申请PMTA标配

- **FDA首次授权薄荷味电子烟产品通过PMTA。**截至2024年7月18日，美国FDA收到约2700万份电子烟产品PMTA申请并已对其中2600万余份申请做出决定，仅通过34种电子烟烟弹及设备，均为国际烟草巨头旗下产品。此外，**NJOY四款薄荷味电子烟产品通过PMTA审查，为FDA首次对非烟草口味产品给出PMTA授权，标志着电子烟产品减害性得到了认可，合规产品市占率有望加速提升。**

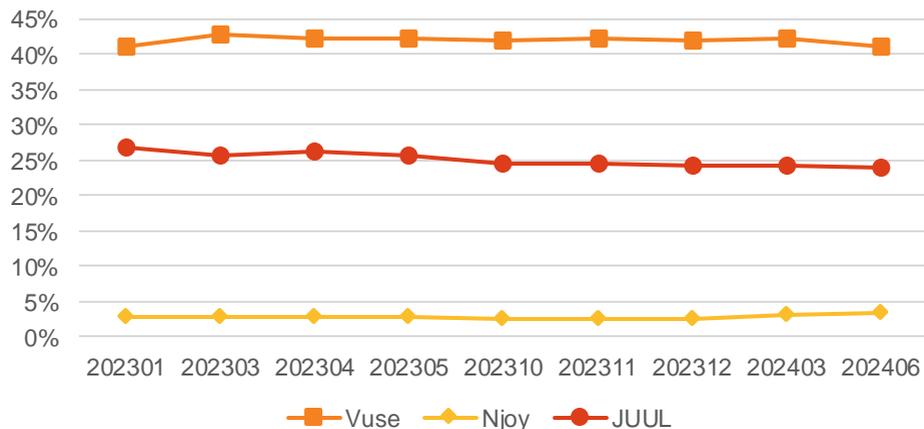
表：通过PMTA的电子烟产品及所属公司（截至2024年7月18日）

公司名称	产品名称	通过日期	产品名称	通过日期
Logic Technology (日本烟草)	Logic Power Rechargeable Kit	03/24/22	Logic Pro Tobacco e-Liquid Package	03/24/22
	Logic Power Tobacco e-Liquid Package		Logic Regular Cartridge/Capsule Package	
	Logic Pro Capsule Tank System		Logic Regular Cartridge/Capsule Package	
	Logic Pro Capsule Tank System		Logic Vapeleaf Tobacco Vapor System	
NJOY LLC (奥驰亚)	NJOY ACE Device	04/26/22	NJOY ACE Pod Menthol 2.4%	06/21/24
	NJOY ACE POD Classic Tobacco 2.4%		NJOY ACE Pod Menthol 5%	
	NJOY ACE POD Classic Tobacco 5%		NJOY DAILY Menthol 4.5%	
	NJOY ACE POD Rich Tobacco 5%		NJOY DAILY EXTRA Menthol 6%	
	NJOY DAILY EXTRA Rich Tobacco 6%	06/10/22		
	NJOY DAILY Rich Tobacco 4.5%			
R.J. Reynolds (英美烟草)	Vuse Replacement Cartridge 4.8% G1	05/12/22	Vuse Alto Pod Golden Tobacco 5%	07/18/24
	Vuse Replacement Cartridge 4.8% G2		Vuse Alto Pod Rich Tobacco 5%	
	Vuse Solo Power Unit		Vuse Alto Pod Golden Tobacco 2.4%	
			Vuse Alto Pod Rich Tobacco 2.4%	
	Vuse Ciro Cartridge Original 1.5%	10/12/21	Vuse Alto Pod Golden Tobacco 1.8%	
	Vuse Ciro Power Unit		Vuse Alto Pod Rich Tobacco 1.8%	
	Vuse Ciro Power Unit			
	Vuse Vibe Power Unit			
Vuse Vibe Power Unit				
Vuse Vibe Tank Original 3.0%				

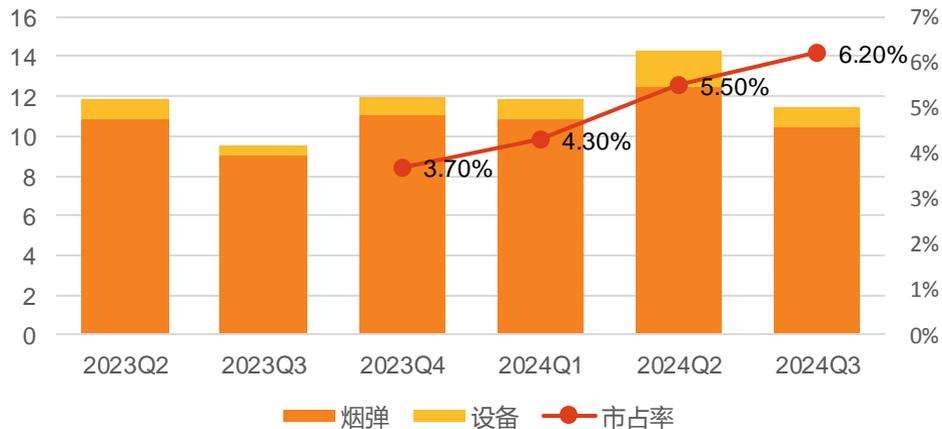
1.3. 美国：加强对非法产品打击力度，年龄验证技术已成申请PMTA标配

- **英美烟草旗下电子烟品牌Vuse在合规市场中市占率保持第一。**根据尼尔森（Nielsen）便利店数据，英美烟草的电子烟品牌Vuse自2023年1月起市场份额保持在40%以上，位居第一。
- **Njoy获得首批薄荷醇电子烟PMTA授权，市占率有望持续提升。**2024年6月，FDA宣布四款来自NJOY品牌的薄荷醇电子烟获得PMTA授权，首次为非烟草口味给出PMTA授权，据零售行业媒体CSP Daily News报道，Njoy计划在2024年年终前将分销范围扩展到10万家门店。2024Q3，Njoy烟弹/设备出货量分别为10.4/1.1百万件，同比上升15.6%/100%，市占率达到6.2%。
- **年龄验证技术已成为申请PMTA必备条件。**目前在合规市场中市占率前三的品牌——英美烟草（Vuse）、奥驰亚（Njoy）、Juul均已向FDA递交了新的PMTA申请，而他们的产品的共同特征则是都需要通过蓝牙连接进行年龄验证后才能使用。FDA烟草产品中心主任公开表示要进一步减少青少年电子烟使用率，我们认为，电子烟年龄验证技术将成为获得PMTA授权的必备条件。

图：英美烟草电子烟品牌Vuse在美国电子烟市场份额保持领先（%）



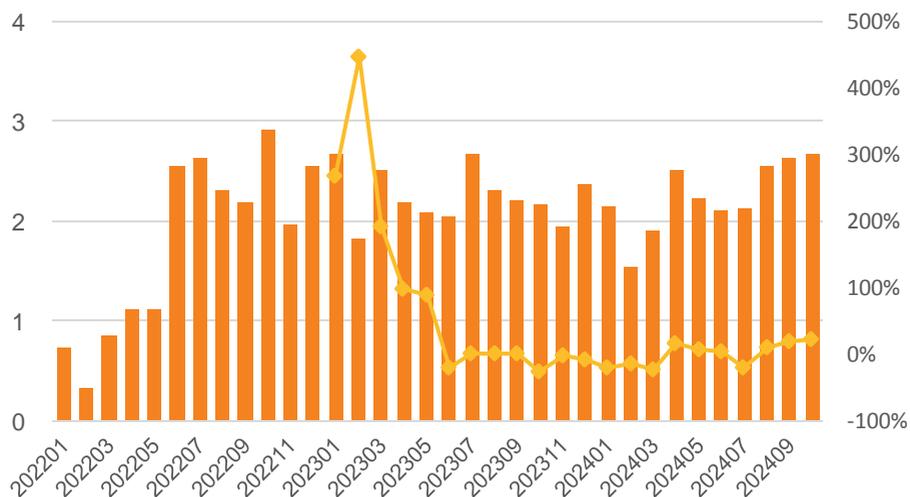
图：Njoy出货量及市占率逐季度上升（百万件，%）



1.4. 东盟：东南亚成为第三大电子烟市场，监管政策推动行业规范化发展

- **东南亚成为第三大电子烟市场，马来西亚稳居中国电子烟出口目的国第五。**根据《全球成人烟草调查》结果在2023年发布的数据显示，早在过去的12年里，马来西亚电子烟的使用用户数量已大幅增长600%。2024年10月，中国对马来西亚电子烟出口额为2.68亿元，马来西亚已连续在9月、10月两个月位列中国电子烟出口目的国第五；印度尼西亚也超越加拿大位列第九名，稳居前十行列。此外菲律宾等东南亚国家也进入前二十，可见东南亚电子烟市场正在兴起，逐渐成为继美国、欧洲之后的第三大电子烟市场。
- **监管政策落地速度加快，行业进入规范发展时代。**东盟成员国中，包括泰国、新加坡、缅甸、柬埔寨、老挝、越南等6个国家已发布电子烟禁令；印度尼西亚、马来西亚、菲律宾等国家则逐步加强电子烟行业的监管力度和税收力度，促进行业规范发展。

图：中国向马来西亚出口电子烟金额高速增长（亿元，%）



表：东盟国家电子烟监管政策落地速度加快

国家	电子烟政策
印度尼西亚	税收上涨： 2023年和2024年电子烟 (REL) 领域的消费税将增加15%。印尼财政部预计，2024年1月1日起实施的电子烟税将每年为国家带来1750亿印尼盾的收入。
马来西亚	与欧盟TPD接轨： 《2024年公共卫生烟草产品管控法令》于2024年10月1日正式生效。法令包括电子烟液容量限制、广告与促销禁令、包装与标签规定等内容，正在向欧盟《烟草产品指令》（Tobacco Products Directive, TPD）核心要求靠拢
菲律宾	认证新规： 从2025年1月起，菲律宾要求对进入市场的电子烟、加热烟草等新型烟草产品进行认证和注册，并强制执行产品标准。没有菲律宾标准（PS）标志的电子烟产品不允许在菲律宾进口、生产和销售，不符合规定的产品可能会被立即召回、禁售或扣押。

2 投资建议

制造端-思摩尔国际：雾化科技解决方案的全球领导者

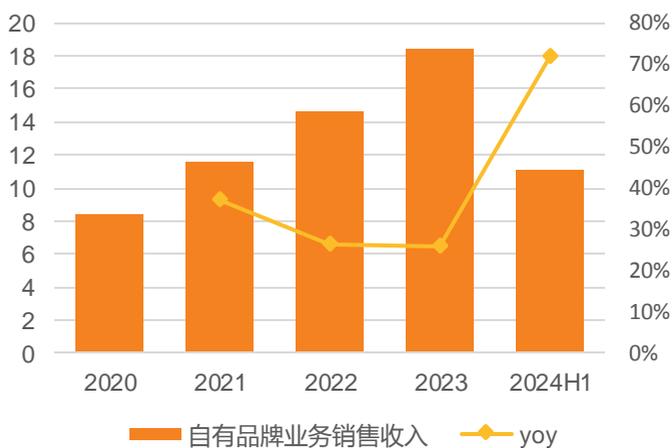
自有品牌业务高速增长，封闭式产品业务逐步恢复。2024Q3公司实现营收32.86亿元，同比增加14.1%，环比增加16.5%，主要受益于自用品牌业务产品及企业客户业务中的封闭式产品收入增长。由于欧洲对电子雾化市场监管力度逐步加强，传统一次性产品需求正向新型封闭式及开放式产品转化，2024H1公司一次性产品实现收入12.17亿元，同比下降18.9%；自有品牌业务实现收入11.16亿元，同比增长71.9%。随着监管力度进一步加强，自有品牌开放式产品及封闭式产品有望延续增长趋势。截至2024年7月18日，FDA已批准34种电子雾化产品和设备，其中17款产品来自公司客户。受益于FDA执法力度加强，公司在美国市场换弹式产品收入呈现逐季向好趋势，2024Q2收入同比增长约6.5%，环比增长约6.1%。

高研发投入即将迎来收获期，多元布局驱动长期发展。公司持续加大研发投入，2024H1年公司研发开支为7.60亿元，同比增长23.7%。研发费用主要用于加热不燃烧产品及雾化医疗产品。在加热不燃烧产品领域，公司大客户英美烟草推出全新Glo Hilo设备，市场反应积极，有望受益Glo Hilo市场份额提升，迎来第二增长曲线。在雾化医疗领域，公司已完成多款针对哮喘及慢阻肺药物设备的开发和生产布局，研究成果获产业认可。

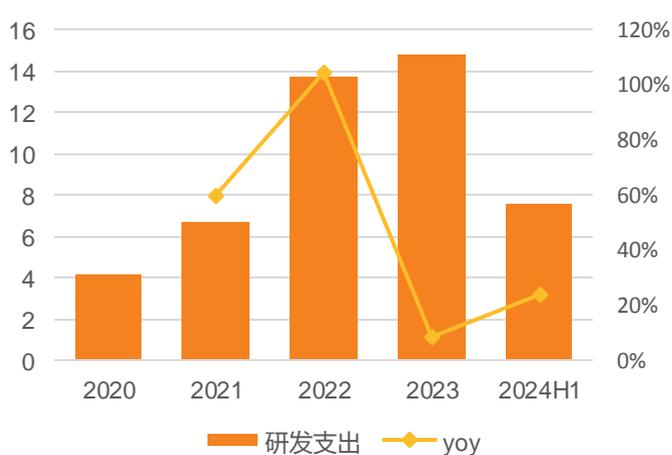
盈利预测及投资建议：我们认为，公司作为提供雾化科技解决方案的全球领导者，壁垒优势不断凸显，在监管不断趋严的背景下，预计产业链集中度或将加速提升。我们预计公司2024-2026年净利润为16.09/19.66/24.94亿元，同比-2.19%/+22.19%/+26.85%。基于公司的技术和龙头优势，维持“买入”评级。

风险提示：新型烟草政策变动风险，美国FDA监管变动风险，销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险。

图：思摩尔国际自有品牌业务销售收入及增速（亿元，%）



图：思摩尔国际研发支出及增速（亿元，%）



制造端-中国波顿：香精香料&电子烟双轮驱动，铸就产业链一体化龙头企业

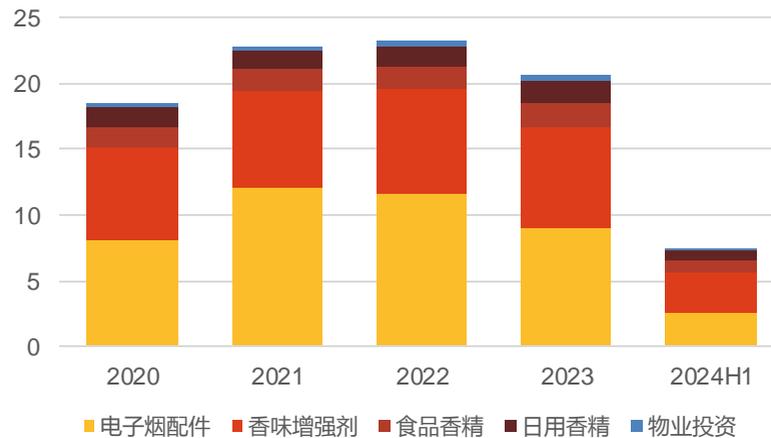
香精香料业务锁定新客户稳步增长，电子烟业务有望借新产品实现突破。

- **香味增强剂：科研实力强化+业务外研扩张+降本增效提升盈利能力：**目前深圳波顿生产经营的烟用香精、天然香精、合成香料、生物技术香料等产品种类多达2000种。其中，核心产品烟用香精已全面覆盖国内18家烟草企业。
- **食品&日用香精：内外共促，夯实研发实力：**东莞波顿的两大核心技术中心共同搭建了化学分析、有机合成、生物催化、植物化学和微胶囊五大平台。同时，公司拟分拆东莞波顿并筹备其于深圳证券交易所A股上市，并做出承诺东莞波顿2020年至2024年的收入及净利润将保持不低于10%的年增长速度。
- **电子烟产品：全产业链布局+大客户有望持续导入：**目前公司已就电子烟油、为自有品牌生产电子烟(亦包括为客户代工生产电子烟)以及持有电子烟品牌取得八张烟草专卖生产企业许可证，形成完整产业链布局；公司2024年8月公告新订单，36个月内销售额不低于19亿元，电子烟产品收入有望在年内恢复增长。

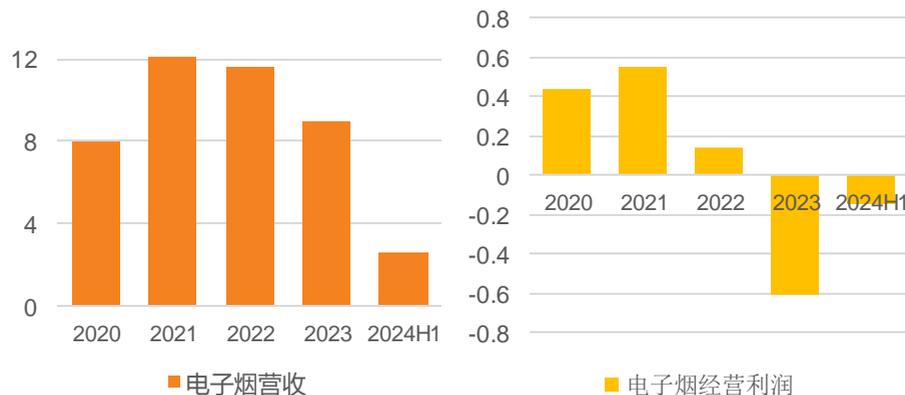
盈利预测及投资建议：我们认为，随着国内监管的落地，公司产业链一体化布局优势突出，有望进一步推动国内外的渠道网络布局。我们预计公司24-26年营收为25.2/27.6/30.7亿元，净利润为2.7/3.5/3.7亿元。基于公司作为同时布局国内电子烟产业链及香精香料的上市公司，具有一定稀缺性，维持“买入”评级。

风险提示：新型烟草政策变动风险，新产品销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险，公司产能建设不及预期风险。

图：中国波顿各业务板块营收（亿元）



图：中国波顿电子烟产品营收及经营利润（亿元）



渠道端-中烟香港：中国烟草旗下独家国际业务平台，内生外延双轮驱动

重视公司罕见“独家地位”。在我国烟草专卖制度下，中烟香港是中国烟草总公司指定的从事国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家营运实体，未来或将持续受益于中烟进行海外拓展及股权并购整合事宜。

立足中烟唯一“国际业务平台”战略定位，海外加速扩张提升盈利能力。

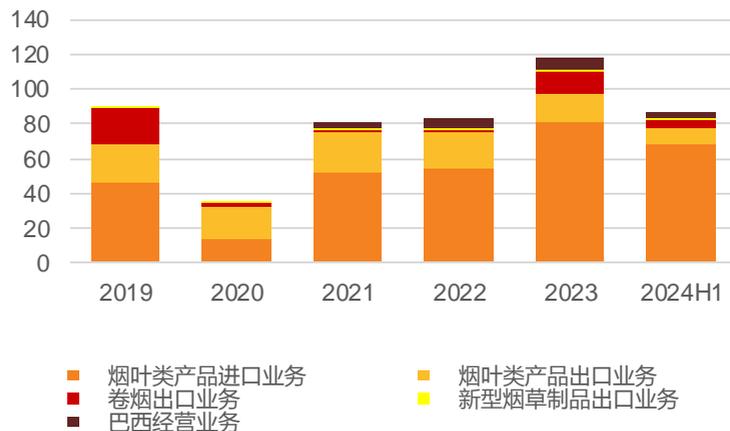
➤ **内生：自营业务比例持续提高。**2024H1卷烟出口业务实现收入5.47亿港元，同比+127.9%，该板块营收占比为6.3%，毛利率为22.2%，主要受益于免税市场客流量持续恢复，同时公司持续优化产品组合，扩大自营业务规模，推动收入及毛利水平大幅上升。新型烟草出口业务实现收入0.44亿港元，同比+28.4%，该板块营收占比为0.5%，毛利率为4.8%，主要受益于公司加强重点市场的品牌培育，市场渠道挖掘和客户拓展力度，同时持续丰富产品组合并提升自营业务比重，提升盈利能力。

➤ **外延：持续探索产业链相关整合机遇。**公司于2021年完成对中烟巴西的收购，中烟巴西旗下控股公司CBT的主要业务包括烟叶采购、加工、销售及出口以及销售烟草生产固有的农用物资，在巴西有多年营运经验。此次收购延长了公司产业链布局，进一步拓展烟叶类业务及多元化，降低对CNTC集团的依赖，优化公司的长期可持续性及其可靠性，提升公司整体议价能力和盈利能力。

盈利预测及投资建议：我们认为，公司背靠中烟集团、壁垒优势显著，为目前中烟旗下唯一的境外资本运作和国际业务拓展平台，具有稀缺性，有望成为中国烟草行业发展与变革的直接受益者。预计公司24/25/26年归母净利润为7.87/9.10/11.00亿港元；公司是中烟体系唯一的国际业务平台，维持“买入”评级。

风险提示：政策变动风险，销售不及预期，新型烟草发展不及预期，并购整合风险。

图：中烟香港各业务板块营收（亿港元）



图：中烟香港新型烟草制品出口业务收入及毛利率（亿港元，%）



品牌端-建议关注-雾芯科技：海外市场有序扩张，合规龙头地位稳固

海外市场有序扩张。自2020年以来，公司的国际业务主要由Relx Inc.（Relx International，即悦刻国际）独立运营。公司于2023年11月终止了和悦刻国际于2020年签署的现有非竞争协议，准备接管国际业务。同年12月，为促进公司国际扩张，公司与两家目标公司订立股份购买协议，总代价约2500万美元。两家目标公司均为其母国电子蒸汽行业的市场领导者，分别位于东南亚和北亚。目前在国际市场上，公司主要提供可充电电子蒸汽产品、一次性电子烟系统和电子烟油产品，2023年公司实现海外收入2.29亿美元。2024Q3，公司实现营收2.76亿美元，同比+81.54%。

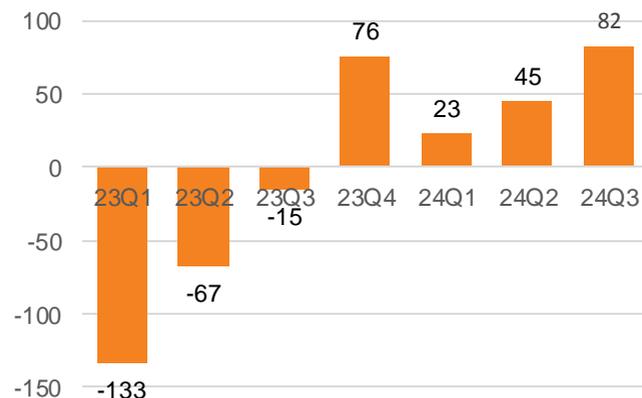
采取本地化产品策略，营业利润扭亏为盈。2024Q1-Q3，公司实现Non-GAAP营业利润8200万美元，已连续4个季度实现经营净利润。在海外市场拓展过程中，不同地区的监管环境不断变化，公司始终将合规经营放在首位，根据不同地区对电子烟油容量和尼古丁含量的要求灵活调整产品。此外，公司于2024第二季度在海外市场产品中引入“童锁”功能，该功能在用户停止使用产品10分钟后即自动启动，可防止未成年使用。

洞察消费者需求变化，新产品储备丰富。公司持续调研消费趋势变化，指出在全球通胀下，国内外用户开始追求高性价比的产品。因此，公司于24Q2在中国大陆市场推出大容量“Daqian”系列新品，烟弹容量为6ml和10ml，价格低于“Infinity”系列；在海外市场，公司推出了“RELX Pod Real”系列，每个烟弹可吸食1000口，是其他标准烟弹的两倍。此外，公司表示在2024年下半年还将推出不同价位的开放式设备以及允许用户自由搭配口味和电池屏幕模块化封闭式产品。我们认为，公司深入了解海外市场，对全球市场监管变化以及用户消费趋势判断具有前瞻性，可依托研发优势快速推出新产品，未来盈利能力有望持续修复。

图：雾芯科技营业收入及增长率（亿美元，%）



图：雾芯科技Non-GAAP营业利润（百万美元）



3. 风险提示

- 1. 新型烟草政策变动风险。**新型烟草业务为相关公司业绩的利润增长点。新型烟草行业海外政策在未来仍有可能发生变化，国内政策尚在加速推出，若相关公司对于行业政策预判偏差，则将对业绩增长产生影响。
- 2. 销售/企业发展不及预期。**公司产品的最终应用皆为消费品。若消费者嗜好发生改变而公司尚未具备相应的技术储备，将处于被动地位，影响公司业绩。
- 3. 市场竞争加剧的风险。**随着相关公司规模扩大，投入增加，如果在研发、成本控制、销售策略选择等方面不能及时适应市场变化，公司将面临一定的市场竞争风险。
- 4. 与个股相关的风险。**相关公司风险详情见报告前文。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS