

电子烟行业深度报告系列七

日韩 HNB 市场日趋成熟，本土烟草企业实现突破

推荐（维持）

- 在《电子烟行业系列深度一：行业大势浩浩汤汤，新型烟草乘势而起》、《电子烟行业系列报告二：溯既往看全球烟草体系，展前路析新型烟草未来》、《电子烟行业系列报告三：详解中国烟草体系，国内烟草市场面面观》、《电子烟行业深度报告系列四：解码全球产业链，上中下游觅良机》、《电子烟行业深度报告系列五：中国电子烟监管体系日趋完善，全产业链成企业布局新重点》和《电子烟行业深度报告系列六：美国电子烟行业进入存量竞争期，龙头企业地位稳固》中，我们分别就电子烟产品市场概览、全球/国内市场、全球/国内产业链以及美国市场进行多角度、系统化、全面深入的分析；本篇报告主要对日韩电子烟市场及烟草体系进行多方面深入解析，我们认为监管不断完善的新兴电子烟市场崛起将为世界电子烟行业快速发展注入新的活力，企业自主研发实现产品创新也将推动电子烟百花齐放，产品成熟度和丰富度不断提升，进一步提高消费者对电子烟的接受度，全球电子烟市场规模预计将继续扩大，产业链相关公司也有望迎来发展机会。
- 新型烟草规模初具，日韩市场日趋成熟。**从2004年至今，新型烟草的发展经历了从无到有，从单一到多样的发展历程。2004年，首支电子雾化烟上市，后来随着新型烟草市场的发展，HNB等新型烟草制品面世并且很快得到消费者的青睐。经过一段时间的发展，日韩市场已经日趋成熟，两大新型烟草市场各有其特点。日本市场HNB接受度高，日本烟草表现优异，虽然在控烟的大背景下，日本烟草市场规模受到了明显的影响，HNB却异军突起，实现了市场规模的连年攀升；韩国烟草市场虽然规模有所下滑，但是电子烟快速普及，市占率逐年增加。2019年日本电子烟市占率达24.08%，韩国达11.65%。
- 日本：政府控烟与税收并重，日烟凭借本土优势发力HNB。**从监管角度来看，日本政府一直致力于国内控烟，早在2003年起就通过广告法等法案规范烟草制品的宣传和包装，并于2018年更新健康促进法，将公共场所控烟进一步强化。在税收方面，日本政府不断提升传统卷烟从量税的税率，对于新型烟草也逐步过渡到量价混合的征税办法。从企业角度来看，日本烟草作为新型烟草行业四大巨头之一，着力于本土市场，把握当地消费者需求，推出低温、高温两种电子烟产品，不断巩固其在本土市场的地位。
- 韩国：烟草市场化程度较高，KT&G目标拓展全球HNB业务。**从监管方面来看，韩国积极履行控烟政策，例如对烟盒包装上警示图片的内容和大小予以规范，不同于日本，韩国允许电子雾化烟的销售，并通过严监管引导市场走向。在税收方面韩国也采取了一系列举措，对电子雾化烟征收较高的税额，将HNB的税率提升到传统卷烟的90%，希望借此达到控烟的目的。从企业角度来看，KT&G凭借持续的自主研发实现产品差异化，并以此为基础积极寻求与PMI的合作，通过产品互补，更好地满足消费者需求，来加快HNB海外推广速度，携手获得更好的发展。
- 监管及税收为调控抓手，创新与差异化推动电子烟行业发展。**从政府角度来看，加快完善电子烟监管与税收体系是重要任务。通过调整监管政策，可以在不吸引年轻人的同时，达到鼓励替烟目的。通过设置合理税率，可以在降低整体烟草消费的同时，稳定烟草税收。从企业角度来看，自主研发创新实现产品差异化，满足消费者不同需求，不仅可以帮助企业在龙头实力较强的环境下实现本土市场的业绩突破，还能提升市场上电子烟产品的丰富度和成熟度，加快电子烟普及速度，最终实现全球电子烟市场的快速发展。
- 风险提示：**电子烟技术升级不及预期，政策推进速度不及预期，消费者教育不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	1	0.02
总市值(亿元)	36.01	0.0
流通市值(亿元)	28.25	0.0

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-2.39	1.48	-23.41
相对表现		-2.65	-26.94	-42.61



相关研究报告

《电子烟行业深度报告系列五：中国电子烟监管体系日趋完善，全产业链成企业布局新重点》

2020-09-14

《由蓝月亮招股书说明书看家庭清洁护理及细分洗衣液行业：线上&下沉增量可期，单品王者蓝月高悬》

2020-09-17

《电子烟行业深度报告系列六：美国电子烟行业进入存量竞争期，龙头企业地位稳固》

2020-09-20

投资主题

报告亮点

本篇报告是我们发布的电子烟专题系列报告的第七篇，该篇报告介绍了电子烟市场的基本情况，并对日本、韩国两个烟草大国的烟草体系从多方面进行了深入的解析。以此为基础，总结了完善监管与税收体系，以创新与差异化实现突破的经验，为电子烟行业发展提供了启示。

投资逻辑

本篇报告首先对世界电子烟市场概况加以介绍，之后对日韩两大电子烟市场从市场规模，市占率等方面进行了详细的阐述。然后分别从传统烟草、新型烟草、税收体系以及本土烟草企业的发展四个方面，对日韩两国的烟草体系进行了全面的剖析。我们认为，监管不断完善的新兴电子烟市场崛起将为世界电子烟行业快速发展注入新的活力，企业自主研发实现产品创新也将推动电子烟百花齐放，产品成熟度和丰富度不断提升，进一步提高消费者对电子烟的接受度，全球电子烟市场规模预计将继续扩大，产业链相关公司也有望迎来发展机会。

目录

一、电子烟市场概况：新型烟草规模初具，日韩市场日趋成熟.....	6
（一）世界电子烟市场：新型烟草多样发展，电子烟崛起趋势明显.....	6
（二）日本电子烟市场：HNB 接受度高，日本烟草表现优异.....	8
（三）韩国电子烟市场：烟草市场规模有所下滑，电子烟快速普及.....	9
二、日本烟草体系：控烟与税收并重，日烟凭借本土优势发力 HNB.....	12
（一）日本传统烟草体系：从专卖走向民营，财政部通过准入和定价手段调控行业.....	12
（二）新型烟草监管体系：电子雾化烟暂无准入，对 HNB 较为包容.....	13
（三）烟草税收体系：烟草税收将继续提高，HNB 具备税收优势.....	14
（四）日本烟草：位列烟草行业四大巨头，新型烟草持续发力.....	16
三、韩国烟草体系：市场化程度较高，KT&G 目标拓展全球 HNB 业务.....	19
（一）韩国传统烟草体系：烟草行业市场化，积极履行控烟职责.....	19
（二）新型烟草监管体系：对电子雾化烟采取严监管，HNB 控烟较为严厉.....	20
（三）烟草税收体系：税收体系完善，电子烟税率较高.....	21
（四）KT&G：专注研发布局新型烟草，联手 PMI 打开海外市场.....	23
四、行业展望：监管及税收为调控抓手，创新与差异化推动电子烟行业发展.....	28
五、风险提示.....	29

图表目录

图表 1	新型烟草在烟草体系中占有率提升	7
图表 2	世界烟草市场规模增速放缓	7
图表 3	吸烟率逐年下降	7
图表 4	电子烟市场规模及占比快速提升	8
图表 5	电子雾化烟及 HNB 市场规模（亿美元）	8
图表 6	日本烟草市场规模下滑明显	8
图表 7	人均消费有所回升	8
图表 8	日本电子烟占比达到较高水平	9
图表 9	HNB 在 2016-2018 年经历爆发增长	9
图表 10	日本 HNB 烟具市占率情况	9
图表 11	日本 HNB 烟弹市占率情况	9
图表 12	韩国烟草市场规模同比下滑	10
图表 13	人均消费增速回落	10
图表 14	韩国电子烟占比跃升	10
图表 15	HNB 是韩国主要电子烟产品（亿美元）	10
图表 16	韩国 HNB 烟具市占率情况	11
图表 17	韩国 HNB 烟弹市占率情况	11
图表 18	日本烟草体系发展历程	12
图表 19	日本烟草生产销售体系	13
图表 20	日本电子烟市场发展历程	13
图表 21	日本新型烟草监管现状	14
图表 22	日本卷烟税收发展历程	14
图表 23	日本 HNB 税收改革	16
图表 24	日本主要 HNB 烟弹价格及税率变化（括号内为每根烟弹的烟弹/烟叶重量，g）	16
图表 25	日本烟草营收、归母及增速	17
图表 26	日本烟草国内市占率下滑	17
图表 27	日本烟草全球布局情况	17
图表 28	IQOS 主要平台产品及介绍	18
图表 29	韩国烟草体系发展历程	19
图表 30	韩国加入控烟框架以来积极履行控烟义务	20
图表 31	韩国新型烟草监管发展历程	20
图表 32	韩国新型烟草监管现状	21
图表 33	韩国烟草税收发展历程	21

图表 34 韩国烟草税收现状.....	22
图表 35 韩国主要电子烟产品税收测算.....	22
图表 36 KT&G 发展历程.....	23
图表 37 KT&G 营收、归母及增速.....	24
图表 38 KT&G 新型烟草制品占比提升.....	24
图表 39 KT&G 全球布局情况.....	24
图表 40 国内市场份额有所回升.....	25
图表 41 海外出口国快速增长.....	25
图表 42 KT&G 主要产品及介绍.....	25
图表 43 NGP 销售情况较好.....	26
图表 44 NGP 新申请专利数量（个）.....	26
图表 45 公司部分 HNB 相关专利技术.....	27

在《电子烟行业系列报告一：行业大势浩浩汤汤，新型烟草乘势而起》中，我们深度剖析电子烟产品及产业链，并在分析世界主要国家市场与监管情况的基础上，解析国内相关电子烟产业链的投资机会。我们认为，随着国内技术不断成熟，监管逐渐完善，电子烟行业将进入平稳快速增长期，相关企业有望受益。

在《电子烟行业系列报告二：溯既往看全球烟草体系，展前路析新型烟草未来》中，我们立足全球宏观视野，进一步分析新型烟草在不同地域的发展情况，以及各国对传统卷烟、电子雾化烟以及 HNB 产品的监管模式和历程，进而分析目前全球烟草四大巨头企业对新型烟草发展和对烟草行业的引领作用。我们认为，全球新型烟草市场发展强劲，国内市场潜力较大，各国政策趋于完善规范，头部企业布局积极，国内可充分参考国际情况，做足准备，护航国内新型烟草行业稳步发展。

在《电子烟行业系列报告三：详解中国烟草体系，国内烟草市场面面观》中，我们首先从烟草专卖体系的视角对烟草行业发展情况进行了深入分析；然后对烟草税收进行了解析；最后对我国控烟政策及行业监管进行了梳理。我们认为，随着国内烟草行业推动产品结构优化，重视新型烟草开发，同时市场监管和税收体系不断完善，新型烟草市场有望稳定良性发展，国内相关企业料将受益。

在《电子烟行业深度报告系列四：解码全球产业链，上中下游觅良机》中，我们再次立足全球视野，深入分析全球电子雾化烟和 HNB 产品的上中下游产业链，通过对产业链各环节的深入分析，挖掘国内企业投资机会。我们认为，上中下游较高技术壁垒环节中的企业和已形成一定优势的企业有望受益。

在《电子烟行业深度报告系列五：中国电子烟监管体系日趋完善，全产业链成企业布局新重点》中，我们对中国电子烟发展历史、竞争格局现状分析基础上，对我国电子烟监管体系进行详细梳理；最后对我国电子烟代工产业链及发展前景进行论述。我们认为中国目前已经形成成熟电子烟代工产业体系，随监管体系逐渐完善，全产业链或成企业战略布局新重点，产品、技术与渠道为企业长期发展核心。

在《电子烟行业深度报告系列六：美国电子烟行业进入存量竞争期，龙头企业地位稳固》本篇报告中，我们主要对美国电子烟市场发展历史概况、市场规模、竞争格局以及监管体系进行梳理分析，最后对龙头企业 JUUL 发展历史进行论述，分析其后军突起迅速成为领头羊背后的原因。我们认为美国电子烟监管体系进一步严苛背景下，在高合规成本压力下小型零售商生存将更加困难，龙头企业有望持续占优。

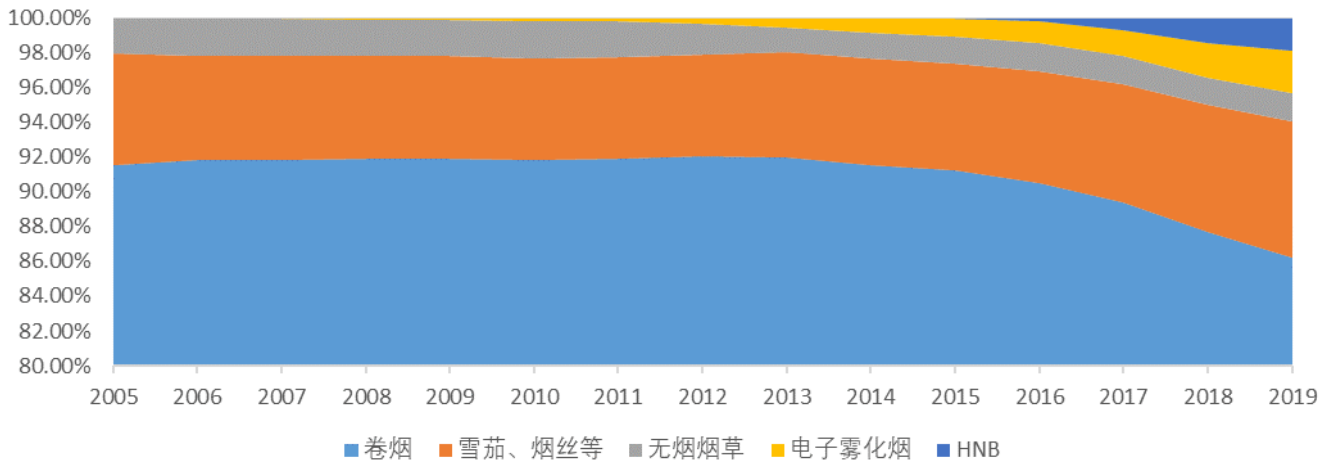
本篇报告主要对日韩电子烟市场及烟草体系进行多方面深入解析，我们认为监管不断完善的新兴电子烟市场崛起将为世界电子烟行业快速发展注入新的活力，企业自主研发实现产品创新也将推动电子烟百花齐放，产品成熟度和丰富度不断提升，进一步提高消费者对电子烟的接受度，全球电子烟市场规模预计将继续扩大，产业链相关公司也有望迎来发展机会。

一、电子烟市场概况：新型烟草规模初具，日韩市场日趋成熟

（一）世界电子烟市场：新型烟草多样发展，电子烟崛起趋势明显

从 2004 年至今，新型烟草的发展经历了从无到有，从单一到多样的发展历程。2004 年，全球首支电子雾化烟上市，烟草和非烟草企业纷纷进入，进入初期，电子雾化烟市场份额极为有限，然而在经过 7 年的不断发展之后，电子雾化烟在行业内初见规模，市场份额逐年扩大。2014 年，HNB 等新型烟草制品面世并且很快得到消费者的青睐，市场份额快速增加，与电子雾化烟差距逐渐缩小。新型烟草在整个烟草行业中逐渐开始拥有一席之地。

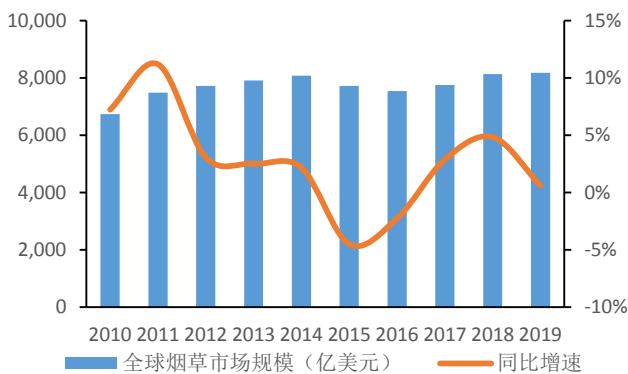
图表 1 新型烟草在烟草体系中占有率提升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

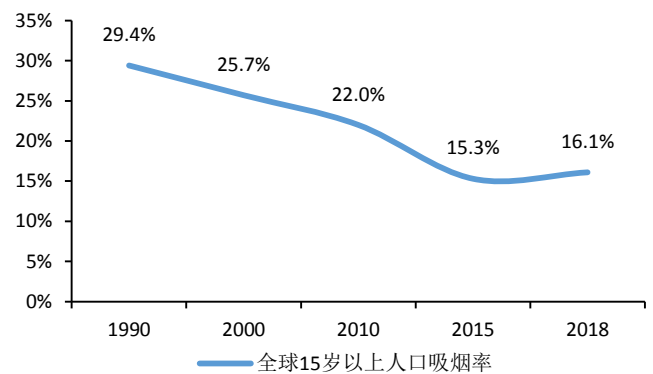
吸烟率逐年下滑, 世界烟草市场规模增速放缓。随着世界各国的控烟力度不断增加, 全球吸烟率呈现逐年下滑的趋势。2000 年, 全球吸烟率为 25.7%, 2018 年已下降到 16.1%。在吸烟率的逐步下降的同时, 全球烟草市场规模增速同样呈现下滑趋势, 2011 年的市场规模达到 7485 亿美元, 同比增长 11.18%; 2015 年市场规模 7712 亿美元, 同比下降 4.52%, 2018 年-2019 年, 烟草市场规模基本维持不变。未来, 随着各国烟草监管制度的逐渐严格以及消费者对健康的重视程度不断提高, 预计吸烟率还将继续下行, 烟草市场规模的增长将会进一步受到抑制。

图表 2 世界烟草市场规模增速放缓



资料来源: Euromonitor, 华创证券

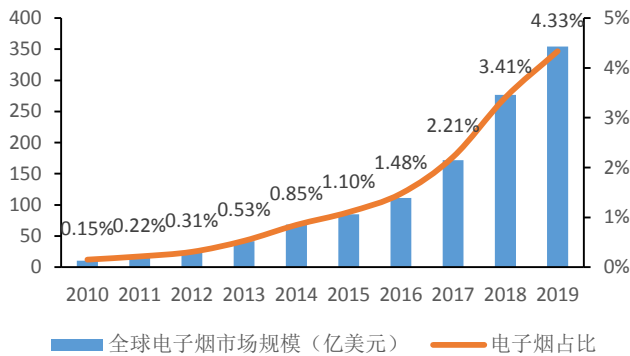
图表 3 吸烟率逐年下降



资料来源: 人民日报海外网, 国家烟草专卖局烟草经济研究所《世界烟草发展报告》, 前瞻产业研究院《2018-2023 年中国烟草制品行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》, 华创证券

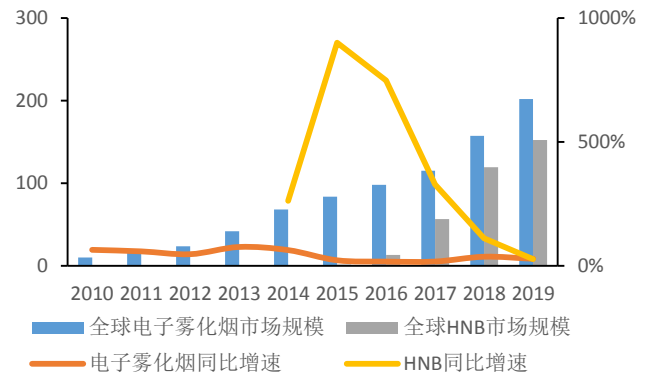
对传统卷烟替代效用增强, 电子烟市场规模快速增长。在全世界加大控烟力度的背景下, 越来越多吸烟者开始关注吸烟带来的健康问题, 电子烟因其有害物质含量较少, 口味多样等优点, 开始受到越来越多人的青睐。2010 年, 电子烟全球市场规模为 10.19 亿美元, 仅占全球烟草市场规模的 0.15%; 2019 年, 电子烟市场规模已经攀升到 354.27 亿美元, 占全球烟草市场规模的 4.33%。电子烟产品主要包括电子雾化烟和 HNB 两类, 电子雾化烟出现时间较长, 近年来市场规模一直稳步增长, HNB 兴起时间较晚, 但是增速较快, 2019 年市场规模已达到 152 亿美元。未来, 随着人们对电子烟的接受程度不断提高, 电子烟对传统卷烟的替代效用也将进一步增强, 电子烟市场发展未来可期。

图表 4 电子烟市场规模及占比快速提升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 5 电子雾化烟及 HNB 市场规模 (亿美元)

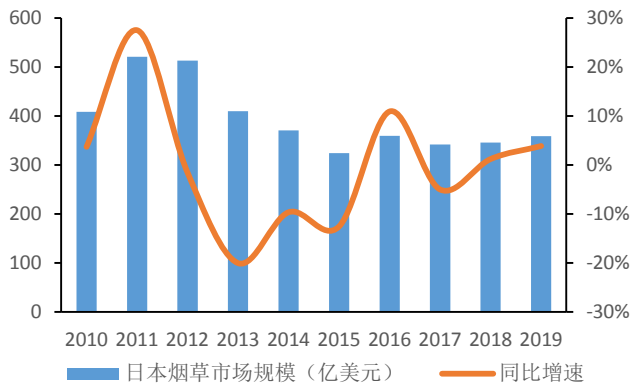


资料来源: Euromonitor, 华创证券

(二) 日本电子烟市场: HNB 接受度高, 日本烟草表现优异

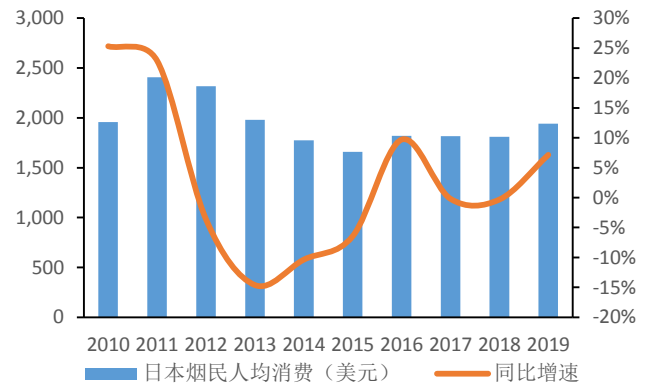
人均消费下滑, 烟草市场规模缩小。2013 年, 国际奥委会宣布由日本主办 2020 年奥运会。为了能够更好地迎接 2020 年奥运会, 促进全国范围内禁烟的“无烟奥运”, 日本政府的控烟力度开始逐步加大, 对烟草行业的监管逐渐严格。2013 年, 日本烟草市场规模下降到 410.18 亿美元, 同比-20.03%, 2015 年达到最低值 324.15 亿元, 同比-12.54%; 人均消费方面, 2013 年为 1979.5 美元, 2015 年已降至 1659.9 美元, 但今年 HNB 的兴起以及增税带来的提价使得人均消费有所回升。近几年, 日本的烟草市场规模一直维持在 350 亿美元左右, 未来, 伴随着日本国内控烟力度进一步加大, 预计日本的烟草市场规模将趋于稳定。

图表 6 日本烟草市场规模下滑明显



资料来源: Euromonitor, 华创证券

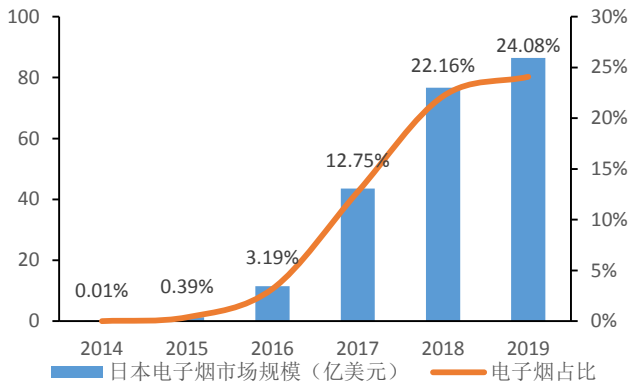
图表 7 人均消费有所回升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

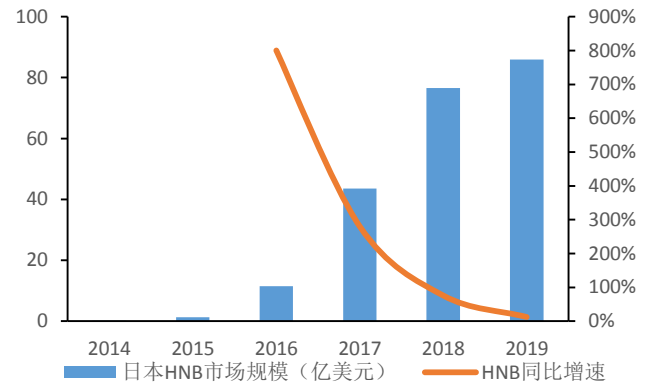
电子烟市场规模不断扩大, HNB 产品备受青睐。虽然在控烟的大背景下, 日本烟草市场规模受到了明显的影响, 电子烟市场却异军突起, 实现了市场规模的连年攀升, 2014 年, 日本电子烟市场规模只占烟草市场规模的 0.01%, 2019 年却已经达到 24.08%, 这主要是吸烟者在控烟政策的不断收紧下, 开始为传统卷烟寻找替代品的缘故。日本电子烟市场的主要产品是 HNB, 虽然出现时间较晚, 但是增速迅猛, 2015 年仅有 1.27 亿美元, 2016 年已达 11.46 亿美元, 增长率达 800%, 2019 年 HNB 市场规模已达到 85.92 亿美元。

图表 8 日本电子烟占比达到较高水平



资料来源: Euromonitor, 华创证券

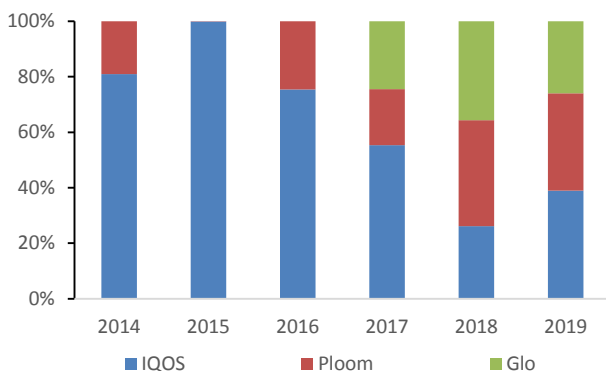
图表 9 HNB 在 2016-2018 年经历爆发增长



资料来源: Euromonitor, 华创证券

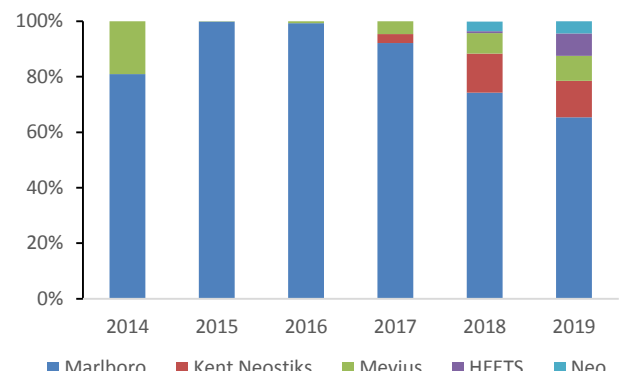
市占率快速反弹，日烟品牌 PLOOM 扭转局势。 PLOOM 作为日本烟草生产的烟具，早期在行业内始终保持着一定市占率。然而，随着 IQOS 的发售，PLOOM 的市场份额遭到严重挤压，2015 年，IQOS 几乎垄断了日本 HNB 烟具市场，与此同时，IQOS 的配套烟弹 Marlboro 也占据了日本的烟弹市场。为了夺回市场份额，PLOOM 加快创新和产品研发，发布了 Ploom Tech, Ploom tech+, Ploom S 等产品，市场份额逐步回升，2019 年 PLOOM 市场份额回升到 35%，其配套烟弹 MEVIUS 市场份额回升到 9%，重新在 HNB 市场拥有了一席之地。

图表 10 日本 HNB 烟具市占率情况



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 11 日本 HNB 烟弹市占率情况

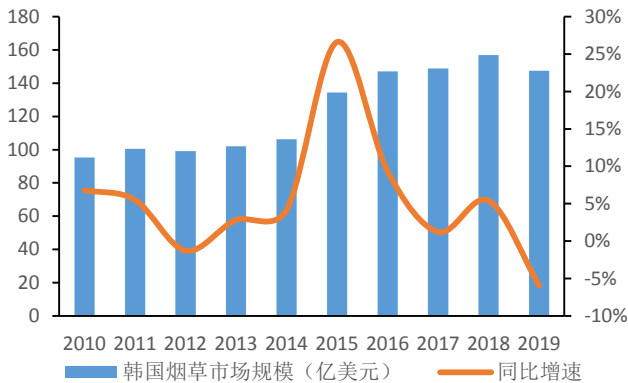


资料来源: Euromonitor, 华创证券

(三) 韩国电子烟市场：烟草市场规模有所下滑，电子烟快速普及

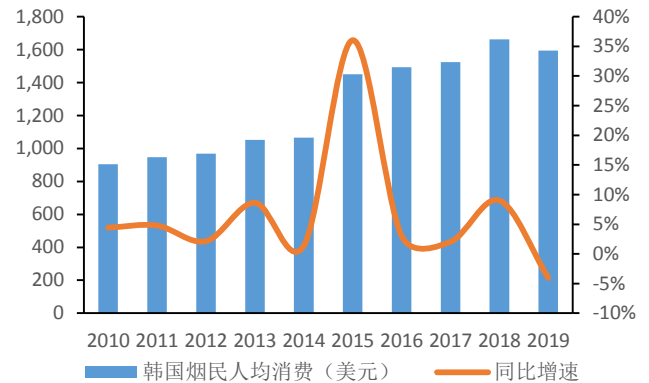
控烟日趋严格，市场规模有所下滑。 虽然韩国紧跟全世界的控烟步伐，出台了一系列的控烟措施，例如在烟盒印制宣传图片和警示语，扩大禁烟区域等等，但是近年烟草市场规模整体仍然呈现缓慢上升趋势，2019 年首次同比下滑。2019 年市场规模 147.54 亿元，同比下滑 5.94%，人均消费 1594.5 美元，同比下滑 4.04%。预计未来在韩国严苛的控烟措施的持续作用之下，韩国烟草市场规模将继续下滑。

图表 12 韩国烟草市场规模同比下滑



资料来源: Euromonitor, 华创证券

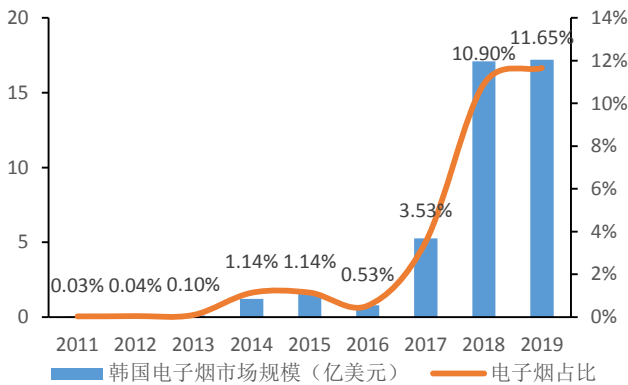
图表 13 人均消费增速回落



资料来源: Euromonitor, 华创证券

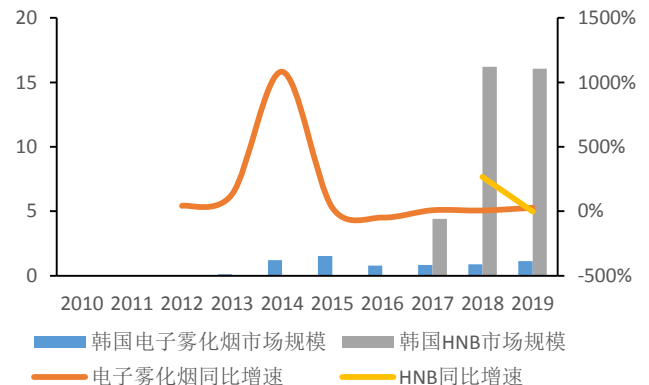
电子烟市场规模跃升, HNB 乘势而起。2016-2018 年, 韩国电子烟市场规模呈现跳跃式上升, 2016 年, 电子烟市场规模仅为 0.78 亿美元, 占韩国烟草市场的 0.53%; 2017 年已达 5.25 亿元, 占比 3.53%; 一年后, 电子烟市场规模已高达 17.1 亿美元, 占比 10.9%。在短短三年内, 电子烟被韩国烟民快速接受。伴随着 IQOS 等产品的普及, HNB 的市场规模也迅速扩大, 从 2017 年的 4.41 亿元跃升至 2018 年的 16.21 亿元。相比之下, 电子雾化烟市场发展速度缓慢, 一直维持在 0.9 亿美元左右。近年来, 韩国政府对于电子雾化烟的管控逐渐严格, 预计 HNB 还将是韩国电子烟市场的主要增长点。

图表 14 韩国电子烟占比跃升



资料来源: Euromonitor, 华创证券

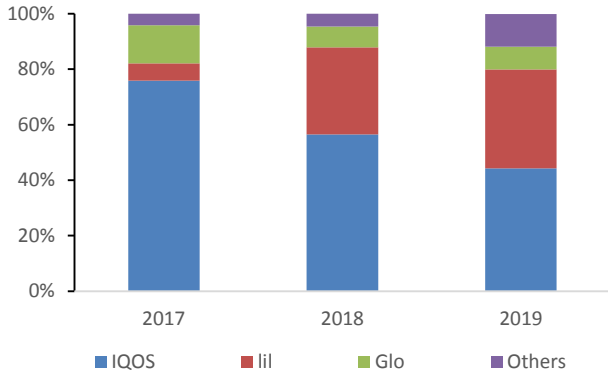
图表 15 HNB 是韩国主要电子烟产品 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

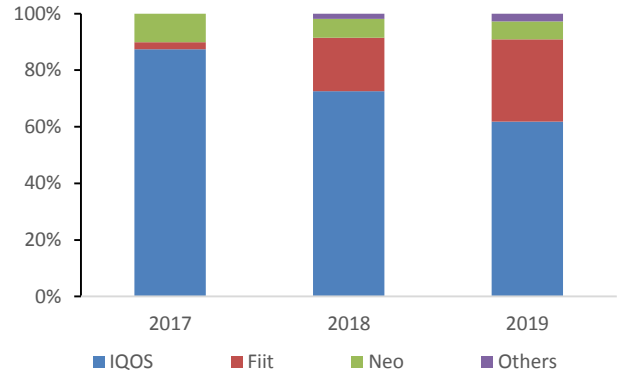
IQOS 快速进入韩国市场, 本土品牌 lil 奋起直追。风靡全球的电子烟 IQOS 在 2017 年登陆韩国后, 销售场面火爆, 遭遇万人抢购。而与此同时, 本土品牌 lil 由于起步较晚, 产品竞争力不足, 市场占有率仅为 6.2%。为了改善市占率下滑的局面, lil 加大新产品的开发力度, 先后推出了 lil Mini, lil Plus, lil Hybrid 等产品。2018 年, lil 市场份额有所回升, 达到 31.3%, 2019 年达到 35.6%。其配套烟弹的市占率也逐步提升, 从 2017 年的 10.1%, 提高到 2019 年的 29.1%。

图表 16 韩国 HNB 烟具市占率情况



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 17 韩国 HNB 烟弹市占率情况



资料来源: Euromonitor, 华创证券

二、日本烟草体系：控烟与税收并重，日烟凭借本土优势发力 HNB

（一）日本传统烟草体系：从专卖走向民营，财政部通过准入和定价手段调控行业

日本烟草的发展历程是一个从专卖走向民营，从抑制进口到逐步开放，从传统卷烟走向新型烟草的过程。烟草首次传入日本是在 1605 年，后来于 1898 年设立烟草专卖局，由国家负责烟草经营。1985 年，日本专卖公社转为日本烟草产业，日本烟草自此走上了民营化的道路。在卷烟进口方面，最初的日本对进口卷烟关税税率高达 90%，因此进口烟一直无法打开日本市场；后来由于美国 PMI 施压，日本在 1982 年将关税降低到 20%，1987 年进一步废除了美国卷烟进口关税。关税壁垒消失后，大量进口烟涌入日本市场，这对日本烟草公司的经营和发展造成了很大冲击。为了应对这一情况，日本烟草采取一系列措施，通过不断收购来扩大规模，努力抢占传统卷烟的市场份额，成为世界第三大烟草企业；同时，随着控烟政策的不断收紧以及人们对健康问题关注度的不断提升，公司不断收购电子烟相关企业，发展电子烟业务，在新型烟草领域加快布局，竞争实力不断提升。

图表 18 日本烟草体系发展历程

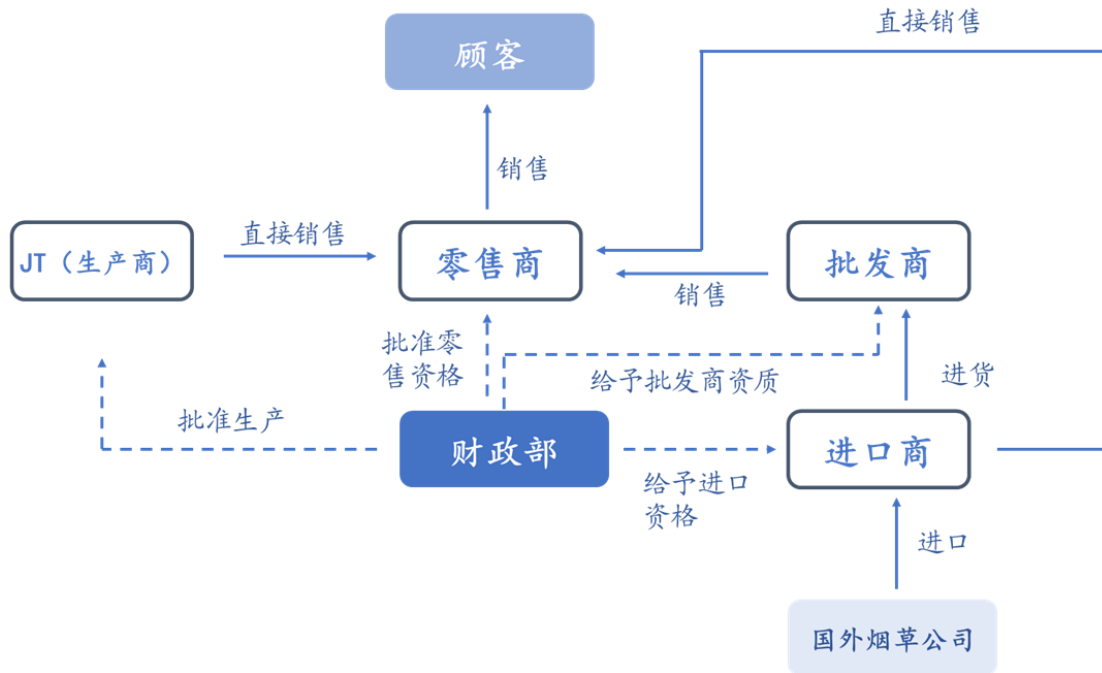
时间	法律法规
1605 年	卷烟首次传入日本，并在此后江户时代期间经历数次禁烟
1876 年	颁布《烟草税则》，烟草税收成为财政收入重要组成部分
1898 年	颁布《烟草专卖法》，设立专卖局，对烟草生产销售实行专卖制度
1948 年	成立日本专卖公社，此为日本近代烟草产业的起点
1957 年	首支带滤嘴的国产卷烟“HOPE”发售
1977 年	日本烟草代表品牌“MILD SEVEN”发售
1980 年	此时日本对进口卷烟关税税率为 90%，受美国 PMI 施压，1982 年关税降至 20%。
1984 年	颁布《烟草事业法》，目标保障国民经济的健康发展。
1985 年	日本专卖公社转为日本烟草产业，实现民营化，但是根据日本烟草产业法规定，财务省保留三分之一以上股权
1987 年	废除美国卷烟进口关税
1999 年	日本烟草从 RJ Reynolds 收购 JTI，作为日本烟草公司的经营部门，负责国际生产、营销和销售
2000 年	厚生劳动省发布《健康日本 21》，目标防止未成年人吸烟、防止二手烟、普及戒烟支援项目等
2003 年	颁布《健康促进法》，在多数公共场所禁止吸烟，部分工作场所和饮食、商业场所划分吸烟区
2007 年	日本烟草收购加拉赫集团（Gallaher Group plc）
2009 年	日本烟草收购 Tribac Leaf Limited 的全球业务，以及两家活跃于烟草业务的巴西公司 Kannenberg 和 KBH&C；JT 集团与美国的两家烟叶供应商-Hail & Cotton Inc.和 JEB International 合资成立了 JTI Leaf Services
2010 年	厚生劳动省颁布《健发 0225 第 2 号令》，目标禁止在除工作场所外的公共场所设立吸烟区
2014 年 6 月	日本烟草收购英国电子烟生产商 Zandera Ltd（以其 E-Lites 品牌闻名）
2015 年 4 月	日本烟草收购佛罗里达电子烟制造商 Logic Technology Development LLC
2017 年 8 月	日本烟草以 6.77 亿美元收购印度尼西亚丁香烟生产商 Karyadibya Mahardhika 和 Surya Mustika Nusantara；以 9.36 亿美元收购菲律宾 Mighty Corporation
2018 年	日本烟草以 16 亿美元收购俄罗斯第四大卷烟制造商 Donskoy Tabak。
2019 年 1 月	日本烟草以 15 亿美元完成对总部位于孟加拉国的 Akij 烟草集团公司的收购。

资料来源：日本烟草年报，烟草在线，东方烟草网，华创证券

日本烟草的整个销售过程由财政部控制。生产商、零售商、批发商和进口商的设立均需经过财政部的批准。日本烟草是日本财政部唯一批准的烟草生产商，负责烟草的生产过程。烟草生产完成之后，日本烟草将产品销售给零售商，

再由零售商销售给消费者。整个销售过程的定价权在财政部手中，生产商和零售商均无权决定自己的利润率，一般来说，零售商的利润率为零售价格的 10%。烟草进口同样受到财政部的控制。除了进口商要向财政部登记注册获得财政部批准之外，进口烟草的品牌和品类也同样需要获得财政部的许可。进口烟草进入日本后，进口商可以选择销售给批发商，也可以直接销售给零售商，再由零售商出售给顾客，其价格亦须财政部批准。

图表 19 日本烟草生产销售体系



资料来源：日本烟草年报，华创证券

(二) 新型烟草监管体系：电子雾化烟暂无准入，对 HNB 较为包容

日本是 HNB 最大消费国，禁止电子雾化烟国内销售。日本最早 2007 年接触到电子雾化烟，2010 年电子雾化烟销售被禁止。2013 年日本烟草最早在日本发布 Ploom 加热不燃烧烟草，但是没有能够获得市场认可，2014 年 IQOS 登陆日本名古屋，大获成功，2016 年 4 月在日本全国范围内推广。之后英美烟草于 2016 年底在仙台试销 Glo，并于 2017 年推广至全国；日本烟草 2018 年发布 Ploom Tech 并将其推广，日本 HNB 市场逐渐繁荣。监管方面，目前 HNB 产品受《烟草商业法》管控，在日本销售须获得日本财政部牌照；电子雾化烟的烟杆被作为医疗器械受《医疗器械法》管控，烟弹则作为药品受《药事法》管控，目前还没有电子雾化烟获得批准。

控烟政策不断加强，HNB 发展机会良好。日本政府一直致力于国内控烟，早在 2003 年起就通过广告法等法案规范烟草制品的宣传和包装，于 2010 年和 2018 年两度提升烟草税率，又于 2018 年更新健康促进法，将公共场所控烟进一步强化。不断加强的控烟政策使得日本卷烟消费量连年减少，同时健康意识的增强使得一部分吸烟者开始尝试危害更小的加热不燃烧烟草制品，使得 HNB 渗透率快速提高，而且新版健康促进法允许吸烟者部分传统卷烟禁烟场所使用 HNB 产品，预计将推动更多吸烟者转向 HNB。

图表 20 日本电子烟市场发展历程

日期	具体内容
2007 年 6 月	日本全国消费者信息网络系统首次接到电子烟相关的咨询
2010 年 10 月	厚生劳动省发布《关于含有尼古丁电子烟的危害防治措施》，禁止贩卖含有尼古丁的烟油及制品。

日期	具体内容
2010年12月	日本制药工业协会颁布药事法，含尼古丁的电子烟被分为药用产品且受药事法所限制，药事法规定其销售、广告、制造、进口及分销需获上市许可。厚生劳动省发表声明允许私人进口药用电子烟，但只作私人用途且数量需低于一个月储量。
2013年9月	东京获得2020年奥运会举办权，民众戒烟意识、政府烟草管控加强。
2013年12月	日本烟草在日本发布Ploom加热不燃烧烟草，但未获得市场认可。
2014年11月	IQOS在日本名古屋上市，大获成功。2016年4月在日本全国范围内推广。
2016年12月	英美烟草推出的Glo在仙台试销，2017年底逐步将销售范围拓展至日本全境。
2018年6月	日本烟草推广Ploom Tech，销量达到28亿卷。
2018年10月	日本政府将消费税从8%提升至10%
2018年7月	《健康促进法》修订，增强公共场所全面禁烟措施，但是将HNB排除在外，于2020年4月分阶段实施
2018年12月	日本财政部编写部长条例，要求更改所有烟草产品包装上的强制警告声明的描述和布局。它包括对加热烟草产品的强制警告声明，以及显示尼古丁和焦油含量。从2020年4月1日起，所有的加热烟草产品和卷烟都将适用新警告声明要求。
2020年	日本政府计划在国实施更为严格的烟草法律，该法律将在2020年东京奥运会后开始实施，限制的范围包括HNB。政府同时指出，如今后的调查研究发现HNB对健康没有或几乎没有影响，则会将其排除在法律限制之外。

资料来源：日本烟草年报，蓝洞网，智研咨询《2019-2025年中国加热不燃烧烟草制品市场前景分析及发展趋势预测报告》，华创证券

图表 21 日本新型烟草监管现状

	电子雾化烟	HNB
主管部门	卫生部	财政部、厚生劳动省
烟具/烟弹归类	医疗器械/药品	电子产品/烟草制品
零售要求	目前只允许个人进口使用，不超过一个月储量	禁止未成年人购买，允许线上、自动售货机、便利店、专卖店等销售渠道
广告宣传要求	暂无广告宣传	广告宣传方面并未完全禁止，但是在包装等方面采用了与传统烟草相同的监管要求
控烟情况	因为使用人群较少，暂未纳入控烟条例管控范围，实践上类似HNB	原则上和传统卷烟类似，但是在多数餐饮、住宿场所都有专门区域允许使用HNB
税收情况	进口关税	计划用5年时间将HNB烟弹税率提高到卷烟的80%左右，卷烟目前税率62%左右。
其他	暂无烟弹产品获得批准销售	

资料来源：日本烟草官网，日本烟草年报，PMI，蓝洞网，日本国税厅，华创证券

（三）烟草税收体系：烟草税收将继续提高，HNB具备税收优势

日本卷烟税收从从价税转变为从量税，总税额不断提高。日本早期对卷烟征收从价税，到了八十年代末，开始改为征收从量税，且总税额逐年上升。税额的上升主要来自于日本政府对于卷烟的提价。在日本，财政部拥有卷烟的定价权。为了达到控烟的目的，顺应全世界控烟的大趋势，日本政府通过对卷烟提价来减少吸烟者的购买意愿。这一举措不仅达到控烟的目的，同时也保护了卷烟生产和销售商的利润保持在合理水平，还通过税额的上升弥补了销量下降带来的税收减少，保障了政府的税收收入。

图表 22 日本卷烟税收发展历程

单位：日元	国家烟草税	国家烟草特别税	地方税	消费税	总税额	市场价（A）	综合税率
1985年4月	11.64 23%从价税	/	11 22.4%从价税	/	113.44	200	56.72%

单位: 日元	国家烟草税	国家烟草特别税	地方税	消费税	总税额	市场价 (A)	综合税率
1986年5月	20.64 23%从价税	/	20 22.4%从价税	/	140.52	220	63.87%
1989年4月	62.52	/	62.52	3%	131.45	220	59.75%
1997年4月	62.52	/	62.52	5%	135.99	230	59.13%
1998年12月	62.52	16.4	62.52	5%	153.34	250	61.34%
2003年7月	62.52	16.4	78.92	5%	170.70	270	63.22%
2006年7月	71.04	16.4	87.44	5%	189.17	300	63.06%
2010年10月	106.04	16.4	122.44	5%	264.40	410	64.49%
2014年4月	106.04	16.4	122.44	8%	276.73	430	64.36%
2018年10月	116.04	16.4	132.44	8%	300.44	480	62.59%
2019年10月	116.04	16.4	132.44	10%	309.43	490	63.15%
2020年10月	126.04	16.4	142.44	10%	333.97	540	61.85%
2021年10月	136.04	16.4	152.44	10%	353.97	540	65.55%

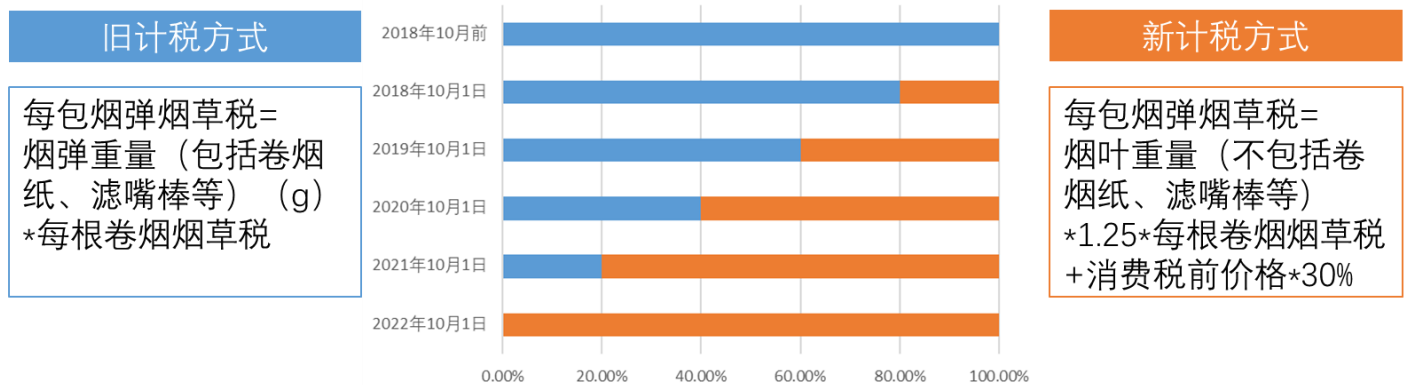
(A)以日本烟草主要卷烟品牌 MILD SEVEN/MEVIUS 每包价格为基准,2020年8月日本烟草宣布从2020年10月1日起上调 MEVIUS 售价至 540 日元/包,2021年售价假设保持不变。

资料来源: 日本烟草年报, 日本烟草官网, 日本国税厅, 华创证券

日本 HNB 税收政策呈现从量税逐渐向“量价混合, 从价比重不断提高”的发展趋势。早期日本对 HNB 烟弹征收从量税, 将 HNB 烟弹根据 1g 为一支的比例换算成卷烟支数, 根据卷烟税收为基准征收烟草税。2018 年, 日本对 HNB 税收政策进行改革, 在旧计税规则的基础上, 添加了新的规则: 按照烟弹中的烟叶重量来换算卷烟支数, 比例为 1.25g 为一支, 并加上消费税税前价格 30% 的从价税。日本国税厅设立了五年的过渡期, 期间通过对新、旧两种规则给予不同的权重, 来得到最终的税额。随着时间推移, 新规则所赋权重逐渐增加, 旧规则所赋权重逐渐减少, 最终完全过渡至新规则。期间实际税率将不断提高。随着从价税所占比重的增加, 相比高价 HNB 烟弹, 中低价烟弹的税率将相对较低, 未来预计 HNB 烟弹将凭借低于传统卷烟的价格和税收获得一定发展优势。

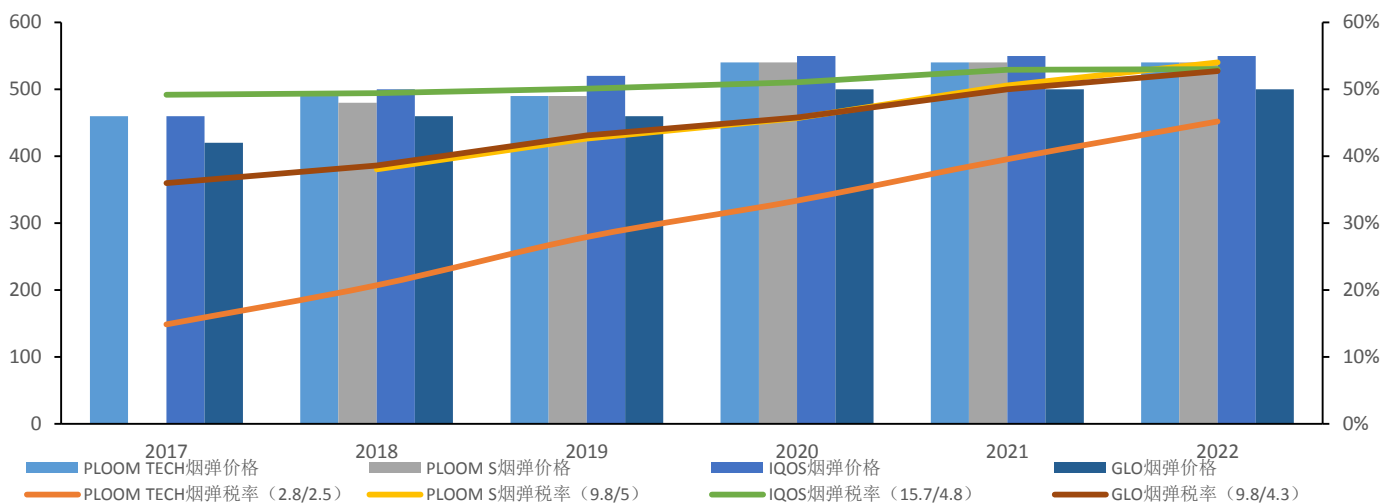
由按烟弹征税到按烟叶征收, HNB 税率向传统卷烟靠拢。日本电子烟早期按照烟弹的重量来计税, 由于不同品牌的烟弹的重量相差较多, 因此各品牌的电子烟税率相差较大, 2018 年, 当时的卷烟税约为 62.59%, IQOS 烟弹税率为 49.41%, 而 Ploom Tech 烟弹仅为 20.71%。2018 年后, 日本电子烟的税收政策改革, 不仅按照烟弹重量征税, 同时也按照烟叶重量征税, 且按烟叶征税部分的权重逐渐增加。由于各品牌烟弹所含烟叶数量整体上差距较小且各品牌价格之间差距也逐渐缩小, 不同品牌的烟弹税率逐渐趋同, 预计 2022 年 IQOS 烟弹税率将到 52.99%, Ploom Tech 烟弹为 45.19%, 与卷烟税率逐渐接近。

图表 23 日本 HNB 税收改革



资料来源：日本国税厅，华创证券

图表 24 日本主要 HNB 烟弹价格及税率变化（括号内为每根烟弹的烟弹/烟叶重量，g）

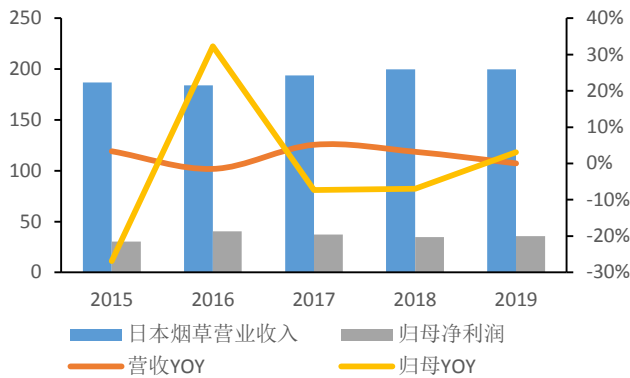


资料来源：各公司公告，日本国税厅，华创证券

（四）日本烟草： 位列烟草行业四大巨头，新型烟草持续发力

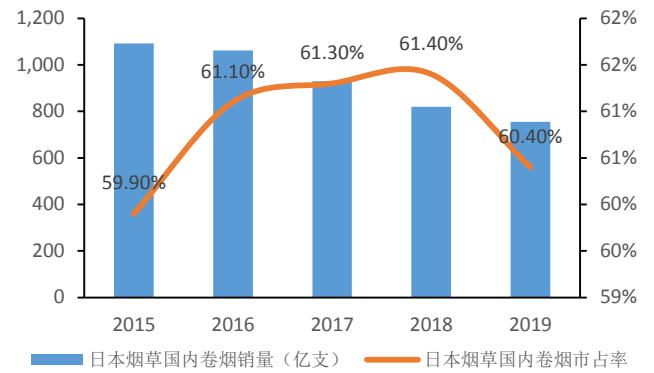
脱胎国有专卖名列，通过多轮收购抢占国外新兴市场蓝海实现全球化布局，传统卷烟结构提升+新型烟草布局下未来可期。日本烟草于 1898 年在日本政府的主持下成为国有化烟草公司，国有专卖制度下日本烟草接管日本全部烟草业务运营，占据垄断地位。1985 年日本烟草上市，股权结构改善下公司获得更大经营自主权，后续公司进军国际市场，成为世界四大跨国烟草公司之一。1999 年成立 JTI 专门运营公司国际业务，通过多轮收购抢占欧美及远东地区蓝海市场，斥巨资多轮收购加拉赫集团、Logic 等外国烟草品牌形成全球化布局。多轮收购叠加自主品牌培育下，公司在传统卷烟市场公司形成以云斯顿、MEVIUS、乐迪为代表的品牌矩阵，其中中端品牌云斯顿 2019 年销量 328.7 万箱，位居世界第二。2018 年国际市场卷烟销量 855.2 万箱，同增 7.3%，主要市场占有率提高 1.1%。面对传统卷烟市场下行趋势与全球控烟政策日益严峻的趋势，公司一方面改善传统卷烟结构维持卷烟市场份额，另一方面顺应潮流加紧布局新型烟草领域开发减害烟草产品，2018 年收购俄罗斯 DT 公司锁定其经济型卷烟产品与营销网络，以收购调整公司传统卷烟产品与市场结构，同时加强减害烟草研发投入提升产品质量，以收购吸纳其他电子烟品牌及技术，国内以科技筑底培育 Ploom 品牌，国外电子烟旗舰品牌 Logic 登陆 26 个国家市场，双线并行未来可期。

图表 25 日本烟草营收、归母及增速



资料来源：日本烟草年报，华创证券

图表 26 日本烟草国内市占率下滑



资料来源：日本烟草年报，华创证券

图表 27 日本烟草全球布局情况



资料来源：日本烟草年报，华创证券

以收购横向拓展电子烟品牌口径，注重科研和专利提升产品力壁垒，Ploom、Logic 国内国外分化布局下有望抢占新型烟草行业先机。日本烟草延续传统卷烟市场收购拓展品牌吸纳技术思路，2014 年起先后收购 Zandera Ltd、Logic Technology Development LLC 等电子烟生产制造商，着力培育 Logic 作为电子烟旗舰品牌开拓国际市场。同时，公司在科技研发方面加大投入力度，自 2018 年以来公司投资近 10 亿美元开发新型烟草制品。2019 年公司提交 357 项优先权申请，专利申请量较去年增长一倍以上，目前在全球范围内公司拥有 4200 项授权专利和 2800 项未决专利投资组合。为迎合国内外消费者不同消费偏好，目前公司新型烟草制品矩阵由面向外国市场的电子烟 Logic vaping 和聚焦国内市场的加热烟草 Ploom 构成。2018 年公司在日本推出加热烟草制品 Ploom Tech，2019 年推出高温加热产品 Ploom S 和低温加热产品 Ploom Tech+，高温产品聚焦扩大市场占有率，低温卷烟培育细分市场，互为配合推动公司市场扩张。2019 年日本新型烟草产品销量 6.6 万箱，较上年增长 1 万箱，2019 年国内市占率 9%。随着公司科技研发持续深入以及新型烟草的市场潜力，公司有望抢占行业先机巩固龙头地位。

图表 28 IQOS 主要平台产品及介绍

产品	样式	发布时间	加热方式及加热温度	产品特点	售价
Ploom S		2019	采用杯式加热方式, 加热温度约为 200℃	(1)加热时间 30 秒。 (2)可连抽 20 根。	烟具: 3980 日元 烟弹: 540 日元/包
Ploom Tech		2018	采用雾化加热烟草胶囊的方式, 内部温度约为 30℃	无烟, 气味淡, 对他人影响极小, 且有害物质含量更低。	烟具: 2500 日元 烟弹: 540 日元/包
Ploom Tech+		2019	采用雾化加热烟草胶囊的方式, 内部温度约为 40℃	加热温度提升带来更好的口感。	烟具: 2980 日元 烟弹: 550 日元/包
Logic		2018	雾化加热烟油	(1)整体重量不足 30g, 便于携带。 (2)能坚持一天的续航。	Logic Compact 烟具: 10 欧元 烟弹: 5 欧元/盒 (三颗)

资料来源: 日本烟草年报, 日本烟草官网, 华创证券

三、韩国烟草体系：市场化程度较高，KT&G 目标拓展全球 HNB 业务

（一）韩国传统烟草体系：烟草行业市场化，积极履行控烟职责

韩国的烟草体系发展史中有三个重要时间点。一是在 1986 年取消了《烟草专卖法》。从 1910 年到 1985 年，韩国烟草实行专卖专营体系，在取消《韩国烟草法》之后，政府于 1987 年设立了韩国专卖公社，为国有企业。二是在 1999 年，由韩国专卖厅重组而来的国有企业韩国烟草人参公社改制为上市公司，韩国烟草业正式开始民营化改革，2003 年改革完成，这标志着韩国烟草行业正式踏上民营化道路。三是在 2001 年，韩国政府颁布《烟草事业法》，此法为韩国现行烟草体系。2001 年韩国虽已开放烟草市场，但是该法在烟草制造和税收方面均对外国烟草公司有较大限制。2014 年时，韩国修订了《烟草事业法》，在其中对烟草制造资格、烟草销售及外包装等方面作出了进一步的规定。

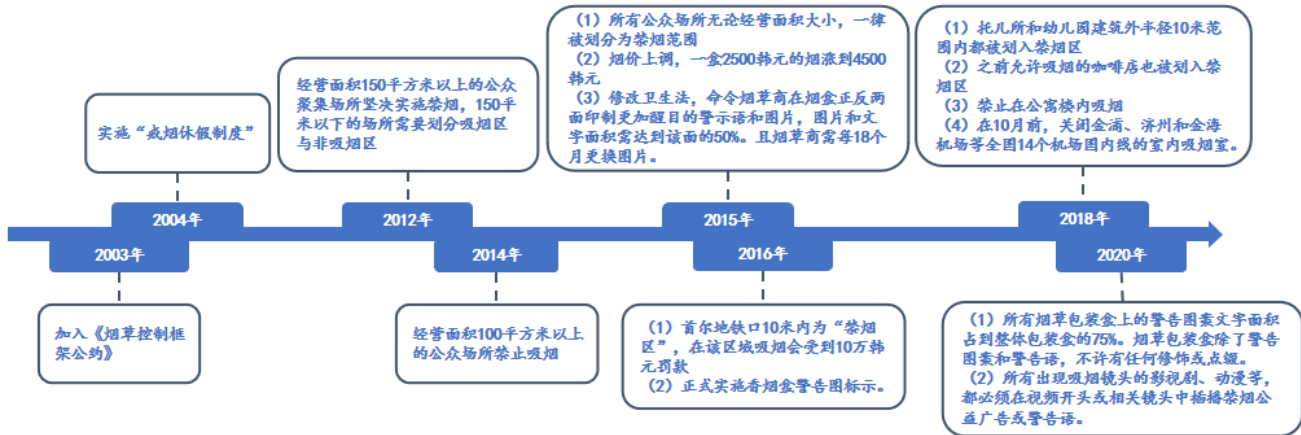
图表 29 韩国烟草体系发展历程

时间	法律法规
1910 年	日本统治韩国期间，设立朝鲜总督府专卖局，对烟草和红参进行专卖管理。
1952 年	第二次世界大战后设立韩国烟草人参专卖厅，延续专卖制度
1986 年	韩国政府取消《烟草专卖法》，烟草市场开始对外开放，民营化进程逐步加快
1987 年	设立韩国专卖公社
1989 年	重组为韩国烟草人参公社，是政府投资组织的国有公司
1999 年	韩国烟草人参公社改制为上市公司，实施股份制和民营化改革，年底实现正式上市，在形式上彻底取消了专卖专营制度
2001 年	韩国政府颁布《烟草事业法》，规定韩国烟草人参公社是政府制定的国内唯一烟草制作商，外国烟草公司制作卷烟需烟草公社的同意，以此限制外国烟草公司开办卷烟厂，并且对已经在韩国开办烟厂的外国烟草公司的进口卷烟重新开征 40% 的高额进口关税
2003 年	公司 95% 的股份已经销售完毕，基本上完成了民营化改革任务
2014 年	修订《烟草事业法》，为现行体系，当中作出如下规定： 1. 从事烟草制造业务需要从战略财政部长处申请烟草制造营业执照； 2. 烟草制造商生产的卷烟由制造商自行销售，进口卷烟由批发商和零售商代为销售； 3. 批发商和零售商须获得相应许可，销售价格由战略财政部长或市长规定，不可擅自更改售价； 4. 广告及包装中明确显示吸烟有害健康的警示语以及卷烟烟雾主要成分及含量，禁止促销和误导销售行为。

资料来源：国家烟草专卖局，中烟在线，曹盛《中国烟草专卖法律制度改革研究》，《韩国烟草事业法》，华创证券

韩国于 2003 年签署了联合国《世界卫生组织烟草控制框架公约》，是第一批加入该条约的国家，自签署该公约后，韩国作为高吸烟率国家积极履行控烟义务。从 2003 年开始，韩国不断收紧禁烟政策。烟草销售方面，禁止向 19 岁以下未成年人贩卖烟草；广告投放方面，不允许出现香烟的形象或关于香烟的内容；同时为扩大禁烟的社会效应，国立癌症中心于 2009 年起开始对在禁烟方面表现积极的企业进行表彰。税收方面，在 15 年年底大幅度调整税率，造成烟价大幅上涨，使得 2015 年的成年男性吸烟率大幅下降。另外，韩国在 2015 年出台烟草商需要义务印制吸烟警示图片政策，2016 年正式实施该政策。基于以上控烟政策，2019 年韩国 19 岁以上成人吸烟率为 22.4%，相比于 1998 年 35.1% 而言降低了 12.7pct，控烟效果显著。在 2020 年，韩国计划将烟盒上的警示标志从 50% 的占比扩大到 75%，并规定从 2020 年开始，影视中若出现吸烟的场景，需在相关镜头中插播禁烟公益广告。

图表 30 韩国加入控烟框架以来积极履行控烟义务



资料来源：法制网，新华社，人民网，中国新闻网，华创证券整理

(二) 新型烟草监管体系：对电子雾化烟采取严监管，HNB 控烟较为严厉

随着新型烟草的不断发展，韩国政府对于新型烟草的管理也日趋严格。2008年，法制处将含尼古丁的电子烟归类为烟草，并于2011年开始追加电子烟课税，韩国因此成为第一个对电子烟征收烟草消费税的国家。此后，韩国政府又于2017年对加热型电子烟进行了提税，将税率从52%提升到了90%。除了通过税收手段来控制电子烟之外，规范烟盒包装也是韩国政府的手段之一。2015年底，韩国政府修改卫生法，命令烟草商在烟盒正反面印刷警示语和图片，且警示图片的面积必须超过烟盒面积的三分之一。2020年，又将警示图片占烟盒面积的比例上调到55%，希望通过这一方法来降低消费者的购买欲望。

图表 31 韩国新型烟草监管发展历程

时间	法律法规
2008年	法制处正式公布依据烟草法将含尼古丁的电子烟归类为烟草
2011年	1月，韩国成为第一个对电子烟征收烟草消费税的国家。根据地方税法223条第2项，确定追加电子烟课税（按每1ml课税）。修改地方课税法案，确立烟草消费税依据，征收地方培训税、健康增进摊付税、废弃物摊付税 11月，指定电子烟设备属于青少年有害物质类。
2015年	上调与烟草相关的诸税摊付金，征收个别消费税； 废弃物摊付金7月->上调24.4韩元，浓度不满2%的尼古丁有毒物质销售业可免除申报； 8月11日电子烟用无尼古丁烟油被归为食品医药品安全处（KFDA食药处）的“医药外品指定清单”的一类（2016年10月实施）。 2015年底，韩国政府修改卫生法，命令烟草商在烟盒正反面印制更醒目的警示语和图片，以提醒民众吸烟有害。警示图片在烟盒每一面所占面积必须超过三分之一，而且烟草商必须每18个月更换图片。
2017年	指定合成尼古丁为新化学物质并对其进行管控，加强浓度1%以上的烟油通关标准。10月对加热型电子烟已经有过一次提税，把这类电子烟的税率由52%提升到了90%。
2018年	对电子烟的征税标准又进行了更加具体的划分，对不同类的电子烟开始采用不同的消费税征税标准。
2019年	从5月底至7月底开展为期2个月的“电子烟严控行动”。韩国“烟草事业法”规定，电子烟也属于烟草，因此：对于在禁烟区内吸电子烟的行为，将进行集中整治，被发现有上述行为者将处以10万韩元（约合人民币584元）罚款；集中整治非法向青少年销售烟草或电子烟的行为；严厉打击在网络上非法销售烟草或电子烟的行为。

时间	法律法规
	<p>10月，保健福祉社提出一系列措施加大控烟力度，其中包括：①把香烟界定范围将从以往的烟草叶原料产品，扩大到涉及烟梗、烟草根部等原料的产品②在电子烟对公共健康造成负面影响时，相关部门可以及时采取没收和禁售等措施。③严格电子烟生产商和进口商审批手续等措施。</p> <p>10月23日，政府表示在有关蒸汽型电子烟危害的检测结果显示前，强力建议公众停止使用此类电子烟，并特别提醒儿童、青少年、孕妇、呼吸器官疾病患者和不吸烟人群切勿吸蒸汽型电子烟。</p> <p>12月，韩国食品医药品安全处12日发布有关蒸汽型电子烟危害的检测结果显示后，韩国免税店等流通商13日纷纷决定停止销售相关产品。</p>
2020年	<p>韩国的规定要求75%的烟盒上都要有警示图片和文字。图片必须占包装的55%，前后都需要显示图形图片。这些图片需要每24个月修改一次。</p>

资料来源：金融界，电子烟者新闻，新华网，烟草在线，新势力，华创证券

图表 32 韩国新型烟草监管现状

	电子雾化烟	HNB
主管部门	保健福祉部	
烟具/烟弹归类	电子产品/烟草制品	
零售要求	禁止19岁以下青少年购买，无销售渠道限制，主要渠道为便利店	
广告宣传要求	广告要求有害提示，包装要求75%区域展示显眼警示标语和不少于55%面积的警示图片	
控烟情况	禁烟场所禁止使用，餐饮场所全面禁烟，仅可在吸烟区使用	
税收情况	JUUL 烟弹综合税率约为38%	综合税率约为67%，约为普通卷烟的90%

资料来源：烟草在线，新华网，华创证券

（三）烟草税收体系：税收体系完善，电子烟税率较高

韩国对烟草征收的税率主要包括烟草消费税，教育税，个人消费税以及国民健康增进负担金等。其中烟草消费税和教育税属于地方税。最早开始征收的是1989年的烟草消费税，后来逐渐开始征收教育税、公共服务金，国民健康增进负担金等。2011年，电子烟被纳入烟草消费税的征收范围中，韩国成为第一个对电子烟征收消费税的国家。2015年，开始征收个人消费税，金额为594韩元。2017年后，韩国对电子烟的征税标准又进行了更加具体的划分，对加热不燃烧电子烟和电子雾化烟开始采用不同的税率。

总体来看，韩国烟草的税额在2015年前一直处于一个较低水平，香烟价格也普遍低廉。然而，随着韩国吸烟率逐渐提升，为了能够控制吸烟人口数量，韩国有关部门在2015年提高了烟草的税率，电子烟从400韩元每毫升提升到628韩元每毫升，卷烟消费税从2014年的641韩元提高到1007韩元，加上教育税、国民健康增进负担金等其他税款，提高后税率高达73.8%，这一税率已超过大部分国家的烟草税率水平。

图表 33 韩国烟草税收发展历程

日期	烟草消费税	教育税	国民健康增进负担金	总税额 (A)	市场价 (B)	综合税率
1989年1月	360			360	600	60.00%
1994年1月	460			480	700	68.60%
1996年7月	460	184		644	900	71.60%
1997年1月	460	184		648	900	72.00%

日期	烟草消费税	教育税	国民健康增进负担金	总税额 (A)	市场价 (B)	综合税率
1997年5月	460	184	2	650	1,000	65.00%
1999年1月	460	184	2	750	1,100	68.20%
2001年1月	510	255	2	889	1,300	68.40%
2002年2月	510	255	150	1,110	2,000	55.50%
2005年1月	641	321	354	1,565	2,500	62.60%
2008年1月	641	321	354	1,550	2,500	62.00%
2015年1月	1,007	443	841	3,323	4,500	73.80%

(A) 包括烟草消费税、教育税、绿色基金、国民健康增进负担金、个人消费税、烟草持续发展基金、个人消费税、增值税等
 (B) 以主流卷烟品牌 ESSE 每包价格为基准

资料来源：韩国国家烟草控制中心，华创证券

自 2015 年至今，韩国烟草税率较为稳定，没有出现大幅变化。根据韩国企划财政部发布的报告，2019 年各类卷烟的消费税、教育税等税率水平与 2015-2018 基本持平。在电子烟方面，电子雾化烟烟油的征税率以烟油含量计，每毫升含尼古丁溶液征收 1828 韩元税款，其中包括香烟消费税 628 韩元、国民健康增进负担金 525 韩元、个别消费税 370 韩元，以及 10% 增值税。对比主要烟草制品税率，ESSE 卷烟售价 4500 韩元/包，综合税负 73.85%，电子雾化烟烟弹 JUUL 和 HNB 烟弹 Miix 综合税负约为 37.72% 和 66.87%，电子雾化烟税负处于世界较高水平，HNB 税率达到卷烟的 90%。

图表 34 韩国烟草税收现状

烟草消费税	教育税	国民健康增进负担金	个人消费税	绿色基金&烟草持续发展基金	VAT
卷烟	1007 韩元/包	以烟草消费税为税基，税率为 43.99%	以烟草消费税为税基，税率为 83.6%	以烟草消费税为税基，税率为 59.0%	29 韩元/包
烟斗烟草	36 韩元/克				
雪茄	103 韩元/克				
烟丝	36 韩元/克				
雾化烟油	628 韩元/毫升				
HNB 烟弹	897 韩元/包				
其他电子烟	88 韩元/克				
水烟斗	715 韩元/克				
咀嚼烟	364 韩元/克				
鼻烟	26 韩元/克				
					增值税税率 10%

资料来源：韩国地方税条例，蒸汽联，华创证券

图表 35 韩国主要电子烟产品税收测算

单位：韩元	ESSE 卷烟	JUUL 烟弹	Miix 烟弹
分类	传统卷烟	电子雾化烟油	HNB 烟弹
价格	4500/包	4500/个 (内含 0.7ml 烟油)	4500/包
香烟消费税	1007	440	897
国民健康增进负担金	841	368	750
个别消费税	594	259	529

单位: 韩元	ESSE 卷烟	JUUL 烟弹	Miix 烟弹
绿色基金&烟草持续发展基金	29	29	29
教育税	443	193	395
VAT	409	409	409
综合纳税	3323	1697	3009
综合税率	73.85%	37.72%	66.87%

资料来源: 韩国地方税条例, 蒸汽联, 韩国国家烟草控制中心, 华创证券

(四) KT&G: 专注研发布局新型烟草, 联手 PMI 打开海外市场

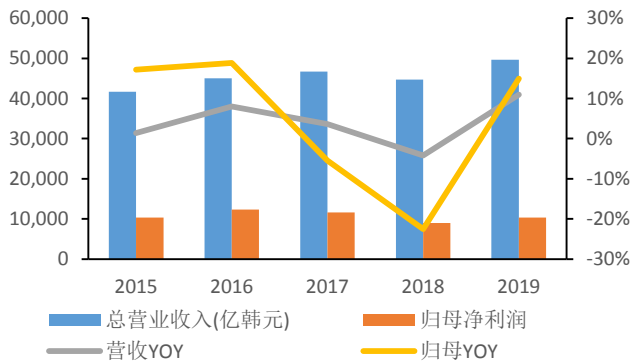
KT&G 寻求多方业务稳定发展, 布局 NGP 快速打开电子烟市场。 KT&G 是韩国第一大烟草公司, 前身是韩国烟草人参公社。1999 年公司拆分人参业务, 在韩国股票市场上市。2003 年公司完成私有制改革, 更名为 KT&G, 2019 年公司 46.1% 股权由外国投资人持有。公司主营烟草业务, 国内外烟草收入占到公司 2019 年总收入的 55%。目前 SK&G 生产的主要卷烟品牌有“爱喜”、“Raison”、“The One”、“This”、“Pine”、“阿里郎”等。KT&G 公司负责烟草的制造和分销, 其子公司 Tae-A 则为 KT&G 提供再造烟叶, 为韩国唯一再造烟叶供应商。除烟草业务之外, KT&G 公司也经营医药、化妆品、房地产等板块, 其房地产销售和租赁在 2019 年表现亮眼。2019 年公司实现销售收入 49632 亿韩元, 同比增长 11%。公司从 2013 年开始研制低燃点烟草, 2017 年 11 月, KT&G 正式推出第一款针式加热电子烟第一代“lii”以及烟弹“Fiit”, 以此进军电子烟市场。在之后的时间里, 为抢占国内电子烟市场, SK&G 加大对“lii”系列产品的研发, 迅速推出五款 HNB 产品与一款电子雾化烟产品“lii vapor”, 这使得 KT&G 电子烟产品在销售收入中的比例逐年提高, 在 2019 年达到 9.16%, 同比增长 1.74pct。

图表 36 KT&G 发展历程



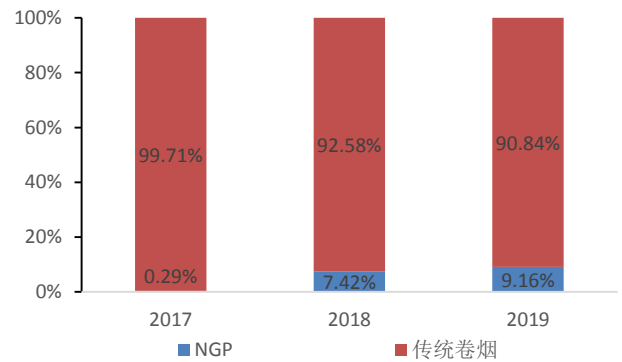
资料来源: KT&G 年报, 华创证券

图表 37 KT&G 营收、归母及增速



资料来源: KT&G 年报, 华创证券

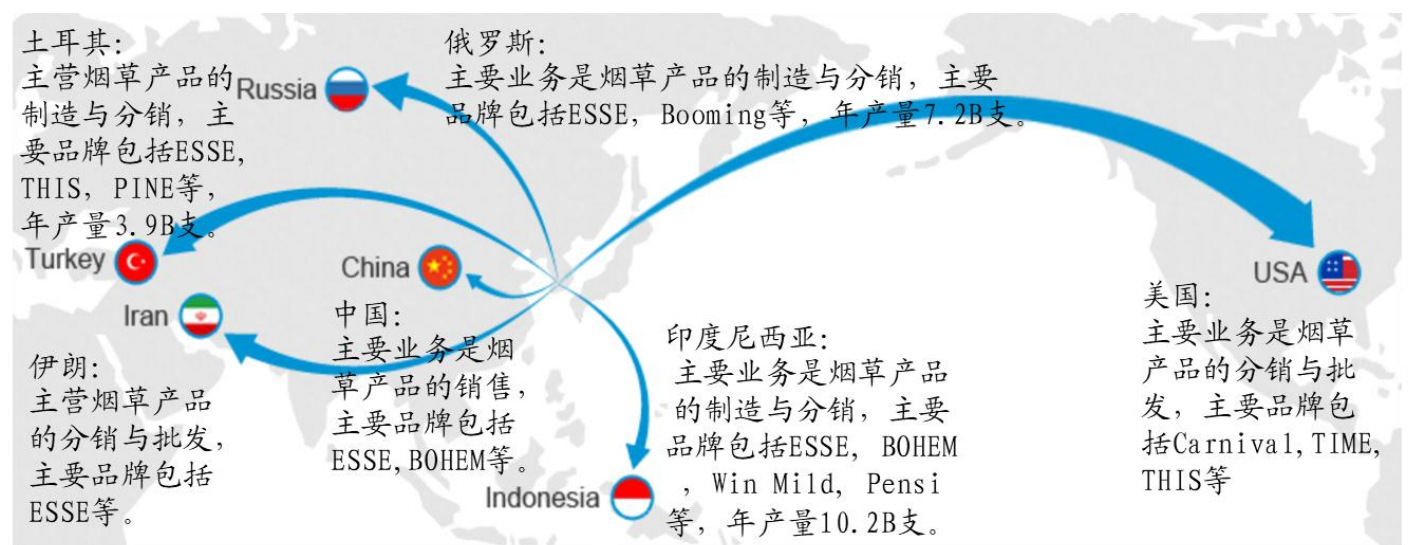
图表 38 KT&G 新型烟草制品占比提升



资料来源: KT&G 年报, 华创证券

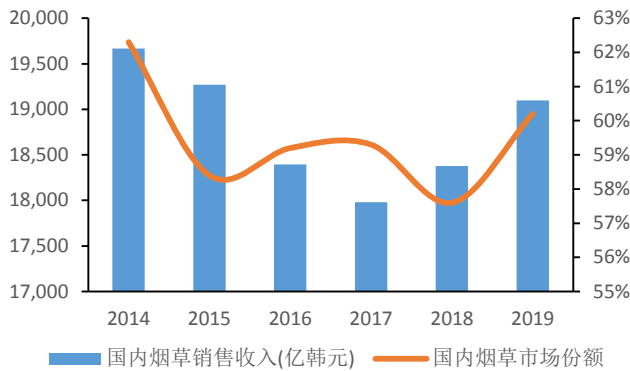
国内市场传统卷烟电子烟齐发力, 未来计划扩大国内市场份额, 寻求海外市场合作, 实施差异化战略。2019 年 KT&G 的国内传统卷烟市场占有率为 63.5%, 较 2018 年提高 1.5%, 实现市场份额连续五年增加, 销售收入达到 16575 亿韩元; 2019 年 KT&G 电子烟产品的市场份额增加了 28.5%, 达到 40.7%。海外市场上, 2015 年海外销量达到 465 亿支, 首次超过国内销量 406 亿支。2019 年产品出口到 80 多个国家和地区, 其中, 爱喜累计出口 300 亿根。公司目前有 5 个主要的海外子公司, 分别在美国、伊朗、印度尼西亚、土耳其和俄罗斯, 其中印度尼西亚、俄罗斯和土耳其同时建有卷烟制造工厂。KT&G 在世界第二大烟草市场印度尼西亚市场上采取品牌本地化战略, 使得印度尼西亚的卷烟销量在 2019 年达到 56 亿, 同比提高 14%。美国市场也实现了 64% 的销量增长, 达到 42 亿支。未来布局方面, 从国内而言, KT&G 公司打算集中精力扩大公司国内的市场份额, 以应付中长期需求的潜在下降, 并通过增加高利润产品不断提高盈利能力。在海外市场上, KT&G 计划针对全球消费者的不同口味, 开发针对当地文化的各种特制版本, 如印度尼西亚的 Kretek。公司从 2019 年 11 月开始与 PMI 商讨海外分销事宜, 并于 2020 年 2 月与 PMI 签订合同, KT&G 希望借助 PMI 销售渠道与基础设备, 拓展公司电子烟业务的海外市场, 并希望通过扩大海外烟草业务来加强其作为全球公司的地位, 最终成为全球四大烟草公司与全球出口公司之一。

图表 39 KT&G 全球布局情况



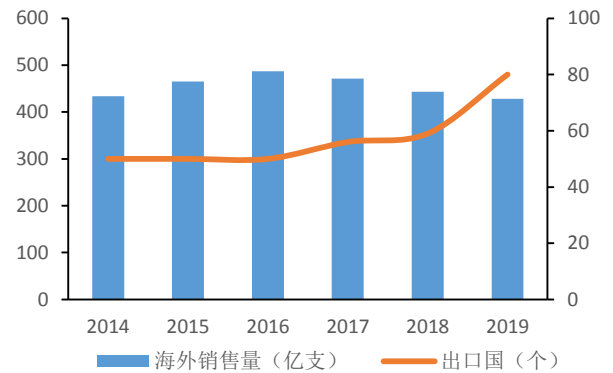
资料来源: KT&G 年报, 华创证券

图表 40 国内市场份额有所回升



资料来源: KT&G 年报, 华创证券

图表 41 海外出口国快速增长



资料来源: KT&G 年报, 华创证券

持续发展“lil”系列产品,注重消费者需求,提升用户体验。KT&G公司将“lil”系列产品称为NGP产品(Next Generation Product)。2017年11月,KT&G推出第一代“lil”产品,随后在2018年相继推出“lil”系列下的三款HNB产品:“lil Plus”,“lil Mini”和“lil Hybrid”。其中“lil Plus”与“lil Mini”均为针加热方式,可使用“Fiit”烟弹,使用时内部加热至320°,“lil Hybrid”采用混合加热方式加热,有专有的发烟剂和烟弹,加热到160°可产生大量烟雾,满足了HNB用户对烟雾量的需求。2019年推出的“lil Vapor”是目前lil系列仅有的电子雾化烟产品。今年2月,KT&G推出“lil”系列新品“lil Hybrid 2.0”,该产品无任何按钮,具有智能开关功能。从2019年开始,KT&G开始将海外市场当作“lil”产品的目标市场,在与PMI达成合作协议之后,今年9月,KT&G以及PMI在俄罗斯国内的烟草市场上联合推出了名为“lil Solid 2.0”的加热不燃烧装置。该产品为“lil Plus”后继产品,采用杯式加热方式,使用专门烟弹“Fiit for Solid”,是韩国烟草公司KT&G首次与其它的跨国烟草公司合作进入俄罗斯烟草市场,公司计划以此扩展其新型烟草制品在海外的份额,将“lil”变成全球品牌。

图表 42 KT&G 主要产品及介绍

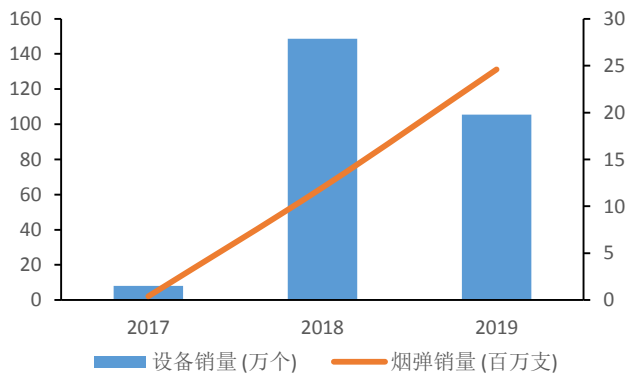
产品	样式	发布时间	加热方式及加热温度	产品特点	售价
lil Plus		2018.05	采用针式加热方式,内置加热系统,内部加热棒的温度约为320°C	(1)加热清洁功能使清洁和维护更加容易。 (2)双核加热,加热更均匀,口感更浓郁。 (3)可连抽20根。	烟具: 102200 韩元 烟弹: Fiit 烟弹——4300 韩元/20 根
lil Mini		2018.1	采用针式加热方式,内置加热系统,内部加热棒的温度约为320°C	plus 小型化版本,一次充满电即可吸烟10支香烟。	烟具: 87000 韩元 烟弹: Fiit 烟弹——4300 韩元/20 根
lil Hybrid		2018.11	采用混合加热方式,通过杯式加热方式将烟弹加热到160°C,同时加热烟油产生烟雾	(1)结合了雾化器与加热不燃烧技术,同时具有烟油仓和烟弹仓,可同时对烟弹和烟油进行加热。 (2)提供烟雾量更大,不会产生烟味。	烟具: 110000 韩元 烟弹: 雾化烟油烟弹 500 韩元/个, Miix 烟弹 4500 韩元/条

产品	样式	发布时间	加热方式及加热温度	产品特点	售价
lil Vapor		2019.05	雾化加热烟油	(1) 雾化产品，与烟弹“Siid”组合使用。 (2) 使用了“Puff Signal”方法，即在使用1支香烟时会震动。	烟具：40000 韩元 烟弹：Siid 烟弹 4500 韩元/盒
lil Hybrid 2.0		2020.02	采用混合加热方式, 通过杯式加热方式将烟弹加热到 160° C, 同时加热烟油产生烟雾	无按键, 插入烟弹会自动预热。	烟具：110000 韩元 烟弹：雾化烟油烟弹 500 韩元/个, Miiix 烟弹 4500 韩元/条
lil Solid 2.0		2020.09	采用杯式加热方式, 加热温度在 160° -320°C	一次充电可连续使用 30 次。	烟具：150000 韩元 烟弹：Fiit for Solid (暂未发售)

资料来源：KT&G 年报，KT&G 官网，华创证券

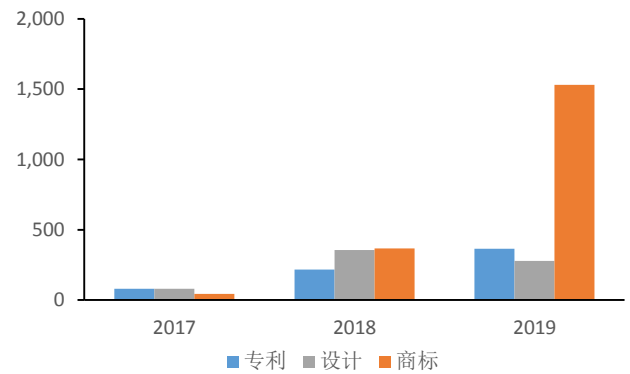
KT&G 在 2003 年成立了研发中心，由 4 个研究实验室与一个研发计划团队组成，致力于对烟草生产核心技术的研发。KT&G 通过不懈的研发，推出创新产品，提升市场地位。2019 年在 NGP 专利申请方面，国外专利申请数量相比去年上涨 5 倍，超过国内专利申请数，国内外与 NGP 相关的累计专利数量达到 365 个，同比增长 68%。NGP 是研发的关注重点，在“lil”系列产品上，KT&G 拥有多项专利技术，如“lil Hybrid”中使用的加热棒识别技术，“lil hybrid 2.0”中使用的液体预热技术，这些核心技术使得 KT&G 的产品在市场上更有竞争力。自 2017 年 KT&G 推出 NGP 以来，NGP 销售额逐年上升，2019 年达到 2523 亿韩元，同比增长 43%。相比于上一年，2019 年 NGP 产品的市场份额增加了 28.5%，达到 40.7%。自“lil Hybrid 2.0”今年 2 月问世以来，销售情况理想，其二季度销量占到市场份额的 38.3%，截止到 6 月，该产品总销量为 125000 支。

图表 43 NGP 销售情况较好



资料来源：KT&G 年报，华创证券

图表 44 NGP 新申请专利数量 (个)



资料来源：KT&G 年报，华创证券

图表 45 公司部分 HNB 相关专利技术

专利技术	专利内容
加热棒识别技术	该设备只有在插入独有的 Miix 加热棒时才能使用
智能开关技术	插入操纵杆时，无需任何操作，该设备自动启动
液体预热技术	当操纵杆插入时，机器会进行预热，以此增加喷出的第一口烟雾量
基于气压模式的烟雾检测技术	无论周围气压大小，该设备都可检测吸烟者是否已经吸入
“stick cap” 技术优化烟雾量	倒置的 Y 形管棒技术可产生最优的烟雾量，同时防止烟草物质泄漏。
气溶胶冷却棒技术	该技术通过优化穿孔纸管的体积和空气输入速率来有效地冷却烟雾剂。

资料来源：KT&G 年报，华创证券

与 PMI 进行销售合作，打通海外销售途径，扩大 HNB 整体市场，提升消费者满意度实现三赢局面。2019 年 11 月 KT&G 与 PMI 商定了“lil”产品线的海外分销事宜，并于 2020 年 1 月签署合同。PMI 可以向除韩国之外的所有国家销售“lil”旗下产品，KT&G 希望借助 PMI 的销售资源开拓公司海外市场，合作协议将持续 3 年。2020 年 8 月，双方在俄罗斯联合推出了“lil Solid 2.0”。9 月份，KT&G 公司又宣布将在乌克兰开售“lil Solid 2.0”及其专属烟弹 Fiit。PMI 依据合同规定，计划利用 PMI 在乌克兰市场的资源与基础设施，对 KT&G 新产品进行推广销售。此次 KT&G 与 PMI 的合作一方面有助于 KG&T 加快海外市场产品布局，提高产品知名度，提升产品出口额与海外市场销量，另一方面由于 KT&G 的“lil”产品具有独有的技术，因此可以与 IQOS 产品一起，通过两方的差异化产品形成更完善的产品组合，扩大消费者选择范围，加快烟草市场对 HNB 产品的接受度，扩展 HNB 市场，提升 HNB 市场增速。最终可扩大“lil”系列产品与“IQOS”产品销售路径，增加产品销量，提升消费者对 HNB 产品满意度，实现三赢局面。

四、行业展望：监管及税收为调控抓手，创新与差异化推动电子烟行业发展

电子烟作为目前较为明显的烟草制品发展方向，各国政府都对其较为重视。一方面，电子烟具有一定减害性质，可以帮助现有烟民降低健康风险，但同时其对非烟民较强的吸引力使得控烟任务承受一定压力。另一方面，电子烟价格较高，可以一定程度上扭转吸烟率下滑带来的烟草市场颓势，但同时由于税收体系不完善，各国又面临烟草税收流失的风险。因此加快完善电子烟监管与税收体系是目前许多国家政府的重要任务。

监管方面，通过对比韩国和日本我们可以看到，电子烟纳入传统烟草体系后，可以较快地对电子烟实现全方面监管，同时通过调整监管力度，又可以在不吸引年轻人的同时，对特定电子烟形成一定的鼓励替烟作用。例如日本通过禁止对年轻人吸引力更强的电子雾化烟，并减少 HNB 的控烟范围，来引导现有烟民转向 HNB，韩国通过加强烟草制品危害的宣传，以及严格的控烟措施，来防止年轻人变为烟民。

税收方面，韩国设置了较高的电子雾化烟税率，以及略低于卷烟的 HNB 税率，以此作为调控手段抑制电子雾化烟的发展，同时降低了整体的烟草消费量，以完成目前仍较为严峻的控烟任务。日本在改革提升 HNB 税率至卷烟 80% 的同时，逐步提升整体烟草制品的税率，在鼓励现有烟民转向 HNB 的同时，起到了稳定烟草税收的作用。

HNB 市场 PMI 依然是龙头，在专利技术和销售渠道上有一定的先发和垄断优势，差异化和创新成为各个烟草公司突围的主要手段。在加热技术和烟弹制造等领域，PMI 由于布局较早，获得了诸多专利，如何绕开成为各烟草公司面临的主要问题。从日本烟草和 KT&G 的经验来看，坚持创新，采用独有技术开发 HNB 产品，与 IQOS 形成差异化，是重要的突围手段。

日本烟草方面，Ploom Tech 系列采用了雾化加热烟草胶囊的技术，最初由于产品和现有产线差异较大，初期出现产能不足的情况，但是随着其 2018 年在波兰设立工厂，以及与思摩尔合作建立专属生产线，其产能逐渐上升，满足日本人口味淡、无烟雾需求的差异化产品迅速打开国内市场，2019 年 Ploom 系列烟具市占率达到了 35%。

KT&G 方面，由于技术起步较迟，最先发布的是类似 IQOS 的针式加热产品 lil Plus，其在韩国市场表现平平，烟弹虽然可以适配 IQOS，但差异化不足，使得 Fiit 烟弹销量与 Marlboro 差距较大。随着技术研发推进，公司推出了独特的 lil Hybrid 系列，其雾化+杯式加热的技术不仅帮助其绕开了 IQOS 的专利封锁，亦为其随后推出杯式加热的 lil Solid 打下技术基础，多样化的产品布局以及符合韩国人审美的造型设计和独特的使用体验，使得 lil 系列产品 2019 年市占率达到 35.6%。但与日本烟草不同的是，在海外销售方面，KT&G 选择了与 PMI 合作的方式，以产品互补作为合作基调，公司有望在世界 HNB 市场争得一席之地。

综合来看，日韩的监管与税收政策会进一步完善，其他国家也可以以此为参考，结合本国的控烟和财政情况，制定符合自身发展需求的政策。日本烟草和 KT&G 的差异化战略在帮助其打开本国市场的同时，也为其他烟草公司提供了借鉴。预计监管不断完善的新兴电子烟市场的崛起将为世界电子烟行业的快速发展注入新的活力，自主研发带来的产品创新也将实现电子烟产品的百花齐放，产品成熟度和丰富度的不断提升将进一步提高传统烟民对电子烟的接受度，全球电子烟市场规模预计将继续扩大，产业链相关公司也将迎来发展机会。

五、风险提示

电子烟技术升级不及预期，政策推进速度不及预期，消费者教育不及预期

轻工纺服组团介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500