

# 新型烟草蓄势待发， 2019年轻工最为看好的细分赛道

证券分析师：史凡可

执业证书编号：S0600517070002

证券分析师：马莉

执业证书编号：S0600517050002

联系邮箱：shifk@dwzq.com.cn

联系电话：18811064824

二零一九年五月

## ■ 新型烟草大势所趋：

随着全球控烟力度加大、环保健康理念普及，1990-2015年全球吸烟率从29.4%下降到15.3%，作为替代品的新型烟草市场因减害效果突出而高速成长，**17年**全球传统电子烟收入120亿美元（+20%）；加热不燃烧烟草制品收入50亿美元（+176%），预计到21年市场规模有望超过150亿美元，我们认为新型烟草将持续引领烟草消费趋势。

## ■ 加热不燃烧烟是增势最强劲的细分赛道，进军美国空白市场：

加热不燃烧烟具有口感接近真烟、减害匹敌传统电子烟的优势，国际烟草巨头菲莫国际（IQOS）、日本烟草（Ploom）、英美（glo）、韩国烟草（Li1）纷纷推出爆款产品抢占市场份额。日本是目前全球最大的加热不燃烧烟市场，17年市场规模47亿美元占全球90%以上，19年4月30日美国FDA审批通过了IQOS的PMTA申请，标志着美国加热不燃烧烟市场的放开，全球加热不燃烧烟市场体量有望登上新阶梯，同时或催化国内新型烟草政策东风及新品加速推出。

## ■ 传统电子烟新品迭代，市场空间广阔：

17年全球传统电子烟消费者约3500万人（12年仅684万），增长迅速。各国际烟草龙头中，英美烟草蒸汽烟品牌矩阵最为丰富，日本烟草、帝国烟草也深度布局，菲莫国际母公司奥驰亚则在18年12月收购了明星产品JUUL（18年销售额达到13亿美元）35%股份，将其纳入旗下新型烟草版图。我国目前对电子烟的监管仍不明确，消费需求有待培育。今年3.15晚会点名电子烟行业监管混乱，我们认为或刺激行业监管条例的加速推出，国内电子烟产业有望迎来健康发展。

## ■ 19年持续看好新型烟草投资主线，推荐布局产业链受益标的：

我们预计19年美国IQOS出货量可达200+万套，至2021年美国IQOS产品市场规有望达65亿美元，持续推荐IQOS精密件二级供应商**盈趣科技**；国内中烟系持续加大新型烟草产品研发力度、新品陆续面市，且中烟国际拟赴港IPO或加速中国烟草市场化，我们认为国内新型烟草产业东风将至，**劲嘉股份**前期布局深厚、与中烟合作紧密，有望率先受益，重点推荐！

## ■ 风险提示：新型烟草政策管控超预期；新品研发不达预期；产能投放低于预期。



- 行业前瞻：看好新型烟草投资主线
- 加热不燃烧：增势最强劲的细分赛道
- 传统电子烟：新品迭代市场空间广阔
- 海外市场：产业链具有良好成长机会
- 国内市场：积蓄力量静候政策东风

# 第一章：行业前瞻

## 持续看好新型烟草投资主线

# 1.1 19年持续看好新型烟草投资主线

## ■ 烟草产业概述:

- 强必选属性消费具粘性
- 新型烟草替代大势所趋

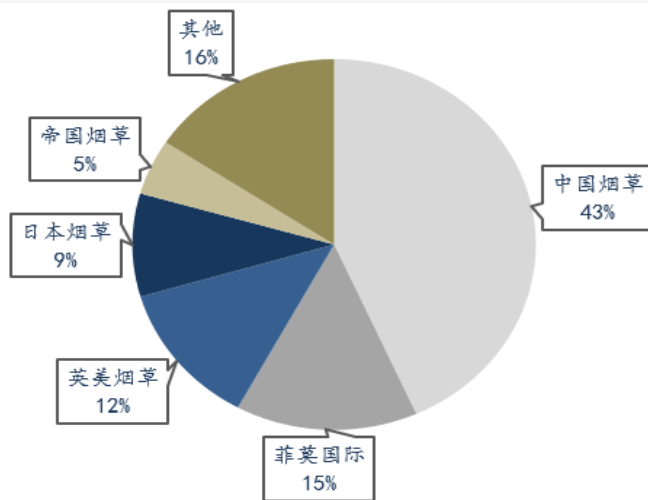
## ■ 传统烟草:

- 体量庞大、增速承压
- 格局稳定、龙头垄断

## ■ 新型烟草:

- 朝阳产业、高速成长
- 新产品、新技术迭代

图表1: 2017年传统卷烟竞争格局



图表2: 2017年烟草全球细分赛道总述



# 1.2 全球控烟力度加大，传统卷烟发展受限

- **全球控烟力度加大、环保健康理念普及：**
  - 截至2017年，全球FCTC公约（禁烟公约）的缔约国家达到181个；
  - 截至2016年，全球55个国家（合计居民人数约15亿人）实施全面禁烟；
  - 1990-2015年全球吸烟率从29.4%下降到15.3%；目前全球十五岁以上的烟民合计11.17亿人。
- **传统卷烟发展承压：**
  - 2017年全球除中国外的传统卷烟销量同比下降约4.8%（5900万箱、合4500亿美元），发展有承压。

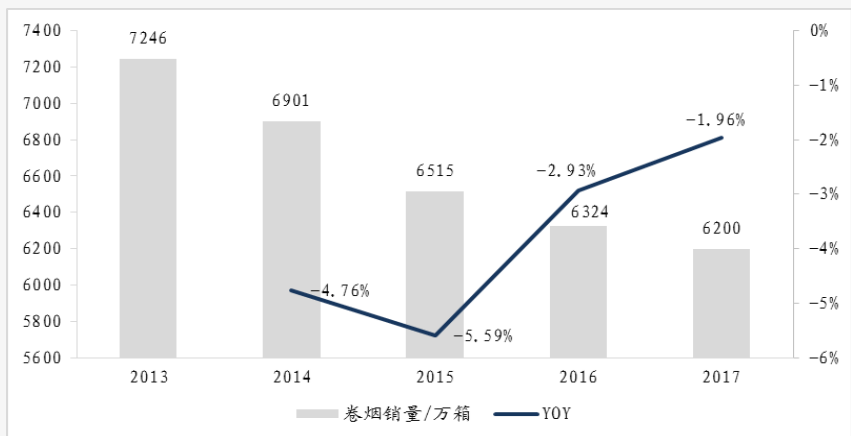
图表3：全球各国控烟政策

时间	国家或地区	政策
2018	泰国	禁止居民和游客在全国24个著名海滩吸烟。
2016	阿根廷	将烟草产品生产商的税率从60%提高到75%。
2016	美国	将电子烟、雪茄等非卷烟烟草制品纳入监管范畴，并要求在2007年2月至2016年8月上市的烟草制品必须重新申报审批。
2014	巴西	禁止市民在全国各大封闭公共场所内进行吸烟。
2014	欧盟	《新欧盟烟草制品管制指令》，禁止烟草公司通过产品吸引年轻消费者，禁止加香卷烟（如薄荷卷烟、水果味卷烟）、禁止20支以下卷烟及针对女性包装的卷烟等。
2013	俄罗斯	禁止公共场合吸烟，禁止任何形式的烟草广告。
2012	澳大利亚	《烟草制品素面包装法案》实施，要求烟草制品使用统一的长方形翻盖硬盒，包装上需印有健康警示禁止在烟支上印刷任何品牌名称和图形设计等。
2009	土耳其	全国所有公共场所全面禁烟。
2009	美国	公布《家庭吸烟预防和烟草控制法》，授权FDA对烟草制品实施严格控制，禁止卷烟中添加除薄荷和烟草外任何香料

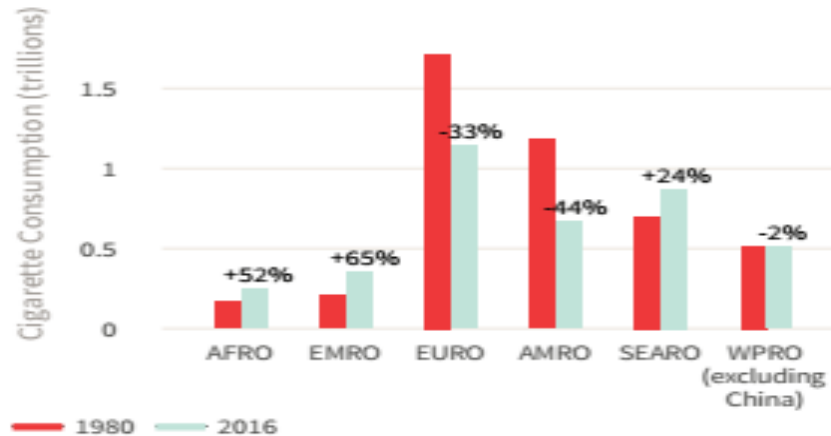
图表4：2014年以来全球实施全面无烟法规



图表5：全球除中国外卷烟销量情况（万箱）



图表6：全球除中国外卷烟消费量对比



# 1.3 中国烟草实行专营，处于补库上行周期

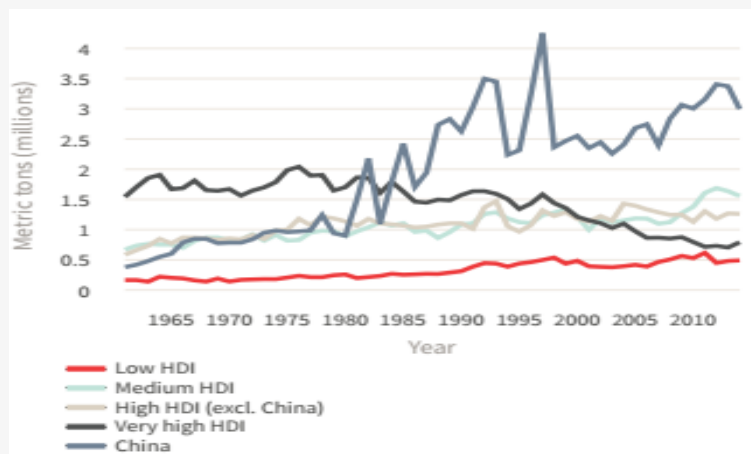
## ■ 中国是烟草最大的消费市场，实行专营：

- 无论是烟民数量、烟民消费位居世界第一（占比全球卷烟规模43%的市场份额）；
- 截至2015年烟民数量达近3亿（4700万大箱）。

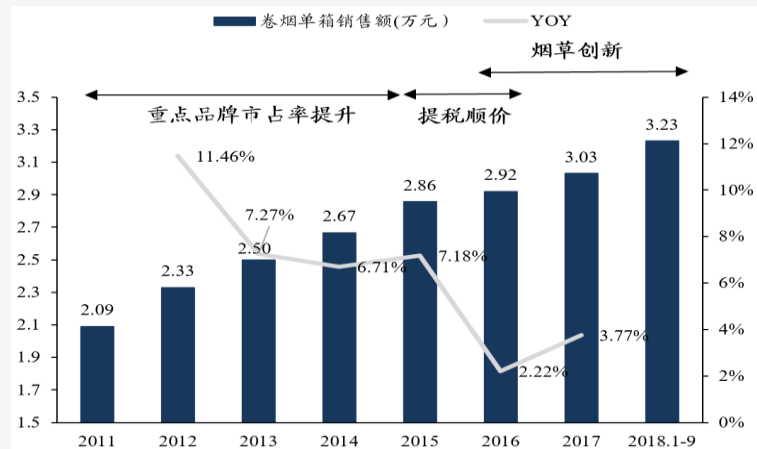
## ■ 去库存任务基本完成，已经迎来行业补库：

- 受到提税顺价+清理库存影响，15-16年我国烟草行业迎来史上最弱周期；
- 去库任务基本完成，行业迎来复苏周期。2018前三季度销量同比升1.45%；
- 卷烟产品未来的发展趋势在细支烟、爆珠烟等烟草纸品的结构升级。

图表7：中国与世界烟叶产量对比（百万吨）



图表8：中国卷烟单箱销售额及驱动



图表9：卷烟库存及同比增速（万箱）



图表10：烟草产业工商税利（亿元）



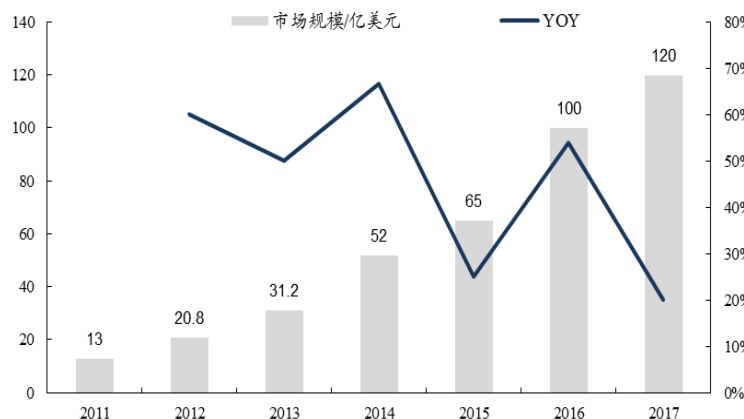
# 1.4 替代型需求驱动，新型烟草大势所趋

- **新型烟草市场高速增长：**根据世界烟草报告，2017年全球新型烟草制品市场规模约290亿美元，同比增长27.2%。
- 传统电子烟收入120亿美元，同比增加20%。
- 加热不燃烧制品收入50亿美元，同比增加176%。
- 无烟气烟草制品收入120亿美元，与上年同期基本持平。

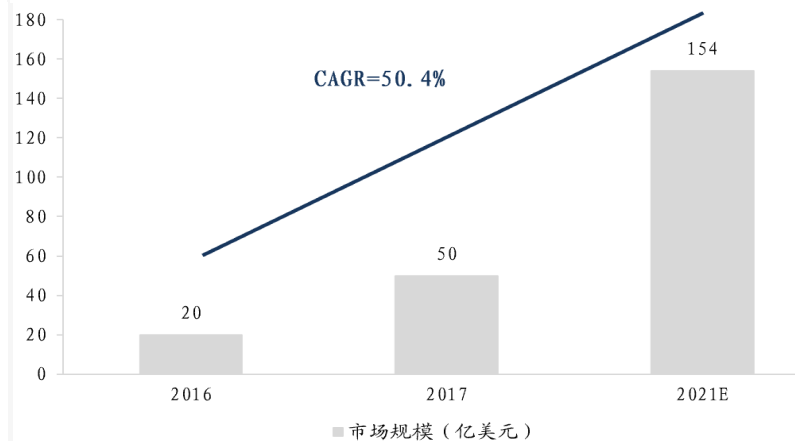
- **替代性消费需为主：**
- 据中国烟草资讯网，美国约有4500万成年烟草消费者，其中约2200万卷烟消费者希望能够找到代替卷烟的产品。

- **减害优势相对突出：**
- HNB产品有害物减少90%以上；
- 蒸汽式电子烟不含烟草，对人体危害取决于尼古丁含量；
- 无烟气烟草制品危害最小。

图表11： 2011-2017全球电子烟市场规模



图表12： 加热不燃烧制品市场规模预测



图表13： 三类新型烟草制品对比

组成	原理	减害	口感	烟雾/烟味	市场规模 (2017)	主要市场	首发企业/代表企业/产品	产品示意图	
加热不燃烧产品	加热棒、充电盒、专用烟弹	将传统卷烟再度深加工，使用电子元器件加热	有害物质降低90%以上	近似真烟	少	约50亿美元	日本、韩国	IQOS (美) 菲莫国际 (美)	
电子烟	雾化器、电池盒、烟油	将含有尼古丁的烟油雾化为蒸汽	产品本身并没有烟草，对人体的危害仅仅是卷烟的5%	与真烟口感有较大差距	大	约120亿美元	美国、英国等	如烟 (中) 英美烟草 (英)	
无烟气烟草制品	吸鼻烟、含烟、嚼烟等	不经燃烧过程，而直接通过口腔或鼻腔吸食消费	对人体危害最小	-	无	约120亿美元	美国、北欧	- 火柴公司 (瑞典)	

数据来源：世界烟草报告，欧睿，观研天下，中烟国际招股说明书，中国烟草网，东方烟草网，烟悦网，东吴证券研究所



## 1.5 行业主要玩家-海外四大烟草帝国



- **菲莫国际：**菲莫国际（PMI）为海外第一的烟草巨头，2018年总营收**798.23亿美元**。2008年从母公司奥驰亚集团剥离，主营美国以外的烟草业务。根据世界烟草报告，2017年在除中国外全球烟草市占率达**25%**，市场分布均衡，在亚太地区具先发优势。近年来公司致力于低风险产品（Reduced Risk Product）的研发，旗下包含四个处于不同开发和商业化阶段的无烟产品平台。公司预计到2025年新型烟草制品烟支销量占比将超过30%。



- **英美烟草：**英美烟草是海外第二大烟草巨头，2018年总营收244.92亿英镑约**309.62亿美元**。公司于2017年7月完成对美国雷诺集团的收购，产品矩阵丰富。2017年在全球烟草市场市占率**19%**，市占率最高的地区为拉丁美洲和大洋洲，完成收购后在中东、非洲新兴市场具备优势。公司自2011年开始有意识地布局新型烟草，成立Nicoventures有限公司，专门致力于开发商业化新型烟草制品，自2012年以来已投资约25亿美元用于开发NGP产品。



- **日本烟草：**日本烟草（简称JT）是日本唯一的烟草专卖公司，2018年总营收2216万亿日元约**208.16亿美元**。目前公司国际化发展依靠有计划的生产与海外并购驱动，核心业务有烟草、制药、食品加工，其中烟草业务占营业收入近90%。2017年在全球烟草市场占有率为**14%**，对国内市场依赖度较高。目前公司传统烟草和新型烟草业务并存，其新型烟草产品主要分为烟草蒸汽产品（T-Vapor）、电子烟（E-Vapor）、加热不燃烧（Ploom Tech）。



- **帝国烟草：**帝国品牌公司是英国第二大、海外第四大烟草公司，2018年营收305.24亿英镑约**385.87亿美元**。公司成立于1901年，目前下属5个子公司中帝国烟草为主要子公司，经营传统烟草与无烟制品、Fontem Ventures（blu电子烟）、ITG Brands（美国烟草业务）、Tabacalera（优质雪茄）、Logista（欧洲烟草和非烟草物流业务）。帝国品牌2017年在全球烟草市场市占率为**7%**，主要市场集中在西欧和大洋洲。

# 1.5 行业主要玩家-全球最大的烟草公司



- **全球最大烟草公司：**中国烟草总公司是世界第一大烟草公司，2018年上缴工商税利总额11556亿人民币，约合1683.76亿美元，常年上缴财政收入占全国财政收入6%-10%。
- **政企合一专卖制度：**中国烟草总公司1982年成立，为全民所有制企业，受国家烟草专卖局领导，对卷烟、雪茄烟、卷烟纸、滤嘴棒、烟草专用机械实行专卖。下属工业企业共19家，负责各地烟草生产经营。
- **资本证券化进程：**旗下优质资产中烟国际拟赴港上市（贸易平台、垄断烟草外销、进口的经营权）。

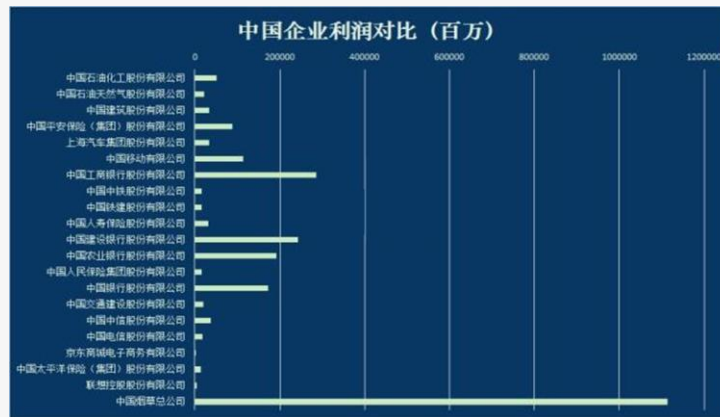
图表14：中烟组织架构



图表15：中烟下属工业公司

- |      |      |      |
|------|------|------|
| 河北中烟 | 江苏中烟 | 浙江中烟 |
| 安徽中烟 | 福建中烟 | 江西中烟 |
| 山东中烟 | 河南中烟 | 湖北中烟 |
| 湖南中烟 | 广东中烟 | 广西中烟 |
| 重庆中烟 | 四川中烟 | 贵州中烟 |
| 云南中烟 | 陕西中烟 |      |
- 其中：云南中烟下辖红塔烟草、红河烟草

图16：中烟与中国企业利润对比



图表17：四川中烟：宽窄功夫产品示意图



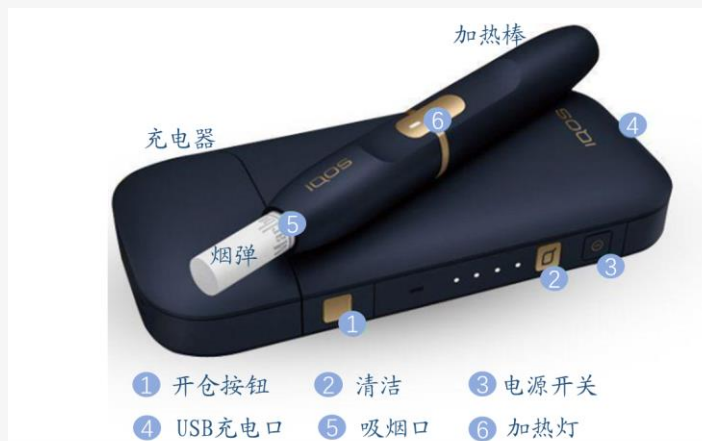
数据来源：中国烟草资讯网，烟草专卖局，宽窄功夫官网，东吴证券研究所

## 第二章：加热不燃烧 增势最强劲的细分赛道

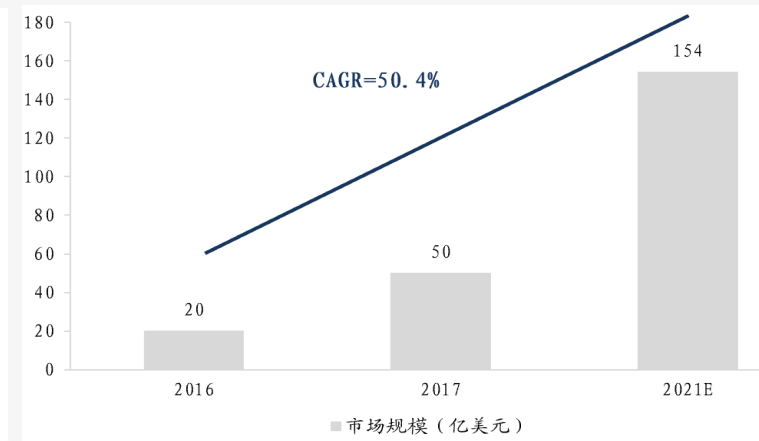
## 2.1 加热不燃烧：异军突起，风头正劲

- 市场规模：**根据世界烟草发展报告，预期至2021年市场规模有望超过150亿美元，占新型烟草制品总销售额的45%。
- 产品结构：**主体为烟弹+烟具，其中烟弹可低温加热类真烟减害性突出；烟具多为代工，更新迭代周期约1年至1年半。
- 产品价格：**从目前几款推出的产品看，加热不燃烧定价无论是烟弹（即减害烟支）还是烟具高于此前的蒸汽式电子烟。
- 加热不燃烧：**以IQOS为例，烟弹售价35-40美元/条，属于纯耗品；烟具价格在110美元-130美元左右，更换周期在一年左右。
- 蒸汽式电子烟：**以JUUL为例，在美国一套电子烟装备定价约50美元，烟弹约16美元一盒。

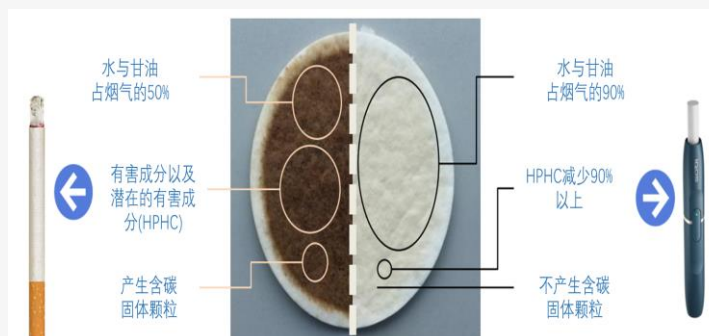
图表18：加热不燃烧产品结构（IQOS为例）



图表19：加热不燃烧制品市场规模预测（亿美元）



图表20：卷烟烟气与加热不燃烧气溶胶成分对比



图表21：加热不燃烧制品价格

公司/品牌	烟弹价格/盒	烟具价格
菲莫国际 IQOS3&multi	370日元/盒 (3.4美元)	110美元 115-135美元 (IQOS3&multi)
日本烟草/Ploom TECH	460日元 (Ploom TECH) 500日元 (Ploom TECH+)	4000日元 (Ploom TECH, 含电池、充电器、转换器) 4980日元 (Ploom TECH+, 含电池、充电器、转换器、弹盒、弹壳)
英美烟草 /glo	420日元	8000日元 (含20支烟弹)

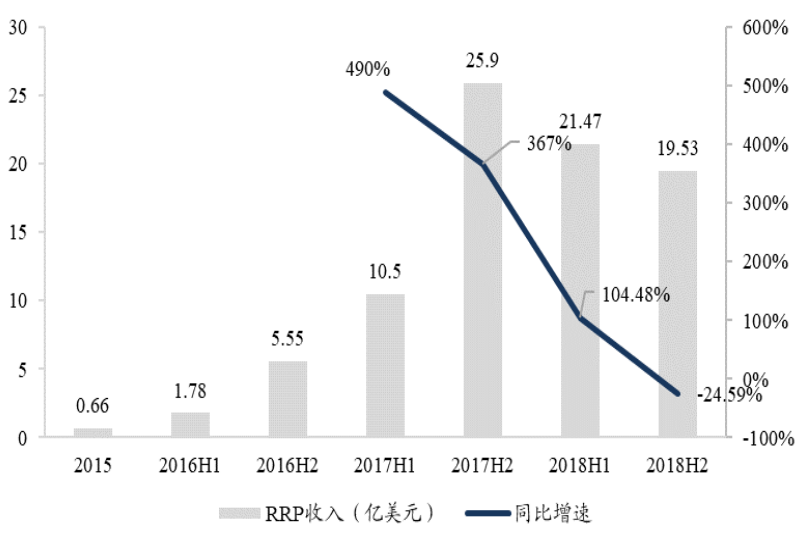
## 2.2 菲莫国际IQOS引爆市场先发优势

- 深耕研发，IQOS具先发优势：**菲莫国际在2005年WHO通过《烟草控制框架公约》后即启动加热不燃烧产品研发，在瑞士的研发团队超过400人。至14年RRP业务已有1000项专利、2000项待批。15-18年RRP研发费用占比与金额逐年提升，至18年达3.52亿美元。14年投资5亿美元建设第一家工厂，同年在在日本和意大利试销，随后于2016年开始全面推广并快速切入欧盟、东欧、非洲、韩国等市场。
- 收入增长快，消费者转化率高：**
  - RRP收入：2015-2018年，IQOS对应RRP业务收入由0.66亿美元增至41亿美元，预计2021年IQOS业务收入达到85-95亿美元。
  - 转化率：截至2018Q4全球约69%消费者（660万人）在使用IQOS产品后完全转换为加热不燃烧产品消费者。
- IQOS 3/3multi成功迭代：**IQOS新产品的更迭周期约1.5年，2018年前三季度受到下游去库存及2.4p销售平淡影响，IQOS的销售低于预期。2018年11月，新一代产品IQOS 3.0及multi率先在日本发售，在外观、性能等方面的更新获得了良好的市场反馈。

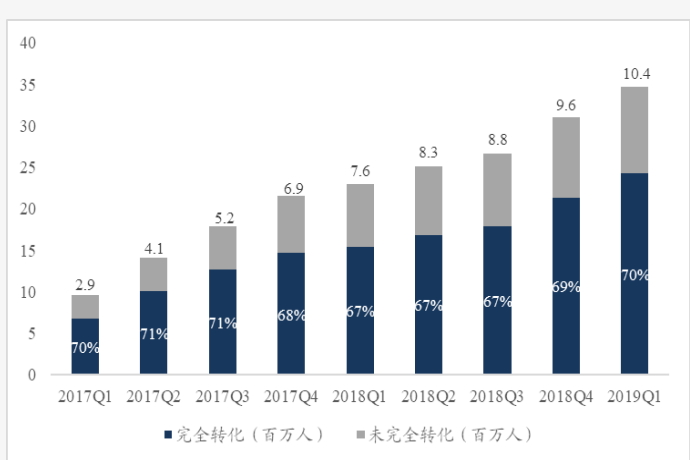
图表22：菲莫国际新型烟草发展阶段&烟具迭代



图表23：菲莫国际IQOS相关业务收入



图表24：IQOS消费群体及转化率

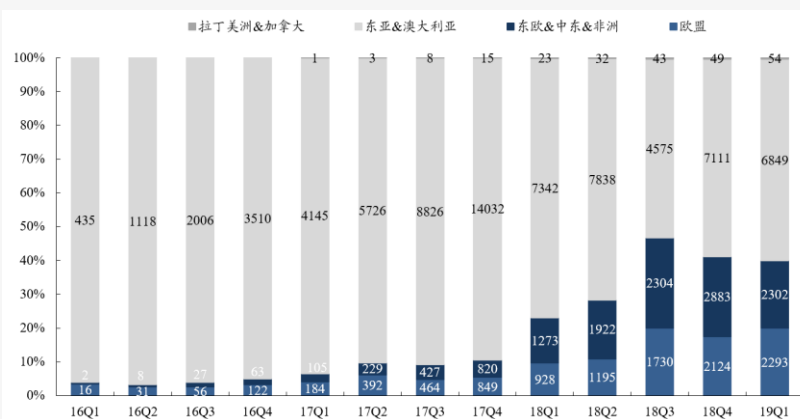


## 2.2 菲莫国际IQOS引爆市场先发优势

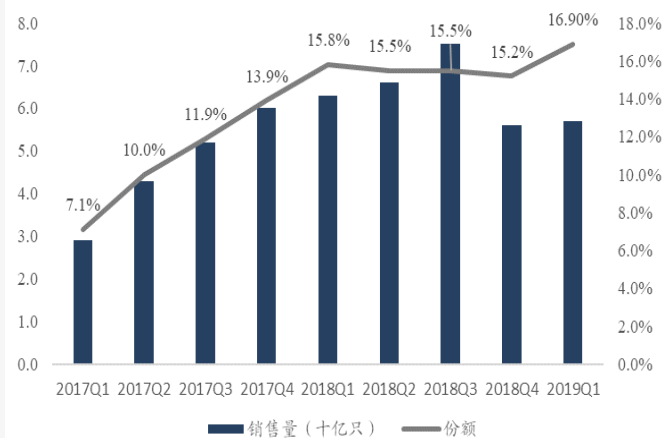
### ■ 大范围销售，高速度增长：

- **烟弹销量：**2015年的烟弹销量仅3.96亿支，到2018年达到414亿支，增长超100倍；PMI预计2021年出货量达到900-1000亿只。
- **销售范围：**目前已在全球44个国家与地区销售，使用者达到960万人。
- **东亚&澳大利亚最大市场，欧盟&中东增长迅速，全球主要城市市占率稳步提升：**2018Q4东亚&澳大利亚、东欧&中东&非洲、欧盟、拉丁美洲&加拿大烟弹销量占比分别达到58.4%、23.7%、17.5%、0.4%。
- **日本：**日本为IQOS发展最成熟的市场，市占率持续提升。截止到2019Q1，IQOS在日本渗透率达16.9%。
- **韩国：**具备竞争力的市场。18年以来IQOS在韩国渗透率约7-9%。
- **欧盟&东欧：**欧盟及俄罗斯增长迅速，2018Q4用户量分别为176.9、81.6万人，市占率分别为1.7%、1.8%。

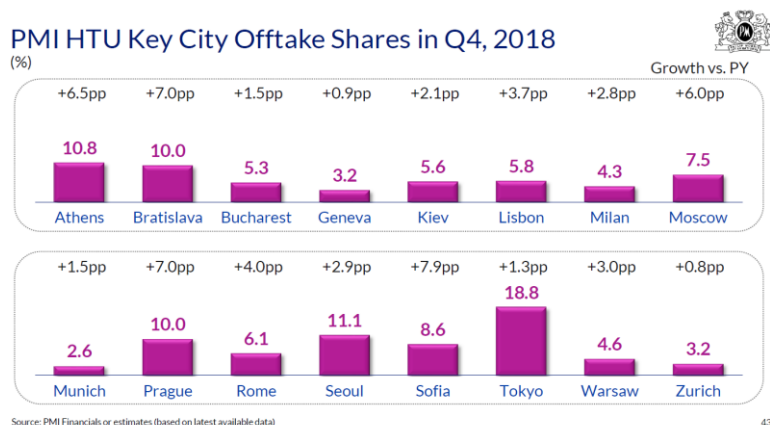
图表25：2018Q4各地区烟弹销售量



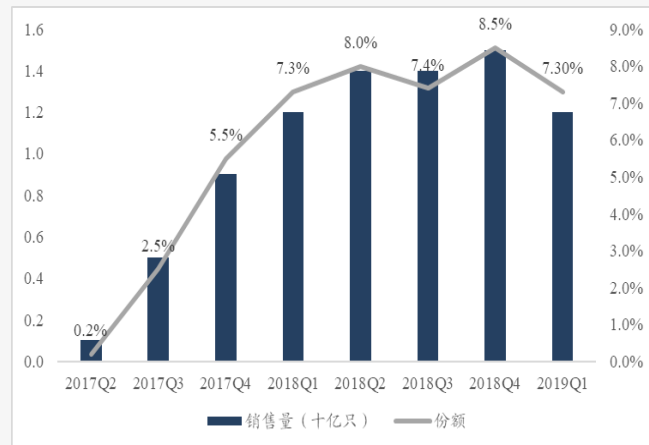
图表26：IQOS日本市占率



图表27：全球主要城市市占率持续提升



图表28：IQOS韩国市占率



## 2.3 日本烟草Ploom本土渠道全面打开

- **Ploom TECH有潜力成为新爆款：**日本烟草于2013年本土首发HNB产品Ploom TECH（日烟唯一HNB产品），比菲莫国际在日本发售IQOS提前一年，但由于供应链管理问题大面积缺货，直至2017Q3与麦克韦尔合作才于东京重新大范围发售。
- **2019年推出两款新品：**Ploom TECH + 与Ploom TECH S。前者为多口味低温加热型产品，上调加热温度10℃至40℃；后者为高温加热式产品，加热温度200℃，激喉感与烟味更浓烈。
- **烟弹销量：**2018年Ploom TECH日本全境销售后，新型烟草销量达28亿支。
- **业务收入：**2018年新型烟草收入达646亿日元，占烟草核心营收10%以上。
- **代际价格攀升：**2016年福冈试销时，Ploom TECH烟具套装价格4000日元，烟弹460日元，至最新一代产品Ploom TECH +/S价格已攀升至4980/7980日元、500/480日元，附加值较高。
- **本土渠道全面铺开：**目前Ploom TECH已在瑞士、美、加有售，打开日本全境销售为主要计划。2018年9月Ploom TECH在日本全境销售，日本烟草预计至2020年末该产品将占据日本该细分市场份额的40%。

图表29：日本烟草加热不燃烧产品矩阵



图表30：Ploom TECH发展历程

	烟具	烟弹
2016年3月 福冈首发	Ploom TECH套装： 电池、充电器、AC转换器、 便携盒	3款MEVIUS烟弹 Regular, Cooler Green, Cooler Purple
2017年9月	-	形成2条产品线： MEVIUS风味：Blown Aroma, Red Cooler, Purple Cooler MEVIUS常规：Regular, Menthol (原Cooler Green)
2018年7月	发布弹匣	1款MEVIUS烟弹 Mix Green 2款Pianissimo烟弹
2018年12月	发布白色烟具	Strawberry Mango Pink Cooler, Lemon Tea Gold Aroma
2019年1月	发布Ploom TECH S Ploom TECH+两款产品，7款MEVIUS烟弹	
2019年3月	-	2款 Pianissimo烟弹 Pineapple Peach Yellow Cooler, Aria Menthol

图表31：Ploom TECH+/S 新品信息

产品	Ploom TECH+		Ploom TECH S	
	详细信息	价格/日元	产品	价格/日元
入门套装	电池, 弹匣, 烟弹盒, 转换器, USB	4980	烟具, 转换器, USB线, 清洁刷	7980
MEVIUS烟 弹	Mild Blend	500	Regular Taste	480
	Roast Blend	500	Menthol	480
	Clear Mint	500	Menthol Cool Effect	480
	Cold Mint	500		
备注	5个烟弹, 1个弹匣		20支烟弹	

## 2.4 英美烟草&帝国烟草相关布局

- **英美烟草：** 英美烟草重点布局蒸汽烟，加热不燃烧烟草（THP）领域同步发力，目前已通过多款产品如glo、glo ifuse进入市场。
  - **glo：** 2016年底公司在日本推出glo系列，次年销量达4万箱，占据日本3.6%市场份额。截止2018年底，在日本市占率增长至4.6%。2017年在罗马尼亚推出glo ifuse系列，在加拿大推出烟具i-glo。截至2018年，glo已在日、俄、韩等16个国家和地区销售。
  - **Eclipse：** Eclipse是雷诺集团于上世纪90年代开发的“无害”烟草产品，2014年更名为Revo后重新推出。公司收购雷诺后，重新推出改良版Eclipse，且18年7月FDA已批准经过改进的Eclipse和Eclipse薄荷产品的等同申请，预计于19年推向市场。
  - **销售收入：** 2017年公司THP收入为2.23亿元，2018全年THP收入为5.65亿元，同比增长153%。
- **帝国烟草：** 公司深耕电子烟赛道，计划于2019年发售首款加热不燃烧产品Pulze，目前已完成产品测试。
- **韩国烟草与人参公司：** 公司于2017年11月首次亮相的加热不燃烧产品“Lil”由于续航长、轻量化的优势得以在韩国市场与IQOS和glo抗衡，其升级版“Lil plus”于2018年5月亮相。

图表32: glo、Pulze示意图



图表33: 英美烟草财务摘要

亿英镑	2016	2017	2018
营业收入	147.51	202.92	244.92
其中: Vapour	-	1.73	3.18
THP	-	2.23	5.65
合计	-	3.97	8.83
营业成本	100.96	138.16	151.76
毛利率	31.56%	31.91%	24.63%
归母净利润	46.48	375.33	60.32
净利率	31.51%	184.96%	24.63%
ROE(摊薄)	56.81%	61.73%	9.22%
ROIC	13.92%	42.93%	4.29%

图表34: glo销售区域





## 2.5 日本市场：全球最大的加热不燃烧市场

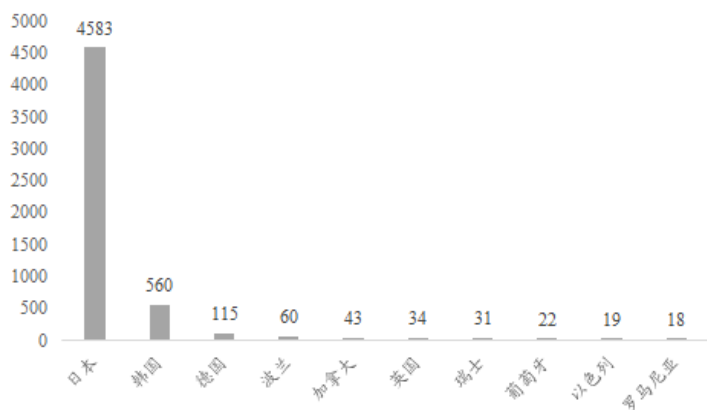
### ■ 全球最大加热不燃烧市场—日本

- **市场规模：**2017年日本加热烟草制品销售额约47亿美元，占全球加热烟草制品总销售额约90%。
- **市场特点：**消费者收入水平高、健康意识强、乐于接受新产品、市场主流产品与减害产品口味差异较小、宣传促销限制少。

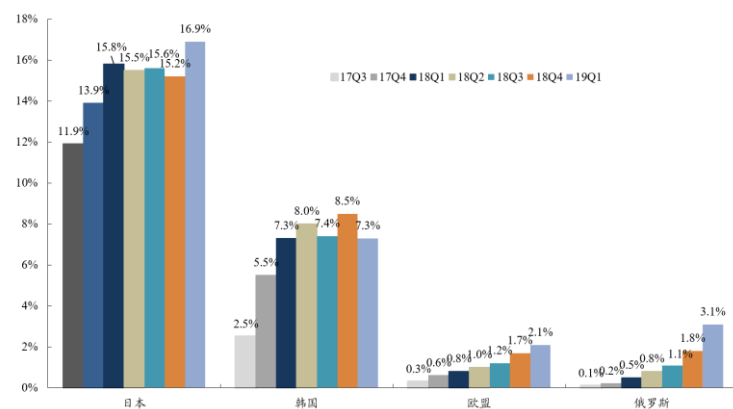
### ■ 各产品渗透率 & 政策管制：

- **产品渗透率：**（1）IQOS：在日本市占率持续提升，由于去年日本税收调整（消费者提前购买）、渠道去库存，18年Q1/Q2/Q3/Q4的市占率分别为15.8%/15.5%/15.6%/15.2%，19Q1达到16.9%新高点，未来仍有增长空间。（2）GLO：截止2018年底，glo占日本市场4.6%的份额。
- **政策监管：**日本将加热不燃烧烟草作为烟斗烟丝进行监管，允许销售；厚生劳动省官方背书加热不燃烧安全性。

图表35：加热不燃烧各国销售额（亿美元）



图表36：IQOS各国渗透率对比



图表37：日本对加热不燃烧的政策态度

部门	政策/态度
厚生劳动省	发表声明称加热不燃烧产品是替代传统卷烟更安全的选择
参议院	通过健康促进法控制公共场所吸烟，明确加热不燃烧产品可在吸烟室使用
东京都议会	通过带惩罚性质的被动吸烟防止条例，在明确加热不燃烧烟草的影响前不适用该规定
卫生部	计划对加热不燃烧实施较宽松的法规
财政部	计划对加热不燃烧征税

## 2.6 美国市场：FDA审批通过，电子烟市场又迎催化

- **美国FDA审批：**新型烟草在美国在上市前都需要通过PMTA或MRTP的检验和审批。
  - PMTA (Pre-market Tobacco Application) 类似一份烟草产品的销售许可证，是先决条件（菲莫国际已于2019年4月30日通过）。
  - MRTP (Modified Risk Tobacco Product) 具体指烟草风险改进申请，暨减害烟草制品标签的授权，需经过公众讨论并由TPSAC (Tobacco Products Scientific Advisory Committee, 烟草产品科学咨询委员会) 给出建议（菲莫国际仍在接受审查，但事实上菲莫国际已打开美国市场）。
- **IQOS是美国首个审核的加热不燃烧类产品：**
  - 美国是全球最大的电子烟消费市场，2017年市场规模达46.3亿美元。鉴于加热不燃烧产品出现较晚，至今仅有IQOS一家通过FDA审批，成为美国市场首个允许销售的加热不燃烧类产品。
  - PMI的母公司奥驰亚集团 (ALTRIA) 在美国传统烟草具有垄断地位（截至17年的市场份额已达50.7%）。我们认为，基于奥驰亚成熟的渠道网络和品牌辨识度，IQOS放行上市后将会迅速引爆美国该类市场的崛起。

图表38：FDA近年监管细节梳理

时间	事件
2016年8月8日	FDA颁布的《烟草制品管控方案》正式生效，此法案要求所有2007年2月15日后上市的产品必须经过PMTA检验，申报截止时间为2018年11月8日
2017年7月28日	美国FDA将原申报PMTA的截止时间由2018年11月8日延长为2022年8月8日，但是2007年2月15日~2013年3月11日上市的产品必须提交Substantial Equivalence Report之后才能在市场上继续销售。同时FDA第一次公开承认电子烟减害，支持新型烟草发展。
2018年9月	FDA要求Mark-ten、JUUL、Logic、Blu等5家电子烟品牌在60天内递交计划，详细说明如何防止青少年使用他们的产品。
2018年10月22~23日	在讨论会上，明确承认电子烟减害，承诺审批流程更透明，但对于青少年电子烟现象仍保持高度关注，并强烈谴责将电子烟卖给青少年的行为。同时截止至2022年8月8日的PMTA很可能会提前。

图表39：菲莫国际VS雷诺提交FDA的MRTP进度表

菲莫国际		雷诺兹	
提交/更新时间	材料	提交/更新时间	材料
2017年5月	Module1, 2, 5, 6, 8	2017年12月	Module1, 2, 3, 4, 5
2017年7月	Module3, 4	2018年8月	Module7
2017年11月-2018年12月	Module7	2018年9月	Module6
2018年12月	Amendment: Response to November 22, 2017, FDA Advice and Information Request Letter	2018年12月	Module8, 9
2018年2月	Amendment: Submission of Updated Clinical Study	2018年2月	Amendment: Response to January 24, 2018, FDA Inspection Request Letter
2018年5月	Amendment: Modification of Response to Question 1 Provided in April 23, 2018, to FDA Advice and Information Request Letter Based on Clarification by FDA	2018年3月	Response to February 28, 2018, FDA Inquiry
2018年6月	Amendment: Additional Information and Data from a Recently Completed Clinical Study	2018年7月	Amendment: Submission of Market Survey Data, Amended Sections 3.2.1.5.2 and 3.2.1.5.3, Amended Consumer Testing Report, Statistical Analysis Reports and Data for Stability and Population Health Testing
2018年8月	Amendment: Response to June 6, 2018, FDA Information Request	2018年11月	Amendment: Response to August 10, 2018, FDA Advice and Information Request Letter
2018年8月	Amendment: Response to July 18, 2018, FDA Information Request		
2019年4月	Amendment: Submission of Finalized In Vivo Study		
	FDA permits sale of IQOS Tobacco Heating System through premarket tobacco product application pathway	-	-

图表40：美国烟弹/烟具出货量预计

	2019E	2020E	2021E
美国烟弹销售总量 (亿只)	2601	2627	2654
模拟市占率 (%)	2%	5%	8%
美国IQOS烟弹出货量 (亿只)	52	131	212
出货量比例 (烟弹: 烟具)		2530	
美国IQOS烟具出货量 (万套)	206	519	839

数据来源：FDA官网，PMI年报，东吴证券研究所

## 2.7 中国市场：静候政策东风

### ■ 中国是最大的潜在消费市场：

- 市场特点：中烟公司专营、烟民基数大（2015年吸烟人数达2.8亿人）。

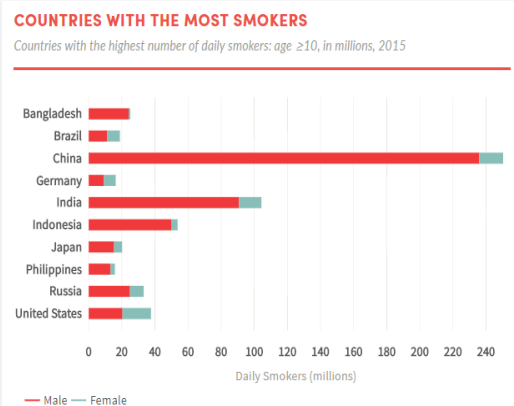
### ■ 国内对海外加热不燃烧产品采取禁售措施：

- 加热不燃烧制品明确属于烟草范畴，我国政府对其进行严格监管。2017年6月，国家烟草专卖局陆续向零售终端下发“关于禁止销售进口新型卷烟的告知书”，将包括菲莫国际的IQOS、英美烟草的Glo、日本烟草的Ploom TECH在内的这类加热不燃烧卷烟划定为烟草专卖品，并采取专卖管理。

### ■ 中烟国际拟赴港上市，资本证券化进行时：

- 2018年底中烟国际拟赴港上市，中烟旗下优质资产证券化。

图表41：各国烟民对比（2015）



图表42：近年加热不燃烧产品走私案件

时间	地点	案件描述	涉案数量	涉案金额
2017年8月	宁波	全国首例部督特大销售加热不燃烧卷烟非法经营案	3500条	上亿元
2018全年	海关总署	加热不燃烧烟弹走私案件	70	5.4亿元
2018年1月	西安	加热不燃烧新型卷烟网络案件	920条	18.4万元
2018年3月	上海	FIIT、万宝路烟弹走私案件	367条	6.36万元
2018年1-6月	温州	4起网络销售加热不燃烧案件	5008条	4700万元
2018年3-12月	宁波	3·18、NB1807特大烟草走私案件	47万余条	超4亿元
2019年9月	乌鲁木齐	HEETS烟弹走私案件	200条	5.8万元

图表43：我国加热不燃烧制品政策态度

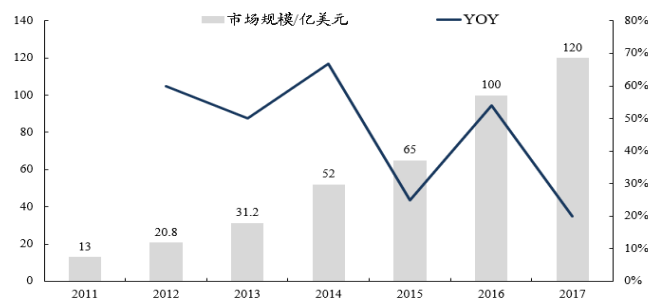
时间	措施
2017年5月11日	国家烟草专卖局召开电视电话会议，首次提出要“加强对加热不燃烧烟草制品的市场监管，在全国范围内开展专项整顿清理”。
2017年5月15日	下发《关于加强烟草专卖市场监督管理工作的通知》到各地烟草专卖局。《通知》明确了“加热不燃烧烟草制品本身就属于烟草制品”，应当“依法将该类产品纳入监管范围”，并将此类产品定性为“已严重扰乱市场正常秩序，具有颠覆传统烟草市场和行业格局的潜力”。
2017年6月	全国各县市烟草专卖局向零售商户下发《禁止销售进口新型卷烟的告知书》，明确了“目前国内企业没有生产销售，也没有正当渠道从境外进口加热不燃烧烟草制品，市场上销售的相关产品都是通过非法渠道进入国内”。

## 第三章：传统电子烟： 新品迭代市场空间广阔

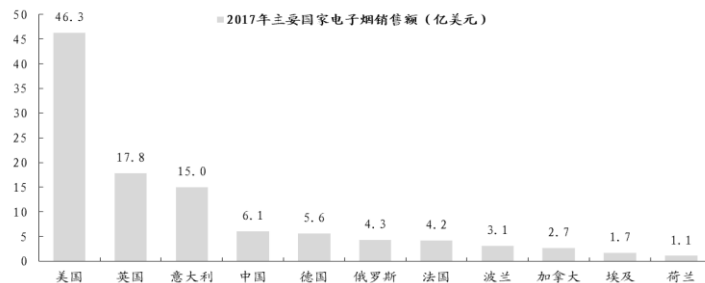
# 3.1 传统电子烟：持续成长，消费在外

- **市场规模：**2011-2017年蒸汽式电子烟销售额由13亿美元增长至**120亿美元**，CAGR达44.83%。蒸汽式电子烟的主要市场在北美和欧洲（合计占比近80%），其中美国为蒸汽烟最大消费市场（2017年市场规模约为46.3亿美元）。
- **吸烟人数：**2017年全球电子烟消费者约**3500万**，相比2012年的683.8万人增长**4倍**。
- **发展历程：**1963年英国人Gilbert取得一款加热液态尼古丁产生蒸汽模拟吸烟的专利设计，2004年我国中医师韩力发明了第一个基于尼古丁的电子烟产品，并在国际上首次实现该产品的量化生产和销售，近年各大烟草公司通过收购或自主研发纷纷进入蒸汽烟市场。
- **政策监管：**大多数欧美国家，即电子烟的主要市场都将其作为烟草类或医药类进行监管，亚非国家则近似于消费品类监管。

图表44：全球电子烟市场规模及增速



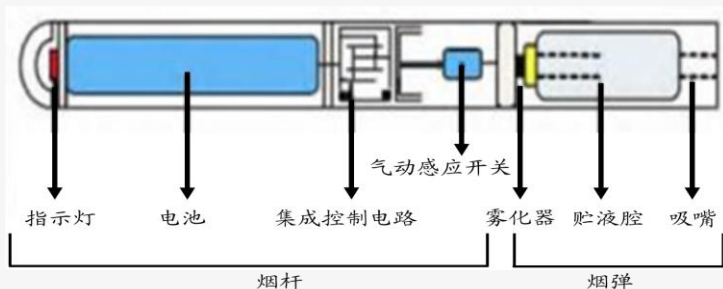
图表47：2017年全球主要国家电子烟销售额



图表45：主要烟草公司蒸汽式电子烟产品矩阵

烟草公司	品牌	获得/发布时间
日本烟草	Logic	2015
	E-Lites	2014
帝国烟草	Blu-Ecigs	2009
	Puritane	2019
英美烟草	VUSE(原雷诺品牌)	2012
	Vype	2013
	CHIC	2015
JUUL Labs	JUUL	2015

图表48：烟油式电子烟结构



图表46：蒸汽烟发展历程

时间	事件
1963年	美国人 Herbert A. Gilbert 取得一款“无烟、非烟草香烟”的专利设计，该装置可以加热液态尼古丁，产生蒸气，模拟吸烟感觉。
2004年	北京中医师韩力取得电子烟发明专利，电子烟问世，翌年由中国如烟公司销售。
2005年-2008年	这个阶段电子烟价格昂贵，如烟是行业领头羊，销售额最高在2008年曾达到过2.78亿元人民币。央视曝光如烟公司戒烟效果造假后，其销售大幅受挫。因为国外公共场所禁烟力度更强，电子烟逐渐转为出口。
2008年-2010年	FDA 禁止 Sottera, Inc. 等制造商进口、销售电子烟。
2016年	8月8日，FDA颁布《烟草制品的管控法案》正式生效，此方案进一步规范了各类烟草制品，包括所有电子烟产品。

数据来源：观研天下，vapenews，公司官网，东吴证券研究所

## 3.2 Juul Labs: Juul——蒸汽式电子烟明星产品

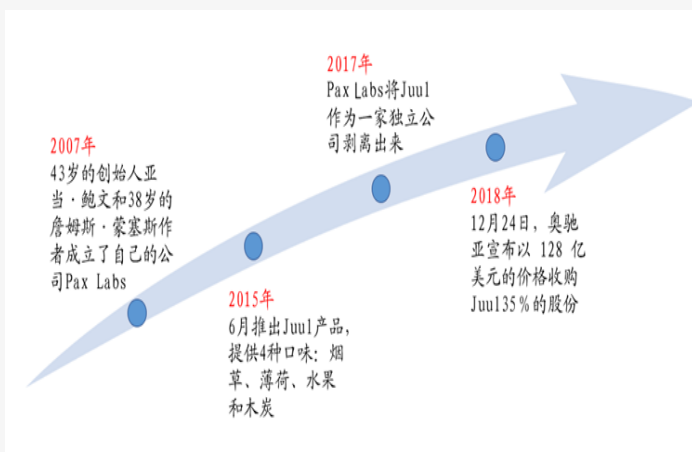
### ■ 增长迅猛，蒸汽式电子烟明星产品：

- 发展历程：Pax Labs于2015年推出产品JUUL；2017年Juul作为独立公司Juul Labs剥离出来；2018年12月24日，奥驰亚收购其35%的股份。
- 销售收入：2018年JUUL销售额达到13亿美元，17年为2亿美元，增长迅猛。
- 设计独特：外观和包装十分新潮，像一个USB，符合年轻人品味。
- 尼古丁盐溶液接近真烟口感：尼古丁盐电子液体技术使得口感还原度高，极大提升了消费者满意度和客户粘性。

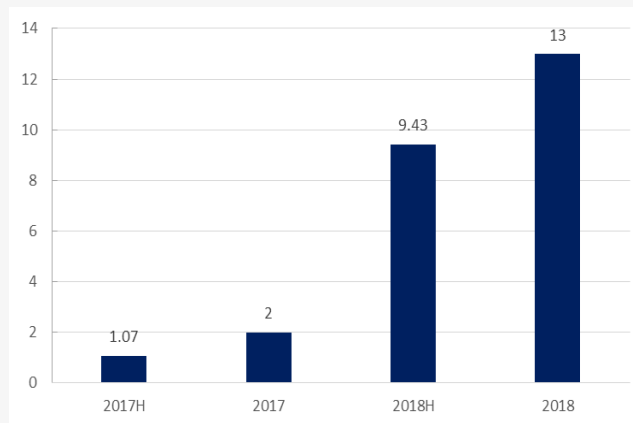
### ■ 监管各异，或面临政策风险：

- 美国：JUUL销售含有5%重量尼古丁的电子烟烟油，该含量高于主流竞争对手。
- 欧盟：受制于烟草制品指令（TPD）规定，尼古丁含量被限制在1.7%内。
- 以色列：禁止销售超过20mg/ml尼古丁浓度的烟液产品销售与制造。
- 目前，JUUL Labs已计划在最初推出含5%尼古丁的烟弹之后，提供含3%的尼古丁烟弹和1.5%的尼古丁烟弹，以满足各国监管要求。

图表49：JUUL发展历程



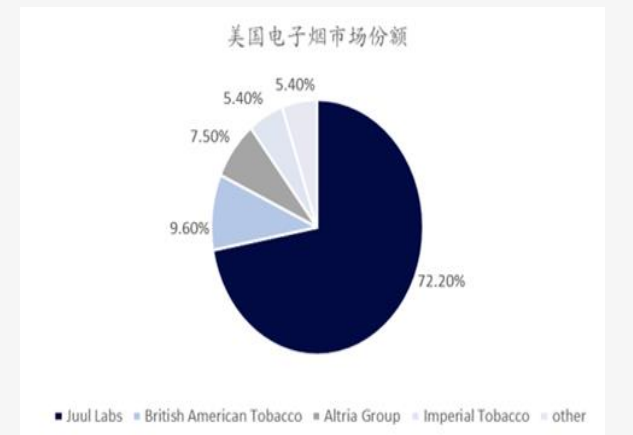
图表50：JUUL营业额对比（单位：亿美元）



图表51：JUUL爆款产品



图表52：美国电子烟市场份额



数据来源：Juul官网，蒸汽联，福建中烟，富国银行，尼尔森数据，东吴证券研究所

### 3.3 英美烟草：蒸汽烟品牌矩阵丰富

- **蒸汽烟产品布局早，产品品类丰富。**英美烟草主要布局蒸汽烟（Vapour），2013年推出电子烟——Vype，此后陆续收购英国Creative、波兰CHIC Group、英国Ten Motives、美国RAI公司。尤其在收购美国雷诺公司后，借助雷诺的知名品牌Vuse打开美国市场（美国电子烟市场份额10%），蒸汽烟细分领域地位得到加强与巩固。
  - **产品矩阵：**主要包括Vuse（原雷诺公司产品，2012上市），Vype（2013），Chic Group（2015）等。
  - **主要市场：**目前其蒸汽烟产品主要市场位于美国与欧洲地区。
  - **销售收入：**2017年蒸汽烟产品实现收入1.73亿英镑，2018年实现收入约3.18亿英镑（+84%）。
  - **转化率高：**根据公司数据披露，Vype对消费者吸引力较强，英国320万电子烟消费者中有52%不再接触传统烟草。

图表53：英美烟草蒸汽烟主要市场



图表54：英美烟草电子烟产品矩阵



图表55：英美烟草蒸汽烟领域并购情况

时间	被收购公司	获得品牌
2012	英国Creative	-
2015	波兰Chic Group	Chic
2016	英国Ten Motives	Ten Motives
2017	美国RAI	Vuse

图表56：英美烟草分产品收入（单位：亿英镑）

亿英镑	2016	2017	2018
营业收入	147.51	202.92	244.92
其中：Vapour	-	1.73	3.18
THP	-	2.23	5.65
合计	-	3.97	8.83

数据来源：BAT Harm Reduction Focus Report，英美烟草官网，东吴证券研究所

## 3.4 帝国烟草&日本烟草&菲莫国际：深度布局

- **帝国烟草：深耕蒸汽式电子烟领域。**其电子烟品牌Blu是目前全球最为畅销的电子烟品牌之一。
  - 主要市场：主要市场为美国和英国。
  - 产品矩阵：blu电子烟，包括myblu（舱式）、blu ACE（开放式）系列，未来将在日本推出无尼古丁版blu。
  - 产品价格：价格为14.99美金/盒，一盒三个烟弹，一个烟弹可以抽400口左右，大致相当于2盒普通香烟。
- **日本烟草：蒸汽式电子烟发展较早。**日本烟草蒸汽烟发展主要通过并购欧美企业获得，主要在Logic旗下销售。
  - 产品矩阵：目前Logic有3个系列：Logic Power（类雪茄）、Logic Pro（封闭式）和Logic LQD（开放式，配烟油）。
  - 销售收入：Logic增长强劲，18年的销量、收入分别较2017年同比增长27%、12%。
- **菲莫国际：蒸汽烟产品布局较少。**4号研发平台将生产电子烟IQOS MESH。
  - 主要市场：美国以外地区，目前已在西班牙、以色列销售Solaris
  - 产品矩阵：Solaris;Vivid、Nicocigs（收购英国公司获得）；IQOS MESH

图表57：帝国烟草电子烟产品Blu



图表58：日本烟草蒸汽烟产品logic



图表59：菲莫国际蒸汽烟产品Vivid Solaris、IQOS MESH



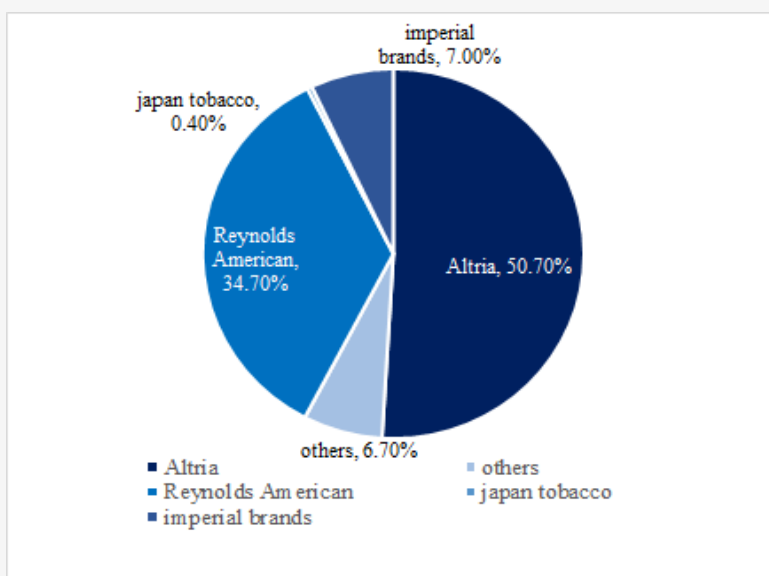
数据来源：Imperial Brands NGP Report, JT Sustainability Report、菲莫国际官网，东吴证券研究所



## 3.5 美国市场：蒸汽烟消费的最大市场

- **美国市场空间广阔，是全球最大的电子烟消费市场。**
- **发展历程：**2012年美国FDA禁止销售电子烟败诉，电子烟监管进入空窗期。由于没有广告禁令，2010年-2014年电子烟广告投入由360万美元增长至1.25亿美元，CAGR高达42.75%，由此全球电子烟市场迎来了高速发展阶段。
- **市场规模：**2012-2017年美国蒸汽烟市场规模由5亿美元增长至46.3亿美元，CAGR达56.1%。
- **竞争格局：**奥驰亚在美国市占率达50.7%，雷诺兹烟草占比34.7%，帝国品牌占比7%，日本烟草占比0.4%，其他烟草公司占比约6.7%。
- **市场监管趋严，增速略有放缓。**
- 美国的监管思路是将新型烟草产品为烟草制品进行监管，需通过PMTA或MRTP方可上市销售。根据FDA的数据，2018年有超过360万名美国中学生吸电子烟，FDA要求五大电子烟整改青少年涉烟问题。在监管趋严的背景下，美国蒸汽烟市场整体增速趋缓。

图表60：主要公司在美市占率对比



图表61：美国市场蒸汽烟市场规模及增速



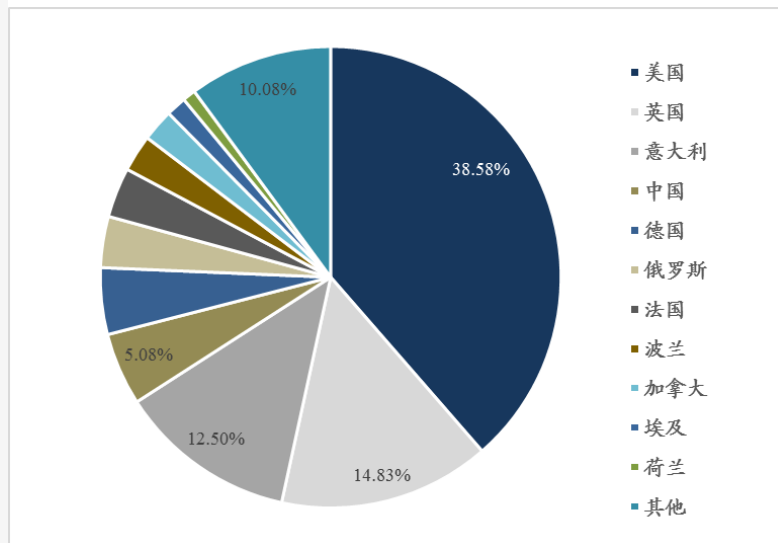
图表62：FDA近年监管细节梳理

时间	事件
2016年8月8日	FDA颁布的《烟草制品管控方案》正式生效，此法案要求所有2007年2月15日后上市的产品必须经过PMTA检验，申报截止时间为2018年11月8日
2017年7月28日	美国FDA将原申报PMTA的截止时间由2018年11月8日延长为2022年8月8日，但是2007年2月15日-2013年3月11日上市的产品电子烟必须要提交Substantial Equivalence Report之后才能在市场上继续销售。同时FDA第一次公开承认电子烟减害，支持新型烟草发展。
2018年9月	FDA要求Mark-ten、JUUL、Logic、Blu等5家电子烟品牌在60天内递交计划，详细说明如何防止青少年使用他们的产品。
2018年10月22-23日	在讨论会上，明确承认电子烟减害，承诺审批流程更透明，但对于青少年抽电子烟现象仍保持高度关注，并强烈谴责将电子烟卖给青少年的行为。同时截止到2022年8月8日的PMTA很可能会提前。

## 3.6 欧洲市场：蒸汽烟消费的二大市场

- **欧洲是全球第二大电子烟消费市场，其中英国为最大市场。**
- **市场规模：**2017年英国、意大利、德国、俄罗斯、法国、波兰和荷兰占据电子烟销售额前十中的七位，销售额分别是17.8/15.0/5.6/4.3/4.2/3.1/1.1亿美元，合计占前十销售额的52.5%。
- **吸烟人数：**根据调查结果估算，英国18年已有320万人使用电子烟，是2012年的4倍多。“电子烟民”中超过一半是已戒掉传统香烟的人士，40%是正在尝试戒烟的烟民。
- **市场监管趋严，英国政策相对积极。**
- **大多数欧美国家：**将其作为烟草类或医药类进行监管，且监管趋于严格。
- **英国：**对传统电子烟持积极态度。2016年5月英国药监局参照欧盟TPD要求，出台《烟草和相关产品条例2016》，将蒸汽烟归类为医药品监管范畴，所有含尼古丁产品生产厂商须向英国药监局申请药品许可证后有资格在市场销售。2017年5月，英国药监局再对蒸汽烟烟包装、容量等方面有所限制。2018年英国卫生部提出应鼓励发展电子烟等减害产品。

图表63：2017年电子烟销售额前十国家占比



数据来源：世界烟草报告，新华社，东吴证券研究所

图表64：各国电子烟政策一览

时间	国家或地区	政策
2016年5月	英国	实施电子烟新法，主要变化在于电子烟包装要求使用标准化全烟害警示包装（plain packaging），尼古丁含量降低。
2016年5月	欧盟	2016年5月20日，TPD（烟草产品指令）在全欧盟生效。要求厂家提前六个月向监管部门提交申请才能发布新产品（包括不同口味和尼古丁含量，总体来说比美国FDA宽松）。对烟油、尼古丁含量做出规定，且要有防漏装置。
2016年8月	美国	美国食品药品监督管理局（FDA）电子烟管理条例生效，正式将电子烟分类为烟草制品进行管制，遏制未成年人接触蒸汽类电子烟，厂商须要得到来自FDA的产品认证，每项申请的提交过程中需要花费至少一百万美元。
2016年11月	WHO	2016年11月，世界卫生组织在其烟草控制会议中倡导限制和禁止电子烟的使用，并且在会议中通过了其烟草控制框架公约（WHO's Framework Convention on Tobacco Control，简称FCTC）。
2016年11月	加拿大	新的烟草方案TVPA（Tobacco and Vaping Products Act）将尼古丁合法化，并且对电子烟和香烟进行分开管理。新规将对电子烟产品的制造、销售、贴标和推广进行规范，并限制向青少年的出售各种产品形式的烟油。
2018年2月	新加坡	国会16年11月通过的修正烟草（广告与销售控制）法令将逐步生效，将电子烟归类为新款烟草产品和仿制烟草产品。从18年2月份起，禁止购买、使用和拥有新款烟草产品和仿制烟草产品，若触犯法令可罚款高达2000元。
2018年	澳大利亚	新的条例规定不能在室内禁烟区或室外公共场所吸电子烟，零售单位也不能张贴推广电子烟的广告，澳大利亚的电子烟需要在政府许可的香烟售卖点进行销售。

## 3.7 东南亚市场：蒸汽烟政策各不相同

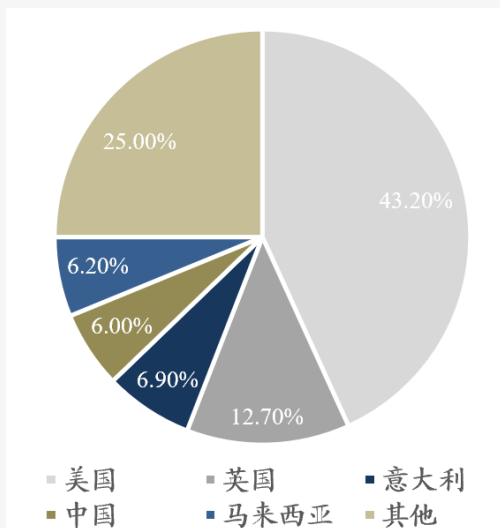
### ■ 东南亚蒸汽烟市场以马来西亚为主：

■ 马来西亚占有全球电子烟6.2%的市场份额，电子烟市场价值约2亿美元。市场的需求极大的刺激了烟油品牌的发展，到2015年，该国出现了至少200个烟油品牌，小绿人、Mr. Juicer.、Davapes、TUNDRA和FCUKIN FLAVA等品牌的烟油，市场反响强烈。

### ■ 东南亚六国蒸汽烟监管政策：

- 印尼：2018年7月，印尼政府正式宣布电子烟合法，从2018年10月开始对电子烟征收57%的税。
- 菲律宾：2018年7月，菲律宾政府宣告电子烟合法并将其列为禁烟产品。
- 马来西亚：2018年6月，马来西亚政府宣布考虑禁止电子烟和烟草制品，并将烟草和烟草制品的销售和购买年龄从18岁提高到21岁；
- 新加坡：2014年开始，新加坡政府开始规定禁止在国内输入、销售电子烟。2015年12月，将持有电子烟列入犯罪行为。
- 泰国&老挝：境内均禁售电子烟。

图表65：全球电子烟市场规模占比



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图表66：东南亚国家监管政策

国家或地区	政策态度
印尼	合法，但要征收57%的税收
菲律宾	合法，被列为戒烟产品
马来西亚	尚未明确
新加坡	2015年12月，将持有电子烟列入犯罪行为
泰国	禁售电子烟
老挝	2018.7下发总统令：在老挝境内禁止进口、分销以及购买电子烟

数据来源：MOFF电子烟商城，东吴证券研究所

图表67：马来西亚VOODOO VAPE小绿人烟油

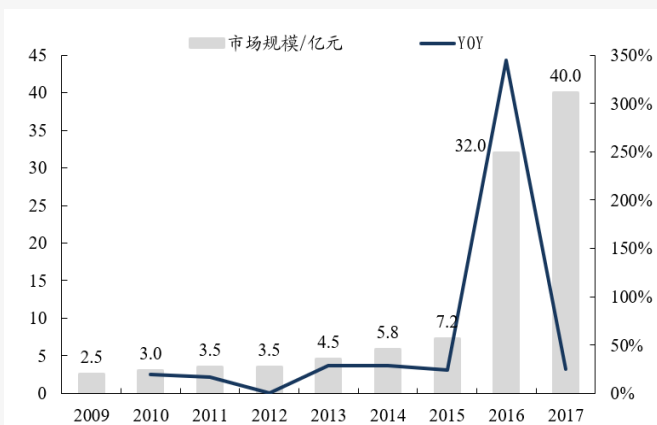


数据来源：蒸汽烟巴士，东吴证券研究所

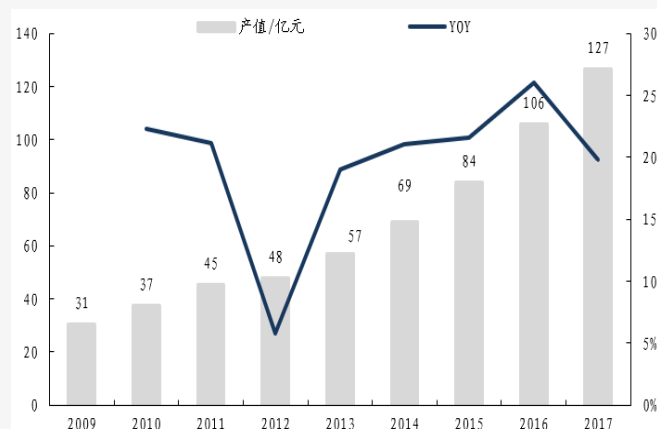
## 3.8 中国市场：蒸汽烟渗透率低，消费需求有待培育

- 国内蒸汽烟市场消费需求有待培育。**  
 尽管我国是全球蒸汽烟生产中心，但国内消费市场始终较低：
  - 政策监管缺乏统一标准：长期以来，我国对蒸汽烟缺乏明确统一的行业标准和监管政策。
  - 市场导入和宣传效果不理想：蒸汽烟初入市场时定价较昂贵，且2006年“如烟”的戒烟效果造假事件曝光较大地打击了国内市场信心。
- 我国政府严格监管，控烟令再度升级，多个城市禁止电子烟。**
  - 2018年10月，香港特区宣布为保障市民，特别是儿童和青少年的安全，全面禁止销售电子烟和其他新型烟草产品。
  - 2019年1月1日，杭州成为中国大陆首个将电子烟纳入禁烟范围的地区。
  - 2019年2月，深圳“控烟令”升级，电子烟正式进入控烟“黑名单”。

图表68：中国电子烟市场规模及增速



图表69：中国电子烟产值及增速



图表70：我国电子烟政策态度

2017年1月16日	2017年全国烟草工作会议召开，国家烟草专卖局局长凌成兴指出：“坚持把创新作为引领烟草行业发展的第一动力，围绕全面建成创新型行业目标，精心组织实施《烟草行业“十三五”科技创新规划》。”
2017年10月11日	全国烟草标准化技术委员会已批准24个月周期的电子烟标准
2017年12月12日	烟草行业贯彻激发科技创新活力政策措施电视电话会议召开，国家局出台《关于激发科技创新活力调动“两个积极性”的若干意见》，为行业创新激励机制改革明确了方向指引，行业创新氛围空前活跃。
2017年12月15日	全国烟草标准化技术委员会已批准12个月周期的电子烟液标准
2018年1月18日	国家烟草专卖局局长凌成兴指出：“密切关注烟草市场新动向，大力支持雪茄烟加快发展，积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧烟草制品等新型产品。”
2018年7月27日	国家烟草专卖局发布了关于印发2018年全面深化改革工作要点的通知，在《国家烟草专卖局20年全面深化改革工作要点》中提出“继续深化新型烟草制品改革创新”。
2018年8月20日	2018年烟草行业各直属单位主要负责同志座谈会上，国家烟草专卖局局长张建民提出：“要以科技创新为重点，加快建设创新型行业。”
2019年1月16日	香港事务及卫生局局长陈肇始表示，香港政府拟修订法例禁止入口和销售电子烟

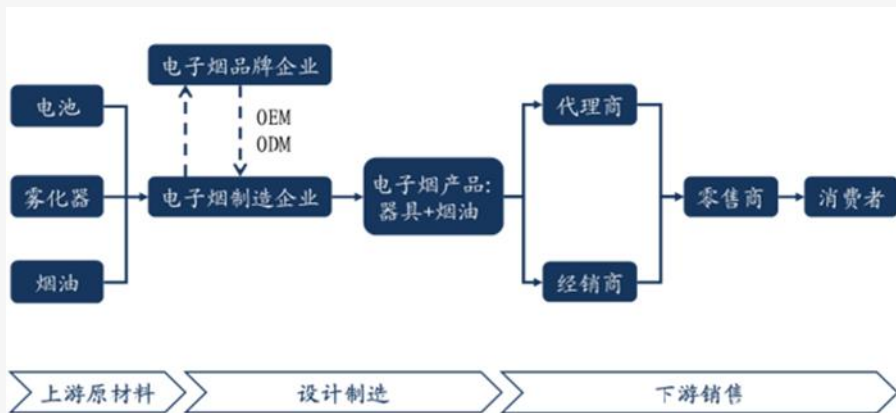
## 第四章：海外市场： 产业链具有良好成长机会

## 4.1 新型烟草产业链概览

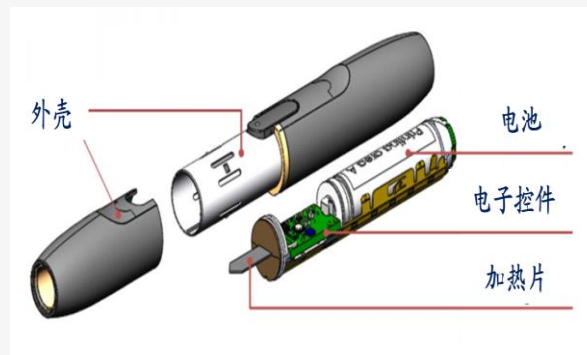
### ■ 新型烟草产品结构：烟弹/烟油+烟具

- **上游：**【传统电子烟】可分为电池原材料供应商（电池、电芯、控制电路）、雾化器原材料供应商（塑料、玻璃、五金、发热电阻）及烟油原材料供应商。其中，电池组以及雾化器是电子烟器具核心的两大部件（电池组占电子烟成本的50%-60%、雾化器则占到30%-40%）；烟油部分则通过在食用级或者医药级别的丙三醇添加烟碱、尼古（模仿传统卷烟口味）；【加热不燃烧】烟弹生产被烟草帝国所垄断，烟具生产可分为加热片供应商、塑料件及金属件供应商、电池及电子控件供应商等。
- **中游：**主要是电子烟的设计制造，可分为电子烟制造企业与电子烟品牌企业两类，国内企业以OEM/ODM模式为主，为国外知名品牌进行代工生产（如麦克韦尔，SMOK，哈维电子等）。
- **下游：**通过国际烟草巨头所把控的渠道，如由理商和经销商输送至零售商，最终进入消费市场。

图表71：传统烟油式电子烟产业链上下游



图表72：加热不燃烧烟具结构



# 4.2 盈趣科技：IQOS放量有望重启高增长

**■ 柔性智造，灵活高效：**

• 盈趣科技是集创新消费电子产品及智能控制部件设计、研发与生产一体的优质制造公司，长期凭借独有UDM模式深度绑定国际知名客户，利基市场开拓能力较强。其下游的明星客户为烟草帝国菲莫国际，负责进行IQOS烟具外观11种部件的供应。

**■ 电子烟明星业务，IQOS重启增长助力业绩：**

• 盈趣科技电子烟业务高速成长，2015年电子烟收入0.99亿，2017年达到17.38亿，CAGR高达159.90%。2018年由于去库存影响同比较大下滑至8.24亿，随IQOS去库完成、新品IQOS 3.0市场反馈良好、叠加美国市场放开预期，我们预计公司在多重助力下有望恢复高增长。

**风险提示：**电子烟新产品销售不及预期；市场竞争风险；汇率波动。

图表73：盈趣科技烟具出货量预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
IQOS烟弹出货量 (亿只)	74	362	414	549	790	950
IQOS烟弹零售价格 (美元/包)	6.18	5.97	6.18	6.11	6.09	6.13
IQOS烟弹批发收入 (亿美元)	5.72	27	32	42	60	73
IQOS烟具出货量 (万套)	293	1636	1636	2169	3121	3755
IQOS烟具零售价格 (美元/只)	110	110	110	110	110	110
IQOS烟具批发收入 (亿美元)	1.61	9	9	12	17	21
盈趣科技份额测算	95%	70%	60%	60%	60%	60%
盈趣科技销售量 (万套)	471	1738	824	1302	1872	2253
盈趣科技价格 (元/只)	100	100	100	100	100	100
盈趣科技收入 (百万元)	471	1738	824	1302	1872	2253
YOY		269.00%	-52.59%	57.95%	43.87%	20.32%

注：2019-2021年为包含美国市场出货量的预测值

图表74：盈趣科技盈利预测 (百万元)

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,648.41	3,267.20	2,778.73	3,748.27	5,085.64	6,382.81
YOY	68.0%	98.2%	-15%	35%	36%	26%
<b>罗技</b>						
营业收入	306.80	341.29	293.91	411.47	493.77	592.52
YOY	1.69%	11.24%	-14%	40%	20%	20%
<b>WIK/Nestle</b>						
营业收入	101.23	95.95	105.55	126.65	151.98	182.38
YOY	-5.22%	-5.22%	10%	20%	20%	20%
<b>Asetek</b>						
营业收入	159.90	240.61	262.81	275.95	289.75	304.24
YOY	144.68%	50.48%	9%	5%	5%	5%
上述三家客户毛利率	28.67%	31.74%	-	30%	30%	30%
<b>Provo Craft (雕刻机)</b>						
营业收入	329.00	511.89	996.74	1,445.27	2,023.38	2,731.57
YOY	46.88%	55.59%	95%	45%	40%	35%
毛利率	35.11%	34.96%	-	37%	37%	37%
<b>Venture/Flex/PMI (电子烟)</b>						
营业收入	471.48	1,738.04	824.27	1,301.50	1,872.47	2,252.96
YOY	376.76%	268.64%	-53%	58%	44%	28%
毛利率	66.70%	66.00%	-	65%	63%	60%
综合毛利率	42.1%	48.9%	41.9%	43%	43%	42%
归母净利润	445.48	983.86	813.67	1,087.00	1,474.84	1,851.02
YOY	170.3%	120.9%	-17.3%	34%	36%	26%
归母净利率	27.0%	30.1%	29.3%	29.0%	29.0%	29.0%

数据来源：wind, 东吴证券研究所

# 4.3 麦克韦尔：传统电子烟根基深厚

- **公司电子烟根基深厚：**是国内专门从事电子雾化器及雾化设备研发、生产、销售的创新型企业。
  - **主营业务：**包括ODM和自有品牌APV两大板块，ODM业务覆盖奥驰亚、日本烟草等全球烟草巨头公司，生产Mark Ten、Ploom TECH等畅销产品的核心加热部件雾化器，以及一次性电子烟（雾化器与电池连为一体）。电子雾化器作为公司重要产品，2015年该项收入0.89亿，2017年该项业务收入10.04亿，CAGR达124.28%。
  - **跟随日本烟草布局HNB：**
  - 2018年随着日本烟草HNB类产品PLOOM渗透率在日本快速提升（目前约3%）切入加热不燃烧赛道，快速成长。目前A股上市公司亿纬锂能持股麦克韦尔37.55%，建议关注。
- 风险提示：**业务拓展低于预期，研发进度低于预期。

图表75：麦克韦尔收入拆分

单位：百万元人民币	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业总收入	174.24	269.33	294.44	726.05	1,565.70	3,433.99
YOY	33.80	0.55	0.09	1.47	1.16	1.19
其中： 一次性电子烟	96.25	107.02	88.53	509.98	1,003.70	2,491.99
YOY	-	0.11	-0.17	4.76	0.97	1.48
占比	0.55	0.40	0.30	0.70	0.64	0.73
毛利率	-	-	20.01	23.04	23.85	36.75
雾化器	37.48	68.58	47.68	197.28	561.49	941.72
YOY	-	0.83	-0.30	3.14	1.85	0.68
占比	0.22	0.25	0.16	0.27	0.36	0.27
毛利率	-	-	24.85	36.64	40.04	36.07
套烟	37.14	43.82	96.70	-	-	-
YOY	-	0.18	1.21	-	-	-
毛利率	-	-	32.63	-	-	-
大烟	-	31.74	31.95	-	-	-
YOY	-	-	0.01	-	-	-
毛利率	-	-	36.17	-	-	-

图表76：麦克韦尔2017年前五大客户占比

序号	客户	销售金额	年度销售占比
1	Nu Mark LLC	262,572,775.43	16.77%
2	Japan Ploom Tech	155,313,927.89	9.92%
3	JT INTERNATIONAL SA.	152,033,193.70	9.71%
4	Jupiter Research LLC	121,866,348.08	7.78%
5	Seasonal Visions International Limited	112,514,334.47	7.19%
合计		804,300,579.57	51.37%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

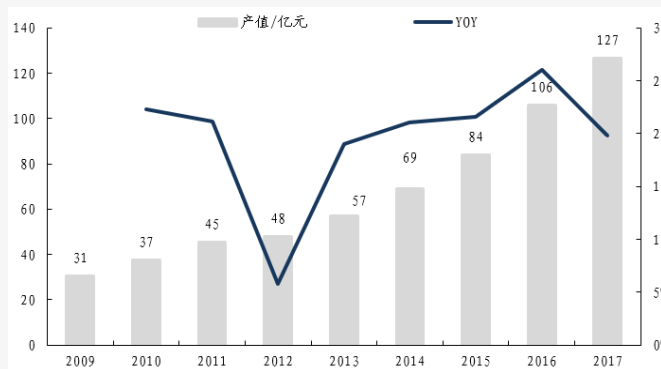


## 第五章：国内市场： 积蓄力量静候政策东风

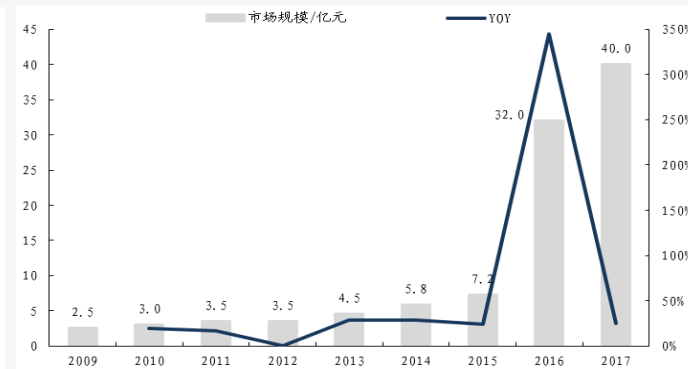
# 5.1 中国市场：代工为主，监管严格

- **中国是蒸汽烟最大代工出口国：**
  - 行业产值：2009-2017年我国蒸汽烟行业产值从30.5亿增至126.5亿，CAGR达19.46%。
  - 产业分布：国内电子烟生产企业约有1000家，主要分布于电子产业链完整的珠三角地区，承担了全球90%电子烟配套设施的生产。
  - 市场规模：2017年我国电子烟市场规模约40亿元，同比增长约25%。
- **烟草行业稳定封闭，由中国烟草总公司统一管理：**
  - 经过多年的发展，我国烟草行业已形成了稳定而相对封闭的系统，中烟在生产和渠道上基本实现自主一体化，仅在烟标和香精环节采取外部供应，建立长期合作关系；国内已有的纯电子烟制造企业相对难以进入中烟体系。
- **新型烟草监管政策趋严：**
  - 加热不燃烧制品：属于烟草范畴，我国政府对其严格监管。将包括菲莫国际的IQOS、英美烟草的Glo、日本烟草的Ploom TECH在内的这类加热不燃烧卷烟划定为烟草专卖品，并采取专卖管理。
  - 电子烟：控烟令再度升级，多个城市禁止电子烟。
- ◆ 我们认为，中烟计划发展国内新型烟草市场，将会主导品牌和渠道，在生产环节可能与具备市场规模、资金实力以及生产研发能力的烟标印刷龙头进行合作。

图表77：我国蒸汽烟行业产值



图表78：我国蒸汽烟市场规模



图表79：我国新型烟草相关政策态度

时间	政策/态度
2014年1月	全国烟草工作会议：高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发
2017年1月	2017年全国烟草工作会议：深入实施新型烟草制品研制重大专项，超前研发储备一批战略性产品
2018年7月	烟草行业新型烟草制品发展座谈会：准确把握新型烟草制品战略定位，紧密结合市场实际，积极稳妥地推进新型烟草制品与传统卷烟协调发展。
2018年7月	国家烟草专卖局印发《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》：推进新型烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展；推进新型烟草制品产品国际拓展。

## 5.2 中烟公司加大研发，新品整装待发

### ■ 国内研发创新力度加强，成果显著

- 在加热不燃烧产品专利总数上，国内烟草行业已经远远超过国外烟草行业。2016-2018年国内加热不燃烧型卷烟专利共计830件，其中2016年加热不燃烧型卷烟的专利数为97件，2017年加热不燃烧型卷烟的专利数为181件，2018年1-10月专利数达到552件，专利数量逐年快速增加，国内烟草行业在加热不燃烧型卷烟专利技术研发方面取得了长足进步。

### ■ 中烟公司陆续发布新品试水海外市场

- 2017年12月，四川中烟的“宽窄系列”登陆韩国，成为国内上市的首款加热不燃烧产品。在四川中烟的“宽窄”系列之后，云南中烟、广东中烟、湖北中烟、安徽中烟也陆续推出加热不燃烟草制品，此外贵州中烟、上海烟草等其他中烟公司也在加强加热不燃烧产品的研发。目前国内新品均处于国外试点销售阶段。

图表80：国内外加热不燃烧烟草专利数量在10件以上的企业及专利数量

申请人	发明专利	实用新型专利	外观设计专利	专利总量
PMI	136	0	5	141
云南中烟	49	43	7	99
湖北中烟	41	39	0	80
四川中烟	40	24	0	64
湖南中烟	28	29	2	59
上海烟草集团	17	17	2	36
雷诺士烟草集团	36	0	0	36
广东中烟	17	17	2	36
浙江中烟	19	12	0	31
郑州烟草研究院	15	15	0	30
英美烟草	27	0	0	27
深圳合元科技	4	20	1	25
劲嘉科技	7	12	0	19
河南中烟	8	10	0	18
日本烟草	15	0	0	15
安徽中烟	6	4	1	11
贵州中烟	1	9	1	11

图表81：国内中烟公司加热不燃烧烟草制品

所属中烟公司	品牌名称	上市时间	上市地点	合作研发单位	出口合作企业
四川中烟	宽窄·功夫 宽窄·子弹头	2017.12	韩国	云南巴菘生物科技有限公司	韩国YM国际 科技有限公司
	宽窄二代 宽窄·成	2018.11	-	-	-
云南中烟	MC	2018.4	韩国	自主研发	韩国IF烟草株 式会社
	Ashima Lu Lu	2018.11	-	自主研发	-
广东中烟	MU+ ING	2018.7	老挝	华南理工大学 等	柬埔寨威尼 顿公司
湖北中烟	烟具MOK 烟弹COO	2018.10	韩国	自主研发	-
安徽中烟	巅 (Toop)	2018.10	-	自主研发	-

数据来源：烟草科技，国家烟草专卖局，各中烟公司官网，东吴证券研究所

## 5.3 中烟国际拟赴港IPO，中国烟草市场化加速

### ■ 中烟国际IPO提上日程

- 18年12月31日，中烟国际（香港）向香港交易所递交了IPO材料。
- **股权结构：**预计上市后中烟子公司天利和公众分别持股75%、25%。
- **资金用途：**主要用于进行业务互补的投资收购、扩大东南亚等主要目标市场的销售渠道、与其他国际卷烟公司战略合作等。

### ■ 烟叶类产品主导，新型烟草崭露头角：

- **主营业务：**烟叶类产品进口（占比约70%）、烟叶类产品出口（占比20%+）、卷烟出口（占比约10%），此外18年新型烟草制品出口开始贡献收入（Q1-Q3中烟系HNB产品贸易额186万港元）。

◆ 我们认为，此次IPO申报表明也中国烟草市场化和国际化的立场，客观催化国内新型烟草的产品储备加速推出。

**风险提示：**新型烟草政策管控超预期；业务拓展低于预期。

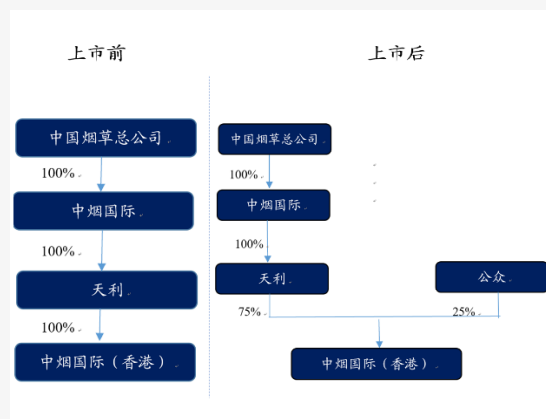
图表84：中烟国际重点财务数据一览（单位：百万港元）

百万港元	2015	2016	2017	2017Q1-Q3	2018Q1-Q3
营业收入	7619.30	6310.33	7806.94	6412.58	5076.94
YOY	-	-17.18%	23.72%	-	-20.83%
烟叶类产品进口业务	5190.12	4063.61	5487.51	4574.43	3798.18
占比	68.10%	64.40%	70.30%	71.30%	74.90%
YOY	-	-21.70%	35.04%	-	-16.97%
毛利率	4.40%	4.30%	4.90%	5.20%	5.00%
烟叶类产品出口业务	1777.13	1616.64	1895.21	1538.79	846.29
占比	23.30%	25.60%	24.30%	24.00%	16.70%
YOY	-	-9.03%	17.23%	-	-45.00%
毛利率	4.00%	4.00%	3.60%	3.70%	3.20%
卷烟出口业务	652.05	630.08	424.22	299.36	430.63
占比	8.60%	10.00%	5.40%	4.70%	8.50%
YOY	-	-3.37%	-32.67%	-	43.85%
毛利率	40.00%	39.90%	37.30%	41.60%	17.30%
新型烟草制品出口业务					1.86
占比					0.04%
YOY					
毛利率					1.10%
营业成本	7058.14	5821.51	7312.54	5995.07	4784.44
毛利率	7.36%	7.75%	6.33%	6.51%	5.76%
销售、行政管理费用	87.51	81.23	85.88	67.24	33.48
销售、行政管理费用率	1.15%	1.29%	1.10%	1.05%	0.66%
归母净利润	387.81	334.56	344.33	285.18	220.00
YOY	-	-13.73%	2.92%	-	-22.85%
净利率	5.09%	5.30%	4.41%	4.45%	4.33%
经营性现金流净额	744.37	53.90	359.42	287.61	784.88
投资性现金流净额	3.93	7.15	-158.78	6.75	769.16
ROE	36.60%	21.10%	15.90%	-	-
ROIC	11.70%	8.90%	8.10%	-	-

图表82：中烟国际（香港）发展历程



图表83：中烟国际（香港）股权结构



## 5.4 劲嘉股份：布局深厚，有望率先受益

### ■ 公司前期电子烟布局深厚：

- 劲嘉自14年起就设立劲嘉科技研发电子烟产品；
- 陆续取得与英美烟草，雷诺烟草，菲莫国际三家国际烟草龙头电子烟包装盒业务的合作；
- 18年8月，劲嘉科技与小米旗下生态链企业北京米物科技设立合资公司嘉物科技；
- 18年10月，劲嘉科技又与云南中烟下属新型烟草制品企业华玉科技设立合资公司，强强联合共同推进新型烟草的研发销售。
- 未来中烟公司与烟标企业的合作最有可能以烟具为突破。新型烟草东风在即，劲嘉有望率先受益。
- **风险提示：**产品研发失败，业务拓展不及预期。

图表85：劲嘉股份电子烟收入预测

单位：亿元	乐观		中性		悲观	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
总人口（亿）	14.11	14.18	14.11	14.18	14.11	14.18
YOY	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
吸烟率	22.0%	21.8%	21.50%	21.3%	21.0%	20.8%
吸烟人数（亿）	3.10	3.09	3.03	3.02	2.96	2.95
YOY	-0.41%	-0.41%	-1.87%	-0.43%	-1.90%	-0.46%
电子烟渗透率	8.00%	13.00%	5.00%	10.00%	2.00%	5.00%
烟具价格（元）	300	300	300	300	300	300
烟具更换频率（次/年）	1	1	1	1	1	1
市场规模测算	74.50	120.57	45.51	90.62	17.78	44.24
劲嘉电子烟部分收入	7.45	12.06	4.55	9.06	1.78	4.42
劲嘉电子烟部分利润	0.37	1.21	0.23	0.91	0.09	0.44

数据来源：OECD，东吴证券研究所

图表86：劲嘉股份重点财务数据

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
营业总收入	2300.27	2152.15	2136.51	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	3374	1009.54
YOY	13.66%	-6.44%	-0.73%	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	14.56%	24.08%
剔除重庆宏声因素						2391.77	2945.29	2901.32	-
YOY						-12.07%	23.14%	-1.49%	-
归母净利润	388.99	432.77	476.77	578.3	720.73	570.72	574.41	725.31	259.08
YOY	28.24%	11.25%	10.17%	21.30%	24.63%	-20.81%	0.65%	26.27%	21.81%
扣非归母净利润	376.48	426.33	465.32	565.32	683.47	439.45	547.4	692.19	253.81
YOY	27.38%	13.24%	9.15%	21.49%	20.90%	-35.70%	24.56%	26.45%	21.30%
经营性现金流净额	649.28	677.27	498	717.42	799.62	918.19	819.83	852.65	19.07
烟标业务收入	2,044.99	1,930.33	1,869.84	2,002.63	2,390.94	2,400.49	2,375.02	2,566.32	
占比	88.90%	89.69%	87.52%	86.20%	87.90%	86.44%	80.64%	76.06%	
YOY	13.01%	-5.61%	-3.13%	7.10%	19.39%	0.40%	-1.06%	8.05%	
毛利率	4059.00%	3865.00%	4110.00%	4231.00%	45.16%	4082.00%	4493.00%	4506.00%	
彩盒业务收入	76.78	63.99	87.01	75.59	140.34	187.26	267.13	186.18	
占比	0.033379	0.029733	0.040725	0.032536	0.051595	0.067434	0.090697	0.055181	
YOY	-	-16.66%	35.97%	-13.12%	85.66%	33.43%	42.65%	-30.30%	
毛利率	3.69%	11.62%	9.17%	6.90%	10.88%	-	-	-	
镭射包装材料收入	234.40	236.82	256.29	458.13	497.68	468.54	581.58	608.46	
占比	10.19%	11.00%	12.00%	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	18.03%	
YOY	7.23%	1.03%	8.22%	78.75%	8.63%	-5.86%	24.13%	4.62%	
毛利率	17.36%	20.80%	19.74%	17.13%	0.23%	25.20%	23.08%	23.15%	0.00%
整体毛利率	38.42%	37.83%	39.91%	41.47%	45.91%	41.33%	44.11%	43.66%	43.81%
期间费用率	13.45%	15.08%	17.40%	17.07%	15.90%	17.99%	17.18%	15.97%	11.86%
归母净利率	19.94%	21.60%	23.22%	26.05%	29.02%	22.97%	19.50%	21.50%	25.66%

注：（1）16年1月将联营子公司重庆宏声并表，17年1月重新改为联营子公司不再并表；  
 （2）16年重庆宏声并表增加1.1亿投资收益，剔除该非经常性损益后2017年同口径收入，利润恢复良好；  
 （3）16年以前年报口径为精品包装，17年改为彩盒；  
 （4）因存在内部抵消，收入占比之和大于1。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5.5 国内HNB研发带动烟弹产业链成长

➤ 同时我们建议关注国内目前加热不燃烧烟具研产销活动具有先发优势的相关标的。

### ■ 顺灏股份：烟弹、烟具双管齐下

- 2013年公司与东风股份合资设立上海绿馨电子科技有限公司合力研发电子烟。2014年公司取得低温不燃烧核心专利，并于2017年在日本率先推出IQOS兼容烟具MOX Edge。2018年子公司绿新丰（香港）收购柬埔寨卷烟制造商SINO-JK100%的股权。

### ■ 集友股份：拓展烟标领域，布局新型烟草

- 公司传统业务是烟用接装纸业务，17年更改IPO募投项目建设40万箱烟标产能；18年初收购大风科技100%股权（预计带来100万箱烟标销售）；18年8月非公开发行募集资金建设100万箱烟标生产线、研发创意中心暨产业化基地建设项目和大风科技烟标生产线技术改造项目。三个项目达产后，预计年新增销售收入13.76亿元，新增净利润1.59亿元。目前公司已中标安徽中烟、云南中烟、陕西中烟多个烟标产品；新型烟草方面绑定安徽中烟布局烟弹，持续催化收入和利润增量。

### ■ 华宝国际：烟用香精香料龙头

- 2016年，公司通过分拆香精业务与香原料业务，使两大业务可各自集中力量横向延展。目前华宝国际已经布局加热不燃烧和电子烟制品等新型烟草业务，其子公司广东金叶拥有现金的再造烟叶技术，可应用于加热不燃烧烟弹制造中。公司已中标云南中烟的加热不燃烧卷烟项目，有望携手云南中烟参与烟弹上游供应环节。

### ■ 中国香精香料：采用并购多向探索新型烟草领域

- 收购电子烟具OEM代工企业吉瑞（Kimree）布局新型烟草开启产业链纵向延伸进程。持续推进与四川中烟合作，第一款加热不燃烧烟草烟具“宽窄功夫”由四川中烟研制、由吉瑞子公司吉瑞惠州代工制造，现已在国外市场上市。

**风险提示：**新型烟草政策管控超预期；新品研发不达预期；产能投放低于预期。

# 第六章 风险提示

- **新型烟草政策管控超预期。**尽管部分国家已经放开加热不燃烧烟及电子烟的管制，但仍有许多国家对此持谨慎态度，我国也可能存在进行严格管制的风险。
- **新品研发不达预期。**国内中烟公司新型烟草产品若需上市，则需要绕开国际产品如IQOS等的专利限制，对新品研发能力要求较高，若无法攻克则可能导致行业发展低于预期。
- **产能投放低于预期。**烟具产品的生产可委托于中小加工企业完成，但烟弹的产能只能由中烟公司来进行建设，若投放不达预期，则行业的烟弹供给将会十分紧张。



东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券财富家园