

# 从大热的 IQOS 看新型烟草发展——东风在即，蓄势待发 增持（维持）

2018 年 08 月 12 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shfk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

## 投资要点

■ **传统卷烟承压，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 年至 2015 年期间全球吸烟率从 29.4% 下降到 15.3%，传统卷烟行业形式严峻。替代需求推动了新型烟草制品蓬勃发展，国际龙头纷纷拓展新型烟草制品业务，且在国际市场上反响良好，引起了国内烟草行业领导的重视，新型烟草的发展逐渐受到政策鼓励。7 月 5 日国家烟草专卖局召开的新型烟草制品发展座谈会强调要积极稳妥地推进新型烟草制品的发展，释放积极信号，政策东风在即新型烟草或迎来扩容新机。

■ **电子烟全球增速放缓，国内导入缓慢：**电子烟起步早，因其较传统卷烟减害效果显著而风靡，11-16 年全球电子烟市场规模由 13 亿增至 100 亿美元，CAGR 达 50.4%。随着近年来电子烟主要消费国家对电子烟监管趋严，17 年市场规模预计 120 亿美元，增速有所放缓。我国是全球最大的电子烟代工生产国，而由于对电子烟缺乏明确监管、前期市场导入效果不佳等，国内消费规模始终较低（17 年仅 40 亿元），渗透率不足 1%，未来提升空间较大。

■ **加热不燃烧产品海外发展迅速，国内逐渐试水：**口感接近真烟，减害匹敌电子烟，以 IQOS 为代表的加热不燃烧烟草制品迅速崛起。17 年全球加热不燃烧烟草制品销售额已达 50 亿美元（+150%），预计至 2021 年将达到 154 亿美元。国外代表产品 IQOS 销量、收入、市场份额均持续高速增长，消费者转化率近 70%；国内加热不燃烧烟具市场空间广阔，各中烟公司积极研发，陆续推出多款加热不燃烧产品并试水出口，劲嘉等传统烟标龙头也纷纷布局新型烟草业务，有望领跑市场。

■ **劲嘉股份：新型烟草持续铺垫，看好业务多点开花。**传统烟标龙头劲嘉股份的新型烟草业务前期布局深厚，研发持续投入且已有产品面市。同时公司精品彩盒业务持续拓展，并参股申仁包装与茅台开启战略合作，为酒包业务放量铺垫。预计精品酒包装及新型烟草业务未来或将贡献业绩增量，长期看好予以重点推荐，维持“增持”评级！

■ **风险提示：**行业监管趋严，产品研发失败，业务拓展不及预期。

## 行业走势



## 相关研究

- 1、《轻工制造行业跟踪周报：本轮造纸首推太阳，关注低估包装家居个股》2018-08-06
- 2、《轻工制造行业跟踪周报：关注箱板旺季提价及细分龙头配置》2018-07-23
- 3、《轻工制造行业跟踪周报：关注市场调整中优质品种的配置机会》2018-07-08

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002191	劲嘉股份	112.56	7.53	0.38	0.46	0.51	19.82	16.37	14.76	增持

资料来源：Wind，东吴证券研究所（收盘价为 180813 数据）

## 内容目录

1. 传统卷烟承压，新型烟草大势所趋 .....	4
2. 传统电子烟：国外增速放缓，国内导入缓慢 .....	7
2.1. 起步早、成长较快，减害效果显著 .....	7
2.2. 受到监管干涉，消费需求趋缓 .....	9
3. 加热不燃烧烟草：异军突起，替代性更胜一筹 .....	10
3.1. IQOS——国际加热不燃烧烟先驱 .....	11
3.2. 烟具空间广阔，国内新品初露锋芒 .....	14
4. 推荐标的：看好劲嘉股份多点业务开花 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 国际主要地区卷烟销量情况 (单位: 万箱) .....	4
图 2: 传统卷烟市场竞争格局 (2017 年) .....	5
图 3: 我国卷烟年产销数据及同比 (单位: 万箱) .....	5
图 4: 电子烟发展历史 .....	7
图 5: 烟油式电子烟结构 .....	7
图 6: 2011-2017 年全球电子烟市场规模 (亿美元) .....	7
图 7: 2017 年各国电子烟销售额 (亿美元) .....	7
图 8: 电子烟产业链 .....	8
图 9: 中国电子烟行业产值 (亿元) .....	9
图 10: 中国电子烟行业市场规模 (亿元) .....	10
图 11: 电子烟不同监管思路监管强度对比 .....	10
图 12: 加热不燃烧烟草制品市场规模预测 (单位: 亿美元) .....	11
图 13: RRP (Reduced-Risk Products) 业务收入增长情况 .....	12
图 14: 16 年以来 IQOS 销量构成季度数据 (百万支) .....	13
图 15: 17 年以来 IQOS 在各地区市场份额 .....	13
图 16: IQOS 销售的国家与地区数量 (个) .....	13
图 17: 2017 年 12 月 IQOS 在各国转化率情况 .....	14
图 18: 宽窄·功夫烟具电商渠道销售情况 .....	15
图 19: 宽窄·功夫烟具内部结构示意图 .....	15
图 20: 劲嘉科技“探索者”加热不燃烧电子烟 .....	17
图 21: 劲嘉科技“蒸汽生活”烟油式电子烟 .....	17
表 1: 重点公司估值 .....	1
表 2: 全球各国控烟政策 .....	4
表 3: 三类新型烟草制品对比 .....	6
表 4: 国际巨头新型烟草制品研发情况 .....	6
表 5: 我国新型烟草相关政策态度 .....	6
表 6: 当前主要烟油品牌 .....	8
表 7: 2016 年以来全球电子烟管制政策 .....	10
表 8: 菲莫国际重点数据一览 .....	11
表 9: 盈趣科技、Venture 收入利润情况 .....	14
表 10: 我国将加热不燃烧烟纳入烟草专卖品 .....	15
表 11: 三家中烟公司加热不燃烧烟草制品对比 .....	15
表 12: 我国电子烟具市场规模测算 .....	16
表 13: 烟标龙头开展新型烟草业务情况 .....	16
表 14: 劲嘉股份电子烟专利数量 .....	17
表 15: 劲嘉股份重点数据一览 .....	17

随着全球控烟力度加大、消费者健康意识不断提高，传统卷烟产品面临严峻挑战，减害新型烟草制品应运而生。其中，烟草龙头菲莫国际于 2014 年率先在日本名古屋和意大利米兰试点推出加热不燃烧烟草制品 IQOS，随后于 2016 年 4 月在日本开始全国性推广并迅速风靡全球，目前已经席卷韩国、俄罗斯、瑞士、德国、加拿大等 30 多个国家和地区。短短几年之内，IQOS 凭借其高度客户粘性（转化率接近 70%）和卓越的品牌力，在各国尤其是日韩市场中渗透率大幅提升。2017 年 IQOS 烟弹销量较 2015 年翻了接近 100 倍，增长至 362 亿支；对应年收入也大幅增至 36.4 亿美元，为菲莫国际贡献约 12.66% 的收入。IQOS 出乎意料的走红引起我国烟草产业领导和企业的高度重视，各大中烟公司对该领域加大研发布局，四川中烟、云南中烟、广东中烟等目前已均有新品面市。

## 1. 传统卷烟承压，新型烟草大势所趋

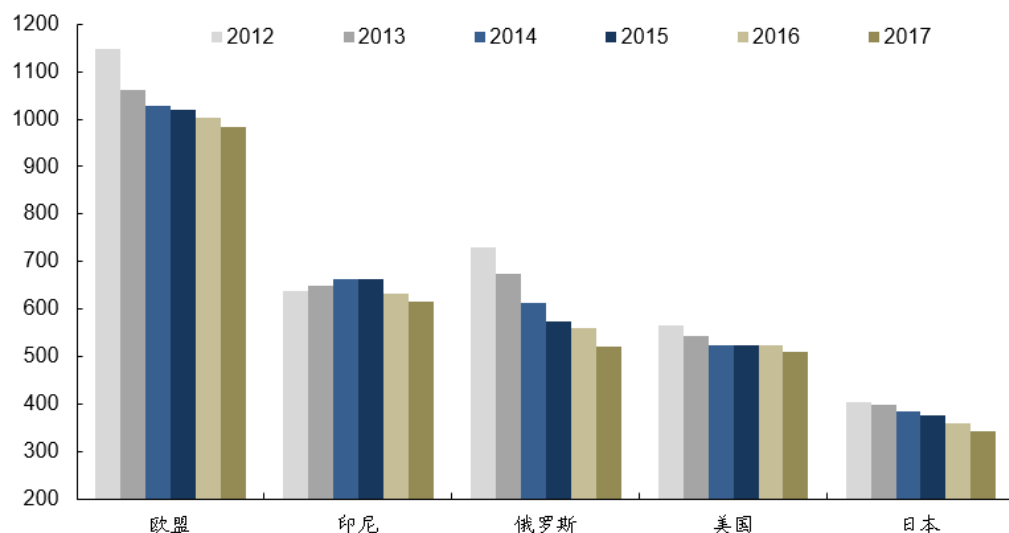
全球控烟力度加大、环保健康理念普及，传统卷烟发展受限。世界卫生组织推动的《烟草控制框架公约》(FCTC) 于 2005 年 2 月 27 日生效以来，各国不断加强烟草行业的管控，通过加税、禁烟、限制包装等多项法律法规控烟禁烟。同时社会民众健康意识也逐步提高，传统卷烟行业整体形势严峻。据产业信息网数据，1990 年至 2015 年期间，全球吸烟率从 29.4% 下降到 15.3%；截止至 2016 年，全球 FCTC 公约的缔约国家达 180 个。2017 年，全球（除中国外）卷烟销量约 6200 万箱，同比下降约 2%。

表 2：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

数据来源：世界烟草发展报告，东方烟草网，中国烟草咨询网，搜狐，新浪，网易新闻等，东吴证券研究所整理

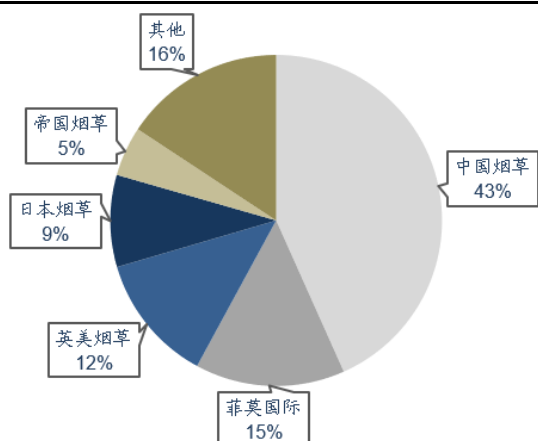
图 1：国际主要地区卷烟销量情况（单位：万箱）



数据来源：世界烟草发展报告（以 17 年为基准根据各年增速计算），东吴证券研究所

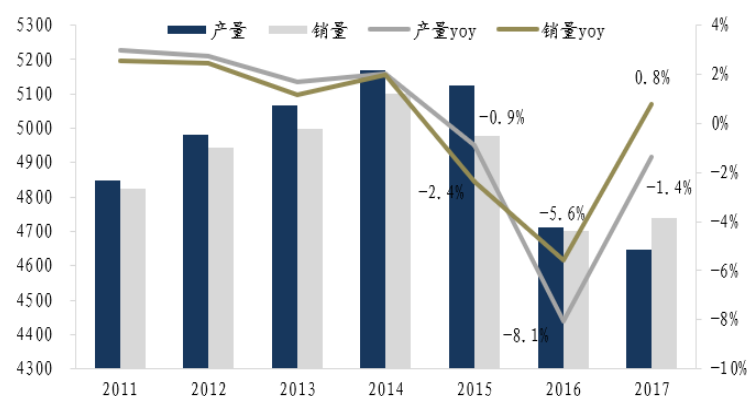
从传统卷烟格局来看，我国是全球传统烟草消费的主力。我国对烟草行业实行统一领导、垂直管理、专卖专营的管理体制，国务院颁布《烟草专卖条例》进行管制，中国烟草总公司和国家烟草专卖局负责统筹管理。国家烟草专卖局具体下设 33 家省级烟草专卖局、16 家工业公司、57 家卷烟工业企业，依照中烟总公司的计划结合各省实际进行卷烟生产和销售。根据《世界烟草发展报告》，2017 年我国卷烟销量占全球总销量约 43%；国外市场基本由菲莫国际、英美烟草等四大国际烟草龙头垄断（CR4 近 70%）。值得注意的是，无论是国内还是国外，近年传统卷烟的出货量均略显颓势。

图 2：传统卷烟市场竞争格局（2017 年）



数据来源：世界烟草发展报告，东吴证券研究所

图 3：我国卷烟年产销数据及同比（单位：万箱）






数据来源：Wind，东吴证券研究所

替代需求推动新型烟草制品蓬勃发展。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其他烟草制品。新型烟草制品定位于“一种可接受的、正常的、安全的上瘾物质”，不仅还原了消费者的基本满足感，还回应了消费者对于健康的关注诉求。新型烟草制品可进一步划分为电子烟、加热不燃烧烟草制品以及其他无烟气烟草制品（如口含烟等）。目前，发展较快的两类新型烟草制品是电子烟和加热不燃烧烟草制品，2017 年市场规模分别达到 120 亿美元（同



增 20%)、50 亿美元 (较 16 年翻倍)。

表 3: 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 /产品	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)	IQOS (美)	
电子烟	雾化器、电池盒、烟油	将含有尼古丁的烟油雾化蒸汽	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)	艾维普斯 (中)、欧凡尔 (意)	
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	-	美国、北欧	-	火柴公司 (瑞典)	

数据来源: 2017 世界烟草发展报告, 中国烟草资讯网, 东方烟草网, 烟悦网等, 东吴证券研究所整理

**IQOS 走红, 国际龙头重视加热不燃烧产品发展。**菲莫国际作为入局最早、投资力度最大的跨国烟草公司, 明确提出“无烟”战略, 表示将用新型烟草制品取代卷烟。公司的加热不燃烧烟草产品 IQOS 目前成为其资源配置的核心, 并为公司贡献不菲业绩。自推出开始, IQOS 迅速席卷日本 (市占率达 15.5%)、韩国 (市占率达 8%) 等市场, 现已切入 30 多个国家和地区。其他三大巨头日本烟草、英美烟草以及帝国烟草也纷纷推出各自的新型烟草产品。

表 4: 国际巨头新型烟草制品研发情况

公司名称	研发时间	新型烟草制品	2017 收入 / 亿	2017 净利润 / 亿	销量 / 万箱	新型烟草收入 / 亿	新型烟草收入占比
菲莫国际	2008	加热不燃烧烟草 IQOS, 2014 年发布后迅速风靡	\$287	\$63	1596	\$36.4	13%
日本烟草	2011	加热不燃烧烟草 Ploom tech, 电子烟 logic	¥21,397	¥3,924	983	-	-
英美烟草	2012	加热不燃烧烟草 glo, 电子烟 Vype 和 Ten Motives	£203	£377	1373	£2.2	1%
帝国烟草	2012	电子烟 Blu	£303	£15	530	-	-

注: 180810 汇率美元/日元=110.915, 英镑/美元=1.2774, 菲莫国际为不含消费税收入

数据来源: 各公司年报, 世界烟草发展报告, 东吴证券研究所整理

**我国政策或迎窗口, 加热不燃烧市场有望扩容。**IQOS 在国际上的火爆引起了国内烟草产业的重视。7 月 5 日召开的新型烟草制品发展座谈会提出要积极稳妥地推进新型烟草制品的发展; 7 月 17 日烟草局印发《国家烟草专卖局 2018 年全面深化改革工作要点》, 提出三个“推进”深化新型烟草制品创新改革; 7 月 25 日国家烟草专卖局新局长张建民 (前内蒙古自治区党委常委) 走马上任, 并在随后浙江烟草、上海烟草的调研中强调, 要在新型烟草制品领域积极探索创新。政策东风持续释放积极信号, 我国新型烟草的推广或迎来扩容时期。

表 5: 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。

数据来源：国家烟草专卖局，东方烟草网，东吴证券研究所

## 2. 传统电子烟：国外增速放缓，国内导入缓慢

### 2.1. 起步早、成长较快，减害效果显著

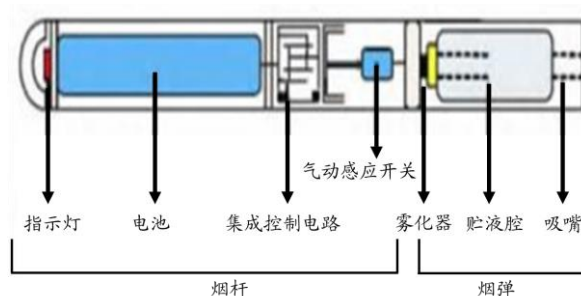
传统电子烟的起源可追溯至 1963 年英国人 Gilbert 取得的一款加热液态尼古丁产生蒸汽模拟吸烟的专利设计，时隔 40 年后由我国中医师韩力开发出来并正式商业化。据观研天下统计，2011-2016 年电子烟市场规模由 13 亿美元增长至 100 亿美元，CAGR 高达 50.4%，2017 年预计增长至 120 亿美元，主要市场在北美和欧洲（合计占比近 70%）；2017 年全球电子烟消费者约为 3500 万，相比 2012 年的 683.8 万人增长 5 倍。

图 4：电子烟发展历史

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，产生蒸汽，模拟吸烟感觉。
1967 年	数家公司尝试生产该款电子烟，但均无功而返。
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。
2009 年-2011 年	深圳地区凭借电子和外贸产业链优势，逐渐成为电子烟产业主力。金融危机后，部分电子烟品牌开始转内销，价格也开始大幅下降。
2012 年	美国最高法院判定 FDA 禁止销售电子烟败诉，美国电子烟市场打开，销量剧增。国际烟草巨头纷纷开始研发电子卷烟产品。根据富国银行统计，2012 年全球的电子烟销售大约 2 亿支，销售收入接近 10 亿美元。
2013 年	根据罗瑞拉德烟草公司统计，仅 2013 年前三个月，全球就消费了约 6 亿支电子烟。
2014 年	美国市场容量从 2013 年的 10 亿美金增长到 25 亿美金

数据来源：麦克韦尔招股说明书，东吴证券研究所

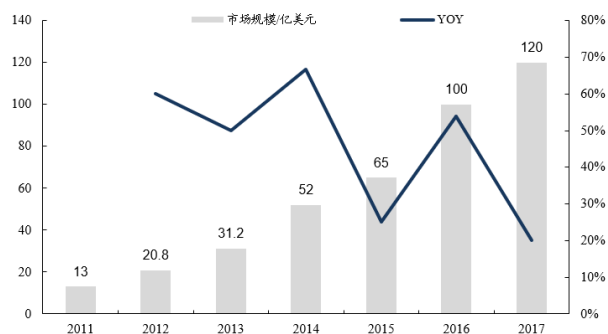
图 5：烟油式电子烟结构



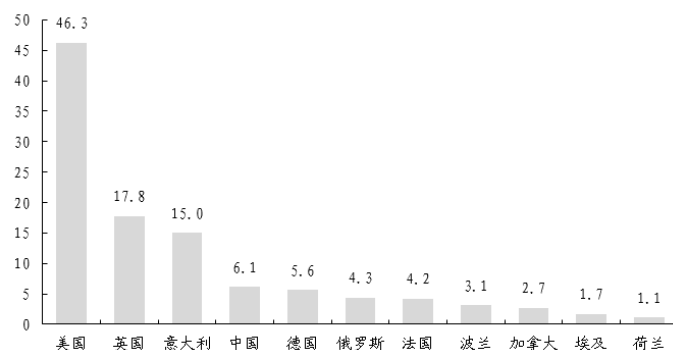
数据来源：产业信息网，东吴证券研究所

图 6：2011-2017 年全球电子烟市场规模（亿美元）

图 7：2017 年各国电子烟销售额（亿美元）



数据来源：观研天下，东吴证券研究所



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

从工作原理看，传统（烟油式）电子烟主要分为电子烟器具以及烟油两部分。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、尼古丁，模仿传统卷烟的口味。由于目前各种烟油的口味仍与传统卷烟相去甚远，因此其被烟民接受的程度及转化率都比较低。

表 6：当前主要烟油品牌

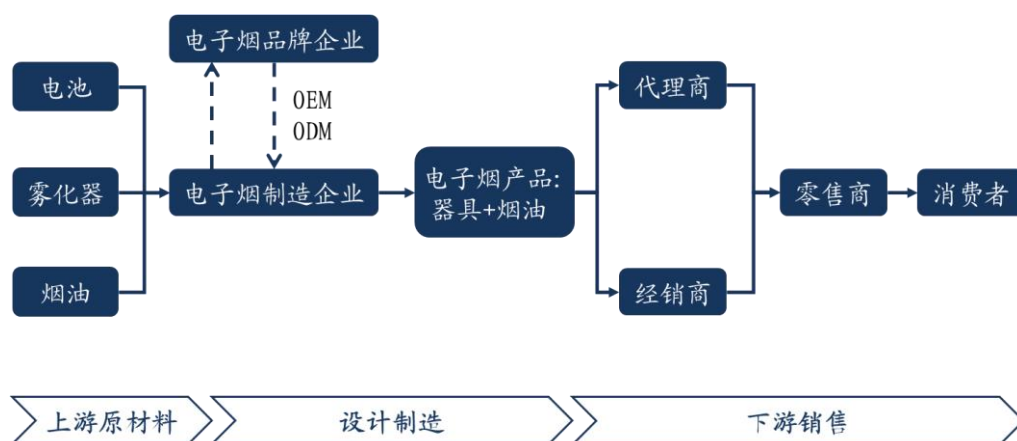
	品牌名称	产地	上架时间	系列	主打风味	主要浓度
国内	克菜鹏	深圳(烟油进口)	2016	超级英雄系列、水果系列	水果类、食品饮料类	3/6mg
	YUNTWO	深圳(烟油进口)	2015-2016	黑骑士等	仿真烟草类、食品饮料类等	0/3/6mg
	梵活	深圳、美国	2009	-	水果类等	-
	GR 吉尔	江苏(烟油与美国VMR合作进口)	2017	铂金系列、自然系列	仿真烟草类、食品饮料类	12mg
海外	13TH FLOOR ELEVAPORS	美国	-	姜戈、积云等	食品饮料类	3/6/12mg
	HALO	美国	2009	翠贝卡、15任	食品饮料类	3/12mg等
	MoMo	英国	-	草莓牛奶、早安麦片等	食品饮料类	-
	VOODOO VAPE	马来西亚	-	Revenge、hatred等	水果类	6mg

数据来源：蒸汽巴士电子烟，电子烟之家，各产品官网等，东吴证券研究所整理

我国是最大的电子烟代工生产国。从产业链来看，全球电子烟的制造企业多以代工为主。据路透社统计，深圳以 ODM 模式为主为全球提供了 95%以上的电子烟产品，随着国内市场起步与品牌意识增强，部分电子烟企业的自有品牌也开始崛起。2009-2017 年我国电子烟行业产值从 30.5 亿增至 126.5 亿，CAGR 达 19.46%。

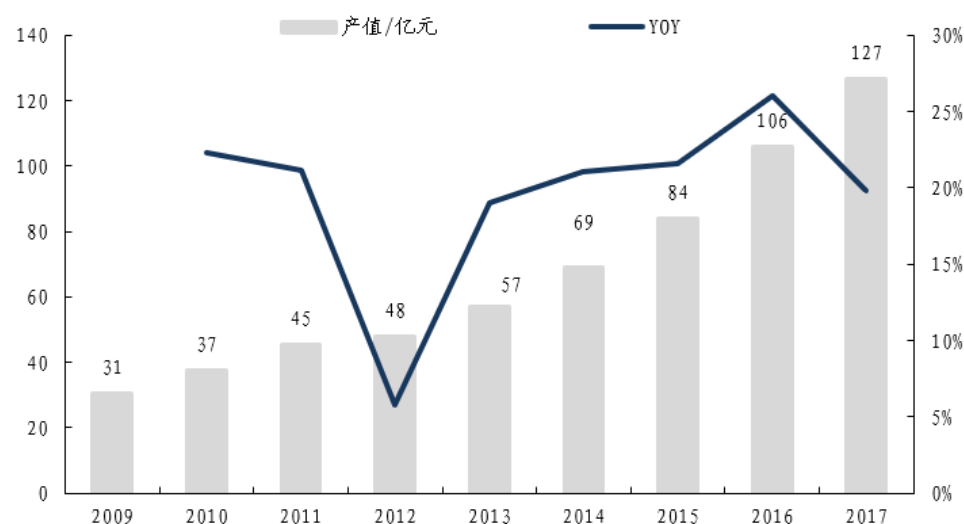
图 8：电子烟产业链





数据来源：产业信息网，东吴证券研究所

图 9：中国电子烟行业产值（亿元）



数据来源：博思数据，中商产业研究院，东吴证券研究所

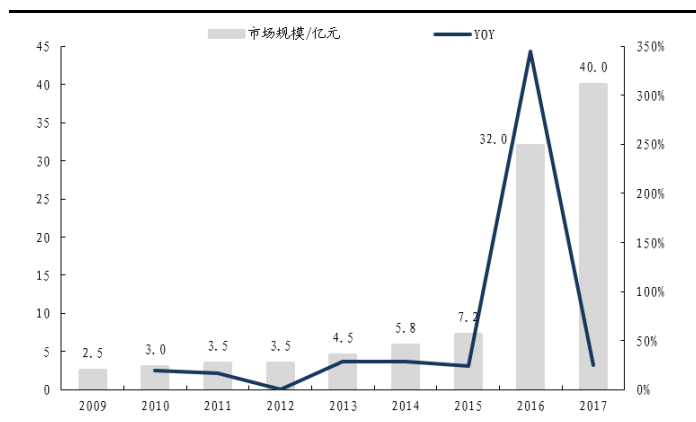
## 2.2. 受到监管干涉，消费需求趋缓

**国内监管空白，消费需求有待培育。**尽管我国是全球电子烟生产中心，但国内消费市场始终较低，主要原因包括：（1）长期以来，我国对电子烟缺乏明确的行业标准和监管政策；（2）电子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，市场导入和宣传效果不理想。2017 年我国传统的电子烟市场达到 40 亿人民币，渗透率不足 1%。

**国外监管趋严，整体增速放缓。**全球来看，各国政府对电子烟的监管思路大体有三种：一是将电子烟作为消费品监管，二是将其作为烟草类监管，三是将其作为医药类监管。目前大多数欧美国家，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。2016 年以来，国外主要国家对电子烟的生产在烟油成

分、新品发行、消费场所等多个方面颁布条例进行限制，导致 2017 年全球电子烟市场规模仅增长 20%，较 11-16 年 CAGR 50.4%有所放缓。

图 10：中国电子烟行业市场规模（亿元）



数据来源：博思数据，中商产业研究院，东吴证券研究所

图 11：电子烟不同监管思路监管强度对比

	消费品	烟草制品	药品
上市审批力度	弱	中等	强
产品成分管控	弱	中等	强
各项指标检测	弱	中等	强
制造、贸易、销售和宣传限定	弱	强	强
消费人群、场所和条件限定	弱	强	强
征税	弱	强	强

数据来源：观研天下，东吴证券研究所

表 7：2016 年以来全球电子烟管制政策

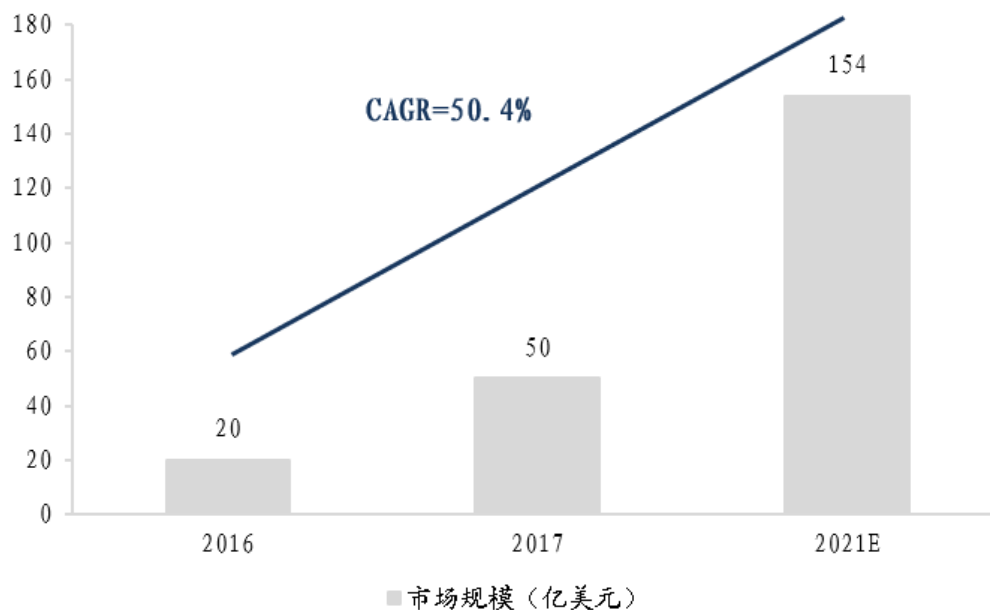
时间	国家或地区	政策
2016年5月	英国	实施电子烟新法，主要变化在于电子烟包装要求使用标准化全烟害警示包装（plain packaging），尼古丁含量降低。
2016年5月	欧盟	2016年5月20日，TPD（烟草产品指令）在全欧盟生效。要求厂家提前六个月向监管部门提交申请才能发布新产品（包括不同口味和尼古丁含量，总体来说比美国FDA宽松）。对烟油、尼古丁含量做出规定，且要有防漏装置。
2016年8月	美国	美国食品药品监督管理局（FDA）电子烟管理条例生效，正式将电子烟分类为烟草制品进行管制，遏制未成年人接触蒸汽类电子烟，厂商须要得到来自FDA的产品认证，每项申请的提交过程中需要花费至少一百万美元。
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点进行销售。

数据来源：中国报告网，观研天下，中国香烟网，东吴证券研究所整理

### 3. 加热不燃烧烟草：异军突起，替代性更胜一筹

口感接近真烟、减害匹敌电子烟，加热不燃烧烟草迅速崛起。区别于蒸汽电子烟中的烟油，加热不燃烧烟草使用的烟弹口味与使用感更接近传统烟草，而只加热不燃烧也大大减少有害物质的吸入，因此消费者更易接受和转换。根据欧睿国际预测，2017 年加热烟草制品销售额约 50 亿美元，同比增长约 150%，预计至 2021 年将达到 154 亿美元，接近电子烟销售额，占比新型烟草制品总销售额的 45%。我们认为与电子烟相比，加热不燃烧产品为消费者带来更强的满足感因而被接纳，市场天花板相对更高。

图 12：加热不燃烧烟草制品市场规模预测（单位：亿美元）



数据来源：欧睿国际，世界烟草发展报告，中国烟草资讯网，东吴证券研究所

国际爆款以 IQOS 为代表，国内新品整装待发。2017 年 IQOS 不含税销售额约为 36.4 亿美元，在全球加热不燃烧产品销售额中占比接近 70%；此外，英美烟草推出的 Glo（日本、韩国、俄罗斯、加拿大销售）、日本烟草推出的 Ploom Tech（日本国内销售）也迅速崛起。目前我国烟草产业已经对该领域加速布局，2017 年以来四川中烟、云南中烟、广东中烟陆续有加热不燃烧产品面市并出口至国外试点销售。

### 3.1. IQOS——国际加热不燃烧烟先驱

面市后销量增长远超预期，持续贡献业绩增量。菲莫国际最初于 2014 年将其加热不燃烧产品 IQOS 在日本和意大利试点销售，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。近年表现来看，IQOS 在 2015 年的烟弹销量仅 3.96 亿支，到 2017 年达到 362.26 亿支，增长近 100 倍；对应菲莫国际的 RRP 业务（基本为 IQOS 烟弹和烟具，含少量蒸汽电子烟）的收入也由 0.66 亿美元增长至 36.4 亿美元（其中 IQOS 烟具收入约 9 亿美元）。

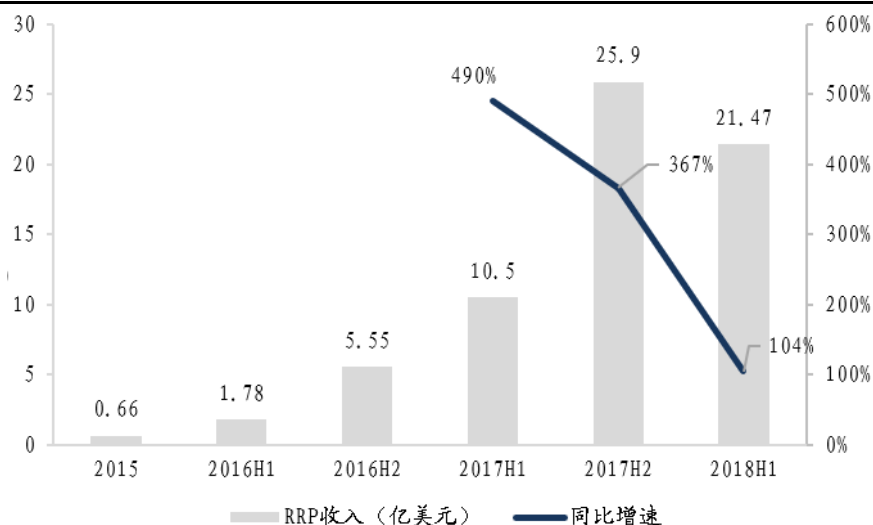
表 8：菲莫国际重点数据一览

亿美元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	763.46	773.93	800.29	801.06	739.08	749.53	780.98	395.26
YOY	-	1.37%	3.41%	0.10%	-7.74%	1.41%	4.20%	10.18%
营业收入(不含消费税)	310.97	313.77	312.17	297.67	267.94	266.85	287.48	146.22
YOY	-	0.90%	-0.51%	-4.64%	-9.99%	-0.41%	7.73%	12.64%
其中: 卷烟	310.97	313.77	312.17	297.67	267.28	261.1326	260.48	124.75
YOY	-	0.90%	-0.51%	-4.64%	-10.21%	-2.30%	-0.25%	4.56%
占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	99.75%	97.86%	90.61%	85.32%
销量(亿支)	9152.66	9270.36	8801.69	8559.54	8472.7	8129.46	7619.26	3550.01
单价(元/支)	0.034	0.034	0.035	0.035	0.032	0.032	0.034	0.035
减害烟草产品(剔除烟具)	-	-	-	-	0.66	5.72	27	21.47
YOY	-	-	-	-	-	766.27%	372.24%	104.48%
占比	-	-	-	-	0.25%	2.14%	9.39%	14.68%
销量(亿支)	-	-	-	-	3.96	73.94	362.26	205.53
单价(元/支)	-	-	-	-	0.167	0.077	0.075	0.104
毛利率	65.66%	66.94%	66.65%	64.94%	65.05%	64.81%	63.71%	63.35%
销售、管理及研发费用率	22.12%	22.24%	22.07%	23.52%	24.84%	24.00%	23.39%	25.31%
净利润	85.91	88.00	85.76	74.93	68.73	69.67	60.35	37.54
YOY	-	2.43%	-2.55%	-12.63%	-8.27%	1.37%	-13.38%	11.36%
净利率	27.63%	28.05%	27.47%	25.17%	25.65%	26.11%	20.99%	25.67%
总资产	354.88	376.70	381.68	351.87	339.56	368.51	429.68	407.21
净资产	17.63	-18.53	-62.74	-112.03	-114.76	-109	-102.3	-101.68
有息负债	185.45	228.39	276.78	294.55	284.8	290.67	343.39	316.65
应交税金	62.43	68.06	76.84	65.68	60.91	70.36	61.36	73.97
经营性现金流净额	105.29	94.21	101.35	77.39	78.65	80.77	89.12	53.73
投资性现金流净额	-10.32	-9.92	-26.8	-9.96	-7.08	-9.68	-30.14	-6.83
EPS	4.85	5.17	5.26	4.76	4.42	4.48	3.88	2.41
股息率	58.14%	62.67%	68.06%	81.51%	91.40%	91.96%	105.93%	91.70%
最低PE	8.39	10.74	12.64	12.97	14.80	17.26	21.90	-
最高PE	21.26	22.53	21.39	19.64	19.93	23.13	28.37	-

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

**产品迭代更新较快, 支撑销量增长动力。** IQOS 1 代于 2014 年上市, 2015 年 9 月更新至 IQOS 2 代, 随后 IQOS 3 代于 2017 年 3 月 3 日公布, 新产品的更迭周期约在 1.5 年, 推动烟民的更新消费扩容。2018 上半年, IQOS 的烟弹销量同增 90.6% 达 205.53 亿支; 对应菲莫国际 RRP 收入同增 104% 至 21.47 亿美元 (不含消费税), 对公司不含税收入的贡献已达 14.68%。

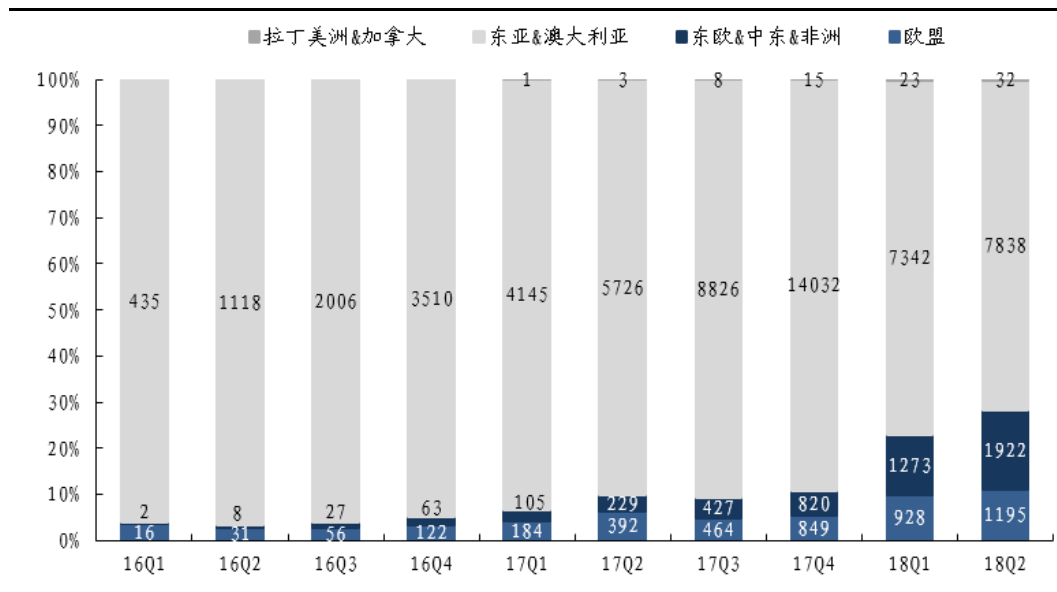
图 13: RRP (Reduced-Risk Products) 业务收入增长情况



数据来源: 菲莫国际季报, 东吴证券研究所

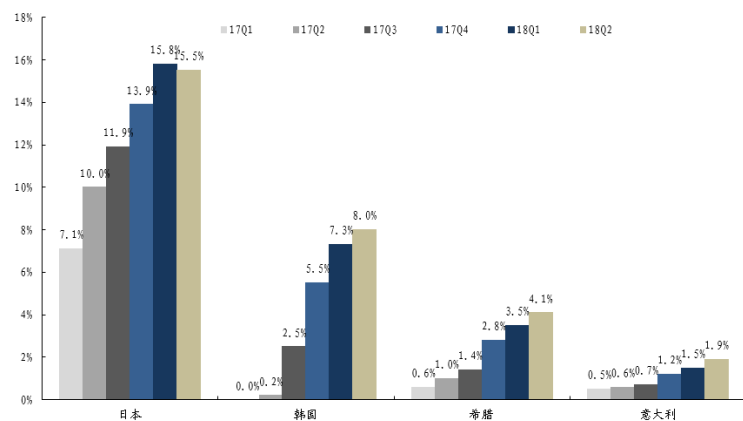
日本市场“一支独大”，年底有望切入美国。根据《2017 年世界烟草发展报告》，2017 年日本加热烟草制品销售额约 47 亿美元，占全球加热烟草制品总销售额约 90%，是烟草公司推广加热不燃烧烟草制品的战略高地。从 IQOS 烟弹的销量分布来看，公司同样以日本推广为主，2018 年上半年东亚&澳洲区的销量占比达到 71.5%。目前，IQOS 在日本的渗透率达到 15.5%、在韩国的渗透率达到 8%。2017 年 3 月公司向 FDA 递交产品申请（PMTA），预计将于今年年底进入美国市场。

图 14：16 年以来 IQOS 销量构成季度数据（百万支）



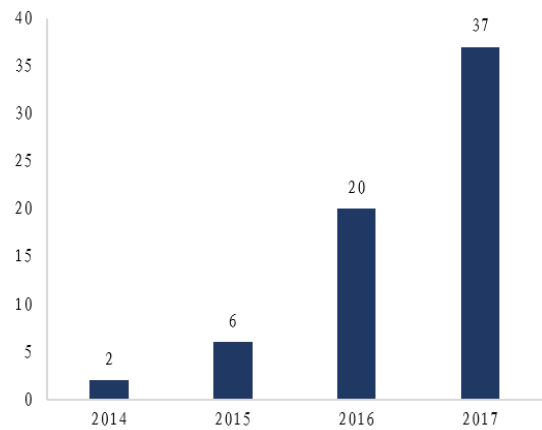
数据来源：菲莫国际季报，东吴证券研究所

图 15：17 年以来 IQOS 在各地区市场份额



数据来源：菲莫国际季报，东吴证券研究所

图 16：IQOS 销售的国家与地区数量（个）



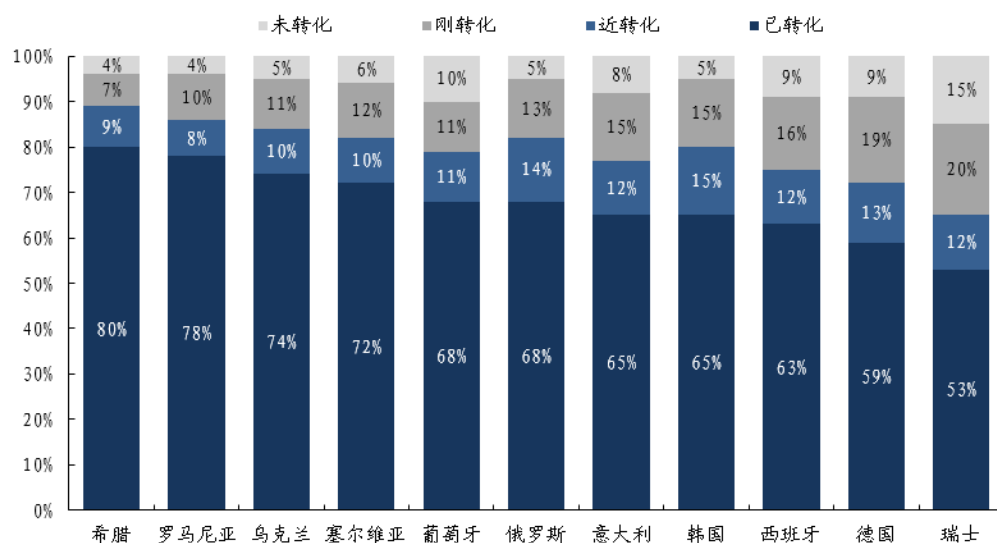
数据来源：菲莫国际官网，东吴证券研究所

产品替代性强，消费者转化率高。截至 2017 年底，IQOS 已在全球 37 个国家与地区销售，使用者达到 560 万人。根据 2018 年 5 月发布的《Investor Information》，从 2017 年 12 月的统计数据来看，全球约 68% 消费者在使用 IQOS 产品后完全转换为加热不燃烧烟产品消费者，且其中 82% 的消费者只使用 IQOS 产品，客户粘性极高。IQOS 的烟



弹产品 Heets 由烟叶经过特殊加工制成,烟弹口味类真烟是 IQOS 受到追捧的主因。IQOS 的烟弹只能配套相关烟具,具有很强的排他性。

图 17: 2017 年 12 月 IQOS 在各国转化率情况



注: 已转化/近转化/刚转化/未转化: 过去一周加热不燃烧电子烟消费占日常烟草消费比例 95%以上/70%-95%/5%-70%/5%以下。

数据来源: 菲莫国际《Investor Information》, 东吴证券研究所

**IQOS 维持高景气, 产业链有所受益。**菲莫国际公司主要负责生产烟弹, 而加热元器件和充电器生产则外包给供应商。受益于 IQOS 业务的迅速扩张, 2017 年 IQOS 的烟具实现 9 亿美元的销售收入, 其中两家一级供应商之一的 Venture 公司同期电子产品业务收入同增 50.34%; 其二级供应商盈趣科技 (向 Venture 出货) 15-17 年电子烟的精密塑胶部件收入分别为 0.99 亿、4.71 亿、14.81 亿, 实现大幅增长。

表 9: 盈趣科技、Venture 收入利润情况

		2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
盈趣科技 (百万元)	营业收入	351.84	640.95	980.45	1648.41	3267.20	664.60
	yoy	-	82.17%	52.97%	68.13%	98.20%	11.03%
	毛利率	32.00%	31.57%	33.29%	42.06%	48.94%	47.82%
	归母净利润	62.01	117.97	164.79	445.48	983.86	170.54
	yoy	-	90.25%	39.68%	170.33%	120.86%	-8.76%
	净利率	17.62%	18.41%	16.81%	27.02%	30.11%	25.66%
Venture (百万美元)	营业收入	2329.55	2465.46	2656.50	2874.22	4004.54	856.01
	yoy	-2.44%	5.83%	7.75%	8.20%	39.33%	1.54%
	毛利率	23.03%	23.19%	23.18%	24.42%	24.11%	26.58%
	归母净利润	131.13	76.00	153.99	180.68	372.82	83.67
	yoy	-6.10%	-42.05%	102.62%	17.33%	106.34%	72.18%
	净利率	5.63%	3.08%	5.80%	6.29%	9.31%	9.77%

数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 烟具空间广阔, 国内新品初露锋芒

**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 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。

表 10：我国将加热不燃烧烟纳入烟草专卖品

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”。

数据来源：国家烟草专卖局，求是日报，东吴证券研究所整理

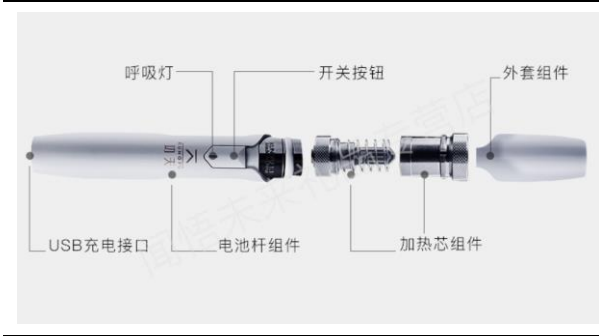
**中烟公司加大自主研发，新品已有面市。**我国近年加大加热不燃烧烟草领域的投入研发，部分新品已经面市。2017 年 12 月，四川中烟的“宽窄系列”登陆韩国，成为国内上市的首款加热不燃烧产品。该产品借鉴了 IQOS 烟杆的外形，烟弹插入后 5-8 秒即可开抽，且在烟弹“宽窄 子弹头”上则进行创新：（1）四段结构降低加热温度，减少有害气体释放；（2）搭建制丝专线，专为“宽窄”系列产品遴选优质原料；（3）就成立“贵妃荔枝香科研小组”重点研究调香技术；（4）首创旋转滤棒，消费者可以根据自己的喜好，自主旋转滤嘴改变烟气的浓淡。

图 18：宽窄·功夫烟具电商渠道销售情况



数据来源：京东，东吴证券研究所

图 19：宽窄·功夫烟具内部结构示意图



数据来源：京东，东吴证券研究所

在四川中烟的“宽窄”系列之后，云南中烟、广东中烟也陆续推出加热不燃烟草制品。2018 年 4 月 16 日，云南中烟与韩国 IF 烟草株式会社在昆明签署“MC”品牌低温加热不燃烧卷烟经销协议，标志云南中烟首批低温加热不燃烧卷烟试销产品正式进入韩国市场。广东中烟在经过近五年时间的技术储备和持续研发，也于 7 月在老挝上市了首套新型烟草制品 MU+、ING，成为行业内第三家推出加热不燃烧烟草制品的企业。

表 11：三家中烟公司加热不燃烧烟草制品对比

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	烟具制造企业	产品示意图
四川中烟	宽窄·子弹头 宽窄·功夫	2017.12	韩国	云南巴荪生物科技 技术有限公司	韩国YM国际科 技有限公司	吉盛科技	
云南中烟	MC	2018.4	韩国	自主研发	韩国IF烟草株 式会社	-	
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	-	

数据来源：国家烟草专卖局，烟草在线，IQOS 资讯，各中烟公司官网，东吴证券研究所整理

烟具市场较为广阔，烟标龙头多有布局。依照 IQOS 的发展模式，未来中烟公司与烟标企业的合作最有可能以烟具为突破，且烟标龙头依赖于上游产业链地位有望成为综合的供应链整合商。假设我国总人口年增速 0.5%、吸烟率每年下滑 0.2pct，烟具价格 600 元（IQOS 烟具均价 110 美元），根据我们的测算 2021 年我国的烟具市场规模有望达到 278 亿元。传统烟标龙头如劲嘉股份、集友股份、东风股份等均已通过外延并购或设立合资公司等方式布局新型烟草领域，在该赛道有望领跑。

表 12：我国电子烟具市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总人口（亿）	13.75	13.83	13.90	13.97	14.04	14.11	14.18
YOY	-	0.59%	0.53%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
吸烟率	23.0%	22.8%	22.6%	22.4%	22.2%	22.0%	21.8%
吸烟人数（亿）	3.16	3.15	3.14	3.13	3.12	3.10	3.09
电子烟渗透率	0.30%	0.60%	1%	3%	5%	10%	15%
烟具价格（元）	600	600	600	600	600	600	600
烟具更换频率（次/年）	1	1	1	1	1	1	1
市场规模测算	5.7	11.3	18.8	56.3	93.5	186.3	278.2

数据来源：Wind，中国报告网，《2015 中国成人烟草调查报告》，东吴证券研究所

表 13：烟标龙头开展新型烟草业务情况

时间	涉及企业	主要内容
2017.11	集友股份、安徽中烟	集友股份与安徽中烟签署《关于共建“新型烟草制品及卷烟配套材料联合工程中心”的框架协议》，将成立联合工程中心，以市场需求为导向，推动新型烟草制品及卷烟配套材料等相关产业发展。
2014.2	合元科技、劲嘉股份	劲嘉股份与深圳市合元科技有限公司（下称“合元科技”）签署了合作协议，拟共同出资1亿元设立合资公司劲嘉科技，主要从事电子烟的研发、生产与销售。
2013.9	东风股份、上海绿新	东风股份、上海绿新均发布公告称，两家公司和自然人龙功运将共同出资1亿元成立上海乐新电子科技有限公司。上海乐新主要从事便携式功能性雾化器、雾化器、电子烟器具等的相关业务。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 推荐标的：看好劲嘉股份多点业务开花

**新型烟草持续铺垫，两款电子烟先后面世。**劲嘉股份的新型烟草业务前期布局深厚。此前于 2014 年与合元科技合资成立电子烟公司，并与和而泰签署关于智能电子烟业务的发展框架，截至 17 年末已获得电子烟相关专利共 47 项。公司的两款产品已经先后面试，2015 年推出“君品”和“探索者”两款低温加热不燃烧实体产品，2018 年又推出“蒸汽生活”首创共享电子烟。

表 14：劲嘉股份电子烟专利数量

	2014	2015	2016	2017
电子烟专利数	2	28	6	11
专利总数	40	135	174	95
占比	5%	21%	3%	12%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 20：劲嘉科技“探索者”加热不燃烧电子烟



数据来源：京东，东吴证券研究所

图 21：劲嘉科技“蒸汽生活”烟油式电子烟



数据来源：京东，东吴证券研究所

**烟标主业结构升级，酒包开拓开启增长潜力。**受益于卷烟行业持续复苏（2018 年 1-6 月产量同增 4.52%）及消费升级（中高档一二类卷烟消费占比提升显著），公司传统烟标业务稳健增长、产品结构持续优化。公司立足“大包装”战略，大力发展精品彩盒业务，通过参股申仁包装与茅台开启战略合作，为酒包业务放量铺垫。此前劲嘉股份发布半年度业绩快报，上半年收入略超预期（同增 13.14%至 16.09 亿元）；归母净利润 3.79 亿元（+25.06%），传统烟标业务和彩盒业务均有靓丽表现。我们认为精品酒包装及新型烟草业务未来或将贡献业绩增量，长期看好予以重点推荐，维持“增持”评级！

表 15：劲嘉股份重点数据一览

(人民币)	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
营业收入/百万	2136.51	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	813.62
YOY	-0.73%	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	8.08%
其中：烟标	1869.84	2002.63	2390.94	2400.49	2375.02	-
YOY	-3.13%	7.10%	19.39%	0.40%	-1.06%	-
占比	87.52%	86.20%	87.90%	86.44%	80.64%	-
毛利率	41.10%	42.31%	45.16%	40.82%	44.93%	-
其中：镭射包装材料	256.29	458.13	497.68	468.54	581.58	-
YOY	8.22%	78.76%	8.63%	-5.86%	24.13%	-
占比	12.00%	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	-
毛利率	19.74%	17.13%	22.82%	25.20%	23.08%	-
其中：彩盒	87.01	75.59	140.34	187.26	267.13	-
YOY	35.97%	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	-
占比	4.07%	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	-
毛利率	9.17%	6.90%	10.88%	-	-	-
毛利率	39.91%	41.47%	45.91%	41.33%	44.11%	47.14%
销售费用率	3.18%	2.77%	3.05%	3.15%	3.57%	3.32%
管理费用率	12.41%	13.16%	12.90%	14.63%	13.27%	11.97%
财务费用率	1.80%	1.13%	-0.05%	0.21%	0.34%	-1.07%
归母净利润/百万	476.77	578.30	720.73	570.72	574.41	212.69
YOY	10.17%	21.30%	24.63%	-20.81%	0.65%	21.09%
归母净利率	22.32%	24.89%	26.50%	20.55%	19.50%	26.14%
ROE	18.20%	18.15%	19.02%	13.30%	11.63%	3.24%
有息负债/百万	780.00	176.25	54.90	295.87	10.00	10.00
资产负债率	31.97%	23.74%	18.51%	27.98%	17.64%	17.18%
应收款项/百万	643.08	648.98	841.28	927.15	788.92	867.67
经营性现金流量净额/百万	498.00	717.42	799.62	918.19	819.83	205.81
投资性现金流量净额/百万	-456.87	-60.61	-444.01	-514.94	-1300.34	-216.25
资本性支出/百万	216.46	180.74	256.62	361.49	367.62	75.90

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

行业监管趋严，产品研发失败，业务拓展不及预期



## 免责声明

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>

