

2018 年 08 月 27 日

其他轻工

## 电子烟：挡不住的趋势！

■ **电子烟产业迅速发展：**电子烟通过香精等模拟吸烟口感，满足烟民对尼古丁的摄入需求，可作为传统香烟的替代品。电子烟目前主要分为一次性电子烟、蒸汽式电子烟、加热不燃烧式电子烟等。世界烟草发展报告估算，17 年电子烟消费者达到 3500 万人，电子烟销售额约 120 亿美元，较 2010 年增长 13 倍，年复合增速约 45%。电子烟快速增长的核心在于其降焦减害，同时烟草公司大力推进不断改进产品、Vape 文化在年轻群体中成为流行也助推电子烟的发展。

■ **烟草巨头纷纷布局电子烟：**菲莫、英美、日本、帝国等全球四大烟草巨头均将战略重心转移到减害制品领域。菲莫国际将经营目标确定为“规划设计一个无烟的未来”，资源向无烟产品转移，推动监管政策支持无烟替代品，IQOS 风靡市场，引领低温不燃烧产品风潮；英美烟草也确立了“下一代产品”战略，投入超过 25 亿美元打造新型产品矩阵；日本烟草加快海外投资，并建设了国际化的电子烟生产基地；帝国烟草设立子公司负责电子烟业务。

■ **加热不燃烧电子烟渐成主流：**加热不燃烧电子烟口感与真烟更为接近，接受度更高。2017 年加热不燃烧烟草制品销售额约 50 亿美元，较 16 年增长 138%，快速推动电子烟行业发展。菲莫国际的 IQOS 是加热不燃烧电子烟代表性产品，17 年末，日本 IQOS 烟弹销量达到 235 亿支左右，占日本卷烟销量比例达到 13.9%。2017 年 IQOS 烟弹出货量 362.3 亿支，占菲莫国际整体卷烟出货量的 4.5%。另外，英美烟草的 GLO、日本烟草的 Ploom Tech 还有韩国的 LIL 等也陆续面世。

■ **中国：潜在的电子烟大市场：**我国是世界第一烟草大国，据卫生部统计，拥有约 3.5 亿烟民，占全球烟民数近 30%；2017 年国内卷烟产量/销量 4738 万大箱，约占全球 40%。我国是电子烟的发源地，也是全球主要生产基地，全球 90% 以上的电子烟产自中国。由于烟草专卖制度等政策性因素，国内电子烟普及率不高，消费者约 150-200 万，主要通过线上及海外代购等方式购买。但考虑到国内烟民基数，中国电子烟长期发展前景乐观，具备成为全球最大电子烟的潜力。

■ **政策监管，博弈中前行：**目前各国对电子烟的监管政策相差较大，大多遵循三类思路：消费品监管、烟草监管及药品监管。美国 2016 年正式将电子烟分类为烟草制品进行管制，需要经过 PMTA 审批才能上市；日本则将蒸汽式电子烟作为药品禁止自由流通，而加热不燃烧电子烟作为烟草可以上市销售；中国市场对电子烟未有明确定位，仍需等待政策明朗化。

■ **重点关注公司：**国内与电子烟产业相关上市公司主要包括二类：一是国内烟草公司的供应商，如烟草包装企业-劲嘉/东风/集友；以及香精香料类公司-华宝国际（港股），利用传统业务与烟草公司之间稳定的合作关系，通过与烟草公司合作/合资等方式切入电子烟业务；二是海外电子烟品牌的代工类企业，如盈趣科技/麦克维尔（新三板）。电子烟板块我们首推劲嘉股份，建议关注华宝国际/东风/集友/盈趣等公司。

■ **风险提示：**监管政策推进不及预期、技术突破不及预期

## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A

首次评级

首选股票

目标价 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.47	8.73	13.35
绝对收益	1.91	-4.14	0.96

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001  
zhouwb@essence.com.cn  
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002  
leihh@essence.com.cn  
021-35082719

骆恺骐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040002  
luokq@essence.com.cn

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 电子烟：快速发展的新型产业</b>	<b>5</b>
1.1. 电子烟产业链	5
1.2. 电子烟产业发展历程	7
1.3. 快速增长的电子烟市场	8
1.4. 加热不燃烧产品成为新热点	11
<b>2. 巨头的游戏：烟草企业的电子烟布局</b>	<b>14</b>
2.1. 菲莫国际	16
2.2. 英美烟草	17
2.3. 日本烟草	19
<b>3. 中国市场：潜在的电子烟最大市场</b>	<b>20</b>
3.1. 中国是全球最大的烟草市场	20
3.2. 国内电子烟市场：潜在的风口	20
<b>4. 监管政策：博弈中前行</b>	<b>22</b>
<b>5. 重点公司</b>	<b>24</b>
5.1. 推荐公司-劲嘉股份	24
5.2. 关注公司-华宝国际	26
5.3. 关注公司-东风股份	27
5.4. 关注公司-集友股份	28
5.5. 关注公司-盈趣科技	28

## 图表目录

图 1：电子烟构造	5
图 2：电子烟产业链	6
图 3：电子烟发展历程	8
图 4：电子烟行业市场规模	8
图 5：吸烟人口占比大幅下降	9
图 6：全球各地区吸烟人口变化	9
图 7：美国学生中电子烟渗透率	9
图 8：2016 年全球电子烟销售结构	9
图 9：四大电子烟品牌市占情况（16 年）	9
图 10：JUUL 电子烟	10
图 11：2016 年全球电子烟销售结构	10
图 12：美国电子烟销售渠道	10
图 13：日本传统香烟销量下滑	11
图 14：传统香烟增值税收情况	11
图 15：香烟加热有害物质成分	11
图 16：加热不燃烧式电子烟规模增长及预测	11
图 17：IQOS 结构	12
图 18：“IQOS”Google 搜索热度变化	12
图 19：日本 IQOS 市场份额	12
图 20：菲莫国际烟弹累计出货量（单位：百万支）	12
图 21：全球烟草行业市场份额结构（不包括中国市场）	14
图 22：四大烟草公司电子烟产品	15

图 23: 菲莫国际营收情况.....	16
图 24: 菲莫国际净利润情况.....	16
图 25: 菲莫国际 RRP 产品累计营收 (单位: 百万美元) .....	16
图 26: 菲莫国际股价走势.....	16
图 27: 菲莫国际电子烟产品.....	17
图 28: 英美烟草营收情况.....	17
图 29: 英美烟草净利润情况.....	17
图 30: 英美烟草股价走势.....	18
图 31: 英美烟草电子烟品牌.....	18
图 32: 日本烟草营收情况.....	19
图 33: 日本烟草净利润情况.....	19
图 34: 英美烟草股价走势.....	19
图 35: 我国卷烟销量.....	20
图 36: 我国卷烟产量.....	20
图 37: 我国烟草行业利税总额.....	20
图 38: 我国烟草行业纳税占比.....	20
图 39: 中国电子烟市场规模.....	21
图 40: 中国电子烟销售渠道.....	21
图 41: TOP10 加热不燃烧型电子烟专利申请机构.....	22
图 42: 加热不燃烧型电子烟专利申请数量.....	22
图 43: 川烟宽窄功夫电子烟.....	22
图 44: 美国电子烟行业市场规模.....	23
图 45: 美国电子烟广告投入.....	23
图 46: 劲嘉股份营收情况.....	24
图 47: 劲嘉股份净利润情况.....	24
图 48: 劲嘉股份收入结构 (18H1) .....	25
图 49: 劲嘉股份上市的电子烟.....	25
图 50: 华宝国际营收情况.....	26
图 51: 华宝国际净利润情况.....	26
图 52: 华宝国际业务结构.....	26
图 53: SPV 提神筒电子烟.....	27
图 54: V2 PRO 电子烟 .....	27
图 55: 东风股份营收情况.....	27
图 56: 东风股份净利润情况.....	27
图 57: 集友股份营收情况.....	28
图 58: 集友股份净利润情况.....	28
图 59: 盈趣科技营收情况.....	29
图 60: 盈趣科技净利润情况.....	29
图 61: 盈趣科技产品结构.....	29
图 62: 盈趣科技电子烟产品部件.....	29
表 1: 传统烟草与电子烟的差异.....	6
表 2: 上游原材料代表企业.....	7
表 3: IQOS 设备部分成本构成.....	13
表 4: 各大型烟草企业加热不燃烧产品.....	13

表 5：美国监管电子烟各环节.....	23
表 6：美国监管电子烟各环节.....	24
表 7：主要市场的电子烟监管思路.....	24

## 引言：

1、18年7月，美国电子烟公司 Juul 获得老虎基金旗下 Tiger Global Management 公司 6.5 亿美元投资，估值超过 150 亿美元（折合人民币千亿元），成功晋级超级独角兽。

2、14 年，菲莫国际加热不燃烧产品 IQOS 上市；16 年以来，随着 IQOS 在全球各大市场铺开，在全球掀起新一轮电子烟热潮。17 年 IQOS 烟弹出货量达到 362.3 亿支，公司低温不燃烧产品销售额达到 36 亿美元，占公司销售总收入 12.5%，成为菲莫国际业绩增长的重要驱动力。

电子烟产业于 13-14 年曾经风靡一时，但由于监管政策、产品自身问题，随后逐渐沉寂。近年来随着烟草巨头的加入，以及电子烟产品的更新换代与体验升级，电子烟进入新的发展阶段，行业也再次获得资本市场的关注。

电子烟行业发展的背后，是烟民对减害吸烟方式的迫切需求，也是电子烟产品使用体验不断升级背景下市场对产品认可度的大幅提高。烟草制品消费粘性高，行业空间巨大，诞生多个市值超千亿美元的国际烟草巨头，而电子烟代表着行业发展方向，长期前景值得期待。在我国，烟草行业是重要的纳税大户，年利税总额超万亿。地方烟草公司于 14 年陆续开始研发新型烟草，部分烟草公司已有产品面世，产业发展仍稳步推进。目前虽然国内政策暂未明朗，但全球电子烟趋势已成，海外市场加速迭代，将倒逼国内市场启动的进程，等待风口来临。

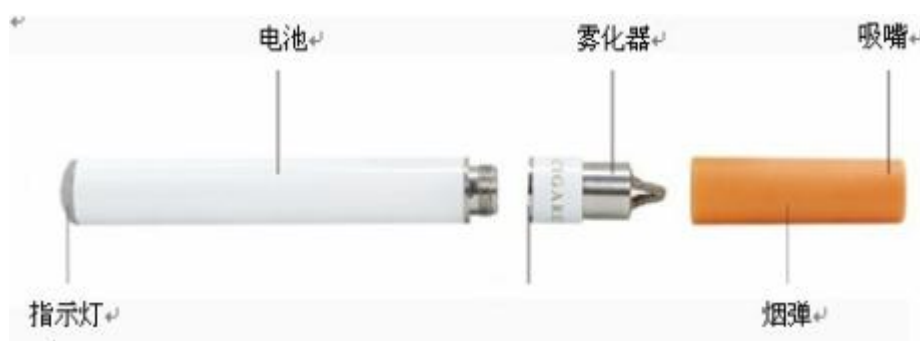
## 1. 电子烟：快速发展的新型产业

### 1.1. 电子烟产业链

电子烟是一种模拟传统香烟工作的电子设备，由雾化器、盛放尼古丁溶液的烟管、电池三部分组成。电子烟通过雾化器将烟管中含有尼古丁、丙二醇、甘油、香精等成分的烟油雾化，模拟吸烟时产生的烟雾，通过香精模拟吸烟口感，同时满足烟民对尼古丁的摄入需求，因此在一定程度上可作为传统香烟的替代品。

传统烟草在燃烧时产生烟焦油、重金属、一氧化碳等数百种有害物质，而电子烟蒸汽不含焦油等有害物质，对吸烟者危害相对较小；烟碱溶液经雾化后形成可以在空气中快速被稀释的汽溶胶，不产生二手烟，因此电子烟被认为是相对健康、环保的香烟替代品。

图 1：电子烟构造



资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

根据模拟原理，电子烟目前主要分为两种：第一种是加热液体产生供吸食者吸气的气溶胶，由吸食者吸入口腔从而达到吸烟的目的，其中的液体称为烟油，通常由尼古丁、丙二醇、甘油和调味剂制成，烟油还有多种类型，甚至不含尼古丁，这类电子烟被称为蒸汽式电子烟；第二种是采用加热烟草的形式产生可供吸食的烟雾，其本质是一种烟草产品，只是通过温度控制使得烟草能够产生烟雾而不达到燃烧的状态，被称为加热不燃烧式电子烟。

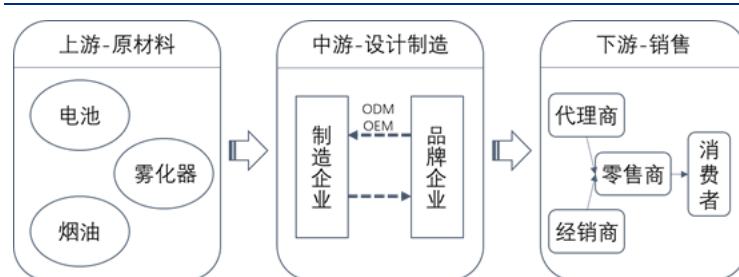
表 1：传统烟草与电子烟的差异

	传统香烟	电子烟			
		Cig-A-Like	蒸汽式电子烟 开放系统电子烟	封闭系统电子烟	加热不燃烧式电子烟
工作原理	烟草直接燃烧	加热烟油	加热烟油	加热烟油	加热特制烟草
使用次数	一次性	一次性/半一次性	可多次使用	需更换烟弹	需更换烟弹
便携性	便携	便携	体积大，不方便	便携	一般
烟雾/烟味	重	一般	重	一般	较轻
释放物	/		传统烟草的 8%		传统烟草的 5%
细胞毒性	/		传统烟草的 9%		传统烟草的 14%
尼古丁含量	高		由烟油决定		较低
焦油含量	高		无		较低
致癌物	高		不明		无
价格	价格不等，其价格中含 有较多税收	相较于传统卷烟价格 较高	雾化器和电池可重复 使用，总体费用较低	价格适中	价格较高

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

电子烟产业链包括上游原材料供应商、电子烟设计制造商、下游销售企业。上游原材料，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；中游设计制造包括专业电子烟制造企业与国际烟草巨头制造部门两类：国产自有品牌市场占比小，企业以为国外知名品牌 OEM/ODM 为主。菲莫国际、帝国烟草、英美烟草和日本烟草等世界著名烟草集团凭借强大的研发、生产及分销能力成为电子烟品牌主力军。欧美日益强劲的需求、国内制造业的发达使得电子烟产品呈现制造中心在中国、需求中心在欧美的全球产业链格局。

图 2：电子烟产业链



资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心



**表 2：上游原材料代表企业**

类型	简介	代表性企业
烟油生产	烟油属于电子烟的消耗品，既不属于电子烟设备的零部件，也不属于原材料。 烟油行业发展出相对独立的完整的产业链，包括上游香精香料、丙二醇等化工原料供应商，生产制造企业，下游贸易公司或经销商。	V2; Halo; 昌宁德康生物科技; 恒信科技; 梵活生物科学
芯片方案商	芯片是电子烟主机盒子中的核心控制原件，实现电子烟的功率调节、模式切换、温度控制、电源管理等功能。 芯片的好坏直接影响到电子烟产品体验的爆发性、稳定性、耐用性，甚至影响到雾化器口感。	EVOLVDNA; 亿海电子; VOCHIP; 讯和通; 瑞美义; 高健实业; 力合创新; 信驰达
电池、棉、丝及其他配件	行业中有专门的电子烟芯片厂商，提供芯片设计的全套解决方案。 电子烟中使用的电池主要为 18650 电池，市场上比较受消费者信赖的主要为 Sony、LG、SAMSUNG、松下（三洋）等传统品牌企业。在电子烟 DIY 组件中还有导油棉、发热丝等。这些配件生产企业一般非专门为电子烟生产。	亚威特科技有限; 深圳费思特科技; ADVKEN; VCC; 无印良品

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

## 1.2. 电子烟产业发展历程

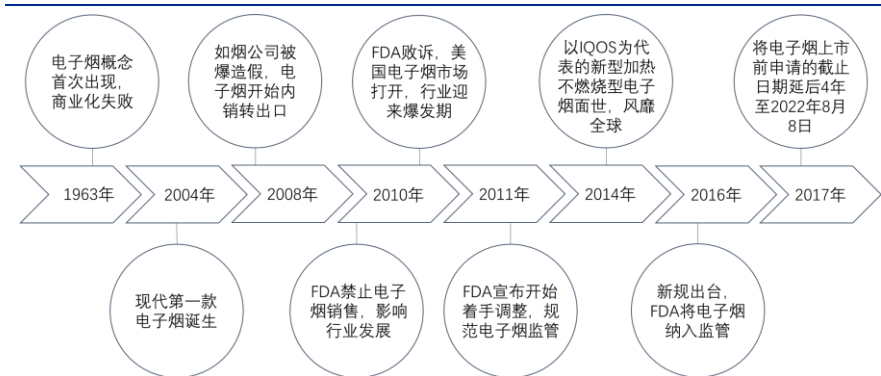
电子烟的发展源于烟草企业不断降低烟草有害性的尝试。早期，反烟、控烟运动的全球盛行使得各大烟草公司不断尝试降低烟草的有害性。各企业首先从控制焦油出发，经过半个多世纪降焦减害，全球卷烟焦油量已降到平均 10 毫克/支，而发达国家卷烟焦油量基本稳定在 6~8 毫克/支。随着降焦发展潜力的降低，电子烟成为推动行业减害发展的新方向。

电子烟的想法最早由美国人 Gilbert 于 1963 年提出，该“无烟、非烟草香烟”的专利设计通过加热液态尼古丁产生蒸汽模拟吸烟的感觉，随后数家公司均尝试生产电子烟，但均未获得市场认可。2004 年，我国药剂师韩力发明了现代意义上的首款电子烟，并通过北京如烟公司进行生产销售，2008 年销售额即达到了 2.78 亿元。

在美国，由于对健康的影响等不确定因素，监管部门对电子烟保持了一定的警惕，2008-2010 年，FDA 禁止了 Sottrea, Inc. 等制造商进口、销售电子烟，对于电子烟的发展造成了一定的影响。2010 年，美国上诉法院判定 FDA 针对电子烟销售的禁令败诉，至此美国电子烟市场打开，并迅速成长为全球第一大电子烟市场，传统烟草巨头也纷纷开始布局。

2014 年，菲莫国际研发出一款新型电子烟 IQOS，其采用加热烟草的形式产生可供吸食烟雾，通过温度控制使得烟草能够产生烟雾而不达到燃烧的状态，即加热不燃烧电子烟。加热不燃烧电子烟口感相较于蒸汽电子烟，更接近于传统烟草，更容易被烟民接受。IQOS 一上市，迅速打开市场，17 年销售额达 36.4 亿美元。众多巨头也纷纷布局加热不燃烧电子烟，GLO、PLOOM 相继面世。加热不燃烧电子烟的推出意味着电子烟的技术有了新的突破，推进了电子烟市场的发展。

图 3：电子烟发展历程

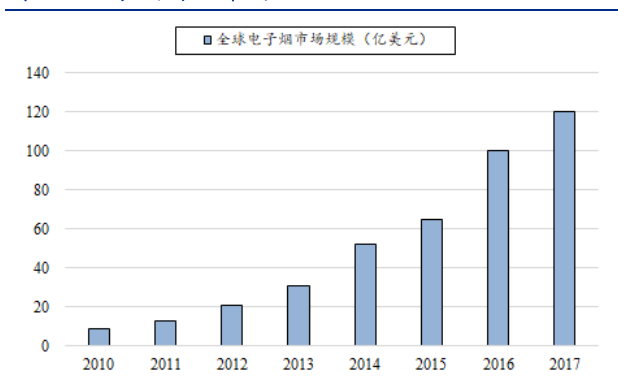


资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

### 1.3. 快速增长的电子烟市场

电子烟在 2004 年正式销售，发展至今仅 14 年。根据世界烟草发展报告估算，17 年电子烟消费者达到 3500 万人，电子烟销售额约 120 亿美元，较 2010 年增长 13 倍，年复合增速约 45%。17 年受各国监管逐步加强，市场增速有所下滑，预计未来随着监管的合理化、常态化，技术的不断突破，电子烟市场未来仍就具备较大发展潜力。

图 4：电子烟行业市场规模



资料来源：世界烟草发展报告、安信证券研究中心

**电子烟快速增长的核心在于其降焦减害：**大多数消费者一开始接触电子烟是以戒烟为目的，电子烟用户绝大部分亦由传统烟民转化而来。相较口香糖、处方药等其他戒烟方式，电子烟使用方式与及口感等与传统香烟相似，同时无二手烟产生，使用不影响他人，是吸烟者最容易接受的方式，因此也最受欢迎。

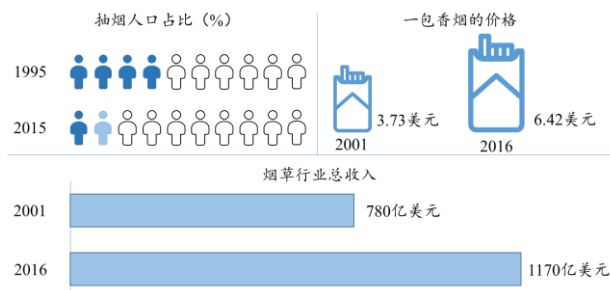
**烟草公司大力推进不断改进产品，转化率稳步提升：**近年来，全球吸烟人口呈下降趋势，WHO 统计 1990-2015 年 15 年间，全球吸烟率从 29.4% 下降到 15.3%。在美国，美国疾病预防控制中心（CDC）数据显示 14 年吸烟人口比例约 16.8%，较 95 年下降 25.6%，这一方面归功于政府控烟、禁烟方面宣传以及禁令，更多的在于随着人民生活水平、教育水平的不断提高，对于健康的追求越来越高。吸烟人口比例的下降对各大烟草公司的经营产生了不可逆的影响，烟草企业较通过继续增加销售量来提高业绩的难度加大，因此将危害较低电子烟作为未来重点发展方向。烟草巨头资金、技术优势明显，在持续的研发投入下，电子烟产品不断改良，口感体验等方面不断改进，让产品更受消费者的欢迎，转化率稳步提升。

**Vape 文化在年轻群体中成为流行：**电子烟具有烟雾大、可玩性高、口味多变，可按自己喜



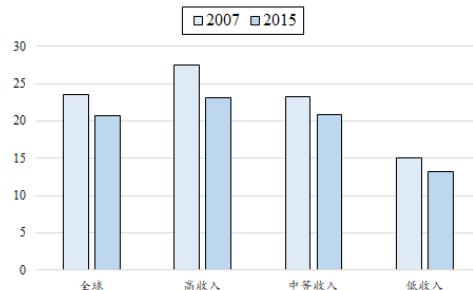
好添加香味、潮酷的特点，不少年轻人将之作为追求时尚、表达自我、彰显个性的方式，使得 Vape 文化在欧美许多地区的年轻人群体中成为时尚，颇受欢迎。CDC 数据显示，美国学生群体中使用电子烟的比例在 2011 年仅为 1.1%，而 2015 年则迅速提升至 11.4%。

图 5：吸烟人口占比大幅下降



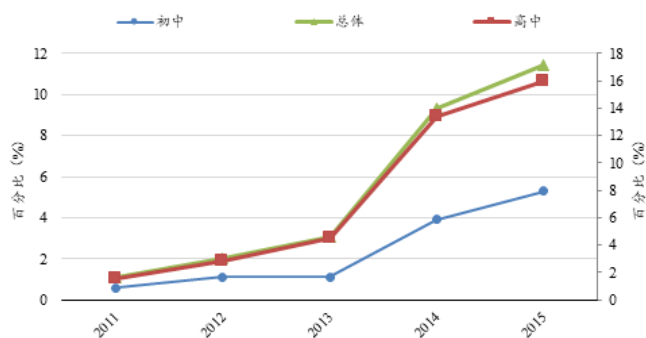
资料来源：TMA、安信证券研究中心

图 6：全球各地区吸烟人口变化



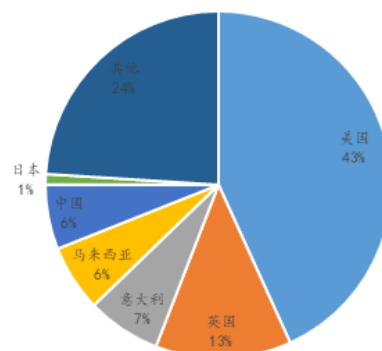
资料来源：WHO、安信证券研究中心

图 7：美国学生中电子烟渗透率



资料来源：CDC、安信证券研究中心

图 8：2016 年全球电子烟销售结构

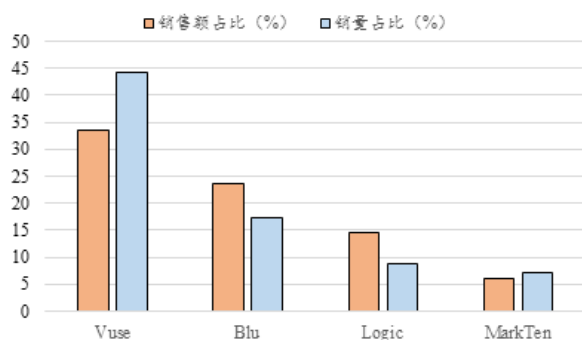


资料来源：世界烟草发展报告、安信证券研究中心

根据世界烟草发展报告数据，目前美国是电子烟主要消费国家，2016 年美国电子烟销售占全球电子烟销售比例达到 43.2%，其次是英国、意大利，中国电子烟消费占比为 6%。

**美国市场：**美国是电子烟销售第一大国，截至 2016 年底，美国约有 900 万烟民使用电子烟，占比大约为 13%，17 年电子烟销售规模约 50 亿美元，且仍在快速的增长中。美国电子烟市场较为集中，前四大品牌市占率达到 78%，分别为雷诺的 Vuse(33.6%)、帝国的 Blu(23.6%)、日烟的 Logic (14.5%)、菲莫美国的 MarkTen (5.9%)

图 9：四大电子烟品牌市占情况 (16 年)



资料来源：尼尔森、安信证券研究中心

2017 年以来随着 JUUL 的崛起，美国市场电子烟格局发生很大变化。2017 年底 JUUL 品牌在美国电子烟同类型产品市场份额达 47%，2018 年进一步上升至 70% 左右，预计 2018 年 JUUL 销售额将达到 15 亿美元。JUUL 超过美国市场长期处于领先地位的 Vuse 品牌，其在蒸汽烟类别的市场份额也超越菲莫国际美国公司万宝路品牌在传统卷烟类别的最高市场份额（46.2%）。18 年 7 月，JUUL 公司获得老虎基金旗下 Tiger Global Management 公司 6.5 亿美元投资，估值超过 150 亿美元（折合人民币千亿元），成功晋级超级独角兽。

JUUL 系统包括可充电的 JUUL 设备及 USB 充电器，形状类似加长版 U 盘，配套专业烟弹使用。一套 JUUL 设备售价人民币 350 元左右；一盒烟弹售价人民币 180 元左右，包含 4 个 0.7ml 尼古丁含量 5% 的烟弹，每个烟弹相当于 1 包传统香烟吸食量。

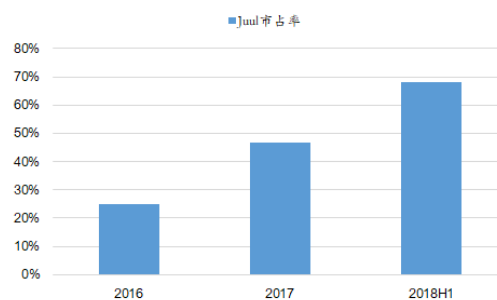
JUUL 与传统电子烟最大的不同在于通过开创性的尼古丁盐配方和匹配的汽化器系统实现对传统香烟吸食口感的高度仿真。烟油配方是公司的核心专利，JUUL 使用以液态尼古丁代替传统游离式烟碱，更好的还原传统香烟的体验感受，并添加有机酸使吸食口感更为顺滑。公司液体尼古丁以尼古丁盐作为核心原料，保留了烟叶中尼古丁的天然状态。同时，JUUL 的雾化器也采用易于使用的微型罐式蒸发器，力图为吸食者提供正确的尼古丁强度和蒸汽质量。

图 10：JUUL 电子烟



资料来源：Google 图片、安信证券研究中心

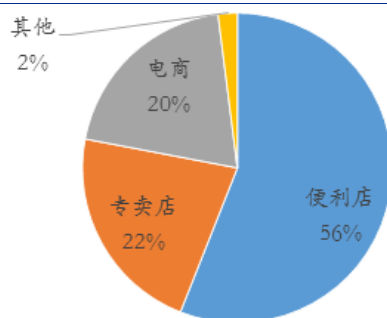
图 11：2016 年全球电子烟销售结构



资料来源：富国银行、安信证券研究中心

美国电子烟产品也形成了较为完善的销售渠道，主要包括三类：1）便利店、药店等传统零售渠道，占比约 56%，也是电子烟的主要销售渠道；2）零售专卖店。根据 Technavio 数据，美国拥有电子烟零售店 5000-6000 家，约 22% 的电子烟通过零售店渠道销售；3）电商，包括电商平台及独立的电子烟销售网站，销售占比约 20%。

图 12：美国电子烟销售渠道

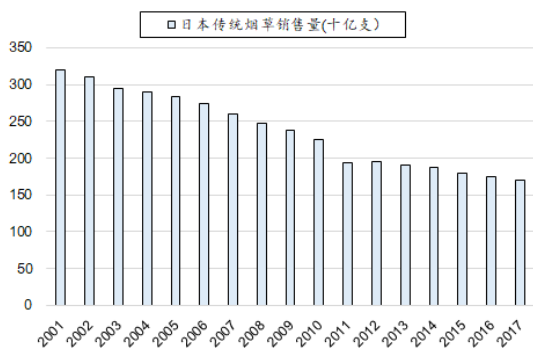


资料来源：富国银行、安信证券研究中心

**日本市场：**在日本，电子烟的销售表现也十分抢眼。日本传统烟草在控烟力度增大、烟草税、居民健康意识提升等多重因素的作用下持续萎缩。据日本香烟协会统计，2016 年日本传统卷烟销量 1680 亿支，是 1996 年的一半，17 年日本卷烟销量继续下滑约 10%。而作为烟草

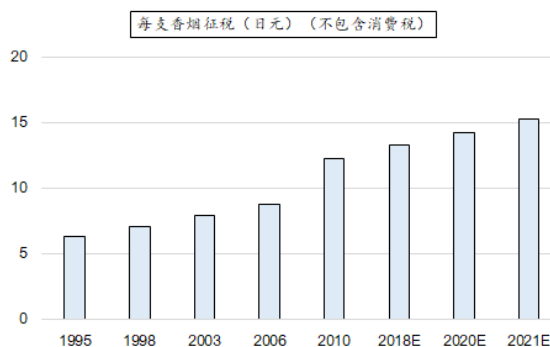
替代品的电子烟的需求却大增,已经成为烟草行业的重要组成部分。日本国家数据统计 2016 年日本电子烟的产值为 2500 亿日元,占当年日本卷烟市场的 6.6%,保持快速增长态势。目前,日本已经形成较为健全的电子烟销售渠道,主要通过便利店及自动售卖机销售,同时亚马逊等电商平台也有一定销量。

图 13: 日本传统香烟销量下滑



资料来源: 日本香烟协会、安信证券研究中心

图 14: 传统香烟增值税收情况

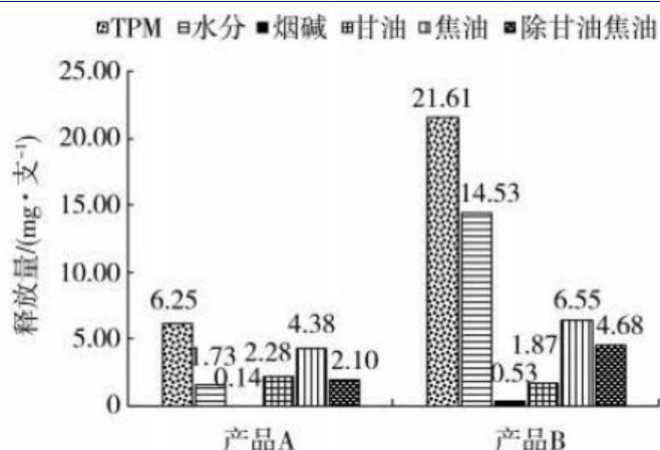


资料来源: 《日本经济新闻》、安信证券研究中心

#### 1.4. 加热不燃烧产品成为新热点

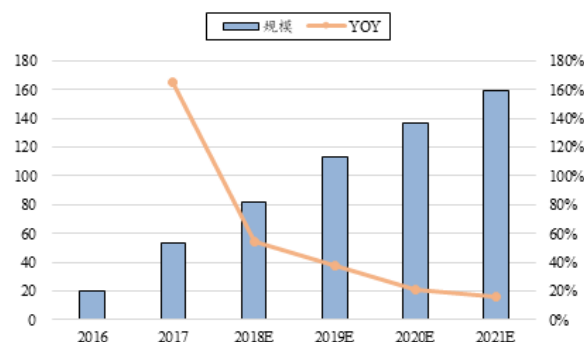
2014 年首款加热不燃烧电子烟的面世,为电子烟的发展开辟了一条新的道路。加热不燃烧产品通常与传统烟草或特质烟草产品一起使用,通过专门的加热棒烘烤加热烟草产生烟雾,让烟民获得吸烟的感觉。与蒸汽式电子烟雾化液体及传统香烟燃烧固体烟草的原理不同,加热不燃烧产品的工作方式是将固体烟草加热到 350 度以下的低温,但可达到一个会雾化的程度。据研究,这种方式可减少 90%以上吸烟产生的有害物质,同时大大减少二手烟的产生,不会对室内环境造成较大影响。相较传统蒸汽式电子烟,由于使用者吸食的还是烟草或烟草制品,口感与真烟也更为接近,接受度更高。2017 年加热不燃烧烟草制品销售额约 50 亿美元,较 16 年增长 138%。

图 15: 两种产品加热有害物质成分



资料来源: 《烟草科技》、安信证券研究中心

图 16: 加热不燃烧式电子烟规模增长及预测



资料来源: 欧睿、安信证券研究中心

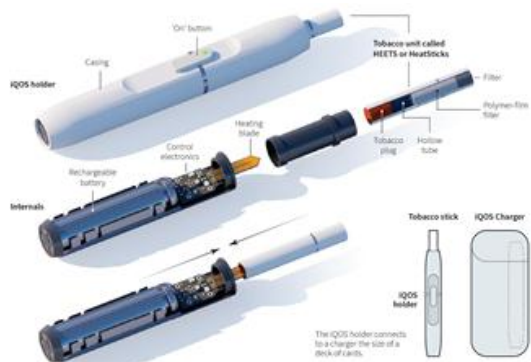
加热不燃烧产品中最具代表性的产品是菲莫国际旗下产品 IQOS。IQOS 主要由两部分组成,专用烟弹、加热棒和为加热棒充电的充电盒。使用时将烟弹插入加热棒中,无须点火,吸完一支烟后,将加热棒放回充电盒进行 6 分钟充电才可再次使用。

- **烟弹:** 特制烟草制品,由烟丝(特制的含有烟草成分的“浸过烟液的纸”)及两层过滤

棉及通气导管组成，并添加菲莫国际特制的烟用香精香料，最大限度还原传统烟草的体验。

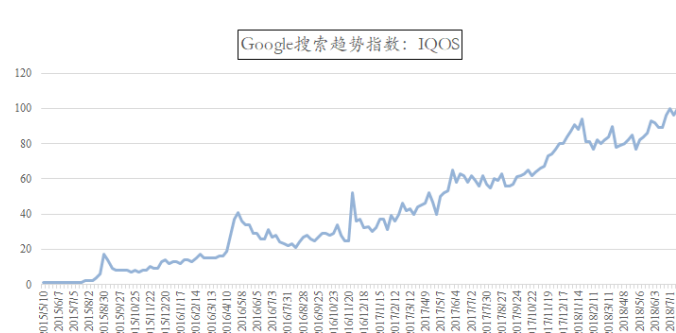
- **加热棒**：由电池、控温芯片和加热板组成，其核心优势在于其恒温控制技术可保持稳定于 350℃ 左右的“低温”，这是保证良好吸食体验的关键。

图 17: IQOS 结构



资料来源：TechInsights Inc、安信证券研究中心

图 18: “IQOS” Google 搜索热度变化



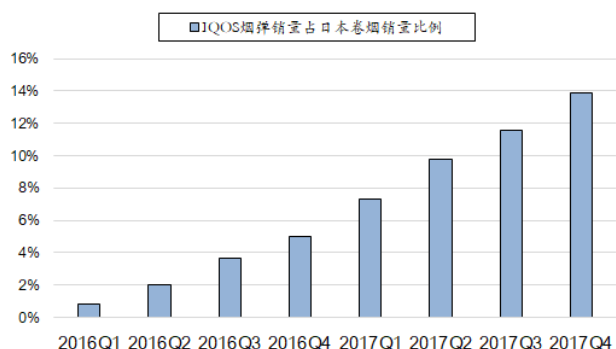
资料来源：Google Trends、安信证券研究中心

IQOS 产品主打口感接近真烟及减害 90% 两大特色，2014 年推出，在日本以及意大利市场试点，凭借优秀的产品体验及先发优势迅速在多个市场获得成功。在韩国，IQOS 于 17 年上市，年底市占率即达 5.5%；在希腊、意大利、葡萄牙、罗马尼亚、瑞士等均有上佳表现。截止 17 年底，IQOS 已推广至全球 38 个国家及地区。

在日本市场，IQOS 的市场表现尤为突出。16 年 IQOS 在日本率先实现全国覆盖，快速受到消费者的欢迎，17 年末，日本 IQOS 烟弹销量达到 235 亿支左右，占日本卷烟销量比例达到 13.9%。在日本市场的成功，一方面得益于日本严厉的控烟政策，对烟民吸烟限制较多，IQOS 成为很好的替代选择；另一方面，日本对传统电子烟有一定禁售措施，也大大减小了电子烟对 IQOS 的竞争。

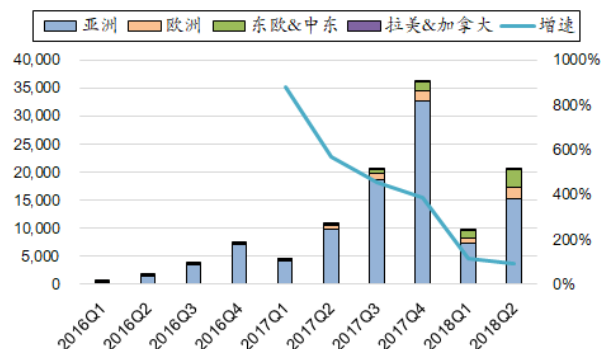
凭借 IQOS 的成功，2017 年菲莫国际烟弹出货量 362.3 亿支，同比增长近 390%，烟弹出货量占公司整体卷烟出货量的 4.5%。目前亚洲是 IQOS 最大销售市场，占公司加热不燃烧产品销售 90% 左右。

图 19: 日本 IQOS 市场份额



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 20: 菲莫国际烟弹累计出货量（单位：百万支）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

IQOS 的烟弹与加热棒（含充电盒等的电子设备部分）分开售卖，其中加热棒售价 109.9 美元（合人民币 750 元），日本市场售价 9800 日元左右（合人民币 580 元），其成本约 22.48 美元，毛利率在 70%-80% 之间。

对于烟民来说，IQOS 加热棒使用年限通常在 1-2 年左右；烟弹目前主要有 3 种品牌，分别是 HEETS、百乐门和万宝路，价格大约在 2-3 美元/包（合人民币 20-30 元，内含香烟 20 支左右），与同品牌传统烟草价格相当。

表 3: IQOS 设备部分成本构成

IQOS 构成		成本(美元)	占比	备注
组成部分	细分			
电子部分	集成电路	2.98	15%	其中集成电路为核心元件，共 16 个，由德州仪器供应其中的 13 个，成本占电子部分比例超过 97%
	模块化和奇数形式组件	1.6	8%	
	小型有源元件	1.08	6%	
	被动元件	0.72	4%	
	连接器组件	0.28	1%	
	基板	0.42	2%	
	插入部分	1.11	6%	
	卡测试	0.21	1%	
	总计	8.4	44%	
非电子部分	加热棒 主体	1.71	9%	盈趣科技为其二级供应商（主供应商为 Venture），主要供应精密塑胶部件--加热棒和充电盒外壳
	加热棒 杂项	0.98	5%	
	充电盒 主体	3.37	17%	
	充电盒 杂项	1.1	6%	
	总计	7.16	37%	
电池部分	电芯	1.39	7%	电池仓生产由松下完成
	电子部分	0.32	2%	
	非电子部分	0.29	2%	
	组装	0.16	1%	
	测试	0.05	0%	
	毛利	0.95	5%	
	合计	3.16	16%	
最终组装及测试	组装	0.35	2%	在马来西亚完成
	测试	0.2	1%	
	总计	0.55	3%	
IQOS 主体制造总成本		19.27	100%	
包装成本		3.21		包括充电器、清洁套装及外包装等
合计总成本		22.48		

资料来源：TechInsight、安信证券研究中心

随着 IQOS 的成功，各大烟草巨头纷纷推出自主品牌的加热不燃烧产品，主要包括：英美烟草的 GLO、日烟的 Ploom Tech 还有韩国的 LIL 等。目前加热不燃烧型电子烟仅刚刚在市场推出，其技术含量较高，产品数量较小，且均为大烟草公司研制。随着技术成熟化，相信将会有越来越多的加热不燃烧电子烟面世，推动整个电子烟市场的发展。

表 4: 各大型烟草企业加热不燃烧产品

加热不燃烧型电子烟	所属公司	产品特点	缺点	售价
IQOS	菲莫国际	通过加热片将烟草加热的温度控制在 300 度左右，能够产生接近真烟口感的烟雾。	出烟量较小，价格偏高，需要频繁充电。	电子烟机器 600-630 元，烟弹约 30 元/盒。
GLO	英美烟草	同样是对烟草加热不燃烧产品，体型小方便携带，价格较便宜。	从外往内加热，纸包装受热易影响口感。	电子烟机器约 490 元，烟弹约 25 元/盒。
iFUSE	英美烟草	加热尼古丁电子烟油(电子烟液)成为可吸入的蒸汽，有天然烟草口感。	目前使用人数较少。	电子烟机器约 350-400 元，烟油约 50/瓶。
Ploom Tech	日本烟草	是七星推出的一款加热不燃烧电子	不适合习惯抽传统香烟的，口	电子烟机器约 260 元，一盒 5 粒烟



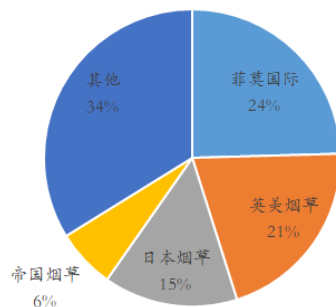
		烟，口感较清淡，无需等待加热，也 味较重的人群。	弹胶囊约 30 元。
		不用一次性抽完。	
LIL	韩国 KT&G	加热烟草电子烟，和 IQOS 类似，但 形状小巧易携带，对烟弹的兼容性较 好，可以连抽。	电子烟机器约 500 元，烟弹约 30/ 盒。

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

## 2. 巨头的游戏：烟草企业的电子烟布局

在全球烟草行业中，菲莫国际、英美烟草、日本烟草、帝国烟草四大跨国烟草企业市占率近 66%。近年来，各大烟草企业不约而同的将战略重心转移到减害制品领域，龙头菲莫国际将经营目标确定为“规划设计一个无烟的未来”，将公司资源由卷烟向无烟产品转移，推动监管政策支持无烟替代品；英美烟草也确立了“下一代产品”战略，过去几年投入超过 25 亿美元，打造新型产品矩阵；日本烟草加快海外投资，并建设了国际化的电子烟生产基地；帝国烟草实施品牌集中化，设立子公司负责电子烟业务。

图 21：全球烟草行业市场份额结构（不包括中国市场）



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 22：四大烟草公司电子烟产品

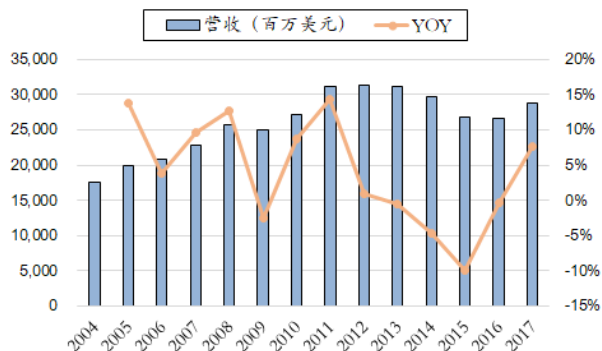
菲莫国际		加热不燃烧型	2014 年于日本名古屋和意大利米兰上市，产能提升后于 2016 年开始在全球范围内推广，获得成功。
		蒸汽型	2014 年推出； 2015 年中期在美国市场排名第四。
帝国烟草		蒸汽型	最初创立于 2009 年，后被美国罗拉瑞德烟草公司收购，并在之后被卖给了帝国烟草公司； 目前由帝国烟草子公司 fontem ventures 持有并运作； 在售共 5 款产品。
英美烟草		加热不燃烧型	英美烟草公司 2016 年推出，2017 年全球范围内开始推广。
		蒸汽型	为英美烟草于 2013 年首次推出的电子烟产品； 目前产品分两类，多款产品在售。
		蒸汽型	原美国雷诺公司持有的电子烟品牌，被收购后由英美烟草公司所持有； 2015 年是曾是最受欢迎的电子烟设备。
		蒸汽型	
		蒸汽型	
日本烟草		加热不燃烧型	2016 年由日本烟草首次在日本推出，目前已经在全球多个市场推出； 烟草胶囊为其独家技术，拥有多个不同口味。
		蒸汽型	本为美国 logic 公司所持有，后被日本烟草收购，目前有两款产品，Pro 和 LQD。

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

## 2.1. 菲莫国际

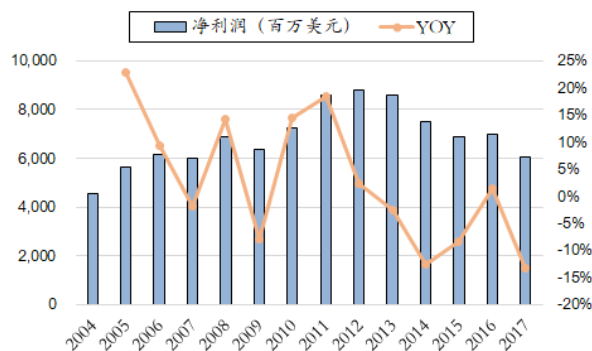
菲莫国际是全球最大的跨国烟草企业，旗下拥有万宝路 (Marlboro)、百乐门 (Parliament)、Bond Street、Chesterfield、L&M、Lark、Philip Morris 等国际知名品牌，其中万宝路 17 年占全球 (除中国) 9.7% 的市场份额。17 年公司营收 287.5 亿美元，同比增长 7.7%；净利润 60.35 亿美元，同减 13%。

图 23：菲莫国际营收情况



资料来源：Bloomberg、安信证券研究中心

图 24：菲莫国际净利润情况

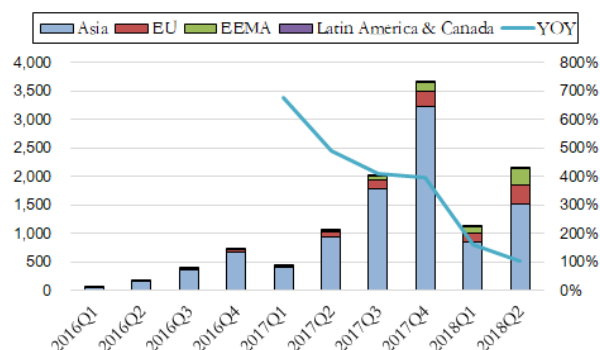


资料来源：Bloomberg、安信证券研究中心

菲莫国际是较早布局电子烟的巨头，自 2008 年以来，菲莫国际投资超过 30 亿美元用于新型烟草制品研发，打造了一支由 400 余名科学家、工程师和技术人员组成的高水平研发团队。据 2017 年报数据，用于 RRP 的研发费用占整体研发费用支出的比例约为 74%。同时公司为了提升运营的效率，公司的电子烟业务部门不断强大，在两个区域增设了新的业务部门，目前电子烟业务部门为 6 个。

17 年公司加热不燃烧产品销售总额 36 亿美元，占公司销售收入的 12.5%，成为公司增长的重要驱动力，也改变了 15 年以来公司收入下滑的局面。由于市场反响热烈，公司 IQOS 产品供不应求，一度出现产能不足，在市场上限售的现象。目前公司已通过寻找新的制造商以及整合原有卷烟生产线等方法解决产能问题。

图 25：菲莫国际 RRP 产品累计营收 (单位：百万美元)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心



图 26：菲莫国际股价走势



资料来源：Bloomberg、安信证券研究中心

目前，菲莫国际有 4 个系列的新型制品 (Platform1、2、3、4) 正在同步研发，其中 IQOS 率先上市并取得了超预期的经营业绩，直接推动了菲莫国际的战略转移。Platform 4 产品已于 2015 年在西班牙以及以色列上市，随后推广至英国等地，18 年将推出下一代产品；TEEPS 于 17 年 12 月在多米尼加共和国的一个城市进行测试；Platform 3 计划于 18 年进行测试。

图 27：菲莫国际电子烟产品

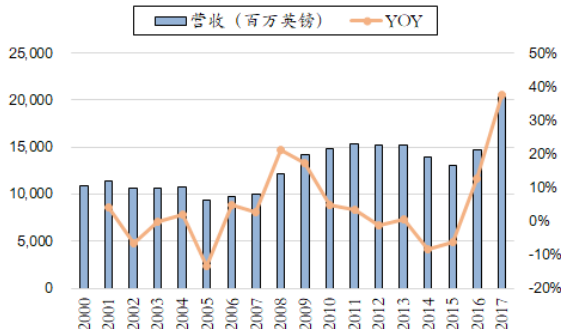
Platform1 IQOS		<ul style="list-style-type: none"> <li>● IQOS 为 RRP 系列产品中主打产品；</li> <li>● 加热不燃烧型产品，不同于传统的燃烧烟草的方式，使烟草在 350℃ 左右热裂解产生烟雾，从而减少因烟草燃烧而产生的焦油等多种有害物质；</li> <li>● 2014 年首次推出，2016 年大范围推广，在全世界（除中国）获得巨大成功。</li> </ul>
Platform2 TEEPS		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 同为加热不燃烧型产品；</li> <li>● 加热源为特制的碳纤维，通过独特设计使得传导给烟草的温度不超过 350℃，不涉及电子控制。</li> </ul>
Platform3		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 由尼古丁和弱有机酸形成的尼古丁盐气溶胶作为烟雾来源；</li> <li>● 目前公司正在积极探索带电加热和不带电加热的两种类型。</li> </ul>
Platform4		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 蒸汽式产品；</li> <li>● 通过电池供电蒸发含有尼古丁的溶液产生气溶胶；</li> <li>● 其独有的网状加热器、热控系统和低液体监测系统保障了产品的良好性能。</li> </ul>

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

## 2.2. 英美烟草

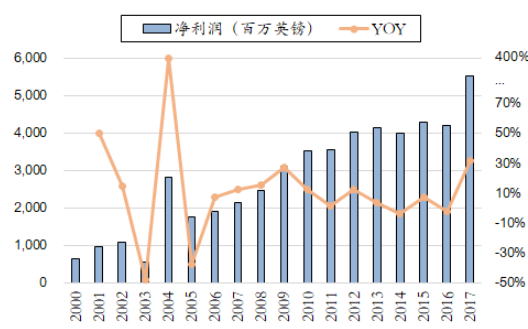
英美烟草公司创办于 1902 年，由英国的帝国烟草公司和美国的美国烟草公司联合创办，在 17 年收购美国第二大烟草公司雷诺后成为全球市值最大的烟草上市公司。目前公司业务遍布全球，产品销售于超过 55 个国家和地区，在 42 个国家拥有自己的工厂。2017 年公司营收为 203 亿英镑，实现净利润 55.4 亿英镑。旗下拥有 dunhill、555、KENT 等传统香烟品牌，新型烟草品牌为 VUSE、GLO 等。

图 28：英美烟草营收情况



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

图 29：英美烟草净利润情况



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

公司成立以来，兼并收购成为公司持续发展的重要推动力，公司通过并购方式开拓全球市场，

并成为目前四大烟草公司之一。进入 21 世纪，英美烟草将保险等其它业务剥离，聚焦烟草主业，并继续保持收购步伐，不断进入新市场，先后收购了土耳其、印尼、克罗地亚等国家烟草公司。

图 30：英美烟草股价走势



资料来源：Bloomberg、安信证券研究中心

英美烟草自 2010 年开始布局新一代烟草产品（NGPs），其外延战略也开始向电子烟领域倾斜。截止 17 年，公司先后收购 Protobacco、CN Creative、CHIC、Ten Motives 等电子烟企业，加上雷诺共 6 家电子烟企业。同时英美烟草持续加大 NGPs 研发，相关研发投入（包括雷诺）累计超过 25 亿美元。目前公司旗下 NGPs 产品包括 VUSE 系列、Vype 系列、Chic、glo 等，其中 glo 为加热不燃烧型电子烟。2017 年英美烟草 NGPs 产品贡献收入约 5 亿英镑，占公司销售的 2.5% 左右，其中雷诺产品贡献约 1 亿元。

GLO: glo 产品于 16 年 12 月在日本仙台市首发上市，自发布之后供不应求。2017 年，glo 相继在日本全国、韩国、俄罗斯、罗马尼亚、加拿大和瑞士等六大市场推出。2017 年末，glo 烟弹的销量占日本卷烟销量比例达到了 3.6%。

图 31：英美烟草电子烟品牌

NGPs	
蒸汽式电子烟 (Vapour)	烟草加热产品 (tobacco heated product)
   	

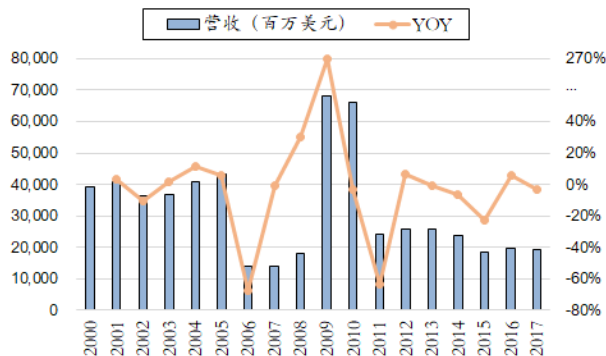
资料来源：公司年报、安信证券研究中心



## 2.3. 日本烟草

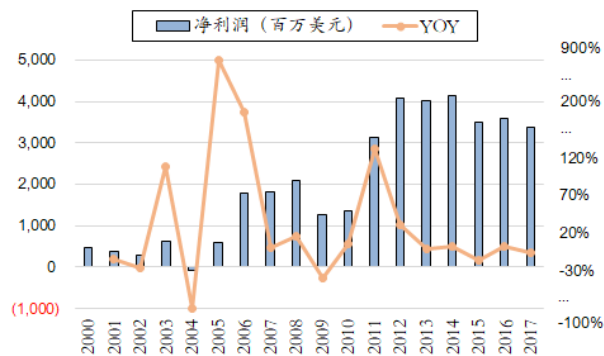
日本烟草公司最初是作为财政部的一个部门设立，经过多年的发展，目前公司业务覆盖全球 70 个国家，拥有著名品牌包括 Winston、MEVIUS、LD 等。2017 年，公司实现营业收入 21396.5 亿日元，实现净利润 3774.4 亿日元。

图 32：日本烟草营收情况



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

图 33：日本烟草净利润情况



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

日本烟草公司的新型烟草产品（简称 RRP 产品）主要包含两个系列，分别是蒸汽式电子烟 Logic 和加热不燃烧型电子烟 Ploom Tech。18 年上半年公司烟弹销量 8 亿支，RRP 产品总营收为 21.2 亿日元。除了基于电子烟基本功能的开发和完善，日本烟草还尝试进一步开发周边功能，包括无线连接功能、诊断和使用应用程序功能等。

2015 年 7 月，日本烟草收购 Logic Technology Development LLC，进入蒸汽式电子烟领域，品牌 Logic，也成为在美国、英国两大电子烟主要市场的强势品牌。2017 年，Logic 在美国电子烟市场市占率 12.4%，排名第三；在英国市场市占率达到 12.3%。

Ploom Tech 原理与 IQOS 有一定区别，其通过加热液体产生蒸汽，蒸汽通过烟草胶囊时产生烟味。2016 年 3 月 Ploom Tech 首次亮相，于日本福冈市进行市场测试，17 年 6 月底在东京市区开始销售，7 月在瑞士发布，12 月在加拿大发布。2018 年 6 月 Ploom Tech 在日本开始全国推广，并于 7 月开始在便利店销售，7 月单月 Ploom TECH 设备累计销售超过 400 万台。目前由于产能限制，Ploom Tech 的销售范围仍然较窄，但是公司 18 年 5 月公告烟液胶囊的生产和运输趋于稳定，这为 Ploom Tech 进行更大范围的推广奠定了基础。

图 34：英美烟草股价走势



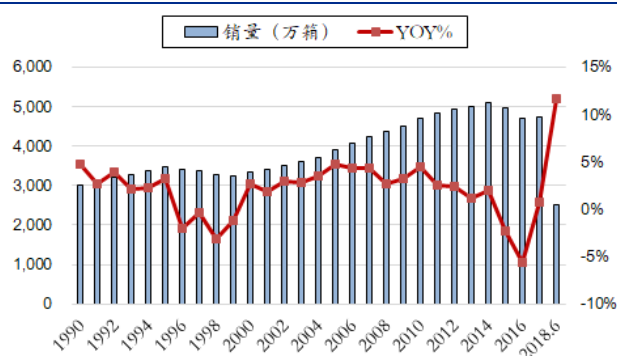
资料来源：公司官网、安信证券研究中心

### 3. 中国市场：潜在电子烟最大市场

#### 3.1. 中国是全球最大的烟草市场

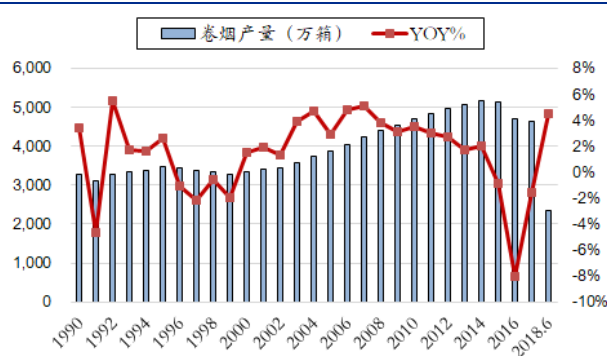
我国是世界第一烟草大国，据卫生部统计，拥有约 3.5 亿烟民，占全球烟民数近 30%；根据烟草在线数据，2017 年国内卷烟销量 4737.8 万大箱，约占全球 40%。我国实行烟草专营制，使得烟草行业成为国家垄断性行业，同时烟草业也是我国财政纳税大户，烟草企业 80% 利润上缴国家。14 年以来，烟草行业利税总额连续 4 年超万亿元，近十余年来，烟草行业利税总额在国家财政收入占比一直维持在 6% 以上，是国家财政收入重要来源。2017 年烟草行业利税额 11145 亿元，同比增长 3.24%，占财政收入 6.5%。

图 35：我国卷烟销量



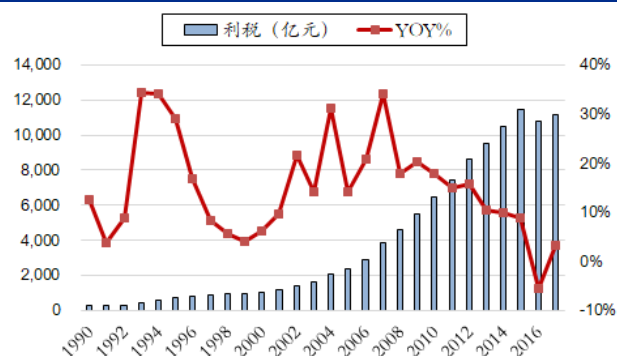
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 36：我国卷烟产量



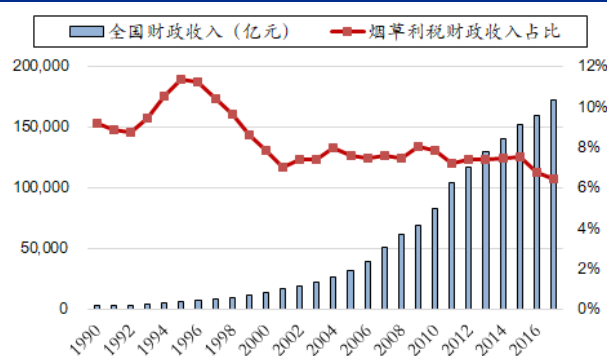
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 37：我国烟草行业利税总额



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 38：我国烟草行业纳税占比



资料来源：wind、安信证券研究中心

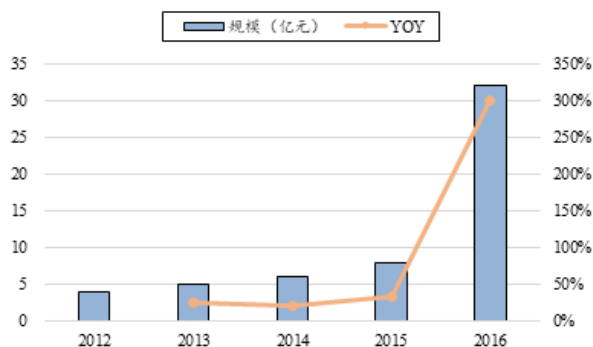
#### 3.2. 国内电子烟市场：潜在的风口

我国是电子烟的发源地，也是全球主要生产基地，全球 90% 以上的电子烟产自中国。但目前国内电子烟普及率并不高，电子烟消费者约 150-200 万，占吸烟总人口的 0.47%-0.63%。16 年国内电子烟市场规模约为 32 亿元，2012-2016 年复合增速 71.1%。考虑到我国烟民庞大的基数，以及烟草巨大的产销量，国内电子烟拥有非常庞大的用户基础和潜在市场需求，拥有较好的长期发展前景。

目前国内电子烟主要通过电商渠道销售，16 年电子烟线上销售额约 18 亿元左右，占比 56.3%，主要来自淘宝和京东，截止 16 年底，淘宝平台约有 3.9 万家网店涉及电子烟产品销售，京东有 24 个入驻的电子烟品牌以及数百家电子烟网店。在线下，国内电子烟实体门店 1-2 千

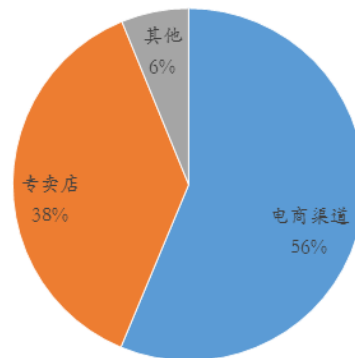
家左右，主打消费体验，大多为近两年新开，16 年销售额约 12 亿元，占比 37.5%。

图 39：中国电子烟市场规模



资料来源：博思数据、安信证券研究中心

图 40：中国电子烟销售渠道



资料来源：烟草在线、安信证券研究中心

国内电子烟市场发展相对缓慢有监管政策原因，也有产品原因：

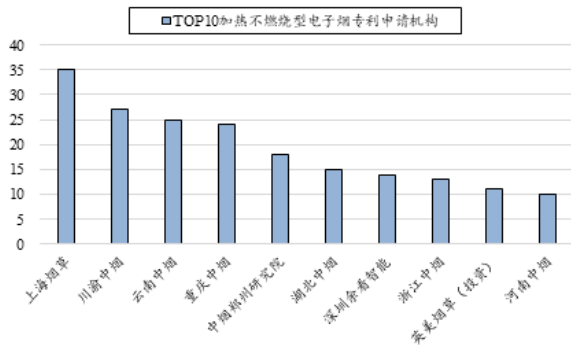
烟草行业是国家税收的重要来源之一，常年保持 6% 以上的国家财政收入贡献率，对国家来说意义重大，电子烟对国家烟草税收蛋糕的潜在影响不得不考虑。

在监管方面，04 年如烟上市后，06 年 5 月原国家卫生部才首次对如烟这种产品的监管问题给出回应，表示需要多部门共同监管。但在具体操作中，电子烟的定性问题一直存在争议，国家烟草专卖局、安监局和药监局等在将其作为烟草或药品监管并未达成一致意见，也使得长期以来国内的电子烟监管基本处于空白状态。18 年 1 月全国烟草工作会议中表示推进电子烟、加热不燃烧烟草制品研发创新，《电子烟》国家标准获国家标准委立项。

此外，我国的电子烟产品消费体验也不尽如人意。目前国内电子烟及配件企业数千家，但规模普遍不大，龙头企业麦克韦尔、艾维普思等销售规模普遍在 3 亿元左右。由于监管与政策的不确定性，大型烟草公司较少涉足，其它电子烟企业也普遍存在研发等投入不足的情况，大部分企业停留在将锂电池、雾化器、烟弹等配件等的简单拼凑，产品缺乏创新与突破，产品力及体验感较弱；且市场山寨、抄袭现象严重，进一步导致了市场的分散与鱼龙混杂。

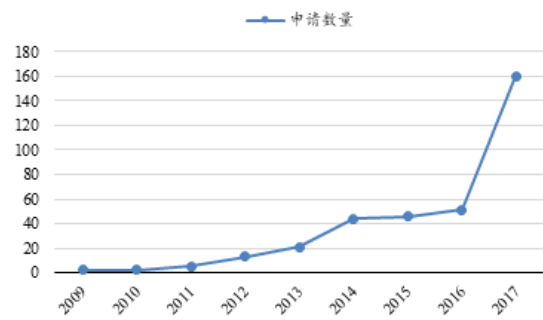
近两年来，随着 IQOS 等新型烟草制品的问世，虽然加热不燃烧产品在国内还未合法化，产品在国内市场也全面禁止进口和售卖，但市场上也出现不少出国购买、代购甚至走私入境等现象，从一定程度上说明了消费者对优质电子烟/加热不燃烧产品的认可。在市场的引领下，国内企业也加快了新型烟草产品研发的步伐，以云南烟草、上海烟草、川渝中烟为代表的部分大型烟草也开始加大相关产品研发，17 年国内加热不燃烧型电子烟专利申请数量也大幅增加。

图 41: TOP10 加热不燃烧型电子烟专利申请机构



资料来源：国家知识产权局、安信证券研究中心

图 42: 加热不燃烧型电子烟专利申请数量



资料来源：烟草在线、安信证券研究中心

在产品层面，川烟宽窄功夫于 2018 年上半年率先上市，并率先在韩国销售，直接与 IQOS、LiL 竞争。宽窄功夫由“宽窄”烟弹及“功夫”加热烟具两部分组成，使用方式与 IQOS 类似，烟弹可与 IQOS 通用。“功夫”烟具售价人民币 500 元左右，可直接充电（不需要 IQOS 类似的充电盒），一次充满电可使用 12-15 支烟弹，可兼容市面上各种品牌烟弹；“宽窄”烟弹专门研发，口感也更接近中国香烟口味，上市以来也因其产品特色、高性价比优势及出色的体验获得广泛好评。此外，云南中烟的 MC 品牌、广东中烟的加热不燃烧烟草制品 MU+、ING 也陆续推出市场。

图 43: 川烟宽窄功夫电子烟



资料来源：烟草在线、安信证券研究中心

#### 4. 监管政策：博弈中前行

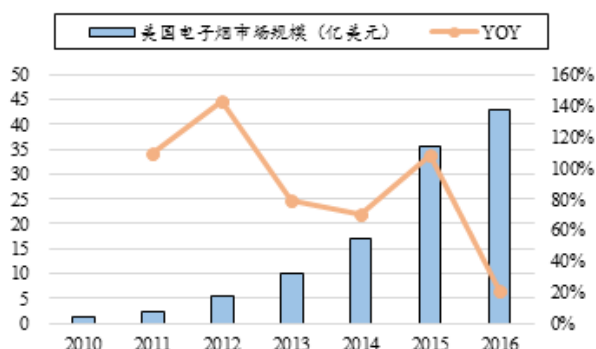
以美国为例，作为全球最大的电子烟市场，其电子烟行业的发展随着监管的变化经历了多次起伏：电子烟最早在 2007 年前后进入美国市场，并逐步通过 Youtube 等视频平台及各类社交网络传播开来。2008 年 10 月，FDA 对 NJOY 和 Smoking Everywhere 两家烟草企业已经到港的电子烟产品下达禁止进口的命令。FDA 认为，含有尼古丁的电子烟产品应被视为药品进行监管，FDA 应负责对其安全性、有效性进行审批，在未审批的情况下企业不能在美国进口/销售电子烟产品。

相对严苛的监管政策引起两家烟草企业的强烈反对，两公司先后对 FDA 提起诉讼，声称自身并未宣称电子烟是具有戒烟等健康功效的产品，因此 FDA 不能擅自强行将电子烟纳入药品的范畴，而只能按照烟草制品对电子烟进行监管。2010 年 FDA 败诉，电子烟监管进入空窗期，监管的放松也让美国电子烟行业也迎来了快速增长期。由于没有广告禁令，美国的



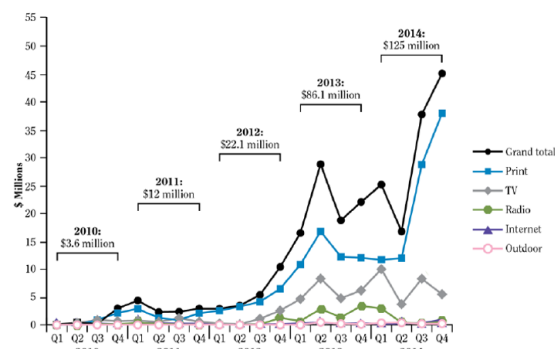
众多电子烟公司通过报纸、杂志、电视广告、赛事赞助等各类渠道宣传电子烟，电子烟知名度逐渐打开。

图 44：美国电子烟行业市场规模



资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 45：美国电子烟广告投入



资料来源：US Department of Health and Human Services、安信证券研究中心

2014 年 4 月 25 日 FDA 颁布了一项新的草案，将电子烟纳入监管。2016 年该草案正式出台，正式宣布将电子烟分类为烟草制品进行管制，主要要求：

- 禁止向 18 岁以下未成年人出售电子烟
- 16 年以后推出的产品需要经过 PMTA 审批才能上市（16 年以前上市的电子烟产品可有 2 年宽限期，若在 2 年内提交 PMTA 申请，可以获得多流通一年的优待；17 年 FDA 将审批宽限期延长至 2022 年）据无烟替代品贸易协会(SFATA)执行董事介绍，公司为产品提供成分清单以及产品对公众健康影响的广泛的研究成果的成本在 200 美元以上，而电子烟产品种类繁多，更新换代快，而审批周期长，耗资大，且不保证最终通过，大大提高行业进入门槛，这也使得一些小型企业不堪重压被迫退出市场。
- 宣传方面，不能告诉消费者电子烟比传统卷烟安全、不含烟草、不产生二手烟。对电子烟使用虚假和误导性的包装、广告等监管更加严格。

随着新规的执行，16 年电子烟行业增速放缓至 20% 左右；而在多国销售火爆的 IQOS 产品也一直在审批中，暂未能在美国上市销售。

表 5：美国监管电子烟各环节

类别	监管范围
生产和制造	任何涉及制造、修改、混合制造、组装、加工、贴标签、重新包装、进口电子烟在美销售或分销人员均被视为烟草制品制造商，并须遵守一系列的规定，包括提交烟草制品营销申请、报告、注册、配料清单，并包括对包装和广告的警告。
包装及广告	必须附有以下警告声明“警告：本产品含有尼古丁。尼古丁是一种令人上瘾的化学物质。” 对于由烟草制成或衍生而不含尼古丁的电子烟，替代声明“本产品由烟草制成”应放在包装和广告上。
销售	禁止向未成年人（18 岁以下）销售电子烟产品； 禁止通过免费样品进行宣传； 禁止自动贩卖机销售电子烟；
进口	进口到美国的电子烟必须符合《联邦食品、药物和化妆品法案》规定的要求。
其他	禁止通过免费样品进行宣传； 《儿童尼古丁中毒预防法》要求对含尼古丁的电子液体容器进行耐儿童包装；

资料来源：公开信息整理、安信证券研究中心

目前电子烟监管政策在各国家和地区发展情况相差较大，但大多遵循三类思路：作为消费品监管、作为烟草监管及作为药品监管；而在具体实施中也主要包括禁止销售、允许销售、部分销售权限等三类。



**表 6：美国监管电子烟各环节**

电子烟	销售权限	国家及地区
传统电子烟	允许销售	美国、德国、意大利、荷兰、俄罗斯、乌克兰、英国、法国、韩国、以色列等
	禁止销售	日本、中国香港、阿根廷、奥地利、巴西、希腊、印度、越南、菲律宾、墨西哥、新加坡、泰国、土耳其、迪拜、阿联酋、乌拉圭等
	零尼古丁可销售	澳大利亚、比利时、加拿大、丹麦、中国台湾、瑞典、瑞士等
加热不燃烧电子烟	允许销售	日本、意大利、葡萄牙、罗马尼亚、瑞士、乌克兰、新西兰、加拿大、德国、荷兰、英国等
	禁止销售	美国、波兰、匈牙利、西班牙、澳大利亚等

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

**表 7：主要市场的电子烟监管思路**

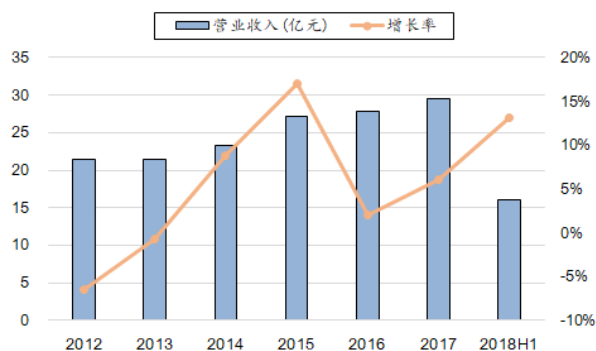
国家和地区	监管思路
日本	将传统电子烟作为药品监管，禁止市场自由流通；而对加热不燃烧电子烟较为宽松，目前可以上市销售
美国	将全部电子烟作为烟草纳入监管，需通过 PMTA 审批才能上市销售
德国	作为传统烟草进行监管，较为宽松，只对宣传有较小限制，全部电子烟均可上市销售
英国	对传统电子烟，作为消费品或者药品进行监管（税率不同），并在宣传包装方面进行一定的限制；对加热不燃烧型尚无监管，可以上市销售
韩国	非尼古丁的电子烟被认为是消费品。含尼古丁的电子烟被归类为烟草制品。
意大利	全部电子烟作为烟草进行监管，符合规定可以上市销售
巴西	全部电子烟作为烟草制品监管，禁止上市销售
沙特阿拉伯	禁止销售电子烟

资料来源：公开资料整理、安信证券研究中心

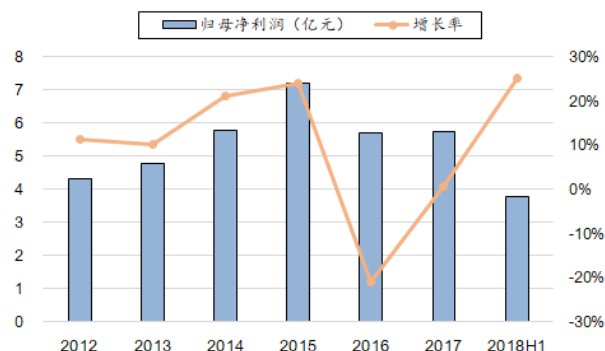
## 5. 重点公司

### 5.1. 推荐公司-劲嘉股份

公司是国内烟标行业龙头企业，从事烟标印刷业务 10 余年，主营产品为烟标及高端镭射包装材料，在烟标行业市占率达 7%。公司产品以中高档烟标为主，与全国十八家烟草工业公司中的十三家保持着稳定的合作关系，重点客户包括安徽中烟、云南中烟、贵州中烟、川渝中烟、江西中烟等。18H1 公司实现收入 16.1 亿元，同比增长 13.1%；归母净利润 3.8 亿元，同比增长 25.1%，扣非后增长 24.8%。18Q2 单季度实现收入 7.95 亿元，同比增长 18.8%，较一季度增速提高 10.7pct，归母净利润 1.66 亿元，同比增长 30.5%，较一季度增速提高 9.2pct，扣非后增长 24.3%。

**图 46：劲嘉股份营收情况**


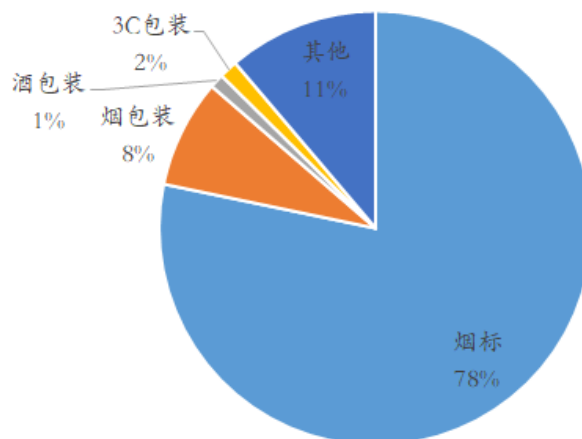
资料来源：wind、安信证券研究中心

**图 47：劲嘉股份净利润情况**


资料来源：wind、安信证券研究中心

**烟标行业回暖+大包装拓展，主业有望保持稳健增长：**受益于烟草行业复苏，加上大包装业务快速增长，公司主业二季度增速恢复至 20% 左右，其中大包装业务实现收入 2.1 亿元，同比增长 61.5%，公司成功开拓“中华（金中支）”、“南京（九五之尊）”、“云烟（大重九）”等知名客户的精品彩盒包装。此外，公司与茅台技开司签署战略合作协议，二者将在包装产品与技术、设计、供应链管理等多方面开展合作，此次战略合作能够进一步帮助公司开拓白酒包装、医药包装等社会品包装行业。主业烟标的复苏，加上大包装的稳步推进，我们预计 18-19 年公司主业有望保持 20% 左右增长。

图 48：劲嘉股份收入结构（18H1）



资料来源：wind、安信证券研究中心

**电子烟的潜在龙头：**公司是国内电子烟行业的先行者，多年来持续投入电子烟产品的研发创新。2014 年与合元科技合资成立合资公司；近期公司公告与小米产业链公司米物科技成立合资公司共同研发新型烟草产品。公司在新型烟草领域拥有一定技术储备，15-17 年公司在新型烟草领域获得及新申请专利 98 项。此外，公司为烟标印刷行业龙头，与国内众多烟草公司持着稳定的合作关系，未来有望凭借公司自身烟草领域的资源以及电子烟技术储备，加上小米平台优势，成为为电子烟行业的潜在龙头。

图 49：劲嘉股份上市的电子烟



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

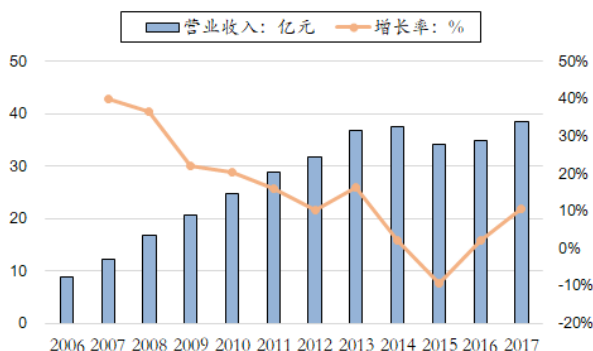
**盈利预测及投资建议：**预计 18-20 年归属上市公司股东净利润分别为 7.1 亿元、8.5 亿元、10 亿元，分别增长 23.6%、19.7%、17.6%；EPS 0.47 元、0.57 元、0.67 元，上调评级至“买入-A”评级。

**风险提示：**烟草行业景气度持续低迷，互联网包装及智能包装业务落地效果低于预期，大健康进展低于预期

## 5.2. 关注公司-华宝国际

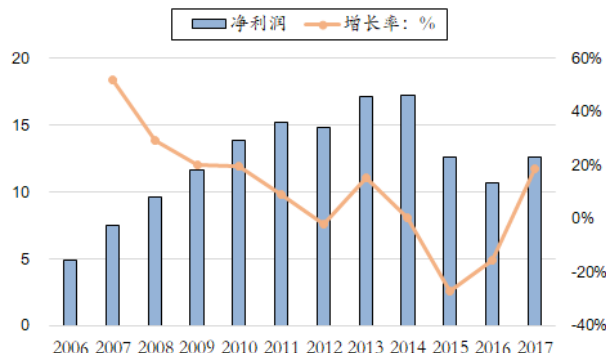
华宝国际成立于 1996 年，2006 年在香港联交所上市，是一家主要从事香精香料（烟草、食品、日化）、再造烟叶与卷烟新材料、新型烟草制品研发、生产销售和服务的上市公司。其销售额在同行业一直名列前茅，2017 年公司营收达到 38.5 亿元，同比增 10.5%；归母净利润为 12.6 亿元，同比增 18.6%。

图 50：华宝国际营收情况



资料来源：wind、安信证券研究中心

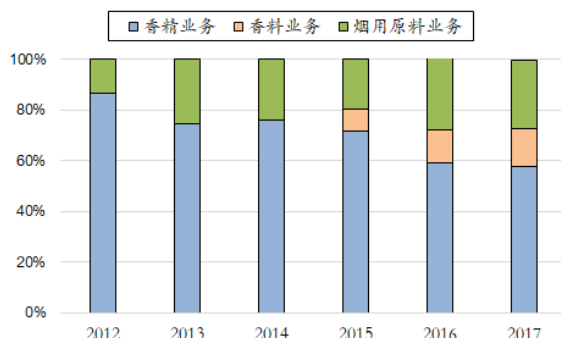
图 51：华宝国际净利润情况



资料来源：wind、安信证券研究中心

公司主营主要为香精香料和烟用原料两大业务。香精香料业务包括食品香精、日用香精以及烟用香精等，是华宝国际主要收入来源，2017 年实现营业收入 28.12 亿元，同比增 12%，贡献了总销售额的 73%，香精香料业务中 70-80% 收入均来自于烟用香精。烟用原料业务包括烟草薄片和新材料，2017 年实现营业收入 8.15 亿元，同比增 15.4%，占比为 26.93%，近年来烟用原料板块占比不断增加，成为公司收入新的增长点。

图 52：华宝国际业务结构



资料来源：wind、安信证券研究中心

公司于 2015 年开展电子烟业务，推出 SPV 提神筒电子烟。SPV 同时从线上线下进行推广销售，线上以天猫、京东、唯品会、微信商城为主要销售渠道；线下与宏图三胞建立战略合作关系，进驻美国 Brookstone，并与大学生职业能力平台 PVGO 建立战略合作关系。

图 53: SPV 提神筒电子烟



资料来源：公开信息整理、安信证券研究中心

图 54: V2 PRO 电子烟



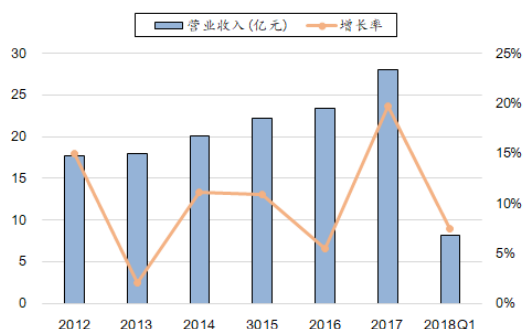
资料来源：公开信息整理、安信证券研究中心

公司全资子公司高嘉企业于 2015 年 12 月以约 2295 万美元收购国际第一大独立电子烟生产商——VMRProducts 51% 的股权，VMRProducts 实际控制人变更为华宝国际。VMRProducts 具有较强技术优势，在美国拥有稳固的客户群体以及良好的口碑，拥有 V2 PRO 等产品。收购完成后，双方优势资源互补，在渠道建设、研发设计等领域进一步加强。

### 5.3. 关注公司-东风股份

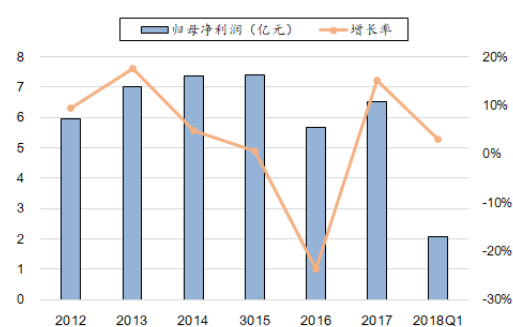
东风股份是国内领先的烟标生产企业，是国内烟标印刷行业少数拥有全产业链优势的企业之一，业务涵盖从烟标图文设计、印刷流程设计、油墨生产、纸品生产、印刷到检测全产业链。2017 年公司实现营业收入 28 亿元，同比增长 19.7%，净利润 6.5 亿元，同比增长 15%。

图 55: 东风股份营收情况



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 56: 东风股份净利润情况



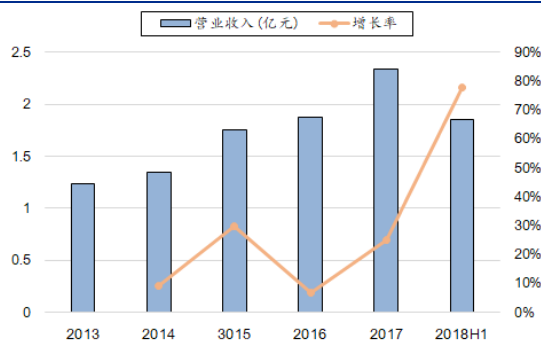
资料来源：wind、安信证券研究中心

电子烟布局：13 年 9 月，公司出资 4000 万与上海绿新、自然人龙功运共同设立上海绿馨，主营电子烟及配套产品的研发及销售。14 年上海绿新与吉林烟草、长白山科技、郑州烟草研究院签订四方技术合作协议，以低温雾化烟技术为基础，合作研究和开发长白山香烟伴侣，并进行后续安全性检测及评价。18 年 6 月公司与顺灏股份、云南巴荪共同对上海绿新，其中公司增资 4400 万元，增资完成后占股 40%。此外，公司近年来开始涉足消费品业务，与天图投资设立消费品产业并购基金，规模 8 个亿，围绕消费品、零售渠道、消费升级等方面的企业进行投资。

## 5.4. 关注公司-集友股份

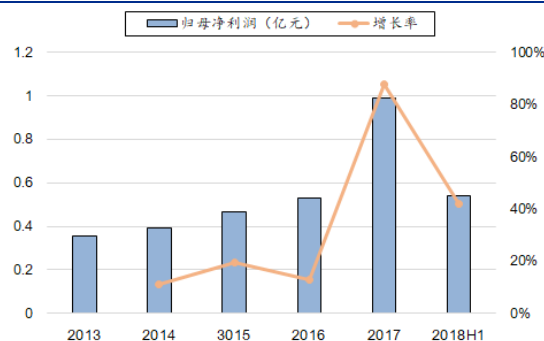
公司主营烟用接装纸的研发、生产和销售，主要产品涵盖烟用接装纸、烟用封签纸及电化铝等，服务卷烟品牌包括云烟、红河、大重九、兰州、黄山等。2017 年公司实现营业收入 2.34 亿元，同比增 24.9%；净利润 9915 万元，同比增 87.8%。

图 57：集友股份营收情况



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 58：集友股份净利润情况



资料来源：wind、安信证券研究中心

公司积极进军烟标行业，2017 年 6 月建设年产 40 万大箱烟标的生产线及配套设施，项目预计投资 1.9 亿元。2018 年 1 月公告拟以 1.3 亿元收购 26 位大风科技 100% 股权，大风科技与云南中烟、陕西中烟有着稳定的供货关系。此次收购有望助力集友股份发展新客户并开拓烟标市场。

**布局电子烟领域：**2017 年 10 月 31 日公司与安徽中烟签订《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》，研究方向主要包括电子烟烟液、加热器、雾化器等烟具；加热不燃烧卷烟在内的新型烟草制品及卷烟配套材料等。

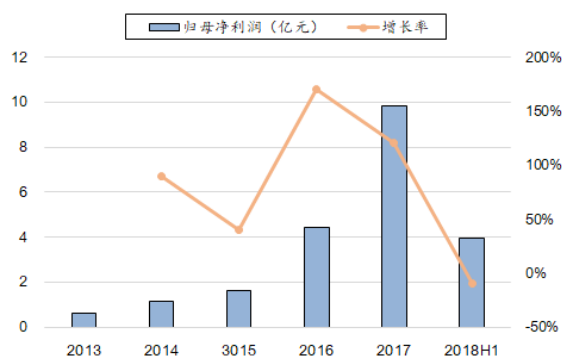
## 5.5. 关注公司-盈趣科技

盈趣科技成立于 2011 年 5 月，公司以自主创新 UDM 模式（即 ODM 智能制造模式）为基础，为客户提供智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产，并为中小型企业提供智能制造解决方案，主要产品包括电子烟精密部件、家用雕刻机、网络遥控器等。2017 年公司营收为 32.7 亿元，同比增 98.2%；净利润为 9.82 亿元，同比增 120.3%。

公司是全球知名烟草公司菲莫国际（PMI）电子烟产品的二级供应商（产品 IQOS），公司生产的电子烟精密橡胶部件经 PMI 审核，销售给 Technocom，由 Technocom 进行组装。2017 年 1-6 月电子烟部件销售金额为 6.93 亿元，占公司营业收入 52.73%。电子烟部件销售额快速增长，2015 年、2016 年销售额分别为 0.99 亿元、4.7 亿元，17 年约 18 亿元。

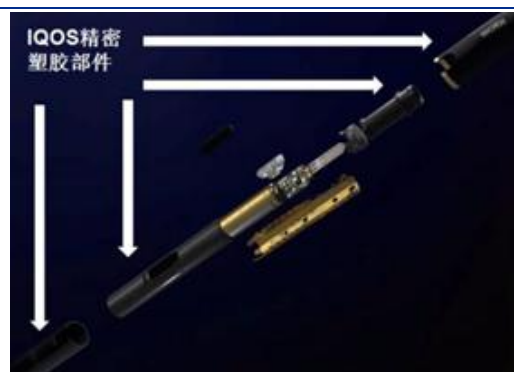


图 60: 盈趣科技净利润情况



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 62: 盈趣科技电子烟产品部件



资料来源：公开信息整理、安信证券研究中心

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

周文波、雷慧华、骆恺骐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034