

2020 年 09 月 22 日

## 电子烟行业系列一：从电子烟展看行业三大新趋势及投资核心逻辑？

■2020 电子烟产业博览会 (IECIE) 连接产业链上下游，聚焦行业三大趋势：从今年的电子烟展我们可以看到三个主要的行业趋势：(1) 陶瓷雾化芯正在成为当下主流。陶瓷雾化芯和传统棉芯相比，雾化分子颗粒小，一致性更好，因此在口感方面更有优势，有效成分传输效率较棉芯提高 56%。目前市场上较为主流的陶瓷雾化芯包括思摩尔国际的 FEELM、卓力能的 SILMO、华诚达的 AX、聚为集团的 μKERA 和伊卡普的 PREFILM。(2) 加热不燃烧的新风口——低温本草。指通过加热不燃烧器具将不含烟草成分的本草植物加热到 250℃ 至 330℃，烘烤出能被使用者吸食的本草气雾的本草香弹产品，目前市场上有 PNT、无为界、Freem、Healcier、Ccobato、喜科、AMOOOR 等热销产品。低温本草不仅在日韩流行，现已扩张到十几个国家和地区，不断进步，今年低温本草出口量超 5 万件。(3) 产品端“四新”——新品牌、新口味、新包装、新技术不断推出。

■电子烟行业的核心逻辑为高增长+低渗透率+技术升级：(1) 从全球烟草市场的细分领域来看，电子烟成为未来快速增长的行业。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年全球电子烟市场规模已达 36.7 亿美元，预计到 2024 年电子烟市场规模达到 111.5 亿美元，年复合增速维持 24% 以上。(2) 中国电子烟渗透率不足 1%，美国电子烟渗透率为 13%。2019 年美国占据电子雾化设备市场份额扩大到 66%，中国为 9%。我国现有烟民 3.5 亿，占世界烟民总数的 1/3，但我国电子烟消费者约 150-200 万之间，占吸烟总人口的 0.47%-0.63%。(3) 技术升级是长期趋势，电子烟设备以雾化设备占据主导，加热不燃烧设备逐渐兴起。

■全球电子烟政策分化明显，严监管下利好行业集中度提升：全球各国对于电子烟的政策分化比较明显。美国的电子烟监管以向 PMTA 申请为主，同时纽约州、密歇根州、马萨诸塞州、华盛顿州、俄勒冈州、蒙大拿州等禁止调味电子烟的销售。欧盟和英国的电子烟监管较为有效，体制更为健全，将所有含有尼古丁的新型烟草产品纳入电子烟管理范畴，进入市场以申报为主。日本对于加热不燃烧 (HNB) 产品尚未有明确政策出台，但对于含尼古丁蒸汽电子烟却较为严格，目前暂无获批的含尼古丁蒸汽电子烟上市。我国的电子烟监管政策仍在酝酿中，目前禁止了线上购买渠道，2020 年 7 月烟草专卖局发起针对电子雾化烟行业开展为期两个月的专项整顿，行业整体维持高压监管，长期看利好行业集中度提升。

■风险提示：政策监管风险、技术发展不及预期风险。

## 新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

罗丹

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090002

luodan1@essence.com.cn

021-35082135

## 相关报告

维海德：疫情推动会议视频

产品需求增长，2020H1 净利2020-09-16

润实现大幅增长

儿童教育领域洪恩教育拟赴

美上市，2020H1 转亏为盈、2020-09-16

月活数达 1030 万

IPO 观察：2020 年 IPO 过会

数 323 家，新三板贡献其中2020-09-16

95 家

芯诺科技：2020H1 业绩稳步

增长，重点布局新能源汽车、2020-09-15

军工器件等市场

点触科技：新游戏上线持续

获得海内外用户欢迎，2020-09-15

2020H1 净利润大增超 200%

## 内容目录

<b>1. 一“叶”知秋：2020 电子烟产业博览会（IECIE）连接产业链上下游，聚焦行业前沿趋势 .... 4</b>	
1.1. 趋势一：陶瓷雾化芯正在成为当下主流..... 4	
1.2. 趋势二：低温本草或成加热不燃烧新风口..... 7	
1.3. 趋势三：产品端“四新”——新品牌、新口味、新包装、新技术不断推出..... 9	
<b>2. 电子烟是一门好生意？核心逻辑为高增长+低渗透率+技术升级 ..... 12</b>	
2.1. “高增长”：全球烟草产生结构性变化——传统卷烟销售增速放缓，电子烟行业以 24% 的复合增速高速发展..... 12	
2.2. “低渗透率”：中国电子烟渗透率不足 1%，美国电子烟渗透率为 13%..... 14	
2.3. “升级替代”：技术升级是长期趋势，电子烟设备以雾化设备占据主导，加热不燃烧设备逐渐兴起..... 15	
<b>3. 全球电子烟政策变化：各国监管政策分化，行业集中度有望提升..... 18</b>	
3.1. 全球电子烟主要市场政策分化..... 18	
3.2. 东南亚地区国家电子烟政策：各国政府态度迥异，或因电子烟市场发展两极分化 .... 20	
3.3. 其它地区电子烟政策..... 20	
3.4. 我国电子烟政策：启动电子烟专项检查行动，国标酝酿中..... 20	

## 图表目录

图 1：2020IECIE 展会现场..... 4	
图 2：2020 年 IECIE 部分展品 ..... 4	
图 3：FEELM 雾化芯和棉芯相比优势..... 5	
图 4：FEELM 陶瓷雾化芯 ..... 5	
图 5：SILMO 陶瓷雾化芯 ..... 6	
图 6：AX 陶瓷雾化芯 ..... 6	
图 7：μKERA 陶瓷雾化芯..... 7	
图 8：PREFILM 陶瓷雾化芯..... 7	
图 9：低温本草主要品牌..... 8	
图 10：低温本草产品特点..... 8	
图 11：低温草本产品基本工艺..... 9	
图 12：全球烟草市场规模（亿美元） ..... 12	
图 13：各类烟草制品的全球市场份额变化..... 13	
图 14：全球电子烟市场规模（亿美元） ..... 13	
图 15：全球烟草市场各类产品年复合增速..... 13	
图 16：电子烟全球市场规模及份额划分（十亿美元，%） ..... 14	
图 17：各国电子烟渗透率..... 14	
图 18：全球电子烟设备市场规模（十亿美元） ..... 15	
图 19：全球电子雾化设备市场规模（百万美元） ..... 16	
图 20：全球电子雾化设备市场复合增速..... 16	
图 21：封闭式电子雾化设备组成..... 17	
图 22：封闭式电子雾化设备主流品牌..... 17	
图 23：开放式电子雾化设备组成..... 17	
图 24：开放式电子雾化设备主流品牌..... 17	
图 25：加热不燃烧设备组成..... 18	
图 26：加热不燃烧设备主流品牌..... 18	

图 27：目前出现的电子烟销售乱象.....	21
图 28：专项检查主要任务.....	21
表 1：2020 年电子烟展新产品概况.....	10
表 2：电子烟和传统烟草制品比较.....	15
表 3：世界主要国家电子烟政策.....	18
表 4：美国近年电子烟监管发展.....	19
表 5：英国近年电子烟监管发展.....	19
表 6：日本近年电子烟监管发展.....	19
表 7：韩国近年电子烟监管发展.....	19
表 8：东南亚国家电子烟政策.....	20
表 9：南美、北美、中东部分禁止电子烟产品的销售、分销及进口的国家.....	20

## 1. 一“叶”知秋：2020 电子烟产业博览会（IECIE）连接产业链上下游，聚焦行业前沿趋势

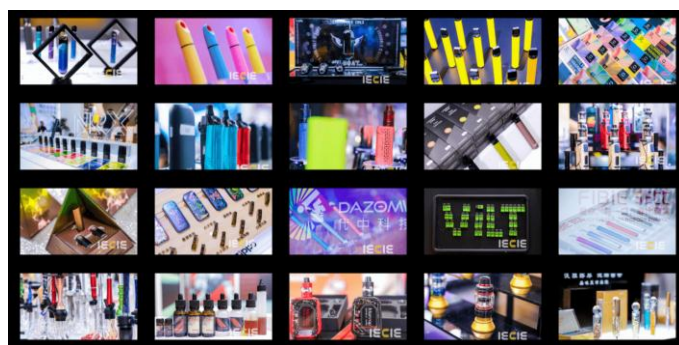
深圳国际电子烟产业博览会（IECIE）始于 2015 年，是目前全球影响力和规模较大的电子烟展览，覆盖从电子烟产业上游配件供应链到下游成品设备解决方案。2020 年 IECIE 深圳站吸引了来自 83 个国家和地区的 70000+ 名专业观众参观，成为全球电子烟产品技术及品牌的优秀展示及推广平台。电子烟产业博览会（IECIE）作为全球规模的电子烟展览，覆盖从电子烟产业配件供应链到成品设备及电商等解决方案，是全球电子烟产品技术及品牌的展示及推广平台。在 IECIE 上展示了最新的电子烟产品，包括小烟、大烟以及今年的新品——低温本草类产品，产业正在向多元化发展不断升级。我们重点介绍目前电子烟行业的三大趋势，一是陶瓷雾化芯逐渐成为主流技术，二是低温本草或成未来趋势，三是产品端新品牌、新口味、新包装、新技术不断推出。

图 1：2020IECIE 展会现场



资料来源：IECIE 官网、安信证券研究中心

图 2：2020 年 IECIE 部分展品



资料来源：IECIE 官网、安信证券研究中心

### 1.1. 趋势一：陶瓷雾化芯正在成为当下主流

陶瓷具有耐高温、发热均匀、清洁安全等优点，因此多孔陶瓷雾化芯在电子烟上得以被广泛应用。陶瓷雾化芯技术已经逐渐成为市场上的主流雾化技术，成长性较强。

以思摩尔国际的 FEELM 为例，含陶瓷加热技术的电子雾化设备收入从 2018 年的 4.15 亿元跃升至 2019 年的 35.95 亿元，同比增长 766.27%。目前市场上较为主流的陶瓷雾化芯包括思摩尔国际的 FEELM、卓力能的 SILMO、华诚达的 AX、聚为集团的  $\mu$ KERA 和伊卡普的 PREFILM。

陶瓷雾化芯和传统棉芯相比，雾化分子颗粒小，一致性更好，因此在口感方面更有优势，在传输效率方面，FEELM 精准雾化出适于人体吸收的粒子，有效成分传输效率较棉芯提高 56%。另外，陶瓷雾化芯温度控制均匀，不易糊芯，没有焦味，且由于是陶瓷碗状结构，封闭性强，大大降低漏液可能，在抽吸体验、品质等方面相较传统棉芯更有优势。



图 3: FEELM 雾化芯和棉芯相比优势

FEELM 雾化芯		棉芯
雾化分子颗粒小, 雾气细腻且均匀, 口感绵柔醇净	口感	雾化分子颗粒大, 雾气浓烈但不均, 口感易粘腻
一致性好, 从第一口到最后一口体验始终如一	一致性	一致性差, 抽取过程中体验感逐步降低
精准雾化出适于人体吸收的粒子, 有效成分传输效率较棉芯提高56%	传输效率	同等烟雾量下, 有效成分传递效率差
温度控制均匀, 不易糊芯, 没有焦味	焦味	温度控制不均匀, 易糊芯, 易产生焦味
陶瓷碗状结构, 封闭性强, 大大降低漏液可能	漏液率	棉芯结构疏松, 锁液性差, 易产生漏液问题
抽吸超静音, 体验佳	抽吸体验	抽吸有嘶嘶声, 体验不好
世界级检测标准, 自动化批量生产, 卓越品质保证	品质	传统手工绕丝制作, 品质难以稳定保障

资料来源: FEELM 官网

#### ➤ FEELM (思摩尔国际)

FEELM 从 2012 年开始布局, 2016 年 FEELM 陶瓷雾化芯研究成形, 在 2018 年年初 FEELM 黑陶覆膜雾化芯开始装备国内外高品质雾化设备。FEELM 的金属薄膜设计创造了宽幅加热表面, 可以施加温度, 确保了即时雾化汽的产生。FEELM 已获诸多企业广泛使用并出口美国、韩国、德国、法国、比利时、新西兰、南非等多个国家。FEELM 累计出货量达到 1 亿支, 年产能规模突破 5 亿支。2018 年 9 月, 获得在英国伦敦举办的全球烟草论坛颁发的金叶奖; 2019 年 10 月, 多孔陶瓷制备技术及应用被授予“中国专利奖”。

目前悦刻 RELX、YOOZ 柚子、bink、VANGO 梵高、NRX、FUNN 及 VFOLK 等电子烟品牌采用的都是 FEELM 陶瓷雾化芯。

图 4: FEELM 陶瓷雾化芯



资料来源: FEELM 官网、安信证券研究中心

#### ➤ SILMO (卓力能)

SILMO 是卓力能公司的一项具有自主知识产权的电子雾化技术, 最早于 2017 年诞生在卓力能基础科学研究院。它以微孔陶瓷为基体, 运用金属浆料厚膜印刷工艺, 通过陶瓷表面覆膜的方式制成新型发热体, 创新性解决了困扰行业多年的发热体技术瓶颈。

图 5: SILMO 陶瓷雾化芯



资料来源：艾邦电子烟产业资讯、安信证券研究中心

#### ➤ AX（华诚达）

AX 陶瓷芯是华诚达最新发明的专利技术产品——多孔陶瓷镶嵌网片雾化芯。科学配置原料及配方，严格数字化把控烧结时间、升温标准、温控标准等工艺参数，同时经过上百次的成功雾化实验与口感体验综合验证，最终集合了金属与陶瓷的特性，具有烟雾量较大、雾化很纯净、口感饱满而细腻等特点。

图 6: AX 陶瓷雾化芯



资料来源：艾邦电子烟产业资讯、安信证券研究中心

#### ➤ $\mu$ KERA（聚为集团）

$\mu$ KERA 采用新一代拥有自主知识产权的微米级技术加工平台，可以设计制造出适应不同浓稠度的烟油发热体，使烟油与发热体完美契合，充分形成丰富口感的雾化烟雾。KERA 是德语 Keramik 的缩写，即为陶瓷。 $\mu$ KERA 技术方案采用了食品级的高性能无机非金属基材，发热浆料采用了无铬化配方，并且完全根据国际性标准对材料的安全使用性和使用可靠性进行了系统评估。

图 7:  $\mu$ KERA 陶瓷雾化芯



资料来源：艾邦电子烟产业资讯、安信证券研究中心

#### ➤ PREFILM（伊卡普）

PREFILM 是深圳伊卡普科技有限公司旗下黑金陶瓷雾化芯技术品牌，近日推出了 4.0 版本。PREFILM 4.0 黑金陶瓷雾化芯最大的特色在于采用网格状金属覆膜印刷，在整个发热面上形成了纵横相交的金属膜发热网。每一条金属膜线路都能导电发热，无论是出现一个还是多个断点，整个线路依然能良好工作，稳定性得到了极大增强，同时雾化面积大大增加，可以增大雾化量。

图 8: PREFILM 陶瓷雾化芯



资料来源：艾邦电子烟产业资讯、安信证券研究中心

## 1.2. 趋势二：低温本草或成加热不燃烧新风口

从此次 IECIE 电子烟展上，产业专家介绍了加热不燃烧的新风口——低温本草：低温本草是指通过加热不燃烧器具将不含烟草成分的本草植物加热到 250℃ 至 330℃，烘烤出能被使用者吸食的本草气雾的本草香弹产品，目前市场上有 PNT、无为界、Freem、Healcier、Ccobato、喜科、AMOOOUR 等热销产品。

图 9：低温本草主要品牌

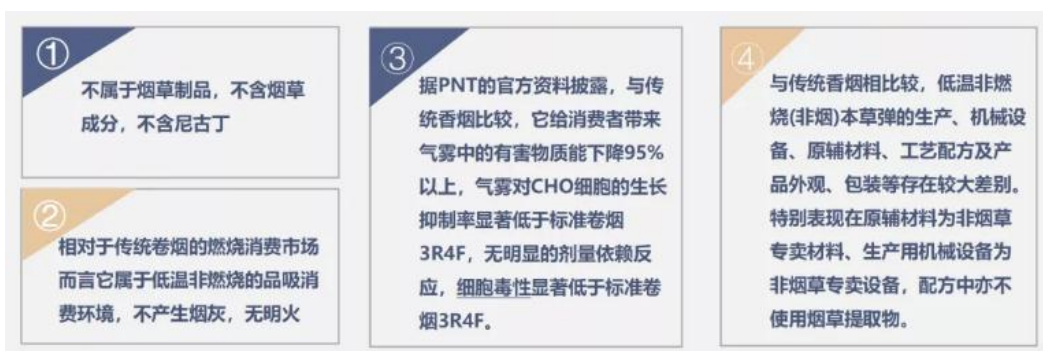


资料来源：IECIE、低温草本产业技术及应用现状研讨会、安信证券研究中心

低温本草产品与传统香烟相比，主要特点为：

- 不含烟草成分、尼古丁；
- 不产生烟灰、无明火；
- 有毒物质减少 95%以上；
- 生产材料、工艺不同。

图 10：低温本草产品特点



资料来源：IECIE、低温草本产业技术及应用现状研讨会、安信证券研究中心

低温本草使用基材包括茶叶、荷叶、薄荷、银杏叶和百合花等。而低温草本基材的工艺，主要分为薄片、颗粒、粉末。薄片含水量较高，在烟弹结构上考究降温工艺；市场上绝大多数都是颗粒类，对基材本身影响大，自身香气和特色不明显；粉末目前市场上较少，抽吸时会体现基材香气特点，可对多种基材混合使用，可扩展性强。



图 11：低温草本产品基本工艺



资料来源：IECIE、低温草本产业技术及应用现状研讨会、安信证券研究中心

低温本草不仅在日韩流行，现已扩张到十几个国家和地区，不断进步，今年低温本草出口量超 5 万件。低温本草是全新结构性改革产品，具有新的市场需求，先正处于市场与政策的窗口期，技术处于快速迭代发展初期。在未来，低温本草技术有望快速提升与成熟。

### 1.3. 趋势三：产品端“四新”——新品牌、新口味、新包装、新技术不断推出

梳理今年的电子烟展会，从产品端整体可以用“四新”概括：

(1) **新品牌不断亮相**。比如全球首家定位烟民的电子烟品牌福雾 FUWOO 在深圳电子烟展上首次亮相，是一家成立于 2020 年 3 月的新锐电子烟品牌，明确定位为只服务烟民，旨在为抽吸卷烟的烟民提供一种补充方案。展会现场，所展示的两款电子烟也只有烟草口味烟弹，没有任何水果味烟弹。

(2) **新口味推陈出新**。如中香香料首创了 CBD 口味烟油，两款还原 CBD 口味的香兰素烟油也是首次亮相。YOOZ 新口味番石榴首次推出，将在 9 月初上市。

(3) **新包装不断升级**。比如知名电子烟品牌铂德 Boulder 在深圳电子烟展上发布了全新费雪油、以星座命名颜色的 KATE 套装(首发配色 5 款)以及开放式的注油产品 GTR 套装(首发配色 10 款)。还有 ZIPPO 旗下电子烟品牌 VAZO 电子烟一次性新品 Lite 首次亮相，此外还有未上市的 ET 换弹产品塑胶系列、ET 换弹产品紫铜、仿古银、黄铜系列。

(4) **新技术提升品质**。比如聚为集团聚为还有自主研发的 uKERA 陶瓷发热体，抗干烧性能

强，HNB 新品 MYUZ 也首次亮相，大容量电芯，充满电能抽 18-20 颗烟弹，加热时间在 15s 左右。还有电子烟新锐 MYX 竟主推了旗下两大核心技术：天然植物雾化液与第五代陶瓷芯。

表 1：2020 年电子烟展新产品概况

公司	产品	具体介绍
悦刻	烟弹改版	8 月 23 日，悦刻方面发布烟弹改版通知，两款烟弹视觉标识进行了重新设计，将 RELX 明显放置在烟弹上，这样烟弹上就出现 RELX 和雾化芯供应链 FEELM 双品牌 LOGO，以前仅有 FEELM 单 LOGO。此次改版仅是标识改版，对烟弹结构并没有调整，不影响用户使用。
福雾 FUWOO	「如意」系列、「腾云」系列	全球首家定位烟民的电子烟品牌福雾 FUWOO 在深圳电子烟展上首次亮相，带来了「如意」和「腾云」系列两款新品电子烟。福雾是一家成立于 2020 年 3 月的新锐电子烟品牌，明确定位为只服务烟民，旨在为抽吸卷烟的烟民提供一种补充方案。展会现场，所展示的两款电子烟也只有烟草口味烟弹，没有任何水果味烟弹。
铂德 Boulder	全新费雪油、KATE 套装以及 GTR 套装	知名电子烟品牌铂德 Boulder 在深圳电子烟展上发布了全新费雪油、以星座命名颜色的 KATE 套装(首发配色 5 款)以及开放式的注油产品 GTR 套装(首发配色 10 款)。所有的设备均搭载费雪油。
中香香料	CBD 口味烟油、香兰素烟油	2020 年深圳电子烟展于 8 月 20 日-22 日在深圳会展中心召开，据中香的工作人员介绍，他们首创了 CBD 口味烟油，且是合法合规的，两款还原 CBD 口味的香兰素烟油也是首次亮相。
火器电子烟	沙芬、ammo Pro	8 月 21 日，电子烟品牌火器在深圳电子烟展上举行新品发布会，同时推出沙芬和 ammo Pro 两款新品，这也是继 7 月收购 NOS、意大利沙芬后，火器在 2020 年的首场新品发布会。此前，在收购 NOS 和沙芬电子烟时，火器就预告过将在深圳电子烟展会上同时发布两款新产品。
聚为集团	HNB 新品 MYUZ	8 月 20 日-22 日的深圳电子烟展上，聚为集团以 378 平米的展位面积，堪称本届展会的展王。另外，聚为还有自主研发的 uKERA 陶瓷发热体，抗干烧性能强。HNB 新品 MYUZ 也首次亮相，大容量电芯，充满电能抽 18-20 颗烟弹，加热时间在 15s 左右。
VAZO 电子烟	Lite、ET 换弹产品塑胶系列、ET 换弹产品紫铜、仿古银、黄铜系列	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，ZIPPO 旗下电子烟品牌 VAZO 电子烟一次性新品 Lite 首次亮相，此外还有未上市的 ET 换弹产品塑胶系列、ET 换弹产品紫铜、仿古银、黄铜系列。
极感电子烟	新款渐变色烟杆、两款新口味、极感一次性小烟	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，极感电子烟旗下新款渐变色烟杆首次亮相，此外，8 月份新推出的两款新口味也亮相，极感一次性小烟也出现在展位上。
YOOZ 电子烟	YOOZ 新口味番石榴	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，YOOZ 新口味番石榴首次推出，将在 9 月初上市。此外，YOOZ 方面称，20 号展会第一天，便签约代理商 100 多家。
MYX 竟	天然植物雾化液、第五代陶瓷芯	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，电子烟新锐 MYX 竟主推了旗下两大核心技术：天然植物雾化液与第五代陶瓷芯。
唯它	new bie2.0 版本的 49.9 快消换弹套装、max2.0 梦幻换弹套装	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，第六次参加深圳电子烟展的唯它电子烟发布了 newbie2.0 版本的 49.9 快消换弹套装，以及唯它 max2.0 梦幻换弹套装，269 元一杆三弹。max 烟雾量提升 25%，应用了最新独家的 CMF 外观工艺，天之境颜色是业内首次应用磁控光学镀膜技术，以及 AF 抗指纹镀膜层。
西素	西素 K1 限量款新品、11 款新口味烟弹、西素尖叫电竞特别版红蓝 CP	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，汉麻集团投资的西素 CISOO 电子烟推出了西素 K1 限量款新品，以及 11 款新口味烟弹，此外，西素尖叫电竞特别版红蓝 CP 也首次亮相。
小野	V1 换弹新颜色（紫色和香槟金）、V1 PLUS 特别版实木系列（胡桃木和梨木）	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，最为人们关注的电子烟品牌，小野是其中之一。展会上，小野推出 V1 换弹新颜色，紫色和香槟金。此外，小野还推出 V1 PLUS 特别版实木系列，包含胡桃木和梨木两种木质材料。
魔笛 MOTI	MOTI X、MOTI C	8 月 20 日-22 日深圳电子烟展上，魔笛 MOTI 电子烟带来了 MOTI X 和 MOTI C 两款首次亮相的新品。

资料来源：前瞻产业研究院、安信证券研究中心



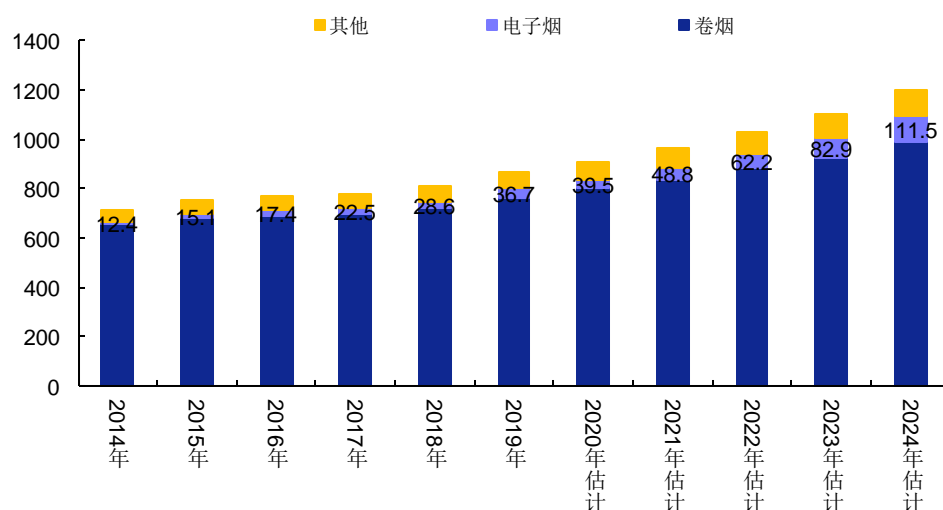
## 2. 电子烟是一门好生意？核心逻辑为高增长+低渗透率+技术升级

### 2.1. “高增长”：全球烟草产生结构性变化—传统卷烟销售增速放缓，电子烟行业以 24% 的复合增速高速发展

烟草制品主要包括卷烟、电子烟及其他（如斗烟、嚼烟、雪茄及鼻烟）。目前烟草市场主要由卷烟主导。卷烟是通过将切成丝的烟叶及烟草薄片卷入或装进圆筒型卷烟纸中制成。电子烟产品包括电子雾化设备（VAPE）及加热不燃烧设备（HNB）。大部分电子烟产品拥有一块电池、一个加热元件及盛放电子雾化液或烟杆的位置。

全球烟草制品的市场规模由 2014 年的 7157 亿美元增加至 2019 年的 8654 亿美元（CAGR3.9%）。根据弗若斯特沙利文预测，2024 年全球烟草市场或将达到 12020 亿美元，年复合增长率为 6.8%。在全球日益严格的控烟政策影响下，预期卷烟的零售量（尤其是传统卷烟）将持续下滑，而卷烟零售价格上涨及电子烟的出现将抵销整体销量下滑的影响。

图 12：全球烟草市场规模（十亿美元）

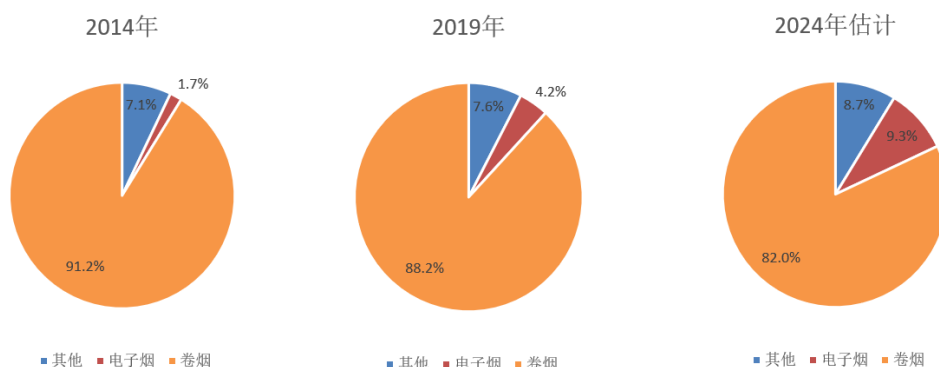


资料来源：弗若斯特沙利文、安信证券研究中心

近年来电子烟的兴起使得全球烟草市场产生内部结构性变化，但目前仍以卷烟为主导。2014 年全球卷烟占据整个烟草市场的 91.2%，这一份额在 2019 年下降至 88.2%，预计到 2024 年全球卷烟份额达到 82%，而电子烟全球市场份额或达到 9.3%。



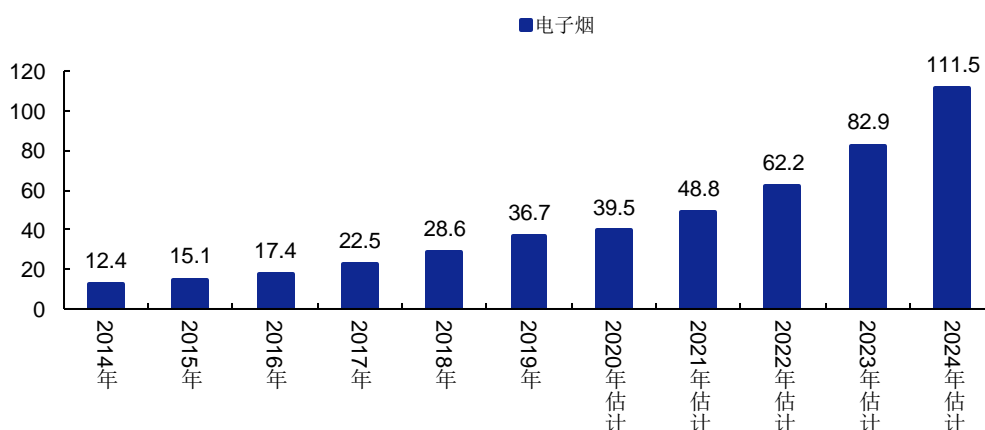
图 13：各类烟草制品的全球市场份额变化，电子烟明显增加



资料来源：斯摩尔国际招股书、弗若斯特沙利文、安信证券研究中心，注：其他包括斗烟、嚼烟、雪茄及鼻烟等。

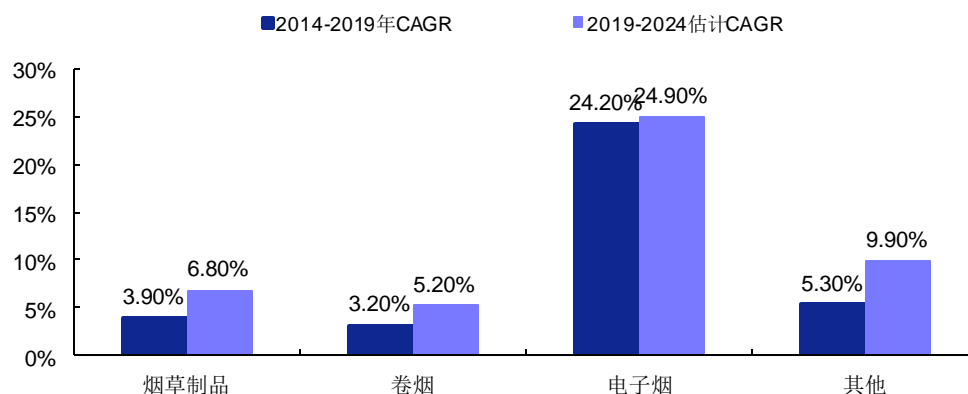
从全球烟草市场的细分领域来看，电子烟成为未来快速增长的行业。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年全球电子烟市场规模已达 367 亿美元，预计到 2024 年电子烟市场规模达到 1115 亿美元，年复合增速维持 24% 以上。相比而言，电子烟行业的增速遥遥领先卷烟和其他制品。

图 14：全球电子烟市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文、安信证券研究中心

图 15：全球烟草市场各类产品年复合增速



资料来源：弗若斯特沙利文、安信证券研究中心

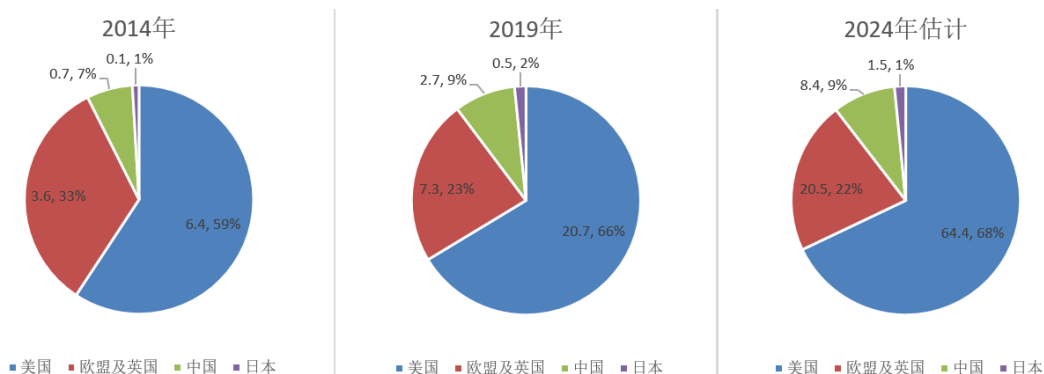
## 2.2. “低渗透率”：中国电子烟渗透率不足 1%，美国电子烟渗透率为 13%

2019 年 7 月国务院发布《健康中国行动(2019-2030 年)》中提到：健康中国重大行动之一：控烟行动。烟草烟雾中含有多数已知的致癌物，有充分证据表明吸烟可以导致多种恶性肿瘤，还会导致呼吸系统和心脑血管系统等多个系统疾病。由于控烟行动的影响，电子烟快速发展且成为烟草行业研发的新焦点。电子烟被视为传统烟草制品的理想替代物。电子烟是一种电池供电的设备，其设计通常与传统卷烟类似，并且当使用者从中吸气时会散发出雾化的电子烟雾化液。尤其是加热不燃烧设备及封闭式电子烟雾化设备日益占据更大的电子烟总市场份额。

电子烟的需求集中于北美及欧洲，而电子烟主要于中国制造，全球 90% 的电子烟乃于中国生产。而且，中国生产的 90 % 电子烟乃用于出口。中国电子烟制造行业集中于深圳，聚集逾 600 家电子烟公司。

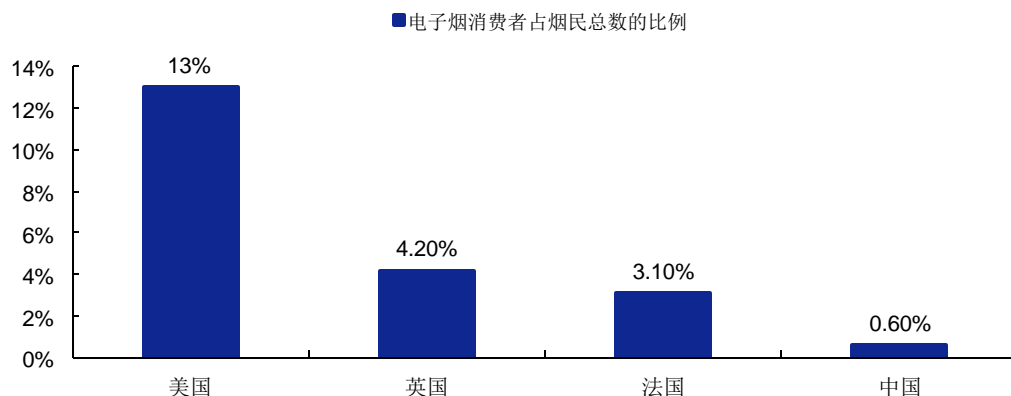
我国电子烟的渗透率仅 0.47%-0.63%。按出厂价格划分的收益而言，美国及欧盟占据电子烟雾化设备最大市场份额，2014 年美国电子烟市场份额为 59%，中国为 7%；2019 年美国市场份额扩大到 66%，中国为 9%。根据中国产业信息网，我国现有烟民 3.5 亿，占世界烟民总数的 1/3，但我国电子烟消费者约 150-200 万之间，占吸烟总人口的 0.47%-0.63%。

图 16：电子烟全球市场规模及份额划分（十亿美元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文、安信证券研究中心

图 17：各国电子烟渗透率



资料来源：中国产业信息网

### 2.3. “升级替代”：技术升级是长期趋势，电子烟设备以雾化设备占据主导，加热不燃烧设备逐渐兴起

电子烟和传统烟草相比，工作原理和所含成分的不同导致口感和释放物危害不同。整体而言，电子烟致癌物含量和焦油含量较低，释放危害较传统烟草较少，但由于不同类型的电子烟工作原理和成分、技术的不同，导致与真烟相比口感有所差异。

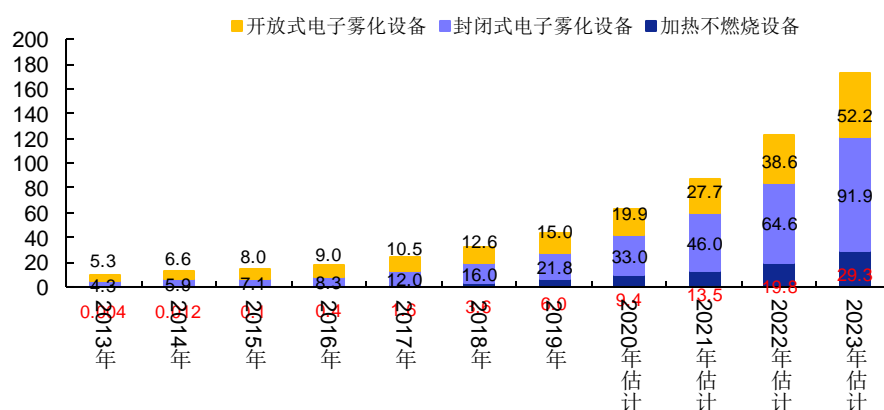
表 2：电子烟和传统烟草制品比较

比较项目	电子雾化烟	加热不燃烧电子烟	传统烟草制品
工作原理	雾化烟油	加热特制烟草但不燃烧	明火直接燃烧烟草
温度	170℃-200℃	350℃-600℃	800℃-1000℃
使用次数	一次或多次，可更换烟弹或烟油	多次，需更换烟弹	一次
口感	普通烟油与真烟口感相差较大	接近真烟口感	-
致癌物含量	较低	较低	较高
尼古丁含量	由烟油决定	较低	高
焦油含量	无	较低	高
对他人影响（“二手烟”）	较低	较低	较低
价格	较低	较高	较低

资料来源：世界烟草发展报告、蒸汽联、安信证券研究中心

电子烟设备主要可以分为三类：封闭式电子雾化设备、开放式电子雾化设备及加热不燃烧设备。全球电子烟市场中，封闭式电子雾化设备及开放式电子雾化设备仍占据电子烟市场的主导地位。从销售额占比来看，封闭式电子雾化设备的市场规模由 2013 年的 43 亿美元增加至 2018 年的 160 亿美元（CAGR30.3%）；开放式电子雾化设备的市场规模由 2013 年的 52 亿美元增加至 2018 年的 126 亿美元（CAGR19.6%）；加热不燃烧电子烟设备的市场规模由 2013 年的 4 百万美元增加至 2018 年的 36 亿美元（CAGR283.8%）。

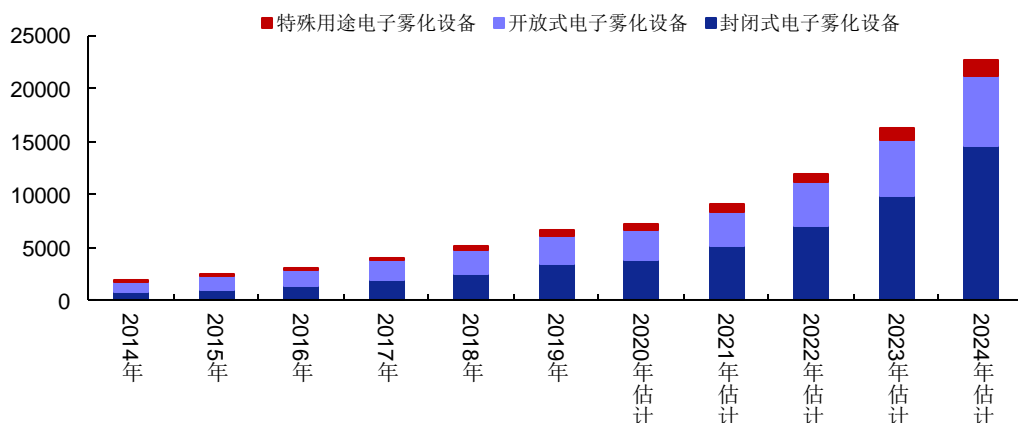
图 18：全球电子烟设备市场规模（十亿美元）



资料来源：斯摩尔国际招股书、弗若斯特沙利文

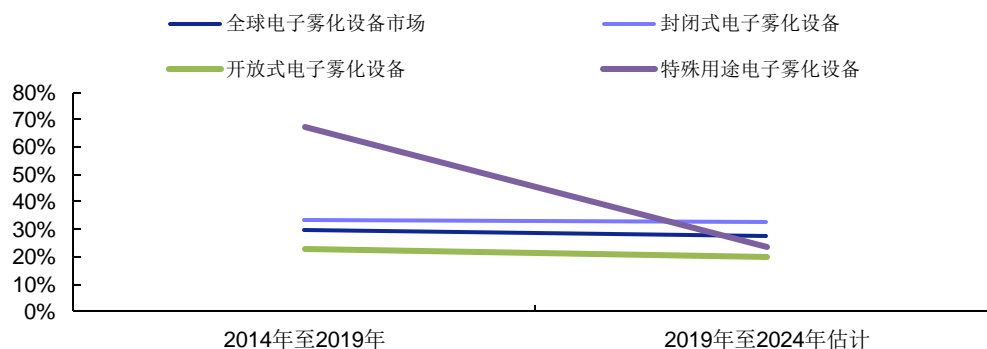
从电子雾化设备领域来看，封闭式电子雾化设备在 2019 年占据 59.3% 的市场份额，预期于 2024 年或达到 71.4%。而开放式电子雾化设备于 2019 年的市场份额为 40.7%，预期于 2024 年或达到 28.6%。

图 19：全球电子雾化设备市场规模（百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文、安信证券研究中心

图 20：全球电子雾化设备市场复合增速



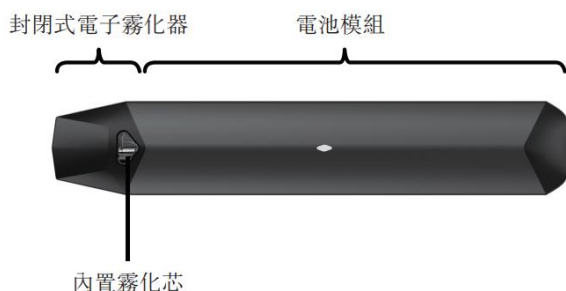
资料来源：弗若斯特沙利文、安信证券研究中心

### ➤ 封闭式电子雾化设备

封闭式电子雾化设备包括可充电封闭式电子雾化设备及一次性封闭式电子雾化设备，包括封闭式电子雾化器（雾化芯及电子雾化液）及电池。封闭式电子雾化设备易于使用，因其形状通常与笔或 USB 存储条相似，亦便于随身携带。封闭式电子雾化器一般可使用约 3 至 12 天。封闭式电子雾化设备的主流品牌为 Blu、JUUL、Logic、NJOY、RELX、Vuse 及 Vype。



图 21：封闭式电子雾化设备组成



资料来源：斯摩尔国际招股书、安信证券研究中心

图 22：封闭式电子雾化设备主流品牌



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

### ➤ 开放式电子雾化设备

开放式电子雾化设备使得使用者可更换发热丝及电池模组，且可自行购买不同电子雾化液注入该电子雾化设备。开放式电子雾化设备为使用者提供更多的个性化用户体验，各种类型的发热丝及电池模组可配合以满足各种个性化需求。就电子雾化液的选择而言，开放式电子雾化设备拥有更多灵活性。消费者需求的不断变化，如更高的烟雾量及更高的功率，促进了开放式电子雾化设备的发展。随着封装的发热丝及电子雾化设备套装等组件市场愈发成熟，开放式电子雾化设备将更加便于缺乏电子雾化设备方面知识的消费者使用。开放式电子雾化设备的主要品牌包括 Aspire、Ijoy、Joyetech、SMOK 和 Vaporesso。

图 23：开放式电子雾化设备组成



资料来源：斯摩尔国际招股书、安信证券研究中心

图 24：开放式电子雾化设备主流品牌

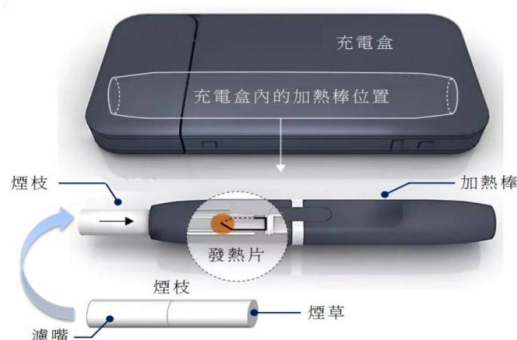


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

### ➤ 加热不燃烧 (Heat-Not-Burn, HNB) 设备

加热不燃烧设备使用电池供电的加热系统，该系统加热烟草而并非燃烧烟草以产生包含尼古丁及其他化学物质的雾化汽。与燃烧烟草相比，加热烟草产生的有害物质更少。Glo、IQOS、Jouz、Kungfu、Lil 及 PloomTech 是加热不燃烧设备的主要品牌。加热不燃烧烟草制品又被称为新型卷烟，主要利用外部热源加热而非点燃烟草，不同于以雾化烟液为主的电子雾化设备，HNB 更接近真烟。

图 25：加热不燃烧设备组成



资料来源：斯摩尔国际招股书、安信证券研究中心

图 26：加热不燃烧设备主流品牌



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

### 3. 全球电子烟政策变化：各国监管政策分化，行业集中度有望提升

#### 3.1. 全球电子烟主要市场政策分化

梳理全球各国对于电子烟的政策，可以看到分化比较明显。根据该国是否为电子烟的主要市场大致可以归纳为三类：

- **美国的电子烟监管以向 PMTA 申请为主**，同时纽约州、密歇根州、马萨诸塞州、华盛顿州、俄勒冈州、蒙大拿州等禁止调味电子烟的销售。欧盟和英国的电子烟监管较为有效，体制更为健全，将所有含有尼古丁的新型烟草产品纳入电子烟管理范畴，进入市场以申报为主。
- **日本对于电子烟则是无监管和严格监管兼而有之**，对于加热不燃烧（HNB）产品尚未有明确政策出台，但对于含尼古丁蒸汽电子烟却较为严格，目前暂无获批的含尼古丁蒸汽电子烟上市。
- **我国的电子烟监管政策仍在等待明朗**，目前禁止了线上购买渠道，电子烟的国标也正在酝酿之中。

表 3：世界主要国家电子烟政策

国家	简介
日本	对于蒸汽型电子烟（VAPE）和加热不燃烧（HNB）产品分开监管，对于蒸汽型电子烟的监管极为严格，禁止未经许可在液体中添加尼古丁，对于含有尼古丁的蒸汽型电子烟的进口、销售、制造、广告等需要申请并取得相应的许可，目前日本市场暂无获批的含尼古丁蒸汽电子烟，非尼古丁蒸汽型电子烟则不受监管
韩国	电子烟被认为是烟草产品，并受烟草管制立法的约束。韩国的电子烟零售价在世界上是最高的（税收高）。
美国	允许进口、销售、广告和使用。FDA 已在今年加强对电子烟销售的管制，以控制青少年滥用电子烟问题，并要求电子烟制造商在实体商店下架调味电子烟（纽约等 4 个州已经实施，加州法案已经通过）。
欧盟	允许进口、销售、使用和广告，将所有含有尼古丁的新型烟草产品纳入电子烟管理范畴，同时要求新型烟草产品制造商在其产品进入市场前，须向有关机构进行申报。
英国	允许进口、销售、广告和使用，电子烟受到全面有效监管。

资料来源：E-Cigarette Politics，安信证券研究中心整理

**表 4：美国近年电子烟监管发展**

时间	政策
2018 年 4 月 24 日	FDA 局长 Scott Gottlieb 宣布采取措施来减少青少年使用电子烟。
2018 年 9 月	FDA 局长 Scott Gottlieb 提到 FDA 将会重新审视 2017 年 7 月的《烟草和尼古丁监管的综合计划》中的将电子烟的 PMTA 延长至 2022 年 8 月 8 日政策。
2018 年 11 月	FDA 对电子烟实体店提出要求：销售时必须验证消费者的身份。
2019 年 3 月 14 日	FDA 发布声明，宣布将建议修订当前电子烟合规政策（2017 年 7 月版）。修订草案尤其针对调味的电子烟。
2019 年 4 月	FDA 允许菲莫国际（PMI）在美国销售其 IQOS 产品。
2019 年 7 月 12 日	美国马里兰州地区法院命令食品药品监督管理局将申请提交截止日期提前至 2020 年 5 月 12 日。
2019 年 9 月 25 日	FDA 发布提案，电子烟将被列入 PMTA 程序。
2019 年 11 月 26 日	美国纽约市通过香味电子烟禁令，2020 年 7 月起实施。
2020 年 4 月 22 日	考虑到新冠疫情的不利影响，PMTA 的截止日期将延长至 2020 年 9 月 9 日。尽管第四巡回上诉法院已驳回该上诉，但截止日期不受上诉影响。
2020 年 9 月 9 日	未提交烟草上市申请（PMTA）的电子烟企业将立即下架其在美国市场的电子烟产品，包括烟具、烟油、烟弹等产品。

资料来源：FDA、中国烟草科教网、安信证券研究中心

**表 5：英国近年电子烟监管发展**

时间	政策
2017 年 6 月 7 日	英国 PHE 发布《控烟计划：2017 年至 2022 年交付计划》，从政府部门、国家机构、当地合作伙伴层面具体阐明了监督英国烟草控制计划如何实现。
2017 年 7 月 18 日	英国卫生部发表政策文件“迈向无烟一代：英格兰烟草控制计划”，促进“无烟一代”的五年计划。
2018 年	英国允许在医院出售电子烟作为戒烟方式之一。
2018 年 11 月	加热不燃烧烟草制品作为一个新的分类纳入英国烟草税收体系，2019 年 7 月 1 日起生效。
2019 年 9 月 26 日	英国公共卫生部表示对电子烟的建议保持不变，电子烟并非完全没有风险，但危害远不如吸烟。
2020 年 3 月	英国公共卫生部在 2020 年 3 月发布的《英格兰的电子烟：2020 年证据更新摘要》指出，人们对电子烟的错误恐惧正在阻止许多吸烟者转用电子烟。
2020 年 5 月	根据《烟草制品指令》，薄荷卷烟自 2020 年 5 月 20 日起将不再在英国销售。

资料来源：英国公共卫生部、安信证券研究中心

**表 6：日本近年电子烟监管发展**

时间	政策
2018 年 7 月 18 日	日本参院正式通过《健康促进法》，对国民吸烟行为作出严格限制，将分阶段实施，并计划在东京奥运会召开前的 2020 年 4 月全面落实。但是允许使用加热不燃烧类产品。
2018 年 12 月	发布《警告和广告法规审查》，在 2020 年 7 月 1 日之前对烟草产品包装的警告声明进行更改，以及对烟草产品采取更严格的广告措施。
2020 年 4 月	日本负责医疗卫生和社会保障的厚生劳动省最近宣布了一项全面禁烟令，要求从 4 月 1 日起，餐馆和酒吧内禁止吸烟，包括可燃烟草产品（例如香烟和雪茄），但不包括电子烟。

资料来源：智研咨询、烟草在线

**表 7：韩国近年电子烟监管发展**

时间	政策
2015 年 1 月 1 日	韩国政府增加了每包 2000 韩元的烟税，烟价将提升至 4500 韩元左右
2016 年 12 月 23 日	烟盒上必须强制印制吸烟有害健康的警示图案和提示标语，并且占烟盒面积的 50% 以上，字体与颜色要与烟盒整体形成鲜明对比
2019 年 5 月 21 日	韩国政府公布了“烟草终局计划”，要求对所有烟草产品采用统一、简单的包装，并贴上更多的图形警示标签。
2019 年 10 月 23 日	在有关蒸汽型电子烟危害的检测结果出炉前，政府强力建议公众停止使用此类电子烟，并特别提醒儿童、青少年、孕妇、呼吸器官疾病患者和不吸烟人群切勿吸蒸汽型电子烟。然而，此次停止吸电子烟的建议措施并无强制力。福祉部计划修改《国民健康增进法》并尽快完成对电子烟危害性是否会引发肺部疾病的调查。

资料来源：韩国电子烟产业协会、烟草在线

### 3.2. 东南亚地区国家电子烟政策：各国政府态度迥异，或因电子烟发展两极分化

东南亚地区对于电子烟的监管态度分化差异较大：部分国家选择以“一刀切”的方式直接禁止电子烟，比如泰国、新加坡、老挝、越南、文莱和柬埔寨；也有一些国家将电子烟合法化，并视作“减害辅助工具”销售，比如印度尼西亚、菲律宾；同时也有国家政策尚不明朗，比如东帝汶、缅甸。

表 8：东南亚国家电子烟政策

	是否完全禁止	简介
印度尼西亚		2018 年 7 月政府宣布电子烟合法，并将 7 月 18 日定为电子烟节。销售需要申请牌照，并征收 57% 的税
菲律宾		2018 年 7 月政府通过“将电子烟作为减害辅助工具”的决议，电子烟被列为戒烟产品
马来西亚		禁止销售、进口和使用未经许可含尼古丁的电子烟，不含尼古丁设备不受监管
泰国	✓	携带、使用电子烟，最高面临 5 年监禁、50 万泰铢罚款；进出口、销售电子烟，最高面临 10 年监禁
新加坡	✓	禁止进口、分销、销售或者提供任何形式的电子烟产品
老挝	✓	2018 年 7 月的总统令老挝境内任何禁止进口、分销以及购买电子烟的行为
越南	✓	电子烟未获越南卫生部认可，属于违禁品
文莱	✓	禁止出售或进口电子烟
柬埔寨	✓	禁止销售、进口和使用电子烟
东帝汶		不明确，但有即将被禁止的趋势
缅甸		不明确

资料来源：蒸汽联

### 3.3. 其它地区电子烟政策

南美、北美、中东部分地区的电子烟市场仍未开放，对于新型烟草产品的监管力度极为严格，包括禁止电子烟产品的销售、分销及进口。

表 9：南美、北美、中东部分禁止电子烟产品的销售、分销及进口的国家

南美	巴西、阿根廷、乌拉圭
中东	伊朗、沙特阿拉伯
北美	加拿大

资料来源：E-Cigarette Politics，安信证券研究中心

### 3.4. 我国电子烟政策：启动电子烟专项检查行动，国标酝酿中

我国近年来各地区部门相继将电子烟纳入管理范围。国内开始打造健康、规范的电子烟环境，且电子烟产品未来可能会被作为烟草制品管制。虽然作为烟草制品管制会对电子烟带来一定限制，但是销售场景的丰富以及产品质量的提升，将更有助于产品在烟民中的逐步渗透。

2018 年 8 月 30 日，国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，此通告对电子烟的销售管理标准与卷烟一致。2019 年 1 月 1 日，最新修订的《杭州市公共场所控制吸烟条例》正式实施，电子烟和普通卷烟一样被列入禁烟范围。2019 年 6 月 26 日，《深圳经济特区控制吸烟条例》正式将电子烟纳入控烟范围。2019 年 11 月 1 日，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局联合对外发布了《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，明确提出不得向未成年人销售电子烟，不得通过互联网销售电子烟，不得通过互联网发布电子烟广告。



2020年7月13日，国家烟草专卖局召开了电子烟市场专项检查行动部署电视电话会议，从7月10日开始为期两个月的电子烟专项检查行动。

此次专项检查行动主要为及时解决目前出现的通过改头换面、变相销售诱导未成年人购买吸食电子烟的问题，有效保护未成年人身心健康。为此，国家烟草专卖局和国家市场监管总局决定开展专项行动，全面清理互联网电子烟售卖，全面强化对互联网平台的监督。具体专项检查任务为九项，包括全面清理违法销售渠道、虚假违法销售广告、清理中小学、少年宫周边等未成年人集中区域的电子烟自动售卖机等。

图 27：目前出现的电子烟销售乱象



资料来源：中国烟草《电子烟市场专项检查行动方案》

图 28：专项检查主要任务



资料来源：中国烟草《电子烟市场专项检查行动方案》

## ■ 分析师声明

诸海滨、罗丹声明，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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@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