

海外消费龙头巡礼系列（八）

烟草巨头领跑无烟减害，新型产业亟待监管落地

核心观点：

- **菲莫国际（PMI）是全球烟草巨头，据中国知名香烟品牌排行榜，其卷烟品牌万宝路多年占据卷烟销量榜第一。**万宝路通过广告策略精准定位打造品牌知名度，1975 年成为美国市占率最高的香烟品牌。PMI 通过并购扩大规模，完善烟草产品体系，全方位占领市场，20 世纪 80 年代初期即成长为世界第一大烟草公司。在全球禁烟背景下，为减缓对其他业务的不利影响，菲莫集团 2003 年更名为奥驰亚集团。
- **传统卷烟企业把握烟草减害产品发展方向。**在全球控烟环境趋严、全民健康意识逐步增强的背景下，传统卷烟销量趋于下降，菲莫国际多次收到吸烟受害相关的诉讼。2016 年，公司战略转型提倡“无烟未来”，布局一系列“无烟产品”并具体到资源分配及业绩等做出规划。据公司 2019 年综合报告，公司将 2019 年研发支出的 98% 和商业总支出的 71% 用于无烟产品，预期 2025 年新型烟草板块收入占比达到 38%，销量突破 2500 亿支。
- **公司旗下 IQOS 产品领跑新型烟草行业。**IQOS 四大平台新型烟草产品各有千秋，全方位发力并持续创新。据 PMI Science 官网，平台 1 和平台 2 是加热不燃烧烟草制品（HNB），平均可降低 90-95% 的 HPHCs 含量；平台 3 和平台 4 是蒸气式电子烟产品，通过不含 HPHCs 的气雾剂输送尼古丁。据公司 20Q2 季报，截至 2020 年 6 月，IQOS 已进入 57 个核心国家和地区的销售市场，使用者达 1540 万人，传统可燃式烟草用户转化率高达 72%。
- **美国新型烟草产品监管趋严，PMI 已获 PMTA 和 MRTP 认证。**美国现拟将电子烟和 HNB 视为烟草制品，由美国食品药品监督管理局（FDA）严格监管。FDA 2016 年发布的电子烟监管条例要求新型烟草产品取得烟草预上市申请认证（PMTA）、风险改进烟草产品认证（MRTP）。IQOS 通过双重认证，打开美国市场之门，品牌、产品、渠道三大要素齐聚，催化全球加热不燃烧产业链条。日本是 IQOS 主要销售市场，据季报披露，20Q2 IQOS 占据 HTU 日本市场份额 20%，同比增长 20.5%。
- **新型烟草产业链分工迭代，新机遇助益各领域企业发展。**国内市场覆盖新型烟草全产业链。HBN 基本将由中烟垄断，电子烟行业产销失衡。根据世界烟草发展报告，当前国内制造企业全球市场空间约 25 亿，预计 2020 年有望达到 40 亿美元。国内市场行业龙头尚未出现，渠道端长尾特性决定难以出现规模化企业。借鉴菲莫国际经验或有助于国内企业掘金全球烟草市场。
- **风险提示。**控烟趋势加剧；新型烟草市场接受度不足；政策不确定性风险；中烟公司产品研发未达预期等；电子烟发明专利等知识产权风险。

行业评级

买入

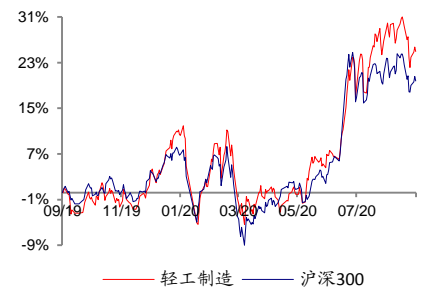
前次评级

买入

报告日期

2020-09-19

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

- | | |
|--|------------|
| 轻工制造行业 2020 年中报总结：家具回暖明显，造纸反转在即，文娱韧性凸显 | 2020-09-04 |
| 海外消费龙头巡礼（五）：从三大龙头角逐美国办公采购历史，展望齐心晨光广阔成长空间 | 2020-09-03 |
| 轻工制造行业：文化纸库存继续下降，预计需求回暖带动价格上涨 | 2020-08-17 |

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
思摩尔国际	06969.HK	HKD	37.15	2020/08/27	增持	41.67	0.50	0.75	74.30	49.53	63.46	42.85	79.73	54.14
劲嘉股份	002191.SZ	CNY	9.94	2020/08/23	买入	13.68	0.66	0.76	15.06	13.08	11.45	10.02	12.50	13.40
中烟香港	06055.HK	HKD	15.70	2020/05/19	无评级	15.52	0.53	0.58	28.05	25.47	25.75	23.23	25.75	26.46

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、菲莫国际（PMI），长青不衰的全球烟草巨头	5
（一）初创期（1847-1969）：远赴美国打开市场，精准定位打造品牌	5
（二）发展期（1970-2013）：积极并购多元经营，业务分割与剥离重塑品牌	6
（三）战略转型期（2014 至今）：转变理念创造无烟未来，IQOS 发力领跑新型烟草产业	7
二、PMI 领先布局，四大平台全方位发力新型烟草	11
（一）菲莫国际坚持创新，渐入佳境	11
（二）四大产品平台全方位推进减害	12
三、全球新型烟草发展情况	15
（一）美国领跑电子烟市场，本土新型烟草监管趋严	15
（二）新型烟草产品打开市场，拨云见日	17
四、全球分工迭代，产业链演化新机遇	20
（一）新型烟草产业链环环相扣	20
（二）国内市场基本覆盖新型烟草产业链	21
（三）产业链环节国内重点公司	26
五、借鉴菲莫国际成功经验，掘金全球烟草市场	29
（一）保持战略高度，布局抢占先机	29
（二）研发投入建立技术壁垒，专利覆盖保持先发优势	29
（三）对各国政策路径的把握	30
（四）建立品牌影响力，制定多元推广策略	31
六、风险提示	33

图表索引

图 1: PMI 股息变动趋势	5
图 2: 万宝路宣传广告变化	6
图 3: 全球吸烟率逐渐下降	8
图 4: 全球卷烟销量年趋降低	8
图 5: PMI 总出货量下滑	8
图 6: PMI 卷烟出货量逐渐下降	8
图 7: PMI HTU 出货量逐渐上升	9
图 8: PMI 产品市场份额	9
图 9: PMI HTU 产品各地区出货量 (亿单位)	9
图 10: PMI 无烟产品占研发支出情况	10
图 11: IQOS 使用人数持续增长	11
图 12: IQOS 逐渐拓宽市场推广范围	11
图 13: PMI 减害产品四大平台	12
图 14: 平台 1 产品结构	13
图 15: 平台 4 产品结构	14
图 16: 美国电子烟销售持续增长	15
图 17: 全球电子烟销售额	18
图 18: 菲莫国际 HTU 在日本市场所占份额	19
图 19: 菲莫国际 HEETS 在欧盟市场所占份额	19
图 20: 加热不燃烧制品产业链	20
图 21: 蒸汽式电子烟产业链	21
图 22: 全球 HNB 销售额逐年增长	23
图 23: 2018 年全球 HNB 主要地区销售额分布	24
图 24: 劲嘉股份电子烟领域布局	27
图 25: 中烟香港新型烟草出口业务流程	28
图 26: 菲莫国际减害产品销售收入持续上涨	29
图 27: 菲莫国际专利数量变化	30
图 28: 欧盟地区加热烟草销量增长迅速	31
表 1: 1992 年-2013 年菲莫主要并购事件	7
表 2: PMI 无烟产品研发和投资情况	9
表 3: IQOS 产品推广时间线	11
表 4: 烟草燃烧产生的主要有害物质	12
表 5: 美国对电子烟监管政策变化	16
表 6: 蒸汽式电子烟发展历程重大事件	17
表 7: 国内加热不燃烧制品主要政策梳理	23
表 8: 电子烟企业融资情况	25
表 9: 各国加热不燃烧产品监管政策梳理	31

一、菲莫国际（PMI），长青不衰的全球烟草巨头

菲利普莫里斯国际集团公司（Philip Morris International, 简称菲莫国际）是一家全球领先的国际烟草公司，总部设在美国纽约，营运中心设在瑞士洛桑。据公司官网资料，截至2020年8月，菲莫国际共拥有来自全球的约73500名员工，产品销往180多个市场，拥有数百万消费者。其卷烟品牌万宝路（Marlboro）风靡全球，已成为世界消费者眼中最具魅力和知名度的国际品牌之一，多年占据卷烟销量榜第一。据《财富》官网，在2020年《财富》世界500强排名中，菲莫国际排名第421名，是烟草行业唯一上榜的美国企业。同时，菲莫国际也带给投资者长期较高的股息收益率，自2008年从奥驰亚集团剥离并上市以来，PMI每年都增加其年度股息，总计增长154.3%，年复合增长率达到8.9%。

图1：PMI股息变动趋势



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

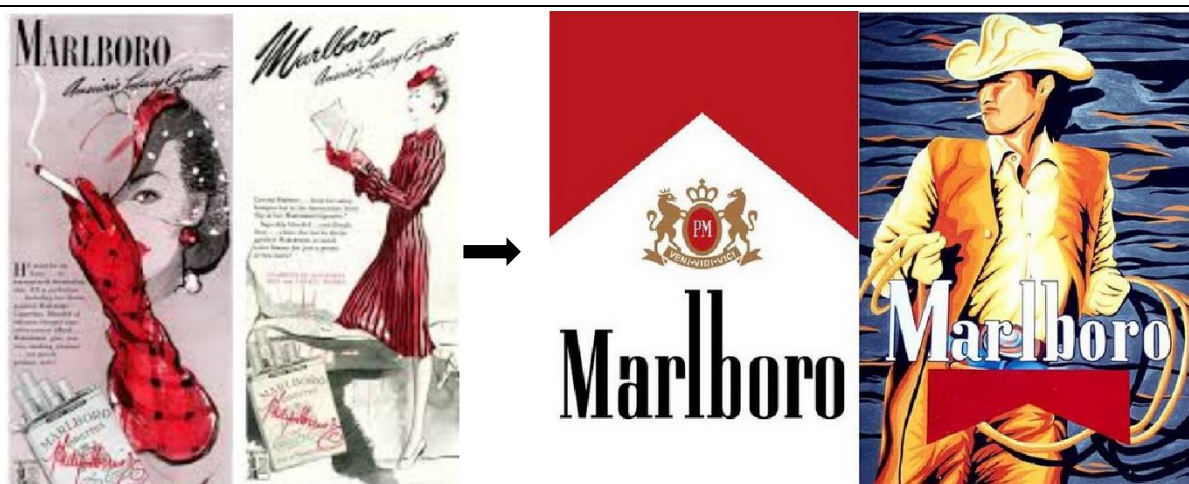
（一）初创期（1847-1969）：远赴美国打开市场，精准定位打造品牌

菲莫国际的历史可以追溯到1847年，烟草商菲利普·莫里斯（Philip Morris）在伦敦邦德街（Bond Street）上开了一家烟草店，并于同城的马尔堡街（Marlborough Street）生产卷烟，马尔堡之后也成为了菲莫的一种卷烟品牌名称。1901年，菲莫公司的投资者迁居美国弗吉尼亚，公司由此进军美国。1919年，投资者们联合成立了菲利普·莫里斯公司（Philip Morris Companies Inc.）。到1954年，菲莫并购了金边臣公司，一跃成为美国第五大烟草公司。

正确定位铸造品牌高度。万宝路的前身——马尔堡品牌在创立之初是一种女性卷烟，1908年，马尔堡品牌正式更名为万宝路，并在美国注册登记。最初万宝路的目标客户为女性，宣传语也是偏向于女性的“温和如五月（Mild as May）”。这样的广告语虽然突出了品牌个性，但也为扩大消费群体设置了障碍，因此万宝路销量平平，知名度也未能明显上升。1954年，万宝路彻底改变其品牌策略与广告策略，

将万宝路定位为“男子汉香烟”，宣传万宝路香烟带来的男子汉气概，并以粗犷、豪迈、有英雄气概著称的美国西部牛仔作为广告形象。这样的改变成为万宝路品牌，同时也是菲莫公司的重要转折点，1955年万宝路香烟在美国香烟品牌中销量排名跃至第10位，此后销量也迅速增加。

图2：万宝路宣传广告变化



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

1960年左右，菲莫公司进入美国200家大公司之列，并成为三大烟草公司之一。1975年，万宝路香烟销量超过当时持续领先的威斯顿香烟，成为美国市场中市占率最高的香烟品牌。

（二）发展期（1970-2013）：积极并购多元经营，业务分割与剥离重塑品牌

兼并收购持续扩大产品体系。1970年之后，菲莫公司着手完善产品体系，并大规模扩张国际卷烟市场。（1）菲莫通过收购其他国家的烟草公司或者与该国的国立烟草公司建立合作关系，开拓菲莫品牌卷烟的销售市场。（2）菲莫也会收购其他公司的主要品牌，借助其在本地市场的优势获得利润，如收购Liggett & Myers公司获得L&M品牌，收购UST公司拥有干杯和哥本哈根品牌。（3）菲莫国际还通过兼并收购拓展销售的烟草产品类别，从卷烟扩展到丁香烟、雪茄、无烟烟草产品等，如收购瑞典雪茄公司的雪茄业务、印尼三宝麟丁香烟公司，以扩充菲莫的烟草产品体系。

菲莫公司在收购时，倾向于收购对象公司的绝大多数股权，甚至全部收购，以取得对收购对象的控制权，便于收购之后重新整合，达到目标。通过以上的方

表1：1992年-2014年菲莫主要并购事件

时间	事件
1992 年	以 4.2 亿美元的价格收购了 Tabak AS 捷克公司的大部分股份
1994 年	以 600 万美元收购乌克兰 Kharkiv 烟厂 51%的股权
1996 年	收购葡萄牙塔巴克拉-安普里萨烟草公司 65%的股权，之后再次投资共计持股 99.15%
1998 年	收购 Liggett & Myers 公司的 L&M 品牌
1998 年	收购印尼 PT Perusahaan Dagang And Tresno Industries 的烟厂
2003 年	以 3.87 亿欧元收购塞尔维亚 Duvanska Industrija Nis (DIN) 公司 66.45%股权
2003 年	以 3.68 亿欧元收购希腊的 Papastratos 公司 76.5%的股权
2005 年	以 52 亿美元收购印尼三宝麟丁香烟公司
2005 年	菲莫与中国烟草在瑞士洛桑建立国际合资公司，双方各持有 50%的股份，万宝路获准在中国生产
2005 年	以 3.1 亿美元收购哥伦比亚烟草公司
2007 年	以 3.389 亿美元收购巴基斯坦的第二大烟草公司——拉克森烟草公司
2008 年	以 2.54 亿欧元收购帝国烟草在全球范围内的 Interval 细切烟丝商标权
2008 年	收购加拿大乐富门公司全部股份
2009 年	菲莫国际收购挪威领先的烟丝品牌 Petteroes 全球商标
2009 年	奥驰亚集团以 103 亿美元收购美国 UST 公司
2011 年	菲莫国际与越南国家烟草公司结盟，获得许可在越南生产万宝路品牌
2013 年	收购墨西哥烟草公司全部股份
2013 年	以 6.25 亿美元收购阿拉伯投资公司 49%股份
2014 年	收购英国电子烟公司 Nicocigs
2014 年	母公司奥驰亚以 1.1 亿美元收购销售电子蒸汽产品的绿烟公司

数据来源：PMI 公司官网，Altria 官网，Chicago Tribune，GAIN 葡萄牙烟草产品 2000 年年报，The Washington Times，Vietnam Investment Review，广发证券发展研究中心

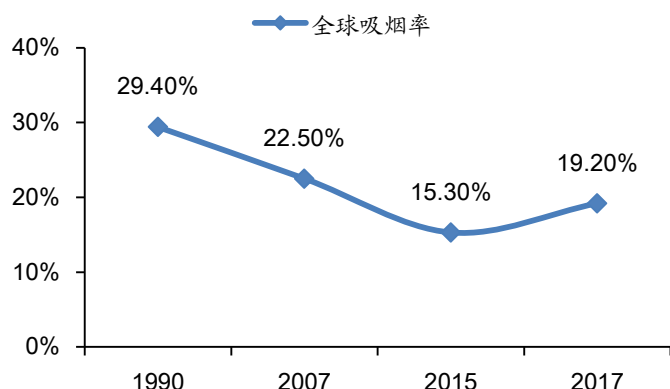
业务分割与剥离重塑品牌架构。随着90年代控烟运动的盛行，菲莫面临多项诉讼，虽然菲莫公司的业务涉及了食品、包装、金融等其他领域，但因为菲莫这个品牌与烟草的深厚关联，控烟人士常常将没有争议的菲莫其它产品和烟草产品联系在一起，导致公众心中对其它产品的品牌认同度较低。2003年1月，为了摆脱菲莫集团的名称长期与烟草相联系而带来的对其他业务的不利影响，菲莫正式更名为奥驰亚集团。集团业务划分为烟草、食品和金融服务三大块。其中，烟草方面分为菲利普·莫里斯美国公司 (Philip Morris U.S.A) 和菲利普·莫里斯国际公司 (Philip Morris International)，其他领域分为卡夫食品公司以及菲利普·莫里斯金融服务公司。2008年，为了进一步区分美国市场和国际市场，菲莫国际从母公司奥驰亚集团剥离。

（三）战略转型期（2014 至今）：转变理念创造无烟未来，IQOS 发力领跑新型烟草产业

战略转型“新型烟草”，积极开创“无烟未来”。传统卷烟对于身体健康的危害在最近数十年被不断提及，研究表明吸烟群体更有可能患上心血管疾病、肺癌等疾病。宣传及政府的控烟措施逐渐起效，全球吸烟率近年来呈下滑趋势，据世界卫生组织发布的《2019年全球烟草流行报告》，2007年至2017年，全球吸烟率从22.5%下降到19.2%；全球卷烟的销量也随之降低，从2013年的7246万箱下降到2019年的

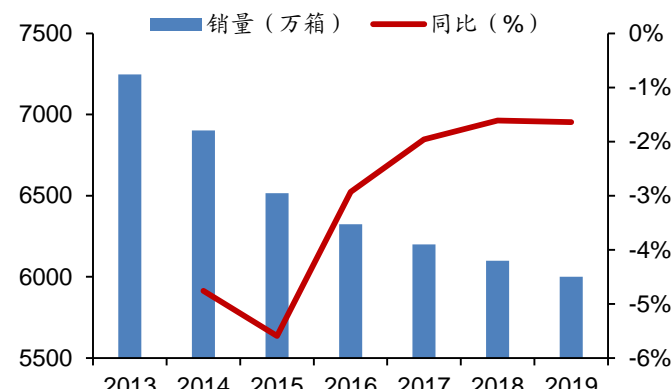
6000万箱，CAGR为-3.10%。

图3：全球吸烟率逐渐下降



数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

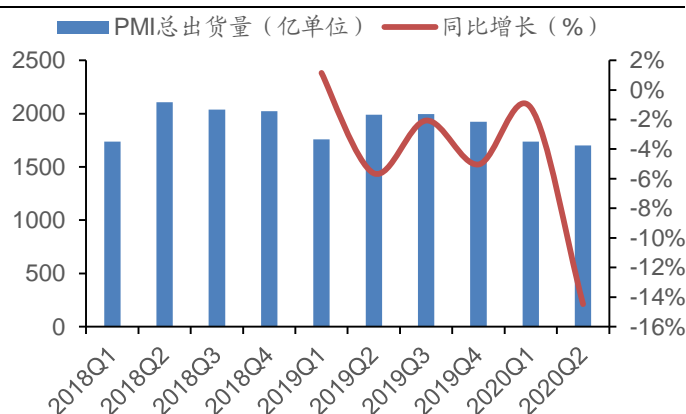
图4：全球卷烟销量年趋降低



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

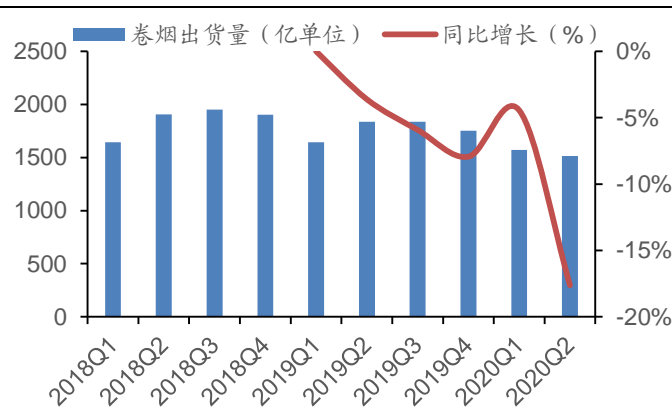
传统卷烟对人体产生危害的主要因素为烟草被点燃后，在高温下产生的尼古丁、香精等有毒化学物质气雾，并被人体吸入，从而造成危害。在全球控烟环境趋严、全民健康意识逐步增强的背景下，作为烟草巨头，菲莫国际的传统卷烟销量也趋于下降，自2018年以来各季度同比均为负增长，并多次收到吸烟受害相关的诉讼。为了应对这一趋势，菲莫国际及时把握减害产品这一烟草行业的必然发展方向，于2016年设立“无烟未来”的转型目标，以尽可能保持烟草口感同时降低烟草危害为目标，布局一系列“无烟产品”并具体到资源分配及业绩等做出规划。据公司官网，菲莫国际于2016年12月为IQOS加热系统和HeatSticks申请了MRTP认证，2017年5月提交了PMTA申请；2019年4月FDA授权一个平台1产品在美销售，2020年7月IQOS获同类产品第一个改良风险烟草产品（MRTP）授权。据PMI各季度报告披露，自2018年以来HTU产品出货量及全球市场份额占比逐步上升，其中东亚和澳大利亚市场占比最大。

图5：PMI总出货量下滑



数据来源：PMI 季报，广发证券发展研究中心

图6：PMI 卷烟出货量逐渐下降



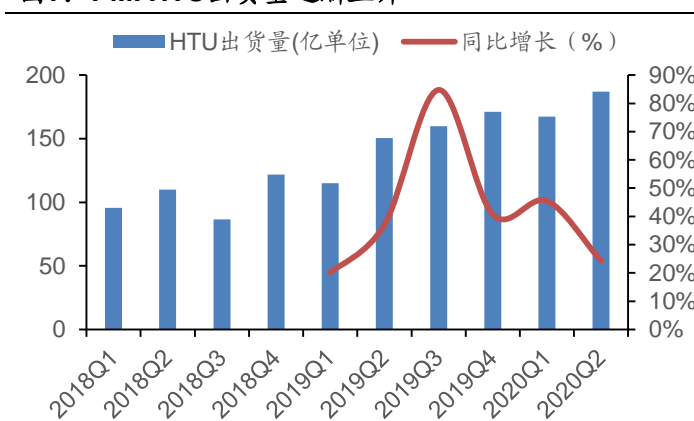
数据来源：PMI 季报，广发证券发展研究中心

表2: PMI无烟产品研发和投资情况

时间	事件
2002 年	开始研发无烟的低风险产品
2005 年	开始启动 “IQOS” 研发项目
2009 年	组建 400 多人的专家团队, 投资超 45 亿美元用于低风险烟草产品的研发和科学检验
2014 年	在意大利博洛尼亚投资 6.8 亿美元创建首个大规模新型烟草产品工厂
2015 年	在西班牙和以色列发布电子雾化产品 “Solaris”
2017 年	宣布在意大利和希腊建设新厂, 年底加热不燃烧产品产量达到 1000 亿支

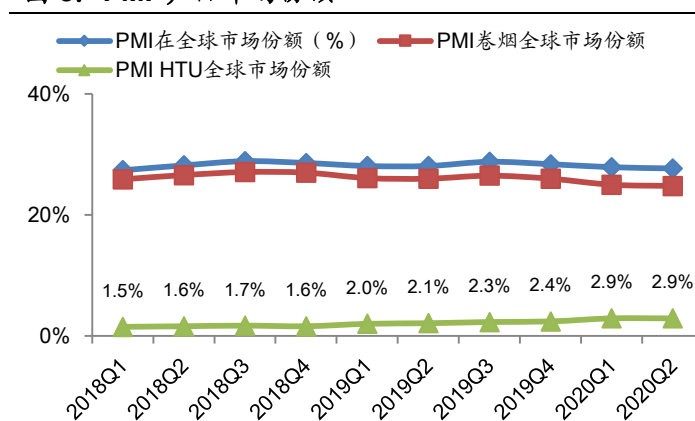
数据来源: PMI 官网, 烟草在线, 广发证券发展研究中心

图7: PMI HTU出货量逐渐上升



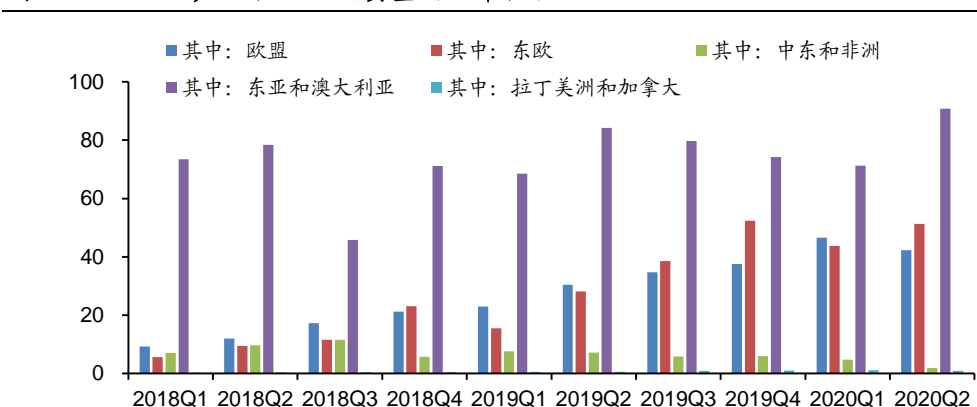
数据来源: PMI 季报, 广发证券发展研究中心

图8: PMI 产品市场份额



数据来源: PMI 季报, 广发证券发展研究中心

图9: PMI HTU产品各地区出货量 (亿单位)

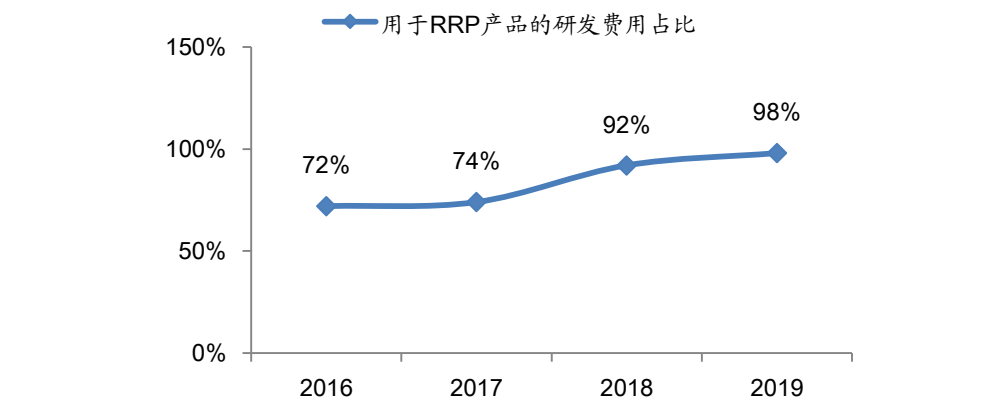


数据来源: PMI季报, 广发证券发展研究中心

据公司官网, 自2009年起, 菲莫国际聘请了400多名科学家和行业专家, 共投资超过45亿美元用于降低风险产品 (RRPs) 的研发和科学研究。2014年公司投资约6.8亿美元在意大利建立其首个RRPs工厂。同年, 公司在意大利米兰和日本名古屋推出加热不燃烧烟草产品IQOS。据公司2019年综合报告, 2016和2017年, 菲莫国际均把超过70%的研发支出分配到降低风险产品上; 2018年RRPs的研发费用占比

达到92%，用于包括设备研发、产线设计等模块；PMI在2019年更是将研发支出的98%和商业总支出的71%用于无烟产品。大幅的研发投入足见菲莫国际对推出新型烟草产品和达成无烟未来目标的决心及信心。

图10：PMI无烟产品占研发支出情况



数据来源：PMI年报，广发证券发展研究中心

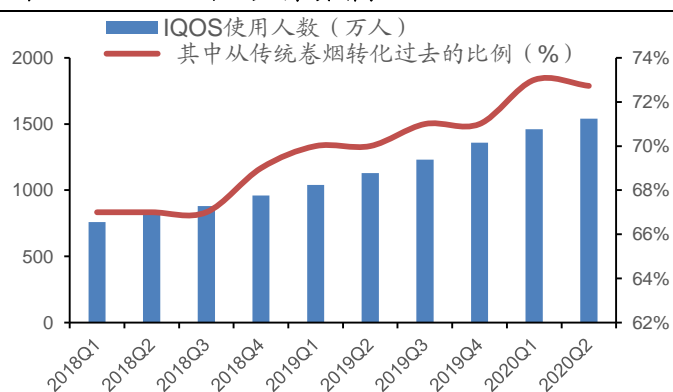
在公司官网披露的《2019年综合报告》中，菲莫国际发布了对于无烟未来目标的进度预期：2025年，公司新型烟草板块收入占比达到38%，销量突破2500亿支，全球至少有4000万由传统卷烟转化而来的无烟产品使用者，市场上至少有30%的产品将来自无烟产品，同时提出了在许多国家卷烟可以在10到15年内结束销售的观点。

二、PMI 领先布局，四大平台全方位发力新型烟草

（一）菲莫国际坚持创新，渐入佳境

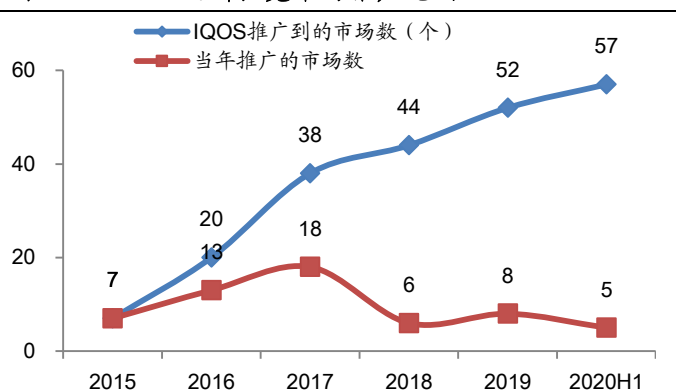
菲莫国际一直着力于创新加热不燃烧烟草制品以替代传统烟草。据公司2019年综合报告，早在1998年，菲莫国际在美国推出第一代电子加热型烟草产品Accord，在日本市场推出Oasis；2006年，公司于瑞士及澳洲推出第二代电加热型产品Heatbar。但由于以上产品的外观及口味无法满足消费者使用感上的需求，导致市场接受度较低。2014年，菲莫国际的加热不燃烧烟具以品牌名IQOS发布，并在日本名古屋和意大利米兰试点销售；2018年在日本东京推出IQOS 3和IQOS 3 MULTI并全球推广；2019年推出IQOS3 DUO，提高了续航能力，产品换代为公司带来新的增长动力。根据PMI 20Q2季报，截至2020年6月，IQOS已进入57个核心国家和地区的销售市场，IQOS的使用者已达到1540万人，其中约有72%的用户使用IQOS产品后停止了吸食传统可燃式烟草。

图11: IQOS使用人数持续增长



数据来源：PMI 季报，中国烟草，广发证券发展研究中心

图12: IQOS 逐渐拓宽市场推广范围



数据来源：PMI 季报，广发证券发展研究中心

目前公司的发展重点集中在加热不燃烧制品，同时也积极推进电子烟产品研发。2014年菲莫收购电子烟品牌Nicolites，2016年11月在英国推出IQOS MESH，作为首款蒸汽式小烟产品正式进军电子烟领域，在2018年发布新一代IQOS MESH，其烟弹品牌为VEEV，创新采用网状加热元件，全面监测蒸汽更易控温，提供稳定口感。

表3: IQOS产品推广时间线

时间	事件
2014 年	IQOS 在日本名古屋和意大利米兰首次推广上市
2015 年	IQOS 在日本、意大利、葡萄牙、罗马尼亚、俄国及瑞士境内主要城市推广
2018 年	在日本、韩国和俄罗斯成功推出 IQOS 3 和 IQOS 3 MULTI，并全球推广； 在英国试点推出平台 4 产品 IQOS MESH，进军蒸汽式小烟领域
2019 年	推出 IQOS 3 DUO； 通过美国 PMTA 审查后，FDA 允许 IQOS 进入美国市场
2020 年	平台 4 产品 IQOS VEEV 上市；
2021 年	预计年底完成平台 2 产品 TEEPS 的用户测试

数据来源：PMI 2019 年综合报告，PMI 2019 年年报，广发证券发展研究中心

(二) 四大产品平台全方位推进减害

研究表明，香烟烟雾的毒性和致癌作用是由烟草燃烧产生的有害和潜在有害成分(HPHCs)而不是尼古丁产生的,但是尼古丁具有成瘾性。如果将烟草加热到250°C以上，则可以释放出与香烟烟雾中相似的尼古丁含量。同时，由于未将烟草加热到350°C以上，因此产生和吸入的HPHCs大大降低。

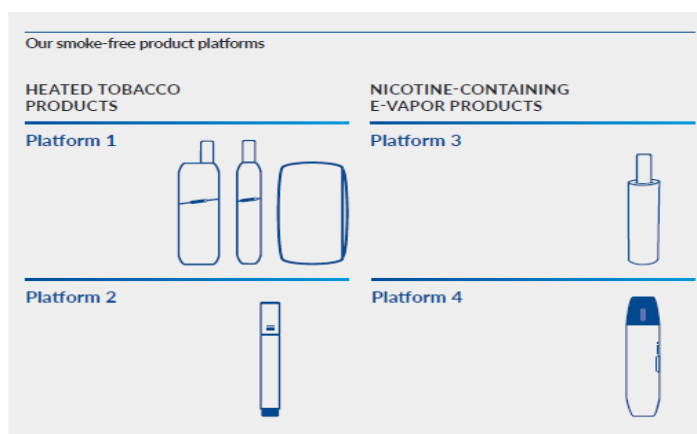
表4: 烟草燃烧产生的主要有害物质

有害物质	对人体的伤害
尼古丁	促进血小板粘附与聚集，形成血栓； 干扰脂质代谢过程，促使动脉硬化，使动脉壁中层增厚； 刺激交感神经，使人上瘾或产生依赖性，难以戒烟。
焦油、甲醛、稠环芳烃、胺类、重金属及其它放射性物质	含有致癌物及促癌物，诱发基因突变。
一氧化碳	使血红蛋白丧失携氧的能力和作用，长期吸烟会使人体处于慢性缺氧状态，缺氧会导致器官受损
氮化物、烯烃类	对呼吸道黏膜有刺激作用。

数据来源：中国香烟网，广发证券发展研究中心

菲莫国际的减害产品研发共分为四个平台多线推进。平台1和平台2是加热不燃烧烟草制品（HNB），平台3和平台4是蒸气式电子烟产品。平台1和平台2即运用热控技术,加热烟草至250-350°C之间,与传统香烟相比,平均可降低90-95%的HPHCs含量。平台3和平台4产品中则不包含烟草，而是通过不含HPHCs的气雾剂（例如：甘油）输送尼古丁。四个平台均以IQOS作为品牌名，以IQOS热控技术作为核心科技，构筑全方位的减害产品线。

图13: PMI减害产品四大平台



数据来源：PMI 2019年综合报告，广发证券发展研究中心

平台1产品为电加热烟草制品，以锂电池作为电源，插入特别设计的烟弹后，使用电控陶瓷加热片在特定温度范围内（不超过350℃）加热烟草，产生含尼古丁的气溶胶，使用者通过吸嘴吸入。采用这种加热方式平均可以减少烟雾中95%的有害及潜在有害成分。在菲莫国际新推出的产品中，IQOS 3、IQOS 3 Multi和IQOS 3 DUO等主力产品均属于平台1。据PMI 2020年7月投资者报告，平台1产品所使用的烟弹HEETS位列2019年全球前15大品牌，在全球市场的占有率达到2.2%，公司内部品牌销量排名第三，仅次于卷烟品牌Marlboro和L&M。

图14：平台1产品结构



数据来源：PMI官网，广发证券发展研究中心

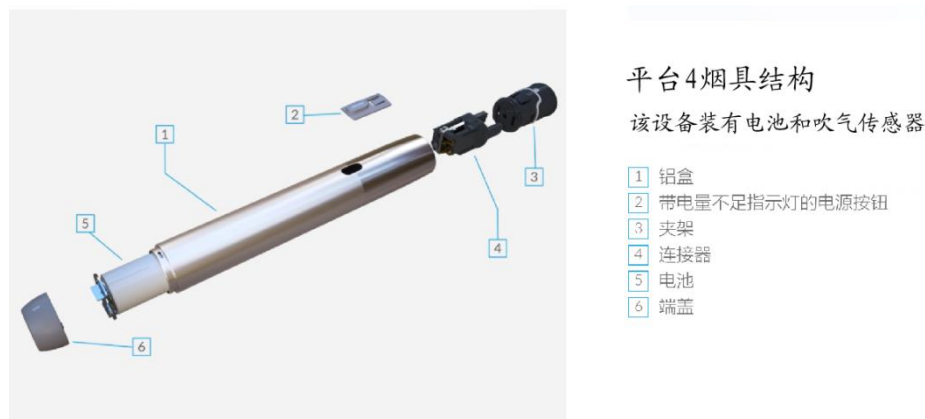
平台2产品为碳加热烟草制品（CHTP），同样是控制烟草加热温度范围，但平台2不依靠电子设备来操作和控制烟草的温度，而是需要使用者用火柴或打火机点燃尖端的碳热源，热量便可从尖端传递至烟草，使用方式与传统卷烟一致。与平台1一样，热源与烟草物理隔离，使烟草的温度不会超过350℃，产生的是含尼古丁的气溶胶，与传统卷烟相比，平均可以减少烟雾中95%的有害及潜在有害成分。平台2使用的烟弹品牌为TEEPS。据PMI 2019年年报，平台2产品于2017年12月在多米尼加共和国进行了小规模的城市试点，截至2019年仍在进行临床和非临床评估计划，预计2021年初完成消费者测试。

平台3产品是含尼古丁的电子烟，以尼古丁盐作为尼古丁源，而无需烟草燃烧或加热，采用非电控加热路径作为热源。将配套烟弹插入烟具中，含有尼古丁盐的粉末被雾化，使用者通过呼吸吸入气雾。据公司2020年7月投资者报告，平台3产品预计2020年底完成消费者测试。

平台4产品同样为电子烟，以电子烟液作为尼古丁源，以锂电池作为电源并采用电控MESH加热器作为热源。传统的电子烟使用棉芯吸入含尼古丁的溶液，以线圈方式缠绕于加热元件上进行加热，随着使用者的抽吸，加热器的温度可能会显著变化，且当液位低时产生气雾的化学性质可能会改变，含有更多的有害化学物质。菲莫国际的平台4产品针对以上问题，进行了研发创新，开发出MESH加热器，热控系统和低液体检测系统。根据PMI Science官网，平台4产品以网状材料增加加热的表面积，加热更均匀，同时运用热控技术，将温度稳定于200-220℃之间，减少与抽吸强度的

相关性；低液位检测系统监测液位，如果下降到一定水平以下，系统将切断MESH加热器的电源，从而消除“干烟”。根据2019年公司综合报告，2018年平台4产品在伦敦进行试点销售。

图15：平台4产品结构



数据来源：PMI官网，广发证券发展研究中心

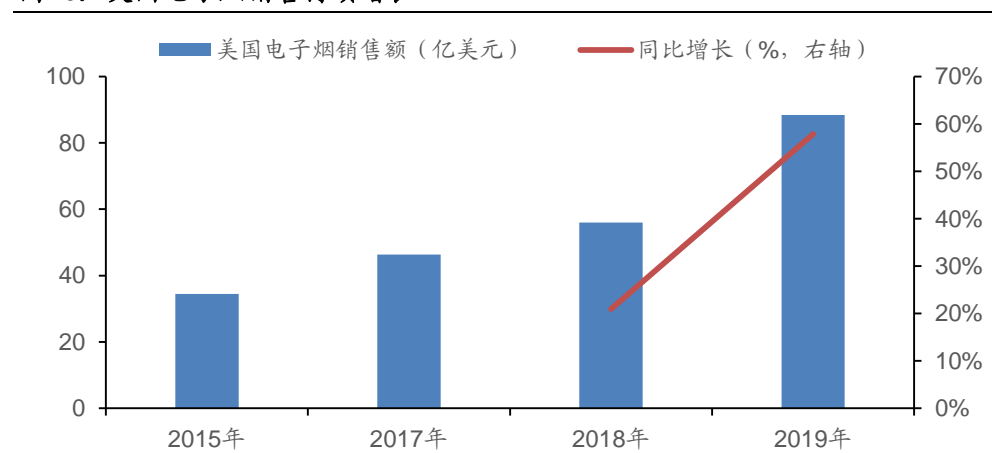
菲莫国际致力于运用不同的产品形式、技术和使用体验，扩展其RRP产品组合，扩大竞争优势。目前，菲莫国际的加热不燃烧产品具有明显的技术和市场优势，据公司季报，2020年一季度IQOS转化率高达73%。公司计划快速扩大规模，把IQOS打造成同类产品中最具公信力的品牌，同时充分利用技术加速，将领先优势扩大至蒸汽电子烟。

三、全球新型烟草发展情况

（一）美国领跑电子烟市场，本土新型烟草监管趋严

自2003年韩力发明第一支电子烟之后，美国的电子烟市场就处于强势增长的趋势中。2011年，美国最高法院判定食品药品监督管理局（FDA）禁止进口销售电子烟败诉，认定电子烟属于烟草类产品而非医药产品，促使电子烟在美国快速发展。据世界烟草发展报告，2015年美国电子烟销售额34.5亿美元，2019年销售额增长到88.4亿美元，同比增长57.9%，是全球最大的电子烟消费市场。

图16：美国电子烟销售持续增长



数据来源：世界烟草发展报告，广发证券发展研究中心

但同时，电子烟的质量安全问题一直为民众所担忧，甚至一度将FDA推向风口浪尖，美国对电子烟的销售监管，特别是对青少年的禁售管控也越趋严格，FDA于2016年出台电子烟监管政策。2019年6月，旧金山通过提案禁止在该市销售和分销电子烟，直至FDA完成其对公众健康影响的评估，旧金山也成为美国第一个全面禁售电子烟的城市。据美国青少年吸烟状况调查结果，2019年美国中学生电子烟使用人数激增至530万，增幅高达39.5%，为了限制青少年使用电子烟，2019年年底美国总统签署法令将购买烟草产品的最低年龄由18岁提高到21岁。相比于搭上了FDA宽松的监管政策顺风车的电子烟，后发的加热不燃烧烟草制品在美国的发展则一开始就重重受阻。

表5: 美国对电子烟监管政策变化

时间	政策走向	重要事件
2009-2010 年	FDA 试图针对电子烟采用药品吸食器监管, 最终没有成功	2009 年 6 月, 奥巴马签署《家庭吸烟预防和烟草控制法》, FDA 正式拥有烟草业管辖权力
2011-2015 年	FDA 针对电子烟采用烟草监管	2014 年 4 月, FDA 公布电子烟的拟议条例, 美国部分州将室内禁烟范围扩至包含电子烟; 禁止向 18 岁以下未成年人出售电子烟
2016 至今	电子烟监管政策明朗化, 加速行业规范	2016 年, FDA 新规将电子烟纳入烟草制品监管, 电子烟每个口味都需要通过 PMTA 审核才可上市, 新的监管框架推迟至 2022 年执行

数据来源: 蒸汽联, 中国法院网, 广发证券发展研究中心

FDA态度决定监管方向。美国现将电子烟和HNB视为烟草制品, 受到美国食品药品监督管理局 (FDA) 严格监管, FDA 是美国专门从事食品与药品管理的最高执法机关, 其认证是各大厂商产品品质的保证, 我们认为FDA的审批具有较强的国际示范效应。2016年5月, 美国FDA发布电子烟监管条例, 该项规定主要有烟草预上市申请 (Premarket Tobacco Product Application, PMTA)、风险改进烟草产品 (Modified Risk Tobacco Product, MRTP)、和列明潜在有害气体成分三个关键点组成。

其中PMTA是一项须经FDA审核、针对所有新型烟草制品的申请, 取得该申请后新型烟草产品可以在美国上市销售。通过PMTA意味着, FDA在权衡收益和风险后认可该新型烟草在保护公共健康方面起到合理作用。MRTP指新型烟草制造商需向FDA证明该产品的危害小于传统香烟, 属于低风险产品, 并由烟草产品科学咨询委员会 (TPSAC) 提供建议; 即新型烟草制品如果需要在美国上市销售同时要宣传比传统烟危害更小, 必须通过MRTP的申请, MRTP申请相对于PMTA难度更大, 一旦通过, 将大幅提升产品市场影响力, 且显著减免公司税收负重。

PMI已获PMTA和MRTP认证。为获FDA认证, PMI先后提交PMTA和MRTP申请。2019年4月30日, FDA完成对PMI的PMTA审查, 授权其可以在美国销售一种品类的IQOS。2020年7月8日, IQOS正式通过了FDA作为改良风险烟草产品 (MRTP) 进行销售的审核, 正式作为减害产品在美国上市销售。IQOS通过PMTA和MRTP双重认证, 打开了美国市场之门。根据公司战略, 在美国的IQOS商业化将与Altria合作完成。据菲莫国际公司年报, 2019年公司与Altria的订单记入拉丁美洲与澳大利亚市场, 带动其市场2019年同比增长103%。

菲莫国际烟草品牌在美国素有良好口碑, IQOS产品实力在其他市场已获得验证, 且母公司奥驰亚集团具备强大的渠道能力。美国市场已品牌、产品、渠道三大要素齐聚, 催化全球加热不燃烧产业链条。

(二) 新型烟草产品打开市场，拨云见日

1. 蒸汽电子烟五十载风雨

据《全球电子烟市场发展、主要争议及政府管制》，蒸汽式电子烟最早可追溯到上世纪六十年代。1963年，美国工程师赫伯特·吉尔伯特（Herbert A. Gilbert）申请并获得了一项“无烟气、非烟草卷烟”专利（专利号US3200819A），工作原理即通过加热尼古丁溶液，并产生带香味的蒸汽气体，是第一支电子烟的原型。1967年，曾有多家公司尝试生产这种电子烟，但在技术上、商业上始终未获得成功。直到2003年，中国人韩力申请并获得了“一种非可燃性电子雾化器香烟”的发明专利（专利号031111734），利用电池供电，将烟草提取物通过低温雾化技术雾化成雾状的液滴供人抽吸的装置。现代意义上的首款电子烟开始通过北京如烟公司进行生产销售。然而2006年，央视曝光了如烟戒烟效果造假，要求进行管制，此事之后其国内销售额大幅受挫。而后，因国外公共场所禁烟力度更强，电子烟逐渐转为出口。2012年，美国最高法院判定FDA针对电子烟销售的禁令败诉，美国电子烟市场由此开启，并迅速成长为全球第一大电子烟市场。

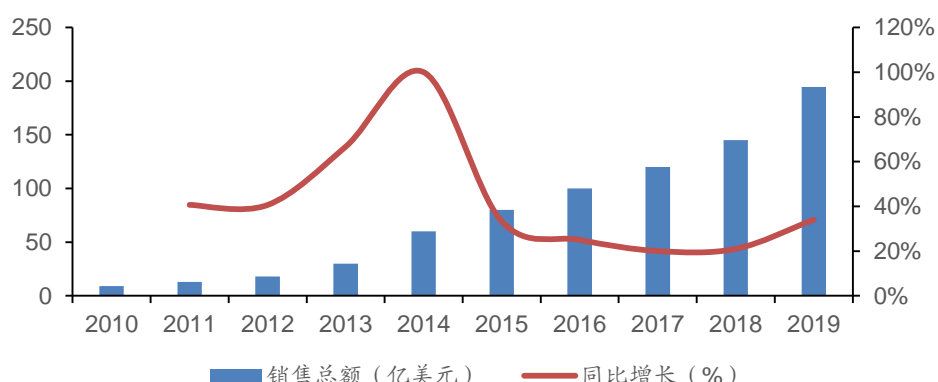
表6：蒸汽式电子烟发展历程重大事件

时间	事件
1963 年	美国人赫伯特·吉尔伯特发明了一种“无烟气的非烟草香烟”。
1967 年	数家公司尝试生产该款电子烟，但均无功而返。
2003-2004 年	2003 年中国药剂师韩力发明了真正现代意义上的电子烟，2004 年该产品在国际上首次实现量化生产和销售，由如烟公司生产销售，并开始向海外出口。
2006 年	央视曝光如烟公司戒烟效果造假，其销售大幅受挫，因国外公共场所禁烟力度更强，电子烟逐渐转为出口。
2009-2011 年	深圳成为电子烟产业的主力。
2012 年	美国最高法院判定 FDA 禁止销售电子烟败诉，美国电子烟市场开启。
2014 年	美国市场容量增至 25 亿美元。

数据来源：国家烟草专卖局经济研究所《全球电子烟市场发展、主要争议及政府管制》、广发证券发展研究中心

据世界烟草发展报告，2010年全球电子烟的销售额仅为9.1亿美元，通过2013年前后美国市场打开带来的强势增长，2017年，全球电子烟销售首次突破100亿美元大关。之后电子烟增速一直保持在20%-40%之间，2019年，全球电子烟销售额达到194.6亿美元，预计2020年可突破200亿。

图17：全球电子烟销售额



数据来源：世界烟草发展报告，广发证券发展研究中心

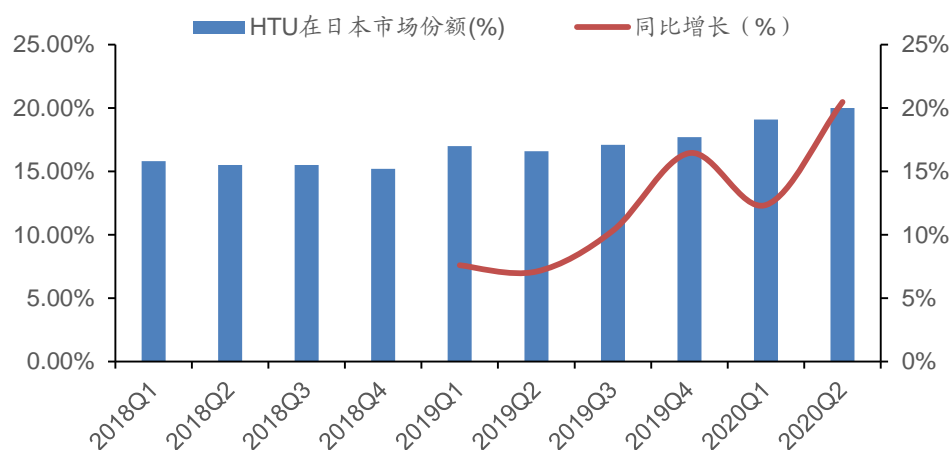
2. 加热不燃烧烟草制品革故鼎新

1988年，全球首款加热不燃烧产品Premier由美国雷诺烟草公司（现已成为英美烟草子公司）研发，Premier的烟草中含多达50%的烟油，通过碳制加热棒析出尼古丁，但由于操作不便、口感欠佳等问题退出市场。1998年，菲莫烟草研发出第一代电加热型产品EHCSS-E（Accord），Accord具有内含电池供电加热的装置，装置含铁铝合金加热片，使用时，将Accord无滤嘴烟草制品插入装置，通过抽吸来启动。2014年，菲莫国际推出代表产品IQOS，首先在日本名古屋和意大利米兰上市。2020年，IQOS已经在全球57个核心国家和地区的销售市场发售。

日本为世界第一大加热不燃烧烟草消费国，是IQOS的主要销售市场。根据菲莫国际季报披露，2020年Q2公司占据HTU日本市场份额20%，同比增长20.5%，但由于消费者转换速度放缓，销售额增速亦放缓。同时，韩国加热不燃烧烟草制品市场逐渐兴起，大规模的营销加速了加热不燃烧烟草制品的市场渗透，2018年销售额约21.2亿美元，增速迅猛。

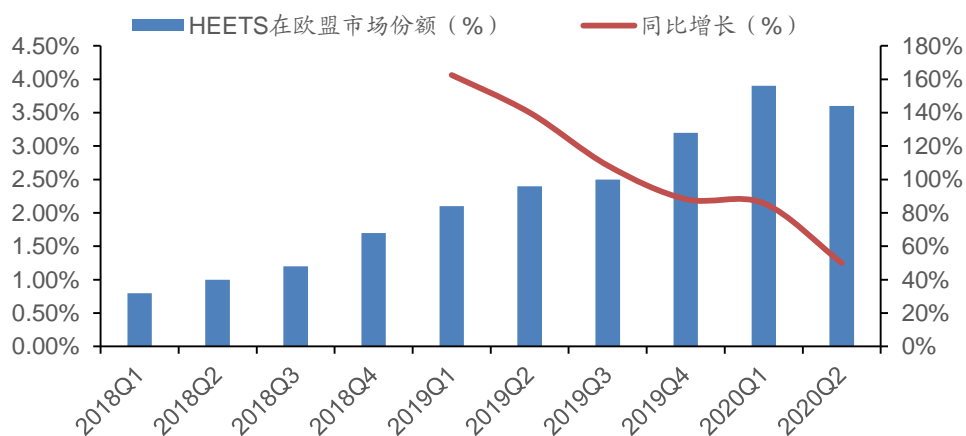
而欧洲各国加热不燃烧烟草的市场规模较小，各国对于加热不燃烧烟草制品的监管仍未达成统一标准，且各个市场相对独立，互相影响不大。据PMI 2020年二季度季报，菲莫国际产品HEEPTS在欧盟市场的份额仅为3.6%，仍有较大增长空间。

图18: 菲莫国际HTU在日本市场所占份额



数据来源: PMI季报, 广发证券发展研究中心

图19: 菲莫国际HEETS在欧盟市场所占份额



数据来源: PMI季报, 广发证券发展研究中心

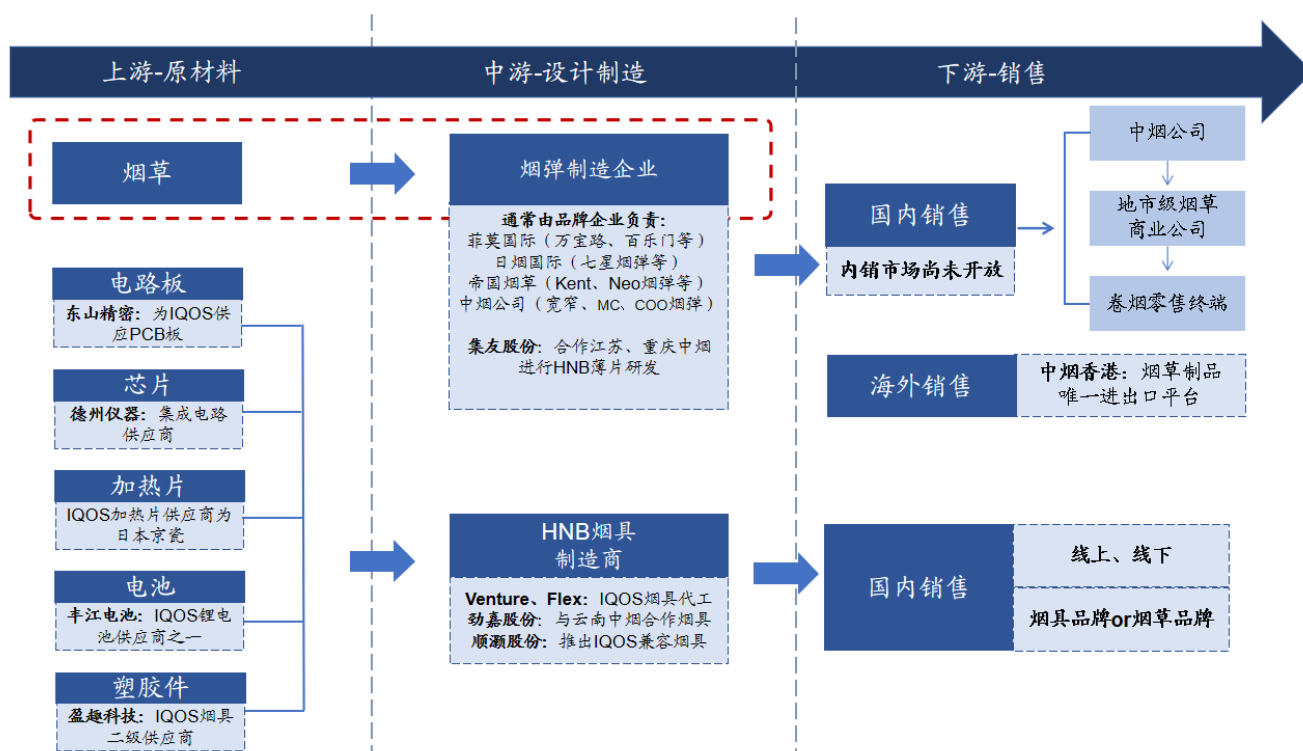
四、全球分工迭代，产业链演化新机遇

（一）新型烟草产业链环环相扣

1. 加热不燃烧烟草产业助益多领域企业发展

加热不燃烧烟草产业链——以IQOS为例：（1）IQOS上游原材料主要包括烟草、加热片、电路板及电池。核心烟弹部分由菲莫国际控制，具体有Marlboro（万宝路）、HEETS、Parliament（百乐门）烟弹，电池仓生产由松下完成；（2）中游细分为前期设计及后期制造环节。核心烟弹制造通常由品牌企业负责，IQOS烟弹由菲莫国际研发，烟具等零部件由代工商以ODM/OEM模式共同参与设计生产，IQOS的零部件代工厂为 Venture、Flex等制造公司，盈趣科技作为二级代工厂主要向IQOS供应加热棒塑胶件和塑料充电外壳等精密塑胶部件；（3）成品营销推广由菲莫国际授权当地市场渠道商进行。如奥驰亚被菲莫国际独家授权后将通过菲莫美国（奥驰亚子公司）承担IQOS在美营销推广业务。

图20：加热不燃烧制品产业链



数据来源：ittbank，广发证券发展研究中心

2. 多个电子烟品牌协同推进蒸汽式电子烟产业

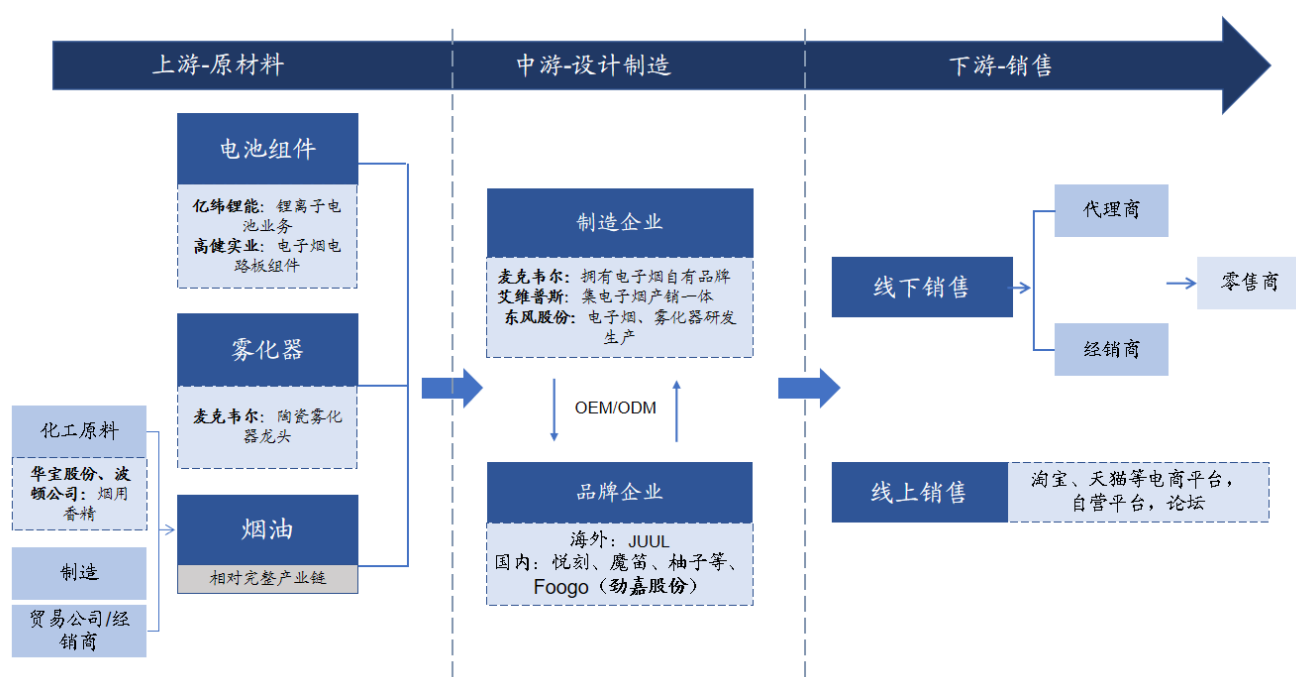
电子烟产业链包含上游原材料企业、中游电子烟设计制造企业以及下游销售企业。

(1) 电子烟原材料主要包括电池组件、雾化器及烟油。相关上市公司中亿纬锂能为全球电子烟电池供应商，麦克韦尔为陶瓷雾化器龙头企业，国际电子烟龙头JUUL及国内电子烟悦刻、福禄、柚子等均为其下游客户。烟油方面已形成较为独立完整的产业链，其中华宝股份、波顿公司主要涉及烟用香精的生产。

(2) 制造企业以ODM、OEM模式参与中游设计制造。电子烟知名品牌方有JUUL、悦刻、魔笛、柚子等，部分负责产品设计；制造企业麦克韦尔在进行雾化器生产的同时也拥有自有电子烟品牌，艾维普斯从事智能电子烟套装及配件生产，集电子烟研发、生产、销售于一体，东风股份通过参股公司进行电子烟研发。

(3) 销售渠道线下为主，线上为辅。海外巨头JUUL前期主要通过社交媒体推广电子烟，打造品牌认知，结合线上线下销售；国内品牌在前期消费者认知培育阶段，主要以线下体验店为主，通过代理商、经销商模式销往零售终端，线上通过各大电商平台、自营平台及论坛等进行销售。

图21：蒸汽式电子烟产业链



数据来源：ittbank，广发证券发展研究中心

（二）国内市场基本覆盖新型烟草产业链

1. 加热不燃烧烟草：或将维持中烟垄断格局

国内HNB产业链为烟草体系，存在进入壁垒，基本由中烟垄断。涉及烟弹的核心环节，从上游烟叶采购到烟弹制造均由中烟掌握，集友股份与重庆中烟、江苏中烟合作进行HNB薄片研发；烟具研发阶段向社会资本开放，具备相应研发设计能力的企业可提供配套烟具生产；下游销售环节，目前国内禁止销售，海外市场通过中

烟香港平台出口。

（1）制造端：为中烟蓄势，终将随中烟崛起

国内HNB烟弹作为烟草制品受中烟管控，目前上市公司仅有集友股份切入，2019年7月携手江苏中烟推进加热不燃烧薄片研发，但烟弹核心技术及生产仍由中烟垄断；HNB烟具方面有社会资本参与，但目前国内HNB仅通过出口销往海外，销售规模较小。随着FDA审批通过IQOS进入美国市场，全球新型烟草制品的发展趋势已基本确定，大概率下我国HNB内销市场会逐步放开，但政策的出台不会是短期内的一次性行为，仍需要循序渐进的过程。

烟弹制造由中烟垄断，烟具制造成为社会资本参与的重要环节。HNB的迅速崛起带动了制造端供应商发展，HNB烟弹作为烟草制品，制造环节主要是传统烟草商参与，国内由中烟垄断，海外竞争对手是以菲莫国际、英美烟草、日烟国际为主的跨国烟草公司。烟具方面，IQOS烟具集成环节由新加坡企业Flex、Venture等负责，盈趣科技作为二级供应商向Venture提供精密塑胶零部件；国内烟具制造成为社会资本参与的重要环节，劲嘉科技与云南中烟实行战略合作，合资设立嘉玉科技进行配套烟具的研发生产，也有少部分创业公司有进行布局。

烟具制造端竞争关键在于深度绑定中烟公司、技术研发实力。中烟HNB产品海外市场需要持续性拓展，而国内方面，若内销市场放开，国内市场空间广阔。烟具制造作为社会资本可参与的环节，企业竞争的关键在于深度绑定中烟公司，与地方中烟达成战略合作的公司有望进行提前布局，快速响应政策。另外，由于菲莫国际IQOS研发较早，在HNB领域建立了专利壁垒，参与企业在HNB产品外观设计、烟具制造等方面，存在专利侵权风险，如何绕开壁垒也是企业竞争点之一。

（2）品牌端：政策垄断，牢牢为中烟掌控

HNB全球市场空间广阔，国内由中烟垄断。烟草专营政策决定HNB品牌端由中烟垄断，产业链利润分成方面，中烟公司将会占绝对主导。当然，品牌端利润受政策影响，且需考虑烟草利税作用。

跨国烟草巨头基本实现品牌价值打造，中烟品牌海外知名度较低。菲莫国际的IQOS已成为加热不燃烧烟草制品代名词，日烟国际、英美烟草通过多年业务布局也已实现目标市场的高渗透率；中烟公司加热不燃烧品牌有四川中烟的宽窄、云南中烟的MC等，内销市场尚未开放，产品主要销往韩国等亚洲市场，市场占有率不高。

品牌端关键为消费者认知，革新打造产品优势。不同于传统卷烟市场，全球新型烟草市场品牌认知暂尚未完全形成，用户的消费习惯与偏好仍处于培育阶段，在市场快速发展的增量时期，中烟HNB通过日益革新改善产品，存在跻身国际知名品牌的可能。另外，全球新型烟草制品的发展趋势已基本确定，可以预见，国内对新型烟草的监管会朝着规范市场而非禁止发展的方向推进。若国内HNB市场开放，中烟公司产品由于更符合国人口味偏好，且在国内销售渠道完善，消费者基础稳定，品牌认可度高。

表7：国内加热不燃烧制品主要政策梳理

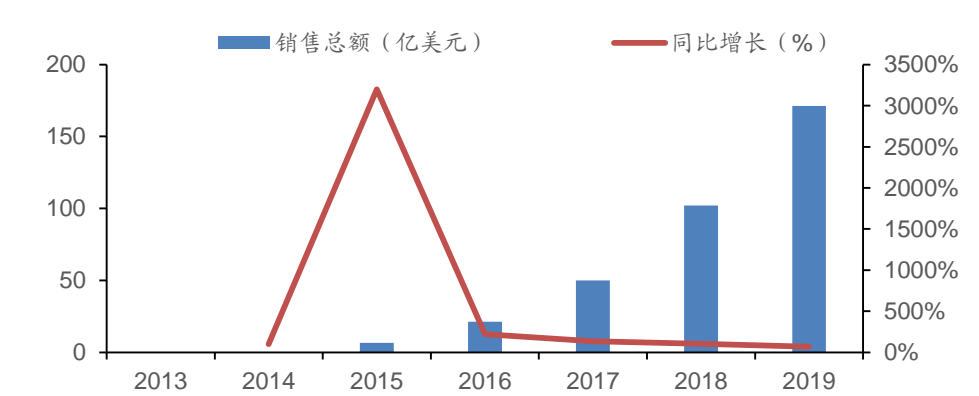
时间	政策法规	主要内容
2017年5月	《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》	加热不燃烧卷烟与传统卷烟没有本质区别，其原料依然是烟叶，属于烟草专卖品，各单位必须高度重视，切实加强监管。
2017年10月	《关于开展新型卷烟产品鉴别检验工作的通知》	将 IQOS、GLO、Ploom、REVO 四种类型的新型卷烟产品纳入卷烟鉴别检验目录。
2018年7月	《国家烟草专卖局关于印发2018年全面深化改革工作要点的通知》	对纳入专卖监管范畴的新型烟草制品，要进一步研究制订市场监管、鉴别检验、案件移送等方面的相关政策规定；积极推进电子烟等新型烟草制品纳入监管，进一步加强电子烟的市场分析和监管模式研究，协调配合立法部门制定有效的监管政策和可行措施。

数据来源：国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

（3）渠道端：对内通过烟草专卖渠道，对外通过中烟香港平台

中烟香港上市推动HNB出海，预计中烟香港出口HNB收入将近几年将增长至数亿港元。中烟香港于2019年6月在香港上市，统一负责新型烟草进出口业务，上市后可借助资本市场优势拓宽销售渠道，提高产品知名度。据世界烟草发展报告，HNB全球市场扩张迅速，2016年全球HNB销售额为21.2亿美元，2019年增长到171.3亿美元，年复合增长率为100.6%，随着中烟香港进一步的市场布局，国内HNB出口渠道有望拓宽，近几年新型烟草出口业务收入规模将逐步发展至数亿港元。

图22：全球HNB销售额逐年增长



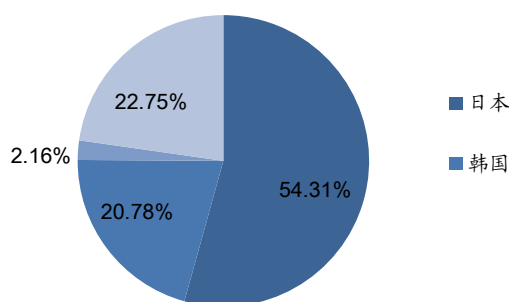
数据来源：世界烟草发展报告，广发证券发展研究中心

出口渠道专属中烟香港，国内产品目前多为非法走私。出口方面，国内政策赋予中烟香港烟草进出口专营特权，统一负责新型烟草进出口业务，因此在HNB出口销售渠道端中烟香港不具备竞争对手；国内方面，目前禁止销售HNB，产品多为非法走私，海关总署公布，2018年海关缉私部门共立案侦办加热不燃烧卷烟走私犯罪案件70起，案值5.4亿元。若后续国内政策放开，中烟HNB可依靠19家地方中烟公司、446家地级市烟草商业公司、532万户卷烟零售终端打开销售渠道，较海外品牌更易进行产品布局。

海外渠道拓展关键是结合当地政策，寻求战略合作。根据世界烟草发展报告，

日韩为HNB主要消费市场，其2018年市场销售规模分别占全球销售收入54%、21%，四川中烟、云南中烟、湖北中烟均已在韩国市场建立稳定销售渠道，后续可通过中烟香港实现继续合作。新市场拓展方面，中烟进入海外市场要以当地的法律法规为准，具体各个国家政策法规不同，决定中烟是否可以直接通过经销商进入市场，亦或是与国际烟草巨头开展合作进入市场。若相关市场准入门槛较高，中烟香港可通过收购当地品牌方式切入，或者与国际卷烟公司战略合作，利用其经验渠道共同开发市场，另外，增加市场推广或建立地方分公司也将成为中烟拓宽海外销售渠道的有力手段。

图23：2018年全球HNB主要地区销售额分布



数据来源：烟草中国，广发证券发展研究中心

2. 中国电子烟行业产销失衡，行业静待监管落地

（1）制造端：全球制造集聚中国，优质研发企业正在凸显

需求扩张带来制造端红利，当前国内制造企业全球市场空间约25亿，预计2020年有望达到40亿美元。根据世界烟草发展报告，2019年全球电子烟销售额约194.6亿美元，近五年电子烟CAGR为24.5%。目前90%以上的制造企业分布在中国，估算国内电子烟制造端当前市场规模约25亿美元。预计全球电子烟市场（非中国）继续维持20%左右年均增速，中国电子烟市场加速成长贡献巨大增量，预计2020年全球电子烟销售额可达210亿美元。

制造主力暂非消费主力，国内代工厂集聚，具备快速响应能力。据前瞻产业研究院，从电子烟市场格局来看，中国国内电子烟消费量仅占6%左右，但承担了全球电子烟90%以上的供应链业务，并且高度社会化。其中电子烟巨头JUUL的烟油供应链在美国，烟具供应链主要在中国，电池由亿纬锂能直接供货，麦克韦尔为其主要雾化设备供应商，另一电子烟品牌Vape的代工厂也在国内深圳。相较于国外企业，国内电子烟制造企业供应链更加完善，厂商能更加精准化把握国内市场客户需求，产品更新迭代更快。但由于电子烟制造的低进入壁垒，目前国内存在上百家电子烟生产企业，其中大部分为50人以下的作坊式小企业，另外少数规模较大的制造端企业通常采用ODM/OEM模式参与品牌方生产环节。

制造端核心为高投入打造优质产品，切入龙头供应链构筑竞争壁垒。电子烟制造技术壁垒低，小厂商众多导致质量参差不齐，绝对行业霸主暂时尚未形成。随着行业品牌逐渐成型、产品逐渐普及，消费者对产品品质要求会随之提升。具体来说，

消费者开始关注烟具的雾化口感、是否有漏油或糊芯的问题等，品牌商开始关注大规模批量生产的能力、质量控制的能力等，具备研发实力的企业会逐步凸显。以国内电子烟具制造龙头麦克韦尔为例，根据天眼查数据，截止2019年8月20日，公司已拥有相关专利约550件，其中公司2018年发布的FEELM雾化技术，其金属膜和黑陶瓷能够快速加热和均匀导油，减少漏油率，并获得全球行业权威大奖——GLA金叶奖。综合来看，制造端企业在竞争中应通过高研发投入打造优质产品，改善产品体验感，提高消费者信任度，深度绑定龙头品牌，从而分享行业成长红利。

（2）品牌端：一级市场资本追捧之下，国内电子烟品牌百舸争流

随着产业链进一步成熟，品牌的利润分配比例或有进一步提升空间。参考当前产业链利润分布情况；随着市场逐步成熟，品牌商议价能力增强，品牌端利润空间存在进一步提升的空间。

海外市场JUUL已实现较高集中度，国内市场各品牌百舸争流。蒸汽式电子烟海外市场集中在欧美地区，JUUL一家独大，具备品牌优势；国内电子烟竞争企业众多，行业梯队初步形成，RELX悦刻处于行业第一梯队，其销量遥遥领先其他品牌。FLOW福禄、YOOZ柚子等品牌创立时间较短，但凭借原有的成功创业经验及资源，迅速打开局面，跻身行业第二梯队。整体来看，行业绝对龙头尚未出现，大部分创业企业都处于初创期。其中，RELX悦刻目前已实现天使轮、A轮融资。2020年上半年，受新冠疫情影响，只有两家电子烟企业飞喜和VPO宣布了战略融资。

表8：电子烟企业融资情况

品牌/企业	融资轮次	融资金额	投资方	成立时间	融资时间
飞喜电子烟	战略融资	5000 万元	鼎智通讯	2019	2020
VPO 微珀	战略融资	—	—	2015	2020
Wel 鲸鱼轻烟	Pre-A 轮	1000 万元	—	2019	2019
BTM 贝爷	战略融资	5000 万元	钱屋株式会社 和玉资本、	2018	2019
MOTI 魔笛	A 轮	5000 万美元	SIG 海纳亚洲创 投基金	2018	2019
RELX 悦刻	A 轮	3000 万美元	山行资本、红杉 资本中国	2018	2019
精盐科技	Pre-A 轮	2000 万元	动域资本	2016	2018
Gipro 龙舞	战略融资	1080 万元	美瑞健康国际	2013	2019
意博电子	战略融资	7000 万元	意华股份	2013	2018
爱卓 IJOY	A 轮	3 亿元	—	2012	2018
山岚科技	A 轮	—	英诺天使基金、 和谐发展投资基 金、个人投资 者、IDG 资本	2016	2017
智胜致能	天使轮	近千万元	个人投资者	2016	2019
蓝白电子烟	A 轮	4000 万元	聚心资本	2015	2015

数据来源：天眼查、广发证券发展研究中心

品牌端核心竞争力，（在合法合规基础上）短期看渠道扩张能力、产品迭代能力，长期看渠道壁垒、品牌价值。国内电子烟产品市场认知度较低，用户集中在年轻人，老烟民接受度不高。据国家标准委官网信息，《电子烟》强制性国家标准具体落地时间未定。但待监管落地后，烟油添加物、尼古丁含量等相关规定会逐步出台，各品牌需规范产品生产，提高安全性确保质量合规。目前，电子烟品牌处于扩张渠道、跑马圈地的前期，大规模渠道终端管理能力将会是本阶段的竞争焦点。在行业格局演变、消费者认知培育阶段，如何形成差异化品牌认知，从而推动长期竞争力（渠道壁垒、品牌价值）的塑造，是品牌企业需要考量的重要问题。

（3）渠道端：偏低单价消费品渠道的长尾特性，决定较难出现规模化企业

当前，行业处于快速扩容、跑马圈地的起步阶段，头部企业纷纷采取让利渠道的方式、积极扩张终端覆盖范围。当前阶段成为电子烟渠道的红利期，渠道端分配了近一半的产业链利润空间，巨大的利润分配将有利于推动整个品类普及。

线下渠道以代理商、经销商为主，国内线上电商推广受限。JUUL由于FDA管控及旧金山法规，美国市场受阻，拓展非美市场。2019年9月，JUUL与京东达成战略合作协议，通过京东电商平台进军中国，但上市不及4日就已下架；国内品牌方面，以快消品思路来看，如何将尚未成熟的消费品普及开来，抢占市场份额，渠道扩张及渠道管理能力不可或缺。因此，除个别品牌外，国内大部分产品如悦刻、福禄、柚子等均同时布局线上线下，且以线下布局为主，通过省市级代理、经销商或专卖店等模式进行渠道建设。结合各品牌企业背景，悦刻创始人曾任职宝洁、优步，具备消费品及互联网经验，福禄创始人为锤子科技前产品总监，魔笛创始人为贸易商背景出身，企业高管出身背景的差异，后期会体现为其渠道建设发展战略的差异。

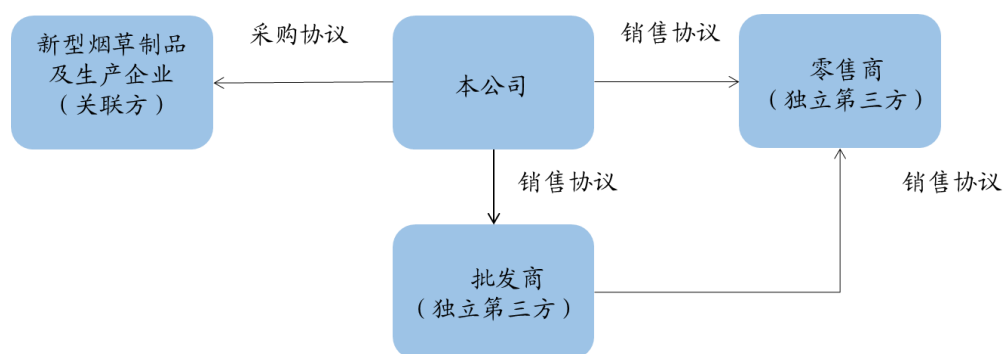
渠道端长尾特性决定难以出现规模化企业。电子烟的快消品属性、偏低单价属性，决定其渠道大概率呈现出长尾特性，创生出规模化企业的概率相对较小。另外，电子烟在广告宣传方面的政策监管也极大限制了产品推广，如19年5月初，RELX悦刻微信商城小程序因违反《互联网广告管理暂行办法》被暂停服务。因此，在合法合规的基础上，解决产品推广这一痛点或许是创业公司的新方向。

（三）产业链环节国内重点公司

1. 思摩尔国际

思摩尔是全球最大电子雾化设备制造商，三大产品两大业务助力企业发展。据思摩尔国际控股有限公司港交所上市申请文件，思摩尔集团2019年占据全球市场份额的16.5%(按出厂价划分的收益计)，位居全球第一。思摩尔目前主要生产三种产品，封闭式电子雾化设备，开放式电子雾化设备，作为加热不燃烧烟部件的电子雾化组件，并从面向企业客户与面向零售客户两大渠道将产品引向市场。企业客户方面，公司目前与日本烟草、英美烟草、Reynolds Asia Pacific、RELX、NJOY等全球领先烟草公司及独立电子雾化公司有合作项目，思摩尔根据企业客户提供的规格等方面个性化的需求，进行对应的封闭式电子雾化设备及电子雾化组件研究、设计及制造；零售客户方面，思摩尔从事“Vapresso”、“Renova”及

图25：中烟香港新型烟草出口业务流程



数据来源：中烟香港聆讯后资料集、广发证券发展研究中心

4. 盈趣科技

盈趣科技为国际烟草巨头菲莫国际供应塑胶件。公司生产的塑胶件主要用于加热不燃烧产品IQOS电子烟外壳，产品需要符合香烟行业的安全无毒、耐高温等标准，也需要具有自主研制对精密塑胶部件进行机加工处理的自动化机器设备的能力，并掌握表面处理技术、高精度注塑等技术，以满足菲莫国际对IQOS产品质量及稳定性的要求。2014年起，盈趣科技与菲莫国际的供应商Venture开展电子烟精密塑胶部件产品方面的合作，成为菲莫国际IQOS的二级供应商。2014年至2019年，盈趣科技创新消费电子产品业务收入由1.33亿元增长至25.88亿元。

5. 集友股份

集友股份公司主要从事烟用接装纸、烟标、烟用封签纸及电化铝的研发、生产及销售。2018年，公司着手布局新型烟草技术工艺，设立合资公司集友广誉专门从事新型烟草相关业务。

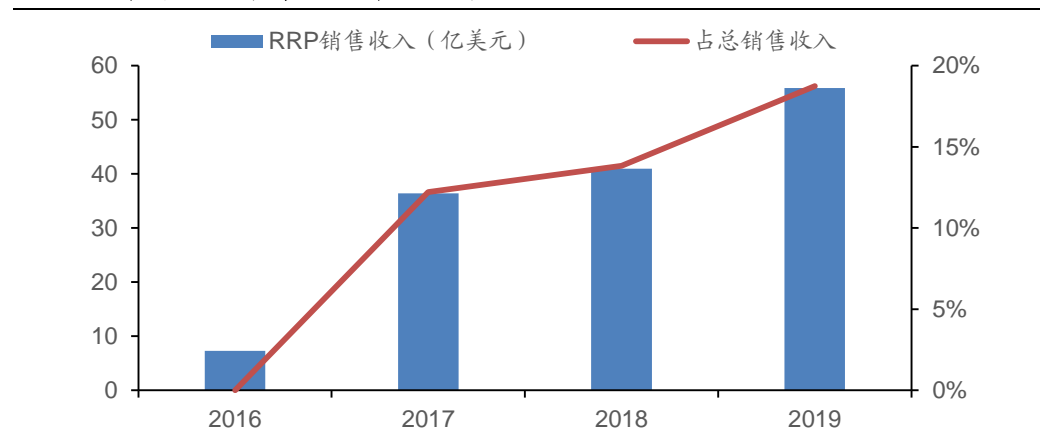
业务进展方面，2019年公司先后与江苏中烟和重庆中烟签署了新型烟草均质化薄片研发合作协议。烟草均质化薄片为HNB烟弹核心技术环节，与江苏、重庆中烟达成研发协议使公司顺利切入烟弹制造。同时，凭借传统烟标业务，公司与云南中烟、安徽中烟、四川中烟等多家中烟公司也维持良好合作关系，具有较强的综合实力优势。

五、借鉴菲莫国际成功经验，掘金全球烟草市场

（一）保持战略高度，布局抢占先机

菲莫国际作为传统烟草巨头，却在2006年率先提出“无烟未来”这一看上去与自身利益背道而驰的转型目标，但2014年领先推出的加热不燃烧烟草制品IQOS大获成功，证明其战略确具前瞻性，在加热不燃烧烟草产品的研发推广方面，菲莫国际占领先机，其减害产品收入持续上涨，据PMI2019年综合报告披露，PMI2019年RRP销售收入55.87亿美元，占菲莫国际总销售收入的18.7%。相比之下，其他烟草巨头对加热不燃烧烟草制品的布局稍显落后。日本烟草和英美烟草在2016年才分别发售了名为Ploom TECH和Glo的加热不燃烧烟草产品。

图26：菲莫国际减害产品销售收入持续上涨



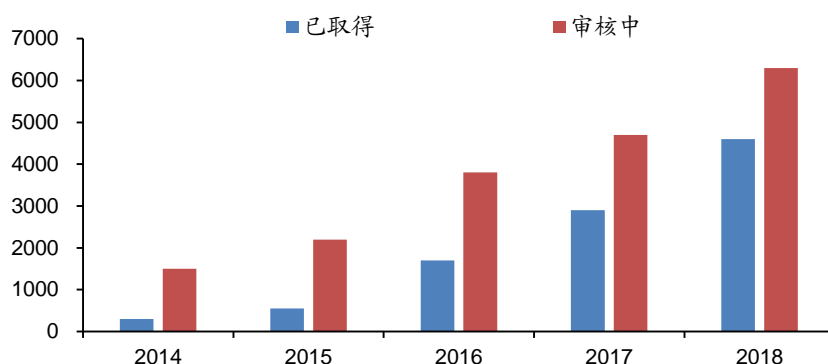
数据来源：菲莫国际年报、广发证券发展研究中心

（二）研发投入建立技术壁垒，专利覆盖保持先发优势

菲莫国际在减害产品领域投入大量资金和人员支持研发，IQOS的技术壁垒主要体现在以下几个方面：1）IQOS所用的再造烟叶（烟草薄片）与传统卷烟工艺中的再造烟叶的物理指标差异极大。2）烟用香精香料是构成香烟品牌风格的重要因素，IQOS配套烟弹采用的配方也是其核心技术之一。3）IQOS烟具配件电加热器具有排他性特征，因机器的加热速率会根据独有烟弹的热解属性进行调试，所以IQOS烟具仅适用于本品牌烟弹。

菲莫国际为维持IQOS的先发优势，大量申请保护性专利以建立壁垒。根据PMI2019年综合报告，截至2019年，菲莫国际已取得5800个专利数量巨大，覆盖多种实现途径。

图27：菲莫国际专利数量变化



数据来源：菲莫国际年报、广发证券发展研究中心

2018年8月菲莫国际因专利侵权问题起诉其最大竞争对手英美烟草，称英美烟草的产品Glo侵犯了菲莫国际在日本的两项专利所覆盖的技术，并要求1亿日元的赔偿金和永久禁令。这些专利引起的诉讼为中国的新型烟草相关企业敲响了警钟。经过十几年的发展，中国电子烟品牌化进程加快，近两年来在加热不燃烧制品领域也不断有新资本的注入以及新厂家入局，而这些专利问题对我国的新型烟草制品的品牌出口构成严重威胁。

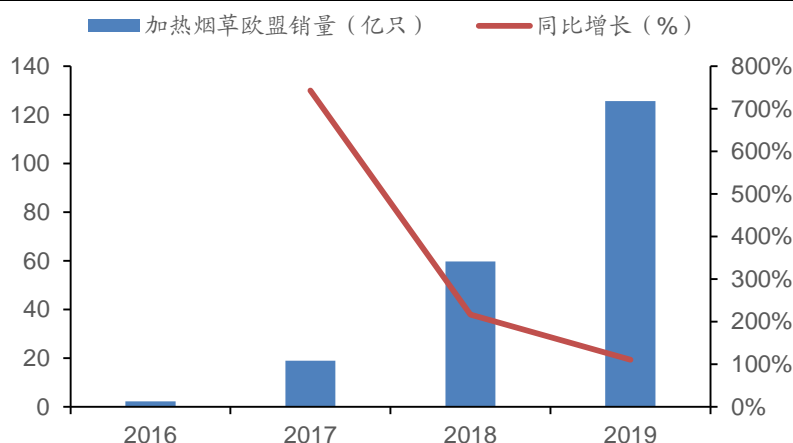
（三）对各国政策路径的把握

虽然世界卫生组织建议各国按照《世界卫生组织烟草控制框架公约》中内容对新型烟草进行管制，但因世卫组织对各国烟草监管政策并无实际约束力，各国政府的监管政策差异较大。例如，美国政策为电子烟提供发展空间，而对HNB严格监管；而日本禁止销售电子烟，准许HNB销售；欧盟对于新型烟草的监管重点落于电子烟上，加热烟草制品的相关法律尚未出台。

菲莫国际选择日本作为IQOS的首发地，既是因为日本拥有较大的吸烟人口，也是出于对日本的政策把握。日本的药物管理条例严格限制烟油的贩卖与进口，限制电子烟的销售，对加热不燃烧烟草销售并无严格限制。IQOS因此能在日本烟草市场长驱直入，据PMI季报，截至2020年6月，菲莫国际IQOS烟弹占日本市场份额达到20%。

欧洲各国对于蒸汽式电子烟监管趋于完善，而多数对加热不燃烧制品的态度还没有那么严格。据公司年报，菲莫国际在欧盟地区的加热不燃烧烟草销量从2016年的2.24亿支，迅猛增长至2019年的125.69亿支，CAGR为282.8%。

图28: 欧盟地区加热烟草销量增长迅速



数据来源: 菲莫国际年报、广发证券发展研究中心

菲莫国际也积极准备进入美国市场, 但美国FDA对于加热不燃烧烟草制品的限制较为严格, 需要通过PMTA和MRTP双重审查。自菲莫国际2016年12月向FDA提交MRTP申请, 直到2019年4月通过PMTA审查, 2020年7月通过了MRTP审核, 正式作为减害产品在美国上市销售, 中间经历了3年多的等待。FDA对于菲莫国际的销售批准具有权威性, 其新型烟草产品在发展中国家的批准和销售难度也无形中有所降低。

表9: 各国加热不燃烧产品监管政策梳理

国家	政策走向	重要事件
日本	允许加热不燃烧产品流通	日本政府对 HNB 持有开放态度
欧盟	部分国家放开销售	允许 HNB 产品的销售, 承认 HNB 产品与传统卷烟相比的减害性, 目前欧盟 TPD 考虑将 HNB 产品纳入监管范围, 但目前尚无明确监管政策。
美国	加热不燃烧烟草 2019 年获准进入美国市场	菲莫国际于 2016 年 12 月向美国 FDA 提交风险改良烟草产品(MRTP)的申请材料, 2019 年 4 月通过 PMTA 审查, 2020 年 7 月通过了 MRTP 审核

数据来源: 亿欧网, 锐观网, 广发证券发展研究中心

(四) 建立品牌影响力, 制定多元推广策略

菲莫国际在树立负责的企业形象和建立品牌影响力方面长期规划, 经常开展社会公益活动, 这些活动涵盖范围很广, 既有教育科学、文化环保, 又有防灾抗灾、流行病防治等, 将菲莫的品牌与社会责任感联系在一起, 以提高消费者对其品牌认同度。国内的新型烟草行业存在竞争激烈, 品牌交杂的现状。打响品牌知名度同时提高品牌认同度, 需要国内厂商从多渠道推广产品, 扩大产品影响力。

菲莫国际不断丰富其烟草品类，在夯实传统优势烟草的优势的基础上，开发多种价格定位及创新型产品。**IQOS定价亲民，口味多样。**据烟草在线披露，在价格上，以日本市场为例，IQOS烟具的售价为9980日元，20支装的Heatsticks售价为460日元，与日本市场上传统卷烟价格相当且提供多种口味，由此看出新型烟草在价格上也具备可替代性。

六、风险提示

控烟趋势加剧；新型烟草市场接受度不足；政策不确定性风险；中烟公司产品研发未达预期等；电子烟发明专利等知识产权风险。

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。

张兆函：研究助理，厦门大学理学学士，澳洲国立大学统计与应用金融硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。