

谢丽媛

张杨桓

分析师 SAC 执业编号: S1130521120003

联系人

电子烟监管政策落地，行业将迎规范化发展时代

事件

- 3月11日，国家烟草专卖局正式发布《电子烟管理办法》，规定于2022年5月1日起施行，并且同时发布《电子烟》国家标准（二次征求意见稿）。此次国标（二次征求意见稿）与前一版主要区别在于将雾化物限定于烟草风味并且可使用的添加剂从此前的122种削减至101种，此外规定雾化物应含有烟碱，而正式版《电子烟管理办法》与此前征求意见稿区别主要在于：
 - 1) 明确表明未来“国务院烟草专卖行政主管部门下达烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品的购销计划”；
 - 2) 规定电子烟相关企业上市IPO需报国务院烟草专卖行政主管部门审查同意；
 - 3) 规定门店不得排他性经营上市销售的电子烟产品（即未来品牌专卖店将转向集合店）；
 - 4) 禁止销售除烟草口味外的调味电子烟和可自行添加雾化物的电子烟。
 - 5) 出口方面要求相对更为宽松，取消包装“专供出口”字样，具体包装要求没有明确限制，并且未提及出口产品需进行登记。

评论

仅限烟草口味，明确客群，长期空间或仍乐观：此次政策落地最大变化在于口味的限制，未来仅限烟草口味，并且添加剂减少至101种，未来各品牌或仍能以烟草为主基调而延伸口味差异。此次政策虽限制口味，但已承认了电子烟的合法身份，未来基于官方认可的产品解决了消费者对于安全性的担忧。限定口味虽短期或使得原消费群体难以接受，但从长期来看，能使得电子烟目标客群定位更明确，不吸引青少年消费，整体促使行业可持续健康发展。新规后若各品牌逐渐提升烟草口味产品力，电子烟基于减害效果，其对于传统烟民的转换能力长期值得期待，并且基于销售渠道的明确与规范，国内市场长期空间或仍可乐观。

品牌商经营自主权减弱，产品力或是未来竞争关键：政策规定门店不得排他性经营电子烟产品也就意味着未来品牌专卖店将转向集合店，并且零售商由于将获取零售许可证，将归属于烟草部门进行管理监督，整体来看，品牌商的自主权确有一定降低，未来品牌之间的渠道优势差异将逐渐缩小，更多或将在产品力的比拼。

生产商准入门槛提升，与品牌商粘性也有望增强，集中度有望持续提升：从监管层面看，生产许可证必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，对于资金、技术、设备等均将有相应要求，准入门槛将提升，目前国内众多小工厂将会逐步退出市场；从市场层面看，由于口味限制以及品牌商渠道优势弱化之后，产品力的提升将越发重要，这将使得品牌商更加需要具备核心领先技术的生产企业赋能，并且由于新产品需要重新审核，两者将共同推动品牌商与生产商的粘性增强。整体来看，虽然短期需求或减弱，将影响生产商短期增长，但生产端长期集中度将在政策落地之后有望迎来持续提升。

投资建议

我们认为此次政策落地后，由于国内市场长期空间依然较广，行业格局也将持续优化，且出口市场前景明朗，具备核心领先技术并深度绑定大客户的思摩尔国际，在海外电子烟业务预期理想增长，雾化新业务也正逐步落地的情况下，其长期价值进一步显现。

风险提示

PMTA 认证不及预期；行业政策管控力度超出预期；市场竞争加剧

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402