新型烟草

增强监管效能，电子烟拟参照烟草管理

增持（维持）

2021 年 03 月 23 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**3 月 22 日，工信部和国家烟草专卖局研究起草了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，拟在附则中增加一条“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”公开征求意见将于 4 月 22 日截止。

- **电子烟获名分，条例修改或意在促进行业有序健康发展：**根据说明，本次修改明确电子烟属性为“与传统卷烟在核心成分、产品功能、消费方式等方面具有同质性”，并确定监管主体，亦相当于认可电子烟产品的合理存在。我们认为本次修改的核心目的在于规范、整改电子烟产品质量安全风险、虚假广告等问题，特别是与未成年人保护等相关法律法规衔接，切实保护消费者权益。而“经济利益”或是次要考虑，根据灼识咨询统计，2019 年国内电子雾化烟市场为 15 亿美元，而当年中烟利税超过 1.2 万亿元，因此电子烟体量尚且较小。

- **细则尚未出台，若参考《民促法实施条例》修订过程，细则落地或需一定周期：**2018 年 4 月教育部发布《民促法实施条例》征求意见稿，同年 8 月司法部对送审稿公开征求意见。经过逾 2 年，于 2020 年 11 月方才列入立法计划。而目前对于电子烟的定义、尼古丁含量、产品标准等尚未有明确规定，因此电子烟监管细则同样可能需要一定周期进行市场调研和探讨。此外，由于征税理论上需修订税法，也将需一定周期落地。

- **传统卷烟专营专卖，全流程监管：**根据现实施条例，国家的烟草专卖品的生产、销售和进出口，均实施垄断经营、统一管理，设生产、批发、零售三类许可，例如生产端，目前仅 19 家中烟子公司拥有相关许可，可细化追踪到每包烟，因此管控非常严格。而我们认为“参照”并非“按照”，考虑到国内电子烟产业在国际的领先地位、出口创汇和大量就业，短期内将电子烟完全纳入中烟体系专营专卖概率较小。

- **电子烟监管的情境分析。**我们认为电子烟监管细则初期将围绕尼古丁源头管控、生产端资质管理、零售端牌照管理等方面，我们假设不同情境：

  （1）乐观情境：对零售终端实施牌照管理，参考卷烟零售许可获取难度不高，对门店间距离等方面进行限制，因此单区域门店密集度将下降，但全国覆盖面可能提升。该情境下，中烟可通过终端严管，实现限制青少年接触、非法广告等，并将管控向生产端传导；中小玩家长期面临出清，而悦刻、思摩尔等龙头仍可积极参与，甚至实现集中度进一步提高；

  （2）中观情境：叠加对上游尼古丁来源，即烟农废烟叶严格管控，控制电子烟油所用尼古丁的供应，从而实现对电子烟整体规模的控制。该情境下，原料供给被限制，电子烟仍将发展，但增速将被限制；

  （3）极端情境：中烟深入到电子烟产业各个环节，实施专营专卖。该情境下，民营企业参与度大大降低，仅能参与价值较小的辅助生产环节；

  （4）税收：我们认为所有情境下都将叠加征税，但环节、税率等或有差异，同时法理流程可能较长，因此短期影响较小，但远期将影响利润率。

- **投资建议：**实施条例修改核心在于明确电子烟名分和监管主体，行业影响仍待具体细则出台。逻辑推演下，电子烟产业将结束野蛮生长，虽有政策不确定性，但更可能健康发展，继续关注政策演变。目前，思摩尔业务近 70%来自出口，且技术壁垒显著，政策冲击相对有限，建议关注。同时，HNB 有望随监管推进获得进展，建议关注华宝国际等相关标的。

- **风险提示：**政策监管趋严风险，渠道拓展不及预期

行业走势



相关研究

1、《社服新消费行业周观察：奥园美谷进军医美，复锐医疗发布 20 年业绩》2021-03-21
2、《社服新消费行业周观察：回望赌王起落时，濠江风云启示录》2021-03-14
3、《社服新消费行业周观察：携程 20Q4 利润超预期，展望 21 年文旅复苏》2021-03-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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