

新型烟草行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

美国禁止调味电子烟 ≠ 禁止电子烟，国内电子烟销售不受影响

事件

9月12日，美国卫生部长亚历克斯·阿扎尔(Alex Azar)称，特朗普政府计划禁止调味电子烟(flavored e-cigarettes)。FDA即将敲定指导意见，计划在30天内从市场上撤回所有非烟草口味(包括薄荷味和薄荷醇味等)的电子烟。

评论

禁止调味电子烟 ≠ 禁止电子烟，但短期对中美电子烟行业必冲击。特朗普政府计划禁止调味电子烟并非毫无征兆，在此之前美国密歇根州已经决定禁止调味电子烟，并且加州和马萨诸塞州也有禁止计划，只是**本次的禁止计划从各州层面上升至联邦层面**。调味电子烟对于青少年人群极具吸引力，根据官方统计数据显示，2018年全美有20.8%的高中生和4.9%的初中生使用电子烟，相当于近360万青少年烟民。调味电子烟基本都采用食品香精，对人体是否产生绝对伤害尚不明确。因此，**美国政府禁止调味电子烟的首要目的，为降低青少年电子烟用户，并最终降低全美吸烟率**。其次，本次美国计划禁止的主要是水果、薄荷等多种口味电子烟，但烟草味电子烟以及蒸汽型电子烟并不在禁止范畴。所以，**禁止调味电子烟不等于禁止电子烟**。但从另一个角度来看，薄荷味无疑是最受电子烟使用者欢迎的口味之一，且在抽吸过程中薄荷口味能够补偿焦油缺失造成的击喉感减弱。因此，薄荷口味在禁止之列，不仅将降低青少年使用人群，很可能还会造成成年用户的流失。目前美国占据全球新型烟草市场近50%的份额约为120亿美元，而在美销售的电子烟有90%以上为中国制造出口。综合来看，若禁令全面实施，短期内对于中美电子烟行业有明显冲击，但对于中国的影响集中于电子烟出口层面，中长期来看反倒有利于出清国内中小出口型电子烟企业，优化行业竞争格局。

禁令暂未提及调味电子烟审批，HNB在美国或迎重要发展契机。目前来看，美国禁止调味电子烟的计划暂未涉及审批程序。也就是说，美国电子烟企业现阶段仍可以向FDA申请调味电子烟审批，若审批通过相关企业依旧可以推出调味电子烟。因此，禁令的最终内容与执行尺度仍需等待。但调味电子烟禁令实施后，可能在美国会形成电子烟与HNB此消彼长的局面。美国作为全球最大的电子烟市场产品渗透率高，禁令出台可能导致成年电子烟用户向HNB制品转化。目前，通过FDA的PMTA审批的HNB产品仅IQOS一家，调味电子烟禁令之后，**其他HNB品牌的PMTA审批存在加速可能，未来HNB制品在美国的渗透与发展空间将进一步被打开**。

中国烟草相关政策具备独立性，8月国内电子烟线上销售持续火爆。烟草专卖制度之下，我国烟草相关政策制定具备独立性，海外各国政策有一定参考性，但不形成绝对的指导性和模仿性。目前我国尚未拥有正式的电子烟行业国家标准，也未明确监管体系。因此，我们认为，**短期内中国也出台相关禁止调味电子烟的政策概率较低**。我们仍然维持未来国内电子烟行业可能将形成烟草总公司和卫健委共管的预期，同时也认为美国调味电子烟禁令对现阶段中国电子烟企业内销无明显影响。国金研究创新中心数据显示，1-8月全国线上电子烟销售额17.67亿元，同比增长133%，远超去年全年销售额。其中8月实现销售额3.7亿元，同比增长接近3倍。第一大品牌悦刻，1-8月累计销售额超过3亿元，其中8月销售额近7,400万元，同环比分别增长26倍和28%。我们认为，扁烟的出现加速了电子烟产品在国内的渗透，看好电子烟内销市场持续高景气度和高增长。

投资建议

美国作为中国电子烟出口最大目的地国，其计划禁止调味电子烟，势必对中美两国电子烟行业形成冲击，但对于中国更多的影响集中于出口层面。其次，预计禁令实施后，美国电子烟和HNB制品将形成此消彼长的格局，美国HNB市场或迎重要发展契机。最后，中国目前出台禁止调味电子烟政策概率低，看好电子烟内销市场持续高景气度。我们维持行业“买入”评级，并重点推荐IQOS供应商**盈趣科技**和云烟HNB器具供应商**劲嘉股份**，建议关注烟草薄片制造企业**集友股份**。

风险提示

美国禁止调味电子烟审批的风险；国内电子烟行业销量大幅下滑的风险；中国禁售电子烟的风险；监管体系建立不及预期的风险；外资品牌冲击中国市场的风险。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH