



**国内征税情形 1 (概率高)：**假设参考最大消费市场加州，按批发售价的 59.27% 收税。悦刻烟弹批发售价约在 13-15 元/颗，单颗烟弹的应纳税额达到 7.7-8.9 元 (占终端售价 33 元的 23.3%-27%)，但相比传统烟草 (生产环节 36%-56%+批发环节 11%+从量税，整体占终端售价接近 60%) 仍然较低。

**国内征税情形 2 (概率低)：**除批发环节 59.27% 税外，额外征收 2.78 美分/mg 的尼古丁税。悦刻 3% 浓度 2ml 烟油尼古丁含量为 60mg，单颗尼古丁税达 10.8 元，加上批发环节单颗可达 18.5-19.7 元 (占终端价 56-60%)，接近传统香烟税负。

**税额分摊：**从产业链各环节来看，终端售价调整的可能性较小，思摩尔在陶瓷芯领域一家独大，悦刻在品牌商领域一家独大，而目前渠道利润空间较为丰厚 (加价倍率 2X、营业费用低)，我们估计渠道、品牌商、制造商的分摊 可能在 6:2:2，在情形 1 下悦刻、思摩尔国际分别分摊约 1.6-1.7 元/颗，悦刻拟通过增棉芯产品占比消化，思摩尔则可通过自动化产线消化，我们判断征税对行业带来的压力较小。

□ **监管无碍行业发展，持续推荐赛道龙头**

总的来说，我们认为国内行业监管标准和征税措施只是时间问题，但绝非一刀切，反而将有利于认可电子烟的烟草属性并为行业健康有序的发展奠定基础，持续看好思摩尔国际！

□ **风险提示：**监管力度超预期、行业竞争加剧

图 1：美国电子烟监管思路梳理

时间线	事件
2009-2011年	电子烟监管范畴争夺，发展压力较大：2006年电子烟引入美国，FDA在2009年开始试图将电子烟纳入医疗器械范畴监管（高强度监管），但遭到了NJOY和smoking everywhere当时两大品牌的联合反对，在一系列科学研究论证后， <u>2010年12月美国上诉法院裁定，FDA只能将电子烟作为烟草产品进行监管（中强度监管），除非电子烟有治疗功效的声明。</u> 2011年4月FDA正式宣布将电子烟作为烟草产品监管，但同时禁止广告宣传电子烟的减害属性，否则作为医疗产品监管。
2012-2014年	作为医药监管的可能性被排除，电子烟恢复快速发展：2012-2014年电子烟作为烟草产品后迅速发展，监管压力减弱，只是提出了一些禁止在飞机上抽、公共场合抽以及限制购买年龄的措施。
2014-2016年	<b>FDA逐渐明确监管措施（并非阻止发展）：</b> 2014年12月-2015年6月，FDA进行了3次研讨会，并于2016年5月推出正式的电子烟认证法规和PMTA。
2015-2020年	部分州开始陆续颁布明确的电子烟征税条例。
2019-2020年	因大量青少年吸电子烟，禁售调香口味电子烟。

资料来源：美国消费者无烟替代品倡导者协会，浙商证券研究所

**图 2：美国各州征税手段梳理**

州	是否征税	税种类型	生效日期
加利福尼亚州	是	59.27%* 批发成本	2017/4/1
康涅狄格州	是	\$0.40/ml 电子烟液	2019/10/1
特拉华州	是	\$0.05/ml 电子烟液	2018/1/1
哥伦比亚特区	是	96.00% * 批发售价	2015/10/1
伊利诺斯州	是	15.00% * 批发售价	2019/7/1
堪萨斯州	是	\$0.05/ml 电子烟液	2017/7/1
肯塔基州	是	封闭型: \$1.50/个烟弹	2020/8/1
路易斯安那州	是	\$0.05/ml 尼古丁	2015/7/1
缅因州	是	43.00% * 批发售价	2020/1/2
马萨诸塞州	是	75.00% * 批发售价	2020/6/1
明尼苏达州	是	95.00% * 批发售价	2010/8/1
内华达州	是	30.00% * 批发售价	2020/1/1
新罕布什尔州	是	封闭型: \$0.30/ml 电子烟液	2020/1/1
新泽西州	是	\$0.10/ml 电子烟液	2018/9/30
新墨西哥州	是	封闭型: \$0.50/个烟弹	2019/7/1
纽约州	是	20% 附加销售税	2019/12/1
北卡罗来纳州	是	\$0.05/ml 电子烟液	2015/6/1
俄亥俄州	是	\$0.01/ml 雾化电子烟	2019/10/17
宾夕法尼亚州	是	40% * 零售价	2016/7/13
波多黎各	是	\$3.00/个电子烟装置或 \$0.05/ml 尼古丁	2017/4/29
犹他州	是	56% * 制造商销售价格或 \$1.83/盎司尼古丁替代品净重	2019/7/1
佛蒙特州	是	92.00% * 批发售价	2019/7/1
弗吉尼亚州	是	\$0.066/ml 电子烟液	2020/7/1
华盛顿州	是	\$0.27/ml 电子烟液	2019/10/1
西弗吉尼亚州	是	\$0.075/ml 电子烟液	2016/7/1
威斯康星州	是	\$0.050/ml 电子烟液	2019/7/5
怀俄明州	是	15.00% * 批发售价	2020/7/1

资料来源：美国疾病控制与预防中心，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>