

电子烟或将参照卷烟进行监管

华泰研究

2021年3月23日 | 中国内地

动态点评

商业贸易

零售

增持 (维持)

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570518110001
SFC No. BQO796

林寰宇

linhuanyu@htsc.com
+86(755)83213674

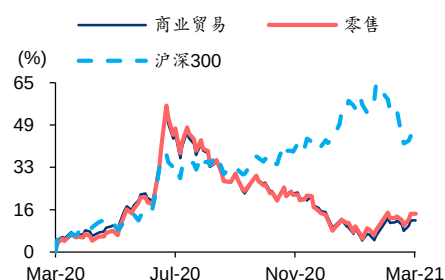
联系人

SAC No. S0570120070109

张诗宇

zhangshiyu@htsc.com
+86-755-23993346

行业走势图



资料来源: 华泰研究, Wind

两部门拟修改条例, 电子烟或将参照卷烟进行监管

为进一步加强对电子烟等新型烟草制品监管, 3月22日, 据工信部网站, 工信部与国家烟草专卖局起草了《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)》。根据修改内容, 电子烟等新型烟草将参照《实施条例》中关于卷烟有关规定执行。我们认为本次修改将推动电子烟监管法制化, 一方面引导电子烟行业健康发展, 另一方面也将出清电子烟劣势企业与经营不规范企业, 电子烟品牌商行业集中度有望进一步提升。

政策落地引导行业健康发展, 许可证申请提高行业门槛

此前我国电子烟市场除禁止向青少年销售电子烟及互联网线上销售外, 尚无明确的政策及法规。据工信部, 如此执行将大幅度提升电子烟监管效能, 有效规范电子烟生产经营活动, 符合电子烟产品特性以及当前国际监管的通行做法。若实施条例修改最终落地, 则电子烟生产、批发、零售企业须按照实施条例规定申请许可证, 并受烟草专卖行政主管部门进行监督管理, 参考美国新型烟草制品 PMTA 申请制度, 电子烟产业各环节准入门槛将进一步提升, 劣势企业与经营不规范企业将被出清。

行业增速或放缓, 短期电子烟行业尤其是品牌商或受较大冲击

2016年5月, FDA发布《烟草控制法》, 权力扩大至所有烟草产品, 同年8月生效, 要求所有新型烟草制品通过 PMTA 合法销售, 据 Euromonitor, 2016、2017年美国电子烟市场规模同比增速放缓至22.5%、9.3% (2008-2015 CAGR 高达98.7%)。美国电子烟品牌行业集中度加速提升, 据世界烟草发展报告, 2018年美国电子烟品牌 CR4 约94%, 较2016年有16.4pct的提升。参照美国市场, 若我国修改内容最终落地, 短期我国电子烟行业发展或将放缓, 电子烟生产、品牌、零售企业业绩增长短期将承压; 长期电子烟产业各环节的集中度将进一步提升。

产业链利益或重分配, 引导行业由野蛮生长转入健康发展阶段

以33元烟弹(含陶瓷加热)为例, 据思摩尔、雾芯科技招股说明书测算, 2019年代工、品牌、渠道各环节毛利率分别为50.5%、37.5%、39.9%。按生产成本占终端零售价18.6%计算, 各环节加价倍率共计约5.4倍, 行业整体盈利能力较高。若修改内容最终落地, 将推动产业链利益重新分配, 议价权将率先向获得许可证企业进行倾斜。同时, 伴随针对电子烟税收政策逐步完善, 我们认为电子烟行业各环节毛利率将受挤压, 行业将由高毛利率的野蛮生长阶段向健康发展阶段转型。

电子烟是卷烟更健康的替代品, 监管不影响行业长期发展趋势

电子烟基本原理是通过加热等方式将含有尼古丁、香精成分的甘油或丙二醇溶液进行雾化, 在释放香气与烟碱的同时, 一氧化碳、焦油等有害物质也会大量减少, 是香烟的更健康的替代品。在控烟活动的推动下, 电子烟行业仍有广阔的发展空间。我们认为本次修改意见的提出, 本质仍是从保障电子烟质量与消费者健康, 引导行业健康发展的角度出发, 并不会影响行业长期的发展趋势。

风险提示: 电子烟政策进一步加严、行业竞争加剧、原料供给受限。

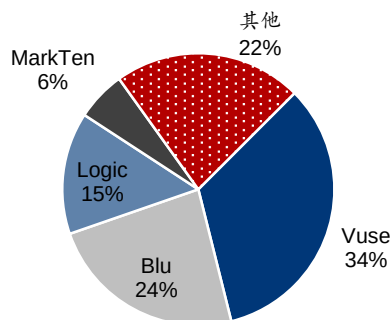
附录

图表1：美国电子烟政策逐步完善

行业萌芽，政策探索期 (2006-2010 年)	2009 年，FDA（美国食品药品监督管理局）将电子烟作为医疗器械监管，禁止进口 2010 年，Smoking Everywhere 向联邦法院提起诉讼，认为电子烟属于烟草，FDA 无权管辖
高速增长，监管空窗期 (2010-2016 年)	2010 年底，法院判定 FDA 败诉，规定 FDA 只能将电子烟作为烟草产品监管 2010 年，DFA 宣布根据食品药品和化妆品法案对电子烟进行监管
竞争加剧，政策完善期 (2016 年至今)	2016 年 5 月，FDA 发布《烟草控制法》，权利扩大至所有烟草产品，同年 8 月生效，要求所有新型烟草制品通过 PMTA 合法销售 2018 年 9 月，FDA 要求 5 家电子烟品牌递交计划，详细说明如何防止向青少年销售 2019 年 7 月，FDA 要求 2016 年 8 月 8 日上市后的电子烟必须通过 PMTA 2019 年 9 月，美国多地发布电子烟禁令，特朗普发推特表示禁受所有非传统口味电子烟，随后态度反转称要用电子烟代替传统烟 2019 年 10 月，美国众议院筹款委员会批准尼古丁征税措施，各地陆续开始执行 2020 年 1 月，FDA 对调味电子烟发布禁令 2020 年 11 月，旧金山成为美国第一个禁止销售电子烟的城市

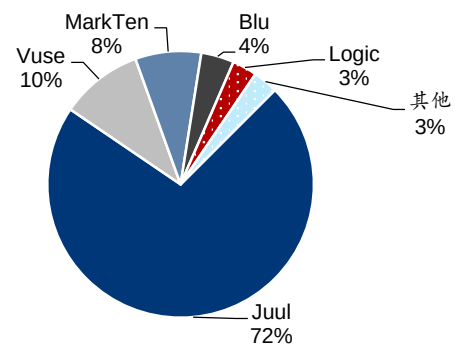
资料来源：FDA、思摩尔招股说明书、中国香烟网，华泰研究

图表2：2016 年美国电子烟市场 CR4 达 77.6%



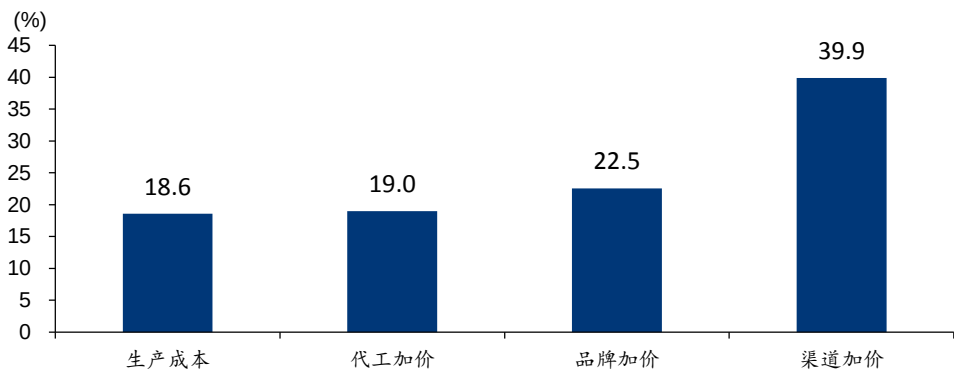
资料来源：世界烟草发展报告，华泰研究

图表3：2018 年美国电子烟市场 CR4 约 94%



资料来源：世界烟草发展报告，华泰研究

图表4：2019 年电子烟生产成本及各环节加价占终端零售价比例（以 33 元烟弹为例）



资料来源：思摩尔招股说明书、雾芯科技招股说明书，华泰研究预测

风险提示

电子烟政策进一步加严：近年我国电子烟市场发展较快，但尚无明确的政策及法规，若实施条例修改落地，电子烟政策进一步加压，行业整体的合规成本或大幅提升；

行业竞争加剧：若电子烟行业竞争加剧，将进一步挤压电子烟产业环节尤其是品牌商盈利能力，供应链能力、渠道管理能力相对弱的品牌商或被出清；

原料供给受限：若电子烟参照卷烟有关规定执行，电子烟原料包括甘油、丙二醇、尼古丁、香料或受有关部门进行监管、调拨，原料供给或受限制。

免责声明

分析师声明

本人，林震宇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司