

政策靴子落地，影响短空长多！

——电子烟行业点评报告

✎ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
☎ 联系人：傅嘉成
✉ : shifanke@stocke.com.cn

行业评级

轻工制造 看好

报告导读

3月22日，工信部、国家烟草专卖局起草《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉》，提出将电子烟等新型烟草制品参照《实施条例》中关于卷烟的有关规定执行。

投资要点

□ 明确中烟作为监管主体，产业大概率不会一刀切

本次政策并无监管细则出台，但明确了电子烟的监管主体是中烟。电子烟在我国贡献大量就业、出口创汇，产业技术多掌握在中国企业手中，因此中烟对电子烟发展进行封堵的概率很小。后续中烟可能出台一系列配套措施促进产业健康发展。

□ 对悦刻、柚子等终端品牌商的影响分析

由于缺少细则，我们假定乐观、悲观情形进行影响分析：

1) 乐观：招商开店仍可继续，但需取得经营许可（预期难度较小），不可做店面广告、微商等；从量或从价税会压缩部分产业链利润空间，业绩进行一定下调、但仍能自然增长。

2) 悲观：中烟通过尼古丁专营专卖控制行业原料供给，进而控制电子烟行业的增速，品牌商增速被框定在较低区间。

□ 对思摩尔等 ODM 代工厂商的影响分析

2020年我们估计思摩尔业务中，悦刻+柚子的国内业务收入达到30亿（占比29%），21年-22年预计增长至52亿（+77%）、74亿（+41%），对应总收入在150亿、201亿，利润在57.86亿、79.46亿。

1) 乐观情形：假定21Q2开始执行后（Q1仍有高增兑现），国内业务增速下降至25%自然增长水平（参考欧美市场），则对应21、22年思摩尔总收入预计在139亿（+35%）、178亿（+29%）；利润53亿（+35%）、68亿（+29%）。

2) 悲观情形：假定21Q2开始国内业务增速下降至10%（中烟计划控制），则对应21、22年思摩尔总收入预计在135亿（+32%）、168亿（+25%）；利润51.8亿（+32%）、64.5亿（+25%），成长性仍然突出。

□ 聚焦电子烟长期需求，持续看好思摩尔核心竞争力

我们认为细则出台之前，情景分析的预测均不准确，但仍坚定看好电子烟产业长期成长。思摩尔仍有70%海外业务支撑估值体系，且陶瓷芯技术保持领先，成长性仍然十分突出，推荐布局！

□ 风险提示：政策监管力度超预期

相关报告

- 1 《【浙商轻工 周观点】造纸、家居供需双优，期待业绩兑现》2021.03.22
- 2 《【浙商轻工】家居行业：地产&社零数据向好，持续看好细分赛道龙头21年表现》2021.03.16
- 3 《【浙商轻工|周观点】持续建议布局高景气的造纸、家居优质资产！》2021.03.15
- 4 《【浙商轻工】软体家居内外兼修，格局优化看好龙头扬帆起航》2021.03.02
- 5 《【浙商轻工 周观点】软体提价逻辑兑现，造纸景气持续抬升》2021.03.01

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

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“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>