

电子烟监管方向明确，产业链或迎重构

证券分析师： 荣泽宇 010-88005307

rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

联系人： 蔡志明 010-88005330

caizhiming@guosen.com.cn

事项：

3月22日，工信部和国家烟草专卖总局研究起草了《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）》，在附则当中增加一条作为第六十五条：“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。”此次征求意见稿的发布旨在回应社会对电子烟发展过程中出现的新情况、新问题的核心关切，同时规范、引导产业健康长远发展。

国信轻工观点：

- 1) 规范引导为主，具体方案仍未落地。**此次征求意见稿出台的目的有二：1) 推进电子烟监管法制化。2) 增强电子烟监管效能，从而在规范引导行业有序发展的同时实现青少年保护与消费者正当权益保护等目标。目前条例仍处于公开征求意见阶段，结束意见征求后会根据收集反馈意见进行下一阶段讨论和制定。后续实施条例出台后，可能会有相关细则指导具体工作。
- 2) 监管方式可能性多样。**烟草专卖法中对卷烟产业链各个环节实行烟草专卖许可证制度，许可证包括生产、批发、零售三个类别，由各级主管部门为符合相应资质的企业颁发对应类别专卖许可证。对现存电子烟企业而言，存在如下不确定性：1) 是否实行许可证制度以及能否获得；2) 许可证相关的资质要求对不同产业链环节的存量和增量参与者的影响；3) 许可证允许的经营范围和类别；4) 税收环节和方式；5) 是否存在业务活动有关的指导和配额。
- 3) 规范监管或催化和加速产业链重构与产品变革。**若将电子烟纳入烟草专卖制度，可能催生如下影响：1) 牌照的获取与后续市场竞争格局将成为市场关注的下一阶段重点。资质不符的企业被清退出局，市场份额向现存（或未来新设）头部企业集中，进入壁垒大幅提高有可能成为趋势。2) 对电子烟征税后可能会对零售价格和消费者使用成本造成影响，从而倒逼产业链整合和重组优化、降本增效、在产品工艺与技术上进行升级和调整。
- 4) 对产业链各环节影响不一。**对下游品牌商而言，在具体监管落地之前，对于存量店面是否能够获取、可以获取多少零售许可证和未来是否能够继续开店扩张存在一定不确定性。对产业链上游烟油和中游代工企业而言，由于全球电子烟产业链90%集中在中国，其存量业务的收入来源对国内市场依赖度较低。未来国内市场是否能够、以何种方式向它们开放或者纳入体系，可能是影响资本市场对于相关标的长期发展空间和成长逻辑的关注焦点。

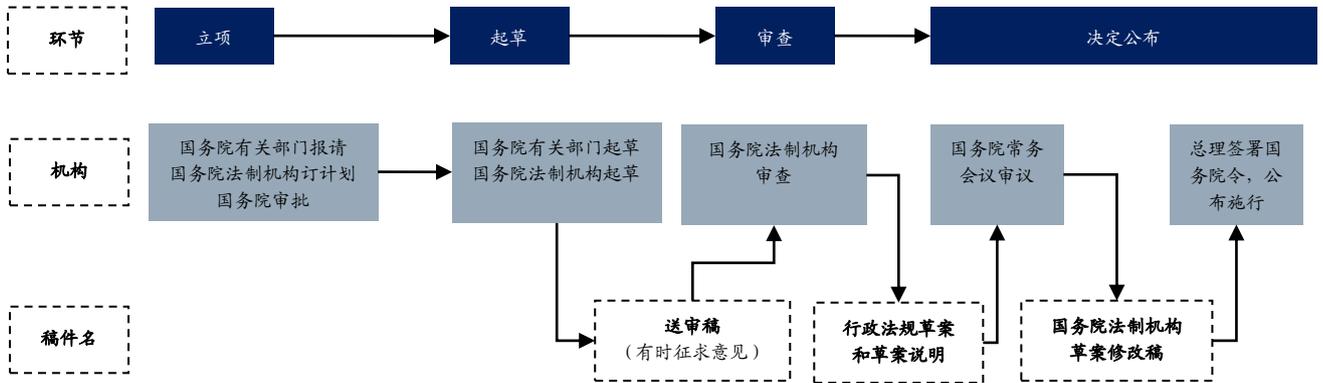
评论:

■ 具体方案落地尚需时日

行政法规的制定与修改包含：1) 立项，2) 起草，3) 审查，4) 决定与公布四个环节。根据《行政法规制定条例》第四章第十九条，重要的行政法规送审稿，经报国务院同意，向社会公布，征求意见。当前条例修改处于审查阶段中的征求意见阶段，到 4 月 22 日截止。审查阶段主要就送审稿中的问题进行研究、论证；对涉及的主要制度、管理体制、权限分工等存在的不同意见进行协调一致。送审稿经修改形成行政法规草案和草案说明后交由国务院审批，草案经国务院法制机构修改后形成草案修改稿，报请总理签署国务院令公布施行。行政法规应当自公布之日起 30 日后实行。《烟草专卖法实施条例》略有不同，自发布之日起施行。

我们预计，实施条例的落地，可能尚需几个月时间，存在进一步修订完善的可能性。并且实施条例通过后，可能会有基于电子烟行业特点的具体细则出台。

图 1: 行政法规制定及修改流程



资料来源：《行政法规制定程序条例》，国信证券经济研究所整理

■ 现行烟草专卖体系与税收简介

此次征求意见稿在负责中增加一条“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。”《烟草专卖法实施条例》确立了以烟草专卖许可证为核心的牌照准入制度，对产业链各个环节实行排他性管控：

- **烟草专卖许可证：**1) 烟草专卖生产许可证：向省、自治区、直辖市(以下简称省级)烟草专卖行政主管部门提出申请，由省级烟草专卖行政主管部门审查签署意见，报国务院烟草专卖行政主管部门审批发证。2) 烟草专卖批发企业许可证：若批发经营范围跨区域，则向省级主管部门申请，再由省级主管部门报国务院主管部门审批发证；若批发经营在省级范围内，则向企业所在地烟草专卖行政主管部门提出申请，由企业所在地烟草专卖行政主管部门审查签署意见，报省级烟草专卖行政主管部门审批发证。3) 烟草专卖零售许可证：县级人民政府工商行政管理部门根据上一级烟草专卖行政主管部门的委托，审查批准发给烟草专卖零售许可证。已经设立县级烟草专卖行政主管部门的地方，也可以由县级烟草专卖行政主管部门审查批准发给烟草专卖零售许可证。

表 1: 烟草专卖许可证申请和审批体系

	烟草专卖生产许可证	烟草专卖批发许可证	烟草专卖零售许可证
接收申请并审查	省级烟草专卖行政主管部门	经营范围跨区向省级主管部门申请，若在省级范围内则向所在地烟草专卖行政主管部门	县工商行政管理部门根据上一级烟草专卖行政主管部门委托审查发证，设有县级烟草专卖主管部门的地方也可以由县级烟草专卖主管部门审查发证
审批发证	国务院烟草专卖行政主管部门	经营范围跨区由国务院主管部门审批发证，若在省级范围内则由所在地烟草专卖行政主管部门审批发证	

资料来源：《烟草专卖法实施条例》，国信证券经济研究所整理

- **烟叶的种植、收购：**国务院烟草专卖行政主管部门按照**合理布局的要求**，会同有关省、自治区、直辖市人民政府依据国家计划，根据**良种化、区域化、规范化**的原则制定烟叶种植规划。烟草公司则可在国家下达烟叶收购计划的地区设立烟叶收购站(点)收购烟叶。设立烟叶收购站(点)，应当经设区的市级烟草专卖行政主管部门批准。
- **烟草制品的生产：**设立烟草制品生产企业，应当由省级烟草专卖行政主管部门报经国务院烟草专卖行政主管部门批准，取得烟草专卖生产企业许可证，并经工商行政管理部门核准登记。**烟草制品生产企业必须严格执行国家下达的生产计划。**
- **烟草制品销售环节的批发与零售：**取得烟草专卖批发企业许可证的企业，应当在**许可证规定的经营范围和地域范围内**，从事烟草制品的批发业务。取得烟草专卖零售许可证的企业或者个人，应当在当地的烟草专卖批发企业进货，并接受烟草专卖许可证发证机关的监督管理。需要特别说明的是，**取得烟草专卖批发、零售许可证需符合批发与零售点合理布局的要求。**
- **烟草专卖品的运输：**烟草专卖品准运证由省级以上烟草专卖行政主管部门或其授权的机构审批、发放。烟草专卖品准运证的管理办法由国务院烟草专卖行政主管部门制定。包括香烟、烟草专用机械、烟用丝束、滤嘴棒和分切的进口卷烟纸在内的各种物资均需凭准运证办理托运或自运。
- **原材料、烟用机械的生产和销售：**烟草专卖批发企业和烟草制品生产企业只能从取得烟草专卖生产企业许可证的企业购买卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束和烟草专用机械。烟草专用机械的购进、出售、转让，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准。淘汰报废、非法拼装的烟草专用机械，残次的卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束及下脚料，由当地烟草专卖行政主管部门监督处理，不得以任何方式销售。
- **烟草税收：**传统烟草行业税费主要包括七税费两专项，分别是烟叶税、消费税、增值税、企业所得税、进口关税、城市建设维护税、教育费附加，以及以税后利润为基础上缴的国有资本收益和专项税后利润。国家烟草专卖局烟草经济研究所《2018年中国控烟履约进展报告》显示，我国卷烟综合税率为**66.6%**。

表 2：烟草烟叶税和消费税

税种	具体税项	税率
烟叶税	烟叶税	20%
消费税	甲类卷烟（调拨价 70 元/条以上）	56%，另收取 0.003 元/支，生产环节征收
	乙类卷烟（调拨价 70 元/条以下）	36%，另收取 0.003 元/支，生产环节征收
	商业批发价	11%，另收取 0.005 元/支，批发环节征收
	雪茄	36%，生产环节征收
	烟丝	30%，生产环节征收

资料来源：中国税务网，国信证券经济研究所整理

■ 执行细节形式众多，产业链各环节受影响不一

烟草专卖法实施条例所确立的以专卖许可证为基础的牌照制度，不仅能够决定企业是否具备生产与经营的资质，还可对企业生产量、经营范围、地域范围作出限制。结合电子烟行业自身的特征，我们认为“参照卷烟相关条例”后对电子烟的监管存在如下可能性：

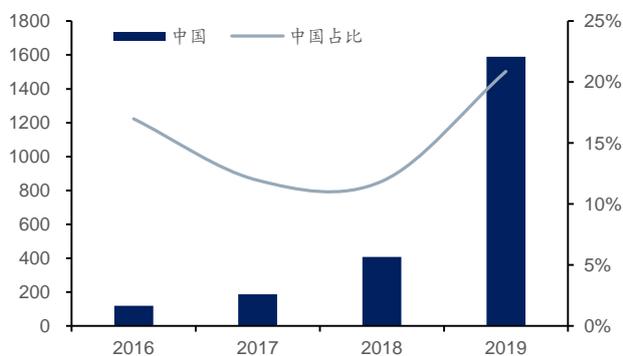
- **实行许可证制：**许可证制细则包含的可能有 1) 需申领许可证的产业环节；2) 申领许可证的资质要求和牌照具体发放原则；3) 是否会对电子烟进行整体或区域、局部产业链环节的产销量的指导与规划；4) 对于烟油的口味、添加剂成分、尼古丁含量等是否会做出标准性要求；5) 是否限制经营区域或者其他具体经营活动；6) 各项生产经营活动具体的监管单位和权责明确。
- **征收烟草税：**1) 烟草税的征收环节和各环节的征收力度；2) 烟草税征收的方式：从量或从价；3) 是否会按一定比例上缴税后利润；4) 具体落实环节的执行细则和有关部门权责。

我们认为，对下游品牌商而言，即便未来能够获取国内市场专卖许可，相应的资质要求对其未来开店速度、规模以及潜在开店空间等也存在一定的压制作用，其业绩短期成长速度可能受到影响。长期看，法规若按从严监管的标准落地，可能会影响电子烟品牌商长期估值逻辑；若纳入烟草监管体系后，能够在国内市场的开拓中取得理想成绩，对当前头部品牌商亦有可能短空长多。

对产业链上游烟油和中游代工企业而言，由于全球电子烟产业链 90%集中在中国，其存量业务收入来源对国内市场依赖度较低，短期所受影响可能相对较小。长期看，国家明确认可电子烟的存在和发展，可能会让能够成功进入国

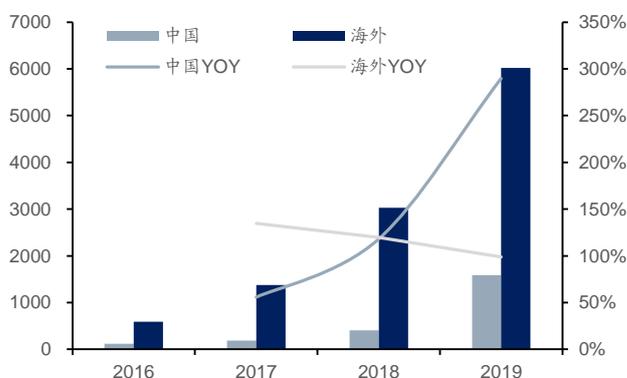
内产业链环节的优质公司受益。未来牌照的发放是否能够推动代工龙头打开国内增量市场广阔空间，将会是影响其资本市场定价的关键要素。

图 2: 思摩尔国际国内收入和占比 (百万元)



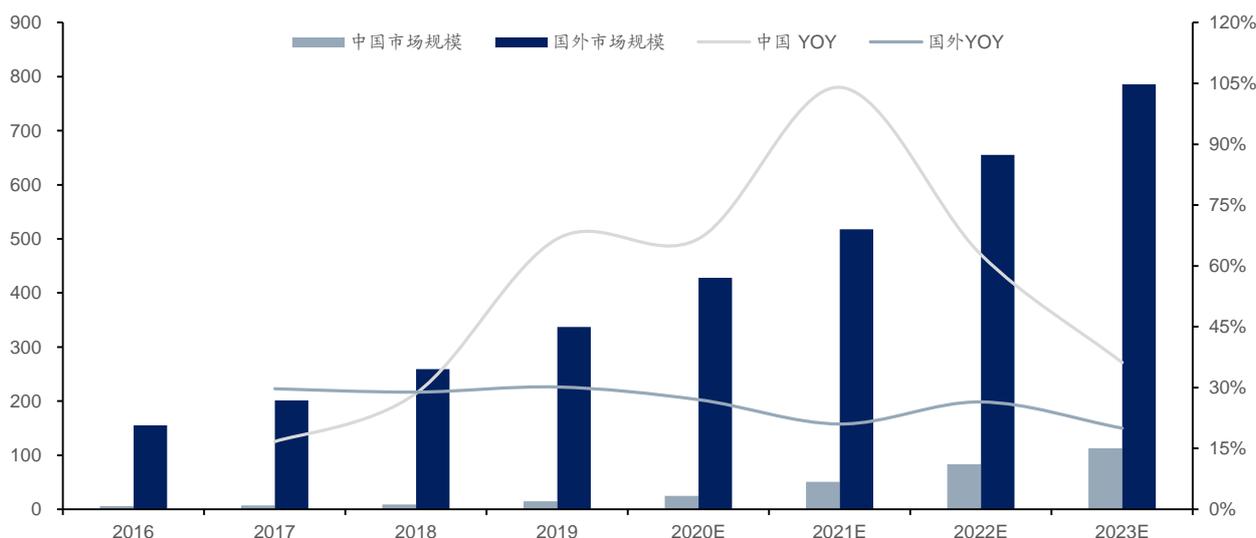
资料来源: 思摩尔国际招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 3: 思摩尔国际国内、国外收入和同比增速 (百万元)



资料来源: 思摩尔国际招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 4: 国内和国外电子烟市场规模和同比增速 (亿美元)



资料来源: 雾芯科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 未来对电子烟产品若按烟草征税, 将可能倒逼产业链进行优化重组、降本增效等提高竞争力的尝试, 并且在符合监管要求的前提下进一步开发能够满足更多元化客户需求的产品和技术路线。长期来看, 产业链整体的利润率可能会有所限制, 存在“以价换量”的成长驱动力切换。对于企业核心竞争力可能形成更大考验, 真正优质的公司可能会有更大的发展机遇。

投资建议: 关注中游代工龙头左侧布局机会

由于全球 90% 的电子烟产业链均集中在中国, 中游代工企业业绩受国内政策影响相对较小, 其远期成长仍然具备相当的确定性。在目前政策尚不明朗的情况下, 对国内业务估值给予一定程度折价是资本市场预期变化的正常体现。我们认为, 在股价充分乃至过度反映市场对国内市场悲观预期时、或政策进一步明确后影响小于当前预期的情况下, 中游代工龙头可能会出现左侧布局的投资机遇。维持思摩尔国际的“买入”评级, 建议投资者继续积极关注。

风险提示

政策出台严厉程度超出预期; 政策落地和执行情况不及预期; 龙头公司业务受冲击程度超出预期。

相关研究报告:

- 《轻工行业 3 月投资策略暨年报前瞻：淡看风吹浪打，龙头机遇或现》 ——2021-03-01
- 《国信证券-轻工行业 2 月投资策略：电子烟品牌龙头上市，产业链热度持续》 ——2021-01-29
- 《国信证券-轻工 2021 年投资策略：潮流浩荡，精益求精》 ——2020-11-25
- 《轻工 2020 年中期策略：逐鹿消费原野，乘风智造海洋》 ——2020-07-13
- 《重大事件快评：23 部门联合发文促消费，轻工细分赛道受益》 ——2020-03-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032