

行业周报

电子烟政策“灰犀牛”应积极应对，市场教育及尼古丁传输效率是发展重点

——轻工行业每周观点 20210620

造纸印刷轻工
增持（维持）

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

政策角度：电子烟政策“灰犀牛”或将成为品牌方当前工作重点

2021年6月18日，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局联合开展保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动，此次整治工作主要聚焦于：1、强化电子烟相关的宣传教育，督促设置警示标识；2、完善中小学、幼儿园周围距离标准，加快违法网店清理，严查向未成年人售烟行为。

政策或将带来下一轮行业洗牌，当前头部品牌运营重点或应更多聚焦于政策应对。

本次专项行动中单独标出了对电子烟店铺数量统计，一方面或暗示了未来电子烟店铺存在持证合法经营的可能性，另一方面也表明了国家对违规渠道监管的逐步加码。尽管当前电子烟监管的政策细则出台时间尚不可知，但我们认为下一轮行业洗牌大概率为行业政策引发，假若不实施专卖制，政策或将从税率、口味、含量、营销、渠道铺设等方面对电子烟行业进行监管，事先做好充分准备的品牌有望胜出，而当前仍然依赖微商渠道、向青少年密集网点布局、以自身尼古丁高浓度（成瘾性更强）吸引招商、过度宣传减害甚至无害的品牌将面临更大的政策风险。

头部品牌如悦刻，有望在下次监管洗牌中继续提升份额。以悦刻为例，“线上禁令”和疫情是两次品牌扩张的关键时点，而前期悦刻为应对监管做出的布局有望在未来实现兑现：1、2019年初在市场激烈进行渠道扩张时，悦刻耗资2000万元建设理化实验室，并顺利通过了CNAS（中国合格评定国家认可委员会）认可；2、在2020年以来的补贴大战中悦刻表现相对低调，从店铺补贴、产品形态设计、宣发上不如其他品牌激进；3、2019年推出向阳花青少年保护系统，联合警方打击假制窝点、线上线下售假渠道，对微商容忍度相对较低。

市场角度：行业或进入短暂瓶颈期，市场教育及尼古丁传输效率是重点

根据蓝洞新消费统计电子烟5月经营情况，47.7%的店主业绩稳步下跌，48%店主销售业绩一般，仅有4%的店主表示持续创新高，其中影响业绩的主要因素为：开店太多、微商+假货+通配泛滥造成价格紊乱、行业负面新闻造成用户恐惧。

电子烟已进入渠道下沉阶段，前期扩店速度或快于需求提升速度。一方面，下沉市场教育尚不明显，我们观察到上海、成都、长沙等地电子烟展会人潮涌动，开店咨询活跃，但格物消费于6月18日披露称，福州展会参展品牌从前期披露的31个下降至25个，参展人数也不容乐观；另一方面，2020年以来行业补贴价格战加快了扩店进程，但行业关店转让数量、月流水较前期红利期已出现一定程度的恶化，未来下沉渠道的市场教育仍有待提升。

由“潮”至“简”，电子烟应当更关注尼古丁传输效率提升而非“潮流”。“潮流”年轻人为驱动的行或已逐步消退，电子烟应当逐步关注功能性，根据深圳新型烟草制品有限公司（中烟下属公司）披露2020年数据，吸食新型烟草的首要原因是减少二手烟的危害而非“时尚”，放弃电子烟的主要原因为不解瘾及安全担忧，因此在渠道下沉的大趋势下，以及监管或对尼古丁含量限制的预期下，品牌方应更关注尼古丁传输效率的提升及市场教育，先行建立良好品牌形象的企业有望率先实现突破。此外，尼古丁传输效率提升或更多由代工厂如思摩尔国际进行推动，而思摩尔在该领域的领先布局（参考我们于2021年6月7日发布的报告《专注雾化技术，助力电子烟产业蓬勃发展——思摩尔国际（6969.HK）投资价值分析报告》）也将有望助力其在下一阶段市场竞争中保持领先地位。

投资建议

从行业角度上看，电子烟目前最大的风险是政策风险，但我们认为如果不实施专卖制，税率及口味限制等问题可以被充分消化，此外当前电子烟市场增长有所降温，激进的开店政策或存在风险，稳扎稳打进行健康研究、洞察用户需求或许才是发展重点。从公司角度上看，我们持续看好思摩尔国际在雾化科技领域构建的能力圈，若不实施专卖制，思摩尔在海外 VUSE+国内悦刻的带动下，仍具备投资价值。此外思摩尔在健康、尼古丁传输效率等方面的技术布局，也有望助力其在下一次监管浪潮中实现较好应对，维持龙头地位。

风险提示：政策进一步加码，行业关店超预期

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
6969.HK	思摩尔国际	43.95	0.02	0.91	1.07	83	40	34	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-18；汇率按 1HKD=0.82893CNY 换算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE