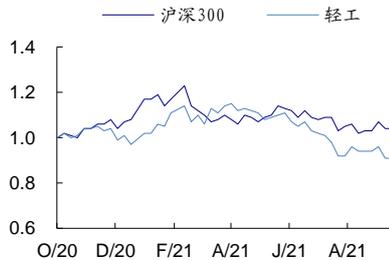


一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

- 《轻工双周报:旺季不旺,下游复苏仍需时日》——2021-09-18
- 《轻工行业9月投资策略:消费属性标的的配置价值有所回升》——2021-08-30
- 《轻工双周报:纸价逐步企稳,原料短期震荡》——2021-08-30
- 《轻工双周报:造纸估值回落,等待景气催化》——2021-08-11
- 《轻工行业8月投资策略:市场回撤中静待优质企业安全边际》——2021-07-29

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307  
E-MAIL: 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  
电话: 010-88005330  
E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

## 我国新型烟草税收方式和影响

### ● 中国烟草税收: 消费税为主, 从量从价分级混合

中国烟草税收包括烟叶税、消费税、增值税及企业所得税等类别。消费税占比最大,在香烟的生产和批发环节征收,兼有从价和从量两种计税方式。国内烟草税收结构历经数次调整,动机包含简化税制、提升征管效率、调整高低端产品与产业结构来更好适应市场需求变化等。了解中国烟草税收体系、改革过程、调整目的,对理解未来中国电子烟监管落地后的税收制度建设有着重要意义。

### ● 海外: HTP 以烟草含量为税基, 雾化按烟油体积从量为重

HTP 的税收通常低于香烟,并且在对其征收从量税或者混合税时,通常以所含烟草的千克数作为税基。目前对雾化电子烟(ENDs)的税收以从量为主,大多数国家都是对单位烟油体积征收一定数额的从量消费税。相当一部分国家和美国的州,对于烟油征税并不会区分是否含有尼古丁。

### ● 推演: 把握税负等价总体原则, 兼顾征管效率

国内新型烟草产品当前仅上缴增值税、企业所得税是行业发展初期监管空窗的特殊情况,未来对新型烟草加征消费税乃大势所趋。总体税收负担与结构上,我们认为基于公平性原则的考量,新型烟草整体税负或一次性/分阶段逐步与传统烟草接近。在税基的选择、是否实行分级等方面,考虑到电子烟企业、产品类别、分销体系环节众多,征收之初或优先考虑征管效率,借鉴国外按烟油体积征收从量税的方法,或者从尼古丁源头对尼古丁征税。未来随着监管完善和形势变化,从监管目的和现实情况出发,可能根据是否含尼古丁以及尼古丁浓度,采取更为精细、合理的征收方式。

### ● 监管落地后产业链利益分配可能重构, 能否以价换量将是关键

若新型烟草整体税收负担与传统烟草接近,且新型烟草企业无法通过定价充分转移税收影响,则未来产业链利润率较当前或有一定幅度收缩,各环节的利润分配格局亦可能产生较大变化。与此对应的是,监管若允许民企参与电子烟产业链,相关企业将获得存续的确定性和更加广阔的发展空间。在这一新形势下,能否在向国家和社会让渡部分利润空间的情况下,换来更大的产销量,实现新均衡之下更大的发展机遇,将成为决定其业绩、市场预期和股价表现的核心因素。

### ● 投资建议

重点推荐在陶瓷雾化芯领域起步早、研发领先、专利群完整,与下游大客户绑定紧密的电子烟代工龙头思摩尔国际。

### ● 风险提示

政策出台严峻程度超预期;电子烟销量增长低于预期。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
06969	思摩尔国际	买入	29.47	1772.97	0.96	1.27	30.70	23.27

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

税收作为烟草专卖的重要环节，能够起到寓禁于征、调节产品与产业结构、增加财政收入的功效。新型烟草作为一种新兴的烟草消费品，在经历了数年的发展后已经具备了相当的消费者群体和产业规模。此前由于行业发展过快，监管短期内存在空窗的特殊环境，其综合税收负担远低于传统烟草。我们认为这一情况在新型烟草纳入烟草专卖后将得到改变。本报告梳理了中国烟草税收体系，并在此基础上借鉴海外新型烟草征税方式，并在此基础上对我国新型烟草未来可能的征税方式以及潜在影响做了一定推演。

### 核心假设或逻辑

- 第一，电子烟等新型烟草不会被我国政府全面禁止，而是通过统筹规划、牌照准入等思路与执行，合理规范引导产业健康发展。
- 第二，作为该产业的重要组成部分，电子烟产业链中的优秀民营企业，能够持续经营当前业务并根据国家要求、需要拓展新的领域。
- 第三，监管落地后，新型烟草产品能够凭借其减害性等优势，成为我国更广泛人群的替烟选择，从而获得广阔的市场空间和发展机遇。

### 与市场预期不同之处

市场较少从整体税负等价的角度考虑税收对新型烟草产业链利益格局重构、以及征税对产业链不同环节、同一环节竞争格局的影响。本报告在梳理中国传统烟草税收体系现状及演变过程的基础上，结合海外新型烟草征税方式，对我国未来可能的综合税收负、税基选择、征收环节等维度进行了探讨，并在此基础上讨论了不同税制结构的优劣以及对产业潜在的影响。希望在为投资人研判监管落地后新型烟草相关税收政策对产业链投资机遇方面起到一定帮助。

### 股价变化的催化因素

- 第一，政策出台较市场预期更为乐观，消除市场对行业存续确定性的担忧。
- 第二，龙头企业凭借其全方位优势，不断加深同优质客户的绑定关系，持续获取优质订单扩大市场份额。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，政策出台的方向对行业和公司发展机遇的影响不及预期。
- 第二，我国电子烟市场拓展不及预期。
- 第三，龙头企业短中期订单情况不及预期。

## 内容目录

关于我国电子烟未来税收的一些思考 .....	5
中国烟草税收及其历史沿革 .....	6
税收结构：从量从价混合，生产环节征收为主 .....	6
烟草相关税收分配 .....	7
一盒烟的税费结构：以中华为例 .....	9
中国烟草税收调整历程 .....	9
海外烟草税收体系 .....	11
全球烟草税负分布 .....	11
整体税收水平和零售价格 .....	12
税收结构对价格的影响 .....	13
统一的从量、从价或者混合体系对烟草最终价格的影响 .....	13
统一的消费税和分级的消费税对最终价格的影响 .....	14
税基选择和最低烟草税率对最终价格的影响 .....	15
不同税收结构的问题和可能的影响 .....	15
对新型烟草的税收 .....	16
加热烟草制品（HTPs） .....	16
尼古丁电子传输系统（ENDs）和非尼古丁电子传输系统（ENNDs） .....	17
电子烟不同税收结构的优缺点 .....	19
从量征收 .....	19
含最低从量税的从价征收方式和混合税收结构 .....	20
从价征收 .....	20
投资建议：关注技术领先的中游代工龙头 .....	21
风险提示 .....	22
国信证券投资评级 .....	23
分析师承诺 .....	23
风险提示 .....	23
证券投资咨询业务的说明 .....	23

## 图表目录

图 1: 烟草税征收环节 .....	6
图 2: 举例: 一包软中华烟的税费结构 .....	9
图 3: 全球烟草税负分布 .....	11
图 4: 部分国家消费税和其他税收占香烟零售价比例 .....	12
图 5: 香烟零售价格排名前 20 的国家 (美元) (销量最多的 20 个品牌加权平均价格) .....	12
图 6: 2018 年根据“税收结构”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负 .....	14
图 7: 2018 年根据“有没有分级的税收”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负 .....	14
图 8: 2018 年根据“用零售价或是其他作为税基”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负 .....	15
图 9: 2018 年根据“有没有最低从量消费税”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负 .....	15
图 10: 公司营收和同比增速 (百万元) .....	21
图 11: 公司净利润和同比增速 (百万元) .....	21
表 1: 烟草烟叶税和消费税 .....	6
表 2: 2018 年全国主要烟叶种植区域烟农收入与烟叶税收入情况 .....	7
表 3: 2018 年我国烟草体系税收结构 (亿元) .....	7
表 4: 2018 年各烟草生产公司收入和创造税利 .....	8
表 5: 香烟及烟草制品进口和增值税 .....	8
表 6: 烟叶税历年来变化 .....	10
表 7: 卷烟消费税历年来变化 .....	11
表 8: 不同国家烟草税收分级标准 .....	13
表 9: 不同税收结构存在的问题和可能的影响 .....	16
表 10: 不同国家对加热烟草制品的监管方式 .....	16
表 11: 各国加热不燃烧烟草制品税收情况 .....	17
表 12: 各国对 ENDS/ENNDs 产品征税情况 .....	17
表 13: 美国各州对 ENDS/ENNDs 产品征税情况 .....	17
表 14: 对 ENDS/ENNDs 产品征税情况 .....	18
表 15: 各国烟油税收情况 .....	18
表 16: 各种从量征收方法的优缺点 .....	19
表 17: 带最低从量的从价和混合税收结构征的优缺点 .....	20
表 18: 各种从价征收方法的优缺点 .....	20

## 关于我国电子烟未来税收的一些思考

对烟草产品征税既能够通过“寓禁于征”的方式降低整体烟草消费量，又能对产品、产业结构起到一定的调节作用。当前电子烟、加热不燃烧等产品仅征收增值税与企业所得税，并未和传统烟草产品一样上缴烟草消费税。随着新型烟草规模持续增大，将其纳入烟草专卖体系以规范企业经营、合理控制产品结构的必要性日趋加强。我们通过对中外烟草税收模式的分析，认为未来对电子烟等产品的税收存在如下可能：

- 中国政府在烟草行业上的政策制定，并不是一成不变的，而是会根据社会发展和行业变化进行调整。而全球各国、美国各州的征税体系，也有各自的不同考量和具体措施。
- 我国烟草征税体系调整的总原则，是在保证中央和地方政府财税总体平稳、地方上企业和产业链就业格局的前提下，针对突出的问题进行优化，以实现减害控烟和经济效益的均衡。
- 从量、从价和混合计税体系均有各自的问题，要么来自实操执行层面、要么来自顶层设计对行业的发展趋势影响、要么来自调整难度。因此，一个阶段内的主要矛盾，会是政策制定的主要考量。
- 我国的烟草税收分层和混合模式，保证了目前各档位香烟产品协同发展和不同梯度的受众群体稳定。对于电子烟征税问题，若传统香烟征税体系并不打算进行重大调整，则电子烟的税务问题可以参考借鉴当前的传统香烟税收体系。
- 在此基础上，虽然目前来看中国政府制定相关政策并无十分明确的公开取向。但个人角度看，由于实操中单一的计税体系可能会有相当多的现实问题，所以倾向于认为我国电子烟征税体系会相当程度参考传统卷烟的档次、价格分级和混合体系（从量和从价并用）。
- 如果我们的预判被验证，那么从量可能会针对烟弹数量、尼古丁含量、尼古丁含量对应烟草需求量；从价可能在此基础上针对不同出厂和批发/零售价格产品制定几档税率，给不同价位的产品留出弹性空间。
- 政策的落地会是渐进式的还是一步到位的尚未可知，所以混合分级的税收体系，也有可能是从单一方式逐步演变而成。

## 中国烟草税收及其历史沿革

**税收结构：从量从价混合，生产环节征收为主**

目前我国实行的是从价从量混合且分级的税收制度。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 1：烟草烟叶税和消费税**

税种	具体税项	税率	纳税人	税收归属
烟叶税	烟叶税	20%	烟叶收购方	地方财政
消费税	甲类卷烟（调拨价 70 元/条以上）	56%，另收取 0.003 元/支， <b>生产环节征收</b>	生产者（通常为中烟公司）	消费税全部归属于中央财政
	乙类卷烟（调拨价 70 元/条以下）	36%，另收取 0.003 元/支， <b>生产环节征收</b>	生产者（通常为中烟公司）	
	商业批发价	11%，另收取 0.005 元/支， <b>批发环节征收</b>	批发商	
	雪茄	36%， <b>生产环节征收</b>	生产者	
	烟丝	30%， <b>生产环节征收</b>	生产者	

资料来源：中国税务网，国信证券经济研究所整理

**图 1：烟草税征收环节**



资料来源：中国税务网，国信证券经济研究所整理

下面我们分别对每个税种进行依次介绍。

**烟叶税。**税率 20%，收购烟叶的单位为纳税人，按照收购金额计税。烟叶税收入归属地方政府。2018 年我国烟叶为烟农创收约 500 亿元，则我们测算全国烟叶税额约  $500 * (1+10%) * 20%$  等于 110 亿元。乘上 1+10% 的系数是因为烟叶收购当中存在各种价外补贴，所以官方计税方式用 10% 的系数进行调整。全国烟草税收收入排名前三的省份为云南、贵州和四川，2018 年分别为 50.77、14.96、9.75 亿元。

**表 2：2018 年全国主要烟叶种植区域烟农收入与烟叶税收收入情况**

地区	实现烟农总收入 (亿元)	烟农户数 (户)	烟叶收购 (万担)	烟叶种植面积 (万亩)	烟叶税 (亿元)
云南	230.75	635052	1555.5	576.09	50.77
贵州	68.00	74822	403.4	175.4	14.96
四川	44.32	68482	109.02	109.02	9.75
湖南	40.14	49903	257.77	106.37	8.83
河南	25.74	31229	182.88	66.8	5.66
福建	23.57	41139	157.88	61.52	5.19
湖北	14.44	31574	104.05	47.49	3.18
重庆	12.84	15286	96.7	41.9	2.83
陕西	7.68	12749	67.76	26.2	1.69
山东	8.92	7140	65.86	24.32	1.96
江西	7.96	10778	58.44	23.5	1.75
<b>全国合计</b>	<b>502.34</b>	<b>1003703</b>	<b>3202.57</b>	<b>1310.37</b>	<b>110.51</b>

资料来源：《中国烟草年鉴》，国信证券经济研究所整理

**消费税：从价税为主，从量税占比较小。**消费税是对特定消费品征收的税种，主要目的是为了调节产品结构，引导消费方向。现行消费税的征收范围包括：烟、酒、鞭炮、焰火、高档化妆品等（此处并未全部列出）。烟消费税的水平根据香烟的等级不同有所差异，**烟草等级越高，其消费税率也越高。我国香烟消费税实行分级的从价税+从量税的税收结构，在生产和批发两个环节征收。**

生产环节的消费税按调拨价（烟草公司卖给烟草商业企业的价格）计税。在烟草的各项税收中，消费税占比最大，国内外皆如此。2018 年中国生产环节征收的消费税约 6200 亿元，批发环节征收的消费税约 1000 亿元。按中国 2018 年香烟产量 10048 亿支计算，从量部分的税收为 80 亿元，我国的从量税占消费税比例较小，每支香烟“生产+批发”环节消费税合计 0.008 元。部分国家烟草消费税中从量占比较高，如美国联邦层面对每包香烟（20 支）征收 1.01 美元，各州的从量税差异较大，从密苏里州的 17 美分每包到纽约州的 4.35 美元每包不等。**烟草行业征得的消费税全部归中央财政享有。**

### 烟草相关税收分配

**烟叶税归地方财政，消费税全归中央财政，增值税中央地方分别得 50%、50%，企业所得税中央地方分别 60%、40%，城市建设维护税和教育费附加归地方财政。**综上，烟草税收中归属中央和地方的分别约 7575、1471 亿元。

**表 3：2018 年我国烟草体系税收结构（亿元）**

	烟叶收购	生产环节	批发环节	零售环节（按 10% 毛利率计算）	合计
销售收入	500	7408	13514	14865	14865
税利		7070	4070	--	11140
利润		665	1528	--	2193
税收		6405	2542	--	8947
消费税		4819	1261	--	6080
企业所得税		166	382	--	548
增值税		852	702	155	1555
城市建设		397	137	11	534
教育附加		170	59	5	229
烟叶税	110				

资料来源：《中国烟草年鉴》，国信证券经济研究所整理和计算

注 1：由于部分中烟公司未披露税利情况，所以上表税利计算值略小于实际值

注 2：由于缺乏零售环节净利润率统计数据，且该环节中企业众多，存在较多税收优惠，其税利情况难以测算，故上表略去，这同样会使得上表总税利值小于实际值

**表 4：2018 年各烟草生产公司收入和创造税利**

公司	卷烟销售收入 (亿元)	实现税利 (亿元)	利润 (亿元)
全国	7408.24	7070.63	665.23
云南中烟工业有限责任公司	--	1245.89	175.02
上海烟草集团有限责任公司	1506.1	1008.01	--
湖南中烟工业有限责任公司	901.55	767.62	95.09
湖北中烟工业有限责任公司	--	605.18	90.39
江苏中烟工业有限责任公司	576.27	541.41	91.03
中国烟草实业发展中心	641.72	448.54	33.34
浙江中烟工业有限责任公司	873.39	438.18	43.523
河南中烟工业有限责任公司	446.49	321.27	37.41
贵州中烟工业有限责任公司	363.38	277.91	29.57
安徽中烟工业有限责任公司	398.77	251.13	8.52
山东中烟工业有限责任公司	293.8	196.12	21.67
福建中烟工业有限责任公司	256.1	192.38	12.57
广西中烟工业有限责任公司	218.68	154.56	11.17
四川中烟工业有限责任公司	211	146.4	5.1
江西中烟工业有限责任公司	203.56	139.25	3.51
陕西中烟工业有限责任公司	197.67	126.3	5.7
河北中烟工业有限责任公司	180.58	120.83	2.81
重庆中烟工业有限责任公司	139.18	89.65	-1.19
广东中烟工业有限责任公司			

资料来源：《中国烟草年鉴》，国信证券经济研究所整理

注 1：部分烟草生产公司未公布收入或税利等，故全国实际值应大于此处计算值，例如广东中烟工业公司未披露

注 2：中国烟草实业发展中心旗下包含黑龙江、吉林、辽宁、甘肃、内蒙古、山西、海南等卷烟工业公司

**增值税和进口关税。** 增值税是以商品在流通过程中产生的增值额作为计税依据征收的一种流转税，实行价外税。目前烟草行业增值税率为 13%。烟草行业增值税 2018 年由 17% 降至 16%（国家降低制造业税率），2019 年 4 月 1 日起，税率由 16% 进一步降低至 13%。增值税收入中央和地方各享有 50%。进口关税和进口消费税由海关负责征收，归属中央财政。

**表 5：香烟及烟草制品进口和增值税**

商品名称	最惠国税率	普通税率	增值税率
卷烟	25%	180%	13%
香烟	25%	180%	13%
烟丝	57%	180%	13%
烟草	57%	180%	13%
烟草制品	57%	180%	13%
电子烟	57%	180%	13%
雪茄	25%	180%	13%

资料来源：全关通信息网，国信证券经济研究所整理

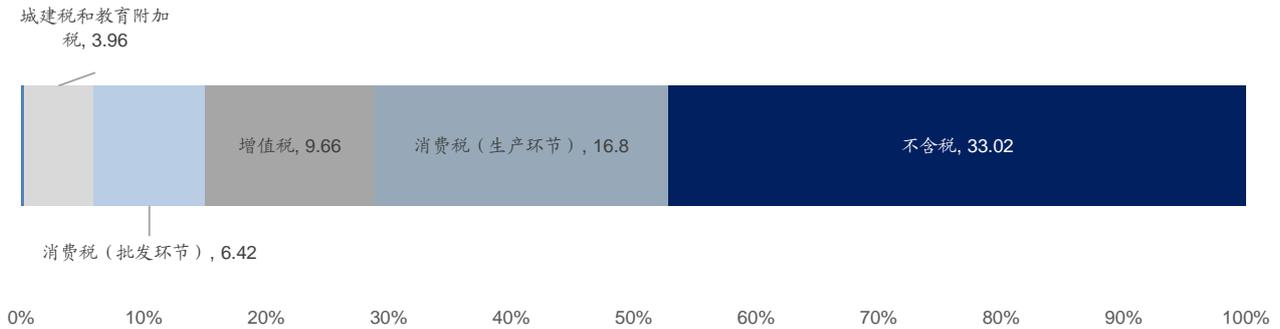
**城市建设维护税和教育费附加。** 以增值税和消费税为税基，城市建设维护税的税率有 7%、5% 和 1% 三档，烟草企业通常适用 7% 一档。教育费附加税率为 3%，是专门用于发展地方教育事业的预算外资金。

**企业所得税。** 烟草生产企业适用 25% 的企业所得税率。批发和零售环节税率根据企业规模不同有所差异。

### 一盒烟的税费结构：以中华为例

一包软中华烟按批发价 58.3 元，零售价 70 元计算，其中各部分占比分别为烟叶税 0.20%、城建和教育附加税 5.66%、消费税（批发环节）9.20%、增值税 13.80%、消费税（生产环节）24.00%、不含税 47.17%。总税费占零售价比例约 52.8%。

图 2：举例：一包软中华烟的税费结构



资料来源：Data says，国信证券经济研究所整理

### 中国烟草税收调整历程

#### 烟叶税：简化税制，提升监管与征收效率

对烟叶征税在历史上的变化主要集中在两方面：1) 所属税目的变化；2) 税率的变化。建国之初烟叶税属于货物税，后归为工商税、产品税等税目，1994 年全面税制改革后，烟叶税被划入农业特产税。早年的税目变化主要是随着整体税制变化进行，目的大多是为了简化税制，提升监管和征收效率。2006 年农业税废止后，对烟叶的税收单独保留，称为烟叶税，税率 20%。保留烟叶税一方面是要维持对烟草“寓禁于征”的政策连续性，另一方面则是要维持部分地区的财政能力（烟草税归属于地方财政）。烟叶税调低一方面是考虑到在实际烟叶收购过程中烟草公司处于强势地位，若税收过高，则从结果来说会损害烟农的利益，另一方面由于烟叶税归属地方财政，若烟叶税过高，则地方政府存在盲目鼓励烟叶种植以增加财政收入的可能性。

**表 6: 烟叶税历年来变化**

日期	文件	内容
1950 年 1 月	《货物税暂行条例》	薰烟叶税 30%，土烟叶税 20%
1958 年 9 月	《工商统一税条例（草案）》	对薰烟叶、土烟叶征收工商统一税，薰烟叶 50%，土烟叶 40%
1971 年 11 月	《工商税条例（草案）》	烟类产品保持 1958 年试行工商统一税时候的税率；甲级卷烟 66%，薰烟叶和土烟叶同为 40%；
1984 年 9 月 28 日	《中华人民共和国产品税条例（草案）实施细则》	对烟类产品改征产品税，并对烟类产品征税的税目、税级以及分级计税的标准都做了明确的规定
1994 年 1 月 1 日	全面税制改革	按国务院发布的新税制条例全面改革，产品税改征增值税、消费税、农业特产税等税种，产品税停征
1994 年	税制改革	将农林特产农业税与产品税中的农林牧水产品合并改为征收农业特产农业税，简称农业特产税；农业特产税的应税品目包括烟叶收入在内的七类，烟叶产品中的晾晒烟叶和烤烟叶税率均为 31%。烤烟、晾晒烟叶由国家规定收购价格，调整为农业特产税后的烟叶税收由地方政府征收。
1998 年 7 月 27 日	《关于调整烟叶和卷烟价格及税收政策的紧急通知》	烟叶收购继续实行中央管制的政府定价政策，从 1999 年起，烟叶全国平均收购价格由每 50 公斤 242 元提高为 350 元，将收购烟叶中的各种价外补贴取消，将烟叶的农业特产税率由 31%降低至 20%
2005 年 12 月 29 日		废止《农业税条例》
2006 年 2 月 17 日		废止《国务院关于对农业特产收入征收农业税的规定》
2006 年 4 月 28 日	《中华人民共和国烟叶税暂行条例》	开征烟叶税替代烟叶特产农业税，税率仍为 20%，在收购环节由烟草公司缴纳

资料来源：《中国烟草税收——历史沿革、现状及改革》，国信证券经济研究所整理

### 卷烟消费税：变化较多，目标多元

卷烟消费税历史上变化涉及的维度较多：1) 所属税目的变化，此类变化主要是随整体税制变化进行，目的大多是为了简化税制，提高监管和征收效率。2) 税收结构变化和税率的变化。推动此类变化的目的通常包括 a) 体现“寓禁于征”的思想，促进公共健康，b) 提高征管效率，减少偷税漏税可能，c) 调整烟草市场产品结构，d) 调整产业中不同规模的企业结构。

- **影响产品结构。**1994 年分税制改革后对各类卷烟统一征收 40% 的消费税，使得烟草生产企业更倾向多生产利润较高的高档卷烟，企业的产品结构由低档到高档转移，低档卷烟出现了供不应求现象，这一税收政策也使得以生产低档卷烟为主的中小烟厂出现严重亏损。
- **影响产业结构，增强征管效率。**1998 年对卷烟消费税进行了再次改革，将卷烟消费税由单一税率改为差别税率，一类卷烟税率提高 10%，四五类卷烟税率降低 15%；卷烟消费税税率变为三档：一类 50%；二三类 40%，四五类 25%。这一改动使得低档卷烟产销大幅增加，中小烟厂生产复苏，大型名牌卷烟厂利润大幅下降，削弱了大企业的优势地位，使得小烟厂的关停并转更加困难，不利于产业结构调整。这一时期卷烟消费税按照出厂价从价计征，并且只在生产环节征收，导致很多烟厂采用转移定价的方法规避纳税调整。
- **调整产品结构，影响产业结构。**2001 年调整了卷烟消费税计税方法和税率，实行从量、从价结合的计税方法：按量每 50000 支 150 元定额税，从价计征由过去三档调为两档，调拨价 50 元以上的税率为 45%，50 元以下的 30%；计税价格由出厂价改为调拨价或核定价。这一调整使得低档卷烟税负大幅提高，中小企业严重亏损，开始退出市场；计税价格的改变减少了企业利用转移定价方式避税的空间；高档烟市场过剩，低档烟市场紧缺，非法烟假烟发展。

2009 年将甲类卷烟划分的价格标准提升至 70 元，同时提高了甲乙两个类别卷烟的税率，分别从 45%、30% 提升至 56% 和 36%。税率的提升体现出“寓禁于征”思路的连续性，对高档卷烟过剩也有一定抑制作用。

表 7: 卷烟消费税历年来变化

日期	文件	内容
1952 年 12 月 31 日	《商品流通税试行办法》	将原征货物税中划出部分税目组成, 并将其原征的货物税、营业税及其附加税、印花税、棉纱统销税、棉花交易税等合并征收为新税
1952 年 12 月 31 日	《商品流通税试行办法实施细则》	包括烟酒等 22 项商品 55 个品目, 最高税率为甲级卷烟 66%
1971 年 11 月	《工商税条例(草案)》	烟类产品保持 1958 年试行工商统一税时候的税率; 甲级卷烟 66%, 薰烟叶和土烟叶同为 40%;
1984 年 9 月 28 日	《中华人民共和国产品税条例(草案)实施细则》	对烟类产品改征产品税, 并对烟草类产品征税的税目、税级以及分级计税的标准都做了明确的规定
1994 年 1 月 1 日	全面税制改革	按国务院发布的新税制条例全面改革, 产品税改征增值税、消费税、农业特产税等税种, 产品税停征
1994 年	分税制改革	产品税改征增值税, 并新增了消费税, 烟草制品成为消费税的主要税目, 1994 年各类卷烟按照出厂价统一计征 40% 的消费税
1998 年 7 月 1 日	对卷烟消费税税制再次进行改革	将卷烟消费税由单一税率改为差别税率, 一类卷烟税率提高 10%, 四、五类卷烟税率降低 15%; 卷烟消费税税率变为三档: 一类 50%; 二、三类 40%, 四、五类 25%
2001 年 6 月 1 日	卷烟消费税计税方法和税率调整	实行从量、从价结合的计税方法: 按量每 50000 支 150 元定额税, 从价计征由过去三档调为两档, 调拨价 50 元以上的税率为 45%, 50 元以下的 30%; 计税价格由出厂价改为调拨价或核定价
2009 年 5 月		提高甲、乙和雪茄烟类税率; 批发环节加征 5% 的从价税; 调整甲、乙类卷烟分类标准
2015 年 5 月		批发环节从价税率由 5% 提升至 11%, 并加征从量税, 批发价格上调 6%; 建议零售价按照零售毛利率不低于 10% 的原则确定

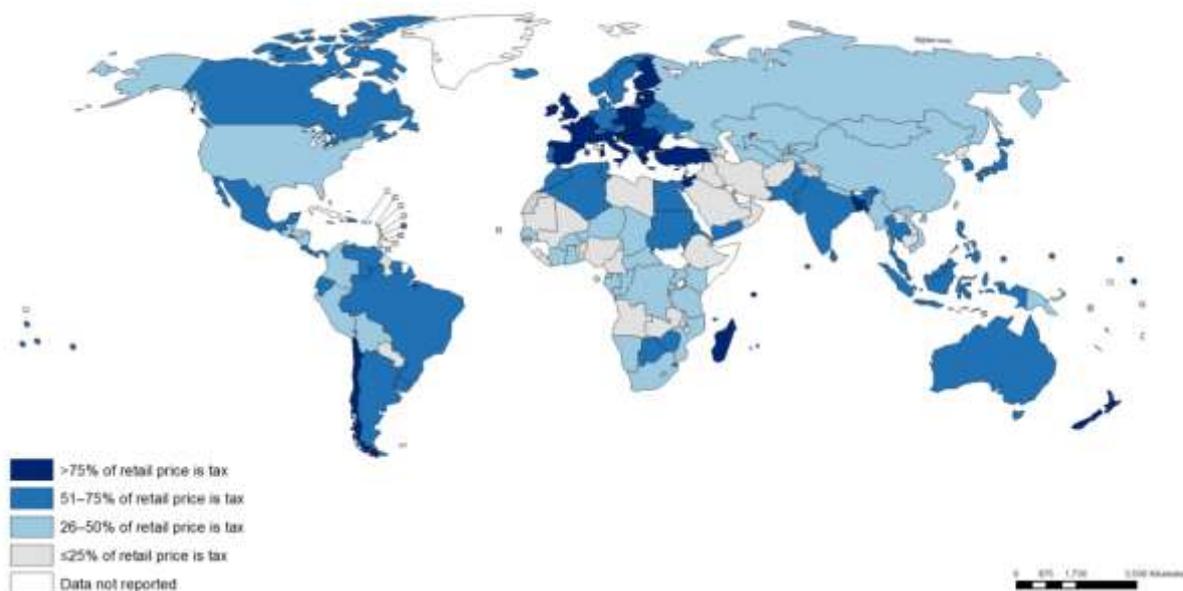
资料来源:《中国烟草税收——历史沿革、现状及改革》, 国信证券经济研究所整理

## 海外烟草税收体系

### 全球烟草税负分布

全球烟草税负最重的区域主要集中在欧洲, 东亚区域烟草税负普遍不高。东南亚地区烟草税负在全球排名中等偏上, 美国和中国烟草税负在全球排名中等偏下。需要说明的是, 下图当中中国税负位于 26-50% 区间内, 与前文中 66.6% 的综合税负不相符, 可能是由于 WHO 仅考虑了部分针对烟草产业主要税种如消费税、烟叶税, 而对所有行业普适的增值税、企业所得税等并未纳入此项统计。但由于下图未说明统计口径, 尚无法 100% 确定。

图 3: 全球烟草税负分布

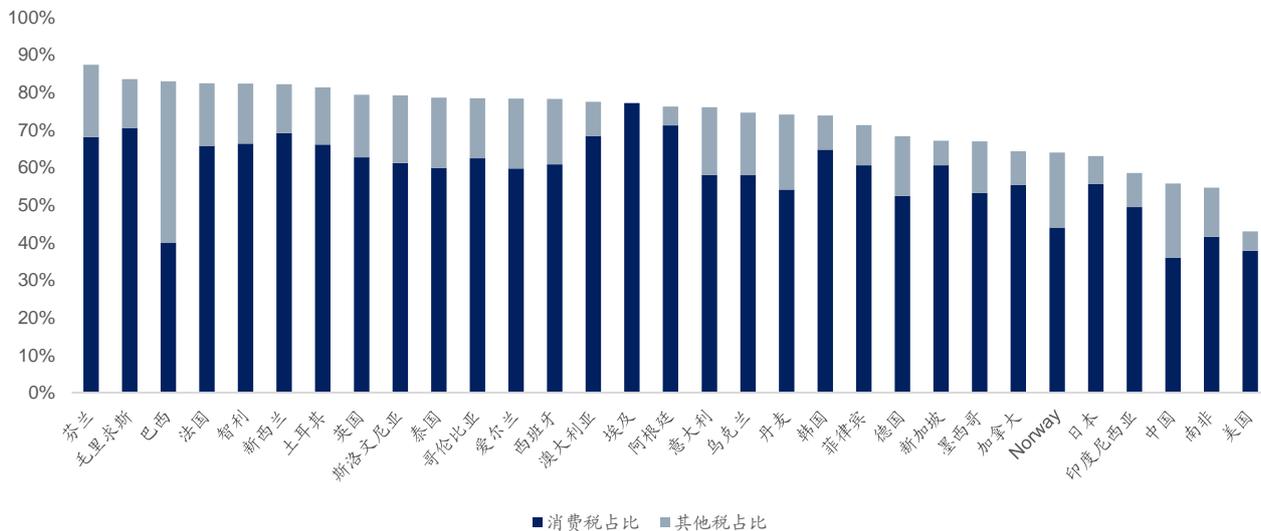


资料来源: WHO, 国信证券经济研究所整理

### 整体税收水平和零售价格

消费税是全球烟草的主要税收。从全球来看，烟草整体税收差异巨大。在全部 185 个样本中，综合税负（税收占零售价比例）最高的国家可达 88%，最低为 0%，中位数为 53%。中国烟草综合税负为 56%，全球排名 85，其中消费税 36%，其余税收 20%。

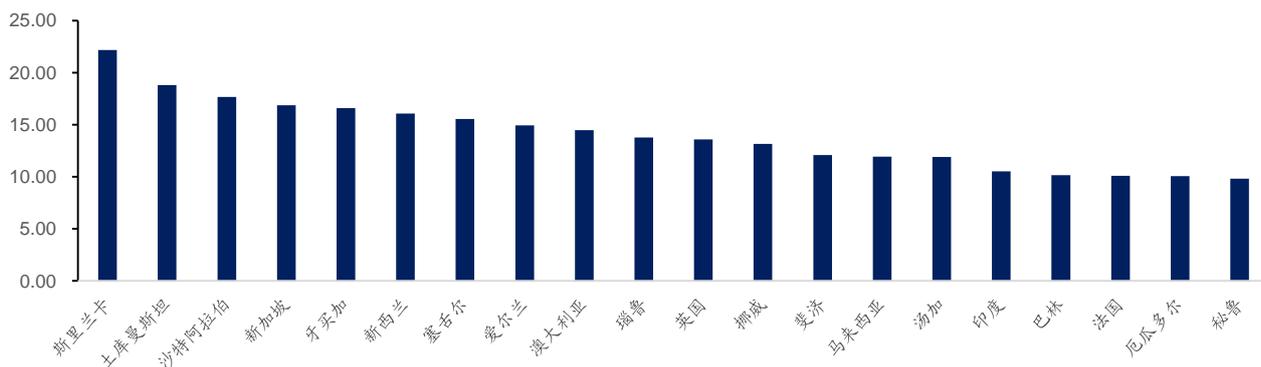
图 4：部分国家消费税和其他税收占香烟零售价比例



资料来源：WHO，国信证券经济研究所整理

零售价格。全球烟草零售价格水平最高的前五个国家零售价分别为 22.17、18.81、17.68、16.87、16.59 美元。中国、美国、德国、日本、韩国香烟零售价分别为 4.02、6.86、8.25、4.45、5.28 美元；全球排名分别为 111、64、38、105、88 名。

图 5：香烟零售价格排名前 20 的国家（美元）（销量最多的 20 个品牌加权平均价格）



资料来源：WHO，国信证券经济研究所整理

## 税收结构对价格的影响

税收结构是不同类型税种（比如从价、从量、最低、分级）的结合以及不同税基的选择。税种类型包括从量、从价、从量和从价混合、分级税收等；税基的选择包括产品的数量、产品的价值（出厂价值、零售价值等）。不同的税收结构会对产品的价格、结构产生不同影响，在监管和征收难度、效率方面也有较大差异。

从量税按照商品数量征收，从价税按照商品价值征收。混合税既包含从量部分也包含从价部分。以我国烟草消费税为例，在生产环节既按照调拨价的一定比例征收从价的消费税，也对每支香烟征固定数额的税收。分级税是指根据不同的标准，如价格、长度、工艺、品质等将香烟分成多个类别，不同类别实行不同的税率。常见分类标准及采用的国家见下表：

**表 8：不同国家烟草税收分级标准**

分级税基	国家
零售价	孟加拉国、白俄罗斯、印度尼西亚、约旦、莫桑比克、缅甸、巴基斯坦、泰国
香烟等级	埃及、日本、马里
出厂价	中国、老挝
产量	印度尼西亚
类型	
过滤/非过滤	白俄罗斯、格鲁吉亚、印度、肯尼亚、摩尔多瓦共和国、尼泊尔、巴布亚新几内亚
手工/机械	印度、印度尼西亚
丁香香烟/白烟	印度尼西亚
烟草成分（深色、金黄、浅色）	阿尔及利亚、玻利维亚
包装	
软/硬	莫桑比克、乌干达
香烟长度	印度、尼泊尔、斯里兰卡
贸易	
国产/进口	黎巴嫩、缅甸、所罗门、群岛、汤加、乌兹别克斯坦
烟叶内容	
国产/进口	斐济、坦桑尼亚

资料来源：《世界卫生组织烟草和政策手册》，国信证券经济研究所整理

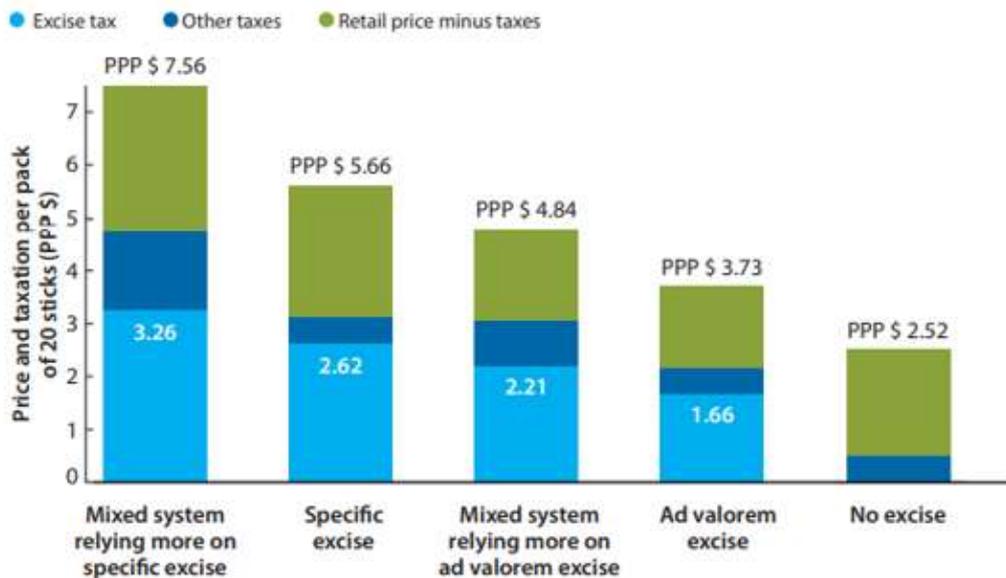
### 统一的从量、从价或者混合体系对烟草最终价格的影响

结论 1: 以从量税为主的税收结构通常会鼓励产业把价格定得比收从价税时高。

结论 2: 在征收从量税的情况下，烟草行业存在升级产品来吸引消费者的动机。

结论 3: 从量税倾向于减小不同产品之间的价差。

图 6：2018 年根据“税收结构”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负

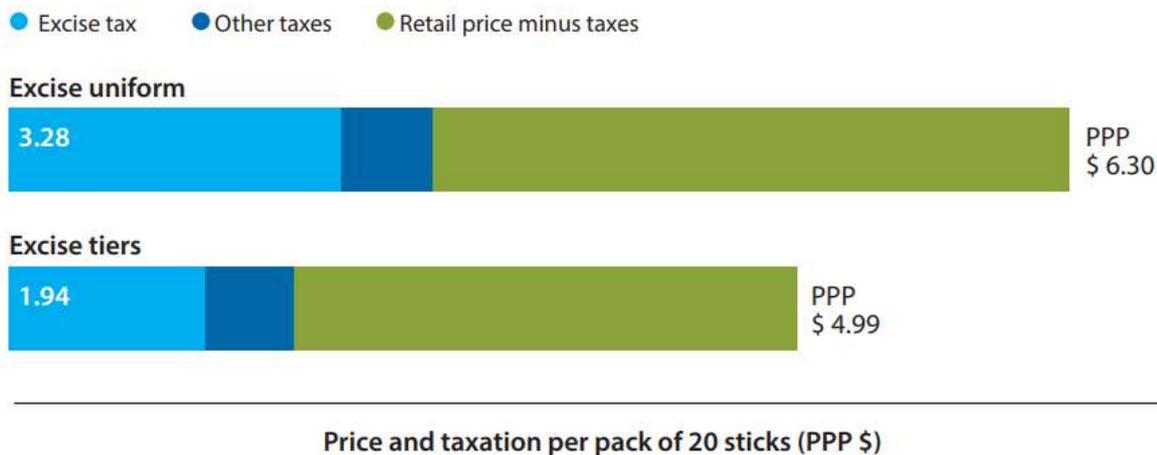


资料来源：《世界烟草流行报告》，国信证券经济研究所整理

### 统一的消费税和分级的消费税对最终价格的影响

结论：统一的消费税容易导致相对高的价格，也会导致更低的价格变化。因为在统一的消费税率下，厂商会更倾向于生产高档卷烟，其通过改变定价策略、生产过程等因素来降低税收负担的动机也会减弱。

图 7：2018 年根据“有没有分级的税收”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负



资料来源：《世界烟草流行报告》，国信证券经济研究所整理

### 税基选择和最低烟草税率对最终价格的影响

结论 1: 用零售价作为从价税税基的国家其烟草零售价和税收水平要高于用其他因素作为税基的国家。

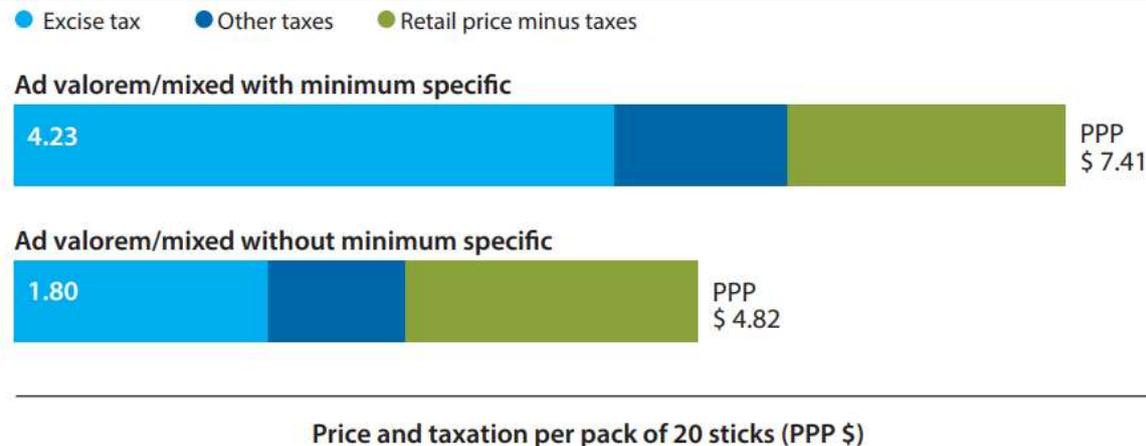
结论 2: 在从价或者混合的税收系统中, 若使用最低消费税率, 则最低消费税率是最终价格的重要决定因素。相较而言, 存在最低从量烟草消费税的国家的烟草价格和综合税负都比没有最低从量消费税的国家要高。

图 8: 2018 年根据“用零售价或是其他作为税基”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负



资料来源:《世界烟草流行报告》, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2018 年根据“有没有最低从量消费税”划分的销量最好的烟草加权平均价格和税负



资料来源:《世界烟草流行报告》, 国信证券经济研究所整理

### 不同税收结构的问题和可能的影响

采取不同的税收结构会对征管效率、产品质量、产品价格等维度产生影响, 进而影响产品结构, 市场格局等因素。我国烟草税收变革的历史上产生过类似影响(具体见中国烟草税收调整历程)。下表为不同税制在各个维度的影响, 供查阅:

**表 9：不同税收结构存在的问题和可能的影响**

	从量	从价	带最低从量税的从价税 或有最低消费税	从价从量混合	从价从量混合 带最低从量税的从价税，或有最低 消费税
税基	产品数量	产品价值（零售、批发、出厂价）	按照从价税基计算，但如果税收低于特定的最低水平，产品数量和产品价值则会加从量的税	需要具备强技术能力的税收监管，否则监管负担会很高；需要调查和收集从价与从量两种税收	产品数量和产品价值，如果税收低于特定的最低水平，则会加从量的税
监管难度	低：只需查清产品数量	需要具备强技术能力的税收监管，否则监管负担会很高	需要具备强技术能力的税收监管，否则监管负担会很高	需要调查和收集从价与从量两种税收	需要调查和收集从价与从量两种税收，还有最低的从量税
税收低估	不是个问题	容易低估税收	由于最低从量税的存在，提供了一种简单的防止低价值牌税收低估的方法	根据税基的选择，从价的部分可能容易少收	最低从量税防止低价香烟的从价税少收
产品质量	产品质量升级：倾向于降低高价品牌的相对税收	高乘数效应：抑制花费较高的质量改进	没有升级高价品牌的动力	消除升级高价品牌的动力；同时提供了升级低价品牌的动力	消除升级高价品牌的动力；同时提供了升级低价品牌的动力
价格	倾向于导致相对更高的价格，尤其是对低价烟来说	倾向于导致相对更低的价格，如果乘数效应足够强的话价格降低会被补贴	倾向于给低价烟带来更高的价格上涨	从量税的上涨将导致价格相对更高，尤其是低价烟；如果税基包含商品价值的话那么从量税的增长也会带来从价税的增长	从量税的上涨将导致价格相对更高，尤其是低价烟；如果税基包含商品价值的话那么从量税的增长也会带来从价税的增长
通胀	如果不随通胀调整的话，消费税的实际价值会被侵蚀	消费的价值将随烟草价格上涨而保持，如果烟草价格跟不上通胀的话	如果不随通胀调整的话，最低从量税降低了价格下沉的动机	如果不随通胀调整的话，从量税的价值会被通胀侵蚀	如果不随通胀调整的话，从量税的价值和最低从量税会被通胀侵蚀
健康	减少所有价格区间产品的消费	鼓励人们选择更便宜的香烟，降低对健康的益处	最低从量税降低了价格下沉的动机	可能减小价格下沉	减小价格下沉

资料来源：《世界烟草流行报告》，国信证券经济研究所整理

注：税收低估是指在从价征税的情况下，企业能够通过调节出厂、零售环节价格以减少税负

## 对新型烟草的税收

### 加热烟草制品（HTPs）

大多数国家都将加热烟草制品定义为烟草。HTP 的税收通常要低于香烟。并且在对其征收从量税或者混合税的时候，通常以所含烟草的千克数作为税基。下表是不同国家对 HTP 采取的税收方式：

**表 10：不同国家对加热烟草制品的监管方式**

税收类型	基准单位是千克， 整体税率低于香烟	基准单位是支， 整体税率与香烟相同	基准单位是支， 整体税率低于香烟	其他
从量税	阿尔巴尼亚，奥地利，白俄罗斯，波斯尼亚和黑塞哥维那，保加利亚，克罗地亚，塞浦路斯，捷克，丹麦，希腊，哈萨克斯坦，吉尔吉斯斯坦，拉脱维亚，立陶宛，黑山，荷兰，新西兰，北马其顿，罗马尼亚，俄罗斯联邦，斯洛伐克，斯洛文尼亚，瑞典，英国	阿塞拜疆，日本，乌克兰	亚美尼亚，匈牙利，约旦，黑山，摩尔多瓦共和国，意大利，菲律宾，韩国，塞尔维亚	
从价税（除非特别说明，否则是基于零售价计税）	西班牙，瑞士	沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国（基础是不含消费税和增值的零售价）		印度尼西亚
混合体系（除非特别说明，否则从价部分基于零售价计税）	法国、德国、波兰、葡萄牙	哥伦比亚、格鲁吉亚、以色列和西岸和加沙地带（从价消费税以批发价计税）		

资料来源：《世界烟草流行报告》，国信证券经济研究所整理

**表 11: 各国加热不燃烧烟草制品税收情况**

国家	税种	税率	单位
意大利	从量税	25%	去年加权平均香烟消费税
	增值税	22%	
	从量税	13244(16555)	每千克
日本	从价税	30%	零售价
	增值税	8%	
哈萨克斯坦	从量税	--	每千克
	增值税	12%	
韩国	烟草消费	897	每 20 支
	当地教育	394.6	每 20 支
	国家健康促进基金	750	每 20 支
	个人消费税	529	每 20 支
	绿色基金	24.4	每 20 支
	增值税	10%	每 20 支
西班牙	从价税	28.40%	零售价
	MET	22	每 1000 支
	增值税	21%	
	从价税	12%	零售价
瑞士	增值税	7.70%	
	从价税	949.8	每千克
乌克兰	增值税	20%	
	从量税	234.65	每千克
英国	增值税	20%	

资料来源：欧睿国际，国信证券经济研究所整理  
 注：货币单位均为所在国货币

### 尼古丁电子传输系统 (ENDs) 和非尼古丁电子传输系统 (ENNDs)

目前对雾化电子烟 (ENDs) 的税收以从量为主，大多数国家都是对单位烟油体积征收一定数额的从量消费税。在电子烟最为流行的美国，各州间的税收方式有所差异，具体情况见下表。

从下表可以看出，相当一部分国家和美国的州，对于烟油征税并不会区分是否含有尼古丁。

**表 12: 各国对 ENDs/ENNDs 产品征税情况**

税种	只对含尼古丁的产品征收	无论是否含尼古丁均征收
从量 (每毫升烟油征收)	阿尔巴尼亚, 哈萨克斯坦, 吉尔吉斯斯坦, 巴基斯坦, 葡萄牙, 韩国、韩国、罗马尼亚、俄罗斯联邦, 斯洛文尼亚, 瑞典	阿塞拜疆, 塞浦路斯, 爱沙尼亚, 芬兰, 格鲁吉亚, 希腊, 匈牙利, 意大利, 拉脱维亚, 立陶宛, 黑山, 摩洛哥, 北部马其顿、菲律宾、塞尔维亚
从价 (零售价或进口价的百分比)	巴林	印度尼西亚、约旦、阿拉伯联合酋长国、也门

资料来源：《世界烟草流行报告》，国信证券经济研究所整理

**表 13: 美国各州对 ENDs/ENNDs 产品征税情况**

税种	只对含尼古丁的产品征收	无论是否含尼古丁均征收
从量 (每毫升烟油征收)	特拉华州、伊利诺伊州 (芝加哥)、库克县、路易斯安那州、俄亥俄州、北卡罗来纳、华盛顿、西弗吉尼亚、威斯康星州、波多黎各、康涅狄格州	康星州
从价 (零售价或进口价的百分比)	阿拉斯加 (朱诺, 马塔努斯卡-苏西特纳区), 加利福尼亚州, 伊利诺伊州、缅因州、马里兰州 (蒙哥马利县), 明尼苏达州, 内华达州, 宾夕法尼亚州, 佛蒙特州, 华盛顿特区, 维尔京群岛	
混合	新泽西、新墨西哥	

资料来源：《世界烟草流行报告》，国信证券经济研究所整理

**表 14: 对 ENDS/ENNDs 产品征税情况**

税种	只对含尼古丁的产品征收	无论是否含尼古丁均征收
从量（每毫升烟油征收）	11 个国家；美国 7 个州	15 个国家，美国 5 个州
从价（零售价或进口价的百分比）	1 个国家，美国 11 个州	4 个国家，美国 1 个州
混合	美国 2 个州	

资料来源：《世界烟草流行报告》，国信证券经济研究所整理

**表 15: 各国烟油税收情况**

国家	税种	税率	单位
匈牙利	从量税	55	每毫升
	增值税	27%	
	从价税	57%	
印度尼西亚	增值税	10%	
意大利	从量税	0.082	每毫升（含尼古丁）
	从量税	0.041	每毫升（不含尼古丁）
	增值税	22%	
	从量税	--	每毫升
哈萨克斯坦	增值税	12%	
	从量税	2104	每颗烟弹
肯尼亚	增值税	16%	
拉脱维亚	从量税	0.01	每毫升
	从量税	0.005	每毫克
	增值税	21%	
立陶宛	从量税	0.12	每毫升
	增值税	21%	
黑山共和国	从量税	0.9	每毫升
	增值税	21%	
波兰	从量税	--	每毫升
	增值税	23%	
葡萄牙	从量税	0.3	每毫升
	增值税	23%	
罗马尼亚	从量税	0.5	每毫升
	增值税	19%	
俄罗斯	从量税	12	每毫升
	增值税	20%	
塞尔维亚	从量税	4.32	每毫升
	增值税	22%	
斯洛文尼亚	从量税	0.18	每毫升
	增值税	22%	
韩国	烟草消费税	628	每毫升
	地方教育税	276	每毫升
	国家健康促进基金税	525	每毫升
	个人消费税	370	每毫升
	绿色基金税	24.4	每 20 颗烟弹
	增值税	10%	
瑞典	从量税	2	每毫升
	增值税	25%	

资料来源：欧睿国际，国信证券经济研究所整理

注：货币单位均为该国货币

## 电子烟不同税收结构的优缺点

### 从量征收

从量征收的难点主要在于 1) 难以与传统烟草比较税负程度, 2) 若不对是否含尼古丁进行区别对待可能会有失公平, 比如不含尼古丁的产品是否应该被征税。3) 若要区分是否含尼古丁, 则需要实验室条件对尼古丁进行检测, 在技术上可能存在一定的难度。4) 如果要根据尼古丁浓度进行梯度收税, 则同样需要实验室环境检测尼古丁浓度, 在技术上同样存在一定困难。

**表 16: 各种从量征收方法的优缺点**

计税基数	优点	缺点
含尼古丁的电子雾化液的体积(不考虑浓度)	1、降低同类产品间的价差; 2、从税收监管的角度来说比较简易可行, 只需确定体积即可	1、如果寻求与香烟同等的税收, 则难以比较 2、需要实验室来检测尼古丁, 因为没有简单的办法检测 3、没有将非尼古丁产品包含在内, 这些产品通常不像他们宣称的那样无尼古丁 4、尼古丁浓度高的产品, 往往是最需要对青少年吸食电子烟负责的产品 5、可能会鼓励更多人 DIY, 自己混合电子雾化液, 导致更多事故、疾病和死亡的风险
电子雾化液的体积(无论是否含尼古丁)	1、降低同类产品间的价差; 2、从税收监管的角度来说比较简易可行, 只需确定体积即可 3、包含了非尼古丁产品, 在测验中这些产品吸入后也有一定危害, 此外, 很多标签注明不含尼古丁的产品实际上含有尼古丁 4、无需实验室去检测是否存在尼古丁	1、如果寻求与香烟同等的税收, 则难以比较 2、在检测和区分这些电子雾化液(比如丙二醇和蔬莱甘油)是否用于其他用途(比如食品、化妆品、或药品)方面存在困难, 比如在危害, 此外, 很多标签注明不含尼古丁的产品实际上含有尼古丁 3、尼古丁浓度高的产品, 往往是最需要对青少年吸食电子烟负责的产品
电子雾化液的体积, 每单位尼古丁浓度额外加税	1、更可能通过影响低价种类来阻碍青少年开始吸食, 尼古丁浓度更高的产品受影响最大; 也降低了不同产品间的价格差距 2、包含了非尼古丁产品, 在测验中这些产品吸入后也有一定危害, 此外, 很多标签注明不含尼古丁的产品实际上含有尼古丁 3、截至 2019 年的市场观察发现尼古丁浓度不是价格的主要决定因素; 随尼古丁浓度升高增加税收可能会强化尼古丁上瘾且并不是无害的这种观念 4、减少制造商为降低税收负担就增加尼古丁浓度的动机 5、降低 DIY 的动机, 因为更高的尼古丁浓度会增加个人消费者的使用成本	1、如果寻求与香烟同等的税收, 则难以比较 2、在检测和区分这些电子雾化液(比如丙二醇和蔬莱甘油)是否用于其他用途(比如食品、化妆品、或药品)方面存在困难 3、需要实验室检测尼古丁浓度 4、从税收管理的角度来说更为复杂, 因为需要同时评估电子雾化液的体积和尼古丁
含尼古丁的电子雾化液的体积, 每单位尼古丁浓度额外加税	1、更可能通过影响低价种类来阻碍青少年开始吸食, 尼古丁浓度更高的产品受影响最大; 也降低了不同产品间的价格差距 2、截至 2019 年的市场观察发现尼古丁浓度不是价格的主要决定因素; 随尼古丁浓度升高增加税收可能会强化尼古丁上瘾且并不是无害的这种观念 3、减少制造商为降低税收负担就增加尼古丁浓度的动机 4、降低 DIY 的动机, 因为更高的尼古丁浓度会增加个人消费者的使用成本	1、如果寻求与香烟同等的税收, 则难以比较 2、需要实验室检测电子雾化液是否含有尼古丁, 目前没有简单的办法检测是否有尼古丁存在, 而行业自身的不含尼古丁声明不够 3、需要实验室检测尼古丁浓度 4、从税收管理的角度来说更为复杂, 因为需要同时评估电子雾化液的体积和尼古丁

资料来源:《世界烟草流行报告》, 国信证券经济研究所整理

## 含最低从量税的从价征收方式和混合税收结构

**表 17: 带最低从量的从价和混合税收结构征的优缺点**

计税基数	优点	缺点
从价+最低从量: 1) 含尼古丁(或所有)的电子雾化液作为最低从量税的计税基础。 2) 零售价作为从价税的计税基础。	1、这个系统旨在最好地同时利用从量和从价税体系的特点: a) 从量的部分保证了最低税收, 推高所有产品价格 b) 从价部分更容易计算和监管, 更容易实现税收等价。	1、需要监测市场、评估零售价格的能力 2、需要实验室检测电子雾化液是否含有尼古丁, 目前没有简单的办法检测是否有尼古丁存在, 而行业自身的不含尼古丁声明不够 3、没有包含不含尼古丁的电子雾化液, 这些雾化液被吸入人体同样有害, 另一方面, 很多雾化液并不像制造商所声称的那样不含尼古丁 4、当寻求与香烟的税收对等时, 较难设置最低从量税 5、可能会鼓励更多人 DIY, 自己混合电子雾化液, 导致更多事故、疾病和死亡的风险
混合: 1) 含尼古丁(或所有)的电子雾化液作为最低从量税的计税基础。 2) 零售价作为从价税的计税基础。	1、这个系统旨在最好地同时利用从量和从价税体系的特点: a) 从量的部分保证了最低税收, 推高所有产品价格 b) 从价部分更容易计算和监管, 更容易实现税收等价。 2、无需实验室检测是否有尼古丁存在。	1、需要监测市场、评估零售价格的能力 2、当寻求与香烟的税收对等时, 较难设置最低从量税 3、在检测和区分这些电子雾化液(比如丙二醇和蔬菜甘油)是否用于其他用途(比如食品、化妆品、或药品)方面存在困难, 比如在进口和工业应用层面上

资料来源:《世界烟草流行报告》, 国信证券经济研究所整理

### 从价征收

从价征收的主要难点在于: 1) 税基难以确认, 因为电子烟品类众多, 烟油的真实价值也较难确认。2) 部分原材料用途确认存在一定困难, 因为用于生产烟油的部分原材料如丙二醇、蔬菜甘油等也被广泛应用于食品、药品、化妆品等制造领域。3) 由于产品形态、品类、生产流程的不同, 原有的烟草税收体系短期内可能无法适用到电子烟上, 征管效率可能存在一定困难。

**表 18: 各种从价征收方法的优缺点**

计税基数	优点	缺点
含尼古丁电子雾化液的生产者价格/到岸价格(不考虑浓度)	1、在香烟和电子烟的众多异质性的产品当中更易计算和监管, 更易实现税收等价。	1、税收容易被低估, 因为税基的真实价值较难被准确评估 2、需要强有力的税收管理能力来高效执行, 尤其是评估税基有效性的能力 3、需要实验室检测电子雾化液是否含有尼古丁, 目前没有简单的办法检测是否有尼古丁存在, 而行业自身的不含尼古丁声明不够 4、可能会鼓励更多人 DIY, 自己混合电子雾化液, 导致更多事故、疾病和死亡的风险
电子雾化液的生产者价格/到岸价格(无论是否含尼古丁)	1、在香烟和电子烟的众多异质性的产品当中更易计算和监管, 更易实现税收等价。 2、无需实验室检测是否有尼古丁存在。 3、包含了非尼古丁产品, 在测验中这些产品吸入后也有一定危害, 此外, 很多标签注明不含尼古丁的产品实际上含有尼古丁	1、税收容易被低估, 因为税基的真实价值较难被准确评估 2、需要强有力的税收管理能力来高效执行, 尤其是评估税基有效性的能力 3、在检测和区分这些电子雾化液(比如丙二醇和蔬菜甘油)是否用于其他用途(比如食品、化妆品、或药品)方面存在困难, 比如在进口和工业应用层面上
含尼古丁电子雾化液的零售价格(不考虑浓度)	1、在香烟和电子烟的众多异质性的产品当中更易计算和监管, 更易实现税收等价。 2、税基更容易评估, 因此不容易少收税。(与生产者价格和到岸价格相比)	1、需要实验室检测电子雾化液是否含有尼古丁, 目前没有简单的办法检测是否有尼古丁存在, 而行业自身的不含尼古丁声明不够 2、需要监测市场, 评估市场价格的能力 3、没有包含不含尼古丁的电子雾化液, 这些雾化液被吸入人体同样有害, 另一方面, 很多雾化液并不像制造商所声称的那样不含尼古丁 4、可能会鼓励更多人 DIY, 自己混合电子雾化液, 导致更多事故、疾病和死亡的风险
电子雾化液的零售价格(无论是否含尼古丁)	1、在香烟和电子烟的众多异质性的产品当中更易计算和监管, 更易实现税收等价。 2、无需实验室检测是否有尼古丁存在。 3、税基更容易评估, 因此不容易少收税。(与生产者价格和到岸价格相比)	1、需要监测市场, 评估市场价格的能力 2、在检测和区分这些电子雾化液(比如丙二醇和蔬菜甘油)是否用于其他用途(比如食品、化妆品、或药品)方面存在困难, 比如在进口和工业应用层面上

资料来源:《世界烟草流行报告》, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议：关注技术领先的中游代工龙头

作为含尼古丁的烟草消费品，未来对以电子烟为代表的新型烟草征税乃大势所趋。我们认为在总体税收负担与结构上，基于公平性原则的考量，新型烟草整体税负或一次性/分阶段逐步与传统烟草接近。在税基的选择、是否实行分级等方面，考虑到电子烟企业、产品类别、分销体系环节众多，征收之初或优先考虑征管效率，借鉴国外按烟油体积征收从量税的方法，或者从尼古丁源头对尼古丁征税。未来随着监管完善和形势变化，从监管目的和现实情况出发，可能根据是否含尼古丁以及尼古丁浓度，采取更为精细、合理的征收方式。

对新型烟草产业链上的企业而言，在监管允许民企参与的情况下，若未来新型烟草整体税负对标传统烟草，则终端产品定价需要上涨以抵消税负影响；若无法完全转移，则产业链整体利润率会被一定程度压缩，届时行业能否在合规前提下实现规模的稳健持续增长将是政策落地后的关注重点。另一方面，在行业整体利润率受到压缩的情况下，我们认为具备较强规模、技术与品牌优势的企业在产业链利润重构的进程中或受影响较小，并有望迎来量上更大的发展机遇。

**重点推荐在陶瓷雾化芯领域起步早、研发领先、专利群完整，与下游大客户绑定紧密的电子烟代工龙头思摩尔国际。**

思摩尔以性能卓越的陶瓷雾化芯做大做强，并通过持续的研发投入加厚加深了这一壁垒：公司在全球拥有 7 座研究院，通过对雾化相关材料、理化生机制的研究，持续在产品的还原性、满足度等方面做出改善，并保证产品规模化输出的稳定与一致性，从而帮助客户以优异的产品力在下游竞争中获胜。2021H1 公司在全球范围内共提交 366 件专利和 42 件商标申请，获授 202 件专利和 42 件商标。

随着美国 PMTA 体系的日渐完善，严格的审核标准、较长的审核周期、初期较高的资金投入等均构成了一定的准入壁垒。当前公司和多家海外知名烟草巨头联手开发的相关产品已经进入新一轮 PMTA 审核的中后期。思摩尔凭借领先的技术、优质的产品，未来若能陪伴更多客户进入美国市场，则有望与下游形成更加紧密的绑定关系，并进一步获取准入后的市场机遇。

图 10：公司营收和同比增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 11：公司净利润和同比增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**技术研发实力有望持续彰显。**除开现在已经在可换弹电子烟中得到广泛应用与好评的陶瓷芯外，公司的研发能力未来有望在如下领域得到体现并逐渐加速商业化进程：

- **陶瓷芯一次性小烟或有良好市场表现：**思摩尔代工的一款陶瓷雾化芯小烟近期在海外专业电子烟媒体测评中口感还原度、防漏液等维度均表现良好。拉新与留存是当前电子烟品牌市场拓展的主要目的，在保持较好使用体验的同时降低用户试用成本是当前厂商的主流打法，通过廉价出售烟杆拉新对厂商而言成本压力较大，采用一次性电子烟作为入门产品或更具经济性。当前美国市场上的一次性小烟主要以棉芯为主，其在口感稳定性、一致性方面较差。思摩尔此次代工的陶瓷芯一次性产品或可凭借稳定优异的口感表现实现快速增长，配合品牌厂商以更具性价比的方式拓展市场。
- **HNB 研发制造正在路上：**公司积极投入 HNB 研发，现已拥有丰富的技术专利储备，并且与全球多个烟草公司有 HNB 相关的合作。我们认为，随着客户未来 HNB 端投产放量，公司有望形成新的快速增长点。
- **雾化不止尼古丁，更多应用场景未来或将落地。**除电子烟以外，公司长期坚持探索雾化技术在医疗、健康等领域的应用，目前相关产品的研发取得了较好的进展。我们认为，雾化技术作为人体摄入外界物质的一种方式，未来可能成为搭载更多口味、成分的技术平台，在日常生活中得到更为广泛的应用。公司在电子烟以外其他应用场景多年来持续的研发投入目前并未体现到收入与利润当中，未来相关技术产品的落地与商业化有望带来新的增长空间。

公司作为中游代工龙头，有望凭借其技术端和成本端的优势持续扩大自身市场份额，同时保持与大客户的紧密合作，实现长期可持续的成长。

维持收入、利润预测。预测 2021-2023 年收入分别为 160.72、204.66、268.01 亿元；净利润分别为 57.74、76.20、99.65 亿元。维持“买入”评级和合理估值区间 74.68~80.86 港元。9 月 28 日收盘价 35.50 港元对应 2021-2023 年预测 PE 分别为 30.7、23.3 和 17.8 倍。

## 风险提示

政策出台严峻程度超预期；海内外市场电子烟销量增长低于预期；龙头公司业绩情况不及预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 元	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	MRQ
06969.HK	思摩尔国际	买入	29.47	0.40	0.96	1.27	73.88	30.70	23.27	9.97

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 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±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±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

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 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，并向客户发布的行为。

## 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