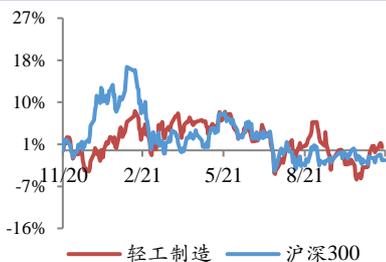


电子烟：长坡厚雪，监管规范后行业迎高质量发展

行业评级：增持

报告日期：2021-11-29

行业指数与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

主要观点：

● 本周专题：电子烟政策解读、复盘、推演以及国内外景气度判断

电子烟政策解读、复盘及推演：（1）近期政策解读：对于11月26日《烟草专卖法实施条例》正式开始施行等三起事件的解读，有别于市场的观点，我们对行业发展更加乐观。认为监管主体明确，电子烟行业最大不确定性的“一刀切”风险落地，民营资本参与产业链的合法性得到确认。监管规范背景下行业有望加速渗透迎高质量发展。市场集中度有望提升。后续政策面关注点为《烟草专卖法》细则以及《电子烟国标》政策有望半年内落地。**（2）政策与监管态度复盘：关注电子烟政策三大方向：**通过回顾理念监管态度的变化，我们认为未来有望不变的政策态度为支持国产新型烟草研发创新、坚守未成年人保护底线促行业有序发展与保证国家财政税收。由此关注政策落地的三个方向：完善市场准入机制、限制口与电子烟税率提升。**（3）政策推演：**通过参考日本与美国的政策变化与市场反应，我们尝试推演未来的三大政策趋势：分别为**1）完善市场准入机制，分环节建立牌照/资质管理体系。**具体涉及产业链的三个环节：在生产、批发环节有望促进行业集中度提升，零售环节或促进终端销售规范化，从而解决产品质量层测不齐、价格体系混乱等行业乱象。**同时行业未来有望出现的三大转型值得关注：终端门店转型为集合店形式，**未来品牌商的产品力、品牌力、及包装优势或将凸显；**品牌商或转型聚焦单一环节，**考虑参考卷烟体系下多环节牌照获取难度及集合店模式下品牌商的渠道优势削弱，品牌商或聚焦于前端品牌或后端的技术优势；**代理商或转型至服务商，**盈利模式由单一赚取产品差价转型为赚取品牌服务费；**2）限制口味：**参考美国市场禁口味后市场反应，我们认为烟民口味有望成功转化，对国内市场增速影响或低于预期；**3）税率提升：**参考日本，税率或提升至卷烟税率的80%，电子烟加税后对财政税收影响有限。

电子烟行业未来景气度判断：短期 Q4 行业景气度或迎好转，长期烟草龙头加速无烟转型。**（1）国内市场：**从终端门店经营情况看，上半年322《烟草专卖法》征求意见稿发布后4-10月受品牌商加速渠道扩张、门店密度加大、渠道内卷等影响，电子烟终端门店经营情况环比持续下滑。Q3门店下滑趋势略有放缓，预计电子烟正式参考卷烟监管后，Q4电子烟门店经营状况将环比改善。**HNB市场，**中烟海外试销范围加速扩张，四川中烟相继将市场拓展至欧洲和新西兰，并在马来西亚开设功夫体验店，扩大品牌海外影响力。国内HNB产品发展预期有望提振，目前云烟推出新产品“双响”正处于滞销阶段，判断在后续政策有望半年内推出的预期之下，国内HNB厂商有望稳步跟进。**雾化烟市场，**上半年悦刻Q2营收环比放缓，国内品牌商龙头地位稳固，2020年国内封闭式雾化烟市占率达45%。**（2）国外市场：短期来看，**10月13日PMTA首次获批的里程碑事件后，海外各国电子烟监管规

相关报告

1. 华安证券_行业研究_行业周报_轻工制造：On昂跑：瑞士高性能跑鞋品牌，解读三季报表现与差异化优势 2021-11-22
2. 华安轻工_行业专题_轻工纺服双十一数据跟踪：国货崛起，品牌马太效应显著

范政策加快出台。英国电子烟有望纳入处方药辅助戒烟；马来西亚雾化电子烟有望迎来合法化。长期来看，海外烟草龙头加速无烟转型，对新型烟草长期发展抱有信心。5月PMI新任CEO Jeczek Olczak表示，公司计划在未来10~15年逐步退出卷烟销售，并预计十年内在日本将率先实现，率先转型为无烟社会。菲莫国际（PMI）Q1-Q3 HNB产品渗透率持续提升，各指标趋势向好。英美烟草（BAT）新型烟草产品主要市场市占率提升，用户数群体不断扩大。

● 本周观点。

家居板块：10月地产销售、竣工数据持续走弱。10月全国住宅销售面积较2019年同期下滑11.98%至10987.38万平方米，较2020年同比下降24.11%；10月全国住宅竣工面积单月同比下滑21.32%。地产销售、竣工增速延续负增长。**出口方面，**建议关注家居出口链，近期中美航线海运价格回落，且市场存在贸易关系缓和预期。中美航线海运价格回落，集装箱价格小幅下降，出口企业毛利有望边际修复。内销方面，我们认为前期竣工高景气有望支撑未来一段时间的新房装修需求，但地产投资收紧与销售下滑对家居板块估值形成压力，并对后续竣工增长的持续性产生压力。建议关注全渠道获客能力突出以及零售渠道综合实力突出的企业，龙头企业有望逆势突围。

造纸板块：（1）文化纸：近期文化纸纸价保持区间震荡。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；供给及库存方面，开工率有所回暖，出版订单持续释放，纸厂库存水平下降。**（2）箱瓦纸：**箱瓦纸价格弱势下行，规模纸企让利政策加剧市场悲观看跌氛围；废纸成本面支撑作用减弱，加之商家心态悲观，市场惯性下跌。建议继续关注规模纸厂价格政策及下游补库节奏。

纺织服装：（1）纺织制造：在出口景气度较高、内需疲软的背景下，以出口制造为主的纺织制造整体景气度优于以内需为主的服饰，龙头公司三季度订单高景气延续。同时受越南疫情影响部分越南代工厂关闭，部分订单回流国内，龙头代工厂由于疫情控制良好，其产能具备稀缺性及比较优势。**（2）运动鞋服：**双十一期间，在今年平台分流、预售期抢跑、直播电商分流等影响下，天猫双十一整体服装品牌流量、销售额下滑，在此大背景下运动鞋服民族品牌线上增速普遍亮眼，头部运动鞋服民族品牌产品力、品牌力持续提升，竞争优势显著。

（3）羽绒服：受“双拉尼娜年”冷冬刺激下，羽绒服线上销售品类市占率显著提升，波司登线上零售同比增长53%的好成绩。未来全国范围内降温有望提振羽绒服销售。**（4）户外运动：**海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩2020年以来表现亮眼，行业景气度向上。

● 投资建议

持续推荐木浆系造纸龙头**太阳纸业**，公司多元化经营、成本管控领先行业，当前估值已在历史底部，建议左侧配置；此外，建议关注拥有海外产线布局和国废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。

重点推荐万顺新材，锂电铝箔投产先锋，迈入高质量增长新纪元。当

前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

正文目录

1 政策方向：以史为鉴，推演电子烟政策走向	6
1.1 解读：近期电子烟行业政策分析，行业迎高质量发展	6
1.2 复盘：电子烟政策与监管态度复盘，关注电子烟政策三大方向	7
1.3 推演：长坡厚雪，看好监管规范后行业步入高质量发展	9
2 景气判断：短期 Q4 行业景气度或迎好转，长期烟草龙头加速无烟转型	14
2.1 国内：终端门店 Q4 环比有望好转，HNB 厂商有望稳步跟进	14
2.2 海外：各国监管政策加快出台，烟草龙头加速无烟转型	17
3. 本周观点	20
3.1 家居板块	20
3.2 造纸板块	21
3.3 必选及其他轻工板块	21
3.4 纺织服装板块	21
4. 本周轻工制造板块走势	22
5. 本周纺织服装板块走势	24
6. 本周重要公告	25
风险提示:	26

图表目录

图表 1 国内对新型烟草发展持规范化与支持态度	8
图表 2 电子烟政策落地的三个方向	9
图表 3 产业链分环节牌照管理及结果推演	11
图表 4 美国高中生使用电子烟比例持续提升	12
图表 5 2020 年美国高中生使用电子烟比例达到 19.6%	12
图表 6 美国 2020 电子烟销售额下降 1.6%	12
图表 7 2020 年 JUUL 在美国含尼古丁雾化烟市占率下降 (%)	12
图表 8 日本改革前后对部分加热不燃烧烟草制品和传统卷烟征税方案	13
图表 9 日本 HNB 加征烟草税后烟草税收持续改善	14
图表 10 国内电子烟终端门店经营情况跟踪	15
图表 11 2021 年 8-10 月电子烟终端门店收入分布变化不大	15
图表 12 2021H1 国内核心电子烟制造商与海外烟草龙头业绩变化	16
图表 13 雾芯科技财务指标分季度拆分	17
图表 14 悦刻连续六季度心智占有率遥遥领先	17
图表 15 悦刻封闭式雾化烟市占率持续提升 (销售额口径)	17
图表 16 2021 年 Q3 菲莫国际 IQOS 使用人数及转化率提升	18
图表 17 菲莫国际主要地区 HNB 市占率变化	18
图表 18 菲莫国际 2021Q1-Q3HNB 烟弹出货量及占比增长	19
图表 19 菲莫国际 2021Q1-Q3 无烟产品营收占比提升	19
图表 20 菲莫国际欧洲各国家 IQOS2021 年 Q3 维持高市占率	19
图表 21 公司 2021 年实现盈利, Q3 盈利能力向好	20
图表 22 公司盈利水平持续改善	20
图表 23 英美烟草烟弹营收及销量拆分	20
图表 24 轻工制造指数周涨跌幅	22
图表 25 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10	22
图表 26 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势	23
图表 27 轻工重点公司估值	23
图表 28 纺织服装指数周涨跌幅	24
图表 29 纺织服装板块个股周度涨跌幅 TOP10	24
图表 30 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅	24
图表 31 纺服重点公司估值	25
图表 32 上市公司重要公告	25

1 政策方向：以史为鉴，推演电子烟政策走向

1.1 解读：近期电子烟行业政策分析，行业迎高质量发展

近期事件一：11月22日电子烟国标状态变为正在起草。

解读：国标规定生产厂家及其产品规范，国标需要追溯到11月12日的深圳召开的电子烟国标征求意见稿会议，征求意见稿会议上探讨了添加剂白名单、尼古丁含量以及低温本草电子烟分类、加热温度以及儿童保护等问题。国标不是今年的事情，早在2017年就开始启动电子烟国标标准，当前是批准阶段后面暂时搁置了。我们认为国标出台是水到渠成的事情，今年的调整和修改是重启了当年的国标，在四年前的版本上做了一些略微的调整（例如烟油添加剂白名单由119增加至122种），其本质没有变化（比如尼古丁最高含量为20mg/ml）。

近期事件二：11月25日烟草专卖局发布深化“证照分离”改革。

解读：证照分离改革是国家层面的改革，不单是烟草行业的事情。烟草行业在2019年就开始实施，此次深化改革也是建立在2019年基础上的延续，并不是突发临时的事情，目的是简化改革的流程、优化进入经营许可审批流程。

近期事件三：11月26日中国政府网发布公告称《烟草专卖法实施条例》正式开始施行。

解读：有别于市场的观点，我们对行业发展更加乐观。认为电子烟行业最大不确定性落地。11月26日专卖法政策主体由国务院发布，而3月22日征求意见稿是工信部发布，对于电子烟行业属于正式落地的性质。电子烟行业空间大成长快已形成共识，之前最大的不确定在于政策风险，随着1126政策的发布，现在最大的不确定性已经消失，最高层级给予行业合法经营地位，也就是之前担心的“一刀切”风险没有了。之后陆续出台的政策，基本上将都是围绕标准和细节的确定。

我们认为近期政策对行业的影响如下：

1) 监管规范背景下行业有望加速渗透迎高质量发展。电子烟等新型烟草以明确监管主体为中国中烟，行业的合法经营身份正式得到确认，后续具体细则有望加速落地，静待行业进入规范、高质量发展，行业渗透有望加速提升。据CIC数据显示，截至2019年末我国电子烟渗透率仅为1.2%，参考同期英/美渗透率32.4%/50.4%，中国市场新型烟草增长空间较大；

2) 制造端影响：民营企业参与合法性得到确认，规范性龙头市占率有望提升。民营新型烟草生产制造企业参与新型烟草产业链的合法性正式确认，不存在被一刀切的风险，规范性龙头市占率有望提升；

3) 品牌&渠道端影响：白牌出清，市场集中度提升。电子烟正式参照卷烟监管，或对品牌商渠道优势造成负面影响（具体分析见1.3推演的准入机制部分）。具体影响静待行业监管细则出台，看好电子烟白牌出清，市场集中度提升。同时产品质量层次不齐，价格体系混乱等行业乱象有望解决，产品质量整体得到提升。

后续政策面关注点：《烟草专卖法》细则以及《电子烟国标》政策有望半年内落地。我们从行政法规流程的角度判断，参考政策法规流程一般是几个月，不会超过半年，而具体政策之间略有区别。结合10月13日美国FDA首次颁发PMTA销售许可给英美烟草旗下Vuse Solo三款雾化产品后，且FDA官方定调减害后，国内外

政策加速落地，因此我们推测后续具体政策有望在半年内落地。

1.2 复盘：电子烟政策与监管态度复盘，关注电子烟政策三大方向

监管态度：支持国产新型烟草研发创新，坚守未成年人保护底线促行业有序发展。通过对 2016 年以来电子烟政策进行梳理，我们发现我国新型烟草政策监管力度明显加大，但监管思路主要为加快推进电子烟监管法制化，规范生产经营活动，解决产品质量安全风险，为后续行业的健康发展做出铺垫。一方面，政策积极提倡对新型烟草制品全产业链的研发创新，推动国产新型烟草制品走出国门，打开海外市场；另一方面，加快法律法规体系建设使行业增长有法可依，在规则范围内有序发展。尤其重视对未成年人吸烟问题的监管，历年新增烟草行业政策要点汇总如下：

- 2016 年：推进“新型烟草制品监管法律法规体系建设”、“研发创新改革”；
- 2017 年：由推进新型烟草制品“研发创新改革”变为“全产业链创新发展”；
- 2018 年：推进“新型烟草制品国际拓展”，禁止向未成年人出售电子烟；
- 2019 年：计划立法监管电子烟，禁止线上销售电子烟；
- 2020 年：专项整顿严禁线上销售及向未成年人销售电子烟；
- 2021 年：将电子烟纳入《烟草专卖法》。

图表 1 国内对新型烟草发展持规范化与支持态度

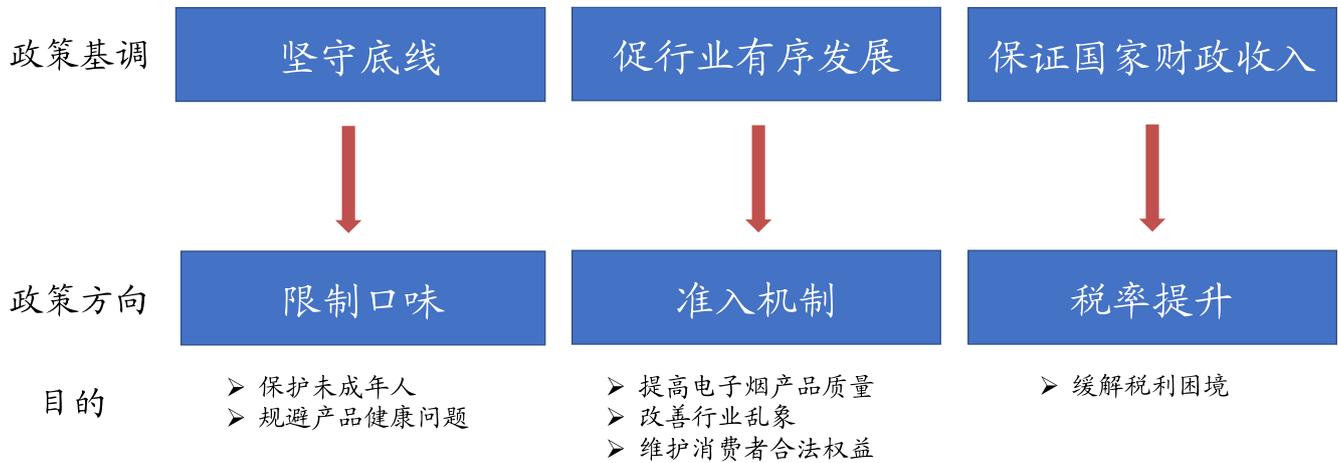
时间	监管政策/态度
2016年	
2016年2月	国家烟草专卖局通报2015年全国卷烟零售客户满意度调查情况，要求各单位要重视研发加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品， 努力培育新的经济增长点
2016年4月	烟草行业全面深化改革工作要点：继续推进新型烟草制品 监管法律法规体系建设 ；继续推进新型烟草制品 研发创新改革
2017年	
2017年1月	全国烟草工作会议： 深入实施新型烟草制品研制重大专项，储备一线战略性产品
2017年1月	中国电子商会电子烟委员会成立
2017年4月	中国烟草总公司发布有关电子烟烟具、电子烟液、释放物等有关的4项标准，规范内部有关产品的工艺与质量
2017年4月	烟草行业全面深化改革工作要点：推行新型烟草制品的法律、法规和政策研究，推进新型烟草制品 全产业链创新发展
2017年5月	国家烟草专卖局明确 加热不燃烧产品属于烟草制品 ，应到依法监管
2017年6月	全国各地烟草专卖局向零售商下发《禁止销售进口新型卷烟的告知书》， 禁止在国内销售IQOS等HNB产品
2017年10月	全国烟草标准化技术委员会批准“电子烟强制性国家标准”项目立项（仅涉及雾化类，不涉及HNB） 中国电子烟委员会发布《电子烟雾化类器具产品通用规范》
2017年12月	中国电子烟委员会发布《电子烟通用技术要求》
2018年	
2018年1月	全国烟草工作会议： 积极研发 电子烟、口含烟、加热不燃烧烟草制品等新型产品
2018年5月	《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》推进新型烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展； 推进新型烟草制品产品国际拓展
2018年6月	国家标准委公告电子烟强制性国家标准进入审批阶段
2018年7月	烟草行业新型烟草制品发展座谈会：抓好“一个市场拓展”，做到“三个扎实推进”（产品研发创新、政策措施配套、法律法规保障），将“三大准备”落实到实质性行动上。
2018年7月	国家烟草专卖局印发《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》：加强研究性新型烟草制品的 分类管理措施 ，对纳入监管范畴的新型烟草制品要进一步的制定市场监管和鉴别检验。
2018年8月	烟草专卖局发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》， 明令禁止向未成年人出售电子烟产品
2018年10月	烟草专卖局答复人大6801号建议，指出我局完全赞同将加热不燃烧卷烟、电子烟及其他新型烟草制品 按照烟草制品进行管理 ，已对市场上出现的加热不燃烧卷烟提出按照传统卷烟的各项监管规定进行查处明确意见
2019年	
2019年2月	香港提交《2019年吸烟条例草案》，建议禁止进口、销售、制造、宣传电子烟产品
2019年6月	国家标准委公告“电子烟强制性国家标准”进入正在批准阶段
2019年7月	国家卫健委于新闻发布会中透露计划通过 立法监管电子烟
2019年11月	烟草专卖局发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，敦促电子烟生产者及时 关闭线上销售网站和APP ，撤回网上发布的电子烟广告，并要求电商平台及时关闭电子烟店铺，并将其下架
2020年	
2020年7月	《关于印发电子烟市场专项检查行动方案的同志》国家烟草专卖局展开为期2个月的电子烟专项整顿，主要矛头对准部分 线上销售及对青少年销售电子烟 的情况
2020年10月	《未成年保护法》规定未成年人的父母或其他监护人不得放任、唆使未成年人吸烟（含电子烟），同时 禁止向未成年人销售电子烟
2021年	
2021年3月	工信部、国家烟草专卖局研究起草《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。 ”

资料来源：国家烟草专卖局，东方烟草网，烟草在线，前瞻产业研究院，国家卫健委，国家标准委，华安证券研究所

关注电子烟政策的三个方向：限口味+牌照管理+税率提升。结合2021年3月工信部发布的修改《烟草专卖法》征求意见稿以及11月26日国务院正式发布的《烟草专卖法》，我们认为行业监管政策的主基调是：（1）坚守底线，禁止向未成年人售卖电子烟，严格规避可能对未成年人可能造成的健康观念问题；（2）促行业有序发展，提高烟草制品质量，改善行业产品质量层次不齐，价格体系混乱等乱象，维护消费者合法权益；（3）保证国家财政收入。在首先明确监管主体的，为行业

“正名”的前提下，后续推出监管细则规范行业生产，的而提高电子烟税率有利于缓解税利困境。未来电子烟行业政策落地最有可能的三个方向为：（1）完善市场准入机制；（2）限制口味；（3）电子烟税率提升。

图表 2 电子烟政策落地的三个方向



资料来源：华安证券研究所整理

1.3 推演：长坡厚雪，看好监管规范后行业步入高质量发展

1、准入机制：牌照管理加速行业出清，集中度有望持续提升。

建立牌照管理体系，促行业有序发展。依据烟草专卖法，卷烟的生产、批发、零售环节分别具有《烟草专卖生产企业许可证》、《烟草专卖批发企业许可证》、《烟草专卖零售许可证》。我们认为 11 月 26 日的《电子专卖法》已明确未来中国中烟将作为监管主体对中国电子烟行业进行监管。按照烟草的专卖法的规定，产业链各环节企业（生产商、代理商、零售商）都要取得对应的许可证才能合法经营。

整体来看，行业建立准入机制有助于解决处于增量竞争阶段下，盲目扩张市场，忽略产品质量与触犯未成年人保护红线等行业乱象，长期来看有助于提升产品质量，加速行业出清，市场集中度有望持续提升。

具体细分看，我们对生产、批发、零售环节的牌照管理及结果进行推演：

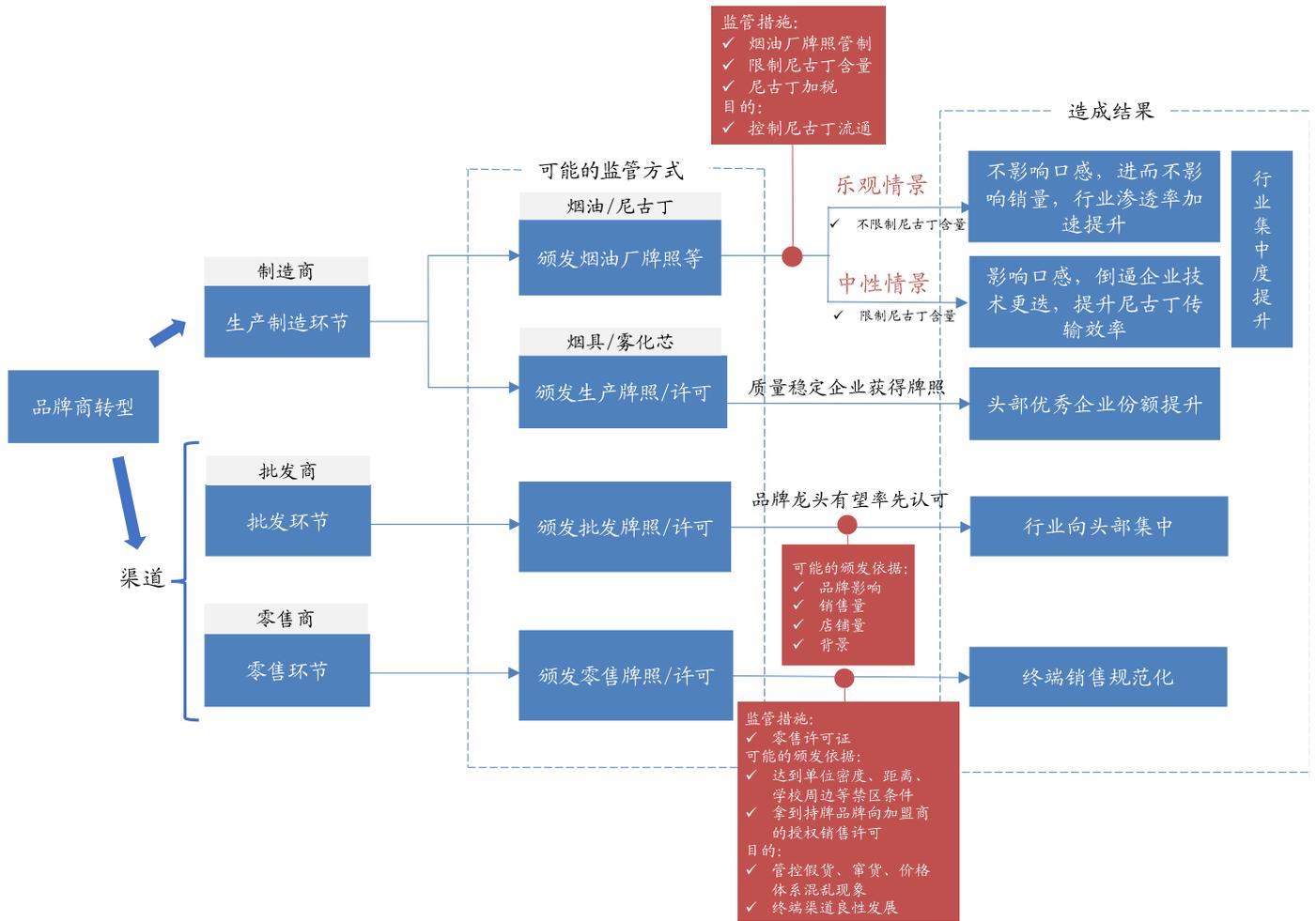
- **生产许可：对烟油、烟具进行牌照管理，机遇与挑战并存。（1）烟油：**针对上游原材料，国家或以推动烟油厂牌照管制、限制尼古丁含量以及尼古丁加税等方式管控尼古丁流通。乐观情景下，原材料控制不影响电子烟口感，进而不影响销量，而行业本身存在规模增加、渗透率加速提升趋势，发展前景喜人；悲观情景下，原材料控制影响口感，倒逼企业技术更迭提升尼古丁传输效率，从而解决尼古丁含量受限导致的烟民转化难度加大问题。在此基础上，缺乏核心研发能力的企业将逐步被市场淘汰，劣质产能出清，行业存在集中度提升趋势；
- （2）烟具：烟具及雾化芯的牌照监管或将促使上游规范性生产制造环节向头部规范性企业集中。国家为符合烟具及雾化芯生产质量标准的厂商颁发牌照，思摩尔国际等具备规模制造能力和产品质量优秀的厂商或将进一步提升份额，并以此为契机挤出质量不稳定的小厂。
- **批发许可：参照卷烟体系获得分别许可，有望推动行业集中度提升。**参照卷烟体系，在生产、批发和零售环节分别颁发许可和征税，当前电子烟厂商全产业链覆盖的经营模式将被改写。国家依据品牌影响、销售量、店铺量和品牌背景对电

电子烟企业进行筛选，行业龙头将以强大的品牌力获得牌照认可，推动集中度提升。目前基于卷烟配送效率和能力，增加电子烟批发商并非经济选项，未来批发环节更有可能被各省烟草公司负责。

- **零售许可：官方授权加盟商，促进行业良性发展。**对于品牌的销售渠道，国家将会出台加盟商授权标准，为销售终端颁发专卖证书。颁发依据可能是达到单位密度、距离、学校周边禁区等条件或者持牌品牌向加盟商授权。在国家标准之下，烟草假货、窜货等情况将会得到有效避免，价格体系混乱现象得以解决，将烟草售卖给未成年的现象将会被控制，消费者的合法权益有望得到保障，终端渠道的良性发展进一步推动行业良性发展。

《烟草专卖法》参考卷烟背景下，电子烟行业有望实现三大转型：我们认为电子烟行业未来可能发生的三大转型值得关注，**(1)终端门店转型：**考虑到电子烟提税后，门店毛利率下降，其盈利能力或不足以支撑单一品牌专卖店的形式，或推动终端门店转型为集合店形式。参考消费者对于卷烟的认知主要在于品牌、包装等，未来电子烟品牌商的产品力、品牌力、及包装优势或将凸显。**(2)品牌商转型：**卷烟产业链中生产、批发、零售环节分别颁发不同的许可，而当前电子烟品牌商普遍生产、批发、零售环节全覆盖，考虑到未来品牌商拿到全牌照的可能性和难度，我们认为未来品牌或转型聚焦单个环节，拿取单个环节牌照。**进一步分析，**在终端集合店趋势下，品牌商的渠道优势削弱，或聚焦于前端品牌或后端的技术优势，趋向于类似中烟的生产制造的公司；**(3)代理商转型：**当前供货模式下，电子烟品牌控制终端渠道的能力有限且代理商自身缺乏指导门店精细化运营的条件，考虑到后续参照传统卷烟批发模式，我们认为电子烟代理商或转型至服务商以适应新模式。在新的模式下，原先代理商的盈利模式由单一赚取产品差价的批发模式或转型为帮助品牌拓店、培训终端人员和加强宣传等赚取服务费。

图表 3 产业链分环节牌照管理及结果推演



资料来源: 华安证券研究所整理

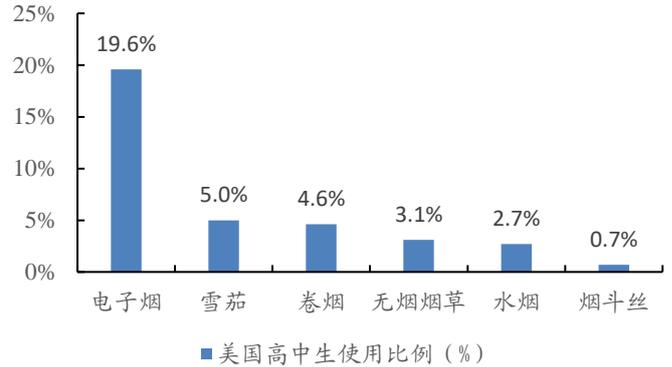
2、限制口味: 烟民预计成功转换口味, 影响有望低于预期

政策背景: 未成年群体使用电子烟比例过高, 美国 2020 年初实行“口味禁令”。参考美国在 2020 年初实行“口味禁令”的影响。考虑到各种口味的选择对低龄用户有较强的吸引力, 为消除青少年使用电子烟的隐患, 美国食品药品监督管理局 (FDA) 在 2020 年 1 月 2 日发布禁令, 禁止销售包括水果、糖果等大部分口味的电子烟。同时美国卫生与公众服务部部长亚历克斯称由于烟草和薄荷醇口味电子烟不太吸引青少年, 因此允许这两种口味继续销售。美国未成年群体使用电子烟比例较高, 据 Statista 数据显示, 美国高中生使用电子烟比例自 2011 年以来持续提升, 2020 年达到 19.6%, 而美国高中生群体中使用电子烟的比重最高, 高于排名第二使用雪茄的比重约 14.6pct。

图表 4 美国高中生使用电子烟比例持续提升



图表 5 2020 年美国高中生使用电子烟比例达到 19.6%



资料来源: Statista, MMWR, CDC, 华安证券研究所

资料来源: Statista, MMWR, CDC, 华安证券研究所

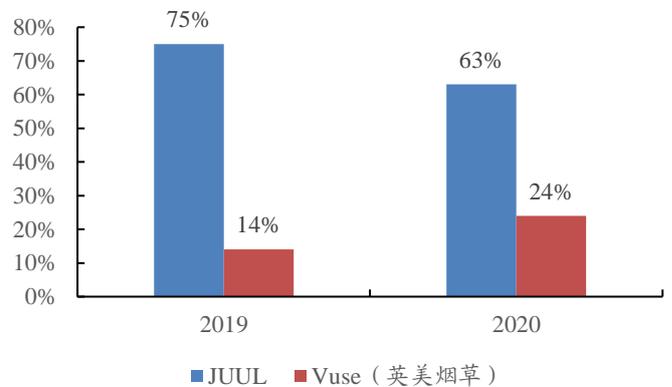
美国烟民成功转换口味，禁口味影响低于预期。受“口味禁令”影响，2020 年美国电子烟销售额同比仅下降 1.6%，禁口味后烟民成功转换到烟草味和薄荷味，雾化烟增速远超市场预期。另一方面，由于 JUUL 采用棉芯比重较高，棉芯容易产生焦糊。电子烟消费者在禁口味后更加注重口感，同时烟草味和薄荷味口感使得棉芯的缺点暴露，而 Vuse 由于采用陶瓷芯比重较高口感更佳。2020 年 JUUL 市占率为 63%，同比下降 12pct，Vuse 市占率提升 10pct 至 24%。参考其余国家，全球对电子烟禁令中仅美国限制电子烟弹口味。我们认为电子烟禁口味的重点是对电子烟销售的合理规范，坚守未成年人保护红线。考虑口味对电子烟作为辅助戒烟手段的帮助，政策大概率不会完全禁止口味电子烟的销售。

对应国内情况，我们认为未来政策大概率会控制烟油添加剂成分，同时控制烟油的香精和添加剂成分，进而间接会影响口味的多样性。由于中国在电子烟监管政策方面较早的关注对未成年人的保护，在 2019 年 11 月禁止电子烟在线上渠道销售，我国未成年人使用电子烟比例较美国更小。参考美国政策影响，考虑到口味电子烟主要对低龄用户有较强吸引力，而对成年替烟用户吸引力相对较小，我们认为若国内限制电子烟口味，烟民有望较为平滑地过度到烟草及薄荷口味，同时禁口味对国内增速的影响程度有望小于美国。

图表 6 美国 2020 电子烟销售额下降 1.6%



图表 7 2020 年 JUUL 在美国含尼古丁雾化烟市占率下降 (%)



资料来源: 烟草经济研究所, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

资料来源: Management Science Associate, 华安证券研究所

3、税率提升：参考日本或提税至卷烟 80%，短期增速放缓不改长期发展趋势

我们预计将电子烟纳入烟草专卖体系后，将参考卷烟，对电子烟生产和批发环节加征消费税，同时对核心原材料征税（卷烟是烟叶，电子烟是尼古丁）。其中消费税比较大，主要集中在生产环节，核心原材料税占比很小。参考日本 2018 年 HNB 产品加税之后情况，我们对我国电子烟未来提税情况做出以下假设：

电子烟税率或提升至卷烟税率 80%。从政策制定角度思考，我们认为电子烟具备的减害性质，在《烟草专卖法》电子烟参考卷烟政策监管下的背景下，电子烟综合税率或大概率低于卷烟。参照日本在新型烟草上的税收经验，我们认为其税率或将按照卷烟税率的 80% 左右进行征收。参考日本税率，在 2018 年日本烟草税修订前，加热不燃烧烟草须将产品重量转换为应税标准。据《国际税收》期刊文章计算，IQOS/Glo/PloomTech 每包烟弹的税占零售价的比重分别为 49.2%/35.98%/14.86%。2018 年日本烟草税法修改后，采取从量和从价混合计征的方式，将加热不燃烧烟草转换为应税卷烟总数，作为加热不燃烧烟草征税的税基，换算比例的调整在 2018 年 10 月 1 日至 2022 年 10 月 1 日期间分 5 次进行。据《国际税收》期刊文章统计，2022 年后，日本对 IQOS/Glo 的烟弹税率将提升到 50.67%/49.86%，其税率分别为传统卷烟税率的 80%/78%。

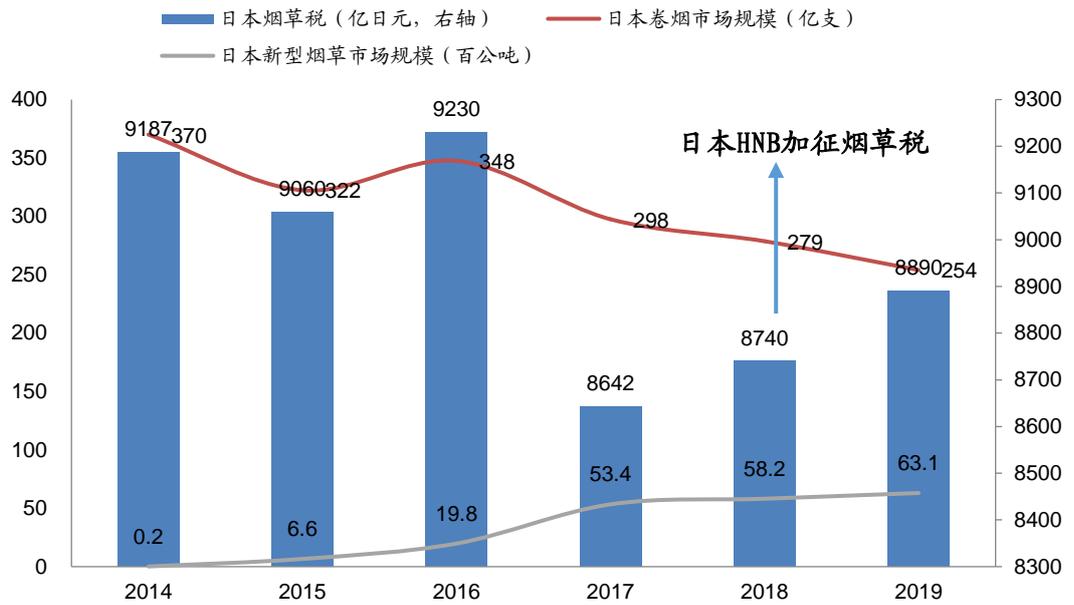
日本电子烟加税后对财政税收影响有限。对税收的影响上，据 2014-2019 年日本烟草税收及烟草市场规模情况看，2017 年新型烟草制品市场规模大幅提升，挤压传统卷烟市场，其市场规模大幅下降，同时带来日本烟草税由 9230 亿日元下降至 8642 亿日元。2018 年 4 月，日本政府宣布对加热烟草制品征收烟草税，尽管 2018-2019 年日本卷烟市场规模持续下降，但日本烟草税收有所恢复，两年持续上升。

图表 8 日本改革前后对部分加热不燃烧烟草制品和传统卷烟征税方案

适用期间	IQOS每包税率	占卷烟税率比重	Glo每包税率	占卷烟税率比重	传统卷烟每包税率
单位	%	%	%	%	%
2018	49.20%	78.02%	35.98%	57.06%	63.06%
2018-2019	49.42%	78.96%	38.62%	61.70%	62.59%
2019-2020	49.87%	77.59%	41.58%	64.70%	64.27%
2020-2021	50.06%	78.37%	44.24%	69.25%	63.88%
2021-2022	50.27%	79.13%	46.90%	73.82%	63.53%
2022-	50.67%	79.76%	49.86%	78.48%	63.53%

资料来源：《国际税收》期刊，华安证券研究所

图表 9 日本 HNB 加征烟草税后烟草税收持续改善



资料来源:《现代商贸工业》期刊, 华安证券研究所

2 景气判断: 短期 Q4 行业景气度或迎好转, 长期烟草龙头加速无烟转型

2.1 国内: 终端门店 Q4 环比有望好转, HNB 厂商有望稳步跟进

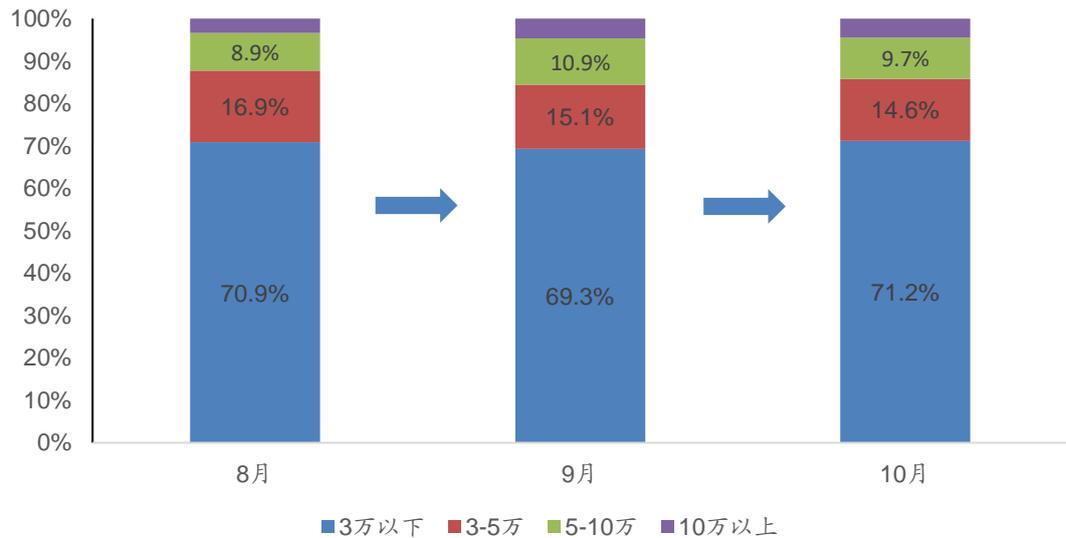
终端市场: 电子烟门店 Q4 经营环比有望好转。整体来看, 据蓝洞新消费对电子烟门店店主调研数据显示, 3月22日《烟草专卖法(征求意见稿)》发布之后, 4-10月受品牌商加速渠道扩张, 门店密度加大渠道内卷影响, 国内电子烟终端门店经营情况环比持续下滑, Q3门店下滑趋势略有放缓, 同时根据调研数据所得, 8-10月电子烟终端门店收入分布变化不大。**展望未来,**我们预计 Q4 电子烟正式纳入参考卷烟监管政策落地后, 监管规范化有助于减少产品质量层次不齐、价格体系混乱等行业乱象, 行业整体买入高质量增长, 终端门店经营情况有望好转。

图表 10 国内电子烟终端门店经营情况跟踪

时间	行业环境	指标	门店环比经营情况			
			上升	持平	下降	
4月	业绩下滑	情景	上升	持平	下降	
		门店样本占比 (%)	7.27%	7.27%	85.45%	
5-6月	业绩下滑	观点	受监管政策和负面新闻影响,各电子烟门店业绩普遍下滑,仅7%门店实现销售增长,电子烟行业悲观情绪开始蔓延			
		情景	上升	0到-20%	-20%到-50%	-50%到-80%
7月	继续下滑	门店样本占比 (%)	6.09%	19.08%	52.53%	22.30%
		观点	行业持续萎靡,仅6%门店实现收入增长。其中,受5月26日国家卫健委报告影响,各门店收入遭遇断崖式下跌,53%门店较4月下跌幅超20%,悲观情绪持续扩散。多数店家认为业绩下滑或与门店数快速增长,假货、微商、通配泛滥,大量的负面新闻有关			
8月	继续下滑	情景	持续上升	小幅回暖	下降	
		门店样本占比 (%)	3.12%	22.40%	67.02%	
9月	略有改善	观点	受暑假(大学生放假回家,抽得少了)、天气(夏天北方地区可以在室外抽卷烟,而冬天往往只能选择在室内抽电子烟)以及负面消息的持续性影响,电子烟行业各门店业绩仍处于低位,仅3%门店实现业绩持续增长,25%门店业绩环比略有提升。许多店家期待业绩触底反弹,乐观情绪上升			
		情景	比上个月好	持平	下降	
10月	略有下滑	门店样本占比 (%)	12.26%	37.48%	50.27%	
		门店环境	电子烟行业持续低迷,仅12%门店业绩环比有所提升,71%门店8月销售额在3万元以下。38.37%店家期待9月业绩向好			
9月	略有改善	情景	+50%以上	+30%到+50%	+10%到+30%	0到+10%
		门店样本占比 (%)	1.11%	0.89%	12.22%	15.56%
9月	略有改善	情景	-10%到0	-30%到-10%	-50%到-30%	-50%以上
		门店样本占比 (%)	21.11%	37.11%	6.89%	5.11%
10月	略有下滑	门店环境	行业环境略有改善,29.78%门店业绩环比上升,销售额在5万元以上的门店占比由8月份的12.25%提升到9月份的15.55%			
		情景	+50%以上	+30%到+50%	增长30%以下	不增不减
10月	略有下滑	门店样本占比 (%)	1.75%	1.56%	9.34%	31.71%
		情景	下降30%以下	-50%到-30%	-50%以上	
10月	略有下滑	门店样本占比 (%)	32.10%	12.84%	10.70%	
		门店环境	国庆假期电子烟销量略有下滑,8到10月电子烟月销售额在3万元以上的门店占比分别为29.13%/30.67%/28.79%			

资料来源: 蓝洞新消费, 华安证券研究所; 注: 根据电子烟终端门店店主调研所得

图表 11 2021年8-10月电子烟终端门店收入分布变化不大



资料来源: 蓝洞新消费, 华安证券研究所; 注: 根据电子烟终端门店店主调研所得

HNB 市场：中烟海外试销范围加速扩张，国内 HNB 产品发展预期有望提振。

- **中烟海外试销加速：**继四川中烟加热卷烟产品进入欧洲市场后，10月16号“KUANZHAI”加热卷烟产品进军新西兰，进入多家电子烟为主的销售网点，并在当地媒体进行宣传，预计疫情得到控制后，将逐步进入基督城、惠灵顿和皇后镇等各大城市销售。另外，于10月15日，功夫体验店在马来西亚正式开业运营，方便客户了解和体验产品，为四川中烟进行有效的品牌宣传，扩大品牌知名度。
- **国内 HNB 厂商有望稳步跟进：**云烟近期推出新产品“双响”市场反响较好，当前正处于滞销阶段。国内当前没有正式把 HNB 拿到台面上卖，目前将 HNB 看成传统烟草的补充，在一定程度上发展而不是盲目快速发展。考虑到在国内，烟草是国企范畴，国企不光是市场、利润导向，还要综合考量其他的责任、资产、保证供给。因此我们认为 HNB 产品或将稳健、有序的发展。而国内市场加速推出的时点需要静待后续政策落地。延续前文逻辑，若后续政策有望在半年内推出，且在云烟 HNB 产品“双响”反响较好的前提下，判断国内 HNB 厂商有望稳步跟进。

制造商：自动化水平提升+规模效应，盈利水平大幅提升，新型烟草驱动海外烟草龙头增长。国内电子烟公司，思摩尔国际 2021H1 毛利率为 54.9%，同比增长 5.9pct，主因公司新一代自动化产线投入运营，单线生产效率创纪录达 7200 个标准雾化器/小时，材料损耗率减小，成本结构改善。叠加中国区放量规模效应凸显，盈利能力有所改善。公司原材料成本占比由去年同期 36.5%下降至 31.2%。同时，思摩尔国际和华宝国际 2021H1 归母净利润同比大幅提升，分别增长 3655.3%和 1159.0%；**海外烟草公司**，英美烟草的毛利率显著高于其他公司，国外烟草公司的毛利率变化相对平缓，营收同比变动相较国内公司也更加平缓。

图表 12 2021H1 国内核心电子烟制造商与海外烟草龙头业绩变化

	营业收入同比/%		归母净利润同比/%		毛利率/%		毛利率同比/pct	
	2021H1	2020H1	2021H1	2020H1	2021H1	2020H1	2021H1	2020H1
国内电子烟公司								
思摩尔国际	79.2%	18.5%	3655.3%	-91.7%	54.9%	49.0%	5.9	-
华宝国际	2.8%	-17.1%	1159.0%	-109.5%	59.8%	63.5%	-3.7	0.1
劲嘉股份	28.0%	3.0%	22.0%	-10.6%	33.5%	38.4%	-4.9	-3.9
盈趣科技	114.0%	4.7%	46.6%	-7.2%	27.6%	37.4%	-9.8	-0.3
海外烟草龙头								
菲莫国际	10.0%	-4.5%	21.7%	2.7%	69.5%	66.8%	2.7	2.3
英美烟草	-0.8%	0.8%	-6.0%	22.9%	82.0%	82.2%	-0.2	0.4
日本烟草	11.1%	-2.7%	30.5%	-23.8%	60.2%	57.6%	2.6	-1.1
帝国烟草	6.11%	1.96%	244.0%	-22.7%	18.4%	18.9%	-0.5	-0.7

资料来源：Wind，菲莫国际年报，英美烟草年报，日本烟草年报，帝国烟草年报，华安证券研究所；注：帝国烟草财年截止为 3 月 31 日

雾化市场：悦刻 Q2 营收环比放缓，国内龙头地位稳固。我们选择雾芯科技作为财务指标季度分析的目标，因为雾芯科技作为国内电子烟品牌龙头及思摩尔国际的大客户，其财务指标具有一定的代表性。**营收增速看**，3 月烟草专卖法修订草案叠加 Q2 末媒体对电子烟行业的负面宣传，国内电子烟品牌商营收增速环比略有放缓。雾芯科技 2021 Q1/Q2 营收同比+551.0%/+257.0%，环比分别为+48.2%/+6.0%。盈

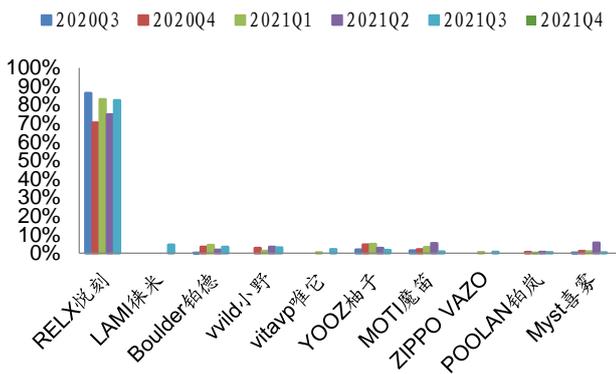
利能力看，上半年规模效应下雾芯科技毛利率整体呈上升趋势，同时 Q2 净利率由负转正，提升至 32.4%，公司盈利能力增强主因规模效应+非经营性股权激励因素导致。市场担忧原材料价格上涨影响公司定价及利润，考虑到公司深度绑定的优质供应商具备丰富经验及前瞻格局，能够与产业链各环节共同分担短期原材料涨价，共享长期红利。我们认为当前价格上涨对公司影响较小且并未传导至终端，而未来自动化生产、节约部分设计将真正带来行业成本结构优化。

图表 13 雾芯科技财务指标分季度拆分

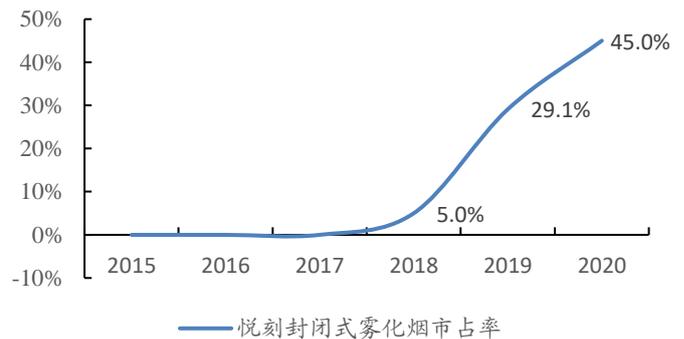
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
营收 (亿元)	5.56	4.10	3.69	7.13	11.20	16.18	23.98	25.41
同比 (%)	-	-	85.0%	86.0%	101.0%	294.0%	551.0%	257.0%
环比 (%)	-45.0%	-26.2%	-10.2%	93.3%	57.2%	44.5%	48.2%	6.0%
净利润 (亿元)	-	-0.50	0.12	0.89	0.08	-2.37	-2.67	8.24
毛利率 (%)	39.0%	30.0%	36.0%	37.0%	39.0%	43.0%	46.0%	45.0%
净利率 (%)	-	-12.3%	3.3%	12.5%	0.7%	-14.6%	-11.1%	32.4%

资料来源：雾芯科技季报，华安证券研究所

图表 14 悦刻连续六季度心智占有率遥遥领先



图表 15 悦刻封闭式雾化烟市占率持续提升 (销售额口径)



资料来源：蓝洞新消费，华安证券；注：心智占有率基于 FEAT 模型，计算品牌的数字价值（该品牌相关的每一篇文章的“传播度 × 参与度 × 好感度 × 时效度”的乘积之和）

资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

2.2 海外：各国监管政策加快出台，烟草龙头加速无烟转型

短期看：海外各国电子烟监管规范政策加快出台。

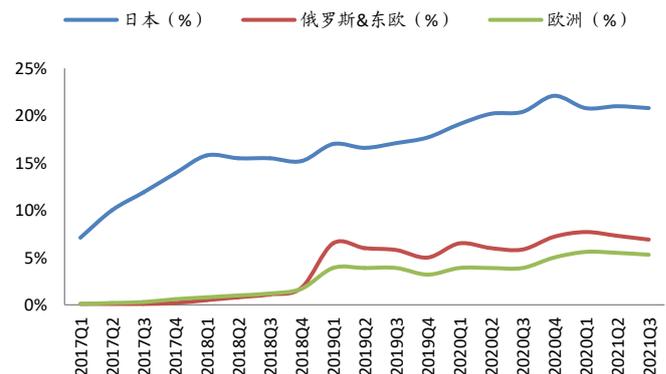
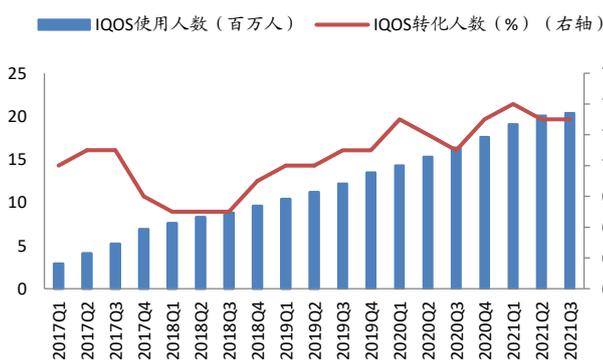
- **英国：电子烟或将纳入处方药辅助戒烟。**英国政府官网 2021 年 10 月 29 日宣布，英国国家医疗服务体系 (NHS) 将把电子烟作为处方药物以帮助烟民戒烟，而英国药品和保健品监管局 (MHRA) 正在研究制定指南，对电子烟产品的安全性和有效性进行严格评估，获得药用许可的电子烟产品将由医疗机构推荐给想戒烟的烟民。这意味着英国或将成为世界上首个为电子烟授予医疗产品许可的国家。电子烟作为 2020 年英国烟民戒烟最常用的辅助工具，其效果是非常显著的。英国卫生和社会保健部长 Sajid Javid 表示“向通过相关安全检查和电子烟产品敞开医疗许可的大门，能帮助更多不同地区、不同阶层和背景的烟民戒烟”。
- **马来西亚：雾化电子烟有望合法化。**2021 年 10 月，马来西亚财政部长指出政府计划在 2022 年预算中提高对电子烟的液体或凝胶产品征收的消费税，其中

包括含有尼古丁的电子烟油。马来西亚各界相关人士认为此举表明马来西亚政府开始监管而不是禁止电子烟产品，甚至有望实现雾化电子烟产品的合法化。马来西亚雾化烟商会（MVCC）此前便曾呼吁马来西亚政府应对该行业进行监管，MVCC 总裁认为“马来西亚雾化烟行业具有巨大潜力，通过全面监管能够激发该行业的活力，创造就业机会和税收”。MVCC 还引用了英国公共卫生局的信息，表明雾化烟比传统香烟安全了 95%，认为这对马来西亚的公共卫生也是有益的。

长期看：海外烟草龙头加速无烟转型，彰显新型烟草长期发展信心。电子烟盈利强+需求稳定商业模式 优质，国内市场当前处于低渗透+空间大，赛道预计长期景气向上。在强国制造战略背景下，龙头企业有望长期得到扶持出口海外。海外烟草巨头宣布预计将停售卷烟产品，加速无烟转型。今年 5 月烟草巨头 PMI 新任 CEO Jeczek Olczak 表示，公司计划在未来 10~15 年逐步退出卷烟销售，并预计十年内在日本将率先实现，率先转型为无烟社会；7 月公司宣布，称将在英国停售其标志性产品一万宝路香烟，并在未来 10 年内停售所有卷烟，以引导烟民改用危害更低的电子烟，助英国实现“在 2030 年前成为无烟国家”的控烟目标。

菲莫国际：HNB 产品渗透率持续提升，各指标趋势向好。菲莫国际 IQOS 自 2017 年以来呈现出明显是上升趋势，IQOS 转化率在 2018Q3 之后也大致呈现出上涨的趋势。其主要电子烟产品 HNB 在日本、东欧以及西欧的市占率都呈现出上升的趋势，其中在日本的市占率最高，在 2020Q4 达到 22.10%的峰值。HNB 产品的出货量及在所有烟草产品出货量中的占比持续上升，无烟产品的营收占比也呈上升趋势。综合以上，菲莫国际是无烟产品使用人数、转化率、市占率、商品出货量以及营收占比都呈持续上升趋势。菲莫国际 2021 前三季无烟产品营收占比 28.6%，公司预计 2023、2025 年占比分别达到 40%、50%。

图表 16 2021 年 Q3 菲莫国际 IQOS 使用人数及转化率提升 图表 17 菲莫国际主要地区 HNB 市占率变化



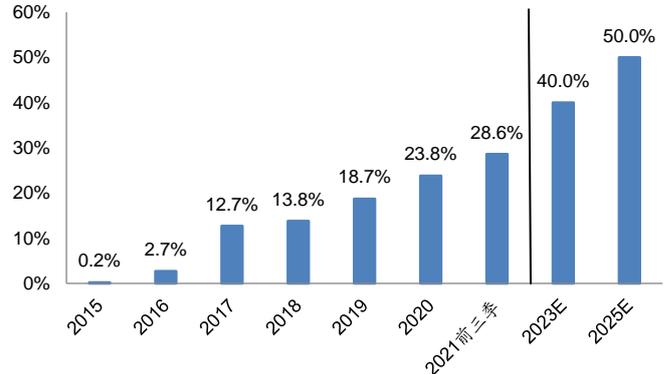
资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所；

资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所

欧洲市场 HNB 市占率持续提升，加速无烟转型。菲莫国际在欧洲大部分国家市占率分季呈明显的上升趋势，尤其是从 2020Q4 到 2021Q3，多个国家（捷克、希腊、匈牙利、立陶宛、葡萄牙、斯洛伐克）的市占率变化连续三个季度都超过 10%。

图表 18 菲莫国际 2021Q1-Q3HNB 烟弹出货量及占比增长

图表 19 菲莫国际 2021Q1-Q3 无烟产品营收占比提升



资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所；注：占比=HNB 出货量 / (HNB 出货量+卷烟出货量)

资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所；注：2023、2025 年为公司远期规划

图表 20 菲莫国际欧洲各国家 IQOS2021 年 Q3 维持高市占率

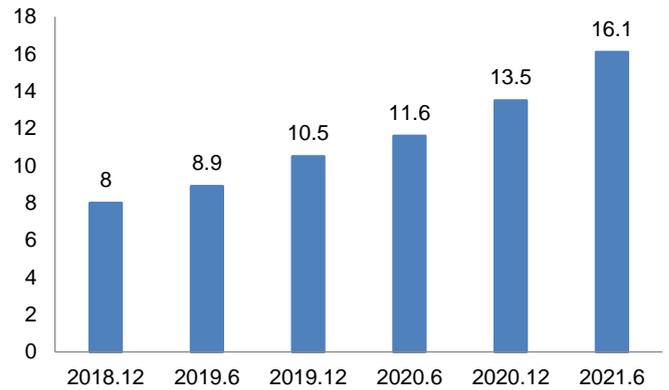
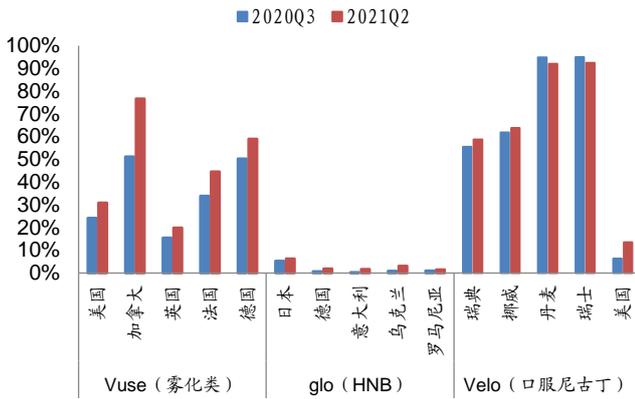
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
克罗地亚	2.7%	3.6%	2.9%	4.0%	4.3%	4.6%	4.4%	5.8%	6.1%	6.0%	5.7%
捷克	4.9%	5.7%	5.8%	7.2%	9.4%	9.6%	8.0%	10.2%	13.8%	10.1%	9.9%
德国	1.0%	1.1%	1.1%	1.6%	2.4%	2.0%	1.9%	2.6%	3.6%	2.7%	2.8%
希腊	8.7%	8.1%	7.8%	10.5%	11.5%	-16.5%	10.4%	13.1%	15.1%	13.9%	12.1%
匈牙利	0.0%	1.0%	2.2%	4.3%	7.4%	8.7%	9.5%	13.3%	17.0%	17.6%	16.9%
意大利	3.7%	4.6%	4.6%	6.1%	7.4%	7.7%	7.8%	9.6%	11.3%	11.2%	10.8%
拉脱维亚	3.2%	4.6%	5.9%	7.7%	10.9%	10.5%	10.3%	14.7%	9.3%	11.0%	9.7%
立陶宛	11.8%	12.1%	14.9%	17.5%	20.7%	19.6%	20.0%	22.8%	24.0%	22.8%	22.3%
波兰	1.8%	2.0%	2.4%	3.8%	4.3%	4.4%	4.7%	7.4%	5.4%	6.3%	6.0%
葡萄牙	5.6%	5.9%	6.2%	7.3%	7.8%	8.0%	8.9%	10.9%	12.2%	11.8%	11.5%
罗马尼亚	2.5%	2.2%	2.0%	2.4%	3.0%	2.6%	2.8%	3.3%	4.4%	4.3%	3.4%
斯洛伐克	5.2%	7.2%	7.0%	7.5%	9.4%	8.7%	9.1%	10.2%	12.5%	11.7%	10.7%
斯洛文尼亚	2.7%	3.1%	2.9%	3.7%	4.7%	4.7%	4.5%	6.3%	7.1%	7.0%	7.2%
瑞士	2.5%	2.6%	2.5%	2.9%	3.7%	4.0%	3.6%	4.6%	5.5%	5.7%	5.7%
英国	-	-	0.4%	0.6%	0.8%	1.2%	1.2%	1.8%	2.0%	2.1%	1.9%

资料来源：菲莫国际季报，华安证券研究所

BAT：新型烟草产品主要市场市占率提升，用户数群体不断扩大。分雾化类烟弹、HNB 烟弹以及尼古丁袋的营收和销量进行拆分。**营收方面**，雾化类烟弹持续增长，与其他两类相比，环比增速相对平稳；**销量方面**，尼古丁袋的销量环比增速相对较快，相比前两年，2021 年增速放缓。无论是从营收还是销量环比增速来看，2021 年三种电子烟的环比增速相较前两年都暂时进入了放缓阶段。

图表 21 公司 2021 年实现盈利，Q3 盈利能力向好

图表 22 公司盈利水平持续改善



资料来源：英美烟草半年报，华安证券研究所

资料来源：英美烟草半年报，华安证券研究所

图表 23 英美烟草烟弹营收及销量拆分

烟弹营收 (百万英镑)					
	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
Vuse (雾化类) 烟弹	188	213	262	349	398
glo (HNB) 烟弹	248	480	277	357	359
Velo (口服尼古丁) 尼古丁袋	46	80	78	120	126
烟弹营收环比增速 (%)					
Vuse (雾化类) 烟弹	-	12.7%	23.3%	33.2%	14.0%
glo (HNB) 烟弹	-	93.6%	-42.3%	28.9%	0.6%
Velo (口服尼古丁) 尼古丁袋	-	75.6%	-2.8%	53.8%	5.0%
烟弹销量					
	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
Vuse 烟弹 (百万个)	102	124	145	199	247
glo 烟弹 (十亿支)	4	5	4	7	8
Velo 尼古丁袋 (百万个)	412	782	717	1217	1607
烟弹销量环比增速 (%)					
Vuse (雾化类) 烟弹	-	22.0%	16.7%	36.8%	24.3%
glo (HNB) 烟弹	-	37.2%	-21.1%	60.6%	23.9%
Velo (口服尼古丁) 尼古丁袋	-	89.8%	-8.2%	69.6%	32.1%

资料来源：英美烟草半年报，华安证券研究所

3. 本周观点

3.1 家居板块

10 月地产销售、竣工数据持续走弱。10 月全国住宅销售面积较 2019 年同期下滑 11.98% 至 10987.38 万平方米，较 2020 年同比下降 24.11%；10 月全国住宅竣工面积单月同比下滑 21.32%。地产销售、竣工增速延续负增长。

出口方面，建议关注家居出口链，近期中美航线海运价格回落，且市场存在贸易关系缓和预期。中美航线海运价格回落，集装箱价格小幅下降，出口企业毛利有望边际修

复。

原材料方面，皮革价格增长放缓，其他原材料价格略有松动，家居企业利润端压力有望逐渐释放。内销方面，我们认为前期竣工高景气有望支撑未来一段时间的新房装修需求，但地产投资收紧与销售下滑对家居板块估值形成压力，并对后续竣工增长的持续性产生压力。建议关注全渠道获客能力突出以及零售渠道综合实力突出的企业，龙头企业有望逆势突围。

投资建议：家居内销面临前端地产行业压制，龙头企业有望逆势突围，同时需关注前期压制家居外销的海运、关税等因素近期有所缓和带来的投资机会。建议关注定制家居龙头【欧派家居】，全渠道多品类逆势抢份额，今年推出“48小时旧厨焕新”和“10天全厨空间改造”服务，重视旧改等存量装修需求。软体家居持续推荐【顾家家居】，建议关注【敏华控股】。软体家居的销售以零售市场为主，且更换频率高于偏硬装的家装品类，消费链条相对硬装消费更短，目前顾家与敏华已成为沙发市场的双龙头。此外，顾家与敏华的外销收入占比较高，海运价格下降与关税关系缓和均利好其外销业务。

3.2 造纸板块

文化纸：近期文化纸纸价保持区间震荡。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；供给及库存方面，开工率有所回暖，出版订单持续释放，纸厂库存水平下降。

箱瓦纸：箱瓦纸价格弱势下行，规模纸企让利政策加剧市场悲观看跌氛围；废纸成本面支撑作用减弱，加之商家心态悲观，市场惯性下跌。建议继续关注规模纸厂价格政策及下游补库节奏。

投资建议：持续推荐木浆系造纸龙头【太阳纸业】，公司多元化经营、成本管控领先行业，当前估值已在历史底部，建议左侧配置；此外，建议关注拥有海外产线布局 and 固废渠道建设的箱板纸龙头【山鹰国际】。

3.3 必选及其他轻工板块

10月文化办公用品零售额为323.9亿元，与2020年同期相比增长11.5%；与2019年同期相比增长20.5%。双减冲击以及去年同期高基数影响，板块基本面有所承压。持续推荐具备完善产品供应和一体化服务能力的文具领域龙头晨光文具。

重点推荐【万顺新材】，锂电铝箔投产先锋，迈入高质量增长新纪元。当前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

3.4 纺织服装板块

投资建议：

纺织制造板块：在出口景气度较高、内需疲软的背景下，以出口制造为主的纺织制造整体景气度优于以内需为主的服饰品牌，龙头公司三季度订单高景气延续。同时受越南疫情影响部分越南代工厂关闭，部分订单回流国内，龙头代工厂由于疫情控制良好，其产能具备稀缺性及比较优势。考虑到目前板块估值偏低，我们认为当前或是行业细分龙头左侧布局的较好时间点，建议关注运动鞋产业制造龙头【华利集团】。

功能性鞋服赛道：(1) 运动鞋服：双十一期间，运动鞋服品牌普遍增速亮眼，其中安踏 11 月 1-11 日电商累积成交 46.5 亿元，同比增长 61%，李宁天猫旗舰店成交额 10.6 亿元，同比增长 38%，特步天猫旗舰店成交额达 5 亿元，同比增长超 40%。在今年平台分流、预售期抢跑、直播电商分流等影响下，天猫双十一整体服装品牌流量、销售额下滑，在此大背景下运动鞋服民族品牌线上增速普遍亮眼，头部运动鞋服民族品牌产品力、品牌力持续提升，竞争优势显著。建议关注高景气、确定性较强的运动鞋服赛道，建议关注【安踏】、【李宁】、【特步】。**(2) 羽绒服：**受“双拉尼娜年”冷冬刺激下，羽绒服线上销售品类市占率显著提升，双十一期间波司登录得线上零售同比增长 53% 的好成绩。未来全国范围内降温有望提振羽绒服销售，波司登推出新款风衣羽绒服奠定羽绒服龙头领先地位，建议关注【波司登】。

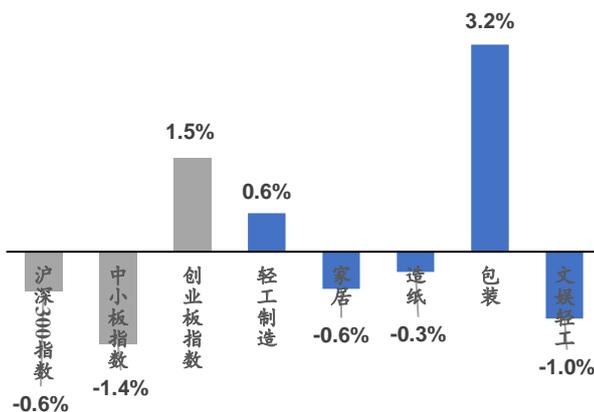
户外运动：海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国户外的专业户外运动装备及产品企业业绩 2020 年以来表现亮眼。建议关注【哈尔斯】、【牧高笛】、【浙江自然】、【华生科技】等相关户外休闲体育运动场景产品供应商。

4. 本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数下跌 0.61%，中小板指数下跌 1.44%，创业板指数上涨 1.46%，轻工制造板块上涨 0.60%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为 -0.58%、-0.31%、+3.22%、-1.04%。

个股来看，本周涨幅前三分别为陕西金叶、曼卡龙、萃华珠宝，涨幅分别为 39.19%/34.69%/28.97%；本周跌幅前三的个股分别为好太太、江山欧派、瑞尔特，跌幅分别为 -8.06%/-7.81%/-7.05%。

图表 24 轻工制造指数周涨跌幅



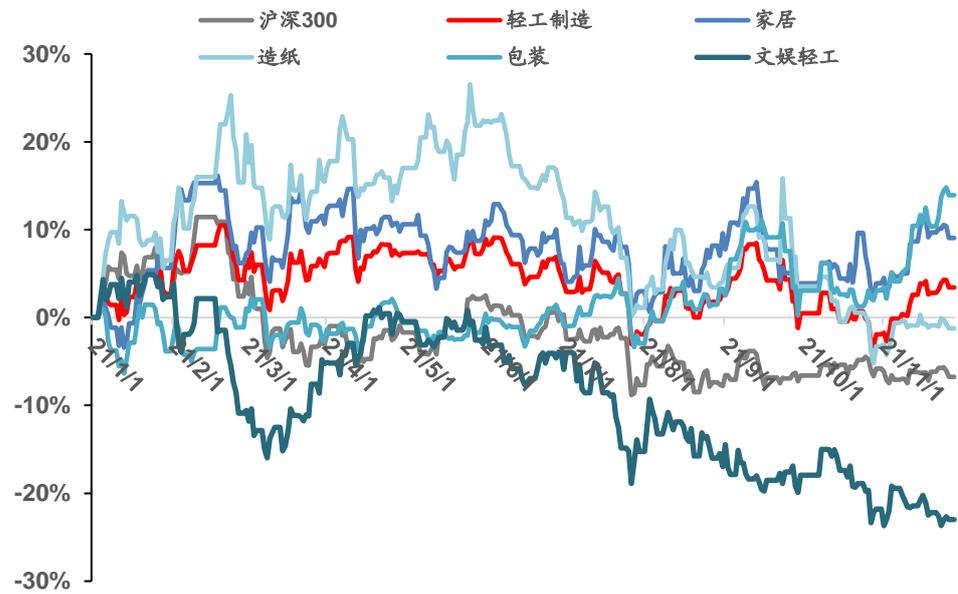
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10		%	跌幅TOP10		%
陕西金叶	39.19		好太太	-8.06	
曼卡龙	34.69		江山欧派	-7.81	
萃华珠宝	28.97		瑞尔特	-7.05	
沐邦高科	25.07		宝钢包装	-6.49	
荣威环保	21.22		奥瑞金	-6.48	
集友股份	16.45		紫江企业	-5.40	
顺灏股份	16.16		易尚展示	-5.22	
劲嘉股份	15.04		麒盛科技	-5.18	
昇兴股份	12.42		浙江众成	-4.66	
蒙悦护理	11.21		索菲亚	-4.50	

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 轻工制造指数 2021 年初以来累计走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 轻工重点公司估值

【华安轻工】轻工重点公司估值														
	公司	市值 (亿元)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
家居	欧派家居	748	1.6%	-8.0%	3.5	4.5	5.5	6.5	43.6	27.3	22.5	18.8	20.4	6.0
	索菲亚	157	-4.5%	-32.2%	1.3	1.5	2.0	2.4	23.2	122.4	9.8	8.4	6.6	2.6
	尚品宅配	93	-5.5%	-40.8%	0.5	1.8	2.2	2.7	92.3	26.5	21.0	17.5	17.7	2.7
	金牌厨柜	49	-3.5%	-8.0%	3.1	2.2	2.8	3.5	23.3	16.9	12.3	9.2	13.7	2.3
	志邦家居	69	-0.5%	-8.7%	1.8	1.6	2.0	2.4	12.5	14.6	11.8	10.0	7.1	3.1
	顾家家居	428	-1.6%	-3.0%	1.4	2.7	3.3	4.1	59.2	30.9	25.0	20.1	11.0	6.1
	喜临门	115	7.0%	59.4%	0.8	1.3	1.7	2.1	37.2	22.4	17.8	14.4	7.9	3.8
	梦百合	88	-0.5%	-23.3%	1.1	0.4	1.2	1.7	16.4	46.3	15.0	10.6	7.0	2.6
	江山欧派	58	-7.8%	-45.3%	4.1	4.8	5.9	7.4	13.7	11.6	9.3	7.5	17.6	3.1
	公牛集团	974	-0.6%	-20.3%	3.9	4.9	5.7	6.6	41.7	33.1	28.2	24.4	15.6	10.4
造纸	中顺洁柔	221	-3.7%	-19.0%	0.7	0.6	0.9	1.1	24.1	26.8	22.4	18.3	3.7	4.5
	太阳纸业	309	-3.8%	-19.8%	0.8	1.3	1.6	1.8	15.3	9.2	8.3	7.5	6.7	1.7
文教	晨光文具	541	-3.7%	-33.8%	1.4	1.6	2.2	2.8	68.0	42.2	33.1	25.8	5.6	10.4
电子	思摩尔国际	2,945	23.4%	-17.3%	0.4	0.8	1.1	1.5	120.3	56.7	41.2	30.9	3.6	15.9

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

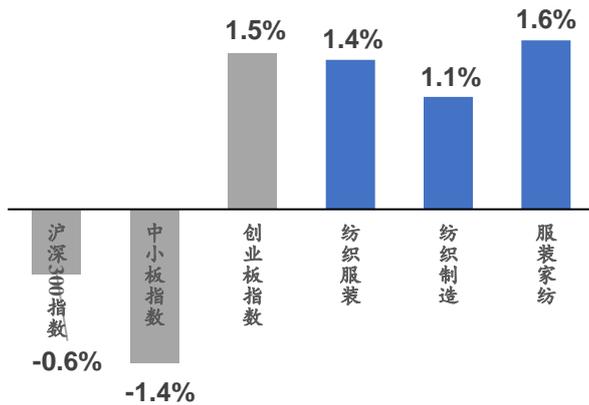
注：其中索菲亚、晨光文具、金牌厨柜、顾家家居、思摩尔国际、中顺洁柔、太阳纸业、万顺新材为华安证券最新估值预期

5.本周纺织服装板块走势

本周沪深 300 指数下跌 0.61%，中小板指数下跌 1.44%，创业板指数上涨 1.46%，纺织服装板块上涨 1.40%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺涨跌幅分别为+1.05%、+1.58%。

个股来看，本周涨幅前三分别为美邦服饰、锦泓集团、万里马，涨幅分别为 22.67%/21.02%/17.74%；本周跌幅前三的个股分别为 ST 天首、ST 环球、ST 摩登，跌幅分别为-10.84%/-9.58%/-9.22%。

图表 28 纺织服装指数周涨跌幅



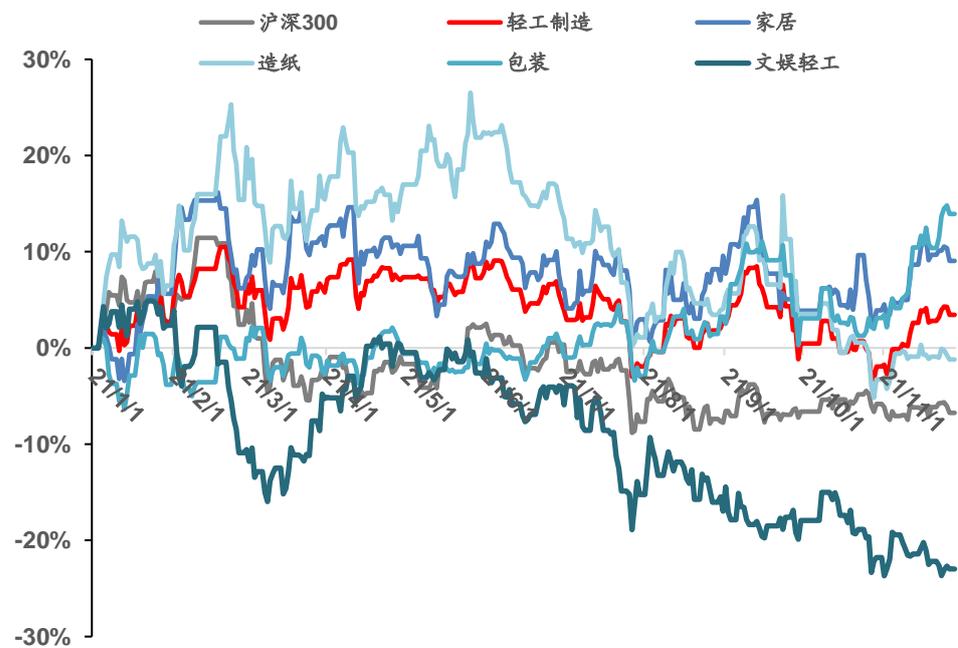
图表 29 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
美邦服饰	22.67	*ST天首	-10.84
锦泓集团	21.02	*ST环球	-9.58
万里马	17.74	ST摩登	-9.22
金发拉比	16.93	李宁	-8.24
报喜鸟	14.71	安踏体育	-6.94
维珍妮	13.68	巨星农牧	-6.90
欣龙控股	12.33	波司登	-6.38
康隆达	12.23	申洲国际	-6.00
如意集团	12.09	ST柏龙	-5.61
乔治白	11.86	裕元集团	-5.50

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 31 纺服重点公司估值

【华安轻工】纺服重点公司估值														
	公司	市值 (亿元)	月涨跌幅	年初至今涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
运动服饰	安踏体育	3,409	-6.9%	3.3%	2.3	3.5	4.5	5.7	55.3	35.8	27.9	22.3	11.9	10.6
	李宁	2,258	-8.2%	62.4%	0.8	1.4	1.7	2.2	104.9	62.1	50.1	40.0	5.0	17.3
	特步国际	273	0.2%	173.2%	0.2	0.3	0.4	0.5	41.9	31.9	25.1	19.8	3.5	3.0
纺织制造	中洲国际	2,331	-6.0%	3.3%	4.0	###	4.6	5.4	38.4	42.0	34.0	29.0	22.4	6.9
	华利集团	1,080	-2.5%	-6.3%	1.8	2.3	2.9	3.6	51.7	39.8	31.5	25.8	9.1	10.2
	健盛集团	47	0.6%	49.9%	-1.3	0.6	0.8	1.0	-9.2	20.1	15.0	11.8	5.8	2.1
	伟星股份	84	3.0%	68.0%	0.5	0.6	0.7	0.8	20.8	18.3	15.6	13.2	3.2	3.4
大众休闲	森马服饰	200	-1.3%	21.9%	0.3	0.6	0.7	0.8	24.7	12.8	10.8	9.2	4.3	1.7
	海澜之家	274	-0.9%	2.5%	0.4	0.7	0.8	0.9	15.5	9.5	8.1	7.1	3.2	2.0
	太平鸟	164	-4.3%	16.3%	1.5	2.2	2.7	3.2	22.7	15.8	12.9	10.6	8.2	4.2
高端服饰	地素时尚	91	1.7%	2.4%	1.3	1.5	1.8	2.1	14.4	12.4	10.7	9.2	7.9	2.4
	欣贺股份	47	-0.8%	19.3%	0.5	0.8	1.0	1.3	20.7	13.5	10.7	8.7	6.8	1.6
	歌力思	56	-2.3%	18.0%	1.3	1.0	1.2	1.4	11.3	15.8	13.2	11.2	6.2	2.5
	比音勒芬	135	-1.9%	53.4%	0.9	1.1	1.4	1.7	27.1	22.2	17.5	14.2	5.0	4.9
男装	九牧王	75	1.1%	19.9%	0.6	0.5	0.6	0.7	20.4	26.5	21.0	17.6	7.0	1.9
	七匹狼	44	-0.5%	13.2%	0.3	0.4	-	-	20.9	16.6	-	-	7.8	0.8
家纺	水星家纺	44	2.7%	27.8%	1.0	1.4	1.6	1.8	15.9	12.1	10.4	9.1	9.1	1.8
	罗莱生活	117	2.1%	22.0%	0.7	0.9	1.0	1.2	19.7	16.2	13.8	12.0	4.9	2.8
	富安娜	73	-2.5%	22.3%	0.6	0.7	0.9	1.0	14.3	12.0	10.1	8.7	4.0	2.2

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

注: 盈利预测为 Wind 一致预期; 其中港股公司 EPS 单位为港元

6. 本周重要公告

图表 32 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2021-11-27	雅戈尔	李寒穷女士因工作安排原因申请辞去公司总经理职务, 章凯栋先生因工作调整申请辞去公司副总经理职务。公司第十届董事会第十八次会议审议通过了《关于聘任公司总经理的议案》, 同意聘任邵洪峰先生为公司总经理, 任期自本次董事会审议通过之日起至本届董事会届满为止, 邵洪峰先生将不再担任公司副总经理职务。
2021-11-27	锦泓集团	锦泓时装集团股份有限公司全资子公司南京云锦研究所有限公司(以下简称“云锦研究所”)被列入江苏省 2021 年第一批备案高新技术企业名单, 通过了高新技术企业认定。根据规定, 云锦研究所自获得高新技术企业认证通过后三年内可享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策, 即按 15% 的税率缴纳企业所得税。
2021-11-27	乐歌股份	关于调整公司未来三年产能建设规划的公告: 根据原规划, 本次调整前, 公司未来三年将新建线性驱动人体工学产品产能 315-365 万台/套; 本次调整后, 公司未来三年将新建线性驱动人体工学产品产能仍为约 315 万台/套。本次调整的原因: 1) 公司海外生产布局取得成效; 2) 发挥区位协同优势; 3) 降低建设及生产成本。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

风险提示:

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降、整体消费景气度低迷；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。