

电子烟国标征求意见稿发布，监管思路符合预期

——行业点评

✍️ 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
 ☎️ 分析师：傅嘉成 执业证书编号：S1230521090001
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

行业评级

轻工制造 看好

报告导读

11月30日，国家标准信息公共服务平台上发布了国家标准计划《电子烟》征求意见稿，是11月18日进入起草阶段后的进一步推进，明确了电子烟产品的定义、标准、技术等细节，是在产品端对电子烟行业进行规范，我们认为电子烟在国内规范下长期健康成长的确定性加强，持续看好后续龙头品牌份额提升。

投资要点

□ 国标围绕产品安全性&未成年人保护展开，监管思路基本符合此前预期

电子烟国标征求意见稿发布，比较核心的内容如下：

(1) **尼古丁浓度**：限制在20mg/ml即2%以下，市面上主流产品在3%，后续浓度会有所降低，但对长期消费需求不会有弱化，参考欧盟TPD标准一直是2%以下、而欧洲市场稳健成长；

(2) **尼古丁来源**：规定应使用烟草中提取的盐碱、纯度不低于99%，后续合成尼古丁预计将不得用于烟用。中烟会逐步收紧提取尼古丁源头，从而通过控制电子烟行业原料供给使得行业增速在可预期范围内。

(3) **口味/添加剂限制**：不应使产品呈现对未成年人有诱导性的特征风味，临时许可使用物质为122种，其中包括较多的“花香”添加剂（如玫瑰醇、茉莉酮等）、咖啡/可可提取物，低甜度水果“柠檬醛”，在保证口味有一定多样性的同时不易吸引青少年。

从意见稿的监管思路来看基本符合此前预期，行业有望在监管下健康有序发展。我们认为后续针对国标意见稿的专家评审、部委审核、全国审核、具体实施（时间点、执行对象）等环节也将稳步推进。

□ 后续重点关注渠道/生产环节牌照监管细则

后续政策节奏展望：从11月26日65条明确国内电子烟监管主体，到今日发布产品端监管办法，正沿着我们所言的“明确主体→产品→渠道/生产→税收”的路径展开。在产品端的技术标准出来后，我们认为下一步应当是对经营主体的一些规范措施，即对渠道端、生产端的个体或者企业进行类似传统烟草的发放牌照、经营许可的方式去监管。11月25日，专卖局发布了关于深化“证照分离”改革，进一步激发市场主体发展活力实施方案，里面重点提到了“对新技术、新产业、新业态、新模式等实行包容审慎监管，量身定制监管模式”、“大力推动照后减证和简化审批”，电子烟产品使用新的技术，且渠道也多以专卖店的新业态出现，因此是符合上述定义的。针对电子烟的经营许可证、营业执照的审批方式以及审批流程可能都会与传统卷烟零售网点

相关报告

- 1《周观点：新型烟草靴子落地，优选小而美个股 211128》2021.11.28
- 2《电子烟：电子烟有望迎量身定制监管，看好规范中发展》2021.11.26
- 3《周观点：把握家居和烟草投资主线，龙头强者恒强 211121》2021.11.22
- 4《IQOS 延续高成长，看好 HNB 产业链》2021.10.19

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

有所差异，从这个角度上来看，目前的电子烟销售网点被并入传统零售网点的可能性是比较小的。

□ 征税方案合理推演：分两步走或许能平衡产业生存与国家利益

税收方案涉及到国家多个部门间协同，因此我们认为其商讨流程和最终的发布的时间点预计都会比较靠后。我们对可能的征税方案如下合理推演：

(1) **国内传统烟草** 税率约 56% (税额/销售额)，如果按照 56% 税率对电子烟征税，按目前一颗烟弹 30 元左右的零售价 (终端提价可能性较小，因为消费水平显著高于传统卷烟平均 13-14 元/包)，单颗税负在 17 元左右。目前产业链价值分配环节是思摩尔 8-9 元卖给悦刻，悦刻 14-15 元卖给渠道，渠道 30 元左右卖给消费者。17 元的税负对行业各个环节而言是较难承受的。

(2) **成熟市场美国电子烟征税方案**：美国传统卷烟税率在 45% 左右，各州自主立法，因此电子烟征税方案有所不同，但平均下来目前征收的税率在 15% 左右。除此以外，联邦层面还有一个 18% 左右的尼古丁液体征税方案，但这个法案还没有实际执行 (19 年 10 月众议院通过，到目前为止没拿到参议院去做表决)。因此可以看出美国是计划分 2 步走把税收提上来；且即使第二步走完，合计 33% 的税率依旧略低于传统烟。

(3) **欧洲市场电子烟征税方案**：英国传统烟征 84% 重税，但对电子烟实行 0 税率，主要是英国政府认为雾化电子烟帮助了烟民减少吸烟或完全戒烟，为政府在医疗费用方面的财政支出节省了巨额开支。欧洲其他国家如法国、德国也普遍如此。

(4) **结合我国国情，我们认为分 2 步走的征税方案更可能实施**，即第一步征收行业能承受的税率，待到行业规模化效应出来、各环节成本降低后，第二步再将税率提高至与传统烟相当的水平。参考过去历史上传统烟草 56% 的税率经过几轮提税顺价逐步加上来。

(5) **税额分摊**：若假定第一步征收税率在 30%，则单颗烟弹税额在 9 元左右，从产业链各环节来看，思摩尔在陶瓷芯领域一家独大，悦刻在品牌商领域一家独大，而目前渠道利润空间较为丰厚 (加价倍率超过 2X、营业费用低)，我们估计渠道、品牌商、制造商的分摊可能在 6:2:2。悦刻、思摩尔国际分别分摊约 1.8 元/颗，悦刻拟通过增棉芯产品占比消化，思摩尔则可通过自动化产线消化，我们判断第一步征税对行业带来的压力较小。

□ 全球趋势确定，重点关注国内产业链优质龙头

国际龙头坚定布局，星辰大海、方向清晰。

菲莫国际 研发费用全部投入新型烟草，致力于成为一家大型无烟产品。公司计划到 25 年无烟产品占收入比重 50% (目前 28%，21Q1-Q3 增长 38%)，2035 年全面退出传统卷烟。

英美烟草 将产品研发上市周期从 24 个月降低至 12 个月。计划 2025 年新型烟草收入 50 亿英镑 (21H1 增长 40%，预计 21-25 复合增长 28%)。

日烟 优先 RRP 产品的研发和市场的投资，2020 年发布新产品，开发下一代的新设备，为未来市场发布建立数字化基础设施。**韩烟** 通过新型烟草和海外市场拓展，致力于成为全球第四大烟草公司。且已经和菲莫达成合作，韩国以外的市场，韩烟负责生产和供应；PMI 负责市场、分发和售卖。**帝国烟草** 把聚焦新型烟草作为公司三大战略之一，并提出新型烟草的 4B 模型/品牌模型，建立 blu 社区加强和消费者的连接和交流层次。

从海外巨头的发展思路来看，新型烟草产业发展已经迎来黄金时代，我们持续建议长期布局具有核心技术壁垒的优质供应链公司**华宝国际** (加热不燃烧全卡位布局)、**思摩尔国际** (雾化科技核心公司)，并关注中烟系标的**劲嘉股份**、**集友股份**、**顺灏股份**等。

□ 风险提示：

政策调控力度超预期，行业竞争加剧

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>