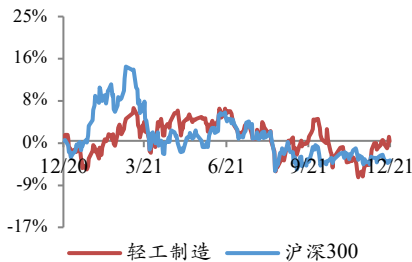


电子烟：解读管理办法七大要点

行业评级：增持

报告日期：2021-12-03

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

相关报告

1. 华安证券_行业研究_行业周专题_轻工制造：电子烟：长坡厚雪，监管规范后行业迎高质量发展
2021-11-29

主要观点：

● 《电子烟管理办法征求意见稿》发布，行业迎高质量发展新篇章。

事件：12月2日，国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法（征求意见稿）》。我们认为其细则内容整体符合市场预期。细则主要影响如下：

- **要点一：全产业链全牌照管理，规范龙头集中度提升。**将电子烟产品从原材料生产、制造、批发、零售所有环节全方位纳入监管。**解读：**增加行业准入门槛有利于消除产品质量层次不齐、价格体系混乱等市场乱象，行业步入规范健康发展，规范龙头集中度有望提升；
- **要点二：渠道流通环节统一把控，或利于中烟管控行业增速。**采用统一交易管理平台监管，品牌商需要将产品销售给批发企业后再销售于持牌零售点。**解读：**我们猜测其背后逻辑为中烟通过管理平台统一进行全流程监管，便于获取数据（包括尼古丁用量，及全产业链各环节数据），以达到收税监管、了解行业规模、卷烟卷烟转化情况等信息、对行业增长速度进行管控的目的。
- **要点三：调味电子烟监管略超预期，后续监管具备灵活度。**意见稿规定禁止销售添加大麻等容易诱导未成年人吸食的调味电子烟哥可自行添加烟液的电子烟。**解读：**细则中并未对调味电子烟做出详细口味限制，结合之前电子烟国标中规定的112中调味剂白名单，当前白名单中的调味剂仍可合成几百种口味，涵盖头部品牌商卖的较好的约30种口味（例如西瓜、芒果），但行业内争议较多的凉味剂未在白名单中使得部分口味还原度受到影响。我们认为调味电子烟的监管具备一定的自由裁量空间，若后续某种调味剂通过安全性认证，且其对于口味还原度的提升有益，仍有申请新材料的机会。
- **要点四：支持民营企业海外地区市场扩张，电子烟外销格局并未改变。**意见稿规定，不再中国境内销售、仅用于出口的电子烟产品，应当符合目的地国家地区的法律法规和标准要求，若目的地国家未有要求应符合我国法律要求。**解读：**我们认为细则对出口电子烟未做要求，利于强化新型烟草“全产业链创新”以及民营企业的海外地区市场扩张。梳理历年监管态度变化后，我们发现尽管监管措施不断演变，但部分监管思路与态度始终未变，此条例仍符合2018年烟草行业全面改革工作要点中提出支持国产新型烟草制品走出国门，打开海外市场。
- **要点五：生产代工企业扩产门槛增加，头部代工厂受益，规模化壁垒凸显。**意见稿规定电子烟生产、代工企业，烟碱生产企业为扩大生产能力进行的基本建设或者技术改造，须经国务院烟草专卖行政主管部门批准。**解读：**我们认为审批流程的增加使得未来电子烟生产、代工厂增加供应能力的门槛及时间成本均有所增加。现有产能充沛、且具备充足技术储备的代工厂有望充分受益，其

规模化壁垒或进一步凸显。

- **要点六：品牌商及省代面临转型，产业链价值分布或发生变化。**意见稿规定取得烟草专卖批发企业许可证的企业，应当经国务院烟草专卖行政主管部门批准，变更许可范围后方可从事电子烟产品批发业务。**解读：**我们认为地方中烟批发商未来将有望在烟草批发环节扮演重要角色，而目前全产业链覆盖的品牌商或转型聚焦生产制造、而国代、省代则转型为服务商模式，其盈利模式将由赚取差价转为收取服务费，而地方中烟参与到批发环节或将导致批发环节增加，未来持牌门店将通过中烟批发商拿货（而不是品牌商），产业链价值分布或发生变化。
- **要点七：尼古丁采取总量控制，合成尼古丁或被禁止。**意见稿规定电子烟用烟碱相关原料均需自有经营权的烟草企业购进，不得非法购进烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品及烟草废弃物。**解读：**中烟通过对烟草制品来源进行严格控制，后续中烟依据市场需求向生产企业供给尼古丁，有望实现尼古丁总量控制。同时，结合 11 月 30 日《电子烟国标（征求意见稿）》中规定烟碱及烟草提取物应使用烟草中提取的烟碱，我们认为合成尼古丁或被禁止使用。

● **风险提示**

新型烟草渗透率提升不及预期，征税幅度较大，新型烟草竞争加剧。

● **推荐公司盈利预测与评级：**

公司	EPS (元)			PE			评级
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
思摩尔国际	0.51	0.94	1.25	45.06	34.08	26.07	买入
华宝国际	0.39	0.45	0.56	48.35	41.72	33.29	买入
华宝股份	2.02	2.15	2.28	31.92	30.05	28.31	买入
劲嘉股份	0.69	0.84	1.02	20.86	17.21	14.23	买入
集友股份	0.41	0.77	1.08	75.32	40.22	28.70	增持

资料来源：wind 一致预测，华安证券研究所

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。