

**评级：增持（维持）**

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@r.qizq.com.cn

联系人：张舒怡

Email: zhangsy@r.qizq.com.cn

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E		
思摩尔国际	17.67	0.40	0.88	0.88	1.02	44.2	20.0	20.0	17.3	1.3	买入
劲嘉股份	9.76	0.56	0.69	0.84	1.04	17.4	14.1	11.6	9.4	0.5	买入

备注：股价取自2022年6月10日收盘价。注：单位均为人民币。

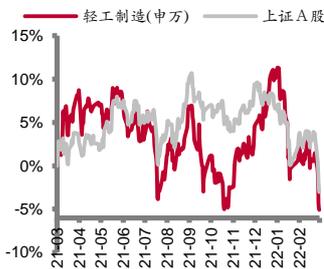
**投资要点**

- **电子烟监管配套政策基本完善，交易系统即将上线，首批生产牌照蓄势待发。**自3月11日《电子烟管理办法》和4月12日《电子烟》国家标准正式出台以来，电子烟监管政策密集发布，为各环节监管工作的开展提供了依据和指导。6月1日起，各省规划的约5万张电子烟零售许可证已逐步有序发放，国家烟草局亦明确近期即将发放一批生产牌照，6月15日电子烟交易管理平台将如期上线，产业不确定性逐一落地。
- **税收政策制定推进中，预计将有序开展。**目前，电子烟税收监管是尚在推进中的核心环节，烟草局明确提出将配合有关部门制定电子烟税收政策，当前正在研究及按程序推进。我们认为基于保护国家利益及国民健康利益、同时符合国际社会控烟标准的要求，后续电子烟税收监管势在必行，相关政策将有序推进。
- **我们从海外税负经验及情景分析角度出发，对税收及产业链利益影响进行推演，核心结论如下：**
  - 1) 参考海外经验，电子烟税负通常低于卷烟，以从价税或从量税方式征收，因此我们假设我国电子烟消费税参考乙类卷烟的税率采用从价方式征收，即批发环节税率11%，生产环节税率36%。
  - 2) 加征消费税后，以一颗终端售价33元的烟弹测算，其增量税负合计约为8.2-14.2元，占原终端零售价值的25%-43%。
  - 3) 从对毛利率的影响来看，假设终端售价上调20%，各环节毛利额占比不变，则代工工厂、品牌商、渠道商、零售商销售每颗烟弹获得的毛利额均较征税前损失约23.5%，毛利率分别较征税前下滑22.5、18.3、11.9、12.1个百分点，代工端、品牌端所受冲击大于批发和零售端。
  - 4) 通过产业链内部价格协商、终端价格上涨等方式，能够部分消化电子烟开征消费税的负面影响，经测算，终端零售价上调幅度达50%时，可较充分消化加征消费税影响。
- **投资建议：**我们认为，随着电子烟监管和税收政策的完善，产业链利润将完成从超额到正常的回归，具备产品、技术、品牌优势的头部企业拥有更强的议价权，并受益于行业长期良性发展。建议关注一次性产品有望放量、估值底部的雾化产业链代工龙头【思摩尔国际】及大包装主业稳健、新型烟草全产业链布局完善的【劲嘉股份】
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、行业政策变动风险、测算结果偏差风险、研报使用信息更新不及时风险

**基本状况**

上市公司数	149
行业总市值(百万元)	1342190
行业流通市值(百万元)	499750

**行业-市场走势对比**



**相关报告**

## 内容目录

电子烟税收监管：预计将有序开展，税率或低于卷烟 .....	- 3 -
电子烟税收监管将有序开展 .....	- 3 -
电子烟税收监管的国际经验 .....	- 7 -
测算：加税如何影响产业链利润？ .....	- 9 -
核心假设 .....	- 9 -
情景分析 .....	- 10 -
风险提示 .....	- 14 -
原材料价格大幅上涨风险 .....	- 14 -
宏观经济波动风险 .....	- 14 -
行业政策变动风险 .....	- 14 -
文中数据测算说明 .....	- 14 -

## 图表目录

图表 1：我国电子烟监管政策梳理 .....	- 3 -
图表 2：中国烟草实现工商利税总额及增速 .....	- 6 -
图表 3：烟草利税在财政收入占比 .....	- 6 -
图表 4：2020 年 G20 国家卷烟价格及税负情况 .....	- 6 -
图表 5：2020 年全球封闭式电子雾化烟征税情况 .....	- 7 -
图表 6：世界卫生组织“MPOWER”控烟策略 .....	- 7 -
图表 7：中国卷烟消费税征税标准 .....	- 7 -
图表 8：2020 年全球各国封闭式电子烟税负 .....	- 8 -
图表 9：美国各州封闭式电子烟征税情况 .....	- 8 -
图表 10：烟弹产业链价值量分配 .....	- 9 -
图表 11：加征消费税前各环节毛利及税额 .....	- 9 -
图表 12：情景 1 各环节毛利及税额测算（不对消费者转嫁，不考虑产业链议价） .....	- 10 -
图表 13：情景 2 各环节毛利及税额测算（不对消费者转嫁，考虑产业链议价） .....	- 11 -
图表 14：情景 3 各环节毛利及税额测算（对消费者转嫁，考虑产业链议价） .....	- 12 -
图表 15：情景 4 各环节毛利及税额测算（完全转嫁消费者，产业链不减利） .....	- 12 -
图表 16：卷烟批发环节毛利率 .....	- 13 -
图表 17：中国便利店毛利率水平 .....	- 13 -

## 电子烟税收监管：预计将有序开展，税率或低于卷烟

### 电子烟税收监管将有序开展

- 电子烟监管政策密集发布，配套政策基本完善。**2021年11月26日，国务院正式批准修改《烟草专卖法实施条例》，增加“电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行”，开启了我国电子烟监管法治化的序幕。3月11日国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法》，4月12日国家市场监督管理总局（国家标准化委员会）发布《电子烟》强制性国家标准，奠定电子烟监管的政策基础，并确定过渡期延长至10月1日。此后，国家烟草专卖局又陆续发布核发烟草专卖生产企业许可证、批发企业布局、零售点布局和许可三大指导意见，及技术评审、产品追溯、产品质量监督抽查、产品鉴别检测、产品包装、警示标语、IPO前置审查、物流管理、交易管理九大实施细则文件，为产业链各环节监管工作的开展提供了依据和指导，电子烟监管体系搭建完成，配套政策基本完善，产业不确定性逐一落地。
- 电子烟经营主体各项许可证陆续发放，交易平台即将上线。**零售牌照方面，目前除山东和上海外，全国各省级单位电子烟零售点合计规划发放电子烟零售许可证48740张（蓝洞新消费统计），约占现有零售点位总数的26%（根据《2021年电子烟产业蓝皮书》，我国电子烟零售业态有近19万家），现已开始逐步发放牌照。生产牌照方面，在6月2日国家烟草局《电子烟行政许可和产品技术审评有关问题的解答》中，明确提及近期将审发放一批电子烟相关生产企业的烟草专卖生产企业许可证。6月15日，全国统一电子烟交易管理平台将如期正式运行，届时各类电子烟市场主体将逐步上平台进行交易和结算。

图表 1：我国电子烟监管政策梳理

发布时间	政策名称	主要内容
<b>核心政策</b>		
3月11日	电子烟管理办法	对电子烟生产、销售、运输、进出口和监督管理等作出了规定。 （一）明确了监管对象。电子烟、雾化物、电子烟用烟碱及其他新型烟草制品等均纳入了监管范围。电子烟包括烟弹、烟具以及烟弹与烟具组合销售的产品等。 <b>禁止销售除烟草口味外的调味电子烟和可自行添加雾化物的电子烟。</b> （二）明确了监管主体。国务院烟草专卖行政主管部门（即国家烟草专卖局）主管全国电子烟监督管理工作。 （三）明确了监管措施。一是对生产、批发和零售市场主体实行许可证管理。二是严格质量管控，建立电子烟产品技术审评、抽检抽测和追溯管理制度。三是实行销售渠道管理。建立全国统一的电子烟交易管理平台，将电子烟有关经营活动纳入平台管理。 <b>不得排他性经营上市销售的电子烟产品。</b> 四是对运输依法实施监管。五是对电子烟企业境内外首次公开发行股票并上市进行前置审查。六是对电子烟进出口贸易和对外经济技术合作依法进行监督管理。
4月12日	《电子烟》强制性国家标准	一是明确了电子烟、雾化物等相关术语、定义；二是对电子烟设计和原材料的选用等提出原则要求；三是对电子烟烟具、雾化物和释放物分别提出明确的技术要求，并给出了配套的试验方法；四是对电子烟产品标志及说明书进行了规定。标准明确规定 <b>不应使产品特征风味呈现除烟草外的其他风味，并列出了101种添加剂白名单。</b>

4月25日	关于促进电子烟产业法治化规范化的若干政策措施（试行）	推动 <b>电子烟产能向具有比较优势的地区和企业适度集中</b> 。对境内电子烟产品销售进行 <b>总量管理</b> ，综合考虑烟草控制、市场需求、经济发展、人口变化、市场状态等因素，科学合理确定电子烟产品年度内销量目标。对电子烟投资行为严格管理。合理 <b>控制产能规模</b> ，防止电子烟生产企业盲目扩张和重复建设。建立对电子烟企业境内外首次公开发行股票并上市申请进行前置性审查制度。 <b>配合有关部门制定电子烟税收政策</b> ，推动相关政策落地见效。 <b>坚持市场决定价格</b> ，建立完善主要由市场调节的电子烟价格形成机制。产业链各环节经营利润应处于合理区间，电子烟价格总水平保持基本稳定。
<b>政策解读</b>		
4月15日	《电子烟管理办法》和《电子烟》国家标准等有关问题解答	<b>确定过渡期到2022年9月30日结束</b> ，过渡期内存量电子烟生产经营主体可继续开展生产经营活动。 <b>明确不含烟碱的电子烟产品纳入监管范围</b> 。
6月2日	电子烟行政许可和产品技术审评有关问题的解答	近期将 <b>审批发放一批符合行政许可条件的电子烟相关生产企业的烟草专卖生产企业许可证</b> ；核准符合条件的电子烟批发企业的烟草专卖批发许可证变更。从2022年6月1日起，开始受理存量电子烟零售市场主体烟草专卖零售许可证办证申请，审核合格后，陆续发放烟草专卖零售许可证。未取得生产许可证电子烟生产企业不得通过电子烟交易平台进行交易。过渡期结束后，电子烟生产企业通过电子烟交易管理平台以外销售电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等的行为将被依法查处。 <b>国家有关部门正在研究电子烟税收政策，按程序推进</b> 。“ <b>固态电子烟</b> ”等产品属于 <b>加热卷烟，纳入卷烟管理</b> 。
<b>指导意见</b>		
4月15日	关于对电子烟相关生产企业核发烟草专卖生产企业许可证工作的指导意见	许可范围归为三类：生产企业许可证（电子烟产品类）、生产企业许可证（雾化物类）、生产企业许可证（电子烟用烟碱类）。 <b>具体包括</b> ：烟弹生产（内销/出口）、代加工、品牌持有（内销/出口）；电子烟烟具生产（内销/出口）、代加工、品牌持有（内销/出口）；烟弹与烟具组合销售的产品生产（内销/出口）、代加工、品牌持有（内销/出口）；雾化物生产（内销/出口）；电子烟用烟碱生产（内销/出口）。其中 <b>加热卷烟烟具生产、品牌持有许可范围仅包含内销非零售/出口</b> 。
4月15日	关于电子烟批发企业布局的指导意见	市场导向、属地经营、强化监管。
4月15日	关于电子烟零售点布局和许可管理工作的指导意见	坚持尊重市场，统筹考虑电子烟消费群体、人口规模、经济发展水平、地理交通、企业成本等市场基础，依法保护市场主体产权和合法权益。 <b>电子烟零售点实行数量管理</b> ，根据市场需求、市场容量及电子烟企业成本、零售点合理利润、经济社会发展水平等因素，确定电子烟零售点总量，并视市场需求、市场状态变化情况进行 <b>动态调整</b> 。电子烟零售点实行 <b>与卷烟零售点相独立的布局规划</b> 。省级烟草专卖行政主管部门制定电子烟零售点布局规划。电子烟零售点实行“ <b>一店一证</b> ”，连锁企业申请电子烟零售许可时，应当由各个分店分别向经营场所所在地烟草专卖行政主管部门提出申请。
<b>细则文件</b>		
4月15日	电子烟产品技术审评实施细则	一是明确了技术审评的效力及各管理主体的管理职能；二是明确了技术审评申请的基本条件，包括申请主体的条件、申请电子烟产品的条件以及申请所需的资料等；三是明确了技术审评的主要流程、工作方法及相关要求
4月15日	电子烟产品追溯管理细则	电子烟追溯平台以二维码为手段，对电子烟产品生产、流通和服务等过程中的有关信息进行采集，支持对电子烟产品的追溯和监管。电子烟产品应当按照“ <b>一物一码</b> ”要求在外包装上标注二维码。
4月25日	电子烟产品质量监督抽查实施细则	国务院烟草专卖行政主管部门负责统筹管理、指导协调全国监督抽查工作，组织实施全国监督抽查。省级烟草专卖行政主管部门负责管理本行政区域内监督抽查工作，组织实施本行政区域内监督抽查

4月25日	电子烟产品鉴别检测实施细则	规范假冒注册商标电子烟产品、伪劣电子烟产品鉴别检测，检测机构负责承担所在省（区、市）或指定区域内鉴别检测工作。
4月25日	电子烟产品包装实施细则	电子烟产品盒、箱包装应标注由国务院烟草专卖行政主管部门统一规定的二维码标签。
4月26日	关于对电子烟有关企业境内外首次公开发行股票并上市进行前置审查的实施细则	国务院烟草专卖行政主管部门对在中华人民共和国境内依法设立且合法存续的电子烟有关企业拟在境内外首次公开发行股票并上市进行前置审查，涵盖拟上市主体为已取得烟草专卖生产企业许可证的电子烟生产企业（含产品生产、代加工、品牌持有企业等，下同）、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等，以及拟上市主体合并报表范围内有企业已取得烟草专卖生产企业许可证的。
5月12日	电子烟警句标识规定	第一组（吸电子烟有害健康 请勿在禁烟场所吸电子烟）警句应在正面固定使用，第二组（尽早戒电子烟有益健康 戒电子烟可减少对健康的危害）、第三组（劝阻青少年吸电子烟 禁止中小学生吸电子烟）警句在背面轮换使用
6月2日	电子烟物流管理细则	出口电子烟产品应当从电子烟生产企业仓库直接运输至海关指定地点。运输出口电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱的，应当提前在交易平台进行备案，并随附交易合同等相关单据。
6月2日	电子烟交易管理细则（试行）	<b>坚持市场决定价格，建立完善主要由市场调节的电子烟产品价格形成机制。</b> 电子烟产品生产企业、电子烟品牌持有企业和电子烟进口企业结合生产经营成本、国家税收政策等因素，自主确定电子烟产品出厂价。同一规格电子烟产品实行 <b>全国统一销售价格</b> ，且在平台上公开。 <b>产业链各环节经营利润应处于合理区间</b> ，电子烟产品价格总水平保持基本稳定。

来源：烟草专卖局、中泰证券研究所整理

- **税收政策制定推进中，预计将有序开展。**根据4月25日发布的《关于促进电子烟产业法治化规范化的若干政策措施（试行）》，国家烟草局将配合有关部门制定电子烟税收政策，推动相关政策落地见效。6月2日国家烟草局在《电子烟行政许可和产品技术审评有关问题的解答》中，提及有关部门正在研究及按程序推进电子烟税收政策。我们认为基于保护国家利益及国民健康利益、同时符合国际社会控烟标准的要求，后续电子烟税收监管势在必行，相关政策预计将有序推进。
- **原因 1：烟草利税涉及国家利益，电子烟税收监管不可或缺。**烟草利税在我国财政体系中扮演重要角色，以2021年为例，烟草实现工商利税总额1.36万亿元，占全国公共财政收入的6.7%。电子烟作为新型烟草制品，具备烟草替代品属性，根据《2021电子烟产业蓝皮书》，2021年我国电子烟零售市场规模达197亿元人民币，同比增长36%，虽然当前电子烟尚处于发展初期，但随着长期渗透率提升，若不对电子烟进行税收监管，则将不可避免地造成烟草利税的流失，损害国家利益。

图表 2: 中国烟草实现工商利税总额及增速



来源: 中国烟草网、中泰证券研究所

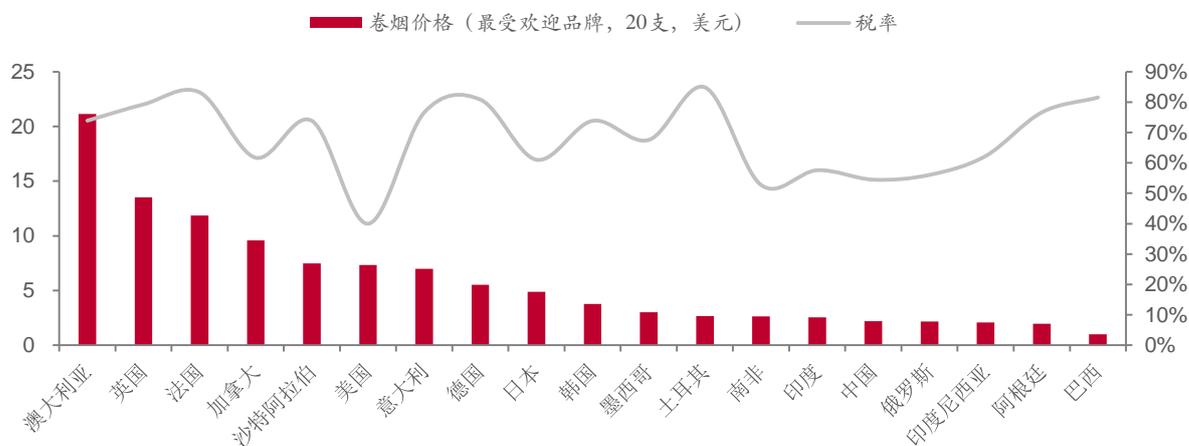
图表 3: 烟草利税在财政收入占比



来源: Wind、中泰证券研究所

- 原因 2: 符合国际控烟惯例, 提高税负控烟减害。**我国是世界卫生组织《烟草控制框架公约》缔约国之一, 具备控烟减害责任, 控烟行动亦纳入 2016 年国务院《“健康中国 2030”规划纲要》。电子烟虽然具备相对减害性, 但仍是对于健康有害的烟草制品, 根据世界卫生组织“MPOWER”控烟策略, 提高烟草税负是重要的控烟措施, 根据《2021 年世卫组织全球烟草流行报告》, 已有 43% 受调查国家对封闭式电子烟征收消费税。

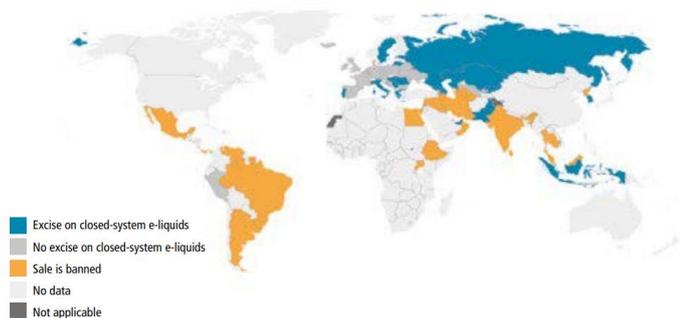
图表 4: 2020 年 G20 国家卷烟价格及税负情况



来源: WHO、中泰证券研究所

图表 5: 2020 年全球封闭式电子烟征税情况

ENDS CLOSED SYSTEM E-LIQUIDS TAX POLICY, 2020



来源: WHO、中泰证券研究所

图表 6: 世界卫生组织 “MPOWER” 控烟策略



来源: WHO、中泰证券研究所

- 当前法理障碍已扫清，电子烟消费税税目及税率调整由国务院决定。决定区别卷烟与一般消费品的税种主要是消费税，当前我国消费税仅包括卷烟、雪茄烟、烟丝三种烟产品税目，其中卷烟实施从量税+从价税，雪茄烟和烟丝实施从价税。根据 2008 年 11 月修订的《中华人民共和国消费税暂行条例》，消费税税目、税率的调整，由国务院决定；根据 2020 年 1 月 2 日《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》，国务院可以实施消费税改革试点，调整消费税的税目、税率和征收环节，试点方案报全国人民代表大会常务委员会备案。因此，在 11 月 26 日，国务院正式修订《烟草专卖法实施条例》，增加附则“电子烟参照卷烟管理”后，我们认为后续为电子烟增加消费税税目及调整税率不存在流程及法理方面的较大障碍。

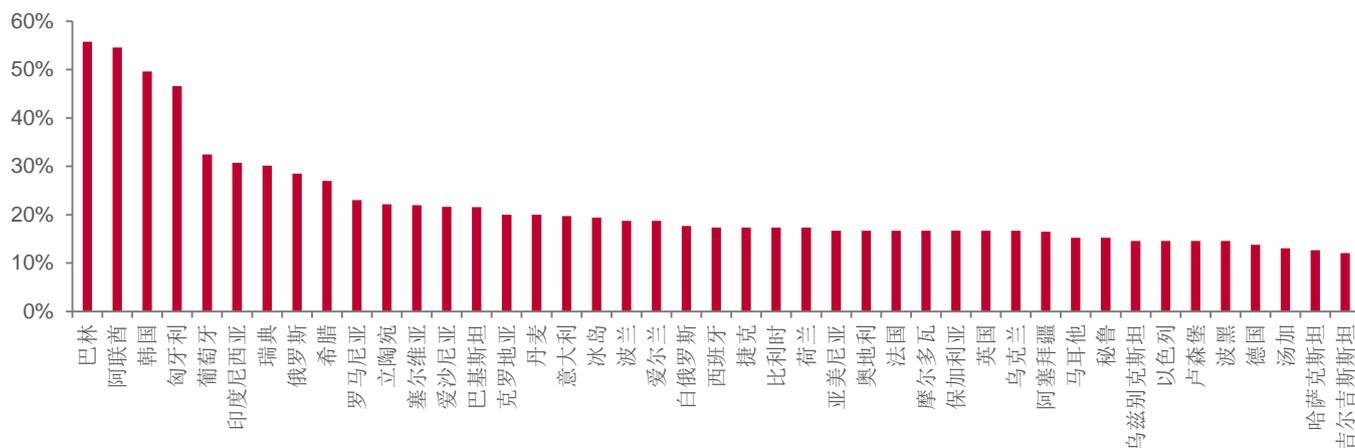
图表 7: 中国卷烟消费税征税标准

卷烟分类	不含税调拨价	生产环节	批发环节	代表品牌
甲类卷烟	70 元以上	从价税 56% 从量税 0.003 元/支	从价税 11% 从量税 0.005 元/支	中华、玉溪、黄鹤楼、芙蓉王、南京等
乙类卷烟	70 元以下	从价税 36% 从量税 0.003 元/支		红塔山、软白沙、红梅、哈德门等

来源: 国家税务总局、中华香烟网、中泰证券研究所测算

### 电子烟税收监管的国际经验

- 税负预期: 通常电子烟税负低于卷烟。根据《2021 年世卫组织全球烟草流行报告》，2020 年全球各国封闭式电子烟税负平均值为 21.92%（以该国最便宜的电子烟品牌税负/零售价计算，因此考虑存在从量税的情况，实际平均税负或低于 21.92%），而 G20 国家卷烟平均税负为 68.3%，可见电子烟的税负通常低于卷烟税负，这也侧面体现了各国对于电子烟产品减害特征的认可。

**图表 8: 2020 年全球各国封闭式电子烟税负**


来源: WHO、中泰证券研究所

- 征收方式: 从价税或从量税。**参考美国各州对封闭式电子烟征税的政策经验, 我们可以发现, 通常采取从价税或是从量税的方式征收: 有 15 个州采用了从价征收的方式, 且其中 13 个州以批发环节价格征税; 有 12 个州采用了从量征收的方式, 其中 10 个州按照烟油的含量设定税率, 2 个州按照烟弹个数设定税率。

**图表 9: 美国各州封闭式电子烟征税情况**

征税方式	地区	税率	征税方式	地区	税率
从价征收	明尼苏达州	95% 批发环节	从量征收	康涅狄克州	\$0.40/ml
	佛蒙特州	92% 批发环节		新罕布什尔州	\$0.30/ml
	哥伦比亚特区	80% 批发环节		华盛顿州	\$0.27/ml
	马赛诸萨州	75% 批发环节		新泽西州	\$0.10/ml
	俄勒冈州	65% 批发环节		俄亥俄州	\$0.10/ml
	加利福尼亚州	63.49% 批发环节		西弗吉尼亚州	\$0.075/ml
	犹他州	56% 批发环节		特拉华州	\$0.05/ml
	缅因州	43% 批发环节		堪萨斯州	\$0.05/ml
	宾夕法尼亚州	40% 批发环节		路易斯安那州	\$0.05/ml
	内华达州	30% 批发环节		威斯康星州	\$0.05/ml
	伊利诺伊州	15% 批发环节		肯塔基州	\$1.50/pod
	怀俄明州	15% 批发环节		新墨西哥州	\$0.50/pod
	纽约州	20% 零售环节			
	马里兰州	12% 零售环节, 60% (5ml 以上的)			
科罗拉多州	30% 出厂价				

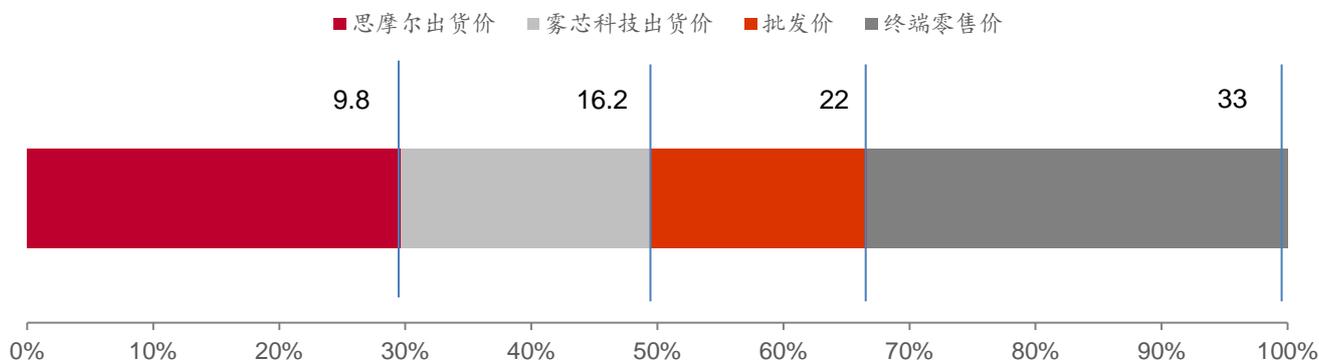
来源: Vape Royalty、中泰证券研究所 注: 详见中泰证券研究所政策组 2021 年 11 月 15 日研报《对电子烟开征消费税的国际经验》

## 测算：加税如何影响产业链利润？

### 核心假设

- 本文对电子烟征税测算的核心假设如下：
- 1) 消费税税率及税基：参考卷烟消费税征税标准，一颗烟弹的尼古丁含量约等于两包烟，以此折算烟弹价格属于甲类卷烟范畴，但据前文国际经验看，电子烟的税负通常低于卷烟税负，且采用从价税或从量税择一的方式征收，因此我们测算时仅考虑烟弹部分，假设我国对电子烟征收消费税参考乙类卷烟的税率采用从价方式征收，即假设生产环节征税 36%，批发环节征税 11%。
- 2) 其他税种及税率：假设不考虑企业所得税，电子烟产品在流通过程中还需缴纳增值税、城建税及教育税附加（包括地方教育税附加），税率分别为 13%、7%、5%。
- 3) 征税前的交易价格：根据思摩尔国际及雾芯科技公司公告，以及官网售价数据，我们以一颗终端零售价 33 元的悦刻品牌烟弹（套装 99 元 3 颗）为例测算，2020 年思摩尔国际工厂出货价约为 9.8 元（含税），雾芯科技给渠道商的烟弹出货价约为 16.2 元（含税），渠道商给零售网点的批发价约为 22 元（含税），代工厂、品牌商、渠道商、零售商的毛利率分别为 50.5%、40%、25.8%及 33.3%。

图表 10：烟弹产业链价值量分配



来源：思摩尔国际公司公告、雾芯科技公司公告、中泰证券研究所测算

- 加征电子烟消费税前（现阶段）各环节的毛利及税额：在当前情况下，电子烟不缴纳消费税，每销售一颗烟弹，各环节缴纳增值税额合计 3.8 元，城建税和教育费附加合计 0.5 元，总税负 4.3 元，约占零售价的 13%。代工厂、品牌商、渠道商、零售商销售每颗烟弹获得的毛利额分别为 4.4、5.8、8.8、9.7 元。

图表 11：加征消费税前各环节毛利及税额

	委托加工环节	生产环节	批发环节	零售环节	
	思摩尔-悦刻	悦刻-批发商	批发商-零售商	零售商-消费者	合计
售价（含增值税）A	9.8	16.3	22.0	33.0	

售价（不含增值税） $B=A/(1+13\%)$	8.7	14.4	19.5	29.2	
增值税 $C=B*13\%$	1.1	0.8	0.7	1.3	<b>3.8</b>
消费税 $D=B*税率$					<b>0.0</b>
城建税和教育费附加 $E=(C+D)*(7\%+5\%)$	0.14	0.09	0.08	0.15	<b>0.5</b>
税额 $F=C+D+E$	1.3	0.8	0.7	1.4	<b>4.3</b>
成本 G	4.3	8.7	14.4	19.5	
毛利 $H=B-G$	<b>4.4</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>	<b>9.7</b>	<b>24.9</b>
毛利率 $J=H/B$	<b>50.5%</b>	<b>40.0%</b>	<b>25.8%</b>	<b>33.3%</b>	

来源：中泰证券研究所测算

### 情景分析

- **情景 1：零售价及各环节交易价格不变，直接加征消费税**
- 增值税方面，由于交易价格不变，故增值税额保持不变。
- 消费税方面，根据《消费税暂行条例》，委托加工收回的应税消费品，委托方用于连续生产应税消费品的，所纳消费税税款准予按规定抵扣，因此生产环节 36% 的消费税，由代工厂和品牌商分别承担 2.8 元、2.4 元，批发环节 11% 的消费税由渠道商承担，为 2.1 元。经测算，每销售一颗烟弹，各环节缴纳增值税额合计 3.8 元，消费税 7.3 元，城建税和教育费附加合计 1.3 元，总税负 12.5 元，约占零售价的 38%。代工厂、品牌商、渠道商、零售商销售每颗烟弹获得的毛利额分别为 1.3、3.0、2.6、9.7 元，较征税前损失 70.7%、47.3%、47.7%、0%。可见在该情景下，生产环节毛利受损最大，批发环节次之，而由于零售环节没有直接加征消费税，因此利润不受影响。

**图表 12：情景 1 各环节毛利及税额测算（不对消费者转嫁，不考虑产业链议价）**

	委托加工环节	生产环节	批发环节	零售环节	
	思摩尔-悦刻	悦刻-批发商	批发商-零售商	零售商-消费者	合计
售价（含增值税）A	<b>9.8</b>	<b>16.3</b>	<b>22.0</b>	<b>33.0</b>	
售价（不含增值税） $B=A/(1+13\%)$	8.7	14.4	19.5	29.2	
增值税 $C=B*13\%$	1.1	0.8	0.7	1.3	<b>3.8</b>
消费税 $D=B*税率$	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>		<b>7.3</b>
城建税和教育费附加 $E=(C+D)*(7\%+5\%)$	0.47	0.38	0.34	0.15	<b>1.3</b>
税额 $F=C+D+E$	4.3	3.6	3.1	1.4	<b>12.5</b>
增量税负	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>0.0</b>	<b>8.2</b>
成本 G	7.4	11.4	16.8	19.5	
毛利 $H=B-G$	<b>1.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>9.7</b>	<b>16.7</b>
毛利额损失比例	70.7%	47.3%	47.7%	0.0%	
毛利率 $J=H/B$	<b>14.8%</b>	<b>21.1%</b>	<b>13.5%</b>	<b>33.3%</b>	
毛利率变动百分点 (pct.)	-35.7	-18.9	-12.3	0.0	

来源：中泰证券研究所测算

- **情景 2: 零售价不变, 各环节调整交易价格, 按照原毛利额比例来分配税负**
- 根据我们测算, 当代工厂出货价、品牌商出货价、批发价分别为 12.2、19.8、26.5 元时(含税), 代工厂、品牌商、渠道商、零售商销售每颗烟弹获得的毛利额分别为 2.6、3.5、3.0、5.8 元, 均较征税前损失约 40%。增值税方面, 由于终端零售价格不变, 故增值税总额依旧保持不变, 各环节缴纳数额略有调整。消费税方面, 生产环节 36% 的消费税, 由代工厂和品牌商分别承担 3.4 元、2.9 元, 批发环节 11% 的消费税由渠道商承担, 为 2.6 元。经测算, 每销售一颗烟弹, 各环节缴纳增值税额合计 3.8 元, 消费税 8.9 元, 城建税和教育费附加合计 1.5 元, 总税负 14.2 元, 约占零售价的 43%。

**图表 13: 情景 2 各环节毛利及税额测算 (不对消费者转嫁, 考虑产业链议价)**

	委托加工环节	生产环节	批发环节	零售环节	
	思摩尔-悦刻	悦刻-批发商	批发商-零售商	零售商-消费者	合计
售价 (含增值税) A	12.2	19.8	26.5	33.0	
售价 (不含增值税) B=A/(1+13%)	10.8	17.5	23.5	29.2	
增值税 C=B*13%	1.4	0.9	0.8	0.7	3.8
消费税 D=B*税率	3.4	2.9	2.6		8.9
城建税和教育费附加 E=(C+D)*(7%+5%)	0.58	0.45	0.40	0.09	1.5
税额 F=C+D+E	5.4	4.2	3.8	0.8	14.2
增量税负	3.9	3.2	2.9	-0.1	9.9
成本 G	8.2	14.0	20.4	23.4	
毛利 H=B-G	2.6	3.5	3.0	5.8	15.0
毛利额损失比例	40.0%	39.7%	39.5%	40.3%	
毛利率 J=H/B	24.3%	19.9%	13.0%	19.9%	
毛利率变动百分点 (pct.)	-26.2	-20.1	-12.8	-13.4	

来源: 中泰证券研究所测算

- **情景 3: 假设终端价格上调 20%, 各环节调整交易价格, 按照原毛利额比例来分配税负**
- 根据我们测算, 若终端价格上调 20% 至每颗烟弹 39.6 元, 当代工厂出货价、品牌商出货价、批发价分别调整为 13.5、23.0、31.2 元时(含税), 代工厂、品牌商、渠道商、零售商销售每颗烟弹获得的毛利额分别为 3.3、4.4、3.8、7.4 元, 均较征税前损失约 23.5%。增值税方面, 由于终端零售价格上调, 故增值税总额增至 4.6 元, 各环节缴纳增值税数额同时调整。消费税方面, 生产环节 36% 的消费税, 由代工厂和品牌商分别承担 3.8 元、3.5 元, 批发环节 11% 的消费税由渠道商承担, 为 3.0 元。经测算, 每销售一颗烟弹, 各环节缴纳增值税额合计 4.6 元, 消费税 10.4 元, 城建税和教育费附加合计 1.8 元, 总税负 16.7 元, 约占零售价的 42.2%。

**图表 14: 情景 3 各环节毛利及税额测算 (对消费者转嫁, 考虑产业链议价)**

	委托加工环节	生产环节	批发环节	零售环节	
	思摩尔-悦刻	悦刻-批发商	批发商-零售商	零售商-消费者	合计
售价 (含增值税) A	<b>13.5</b>	<b>23.0</b>	<b>31.2</b>	<b>39.6</b>	
售价 (不含增值税) B=A/(1+13%)	11.9	20.3	27.6	35.0	
增值税 C=B*13%	1.6	1.1	0.9	1.0	<b>4.6</b>
消费税 D=B*税率	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>		<b>10.4</b>
城建税和教育费附加 E=(C+D)*(7%+5%)	0.64	0.55	0.48	0.12	<b>1.8</b>
税额 F=C+D+E	6.0	5.2	4.5	1.1	<b>16.7</b>
增量税负	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.4</b>	<b>0.0</b>	<b>11.7</b>
成本 G	8.6	15.9	23.8	27.6	
毛利 H=B-G	<b>3.3</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>7.4</b>	<b>19.1</b>
毛利额损失比例	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	
毛利率 J=H/B	<b>28.0%</b>	<b>21.7%</b>	<b>13.9%</b>	<b>21.2%</b>	
毛利率变动百分点 (pct.)	-22.5	-18.3	-11.9	-12.1	

来源: 中泰证券研究所测算

- **情景 4: 假设各环节交易价格层层上调, 以获得原毛利额水平**
- 根据我们测算, 当代工厂出货价、品牌商出货价、批发价、零售价分别调整为 15.4、27.7、38.1、49.1 元时 (含税), 即终端零售价上调幅度达 50% 时, 可充分消化加征消费税影响, 代工厂、品牌商、渠道商、零售商销售每颗烟弹获得的毛利额保持与征税前情况一致。经测算, 此时每销售一颗烟弹, 各环节缴纳增值税额合计 5.6 元, 消费税 12.5 元, 城建税和教育费附加合计 2.2 元, 总税负 20.3 元, 约占零售价的 41.3%。

**图表 15: 情景 4 各环节毛利及税额测算 (完全转嫁消费者, 产业链不减利)**

	委托加工环节	生产环节	批发环节	零售环节	
	思摩尔-悦刻	悦刻-批发商	批发商-零售商	零售商-消费者	合计
售价 (含增值税) A	<b>15.4</b>	<b>27.7</b>	<b>38.1</b>	<b>49.1</b>	
售价 (不含增值税) B=A/(1+13%)	13.6	24.5	33.7	43.5	
增值税 C=B*13%	1.8	1.4	1.2	1.3	<b>5.6</b>
消费税 D=B*税率	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	<b>3.7</b>		<b>12.5</b>
城建税和教育费附加 E=(C+D)*(7%+5%)	0.73	0.71	0.59	0.15	<b>2.2</b>
税额 F=C+D+E	6.8	6.6	5.5	1.4	<b>20.3</b>
增量税负	<b>4.9</b>	<b>5.1</b>	<b>4.2</b>	<b>0.0</b>	<b>14.2</b>
成本 G	9.2	18.7	28.7	33.7	
毛利 H=B-G	<b>4.4</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>	<b>9.7</b>	<b>24.9</b>
毛利率 J=H/B	<b>32.2%</b>	<b>23.6%</b>	<b>14.9%</b>	<b>22.4%</b>	
毛利率变动百分点 (pct.)	-18.3	-16.4	-10.9	-10.9	

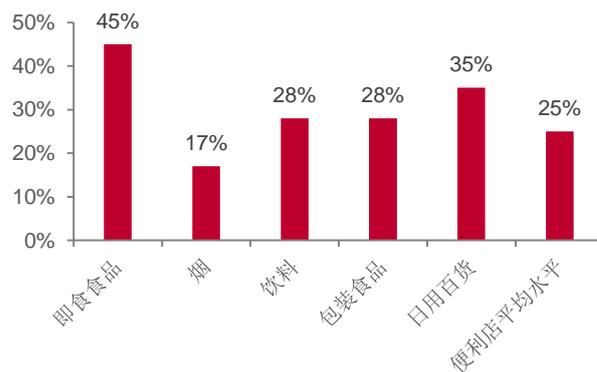
来源: 中泰证券研究所测算

- **小结：产业链利润回归合理水平，看好行业长期良性发展。**
- 根据前文，假设对电子烟征消费税参考乙类卷烟的税率采用从价方式征收，我们测算，一颗烟弹在全产业链的增量税负约为 8.2-14.2 元，占原终端零售价值的 25%-43%。从对毛利率的影响来看，假设各环节毛利额占比不变，则代工端、品牌端所受冲击大于批发和零售端，各环节毛利率下滑幅度 10-30 个百分点，通过产业链内部价格协商、终端价格上涨等方式，能够部分消化电子烟开征消费税的负面影响。
- 根据 4 月 25 日《关于促进电子烟产业法治化规范化的若干政策措施(试行)》，坚持市场决定价格，建立完善主要由市场调节的电子烟价格形成机制，产业链各环节经营利润应处于合理区间，电子烟价格总水平保持基本稳定。我们认为，随着电子烟监管和税收政策的完善，产业链利润将完成从超额到正常的回归，具备产品、技术、品牌优势的头部企业拥有更强的议价权，并受益于行业长期良性发展。建议关注一次性产品有望放量、估值底部的雾化产业链代工龙头【思摩尔国际】及大包装主业稳健、新型烟草全产业链布局完善的【劲嘉股份】。

**图表 16：卷烟批发环节毛利率**

卷烟分类	不含税调拨价	卷烟批发毛利率
一类卷烟	146.15 元以上	34.91%
	100-146.15 元	31.13%
二类卷烟	70-100 元	27.36%
三类卷烟	30-70 元	27.36%
四类卷烟	16.5-30 元	24.53%
五类卷烟	16.5 元以下	19.78%

来源：国家税务总局、中国香烟网、中泰证券研究所

**图表 17：中国便利店毛利率水平**


来源：《2020 年中国便利店发展报告》、中泰证券研究所

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨风险

- 轻工板块企业盈利能力与上游原材料价格关联较为密切，若原材料价格出现大幅上涨，可能导致企业成本承压并对业绩造成影响。

### 宏观经济波动风险

- 宏观经济与板块子行业需求联动性较高，若宏观经济出现波动，可能影响行业需求。同时，地产景气度与家居板块密切相关，建议积极关注。

### 行业政策变动风险

- 轻工部分子板块，如造纸、新型烟草等与行业政策关联较为紧密。若未来政策出现积极或消极变化，可能影响行业基本面和企业盈利/估值水平。

### 测算结果偏差风险

- 文中各种测算基于一定前提假设，存在前提假设不达预期导致测算结果偏离真实情况的风险，测算结果仅供参考。

### 研报使用信息更新不及时风险

- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。