

## 轻工制造行业深度报告

# 从民营快递突围跃迁，看新型烟草的星辰大海

增持（维持）

2022年06月19日

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs\_zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证书：S0600521060001

zouwj@dwzq.com.cn

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ 我们认为站在电子烟政策监管元年，复盘民营快递行业的发展历程，对后续电子烟行业的投资研判有巨大借鉴价值。民营电子烟行业与民营快递行业的发展历程具有相似性：1) 同样脱胎于对民生、税收、就业极为重要的关键产业，有很长的国有专营历史；2) 同样是市场需求催生的产物；3) 同样在供给侧带来了领先颠覆式发展；4) 同样经历过政策监管落地前没有法规、没有监管、没有资质的“黑户”野蛮生长阶段。

■ 复盘快递行业的突围跃迁，我们认为新型烟草的未来是星辰大海。在2009年《邮政法》修订稿中，“同城快递50克以下、异地快递100克以下归邮政专营”条款被当时舆论比作中国邮政的“杀手锏”。资本对民营快递的前景极为担忧。但恰恰相反，新《邮政法》并没有扼杀行业发展，而是针对行业发展状态推出了量身定制的监管体系。监管落地后民营快递迎来发展黄金期，2008年-2015年我国快递业务量增长12.7倍，CAGR达45.3%。2015年我国快递业务收入达2770亿元，市场规模上升至全球第一。2021年中国电子烟民营企业引领全球6万亿烟草行业的产品革命，创造出口1383亿元，支撑550万就业。电子烟民营企业表现出全球领先的技术实力、市场份额和市场地位。给与民营企业充分的发展空间，符合国家利益。

■ 2022年雾化电子烟监管快速落地，行业有望迎来发展黄金期。目前已有21家生产牌照状态为已办结，包括4家尼古丁企业、4家品牌企业、13家烟油企业。我们预计未来1个季度，生产和品牌端头部企业的生产许可证大概率能够逐步发放。其中，民营企业获得最核心原材料尼古丁类牌照，标志着民营企业可依法采购烟叶等烟草专卖品，生产最核心原材料尼古丁。释放了市场化竞争的积极信号。取得合法地位后，电子烟行业有望迎来发展黄金阶段。

■ 展望我国雾化电子烟行业发展：渗透率提升成为主旋律。复盘美国电子烟口味禁令发展情况，美国口味禁令后需求恢复周期大致为2年；但我国有望快于美国，因为：1) 监管层面来看，我国电子烟监管政策推进速度更快。美国FDA针对电子烟企业提交的PMTA审核时长近两年，截至2022/6/15仍未通过主流产品。而我国监管在今年年内有望落地。2) 我国电子烟渗透率（1%）低于美国（30%）。我国需求增长的动能远超美国，有望平滑短期口味限制带来的影响。参考美国雾化电子烟发展历程，我国雾化电子烟行业目前处于快速放量阶段，未来消费趋势主要呈现：1) 雾化电子烟消费的主力人群为18-24岁的潜在吸烟人群，2) 减害属性下，雾化电子烟覆盖人群的范围更加广泛。

■ 投资建议：我们认为，雾化电子烟的发展与民营快递的崛起具有相似性：1) 同样为市场需求诞生的必然产物，代表时代发展的必然趋势；2) 牌照限制下行业经过洗牌，头部企业市占率不断提升。看好电子烟产业链相关标的的发展，电子烟制造端向龙头集中是必然趋势，推荐技术壁垒高筑的全球电子烟代工龙头【思摩尔国际】，建议关注国内雾化品牌龙头【雾芯科技】，已经取得首批尼古丁类生产牌照的【润都股份】、【金城医药】。

■ 风险提示：疫情反复对行业造成影响，行业竞争加剧，政策监管力度超过我们预期等。

### 行业走势



### 相关研究

《5月家具类社零仍承压，行业分化关注龙头alpha》

2022-06-16

《电子烟尼古丁类生产牌照有望率先落地，欧派“星之家”更名“铂尼斯”加码整装布局》

2022-06-13

《家具龙头需求回补趋势已显，继续提示疫后修复阶段家具板块投资机会》

2022-06-06

## 内容目录

1. 复盘快递企业的突围跃迁，看新型烟草的星辰大海 .....	4
1.1. 民营快递发展历程复盘：无序-规范-发展-集中 .....	5
1.2. 2009 年《邮政法》修订后民营企业突围跃迁，迎来发展黄金阶段 .....	11
2. 复盘 2008-2021 电子烟行业发展：减害作用明显的烟草新趋势 .....	12
3. 立足 2022 年：民营企业取得合法地位，电子烟行业或迎来黄金岁月 .....	13
4. 展望我国雾化电子烟行业发展：口味限制长期不改渗透率提升趋势 .....	17
5. 投资建议 .....	20
6. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 我国快递业发展历史.....	4
图 2: 民营快递发展复盘总结.....	5
图 3: 我国民营快递业务量及市场份额.....	5
图 4: 我国民营快递业务收入及市场份额.....	5
图 5: 中国民营快递发展进程.....	6
图 6: 我国电商渗透率逐年增加.....	8
图 7: 网购人数高速增长.....	8
图 8: 2008-2015 年我国快递业务量高双位数增长.....	8
图 9: 2008-2015 年我国快递业务收入大幅增长.....	8
图 10: 2017 年之前我国快递业 CR4 经历下滑期.....	9
图 11: 2017 年之前我国快递业 CR8 经历下滑期.....	9
图 12: 2017 年后我国快递业 CR8 逐渐提升.....	10
图 13: 我国快递单票收入逐渐下降(元/件).....	10
图 14: 头部公司资本投入较高(单位: 亿元).....	10
图 15: 部分头部企业网点大幅增加(个).....	10
图 16: 我国民营快递头部企业业务量市占率不断提升.....	10
图 17: 09 年《邮政法》修订期间快递企业融资急剧缩减.....	11
图 18: 2009 年《邮政法》修订公布后新闻标题.....	11
图 19: 2018 年之前电子烟行业发展历程.....	12
图 20: 我国电子烟专利集中涌现(单位: 个).....	13
图 21: 2021 年我国电子烟产业带动就业(单位: 万人).....	13
图 22: 各省级行政区电子烟零售网点规划(单位: 个).....	16
图 23: 国内新型烟草监管情况.....	17
图 24: 美国分口味月度电子烟销量情况(百万支).....	18
图 25: 美国分类型月度电子烟销量情况(百万支).....	18
图 26: 美国雾化电子烟分年龄段渗透率情况.....	19
图 27: 我国雾化电子烟渗透率预测.....	19
表 1: 我国民营快递政策开放历程.....	7
表 2: 2022 年电子烟行业监管政策发布情况一览.....	14
表 3: 民营快递 VS 雾化电子烟政策对照.....	15
表 4: 目前中烟已办结牌照企业列表.....	16

## 1. 复盘快递企业的突围跃迁，看新型烟草的星辰大海

纵观我国民营快递发展历史，民营快递行业经历了“无序-规范-发展-集中”逐步规范化发展的过程。监管政策变量贯穿民营快递历程的每一个阶段。在国有企业和民营企业同台竞技、竞争发展的过程中，优秀民营企业脱颖而出，在物流体系建设、技术发展和效率提升三方面不断进行革新，推动快递业向科技化和信息化方向发展，民营快递的市场份额不断提升。我们认为，电子烟行业与民营快递行业具有相似性：

1) 同样脱胎于对民生、税收、就业极为重要的关键产业，同样都是监管密集型行业，有很长的国有专营历史；

2) 同样是市场需求催生的产物；

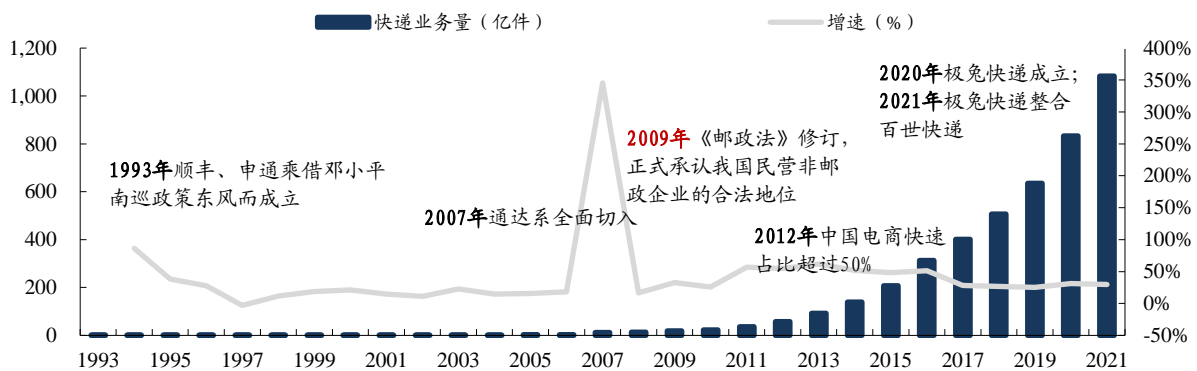
3) 同样在供给侧带来了领先颠覆式发展，也是发展和创新的重要助推力，不断创造行业发展的里程碑，给消费者带来了全新的消费体验，大幅提升了民众的生活品质；

4) 在2009年《邮政法》修订和2021年《烟草专卖法实施条例》修例之前，同样经历过政策监管落地前没有法规、没有监管、没有资质的“黑户”野蛮生长阶段；

5) 在监管落地后行业门槛显著提升，走向规范化，头部公司展现出巨大的潜力。

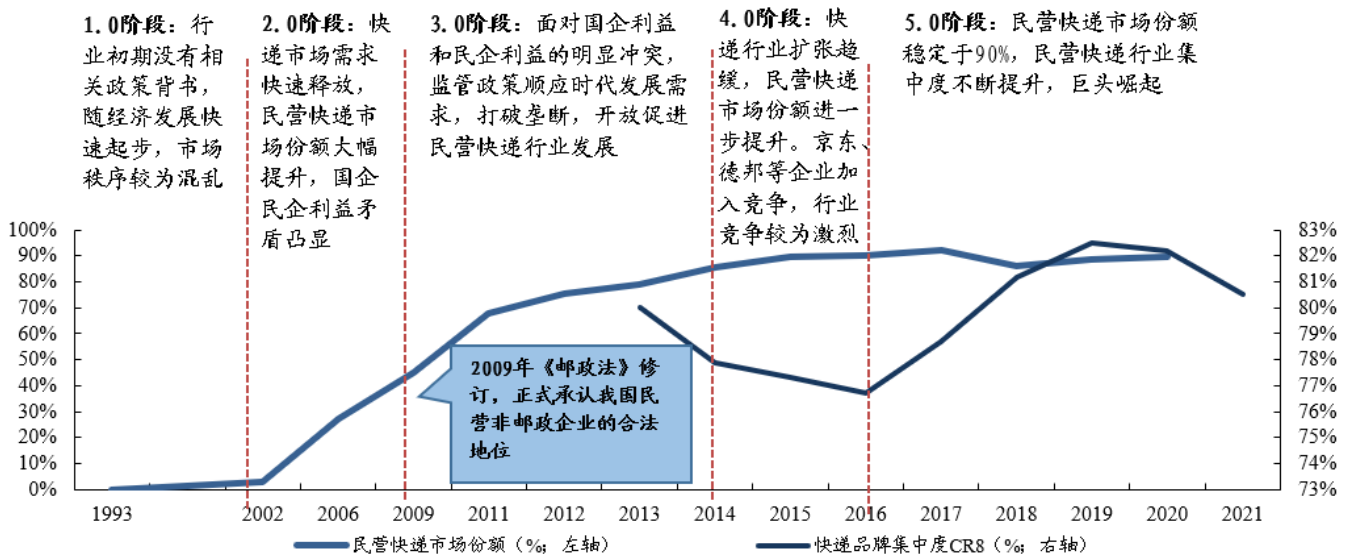
我们认为站在电子烟政策监管元年2022年，复盘民营快递行业的发展历程，对后续电子烟行业的投资研判有巨大借鉴价值。

图1：我国快递业发展历史



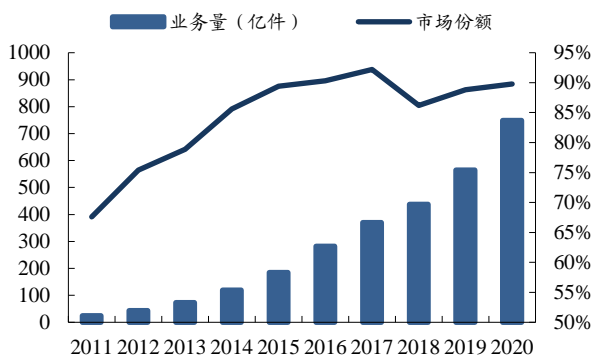
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图2: 民营快递发展复盘总结



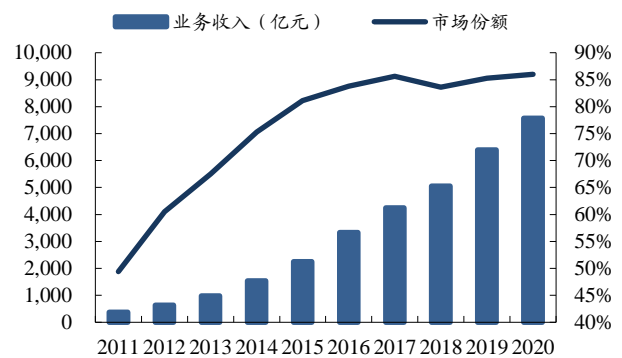
数据来源: 国家邮政局, 东吴证券研究所

图3: 我国民营快递业务量及市场份额



数据来源: 国家邮政局, 东吴证券研究所

图4: 我国民营快递业务收入及市场份额



数据来源: 国家邮政局, 东吴证券研究所

### 1.1. 民营快递发展历程复盘: 无序-规范-发展-集中

邮政行业是国家重要的社会公用事业, 是服务生产、促进消费、畅通循环的现代化先导性产业。邮政体系是国家战略性基础设施和社会组织系统之一, 为国脉所系、发展所需、民生所依。在建国以来至《邮政法》2009年修订之间, 邮政行业由中国邮政依法专营。

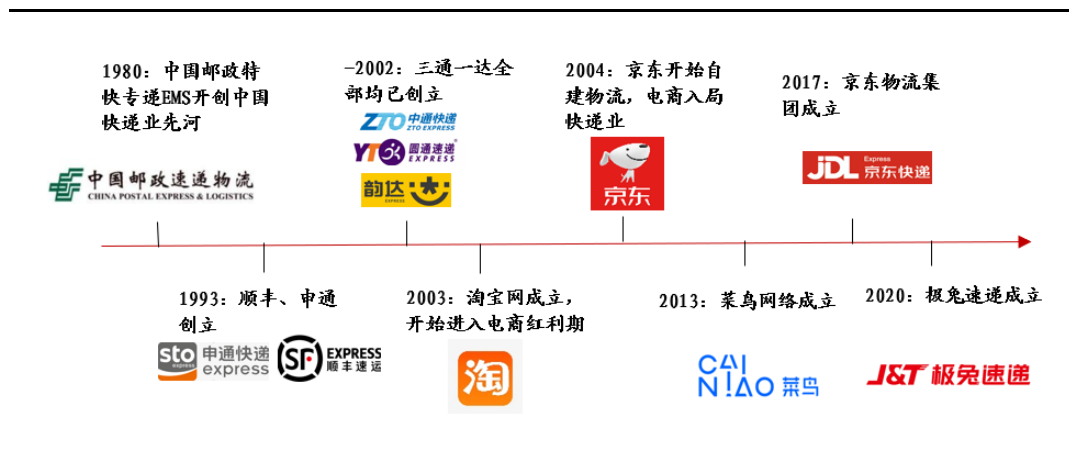
**民营快递发展 1.0 阶段 (1993 年-2003 年): 民营快递顺应市场需求诞生, 民营快递“市场创新”与快递业“国家垄断”产生冲突。** 1983 年我国开始进行农村体制改革, 并致力于搞活农村经济, 我国国内快递业务需求量大幅增加。1984 年成立初期的国内邮政特快专递 EMS 无法满足国内快递爆发式增长的需求, 出现运营体制僵化、时效性难以



保证等问题。然而长久以来，由于邮政行业的国家战略性基础设施地位，快递业受到政府较为严格的监管，中国邮政作为唯一合法的快递服务主体，至 1997 年中国邮政市场份额达 97%，民营快递被认为是不具备法律地位的“黑快递”，市场规模较小，市场份额占比较低。

**1993 年顺丰速运、申通快递成立，民营快递开始走进大众视野。**随后天天快递、韵达快递、圆通快递和中通快递等公司纷纷成立。当时民营快递企业主要通过人背肩扛，为客户输运时效性较强的商务快件等业务。监管空白下，部分民营企业存在不法行为扰乱快递行业秩序。邮政方及舆论环境对民营快递持有较为偏见的态度，邮政方针对民营快递稽查力度较大，一旦查出会进行违规金额处罚。但民营快递提供的灵活服务更加契合快速发展的快递市场需求，在政策尚不明朗的处境下仍然快速崛起。

图5：中国民营快递发展进程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**民营快递发展 2.0 阶段（2003 年-2008 年）：“互联网兴起+电子商务发展”催化下快递市场需求快速释放，民营快递市场份额大幅提升，国企民企利益矛盾凸显。**2003 年“非典”之后，电子商务快速增长，我国快递市场的需求随之释放。在这个发展阶段，民营快递企业在服务和效率上，逐渐拉开和国有企业的优势。根据 2011 年 CNTV 报道，无论是同城快递，还是城际快递，民营快递企业都比 EMS 快约 50%；从服务上看，民营快递实行门到门服务，手对手交接，上门收件送件，对大客户还可派驻专人到客户处提供收发快件服务，且对寄件封装、重量、尺寸、运递要求没有过多的限制。特别是服务时间上，灵活的民营快递公司更具竞争力。民营企业一般晚上六七点钟才下班，一些商函也大都在这个时候处理，一般要求只要一个电话，服务人员就会主动上门收取快件，正常情况下次日就能送达。而邮政 EMS 吃的是“公家饭”，从不上门揽业务，要寄快件必须到相应的邮政服务点才可以办理，稍晚点或是邮政人员下班了，快件就只能等到第二天才能办。在这种情况下，民营快递不费劲就能将业务揽过来。民营企业与国营企业之间的矛盾在不断放大，国字号玩家已经感到了压迫感——到 2006 年，以快递业务量计，国有、民营、外资企业的市占率分别为 58.4%、27%、14.6%，民营企业超过外资成

为中国快递行业第二大实力，中国邮政的 EMS 市场份额从最高峰时的 97% 下降到 58.4%。

### 民营快递发展 3.0 阶段 (2009 年-2015 年): 监管政策落地, 民营快递迎来发展黄金时代

面对国企利益和民企利益的明显冲突，监管政策顺应时代发展需求，打破垄断，开放促进民营快递行业发展。2008 年邮政行业实施政企分离，加强快递行业监管力度。2009 年 10 月 1 日出台的《邮政法》正式承认了我国民营非邮政企业的合法地位，确立了邮政管理部门对民营快递的监管责任，并明确了快递业务经营许可证制度，第一批发放 260 家快递业务经营许可证，提高民营快递行业准入门槛。

2011 年国家发改委首次将快递业纳入国家政策鼓励类行业，民营快递由此进入发展的快车道。随着 DHL 关停国内快递业务，外资快递基本退出我国国内快递市场，民营快递业务量市场份额由 1997 年不及 3% 大幅提升至 2011 年 68%，开始成为快递物流行业的主流服务提供者。

2008 年-2015 年我国快递业务量增长 12.7 倍，CAGR 达 45.3%。淘宝等 B2C 平台不断发展，中小型民营快递公司如雨后春笋纷纷出现，快递行业迎来全新发展契机。2015 年我国快递业务收入达 2770 亿元，市场规模上升至全球第一。

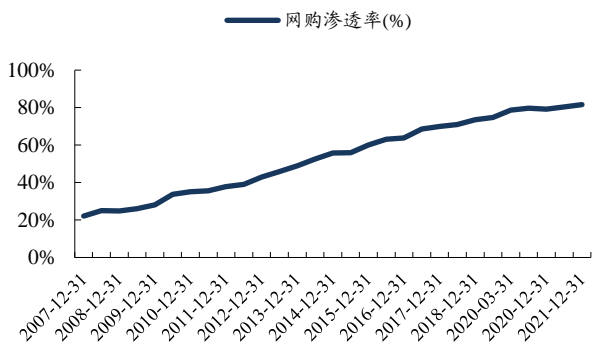
表1: 我国民营快递政策开放历程

时间	政策	内容
1986 年	《邮政法》	信件和其他具有信件性质的物品由邮政企业 <b>专营</b>
1995 年	《中华人民共和国国际货物运输代理业管理规定》	国际货物运输代理企业允许开展除私人信件外的国际快递业务
1998 年	《中国民用航空快递业管理规定》	中国民用航空总局对航空快递业务实施管理，核发经营许可证
2007 年	《国务院邮政改革方案》	我国邮政体制改革顺利实施。2008 年政企分开，国家邮政局、中国邮政集团成立
2009 年	《邮政法》修订	正式承认我国民营非邮政企业的合法地位，外商不得投资经营信件的国内快递
2009 年 10 月	-	正式实施快递业务许可制度，限制快递企业注册最低资金
2011 年	十二大	提出大力发展现代物流业，提高物流智能化和标准化水平
2011 年	8 套配套措施	部署推动税收、企业管理、物流车辆等快递发展
2012 年	《关于鼓励和引导民间投资	提出“引导民间资本投资第三方物流服务领域”，为民营快递创造公平规范的市场竞争环境，鼓励民

年份	政策名称	主要内容
2013年	《关于交通运输部推进物流业健康发展的指导意见》	明确指出培育物流行业龙头骨干企业，鼓励具备一定条件的企业向综合物流服务商转型发展
2014年	《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	指出全社会物流总费用与国内生产总值的比率由2013年的18%下降到16%左右
2015年	《国务院关于促进快递业发展的若干意见》	快递便于群众生活、降低流通成本，服务创新创业、扩大内需就业，促进结构优化，通过快递的基础性作用促进社会的创新创业

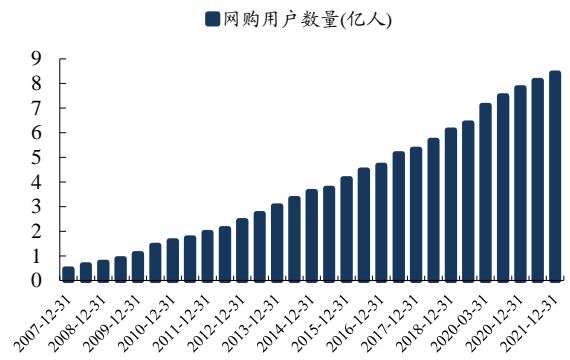
数据来源：国家邮政局，东吴证券研究所

图6：我国电商渗透率逐年增加



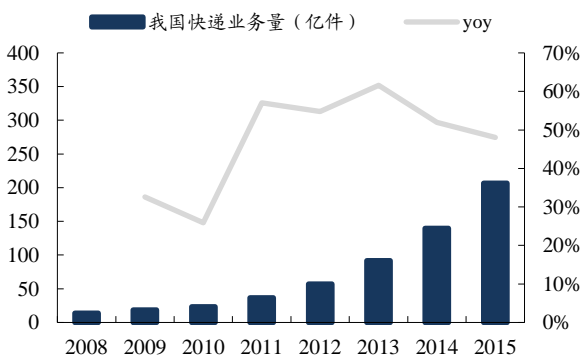
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图7：网购人数高速增长



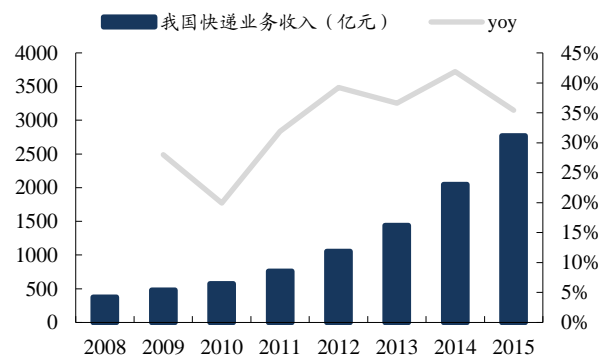
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2008-2015年我国快递业务量高双位数增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2008-2015年我国快递业务收入大幅增长



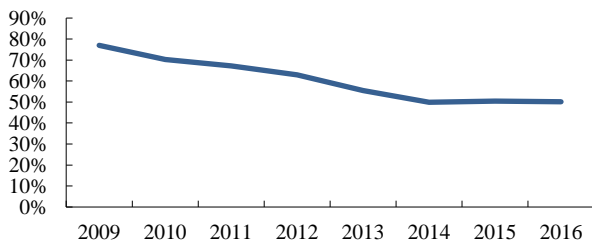
数据来源：Wind，东吴证券研究所



**民营快递发展 4.0 阶段（2015-2017 年）：电商红利末期，快递行业业务量维持高双位数增长，民营快递市场份额已达 90% 左右，需求的高速增长吸引多方玩家参与竞争。**

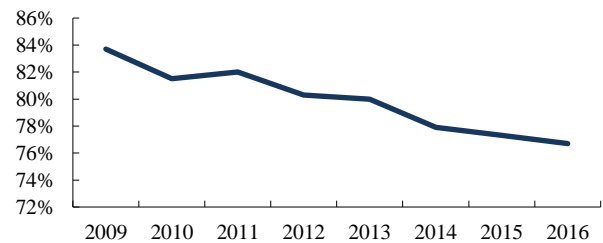
2017 年之前，政策开始重视民营快递新兴行业的发展，叠加双十一等购物节兴起，快递行业出现爆仓现象，需求端的快速增长给了中小企业发展空间。供给端看，头部企业服务能力有限，且扩张快递网络布局需要时间，因此快递行业 CR8 出现一段下滑时期。而在此阶段，头部民营快递企业如顺丰及“三通一达”加速扩建快递网点及基础设施建设，并且通过融资获得资本支持，资产投入、业务能力及管理水平逐渐与中小企业拉开距离，逐步积淀去挤压小企业份额的实力。

图 10：2017 年之前我国快递业 CR4 经历下滑期



数据来源：国家邮政局，东吴证券研究所

图 11：2017 年之前我国快递业 CR8 经历下滑期



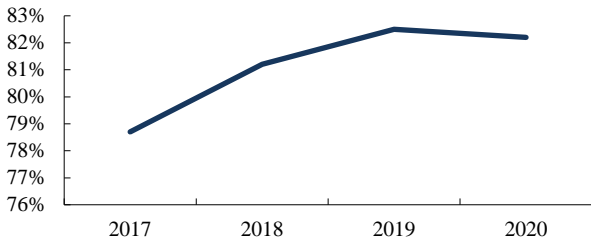
数据来源：国家邮政局，东吴证券研究所

**民营快递发展 5.0 阶段（2017 年以来）：行业整体增速下移至 25% 左右，民营快递市场份额稳定于 90%，民营快递行业集中度不断提升，巨头崛起。**

在这个阶段，顺丰、圆通、申通及韵达于 A 股借壳上市，中通在美上市，头部快递公司产能和产业链建设逐步完善，规模化、集约化发展成本优势凸显。头部快递企业规模优势带来的价格冲击下，行业壁垒不断抬升，中小企业经营压力较大，大量中小企业倒闭，行业 CR8 开始提升。

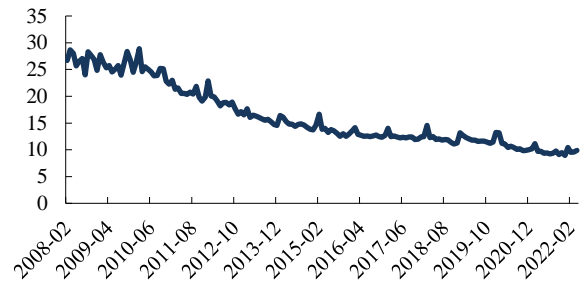
2021 年浙江省通过《快递业促进条例（草案）》，禁止以低于成本的价格提供快递服务。在政策限制下，单票价格止跌。同时，新进入者无法通过资本烧钱和低价竞争的方式入局，行业壁垒进一步提升。快递企业核心竞争力由低价逐渐转变为服务质量，“三通一达”市占率达 62.8%，竞争格局不断优化。

图12: 2017年后我国快递业CR8逐渐提升



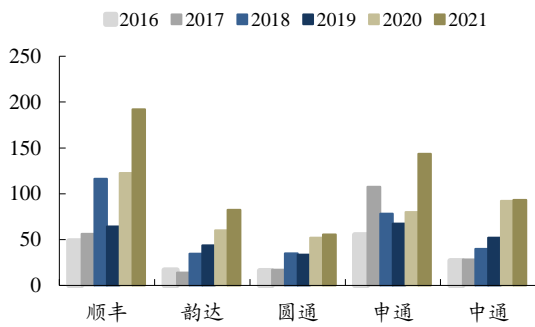
数据来源: 国家邮政局, 东吴证券研究所

图13: 我国快递单票收入逐渐下降(元/件)



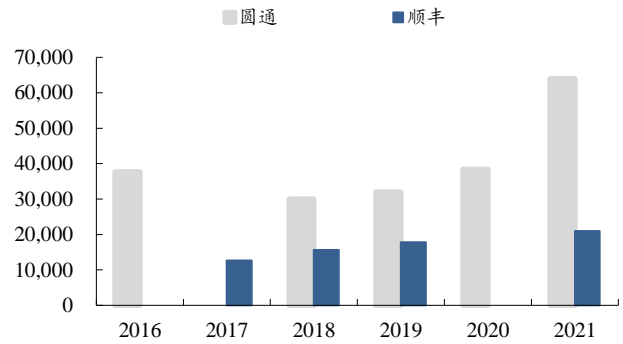
数据来源: 国家邮政局, 东吴证券研究所

图14: 头部公司资本投入较高(单位: 亿元)



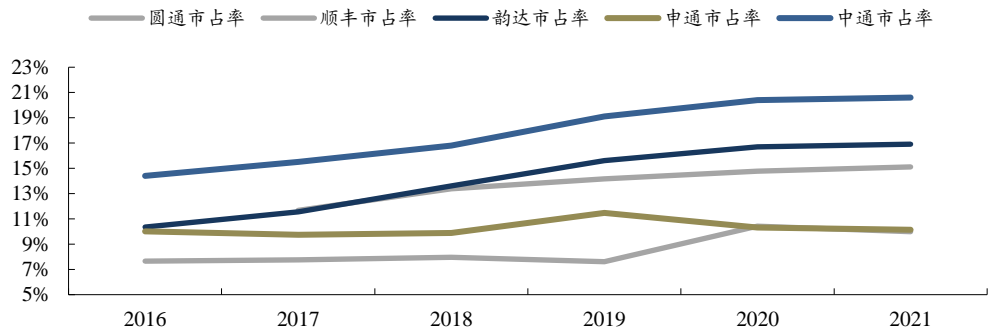
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 部分头部企业网点大幅增加(个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 我国民营快递头部企业业务量市占率不断提升



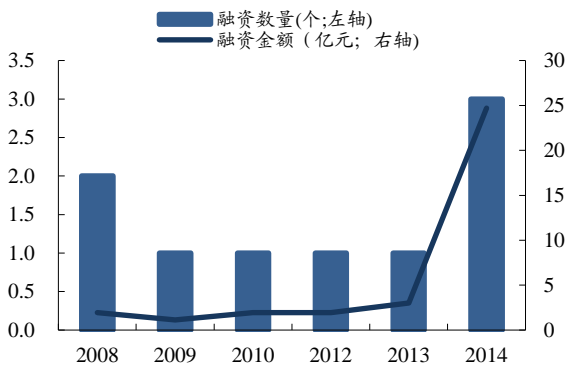
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 2009 年《邮政法》修订后民营企业突围跃迁，迎来发展黄金阶段

总结民营快递行业发展历程，在监管政策出台的重要时间点，社会及资本都曾出现对于民营快递行业前途的担忧，但回顾来看，监管落地后民营企业成功突围跃迁，监管顺应大势所趋，民营快递行业在监管落地后迎来了发展黄金阶段：

2009 年 10 月，新《邮政法》及其配套法规《快递业务经营许可管理办法》及行业标准《邮政普遍服务》实施。其中，“同城快递 50 克以下、异地快递 100 克以下归邮政专营”条款一石激起千层浪。当时舆论将其比作中国邮政的“杀手锏”， 民营快递将步入寒冬的说法便充斥着整个行业。根据《广州日报》2009 年 9 月的报道，中国快递咨询网的抽样报告显示，在部分小规模快递公司业务量中，属于专营条例范围的信件占到其所有业务的七成以上。对大规模的快递公司，损失也很大。据中国工商时报新闻报道，圆通快递总裁喻渭蛟称，同城 50 克、异地 100 克的信件专营范围，将影响到圆通 40% 左右的业务量。市场普遍担忧民营快递行业的前景。由于资本对民营快递行业监管扼杀的担忧，民营快递企业融资金额急剧缩减。

图17: 09 年《邮政法》修订期间快递企业融资急剧缩减



数据来源：IT 桔子，东吴证券研究所

图18: 2009 年《邮政法》修订公布后新闻标题

媒体	新闻标题	日期
广州日报	《邮政法》10月1日实施 邮政专营权掐住民企命门	2009/9/16
中华工商时报	新《邮政法》“十一”实施 民营物流将何去何从	2009/9/22
新华网	新邮政法即将实施 民营快递可能失 80% 信件业务	2009/9/10
东北新闻网	新邮政法 10 月 1 日正式实施 民营快递绸缪转型	2009/9/7
南方日报	新邮政法下月将实施 民营快递企业前途迷茫	2009/9/15
中国青年报	民营快递担心专营条例重创行业	2009/08/20

数据来源：中国发展门户网，东吴证券研究所

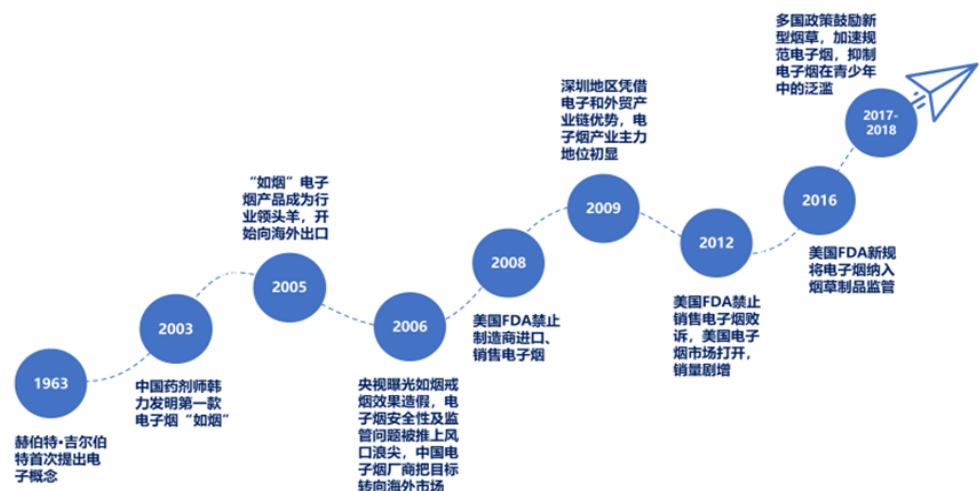
相反，新《邮政法》并没有扼杀行业发展，而是给予民营快递合法身份，对快递业务经营许可、申请快递许可资质以及快递市场监管等辟出专章予以规定，并且针对行业发展状态推出了量身定制的监管体系。自此，民营快递焦虑多年的身份问题得以解决，市场主体的活力得到极大释放。中国邮政业由此形成了国有、民营、合资、外资“同台竞技”的局面。此后，针对优化行业发展环境，党中央、国务院又相继出台了一系列支持邮政业发展的政策文件，释放了政策红利，激发了发展动力。2008 年-2015 年我国快递业务量增长 12.7 倍，CAGR 达 45.3%。2015 年我国快递业务收入达 2770 亿元，市场规模上升至全球第一。后续催生了顺丰控股、京东物流、中通快递三家千亿级别上市公司。

## 2. 复盘 2008-2021 电子烟行业发展：减害作用明显的烟草新趋势

复盘雾化电子烟行业发展历程：

- 雾化电子烟于 2003 年发明于我国，但由于安全性及烟草行业监管问题，国内发展受阻，转而向海外发展。
- 2008-2016 年电子烟在英美等国家受到消费者认可。这一阶段主流产品为开放式注油电子烟，设备较为复杂，使用门槛较高，主要消费者是重度玩家长户，形成了电子烟玩家小众文化圈。
- 2016 年-2020 年，尼古丁盐的推出，使得雾化电子烟产品体验迎来革命式改进，换弹式雾化电子烟的推出极大降低了使用门槛，使电子烟获得大众主流消费者认可，1620 年行业迎来快速发展，根据 Frost & Sullivan 的数据，2016 年-2020 年电子雾化设备市场规模按出厂价格计算，复合增长率约为 25.9%，2019 年市场规模达到 397 亿美元，烟草行业渗透率约为 4.2%。催生了 Juul、Vuse、悦刻等头部品牌。
- 2020 年-2021 年，一次性小烟在便携性上进一步降低产品使用门槛，阶段性在美国规避了 FDA 的口味禁令，迎来高速发展。2021 年一次性小烟占出口比例高达 65%，驱动行业增长加速。2020 年国内市场雾化电子烟渗透率达到 1%。
- 2021 年-2022 年，2021 年 11 月 10 日，国务院发布关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定，增加第六十五条：“电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行。”2022 年 3 月 14 日，烟草总局发布《电子烟管理办法》，国内电子烟行业跨入有法可依时代。

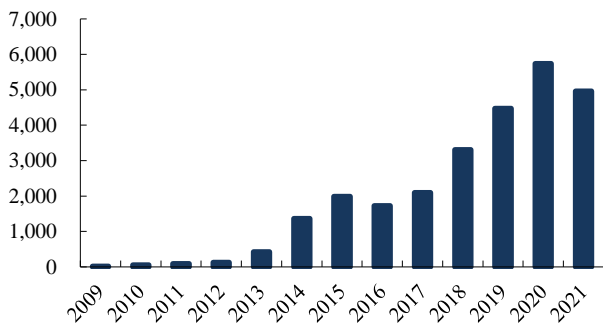
图19：2018 年之前电子烟行业发展历程



数据来源：思摩尔国际招股说明书，电子烟行业协会，东吴证券研究所

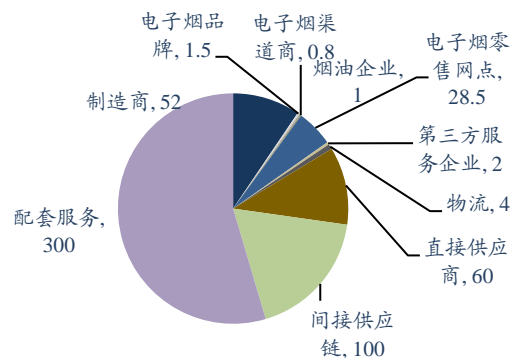
**2021年电子烟民营企业引领全球6万亿元烟草行业的产品革命，支撑550万人就业。**根据电子烟行业协会公布数据，2021年我国制造的电子烟零售口径市场规模超过1580亿元，出口额高达1383亿元，出口额同比增长179%。预计2022年电子烟出口金额将达到1867亿元，同比增长35%。全球超过90%的电子烟为中国制造。自2003年至2021年10月31日，国内申请电子烟相关专利共计26403项，其中液态电子烟占比93.4%。2021年国内电子烟制造及品牌企业超过1500家，电子烟零售网点超过19万家，电子烟供应链及周边服务企业近10万家。2021年电子烟产业直接就业人数约150万人，带动间接就业超400万。电子烟民营企业表现出全球领先的技术实力、份额和市场地位。给与民营企业充分的发展空间，符合国家利益，也是监管政策的大势所趋。

图20: 我国电子烟专利集中涌现 (单位: 个)



数据来源: 电子烟行业协会, 东吴证券研究所  
注: 2021年仅统计M1-10数量

图21: 2021年我国电子烟产业带动就业 (单位: 万人)



数据来源: 电子烟行业协会, 东吴证券研究所

### 3. 立足2022年: 民营企业取得合法地位, 电子烟行业或迎来黄金岁月

**2022年我国电子烟监管政策密集出台、牌照加速发放。**截至6月中旬, 电子烟管理办法开始实施、电子烟国标已经落地, 各地零售许可证规划数量基本确定, 生产许可证逐渐下发, 第一张品牌持有牌照下发、电子烟统一交易平台开始运营等。电子烟监管政策影响逐渐明晰。实现行业“有法可依、有标可依”, 开启规范化发展新阶段。

**民营企业获得最核心原材料尼古丁类牌照, 释放监管重要积极信号。**金城医药及润都股份在6月14日前后公告, 收到国家烟草专卖局下发的烟草专卖许可证准予许可决定书。根据国家局网站信息, 金城医药所申请牌照为尼古丁类。标志着在中烟监管框架下, 民营企业可合法生产最核心原材料尼古丁。鼓励市场化公开公平竞争的政策信号明确。



表2: 2022年电子烟行业监管政策发布情况一览

时间	事件	要点
2022/2/22	四部门清理整治向未成年人销售电子烟专项行动	针对向未成年人销售电子烟和“上头电子烟”等新型毒品违法犯罪展开专项清理整治工作
2022/3/11	电子烟管理办法及电子烟国标征求意见稿二稿发布	1) 明确禁止销售除烟草口味以外的调味电子烟; 2) 不得排他性经营上市销售的电子烟产品; 3) 明确禁止举办电子烟展会、论坛等; 4) 电子烟企业上市需经国家烟草局审查同意;
2022/4/1 起	进行电子烟监管试点	1) 于惠州、厦门进行电子烟监管试点, 测试电子烟管理办法中的具体运行细则; 2) 悦刻、YOOZ 和小野三个电子烟品牌产品入围试点
2022/4/12	电子烟国标发布	1) 应使用烟草中提取的烟碱, 纯度不应低于 99% (质量分数); 2) 电子烟烟具应具有防童锁; 3) 雾化物添加剂白名单共 101 种, 包含甜味剂和凉味剂。
2022/4/13	针对电子烟监管相关问题进行解答	1) 不含烟碱的电子烟产品不得进入市场销售; 2) 设定 5 个月的政策实施过渡期 (2022/5/1-2022/9/30)
2022/4/15	电子烟生产、批发、零售许可证指导意见三则	1) 生产许可范围归为三类: 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); 2) 统筹考虑批发企业数量; 属地经营。整合资源、规模经营, 布局电子烟批发企业; 3) 电子烟零售点实行与卷烟零售点相独立的布局规划。数量布局上电子烟零售点实行数量管理; 空间布局上应符合电子烟消费群体特点
2022/4/15	电子烟产品技术审评实施细则及追溯管理两则	1) 未通过技术审评的电子烟产品, 不得上市销售; 2) 通过技术审评的产品纳入交易管理平台, 并实施动态管理; 2) 统一追溯标识
2022/4/27	电子烟产品技术审评办事须知	通配产品需要上传被许可适配的授权书
2022/5/1	电子烟管理政策落地	《电子烟管理办法》部分施行, 由于存在 5 个月的过渡期, 过渡期内水果味烟弹可以继续生产和销售、存量市场主体可以正常生产经营
2022 年 5 月	电子烟零售网点布局	除上海及山东省, 各省份电子烟零售网点规划基本出台, 目前总数 48740 张
2022 年 6 月	电子烟零售、生产许可证开始发放	5 月 5 日起, 电子烟品牌企业、电子烟制造企业、烟碱生产企业许可证开放申请; 截至 2022/6/15, 多家电子烟品牌、烟油生产、尼古丁生产企业获批生产许可证, 暂无电子烟制造企业获批

数据来源: 国家烟草专卖局, 东吴证券研究所

我们认为雾化电子烟行业监管与民营快递监管的相似点在于：1) 打开国家专营壁垒，同为社会的需要，产业的大势所趋。民营电子烟企业在全球雾化电子烟快速渗透的背景下，扛起了产品升级的大旗，让国内消费者可以使用最新最好的减害尼古丁产品。民营电子烟企业虽然和卷烟销售及国营资本有一定的利益冲突，但却能更好地满足消费者需求，同时还贡献了大量的出口创汇及就业，通过技术革新引领全球产业发展。在民营快递及电子烟两个行业中，打破专营垄断都符合全社会的利益及国家利益。2) **政策监管净化行业，带来行业更长期的良性发展。**电子烟管理办法中强调对知识产权的保护、针对通配产品进行打击等措施，推动电子烟品牌培育和产品力提升。政策内涵鼓励行业市场化公平竞争，鼓励企业通过提高产品品质不断提升市场份额。行业在政策的引导下，避免恶性竞争，小企业出清，**头部企业市占率有望不断提升。**

表3: 民营快递 VS 雾化电子烟政策对照

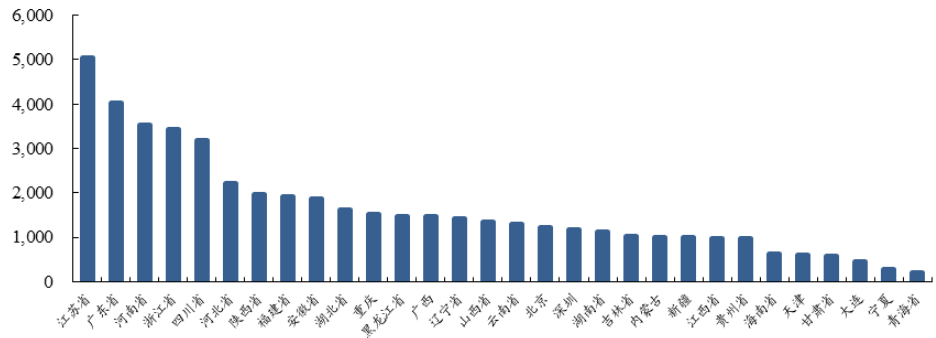
民营快递重点政策	雾化电子烟重点政策
2007年我国邮政体制改革顺利实施。2008年政企分开，国家邮政局、中国邮政集团成立	2021/11/25 国家烟草专卖局落实“证照分离”改革，进一步厘清政府与市场关系。
2009年《邮政法》修订，正式承认我国民营非邮政企业的合法地位，外商不得投资经营信件的国内快递	2022/5/1 电子烟管理政策落地标志国家承认电子烟合法地位，行业走向合法化、规范化
2009年10月正式实施快递业务许可制度，限制快递企业注册最低资金	2022年6月电子烟零售许可证开始发放，多家电子烟品牌、烟油生产、尼古丁生产企业获批生产许可证
2011年8套配套措施部署推动税收、企业管理、物流车辆等快递发展	2022年4月后多套电子烟配套政策颁布，规定了审评、追溯管理等细节
2012年《关于鼓励和引导民间投资进入物流领域的实施意见》提出“引导民间资本投资第三方物流服务领域”，为民营快递创造公平规范的市场竞争环境，鼓励民营快递做大做强	2022年5月《促进电子烟产业法治化规范化政策》营造公平竞争市场环境，建立公开透明市场规则

数据来源：国家邮政局，国家烟草专卖局，东吴证券研究所

**监管目前进度梳理：目前零售许可证已公布规划，生产许可证发放审核顺序大概率为：尼古丁-烟油-工厂-品牌。**

- **零售端：1) 截至6月中，除上海外省级行政区已公布电子烟零售许可证发布数量共计48740张，我们预计全国首批电子烟零售许可证预计发放5-6万张。根据电子烟协会数据，截止2021年底，专卖店数量为47455家，集合店数量为5000-7000家，其他非主营电子烟门店13.8万家。除去不满足要求的门店（电子烟门店与学校距离不符合要求、门店存在违规历史及开店密度过高），以及非主营电子烟的门店，集合店及专卖店能拿到牌照的比例较高。2) 不得排他性经营，意味着未来电子烟门店将打破品牌专卖，计入集合店时代。在前期厦门、惠州试点中，头部品牌悦刻的市场份额明显高于大盘。我们认为集合店时代，头部品牌凭借品牌形象、产品力及用户基数的优势，有望进一步提升市场份额。3) 同时电子烟作为成瘾性产品，我们认为即使渠道数量减少并不会影响存量用户消费。**

图22: 各省级行政区电子烟零售网点规划 (单位: 个)



数据来源: 各省烟草专卖局, 东吴证券研究所

- **生产端及品牌端:** 2022/6/13 及 2022/6/14 金城医药和润都股份分别公告, 已经获批尼古丁类电子烟生产许可证。2022 年尼古丁作为电子烟最核心的环节, 政策允许民营企业切入生产, 充分体现中烟监管的市场化思路。目前已有 21 家生产牌照状态为已办结, 包括 4 家尼古丁企业、4 家品牌企业、13 家烟油企业。我们预计未来 1 个季度, 生产和品牌端头部企业的生产许可证大概率能够逐步发放。

表4: 目前中烟已办结牌照企业列表

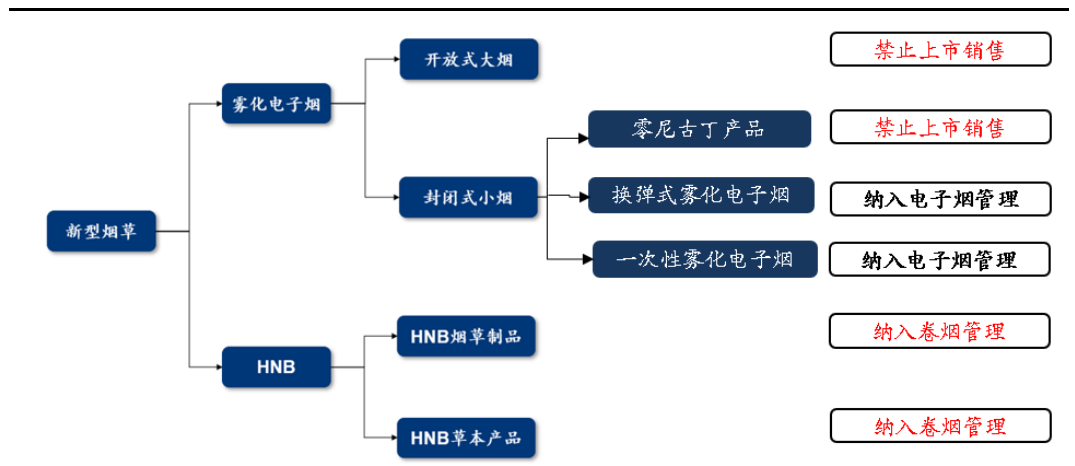
品类	公司名称
尼古丁类	湖北和诺生物工程股份有限公司
	山东金城医药化工有限公司
	润都制药(荆门)有限公司
	昆明景晟生物科技有限公司
	深圳市真味生物科技有限公司
	深圳昱朋科技有限公司
	深圳梵活生命科学股份有限公司
	深圳市精华生物科技有限公司
	深圳芳芯科技有限公司
	深圳市深深爱生物科技有限公司
烟油类	深圳市德森生物科技有限公司
	深圳市华加生物科技有限公司
	深圳市亿凡特生物科技有限公司
	昌宁德康生物科技(深圳)有限公司
	深圳市莱克生物科技有限公司
品牌持有	深圳市艾普生物科技有限公司
	东莞市鸿馥生物科技有限公司
	声海电子(深圳)有限公司

深圳市亿光年科技有限公司  
徠米雾电科技（深圳）有限公司  
深圳市本雾科技有限公司

数据来源：蓝洞新消费，东吴证券研究所

从品类看，雾化电子烟为目前唯一合法化的新型烟草品类。2022/4/13，官方政策解读中明确表示零尼古丁电子烟产品不得进入市场销售。国家烟草专卖局此前已经将加热不燃烧 HNB 进行定性为加热卷烟，将纳入烟草专卖管理。近期政策解读中明确将固态电子烟（又称 HNB 草本产品）归为加热卷烟品类中，部分固态电子烟企业已被烟草局封存，暂停生产销售活动。短期内雾化电子烟成为新型烟草中唯一合法的品类，固态电子烟及零尼产品逐渐退出市场后，雾化电子烟有望承接消费者对其他新型烟草品类的市场需求，市场空间有望持续扩容。

图23: 国内新型烟草监管情况



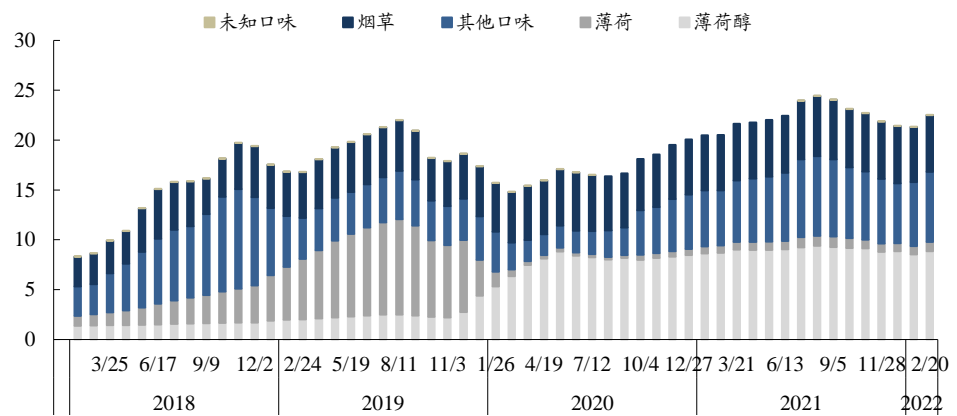
数据来源：东吴证券研究所绘制

#### 4. 展望我国雾化电子烟行业发展：口味限制长期不改渗透率提升趋势

电子烟产品的本质是尼古丁摄入装置，而非口味摄入装置，尼古丁是用户粘性的关键。我们认为口味的限制不改变品类渗透的大趋势。复盘美国电子烟口味禁令发展情况，我国雾化电子烟行业有望于 2 年内逐步回暖，随后电子烟渗透率不断攀升。2020 年美国 FDA 颁布调味禁令（仅针对换弹式），口味禁令范围为包括除烟草和薄荷醇之外所有的调味电子烟系列，口味禁令颁布后美国电子烟市场受到一定冲击。根据美国 CDC 数据，2020 年初口味禁令出台后，2020 年 2 月美国电子烟线下零售月度总销量 1480 万支，较 2019 年 8 月销量最高点的 2200 万支降幅近 33%，随后电子烟月度销量呈现恢复式增长，截至 2022 年 2 月美国电子烟月销恢复至 2254 万支。分口味来看，2019M8-2022M2，美国烟草口味换弹式电子烟销量增长 17%至 522 万支，销量市占率提升 15pp 至 38%；薄荷醇口味换弹式电子烟销量增长 307%至 854 万支，销量市占率提升 51pp 至 62%，薄荷醇口味及其他水果等口味换弹式市占率由 67%下降至 0%。

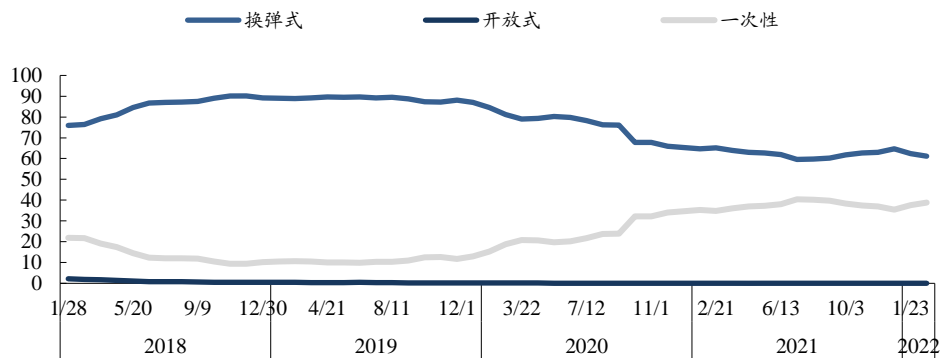
总体来看，美国口味禁令对雾化电子烟市场冲击时间约为 2 年，我们认为我国雾化电子烟回暖程度有望超过美国：1) 产品层面来看，美国口味禁令后换弹式电子烟薄荷醇口味销量大幅提升，美国消费者对薄荷醇口味接受程度较好。根据我国电子烟国标中规定的 101 种添加剂白名单，“薄荷醇”添加剂位列其中，电子烟品牌方有望基于添加剂白名单研发出迎合我国消费者需求的产品；2) 监管层面来看，我国电子烟监管政策推进速度更快，落实力度更强。2020 年 9 月美国 PMTA（烟草上市前申请）申请截止，但 2022 年 6 月中旬 PMTA 仍未通过主流电子烟产品。我国电子烟监管稳步落地，监管体系逐步完善，政策影响日渐明晰，我国雾化电子烟回暖速度有望超过美国。3) 从渗透率基数来说，目前国内市场电子烟渗透率约为 1%（销售额口径），美国市场在口味禁令前后渗透率已接近 30%。我国需求增长的动能远超美国，有望平滑短期口味限制带来的影响。

图24：美国分口味月度电子烟销量情况（百万支）



数据来源：CDC, 东吴证券研究所

图25：美国分类型月度电子烟销量情况（百万支）

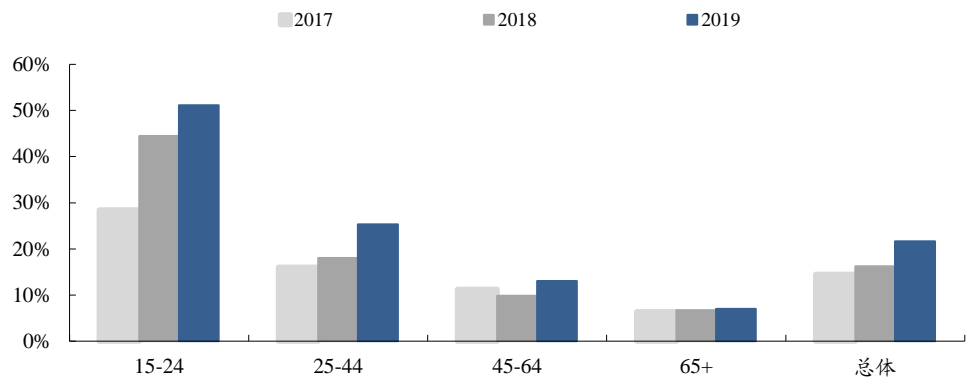


数据来源：CDC, 东吴证券研究所



参考美国雾化电子烟发展历程，我国雾化电子烟行业目前处于快速放量阶段，未来消费趋势主要呈现：1) 雾化电子烟消费的主力人群为 18-24 岁的潜在吸烟人群，据我国疾病预防控制中心发布的《2018 年中国成人烟草调查结果》，50.3%的吸烟人群养成吸烟习惯的年龄段为 18-22 岁。而电子烟的主流消费人群集中在这个年龄段，有望成为电子烟的长期用户基础；2) 减害属性下，雾化电子烟覆盖人群的范围更加广泛。44 岁以内的消费人群对雾化电子烟的替烟效应接受度不断提升，烟瘾程度较低的中年人群体电子烟渗透率逐渐提升。

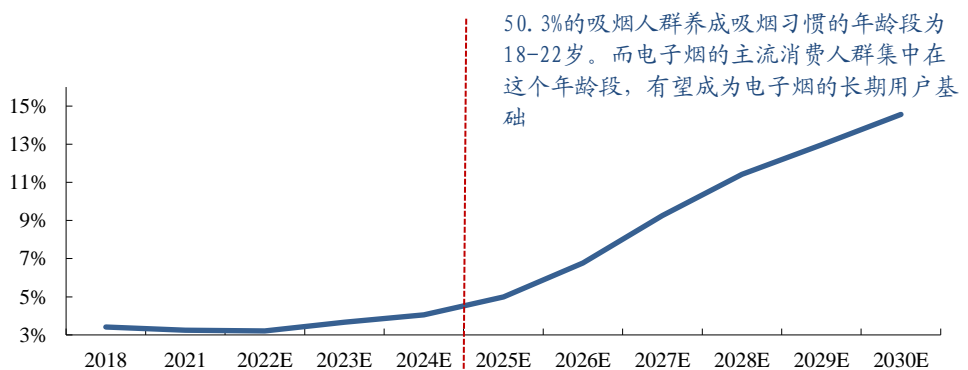
图26：美国雾化电子烟分年龄段渗透率情况



数据来源：CDC，东吴证券研究所

图27：我国雾化电子烟渗透率预测

我国雾化电子烟消费群体主要群体为18-24岁年轻消费人群



数据来源：2014-2019 年美国成人烟草使用情况报告，东吴证券研究所测算

注：计算口径为使用雾化电子烟人数/使用尼古丁制品总人数

“换弹式”和“一次性”电子烟均有较大发展空间。换弹式雾化电子烟长期使用成本较低且产品性能更优、口感及抽吸体验更好，能够满足使用频率较高的、口味更换需求较高的消费者需求。由于单支电子烟售价更低，一次性电子烟便捷性和拉新属性不可替代，随着思摩尔国际等头部电子烟制造企业布局一次性电子烟，一次性市场有望加速整合。

## 5. 投资建议

综合来看，对标民营快递行业，我们认为雾化电子烟能够满足消费者需求，2022年雾化电子烟获得合法地位，监管保障下电子烟行业走向规范化发展，中国电子烟企业预计将维持在全球电子烟发展中的领头地位。受益于牌照限制，电子烟行业经过洗牌后，头部企业市占率不断提升。

站在当前阶段，我们建议重点关注以下行业关键要素：

- 1、**烟草口味产品研发情况及消费者烟草口味接受度。**我们预计研发实力较强的企业通过 101 种添加剂仍能够产生较多不同烟草口味，烟草口味丰富度和体验感将不断提升。消费者对烟草口味接受程度仍需要市场进行验证。
- 2、**海外 PMTA 审批进度及结果。**2022/5/13，FDA 报告预计于 6 月底对剩余 120 种产品做出最终审批决定。我们认为美国市场主流产品如由思摩尔代工的 Vuse Alto 系列近期有望审批落地，行业进一步向头部品牌集中。
- 3、**雾化电子烟生产许可证发放情况。**我们预计未来 1 个季度，生产和品牌端头部企业大概率能拿到生产许可证牌照，打消市场的悲观假设。
- 4、**电子烟征税力度及产业链利润分配情况。**税收细则仍未落地，不同税基征收消费税可能给电子烟行业带来不同的压力，电子烟管理办法中并无电子烟征税相关表述，关注后续电子烟征税细则。

看好电子烟产业链相关标的的发展，电子烟制造端向龙头集中是必然趋势，推荐技术壁垒高筑的全球电子烟代工龙头【思摩尔国际】，建议关注国内雾化品牌龙头【雾芯科技】，已经取得首批尼古丁类生产牌照的【润都股份】、【金城医药】，以及其他已申请电子烟生产牌照或积极筹划牌照申请的【华宝国际】、【华宝股份】、【劲嘉股份】、【顺灏股份】、【盈趣科技】。

## 6. 风险提示

- 1、**疫情反复对行业造成影响。**疫情影响企业去库，整体业绩或承压。
- 2、**行业竞争加剧。**技术新的突破或导致行业结构发生变化。
- 3、**政策监管力度超过我们预期。**对电子烟企业短期经营造成影响。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

