



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

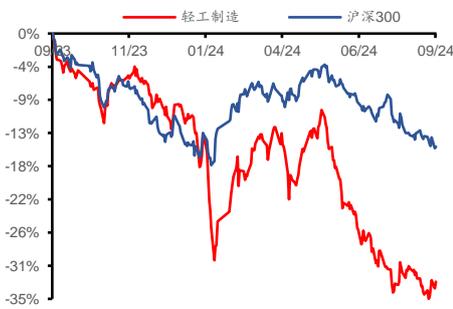
## 电子烟行业新规落地解读

### 增持（维持）

行业：轻工制造  
日期：2024年09月04日

分析师：杜洋  
Tel: 021-53686169  
E-mail: duyang@shzq.com  
SAC 编号: S0870523090002

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

#### ■ 主要观点

**事件：**9月2日，国家烟草专卖局发布《关于修订印发电子烟交易管理细则的通知》，将建立全国统一电子烟交易管理平台，建立完善主要由市场调节的电子烟产品价格形成机制，出厂价、建议零售价由电子烟产品生产企业和电子烟品牌持有企业自主确定。在2022年发布的试行版基础上新增和简化了部分管理要求，对交易类型描述进行重新梳理等。

**政策解读：**1) **自主定价：**我们认为品牌商经营承压，监管层推出定价自主权有助于企业竞争力和盈利能力提升；2) **政策基调：**我们认为推动行业走向合规、有序、稳定。3) **产品创新加速：**带屏电子烟、MEMS 集成咪头、加热不燃烧（HNB）产品、口含烟等多种形式，满足消费需求。

**电子烟行业背景：**1) **海外：**竞争激烈，一些品牌通过创新业务模式取得快速增长；2) **国内：**监管趋严、征收消费税 36%。据 2022 年电子烟产业出口蓝皮书，2021 年及以前，我国电子烟外销为主占比 85%，23 年出口 792 亿元（vs 21 年出口顶峰 1383 亿元），17-23 年 CAGR25.67%。2022 年为行业全面改革、中国电子烟全面进入 2.0 时代，规模收缩。21 年内销金额 196 亿元（其中我国烟民规模约 3.4 亿人，预计每年人递减），22 年国内品牌店改集合店，悦刻一家独大局面打破，近年由于强监管国内市场进一步收缩。

#### ■ 竞争格局：

- **品牌梯队：**据前瞻网，我国根据烟弹许可额度可分为四个梯度，第一梯队烟弹许可额度大于 1 亿颗的仅悦刻（雾芯科技）；第二梯队：雪加（多拉冥想）、柚子（奇雾科技）；第三：铂德、魔笛等；第四：VAZO、喜雾等。
- **上市公司：**1) 品牌制造商：思摩尔国际、赢合科技、雾芯科技等。2) 烟草供应链：中国波顿、集友股份、顺灏股份、东峰集团等。产业链其他还包括芯片、配件等。
- **近期数据：**24 年 7 月中国电子烟出口额总计约 10 亿美元，同比增长 8.08%；出口量为 2.84 万吨，同比增长 12.46%，出口有所回暖。

**观点结论：**我们认为，①此次细则的落地有助于电子烟行业的规范以及头部合规企业的发展。②出口方面，各国监管政策不一，美国和欧盟都对电子烟监管政策采取联邦制方法，东南亚市场相对宽松。③电子烟行业已经进入下半场，规模以上的企业在经历阵痛后有望回归均值。

#### ■ 风险提示

原材料价格波动；终端消费疲软；行业政策变动风险；汇率波动风险；市场竞争加剧风险等。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。