



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

24&25Q1 新型烟草板块综述：全球无烟发展加速，国内核心供应商蓄势待发

轻工制造

2025 年 05 月 08 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

轻工制造

投资评级

看好

上次评级

看好

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：

jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

24&25Q1 新型烟草板块综述：全球无烟发展加速，国内核心供应商蓄势待发

2025 年 05 月 08 日

本期内容提要：

无烟时代大势所趋，龙头加速转型。伴随新型烟草渗透率提升，已在一定程度上改变尼古丁消费者使用习惯，烟草龙头在新型烟草领域加大研发投入并持续推新。2024 年菲莫国际/英美烟草/日本烟草/帝国烟草新型烟草收入增长 15.0%/2.5%/21.1%/24.2%，占比分别为 37.8%/13.3%/3.1%/4.0%（较 2021 年同比分别+8.8/+5.3/持平/+1.5pct），并均提出未来宏大无烟目标，其中菲莫计划 2030 年新型烟草收入占比超 2/3，英美烟草 2035 年超 50%，日本烟草规划 2035 年 HNB 销量占比超 50%。此外，24 年龙头加速产品迭代并跳出优势赛道积极扩张产品矩阵，其中菲莫国际深化口含烟/雾化电子烟布局，旗下品牌 ZYN/VEEV 在 25Q1 分别同比+53%/翻倍；英美烟草推出改革性 HNB 产品 GLO HILO，25 年有望加速放量。

合规为发展主线，产品结构加速变化。25Q1 海外监管/舆论延续高压趋势，比利时禁止一次性小烟政策 1 月 1 日生效，法国于 2 月 25 日起正式生效，英国将于 6 月 1 日正式生效；美国 FDA 加速 PMTA 进程，批准菲莫 20 款 ZYN 尼古丁袋产品上市，同时加快进口警报名单更新以及执法力度节奏，我们预计 Q1 海外合规市场延续复苏趋势，同时一次性小烟加速下滑。此外，合规市场产品亦在加速迭代，思摩尔国际已助力战略客户提交多款带年龄认证技术的口味型电子烟，新路径有望引领未来行业发展。

国内供应商蓄势待发，全球份额有望加速提升。

思摩尔国际：24Q4 收入 34.75 亿元（同比+8.8%），全面收益总额为 3.62 亿元（同比-2.6%）；25Q1 全面收益总额为 2.08 亿元（同比-32.9%）。我们预计 Q1 收入端平稳，利润承压主要系费用投入同比增加（盈利能力环比保持平稳略下滑）以及税率基数较低（24Q1 税率为 15.1%，25Q1 为 24.5%）。24 年公司 HNB 产品成功上市，获得客户及终端消费者正面反馈，公司已明确 HNB 为第二业务增长曲线，25 年起有望逐步为公司贡献业绩增量。

中烟香港：24H2 收入 43.70 亿港元（同比+6.8%），归母净利润为 2.10 亿港元（同比+48.4%）。收入表现稳健，公司通过优化产品&渠道结构，调整定价策略，盈利能力改善显著。公司表示未来将持续推动新型烟草创新发展，提高品牌国际知名度，加速技术创新及产品迭代。公司作为中烟指定的从事国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家营运实体，肩负资本运作重责，未来有望加速优质标的收并购进程，长期成长动能充沛。

盈趣科技：24Q4 收入 10.34 亿元（同比+14.9%），归母净利润为 0.80 亿元（同比-32.0%）；25Q1 收入 8.59 亿元（同比+12.5%），归母净利润为 0.77 亿元（同比+37.8%）。公司深度绑定菲莫聚焦烟具制造，成功构建“零件+核心部件+整机”垂直一体化的业务体系。伴随 HNB 全球渗透率持续提升，我们预计公司新型烟草业务已在 24Q4 出现拐点，未来凭借优异制造能力&前瞻客户需求洞察，有望持续提

升份额。

投资建议：核心烟草龙头加速转型、核心消费区域逐步开放，行业天花板有望稳步抬升。关注思摩尔国际、中烟香港，关注盈趣科技。

风险提示：监管趋严，全球渗透率提升不及预期，竞争加剧。

图 目 录

图 1: 四大烟草龙头新型烟草占比.....	5
图 2: 四大烟草龙头新型烟草布局.....	5
图 3: 思摩尔国际财务数据一图看.....	6
图 4: 中烟香港财务数据一图看.....	6
图 5: 盈趣科技财务数据一图看.....	7

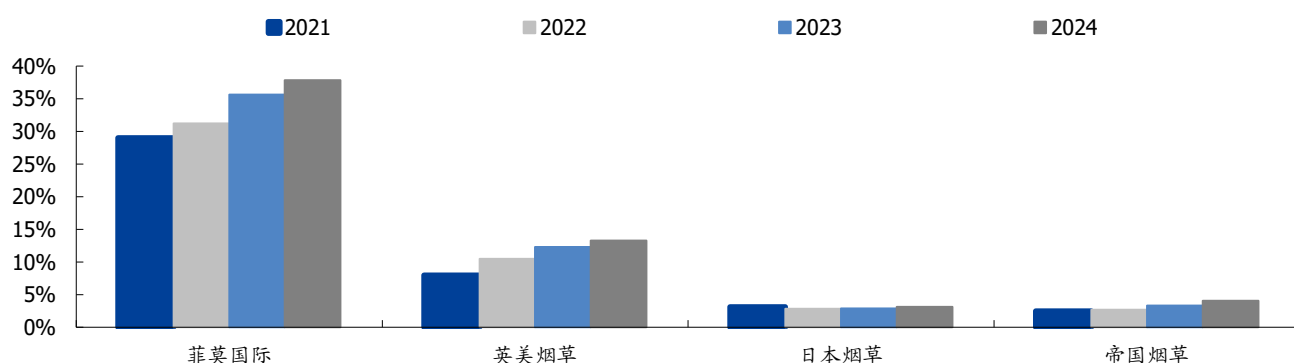
=

1. 新型烟草：全球无烟发展加速，国内核心供应商蓄势待发

无烟时代大势所趋，龙头加速转型。伴随新型烟草渗透率提升，已在一定程度上改变尼古丁消费者使用习惯，烟草龙头在新型烟草领域加大研发投入并持续推新。2024年菲莫国际/英美烟草/日本烟草/帝国烟草新型烟草收入增长15.0%/2.5%/21.1%/24.2%，占比分别为37.8%/13.3%/3.1%/4.0%（较2021年同比分别+8.8%/+5.3%/持平/+1.5pct），并均提出未来宏大无烟目标，其中菲莫计划2030年新型烟草收入占比超2/3，英美烟草2035年超50%，日本烟草规划2035年HNB销量占比超50%。此外，24年龙头加速产品迭代并跳出优势赛道积极扩张产品矩阵，其中菲莫国际深化口含烟/雾化电子烟布局，旗下品牌ZYN/VEEV在25Q1分别同比+53%/翻倍；英美烟草推出改革性HNB产品GLO HILO，25年有望加速放量。

合规为发展主线，产品结构加速变化。25Q1海外监管/舆论延续高压趋势，比利时禁止一次性小烟政策1月1日生效，法国于2月25日起正式生效，英国将于6月1日正式生效；美国FDA加速PMTA进程，批准菲莫20款ZYN尼古丁袋产品上市，同时加快进口警报名单更新以及执法力度节奏，我们预计Q1海外合规市场延续复苏趋势，同时一次性小烟加速下滑。此外，合规市场产品亦在加速迭代，思摩尔国际已助力战略客户提交多款带年龄认证技术的口味型电子烟，新路径有望引领未来行业发展。

图 1：四大烟草龙头新型烟草占比



资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 2：四大烟草龙头新型烟草布局

公司名称	雾化电子烟布局 (核心产品)	HNB电子烟布局 (核心产品)	口含烟	未来规划
菲莫国际	VEEV (含雾化/一次性)	IQOS (电阻/电磁加热)	ZYN (尼古丁袋)	计划到 2030 年将基本成为无烟企业，总净收入2/3以上来自新型烟草产品。
英美烟草	Vuse (含雾化/一次性)	GLO (环形加热/红外&电阻结合加热)	VELO (尼古丁袋)	预计2030年新型烟草用户达5000万，2035年收入占比达50%。
日本烟草	LOGIC (含雾化/一次性)	Ploom (环形加热)	Nordic Spirit (尼古丁袋)	预计在2026年将Ploom X市场范围扩张到40个（目前主要为日本），预计到2035年加热烟草产品销量占比超1/2（目前销量占比约2%）。
帝国烟草	Blu (含雾化/一次性)	Pulze (环形加热)	Skurf、Zone (尼古丁袋)	已提出为期五年的“聚焦新型烟草”战略，坚定推进向下一代产品（新型烟草）转型。

资料来源:各公司官网, 东方烟草报, 信达证券研发中心

国内供应商蓄势待发，全球份额有望加速提升。

思摩尔国际：24Q4 收入 34.75 亿元（同比+8.8%），全面收益总额为 3.62 亿元（同比-2.6%）；25Q1 全面收益总额为 2.08 亿元（同比-32.9%）。我们预计 Q1 收入端平稳，利润承压主要系费用投入同比增加（盈利能力环比保持平稳略下滑）以及税率基数较低（24Q1 税率为 15.1%，25Q1 为 24.5%）。24 年公司 HNB 产品成功上市，获得客户及终端消费者正面反馈，公司已明确 HNB 为第二业务增长曲线，25 年起有望逐步为公司贡献业绩增量。

图 3：思摩尔国际财务数据一一看

单位：百万元	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023H1	2023H2	2023A	2024H1	2024H2	2024A
收益	6953.41	6801.84	13755.24	5653.32	6491.66	12144.98	5122.86	6045.56	11168.42	5037.34	6761.32	11798.66
YOY	79.19%	10.97%	37.42%	-18.70%	-4.56%	-11.71%	-9.38%	-6.87%	-8.04%	-1.67%	11.84%	5.64%
期内溢利	2878.82	2408.15	5286.97	1384.69	1125.63	2510.32	717.34	927.75	1645.09	683.20	620.06	1303.26
YOY	3655.25%	3.65%	120.30%	-51.90%	-53.26%	-52.52%	-48.19%	-17.58%	-34.47%	-4.76%	-33.17%	-20.78%
全面收益总额	2878.82	2408.18	5286.99	1384.10	1110.83	2494.93	734.44	832.03	1566.47	724.60	692.32	1416.91
YOY	3655.25%	3.65%	120.30%	-51.92%	-53.87%	-52.81%	-46.94%	-25.10%	-37.21%	-1.34%	-16.79%	-9.55%
毛利率	54.92%	52.25%	53.60%	47.90%	39.29%	43.30%	36.20%	41.00%	38.80%	38.00%	36.95%	37.40%
期间费用率	9.71%	15.84%	12.74%	24.47%	23.93%	24.18%	25.38%	26.52%	26.00%	29.63%	28.86%	29.19%
销售费用率	0.98%	1.83%	1.40%	3.13%	3.25%	3.19%	4.07%	5.25%	4.71%	7.43%	8.06%	7.79%
管理费用率	5.22%	7.36%	6.28%	10.40%	8.63%	9.45%	9.10%	6.64%	7.76%	6.73%	8.50%	7.75%
研发费用率	3.40%	6.39%	4.88%	10.69%	11.83%	11.30%	12.00%	14.36%	13.28%	15.09%	12.01%	13.33%
财务费用率	0.11%	0.26%	0.18%	0.26%	0.22%	0.24%	0.21%	0.27%	0.24%	0.37%	0.29%	0.32%
净利率	41.40%	35.40%	38.44%	24.48%	17.11%	20.54%	14.34%	13.76%	14.03%	14.38%	10.24%	12.01%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中烟香港：24H2 收入 43.70 亿港元（同比+6.8%），归母净利润为 2.10 亿港元（同比+48.4%）。收入表现稳健，公司通过优化产品&渠道结构，调整定价策略，盈利能力改善显著。公司表示未来将持续推动新型烟草创新发展，提高品牌国际知名度，加速技术创新及产品迭代。公司作为中烟指定的从事国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家营运实体，肩负资本运作重责，未来有望加速优质标的收并购进程，长期成长动能充沛。

图 4：中烟香港财务数据一一看

单位：百万港元	FY2018H2	FY2019H1	FY2019H2	FY2020H1	FY2020H2	FY2021H1	FY2021H2	FY2022H1	FY2022H2	FY2023H1	FY2023H2	FY2024H1	FY2024H2
营业总收入	2,984.33	3,931.02	5,045.93	1,884.55	1,597.21	3,694.28	4,369.87	3,869.60	4,454.73	7,744.00	4,092.22	8,704.05	4,370.20
YOY	-61.77%	-2.90%	69.08%	-52.06%	-68.35%	96.03%	173.59%	4.75%	1.94%	100.12%	-8.14%	12.40%	6.79%
主营收入	2,984.33	3,931.02	5,045.93	1,884.55	1,596.36	3,694.28	4,369.84	3,869.41	4,454.79	7,744.00	4,092.22	8,704.05	4,370.20
YOY	-61.77%	-2.90%	69.08%	-52.06%	-68.36%	96.03%	173.74%	4.74%	1.94%	100.13%	-8.14%	12.40%	6.79%
毛利	128.47	185.48	233.36	74.26	63.57	174.48	270.75	452.45	391.49	745.35	342.98	964.22	413.43
YOY	-74.01%	-24.12%	81.64%	-59.96%	-72.76%	134.96%	325.90%	159.31%	44.59%	64.74%	-12.39%	29.36%	20.54%
归母净利润	73.84	130.60	188.32	57.21	37.98	129.68	573.15	218.98	155.93	456.95	141.82	643.34	210.39
YOY	-78.55%	-29.65%	155.03%	-56.20%	-79.83%	126.68%	1408.96%	68.86%	-72.80%	108.67%	-9.05%	40.79%	48.35%
毛利率	4.30%	4.72%	4.62%	3.94%	3.98%	4.72%	6.20%	11.69%	8.79%	9.62%	8.38%	11.08%	9.46%
归母净利率	2.47%	3.32%	3.73%	3.04%	2.38%	3.51%	13.12%	5.66%	3.50%	5.90%	3.47%	7.39%	4.81%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

盈趣科技：24Q4 收入 10.34 亿元（同比+14.9%），归母净利润为 0.80 亿元（同比-32.0%）；25Q1 收入 8.59 亿元（同比+12.5%），归母净利润为 0.77 亿元（同比+37.8%）。公司深度绑定菲莫聚焦烟具制造，成功构建“零件+核心部件+整机”垂直一体化的业务体系。伴随 HNB 全球渗透率持续提升，我们预计公司新型烟草业务已在 24Q4 出现拐点，未来凭借优异制造能力&前瞻客户需求洞察，有望持续提升份额。

图 5：盈趣科技财务数据一图看

单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
营业总收入	871.39	972.31	1,116.56	899.95	764.19	810.98	963.52	1,034.07	859.34
YOY	-32.54%	-2.35%	3.20%	-7.79%	-12.30%	-16.59%	-13.71%	14.90%	12.45%
归母净利润	80.17	123.11	130.27	116.96	55.61	80.07	36.32	79.52	76.64
YOY	-48.42%	-34.53%	-32.46%	-25.51%	-30.63%	-34.96%	-72.12%	-32.01%	37.81%
扣非归母净利润	42.41	128.20	113.56	102.50	43.34	69.46	31.40	93.89	74.24
YOY	-67.99%	-28.64%	-37.11%	-9.72%	2.19%	-45.82%	-72.35%	-8.40%	71.30%
毛利率	29.88%	31.12%	28.74%	33.46%	27.58%	29.22%	26.63%	29.89%	28.82%
期间费用率	21.20%	12.74%	16.26%	12.98%	19.28%	18.29%	21.90%	15.48%	17.42%
销售费用率	2.10%	2.06%	1.78%	3.27%	2.19%	2.42%	2.39%	3.91%	2.54%
研发费用率	9.69%	9.31%	8.17%	10.62%	10.34%	10.50%	9.44%	8.43%	9.12%
管理费用率	7.21%	6.81%	5.36%	-0.73%	7.65%	6.98%	6.97%	5.99%	6.15%
财务费用率	2.20%	-5.44%	0.95%	-0.17%	-0.90%	-1.62%	3.10%	-2.84%	-0.38%
归母净利率	9.20%	12.66%	11.67%	13.00%	7.28%	9.87%	3.77%	7.69%	8.92%

资料来源:Wind, 信达证券研发中心

投资建议：核心烟草龙头加速转型、核心消费区域逐步开放，行业天花板有望稳步抬升。关注思摩尔国际、中烟香港，关注盈趣科技。

风险提示

监管趋严。若全球各国政府对 HNB 等新型烟草产品监管态度趋严，可能影响行业增长。

全球渗透率提升不及预期。若全球渗透率提升缓慢，则行业增速放缓，我国供应商可切入空间有限。

竞争加剧。目前 HNB 格局较为集中，若技术&研发高速发展，行业进入门槛降低，行业竞争可能加剧。

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。