



新型烟草行业研究

中性（维持评级）

 行业点评
 证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：张杨桓（执业 S1130522090001） 分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）
 zhangyanghuan@gjzq.com.cn zhaozhongping@gjzq.com.cn yinxinyue@gjzq.com.cn

PMI 对 HNB 全年销量预期不变，把握新型烟草产业链布局机遇

事件

PMI 发布 25H1 财报，新型烟草产业发展趋势依然优异。7 月 22 日，菲莫国际发布 2025H1 财报。25Q2 公司实现营收/经调整营业利润同比+7.1%/+16.1%至 101/43 亿美元，25H1 营收/经调整营业利润同比+6.5%/+14.5%至 194/80 亿美元。其中 25Q2 新型烟草营收同比+15.2%至 42 亿美元，25H1 营收同比+15.1%至 81 亿美元，25Q2 新型烟草营收占比同比+4.3pct 至 41.6%。25Q2HTU 销售量同比+9.2%至 388 亿支（25Q1 增速为 11.9%），25H1 销量同比+10.5%至 759 亿支，Q2 销售未出现实质降速，HTU25Q2 IMS（剔除渠道库存扰动影响）销量同比+11.4%（25Q1 为 9.4%），实际 HTU 销售情况仍较优。

FDA 审批允许 JUUL 相关雾化产品继续在美销售，美国合规市场扩容趋势愈发清晰。7 月 17 日，FDA 官网发布最新版的《获批电子烟产品清单》，JUUL 旗下一款雾化电子烟烟具及四款烟草味和薄荷味烟弹已正式获得市场销售授权(MGO)。这意味着 JUUL 在 2022 年被 FDA 下达销售禁令后，重新获得在美国市场销售的合法地位。截止目前，FDA 已审批通过的雾化电子烟产品总数由此前的 34 款增加至 39 款。

投资逻辑

HNB 市场规模持续增长，美国市场有望贡献显著增量。HNB 方面，欧洲市场风味禁令影响逐渐消退，菲莫 25Q2 欧洲市场 HTU 销量恢复双位数增长，一定程度上验证口味的限制并不会显著影响 HNB 吸引力，这是 HNB 行业后续政策风险较低且能健康长期成长的关键。后续重点期待美国 FDA 正式通过相关品牌的 HNB 产品，美国 HNB 市场开启并且扩容已是大势所趋，有望显著打开行业成长空间。

合规审批加速与严厉打击非法产品并行，美国合规雾化市场扩容趋势依旧清晰。FDA 允许 JUUL 雾化电子烟继续在美销售，表明 FDA 监管风向不是简单的一刀切，而是以维护行业健康发展为核心，有序引入合规产品并严厉打击非法。结合此前美国参议院拨款委员会批准向 FDA 拨款 2 亿美元，用于打击非法电子烟和尼古丁袋，并督促 FDA 加快产品审核。FDA 局长表示目前在售的电子烟中 85%为非法产品，未来将以打击非法电子烟列为首要任务，且已开始与海关跨部门执法查获巨额非法产品，合规市场仍有较大的扩容空间。我们认为 FDA 打击非法产品与逐步放款合规产品销售许可举措并行，美国合规雾化市场扩容趋势依旧清晰。

新型烟草行业扩容趋势清晰，把握相关产业链机遇。整体来看，HNB 全球市场规模仍处于持续增长中，且美国 HNB 市场的开启有望贡献重要增量。欧洲全面限制一次性烟、美国严厉打击非法且加速审批通过合规产品背景下，合法换弹式市场规模有望持续扩容。此前菲莫、英美烟草已分别提出未来新型烟草收入占比超过 50%的目标，整体来看海外新型烟草发展已是大势所趋。重点建议布局深度切入海外烟草集团雾化+HNB 供应链的思摩尔国际，此外烟草产业链建议关注中烟香港等。

风险提示

新品 PMTA 审批不通过与推广不及预期，海外对雾化非法产品监管力度低预期，汇率大幅波动



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-80234211
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 5 楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建国内大街 26 号
 新闻大厦 8 层南侧

深圳
 电话：0755-86695353
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
 18 楼 1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究