

从 ILUMA 上市看 HNB 产业链的创新动力

——新型烟草行业深度

推荐|首次

报告要点:

● IQOS ILUMA——PMI 在 HNB 领域的又一匠心之作

国际知名烟草公司菲利普莫里斯国际(简称菲莫国际或 PMI)于近日推出了拥有全新内部加热技术的新一代 IQOS 系列产品 IQOS ILUMA,一同推出的还有 IQOS ILUMA 专属新型烟弹 TERA。该系列产品已于 2021 年 8 月 17 日在日本上市,共推出两款设备 IQOS ILUMA PRIME 和 IQOS ILUMA 以及 11 种口味 TERA 智能芯烟弹。IQOS ILUMA PRIME 和 IQOS ILUMA 在创新技术运用及功能上基本保持一致,价格差异主要为设计及材质。

● “新革命”——全新内部电磁加热技术应用解决消费者痛点

为解决原有产品加热薄片易出现断片,以及烟草残留需要经常清洁等痛点,在新系列 IQOS 产品中 PMI 使用了 SMARTCORE INDUCTION SYSTEM,配合新型烟弹通过无需加热薄片的电磁感应加热技术实现内部加热烟草,达到不产生烟雾且不存在烟草残留的目的,从而为用户提供更加愉悦的使用体验。此外与之前 IQOS 系列产品相同,与传统卷烟相比,其所排放的有害化学物质的水平平均降低约 95%。

● 三十年磨一剑, IQOS 产品终破局

PMI 对于加热不燃烧制品的研究最早可追溯到 20 世纪 90 年代,至今已有 30 年历史。自 21 世纪初开始公司加强了对内部烟草加热系统的研究,在汲取之前产品经验后,最终于 2014 年在日本和米兰正式上市新一代加热不燃烧式电子烟 IQOS,并在 2016 年后取得迅猛发展。公司通过采用多元研究方向与大量研究投入的方式搭建科学产品研究体系。自 2008 年以来,公司在 RRP 产品上共计投入 81 亿美元;总计有超 930 位科学家、工程师和技术人员为 RRP 产品工作。IQOS 历经四代产品,每一代产品的核心变化均为了提供更佳消费体验。

● 传统烟草到新型烟草——突破行业天花板的必由之路

近年来包括菲莫国际、英美烟草在内的四大烟草集团均在积极布局新型烟草这一领域。国际烟草巨头对于该领域的加速布局究其原因首先是传统烟草行业发展已陷入瓶颈。同时可以在降低综合税率的同时攫取更多的利润。为了巩固自身行业地位, HNB 产业后续仍将是 PMI 等国际烟草巨头的重点发力领域。

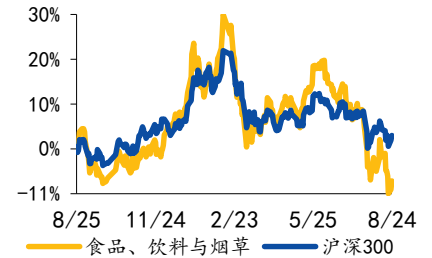
● 行稳致远,“无烟未来”革命仍将延续

伴随菲莫国际近年来对 IQOS 产品研究及推广的持续发力,21H1 公司 IQOS 系列产品整体表现优异。PMI 对于 RRP 系列产品后续发展抱有很高预期,公司希望 2021 年 RRP 系列产品出货量可以达到 950-1000 亿支,2025 年达到 2500 亿支。公司新任 CEO Jacek Olczak 近期表示公司已计划在未来 10~15 年逐步退出卷烟销售,并期待在日本率先实现这一计划。我们认为伴随 PMI IQOS 系列产品矩阵的不断完善,全球市场的逐步拓展, IQOS 产品将延续高速发展趋势,其仍将作为 PMI “无烟未来”的使命承载者而继续前行。

● 风险提示

新品销售不及预期,行业监管政策超预期,行业竞争加剧导致盈利下降。

过去一年股价走势



相关研究报告

报告作者

分析师 徐恺
执业证书编号 S002052105003
电话 021-51097188-1930
邮箱 xukai@gyzq.com.cn
联系人 许元琨
邮箱 xuyuan@gyzq.com.cn

目 录

1. IQOS ILUMA——PMI 在 HNB 领域的又一匠心之作	4
1.1 “新产品”，“新口感”——IQOS ILUMA 设备及烟弹详解	4
1.2 “新革命”——全新内部电磁加热技术应用解决消费者痛点	7
2. HNB 烟草制品——国际烟草巨头的破局密钥	12
2.1 三十年磨一剑，IQOS 产品终破局	12
2.2 传统烟草到新型烟草——突破行业天花板的必由之路	15
2.3 行稳致远，“无烟未来”革命仍将延续	17
3. 风险提示	21

图表目录

图 1: IQOS ILUMA 产品图	4
图 2: IQOS ILUMA 所搭配的新型烟弹 TEREA	4
图 3: IQOS ILUMA PRIME 共包含 4 种颜色款式	5
图 4: IQOS ILUMA 共包含 5 种颜色款式	5
图 5: IQOS ILUMA PRIME 配备了半包类型充电器	5
图 6: IQOS ILUMA 充电器与 IQOS3 DUO 充电器类似	5
图 7: IQOS ILUMA 充电器外壳套可根据用户偏好自定义	6
图 8: 新款 IQOS 产品配套推出了 11 种口味新型烟弹	7
图 9: 新一代 IQOS 产品创新技术概览	8
图 10: 原有 IQOS 系列产品所采用的片式加热方法	8
图 11: IQOS ILUMA 内部没有加热薄片	9
图 12: CN 111902055 A 内部构造图	9
图 13: TEREA 构造拆分一览	9
图 14: 新型烟弹内置金属加热芯片	10
图 15: 烟弹插入部份内置线圈可在加热时产生磁性	10
图 16: 新型烟弹具有密封圈	10
图 17: 新型烟弹加热后内部情况	10
图 18: 新型烟弹不适用于原有 IQOS 产品	11
图 19: PMI 加热不燃烧产品发展历史及产品介绍（1990-2019 年）	12
图 20: PMI 所搭建的四大减害产品研究平台	13
图 21: PMI 科学研究架构	13
图 22: RRP 产品研发费用投入与在研发费用中的占比变化趋势	13
图 23: PMI 每代产品的核心变化都是为了给消费者带来更好的消费体验	14
图 24: 全球不同性别人群烟草使用流行率	15
图 25: 全球烟草行业市场规模持续下滑	15
图 26: 每百亿支烟弹收入对比	16
图 27: PMI 在全球烟草行业市场份额	16
图 28: RRP 系列营收趋势及在 PMI 营收中的占比	18

图 29: 2020 年以来日本烟弹销量及市占率水平	19
图 30: 2020 年以来欧洲地区烟弹销量及市占率水平	19
图 31: IQOS 全球用户数变化趋势	19
图 32: IQOS 烟弹出货量变化趋势	20
图 33: 公司希望在 2025 年将销售区域覆盖扩大至 100 个国家及地区	20
图 34: 2019 年以来 IQOS 产品在美国的销售限制逐渐放开	21
图 35: PMI 已协议收购包括 Fertin Pharma 在内的口服给药系统相关公司... ..	21
表 1: IQOS ILUMA PRIME 与 IQOS ILUMA 对比	6
表 2: IQOS 历代产品核心变化概览	14
表 3: 菲莫国际新型烟草税后售价远高于传统烟草	16
表 4: IQOS 放量后 PMI 综合税率出现边际下滑	17
表 5: RRP 系列出货量情况	18

1. IQOS ILUMA——PMI 在 HNB 领域的又一匠心之作

国际知名烟草公司菲利普莫里斯国际（简称菲莫国际或 PMI）于近日推出了拥有全新内部加热技术的新一代 IQOS 系列产品 IQOS ILUMA，一同推出的还有 IQOS ILUMA 专属新型烟弹 TERE A。该系列产品已于 2021 年 8 月 17 日在日本上市，在日本共推出两款设备 IQOS ILUMA PRIME 和 IQOS ILUMA 以及 11 种口味 TERE A 智能芯烟弹。

图 1：IQOS ILUMA 产品图



资料来源：PMI，国元证券研究所

图 2：IQOS ILUMA 所搭配的新型烟弹 TERE A



资料来源：VAPE CIRCUIT，国元证券研究所

1.1 “新产品”，“新口感”——IQOS ILUMA 设备及烟弹详解

本次 IQOS ILUMA 系列产品在日本共推出了两款设备：IQOS ILUMA PRIME 和 IQOS ILUMA，二者在日本市场的售价分别为 12980 日元和 8980 日元，较原有产品 IQOS 3 DUO（现约为 6980 日元）售价更高。其中 IQOS ILUMA PRIME 作为新一

代 IQOS 的旗舰机型共包含 4 种颜色款式，IQOS ILUMA 作为标准机型共包含 5 种颜色款式。

设备创新技术运用及功能上基本保持一致，价格差异主要为设计及材质。IQOS ILUMA PRIME 与 IQOS ILUMA 在设备规格上完全相同，充电器规格上略有差异。二者在功能上均搭载了最新 Smartcore 智能内核感应系统，具备不产生烟雾及烟草灰烬的内部加热，智能手势操控，智能感应加热等功能。设备连抽次数可达到 2 次，设备充电时间约为 1 分 50 秒，满电续航可达到 20 支。

IQOS ILUMA PRIME 与 IQOS ILUMA 的差异点主要体现在设计以及所使用的材料上。IQOS ILUMA PRIME 采用了全新的半包类型充电器，同时使用新型铝材和纹理包裹相结合的全新材料，该设备可通过用户的智能手机定制连接功能，或者通过其他附件进行离线定制（充电器包装和固定环）。而 IQOS ILUMA 所使用的充电器与 IQOS3 DUO 类似，该设备亦提供了更多的配件选项（支架环等）。IQOS ILUMA 系列产品包括充电器外壳套在内的相关配饰均可根据用户偏好自定义。

图 3: IQOS ILUMA PRIME 共包含 4 种颜色款式



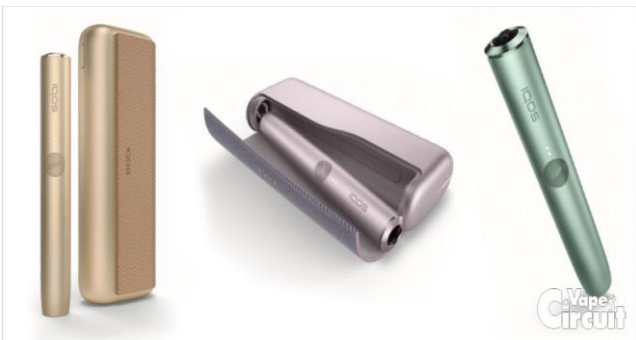
资料来源: VAPE CIRCUIT, 国元证券研究所

图 4: IQOS ILUMA 共包含 5 种颜色款式



资料来源: VAPE CIRCUIT, 国元证券研究所

图 5: IQOS ILUMA PRIME 配备了半包类型充电器



资料来源: VAPE CIRCUIT, 国元证券研究所

图 6: IQOS ILUMA 充电器与 IQOS3 DUO 充电器类似



资料来源: VAPE CIRCUIT, 国元证券研究所

表 1: IQOS ILUMA PRIME 与 IQOS ILUMA 对比

	IQOS ILUMA PRIME	IQOS ILUMA
产品定位	旗舰机型	标准型号
产品特点	内部不含加热薄片，搭载 Smartcore 智能内核感应系统	内部不含加热薄片，搭载 Smartcore 智能内核感应系统
颜色款式	4 款	5 款
设备规格	长度：101mm 宽度：14.5mm 重量：30.5g	长度：101mm 宽度：14.5mm 重量：30.5g
充电器规格	117.2mm*44.7mm*22.2mm 重量：141g	121.5mm*47mm*23.4mm 重量：116.5g
设备连抽次数	2 次	2 次
设备充电时间	约 1 分 50 秒	约 1 分 50 秒
充电器充电时间	135 分钟	135 分钟
满电续航能力	20 支	20 支
售价	12980 日元	8980 日元
其他功能	智能手势操控，智能感应加热、各种照明模式、锁定和解锁设备等	
主要差异点	IQOS ILUMA PRIME 采用了全新的半包类型充电器，同时使用新型铝材和纹理包裹相结合的全新材料，该设备可通过用户的智能手机定制连接功能，或者通过其他附件进行离线定制（充电器包装和固定环）。而 IQOS ILUMA 所使用的充电器与 IQOS3 DUO 类似，该设备亦提供了更多的配件选项（支架环等）	

资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 7: IQOS ILUMA 充电器外壳套可根据用户偏好自定义



资料来源：Engadget，国元证券研究所

新款 IQOS 产品共配套推出了 11 种口味新型烟弹，与万宝路烟弹口味类似。从细分口味上看，有 4 种普通口味，3 种普通薄荷口味以及 4 种加香薄荷口味。价格为 550

日元一盒，一盒内包含 20 支。根据 PMI 调查数据显示，新型烟弹的口感较为醇厚，在口感丰富度、愉悦感方面均表现良好。

图 8：新款 IQOS 产品配套推出了 11 种口味新型烟弹



资料来源：VAPE CIRCUIT，国元证券研究所

1.2 “新革命”——全新内部电磁加热技术应用解决消费者痛点

全新内部电磁加热创新技术塑造产品核心竞争壁垒。 IQOS ILUMA 作为 PMI 新一代无烟未来的“使命承载者”同时被誉为迄今为止最具创新的“革命性”产品，其采用了多项创新技术，其中最重要的是摒弃了传统加热薄片来加热烟弹的方式，在新设备中使用了 SMARTCORE INDUCTION SYSTEM，使得可以在没有加热片的情况下实现内部加热烟叶。同时由于新设备中不含加热薄片，因此不会出现断片的情况，也不需要像传统 IQOS 产品一样进行清洁。

多重新型功能提升用户体验。除上述创新外，新设备还具备智能感应启动加热功能，TEARA 智能芯烟弹在插入设备后无需操作，设备将自动感应并开始内部加热烟弹，在拔出烟弹后设备将自动停止加热。此外 IQOS ILUMA 系列产品还具有 Smart Gesture Lift Up，即将设备倾斜以检查不使用时的剩余使用次数以及 Smart Gesture Double Tap，即在使用过程中点击设备以通知剩余使用时间等功能。

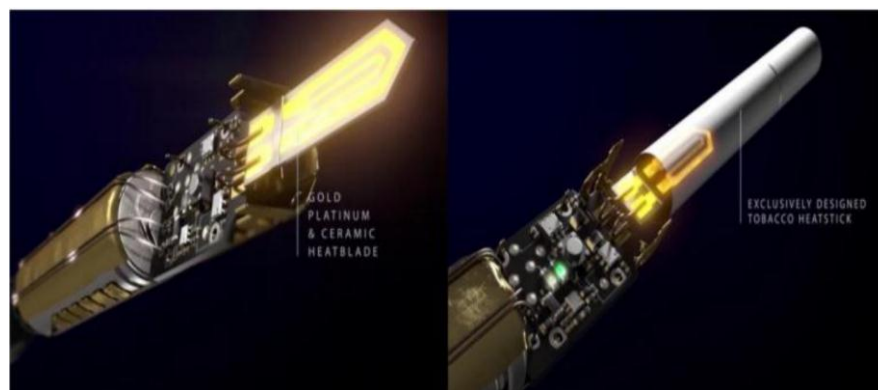
图 9：新一代 IQOS 产品创新技术概览



资料来源：PMI，国元证券研究所

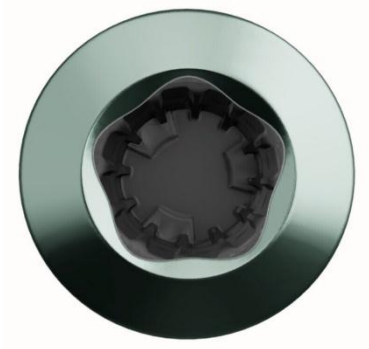
原有 IQOS 系列产品主要为传统发热片式加热，利用电池储蓄的能量对 IQOS 产品内部的加热薄片进行加热。当烟弹被放入设备中，设备内置加热薄片便插入了烟弹中，通过从烟弹中心向外释放热量对烟弹进行加热。而 IQOS ILUMA 本次所采用的最新技术主要为不含加热薄片的烟支内部电磁加热，根据《IQOS ILUMA “工程样机” 拆解报告》，IQOS ILUMA 可能为编号 CN 111902055 A 专利的烟支结构。该烟支结构图显示烟支包含滤嘴段元件（前部塞），前部塞内周和外周表面均设置铝箔，铝箔可以在电磁线圈中感应加热并防止气溶胶在滤嘴段元件处出现冷凝的情况。

图 10：原有 IQOS 系列产品所采用的片式加热方法



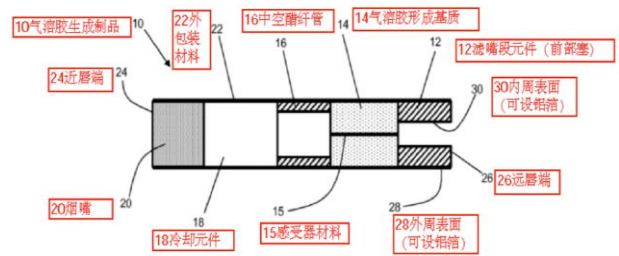
资料来源：PMI，国元证券研究所

图 11: IQOS ILUMA 内部没有加热薄片



资料来源: PMI, 国元证券研究所

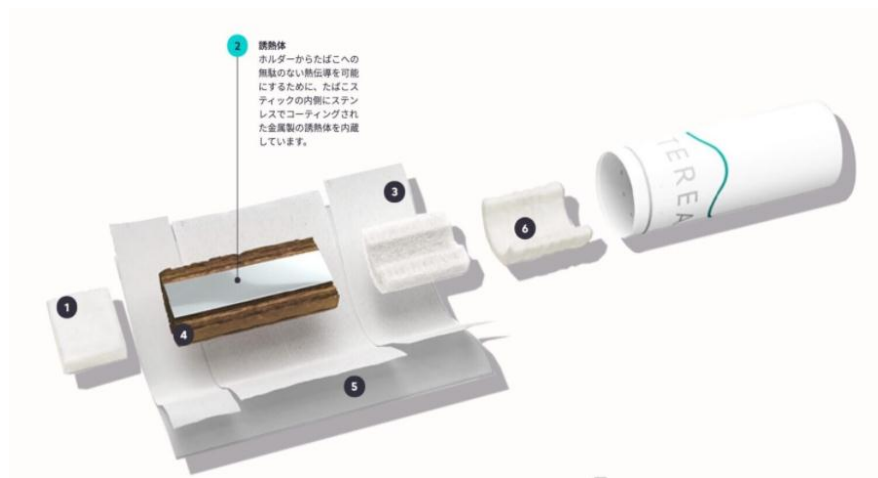
图 12: CN 111902055 A 内部构造图



资料来源:《IQOS ILUMA “工程样机” 拆解报告》, 国元证券研究所

从新型烟弹 TERE A 的角度看,TEREA 内部包含加热芯片,该加热芯片为金属制品,可搭配新 IQOS 内部的环境式磁能线圈进行智能加热。当 TERE A 插入设备后,设备内部线圈会产生磁性开启内部加热,整个过程无需燃烧,因此不会产生烟雾,同时不会出现烟草的残留,增强了用户的抽吸体验。

图 13: TERE A 构造拆分一览



资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 14：新型烟弹内置金属加热芯片



资料来源：PMI, 国元证券研究所

图 15：烟弹插入部份内置线圈可在加热时产生磁性



资料来源：PMI, 国元证券研究所

从 TERA 新型烟弹实物图也可以看出，新型烟弹外部被密封圈所包裹，在加热完以后从外表上看几乎与未加热的烟弹相同，新型烟弹使用完后也基本没有残留物。此外由于全新 IQOS 系列产品的特殊性，TEREA 新型烟弹只能在 IQOS ILUMA 系列产品上使用，不适用于原有 IQOS 产品。

图 16：新型烟弹具有密封圈



资料来源：Engadget, 国元证券研究所

图 17：新型烟弹加热后内部情况



资料来源：Engadget, 国元证券研究所

图 18：新型烟弹不适用于原有 IQOS 产品



资料来源：VAPE CIRCUIT，国元证券研究所

综上，IQOS ILUMA 可以被视作 PMI 在 HNB 领域的又一匠心之作，其对于整个行业具有“革命性”作用。为解决原有产品加热薄片易出现断片，以及烟草残留需要经常清洁等痛点，在新系列 IQOS 产品中 PMI 使用了 SMARTCORE INDUCTION SYSTEM，配合新型烟弹通过无需加热薄片的电磁感应加热技术实现内部加热烟草，达到不产生烟雾且不存在烟草残留的目的，从而为用户提供更加愉悦的使用体验，此外与之前 IQOS 系列产品相同，与传统卷烟相比，其所排放的有害化学物质的水平平均降低约 95%。

正如 PMI 首席执行官 Jacek Olczak 所说：“公司的伟大愿景是打造一个无烟的世界；一个香烟被无烟替代品所取代的世界。公司已推出了 4 代 IQOS 加热烟草系统；不断扩大自身的产品组合，并提供持续改进的、以科学为支撑的解决方案，这些解决方案利用技术进步来解决消费者的痛点。IQOS ILUMA 是公司迄今为止最具创新性的设备，为成年吸烟者提供了另一个更好的选择，代表了我们在加速终结吸烟的努力中的一次重要飞跃。”

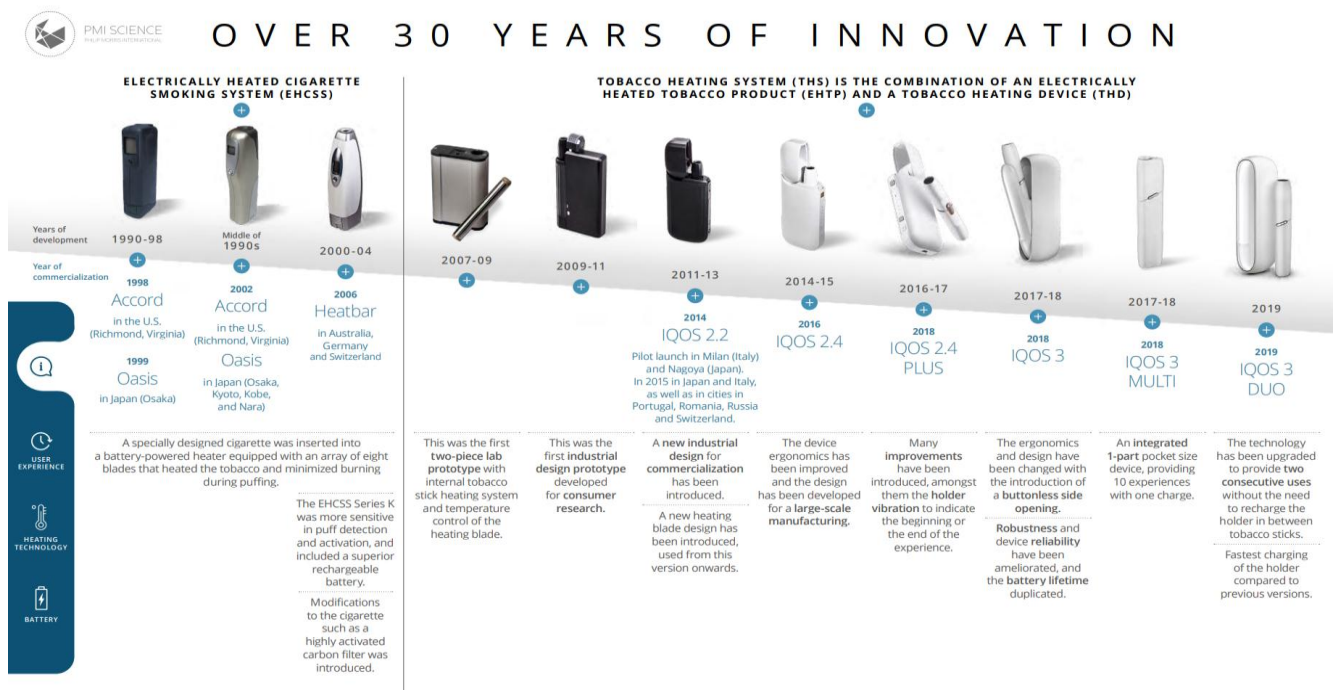
2. HNB 烟草制品——国际烟草巨头的破局密匙

2.1 三十年磨一剑，IQOS 产品终破局

PMI 对于加热不燃烧制品的研究最早可追溯到 20 世纪 90 年代，至今已有 30 年历史。其第一代产品 Accord（在日本称 Oasis）为电加热烟草形式，虽然公司在后续的 02 年版 Accord 和 06 年版 Heatbar 中对该类型产品进行升级，但由于卷烟本身成分复杂特性以及烟民对外观及口感的挑剔，这一类产品市场认可度不高。

PMI 于 21 世纪初开始更换研究方向，加强对内部烟草加热系统的研究（片式加热方法）。公司在 2007-09 年与 2009-11 年分别完成了实验室原型 THS2.0 与工厂设计原型 THS2.1 的研制，在汲取前两款的经验后，最终于 2014 年在日本和米兰正式上市新一代加热不燃烧式电子烟 IQOS，2016 年 IQOS 产品在一档著名娱乐节目中被介绍，随后得以迅猛发展。

图 19：PMI 加热不燃烧产品发展历史及产品介绍（1990-2019 年）



资料来源：PMI SCIENCE，国元证券研究所

多元研究方向与大量研究投入搭建科学产品研究体系。为了加强自身对于减害产品的科学研究，PMI 搭建了以四大研究平台为核心的科学产品研究体系。其中平台一是 PMI 研究进展最为深入的平台，其研究方向为电加热烟草设备，原理是在一定温度内（350℃以下），通过加热片加热特殊烟弹以减少有害物质的产生并给用户更好的使用体验，IQOS3 等产品均由这一平台所研制；平台二，平台三与平台四的研究方向分别为不依赖电子设备控制烟草温度的碳加热烟草制品，尼古丁非电控产品以及新版 e-vapor 产品。同时在四大研究平台的基础上，PMI 还设置了毒性评估、临床评

估、观念和行为研究以及长期影响评估的研究架构。

图 20: PMI 所搭建的四大减害产品研究平台



资料来源: PMI SCIENCE, 国元证券研究所

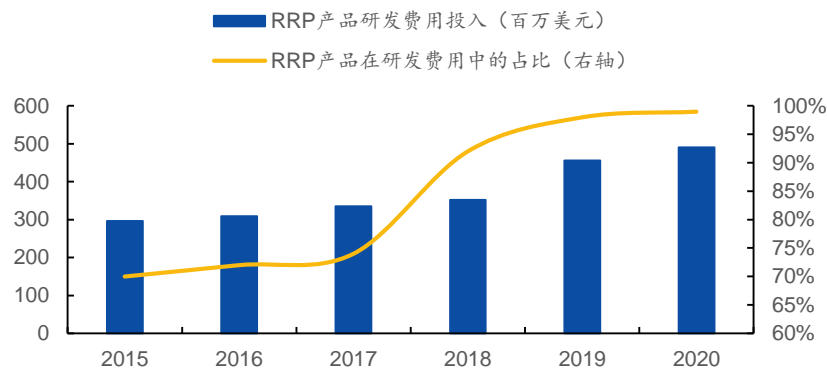
图 21: PMI 科学研究架构



资料来源: PMI SCIENCE, 国元证券研究所

为不断强化自身对于减害产品的研究, PMI 投入了大量资源。根据 PMI SCIENCE 数据, 自 2008 年以来, 公司在开发、研究、制造生产 RRP 产品上共计投入 81 亿美元。至 2020 年, RRP 当年产品研发费已达到 4.9 亿美元, 在公司全部研发费用中的比重高达 99%。此外公司总计有超 930 位科学家、工程师和技术人员为 RRP 产品工作。

图 22: RRP 产品研发费用投入与在研发费用中的占比变化趋势

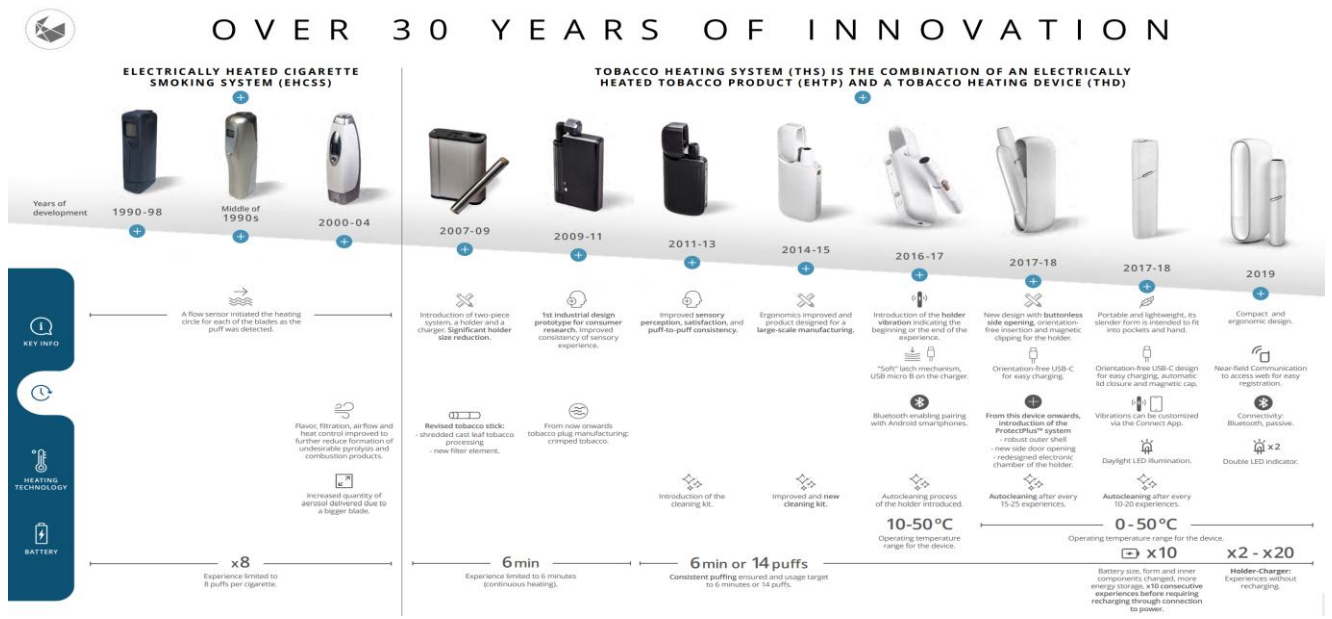


资料来源: PMI, 国元证券研究所

IQOS 历经四代产品, 每一代产品的核心变化均为了提供更佳消费体验。纵观 PMI 加热不燃烧产品发展史, 其每一次变革都是为了给消费者提供更为良好的使用体验, 主要的改革方向为产品设计 (主要涉及外观, 方便性等); 口感 (主要涉及加热是否均匀、充分); 其他因素 (充电速度、续航能力等)。以 IQOS 系列产品为例, IQOS2.2-2.4 时只有较为基础的功能, 口感体验和续航能力上整体表现一般; 到 IQOS2.4 PLUS 增加了蓝牙连接等最新技术, 并加快了设备的充电时间; IQOS3 后采用了磁铁按压

设计以及全新 Protect Plus 系统，并进一步加强了设备的续航能力，其中 IQOS3 MULTI 合并了充电器和烟杆，使得携带更为便捷；至 IQOS ILUMA (IQOS 第四代产品)，其搭载了最新 SMARTCORE INDUCTION SYSTEM，通过无需加热薄片的电磁感应加热技术实现内部加热，达到不产生烟雾且不存在烟草残留的目的，从而为用户提供更加愉悦的使用体验。

图 23: PMI 每代产品的核心变化都是为了给消费者带来更好的消费体验



资料来源: PMI SCIENCE, 国元证券研究所

表 2: IQOS 历代产品核心变化概览

	IQOS2.2	IQOS2.4	IQOS2.4 PLUS	IQOS3	IQOS3 MULTI	IQOS3 DUO	IQOS ILUMA
产品核心变化	采用了最新的加热薄片设计，在用户口感上有较大提升	对设计上做了较大改进，用户更容易使用插入烟弹；充电时间更快	设计进一步改进，设备震动来代表体验的开始与结束；配备了蓝牙连接以及相关手机 app；使用 USB micro B；充电时间更快	采用磁铁按压设计以及全新 Protect Plus 系统；加热更加均匀、充分；开始使用 USB-C 接口	设计更加轻便，合并了充电器和烟杆；更换了电池大小、规格	整体设计更加紧凑，烟杆在不充电下可连抽 2 次；具有更快的充电速度	使用 SMARTCORE INDUCTION SYSTEM，通过无需加热薄片的电磁感应加热技术实现内部加热
发布时间	2014 年	2016 年	2018 年	2018 年	2018 年	2019 年	2021 年
产品图片							

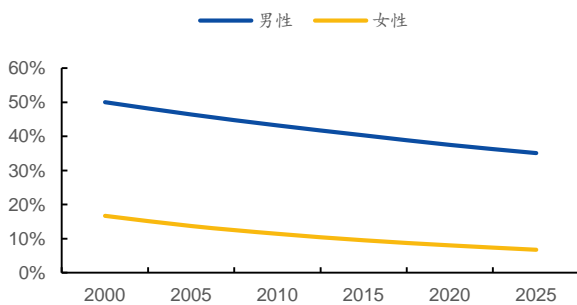
资料来源: PMI SCIENCE, 公司官网, 国元证券研究所

2.2 传统烟草到新型烟草——突破行业天花板的必由之路

作为新型烟草的加热不燃烧制品（HNB 烟草制品）本身具有加热温度较传统卷烟低（温度大多控制在 350℃ 以下），减少用户对有害成分的吸食量等特点，具有较高的技术壁垒；同时其发展前景空间仍然较大，根据 Euromonitor 数据，预计至 2022 年市场销售额将达到 342 亿美元。近年来包括菲莫国际、英美烟草在内的四大烟草集团均在积极布局这一领域。

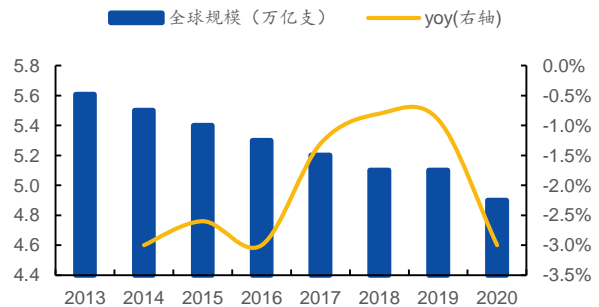
国际烟草巨头对于这一领域的加速布局究其原因首先是传统烟草行业发展已陷入瓶颈。根据 WHO 数据，全球不同性别人群的烟草使用流行率呈现出明显的下滑趋势，2000 年至 2025 年男性和女性的烟草使用流行率预计将分别下滑 14.9pct 和 10pct。同时受到控烟政策，税收政策以及人们健康意识增强等因素影响，全球烟草行业市场规 模近年来也表现萎靡，根据 PMI 数据，2013-2020 年复合增速仅为 -2%。

图 24：全球不同性别人群烟草使用流行率



资料来源：WHO，国元证券研究所

图 25：全球烟草行业市场规模持续下滑



资料来源：PMI，国元证券研究所

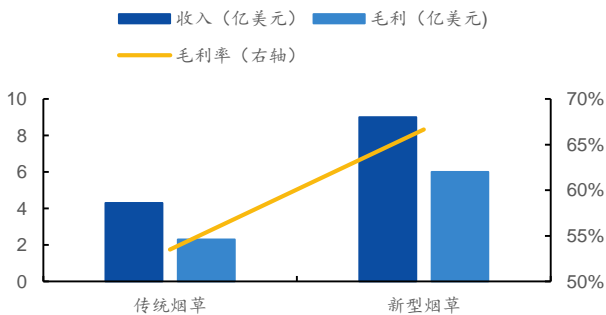
其次大力开拓新型烟草业务可以带来更多的利润。相较于传统烟草，新型烟草具有更高的单价，随着相关产品出货量的高速增长，对烟草巨头收入的拉动作用将边际增强。根据 PMI 数据，截至 21Q2，RRP 制品单价约为传统烟草的三倍。此外从每百亿支烟弹收入及毛利对比看，新型烟草的表现亦远好于传统烟草。此外从税率角度看，经测算 2016 和 2017 年菲莫国际 RRP 系列税率仅为 0.8% 和 5.3%，该系列产品放量带动公司 2017 年综合税率即使是在各国加征烟草税的背景下仍实现边际下降，伴随 PMI 加热不燃烧产品市场份额的持续提升，PMI 综合税率中枢也维持在相对低位。

表 3：菲莫国际新型烟草税后售价远高于传统烟草

项目	2017	2018	2019	2020	2021Q2	
传统烟草	营收 (百万美元)	25,108	25,529	24,218	21,867	5,318
	出货量 (百万支)	761,926	740,315	706,709	628,518	156,138
	单价 (美元)	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
RRP	营收 (百万美元)	3,640	4,096	5,587	6,827	2,276
	出货量 (百万支)	36,226	41,372	59,652	76,111	24,356
	单价 (美元)	0.10	0.10	0.09	0.09	0.09
合计	营收 (百万美元)	28,748	29,625	29,805	28,694	7,594
	出货量 (百万支)	798,152	781,687	766,361	704,629	180,494
	单价 (美元)	0.036	0.038	0.039	0.041	0.042

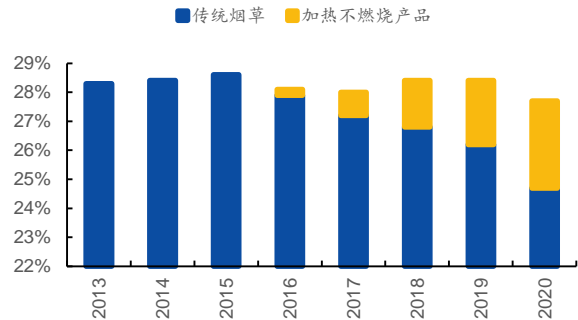
资料来源：PMI, 国元证券研究所

图 26：每百亿支烟弹收入对比



资料来源：PMI, 国元证券研究所

图 27：PMI 在全球烟草行业市场份额



资料来源：PMI, 国元证券研究所

表 4: IQOS 放量后 PMI 综合税率出现边际下滑

单位：百 万美元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入	77,393	80,029	80,106	73,908	74,953	78,098	79,823	77,921	76,047
成本	10,373	10,410	10,436	9,365	9,391	10,432	10,758	10,513	9,569
税金	46,016	48,812	50,339	47,114	48,268	49,350	50,198	48,116	47,353
税后收入	31,377	31,217	29,767	26,794	26,685	28,748	29,625	29,805	28,694
毛利	21,004	20,807	19,331	17,429	17,294	18,316	18,867	19,292	19,125
税率	59.5%	61.0%	62.8%	63.7%	64.4%	63.2%	62.9%	61.7%	62.3%
毛利率	27.1%	26.0%	24.1%	23.6%	23.1%	23.5%	23.6%	24.8%	25.1%

资料来源：PMI，国元证券研究所

综上所述，为了突破传统烟草行业的天花板同时攫取更多的利润，加码新型烟草领域成为国际烟草巨头的必由之路。菲莫国际作为国际烟草巨头之一，自 2014 年开始大刀阔斧推出电子烟产品，并且开始将 IQOS 作为自己的旗舰产品并宣扬 smoke-free future，加热不燃烧制品在 PMI 的推动下也实现了高速发展。我们相信为了巩固自身行业地位，HNB 产业后续仍将是 PMI 等国际烟草巨头的重点发力领域。

2.3 行稳致远，“无烟未来”革命仍将延续

伴随菲莫国际近年来对 IQOS 产品研究及推广的持续发力，21H1 公司 IQOS 系列产品整体表现优异。从出货量角度看，21H1 菲莫国际 IQOS 烟弹全球出货量 461 亿支，同比增长 30.1%；21Q1/Q2 出货量分别为 217 亿支/244 亿支，同比分别增长 29.9%/30.2%。分地区看，21H1 东亚市场同比增长 17.6%；欧盟市场增速仍保持强劲，出货量同比增长 50.2%；东欧及中东市场增长 31.9%。21H1 IQOS 烟弹出货量占公司总出货量的 13.3%。同时从地区比重看，截至 21Q2，公司在亚洲与澳洲的出货量占比最高。总体上看，IQOS 全球拓展步伐仍然较快，亚洲以外市场尤其是欧盟市场继续维持高速增长。

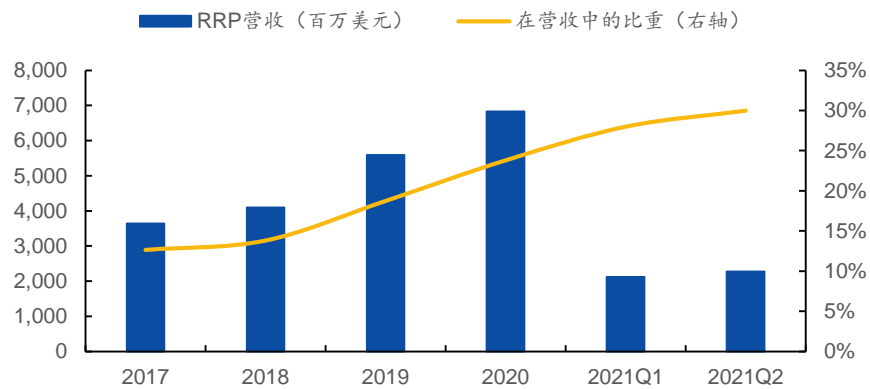
从收入端看，21H1 菲莫国际新型烟草收入合计 44.0 亿美元，同比增长 39.1%；21Q1/Q2 新型烟草营收分别为 21.2 亿美元/22.8 亿美元，同比分别增长 36.5%/41.7%。截至 21Q2，新型烟草收入占公司总营收比重达到 30.0%，位于历史新高。

表 5: RRP 系列出货量情况

RRP 出货量: 百万支	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2021Q2
欧盟	224	1,889	5,977	12,569	19,842	6,426	6,921
yoy	833.3%	743.3%	216.4%	110.3%	57.9%	37.9%	63.7%
东欧&中东	100	1,581	8,382	16,107	21,920	6,031	7,352
yoy	4900.0%	1481.0%	430.2%	92.2%	36.1%	24.7%	38.4%
亚洲&澳洲	7,070	32,729	26,866	30,677	33,898	9,172	9,943
yoy	1810.8%	362.9%	-17.9%	14.2%	10.5%	28.8%	9.6%
拉美	—	27	147	299	451	105	140
yoy			444.4%	103.4%	50.8%	-2.8%	48.9%
合计	7,394	36,226	41,372	59,652	76,111	21,734	24,356
yoy	1767.2%	389.9%	14.2%	44.2%	27.6%	29.9%	30.2%

资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 28: RRP 系列营收趋势及在 PMI 营收中的占比

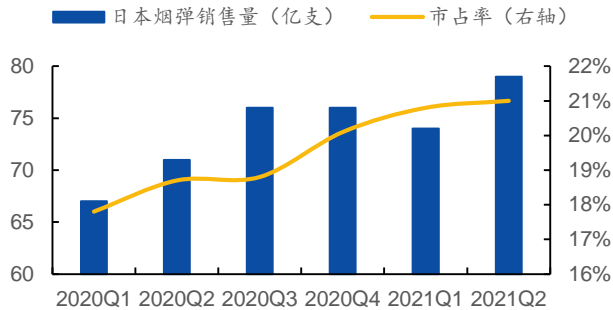


资料来源: PMI, 国元证券研究所

分地区销量及市占率上看，整体上 IQOS 系列产品在各地区销售量和市占率水平均呈边际上行趋势。其中 21Q2 日本烟弹销量为 79 亿支，市占率水平上升至 21%；欧洲地区烟弹销量为 68 亿支，市占率水平达到 5.5%。从烟民拓展角度看，截至 2021Q2，IQOS 全球用户数为 2010 万人，较去年同期增加 480 万人，环比增加 100 万人。其中 IQOS 忠实用户（IQOS 忠实用户指每周 IQOS 烟弹消费量占烟草总消费量 70% 以上的用户，其他用户指占比 5%-70% 的用户）达到 1470 万人，与公司 2025 年转

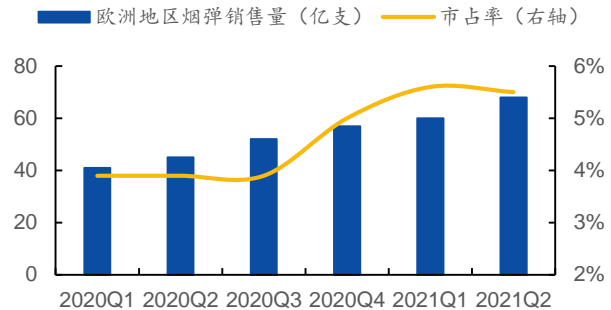
化超 4000 万烟民仍有超 2 倍的提升空间。为实现这一目标，PMI 烟民转化人数需要在 2021-2025 年间完成约 28% 的年复合增速。

图 29: 2020 年以来日本烟弹销量及市占率水平



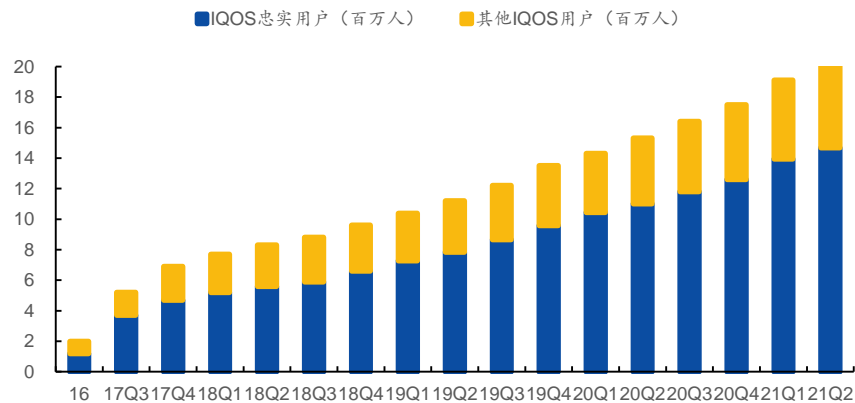
资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 30: 2020 年以来欧洲地区烟弹销量及市占率水平



资料来源: PMI, 国元证券研究所

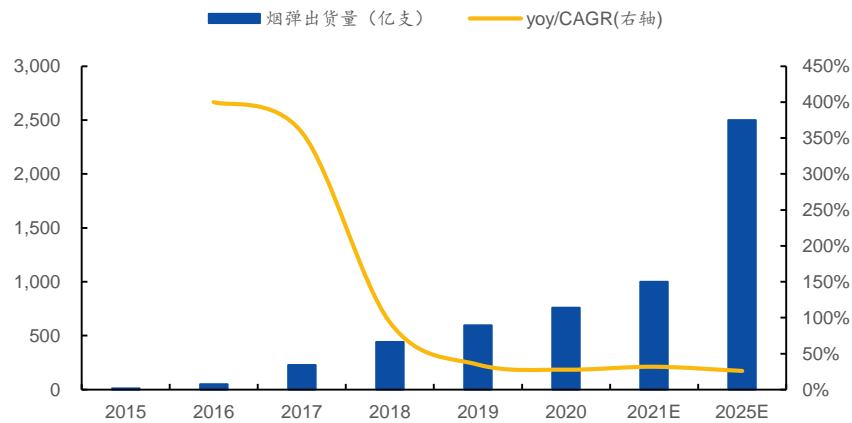
图 31: IQOS 全球用户数变化趋势



资料来源: PMI, 国元证券研究所

PMI 对于 RRP 系列产品后续发展抱有很高预期。对于阶段性目标，PMI 希望 2021 年 RRP 系列产品出货量可以达到 950-1000 亿支。公司 2014 年推出 IQOS 之初的目标是到 2020 年 RRP 烟弹出货量达到 300-500 亿支，这一目标已在 2017 年提前实现。对于 2025 年的“Ambitious Goal”，公司希望 RRP 系列产品出货量达到 2500 亿支，销售区域覆盖扩大至 100 个国家及地区，同时在净营业收入中的占比超 50%，据此我们假设 2021-2025 年 PMI 总出货量增速为-4%（2017-2020 年 CAGR），全部产品单价每年增加 0.002 美元，从而可以测算出至 2025 年 PMI 净营收约为 292 亿美元，若 RRP 系列产品在净营业收入中的占比超 50%，则 RRP 系列产品净营收届时将超 146 亿美元，较 2020 年增长 114%。

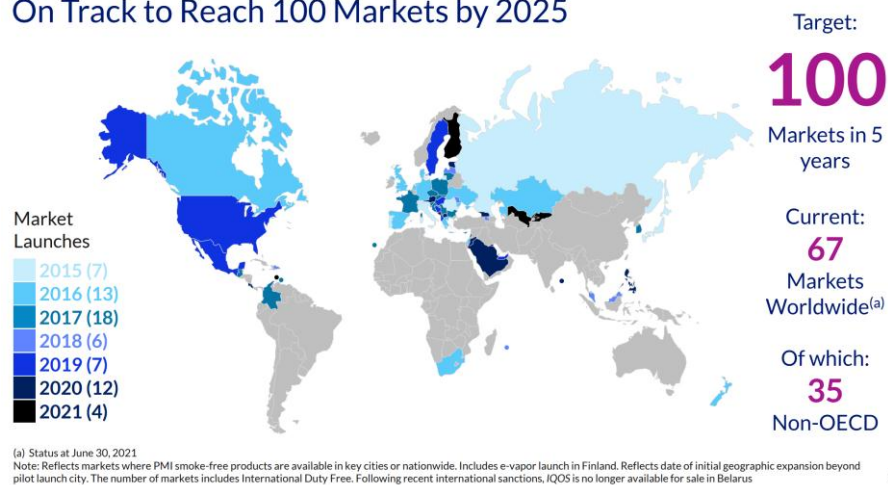
图 32: IQOS 烟弹出货量变化趋势



资料来源: PMI, 国元证券研究所

图 33: 公司希望在 2025 年将销售区域覆盖扩大至 100 个国家及地区

On Track to Reach 100 Markets by 2025



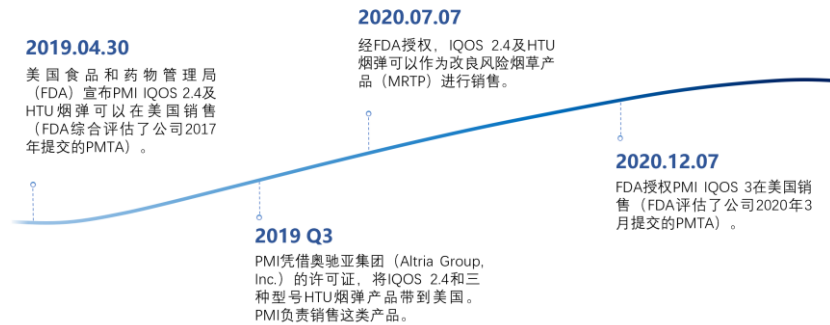
资料来源: PMI, 国元证券研究所

革命仍将延续, IQOS 仍将作为 PMI “无烟未来”的使命承载者而继续前行。自 2019 年以来 IQOS 产品在美国的销售限制逐渐放开, FDA 先后批准 IQOS 2.4 及 HTU 烟弹产品的 PMTA 与 MRTP 申请以及 IQOS 3 的 PMTA 申请, 这有利于 IQOS 产品进一步开拓美国市场; 同时 PMI 已于近期协议收购包括 Fertin Pharma 在内的多家口服给药系统的相关公司, 以掌握相关核心技术 know-how 环节, 提升公司在创新吸入和口服产品配方方面的能力。

此外在 2021 年 5 月 5 日, 公司新任 CEO Jacek Olczak 表示公司已计划在未来 10~15 年逐步退出卷烟销售, 并期待在日本率先实现这一计划, 其指出十年内日本

将成为无烟社会。我们认为伴随 PMI IQOS 系列产品矩阵的不断完善，全球市场的逐步拓展，IQOS 产品将延续高速发展趋势，其仍将作为 PMI “无烟未来”的使命承载者而继续前行。

图 34：2019 年以来 IQOS 产品在美国的销售限制逐渐放开



资料来源：FDA, PMI, 国元证券研究所

图 35：PMI 已协议收购包括 Fertin Pharma 在内的口服给药系统相关公司

Building Our Modern Oral Platform

- Small but fast-growing smoke-free category for nicotine pouches
- Recent acquisitions provide strong capabilities:
 - AG Snus (completed): Branded products, technology & manufacturing expertise
 - Fertin Pharma (proposed): Oral delivery know-how, development, technology
- Increased commercial activity planned in coming quarters



资料来源：PMI, 国元证券研究所

3. 风险提示

新品销售不及预期，行业监管政策超预期，行业竞争加剧导致盈利下降

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188