

# 基于路径之争&基因之辨，探讨 Hilo 产品潜力

2025 年 01 月 22 日

➤ **路径之争：HNB 行业格局优于雾化，参与方多为大烟草公司。** 雾化型电子烟行业进入门槛较低（虽然打造好产品依然困难），且海外监管偏弱，行业呈现劣币驱逐良币态势（灰色市场占比较高）。相比而言，HNB（加热不燃烧产品）格局更优，且产品多由传统烟草公司推出，如 2024 年日本市场 IQOS（隶属菲莫国际，PMI）/GLO（隶属英美烟草，BAT）/ploom（隶属日烟，JT）市占率分别为 50%/20%/10%。行业壁垒主要体现为：**1) 研发高投入**：IQOS 为兼顾烟草口感还原度和减害功效，累计投入 125 亿美元，并申请数百项专利涵盖加热技术/设备研发等；**2) 供应链&渠道掌握于传统烟草手中**：HNB 复用传统烟草供应链（烟草材料、丝束等），传统烟草公司在该领域深度布局；大部分国家将 HNB 视为烟草产品监管，同样仅限于传统烟草渠道销售，考虑全球传统烟草集中度较高（截至 2022 年全球烟草 CR4 超过 70%），大烟草公司在渠道端卡位优势突出。

➤ **基因之辨：BAT 渠道能力强，PMI 研发/产品力更优。** 传统烟草领域，BAT 和 PMI 相当，2023 年两家传统烟草销售量分别为 6129/5550 亿支。而 HNB 产品则出现较大分化，IQOS 是 PMI 推出的 HNB 产品，产品自 2008 年开始研发，2023 年全球综合市占率 9.7%，同增 1.4pct，销售额超 100 亿美元，同增 26%，全球用户数量为 2860 万人，同增 15%；2023 年 PMI 在日本/韩国/俄罗斯/意大利 HNB 市场市占率分别为 27%/7%/8%/17%。相比 IQOS，BAT 旗下 GLO 老产品从易用性和抽吸口感，仍有提升空间，2023 年 IQOS/GLO 销量分别为 1253/237 亿支。**究其原因，我们认为 PMI 产业链一体化能力强，背靠强大研发团队打造优质产品，BAT 更多聚焦渠道，产品多依赖供应链企业。参考雾化产品线，BAT 背靠思摩尔研发能力打造 VUSE，核心专利掌握于思摩尔国际。**

➤ **优势互补：思摩尔携手 BAT 打造 HILO 产品。** BAT 新一代 HNB 产品 HILO 于 2024 年 10 月问世并于塞尔维亚试点推广，无论重量/口感/电池续航相比老产品均有质的提升；产品背后来自思摩尔产品技术支持。HILO 虽然只是 GLO 中的一个系列，考虑烟草的二八分化（大单品，消费者需求标准化，且具备强大品牌粘性和规模效应），我们认为 HILO 产品若被市场认可，有望在 GLO 中占据重要份额。**产品爬坡节奏方面**：参考 IQOS 全球化拓展（2016-2019 年，IQOS 烟弹销量分别为 74/362/414/597 亿支），背靠 BAT 渠道能力，HILO 或存在非线性增长可能。**销量测算方面**：**1) 下限**：GLO 老品虽产品力平平，背靠 BAT 强渠道，在 2023 年实现 237 亿支销售，HILO 产品优于早前系列，其销量下限为对 GLO 老产品的替代。**2) 上限**：IQOS 已证明 HNB 产品潜力，若 HILO 达到 IQOS 的产品完成度，借助 BAT 渠道体系，千亿级别烟支销量存在可能。**值得注意的是，HNB 核心客户主要是传统烟草客群替代，BAT 客户中 HNB 类客群渗透率具有较大提升空间。单支盈利**：思摩尔是 HILO 体系中不止是代工，更多承载研发职责，参照 IQOS 单烟支研发摊销超过 1 美分，思摩尔单值盈利值得期待。

➤ **投资建议**：良好的产品体验和 BAT 强势渠道加持下，思摩尔国际 HNB 第二成长曲线弹性可期。同时伴随海外烟草大厂加码 HNB 技术路径，考虑到 HNB 兼顾税收和减害属性，全球或将逐步放开对 HNB 产品限制，关注国内 HNB 产业链企业，如中国波顿（烟用香精）等。

➤ **风险提示**：行业竞争加剧的风险，政策监管的风险。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (港元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
6969.HK	思摩尔国际	13.34	0.22	0.27	0.39	57	45	31	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2025 年 01 月 21 收盘价；思摩尔国际财年与自然年一致）

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

## 相关研究

- 轻工行业 2025 年度投资策略：逐光而行-2024/12/23
- 潮玩行业专题报告：一文读懂潮流玩具消费新趋势-2024/10/16
- “碳中和”深度报告：第三履约周期渐进，碳市场看点几何？-2024/09/19
- 轻工行业 2024 年中报业绩综述：出清，出海-2024/09/10
- 家居行业系列报告六：日本家居企业如何度过地产低谷期，家居产业链框架再梳理-2024/08/25

# 目录

<b>1 从格局聊起，为何 HNB 格局要好于雾化电子烟</b> .....	<b>3</b>
1.1 HNB 集中度高，PMI 和 BAT 为主导者 .....	3
1.2 多因素共振，HNB 壁垒相较于雾化产品更高.....	4
<b>2 渠道决定下限，产品决定上限</b> .....	<b>7</b>
2.1 向 IQOS 学习，拥抱客户&适配监管带来产品腾飞.....	7
2.2 背靠 BAT 强势渠道，构建 GLO 基本盘.....	8
<b>3 思摩尔是 HILO 的研发&amp;生产主体，强强合作弹性可期</b> .....	<b>11</b>
3.1 产品升级：用户体验提升 .....	11
3.2 复盘 IQOS 全球化过程，HILO 潜力值得期待 .....	13
<b>4 风险提示</b> .....	<b>17</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>18</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>18</b>

# 1 从格局聊起，为何 HNB 格局要好于雾化电子烟

**新型烟草主要包括雾化和 HNB。**雾化电子烟 (Vape) 和加热不燃烧电子烟 (HNB) 在工作原理和吸入方式上有所不同。雾化电子烟通过加热电子烟油 (液体)，形成蒸汽供用户吸入，烟雾量较大且有多种口味选择。相比之下，HNB 电子烟通过加热烟草而不燃烧，释放烟草的气味和尼古丁，烟雾量较少，更接近传统吸烟体验。**市场增速方面**，雾化电子烟因其多样的口味和个性化选择，尤其在年轻群体中增长迅速。而 HNB 电子烟则受到那些希望减少传统吸烟危害但依然偏好烟草味用户的青睐，尽管其市场增速相对较慢，但在一些地区 (如日本、韩国) 已经稳步增长。**竞争格局中方面**，雾化电子烟市场竞争激烈，涵盖大量品牌和设备选择；而 HNB 电子烟主要由像 IQOS、GLO 等少数大品牌主导，其产品和设备相对集中。**两者在消费者偏好、市场发展方向和地区规范上存在显著差异。**

表1：雾化烟与 HNB 电子烟的区别

特性	雾化电子烟 (Vape)	加热不燃烧电子烟 (HNB)
工作原理	通过加热液 (烟油) 形成蒸汽，用户吸入蒸汽	通过加热烟草，不燃烧，释放尼古丁和香气
使用的产品	电子烟油 (包括尼古丁、香料、VG、PG 等成分)	特定的烟草棒或烟草片 (例如 IQOS、GLO 等)
吸入方式	吸入蒸汽	吸入加热烟草释放的烟雾
烟雾/蒸汽量	蒸汽量较大，可调节	烟雾量较少，比传统吸烟更清淡
尼古丁含量	可调节，根据烟油浓度不同	通常与传统香烟相似或稍低
烟草成分	不含烟草，主要有尼古丁、香料、溶剂等组成	使用真正的烟草，但不进行燃烧
气味	通常有香味，依赖于烟油的香料	有烟草味，气味较接近传统香烟
健康风险	没有证据认为危害比传统吸烟小	仍存有争议，但日本厚生劳动省认为相对传统烟草，加热不燃烧烟草将致癌物质减少 75%
可用性	市场上有大量电子烟油、设备品牌	主要品牌由 IQOS、GLO 等，产品较少且需要特定设备
清洁与维护	需要定期清洁雾化器和更换烟油	需要清理设备和更换烟草棒/烟草片
设备复杂度	设备选择多样，从简单到复杂不等	设备通常较简单，专为加热烟草设计
社会接受度	在一些地区被认为是种新的替代品，但仍有争议	被认为是传统吸烟的替代品，部分地区已合法化
价格	价格范围较广，设备和烟油较便宜，长期使用成本低	设备初期价格较高，烟草棒/烟草片成本较传统香烟稍贵

资料来源：杨雄著《质量与市场》，张洪非著《烟草科技》，徐丹著《法制博览》，海南省烟草专卖局官网，新华网，人民网，Aerostix，XMOL 学术，蒸汽联，诚芯微，烟草市场，中研网，民生证券研究院

## 1.1 HNB 集中度高，PMI 和 BAT 为主导者

**雾化电子烟和 HNB 电子烟在市场格局上存在显著差异。**雾化电子烟市场竞争激烈，品牌众多，产品种类丰富，技术创新频繁，吸引了广泛的年轻用户群体，最终推动其快速增长。以美国市场为例，2024 年美国市场中 90% 电子烟为不规范的一次性产品，同时不同国家核心品牌存在差异。**反观 HNB 电子烟则由少数几大品牌主导**，以日本市场为例，2024 年 10 月东方烟草报的数据显示 IQOS 和 BAT 的

GLO 是市场的主要领导者，分别占据了约 50%和 20%的市场份额；日本烟草的 Ploom 和韩国烟草的 Lil 也在各自的主要市场中占据重要地位，各占约 10%和 6% 的市场份额。

表2：2024 年 HNB 电子烟主要公司及其市占率、特征

	品牌	市场份额	关键特点	地理重点	产品系列
菲利普莫里斯国际公司 (PMI)	IQOS	50%+	-领先的加热技术 -强大的品牌影响力 -广泛的市场推广策略	全球，尤其是北美、欧洲和亚太地区	-IQOS 3 DUO -IQOS ILUMA -各类烟草棒 (如 MESH)
英美烟草公司 (BAT)	GLO	20%	-稳健的市场化策略 -多样化的产品线 -强大的全球化布局	全球，特别是亚洲和欧洲	-GLO S -GLO 3 -各类烟草棒 (如 GLO+) -GLO HILO (新品)
日本烟草公司 (JTI)	Ploom	10%	-独特的产品设计 -高品质标准 -强大的本地合作伙伴关系	主要在日本及部分亚洲市场	-Ploom TECH -Ploom X
韩国烟草公司 (KT&G)	Lil	6%	-强大的本土化品牌认知度 -持续的产品创新 -稳固的市场推广策略	主要在韩国及部分亚洲市场	-Lil II -Kilt Series
其他品牌	多种品牌	14%	-包括新兴本地品牌和跨国品牌 -通过本地化策略和差异化产品逐步扩展市场份额	各地，视品牌而定	多样化，涵盖不同设计和技术的 HNB 设备

资料来源：东方烟草报，蒸汽联，烟草在线，电子烟资讯网，烟草市场，两个至上，民生证券研究院

## 1.2 多因素共振，HNB 壁垒相较于雾化产品更高

### 1.2.1 研发与专利形成护城河

以 IQOS 为例，持续研发投入和专利保护墙。

从研发端看，PMI 每年在 IQOS 及其他无烟产品的研发上投入大量资金，确保其技术领先地位。2024 年 8 月 5 日，菲利普莫里斯(马来西亚)有限公司(PMM)企业传播主管 Veronica Choo 表示，该公司已投资 125 亿美元用于研发生产无烟(新型烟草)产品，年均投入超过 8 亿美元。

从专利与知识产权看，PMI 已申请并获得数百项与 IQOS 相关的专利，涵盖加热技术、设备设计、烟草处理等多个领域。这些专利不仅保护了 PMI 的技术优势，也确保了其在市场中的竞争力。

值得注意的是：PMI 和 BAT 在 2024 年 2 月达成了全球性的专利和解协议，解决了双方在加热不燃烧 (HNB) 的所有专利侵权诉讼。这一和解包括双方在全球范围内所有相关的专利诉讼、禁令以及排除令的解决，并且避免了未来对目前的加热不燃烧和蒸汽产品提出任何专利索赔。加热不燃烧 (HNB) 和电子烟产品的技术发展竞争非常激烈，PMI 与 BAT 之间的专利诉讼涉及大量的法律成本、时间和资源。这种持续的诉讼不仅消耗资金，还可能影响到公司的声誉和市场地位。在面对高昂的诉讼成本和潜在的专利禁令时，和解成为一种更加高效且成本可控的解决方式。对于技术能力较弱的中小企业，较难参与到和头部企业的谈判。

表3: PMI 核心专利

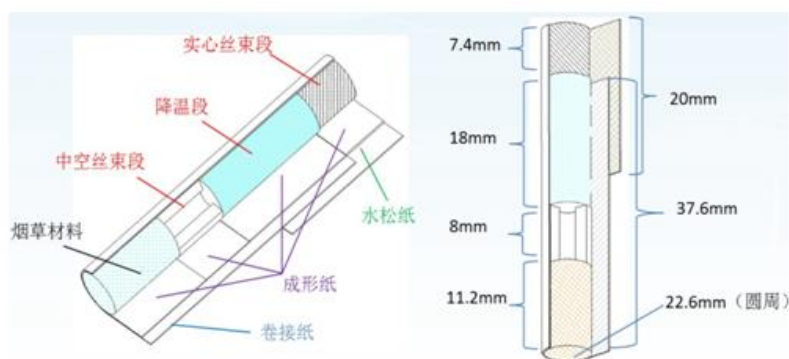
专利号	专利名称	技术要点, 保护范围
CN102438470B	包括至少两个单元的电加热的发烟系统	主电源、次级单元(加热棒)用于接收并加热烟支, 充电、使用分离, 预热模式下主电源直接加热发热片, 发烟和充电模式由次级单元给加热片供电加热, 阻碍竞争对手产品小型化。
CN103281920B	电加热的发烟系统	主单元充电、次级单元(加热棒)用于接收并加热烟支, 充电、使用分离, 和 CN102438470B 的区别在于主单元不加热。更符合市场需求, 保护范围更大。阻碍竞争对手产品小型化和次级单元独立完成预热、发烟、充电三种模式。
CN104203015B	具有气溶胶冷却元件的气溶胶生成物品	四段烟支结构, 保护要点是冷却元件由褶皱化的、聚拢的聚合物片形成, 阻碍竞争对手到采用类似材料和形状提高烟气降温效果。
CN104754964B	与内部加热元件一起使用的发烟制品	四段烟支结构, 保护要点打褶且卷曲的均质烟草材料具有多个基本平行的脊部或褶皱, 阻碍竞争对手采用类似烟草薄片。
CN103997922B	用于气雾产生装置的提取器	在加热棒嘴端壳部件的内层套管近加热片一端设置一开孔挡片, 通过第一位置第二位置限定更大的保护范围, 包括近似推动、滑动提取烟支方面均落入其保护范围, 保护范围较大。阻碍竞争对手烟支清洁部件简单化、美观化。
CN104135881B*	具有改进的气流的气溶胶发生装置和系统	利用加热棒近嘴端加热腔的双层结构设置为气流通道的, 让空气从开口部逆烟气流方向的第一气流通道而行, 在加热元件底座位置和远嘴端第二气流通道混合后进入烟支, 阻碍竞争对手利用加热棒嘴端设置气流通道的。
CN103270808B	还原的陶瓷加热元件	中心电加热元件导电通路包括还原形式的陶瓷材料, 通过化学还原工艺形成电路, 保护范围大。阻碍还原形式的陶瓷材料在加热元件上应用。
CN102595943B	具有改进的加热器的电加热的发烟系统	加热器包括在电绝缘衬底上的多个导电轨迹多个导电轨迹能够既用作电阻加热器又用作温度传感器。另外权利要求 8 在加热片上增加隔热材料, 保护范围都比较大。
CN104470386B*	加热式气溶胶产生装置及产生特性一致的气溶胶的方法	控制加热片温度操作方法, 通过“升(预热)-降(发烟)-升(抽吸)”温度变化规律确定保护范围, 其保护范围大, 难以规避, 或规避后牺牲热量控制和发烟量之间匹配的感官效果。

资料来源: 中国烟草学报, 民生证券研究院

## 1.2.2 供应链环节被头部公司垄断

**HNB 产品和传统烟草供应了具有较强协同性。**HNB 主要由实心丝束段、冷凝降温段(成分为聚乳酸薄膜)、中空丝束段和烟草材料段四部分组成, 其中实心丝束段、冷凝降温段和中空丝束段组成烟支的滤嘴部分。烟草材料段主要为再造烟叶薄片。抽吸时, 将烟支插入电子夹持器, 经其中的电控发热元件加热释放烟气, 加热时发热元件的温度为 270-330°C。**HNB 核心供应链基本被烟草公司垄断, 以 PMI 为首的烟草行业巨头占据全球大部分市场, 并以专利的手段加固壁垒使该市场较难进入。**烟草材料环节: 全球烟叶的贸易主要由出口国如巴西、美国、津巴布韦等国主导, 烟草公司通过大规模采购烟叶, 确保原材料的稳定供应, 并以此控制市场价格。

图1：电加热型加热不燃烧烟草制品烟支结构图



资料来源：浙江烟草，民生证券研究院

### 1.2.3 传统烟草企业渠道卡位

传统烟草企业牢牢卡住传统渠道入口。大部分国家将 HNB 产品视为与传统烟草类似的产品，因此它们受到烟草相关法规的管理。HNB 设备和烟草棒在很多国家的销售渠道类似于传统香烟的销售渠道。它们通常只能通过**烟草专卖店、品牌体验店、特许零售商**等传统渠道进行销售。相比而言雾化电子烟监管更松，雾化电子烟的销售渠道更为灵活，许多国家允许它们通过**电子产品专卖店、线上平台、便利店**等多种渠道销售。

表4：雾化烟与 HNB 电子烟渠道特点

渠道/特点	HNB 产品	雾化电子烟
法律监管	受烟草产品法规管控，销售渠道较为严格	受电子烟/消费者健康产品法规管控，销售渠道更灵活
主要销售渠道	烟草专卖店、品牌体验店、授权零售商	电子烟专卖店、便利店、线上平台、电子烟产品商店
线上销售	受限，通常通过品牌官网和授权平台销售	更宽松，通常可以在多个电商平台购买
目标消费群体	已吸烟的成人群体，寻求替代传统香烟的消费者	吸烟者、希望戒烟的消费者、年轻群体
品牌营销模式	受广告限制，依赖口碑和体验店营销	广告方式灵活，可以通过媒体、社交网络推广

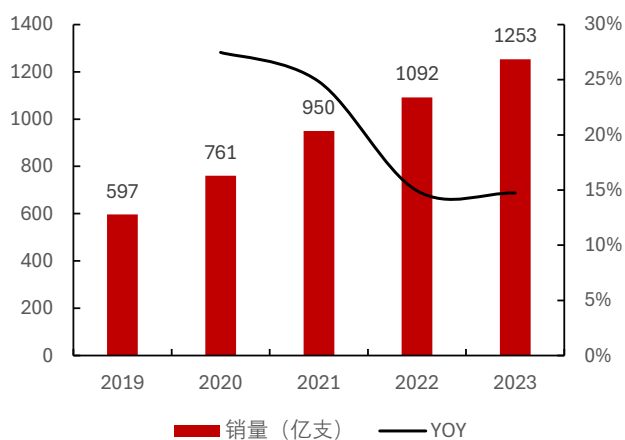
资料来源：烟草在线，国家市场监督管理总局，东方烟草报，民生证券研究院

## 2 渠道决定下限，产品决定上限

### 2.1 向 IQOS 学习，拥抱客户&适配监管带来产品腾飞

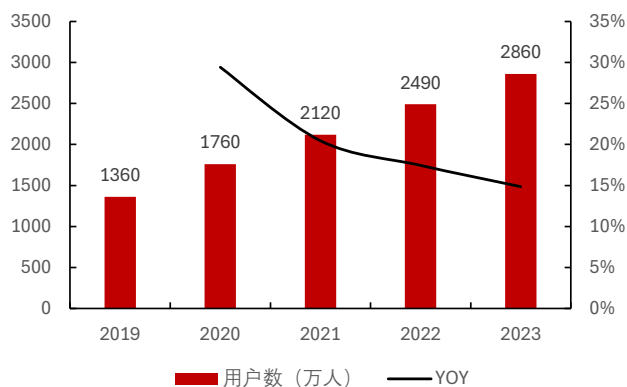
IQOS 是 PMI 推出的 HNB 产品，产品自 2008 年开始研发，根据 PMI2023 年年报，IQOS 在 2023 财年全球综合市占率达 9.1%，同增 1.4pct，其中销售额超过 100 亿美元，同增 26%，超过 PMI 旗下万宝路品牌，全球用户数量达到 2860 万人，同增 15%；在日本/韩国/俄罗斯/意大利市占率分别为 26.7%/7.1%/8.0%/17.3%。

图2：2023 年 IQOS 销售量升至 1253 亿支



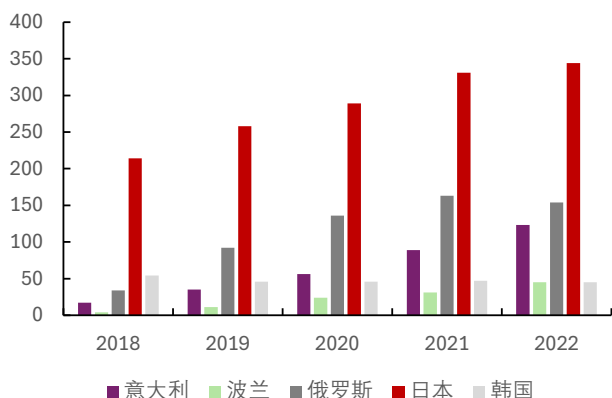
资料来源：PMI 公司年报，民生证券研究院；注：PMI 财年与自然年一致

图3：2023 年 IQOS 客户数升至 2860 万人



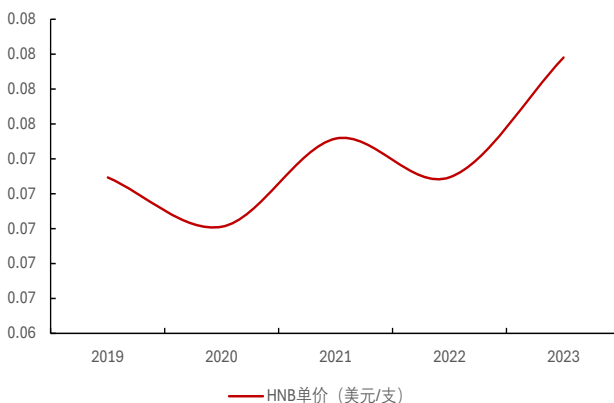
资料来源：PMI 公司年报，民生证券研究院；注：PMI 财年与自然年一致

图4：IQOS 核心出货国家销量（亿支）



资料来源：PMI 公司年报，民生证券研究院；注：PMI 财年与自然年一致

图5：IQOS 烟弹单价（美元/支）



资料来源：PMI 公司年报，民生证券研究院；注：PMI 财年与自然年一致

纵观 IQOS 发展历史，通过持续研发投入，IQOS 基于用户体验优化和监管适配的逻辑持续完善自身 IQOS 产品系列；其中：

- 用户体验方面：IQOS 的每一代产品都围绕着核心技术的升级，从片式

加热到环式加热，重点是提高设备的稳定性、减少故障率，并简化用户维护体验。同时在便携性、充电时长领域持续优化产品性能；

- **适配监管方面：**一方面：不断减少有害物质的释放，以满足公共健康机构和监管部门的要求。另一方面：通过科学研究和临床数据，证明 IQOS 产品相较于传统卷烟的危害性更低。美国市场的 IQOS ILUMA 系列等产品通过“改良风险烟草制品”（MRTP）认证，标志着技术进步和监管适配的成功结合。

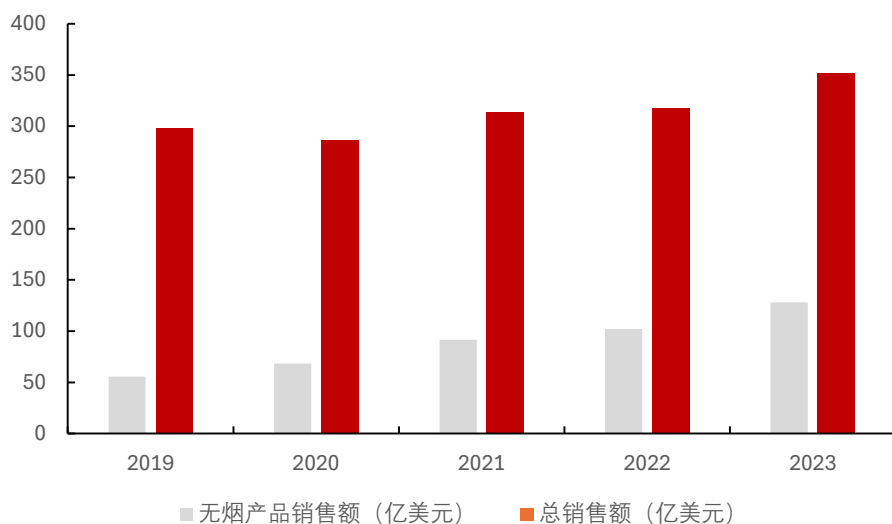
表5：PMI 发展历史

痛点	解决方案
刀片易损坏	IQOS ILUMA 的 <b>无刀片加热技术</b> 消除了清洁烦恼。
充电等待时间长	IQOS 3 Multi 支持连续使用，减少了等待时间。
设备携带性差	IQOS 3/ILUMA 的设计更加紧凑，轻便。
使用体验不稳定	通过温控技术优化，加热更加均匀，确保烟草风味的一致性

资料来源：电子烟资讯网，民生证券研究院

**渠道扩张&产品迭代并进，看好 IQOS 业务持续放量。**渠道方面：IQOS 目前的主战场是日本、欧洲和韩国，未来或将发展重点转向美国和部分新兴市场，其中美国市场：随着 IQOS 获得 FDA 改良风险烟草产品（MRTP）认证，IQOS 在美国市场具有合规基础。未来将继续加速推广，逐步渗透美国市场。根据 IQOS 规划，到 2030 年 PMI 无烟产品（包括 HNB/雾化/口含烟）收入占公司总收入**超过 66%**

图6：历年 PMI 无烟产品销售额与总销售额可视化对比



资料来源：PMI 公司年报，民生证券研究院；注：PMI 财年与自然年一致

## 2.2 背靠 BAT 强势渠道，构建 GLO 基本盘

**BAT 凭借强势渠道，在传统烟草领域名列前茅。**英国美国烟草公司（BAT）成立于 1902 年，源于英国烟草公司的扩展与美国烟草公司的合并，最初以英国市场



为主，逐步向国际市场扩展。BAT 最初的产品主要是传统卷烟，经典品牌如 Kent、Lucky Strike 等。在初期阶段，BAT 依赖传统的分销渠道来推广其烟草产品，包括烟草专卖店、零售商店和较为局限的高端商场。那时，烟草销售主要依赖当地的零售商、批发商以及一些特定的专卖商店。1940 年后 BAT 加大了对全球零售网络的建设，积极进入大型超市和便利店，烟草产品的覆盖面不断扩大。进入 90 年代，BAT 逐步整合了批发商、零售商和分销商网络，并建立了直接与消费者接触的渠道。从销售量看，2023 年来自 PMI/BAT/JTI 的传统烟草制品销售量分别为 1476/1110/1080 万大箱，BAT 的传统烟草产品拥有一个深度覆盖全球的销售网络，特别是在一些发展中国家市场，其零售网点胜于行业龙头 PMI。

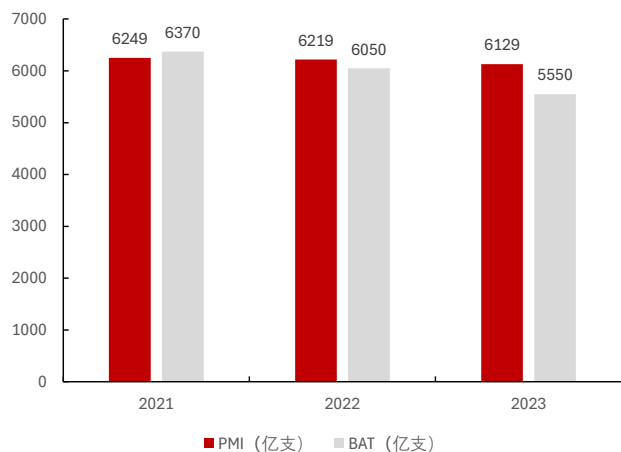
表6：BAT 品牌情况

品牌名称	特点	主要市场
Dunhill (登喜路)	高端卷烟品牌，以优质烟草和独特口味著称。	全球，主要在亚洲、欧洲和中东
Pall Mall	经济型品牌，主打性价比高、适合大众消费者。	全球市场
Lucky Strike	历史悠久的品牌，以强烈的烟草风味和经典形象著称。	美国、欧洲、亚洲
Rothmans	经济型品牌，以温和的烟草味和广泛的市场覆盖而闻名。	欧洲、亚洲、非洲
Kent	以高端、低焦油定位，收到健康意识较强的消费者欢迎。	中东、亚洲部分国家
Viceroy	实惠品牌，专注于发展中国家市场	拉美、中东、亚洲
State Express 555 (555)	英美烟草的经典国际高端品牌，以浓郁烟草口感和时尚形象著称。	亚洲特别是中国市场

资料来源：烟悦网，百度百科，择烟网，九联汇烟酒点评网，CAFELAM, Colouringfolder, CIGSSpot, mohawksmoke, hellocigarettes, BAT 公司公告，民生证券研究院

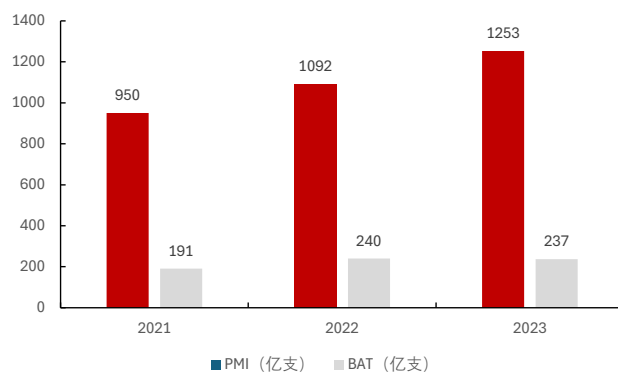
**BAT 的 HNB 产品力相对逊色，不过强势渠道决定 GLO 下限。**相比于 IQOS，hlo 的劣势主要体现在以下几个方面：首先，GLO 的加热温度较低（约 240°C），导致释放的蒸汽较为清淡，口感不如 IQOS 浓烈，可能不适合喜欢传统香烟味道的用户。其次，GLO 的烟草片（Heets）种类和口味选择较为有限，市场上的选择不如 IQOS 丰富。再者，虽然 GLO 的设备和烟草片价格较为实惠，但其设备的设计和使用体验可能没有 IQOS 那么精致和高端，用户的整体吸烟体验也相对简化。此外，BAT 在全球范围内的普及度和品牌知名度较高，导致它在市场推广和售后服务方面具有更多优势。2023 年总销量为 237 亿支，相比 2022 年总销量为 240 亿支略有下滑，HNB 营收同比下滑了 6%，总量接近 10 亿英镑（9.96 亿）。

图7: BAT 和 PMI 在传统烟草领域对比



资料来源: PMI 公司公告, BAT 公司公告, 民生证券研究院

图8: BAT 和 PMI 在 HNB 领域对比



资料来源: PMI 公司公告, BAT 公司公告, 烟草在线, 雪球, 民生证券研究院

## 3 思摩尔是 HILO 的研发&生产主体，强强合作弹性可期

### 3.1 产品升级：用户体验提升

**进一步丰富加热不燃烧产品矩阵。**BAT 于 2024 年 10 月 16 日举办资本市场日活动，公司表示计划在 2024 年底前推出高端加热烟草设备 GLO HILO，并预计在 2025 年进一步扩大其市场覆盖范围。BAT 选择塞尔维亚作为试点正式推出 GLO HILO 及其高端型号 GLO HILO Plus：

**重量方面：**GLO HILO 的重量仅为 76 克，比上一代轻 16 克，高端型号 GLO HILO Plus 则采用两部分设计，总重量仅 92 克，相比而言，iluma standard/prime 重量多在 150g（主机+充电盒）；

**口感方面：**GLO HILO 的烟雾量更大，模拟了传统卷烟的吸入感，满足部分用户的口感需求。同时通过算法优化，使烟气更加顺滑温和，减少了刺激性，目前推出原味烟草/薄荷系列/水果风味，满足不同客群需求；

**电池续航：**抽吸模式分成标准模式和加强模式（boost 模式），其中标准模式使用时长为 5min，加强模式缩短至 3min，带来更浓郁口感；通常 GLO HILO 可连续加热烟支约 20 次，。

**价格方面：**设备初始定价通常会给与折扣，烟弹价格通常和 IQOS 价格相近。

图9：GLO HILO 产品介绍



资料来源：SeekingAlpha，民生证券研究院

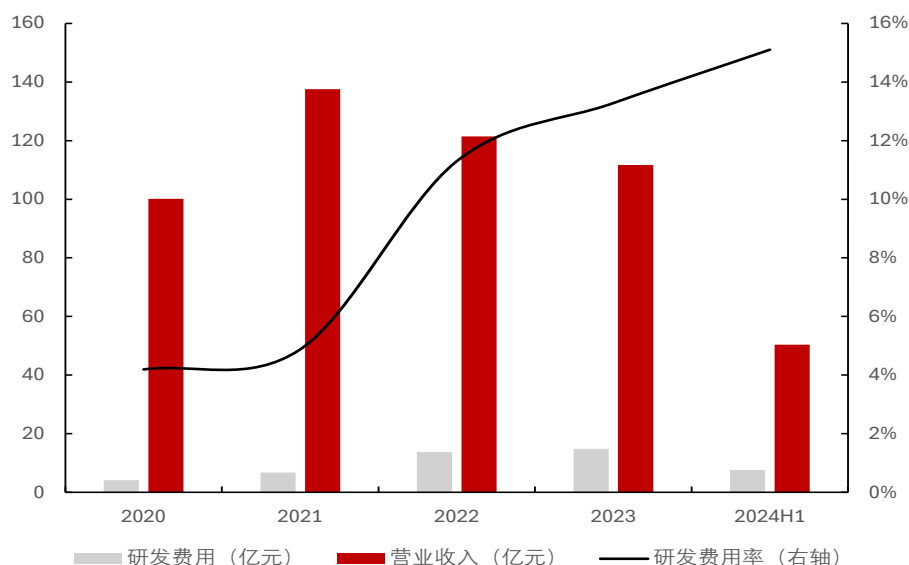
表7: GLO Hyper 和 GLO HILO 对比

对比项	GLO Hyper	GLO HILO
设计结构	一体式设计, 所有部件集成在设备内	两件式设计: 独立充电设备与加热设备分离
加热技术	传统加热刀片技术	感应加热技术 (无刀片加热, 减少清洁需求)
加热模式	提供标准模式和增强模式	改进口感浓郁程度, 适应更多个性化需求
屏幕显示	无屏幕, 仅有指示灯显示状态	配备 LED 屏幕, 显示电池、电量、加热模式等
加热时间	标准模式约 20 秒	预计进一步缩短加热时间
使用时长	每次加热约使用 4 分钟	使用时间更长 (标准模式可达 5 分 10 秒)
电池续航	一次充电可使用约 20 次	电池性能优化, 支持多次使用
清洁需求	需要定期清洁刀片	无刀片加热, 基本无需清洁
便携性	重量较轻, 便于携带	重量有所优化, 但分体设计可能更便捷

资料来源: SeekingAlpha, Seesmo, Tobacco Insider, GLO, egqvape, 民生证券研究院

**联手思摩尔, 推出新产品, 以塞尔维亚为试水, 后续会往全球拓展。**思摩尔国际在加热不燃烧 (HNB) 领域拥有显著的技术储备和研发实力, 与全球多个合作伙伴建立了合作关系。**技术储备方面:** 思摩尔拥有包括加热芯片在内的多种 HNB 加热方式的技术储备, 并围绕这些技术领域进行原创专利的储备。思摩尔国际的 METEX 平台是其在加热不燃烧技术、电子烟设备、智能控制系统和材料科学等方面的重要技术储备和创新平台。通过这个平台, 思摩尔不仅提升了其产品的性能和用户体验, 还加速了市场创新的步伐, 推动了电子烟和 HNB 产品技术的持续进步。**持续研发投入:** 思摩尔持续加大研发投入, 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司累计申请专利 6816 件, 其中发明专利 3379 件, 显示出其在技术创新方面的强大能力。**2020-2024H1 公司研发费用分别为 4.2/6.7/13.7/14.8/7.6 亿元, 背靠持续研发, 提升自身产品壁垒。**

图10: 思摩尔研发费用投入



资料来源: 思摩尔国际公司公告, 民生证券研究院

**烟草属于二八分化品类。**烟草属于大单品，在于其产品特性高度统一，消费者需求标准化，且具备强大的品牌粘性和规模效应：万宝路单品牌长期占据 PMI 收入 35%以上。同样对于 vuse 产品 (BAT 旗下雾化品牌)，包含 vuse alto/vibe/ciro 等系列线，其中 alto 产品线凭借更优的体验占据 VUSE 销售冠军；对于 HNB 而言，虽然 GLO 旗下包含 HILO、hyper、nano 等系列，我们认为 HILO 产品若逐步得到市场认可，其有望在 GLO 中占据较高的份额。

**表8：GLO 产品特点**

产品名称	上市时间	核心特点	适用烟草棒	目标客户
GLO Hyper	2017 年	基础版，提供高效加热功能，支持标准和增强两种模式	neo sticks	入门用户，追求经济实惠的选择
GLO Hyper+	2020 年	优化设计，更快速加热，延长使用时间	neo sticks	需要更强续航能力的用户
GLO Hyper Pro	2023 年	配备 LED 屏幕，支持模式切换（标准/增强），采用 HEATBOOST 技术，提升加热速度和均匀性	neo sticks	高端用户，追求个性化和便捷体验
GLO HILO	2024 年（计划）	两件式设计（分体充电装置和加热设备），采用感应加热技术，无需清洁，配备 LED 屏幕	专属烟草棒	高端用户，追求创新与高品质体验
GLO Nano	2020 年	便携式设计，设备更轻便小巧，快速加热	neo sticks	喜欢随身携带设备的用户
GLO Hyper X2	2022 年	新增多种配色，进一步提升风味调节功能，兼容性更强	neo sticks	喜欢自定义功能的时尚用户

资料来源：电子烟资讯网，两个至上，蒸汽联，BAT 官网，Heat180，民生证券研究院

## 3.2 复盘 IQOS 全球化过程，HILO 潜力值得期待

**由点及面，IQOS 实现全球市场拓展。**2023 年 IQOS 出货量达到 1253 亿支，且已在全球 90 多个市场上市销售。从区域看，头部效应还是比较明显（CR4 国家占 IQOS 销量比例超过 60%），其中日本/俄罗斯/意大利/韩国出货量分别为 430/169/124/51 亿支，占比为 34%/13%/10%/4%。

表9: IQOS 主要国家出货量与市场份额截面 (五年)

国家/地区	指标	2019	2020	2021	2022	2023
法国	数量 (十亿支)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
	市场份额 (%)	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7
德国	数量 (十亿支)	0.9	1.6	2.3	3.4	3.1
	市场份额 (%)	1.2	2.2	3.1	4.0	5.3
意大利	数量 (十亿支)	3.5	5.6	8.9	12.3	12.4
	市场份额 (%)	4.8	8.1	11.5	14.6	17.3
波兰	数量 (十亿支)	1.1	2.4	3.1	4.5	5.0
	市场份额 (%)	2.5	5.2	6.3	8.2	8.9
西班牙	数量 (十亿支)	0.3	0.4	0.5	0.9	1.1
	市场份额 (%)	0.7	1.0	1.2	1.7	2.3
埃及	数量 (十亿支)	—	—	—	1.0	1.3
	市场份额 (%)	—	—	—	0.8	1.7
菲律宾	数量 (十亿支)	—	—	0.2	0.2	0.2
	市场份额 (%)	—	0.1	0.3	0.4	0.5
俄罗斯	数量 (十亿支)	9.2	13.6	16.3	15.4	16.9
	市场份额 (%)	6.8	6.3	7.4	7.6	8.0
日本	数量 (十亿支)	25.8	28.9	33.1	34.4	43.0
	市场份额 (%)	17.1	20.4	22.9	23.6	26.7
韩国	数量 (十亿支)	4.6	4.6	4.7	4.5	5.1
	市场份额 (%)	6.8	6.5	6.5	6.2	7.1
墨西哥	数量 (十亿支)	—	0.1	0.1	0.1	0.1
	市场份额 (%)	—	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源: PMI 公司年报, 民生证券研究院; 注: PMI 财年与自然年一致

**从策略上:** 公司最初选择日本和意大利作为 IQOS 首次上市国家, 其中 1) 日本是全球第四大烟草消费国, 且 2023 年日本烟草占财政收入比重仅 4.13%, 在东京奥运会即将召开背景下, 政府对 IQOS 表现出较为宽松的政策; 2) 意大利是欧洲重要市场, 区域具有悠久烟草消费文化, 且当地电子烟普及率相对较低, 政府对 HNB 税收较低; PMI 希望通过在意大利这个“时尚与生活方式之都”推出 IQOS, 树立其高端品牌形象。0→1 的过程中, 产品&渠道共振, 我们看到 IQOS 呈现快速增长势头 (2016-2019 年, IQOS 烟弹销量分别为 74/362/414/597 亿支), 期间公司通过大规模消费者教育, 同时布局直营体验店, 产品环节推出适合区域性的烟弹 (如在日本推出适合当地习惯的清淡口味), 推动 IQOS 全球畅销。

图11: IQOS 在日本体验店



资料来源: 电烟堡垒, 民生证券研究院

图12: 日本对传统烟草限制



资料来源: 旅泊网, 民生证券研究院



**探讨 HILO 产品上下限。销量方面：1) HILO 下限或达到 200 亿支/年量级：**  
 GLO 老品虽然产品力平平，背靠 BAT 强渠道，在 2023 年依然实现 237 亿支烟弹销量，GLO HILO 产品优于早前系列，其销量下限为对 GLO 老产品的替代。**2) HILO 上限或达到千亿支/年量级：**IQOS 已证明 HNB 产品潜力，若 HILO 达到 IQOS 的产品完成度，借助 BAT 渠道体系和忠实客户群体，千亿级别烟支销量存在可能。**值得注意的是，HNB 核心客户是传统烟民转化，其中 IQOS 早期通过推出万宝路品牌 HNB 烟弹推动老烟民转化，2023 年 IQOS 对老烟民转化率达 70%+，BAT 对自身烟民转化率相对较低，产品升级或加速老烟民转化。**盈利方面，思摩尔在 HILO 体系中不止是代工，更多承载研发职责，参照 IQOS 单烟支研发摊销超过 1 美分；备注：截至 2023 年 PMI 累计投入 125 亿美元用于无烟类产品研发（2023 年 IQOS 收入占 PMI 无烟类产品近八成），IQOS 自 2015 年开始售卖到 2023 年累计烟弹销量 5507 亿支。若 HILO 销量如期，思摩尔盈利或存较大弹性。

**重点关注在 HILO 推出后,对思摩尔业绩的提升潜力。预计思摩尔国际 2024-2026 年归母净利润分别为 13.3/16.9/24.4 亿元，最新股价对应 PE 为 57/45/31X，维持“推荐”评级。同时伴随海外烟草大厂加码 HNB 技术路径，考虑到 HNB 从税收上对标传统烟草又可起到减害作用，全球包括中国或将逐步放开对 HNB 产品的限制，亦可关注国内 HNB 产业链企业，如中国波顿等。**

表10： 新型烟草行业重点关注个股

代码	简称	股价 (港元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
6969.HK	思摩尔国际	13.34	0.27	0.22	0.27	0.39	46	57	45	31	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 01 月 21 日收盘价；思摩尔国际财年与自然年一致)



## 4 风险提示

**1) 行业竞争加剧的风险。**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，HNB市场竞争变得越来越激烈。若思摩尔不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

**2) 政策监管的风险。**烟草企业的竞争一定程度上受到监管的影响，监管趋势趋于严格或宽松均可能对行业及行业内烟草企业的经营发展产生超预期影响。

## 插图目录

图 1: 电加热型加热不燃烧烟草制品烟支结构图.....	6
图 2: 2023 年 IQOS 销售量升至 1253 亿支.....	7
图 3: 2023 年 IQOS 客户数升至 2860 万人.....	7
图 4: IQOS 核心出货国家销量 (亿支).....	7
图 5: IQOS 烟弹单价 (美元/支).....	7
图 6: 历年 PMI 无烟产品销售额与总销售额可视化对比.....	8
图 7: BAT 和 PMI 在传统烟草领域对比.....	10
图 8: BAT 和 PMI 在 HNB 领域对比.....	10
图 9: GLO HILO 产品介绍.....	11
图 10: 思摩尔研发费用投入.....	12
图 11: IQOS 在日本体验店.....	14
图 12: 日本对传统烟草限制.....	14
图 13: PMI 对新型烟草远期预期 (亿美元).....	15
图 14: 塞尔维亚电子烟宣发政策.....	15
图 15: 塞尔维亚地理和战略位置.....	15

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 雾化烟与 HNB 电子烟的区别.....	3
表 2: 2024 年 HNB 电子烟主要公司及其市占率、特征.....	4
表 3: PMI 核心专利.....	5
表 4: 雾化烟与 HNB 电子烟渠道特点.....	6
表 5: PMI 发展历史.....	8
表 6: BAT 品牌情况.....	9
表 7: GLO Hyper 和 GLO HILO 对比.....	12
表 8: GLO 产品特点.....	13
表 9: IQOS 主要国家出货量与市场份额截面 (五年).....	14
表 10: .....	16
新型烟草行业重点关注个股.....	16

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048