

买入

2025年1月21日

新型烟草需求强劲，无烟计划推动稳健增长

➤ **全球领先的烟草公司：**菲莫国际是全球领先的烟草公司，公司的卷烟产品在全球约 175 个国家或地区销售，凭借强大的品牌组合和市场策略，在众多市场中占据了市场份额数一数二的领先地位，旗下的卷烟品牌万宝路备受全球市场青睐。尽管过去全球卷烟行业受到销量下行挑战，公司卷烟产品在全球市场份额保持稳健。目前随着新型烟草业务的占比不断提高，公司的可燃烟业务销量波动对整体业绩影响正逐步减弱。

➤ **IQOS 持续保持市场绝对优势，美国市场有望加快其全球化步伐：**菲莫国际坚定地低风险产品转型，以推行“无烟未来”。多年来公司不断推动新型烟草产品研发及创新，聚焦全球市场扩张，其战略成果卓著。近年来公司 HNB 产品在全球多个市场市占率不断攀高，核心及新兴市场发展均表现强劲，目前公司旗舰 HNB 品牌 IQOS 已在全球市场形成了长期主导优势。近期公司通过与奥驰亚集团达成协议，正式将美国市场纳入公司 IQOS 业务范围。叠加 2024 年公司已与英美烟草知识产权纠纷达成和解，发展障碍得以扫清，预计未来其 HNB 业务收入增长及份额提升将进一步加快。

➤ **ZYN 迅猛增长成绩斐然：**菲莫国际搭建多元化无烟产品体系，业务逐步涵盖雾化电子烟、尼古丁袋、鼻烟等产品领域。其中 2022 年公司以 161 亿美元成功收购瑞典火柴公司及其尼古丁袋品牌 ZYN，形成业务转折点，该品牌在美国基地具有遥遥领先的市场份额，且近年来其受市场欢迎程度快速升温。2024 年前三季度 ZYN 美国累计出货量同比约达+55.2%，持续的指数级增长引发行业高度关注。公司资源倾斜助力 ZYN，在美国及海外市场均已形成发展高景气态势，逐渐成为公司无烟产品组合的关键部分。近日美国 FDA 已批准 20 款 ZYN 尼古丁袋产品上市销售，为该机构首次批准此类产品，预计未来公司尼古丁袋产品将继续保持显著增长。

➤ **分红力度不断提高：**公司高度关注股东回报，近年来公司累计投资回报率领先于同行业。2021-2023 年分红总额分别为 58/78/80 亿美元，股息利润率分别为 63%/87%/103%，支付比率逐年提高。24Q3 公司发布季度分红计划为每股派息 1.35 美元，同比提升+3.8%，年化分红进一步提高至每股 5.4 美元。

➤ **目标价 150.00 美元，给予买入评级：**综上所述，我们预计集团 2024-2026 年归母净利润有望分别实现人民币 98.3/107.6/116.1 亿美元，目标价 150.00 美元，相当于 2025 年盈利预测 22 倍 PE，距离当前具有 23.4% 的上升空间，给予买入评级。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

主要资料

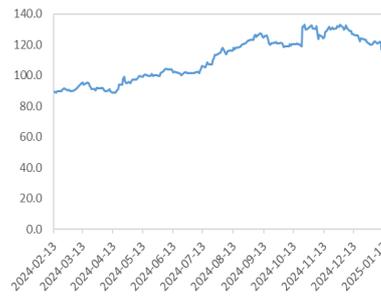
行业	烟草
股价	121.59 美元
目标价	150.00 美元 (+23.4%)
股票代码	PM.N
总股本	15.55 亿股
市值	1890.52 亿美元
52 周高/低	132.80 美元/83.00 美元
每股净资产	-44.82 美元
主要股东	The Vanguard Group (8.65%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入(百万美元)	31,762	35,174	37,864	40,378	43,083
变动(%)	1.1%	10.7%	7.6%	6.6%	6.7%
归母净利润(百万美元)	9,048	7,813	9,834	10,762	11,610
变动(%)	-0.7%	-13.6%	25.9%	9.4%	7.9%
基本每股收益(美元)	5.8	5.0	6.3	6.9	7.5
市盈率@121.59元(倍)	20.9	24.2	19.2	17.5	16.3
每股利息(美元)	5.1	5.2	5.3	6.3	6.9
股息现价比(%)	4.2%	4.3%	4.4%	5.2%	5.7%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

菲莫国际 Philip Morris Int. Inc.

从全球领先的烟草公司，到积极推动无烟的未来

菲利普莫里斯国际公司（Philip Morris International Inc.）（下文简称“PMI”、“菲莫国际”或“公司”），1987 年成立于弗吉尼亚州，其经营范围主要集中在烟草、烟制品和代用品领域，一直在全球烟草行业中扮演着举足轻重的角色。

2008 年 3 月 28 日，公司从其母公司奥驰亚集团（Altria）分拆全部股份，并剥离出美国以外的国际烟草市场业务。同年菲莫国际在纽约证券交易所上市，标志着其正式进入国际资本市场，也为其后续全球扩张和产品创新提供了资金支持。

图表 1：全球领先的烟草公司之一——菲利普莫里斯国际公司（PMI）



资料来源：公司官网，第一上海

从早期的发展来看，菲莫国际产品最初以卷烟产品为主。公司通过不断的市场拓展和产品创新，逐步在全球烟草市场占据重要领导地位，其中旗下卷烟品牌万宝路在全球市场上备受青睐。目前公司的卷烟产品在全球约 175 个国家或地区销售，凭借公司强大的品牌组合和市场策略，在众多市场中分别占据市场份额第一或第二的领先地位。

随着时间的推移，菲莫国际不仅在传统烟草产品上有所建树，更是积极推动起“无烟未来”。近十年以来，由于全球健康意识的提高、社会吸烟率的下降、以及环境保护的意识崛起，公司逐步拓宽其产品业务范围，其中包括加热不燃烧、蒸汽电子烟、口服尼古丁等无烟产品，以适应全球烟草市场的变化和消费者需求的演进，致力于更长期发展。这一战略调整体现了公司在行业内的市场敏感性、适应能力以及创新精神，同时也显示了其对全球可持续发展的承诺。

我们认为，通过持续的产品创新和市场扩张，菲利普莫里斯国际公司在全球烟草市场中的地位正在变得愈发稳固，其未来的发展前景令人期待。

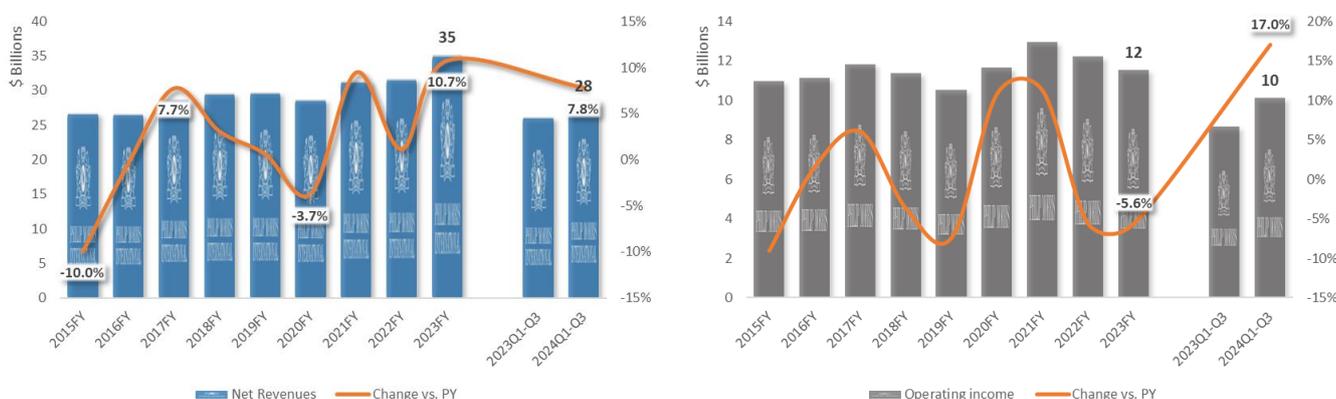
PMI 主要经营指标概况

菲莫国际自 2008 年上市以来的收入总体增长趋势稳健，大体呈现为三个周期阶段：1) 2006-2012 年期间，其国际业务快速扩张，收入复合增速约达 7.1%；2) 2013-2015 年期间，公司收入逐渐下降。这一时期，全球许多主要市场不断加强对烟草产品的监管，其中包括增加烟草税、限制相关广告和促销活动，以及实施更加严格的健康警告等，这些政策直接影响全球烟草产品销量，进而导致公司收入增长承压，期间复合增速约为-7.4%；3) 2014 年起，公司宣布进行低风险产品发展战略，并对内外部积极调整。2017 年起，公司营收逐步恢复正向趋势。尽管期间公司销售业务遭受全球卫生事件以及地缘政治变化等影响，2016-2023 年期间公司收入复合增速仍录得约+4.0%。

近年来公司业绩主要体现为收利双增的趋势。2021-2023 年期间营业收入分别为 314/318/352 亿美元，同比增速分别为+9.4%/+1.1%/+10.7%；营业利润分别为

130/122/116 亿美元，同比增速分别为+11.2%/-5.6%/-5.6%，若摒除期间汇率大幅波动影响，公司经调整营业利润同比增速分别为+13.1%/+6.1%/+11.6%。2024 年前三季度，公司营业收入、营业利润分别为 282/101 亿美元，同比增速分别为 +7.8%/+17.0%。

图 2： 2015-2023 年及 2024 年前三季度 PMI 营业收入及经营利润



资料来源：公司资料，第一上海

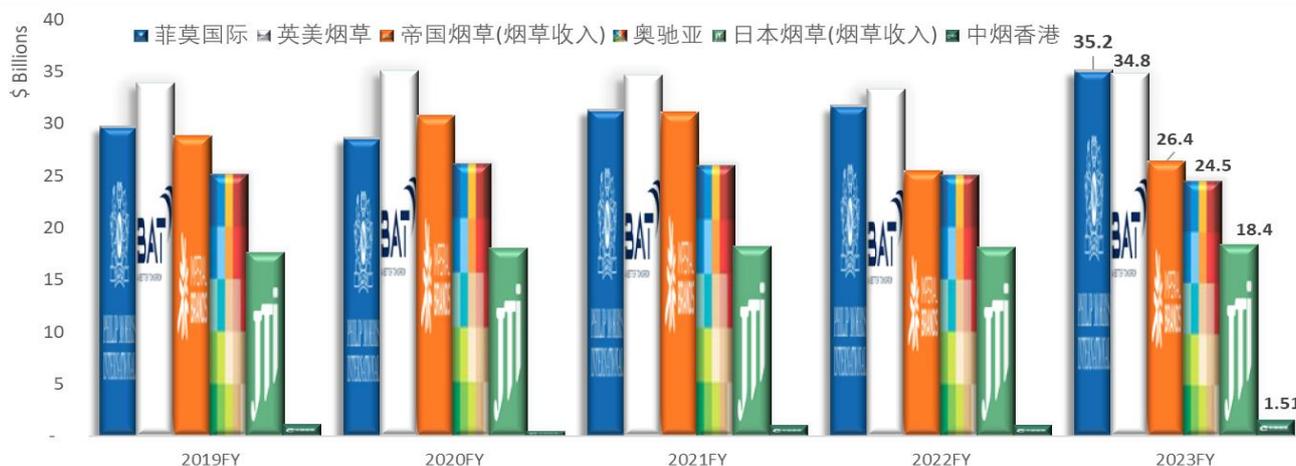
在全球烟草市场处于规模领先地位

公司长期以其在烟草行业的领先地位而闻名。在全球烟草行业中，菲莫国际的市场地位十分显著。

在行业的财务收入比较中，菲莫国际烟草业务营收位列行业第一。全球上市烟草企业总营收规模前五分别为帝国烟草、菲莫国际、英美烟草、奥驰亚、及日本烟草。上述烟企于 2023 财年实现总收入依次分别为 396.5/351.7/348.3/244.8/201.4 亿美元。若剔除上述烟企的非烟草领域业务，菲莫国际、英美烟草、帝国烟草、奥驰亚、及日本烟草的仅烟草及烟草制品收入依次分别为 351.7/348.3/264.4/244.8/183.7 亿美元。

根据最新财报，菲莫国际 2024 年前三季度在卷烟和其他烟草产品板块的收入共计达到 281.7 亿美元，稳居行业第一，显示出公司在全球烟草领域的强大竞争力。

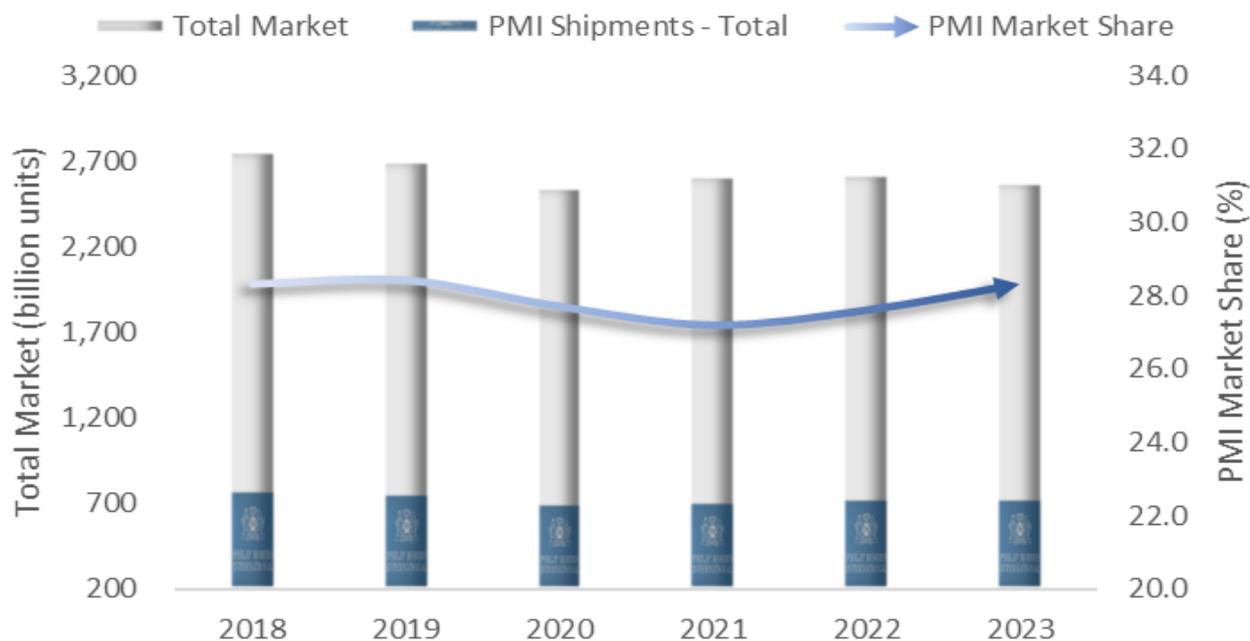
图 3： 全球主要烟草企业 2019-2023 年卷烟及其它烟草产品类营收规模（不含非烟草类业务）



资料来源：公司资料，第一上海

按出货量数据显示，菲莫国际市场份额领先且牢固。2023 年预计全球（不包含中国及美国市场）卷烟及加热烟草产品出货量共计约为 2.6 万亿个单位，其中菲莫国际达到 7.4 千亿个单位，占全球市场约 28.3% 的份额，且较 2022 年同期进一步增长了 +0.6pct。

图表 4： PMI 公司 2018–2023 年出货量及市场份额



Note: Excludes China and the U.S.

Reflects PMI in-market sales VOLUME as a percentage of the total estimated sales volume for cigarettes and HTUs, including cigarillos in Japan

资料来源：PMI Financials or estimates, 第一上海

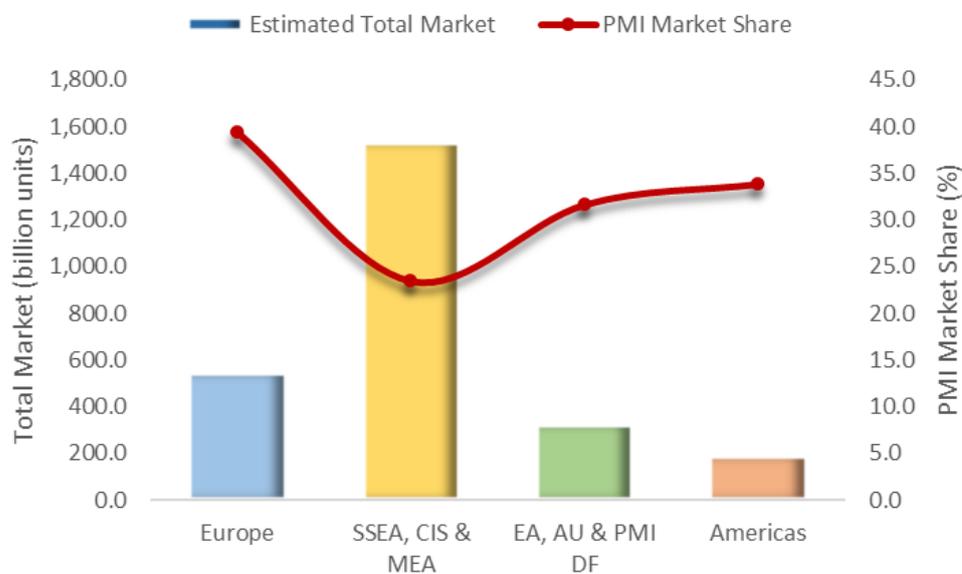
在全球多个市场份额领先

作为一家国际性的烟草公司，菲莫国际充分展现出其优异的全球化视野及战略布局。目前，公司产品已成功销往全球约 175 个国家或地区市场。

分销售区域来看，菲莫国际的销售业务大体可划分为 1) 欧洲地区，2) 南亚和东南亚、独立国家联合体、中东和非洲地区（SSEA, CIS & MEA），3) 东亚、澳大利亚和 PMI 免税区（EA, AU & PMI DF），4) 美洲地区，等四大区域。

据测算，在上述区域市场中，2023 全年整体的卷烟及加热烟草产品行业出货量规模分别预计为 5,423/15,286/3,198/1,892 亿个单位。其中，菲莫国际分别占据约 39%/23%/32%/34% 的市场份额，在各大区域均实现较高的领先竞争优势，其中欧洲市场的优势更为显著。

图表 5： 2023 年 PMI 各区域市场份额（按出货量）

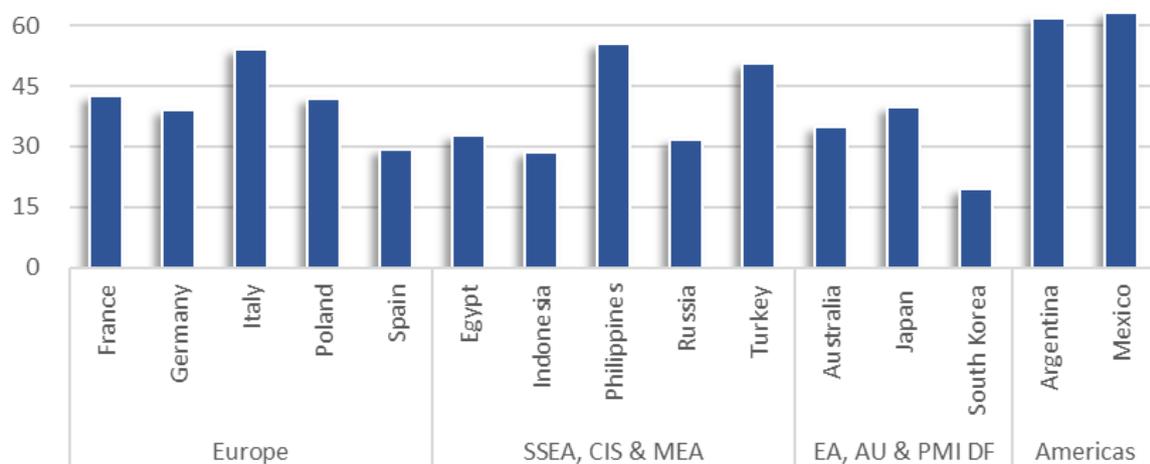


资料来源：PMI Financials or estimates, 第一上海

具体来看，早在 2008 年，公司产品已成功覆盖约 160 个销售市场，且其中至少 90 个市场中拥有着超 15% 的烟草市场份额。此后公司通过不断地市场拓展、渠道深耕以及产品创新，长期在全球多个市场保持领导地位。

截至 2023 年底，公司卷烟产品销售市场总数增长至约 175 个，其中市场份额至少 15% 或以上的市场增加至约 100 个，包括但不限于阿尔及利亚、阿根廷、澳大利亚、奥地利、比利时、巴西、捷克、埃及、法国、德国、希腊、香港、匈牙利、印度尼西亚、以色列、意大利、日本、哈萨克斯坦、科威特、墨西哥、荷兰、菲律宾、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、俄罗斯、沙特阿拉伯、斯洛伐克共和国、韩国、西班牙、瑞士、土耳其和乌克兰等。

图表 6： 2023 年 PMI 部分关键市场的市场份额（以出货量计）



资料来源：公司资料，第一上海

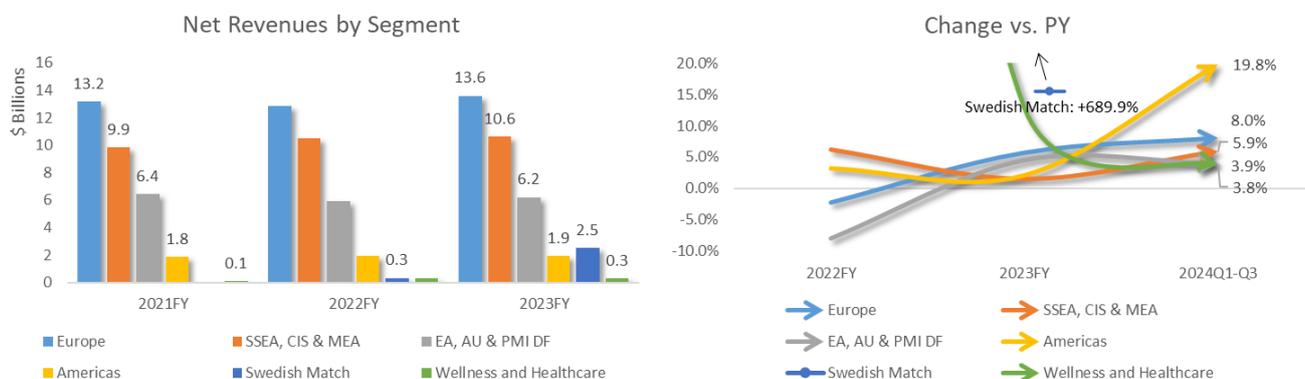
PMI 业务分部概况

欧洲为主要业绩贡献，瑞典火柴收入增长迅猛

2023 年，菲莫国际将业务经营部门按上述四大地理区域进行整合，并将瑞典火柴 (Swedish Match)、和健康及保健 (W&H) 业务进行独立划分。2024 年起，公司进一步将瑞典火柴业务整合进各地理区域分部，形成五大经营业务分部。

截至 2023 年 12 月 31 日，四大地理区域中，欧洲地区、SSEA, CIS & MEA、EA, AU & PMI DF、美洲地区分别实现净收入 136.0/106.3/62.0/19.4 亿美元，2021-2023 年 CAGR 分别为 1.7%/3.8%/-1.9%/2.7%，其中欧洲地区及 SSEA, CIS & MEA 为公司收入提供了最大贡献，分别占公司总收入的 38.7%及 30.2%。此外，瑞典火柴业务、和 W&H 业务 2023 年分别实现净收入 25.0/3.1 亿美元，分别占公司总收入的 7.1%及 0.9%。

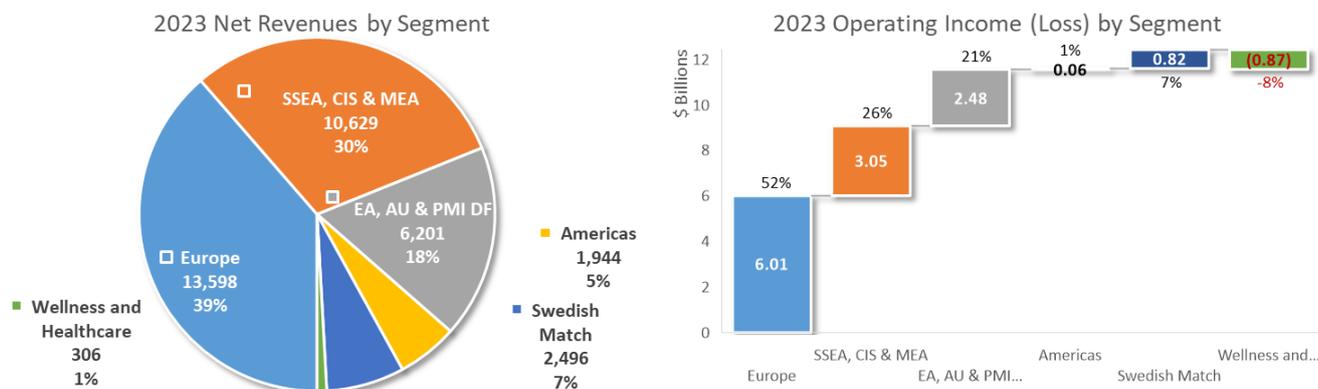
图表 7： 2021 年至今，PMI 业务分部净收入规模及增速



资料来源：公司资料，第一上海

盈利方面，2023 年公司四大地理区域依次分别实现营业利润 60.1/30.5/24.8/0.6 亿美元，2021-2023 年 CAGR 分别-3.1%/-3.8%/-6.5%/-64.3%，其中欧洲地区为公司最大利润贡献来源，占据公司一半以上营业利润。与此同时，SSEA, CIS & MEA 及 EA, AU & PMI DF 地区分别贡献 26.4%/21.5%利润。

图表 8： 欧洲地区分别占据公司收入及利润的主要贡献来源



资料来源：公司资料，第一上海

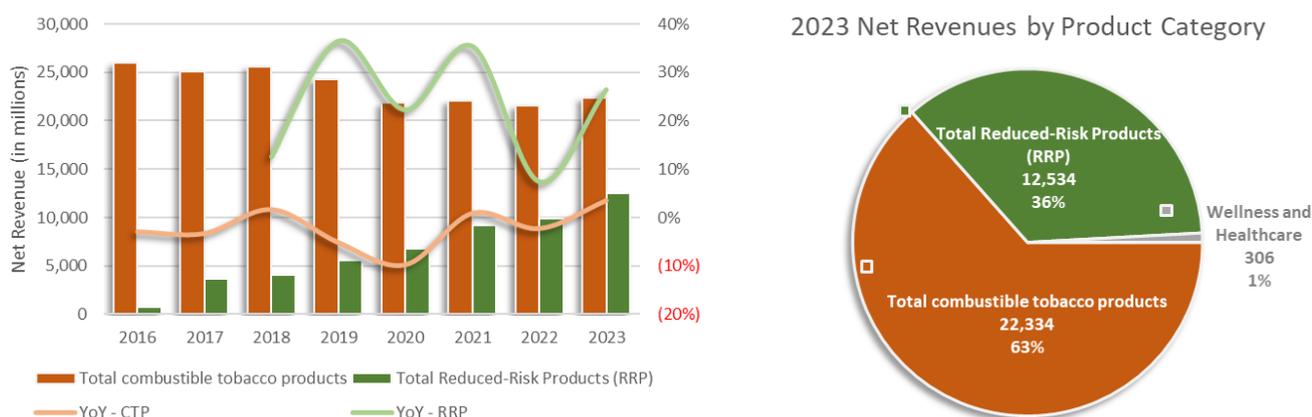
无烟业务比重快速提升

分产品类型看，根据历史财报显示，长期以来公司的经营业务 100%均以卷烟和其它烟草产品为主，反应出其在国际烟草领域极高的专注度及专业性。但与此同时，公司的烟草产品又是丰富多样的组合，面对全球不同消费群体，涵盖有高档、中档和低价各种价位，国际或本地不同的卷烟品牌，以及不同类型的传统可燃烟草或更多无烟产品等等。

此外，自 2014 年以来，公司为适应市场变化、响应全球控烟趋势，并实现长期可持续发展，目前已成功涵盖包括加热不燃烧产品、电子蒸汽产品和口服尼古丁产品等多个无烟产品类别、以及其它健康类相关产品等等。

在过去十年间，公司低风险(无烟)产品经历了从无到有的发展过程，截至 2023 年已成功为公司贡献约 35.6%的收入。公司通过不断优化其产品组合，**增加其中无烟产品的业务比重，从而逐步减少对传统可燃烟草产品的依赖**。至今，低风险产品业务已逐步成为了公司经营中举足轻重的角色。

图表 9： PMI 业务主要以可燃烟草及低风险(无烟)产品构成



资料来源：公司资料，第一上海

主营业务根基稳固，发展逐渐趋于平稳

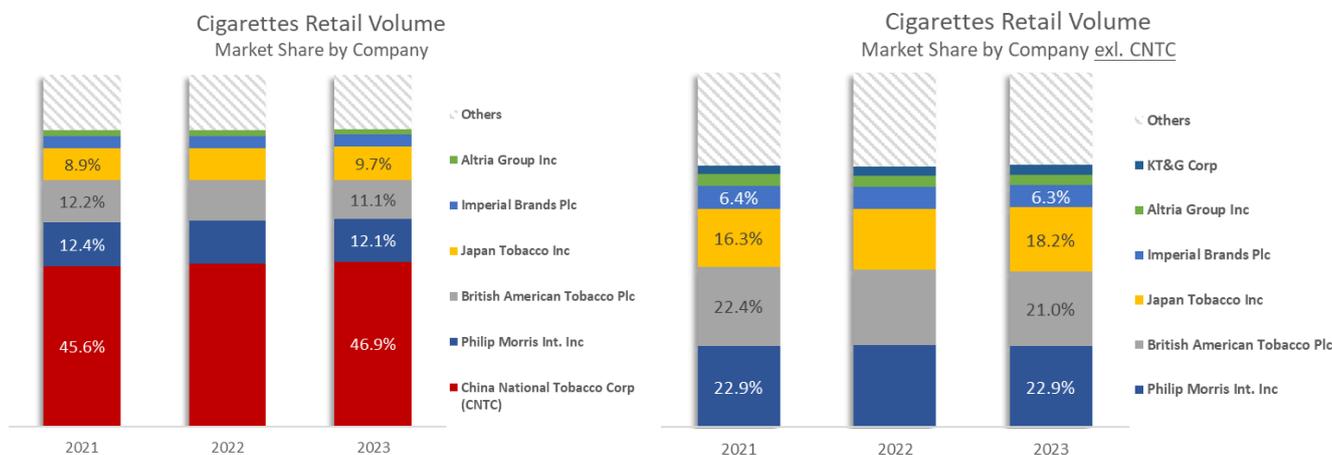
菲莫国际的发展初期便以传统烟草业务为主。在公司 2023 年的业务结构中，63.5% 的收入由可燃烟草产品贡献，为公司的主要业务构成部分。早在 1990 年代期间，公司传统烟草业务便快速在全球范围内迅速扩张，尤其是欧洲、亚洲和拉丁美洲等市场。公司通过一系列市场及资本策略，如市场渗透或并购等，快速将其烟草业务在多个国家建立起强大的市场地位。

PMI 卷烟业务的市场地位和竞争力

按销量计，根据行业调研及测算，我们预计 2023 年全球卷烟行业的零售规模前五大企业分别为：中国烟草总公司、菲利普莫里斯国际公司、英美烟草公司、日本烟草公司、及帝国品牌公司，其市场份额分别约为 46.9%/12.1%/11.1%/9.7%/3.3%，CR5 共计份额从 2014 年的 78.9% 进一步提升至 2023 年的 83.2%。行业市场高度集中，且仍保持了一定的继续提升趋势。

其中，考虑到中国烟草总公司整体虽占据全球卷烟市场近五成份额，但因中国烟草的销售基本以中国内地市场为主，而中国吸烟者本身已占据全球较大比重。因此，我们剔除中国烟草市场后估算，预计在全球卷烟市场上，菲莫国际、英美烟草、日本烟草及帝国品牌等四大跨国烟草企业分别占据约 22.9%/21.0%/18.2%/6.3% 的市场份额，CR4 约为 68.3%，占据了国际市场的主导地位，其中菲莫国际市场份额最为领先。

图表 10： 全球卷烟零售市场份额（按销量）



资料来源：各公司资料，Wind，第一上海

菲莫国际的卷烟产品线覆盖多个价格带，拥有广泛的高端、中档和低价品牌，满足了不同消费者群体的需求。公司产品结构由多个国际和本地品牌组合而成，其中以万宝路（Marlboro）为其核心旗舰品牌，该品牌长期以来持续成为世界上销量最好的国际卷烟品牌。多年来，万宝路的成功不仅在于其广泛的全球市场覆盖，还在于其一贯的高品质和深入人心的品牌形象。

万宝路——全球销量最佳的国际卷烟品牌

万宝路（Marlboro）是一款历史悠久、且在全球最畅销的国际卷烟品牌。它的市场定位主要集中在中高端市场，尤其是面向具有一定经济实力的成年男性消费者。万宝路品牌一直以高档、时尚、优质的形象，凸显其非凡的特色和上乘的品质。

早在在 20 世纪 50 年代，万宝路成功塑造出标志性的西部牛仔形象，充满男性气概的品牌个性使其在众多品牌中脱颖而出，与其他烟草品牌形成鲜明对比。万宝路通过高品质生产产品，并凭借其明确的市场定位和深入人心的差异化品牌印象，在全球烟草市场上确立了长期稳定的领导地位。

此外，公司万宝路品牌精心构建的多元化产品系列，经过多年的不断创新发展，成功提供了丰富多样的卷烟选择，其中包括各类不同口味和焦油含量的产品，充分迎合广泛的消费者偏好。

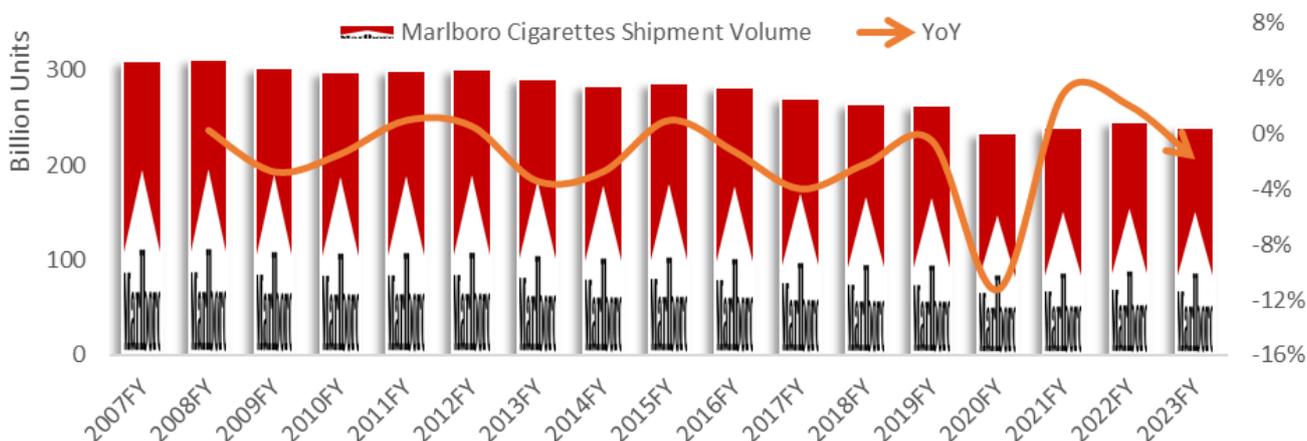
图表 11：万宝路部分主要产品系列及其特点

产品系列	特点
Marlboro Red	作为品牌的标志性产品，这款香烟以其浓郁的烟草风味和完整的口感而闻名
Marlboro Gold	曾被称为Marlboro Lights，这款香烟为追求柔和吸烟感受的消费者提供了一个更轻盈的选择
Marlboro Silver	与Marlboro Gold相似，但进一步降低了尼古丁含量，适合寻求极轻微吸烟体验的消费者
Marlboro Black	这款香烟以其深邃、强烈的烟草风味而受到青睐，为吸烟者带来更为丰富的吸烟享受
Marlboro Menthol	这款香烟含有薄荷成分，带给吸烟者一种清新凉爽的味觉体验
Marlboro Special Blend	这款香烟通过特殊调配的烟草，呈现出与众不同的风味，为吸烟者提供独特的享受
Marlboro Gold Label	作为Marlboro Gold的豪华版，这款香烟以其柔和且丰富的口感而受到赞赏

资料来源：公司资料，第一上海

截至 2023 年，公司在全球市场通过万宝路品牌共计实现销量高达约 2.4 千亿左右，约占公司卷烟总量的 39%，该品牌的全年销量遥遥领先于其他国际卷烟品牌。

图表 12：2007-2023 年 PMI 万宝路销量及同比变化



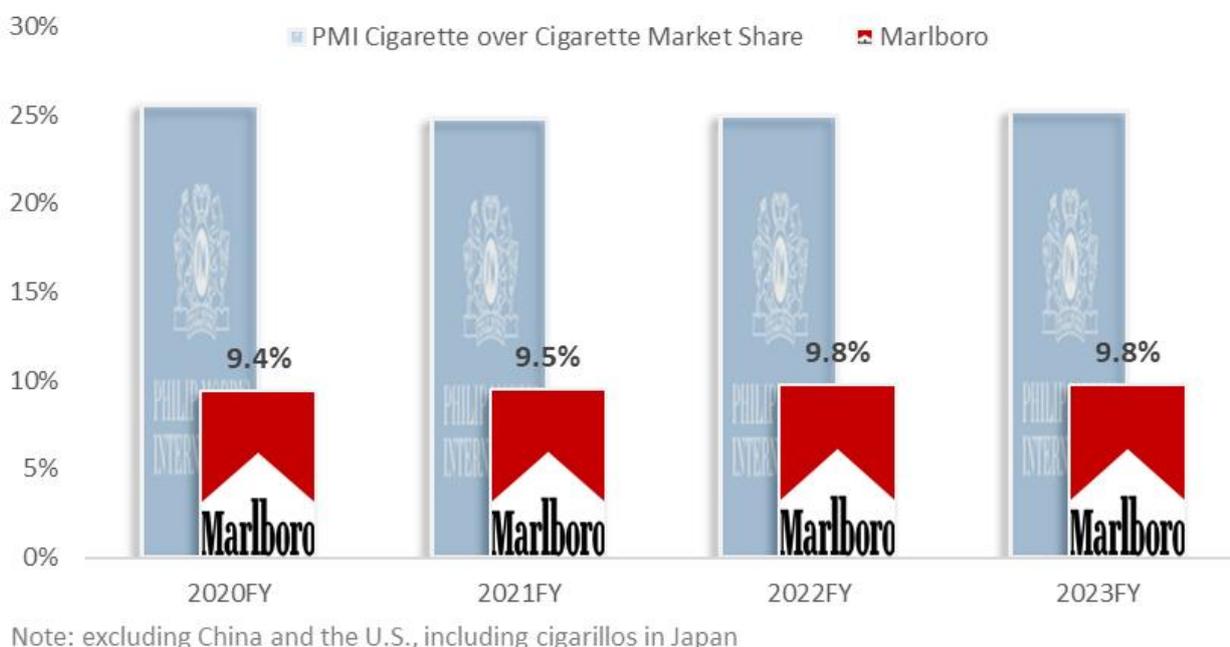
资料来源：公司资料，第一上海

值得注意的是，在全球卷烟市场长期递减的大背景下，公司万宝路品牌在过去 20 年间也经历了不断缩量的过程。在 2003-2023 年期间，公司万宝路销量年复合下降率预计约为-1.4%。

其中 2020 年，全球卫生事件爆发对万宝路的销量造成了较为显著的负面影响。由于万宝路在许多市场中与社交消费场合成高度的正相关，因而疫情期间对社交活动的限制导致其销量出现了短暂性的急剧下降。然而，随着疫情后续的恢复与变化，公司万宝路于 2021-2022 年期间的销量也迅速得到反弹，表现出较高的品牌韧性。

然而，尽管销量受到行业下降趋势挑战，公司卷烟业务在全球市场的市场份额长期以来始终保持在 25%左右水平，其中万宝路品牌稳定在 10%左右。**缩量环境下，市场地位保持稳固。**

图表 13： 2020-2023 年 PMI 万宝路于国际卷烟市场的零售份额（以销量计）



资料来源：PMI Financials or estimates, 第一上海

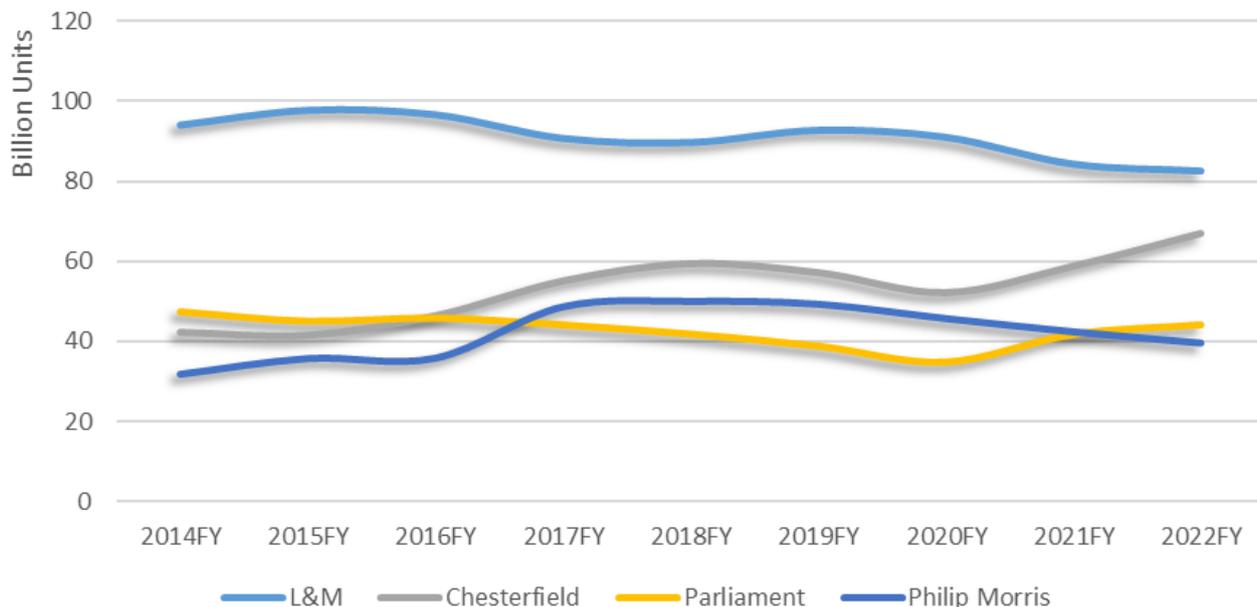
“5+N” 品牌组合，充分满足全球卷烟市场需求

除了著名的万宝路之外，公司旗下还拥有多个享誉国际的卷烟品牌，如 Parliament、Chesterfield、L&M 和 Philip Morris。这些品牌在全球销售广泛，并在其各自的市场细分领域中占据了显著的地位。

上述五大核心国际品牌在 2023 年为公司贡献了 79%的卷烟出货量，是公司在全球烟草市场竞争力的又一关键支柱。

除了这些国际品牌，PMI 还拥有一系列在特定地区市场具有重要影响力的品牌。例如：在印度尼西亚，PMI 拥有 Dji Sam Soe 和 Sampoerna A 等品牌；在菲律宾市场，则拥有 Fortune 和 Jackpot 等品牌。这些区域性品牌的成功不仅巩固了公司在各自地区的市场地位，也为公司的全球产品线增添了多样性。

图表 14: 2014-2023 年 Parliament、Chesterfield、L&M 和 Philip Morris 销量



资料来源：公司资料，第一上海

PMI 卷烟业务发展经历三大阶段

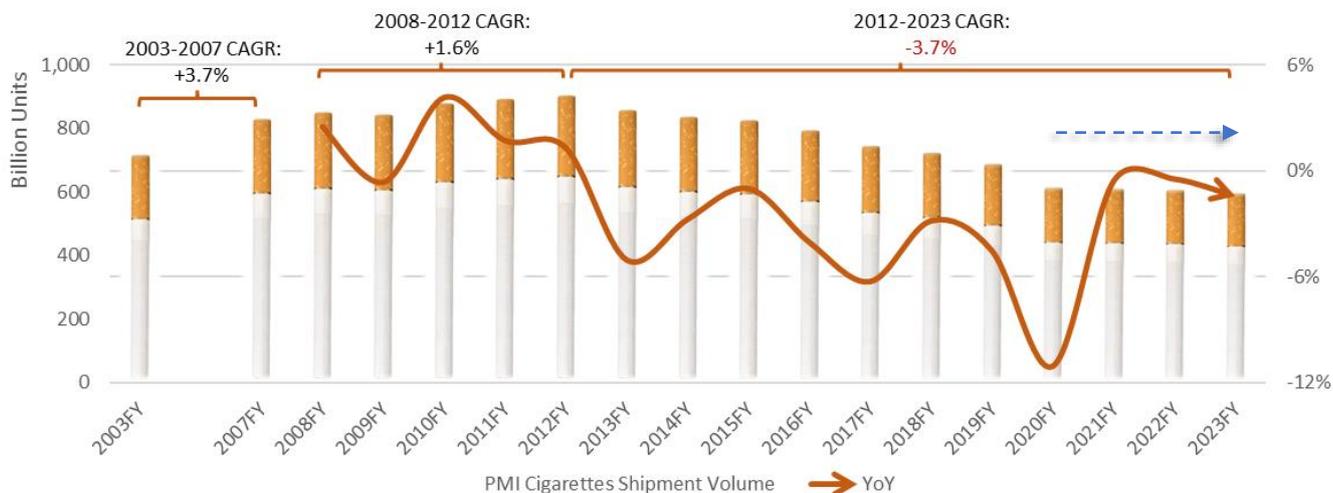
整体看，回顾过去的 20 年里，PMI 的卷烟业务经历了前高后低的发展过程：

- **2003-2007 年期间**，受益于公司的持续并购及市场扩张，公司卷烟销售总量以 +3.7% 的年复合增长率增长，推动了公司净收入（扣除消费税后）以约 9.3% 的年复合增长率增长，经营利润年复合增长率达到 +9.5%，强劲的业绩表现主要由公司整体定价、货币和收购政策共同驱动。

在此过程中，公司于各个市场表现呈现一定分化。具体来讲，由于公司多个核心成熟市场受到了不利的财政、监管和竞争等因素影响，使得公司所领先的高端市场面临了一定压力。其中公司于 29 个 OECD（经合组织成员，不含美国）成熟市场的卷烟 2007 年总销量较 2003 年下滑约 -8%。与之相反的是，在此期间公司于其它 non-OECD（非经合组织成员国）市场通过自然增长和并购等方式，整体卷烟销量较 2003 年增长了高达 +48%。公司通过迅速调整不同市场的销售策略，整体上实现了优异的地域平衡，有效地抵消了来自 OECD 衰退市场的销量压力，并最终实现了整体业务正增长。

- **2008-2012 年期间**，受经济危机及基数变化影响，公司总体销量增长略为放缓，于 2012 年达到销量顶峰约 9,153 亿个单位，期间年复合增速约为 +1.6%。在此过程中，公司整体业绩表现保持稳健，而净收入、经营利润分别以 +5.1%/+8.3% 的年复合增速增长。
- **2013 年至今**，受制于 1) 主要销售市场面临疲弱的经济环境及就业条件、2) 全球多个市场陆续提高消费税政策导致卷烟零售价上涨、以及 3) 更为关键地，公司主动调整产品战略，减少对可燃烟草业务依赖，持续提高无烟产品销售比重等主要因素，公司卷烟销量持续减少。2012-2023 年公司卷烟销量复合增速约为 -3.7%，净收入年复合增速增长约为 -3.0%。

图表 15: 2003-2023 年 PMI 卷烟销售出货总量变化

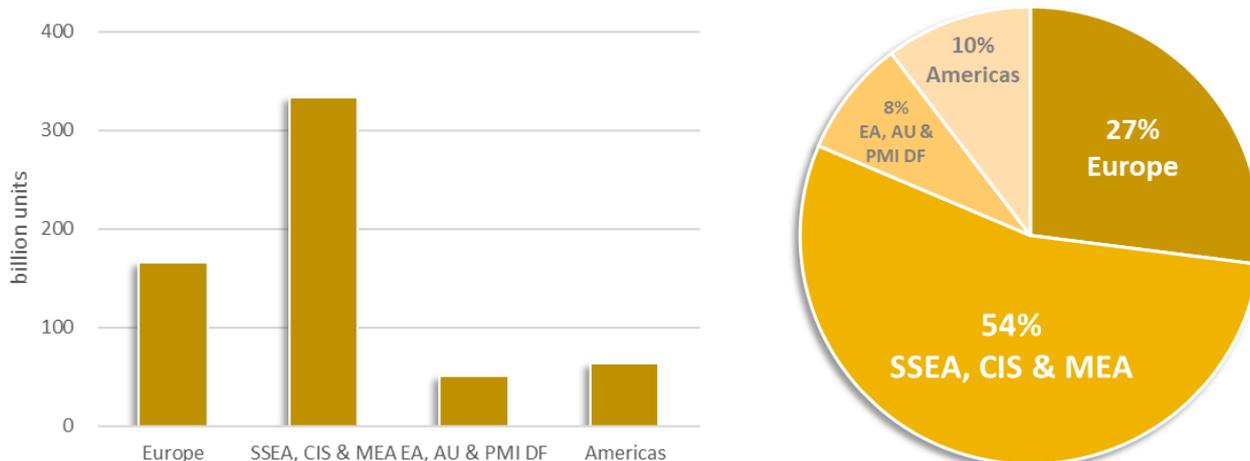


资料来源: 公司资料, 第一上海

SSEA, CIS & MEA 为销量主要贡献, 欧洲地区加速转型

分区域市场来看, 2023 年公司于欧洲地区、SSEA, CIS & MEA、EA, AU & PMI DF、美洲地区出货量分别实现 1,656/3,334/507/633 亿个单位, 占公司整体卷烟销量比重分别为 27.0%/54.4%/8.3%/10.3%, 2021-2023 年复合增速分别为 -3.6%/+0.4%/-0.7%/-1.0%, 其中 SSEA, CIS & MEA 占据公司卷烟销量一半以上份额, 且贡献了主要增量来源。

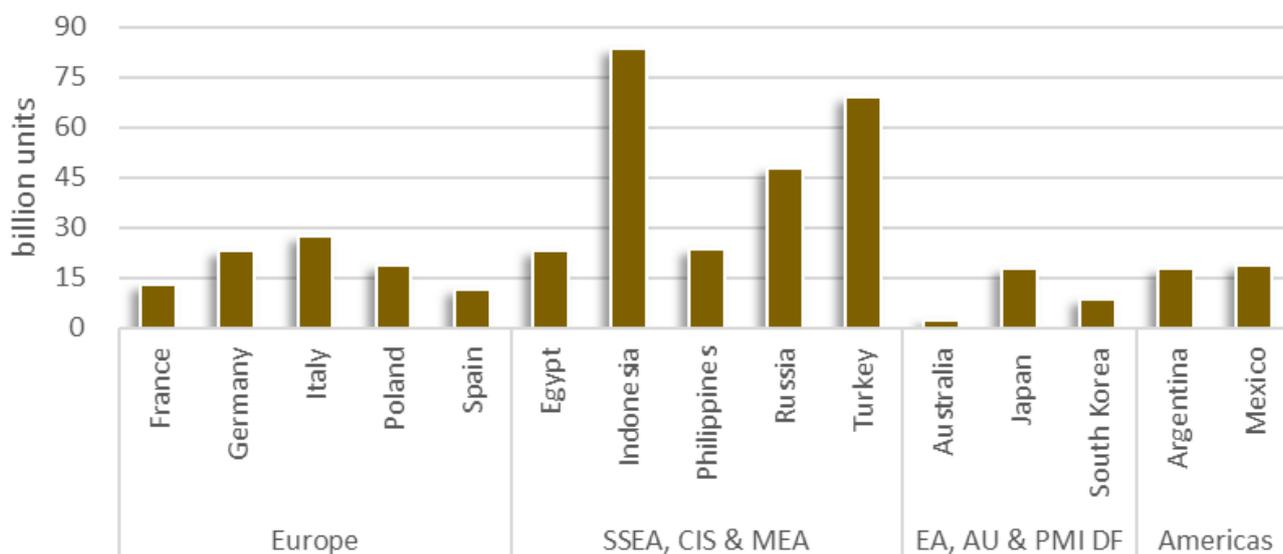
图表 16: 2023 年 PMI 卷烟销量 (按区域市场)



资料来源: 公司资料, 第一上海

具体来看, 2023 年公司卷烟业务于全球关键市场中: SSEA, CIS & MEA 中印度尼西亚、土耳其、俄罗斯等分别贡献销量 834/690/479 亿个单位; 欧洲地区中意大利、德国、波兰等分别贡献销量 273/233/187 亿个单位; EA, AU & PMI DF 中日本共计销量 179 亿个单位, 其余韩国、澳大利亚等分别为 89/25 亿个单位; 美洲地区中墨西哥、阿根廷分别实现销量 188/178 亿个单位。

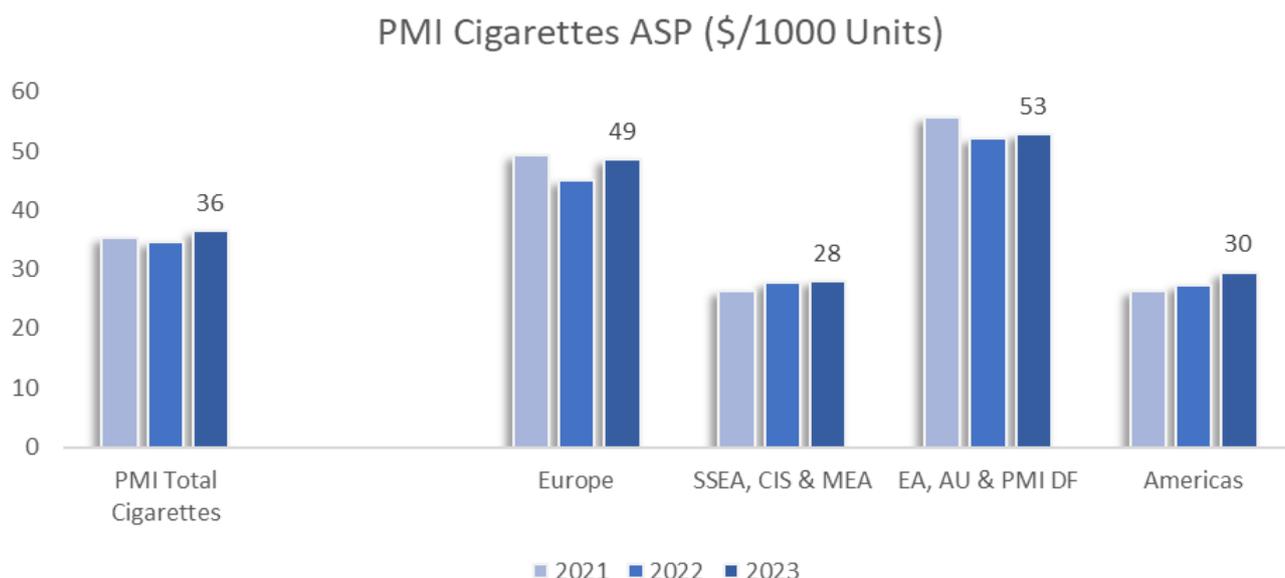
图表 17: 2023 年 PMI 卷烟业务于关键市场销量



资料来源: 公司资料, 第一上海

尽管欧洲地区仅占公司销量不到三成比重, 但由于各地市场经济环境及消费偏好的不同, 导致公司在各个市场区域品牌及产品结构存在较大差异, 其中欧洲地区及 EA, AU & PMI DF 的产品均价要明显高于 SSEA, CIS & MEA 或美洲地区。

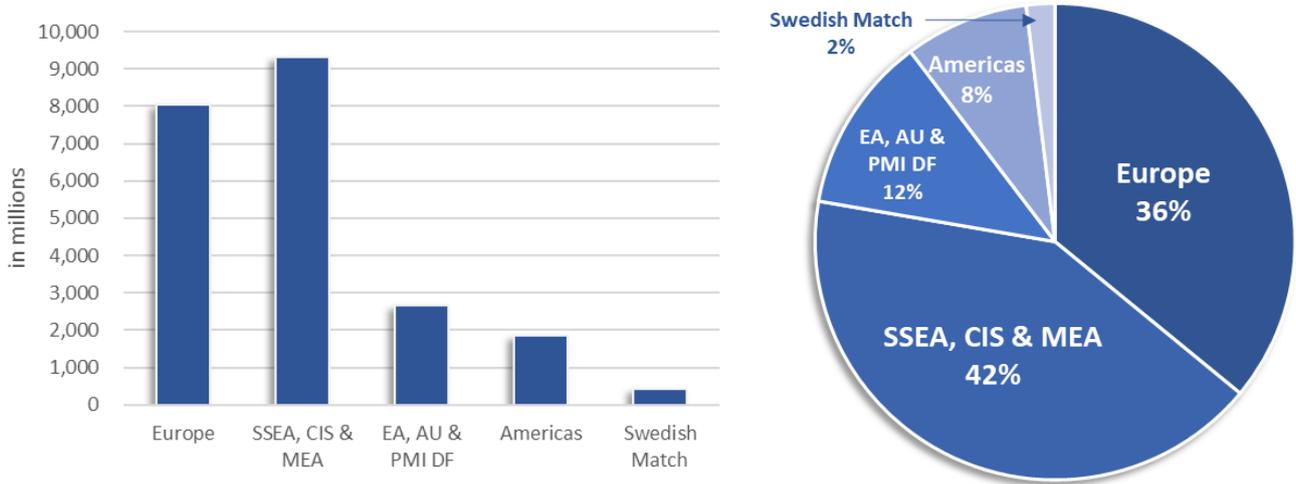
图表 18: 2021-2023 年 PMI 各区域市场卷烟销售均价存在差异



资料来源: 公司资料, 第一上海

因此，从最终营业额的角度来看，公司 2023 年于欧洲地区、SSEA, CIS & MEA、EA, AU & PMI DF、美洲地区分别实现净收入 80.4/93.2/26.8/18.7 亿美元，欧洲地区、SSEA, CIS & MEA 分别占据了公司卷烟总收入的约四成左右，是公司整体卷烟业务最主要的收入贡献来源。

图表 19： 2023 年 PMI 卷烟营业额

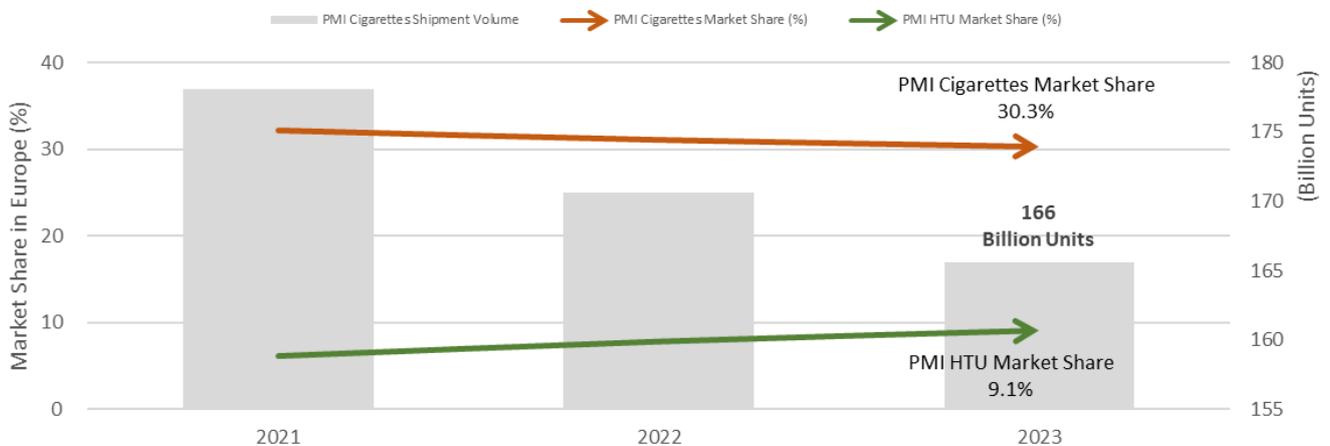


资料来源：公司资料，第一上海

其中在关键市场的欧洲地区受行业趋势影响明显，导致近年来公司卷烟业务保持了较为显著的缩量趋势。但从市场销量份额的角度来看，公司迄今为止仍保持在 30% 以上的领先竞争优势。与此同时，公司于当地的新型加热烟草业务正以极快的发展速度不断获取更多市场份额。截至 2023 年，公司 HNB 市场份额达到 9.1%，较 2021 年提升+3pct。

2021-2023 年期间，公司于欧洲地区的净收入复合增速达到了+1.7%左右，逆势环境下，公司整体业绩表现不降反增，主要可归功于其产品结构转型的显著成效。

图表 20： 2021-2023 年 PMI 欧洲市场可燃烟草及低风险(无烟)产品市场份额变化

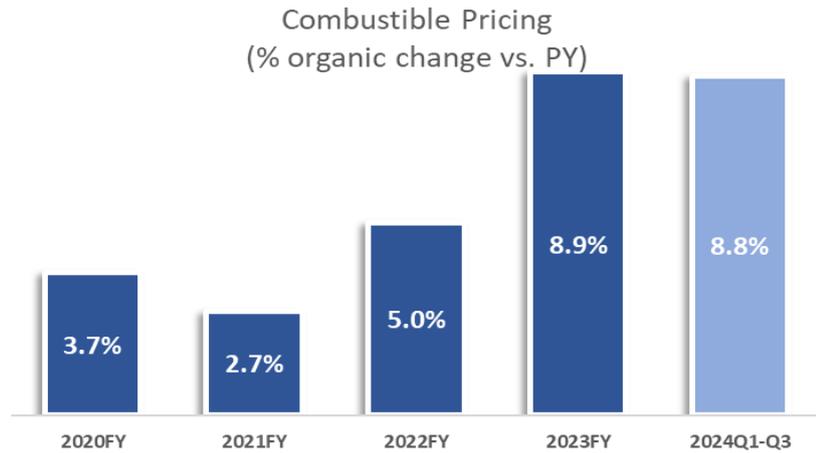


资料来源：公司资料，第一上海

强劲定价弥补缩量压力，卷烟营业额逐见稳态趋势

需注意的是，尽管全球卷烟行业销量呈现萎缩趋势，但公司长久以来整体持续呈现出强劲的可燃产品定价能力。2021-2023 年期间，公司可燃品定价贡献收入增长分别为+2.7%/+5.0%/+8.9%，2024 年前三季度贡献约+8.8%，定价增长有效弥补公司来自整体销量、以及地域组合所带来的压力。

图表 21：PMI 可燃产品定价对公司收入增长长期保持正贡献

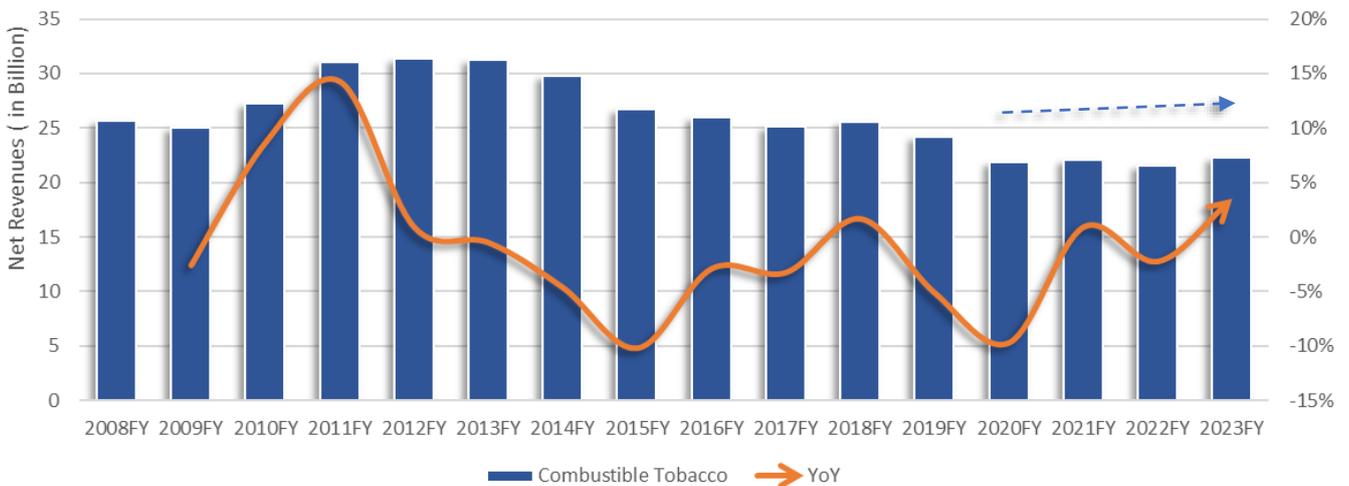


资料来源：PMI Financials or estimates, 公司资料, 第一上海

2023 年，公司卷烟总销量降至 6,129 亿个单位，同比-1.4%。在过去四年间，公司的卷烟业务销量降幅已略显平缓，或阶段性形成了平稳发展的态势。因此，在公司强劲定价的推动下，其卷烟业务营业额降幅已逐年收窄，甚至部分时段略有增长。

截至 2023 年，公司卷烟业务共计贡献收入 223.3 亿美元，同比增长+3.5%（主要由定价增长驱动，但部分被汇率波动等其它不利因素所抵消）。预计未来公司整体卷烟业务在阶段性缩量放缓趋势下，以量换价的发展或有望逐步扭转往年该业务收入持续下滑状态。

图表 22：2008-2023 年 PMI 卷烟销售净收入变化



资料来源：PMI Financials or estimates, 公司资料, 第一上海

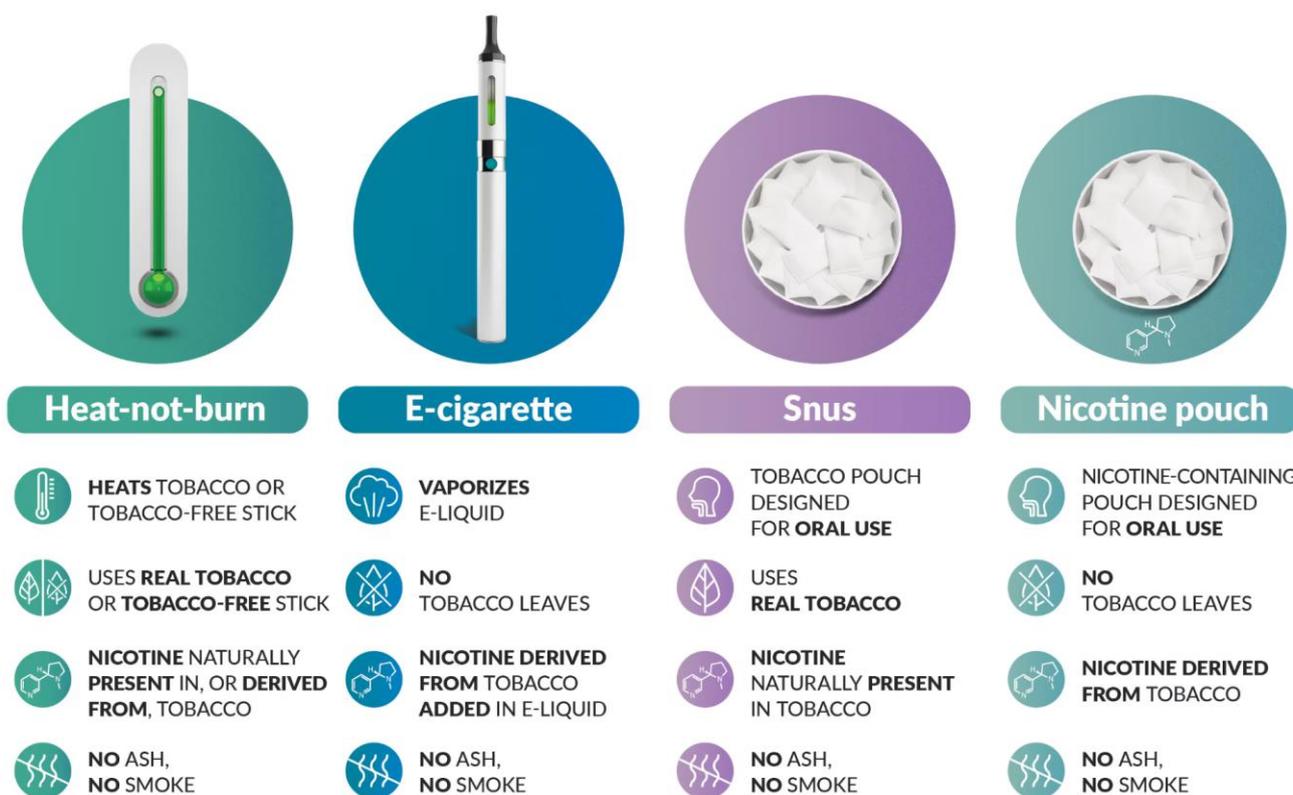
低风险产品业务形成新的业务增长点

低风险(无烟)产品的主要作用在于“减害”

菲莫国际在维持其在传统卷烟市场的领先地位的同时，也在积极开发、评估并扩展一系列创新的低风险产品（Reduced-Risk Products，简称 RRP）。这些低风险产品被设计为，相比传统卷烟而言，能够大量减少对个人和公共健康的危害。

根据科学研究表明：尽管尼古丁具有成瘾性且存在一定的健康风险，但传统卷烟在燃烧过程中所产生的大量有害化学物质才是导致吸烟相关疾病的主要根源。因此，对于吸烟者来说，其最理想的选择是完全戒烟，如果难以实现的话，则较优选择是转向使用风险较低的无烟替代品。

图表 23：无烟产品主要种类及区别



资料来源：公司资料，第一上海

在当前的全球尼古丁市场上，主要的无烟替代产品包括：

- **加热烟草产品（Heat tobacco product）**：利用内置加热元件对烟草进行加热，而非燃烧，产生气溶胶以供用户吸入，过程中不会产生烟灰或烟雾。
- **电子蒸汽产品（E-cigarettes）**：通过装置加热含尼古丁的液体制造气溶胶，提供类似吸烟的体验，同时避免了烟草的燃烧过程。

除了上述产品，还有其他类型的无烟烟草制品：

- **鼻烟/唇烟 (Snus)**：烟草制品，置于嘴唇和牙龈之间的烟草制品，无需燃烧即可释放尼古丁。
- **尼古丁袋 (Nicotine pouches)**：供口腔使用的尼古丁产品，不含烟叶，能够在不吸烟或不吸入蒸汽的情况下提供尼古丁

近年来，菲莫国际等国际烟企巨头通过推广这些品类，着手开发能够降低吸烟负面影响的产品，同时又保留吸烟者所追求的尼古丁感受。在最终实现“无烟未来”地长期愿景之下，菲莫国际在过去近十年以来为其无烟业务的发展规划作出了较为显著的资源倾斜。

无烟替代产品行业已进入迅猛发展阶段

从全球烟草行业的角度看，随世界烟草控制的持续推进、以及全球吸烟人口的持续下滑，长期以来全球卷烟市场整体呈现出持续萎缩的趋势，取而代之的是新型烟草产品迎来迅猛增长。

据我们估算，预计 2009-2023 年期间全球卷烟零售市场的总销量（不含中、美市场）以年复合约-2.0%的速度逐年缩小，其中欧洲市场年复合下降率更是达到了约-3.5%，同期美国市场年复合下降率预计约为-4.1%左右，均呈现为显著下降趋势。

与之相反的是，新型烟草产品因其低害的特性，正逐渐作为传统烟草产品的替代品而被越来越多的消费者接受。据估算，全球（不含中、美市场）电子蒸汽产品 2009-2023 年期间于零售市场总销量预计年复合增长率达到约+25.9%，其中欧洲市场复合增速达到约+20.3%，同期美国市场年复合增速预计约为+45.2%左右；而加热烟草产品方面，2023 年全球零售市场（不含中、美市场）总销量较 2014 年同期预计翻了逾 10,000 倍，期间年复合增长率高达约+180%，其中欧洲市场年复合增速约达+167%。

随着消费者对健康生活的追求日益增强，以及各国政府对新型烟草产品的监管逐渐趋于规范化，作为全球市场低风险产品的主流产品，使用电子蒸汽产品或加热烟草产品的理念已逐渐占据越来越多全球吸烟者心智。

PMI 在无烟产品领域的发展历程

公司对加热烟草替代品的研究最早可追溯到 20 世纪 90 年代初，为继续吸烟的成年人寻求提供更安全的替代品，长远维度则是为了最终实现能够推动全面停售卷烟的目标。

为此，菲莫国际建立了一流的科学评估体系，覆盖包括临床前系统毒理学、临床和行为研究以及市场后研究等多个领域，成功积累了广泛的非临床和临床数据。

在公司地无烟产品业务发展过程中，主要关键大事件包括：

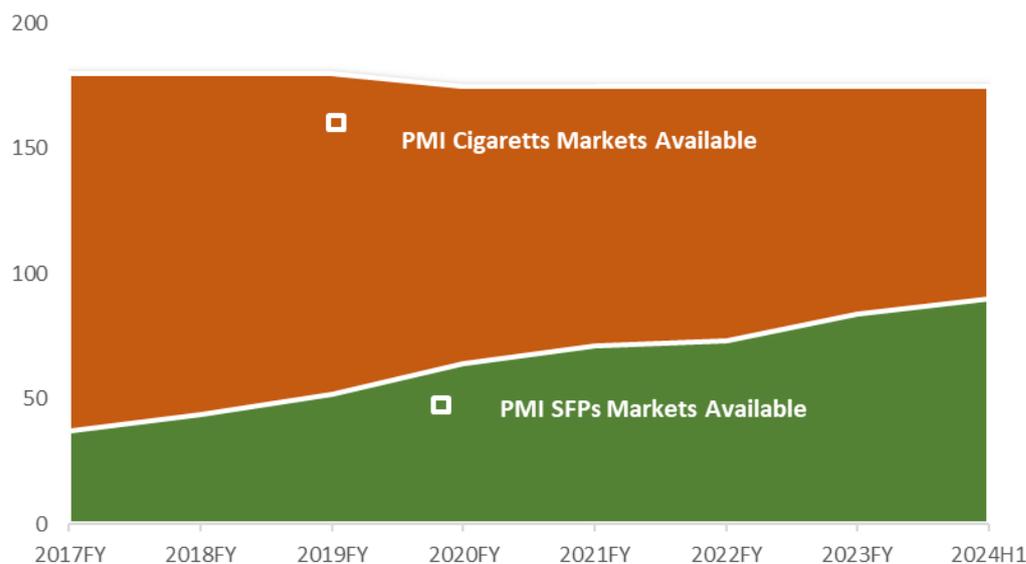
- 2007 年，PMI 使用 HeatControl™ 技术开发了 HNB 原型。
- 2008-2009 年，分别在瑞士、新加坡新建了“无烟替代品”研发中心和实验室。
- 2013 年 12 月 20 日，菲莫国际与奥驰亚 (Altria) 达成战略框架协议，根据该协议，奥驰亚将向菲莫国际独家提供其电子烟产品，用于美国以外的市场。作为回报，菲莫国际将向奥驰亚独家提供两种候选低风险烟草产品，用于其在美国市场

进行市场销售。此外，双方同意于科学评估方面进行合作，共享对现有低风险产品的改进等。

- 2014 年，公司一款 RRP 产品 IQOS 在名古屋和米兰启动了试点销售，这两个城市分别作为日本的重要城市和欧洲的时尚中心，为 PMI 的试点项目提供了理想的测试环境并成功取得了显著的成效。试点的成功也为后续在日本全国范围内推广以及全球范围的认知度和接受度的提升奠定了基础。
- 2016 年，IQOS 的下一代产品——开创式的 2.4PLUS 在全球 21 个市场推出。
- 2018 年，IQOS 3.0/3 MULTI 在全球 43 个市场销售。同年 PMI 将 92% 的研发支出和 60% 的商业支出投向 RRP 产品。
- 2020 年，IQOS VEEV 电子烟设备在新西兰和捷克共和国推出。同年 7 月 7 日，PMI 取得了其旗舰产品 IQOS 的一个重大成就——美国食品药品监督管理局（FDA）批准了 IQOS 作为改良风险的烟草产品（MRTP）在美国市场上销售，这标志着 IQOS 成为首个获得此类认证的电子尼古丁递送系统。
- 2021 年，具备革命性的 SMARTCORE 感应系统™的 IQOS ILUMA 系列推出，并搭配了专为其设计的全新 TEREA 烟棒。
- 截至 2023 年底，PMI 的无烟产品已经成功覆盖全球 84 个销售市场。到最新 24Q3 报告期，这一数字进一步增加至 92 个。相较于公司传统卷烟业务的市场覆盖面而言，公司的无烟产品业务仍具备非常大的可扩张空间。预计至 2025 年，PMI 的无烟产品有望覆盖至全球 100 个市场。
- 截至 2024 年 6 月底，公司无烟产品的用户总数已达到约 36.5 百万人。无烟业务为公司贡献了 38% 的净收入，已成为公司未来发展中非常重要的组成部分。

目前，菲莫国际的 RRP 业务已基本对市场主要无烟替代品品类实现全面覆盖。

图表 24：PMI 无烟产品销售市场数量快速增长



资料来源：公司资料，第一上海

加热不燃烧产品（HNB）

加热不燃烧产品（HNB），也被称作加热烟草产品（HTU）。使用时消费者需将特制的一次性烟草棒放入专用设备中，利用加热释放其中的尼古丁和香料成分。与传统卷烟通过点燃烟草产生烟雾不同的是，这种加热方式由于不涉及直接燃烧，因此减少了传统吸烟过程中产生的许多有害物，例如焦油、一氧化碳和多种致癌物质，有效降低了对个人及周围人群和环境的潜在危害。

2014 年，PMI 开发并推出一种精确控制的加热装置，并通过 IQOS 品牌对其进行市场商业化推广。目前市面上 IQOS 产品主要采用了包括内置加热刀片或感应加热元件等，分别通过 1) 刀片作为加热器及温度传感器，或 2) 感应元件产生电流和磁场，从而将烟草棒中的烟草加热至所需要温度。

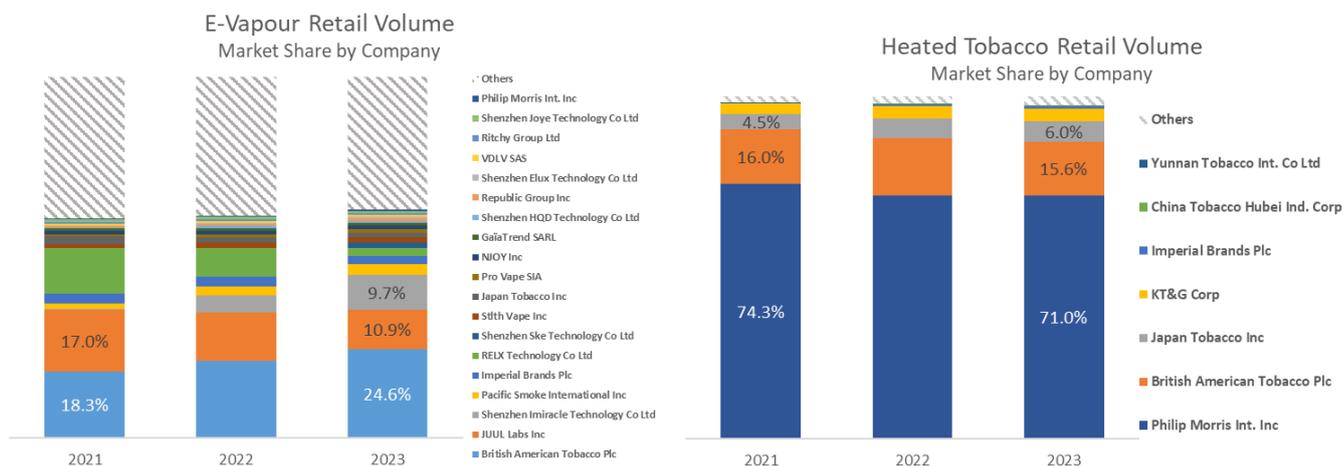
PMI 在 HNB 品类市场占据着绝对份额优势

在过去十年间，国际烟草巨头纷纷将战略重心逐步转移至减害产品领域。其中雾化电子烟产品（E-cigarette）由于全球参与者繁多，市场呈现出 CR5 以英美烟草、JUUL 等企业为首、但整体较为冗杂、分散的竞争格局。

与之不同的是，加热不燃烧产品（HNB）的全球市场竞争格局尤为集中，其中因 PMI 的 IQOS 推出时间更早、同时也是国际市场上同类型产品中最为经典的产品，长期占领全球消费者心智。

在全球 HNB 市场上，菲莫国际以 71.0% 的销量份额遥遥领先行业，树立了国际上的绝对领导地位。

图表 25： 新型烟草零售市场份额（按销量）



资料来源：各公司资料，Wind，第一上海

我们认为，菲莫国际 HNB 旗舰品牌 IQOS 能在整体新型烟草产品市场的众多参与者竞争过程中脱颖而出，存在几大关键性发展因素：

1、将日本作为首发市场快速实现品牌崛起

2014 年，公司选择日本作为 IQOS 的首发市场，这一战略决策得益于：1) 以当年市场零售总额计，日本已是全球的第三大传统卷烟市场，其市场规模仅次于中国及美国市场，存在巨大的可转化的空间；2) 日本对此类新型烟草产品的友好政策，为 IQOS 的销售业务迅速增长提供了有利条件。

1.1 日本对 HNB 产品的政策更为友好，成为 IQOS 市场突破口

在全球范围内，监管政策对新型烟草产品行业的发展起着决定性作用。不同国家对 HNB 电子烟和雾化电子烟的监管政策存在一定差异，导致了全球各个市场中新型烟草产品市场发展路径的多样性。

以日本为例，日本卫生部将含有尼古丁的雾化电子烟归类为药品，并依据《药事法》进行管理，要求地方政府对这类产品进行监管，其中包括禁止在药店进行销售并召回已上市产品等，这一立场与对 HNB 产品的监管形成对比（后者并无专门的法规）。2010 年，日本卫生部修订的《烟草商业法》中将烟草制品定义为由烟叶组成、可以被吸入、咀嚼的产品。因此依据这一定义，HNB 被与卷烟一同监管。

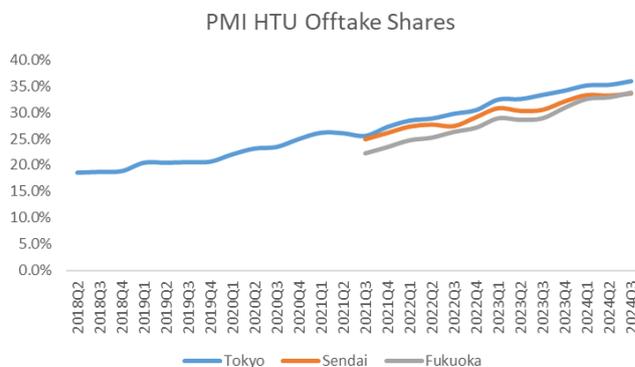
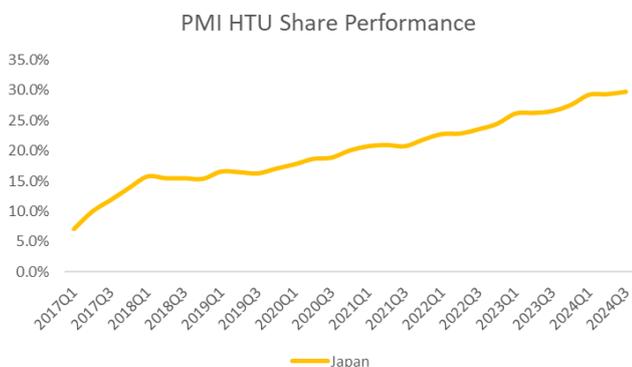
与此同时，日本劳动省进一步强调了 HNB 产品相对于传统烟草的健康优势，并在《健康促进法》中将 HNB 产品排除在公共场所禁烟措施之外。这些政策导向为 IQOS 在当地市场发展初期提供了非常有利的销售条件。导致在日趋严格的控烟政策环境下，IQOS 逐渐成为受欢迎的传统卷烟替代品。

除了先发的市场优势、以及突破性的创新技术以外，IQOS 在日本市场的快速也得益于其多方位的市场销售策略加持。其中，IQOS 在日本市场上市采用了亲民的定价策略，其烟弹产品的价格与市场传统卷烟基本持平，同时又提供了丰富的口味选择，进而增加了对消费者市场的吸引力。

早期 IQOS 还充分利用了广为人知的“万宝路”品牌影响力。品牌背书给 IQOS 带来了较高信任度，为其快速占领市场提供了有力支持。在市场营销上，公司通过包括传统广告、KOL 营销、社交媒体推广、体验门店活动和赛事赞助等多种渠道，快速实现更多消费者的心智份额抢占。2017 年随着日本 HNB 市场逐渐进入需求驱动期，IQOS 顺势加大在当地的营销投入，成功迎合市场需求，充分满足了当地消费者对新型烟草产品的期待，实现销售规模快速扩大。

图表 26：2017 年 PMI 在日本卷烟市场份额大幅增加

图表 27：日本关键城市至今保持份额迅猛上涨态势



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

IQOS 营收及市场份额开始快速上涨。2016–2017 年期间，PMI 的整体新型烟草业务净收入快速从 7.4 亿美元攀升至 38 亿美元（主要由日本市场驱动）。其中 IQOS 在日本的市场份额也从 2016 年的 2.9%，跳跃式地增长至 10.8%，成功在日本市场中站稳脚跟。随后 IQOS 也在示范市场的影响下逐渐成为了全球 HNB 市场的标志性品牌。

2、技术不断革新是长期制胜关键

早期的 IQOS 是通过将万宝路和 HeatSticks 等品牌的特制烟草产品插入加热装置中，并内部刀片状加热及感应系统，将其加热并精确保持在 300–350 摄氏度之间——这一温度远远低于传统卷烟燃烧时超过的 800–900 摄氏度（中心温度）——确保其不产生燃烧的同时，又能产生含有尼古丁的气溶胶给用户，提供了一种与传统吸烟方式截然不同的体验。值得注意的是，在整个加热过程中的温度并非恒定不变，为确保其用户能始终享有最佳口感表现，IQOS 的控温系统会根据烟弹各个抽吸阶段去精准地达到特定所需温度，从而使得其用户在整个抽吸过程中能够保持使用体验的一致性。

与传统卷烟不同，HNB 具备了电子消费品的基本特性。我们认为，作为传统卷烟的可替代品，首先需解决的消费者核心功能需求——即消费者的“减害诉求”、以及“近似传统卷烟的尼古丁体验”。其次，作为一款电子消费品，“技术创新”、“外观设计”、“用户体验”等同样是产品能否持续在激烈的市场竞争中脱颖而出的关键性因素。

作为 HNB 市场的先行者，PMI 的旗舰产品 IQOS 自发布以来便为整个行业树立了新的标杆。而在接下来发展过程中，公司不断地推动 IQOS 的升迭代级，持续增强其用户体验和市场竞争能力，其中包括：

- 1) 外观设计上，IQOS 采用了从外观轮廓、配色、包装、甚至线下门店设计均全面对标当下的热门电子产品——苹果 Apple Store——的策略来进行产品商业化推广。正因如此，其产品设计感迅速得到了广大消费者认可，在市面上同类型产品中也更为突出。通过这种方式，IQOS 不断向消费市场传递了“高端技术”和“时尚”的产品理念。
- 2) 产品技术方面，IQOS 至今已经历了几代的技术革新，成功从最初的环绕式加热发展到内置刀片加热，最终演变为使用新一代感应加热技术的 ILUMA 系列，每一步都致力于改善用户的使用体验。

图表 28: IQOS 产品迭代

发售时间	产品名称	产品示意图	加热元件	充电时长	续航能力	电池容量	重量 (充电盒+加热棒/整机)	技术迭代
2016年	IQOS 2.4/2.4 PLUS		陶瓷刀片	充电盒:120min 加热棒:4min10sec	20支	2900 mAh	100g+20g	<ul style="list-style-type: none"> ★ 充电时间缩短约20% ★ 增加震动提醒功能, 取代原仅有LED提醒
2018年	IQOS 3.0		陶瓷刀片	充电盒:120min 加热棒:3min30sec	20支	2900 mAh	103g+22g	<ul style="list-style-type: none"> ★ 与IQOS2.4相比, 上开盖改为了侧开, 整体尺寸更加小巧, 且更方便单手操作 ★ 在充电盒内部和加热棒的底部做了磁吸设计, 加热棒在充电盒内会被牢牢吸住, 可以防止充电时接触不良, 同时防止加热棒滑落造成摔毁 ★ 加热棒充电时间缩短 ★ 清洁器升级为胶垫滚动方式, 较少对刀片损伤
2018年	IQOS 3 MULTI		陶瓷刀片	整机:78min	10支	830 mAh	50g	<ul style="list-style-type: none"> ☆ 集成系统/一体机 ★ 一次充满电可连续抽10支烟弹 ★ 3 MULTI体积较2.4烟杆增大, 但小于2.4充电盒体积, 便于携带
2019年	IQOS 3 DUO		陶瓷刀片	充电盒:120min 加热棒:1min50sec	20支	2900 mAh	103g+22g	<ul style="list-style-type: none"> ★ 机器外观与3.0几乎相同, 颜色选择更加丰富 ★ 技术创新: 可连续抽2支烟弹 ★ 加热棒充电时间进一步缩短
2021年	IQOS ILUMA		Smartcore 感应系统	充电盒:135min	20支	1980 mAh	116.5g+30.5g	<ul style="list-style-type: none"> ☆ 翻盖款 ★ 配备智能核心感应系统及热控技术™ ★ 无刀片加热元件, 不需要麻烦的售后清洁步骤, 不需要担心刀片损坏 ★ 采用IQOS Iluma专用的烟棒, 不会在烟盒或口袋中留下烟叶残留物, 同时解决机器异味问题 ★ 减少焦油渗出风险 ★ 无需拉伸支架即可轻松取下烟草棒 ★ 保留连抽2支烟弹功能
2021年	IQOS ILUMA PRIME		Smartcore 感应系统	充电盒:135min	20支	1980 mAh	141g+30.5g	<ul style="list-style-type: none"> ☆ 侧翻款 ★ 配备智能核心感应系统及热控技术™ ★ 无刀片加热元件, 不需要麻烦的售后清洁步骤, 不需要担心刀片损坏 ★ 采用IQOS Iluma专用的烟棒, 不会在烟盒或口袋中留下烟叶残留物, 同时解决机器异味问题 ★ 减少焦油渗出风险 ★ 无需拉伸支架即可轻松取下烟草棒 ★ 保留连抽2支烟弹功能
2021年	IQOS ILUMA ONE		Smartcore 感应系统	整机:90min	20支	1728 mAh	68.5g	<ul style="list-style-type: none"> ☆ 集成系统/一体机 ★ 配备智能核心感应系统及热控技术™ ★ 无刀片加热元件, 不需要麻烦的售后清洁步骤, 不需要担心刀片损坏 ★ 采用IQOS Iluma专用的烟棒, 不会在烟盒或口袋中留下烟叶残留物, 同时解决机器异味问题 ★ 减少焦油渗出风险 ★ 无需拉伸支架即可轻松取下烟草棒 ★ 相比3 MULTI, 电磁容量约2倍一次充满电可连续抽20支烟弹

资料来源: 公司官网, 第一上海

目前最新的 IQOS ILUMA 系列搭载了革新的 Smartcore 感应技术。与其它全球主要 HNB 产品不同的是，ILUMA 系列 Smartcore 感应技术采用的是简单的“无刀片”加热方式。用户只需要轻松地插入特制烟弹，相应的金属加热元件即可通过电磁感应从烟弹内部开始加热。

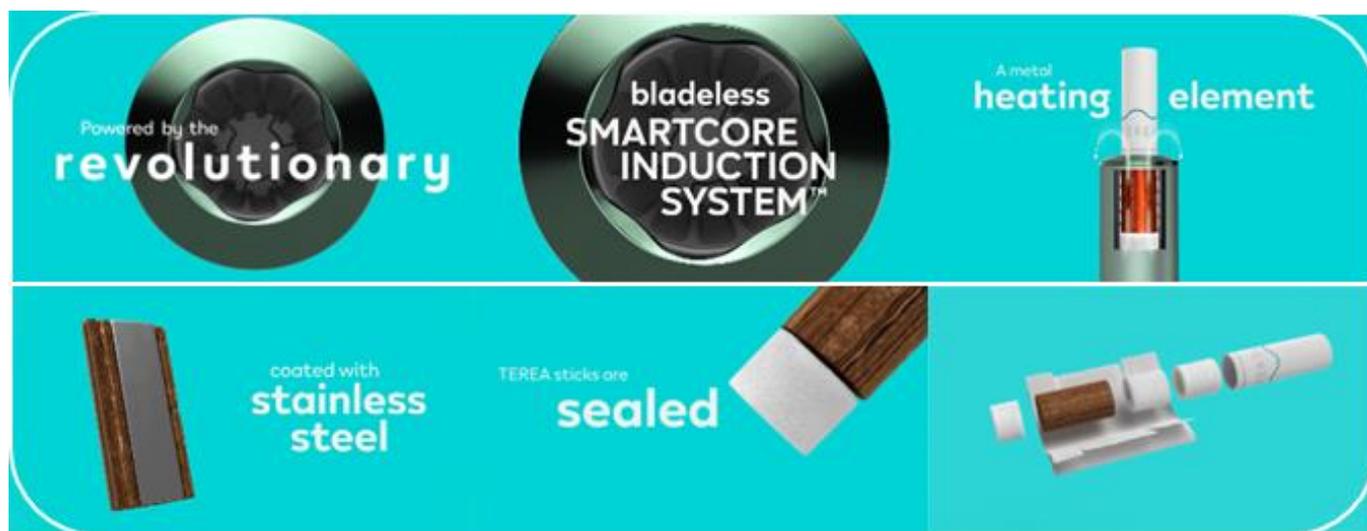
图表 29：全球热门 HNB 产品对比

产品系列	IQOS ILUMA	Pulze 2.0	Ploom X	glo™ Hyper X2	lil SOLID 2.0
公司	菲莫国际	帝国品牌	日本烟草	英美烟草	KT&G
发售时间	2021年8月	2023年2月	2021年8月	2022年7月	2020年9月
产品类型	分体式 / 一体式	一体式设计	一体式设计	一体式设计	一体式设计
加热系统	SMARTCORE INDUCTION SYSTEM™		HEATFLOW®	HeatBoost™	
连抽（次）	2 / 20	25+	20	20	30
加热模式		2		2	
搭配烟弹/烟棒	TEREA	iD / iSenzia	MEVIUS / Camel	neo™	Fiit
产品示意图					

资料来源：各公司官网，第一上海

与之完美匹配的是，公司同步推出了 TERA 烟弹系列。由于 TERA 烟弹采用完全密封设计，显著减少了使用过程中烟味的扩散。此外，这种设计还意味着机器在使用过后，内部不会留下任何烟草残留物，从而避免了以往产品系列繁琐的清洁工作。

图表 30：Smartcore Induction System™



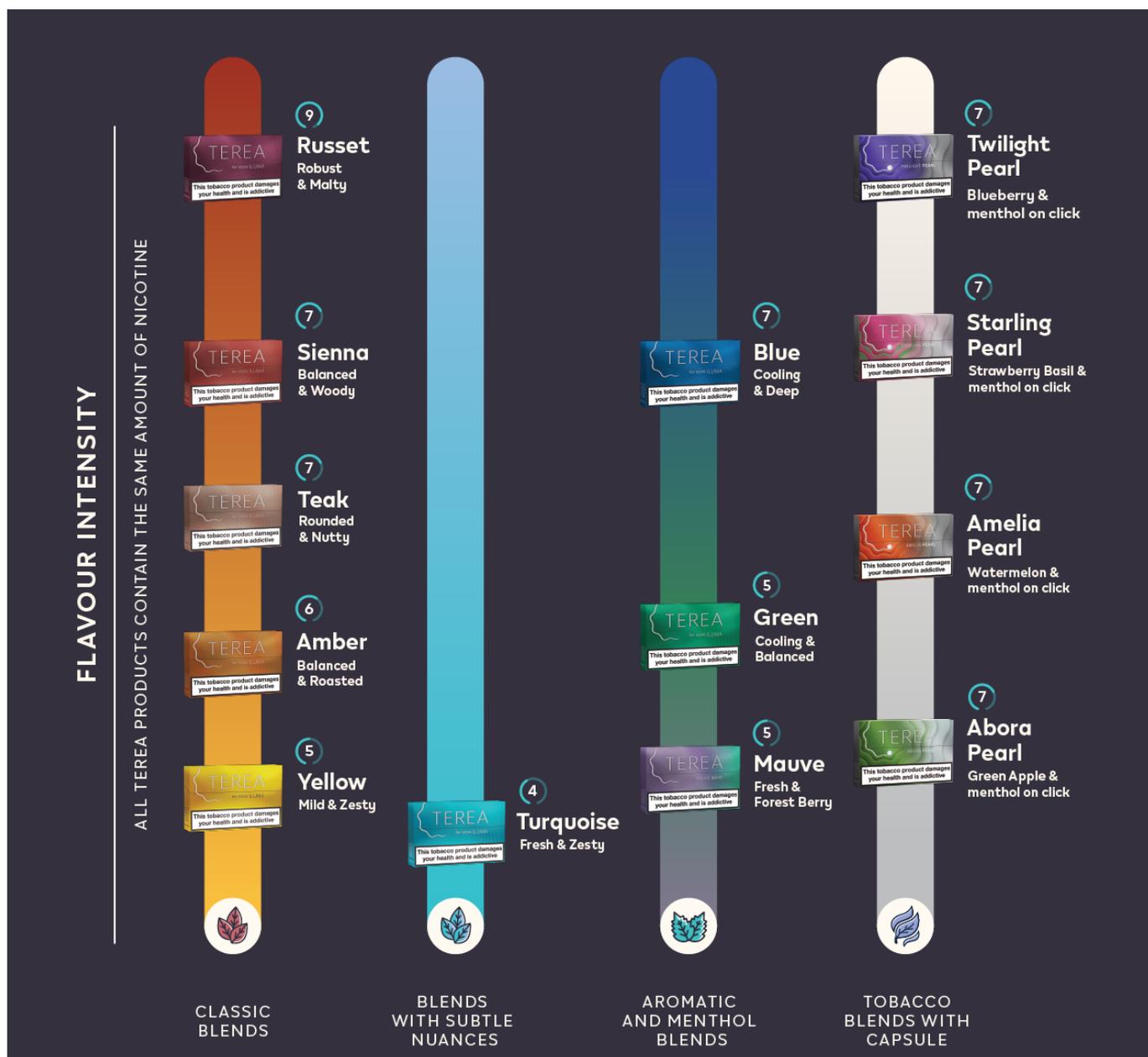
资料来源：公司官网，第一上海

进一步讲，由于没有残留物，设备内部不会产生因残留物引起的异味，保持了设备的清洁和清新。这一点对于提升用户体验至关重要，有效解决了前代产品和其他类似产品中常见的清洁麻烦、异味、加热元件损坏以及焦油渗出等主要产品痛点，并大大降低了产品维护的难度。

在烟弹产品线方面，IQOS 的烟弹产品线已经从最初的传统烟草口味、薄荷口味，逐步扩展到了更多样化的风味、甚至更为复杂的口味组合等等。与此同时，公司还逐渐引入了新的产品形式等，不同的烟弹种类因其满足了不同用户的口味偏好而普遍获得了不同程度的好评。

专属适配的设计也是 TEREA 烟弹系列的一大关键亮点。由于 IQOS ILUMA 的特殊加热系统仅与 TEREA 烟弹兼容，这意味着使用其他类型的烟弹可能导致设备无法正常加热，而强行将 TEREA 烟弹用于其他 HNB 设备则可能导致设备损坏。这种专属适配的设计确保了用户在使用过程中的安全性和最佳体验，同时也鼓励用户继续选择公司的产品，从根源上提升了用户对公司产品的使用粘性。

图表 31: IQOS 专属 TEREA 烟弹口味众多

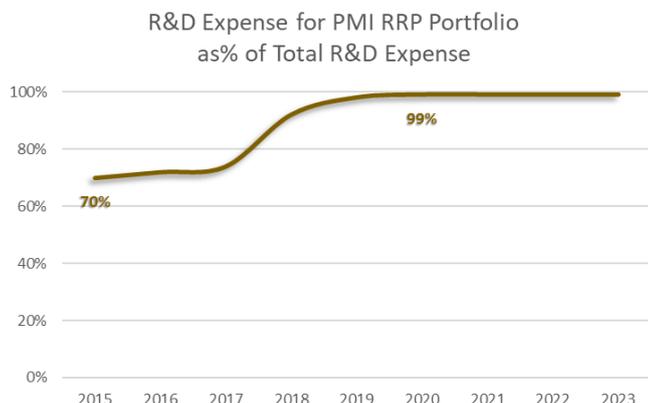


资料来源：公司官网，第一上海

3、研发资源倾斜形成强大的竞争壁垒

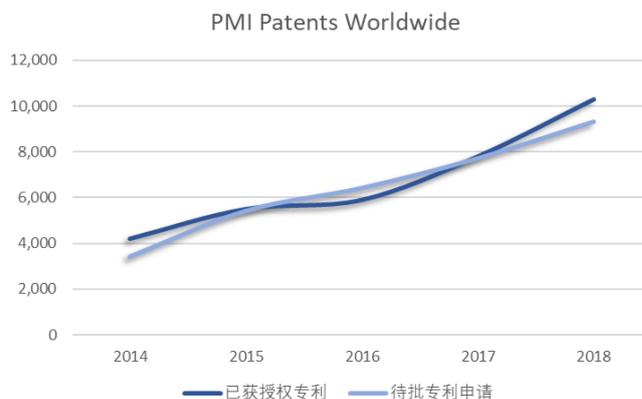
自 2008 年起，PMI 已累计投入了 125 亿美元，致力于无烟产品的研发、科学验证和推广发展。至 2018 年起，PMI 进一步快速提高对 HNB 研发投入，在 2020-2023 年的四年间，公司总研发费用中，用于无烟产品研发的比例已进一步提升至 99%。

图表 32：PMI 研发资源对无烟产品倾斜



资料来源：公司资料，第一上海

图表 33：PMI 专利数量翻倍增长



资料来源：公司资料，第一上海

研究专利方面，截至 2018 年，PMI 整体在全球范围内已获共计 10,300 项授权专利，以及约 9,300 项待批专利申请，专利数量较 2014 年实现翻倍式增长。

其中在加热烟草类制品方面，PMI 至今均保持了行业的明显领先创新者。在所有的无烟产品中，PMI 拥有着强大的专利壁垒。根据郑州烟草研究院刊登于《中国烟草学报》中统计，2007-2016 年期间国外烟草企业中，PMI 所申请的 HNB 相关专利共计 517 项，数量上远超行业第二的共计 155 项。

公司凭借划时代的创新技术以及严密的专利布控，以及在防止相关产品非法贸易方面投入的大量资源，使其在全球 HNB 行业中构建了强大的技术护城河。

4、全球首个获得 FDA 评估认证的电子尼古丁产品

2020 年，美国 FDA 授权许可 IQOS 作为改良风险烟草产品（MRTP）进行销售。FDA 在评估中认为，IQOS 从根本上有别于其他烟草产品，对于无法实现戒烟的成年烟民来说，IQOS 会是一个更好的选择。

我们认为，FDA 作为全球烟草市场中最严格的经济体监管部门之一，IQOS 的产品技术成为其历史上首个通过 MRTP 评估决策的电子尼古丁产品，标志着 IQOS 品牌的又一次重大胜利。随时间推移，预计当全球更多消费者对电子尼古丁产品类别的认识不断提升，也将促使他们了解到转向 IQOS 相比继续吸烟的好处。

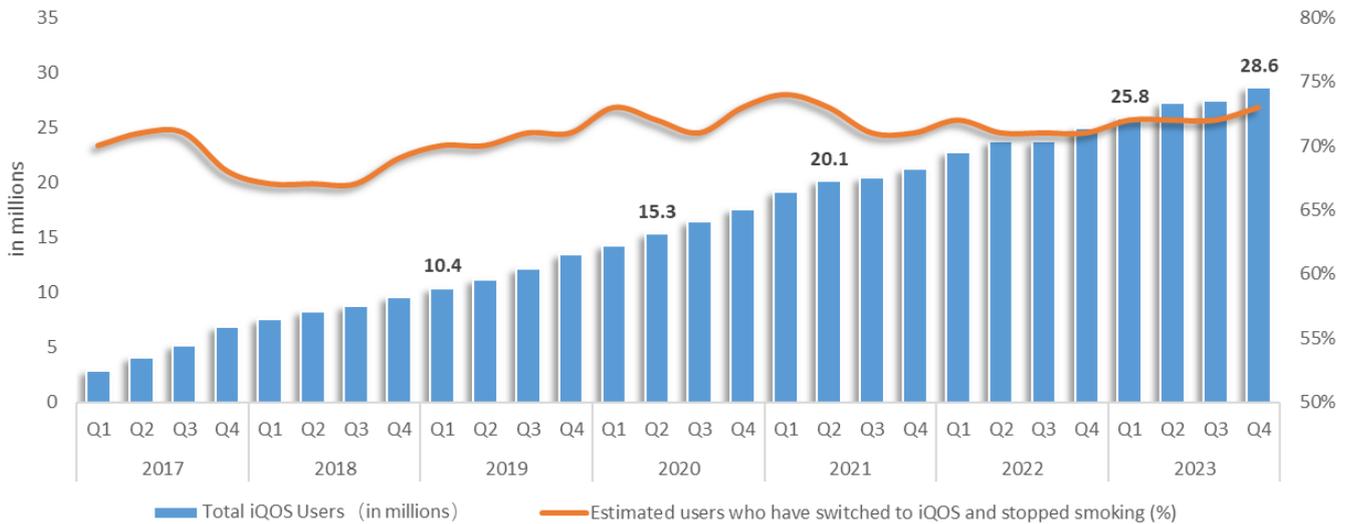
5、全球市场迎来快速扩张期

IQOS 在日本及欧洲市场转型的大获全胜，为接下来全球市场的发展起到了关键性示范作用。通过对 IQOS 的高质量品牌打造、技术方面的持续创新、以及对各地市场反馈的快速响应，公司的 HNB 产品业务过去十年间在全球范围内迎来了快速扩张。

凭借原有的全球领先渠道优势，截至 2024 年上半年，公司 IQOS 产品已成功对其一半以上的传统烟草市场实现渗透。相应地，其 IQOS 用户数量也呈现了长期持续增长的态势。

截至 2023 年底，IQOS 用户数达到 28.6 百万，较 22Q4 同期进一步增长 3.7 百万。截至 24Q2 底，该数字进一步增加至 30.8 百万。截至 2023 年底，全球预计已有 20.8 百万用户改用 IQOS 产品并实现戒烟，用户完全转化率约为 73%。

图表 34: IQOS 用户数量迅猛增长



资料来源: PMI Financials or estimates, IQOS user panels and PMI Market Research, 第一上海

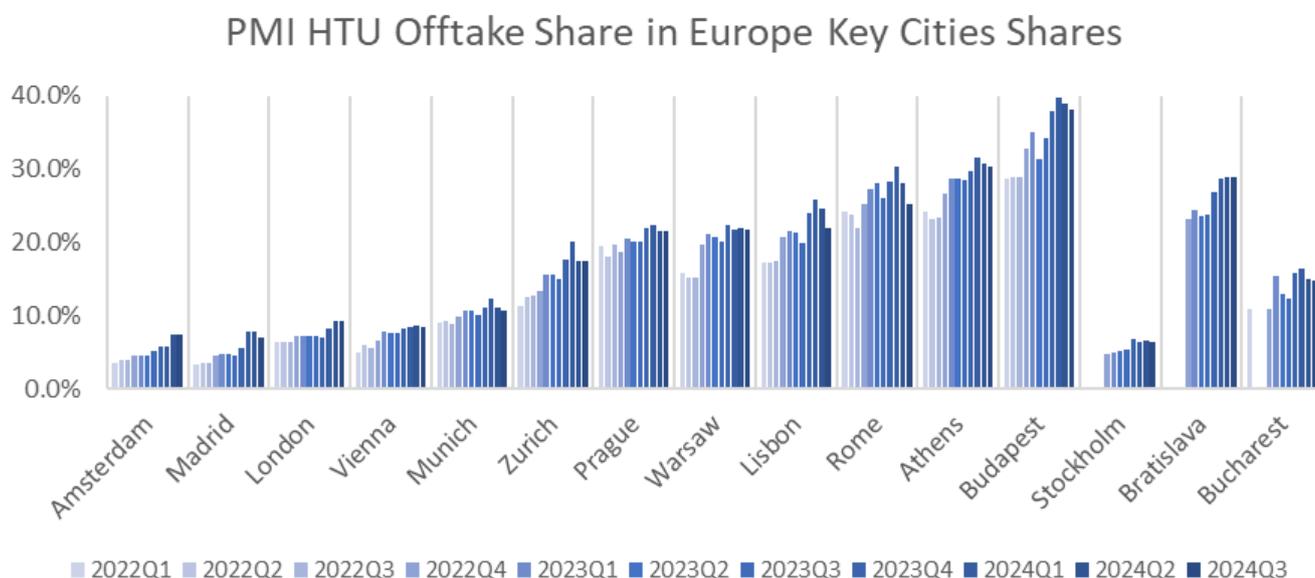
从市场份额的角度来看，IQOS 同样保持了持续靓丽的增长。2019 年第四季度，IQOS 在全球 52 个销售市场中的市场份额为 5.5%，成为市场上的第三大尼古丁产品品牌。到了 2024 年第一季度，IQOS 销售市场数量进一步增加至 72 个，而所在销售市场的整体市场份额也增长至 10.3%（可比口径下剔除新兴市场印度尼西亚），使得 IQOS 成为所在市场上的第二大尼古丁产品品牌，仅次于万宝路，在全球烟草市场中竞争力显著提升。

图表 35: PMI HTUs (IQOS) 成功晋升为国际第二大尼古丁产品品牌

		19'Q4	20'Q2	24'Q1
IQOS销售市场数量		52	57	72
				<small>*剔除印度尼西亚市场</small>
尼古丁产品品牌在销售市场 (IQOS 所在销售市场) 市场份额排序	#1	Malboro (12.0%)	Malboro (11.3%)	Malboro (10.2%) <small>*Malboro (11.8%)</small>
	#2	Winston	Winston	PMI HTUs (8.4%) <small>*PMI HTUs (10.3%)</small>
	#3	PMI HTUs (5.5%)	PMI HTUs (6.3%)	Winston
	#4	Rothmans	Rothmans	Camel
	#5	L&M (3.9%)	L&M (4.1%)	Gudang Garam
	#6			L&M (3.5%)
	#7			Cleopatra

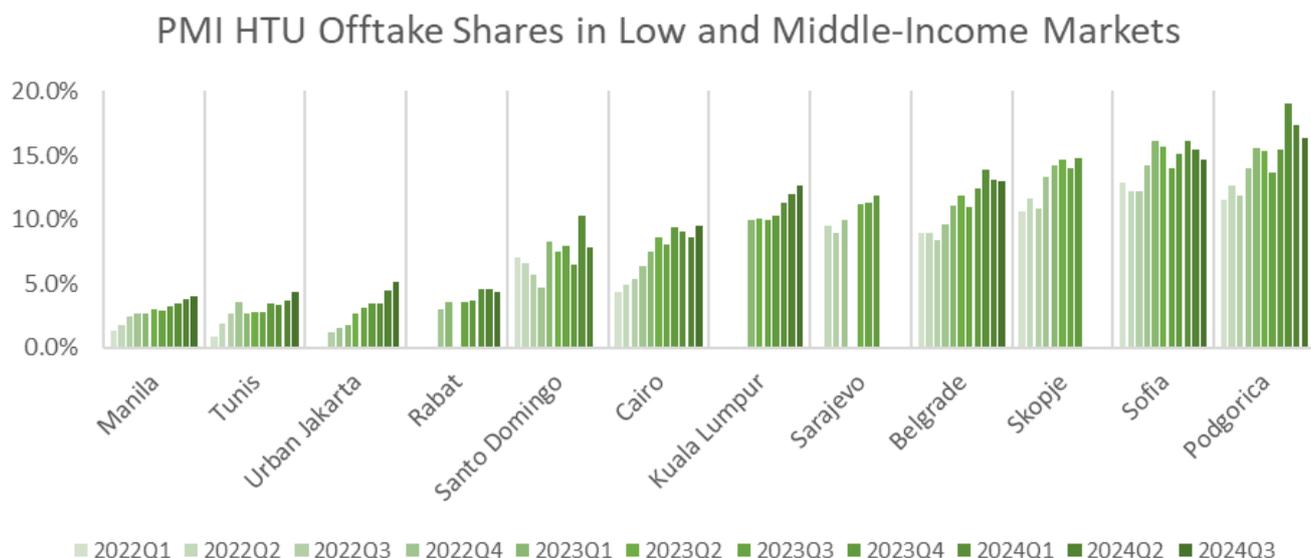
资料来源: PMI Financials or estimates, 公司资料, 第一上海

图表 36: 欧洲核心城市市场份额发展强劲



资料来源: PMI Financials or estimates, 第一上海

图表 37: 多个中低收入新兴市场份额增长迅猛

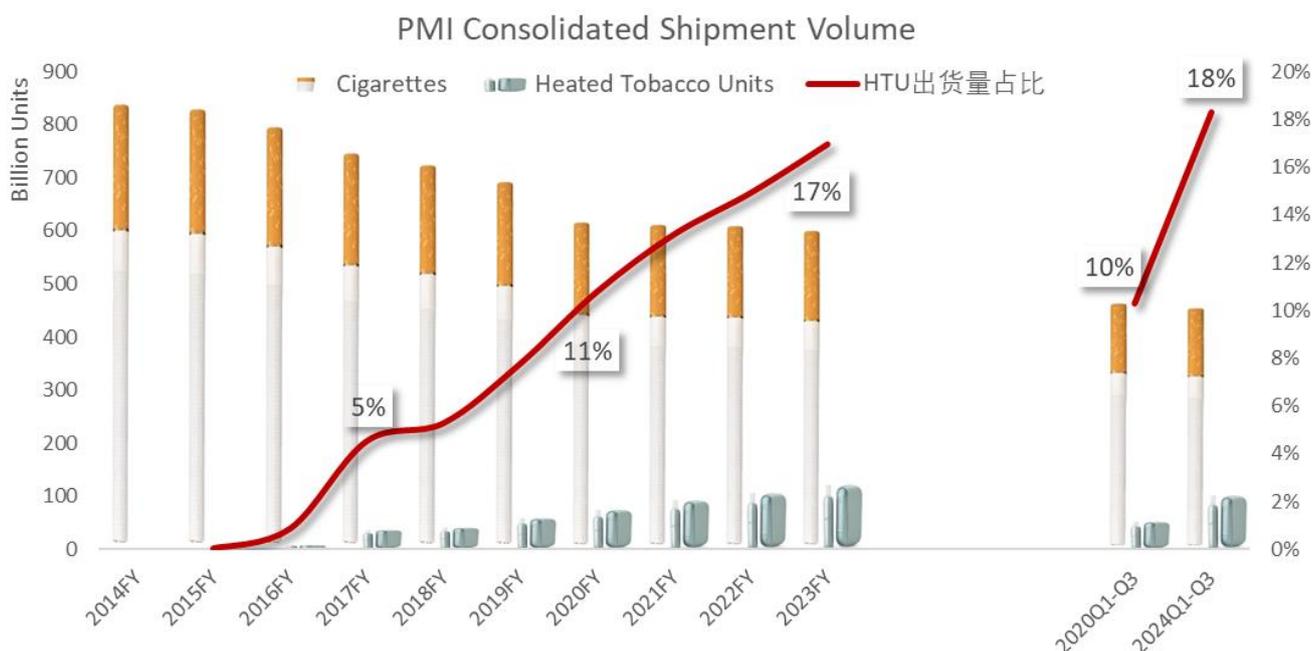


资料来源: PMI Financials or estimates, 第一上海

PMI 的销售业绩从传统可燃烟成功向 HTU 业务转移

经过公司的经营战略不断向 RRP 产品倾斜，PMI 的销售结构也在持续发生改变。其中在 IQOS 的强劲表现下，公司 HTU 产品占总体出货量的比例于 2020 年前九个月起成功突破 10%，并于 2024 年前三季度达到 18.3%（可比口径下，未计入 Oral SFP 出货量）。

图表 38：公司总出货量近两成为 HTU 贡献



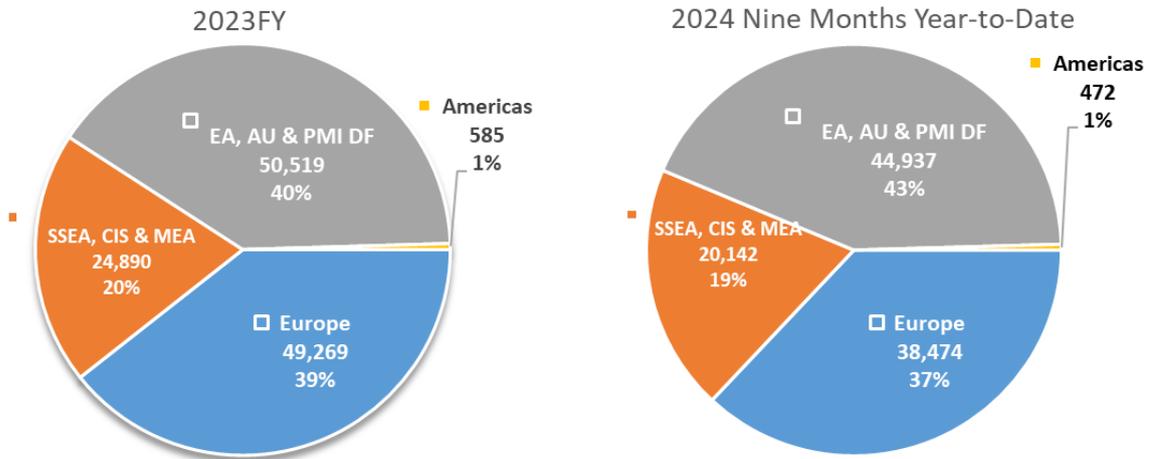
资料来源：公司资料，第一上海

欧洲地区及 EA, AU & PMI DF 是 HTU 主要基地市场

从区域分部来看，截至 2023 年，公司 HTU 产品业务于欧洲地区、SSEA, CIS & MEA、EA, AU & PMI DF、美洲地区出货量分别达到 493/249/505/5.9 亿个单位，其中欧洲及 EA, AU & PMI DF 均为主要基地市场，美洲地区全年出货量未及公司总量的 1%。

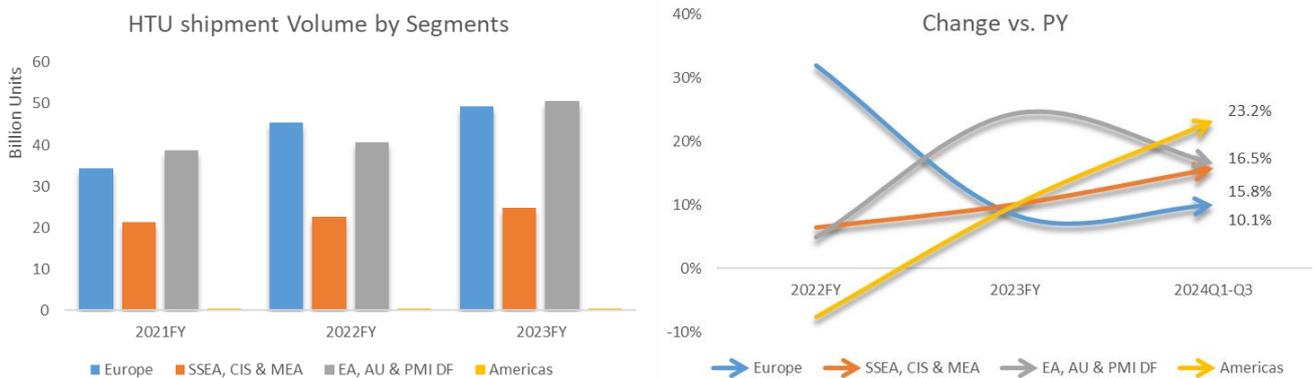
从增长变化来看，2021-2023 年期间，除美洲地区以外，公司 HTU 产品于其他区域市场的销售均处于持续提升的趋势。期间欧洲地区、SSEA, CIS & MEA、EA, AU & PMI DF 的出货量复合增速分别为+19.6%/+8.2%/14.2%。

图表 39: 公司 HTU 产品出货量按区域分布情况



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 40: 近年来 PMI 各区域市场的 HTU 出货量均处于持续稳健增长的态势之中



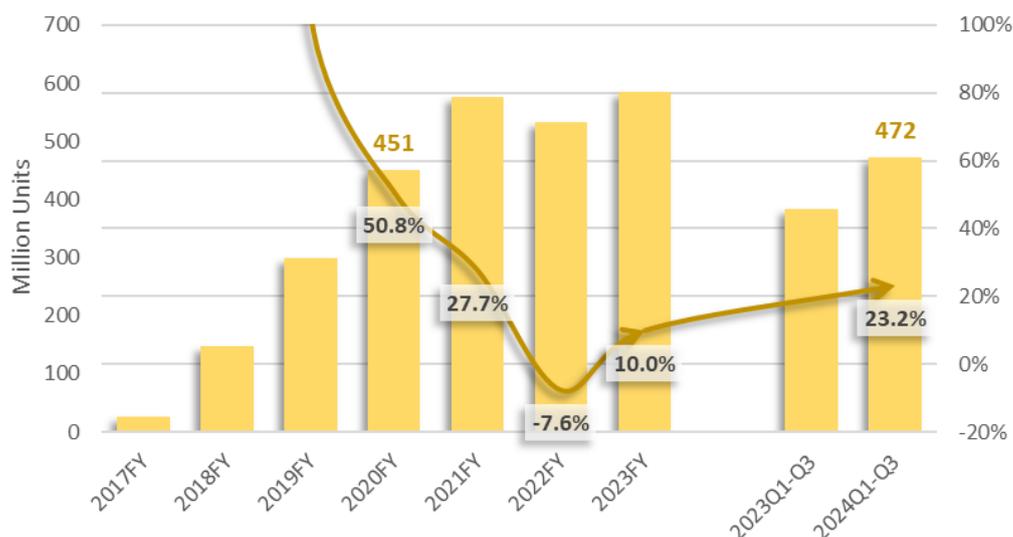
资料来源: 公司资料, 第一上海

美国市场有望带来更大的市场空间

目前占公司业务比重仍较小的美洲地区: 整体看, 虽 2022 年公司在美洲地区 (不含美国市场) 的销量略有波动, 但过去七年间整体呈现正增长趋势。

2024 年截至前三季度, 公司于美洲地区 HTU 产品的出货量已达到 472 百万, 同比大幅+23.2%, 成功实现对 2020 全年出货量水平的超越。

图表 41：2017–2023 年 PMI 美国地区 HTUs 出货量变化

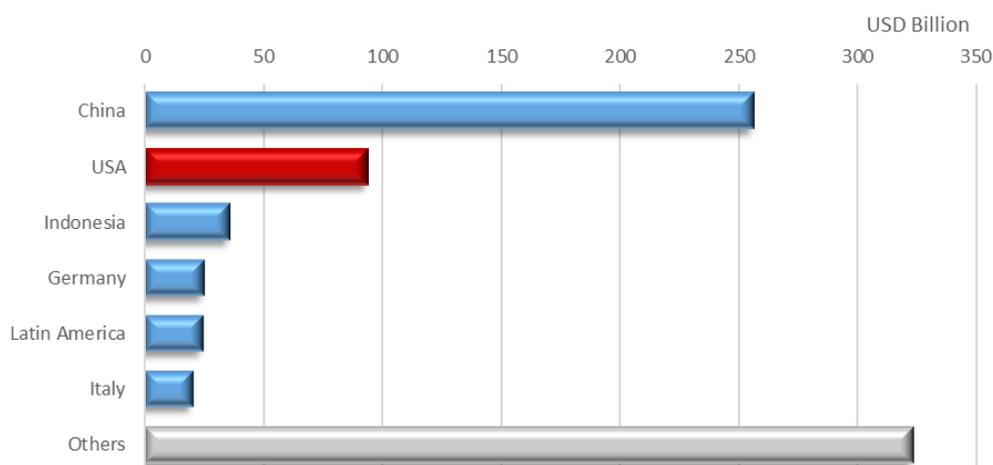


资料来源：公司资料，第一上海

值得一提的是，美国市场是当前全球的卷烟市场中（除中国以外）最大卷烟消费市场，其市场规模远超同期的第 3 至第 5 顺位烟草市场规模之和（包括印度尼西亚、德国、拉丁美洲）。

在这个具有巨大烟草销售体量的市场上，公司于 2020 年 FDA 批准 IQOS 销售决策之初，主要通过其美国合作伙伴奥驰亚在部分美国市场中进行部分销售活动，叠加因受知识产权纠纷案件拖累，PMI 于当地 IQOS 品牌的经营受到较大掣肘。

图表 42：2023 年全球主要卷烟市场零售规模



资料来源：Wind，第一上海

2022 年公司实现了两大关键的战略里程碑，其中包括（1）完成对美国瑞典火柴公司及其尼古丁袋品牌 ZYN 的收购，以及（2）与奥驰亚集团达成协议，双方将于 2024

年 4 月 30 日终止有关在美国推广 IQOS 电子烟产品的合作关系，PMI 将全面掌控 IQOS 在美国推广 IQOS 的全部权利。

我们认为，IQOS 和 ZYN 均是各自品类中的全球性高端品牌，二者具备较高的发展可协同性。其中对于 IQOS 而言，美国市场存在巨大的未开发机遇，从逻辑上讲，公司可充分利用瑞典火柴公司在美国市场的销售和分销能力，对其 HNB 业务进行重新部署，实现 IQOS 品牌的快速赋能。

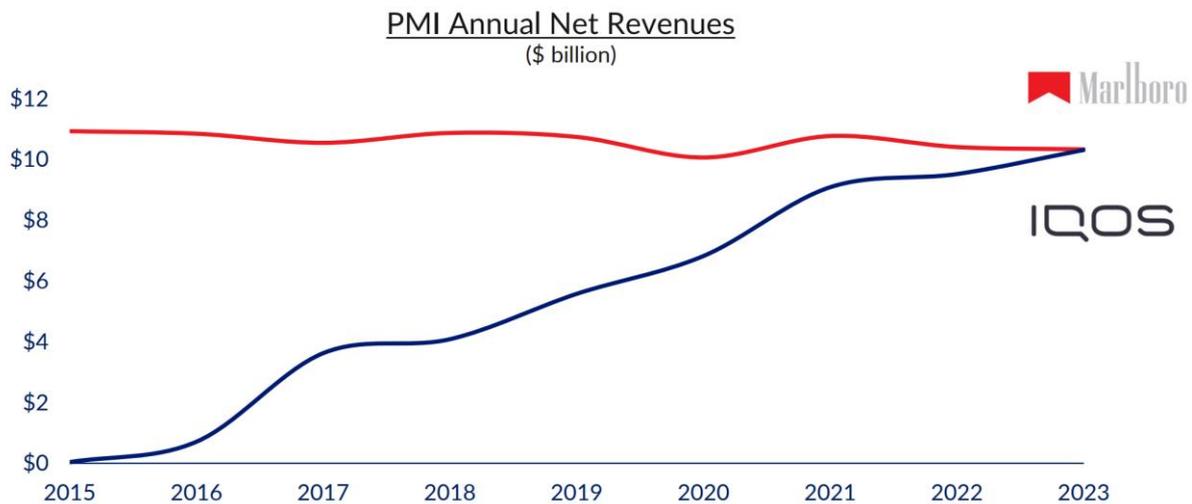
因此，考虑到美国这个（除中国以外）全球最大的烟草市场容量已正式被纳入到公司业务版图内，通过同样具备强大品牌优势的 ZYN 及 IQOS 逐步形成资源组合，我们预计未来美洲地区市场将为公司整体业绩提供更为广阔的增长潜力。

IQOS 俨然成为公司主要业绩增长引擎

往年来讲，烟草产品的定价或是决定公司业绩增长的最重要驱动因素。而近年来随着公司不断加大 HTU 产品出货量，由于 HTU 产品生产率的快速提高，可燃烟草产品的定价已不再是公司营收增长的唯一驱动因素。这种定价能力也在增强。

具有标志性意义的是，截至 2023 年底，公司通过 IQOS 品牌实现的净收入水平已成功超越 Marlboro 品牌，成为公司更为关键的业绩增长引擎。进一步地，由于 IQOS 在公司的销售组合中所占比重不断增加，使得公司的平均销售价格也大幅增长，间接导致公司的综合定价能力也随之增强。

图表 43：2023 年底 IQOS 净收入实现对 Marlboro 的超越



资料来源：PMI Financials or estimates, 公司资料, 第一上海

电子蒸汽产品 (E-vapor products)

电子蒸汽产品（简称电子烟），是全球非燃烧烟草中又一主流尼古丁产品。相较之下，在加热烟草产品中，尼古丁天然存在于产品所用的烟草中，而绝大多数的电子烟产品则是通过向其溶液中添加来自烟草的尼古丁成分。

电子烟液，也被称为“电子烟汁”，是电子烟常见的液体溶液混合物，通常含有尼古丁、丙二醇、甘油和香料等其他成分。当用户吸食时，它们会通过蒸发的方式，将含有尼古丁和香料的电子烟液实现雾化，以供用户吸入。

由于工作原理及生产工艺的不同，导致电子烟和 HNB 在吸食口感上具有明显差异，因此其主要受众群体也存在一定区隔，同时这两大类型产品在许多国家或地区的受监管的程度也有所不同。

为进一步满足更多元化的全球市场需求，公司于 2020 年起陆续在特定地区推出了 IQOS VEEV 电子烟产品，逐步拓宽并加大 IQOS 品牌的更多产品创新和供应。

图表 44: VEEV 产品示意图

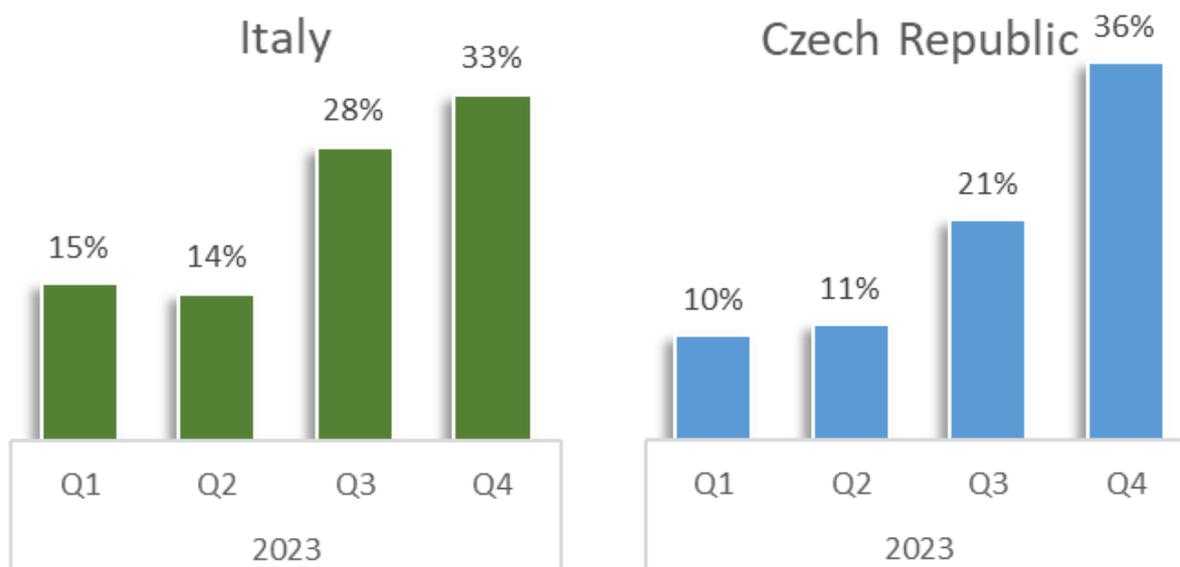


资料来源: Sampoerna 官网, 第一上海

截至 2023 年底，VEEV 品牌已成功扩展至全球 26 个销售市场。其中旗舰产品 VEEV ONE 封闭式系统在意大利、罗马尼亚、捷克共和国等多个欧洲市场持续获得同类产品中领先的地位。

截至 2024 年前三季度，公司 VEEV 品牌共计销量达到 1.2 亿左右，保持了稳健的持续发展趋势。

图表 45: VEEV SoS in Closed Pod Systems



资料来源: Nielsen, 公司资料, 第一上海

鼻烟及尼古丁袋

鼻烟（或唇烟）、尼古丁袋（或尼古丁咀嚼胶）是另一种属于口含烟的卷烟替代品形式。

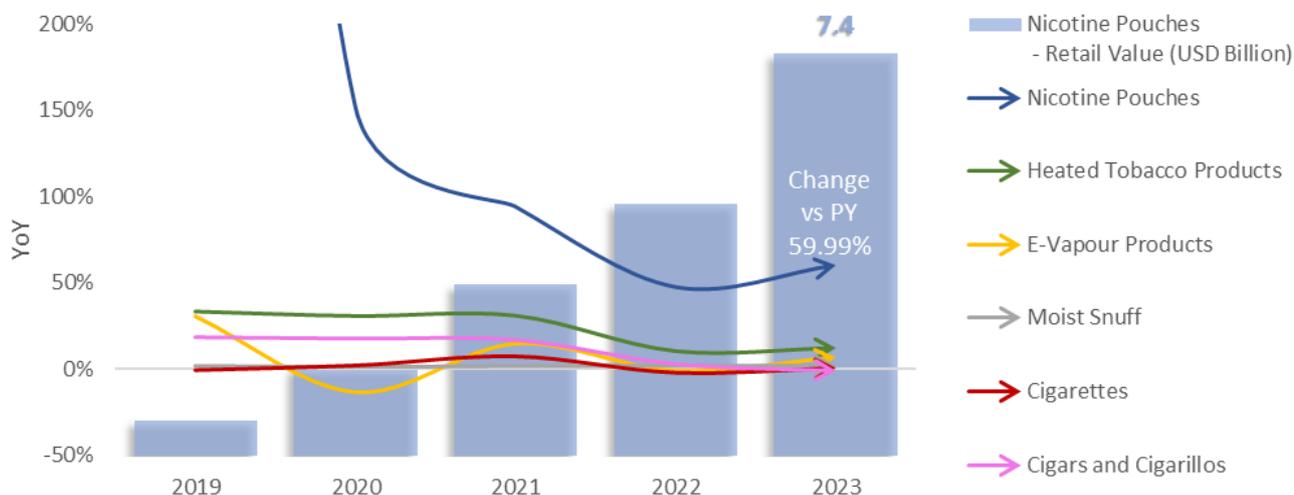
鼻烟（唇烟）是一种散装或装在纤维素袋中的烟草粉。传统的干鼻烟主要通过鼻子吸入粉末，而如今的鼻烟则为小袋式提供，用户主要通过将其放置在牙龈或上唇之处，随之口腔粘膜会逐渐吸收里面的尼古丁成分。尼古丁袋与鼻烟一样，均为放置在口腔中使用，且外形上较为相似。但与鼻烟不同的是，尼古丁袋中不含有烟叶，通常仅含有从烟草中提取的尼古丁及天然填充剂，如天然聚合物、纤维素、pH 调节剂、稳定剂和香料等。

鼻烟或尼古丁袋产品最大的优势在于其拥有无烟、无异味、且便携使用等特性。因此，在燃烧不便的吸食环境下，可为其使用者提供更加便捷安全的尼古丁摄取手段。

此外，根据世界卫生组织从 20 世纪 90 年代便开始在全球大力推广的“尼古丁替代疗法”中，尼古丁贴片、口含片或咀嚼胶等均被视为主要的推荐产品，用以缓解吸烟者的戒断症状。吸烟者可合理地使用这些产品，通过注意计量控制，逐渐减少对尼古丁的依赖，最终达到戒烟的目的。

目前，据我们测算，尼古丁袋产品整体规模在国际市场中尚处于发展初期，在烟草消费品品类中仍属于偏小众。但与此同时，在未来全球的减害趋势下，其市场增速也远超了其它多数烟草代替品品类，预计未来前景或存在较大的发展空间。

图表 46： 尼古丁袋的全球零售市场销售总额增速远超其它烟草品类

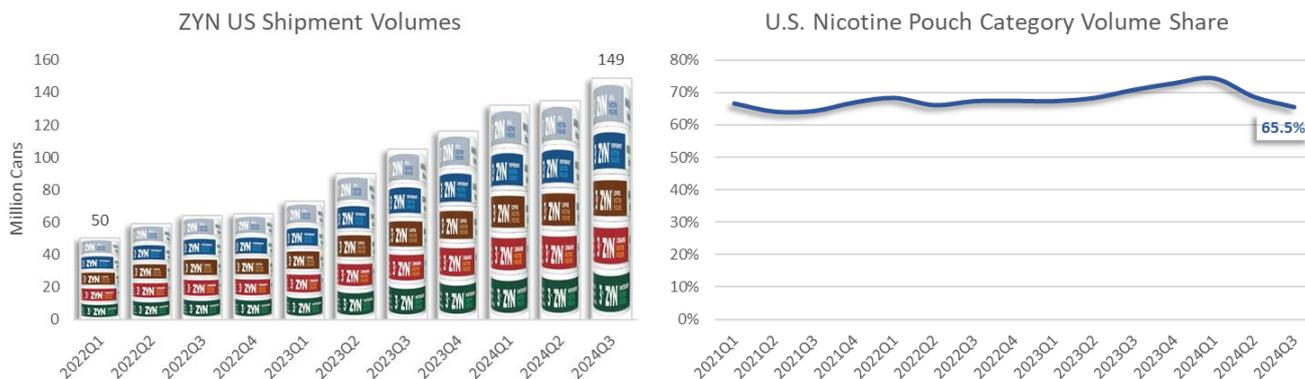


资料来源： Wind, PMI Financials or estimates, 各公司资料, 第一上海测算

菲莫国际于 2021 年 2 月开始宣布进军规模虽小但增长迅速的尼古丁袋品类，迅速完成对丹麦两家企业——AG Snus 及 Fertin Pharma 的收购，初步打开欧洲市场的尼古丁袋类产品领域。

2022 年 11 月，公司完成对美国瑞典火柴公司（Swedish Match AB）的收购，该公司拥有着全球知名的口服尼古丁品牌 ZYN，在口服尼古丁领域处于绝对领先地位。该收购进一步增强了公司在全球无烟领域的组合产品力及市场发展空间。

图表 47: Stellar U.S. ZYN 出货量逐季高涨, 市场份额遥遥领先

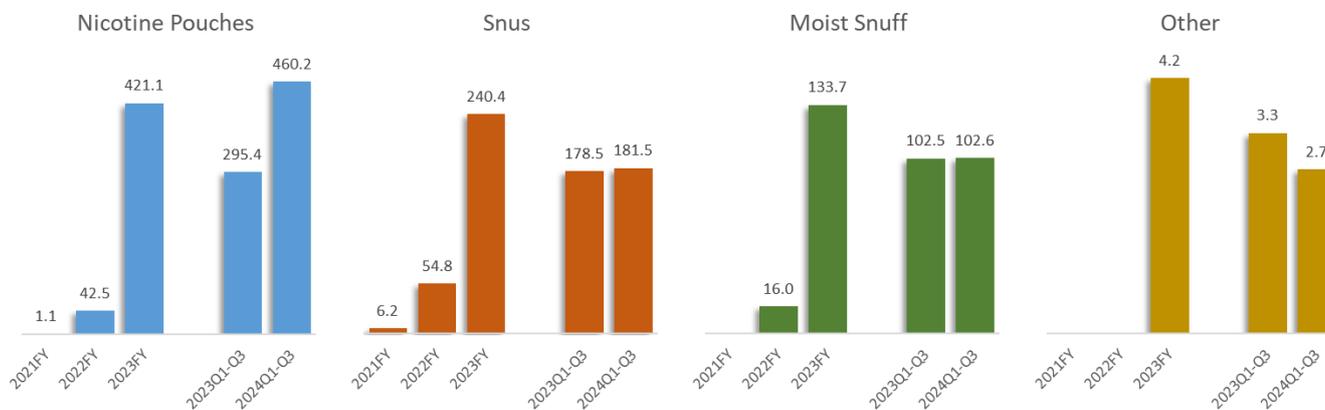


资料来源: 公司资料, 第一上海

截至 2024 年 9 月底, 公司 ZYN 销售范围已成功拓展至全球约 30 个地区市场, 近年来其出货量表现持续高于预期。截至 2024 年前三季度, 公司口腔类产品整体出货量共计 7.47 亿罐, 同比增长 28.9%, 其中尼古丁袋产品共计 4.6 亿罐, 同比增速高达 55.8%, 且已远超 2023 年全年出货量水平。

公司尼古丁袋产品出货量持续延续迅猛增长态势, 无论美国基地市场或海外国际业务均表现强劲, 其中预计 2024H1 美国以外的国际市场同比增速不低于+60%, 2024Q3 同比增速进一步提升至+70%, 新兴市场贡献正加速扩大。

图表 48: 2021 年至今 PMI Oral SFP 品类的出货量变化 (百万罐)



资料来源: 公司资料, 第一上海

由于尼古丁袋市场热销火爆, 2024 年在美国各州已引发了供应链紧张现象。为满足不断增长的产品需求, 公司宣布加大扩大生产重视程度并取得良好进展, 预计 2025 年美国现有工厂有望扩建至年产能约 9 亿罐, 且 2025 年之后计划将通过在科罗拉多州新工厂实现进一步大幅扩张。我们预计通过以上扩建计划, 将支持公司未来几年能够充分挖掘更多 ZYN 的发展潜力。

2025 年 1 月, 美国 FDA 在经过广泛的科学审查后, 批准 20 款 ZYN 尼古丁袋装产品上市销售。评估中认为, 该产品的有害成分含量远低于卷烟和绝大多数无烟烟草产品。FDA 首次批准此类产品, 且获批口味种类丰富, 预计未来将持续对美国乃至全球市场需求形成较大吸引力。

基于以上因素，尽管目前尼古丁袋产品在全球许多市场仍处于早期阶段，我们认为未来尼古丁袋品类有望保持强劲的增长态势，公司 ZYN 品牌在未来几年将有望充分享受行业发展红利，并在公司整体无烟业务中发挥更为凸显的重要作用。

图表 49：2025 年 FDA 批准 20 款 ZYN 尼古丁袋产品

产品名称	ZYN Chill	ZYN Cinnamon	ZYN Citrus	ZYN Coffee	ZYN Cool Mint	ZYN Menthol	ZYN Peppermint	ZYN Smooth	ZYN Spearmint	ZYN Wintergreen
批准规格 (尼古丁浓度)	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg	3mg 6mg

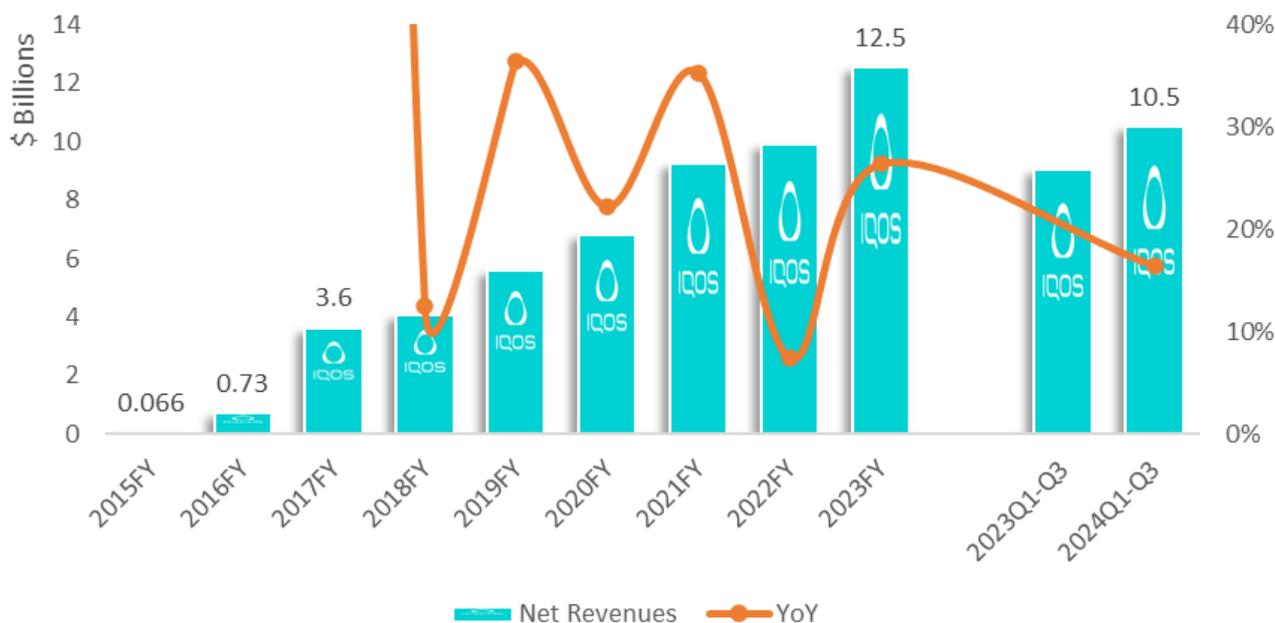
资料来源：U.S. Food & Drug Administration, 第一上海

PMI 综合 RRP 业务财务状况

综合来看，截至 2023 年，PMI 的 RRP 业务（不含 W&H）净收入规模达到 125.3 亿美元，占公司总业务规模的 35.6%，2015-2023 年期间年复合增长率高达+92.7%，成为公司过去业绩发展中不可或缺的重要驱动因素。2024 年前三季度公司 RRP 业务累计实现净收入 105.3 亿美元，在去年高基数的情况下同比保持在+16.4%左右的高增速，其增速水平远超公司的可燃烟草业务及 W&H 业务。

在公司明确“致力于实现一个无烟的未来”的长期愿景下，我们预计其未来发展规划中 RRP 对整体业务收入和利润的贡献占比继续保持稳步提升，是公司未来长期稳健发展的中坚力量。

图表 50：2015 年至今 PMI RRP 业务净收入规模快速攀升



资料来源：公司资料，第一上海

盈利预测及投资建议

卷烟基本盘稳固，RRPs 业务加速发展

综合来看，公司主营业务传统卷烟在过去四年期间销量降幅已逐渐趋于平缓，收入降幅逐年收窄，该根基业务或阶段性形成了平稳发展的态势。在强劲的定价增长推动下，2023 年全年及 2024 年前三季度分别实现同比+3.5%/+3.3%正增长。目前，公司传统可燃烟业务占公司净收入比例已从 2014 年的 100.0%降至 2023 年的 63.5%，其中新型烟草品牌 IQOS 的收入贡献已超过传统卷烟品牌万宝路，传统可燃烟业务的销量波动对公司整体业绩的影响正在逐步减弱。

菲莫国际向新型烟草转型的决心坚定，其市场战略清晰明确。为实现“无烟未来”的长远目标，公司持续推动新型烟草产品的研发与创新，并积极拓展全球市场。在全球加热不燃烧（HNB）市场中，公司长期占据主导地位，与其他竞争对手的差距甚大，旗舰品牌 IQOS 在全球处于绝对领导地位。近年来，公司的 HNB 产品在全球市场迅速扩张，业务版图不断扩大。随着无烟化战略的快速推进，公司 HNB 产品的全球市场份额不断提升，其中核心市场保持强劲，多个新兴市场也实现快速提升。2024 年，全球（除中国市场外）最大的烟草消费市场——美国市场被正式纳入菲莫国际的 IQOS 业务范围，叠加菲莫国际与英美烟草之间的加热烟草和电子烟产品知识产权纠纷案已达成全球和解，为 IQOS 在美国及全球新型烟草市场的发展扫清障碍，预计未来公司 HNB 业务的收入增长和市场份额提升将进一步加速。

除 HNB 产品外，近年来公司还致力于构建多元化的产品体系，已成功拓展到雾化电子烟、尼古丁袋、鼻烟等多个无烟产品领域。其中，尼古丁袋在全球多个市场表现出强劲的增长态势。公司旗下的尼古丁袋品牌 ZYN 在美国本土市场占据领先地位，近年来其受欢迎程度使其成为行业中首当其冲的快速上升品类。随着菲莫国际对其持续投入资源，该产品在美国及海外市场均呈现出高景气的发展态势，已成为公司无烟产品组合中不可或缺的一部分。近日美国 FDA 正式发布批准 20 款 ZYN 尼古丁袋产品上市销售，为 FDA 首次批准此类产品，且获批产品口味丰富，或对未来市场需求持续形成较大吸引力。鉴于该产品指数级的增长趋势，我们预计未来 ZYN 将继续保持显著上升的发展动力。

目标价 150.0 美元，买入评级

综上所述，我们预计集团 2024-2026 年归母净利润有望分别实现人民币 98.3/107.6/116.1 亿美元，目标价 150.0 美元，相当于 2025 年盈利预测 22 倍 PE，距离当前具有 25.4%的上升空间，给予买入评级。

重要风险

- （1）宏观经济发展不及预期；
- （2）地缘政治风险；
- （3）行业竞争加剧；
- （4）竞品技术创新超预期；
- （5）监管政策变化及社会舆论风险；
- （6）品牌声誉风险；
- （7）汇率波动影响。

主要财务报表

损益表

财务年度截至12月31日 美元:百万元

	2022	2023	2024	2025	2026
	年报	年报	预测	预测	预测
净营业收入	31,762	35,174	37,864	40,378	43,083
营业成本	(11,402)	(12,893)	(12,988)	(13,126)	(13,314)
毛利	20,360	22,281	24,876	27,252	29,769
销售、一般行政费用及 商誉减值损失	(8,114)	(10,060)	(10,981)	(11,831)	(12,753)
营业利润	12,246	11,556	13,231	14,756	16,352
利息支出	(588)	(1,061)	(1,060)	(1,090)	(1,120)
员工福利支出-退休金计	(24)	(45)	(38)	(41)	(47)
除税前溢利	11,634	10,450	12,133	13,625	15,184
所得税	(2,244)	(2,339)	(2,718)	(3,052)	(3,401)
投资净收入-交易性权益	137	157	1,000	800	500
净利润	9,527	8,268	10,415	11,373	12,283
少数股东损益	479	455	580	611	673
归母净利润	9,048	7,813	9,834	10,762	11,610
增速 (%)					
净营业收入	1.1%	10.7%	7.6%	6.6%	6.7%
营业利润	-5.6%	-5.6%	14.5%	11.5%	10.8%
归母净利润	-0.7%	-13.6%	25.9%	9.4%	7.9%

资产负债表

财务年度截至12月31日 美元:百万元

	2022	2023	2024	2025	2026
	年报	年报	预测	预测	预测
资产总计	61,681	65,304	59,634	70,198	75,698
货币资金	3,207	3,060	5,346	10,224	14,960
应收款项-流动资产	3,850	3,461	3,914	4,152	4,407
存货	9,886	10,774	11,058	11,726	12,440
物业、厂房及设备	6,710	7,516	6,798	7,008	7,107
在建工程	1,058	1,200	952	1,070	1,074
长期股权投资	4,431	4,929	4,608	4,656	4,731
递延所得税资产-非流动	603	814	771	729	771
负债及股东权益总计	61,681	65,304	59,634	70,198	75,698
负债合计	67,992	74,750	68,494	79,453	86,424
短期借款	5,637	1,968	2,610	3,405	2,661
长期借贷之即期部份	2,611	4,698	3,369	3,559	3,875
应付账款	4,076	4,143	4,102	4,126	4,162
长期借款	34,875	41,243	53,205	65,715	82,951
递延所得税负债	1,956	2,335	1,672	1,988	1,998
所得税及其他非流动负	1,841	1,743	(13,626)	(3,347)	(5,077)
股东权益合计	(6,311)	(9,446)	(8,861)	(9,255)	(10,726)
归母股东权益合计	(8,957)	(11,225)	(10,968)	(11,433)	(12,747)
少数股东权益	2,646	1,779	2,108	2,178	2,021

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

财务能力分析

财务年度截至12月31日 美元:百万元

	2022	2023	2024	2025	2026
	年报	年报	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	64%	63%	66%	67%	69%
营业利润率	39%	33%	35%	37%	38%
归母净利润率	28%	22%	26%	27%	27%
ROE					
ROA	17.6%	12.3%	15.7%	16.6%	15.9%
运营能力					
实际税率	19%	22%	22%	22%	22%
派息率	87%	103%	84%	91%	93%
应收账款周转天数	40	38	38	38	37
存货周转天数	107	107	105	103	102
应付账款周转天数	119	116	116	116	116
财务状况					
资产负债率	110%	114%	115%	113%	114%
总资产/股本	-9.77	-6.91	-6.73	-7.58	-7.06

现金流量表

财务年度截至12月31日 美元:百万元

	2022	2023	2024	2025	2026
	年报	年报	预测	预测	预测
净利润	9,527	8,268	10,415	11,373	12,283
折旧及摊销	1,189	1,398	1,195	1,261	1,285
(增加)/减少应收账款	(871)	314	(453)	(238)	(255)
(增加)/减少存货	(1,287)	(862)	(284)	(668)	(715)
增加/(减少)应付账款	719	(288)	(41)	23	37
其他	1,526	374	(1,470)	810	(50)
经营活动产生的现金流量	10,803	9,204	9,362	12,561	12,585
资本性支出	(1,077)	(1,321)	(1,049)	(1,149)	(1,173)
投资活动	(20)	(111)	(55)	(62)	(76)
其他	(14,582)	(2,166)	(1,389)	(1,389)	(1,517)
投资活动产生的现金流量	(15,679)	(3,598)	(2,492)	(2,599)	(2,766)
短期借贷所得款	1,015	724	642	795	(744)
长期借贷所得款	5,965	9,959	11,962	12,511	17,236
其他	(3,174)	(16,265)	(17,188)	(18,389)	(21,575)
筹资活动产生的现金流量	3,806	(5,582)	(4,584)	(5,083)	(5,083)
现金及现金等价物净增加	(1,283)	(71)	2,286	4,878	4,736
期初现金及现金等价物余	4,500	3,217	3,146	5,432	10,310
期末现金及现金等价物余	3,217	3,146	5,432	10,310	15,046

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。