

持有

2025 年 4 月 28 日

业绩全面超预期，产品矩阵持续进化

- **25Q1 业绩强势增长超预期：**公司 25Q1 实现营收 93 亿美元，同比+10.2%，验证经营韧性。其中，出货量达到 1,878 亿单位，贡献了+3.9%的增长；定价策略推动了+6.0pp 的收入增长；无烟产品和美国产品组合的优化贡献了+3.1pp，但部分被区域组合的不利影响（-2.7pp）所抵消。公司调整后营业利润 38 亿美元，同比+16.0%；经调整每股摊薄收益 1.69 美元，同比+12.7%，剔除货币影响后增长+17.3%。公司拟派常规季度分红每股 1.35 美元，按最新收盘价计，年化股息率约为 3.2%。
- **无烟业务增长迅猛，可燃业务保持稳健：**分业务看，期内传统可燃业务净收入 54 亿美元，有机同比+3.8%，毛利润 35 亿美元，有机同比+5.3%；出货量达 1,448 亿单位，同比+1.1%，整体表现稳健。在万宝路强劲带动下，公司全球卷烟品牌组合的市场份额同比+0.4pp，印证品牌护城河。无烟业务净收入 39 亿美元，有机同比+20.4%，在公司总收入占比同比大幅+3.4pp 至 41.9%；贡献毛利润 27 亿美元，有机同比+33.1%，占总毛利润的 43.8%，同比提升+5.5pp。其中 HTU、Oral SFP 及 E-vapor 产品出货量分别为 371/53/6 亿单位，同比增长+11.9%/+27.2%/+100%。分区域市场看，欧洲、SSEA、CIS &MEA、EA、AU &PMI GTR 及美洲市场分别实现净收入 35.6/27.4/17.3/12.7 亿美元，有机同比+8.6%/+6.5%/6.5%/+32.0%，经调整营业利润分别为 14.8/9.2/9.1/4.7 亿美元，有机同比+4.8%/13.9%/+22.8%/+56.4%，其中美洲市场的增长表现尤为亮眼，预计主要得益于美国尼古丁袋产品的强劲表现。
- **IQOS 与 ZYN 引领增长，VEEV 潜力凸显：**期内，IQOS 的市场内销售量（IMS）同比增长约 9.4%，在卷烟和加热烟草产品（HTU）行业总销量中的份额同比提升了+1pp，达到约 9%，市场地位进一步巩固。在日本和欧洲，IQOS 的市场份额分别提升了+3.0pp 和+1.2p，达到 32.2%和 11.4%，表现尤为突出；当前美国德州 IQOS 试点反馈超预期，预计后续 ILUMA 产品全美推广将成为重要催化剂。期内，ZYN 尼古丁袋在美国的出货量增长+53%，达 2.02 亿罐，超出市场预期；公司目前已在全球 38 个市场开展业务，海外市场出货量亦同比大幅提升+53%，展现良好发展势头。VEEV 电子烟的出货量同比增长超一倍，主要得益于公司在欧洲市场加大了分销和营销活动，其在公司多品类无烟产品战略中的重要性日益凸显。
- **目标价 185.00 美元，持有评级：**综上，我们认为，公司可燃业务展现超预期韧性，HTU 发展势能不减，尼古丁袋业务持续爆发，三驾马车并驱的格局已然成型。尽管当前全球宏观经济环境存在一定的不确定性，但凭借广泛多样化生产、全球供应链网络以及在美国的制造基地，我们认为公司处于应对潜在供应链挑战的优势地位，预计近期关税等政策会对其业务不会造成重大影响，预计公司 2025-2027 年分别有望实现经调整营业利润 164.7/180.6/196.6 亿美元，目标价 185.00 美元，相当于 2025 财年盈利预测的 25 倍 PE，持有评级。
- **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) 汇率波动影响。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

852 2522 2101

主要数据

行业	烟草/消费
股价	170.24 美元
目标价	185.00 美元 (+8.7%)
股票代码	PM.N
总股本	15.57 亿股
总市值	2,649.81 亿美元
52 周高/低	171.63/89.07 美元
每股净资产	-7.003 美元
主要股东	The Vanguard Group (8.74%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
净收入(百万美元)	35,174	37,878	40,885	44,112	47,606
变动(%)	10.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
经调整经营利润(百万美元)	13,337	14,688	16,467	18,064	19,657
变动(%)	3.3%	10.1%	12.1%	9.7%	8.8%
经调整稀释每股收益(美元)	6.0	6.6	7.4	8.0	8.8
市盈率@170.24元(倍)	28.3	25.9	23.0	21.2	19.4
每股利息 (美元)	5.2	5.4	5.4	5.9	6.4
股息现价比 (%)	3.0%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表					
财务年度截至12月31日 美元:百万元					
	2023 年报	2024 年报	2025 预测	2026 预测	2027 预测
净营业收入	35,174	37,878	40,885	44,112	47,606
营业成本	(12,893)	(13,329)	(13,705)	(14,384)	(15,232)
毛利	22,281	24,549	27,180	29,728	32,374
销售、一般行政费用及 商誉减值损失	(10,060)	(11,147)	(12,154)	(13,246)	(14,438)
营业利润	11,556	13,402	15,025	16,482	17,936
利息支出	(1,061)	(1,143)	(1,152)	(1,155)	(1,151)
员工福利支出-退休金	(45)	(60)	(49)	(53)	(57)
除税前溢利	10,450	12,199	13,824	15,274	16,728
所得税	(2,339)	(3,017)	(3,345)	(3,666)	(3,847)
投资净收入-交易性权益	157	637	900	800	700
净利润	8,268	7,503	11,379	12,408	13,580
少数股东损益	455	446	654	688	726
归母净利润	7,813	7,057	10,725	11,720	12,854
增速 (%)					
净营业收入	10.7%	7.7%	7.9%	7.9%	7.9%
营业利润	-5.6%	16.0%	12.1%	9.7%	8.8%
归母净利润	-13.6%	-9.7%	52.0%	9.3%	9.7%

资产负债表					
财务年度截至12月31日 美元:百万元					
	2023 年报	2024 年报	2025 预测	2026 预测	2027 预测
资产总计	65,304	61,784	65,890	69,829	73,401
货币资金	3,060	4,216	5,409	7,913	10,943
应收款项-流动资产	3,461	3,789	3,890	4,173	4,478
存货	10,774	9,453	10,849	11,633	12,476
物业、厂房及设备	7,516	7,310	7,179	7,335	7,275
在建工程	1,200	1,081	1,113	1,131	1,108
长期股权投资	4,929	2,654	4,005	3,863	3,507
递延所得税资产-非流动资产	814	940	786	847	857
负债及股东权益总计	65,304	61,784	65,890	69,829	73,401
负债合计	74,750	71,654	74,823	80,070	84,215
短期借款	1,968	137	2,581	1,562	1,427
长期借贷之即期部份	4,698	3,392	3,567	3,886	3,615
应付账款	4,143	3,952	4,040	4,147	4,344
长期借款	41,243	42,166	46,365	49,159	53,079
递延所得税负债	2,335	2,517	2,269	2,374	2,387
所得税及其他非流动负	1,743	1,116	1,567	1,475	1,386
股东权益合计	(9,446)	(9,870)	(8,933)	(10,241)	(10,814)
归母股东权益合计	(11,225)	(11,750)	(11,034)	(12,161)	(12,781)
少数股东权益	1,779	1,880	2,102	1,920	1,967

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					
	2023 年报	2024 年报	2025 预测	2026 预测	2027 预测
盈利能力					
毛利率	63%	65%	66%	67%	68%
营业利润率	33%	35%	37%	37%	38%
归母净利润率	22%	19%	26%	27%	27%
ROE					
ROA	12.3%	11.1%	16.8%	17.3%	17.9%
运营能力					
实际税率	22%	25%	24%	24%	23%
派息率	103%	118%	78%	78%	77%
应收账款周转天数	38	35	35	35	34
存货周转天数	107	97	91	93	92
应付账款周转天数	116	111	111	110	110
财务状况					
资产负债率	114%	116%	114%	115%	115%
总资产/股本	-6.91	-6.26	-7.38	-6.82	-6.79

现金流量表					
财务年度截至12月31日 美元:百万元					
	2023 年报	2024 年报	2025 预测	2026 预测	2027 预测
净利润	8,268	7,503	11,379	12,408	13,580
折旧及摊销	1,398	1,787	1,458	1,548	1,598
(增加)/减少应收账款	314	(738)	(101)	(283)	(305)
(增加)/减少存货	(862)	552	(1,396)	(784)	(843)
增加/(减少)应付账款	(288)	297	88	106	198
其他	374	2,816	52	77	(68)
经营活动产生的现金流量	9,204	12,217	11,479	13,072	14,159
资本性支出	(1,321)	(1,444)	(1,281)	(1,349)	(1,358)
投资活动	(111)	(124)	(85)	(107)	(105)
其他	(2,166)	476	(1,389)	(1,582)	(1,485)
投资活动产生的现金流量	(3,598)	(1,092)	(2,754)	(3,037)	(2,948)
短期借贷所得款	724	(1,794)	2,444	(1,019)	(135)
长期借贷所得款	9,959	8,142	4,199	2,795	3,920
其他	(16,265)	(15,829)	(14,174)	(9,307)	(11,966)
筹资活动产生的现金流量	(5,582)	(9,481)	(7,532)	(7,532)	(8,181)
现金及现金等价物净增加	(71)	1,108	1,193	2,504	3,030
期初现金及现金等价物余	3,217	3,146	4,254	5,447	7,951
期末现金及现金等价物余	3,146	4,254	5,447	7,951	10,981

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。