



轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003) 分析师: 张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

海外新型烟草系列深度七：合规雾化重启新成长，HNB 格局重塑带动供应链机遇

基本结论

全球市场概览：欧美合规雾化扩容趋势确定，Hilo 有望重塑 HNB 行业竞争格局。雾化电子烟方面，2024 年以来，美国监管部门持续加大对非法电子烟的打击力度，限制非法电子烟的进口、运输和分销。英法等国已全面禁止一次性烟，欧洲市场正处于由一次性向换弹式、类换弹式及开放式产品需求转换过程中，合规企业发展机遇正重新开启。HNB 方面，各烟草巨头竞相布局其中，美国市场 26 年有望正式开启，其全球渗透率有望进一步提升，将带来广阔扩容空间。25 年 9 月以来，Hilo 相继在日本、波兰和意大利上市，全球推广节奏明确，并且在波兰市场目前促销力度有所加大。凭借 Hilo 优秀的产品性能且 BAT 进一步完善营销策略后，Hilo 有望重塑当前 HNB 竞争格局。

菲莫国际：25Q3 新型烟草延续较优增长，期待 26 年 IQOS 登陆美国市场。2025Q1-Q3，菲莫国际新型烟草业务实现营收 125 亿元，同比增长 16.0%，收入占比同比提升 3.0pct 至 41.3%，其中 25Q3 新型烟草营收同比+18.9% 至 44 亿美元，延续较优增长态势。加热烟草方面，25Q1-Q3 公司 HNB 出货量达 1167 亿支，同比增长 12.2%，其中 25Q3 出货量同比+15.5% 至 408.36 亿支。截止 25Q3，IQOS 全球市占率同比提升 0.5pct 至 5.8%，环比 25Q2 提升 0.1pct，其中日本/意大利/波兰/德国市占率同比分别+1.7pct/+1.6pct/+0.9pct/+0.6pct 至 31.7%/18.2%/9.5%/6.5%。IQOS iluma 产品已提交美国 PMTA 审核，期待 2026 年正式上市美国，美国市场的巨大增量空间值得期待。尼古丁袋方面，25Q1-Q3，尼古丁袋销量为 6.6 亿罐，同比增长 44.0%，其中 25Q3 尼古丁袋销量为 2.2 亿罐，同比增长 36.5%。截止 25Q3，ZYN 在美国市场的占有率为 66.8%，保持绝对的领先地位。

英美烟草：25H1 雾化仍有一定承压，加速布局 Glo hilo 有望持续放量。2025H1，公司新型烟草业务收入达 16.89 亿英镑，同比下降 1.2%，其中雾化电子烟收入 7.56 亿英镑，同比下降 15.0%，加热不燃烧产品收入 4.54 亿英镑，同比下降 3.2%，口含烟业务收入增长 36.5% 至 4.79 亿英镑。雾化方面，受市场竞争加剧、非法产品冲击影响仍在及公司调整库存等因素影响，25H1 美国市场雾化电子烟销量为 1.23 亿支，同比减少 13.4%。欧美合规雾化扩容趋势已十分明确，公司雾化业务有望持续修复。加热烟草方面，截止 25H1，Glo 在主要国家市占率较 24 年底增长 0.4pct 至 16.8%。2025 年 9 月以来，Glo hilo 已在日本、波兰和意大利上市，英美烟草持续向 hilo 投入充足的营销推广资源，全球推广节奏明确。

奥驰亚：25Q3 口含烟营收小幅下降，NJOY 已完成改良设计有望重新上市。2025Q1-Q3，奥驰亚口含烟草业务收入为 20.96 亿美元，同比增长 0.6%，其中 25Q3 收入为 6.89 亿美元，同比下降 4.6%。2025Q1-Q3，On! 实现销量 1.34 亿罐，同比+14.8%，25Q3 实现销量 0.42 亿罐，同比增长 0.7%。25Q3 口含烟收入下降，主因出货量减少及价格更低的 on! 占口含烟比重上升带来的产品结构变化，更高定价抵消部分下滑。截止 25Q3，on! 品牌在美国市占率为 8.7%，较 2024 年底+0.4pct。雾化业务上，公司已完成 NJOY ACE 的改良设计，在规避受争议专利的侵权风险基础上评估在美国重新上市的可能性，专利纠纷解决后 NJOY ACE 有望重新上市。

帝国烟草：新型烟草营收增速优于整体，欧洲市场为重要驱动。FY2025 公司新型烟草业务表现较优，实现收入 3.68 亿英镑，同比增长 11.9%。FY2025 欧洲地区新型烟草实现总营收 2.80 亿英镑，同比增长 7.7%，其中 25H2 实现营收 1.49 亿英镑，同比增长 3.5%。公司于英国和法国市场推出 blu 套装、于意大利和希腊推出 Pulze 3.0 加热设备，并改良 Zone 品牌。得益于雾化、加热烟草及尼古丁袋新品均取得较好市场反馈，欧洲市场收入保持稳定增长。

日本烟草：25Q3 新型烟草延续高增长，坚定推进 Ploom Aura 全球拓展。2025Q1-Q3，日本烟草新型烟草业务实现营收 913 亿日元，同比增长 20.7%，实现销量 101 亿支，同比增长 27.0%，其中日本市场销量达 82 亿支，同比增长 27.0%。依托 Ploom 产品在新兴市场的拓展，25Q3 海外销量达 19 亿支，同比增长 27.0%。25Q3 新型烟草营收为 355 亿日元，同比增长 42.6%，销量为 38 亿支，同比增长 40.1%。截至 25Q3，日本烟草在日本市场加热烟草市占率较 25Q2 提升 1.9pct 至 15.5%。截止 8 月 Ploom Aura 累计销量突破 200 万台，为日烟史上最快记录。9 月 Ploom Aura 开启全球发售，目前已在瑞士及罗马尼亚上市，整体市场反馈较积极。日烟计划在 2025 到 2027 年间投资 6500 亿日元用于 Ploom Aura 的研发和市场推广，行业竞争正逐步加剧，加热烟草正成为各烟草巨头发力竞争的重点领域。

投资建议

从海外各烟草巨头 2025 年发展来看，传统卷烟销量下滑已是不可逆转的趋势，各烟草巨头均将新型烟草作为保障公司长期发展的核心动力。重点推荐关注思摩尔国际，在欧美合规雾化市场显著扩容、hilo 全球推广节奏不断持续放量在即的背景下，公司有望从中充分受益。此外建议关注新型烟草（雾化、HNB、口含烟）产业链其余相关标的。

风险提示

国内外对非法产品监管力度及效果不及预期；汇率大幅波动；PMTA 认证不通过



内容目录

一、欧美合规雾化扩容趋势确定, Hilo 有望重塑 HNB 行业竞争格局	5
1.1 雾化电子烟: 美国打击非法电子烟力度不断强化, 欧洲已开启禁售一次性烟进程.....	5
1.2 HNB: 各烟草巨头持续加大投入, Hilo 有望成为行业破局者	6
二、菲莫国际: 新型烟草延续较优增长态势, 期待 26 年 IQOS 登陆美国市场	9
2.1 IQOS 延续优异表现, 期待 26 年登陆美国市场	10
2.2 IQOS 领先地位仍突出, 重点国家市占率稳步提升	11
2.3 口含烟聚焦渠道下沉与风味迭代, 持续拓展非美新兴市场	13
三、英美烟草: 雾化仍有一定承压, 加速布局 Glo hilo 有望全面放量	14
3.1 新型烟草用户规模持续扩大, 持续推进无烟化战略	14
3.2 雾化电子烟: 非法产品冲击影响未褪, VUSE 优势市场地位仍在	16
3.3 加热不燃烧: hilo 全球推广节奏明确, 有望重塑 HNB 行业竞争格局	17
3.4 口含烟: Velo Plus 新品广受市场欢迎, 美国市场贡献核心增量	18
四、奥驰亚: 口含烟营收保持稳定, NJOY 已完成改良设计期待重新上市	19
五、帝国烟草: 新型烟草营收增速优于整体, 欧洲市场为重要驱动	20
六、日本烟草: Ploom Aura 新品市场反馈较好, 整体营收保持较快增长	21
七、投资建议	23
风险提示	23

图表目录

图表 1: 2024 年以来美国持续加大对非法电子烟的打击力度	5
图表 2: 欧洲各国已开启全面禁售一次性烟进程	6
图表 3: 全球加热烟草市场规模变动	7
图表 4: 全球加热烟草渗透率变动	7
图表 5: 各国加热烟草渗透率快速提升	7
图表 6: IQOS 产品迭代一览	8
图表 7: 英美烟草 Glo Hilo 全球推广节奏明确	8
图表 8: 菲莫国际历年营收及增速	9
图表 9: 菲莫国际新型烟草产品历年营收及增速	9
图表 10: 菲莫国际各季度营收 (亿美元) 及增速	9
图表 11: 新型烟草产品各季度营收 (亿美元) 及增速	9
图表 12: 菲莫新型烟草收入占比逐年上升	10
图表 13: 菲莫国际加热烟草销售量 (亿支) 及增速	10
图表 14: 菲莫国际新型烟草消费人数及传统烟民转化占比	10



图表 15: IQOS 烟具收入 (百万美元) 及增速	11
图表 16: IQOS 烟具收入占新型烟草收入比重	11
图表 17: IQOS 覆盖城市数量	11
图表 18: HTU 主要国家市占率	11
图表 19: 欧洲地区新型烟草营收 (百万美元) 及增速	12
图表 20: 欧洲地区新型烟草销量 (百万支) 及增速	12
图表 21: 东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收及增速	12
图表 22: 东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量及增速	12
图表 23: 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收及增速	13
图表 24: 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量及增速	13
图表 25: 美洲新型烟草各季度营收及增速	13
图表 26: 美洲新型烟草各季度销量及增速	13
图表 27: 菲莫国际口服产品销量变动	14
图表 28: 菲莫国际尼古丁袋销量变动	14
图表 29: ZYN 品牌在美国销量变动	14
图表 30: 英美烟草历年新型烟草营收 (百万英镑) 及增速	15
图表 31: 英美烟草历年新型烟草营收结构	15
图表 32: 英美烟草历年加热不燃烧产品营收 (百万英镑) 及增速	15
图表 33: 英美烟草历年雾化电子烟营收 (百万英镑) 及增速	15
图表 34: 英美烟草历年新型烟草用户数量 (万人)	16
图表 35: 英美烟草历年研发支出 (百万英镑) 及增速	16
图表 36: 英美烟草雾化电子烟半年度营收 (百万英镑) 及增速	16
图表 37: 英美烟草雾化电子烟半年度销量 (百万个) 及增速	16
图表 38: Vuse 营收及增速	17
图表 39: Vuse 主要市场销售份额	17
图表 40: 英美烟草 HNB 半年度营收及增速 (百万英镑)	17
图表 41: 英美烟草 HNB 半年度销量及增速 (百万个)	17
图表 42: 2025H1 英美烟草产品 glo 在主要国家 HNB 市场份额	18
图表 43: 英美烟草现代口含烟业务营收变动	18
图表 44: 英美烟草现代口含烟业务销量变动	18
图表 45: 英美烟草口含烟业务分地区营收占比	19
图表 46: 英美烟草 velo 品牌在主要国家市占率变动	19
图表 47: NJOY 烟弹及烟具出货量 (百万支)	19
图表 48: NJOY 美国市场份额 (%)	19
图表 49: 奥驰亚口含烟草业务营收变动	20



图表 50: 奥驰亚 on! 销量变动	20
图表 51: 奥驰亚 on!! 在美国市占率变动	20
图表 52: 帝国烟草历年净收入及增速 (百万英镑)	21
图表 53: 帝国烟草新型烟草历年净收入及增速 (百万英镑)	21
图表 54: 帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况 (百万英镑)	21
图表 55: 日本烟草总营收及增速 (十亿日元)	22
图表 56: 日本烟草主营业务占比	22
图表 57: 新型烟草国内外收入及增速 (十亿日元)	22
图表 58: 新型烟草国内外单季度收入及增速 (十亿日元)	22
图表 59: 新型烟草国内外销量及增速 (十亿支)	22
图表 60: 新型烟草国内外单季度销量及增速 (十亿支)	22
图表 61: 日本烟草新型烟草在日本市场份额情况	23



一、欧美合规雾化扩容趋势确定，Hilo 有望重塑 HNB 行业竞争格局

1.1 雾化电子烟：美国打击非法电子烟力度不断强化，欧洲已开启禁售一次性烟进程

FDA 执法力度持续加大，从进口、分销及终端零售等多方面打击非法烟。2024 年以来，美国监管部门持续加大对非法电子烟的打击力度，在更新进口警报、成立跨部门执法小组、从海关源头管控非法产品进口等方面限制非法电子烟的进口、运输和分销。2025 年 2 月，FDA 联合海关部门在芝加哥查获零售价值约 3380 万美元的近 200 万件非法雾化产品，并向相关进口商发出警告函。7 月，FDA 局长称打击非法电子烟将成为 FDA 的首要任务，同时参议院批准向 FDA 拨款 2 亿美元，用于打击非法电子烟和非法尼古丁袋，以确保非法产品被迅速从市场上清除。10 月，FDA 再次发布声明呼吁零售商下架非法电子烟，从零售终端渠道遏制非法产品销售。美国非法电子烟的生存空间受到严重挤压，为合规产品的扩容提供足够容量。

图表1：2024年以来美国持续加大对非法电子烟的打击力度

时间	事件	进展
2024年5月	美国多个学校严厉打击青少年吸电子烟	CDC 第十年报告显示，中学和高中生中，电子烟是最常使用的烟草产品。在密歇根州西部的学区，青少年在校内使用电子烟是首要的问题，一些电子烟设备甚至含有尼古丁。
2024年5月	FDA 更新进口警报	FDA 加强管控非法电子烟进口，公布的“红色名单”清单将授权美国海关和边境保护局在“无需进行物理检查”情况下扣押可能存在的电子烟产品
2024年6月	FDA 等部门成立打击非法电子烟小组	FDA 宣布将与司法部等部门联合成立工作小组，利用所有可用的刑事和民事手段打击电子烟非法分销和销售，以重点解决美国青少年电子烟成瘾的问题
2024年7月	两院要求打击非法电子烟	两院拨款委员会命令 FDA 打击非法一次性电子烟，可能的措施包括增加 FDA 执法资金、限制电子烟口味和尼古丁含量等
2024年8月	FDA 与财政部意图从源头管控非法产品	所有进口电子烟均需提交 FDA 签发的 STN 编号。任何未提交 PMTA 申请、未获得编号的电子烟，都可能被禁入美国
2025年2月	FDA 与海关查获 3380 万美元的非法电子烟	FDA 与海关在芝加哥查获近 200 万件非法雾化产品，零售价值约 3380 万美元，FDA 首次向负责进口这些非法电子烟的 24 家烟草进口商和入境申报者发送了进口信息函，告知收件人向美国政府提供虚假陈述或报关是联邦犯罪行为。
2025年7月	FDA 批准 JUUL 继续在美销售	此前 FDA 以 JUUL 未能证明符合公共健康为由禁售其产品，现 FDA 批准 JUUL 烟具和烟弹继续在美销售，一定程度可说明 FDA 正在加速审批进度，并且不会“一刀切”。合法产品过审数量持续增加
2025年7月	FDA 局长称打击非法电子烟将成“首要任务”，参议院批准向 FDA 拨款 2 亿美元，用于打击非法电子烟和尼古丁袋，并督促加快产品审查	FDA 局长称，电子烟店中销售的 85% 的电子烟产品为非法，FDA 已向零售商和分销商发出 800 封警告信，打击非法电子烟将成为该 FDA 今后的“首要任务”。
2025年7月	参议院批准向 FDA 拨款 2 亿美元，用于打击非法电子烟和尼古丁袋，并督促加快产品审查	委员会指示 FDA 在 2026 财年至少投入 2 亿美元用于执法活动，以确保非法产品被迅速从市场上清除，并对非法进口和分销者采取严厉的合规与执法行动。
2025年8月	邮政总局撤销电子烟分销商 Demand Vape 邮寄豁免	邮政总局已取消美国最大电子烟分销商之一 Demand Vape 的邮寄豁免，原因是该公司被指运输未经美国 FDA 授权、且违反地方口味禁令的电子烟产品。
2025年10月	FDA 呼吁零售商下架非法产品	FDA 发表声明，呼吁零售商下架非法电子烟，将寄送合法产品清单至 30 万家门店，从零售终端渠道遏制非法产品销售。

来源：两个至上，国金证券研究所



JUUL 再获销售许可，美国合规调味烟授权范围不断扩大。2025 年 7 月，FDA 审批通过了 JUUL 提交的 PMTA 申请，包括 1 款烟具和 4 款烟弹（包括 3% 和 5% 尼古丁含量的烟草味、3% 和 5% 尼古丁含量的薄荷味烟弹）。这是自 2024 年 6 月 FDA 首次批准 NJOY 提交的非烟草味电子烟以来，FDA 审批通过的第二款调味电子烟，合规产品总数从此前的 34 款增至 39 款。FDA 表示，JUUL 提交了相关实验数据表明这些产品成功促使成年消费者从传统卷烟转向吸食雾化电子烟，FDA 认定这些产品符合保护公众健康的要求。

谨慎支持扩大调味电子烟授权范围，FDA 监管风向或迎来一定转变。2025 年 10 月，FDA 烟草制品中心代理主任 Bret Koplow 称，支持通过“烟草危害减少”策略来降低卷烟吸烟率，同时谨慎支持扩大调味电子烟的授权范围。Koplow 同时表示，要使减害政策真正发挥公共健康效益，必须首先建立合法市场，仅限经授权的低风险产品流通，并辅以强有力的执法体系以打击非法产品。这表明 FDA 在打击非法产品的同时，适当扩大合法电子烟授权范围，以有效承接原先非法产品使用者的消费需求。我们认为 FDA 的监管目的并非简单的打击非法电子烟，而是以维护社会公众健康、保护青少年不受电子烟侵袭为核心，一方面严厉打击非法产品以保证电子烟行业的正常发展秩序，另一方面通过逐渐构建起合规产品矩阵满足正常消费需求，促使消费者从传统卷烟转向电子烟等减害产品。

英法等国已全面禁止一次性烟，欧洲已开启全面禁售进程。出于保护生态环境、防止青少年吸食等方面的考虑，目前欧洲多数国家已禁售一次性烟或正在考虑禁售。2025 年 1 月，比利时正式禁止境内生产销售一切一次性电子烟，成为欧洲首个全面禁止一次性烟的国家。随后法国于 2 月、英国于 6 月也全面禁止一次性烟，并辅以严厉的行政处罚措施。除此之外，爱尔兰、西班牙等国正积极推进禁止一次性烟，相关法案正处于审议阶段。意大利、荷兰等国目前虽未有明确禁售计划，但通过禁止线上销售、限制非烟草口味烟弹等措施挤压一次性烟市场空间。

消费者使用需求仍在，欧洲市场正处于由一次性向换弹式的需求转换中。电子烟需求具备一定的消费粘性，原先一次性烟使用者在全面禁售禁令下大多转向换弹式产品或开放式大烟，以满足正常的消费需求。据 Opinium，英国于 6 月全面禁售一次性烟后，原一次性烟消费者中的 85% 转向购买换弹式产品，且大多数会重复购买补充装。禁令公示后第一周，英国一次性烟 SKU 归零，近 200 个含有烟油的注油容器/烟弹 SKU 集中上市，新上市的 SKU 以水果、混合水果及冰镇口味为主。这表明一次性烟禁令下，原有消费者会迅速转向换弹式产品，参考欧洲各国已开启禁售一次性烟进程，欧洲换弹式市场规模将迎来持续扩容。

图表2：欧洲各国已开启全面禁售一次性烟进程

	国家	进程
已全面禁售	比利时	2025 年 1 月 1 日起，禁止境内生产、销售、分销所有一次性电子烟，无豁免品类，对电子烟油征收每毫升 15 欧分的专项税费，从成本端抑制相关产品流通。
	法国	2025 年 2 月 25 日正式生效，禁止所有“预先填充烟液且不可再填充”的一次性设备，首次违规罚款 10 万欧元，再次违规翻倍至 20 万欧元，由竞争、消费及反欺诈部门负责执法。
	英国	2025 年 6 月 1 日正式全面禁售，所有零售渠道（含便利店、超市）禁止售卖一次性电子烟，同步下架相关产品。
拟实施禁售	瑞士	预计 2026 年实现全国统一禁售。豁免换弹式电子烟，但需强制张贴健康警告。
	爱尔兰	截止 2025 年 11 月，已明确推进一次性电子烟禁售，具体生效时间尚未公布。
	西班牙	拟修改《2005 年烟草法》，核心内容包括限制一次性电子烟销售、管控调味剂使用，目前处于立法审议阶段。
严格限制但未禁售	意大利	含尼古丁电子烟禁止在线销售，抬高市场准入门槛。
	荷兰	实施口味限制，禁止销售菠萝、蜂蜜、猕猴桃等非烟草味电子烟，仅保留烟草味产品，间接抑制一次性烟消费需求。

来源：两个至上，国金证券研究所

1.2 HNB：各烟草巨头持续加大投入，Hilo 有望成为行业破局者

加热烟草方兴未艾，全球渗透率快速提升。据欧睿，2019-2024 年全球加热烟草市场规模由 161.82 亿美元增长至 388.53 亿美元，CAGR 为 19.19%，欧睿预计至 2027 年有望增长至

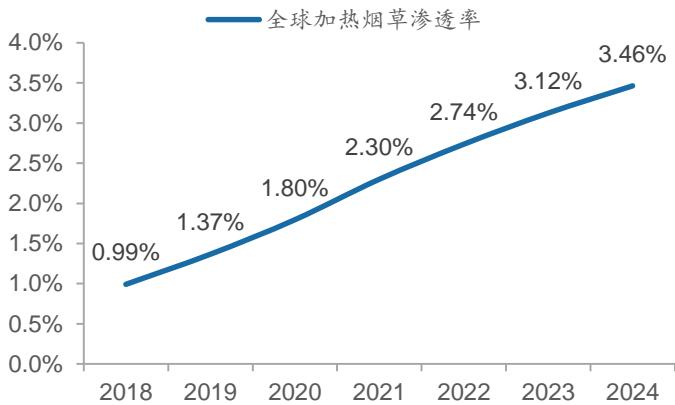


565.58 亿美元，2024-2027 年 CAGR 为 13.33%，仍将保持较高增长态势。2018-2024 年，全球加热烟草渗透率由 0.99% 攀升至 3.46%。相较传统卷烟，加热烟草的减害属性突出，各烟草巨头竞相布局其中，其渗透率有望进一步提升。

图表3：全球加热烟草市场规模变动



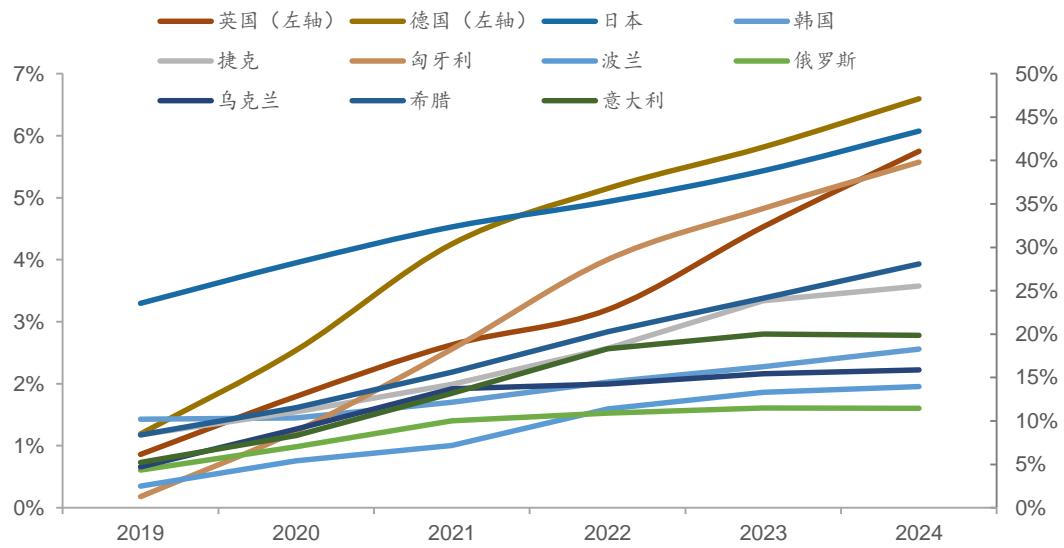
图表4：全球加热烟草渗透率变动



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所。注：加热烟草渗透率指加热烟草市场规模占传统卷烟和加热烟草市场规模的比重。

图表5：各国加热烟草渗透率快速提升



来源：欧睿，国金证券研究所

菲莫国际：IQOS 产品迭代在即，美国市场即将开启

IQOS 持续保持领先地位，新品迭代在即有望带来换机新需求。自 2014 年首代 IQOS2.2 采用陶瓷刀片加热技术问世以来，菲莫国际已在 HNB 赛道深耕数年。2016 年推出的 IQOS2.4/2.4Plus 在充电速度、蓝牙互联与温控稳定性上实现显著优化，为品牌迈向规模化奠定基础。2018/2019 年发布的 IQOS3 系列率先引入“一体式多连抽”与“加强防护”理念，显著提升便携性和耐用性。真正的技术飞跃来自 2021/2022 年问世的 IQOS ILUMA 系列，其智能感应加热系统彻底取消刀片，实现了无刀片以及免清洁的模式，并通过自动启停功能强化使用体验。菲莫国际于 2024 年 3 月推出的 ILUMA i 系列进一步融入触控屏、三连抽及智能电池双模式等功能，将硬件与数字化服务深度融合。依照以往产品迭代速度，新一代 IQOS 有望于 2026 年推出，依靠已培育起的庞大消费群体，新一代 IQOS 有望带来可观的换机需求。

美国市场即将开启，预计将带来广阔增长空间。2020 年底，英美烟草指控 IQOS 侵犯专利，美国 ITC 裁决禁止 IQOS 在美销售。2024 年，菲莫国际与英美烟草就专利问题达成和解，



为 IQOS 重新进入美国扫清障碍。2025 年 3 月，菲莫在美国奥斯汀正式推出 IQOS 试点销售，并计划不晚于 2026 年取得 FDA 上市许可。依靠 IQOS 已有的成熟产品矩阵与生产营销经验，菲莫国际希望至 2030 年占据美国卷烟及加热烟草市场份额的 10%，预计将为公司带来巨大成长空间。

图表6：IQOS 产品迭代一览



来源：艾邦新消费电子资讯，国金证券研究所

英美烟草：glo hilo 全球推广节奏明确，有望重塑 HNB 行业竞争格局

2024 年 10 月，英美烟草首次提出将推出定位中高端加热设备的 Glo Hilo 系列，展现公司深耕加热烟草领域的决心。2024 年 12 月及 2025 年 6 月，BAT 分别在日本仙台市推出 hilo 系列及配套烟弹，进行小范围试销，不断获取消费者反馈以完善器具设计。9 月以来，Hilo 相继在日本全国、波兰和意大利上市，全球推广节奏明确。BAT 管理层称 Glo Hilo 为公司迄今最具突破性的高端创新加热产品，凭借 Hilo 优秀的产品性能且公司持续向其倾斜充足的营销推广资源，Hilo 有望重塑当前 HNB 竞争格局。

图表7：英美烟草 Glo Hilo 全球推广节奏明确





来源：两个至上。国金证券研究所

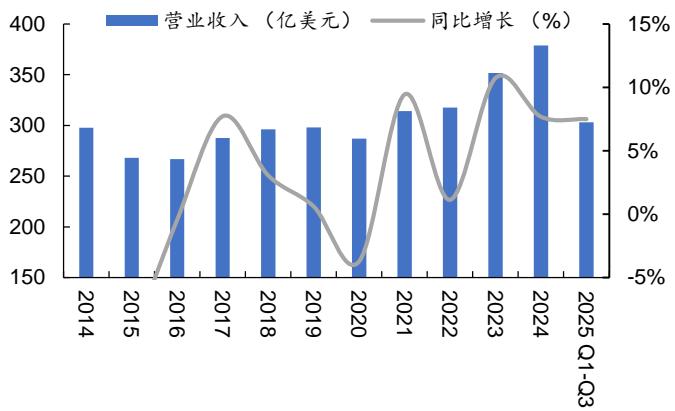
日本烟草：Ploom Aura 创史上销量破 200 万台最快记录，坚定推进新品全球推广

2025 年 5 月，日烟在日本市场的自营门店和线上商店推出新一代加热烟草设备 Ploom Aura，并配备其独家高端加热烟弹 EVO。7 月，Ploom Aura 在日本全国便利店和烟草零售店渠道开售，截止 8 月其累计销量已突破 200 万台，为日烟史上最快记录。9 月 Ploom Aura 开启全球发售，目前已在瑞士及罗马尼亚上市，整体市场反馈较积极。日烟计划在 2025 到 2027 年间投资 6500 亿日（约 37 亿欧元）用于加热烟草的研发和市场推广，有望持续为公司的新型烟草业务贡献业绩增量。

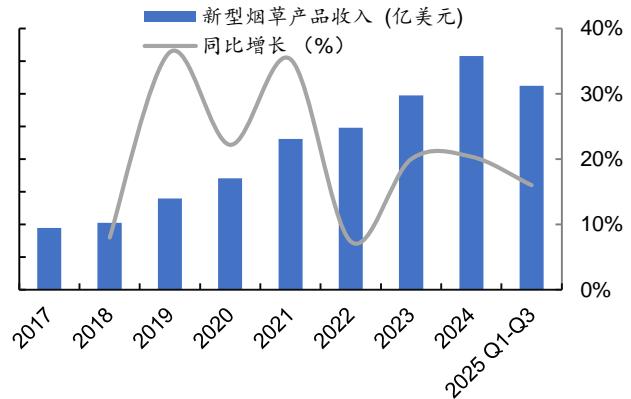
二、菲莫国际：新型烟草延续较优增长态势，期待 26 年 IQOS 登陆美国市场

2025Q1-Q3，菲莫国际总营收为 303 亿美元，同比增长 7.5%，新型烟草业务增长贡献显著，2025Q1-Q3 新型烟草业务实现营收 125 亿元，同比增长 16.0%，收入占比较 2024Q1-Q3 提升 3.0pct 至 41.3%，其中 2025Q3 公司新型烟草营收同比+18.9%至 44 亿美元。

图表8：菲莫国际历年营收及增速



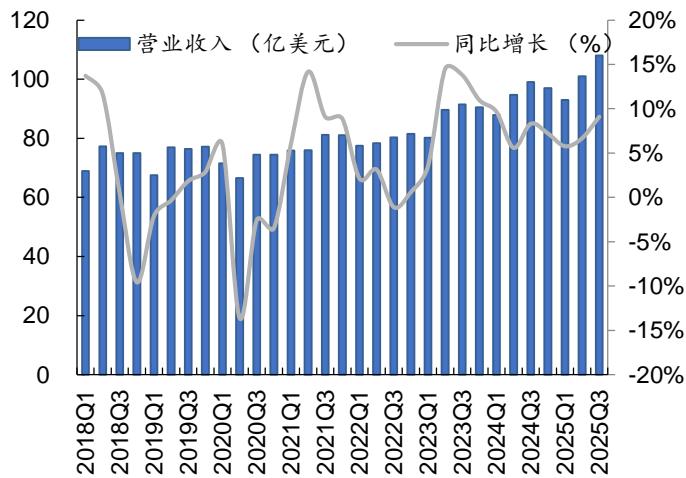
图表9：菲莫国际新型烟草产品历年营收及增速



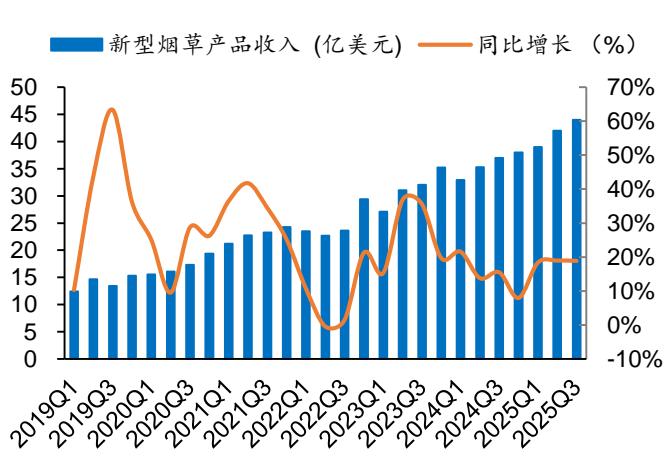
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表10：菲莫国际各季度营收（亿美元）及增速



图表11：新型烟草产品各季度营收（亿美元）及增速

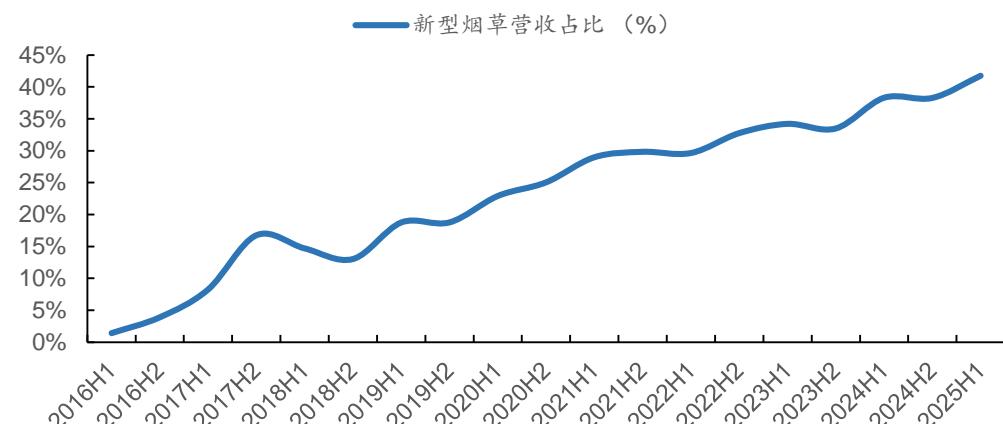


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

来源：菲莫国际公告；国金证券研究所



图表12：菲莫新型烟草收入占比逐年上升

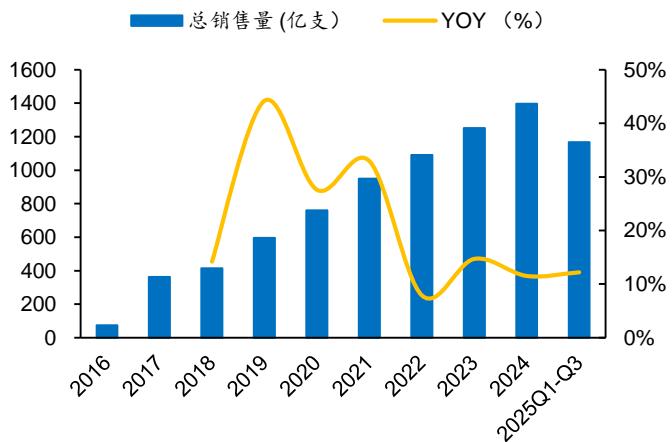


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.1 IQOS 延续优异表现，期待 26 年登陆美国市场

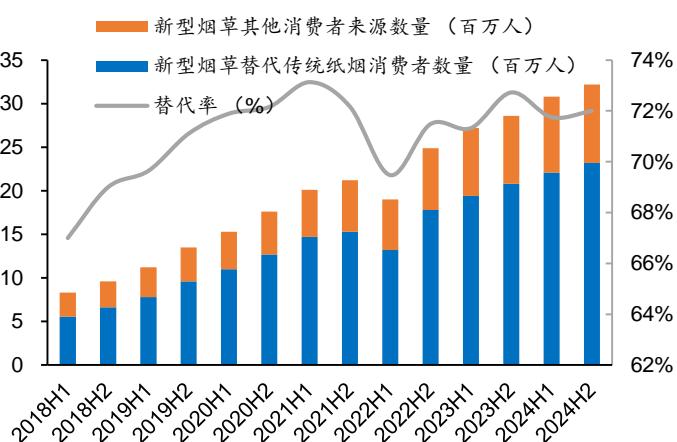
2025Q1-Q3，菲莫国际 HNB 产品出货量达 1167 亿支，同比增长 12.2%，其中 2025Q3 出货量同比+15.5%至 408.36 亿支。菲莫国际加热烟草产品对传统卷烟消费者的转化率稳步提升，截至 2024 年 12 月底，菲莫国际的新型烟草用户数已达 3220 万人，同比增加 12.59%，其中替代传统卷烟消费用户数为 2318 万人，替代率高达 72.0%，2025H1 菲莫国际的新型烟草用户数已达 4100 万人，同比增加 33.12%。此外，英美烟草与菲莫的专利纠纷已和解，根据菲莫披露，IQOS iluma 产品已提交美国 PMTA 审核，期待 2026 年正式上市美国，美国市场的巨大增量发展空间值得期待。

图表13：菲莫国际加热烟草销售量（亿支）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表14：菲莫国际新型烟草消费人数及传统烟民转化占比



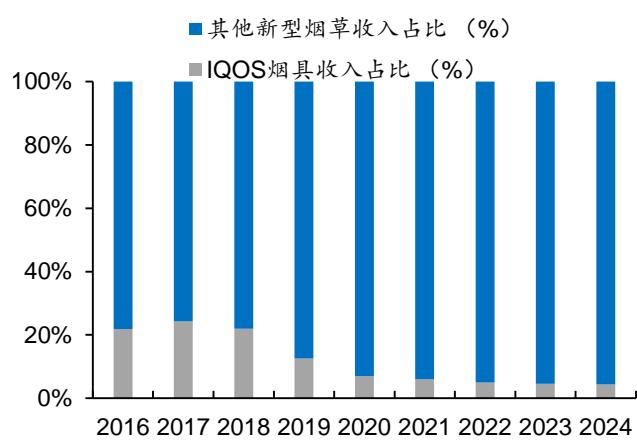
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所



图表15: IQOS 烟具收入 (百万美元) 及增速



图表16: IQOS 烟具收入占新型烟草收入比重



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

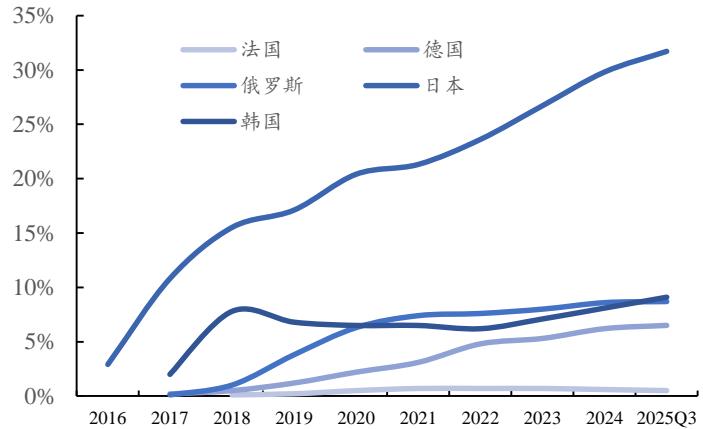
2.2 IQOS 领先地位仍突出，重点国家市占率稳步提升

2024年底菲莫国际已在全球74个国家和地区建立IQOS销售渠道，较2023年末增加3个地区覆盖。与此同时，菲莫国际加热烟草产品在全球的市场份额（占烟草市场的份额）也正稳步提升，截至2025年9月市占率已达5.8%，同比提升0.5pct。其中菲莫国际此前的主力市场份额大体延续提升态势，25Q3日本/意大利/波兰/德国市占率分别较24Q3+1.7pct/+1.6pct/+0.9pct/+0.6pct至31.7%/18.2%/9.5%/6.5%。

图表17: IQOS 覆盖城市数量



图表18: HTU 主要国家市占率



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

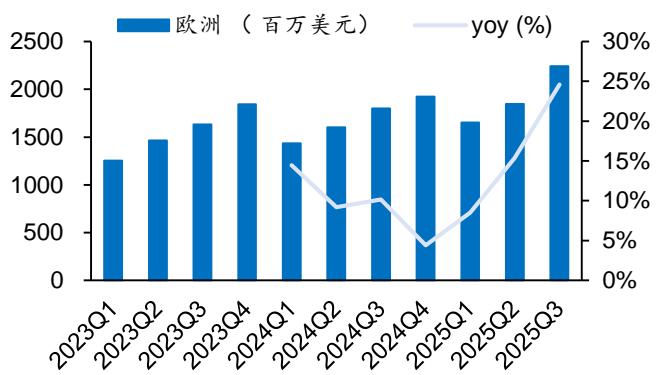
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

2.2.1 欧洲地区：市占率持续提升，核心市场用户群体持续扩大

2025Q1-Q3，菲莫国际在欧洲地区新型烟草业务营收58.00亿美元，同比增长14.2%，销量达430.33亿支，同比增长11.8%。2025Q3，菲莫国际在欧洲地区新型烟草业务营收22.41亿美元，同比增长24.6%，销量达156.7亿支，同比增长10.4%。截止2025Q3，IQOS在欧洲地区的市占率为10.7%，较2024Q3提升1.2pct。25Q3乌克兰、波兰及英国市场销量下滑较明显，使整体销量增速有所放缓。

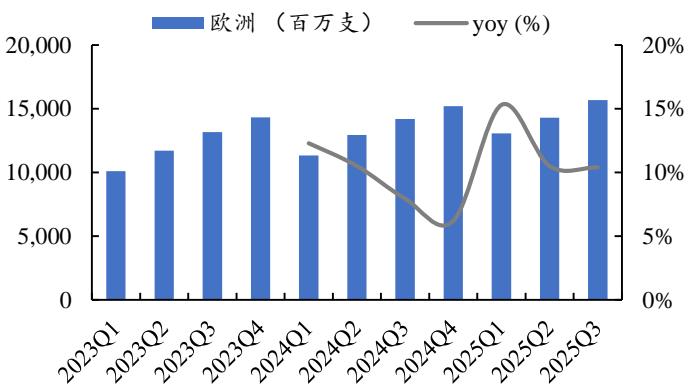


图表19：欧洲地区新型烟草营收（百万美元）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表20：欧洲地区新型烟草销量（百万支）及增速

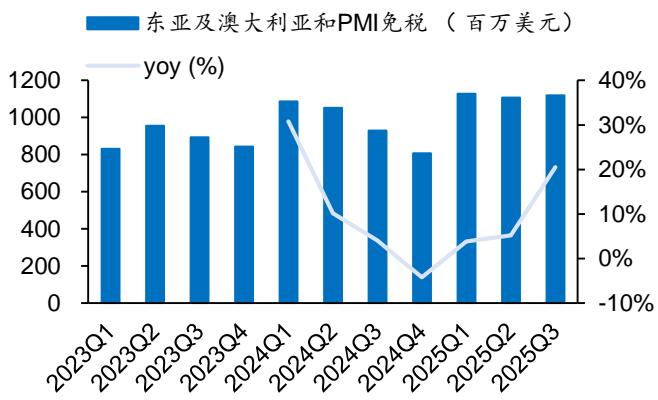


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

2.2.2 东亚、澳大利亚和免税市场：澳大利亚市场承压影响有限，整体仍保持平稳增长

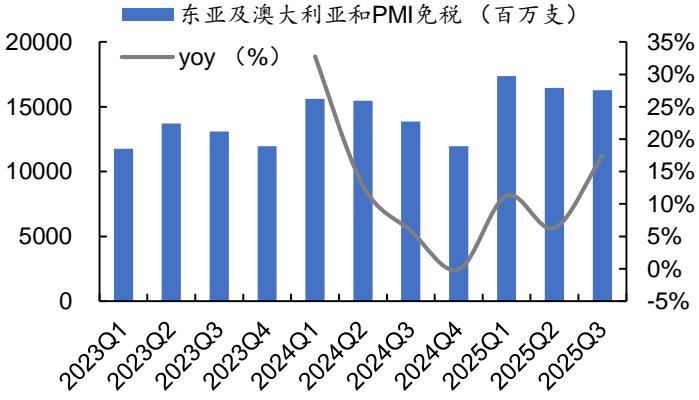
2025Q1-Q3，菲莫国际新型烟草产品在东亚、澳大利亚和免税市场实现营收 33.56 亿美元，同比增长 9.3%，销量达 500.87 亿支，同比增长 11.5%。2025Q3，菲莫国际在东亚、澳大利亚和免税实现营收 11.19 亿美元，同比增长 20.45%，销量达 162.72 亿支，同比增长 17.4%。韩国及全球免税市场实现显著增长，有效抵消了澳大利亚市场的销量下滑。

图表21：东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表22：东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

2.2.3 南亚、东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区：新兴市场持续保持高增长

2025Q1-Q3，菲莫国际在南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收为 12.72 亿美元，同比增长 26.8%，销量达 230.82 亿支，同比上升 14.6%。2025Q3，菲莫国际实现营收 5.2 亿美元，同比增长 47.7%，销量达 87.17 亿支，同比增长 22.3%。孟加拉、印度及土耳其市场均实现较快增长，有效抵消了越南和印尼市场的销量下滑部分。



图表23：南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表24：南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量及增速

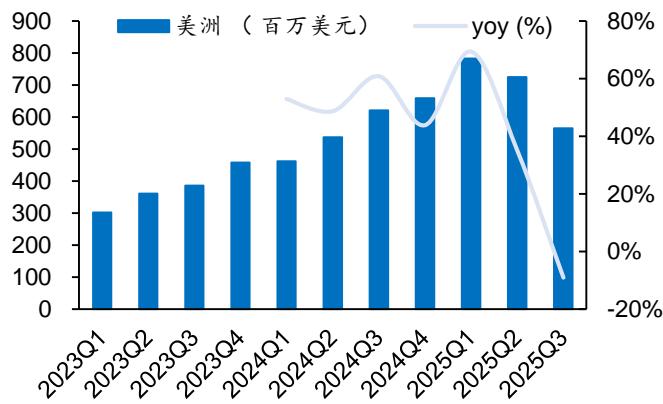


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

2.2.4 美洲：口含烟依旧为主要增长引擎，期待加热烟草全面放量

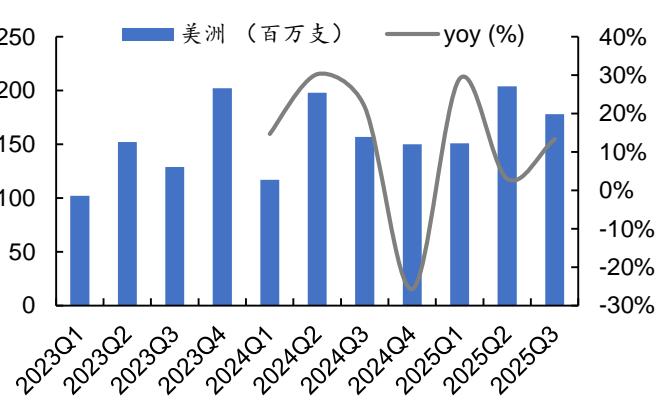
2025Q1-Q3，菲莫国际美洲新型烟草营收 20.73 亿元，同比增长 27.9%，销量 5.33 亿支，同比增长 12.9%。25Q3 新型烟草营收 5.65 亿元，同比减少 9%，销量 1.78 亿支，同比增长 13.4%。2025 年前三季度，菲莫国际在美洲实现包括尼古丁袋在内的口含烟销量 7 亿罐，同比增长 34.4%。其中 2025Q3 口含烟销量 2.38 亿罐，同比增长 29.1%，主要由美国市场 ZYN 品牌的高增长所驱动。25Q3 巴西和墨西哥市场表现欠佳，虽然阿根廷市场实现稳定增长，但 25Q3 新型烟草营收仍有所下滑。

图表25：美洲新型烟草各季度营收及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表26：美洲新型烟草各季度销量及增速



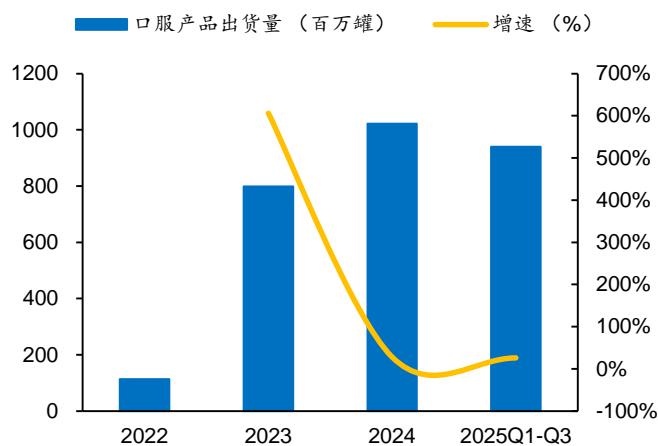
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

2.3 口含烟聚焦渠道下沉与风味迭代，持续拓展非美新兴市场

2025Q1-Q3，菲莫国际尼古丁袋销量为 6.6 亿罐，同比增长 44.0%，其中 25Q3 尼古丁袋销量为 2.2 亿罐，同比增长 36.5%，保持较快的增长速度。2025Q3 美国市场尼古丁袋销量同比增长 37.6% 至 2.1 亿罐，占公司全部尼古丁袋销量的 91.6%，在除美国外国际市场 ZYN 尼古丁袋销量同比+25.3% 至 1.88 亿罐。截止 2025Q3，ZYN 品牌在美国市场的占有率为 66.8%，保持绝对的领先地位。

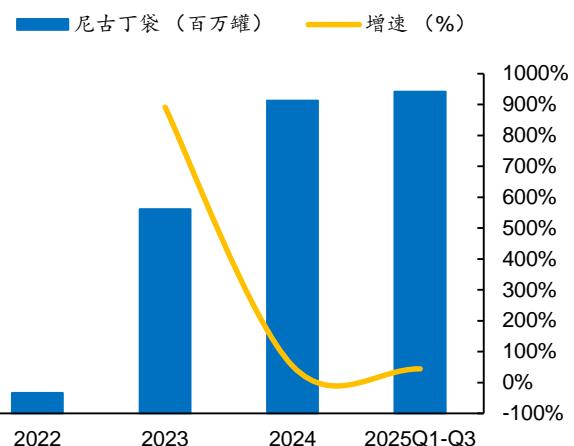


图表27：菲莫国际口服产品销量变动



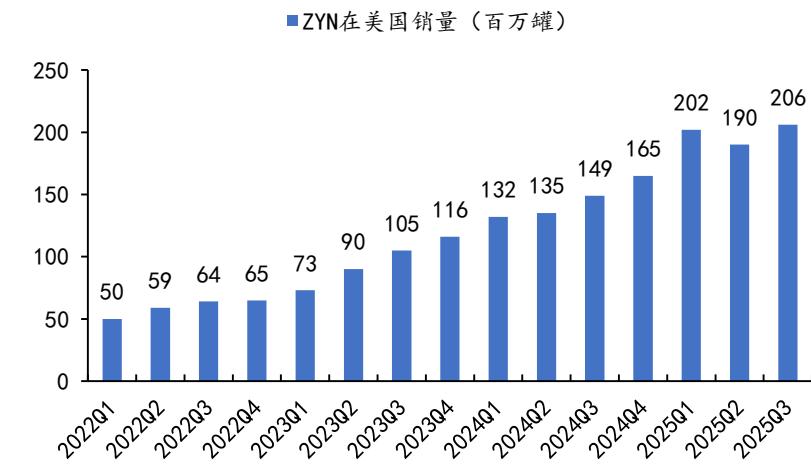
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表28：菲莫国际尼古丁袋销量变动



来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表29：ZYN 品牌在美国销量变动



来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

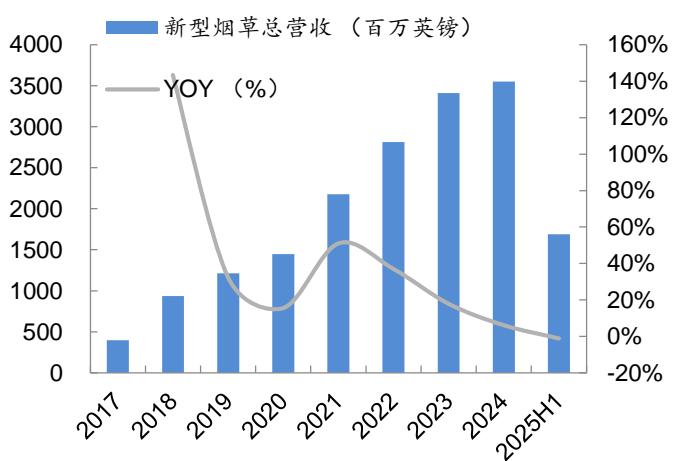
三、英美烟草：雾化仍有一定承压，加速布局 Glo hilo 有望全面放量

3.1 新型烟草用户规模持续扩大，持续推进无烟化战略

2025H1，英美烟草实现总收入 120.69 亿英镑，同比增长 1.8%，其中新型烟草业务收入达 16.89 亿英镑，同比下降 1.2%。从细分品类来看，雾化电子烟 25H1 收入 7.56 亿英镑，同比下降 15.0%，占整体新型烟草业务收入比例达 44.8%。2025H1，加热不燃烧产品收入 4.54 亿英镑，同比下降 3.2%，口含烟业务实现营收 4.79 亿英镑，同比增长 36.5%。25H1 口含烟延续高增长态势，雾化业务受美国非法产品挤压及欧洲市场竞争加剧影响下滑幅度较大，拖累新型烟草整体营收小幅下降。

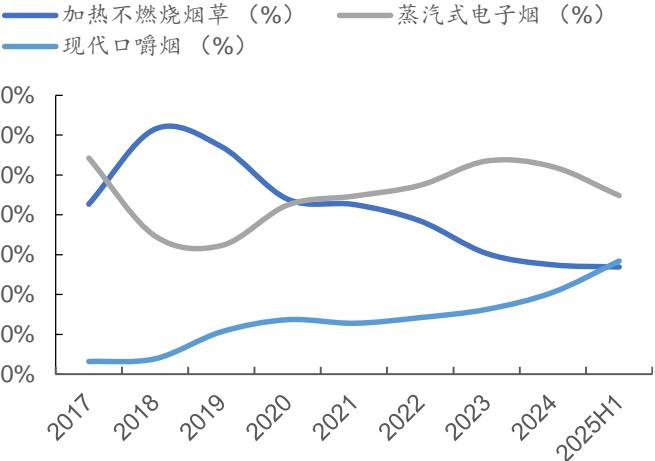


图表30：英美烟草历年新型烟草营收（百万英镑）及增速



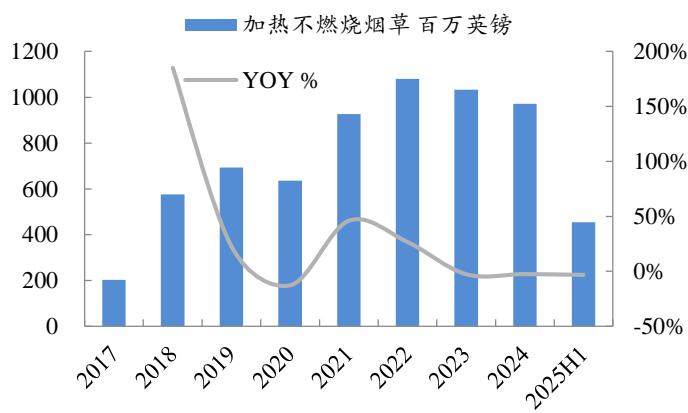
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表31：英美烟草历年新型烟草营收结构



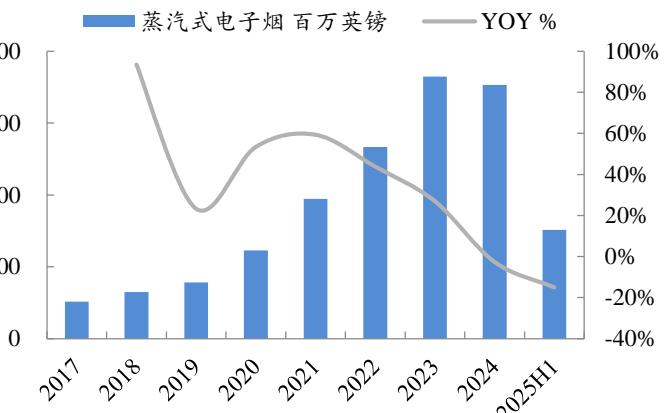
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表32：英美烟草历年加热不燃烧产品营收（百万英镑）及增速



来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表33：英美烟草历年雾化电子烟营收（百万英镑）及增速



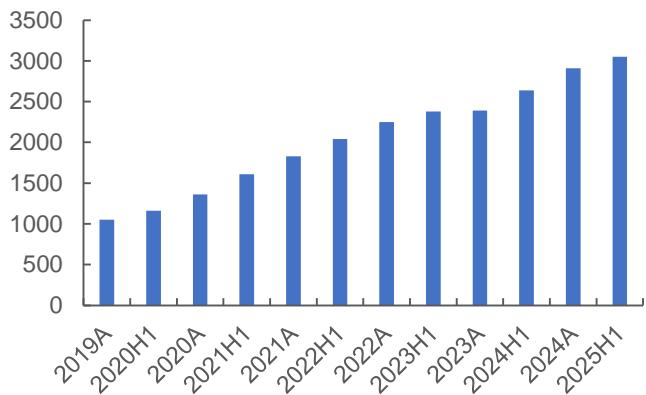
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

从用户数看新型烟草趋势：英美烟草 2025H1 新型烟草总用户数量达 3050 万人，较 2024 年底增加 140 万人，从新型烟草用户数增长情况可明显看出新型烟草作为公司长期增长引擎的趋势不变。

从研发支出看英美烟草新型烟草战略决心：英美烟草从 2015 年开始，研发支出逐步提升，研发费用主要用于新型烟草研发，公司 2022、2023 年研发支出已然稳定在 3 亿英镑以上，显著高于公司在新型烟草业务发展之前的水平，2024 年研发支出达 3.80 亿元，同比下降 6.86%。

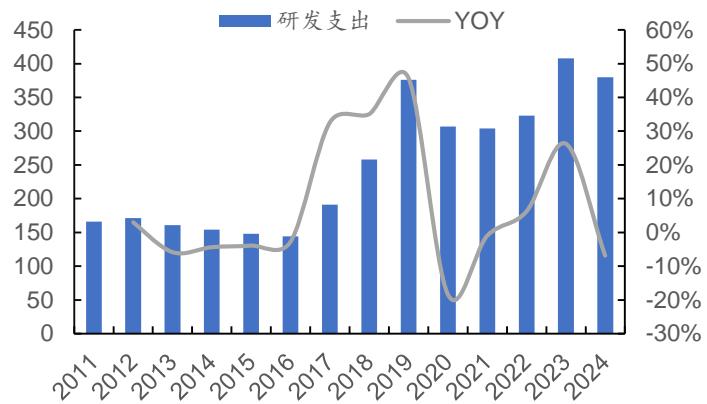


图表34：英美烟草历年新型烟草用户数量（万人）



来源：英美烟草公告，国金证券研究所

图表35：英美烟草历年研发支出（百万英镑）及增速



来源：英美烟草公告，国金证券研究所

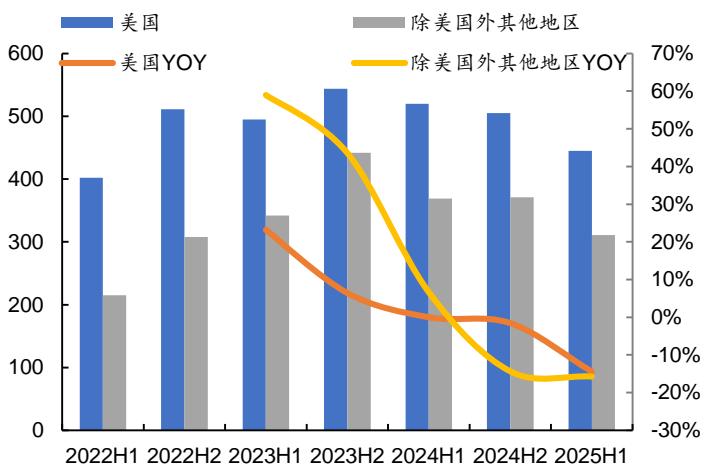
3.2 雾化电子烟：非法产品冲击影响未褪，VUSE 优势市场地位仍在

雾化电子烟方面，2025H1 英美烟草营收达到 7.56 亿英镑（固定汇率），同比减少 15%，整体销量达 2.53 亿支，同比下降 12.8%。分地区来看，美国市场依然是英美烟草雾化电子烟销售主战场，由于受到合规品牌竞争加剧、非法产品冲击影响仍在及公司调整库存等因素影响，2025H1 美国市场雾化电子烟销量为 1.23 亿支，同比减少 13.4%。营收方面，2025H1 英美烟草雾化业务在美国市场收入达 4.45 亿英镑，同比下滑 14.4%，占总体雾化电子烟营收比例达 58.9%。此外，雾化电子烟在除美国外其他市场表现欠佳，2025H1 实现收入 3.11 亿英镑，同比减少 15.7%，销量下降至 1.3 亿支，同比下滑 12.2%。

图表36：英美烟草雾化电子烟半年度营收（百万英镑）及增速

速

图表37：英美烟草雾化电子烟半年度销量（百万个）及增速



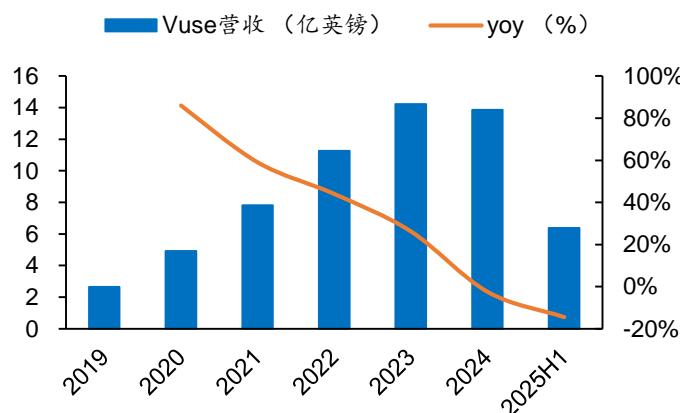
来源：英美烟草公告；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理，23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

来源：英美烟草公告；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理，23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

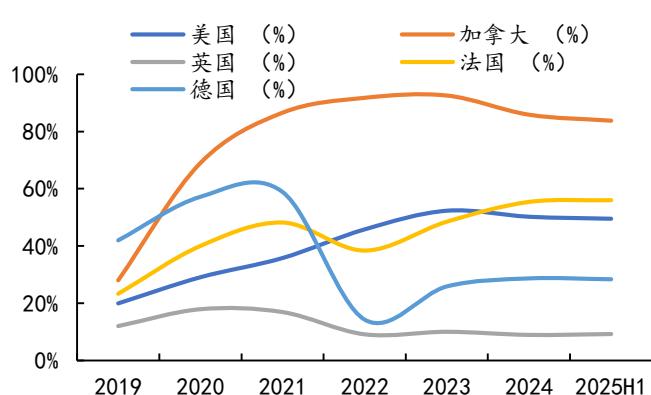
2025H1, VUSE 营收达 6.37 亿英镑，同比下滑 14.5%，在雾化电子烟总营收中占比达 86.4%。截至 2025H1, VUSE 在主要雾化电子烟市场的总体份额相比于 2024 年末保持不变，市占率为 38.2%，分不同国家市场来看，截止 25 年 6 月底，VUSE 在美国/加拿大/英国/法国/德国市占率相比于 2024 年末分别 -0.7/-2.1/+0.3/+0.6/-0.3pct 至 49.5%/83.8%/9.2%/56%/28.4%，VUSE 在法国市场表现突出。



图表38: Vuse 营收及增速



图表39: Vuse 主要市场销售份额



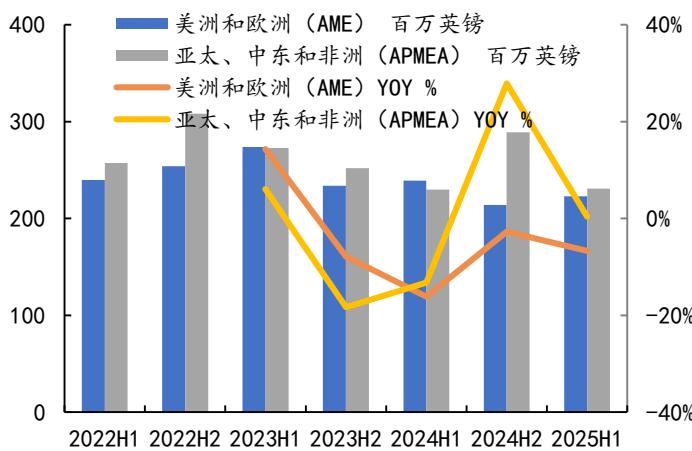
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

来源：英美烟草公告；国金证券研究所

3.3 加热不燃烧：hilo 全球推广节奏明确，有望重塑 HNB 行业竞争格局

2025H1，英美烟草加热不燃烧业务营收同比下降 3.2% 至 4.54 亿英镑（固定汇率），加热不燃烧产品销量达 1010 万支，同比增长 2%。分地区来看，2025H1 美洲及欧洲地区 HNB 营收同比下降 6.7% 至 2.23 亿英镑，销量同比下滑 7.1% 至 390 万支，亚太、中东和非洲地区 HNB 营收同比上升 0.4% 至 2.31 亿英镑，销量同比上升 8.8% 至 620 万支。2025 年 9 月以来，Glo hilo 已在日本、波兰和意大利上市，全球推广节奏明确。英美烟草持续向 hilo 投入充足的营销推广资源，期待 hilo 凭借优秀的产品力迅速抢占加热烟草市场份额，为公司带来广阔的业绩增长空间。

图表40: 英美烟草 HNB 半年度营收及增速 (百万英镑)



图表41: 英美烟草 HNB 半年度销量及增速 (百万个)



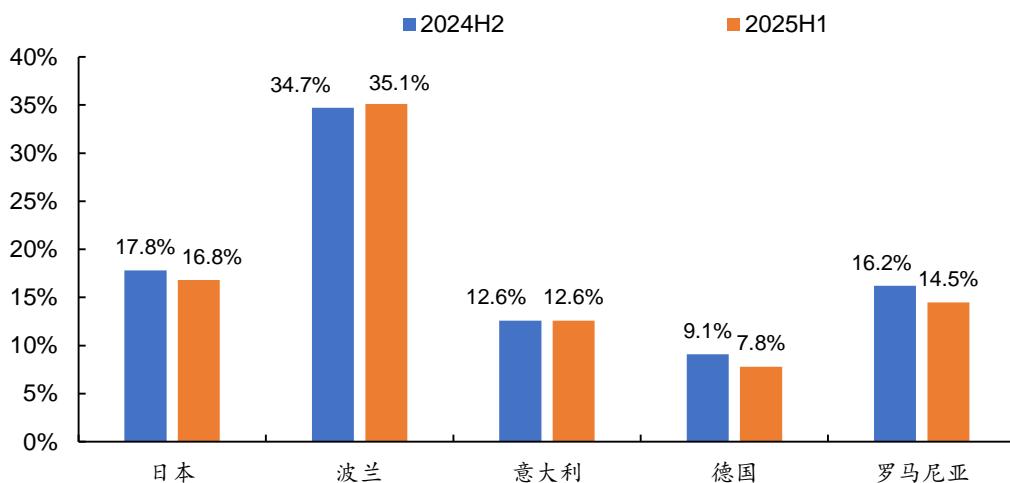
来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

市占率方面，2025H1 英美烟草加热不燃烧产品在各主要国家加热不燃烧市场销售份额较 2024 年底增长 0.4pct 至 16.8%。截至到 2025H1，glo 在主要国家日本/波兰/意大利/德国/罗马尼亚的加热不燃烧市场份额分别为 16.8%/35.1%/12.6%/7.8%/14.5%。



图表42: 2025H1 英美烟草产品 glo 在主要国家 HNB 市场份额

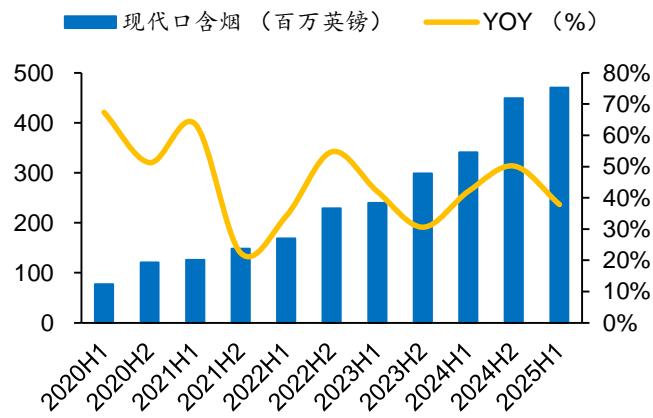


来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：24 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

3.4 口含烟：Velo Plus 新品广受市场欢迎，美国市场贡献核心增量

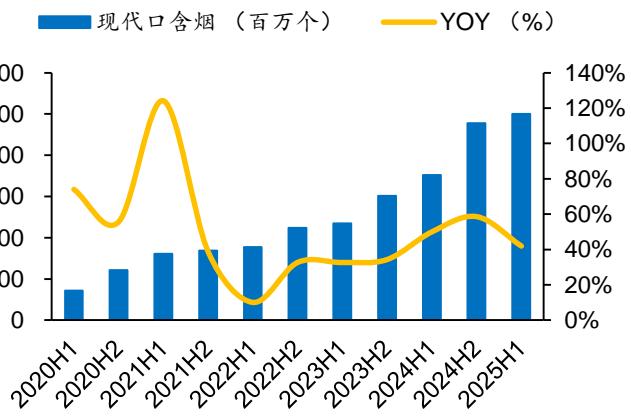
现代口含烟业务保持较好经营业绩，市占率持续提升。2025H1，英美烟草的现代口含烟业务实现收入 4.79 亿英镑与销量 50 亿袋，同比增长 36.5%与 42%，2019–2024 年 CAGR 分别为 44%与 47%，口含烟业务持续保持较好的增长业绩。截止 2025 年 6 月底，velo 在英国/美国/瑞典/挪威/丹麦/瑞士的市占率分别为 56.8%/13.2%/56.0%/60.9%/91.1%/93.6%，较 24 年底分别+1.8/+6.6/-1.6/-2.3/+2.6/-0.9pct。

图表43：英美烟草现代口含烟业务营收变动



来源：英美烟草公告，国金证券研究所

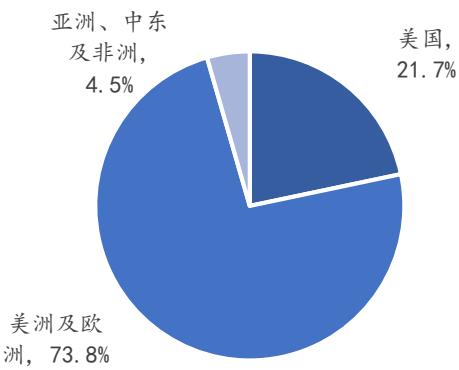
图表44：英美烟草现代口含烟业务销量变动



来源：英美烟草公告，国金证券研究所

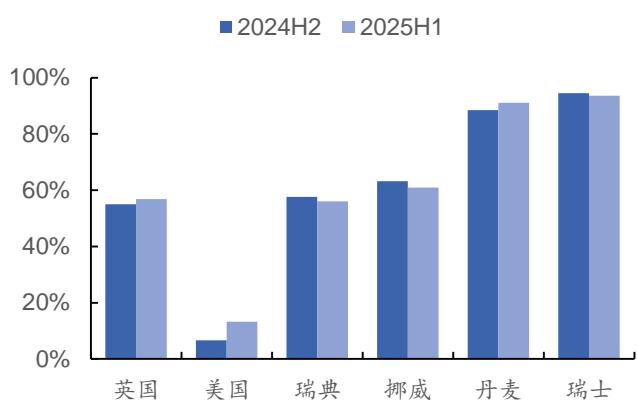


图表45：英美烟草口含烟业务分地区营收占比



来源：英美烟草公告，国金证券研究所

图表46：英美烟草 velo 品牌在主要国家市占率变动

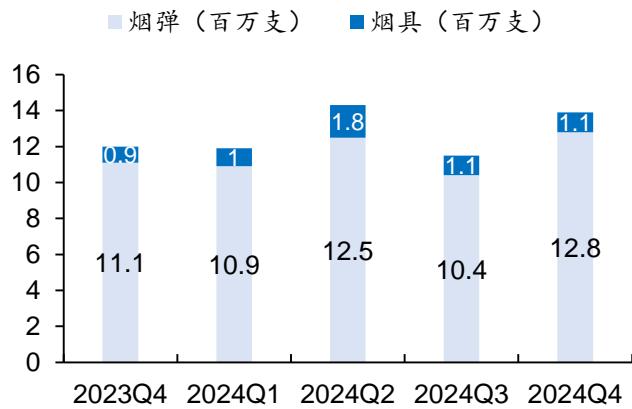


来源：英美烟草公告，国金证券研究所

四、奥驰亚：口含烟营收保持稳定，NJOY 已完成改良设计期待重新上市

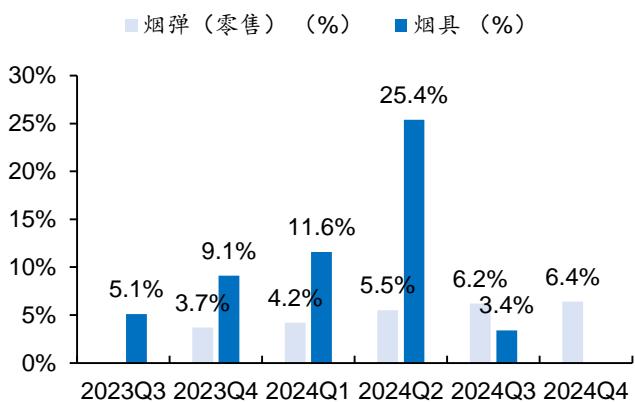
2025Q1-Q3，奥驰亚总收入为 174.33 亿美元，同比下降 3.4%，其中口含烟业务收入为 20.96 亿美元，同比增长 0.6%。2025Q3，奥驰亚总收入为 60.72 亿美元，同比增长 3.0%，其中口含烟业务收入为 6.89 亿美元，同比下降 4.6%。口含烟收入下降，主因出货量减少及价格更低的 on! 占口含烟比重上升带来的产品结构变化，更高定价抵消了部分下滑。公司已完成 NJOYACE 产品的改良设计，并在规避受争议专利的侵权风险基础上，评估 NJOYACE 在美国重新上市的可能性，期待专利纠纷解决后 NJOYACE 重新上市，为公司新型烟草业务持续贡献以往高增量。

图表47：NJOY 烟弹及烟具出货量（百万支）



来源：奥驰亚公告，国金证券研究所

图表48：NJOY 美国市场份额（%）

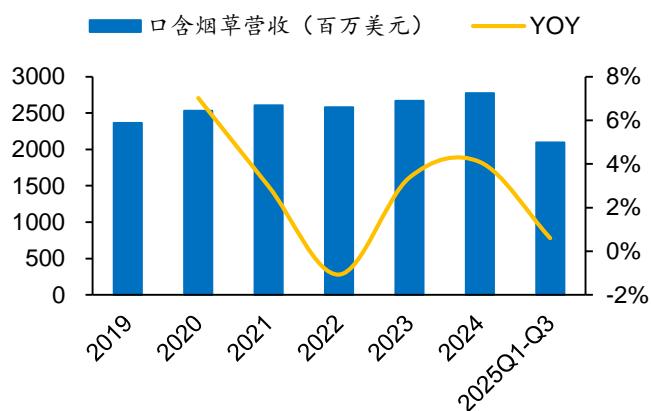


来源：奥驰亚公告，国金证券研究所

口含烟产品布局全面，On! 美国市占率持续增长。2025Q1-Q3，奥驰亚口含烟业务收入为 20.96 亿美元，同比增长 0.6%，2025Q3 收入为 6.89 亿美元，同比下降 4.6%。On! 品牌在 2025Q1-Q3 实现销量 1.34 亿罐，同比+14.8%，在 2025Q3 实现销量 0.42 亿罐，同比增长 0.7%。截止 2025Q3，on! 品牌在美国市场的市占率为 8.7%，较 2024 年底+0.4pct。

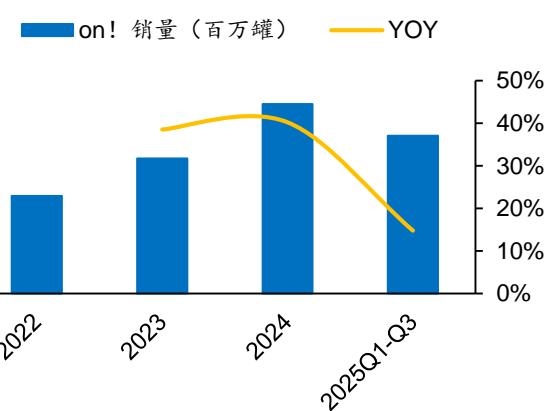


图表49：奥驰亚口含烟草业务营收变动



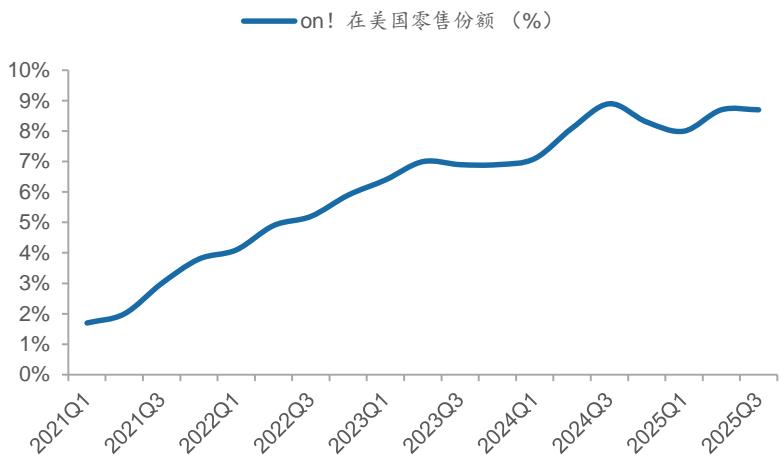
来源：奥驰亚公告，国金证券研究所

图表50：奥驰亚 on! 销量变动



来源：奥驰亚公告，国金证券研究所

图表51：奥驰亚 on!! 在美国市占率变动



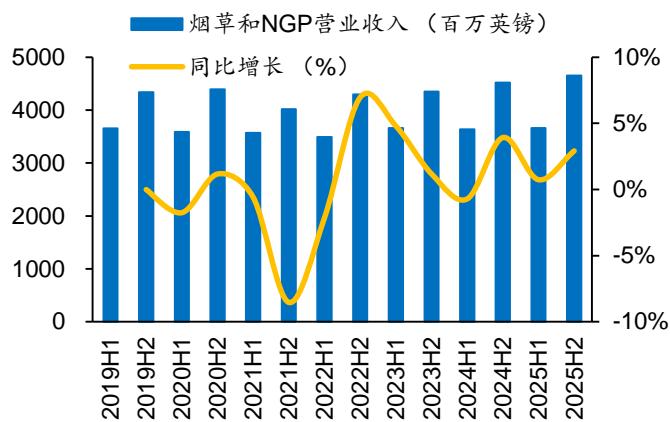
来源：奥驰亚公告，国金证券研究所

五、帝国烟草：新型烟草营收增速优于整体，欧洲市场为重要驱动

FY2025(2024/09/30–2025/09/30)，帝国烟草实现烟草收入 83.16 亿英镑，同比增长 1.9%。公司在成熟市场中普遍面临吸烟率下降导致传统卷烟销量不可逆的下滑，使得公司整体营收增速放缓。FY2025 公司新型烟草业务表现仍较优，实现收入 3.68 亿英镑，同比增长 11.9%。



图表52：帝国烟草历年净收入及增速（百万英镑）



来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

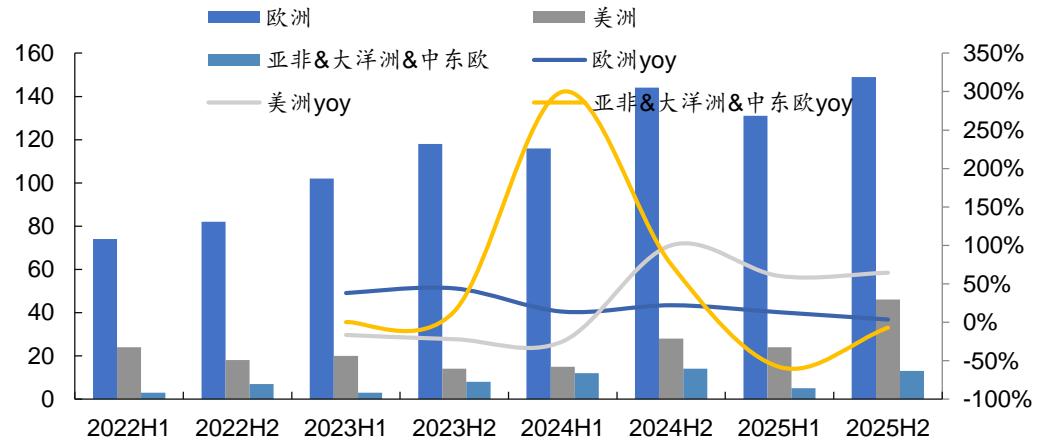
图表53：帝国烟草新型烟草历年净收入及增速（百万英镑）



来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

分销售地区看，FY2025 欧洲地区新型烟草实现总营收 2.80 亿英镑，同比增长 7.7%，其中 25H2 实现营收 1.49 亿英镑，同比增长 3.5%，欧洲地区已成为帝国烟草新型烟草业务收入增长的重要驱动。公司于英国和法国市场推出 blu 套装、于意大利和希腊推出 Pulze 3.0 加热设备，并改良 Zone 品牌以满足不同市场的尼古丁袋需求。得益于雾化、加热烟草及尼古丁袋三大品类新品均取得较好市场反馈，欧洲市场收入保持稳定增长。FY2025，美洲地区新型烟草实现营收 0.70 亿英镑，同比增长 62.8%，其中 25H2 实现营收 0.46 亿英镑，同比增长 64.3%，增速较快主要得益于新推出的 Zone 口服尼古丁袋快速获客，目前已进驻超 10 万家门店。FY2025，非洲、亚洲、大洋洲及中欧地区新型烟草实现营收 0.18 亿英镑，同比下降 30.8%，其中 25H2 实现营收 0.13 亿英镑，同比下降 7.1%。全年营收下滑幅度较大，主因捷克、波兰等国监管政策调整，公司主动退出部分市场。25H2 公司持续推出新品保证稳定市占率，使得 25H2 营收降幅显著收窄。

图表54：帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况（百万英镑）



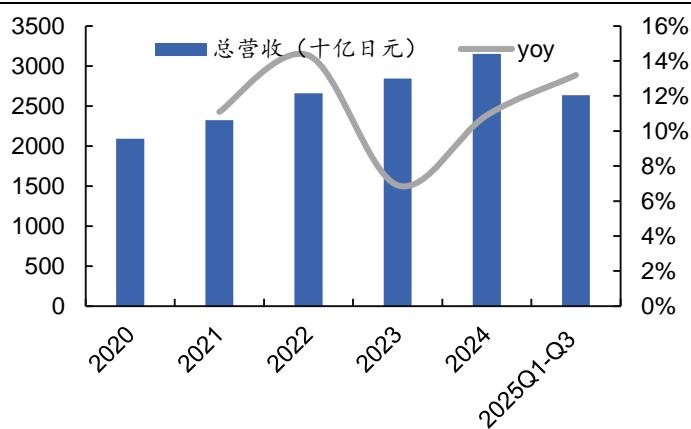
来源：帝国烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

六、日本烟草： Ploom Aura 新品市场反馈较好，整体营收保持较快增长

2025Q1-Q3，日本烟草实现营收 26340 亿日元，同比增长 13.2%。2025Q3 日本烟草实现营收 9472 亿日元，同比增长 15.1%。烟草业务是主要营收来源，2025Q1-Q3 贡献营收 25169 亿元，同比增长 13.8%，营收占比达 95.6%。2025Q3 烟草业务营收为 9081 亿元，同比增长 19.5%。2025 年 5 月，日烟在日本市场的自营门店和线上商店推出 Ploom Aura，截止 8 月其累计销量已突破 200 万台，为日烟史上最快记录。9 月 Ploom Aura 开启全球发售，目前已在瑞士及罗马尼亚上市，整体市场反馈较积极。日烟计划在 2025 到 2027 年间投资 6500 亿日元用于 Ploom Aura 的研发和市场推广，有望持续为公司的新型烟草业务贡献业绩增量。

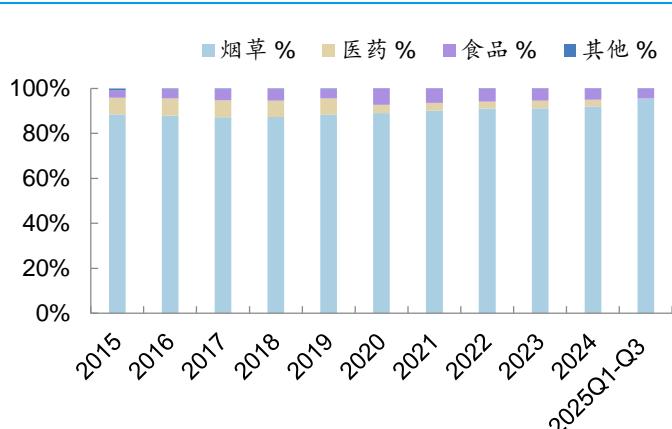


图表55：日本烟草总营收及增速（十亿日元）



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

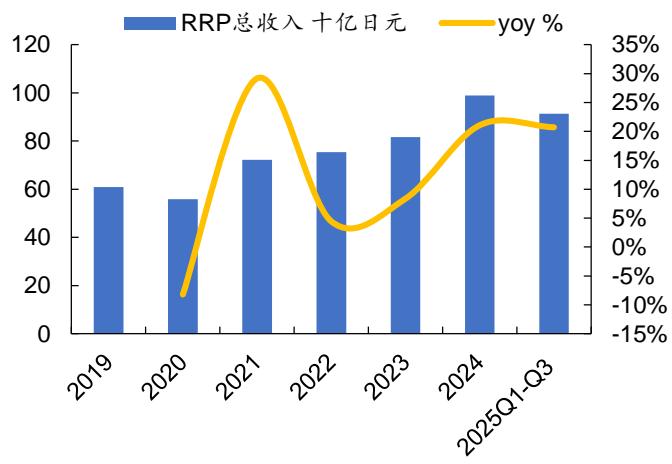
图表56：日本烟草主营业务占比



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

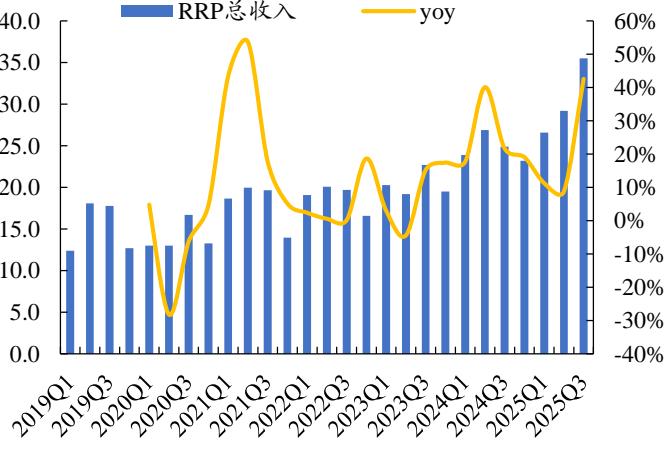
2025Q1-Q3，日本烟草在新型烟草业务上实现营收 913 亿日元，同比增长 20.7%，实现销量 101 亿支，同比增长 27.0%，其中日本市场新型烟草产品销量达 82 亿支，同比增长 27.0%。依托 Ploom 产品在新兴市场的拓展，海外销量达 19 亿支，同比增长 27.0%。25Q3 新型烟草营收为 355 亿日元，同比增长 42.6%，25Q3 新型烟草总销量为 38 亿支，同比增长 40.1%。

图表57：新型烟草国内外收入及增速（十亿日元）



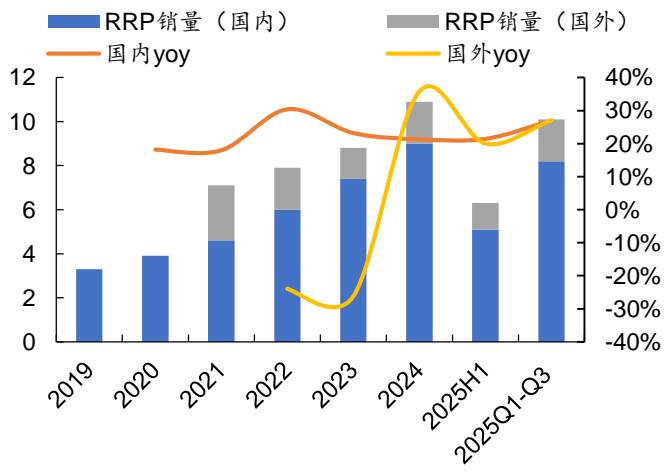
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表58：新型烟草国内外单季度收入及增速（十亿日元）

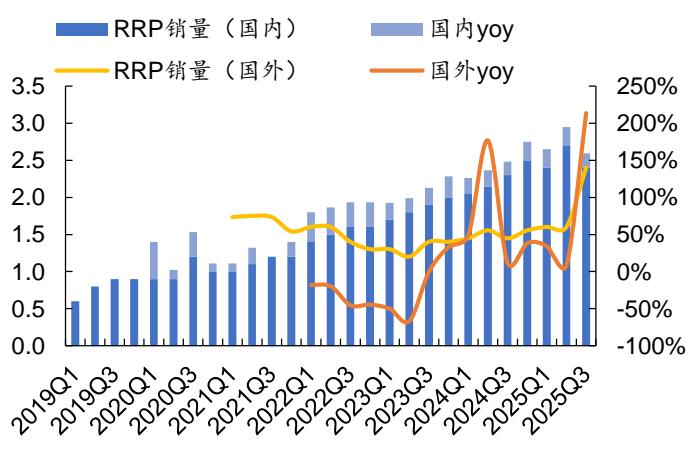


来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表59：新型烟草国内外销量及增速（十亿支）



图表60：新型烟草国内外单季度销量及增速（十亿支）



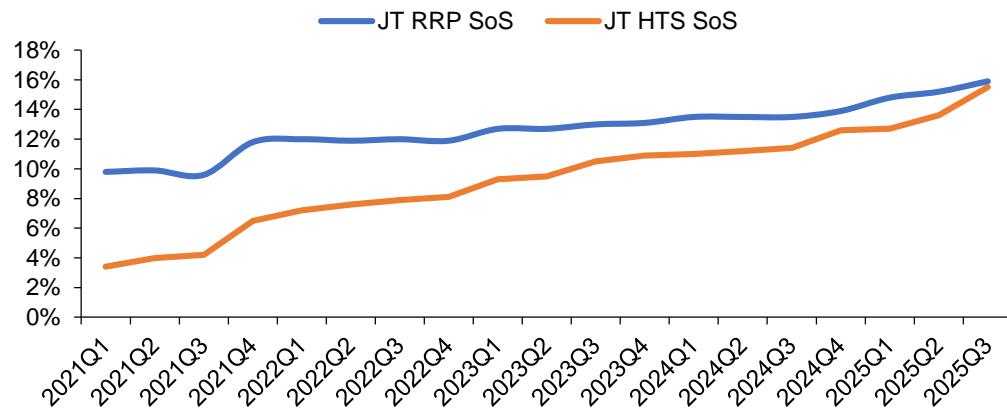


来源：日本烟草公告，国金证券研究所

来源：日本烟草公告，国金证券研究所

市占率方面，截至 2025Q3 日本烟草在日本市场新型烟草的市场份额达到 15.9%，比 24 年底增加 2pct。加热不燃烧方面，日本烟草在日本加热不燃烧产品市场占有率继续增长，截至 2025Q3 市占率达 15.5%。

图表61：日本烟草新型烟草在日本市场份额情况



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

七、投资建议

从海外各烟草巨头 2025 年发展来看，受消费群体需求变动及健康观念影响，传统卷烟销量下滑已是不可逆转的趋势，各烟草巨头均将新型烟草作为保障公司长期发展的核心动力，在雾化电子烟、加热烟草和口含烟等领域加速布局，且强调合规化运营以规避政策监管和专利纠纷风险、打造丰富产品矩阵以满足消费者多样化消费需求。

雾化电子烟方面，美国在严厉打击非法产品的同时，不断扩大合规调味烟的品类，包括英国、法国等在内的欧洲市场已开启全面禁售一次性烟进程，欧洲正处于由一次性烟向换弹式产品的需求转换过程中，欧美合规雾化市场有望持续扩容。推荐关注思摩尔国际，其作为全球电子烟代工市场的头部企业，与 VUSE、NJOY 等头部品牌深度绑定，依靠核心客户优秀的产品力与完备的营销渠道建设，有望充分受益于欧美合规市场扩容。

HNB 方面，25 年 9 月以来英美烟草 HNB 新产品 glo hilo 已在日本、波兰及意大利上市，全球推广节奏明确，思摩尔作为其核心代工合作伙伴，hilo 陆续上市快速放量后有望持续贡献业绩增量。IQOS 系列产品迭代在即，且美国市场即将开启，盈趣科技作为 IQOS 核心供应商，代工比例及合作范围不断延伸，预计亦有望从中充分受益。

口含烟仍处渗透率快速提升的发展早期，在各主要市场监管框架已较明确的背景下，其未来成长空间依旧广阔。建议关注烟碱生产企业和尼古丁代工企业金城医药、润都股份等，以及潜在的无纺布材料供应商诺邦股份等。

风险提示

- 1) 国内外对非法产品监管力度与效果低预期：若对非法产品监管力度与效果低于预期，将会限制合规品牌商和代工商后续的成长性；
- 2) 汇率波动风险：国内相关电子烟企业海外收入占比大，若汇率出现大幅波动，出口业务将会受到较大影响；
- 3) PMTA 认证不通过：若对应企业产品未来不能通过 PMTA 认证，将直接影响公司产品在美国的销售。



扫码获取更多服务

行业深度研究

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。

任何形式的复制、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