



Research and  
Development Center

# 菲莫国际：提出三年规划，聚焦新烟成长

轻工制造

2026年02月08日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文铤 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 菲莫国际：提出三年规划，聚焦新烟成长

2026年02月08日

## 本期内容提要：

**事件：菲莫国际发布 2025 年报。**25 年收入达 406.5 亿美元（同比+7.3%），其中新型烟草收入为 168.5 亿美元（同比+15.0%）；单 Q4 收入为 103.6 亿美元（同比+6.8%），新型烟草收入为 43.5 亿美元（同比+12.0%），占比已达 42%。

**发布三年规划，提质增效、新烟贡献增量。**公司提出 26-28 年增长规划，收入 CAGR 目标为 6%-8%，其中新型烟草板块销量将为高单位数-低双位数增长；经营利润 CAGR 目标为 8%-10%，EPS 为 9%-11%，盈利能力有望稳步向上。公司提到，国际市场的多元产品策略将成为新型烟草板块的主要驱动，且美国市场的潜在机遇有望成为新增量（IQOS ILUMA 上市美国已包含在增速测算中）。

**美国有望加速成长。**我们预计 IQOS ILUMA 通过 PMTA 在即，公司已决定 26 年将业务板块重新划分为国际业务（包含卷烟+新烟）、美国业务（预计主要为口含烟+HNB）。我们认为，美国作为全球最大的新型烟草市场以及全球监管风向标，ILUMA 登录将成为 HNB 行业历史性事件，有望刺激英美烟草等加速 HNB 布局。

**HNB 全球份额维持高位，日本竞争加剧。**公司全年 HNB 销量达 1551 亿支（同比+11.0%），全球市占率约 76%（倒算全球行业规模 25 年超 2000 亿支）；Q4 销量为 384 亿支（同比+7.5%，剔除下游库存扰动外为+12%），其中日本为 5.8%（剔除库存扰动）。尽管日本竞争加剧，但 HNB 渗透率亦在加速提升，公司 HNB 产品 Q4 在日本渗透率已达 32.6%（同比+2.1pct，环比+0.9pct），且日本 12 月 HNB 收入占比已超 50%。在欧洲，公司 HNB 保持强势增长，法国/德国/意大利/波兰/西班牙 IQOS 渗透率 Q4 环比持平/+1.2/+1.9/+1.4/+0.5pct。

**多元矩阵共驱成长。**口含烟/雾化全年销量同比分别+18.5%/+100%，Q4 分别为 7.3%/91.4%（其中美国 ZYN 在 Q4 增速为 19.0%，尼尔森预计终端增速为 23%）。美国口含烟渗透率已达到高单位数，并仍为增速最快产品；ZYN 主攻高端市场，继续保持接近 2/3 的市场份额。雾化方面，VEEV 已在 47 个市场面世，且销量保持翻倍增长态势，已在 8 个市场成为封闭产品市占率第一，公司未来将持续对其投入资源，增长有望延续。

**风险提示：**全球新型烟草渗透率提升不及预期，监管趋严风险，竞争加剧。

## 研究团队简介

**姜文镒**，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

**李晨**，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

**骆峥**，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年以上消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

**刘田田**，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。