

商贸零售行业深度报告

烟草行业专题报告（二）：新型烟草重塑巨头增长，中国迎来 HNB 产业机会

增持（维持）

2026 年 08 月 19 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

■ **全球烟草：传统烟草以价补量，新型烟草重塑行业增长。**2025 年全球烟草销售额达 9529 亿美元，同比+3.6%。传统烟草销量进入下行通道，龙头提价与结构升级维持收入；新型烟草销售额达 904 亿美元，同比+14.4%。其中 HNB/雾化电子烟/尼古丁袋销售额分别为 430/244/92 亿美元，同比+9.1%/+4.0%/+42.4%，HNB 是雾化主力品类，尼古丁袋增速最快。未来国际烟草龙头的新型烟草布局进度已经成为决定中长期增长差异的核心变量。

■ **烟草巨头无烟转型节奏分化，PMI 领先，BAT 与 JT 加快追赶。**

➢ **菲莫国际：IQOS+ZYN 双轮驱动，无烟业务释放利润。**公司新型烟草转型由 HNB 品牌 IQOS 和尼古丁袋品牌 ZYN 驱动，2025 年公司无烟产品收入 169 亿美元，占总收入的 41.6%，2020-2025 年 CAGR 达 20%；无烟业务毛利率为 69.2%，高于可燃烟草的 65.5%。公司预计 2026-2028 年收入 CAGR 为 6%-8%、EPS 增速为 9%-11%。

➢ **英美烟草：新型烟草全矩阵，口含烟增长强劲。**2025 年公司新型烟草收入 36 亿英镑，占总收入的 14.1%；电子烟/加热产品/现代口含烟收入分别为 15.42/9.14/11.65 亿英镑，同比-10%/-1%/+47%，口含烟 Velo 已成为最大增长引擎，HNB 品牌 glo 承压。2025 年新型烟草板块调整后营业利润为 4.42 亿英镑，调整后营业利润率提升至 12.0%，26H1 进一步提升至 13%。2026 年上半年现代口含烟收入 7.80 亿英镑，同比+65.9%。

➢ **日本烟草：传统业务韧性突出，Ploom 加快追赶。**2025 年公司收入 34677 亿日元，同比+10.1%；减害产品收入 1225 亿日元，同比+23.9%，销量同比+28.4%。HNB 品牌 Ploom 为无烟转型核心，全球 HTS 市场的份额由 2021 年的 7.7%提升至 2026H1 的 18.1%，日本仍是其核心市场。

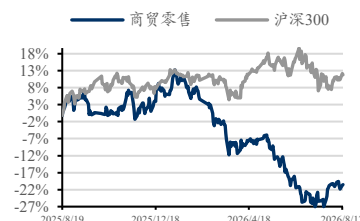
➢ **奥驰亚：传统业务利润率先，现代口含 on! 带动转型。**公司深耕美国市场，传统烟草旗舰品牌万宝路量减价增支撑传统烟草收入利润。新型烟草中 on! 品牌驱动增长，2025 年口含烟产品收入为 27.89 亿美元，同比+0.5%；产品总出货量为 732.4 百万罐，同比-5.5%，其中尼古丁袋 on! 销量 177.8 百万罐，同比+10.9%。2026Q1/Q2 尼古丁袋 on! 出货量同比+17.6%/-4.2%，on! 是美国尼古丁袋市场第三大品牌。

➢ **帝国品牌：传统烟草稳定盈利，无烟转型待突破。**FY2025 公司烟草及新型烟草净收入 83.2 亿英镑、经调整营业利润 36.7 亿英镑，利润率约 44%；其中新型烟草收入仅 3.7 亿英镑，占比 4.4%，调整后经营利润减亏为-0.79 亿英镑。公司预计 2025-2030 年新型烟草收入保持双位数增长，集团调整后营业利润年均增长 3%-5%。

■ **投资建议：**全球烟草行业规模近万亿美元，海外龙头持续向新型烟草转型，中国 HNB 市场有望逐步放开，关注业绩受益于全球新型烟草产业链发展的公司。推荐中烟集团新型烟草出口平台**中烟香港**，全球新型烟草 ODM 及技术平台**思摩尔国际**；建议关注烟草薄片和香精供应商**华宝国际**，HNB 烟具代工**盈趣科技**等。

■ **风险提示：**监管政策超预期收紧，税负上调超预期，产品迭代与市场竞争风险，汇率波动风险，诉讼与合规风险，外需波动风险等。

行业走势



相关研究

《头部医美机构盈利逐步兑现，重视下游终端机构投资机会》

2026-08-17

《新东方好未来业绩均超市场预期，教育行业刚需+景气+分红能力再印证》

2026-08-10

内容目录

1. 全球烟草：传统烟草以价补量，新型烟草重塑行业增长	5
1.1. 传统烟草：销量进入下行通道，龙头提价与结构升级维持收入	6
1.2. 新型烟草：HNB 是无烟化主力品类，尼古丁袋增速最快	7
1.3. 未来竞争格局：新型烟草是增长差异的核心变量	9
2. 菲莫国际（PMI）：IQOS+ZYN 双轮驱动，无烟业务释放利润	10
3. 英美烟草（BAT）：新型烟草全矩阵，口含烟增长强劲	12
4. 日本烟草（JT）：传统业务韧性突出，Ploom 加快追赶	15
5. 奥驰亚（MO）：传统业务利润率领先，现代口含 on! 带动转型	16
6. 帝国品牌（Imperial）：传统烟草稳定盈利，无烟转型待突破	18
7. 投资建议：中国 HNB 市场逐步放开，全球新型烟草扩张打开中国产业链成长空间	19
7.1. 中国烟草市场和政策趋势	19
7.2. 投资建议	21
8. 风险提示	21

图表目录

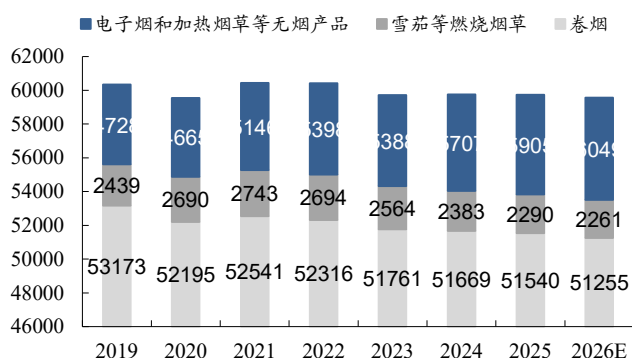
图 1:	2019-2026E 年全球烟草销量 (亿支)	5
图 2:	2019-2026E 年全球烟草行业规模 (亿美元)	5
图 3:	2019-2026E 烟草出货量世界分布 (亿支)	5
图 4:	2019-2026E 烟草销售额世界分布 (亿美元)	5
图 5:	2020-2025 年尼古丁产品市场份额 (按销售量)	6
图 6:	2020-2025 传统烟草出货量 (亿支)	6
图 7:	2020-2025 传统烟草销售额 (亿美元)	6
图 8:	2020-2025 新型烟草出货量 (亿支)	7
图 9:	2020-2025 新型烟草销售额规模 (亿美元, 不变价)	7
图 10:	新型烟草四大品类比较	7
图 11:	2020-2025 年 HNB 出货量及 yoy (亿支)	8
图 12:	2020-2025 年 HNB 公司销量份额	8
图 13:	2020-2025 全球电子烟市场规模 (亿美元/不变价)	8
图 14:	全球电子烟主要品牌市场份额 (按销售额计)	8
图 15:	2020-2025 口含烟出货量及 yoy (亿支)	9
图 16:	口含烟市场规模及 yoy (亿美元/不变价)	9
图 17:	主要尼古丁袋品牌与竞争特点	9
图 18:	五大烟草公司新型烟草布局对比	10
图 19:	2022-2026Q2 菲莫国际分业务收入 (亿美元)	10
图 20:	2020-2026Q2 菲莫国际分业务毛利润	10
图 21:	2022-2026Q2 菲莫国际 HNB 销量和市场份额	11
图 22:	菲莫国际日本和欧洲区域市场份额	11
图 23:	2023-2025 菲莫国际口含无烟产品出货量 (亿罐)	11
图 24:	2022-2026Q2 ZYN 美国市场出货量 (亿罐)	11
图 25:	2020-2026H1 英美烟草分品类营收 (亿英镑)	12
图 26:	英美烟草新型烟草分产品营收 (百万英镑)	13
图 27:	BAT 新型烟草业务调整后营业利润和利润率	13
图 28:	英美烟草电子烟销售额及 yoy	13
图 29:	英美烟草 Vuse 核心市场销量份额	13
图 30:	英美烟草加热产品出货量及 yoy (亿支)	14
图 31:	英美烟草加热产品销售额及 yoy	14
图 32:	英美烟草现代口含烟出货量及 yoy (亿支)	14
图 33:	英美烟草现代口含烟销售额及 yoy	14
图 34:	英美烟草 Velo 核心市场销量份额	15
图 35:	2020-2026H1 日本烟草营业收入 (十亿日元)	15
图 36:	日本烟草核心业务/RRP 收入 (十亿日元)	15
图 37:	HTS (加热烟草产品) 出货量市场份额	16
图 38:	可燃产品和 RRP 出货量 (十亿支)	16
图 39:	奥驰亚分业务净收入 (亿美元)	16
图 40:	奥驰亚分业务经调整营业利润 (亿美元)	16
图 41:	奥驰亚可燃产品出货量 (亿支)	17
图 42:	奥驰亚香烟分类别出货量 (亿支)	17

图 43:	口腔烟草产品出货量 (百万罐)	17
图 44:	帝国品牌烟草和 NGP 净收入和 yoy (右轴)	18
图 45:	帝国品牌烟草和 NGP 经调营业利润和利润率	18
图 46:	帝国品牌各地区传统烟草净收入 (百万英镑)	18
图 47:	帝国品牌传统烟草出货量 (十亿支)	18
图 48:	帝国品牌分地区 NGP 净收入 (百万英镑)	19
图 49:	国内新型烟草监管政策梳理	20

1. 全球烟草：传统烟草以价补量，新型烟草重塑行业增长

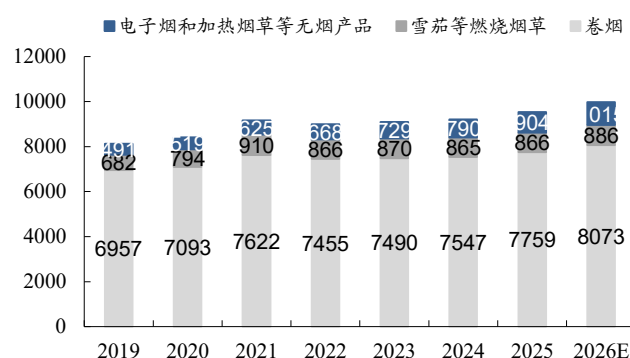
全球烟草行业进入成熟期，量减价增市场规模保持低个位数增长。根据欧睿数据，2025 年全球烟草行业销售额为 9529 亿美元，同比+3.6%，2020-2025 年销售额 CAGR 为 +2.5%，同期总销量 CAGR 为-0.2%；欧睿预计 2026 年烟草行业销售额为 9975 亿美元，同比+4.7%。分品类看，2025 年卷烟/雪茄等燃烧烟草/电子烟和加热烟草等无烟产品的销售额分别为 7759/886/904 亿美元，销量分别为 51540/2290/5905 亿支，其中无烟产品销售额/销量同比分别增长 14.4%/3.5%。欧睿预计 2026 年卷烟/雪茄等燃烧烟草/无烟产品的销售额分别为 8073/886/1015 亿美元，同比+4%/2%/12%；销量分别为 51255/2261/6049 亿支，同比-1%/-1%/+2%。

图1：2019-2026E 年全球烟草销量（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

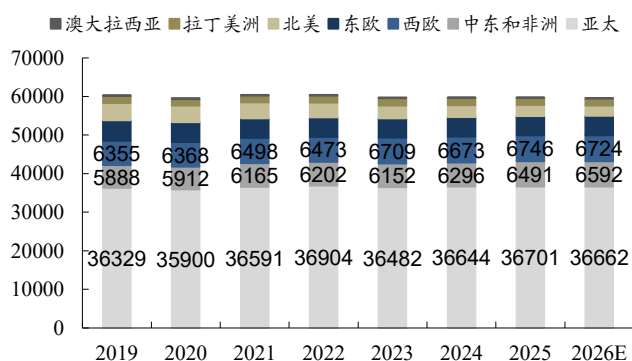
图2：2019-2026E 年全球烟草行业规模（亿美元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

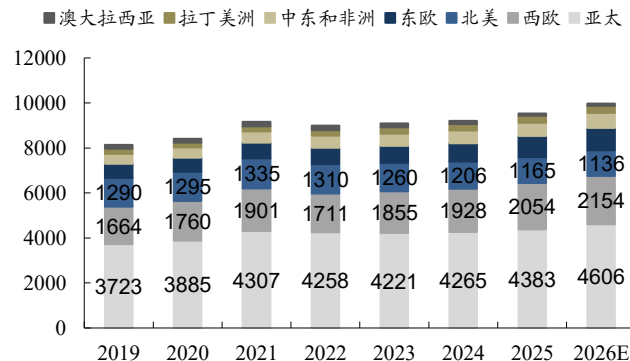
亚太地区贡献最大市场规模。2025 年亚太、西欧和北美烟草销售额分别为 4383/2054/1165 亿美元，销量分别为 36701/6746/2858 亿支，销售额占全球市场的 46.0%/21.6%/12.2%，销量占全球市场的 61.4%/11.3%/4.8%。分国家看，中国、美国和印尼是主要市场，2025 年销售额分别为 2954/1048/364 亿美元，预计 2026 年销售额分别为 3101/1019/382 亿美元。

图3：2019-2026E 烟草出货量世界分布（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

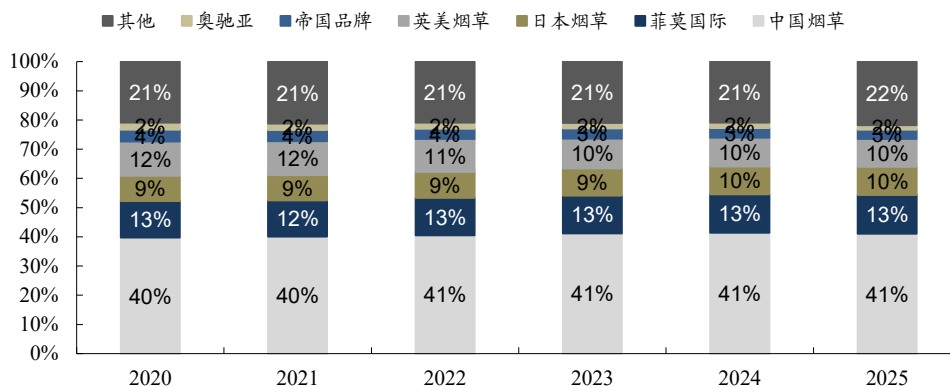
图4：2019-2026E 烟草销售额世界分布（亿美元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

国际烟草企业竞争格局集中。2025 年中国烟草/菲莫国际/日本烟草/英美烟草/帝国品牌/奥驰亚的尼古丁产品出货量占比分别为 41.1%/13.2%/9.7%/9.5%/3.2%/1.6%。

图5：2020-2025 年尼古丁产品市场份额（按销售量）

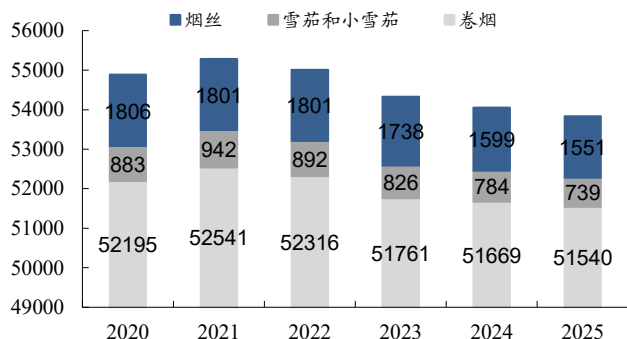


数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

1.1. 传统烟草：销量进入下行通道，龙头提价与结构升级维持收入

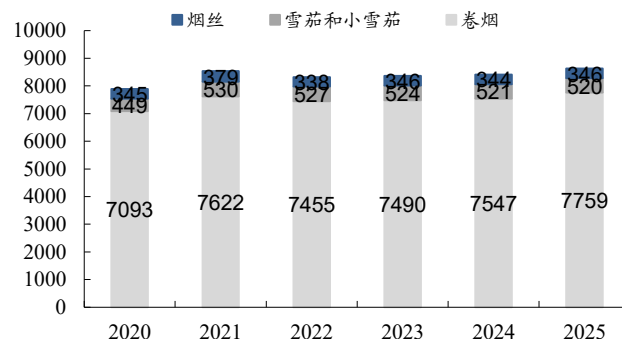
卷烟仍贡献行业绝大部分收入，呈现量减价增特征。2024/2025 年全球卷烟销售额分别为 7547/7759 亿美元，同比+3.1%/+2.8%；销量分别为 51669/51540 亿支，同比-0.2%/-0.2%。价格提升和产品结构升级部分抵消销量下滑。2025 年雪茄和小雪茄、烟丝销售额分别为 520/346 亿美元，销量分别为 739/1551 亿支。2020-2025 年卷烟/雪茄/烟丝销售额 CAGR 分别为+1.8%/+2.9%/+0.1%，销量 CAGR 分别为-0.3%/-3.5%/-3.0%。

图6：2020-2025 传统烟草出货量（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图7：2020-2025 传统烟草销售额（亿美元）



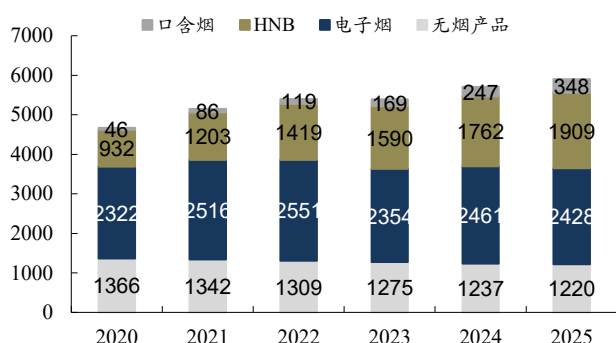
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

高集中度和强定价权使传统烟草仍具备强现金流属性。与多数消费品不同，烟草销量下降并未同步带来利润崩塌，较高的行业集中度、品牌粘性与税后定价能力使龙头企业仍能够维持较高利润率和自由现金流。

1.2. 新型烟草：HNB 是无烟化主力品类，尼古丁袋增速最快

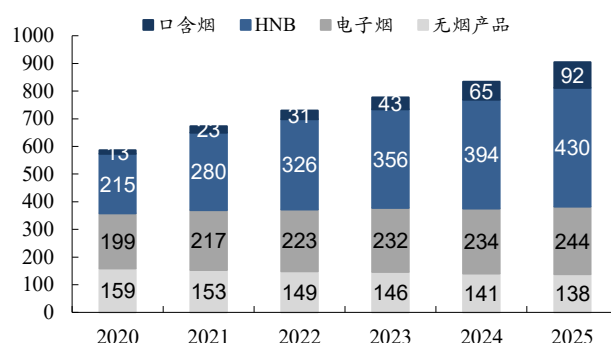
新型烟草贡献行业主要增量，HNB 和电子烟占据主要规模，尼古丁袋增速领先。2025 年 HNB/电子烟/传统无烟烟草/尼古丁袋销售额分别为 430/244/138/92 亿美元，销量分别为 1909/2428/1220 亿支和 348 亿支；销售额同比分别+9.1%/+4.0%/-1.5%/+42.4%，销量同比分别+8.3%/-1.3%/-1.3%/+40.7%。2020-2025 年四类产品销售额 CAGR 分别为+14.8%/+4.2%/-2.8%/+47.6%，销量 CAGR 分别为+15.4%/+0.9%/-2.2%/+49.1%。其中，HNB 持续扩容，电子烟规模总体稳定，传统无烟烟草销量收缩，尼古丁袋仍处于快速扩张阶段。

图8：2020-2025 新型烟草出货量（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图9：2020-2025 新型烟草销售额规模（亿美元，不变价）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图10：新型烟草四大品类比较

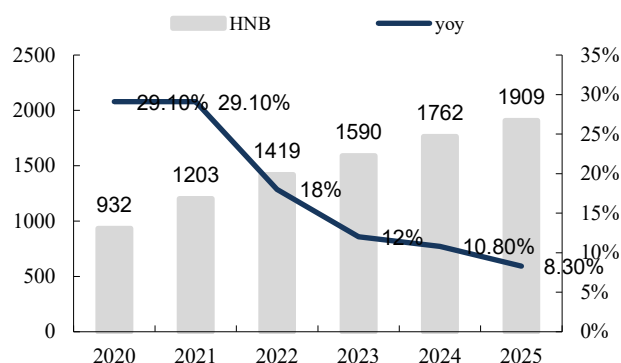
品类	2025年销售规模 (亿美元)	20-25年销售额 CAGR	行业发展阶段代表品牌	壁垒
加热不燃烧	430	15% 成长期	IQOS/glo/Ploom	烟草、渠道、产品
雾化电子	244	4% 成长-成熟期	Vuse/JUUL/Elf Bar等	渠道、产品
尼古丁袋	92	48% 高速成长期	ZYN/VELO/on!	品牌、渠道
传统口含烟	138	-3% 成熟-衰退期	Copenhagen等	品牌

数据来源：Euromonitor，公司公告，东吴证券研究所整理

加热不燃烧 HNB：市场持续扩容，PMI 仍占据领先地位。2025 年 HNB 销售额和出货量分别为 430 亿美元/1909 亿支，同比增长 9.1%/8.3%，销售额和出货量增速较 2024 年分别下降 1.5/2.0 个百分点。2020-2025 年 HNB 销售额/出货量 CAGR 分别为 14.8%/15.4%。分公司看，菲莫国际（PMI）/英美烟草（BAT）/日本烟草（JT）2025 年 HNB 销量占比分别为 71.5%/10.7%/7.1%，CR3 高达 89%，PMI 仍占据领先地位。2026

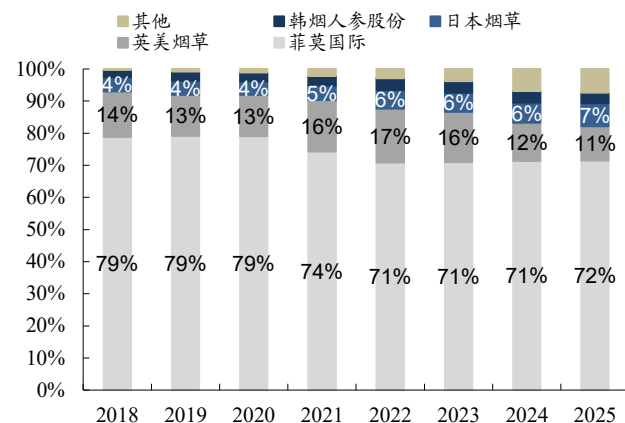
年日本上调加热烟草税率，波兰执行香味禁令，HNB 渗透率提升的过程中，有阶段性波动。

图11：2020-2025 年 HNB 出货量及 yoy（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

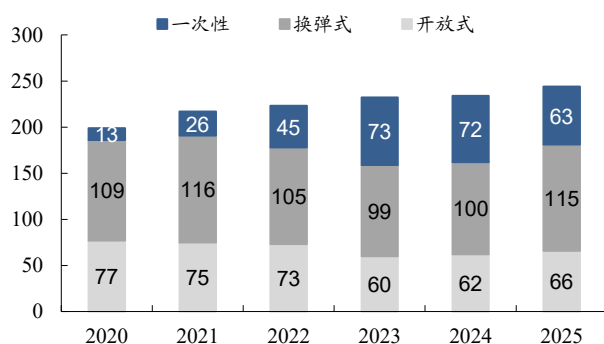
图12：2020-2025 年 HNB 公司销量份额



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

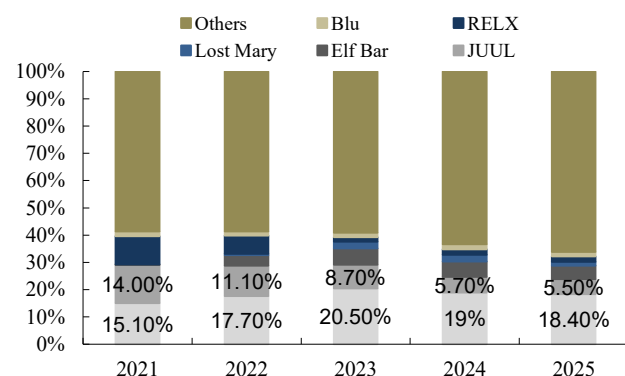
雾化电子烟：行业规模稳中有增，竞争转向产品迭代与合规能力。2025 年电子烟销售额为 244 亿美元（合规市场），同比增长 4.0%；开放式、换弹式和一次性产品销售额分别为 66/115/63 亿美元，占比分别为 27.0%/47.1%/25.8%。同期电子烟出货量为 2428 亿支，同比下降 1.3%，销售额增长与出货量下降并存，全球电子烟经历高速渗透后进入相对成熟阶段，行业增长逐步从用户扩张转向结构升级。2025 年欧洲多个国家全面禁止一次性烟；2024 年以来，美国对不合规产品的执法趋严，2026 年 5 月 FDA 首次授权非烟草、非薄荷醇口味雾化电子产品，发布《未经上市前授权销售的特定新型烟草产品执法优先事项》，未来合规化雾化电子产品的市场份额有望提升。

图13：2020-2025 全球电子烟市场规模(亿美元/不变价)



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

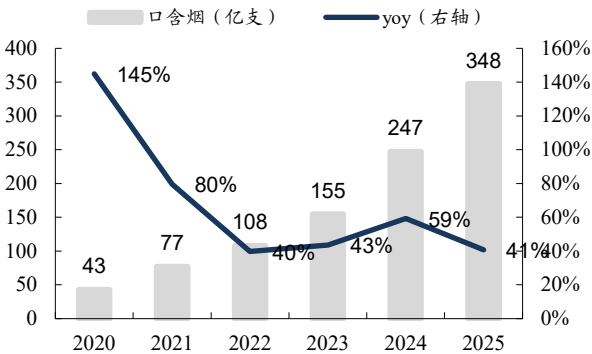
图14：全球电子烟主要品牌市场份额（按销售额计）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

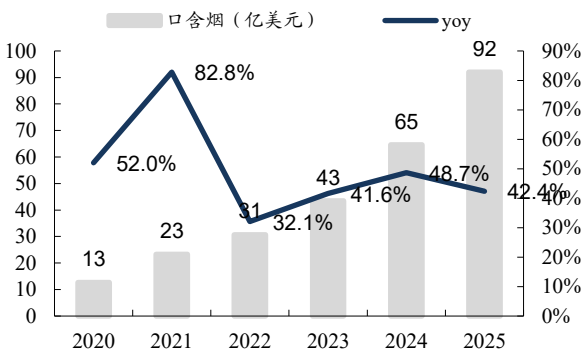
尼古丁袋：高增长、高复购，两大巨头加速布局。2025 年口含烟（尼古丁袋）销售额和出货量分别为 92 亿美元和 348 亿支，同比+42.4%/+40.7%；2020-2025 年销售额/出货量 CAGR 分别约为+47.6%/+49.1%，表明尼古丁袋仍处于高速扩张阶段。

图15：2020-2025 口含烟出货量及 yoy（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图16：口含烟市场规模及 yoy（亿美元/不变价）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

各区域品牌格局分化，合规龙头优势进一步强化。美国市场以 ZYN、on!、Velo 等头部品牌为主；北欧三国及瑞士市场中，Velo 份额领先，ZYN 紧随其后。2025 年 12 月 FDA 授权 6 款 on! PLUS 尼古丁袋；截至 2026 年 6 月，美国获授权尼古丁袋产品共 26 款，头部品牌的合规优势进一步增强。

图17：主要尼古丁袋品牌与竞争特点

公司	品牌	主要市场	竞争特点	25年公司销量份额
菲莫国际	ZYN	北欧四国、美国等	快速放量，无烟业务第二增长引擎	37%
英美烟草	Velo	美国、北欧等	收入增长强劲，持续拓展市场，第一大无烟业务	32%
奥驰亚	on!	美国等	是无烟业务主要增量	10%

数据来源：Euromonitor，公司公告，东吴证券研究所整理

1.3. 未来竞争格局：新型烟草是增长差异的核心变量

龙头烟草公司的竞争边界正在从传统卷烟市场份额扩展至消费者全生命周期的尼古丁需求，不同企业的新烟草布局进度已经成为决定中长期增长差异的核心变量。

图18：五大烟草公司新型烟草布局对比

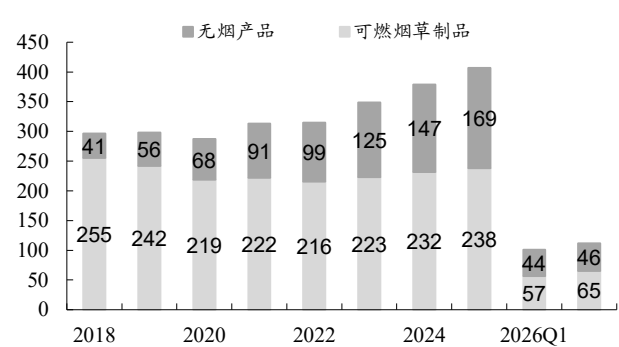
公司	HNB	雾化电子	尼古丁袋	26H1新烟收入占比	新烟盈利情况	转型阶段	特征
菲莫国际	IQOS	VEEV	ZYN	42%	已贡献可观利润	领先	无烟收入占比超四成，HNB和尼古丁袋为转型主力
英美烟草	glo	Vuse	Velo	16%	利润率继续爬坡	全面布局	雾化电子为基本盘，尼古丁袋增长强劲，glo短期承压
日本烟草	Ploom	Logic	Nordic Spirit	4%	预计28年盈亏平衡	追赶	HNB日本市场份额持续提升
奥驰亚	-	NJOY	on!	<2%	亏损	起步	on!为主要增长（微利），NJOY在美国下架（亏损）
帝国品牌	Pulze	blu	Zone/Skruf	5%	减亏	待突破	新型烟草规模较小

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理；注：菲莫国际的新型烟草收入含传统口含烟，奥驰亚新型烟草收入为剔除传统湿鼻烟的估算值

2. 菲莫国际（PMI）：IQOS+ZYN 双轮驱动，无烟业务释放利润

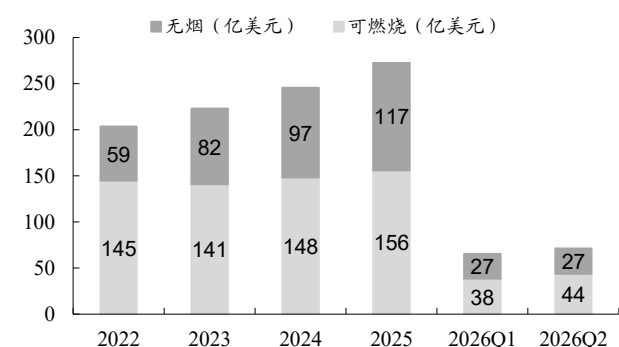
无烟产品收入占比超 4 成，利润率超传统业务。2025 年菲莫国际总营收为 406 亿美元，其中可燃烟草制品/无烟产品业务收入分别为 238/169 亿美元，占总营收约 59%/41%。2020-2025 年，可燃烟草/无烟产品收入 CAGR 分别为+2%/20%。2025 年公司毛利润为 273 亿美元，同比+11.2%，毛利率为 67.2%，同比+2.6pct；可燃烟草制品/无烟产品毛利润分别为 156/117 亿美元，毛利率分别为 65.5%/69.2%。2026 年 Q1/Q2 公司营收分别为 101/112 亿美元，其中无烟产品收入占比分别为 43.2%/41.5%，继 Q1 达历史新高后，Q2 环比有所回落，系日本上调消费税及波兰限制新型烟草口味。

图19：2022-2026Q2 菲莫国际分业务收入（亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：2020-2026Q2 菲莫国际分业务毛利润

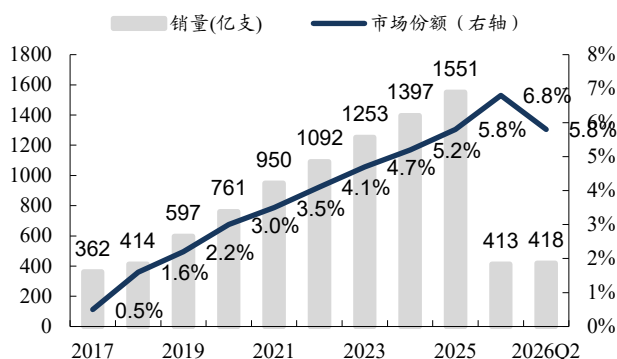


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

HNB: IQOS 先发优势凸显，市场份额持续提升。2025 年公司 HNB 销量为 1551 亿

支,销量市场份额为5.8%,较2024年提升0.6%。2017-2025年,公司HNB销量由362.26亿支增至1551亿支,占全球卷烟&HNB的市场份额由0.5%提升至5.8%。2026年Q1/Q2 IQOS销量分别为413/418亿支,市场份额分别为6.8%/5.8%,若剔除日本、波兰和库存影响后,Q2终端销量同比+10%。其中26Q2日本/欧洲的IQOS市场份额为31.8%/11.8%。

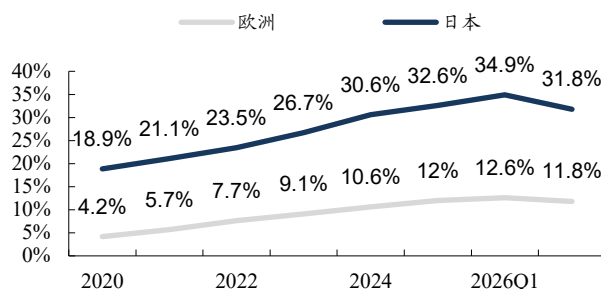
图21: 2022-2026Q2 菲莫国际 HNB 销量和市场份额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 市场份额为公司 HNB 销量占全球 HNB&卷烟的比例(除美国和中国)

图22: 菲莫国际日本和欧洲区域市场份额

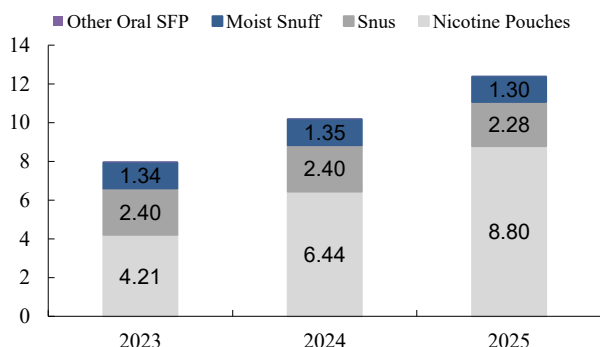


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 市场份额为公司 HNB 销量占全球 HNB&卷烟比例

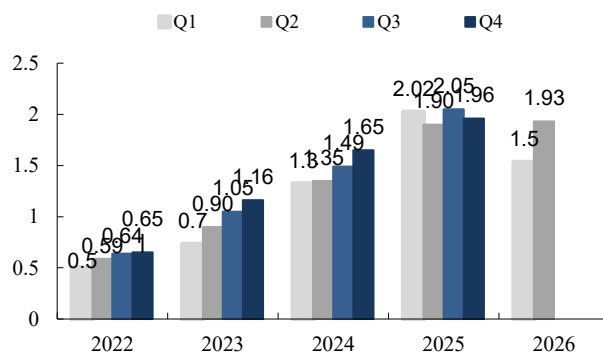
ZYN: 美国市场高速扩张, 尼古丁袋已成无烟业务第二增长引擎。2025年PMI口腔无烟产品出货量为12.41亿罐, 其中尼古丁袋/Snus/湿鼻烟/其他口腔无烟产品出货量分别为8.80/2.28/1.30/0.03亿罐, 占比分别约为70.9%/18.4%/10.5%/0.2%。2023-2025年, 口腔无烟产品总出货量CAGR为+22%, 其中尼古丁袋出货量CAGR为+45%, 是增长的主要来源。PMI收购Swedish Match后, 尼古丁袋品牌ZYN快速放量, 其中ZYN在美国市场2025年出货量为7.93亿罐, 同比+36%; 2026Q1/Q2出货量分别为1.53/1.93亿罐, 同比-24%/+2%, Q1下滑主要因为公司主动去库存调整, Q2低增长系品类矩阵有空缺和竞争加剧。2024/2025/2026H1菲莫现代口含烟的市占率分别为10%/16%/17%以上。公司26年6月推出低价带ULTRA, 26Q3上新1.5mg/8mg管线, 计划增加营销投入。

图23: 2023-2025 菲莫国际口含无烟产品出货量(亿罐)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2022-2026Q2 ZYN 美国市场出货量(亿罐)



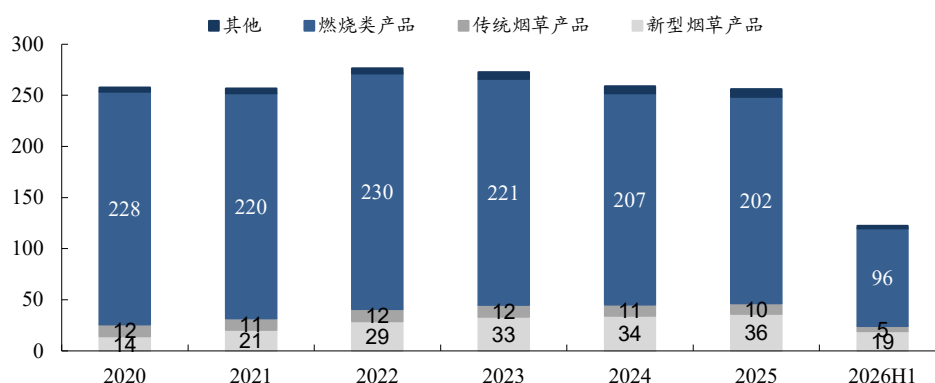
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

展望：公司预计 2026 年收入同比+5%~+7%，新型烟草出货量维持高个位数增长。根据 2026-2028 年增长计划，公司收入 CAGR 为+6%~+8%，新型烟草出货量维持高个位数至低双位数增长，EPS 增速为+9%~+11%。IQOS 维持增长、ZYN 快速扩张以及无烟产品盈利能力持续改善，带动公司收入和利润结构优化。

3. 英美烟草（BAT）：新型烟草全矩阵，口含烟增长强劲

英美烟草总营收承压，新型烟草产品成为主要增长来源。2025 年公司总营收为 256 亿英镑，同比下降 1.2%；其中新型烟草产品/传统烟草产品/燃烧类产品/其他业务收入分别为 36/10/202/7 亿英镑，占总营收约 14.1%/3.9%/78.9%/2.7%，2020-2025 年公司收入 CAGR 分别为+20%/-2%/-2%/+12%。2026 年 H1 公司营收为 122 亿英镑，其中新型烟草产品收入占比升至约 15.6%。

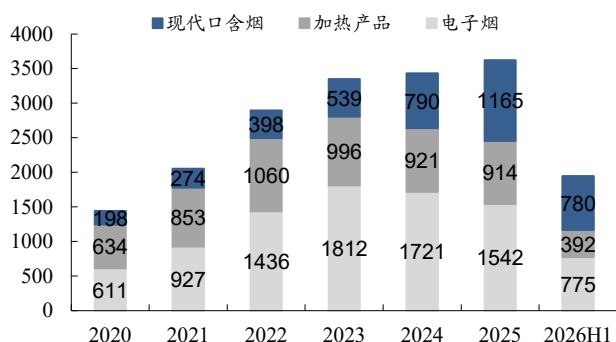
图25：2020-2026H1 英美烟草分品类营收（亿英镑）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

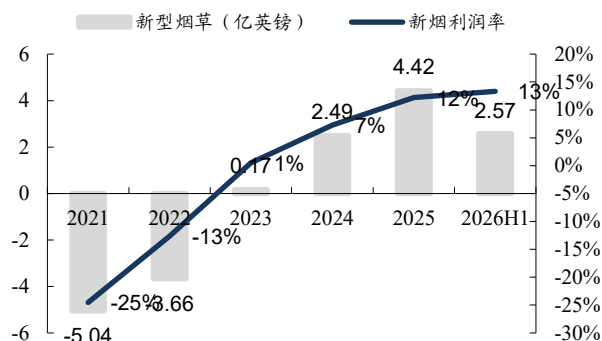
新型烟草全矩阵布局，盈利能力显著提升。2025 年电子烟、加热产品和现代口含烟收入分别为 15.42/9.14/11.65 亿英镑，同比-10%/-1%/+47%，现代口含烟收入占新型烟草总收入约 32.2%，同比+10.5pct，口含烟已成为最大增长引擎。利润方面，2025 年新型烟草/可燃烟草板块调整后营业利润分别为 4.42/108.37 亿英镑，其中新型烟草调整后营业利润率提升至 12.0%，26H1 进一步提升至 13%。

图26: 英美烟草新型烟草分产品营收 (百万英镑)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

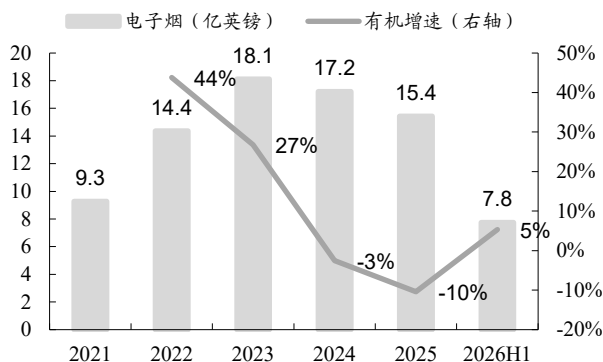
图27: BAT 新型烟草业务调整后营业利润和利润率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

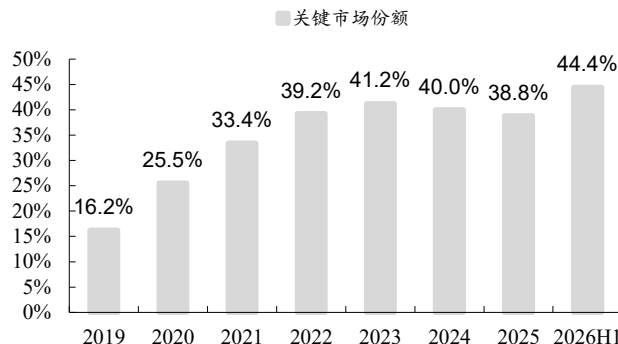
Vuse: 雾化电子烟领先品牌, 收入企稳取决于合规市场份额。2025 年公司雾化电子烟销量为 5.4 亿支, 同比-13.0%, 电子烟收入为 15.4 亿英镑, 同比-10.4%。2026 年上半年电子烟销量和收入分别为 2.6 亿支/7.8 亿英镑, 同比+4.2%/+5.3%, 合规化趋势和新品带动业务转正。Vuse 仍是 BAT 新型烟草收入规模最大的单一品类, 2026H1 其在核心市场的出货量份额达 44.4%。

图28: 英美烟草电子烟销售额及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 英美烟草 Vuse 核心市场销量份额



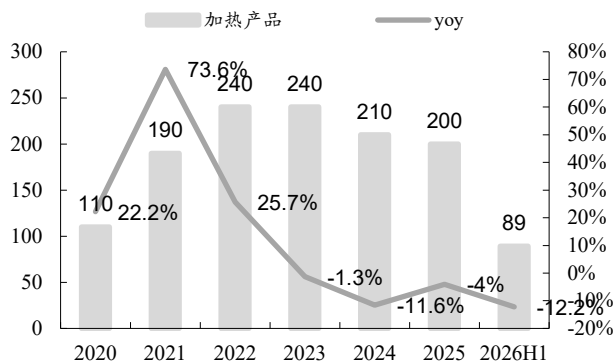
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 核心市场为美国、英国、加拿大、波兰、德国、法国、西班牙

glo: HNB 收入和出货量承压。2025 年加热产品收入为 9.14 亿英镑, 同比-0.8%, 出货量为 200 亿支, 同比-4.0%。2026 年上半年加热产品收入为 3.92 亿英镑, 同比-12.2%, 固定汇率口径同比-11.7%; 出货量为 89 亿支, 同比-12.2%。HNB 业务承压系日本消费税上调影响, Q2 分销商主动去库存, 平价系列 Hyper 市场份额受挤压, 高端系列 Hilo

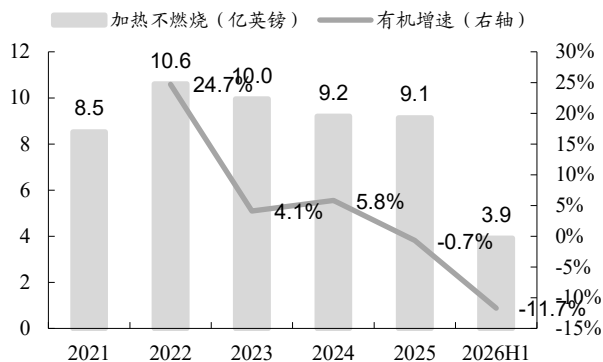
仍在培育期，BAT 内部资源再分配。2025/2026H1 glo 在 Top12 核心 HNB 市场的销量份额为 15.2%/13.6%。公司预计 26 下半年推出 Hyper 新品，收入环比边际改善。

图30：英美烟草加热产品出货量及 yoy（亿支）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

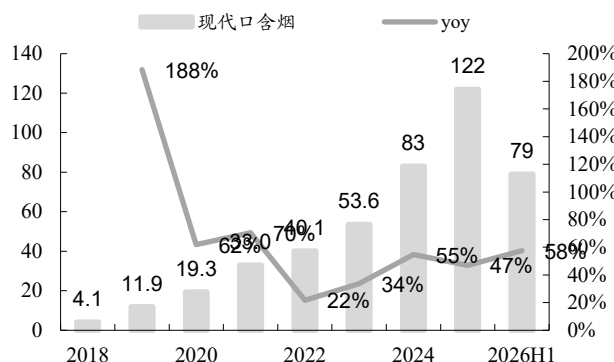
图31：英美烟草加热产品销售额及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

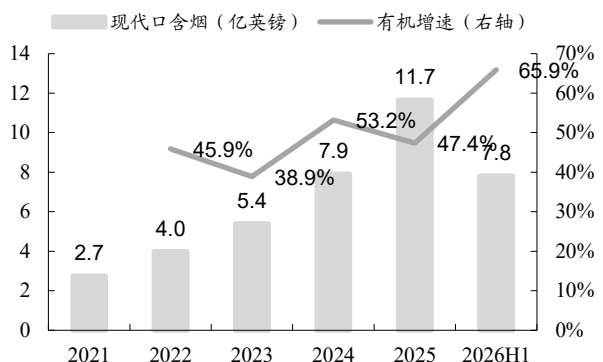
Velo：尼古丁袋已成为增长最快的新型烟草品类，驱动收入增长。2025 年现代口含烟收入为 11.65 亿英镑，同比增长 47.5%，出货量为 122 亿支，同比增长 47%；2026 年上半年收入为 7.80 亿英镑，同比增长 65.9%，出货量为 79 亿支，同比增长 58%。尼古丁袋已经成为新型烟草业务的核心增长引擎，公司将持续加大投入进行产品迭代并开拓新市场。

图32：英美烟草现代口含烟出货量及 yoy（亿支）



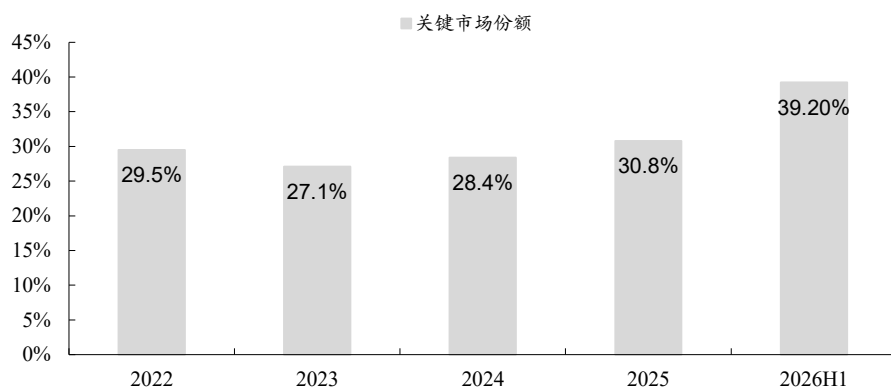
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：英美烟草现代口含烟销售额及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34：英美烟草 Velo 核心市场销量份额



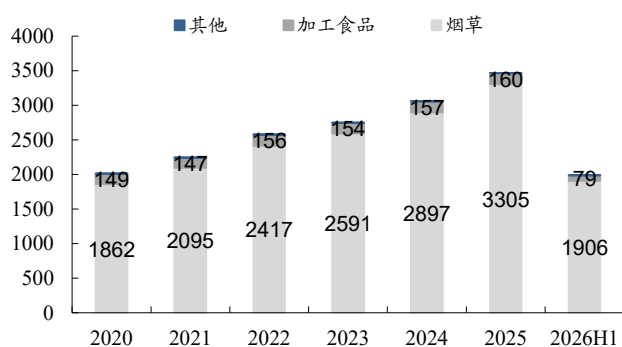
数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：核心市场为美国、瑞典、丹麦、挪威、瑞士、英国、波兰 top7 现代口含烟市场

展望：英美烟草上调 2026 年新型烟草全年收入增速指引至中双位数增长，维持 2026 年收入 3%–5%、调整后经营利润 4%–6% 的区间指引，业绩下半年集中释放。公司内部持续执行差异化资源分配策略，中长期公司目标是到 2035 年无烟业务收入占比达 50%，现代口含烟赛道被认为增长确定性最强、回报最优赛道。

4. 日本烟草（JT）：传统业务韧性突出，Ploom 加快追赶

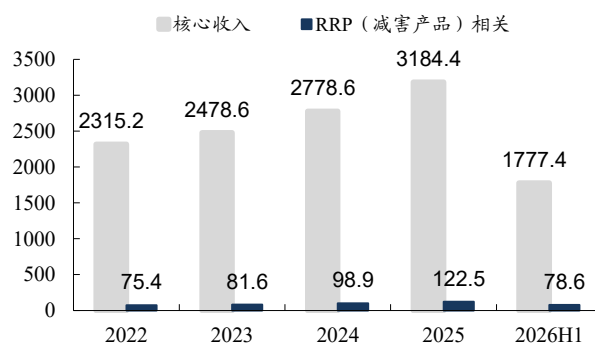
传统烟草业务仍贡献主要收入。2025 年营收为 34677 亿日元，同比增长 10.1%；烟草/加工食品/其他业务收入分别为 33054/1595/28 亿日元，2020-2025 年收入 CAGR 为 +10.6%，其中烟草/加工食品/其他收入 CAGR 为 +12.2%/1.3%/2.3%。2025 年核心收入为 31844 亿日元，22-25 年收入 CAGR 为 +11.2%；其中 RRP（减害产品）相关收入为 1225 亿日元，占比为 3.8%，22-25 年收入 CAGR 为 17.6%。2026 年上半年营收为 19861 亿日元，核心收入 17774 亿日元，RRP 收入占核心收入 4.4%。

图35：2020-2026H1 日本烟草营业收入（十亿日元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

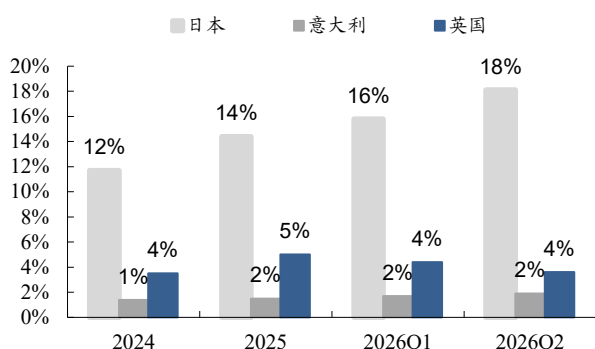
图36：日本烟草核心业务/RRP 收入（十亿日元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

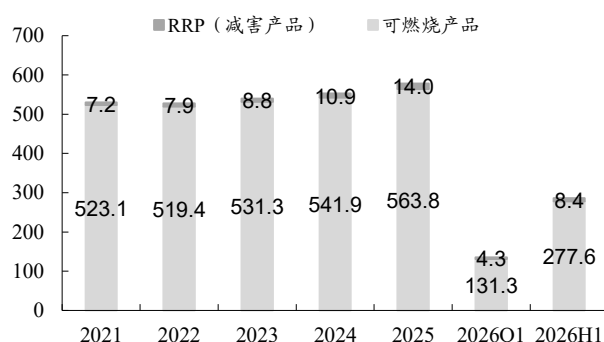
Ploom 加速扩张带动 RRP 业务增长，日本市场是核心市场。2025 年 RRP 收入为 1225 亿日元，同比增长 23.9%，销量为 140 亿支，同比增长 28.4%；2022-2025 年 RRP 收入/销量 CAGR 分别为+17.6%/21.0%。2026 年上半年 RRP 收入和销量分别为 786 亿日元和 84 亿支，同期 RRP 相关收入占核心收入为 4.4%。日本市场 RRP 份额由 2022 年的 4.1%提升至 2025 年的 7.6%，2026 年上半年为 8.9%；HTS（加热烟草）产品 Ploom 份额由 2021 年的 7.7%提升至 2026 年上半年的 18.1%。2025 年 HTS 在日本、意大利和英国的份额分别为 14%/2%/5%，2026 年 Q2 分别为 18%/2%/4%。

图37: HTS（加热烟草产品）出货量市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38: 可燃产品和 RRP 出货量（十亿支）

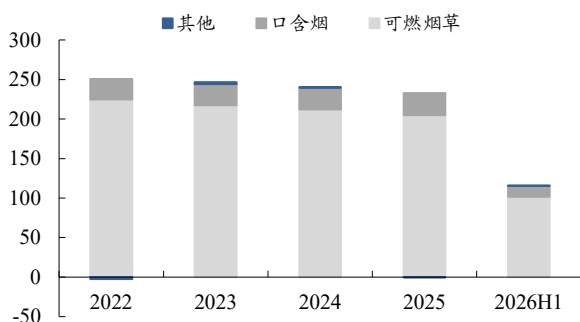


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 奥驰亚（MO）：传统业务利润率先，现代口含 on!带动转型

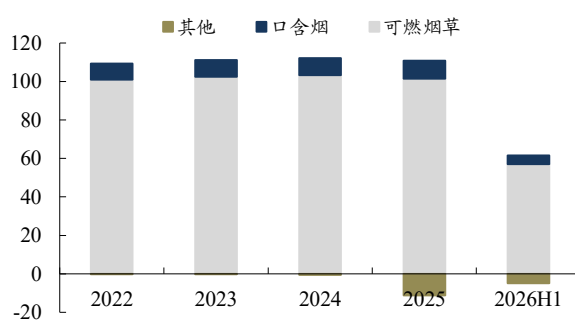
奥驰亚聚焦美国本土，收入增长乏力。2025 年公司净收入为 232.8 亿美元，同比下降 3.1%；可燃烟草产品/无烟产品/其他业务收入分别为 205/28/0.05 亿美元，其中无烟产品包括湿鼻烟和尼古丁袋。2025 年经调整营业利润为 99.58 亿美元，其中可燃烟草/口含烟/其他分别为 101.5/9.3/-11.2 亿美元；2025 年经调整营业利润率为 43%，其中可燃烟草/口含烟分别为 50%/33%，可燃烟草 Marlboro 利润率提升，贡献核心利润。

图39: 奥驰亚分业务净收入（亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

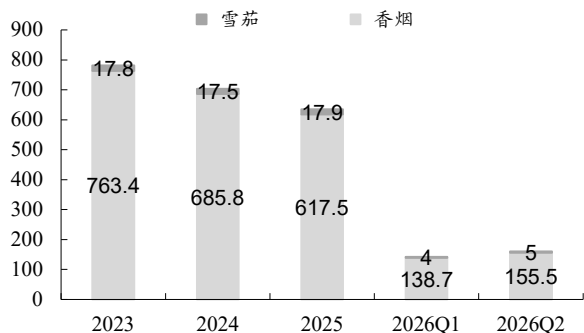
图40: 奥驰亚分业务经调整营业利润（亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

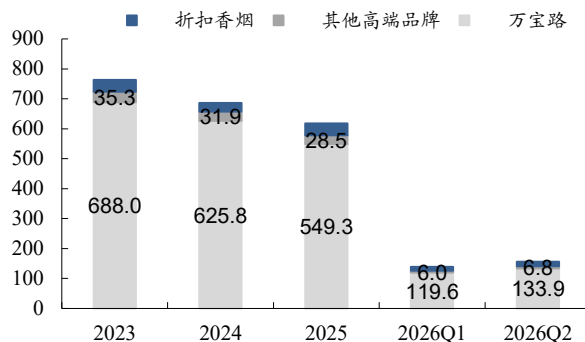
万宝路量减价增支撑传统烟草收入利润。2025 年可燃产品收入为 204.85 亿美元，同比下降 3.4%；总出货量为 635.4 亿支，同比下降 9.7%，其中香烟、雪茄出货量分别为 617.5/17.9 亿支，同比下降 10.0%/2.3%。香烟旗舰品牌万宝路市场份额承压，但价格上调支撑收入和利润。2024/2025/2026H1 可燃烟草经调整营业利润率分别为 49%/50%/56%。

图41：奥驰亚可燃产品出货量（亿支）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

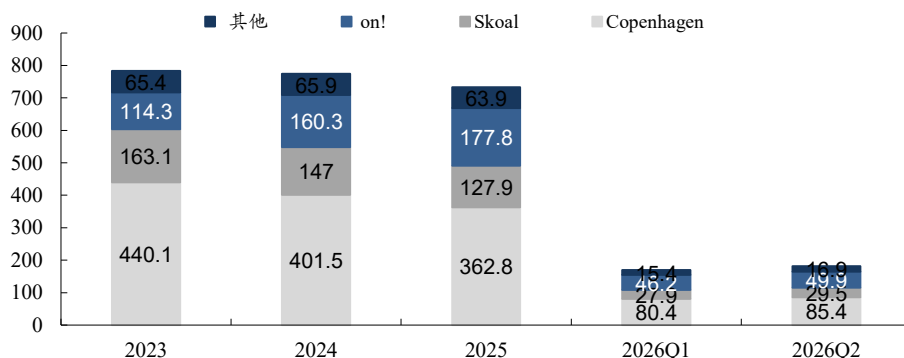
图42：奥驰亚香烟分类别出货量（亿支）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新型烟草中 on!品牌驱动增长，雾化电子烟 NJOY 持续减值。新型烟草赛道重点布局现代口含尼古丁袋 on!品牌，2025 年口含烟产品收入为 27.89 亿美元，同比+0.5%；口腔烟草产品总出货量为 732.4 百万罐，同比-5.5%，其中传统湿鼻烟品牌 Copenhagen/Skoal 出货量为 362.8/127.9 百万罐，同比-9.6%/-13.0%，尼古丁袋 on!出货量 177.8 百万罐，同比+10.9%。2026Q1/Q2 尼古丁袋 on!出货量同比+17.6%/-4.2%，2026 年 3 月 on! PLUS 全美铺货，Q2 下滑系渠道库存调整，on!是美国尼古丁袋市场第三大品牌。雾化电子烟方面，2023 年收购的 NJOY 品牌受 ITC 专利禁令影响下架，预计 NJOY ACE 2026 年不会重返市场；HNB 方面，与日本烟草的合资企业 Horizon 推进 Ploom 产品 FDA 审批。

图43：口腔烟草产品出货量（百万罐）

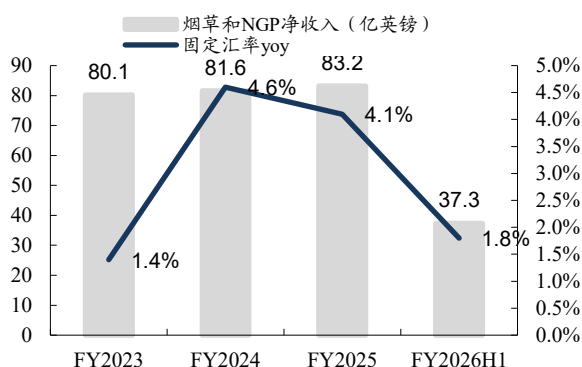


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 帝国品牌 (Imperial): 传统烟草稳定盈利, 无烟转型待突破

帝国烟草净收入稳定增长。 FY2025 (财报截至 20250930) 烟草&NGP 净收入 (剔除消费税和 Logista 分销业务) 为 83.2 亿英镑, 固定汇率口径同比+4.1%; 对应经调整营业利润为 36.7 亿英镑, 经调整营业利润率为 44%。FY2026H1 烟草&NGP 净收入为 37.3 亿英镑, 固定汇率同比+1.8%; 对应经调整营业利润 14.8 亿英镑, 固定汇率同比+1.3%, 经调整营业利润率为 40%。

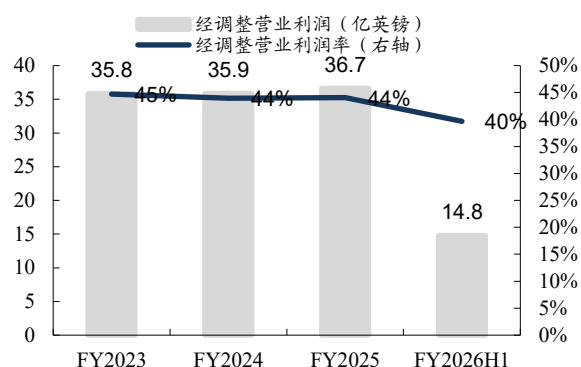
图44: 帝国品牌烟草和 NGP 净收入和 yoy (右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: NGP 为下一代产品, 即新型烟草产品

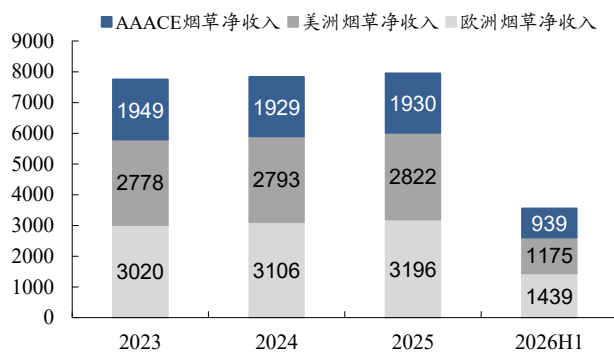
图45: 帝国品牌烟草和 NGP 经调整营业利润和利润率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

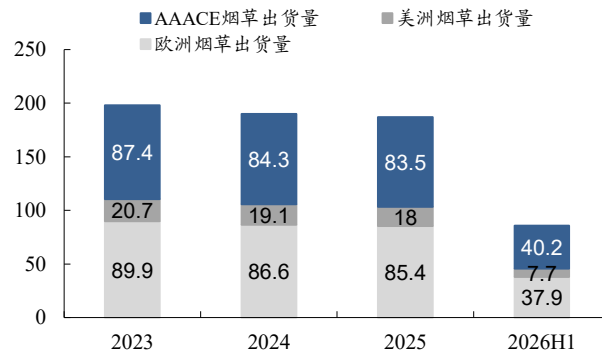
帝国品牌传统烟草以价补量。 2025 年欧洲、美洲、AAACE (非洲、亚洲、澳大利亚和中欧及东欧地区) 地区烟草与新型烟草总净收入分别为 34.76/28.92/19.48 亿英镑; 其中传统烟草收入分别为 31.96/28.22/19.30 亿英镑, 2023-2025 年收入 CAGR 分别为 +2.9%/+0.8%/-0.5%。2025 年三大地区传统烟草出货量分别为 85.4/18.0/83.5 亿支; 2023-2025 年欧洲/美洲/AAACE 出货量 CAGR 分别-2.5%/-6.7%/-2.3%, 显示产品结构和价格调整部分抵消销量下降。

图46: 帝国品牌各地区传统烟草净收入 (百万英镑)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

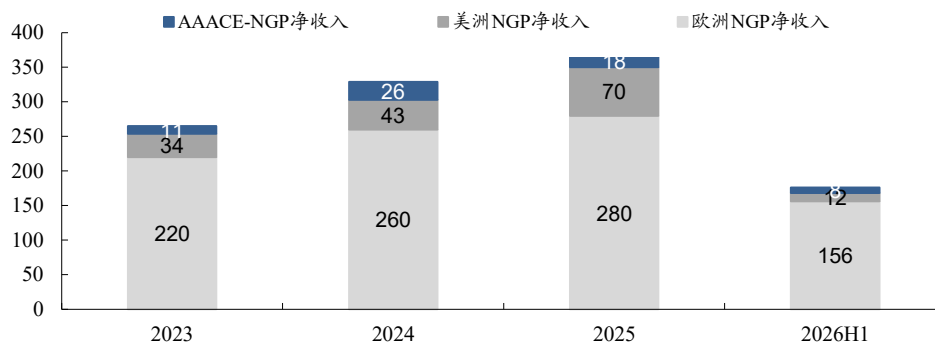
图47: 帝国品牌传统烟草出货量 (十亿支)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新型烟草业务为起步阶段。公司新型烟草布局雾化电子烟品牌 blu（欧洲市场），尼古丁袋品牌 Zone（美国市场）和 Skruf Super White（北欧市场），加热烟草品牌 Pulze（南欧市场）。FY2025 新型烟草净收入为 3.7 亿英镑，占烟草&NGP 净收入的 4.4%，其中欧洲/美洲/AAACE 收入占比分别为 76%/19%/5%。FY 2023- FY 2025 年欧洲/美洲/AAACE 收入 CAGR 分别为+12.8%/43.5%/27.9%。FY2025 年 NGP 调整经营利润为-0.79 亿英镑，亏损同比收窄。FY2026 年 H1 新型烟草净收入为 1.73 亿英镑，占烟草&NGP 的 4.6%。

图48：帝国品牌分地区 NGP 净收入（百万英镑）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

展望：公司于 2025 年提出 2030 年战略，预计烟草业务净收入同比低个位数增长，新型产品净收入双位数增长，集团调整后营业利润每年增长约 3-5%。

7. 投资建议：中国 HNB 市场逐步放开，全球新型烟草扩张打开中国产业链成长空间

7.1. 中国烟草市场和政策趋势

我国是全球最大的烟草消费市场，传统烟草在专卖体系下保持较强经营韧性。从终端市场规模看，欧睿数据显示 2025 年中国烟草市场销售额约 2954 亿美元，为全球最大的单一烟草消费市场，2026 年预计进一步达到 3101 亿美元。与海外主要市场卷烟销量持续收缩相比，中国烟草市场整体规模仍保持较强稳定性。从生产端看，根据国家统计局，2025 年我国规模以上烟草制品业实现营业收入 1.41 万亿元，同比增长 2.8%，利润总额 1683.8 亿元，同比增长 4.5%；2026 年上半年营业收入 8481.6 亿元，同比增长 2.5%，利润总额 1149.7 亿元，同比小幅下降 0.4%。从上交财政规模看，国家烟草局数据显示，2025 年烟草行业实现工商税利总额 1.66 万亿元，同比增长 3.5%；实现财政总额 1.58 万亿元，同比增长 2.3%。

雪茄、新型烟草等产品创新和国际化拓展或为产业增量。2026 年全国烟草工作会议提出，坚持“总量控制、稍紧平衡，增速合理、贵在持续”，将保持经济平稳运行和市场良好状态摆在优先位置，同时提出推动中式卷烟创新、提升国产雪茄盈利能力及推动国际业务高质量发展。国内传统烟草行业主线仍是保持供需平衡、提升产品结构及经营质量。传统烟草更多承担稳定需求和现金流基本盘的作用，增量机会则需要从产品创新、国际化以及新型烟草相关产业链中寻找。

中国新型烟草进入全链条、精细化监管阶段，HNB 标准化进程率先推进。2021 年以来我国新型烟草监管框架快速建立，电子烟已经形成覆盖生产许可、产品标准、交易流通、税收及进出口的完整监管体系。2026 年 7 月 28 日，《加热卷烟》强制性国家标准进入征求意见阶段，国内规范化路径逐步明确；尼古丁袋相关规范仍有待完善，供应链企业有望先于品牌端受益。

图49：国内新型烟草监管政策梳理

时间	发布政府部门	政策 / 文件	核心内容
2021 年 11 月 26 日	国务院	《国务院关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定》	新增第六十五条：电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行
2022 年 3 月 11 日 (5 月 1 日施行)	国家烟草专卖局	《电子烟管理办法》	1. 设立电子烟生产、批发专卖许可制度，建立全国统一交易平台；2. 禁止销售除烟草口味外的调味电子烟；3. 明确运输、寄递、入境携带限量管理
2022 年 4 月 8 日 (10 月 1 日实施)	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	《电子烟》强制性国家标准	明确电子烟术语定义、雾化物技术要求、烟碱含量限值、添加剂白名单（101 种）、产品安全限值、标识与说明书要求
2022 年 10 月 2 日 (11 月 1 日执行)	财政部、海关总署、税务总局	《关于对电子烟征收消费税的公告》	在烟税目下增设电子烟子目；生产（进口）环节税率 36%，批发环节税率 11%；从价定率计征；同步明确进出口税则号列
2026 年 4 月 7 日-5 月 7 日 (立项公示期)	国家标准化管理委员会	《加热卷烟》《尼古丁袋》强制性国家标准拟立项公示	正式启动两类重点新型烟草产品国标编制，界定术语、技术指标、安全限值、检验方法
2026 年 7 月 28 日 (征求意见至 9 月 26 日)	国家烟草专卖局	《加热卷烟》强制性国家标准（征求意见稿）	明确加热卷烟术语定义、原材料要求、气溶胶理化指标、标识、试验方法等

数据来源：国务院、国家烟草专卖局等，东吴证券研究所

海外新型烟草仍是中国产业链最确定的增量来源。海外新型烟草快速扩张，龙头持续加大无烟产品投入，全球烟草产业的增量资本开支和产品创新向新型烟草转移。中国相关企业覆盖产品设计、整机与部件代工、品牌运营等环节，具备合规、研发和客户认证能力的企业有望受益。

7.2. 投资建议

全球烟草行业规模近万亿美元，海外龙头持续向新型烟草转型，中国 HNB 市场有望逐步放开，关注业绩受益于全球新型烟草产业链发展的公司。推荐中烟集团新型烟草出口平台**中烟香港**，全球新型烟草 ODM 及技术平台**思摩尔国际**；建议关注烟草薄片和香精供应商**华宝国际**，HNB 烟具代工**盈趣科技**等。

8. 风险提示

监管政策超预期收紧：主要市场可能针对新型烟草出台超出当前预期的产品限制或禁令、口味添加剂禁令、尼古丁含量上限收紧等措施，对无烟品类收入增速造成冲击。

税负上调超预期：各国政府出于财政或公共卫生目的上调卷烟或无烟品类税负，若上调幅度超出企业提价传导能力，将压缩行业整体利润空间。

产品迭代与市场竞争风险：新型烟草领域技术迭代速度较快，若企业产品更新节奏落后于竞争对手，可能导致市场份额流失。

汇率波动风险：跨国烟草公司收入分布于多个币种计价的区域市场，汇率波动会对合并报表口径下的收入与利润造成扰动，影响财务数据的可比性。

诉讼与合规风险：烟草行业历史上长期面临与健康损害相关的诉讼风险，未成年人保护相关的合规要求持续提升，相关诉讼与合规成本存在超预期上升的可能。

外需波动风险：中国新型烟草出口链条对海外监管政策与渠道库存周期较为敏感，短期订单节奏波动可能对相关制造与代工环节的业绩造成扰动。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>