



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

新型烟草：无烟之火燎原，全球发展加速

轻工制造

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

轻工制造

投资评级

看好

上次评级

看好

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@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

新型烟草：无烟之火燎原，全球发展加速

2025 年 03 月 19 日

本期内容提要：

新型烟草核心逻辑为替烟，HNB 发展空间广阔。2023 年 HNB 烟弹/雾化换弹/雾化一次性全球市场规模分别为 323/135/54 亿美元，2019-2023 年 HNB 烟弹 CAGR 高达 21.3%，雾化换弹/一次性分别为 2.9%/83.7%。HNB 起步较晚，但其通过加热烟草薄片（原材料为烟叶）产生烟气，接近真烟口感，替烟效用更强；此外，HNB 使用门槛高，口味丰富度、使用便携性弱于雾化产品，因此本身对青少年吸引力较小（根据 FDA，很少有非吸烟者选择使用 IQOS）。凭借替烟效果强、合规风险较小，根据欧睿预计，2023-2028 年 HNB 市场规模 CAGR 有望达 13.5%，雾化换弹/一次性 CAGR 则分别为 5.5%/0.3%。

中美有望成为核心市场。1) 美国：2024 年 IQOS 重返美国，但仍处于消费者教育阶段，我们预计新品 ILUMA 在 25H2 通过 PMTA 后，菲莫有望正式发力美国市场。参照日本节奏，假设美国 2030 年 HNB 渗透率达到 30%（HNB 烟民/卷烟+雾化+HNB），每年烟弹消耗量有望增长至 800-900 亿支（2023 年全球烟弹消耗量为 1600 亿支），有望成为比肩日本的核心市场。2) 中国：近年来我国高端卷烟承压，各省中烟相继推出各式创新型卷烟，旨在利于社会健康，并可提升量价、保障税收。HNB 与创新卷烟底层逻辑相似，减害效果广受广泛认可，且海外终端均价可类比中档卷烟，因此 HNB 符合中烟创新、保税基本逻辑，中烟开放市场逻辑顺畅。

无烟时代大势所趋，烟草龙头加速布局。2024 年全球尼古丁市场中，卷烟/HNB/雾化/口含烟草占比分别约为 86%/7%/6%/1%，新型烟草已在改变尼古丁消费者使用习惯，从而倒逼烟草龙头产业转型，最新报告期内菲莫国际/英美烟草/日本烟草/帝国烟草新型烟草收入占比已分别高达 38%/13%/3%/4%。展望未来，1) 菲莫国际计划到 2030 年将基本成为无烟企业，总净收入 2/3 以上来自新型烟草产品；2) 英美烟草预计 2030 年新型烟草用户达 5000 万，2035 年收入占比达 50%；3) 日本烟草预计到 2035 年加热烟草产品销量占比超 1/2（目前销量占比约 2%）；4) 帝国烟草已提出为期五年的“聚焦新型烟草”战略，坚定推进向下一代产品（新型烟草）转型。

巨头战场，竞争格局有望加速转变。2023 年传统卷烟/雾化/HNB 全球 CR5 分别为 83.1%/50.4%/96.9%，HNB 原材料采购、渠道搭建壁垒较高，主要玩家由传统烟草集团领衔。菲莫国际 2021 年推出划时代产品 IQOS ILLUMA，IQOS 在全球 HNB 市场中市占率已超 70%；与菲莫聚焦 HNB 不同，英美烟草坚持尝试提供多品类替烟产品组合，其 HNB 近年份额持续下滑。2024 年英美烟草的卷烟销量下滑 5.5%（美国下滑 10.1%），新型烟草已逐渐影响传统卷烟基本盘，待至 IQOS ILUMA 美国上市，我们预计卷烟销量或将进一步承压。此背景下，英美烟草对 HNB 研发&产品重视程度进一步加大，2024 年底发布新品 GLO HILO，产品力逼近 IQOS ILUMA，未来凭借全球广泛渠道布局，有望扭转颓势。

产业链空间广阔，核心供应商蓄势待发。HNB 整体产业链空间广阔，在烟具代工制造、香精、滤嘴、薄片（少部分获资质&具备核心专利民企）、包装、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

HNB 卷烟纸等环节，我国供应商均有望参与。**思摩尔国际**早在 2015 年就已投入研发，2024 年与关键客户建立里程碑式战略合作关系，成长空间广阔；**仙鹤股份**可生产适用于 HNB 产品的配套缓释薄片材料、纸基滤棒材料以及非烟草类 HNB 纸管等；**盈趣科技**深度绑定菲莫国际，早期供应塑胶件等配件产品，近年来供应地位持续升级，整机订单放量可期；**中烟香港**为中烟旗下唯一平台向全球市场出口新型烟草制品，2024 新型烟草收入为 1.35 亿元(同比+4.0%)，当前聚焦品牌培育、深挖渠道增量空间，未来有望实现高增。

风险因素：监管趋严，全球渗透率提升不及预期，竞争加剧。

目 录

1. 全球烟草销量趋弱，新型烟草星辰大海.....	6
1.1 全球控烟趋严，传统卷烟销量下滑.....	6
1.2 海外烟草龙头力求破局，积极发力新型烟草.....	7
2. 核心逻辑为替烟，HNB 发展空间广阔.....	9
2.1 HNB 替烟效用更强，由烟草龙头领衔.....	9
2.2 政策偏鼓励，全球渗透率提升可期.....	12
2.3 中美有望成为核心市场.....	14
2.3.1 菲莫发力在即，美国有望贡献重要行业增量.....	14
2.3.2 中烟厉兵秣马，静待政策东风.....	15
3. 英美烟草发布新品，全球竞争格局有望加速演变.....	17
3.1 复盘菲莫国际成长历程，深挖 IQOS 成功逻辑.....	17
3.2 英美烟草发力 HNB 赛道，格局有望加速演变.....	20
4. 烟草变革进行时，核心供应商突破边界.....	24
4.1 烟具&烟弹结合决定产品体验，技术壁垒深厚.....	24
4.2 产业链空间广阔，核心供应商突破边界.....	26

图 目 录

图 1: 烟草发展历史.....	6
图 2: 全球卷烟均价（美元/支）.....	7
图 3: 全球卷烟销量（亿支）.....	7
图 4: 新型烟草减害性研究.....	7
图 5: PMI 卷烟&新型烟草毛利率对比.....	8
图 6: IQOS 烟弹价格水平接近中型卷烟（无单位）.....	8
图 7: 四大烟草龙头新型烟草占比.....	9
图 8: 四大烟草龙头新型烟草布局.....	9
图 9: 2024 年全球尼古丁市场市占率.....	9
图 10: 2024 年美国尼古丁市场市占率.....	9
图 11: 全球新型烟草分品类规模（亿美元）.....	10
图 12: 雾化/HNB 特点对比.....	10
图 13: 不同烟草产品消费者性别占比对比.....	11
图 14: 不同烟草产品消费者年龄占比对比.....	11
图 15: 雾化/HNB/卷烟使用成本对比.....	11
图 16: 雾化/HNB/卷烟竞争格局对比.....	12
图 17: 部分国家 HNB 政策对比.....	12
图 18: HNB 全球市场地图.....	13
图 19: 部分国家 HNB&卷烟税率梳理.....	13
图 20: HNB 全球渗透率排行（HNB 使用人数/卷烟使用人数）.....	14
图 21: 雾化电子烟全球渗透率排行（雾化使用人数/卷烟使用人数）.....	14
图 22: HNB 全球分地区份额（销量口径）.....	14
图 23: 雾化电子烟全球分地区份额（销量口径）.....	14
图 24: IQOS 美国进程梳理.....	15
图 25: HNB 美国规模测算.....	15
图 26: HNB 中国监管政策梳理.....	16
图 27: 中国卷烟销量&销售额（亿支、亿元）.....	16
图 28: 中国卷烟均价（元/支）.....	16

图 29: 不同类型卷烟特点	17
图 30: 部分中烟公司 HNB 布局	17
图 31: 菲莫国际 HNB 产品发展历程	18
图 32: 菲莫国际核心数据概览	19
图 33: 菲莫国际新型烟草部分投入指标	20
图 34: 英美烟草新型烟草发展历程	20
图 35: 英美烟草新型烟草数据概览	21
图 36: 英美烟草雾化产品市占率	21
图 37: 英美烟草 HNB 产品市占率	21
图 38: 主流产品对比	22
图 39: 英美烟草卷烟市占率	22
图 40: 卷烟销售渠道	23
图 41: HNB 销售渠道	23
图 42: 2023 年分地区不同公司市占率	23
图 43: 英美烟草收入分地区拆分	24
图 44: 英美烟草调整后经营利润分地区拆分	24
图 45: HNB 产品体验影响因素	24
图 46: HNB 烟具技术路径图谱	25
图 47: 烟草段主要材料	25
图 48: HNB 烟弹拆解	26
图 49: HNB 烟具规模 (亿美元, 亿支, 美元/支)	27
图 50: 我国部分公司 HNB 领域布局	27
图 51: HNB 相关公司盈利预测 (亿元)	27

1. 全球烟草销量趋弱，新型烟草星辰大海

1.1 全球控烟趋严，传统卷烟销量下滑

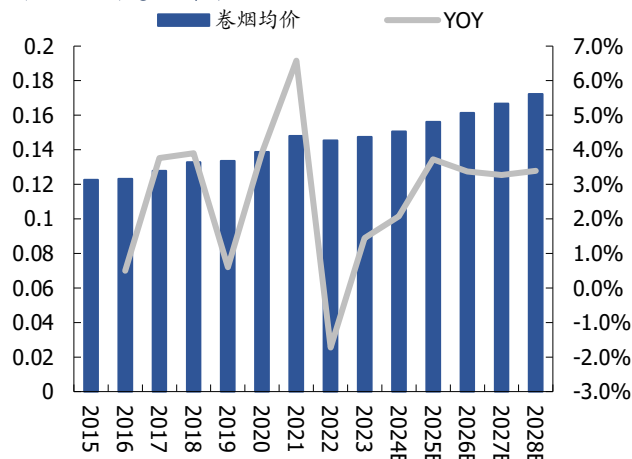
烟草吸食历史悠久,摄取尼古丁为主要目的。人类吸食烟草最早可追溯至公元前 5000 年-公元前 3000 年，由于烟草含有烟碱（尼古丁），燃烧后可产生提神的烟气，从而被印第安人认为是“神草”，带有浓厚宗教色彩。15 世纪哥伦布将烟草从美洲带回欧洲，西班牙人开始用玉米壳卷起揉碎后的烟叶吸食，17 世纪玉米壳被替换成纸张，初代卷烟正式成型。19 世纪末美国人詹姆斯发明卷烟机，为卷烟大规模量产提供基础，之后随着 19 世纪全球战争频发，尼古丁赋予卷烟的成瘾性&提神性使其迅速在战场中流行，随后风靡全球。

图 1：烟草发展历史

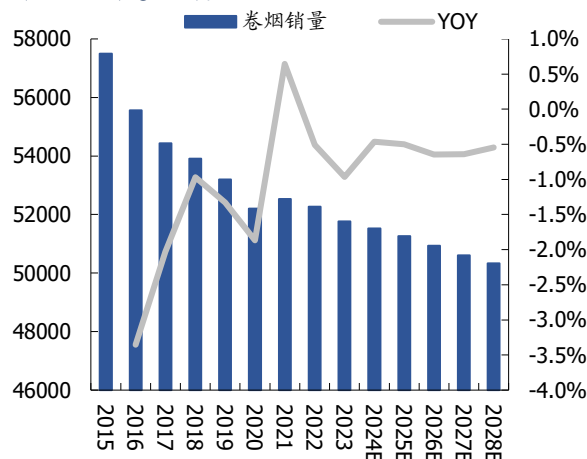


资料来源：《百科知识》，中国数字科技馆，烟草在线，信达证券研发中心

全球控烟趋严，卷烟销量下滑。烟草在全世界迅速传播的同时，副作用相继暴露，烟草燃烧所产生的烟雾由 7000 多种化合物所组成，其中气体（如一氧化碳、氢化氰、挥发性亚硝酸等）占 95%、颗粒物占 5%（如烟焦油等），至少包含 69 种已知致癌物，因此 WHO 于 2023 年通过《世界卫生组织烟草控制框架公约》，成为联合国历史上迅速获得最广泛接受的条约之一。近年来全球控烟趋严，各国通过增税提价（根据欧睿，15 年-23 年均价从 0.11 美元/支提至 0.15 美元/支）或限制使用，导致卷烟销量逐步下滑。根据欧睿，2015-2023 年全球卷烟销量从 5.75 万亿支减少至 5.18 万亿支（CAGR 为-0.13%），预计 2025 年将减少至 5.03 万亿支（CAGR 为-0.56%）。

图 2：全球卷烟均价（美元/支）


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 3：全球卷烟销量（亿支）


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

1.2 海外烟草龙头力求破局，积极发力新型烟草

新型烟草减害属性突出，易获政府认可。与传统卷烟相较，新型烟草加热温度通常在 350 度以下，无需燃烧，通过加热即可将烟叶/烟油中尼古丁（尼古丁本身并非致癌物质）析出，而烟气中的焦油等有害化合物含量则大幅降低，其减害属性已被包括美国、英国、德国、中国、韩国、日本在内的多国官方卫生机构认可。此外，新型烟草产品无燃烧、因此无烟雾产生（仅有气溶胶），根据 PMI 测试发现使用新型烟草不会对整体室内空气质量有负面影响（无二手烟危害），因此部分政府对其使用限制较为宽松。

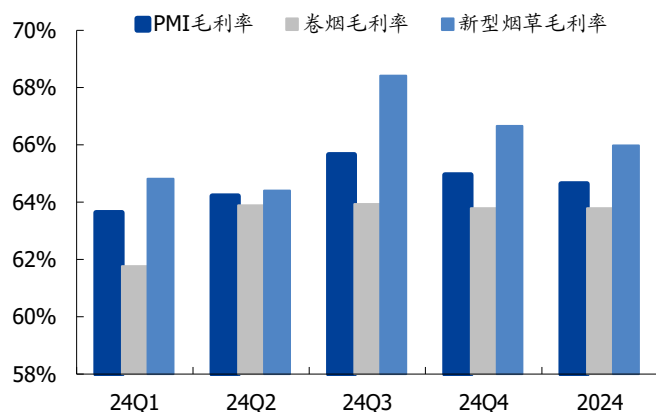
图 4：新型烟草减害性研究

政府机构	科研结论
美国食品药品监督管理局	与香烟烟雾相比， IQOS 显著减少了有害和潜在有害化学物质的产生。此外，燃烧的香烟完全切换到 IQOS 烟草加热系统可显著减少身体对 15 种特定有害和潜在有害化学物质的暴露。
英格兰公共卫生局、健康改善和差异办公室	与香烟烟雾相比，加热的烟草制品可能会使使用者和旁观者接触到较低水平的颗粒物以及有害和潜在有害的化合物
新西兰卫生部	承认电子烟产品和加热烟草产品的健康风险低于吸烟，支持吸烟者改用这些危害较小的产品
德国联邦风险评估研究所	苯 和 1,3-丁二烯 等主要致癌物的大幅减少（>99%），以及毒性物质的大幅总体减少，且 尼古丁 水平仍在传统香烟的范围内，限制了改回传统吸烟的风险
荷兰国家公共卫生与环境研究所	当使用 HTP 而不是香烟时， CCE [累积暴露量的变化] 估计要低 10 到 25 倍
比利时高级卫生委员会	在临床研究中，从传统卷烟转向加热烟草产品（ IQOS 或 GLO ）后，观察到暴露于有害和潜在有害成分的生物标志物水平显著降低，如果吸烟者从传统香烟转向加热烟草产品，则有可能降低患病风险
中国烟草质量监督检验中心	THS 2.2 产生的 HPHC [有害和潜在有害成分] 减少了 90% 以上 ，但羰基化合物、氨和 NAB [N-亚硝基化合物] 除外，它们大约低 50-80%。
日本环境卫生部	IQOS 主流烟雾中有害化合物的浓度水平远低于传统燃烧卷烟中的有害化合物浓度水平。虽然浓度低，但有毒化合物肯定包含在 IQOS 的主流烟雾中。
乌克兰 M.D. Strazhesko 心脏病学研究所	与烟草烟雾相比， ENDS/IQOS 对心血管功能的有害影响明显较小
全俄烟草及烟草制品科学研究所	与可燃香烟相比，可以说烟草加热系统是一种有毒物质（不包括尼古丁）含量较低的烟草产品
韩国食品药品安全部	将 HNB 产品的水平与韩国最畅销的五个卷烟品牌进行比较时，这两种致癌物分别减少了 95% 以上（苯并芘）和 99% 以上（苯） 。在考虑测量的 9 种 HPHC 时，与韩国香烟（销量前五的品牌）相比， HNB 产品的平均减少超过 90% 。

资料来源：PMI 官网，信达证券研发中心

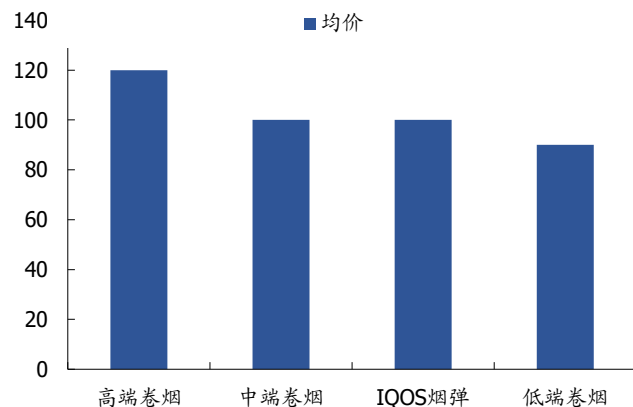
新型烟草产业链利润率较高，龙头推动意愿强烈。新型烟草售价&毛利率普遍高于传统卷烟。以菲莫国际 IQOS 为例，其烟弹均价为 4.1 美元/包，若 IQOS 烟弹终端加价 0.1 美元，提价率较传统卷烟低 0.2pct，但对公司整体收入提升比率则高出 2.1pct。此外，24Q1-24Q4 公司新型烟草占比从 37.5%提至 39.2%，新型烟草毛利率较传统卷烟高 3-5pct，助力公司毛利率从 63.6%提至 64.9%。因此部分龙头烟企在全球传统卷烟销量下滑背景下，推动新型烟草意愿持续增强。

图 5: PMI 卷烟&新型烟草毛利率对比



资料来源: PMI 公告, 信达证券研发中心

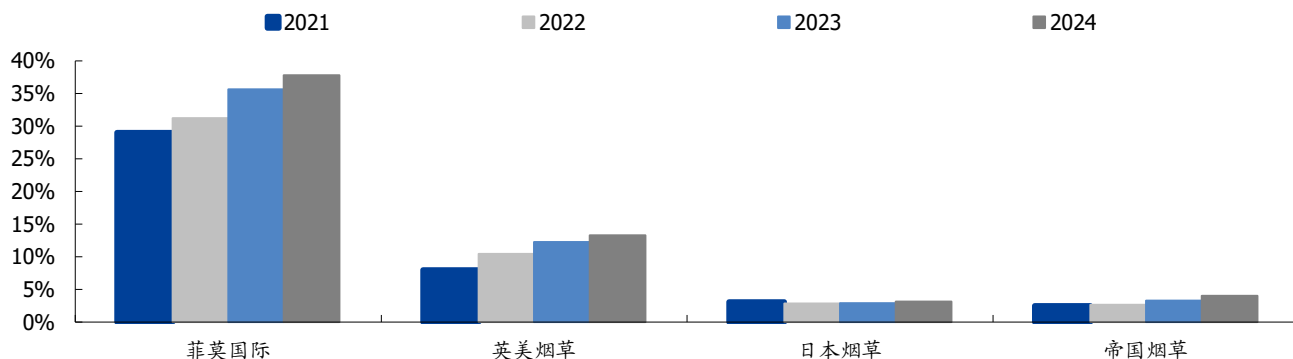
图 6: IQOS 烟弹价格水平接近中型卷烟 (无单位)



资料来源: PMI 公告, 信达证券研发中心 (100 为中端卷烟价格系数)

无烟时代大势所趋，倒逼烟草龙头加速转型。根据菲莫国际，2024 年全球尼古丁市场中（销量口径估算），卷烟/HNB/雾化/口含烟草占比分别约为 86%/7%/6%/1%，其中最大尼古丁消费国美国的卷烟/雾化/尼古丁袋/传统口含/雪茄等其他占比分别为 47%/30%/6%/11%/6%。新型烟草已在部分地区一定程度上改变尼古丁消费者使用习惯，从而倒逼烟草龙头在新型烟草领域加大研发投入并持续推新，将重心逐步转移。其中：

- **菲莫国际:** 作为全球第一大烟草公司, 2024 年其新型烟草收入占比高达 37.8%，相较 21 年提高 8.8pct，其全球新型烟草消费者已达 3860 万人（其中 3200 万人使用加热卷烟），计划到 2030 年将基本成为无烟企业，总净收入 2/3 以上来自新型烟草产品。
- **英美烟草:** 2024 年新型烟草收入占比为 13.3%，较 21 年提升 5.3pct，新型烟草使用人数已达 2910 万人。公司预计 2030 年新型烟草用户达 5000 万，2035 年收入占比达 50%。
- **日本烟草:** 2024 年新型烟草收入占比为 3.1%，较 21 年持平，但未来公司预计在 2026 年将 Ploom X 市场范围扩张到 40 个（目前主要为日本），预计到 2035 年加热烟草产品销量占比超 1/2（目前销量占比约 2%）。
- **帝国烟草:** 2024 年新型烟草收入占比为 4.0%，较 21 年提升 1.5pct。目前已提出为期五年的“聚焦新型烟草”战略，坚定推进向下一代产品（新型烟草）转型。

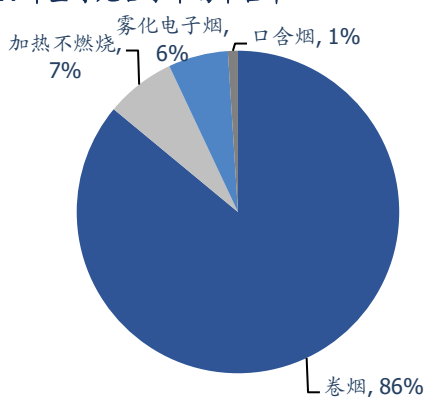
图 7：四大烟草龙头新型烟草占比


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

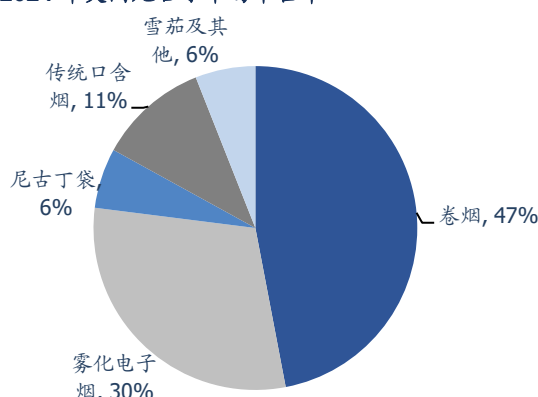
图 8：四大烟草龙头新型烟草布局

公司名称	雾化电子烟布局 (核心产品)	HNB电子烟布局 (核心产品)	口含烟	未来规划
菲莫国际	VEEV (含雾化/一次性)	IQOS (电阻/电磁加热)	ZYN (尼古丁袋)	计划到 2030 年将基本成为无烟企业, 总净收入2/3以上来自新型烟草产品。
英美烟草	Vuse (含雾化/一次性)	GLO (环形加热/红外&电阻结合加热)	VELO (尼古丁袋)	预计2030年新型烟草用户达5000万, 2035年收入占比达50%。
日本烟草	LOGIC (含雾化/一次性)	Ploom (环形加热)	Nordic Spirit (尼古丁袋)	预计在2026年将Ploom X市场范围扩张到40个(目前主要为日本), 预计到2035年加热烟草产品销量占比超1/2(目前销量占比约2%)。
帝国烟草	Blu (含雾化/一次性)	Pulze (环形加热)	Skruf. Zone (尼古丁袋)	已提出为期五年的“聚焦新型烟草”战略, 坚定推进向下一代产品(新型烟草)转型。

资料来源:各公司官网, 东方烟草报, 信达证券研发中心

图 9：2024 年全球尼古丁市场市占率


资料来源: PMI 公告, 信达证券研发中心

图 10：2024 年美国尼古丁市场市占率


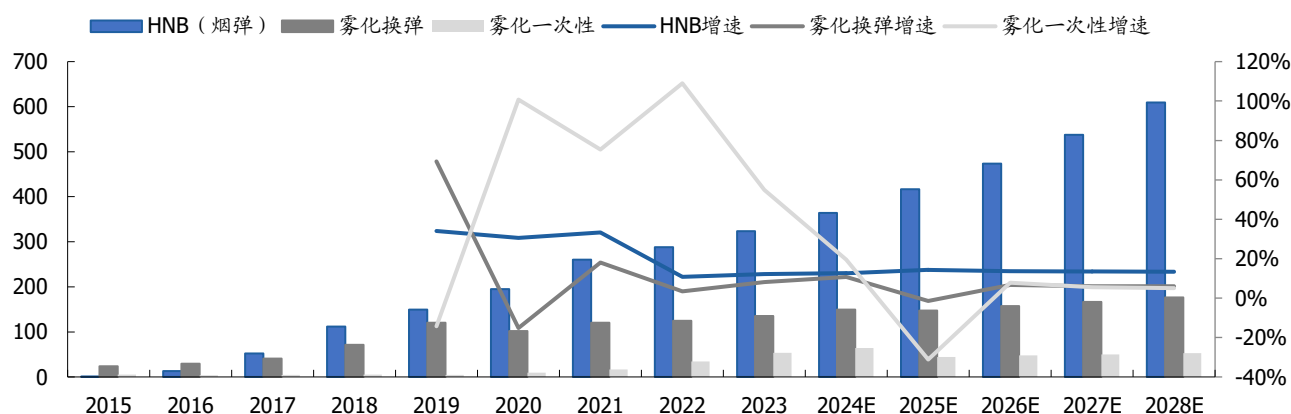
资料来源: PMI 公告, 信达证券研发中心

2. 核心逻辑为替烟，HNB 发展空间广阔

2.1 HNB 替烟效用更强，由烟草龙头领衔

新型烟草主要分为 HNB（加热不燃烧）和雾化电子烟，HNB 未来增速有望更优。根据欧睿，2023 年 HNB 烟弹/雾化换弹/雾化一次性全球市场规模分别为 323/135/54 亿美元，虽然 HNB 起步较晚，但凭借对卷烟强替代性、烟民转化率较高，2019-2023 年 CAGR 高达 21.3%，雾化换弹/一次性分别为 2.9%/83.7%。根据欧睿预计，2023-2028 年 HNB 市场规模 CAGR 有望达 13.5%，雾化换弹/一次性 CAGR 分别为 5.5%/-0.3%。

图 11：全球新型烟草分品类规模（亿美元）



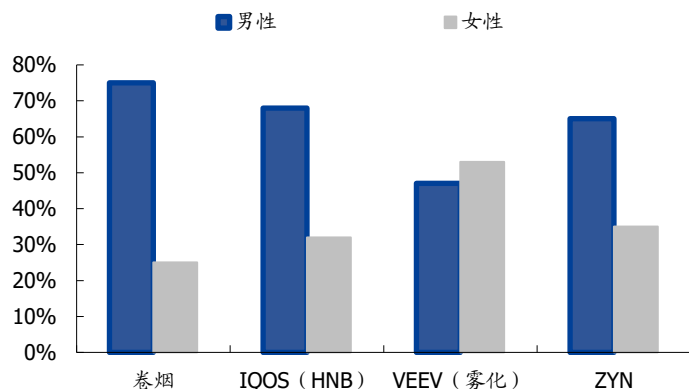
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

核心特性对比：HNB 更接近真烟，消费者画像差异较大。HNB 是通过加热烟草薄片（原材料为烟叶）产生烟气，接近真烟口感，因此替烟效用更强，目标人群主要为传统卷烟使用者。雾化电子烟则是将含有尼古丁的烟油雾化成气体，使用便捷、外观时尚，对年轻烟民/非烟民吸引力强。根据 PMI 调查，旗下 IQOS 使用人群中 29 岁以下用户/女性占比与卷烟高度类似，但雾化产品中此类人群占比显著较高。

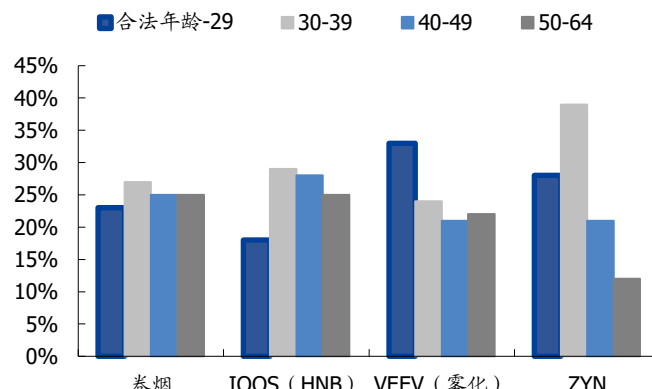
图 12：雾化/HNB 特点对比

指标	雾化电子烟	加热不燃烧产品（HNB）
描述	不含烟草，将含尼古丁的液体（烟油）雾化形成气状物	利用特制加热装置（烟具）将经过处理的烟丝（烟草薄片）加热到一定温度，使烟丝加热到足以散发出烟气的程度
口感	与真烟口感有一定区别	接近真烟口感
客户群体	设计时尚个性，消费者主要为潮流、轻度吸烟人群	替烟效果好，消费者主要系传统烟民及部分年轻群体
优势	1) 体积较小，便携性强；2) 烟油口味较多；3) 易用性强，随抽随吸	1) 替烟效果较好，传统烟民转化率较高；2) 口感还原度较高
劣势	替烟效果较为一般，易引发青少年吸烟	烟弹加热时间较长，便利性相对较弱

资料来源：云南恒置科技有限公司，信达证券研发中心

图 13：不同烟草产品消费者性别占比对比


资料来源: PMI 公告, 信达证券研发中心

图 14：不同烟草产品消费者年龄占比对比


资料来源: PMI 公告, 信达证券研发中心

使用门槛对比：HNB 使用门槛更高，对青少年吸引力小。HNB 使用前最少需要购买 1 根烟具+1 包烟弹，以 GLO HYPER 为例，其使用门槛（烟具+烟弹）为 50 英镑左右，显著高于雾化换弹（8 英镑+）以及雾化一次性（6 英镑）。此外，假设 HNB&雾化烟具使用周期为 1 年，则 HNB 单口使用成本将达到换弹产品 2 倍多、一次性产品 1 倍多，青少年较难获得。此外，HNB 整体口味丰富度、使用便携性弱于雾化产品，因此本身对青少年吸引力较小。根据美国 FDA，很少有非吸烟者（包含青少年）选择使用 IQOS。

图 15：雾化/HNB/卷烟使用成本对比

	换弹式电子烟 (VUSE epod陶瓷芯)	一次性电子烟 (整支)	GLO HYPER (整盒)	卷烟 (整盒)
口数 (次)	950	1000	300	300
烟弹价格 (英镑)	3.50	5.99	2.60	2.31
烟具价格 (英镑)	4.99		46.06	
年均消耗量 (烟弹: 颗; HNB: 包)	48.00		240.00	
单口价格 (英镑)	0.004	0.006	0.009	0.008

资料来源: VUSE 官网, Smog, 信达证券研发中心

竞争格局对比：HNB 由烟草巨头主导，高集中度格局有望维持。根据欧睿，2023 年传统卷烟/雾化/HNB 全球 CR5 分别为 83.1%/50.4%/96.9%，其中传统卷烟和 HNB 主要玩家由传统烟草集团领衔，而雾化电子烟中则出现像类似 JUUL（后被 ALTRIA 收购）和爱奇迹等新晋玩家。此外，2019-2023 年卷烟&HNB 格局相对固化，但雾化赛道份额变化较大。我们认为，雾化电子烟主要原材料为电子烟油（甘油添加尼古丁盐）、进入门槛降低，而 HNB 主要原料依然为烟叶制作而成的烟草薄片，因此 HNB 本质更接近于卷烟；类似菲莫的传统烟草龙头凭借研发、营销、渠道等优势，具备明显领先优势。此外，烟叶通常属于管制物资导致行业进入门槛较高，对标卷烟，HNB 竞争格局有望长期维持高集中度。

图 16：雾化/HNB/卷烟竞争格局对比

卷烟	2019	2020	2021	2022	2023
中国烟草	43.7	45.0	45.6	46.3	46.9
菲莫国际	13.6	12.8	12.4	12.4	12.1
英美烟草	12.8	12.6	12.2	11.5	11.1
日本烟草	8.9	8.7	8.9	9.1	9.7
帝国烟草	3.7	3.7	3.5	3.4	3.3
CR5	82.7	82.8	82.6	82.7	83.1
雾化电子烟	2019	2020	2021	2022	2023
英美烟草	8.7	14.6	18.3	21.3	24.6
JUUL	34.6	22.0	17.0	13.3	10.9
爱奇迹	0.0	0.0	0.2	4.8	9.7
Pacific Smoke	0.1	0.1	1.5	2.5	2.8
帝国烟草	2.8	3.1	2.9	2.6	2.4
CR5	46.2	39.8	39.9	44.5	50.4
HNB	2019	2020	2021	2022	2023
菲莫国际	79.2	79.1	74.3	70.9	71.0
英美烟草	12.7	12.8	16.0	16.7	15.6
日本烟草	4.4	4.2	4.5	5.8	6.0
韩国烟草	2.9	2.8	3.0	3.7	3.6
帝国烟草	-	-	0.1	0.3	0.7
CR5	99.2	98.9	97.9	97.4	96.9

资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

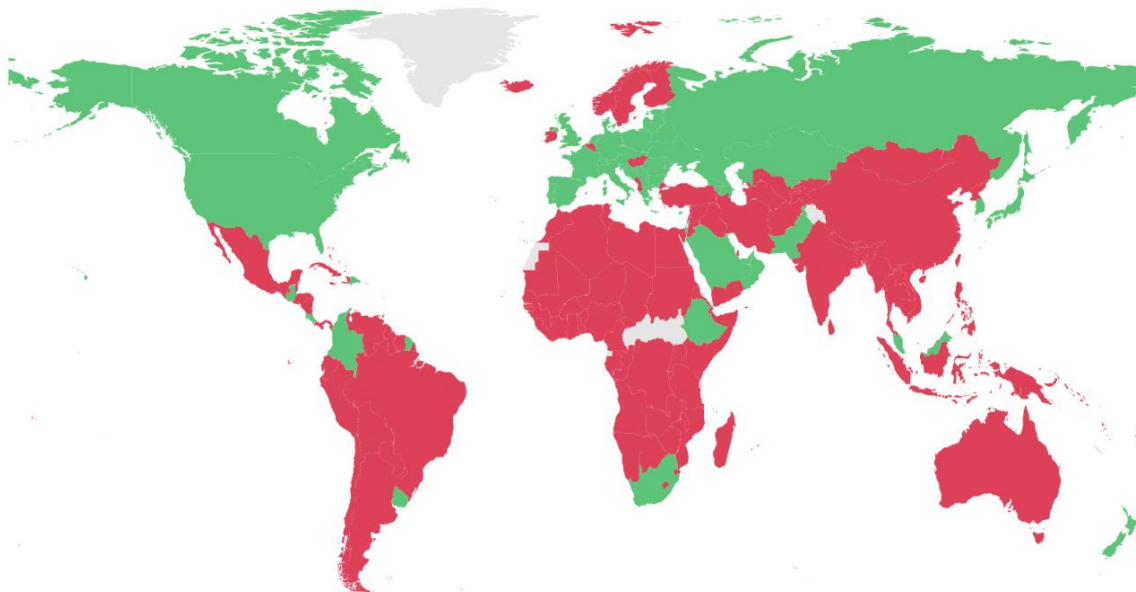
2.2 政策偏鼓励, 全球渗透率提升可期

HNB 监管类似传统卷烟, 程度较为宽松。根据 WHO 指导, HNB 产品应该被归类为烟草制品, 但由于其起步较晚, 不同国家对其态度不一, 大部分国家规定常规烟草营销禁令&使用规范&包装要求&销售规范也应适用于 HNB, 但部分国家整体监管政策较为宽松。**1) 营销方面:** 日本、俄罗斯允许广告宣传, 美国需经 FDA 批准才可营销, 英国允许在广告牌和销售地点投放 HNB 广告。**2) 使用范围:** 日本不禁止 HNB 在公共场所内使用。**3) 包装方面:** 俄罗斯卷烟包装盒上, 警示标语&图片需占据 50% 面积, 但对 HNB 产品要求仅仅占据 30%。**4) 销售:** 日本不限制自动售后机或线上销售 HNB 产品。

图 17：部分国家 HNB 政策对比

国家	营销	使用范围	包装警示	销售
日本	法律未禁止任何形式的烟草广告、促销和赞助。	日本修订《健康促进法》，增强公共场所全面禁烟措施，但HNB产品不在该限制范围内。	与传统烟草相同，纯文本健康警示语必须占据包装主要部分的30%，不限制误导性描述，但不得宣传健康危害低于其他产品。	不限制通过自动售货机或互联网销售烟草产品；对单支烟或小包烟的销售没有限制；禁止向20岁以下的人出售烟草制品。
美国	暂无联邦政府层面的政策；经FDA批准后可进行有限的广告促销。	29个州禁止在所有封闭的工作场所吸烟，包括酒吧、餐馆；5个州禁止在大多数封闭的公共场所吸烟，但在酒吧、赌场等成人场所允许吸烟；12个州尚未颁布禁令。	所有HTP的包装、标签需要包括关于尼古丁成瘾性的附加警告。	必须取得生产经营资格、市场准入许可（包括PMTA许可）；烟草制品的最低法定销售年龄为21岁
英国	允许在广告牌和销售点投放广告，但不允许在电视和广播上投放广告。	法律层面无使用空间限制，但各公司、公共交通和公共建筑有各自的限制措施（如禁止使用）。	电子烟包装要求使用标准化全烟警告包装；对于无烟烟草产品包装，一条纯文本健康警示语必须占据包装正面的30%和背面的30%（卷烟为50%）；禁止误导性包装和标签，例如包含“轻”和“低焦油”等字眼和其他标志。	禁止通过自动售货机销售烟草制品、单支香烟、小包香烟和口腔用烟草；禁止向18岁以下的人出售烟草制品。
俄罗斯	允许广告宣传。	室内工作场所、室内公共场所和公共交通工具全面禁烟，长途客船例外。地方法管辖区可能制定比国家立法更严格的法律。	在一般烟草制品的包装上，要求图片和文字健康警示语覆盖包装正面和背面的50%；在无烟烟草产品的包装上，仅文本的健康警告需要覆盖包装正面的30%。	禁止通过自动售货机和互联网在体育设施、医疗保健设施、文化设施、教育设施100米范围内和其他指定地点销售烟草产品；禁止销售单支香烟、小包香烟和naswar（一种无烟烟草）；禁止向18岁以下的人出售烟草制品。
韩国	禁止烟草制造商对消费者进行任何直接或间接的促销活动；禁止免费分发。	全面禁止在所有大小的酒吧、餐厅和咖啡馆吸烟。	所有烟盒上都强制印有烂牙、黑肺等警示照片。此外，针对HTP烟弹包装设计了新的健康警示标语及图片。	禁止向19岁以下青少年售烟。

资料来源:WHO, 信达证券研发中心

图 18: HNB 全球市场地图


资料来源:GSTHR, 信达证券研发中心 (绿色为已上市地区, 红色反之, 灰色无数据)

HNB 相较于传统卷烟税率较友好。考虑到减害属性突出, 各国税率对 HNB 产品相对友好, 其中日本、保加利亚、捷克、拉脱维亚、阿塞拜疆等国仅对 HNB 征收增值税&消费税 (从量), 而卷烟还需征收从价消费税; 法国、意大利、德国等国 HNB 从价消费税税率显著低于传统卷烟产品。

图 19: 部分国家 HNB&卷烟税率梳理

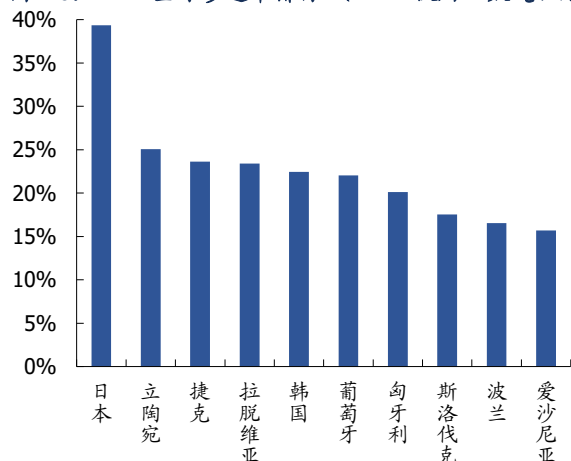
国家	品类	税种	税率	国家	品类	税种	税率
保加利亚	HNB	增值税	16.70%	意大利	HNB	增值税	18.00%
		消费税-从量 (每千克)	282.00			消费税-从价	35.00%
	卷烟	消费税-从量 (每千根)	117.50		卷烟	消费税-从量 (每千根)	28.00
		增值税	16.70%			增值税	18.00%
捷克	HNB	增值税	17.40%	日本	HNB	消费税-从价	49.50%
		消费税-从量 (每千克)	3000.00			增值税	9.10%
	卷烟	消费税-从量 (每千根)	1970.00		卷烟	消费税-从量 (每千根)	15244.00
		增值税	17.40%			消费税-从量 (每千根)	6802.00
丹麦	HNB	消费税-从价	30.00%	拉脱维亚	HNB	增值税	9.10%
		增值税	20.00%			项烟草税-从量 (每千根)	820.00
	卷烟	消费税-从量 (每千根)	1500.90		卷烟	消费税-从量 (每千根)	17.40%
		增值税	1935.40			消费税-从价	15.00%
法国	HNB	消费税-从价	20.00%	阿塞拜疆	HNB	增值税	15.30%
		增值税	33.60			消费税-从量 (每千根)	14.00
	卷烟	消费税-从量 (每千根)	16.70%		卷烟	消费税-从量 (每千根)	38.50
		消费税-从价	51.40%			增值税	15.30%
德国	HNB	消费税-从量 (每千根)	68.10	加拿大	HNB	消费税-从价	12.50%
		增值税	16.70%			增值税	5.00%
	卷烟	消费税-从价	55.00%		卷烟	消费税-从量 (每千根)	197.90
		消费税-从量 (每千根)	13.10			增值税	5.00%

资料来源:欧睿, 信达证券研发中心 (税额单位为对应国家货币币种)

政策很大程度上决定 HNB 天花板, 宽松地区渗透率明显较高。根据欧睿, 目前全球 HNB 渗透率 (HNB 使用人数/卷烟使用人数) 排名前十国家主要集中在欧亚地区, 其
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

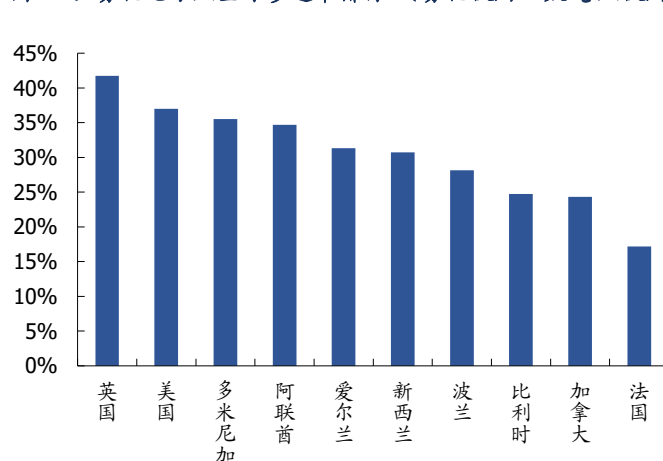
中前五名分别为日本、立陶宛、捷克、拉脱维亚、韩国，渗透率分别为 39.4%、25.1%、23.6%、23.4%、22.4%，主要为政策管控相对宽松地区。我们认为政策监管是影响行业发展的决定性因素。以日本和英国举例，在日本法律未禁止任何形式的 HNB 烟草广告、促销和赞助，也未在使用场所等方面对 HNB 有明确禁止，因此 HNB 在日本表现最优；但在英国，HNB 在包装、广告方面有诸多限制，反而雾化电子烟被纳入医保范围，渗透率达 41.7%。全球来看，2024 年 HNB 占尼古丁市场份额仅为 7%（卷烟为 86%），未来日本等市场转型经验或将助推更多国家重新规划 HNB 监管，全球渗透率加速提升可期。

图 20: HNB 全球渗透率排行（HNB 使用人数/卷烟使用人数）



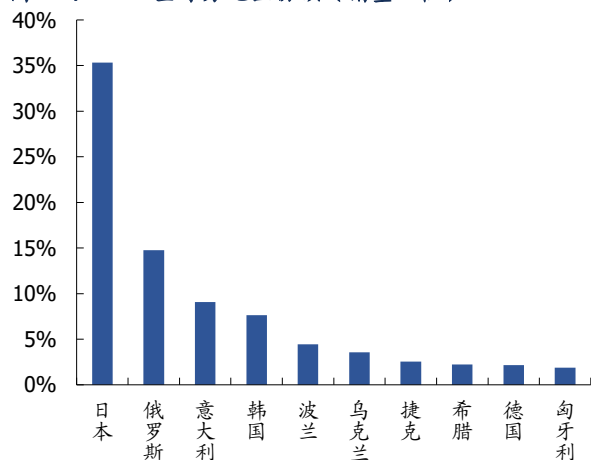
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 21: 雾化电子烟全球渗透率排行（雾化使用人数/卷烟使用人数）



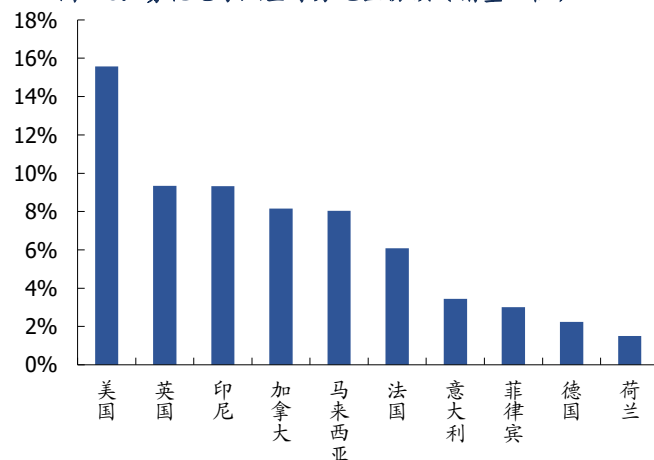
资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 22: HNB 全球分地区份额（销量口径）



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 23: 雾化电子烟全球分地区份额（销量口径）



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

2.3 中美有望成为核心市场

2.3.1 菲莫发力在即，美国有望贡献重要行业增量

减害属性获认可，IQOS 美国发力在即。目前 IQOS 为美国 FDA 唯一授权 PMTA（上市申请）且认证 MRTP（减害产品）的加热不燃烧产品，2019-2021 年上市期间经营所有权归属于奥驰亚集团，2021Q1 年在亚特兰大&夏洛特市占率已超 1%；21-24 年受制于英美烟草专利诉讼，IQOS 美国市场发展停滞；2022 年菲莫已支付 27 亿美元重夺经营权，并通过谈判与英美达成和解；**2024 年 IQOS 重返美国**，但仅有老款可上市销售，因此仍处于消费者教育阶段。我们预计新品 ILUMA 在 25H2 通过 PMTA

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

后，菲莫有望正式发力美国市场。根据其 2025 年 CAGNY 演讲，美国或在中期成为其最大收入来源国。

图 24: IQOS 美国进程梳理

2013年	2019年	2020-M2	2020-M7
2013 年 PMI 将 IQOS 美国独家商业化权利转让给奥驰亚。	4月 IQOS 2.4系统获PMTA认证，10月正式在美国销售	奥驰亚还透露，聘请的烟民中60% 尝试了 IQOS，超一半尝试者最终购买	IQOS成为首个通过FDA认证的电子型减害烟草制品 (MRTP)
2020-M12	2021-M9	2022-M10	2024-M10
IQOS 3获PMTA授权	英美烟草控告IQOS侵权，ITC宣布对IQOS实施禁令	PMI支付27亿美元获得IQOS在美商业化权利 (2024 年 4 月 30 日起生效)	IQOS重返美国，首先在德州做消费者教育，预计 25H2 ILUMA可获PMTA授权

资料来源:Tobacco Insider, 信达证券研发中心

美国烟民基数庞大，有望成为核心 HNB 市场。2023 年美国总烟民人数为 4340 万人（卷烟+雾化），近年来由于非法产品挤压&政府控烟趋严，整体呈现平稳下滑趋势。参照 IQOS 进入日本市场后对尼古丁市场渗透节奏，前 1-2 年渗透率低于 20%时，人均年度烟具/烟弹消耗量分别约为 1 套/1400 支，伴随依赖度&使用率增加，人均年度烟具/烟弹消耗量逐步增长至 1.5 套/7000 支，并保持平稳趋势。根据我们测算，美国消费能力强、新型烟草教育程度高，假设美国 2030 年 HNB 渗透率达到 30%(HNB 烟民/卷烟+雾化+HNB)，每年烟弹消耗量有望增长至 800-900 亿支（2023 年全球烟弹消耗量为 1600 亿支），有望成为比肩日本的核心市场。

图 25: HNB 美国规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
日本	HNB烟弹销量 (亿支)	5.5	51.0	201.0	351.0	372.8	403.7	450.9	504.3
	HNB烟具数量 (百万套)	0.4	1.0	4.2	8.4	7.2	9.8	9.4	11.1
	烟弹/烟具	1367.3	5100.0	4785.7	4178.4	5177.8	4119.4	4797.1	4543.7
	卷烟烟民人数 (百万人)	19.4	18.1	15.9	15.1	14.1	13.2	12.0	11.5
	雾化烟民人数 (百万人)	-	-	-	0.0	0.2	0.2	0.5	0.5
	HNB烟民人数 (百万人)	0.4	1.0	3.9	5.5	5.2	5.6	6.3	7.0
	总烟民人数 (百万人)	19.7	19.2	19.8	20.7	19.5	19.0	18.8	19.4
	HNB渗透率	2.0%	5.3%	19.8%	26.8%	26.7%	29.6%	33.4%	36.2%
	单个HNB烟民烟具购买量	1.0	1.0	1.1	1.5	1.4	1.7	1.5	1.6
美国	单个HNB烟民烟弹消耗量	1413.9	5017.2	5106.2	6329.0	7165.0	7173.0	7187.8	7195.2
	总烟民人数 (百万人)	46.3	46.7	45.0	43.4	43.4	43.0	42.6	42.1
	YOY		0.8%	-3.7%	-3.4%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
	HNB渗透率					0.0%	1.0%	5.0%	20.0%
	HNB烟民人数 (百万人)					0.4	2.1	8.4	12.5
	烟具/HNB烟民人数					1.0	1.0	1.5	1.5
	烟具需求 (百万套)					0.4	2.1	12.6	18.8
	烟弹/HNB烟民人数					5000.0	5000.0	7000.0	7000.0
	烟弹需求 (亿支)					21.5	106.4	590.1	876.3

资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

2.3.2 中烟厉兵秣马，静待政策东风

HNB 被纳入卷烟范畴，统一归中烟管理。监管层面，与新型烟草有关的政策在 2017 年中旬开始陆续出台，2017 年 5 月国家烟草专卖局召开电视电话会议，首次提出要“加强对加热不燃烧烟草制品的市场监管，在全国范围内开展专项整顿清理”；10 月将 IQOS、GLO、Ploom、REVO 四种类型的新型卷烟产品纳入卷烟鉴别检验目录。2021 年中烟继而强调，加热卷烟（或称加热不燃烧卷烟、低温卷烟等）属于卷烟，已纳入卷烟管理，目前未批准加热卷烟上市销售，任何市场主体不得非法经营加热

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

卷烟。

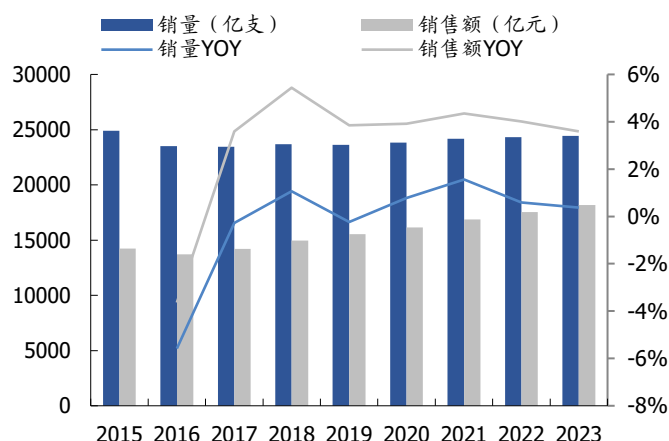
图 26: HNB 中国监管政策梳理

时间	主要内容
2017年	5月国家烟草专卖局召开电视电话会议，首次提出要“加强对加热不燃烧烟草制品的市场监管，在全国范围内开展专项整顿清理”；10月将IQOS、GLO、Ploom、REVO四种类型的新型卷烟产品纳入卷烟鉴别检验目录。
2021年	国家烟草专卖局政策法规与体制改革司司长王玉麟强调，加热卷烟（或称加热不燃烧卷烟、低温卷烟等）属于卷烟，已纳入卷烟管理，直接适用烟草专卖法及其实施条例中关于卷烟的各项监管规定。依照法律法规，中华人民共和国境内目前未批准加热卷烟上市销售，任何市场主体不得非法经营加热卷烟。

资料来源:前瞻产业研究院, 中国法院网, 信达证券研发中心

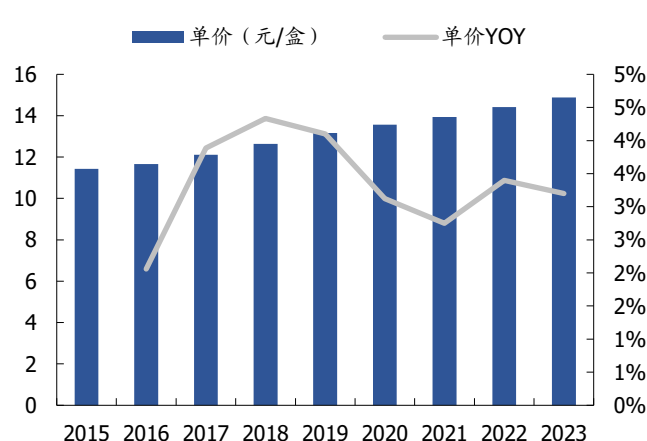
烟草地位举足轻重，高端产品销量下滑。根据中国烟草在线，我国 2023 年的烟草利税达到 1.52 万亿元，占财政收入比重近 7%，国家依然将税收作为烟草市场考核的关键要素。2015-2023 年我国卷烟销量从 2.49 万亿至减少至 2.44 万亿支（CAGR 为 -0.2%），销售规模从 1.42 增长至 1.82 万亿元（CAGR 为 3.1%），受制于税率提升（批发税率从 5%提升到 11%）&控烟政策频出，销量整体平稳略下滑，规模增长主要依靠价格驱动（均价 CAGR 为 3.4%）。近年来受制于宏观需求波动，我们预计未来均价持续增长难度较大。

图 27: 中国卷烟销量&销售额（亿支、亿元）



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 28: 中国卷烟均价（元/支）



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

新型烟草减害&保税逻辑符合当前卷烟发展趋势。高端产品价格承压背景下，近年来各省中烟相继推出细支烟、中支烟、短支烟和爆珠烟等各式创新型卷烟。相较传统卷烟，创新性卷烟主要特征为：

- **减害：**有害物质含量明显减少，焦油含量、一氧化碳含量普遍更低。
- **提价：**以中华为例，传统硬中华价格为 45 元/包，金中支/短支均为 85 元/包，细支则为 50 元/包。
- **增量：**由于烟支本体变细&变短，创新性卷烟中尼古丁含量通常低于传统卷烟，烟民单次吸烟摄入尼古丁含量减少会导致满足感降低，从而增加抽吸根数及抽吸频率，并且爆珠烟通过增加各项风味口感也会增加香烟成瘾性。

HNB 符合烟草升级趋势，中烟开放市场逻辑顺畅。中烟推动创新卷烟在于减害，并提升量价、保障税收。HNB 与创新卷烟底层逻辑相似，整体减害效果受国际市场广

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

泛认可，且海外均价保持 20 元+（根据菲莫国际，终端均价可类比中档卷烟），因此开放 HNB 符合中烟创新、保税基本逻辑。

图 29：不同类型卷烟特点（以中华为例）

	中华（硬）	中华金中支	中华细支	中华金短支
焦油量（mg）	11	10	8	10
烟气烟碱量（mg）	1	0.9	0.7	0.9
一氧化碳量（mg）	11	10	6	10
烟长（mm）	84	89	97	75
过滤嘴长（mm）	20	25	25	25
参考价格（元/包）	45	85	50	85

资料来源：烟酒之家，信达证券研发中心

中烟对 HNB 重视程度不断加强，各省公司通过自主研发与海外试销积累经验，蓄势待发。四川中烟最早于 2017 年底就已推出“宽窄•功夫”，2021 年产品已在韩国、欧洲上市。河南郑州烟草研究院与云南中烟 2021 年共同发布 NSCs 自然烟气卷烟，开创全新加热模式。

图 30：部分中烟公司 HNB 布局

中烟公司	主要布局
四川中烟	于 2017 年底推出“宽窄•功夫”新型烟草品牌，是我国行业内第一家实现规模生产并出口加热不燃烧卷烟的企业，该产品由中国香精香料旗下的吉瑞惠州代工，2021 年产品已在韩国、欧洲上市
云南中烟	2017 年电子烟品牌“MW”首批产品正式进入日本有税市场销售；2018 年与韩国 IF 烟草株式会社在昆明签署“MC”品牌低温加热不燃烧卷烟经销协议，标志云南中烟首批低温加热不燃烧卷烟试销产品正式进入韩国市场
湖北中烟	2021 年 12 月 20 日，MOK 和 C00 在马来西亚吉隆坡、檳城等 6 个城市知名烟草连锁店 Kamelah Tobacco House 上架销售。这是湖北中烟新型烟草产品在东南亚地区投放的第二个国家，也是全球“首轮布局”的第十个国家。
黑龙江烟草	2019 年黑龙江烟草亮相深圳电子烟展，并推出“LOPAT0”加热不燃烧烟具和烟弹
郑州烟草研究院	2021 年与云南中烟发布 NSCs 自然烟气卷烟，加速 HNB 创新

资料来源：电子烟资讯网，蒸汽联，湖北中烟，HNB 交流，信达证券研发中心

3. 英美烟草发布新品，全球竞争格局有望加速演变

3.1 复盘菲莫国际成长历程，深挖 IQOS 成功逻辑

布局横跨三十年，产品不断迭代。菲莫国际早在 1990 年就已开始涉足新型烟草制品研发，分别于 1998 年在美国推出 ACCORD 系列（在日本称为 OASIS），2006 年在澳大利亚、德国和瑞士推出 HEATBAR，均采用 EHCSS（电加热卷烟）加热系统，随后由于产品使用不便以及市场接受程度较低逐渐淘汰。之后菲莫潜心研发，2009 年在瑞士建立 HNB 研发中心，成功于 2014 年在日本和意大利推出新一代 HNB 系列-IQOS（采用针式中心加热）；公司 2021 年推出划时代产品 IQOS ILLUMA，整体采用电磁循环加热、充分解决清洁难、易损坏等用户痛点，推出 3 年后遍已在全球基本替代前一代产品。2022 年 PMI 推出 IQOS BONDS，主要采用环形加热、面向中低端市场。

图 31：菲莫国际 HNB 产品发展历程

名称	Accord/Oasis 研发时间：1990-1998年 商业化时间：1998年	Accord/Oasis 研发时间：1990年代中 商业化时间：2002年	Heatbar 研发时间：2002-2004年 商业化时间：2006年	IQOS 2.2 研发时间：2011-2013年 商业化时间：2014年	IQOS 2.4 研发时间：2011-2015年 商业化时间：2016年		
图例							
外形与设计变化	流量传感器启动每个叶片的加热循环； 控制热量从而降低温度，减少燃烧； 每支烟最多能够吸到入口。		抽吸监测更加灵敏； 引入高活性炭过滤器； 增加了输送的气流数量	引入了新的商业化工业设计以及一种新的 加热叶片设计		针对大规模制造进行了开发； 引入清洁套件；	
电池使用	-	-	配备优质的可充电电池	一次充电足以使用一根烟弹。电池使用寿命最多7300次		电池寿命高达7300次； 烟弹充电需要4分10秒， 可连续使用6分钟或进行14次抽吸	
加热方式	环形加热。加热器配备了一组八个铁铝合金刀片，烟草可达到大约500摄氏度的峰值温度。			中心加热。加热刀片为5毫米，烟草在精确控制的温度范围内加热以避免燃烧。			
名称	IQOS 2.4 PLUS 研发时间：2016-2017年 商业化时间：2018年	IQOS 3 研发时间：2017-2018年 商业化时间：2018年	IQOS 3 MULTI 研发时间：2017-2018年 商业化时间：2018年	IQOS 3 DUO 研发时间：2019年 商业化时间：2019年	IQOS ILUMA 研发时间：研发多年 商业化时间：2021年	IQOS ILUMA I 商业化时间：2024年	IQOS Bonds 研发时间：2018-2021年 商业化时间：2022年
图例							
外形与设计变化	引入开始结束震动； 充电座上引入USB 4蓝牙； 加入烟杆的自动清洁功能；	设计为无按钮侧开； 无方向插入和磁性烟杆夹；	首个一体式袖珍型设备； 通过应用程序自定义震动； 有LED照明。	外观紧凑、符合人体工程学的设计； 使用蓝牙连接，拥有双LED指示灯。	引入无刀片感应系统SMARTCORE INDUCTION SYSTEM； 提高抽吸和味道一致性，无需清洁； 采用带有环绕式翻盖的新设计； 可识别设备使用状态。	设备支架上的新触摸屏使用户能够快速轻松地查看与体验相关的信息。为了个性化体验，IQOS ILUMA I 引入了新的暂停模式。	采用环形加热一体式设计，无需清洁，主要面对中低端市场
电池使用	一次充电足以使用一根烟弹。 电池寿命延长； 设备可靠性增强； 使用无定向 USB-C便于充电。		一次充电可使用10次。	烟杆一次充电可使用2次； 充电器一次充电可使用20次			一次充电可使用20次，最多支持3口连接
加热方式	中心加热。加热刀片为5毫米，烟草在精确控制的温度范围内加热以避免燃烧。				电磁感应加热，引入无刀片感应系统。		加热器由缠绕在不锈钢管上的柔性不锈钢轨道制成，通过电压向烟弹加热

资料来源：菲莫官网，普象网，信达证券研发中心

菲莫国际 HNB 全球领先，IQOS 市占率第一。在全球传统四大烟草公司中，菲莫国际在加热不燃烧领域遥遥领先，2024 年新型烟草收入实现 143.3 亿美元（同比 +14.3%），新型烟草收入占比已高达 39.2%。IQOS 在全球 HNB 市场中市占率已超 70%、使用人数达 3860 万人（其中 IQOS 人数为 3220 万人，较 23 年新增 340 万）。根据其年报，公司 2024 年在日本/意大利/波兰/俄罗斯/韩国/德国等主要国家渗透率分别为 30.5% /16.9% /9.5% /8.7% /8.2% /6.6%（同比分别 +2.9%/-0.7%/-0.4%/+0.4%+0.7%+1.0pct），并预计 2025 年新型烟草收入仍有望高基数下实现 10%-12%稳健增长。

图 32：菲莫国际核心数据概览

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024
收入 (亿美元)	80.2	89.7	91.4	90.5	351.7	87.9	94.7	99.1	97.1	378.8
YOY	3.5%	14.5%	13.8%	11.0%	10.7%	9.7%	5.6%	8.4%	7.3%	7.7%
新型烟草收入 (亿美元)	27.1	31.0	32.3	34.9	125.3	33.0	35.3	37.0	38.0	143.3
YOY	15.3%	36.8%	36.9%	18.8%	26.4%	21.6%	13.8%	14.4%	8.9%	14.3%
新型烟草收入占比	33.8%	34.6%	35.4%	38.6%	35.6%	37.5%	37.3%	37.3%	39.2%	37.8%
PMI毛利率						63.6%	64.2%	65.7%	64.9%	64.6%
卷烟毛利率						61.8%	63.9%	63.9%	63.8%	63.8%
新型烟草毛利率						64.8%	64.4%	68.4%	66.7%	66.0%
HTU销量(亿颗)	274.0	314.2	324.7	339.7	1252.6	331.3	355.4	353.5	357.2	1397.4
YOY	10.4%	26.6%	18.0%	6.1%	14.7%	20.9%	13.1%	8.9%	5.1%	11.6%
用户数 (百万人)	25.8	27.2	27.4	28.6	28.6	-	30.8	-	38.6	38.6
转化率	71.7%	71.3%	71.9%	72.7%	72.7%	-	71.8%	-	72.0%	72.0%
全球渗透率 (PMI烟弹销量/全球卷烟&HNB)	4.5%	4.7%	4.6%	4.9%	4.7%	5.2%	5.1%	5.3%	5.4%	5.2%
法国	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
德国	5.4%	5.4%	4.9%	5.6%	5.3%	6.3%	6.0%	5.9%	6.6%	6.2%
意大利	16.8%	17.1%	16.0%	17.2%	16.8%	17.7%	16.7%	16.6%	16.5%	16.9%
波兰	9.4%	8.6%	8.4%	9.9%	9.0%	9.0%	9.1%	8.6%	9.5%	9.1%
西班牙	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.7%	2.6%	2.7%	3.5%	2.9%
埃及	1.2%	1.8%	2.0%	1.9%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%
印尼	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
菲律宾	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
俄罗斯	8.3%	7.9%	7.7%	8.3%	8.0%	9.5%	8.2%	8.1%	8.7%	8.6%
日本	26.3%	26.3%	26.5%	27.6%	26.7%	29.4%	29.4%	30.0%	30.5%	29.8%
韩国	6.8%	7.0%	7.1%	7.5%	7.1%	8.2%	7.7%	8.2%	8.2%	8.1%
墨西哥	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%

资料来源:PMI 公告, 信达证券研发中心

我们认为，菲莫国际在新型烟草方面取得巨大成就主要受益于：

- **研发投入：**自从公司 2008 年重启新型烟草研发，已累计投入 140 亿美元，拥有 1586 位相关科学家、工程师以及技术人员，累计专利超 3720 项。新型烟草研发费用占总研发费用比例不断提升，2021-2023 年均高达 99%，产品力持续优化，从卷烟转化至 HNB 使用比例高达 72%。
- **技术领先(烟草薄片)：**根据菲莫在中国的专利 CN106714590A、CN107072285A 和 CN107072286A 中公开的资料，其烟草薄片均由稠浆法制备而成，稠浆法生产 HNB 专用烟草薄片的技术是在传统稠浆法烟草薄片生产工艺的基础上，集成烟草原料的预处理工艺及混合精磨工艺、均质化浆料制备工艺、流延涂布工艺、多级干燥工艺形成的。制成后均质性强、负载度高，因此发烟效果&口感均强于同类烟弹产品，但由于调香&制备工作繁琐，技术壁垒较强。
- **产品创新(烟具)：**公司 30 年内不断提升 HNB 产品性能以及消费者体验，IQOS 系列目前已经历七次迭代，加热方式不断创新、设备硬件持续升级（简洁化、智能化、功能化），始终立足于解决用户痛点。核心产品 IQOS ILUMA 采用电磁循环加热系统，保证产品使用便捷、无需清洁，大幅提升用户消费体验，2021 年推出后大受欢迎，2024Q1 便在全球市场中（除俄罗斯）成功取代前代产品。
- **发力营销：**2016 年 IQOS 首次风靡日本主要系在一款著名娱乐节目中被介绍，此后菲莫加大 IQOS 营销&国家游说力度，2016-2023 年新型烟草营销支出占总营销费比例从 15%提升至 74%。在日本，大部分便利店都有随处可见的 IQOS 烟弹销售并配备宣传资料；在意大利，各大城市和度假胜地都设有 IQOS “大使馆”和“专卖店”。此外，PMI 还通过各种社交媒体平台以及网红推广销售 IQOS。IQOS 在全球烟草市场中渗透率迅速提升，助力菲莫 2030 年在全球 25 个市场中

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

新型烟草占比过半（2023 年预计达到 60 个市场）。

图 33：菲莫国际新型烟草部分投入指标

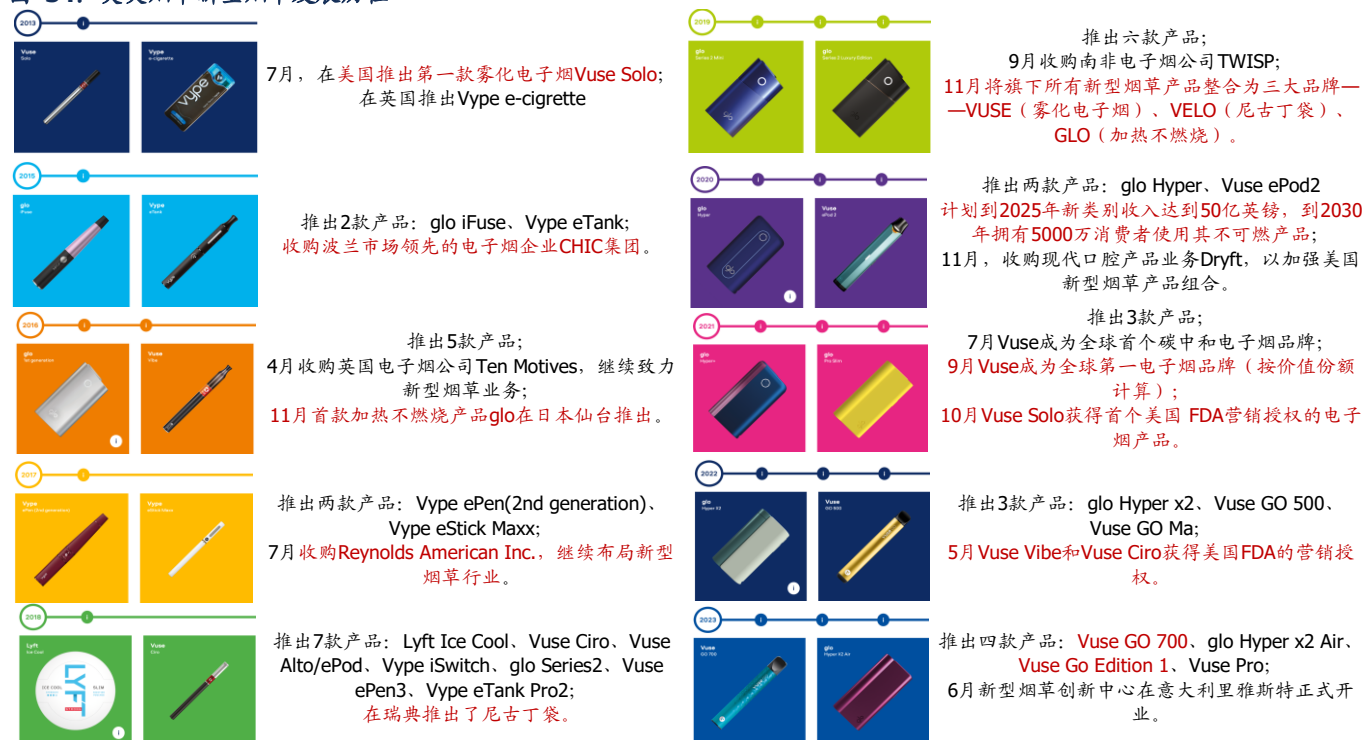
项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	中期目标
新型烟草研发支出占总研发费比例	70%	72%	74%	92%	98%	99%	99%	99%	99%	-
新型烟草营销支出占总营销费比例	8%	15%	39%	60%	71%	76%	73%	74%	74%	-
新型烟草营收占比	0.20%	2.70%	12.70%	13.80%	18.70%	23.80%	29.10%	31.2%	36.40%	2030 年超 2/3
HNB 烟弹销量占总烟草销量比例	0%	0.90%	4.50%	5.30%	7.80%	10.80%	13.20%	16.98%	24.49%	-
HNB 转化（从卷烟）人数（百万人）	-	1.5	4.7	6.6	9.6	12.8	15.3	17.8	20.8	-
新型烟草营收占比超过 50% 的市场数量	-	-	1	3	4	5	10	17	25	2030 年达到 60

资料来源:PMI 公告, 信达证券研发中心

3.2 英美烟草发力 HNB 赛道，格局有望加速演变

无烟目标清晰，产品矩阵完善。英美烟草始创于 1902 年，在当代意识到传统卷烟危害后，已致力于为成年烟民提供替烟产品、创造无烟未来。公司计划在 2035 年实现新型烟草产品收入占比超 50%，与菲莫聚焦 HNB 不同，英美烟草坚持尝试提供多品类替烟产品组合，最早于 2013 年在英国推出首款雾化产品 VUSE SOLO，随后 2016 年在日本首次推出 HNB 产品 glo，2018 年在瑞典推出尼古丁袋。截止 2024 年公司新型烟草收入已实现 34.3 亿英镑（同比+2.5%，调整后有机同比+8.9%），收入占比为 13.3%（同比+1.0pct），使用人数达 2910 万人（同比+360 万人），其中雾化/HNB/口含烟收入分别为 17.2/9.2/7.9 亿英镑（同比-5.1%/-7.6%/+46.6%）。

图 34：英美烟草新型烟草发展历程



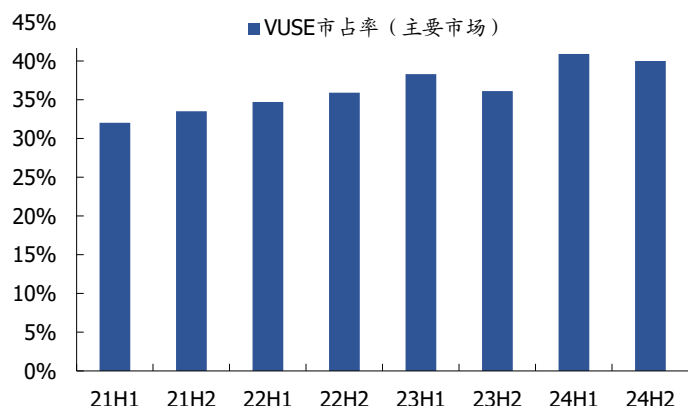
资料来源:英美烟草官网, 信达证券研发中心

图 35：英美烟草新型烟草数据概览

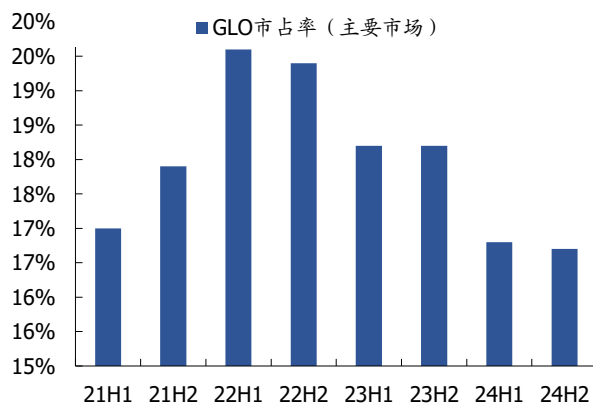
	23H1	23H2	2023A	24H1	24H2	2024A
收入（亿英镑）	134.4	138.4	272.8	123.4	135.3	258.7
YOY	4.4%	-6.4%	-1.3%	-8.2%	-2.3%	-5.2%
新型烟草收入	16.6	16.9	33.5	16.5	17.8	34.3
YOY	29.1%	5.0%	15.7%	-0.3%	5.3%	2.5%
新型烟草收入占比	12.3%	12.2%	12.3%	13.4%	13.2%	13.3%
新型烟草用户数（百万人）	24.0	23.9	23.9	26.4	29.1	29.1
雾化收入（亿英镑）	8.7	9.5	18.1	8.7	8.5	17.2
YOY	40.4%	15.5%	26.2%	0.3%	-9.9%	-5.0%
雾化销量（亿颗）	3.2	3.4	6.5	2.9	3.3	6.2
YOY	9.2%	4.7%	6.9%	-9.1%	-2.7%	-5.8%
加热收入（亿英镑）	5.5	4.5	10.0	4.4	4.8	9.2
YOY	10.7%	-20.8%	-6.0%	-19.8%	7.6%	-7.5%
加热销量（亿颗）	121.0	116.0	237.0	99.0	110.0	209.0
YOY	10.0%	-10.8%	-1.3%	-18.2%	-5.2%	-11.8%
口含收入（亿英镑）	2.4	3.0	5.4	3.4	4.5	7.9
YOY	42.0%	30.6%	35.4%	42.1%	50.2%	46.6%
口含销量（亿颗）	23.5	30.1	53.6	35.2	47.8	83.0
YOY	32.7%	34.5%	33.7%	50.0%	58.6%	54.9%

资料来源:PMI 公告, 信达证券研发中心

雾化全球第一，HNB 持续受挫。公司在雾化领域深耕多年，2024 年在全球主要国家（美国、加拿大、法国、西班牙、英国、波兰、德国，占全球 80%份额）市占率为 40.0%，全球用户数量为 1190 万人，在美国（全球最大市场）合规市场市占率高达 50.2%（公司预计美国非法市场占比约为 70%）。尽管公司早在 2016 年推出 HNB 产品，但 2024 年在全球主要国家（日本、韩国、德国、希腊、匈牙利、波兰、罗马尼亚、捷克）市占率仅为 16.7%，近年份额连续下滑主要系日韩竞争加剧、公司主打产品（细长款）终端接受度较弱。

图 36：英美烟草雾化产品市占率


资料来源: 英美烟草公告, 信达证券研发中心

图 37：英美烟草 HNB 产品市占率


资料来源: 英美烟草公告, 信达证券研发中心

扩张基础仍存，英美新品有望扭转颓势。我们认为公司身为全球烟草龙头，渠道、资金等方面实力雄厚，但 HNB 产品重体验，且 IQOS 先发优势突出、在加热方式&薄片排列等方面已全面利用专利铸造护城河，因此英美凭借现有产品在竞争中略显弱势。但是，目前公司已发布新品 GLO HILO，产品力逼近 IQOS ILUMA，未来凭借全球广泛渠道布局，有望扭转颓势。

1) 新品改善显著，使用体验逼近 IQOS: 公司 24 年底已在塞尔维亚推出全新产品 Glo Hilo，终端反馈结果令人振奋。公司认为，HILO 凭借突破性系统有望重塑 GLO 行业地位，并助力其在高端细分市场中竞争（全球份额占比 80%），25 年将会在更多市场推出。根据我们测评，Hilo 设备重量仅 76 克（较上代轻 16 克），加热速度更

快（3s 左右、IQOS ILUMA 大概在 5s 左右）。Hilo 发热方式采取微波/电阻结合，整体发烟量/抽吸感相较于上一代 Glo 显著提升，产品力可逼近 ILUMA。价格方面，烟弹价格与 IQOS 接近，但烟具价格仍与 IQOS 有较大差距（上市初期烟具折扣较多，未来或调整价格），考虑到性价比优势，整体产品可对标 ILUMA。

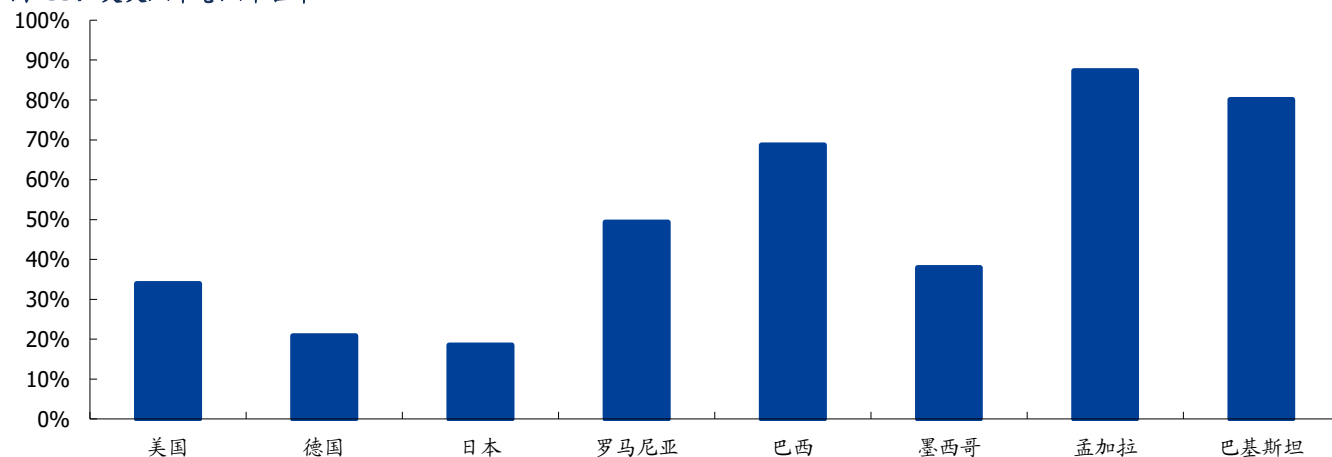
图 38：主流产品对比

	GLO HYPER PRO	IQOS ILUMA	GLO HILO
加热温度	280度（标准） 300度（增强）	350度	370度
屏幕	有（显示设备状态）	有（显示设备状态+暂停）	有（显示设备状态）
重量	90g	147g（分体）	76g（一体） 107g（分体）
启动时间	15s左右	15s左右	5s内
加热时间	4m30s（标准） 3m（增强）	6分钟或14口左右	5m10s（标准） 3m40s（增强）
价格	193元（烟具） 23元（烟弹）	339元（烟具） 27元（烟弹）	266元（烟具） 25元（烟弹）

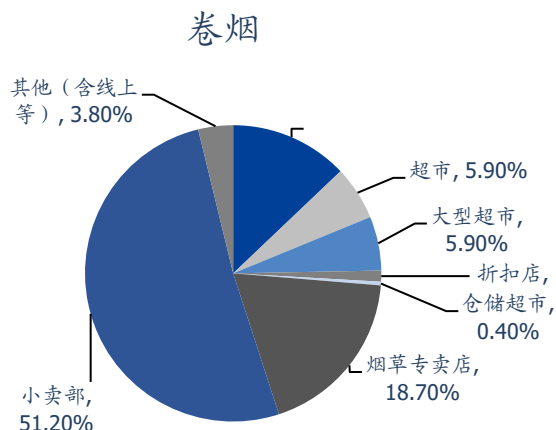
资料来源：GLO 官网，Vaping360，Tobacco insider，信达证券研发中心

2）渠道、资金优势雄厚，有望助推新品拓张。公司历史超百年，在传统卷烟市场市占率超 11%，在主要市场中（美国、德国、日本、罗马尼亚、巴西、墨西哥、孟加拉、巴基斯坦）市占率高达 45.7%。传统卷烟销售渠道与 HNB 高度类似，96%销售占比为便利店、烟草专卖店、小超市等线下零售门店（HNB 为 83%），因此英美烟草优异渠道掌控力可在全球范围内对新型烟草产品赋能。此外，烟草行业壁垒高、利润丰厚，公司资金实力较强，在早期推新时可凭借折扣、赠送烟具等活动吸引消费者（24 年 GLO HYPER 在韩国折扣期接近 5 折出售），进而令消费者对耗材有消费依赖性（合规情况下，单一品牌烟具仅可使用单一品牌烟弹）。凭借渠道&资金赋能，尽管前代 GLO 产品力较弱，公司依然可在全球 HNB 市场占领 16%份额。未来受益于新品加持，公司份额有望进一步提升。

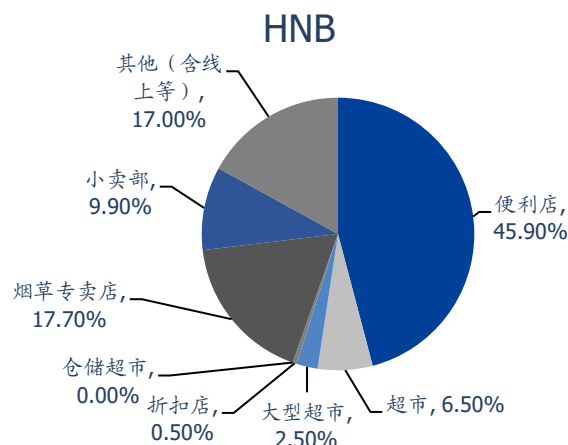
图 39：英美烟草卷烟市占率



资料来源：英美烟草公告，信达证券研发中心

图 40：卷烟销售渠道


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 41：HNB 销售渠道


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

卷烟格局奠定良好竞争基础，英美份额扩张可期。剔除拉丁美洲（HNB 规模 0.6 亿美元）、北美（仅加拿大市场开放，HNB 规模仅为 1.64 亿美元）、澳洲（英美烟草未上市），在亚太、东欧等地区，英美烟草卷烟市占率可与菲莫分庭抗礼，因此在原有 HNB 产品竞争力不足前提下，依然可取得 15%-20% 份额；但在中东&欧洲、西欧等菲莫传统优势地区，英美 HNB 市占率仅为个位数。未来伴随拉丁美洲、北美、澳洲（英美烟草卷烟市占率分别为 48.4%、33.6%、70.6%）等公司占优地区 HNB 市场逐步开放，凭借对终端渠道强把控力，英美 HNB 全球份额有望持续攀升。

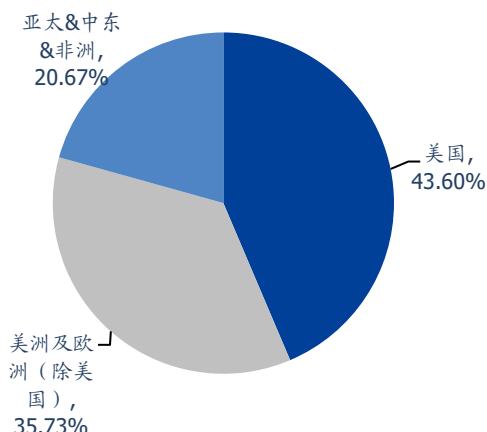
图 42：2023 年分地区不同公司市占率

亚太				澳洲				东欧				拉丁美洲			
卷烟		HNB		卷烟		HNB		卷烟		HNB		卷烟		HNB	
中烟	70.6	菲莫	66.8	英美	70.6	菲莫	99	日烟	31.7	菲莫	69.4	英美	48.4	菲莫	59.8
菲莫	5.4	英美	14.3	帝国	5.4	-	-	菲莫	26.6	英美	21.3	菲莫	36	-	-
英美	5.3	日烟	10	菲莫	5.3	-	-	英美	24.4	日烟	4	萨兰迪	6.3	-	-
日烟	4.6	韩烟	7.7	-	-	-	-	帝国	7.9	韩烟	1.9	日烟	3.5	-	-
印烟	2	中烟	0.5	-	-	-	-	韩烟	2.1	中烟	0.5	布朗威	1.1	-	-
中东&非洲				北美				西欧							
卷烟		HNB		卷烟		HNB		卷烟		HNB					
日烟	18.4	菲莫	59.8	奥驰亚	40.9	菲莫	92.8	菲莫	40.8	菲莫	87.3				
菲莫	17	英美	3.5	英美	33.6	英美	4	日烟	25.5	英美	9.9				
英美	13.2	-	-	帝国	10	日烟	1.4	英美	17.6	帝国	0.6				
埃烟	12.4	-	-	维克托	4.6	奥驰亚	7.7	帝国	12.4	日烟	0.6				
帝国	9.2	-	-	菲莫	2.9	-	-	卡累利阿	0.7	-	-				

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

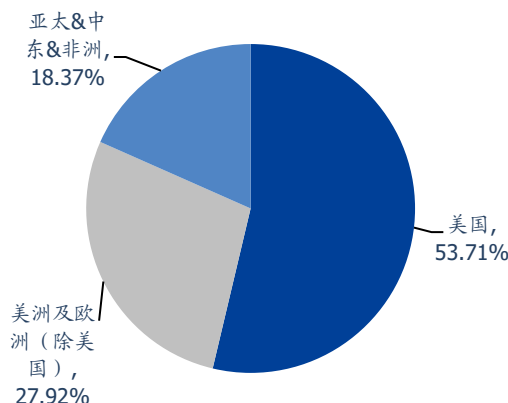
HNB 战略重要性凸显，英美烟草重视程度提升。2024 年全球卷烟市场销量下滑约 2%（其中英美烟草销量下滑 5.0%），美国的卷烟销量下滑 8.4%（英美烟草销量下滑 10.1%）。新型烟草大势所趋，已逐渐影响英美烟草卷烟基本盘。美国为英美烟草核心区域，收入/调整后经营利润占比分别为 44%/54%，待至 IQOS ILUMA 美国上市，我们预计英美烟草的卷烟销量或将进一步承压，因此公司对 HNB 研发&产品重视程度进一步加大。我们预计，公司 HNB 核心供应商在此背景下有望获得较丰厚产业链利润。

图 43: 英美烟草收入分地区拆分



资料来源: 英美烟草公告, 信达证券研发中心

图 44: 英美烟草调整后经营利润分地区拆分



资料来源: 英美烟草公告, 信达证券研发中心

4. 烟草变革进行时, 核心供应商突破边界

4.1 烟具&烟弹结合决定产品体验, 技术壁垒深厚

HNB know-how 壁垒深厚, 烟具&烟弹结合决定产品体验。HNB 工作原理为烟弹插入烟具, 烟具通过电阻、红外、电磁等加热方式将烟弹中的烟草薄片加热至 300-350 度, 通过热裂解反应产生烟气, 烟气随即通过滤嘴中的降温段与过滤段后供人吸食。传统卷烟领域, 产品体验差异主要来自于烟叶质量以及配方与调香。在 HNB 领域, 加热技术、烟弹设计、设备设计等多个要素共同决定产品体验感, 核心考验烟具&烟弹适配程度、烟支结构, 具有极高 Know-How 壁垒。雷诺(被英美收购)早在 1988 年便在行业内推出世界上首款碳加热型烟草制品, 菲莫国际亦在 1990 年开启研发, 但直至 2014 年 IQOS 出现, HNB 产业才逐步被消费者接受。

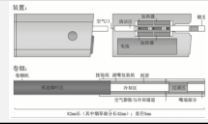
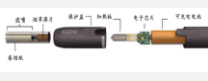
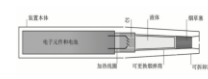
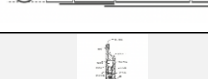
图 45: HNB 产品体验影响因素

影响因素	核心影响	具体表现
烟具	加热技术	加热温度控制的精准性和稳定性 1) 温度范围: 温度过高会产生有害物质, 过低则无法充分释放烟草风味。 2) 均匀加热: 加热不均匀会导致烟草部分过烧或未充分加热, 影响口感和烟雾量。 3) 加热速度: 快速加热能提升使用便捷性, 但过快可能影响口感。
	设备设计	设备的便携性、易用性和耐用性 1) 形状、尺寸和加热片材质会影响加热效率和用户体验。 2) 电池续航: 长续航能力能提升使用便捷性。 3) 操作简便性: 一键操作、快速启动等功能能提升用户体验。
烟弹	烟草薄片设计&工艺, 过滤嘴设计	烟雾的浓度、顺滑度、还原度 1) 烟弹设计: 烟草薄片的密度和排列方式会影响加热效率和烟雾释放。 2) 烟雾量: 足够的烟雾量能提供更接近传统卷烟的体验, 但过多可能引起不适。 3) 烟草薄片处理工艺: 切割、湿度和添加剂(如香精)会影响烟雾的口感和香气。 4) 风味还原度: 烟草风味的还原度和香气的层次感是提升体验的关键。 5) 过滤嘴设计: 过滤嘴的材料和结构会影响烟雾的过滤效果和口感。

资料来源: 信达证券研发中心

烟具: 加热方式多元, 电磁加热引领市场。HNB 产品烟具主要分为低温加热和去氧加热, 其中去氧加热主要为郑州烟草研究院的自然吸气技术, 目前仍未广泛商用。市面上主流 HNB 产品采用低温加热, 主要分为电阻、电磁、红外、光等技术路径, 其中电阻加热包括环形加热&中心加热, 由于其主流烟气以及环境烟气释放有害物质较低, 成为各烟草集团主要布局路线。2021 年菲莫发布电磁加热技术, 汇集各类路线优点, 并通过烟弹内置金属加热片解决清洁等使用痛点, 成为 HNB 产品目前主流技术路线。此后, 红外加热、光加热等方式逐步面世, 整体加热效率、升温速度更优, 未来伴随技术优化&成本节降, 有望在更多产品上广泛应用。

图 46：HNB 烟具技术路径图谱

HNB 加热方式	低温加热技术	电阻加热	环形加热	特制烟弹插入烟具后，烟弹会在加热室内由外而内被充分加热	优点：通过加热不燃烧的方式释放烟气 缺点：热量易向烟具传导，烟气释放不均匀	GLO、ACCORD、Ploom X	
			中心加热	烟具内配备供热的加热片，使用时将烟弹插入加热片，加热片工作温度不超过350℃，烟草温度不超过300℃，随后通过烟弹热裂解反应释放烟气。	优点：直接加热烟弹内部，热量利用效率高 缺点：清洁繁琐，加热片易折断	IQOS 3 DUO	
		混合式加热		使用时通过电加热汽化液体部分，蒸汽流经烟草胶囊，携带出烟草中的烟气成分供消费者吸食	优点：烟草胶囊使用方便 缺点：加热本质非烟草制品，口感略差	IFUSE、Ploom Tech	
		电磁加热		烟具内部有片式螺旋缠绕线圈，节省厚度空间。烟弹内部中心位置安装有小型金属薄片，当烟弹插入烟具时，内部线圈自动感应产生磁性开启加热模式，加热片直接加热烟草薄片	优点：操作极为便利，烟气释放均匀，无需清洁 缺点：暂无	IQOS ILUMA	
		红外加热		红外加热技术具有很好的穿透性，使加热基质内外同时加热，提高加热基质有效利用率	优点：穿透性强，升温较快 缺点：精准控温难度较高；容易导致局部过热或加热不均匀	GLO HILO、合元breelight	
		光加热		利用类似太阳光的全波段光波实现快速、均匀的加热	优点：快速预热，口感提升、无需清洁 缺点：设备成本较高	合元Alkaid	
		碳加热		需先将碳源点燃，燃烧的碳源对流经的空气加热，而后热空气经过烟草片和烟草柱携带出挥发性成分供消费者使用	优点：加热形态探索先驱，为HNB研究贡献积极影响 缺点：味道差、烟支点燃困难	Premier	
		燃料加热		加热室导热外盒中的铂或钯催化丁烷无火焰燃烧，热量通过传导、对流和辐射方式传递到烟丝卷，进而产生烟气供消费者使用	优点：开放HNB想象空间 缺点：操作繁琐	无	
	去氧加热技术	自然烟气加热		直接通过烟具和烟支的巧妙密封使空气不流经烟草段，直接加热无氧环境下的烟草基质即可产生烟气，同时利用气流通道的设计对生成烟气进行提取形成主流烟气	优点：绕开专利封锁 缺点：设备成本较高	无	

资料来源：刘亚丽，王金棒，郑新章等《加热不燃烧烟草制品发展现状及展望》，艾邦新消费，信达证券研发中心

烟弹：原材料&工艺壁垒深厚，产业链扩容。HNB 烟弹主要包括烟草段与滤棒，其中烟草材料中需添加大量香精弥补香味。

- **烟草段：准入门槛较高，工艺壁垒深厚。**烟草段主要分为颗粒型、传统烟丝型和烟草薄片、固态挤压成型烟草基段四种，其中烟草薄片为目前市场主流烟芯材料。传统卷烟薄片原料通常为烟梗及少量烟叶，在卷烟中作用仅仅为辅料填充，但 HNB 中烟草薄片为烟草段主要成分、原料中烟叶占比较多，且薄片负责承载有效成分，其质量直接影响烟气释放量、状态、烟香，因此对工艺要求严格。此外，薄片原材料为烟叶，在多数国家仅有传统烟草龙头具备采购渠道&资质，因此行业准入门槛较高。

图 47：烟草段主要材料

产品形态	主要特点
颗粒或者块状	工艺简单，便于实现工业化生产，但由于吸阻较大，对烟气的稳定性有一定影响
传统烟丝	均匀性一般，负载发烟剂的能力不强，在低温加热状态下香气及烟碱释放效果不理想
烟草薄片	与颗粒状、传统烟丝作为烟草段材料相比，再造烟叶在保持自然烟叶有效成分的同时，具有可塑性较强、均质化及可控水平较高的特点。
固态挤压成型烟草基段	将原烟烟叶去掉筋，磨粉过筛，添加雾化剂、木炭颗粒以及氧化钙并搅拌均匀，采用专用的加工模具将上述物料压制成形，省去制作烟草薄片、切丝卷制烟支的繁杂过程，降低了加热卷烟的制作成本，制得的加热卷烟烟草基段香气更浓郁。

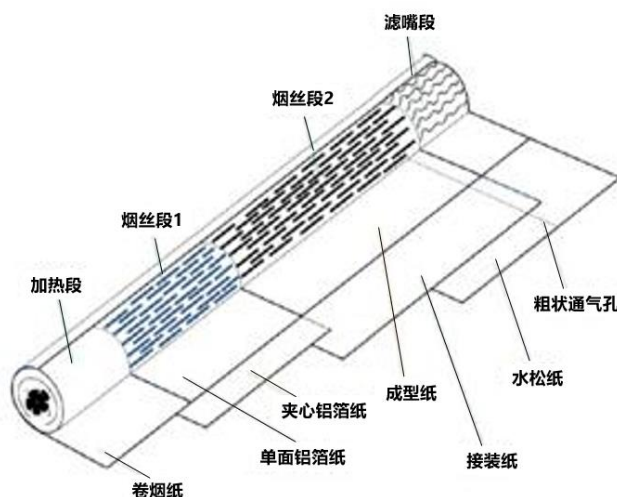
资料来源：董高峰，田永峰，尚善斋等《用于加热不燃烧（HnB）卷烟的再造烟叶生产工艺研究进展》，信达证券研发中心

- **烟用香精：HNB 加热方式决定香精用量显著增加。**HNB 主要特征即为只加热不

点燃，因此可以减少烟草高温燃烧裂解产生的有害成分，但不点燃烟草物质，也减少了大量通过热合成和热裂解产生的香味成分，传统香精中许多大分子有机物质（覆盆子酮、百里香酚、二氢香豆素）必须经过高温才能产生类似花香、果香和豆香的香味成分。加热不燃烧的加热温度区间内（250-350℃），香味成分不能完全挥发，难免会产生口腔舒适性差、有苦涩感，香气不丰富等问题。因此 HNB 中需加入更多香精以达成香味补偿目的，一般使用量是传统烟草的 5-10 倍。

- **滤嘴：HNB 烟气湿度&烟支长短决定滤嘴聚焦降温功能。**传统卷烟中到达口腔的主流烟气温度能够达到 35℃~90℃，在抽吸接近结束的前 2~3 口抽吸时，滤嘴端的烟气温度最高可达 70℃~80℃，消费者未感觉灼热是因为烟气相对干燥。而 HNB 卷烟产生的气溶胶虽然本身温度较低，但由于加热温度低，烟气含水量高，且烟支较短使烟气通路缩短，因此消费者吸食 HNB 卷烟时会有一定的灼热感，且对消费者口腔黏度、气管粘膜等造成一定损伤，因此 HNB 滤棒部分在保留卷烟过滤段（醋酸纤维）之外，探索研发降温段；除此之外，因结构复杂化，烟草段与滤嘴段中间添加中空支撑端以助于烟气生成以及烟支塌陷变形。

图 48：HNB 烟弹拆解



资料来源：陕西中烟，信达证券研发中心

4.2 产业链空间广阔，核心供应商蓄势待发

产业链空间广阔。2023 年 HNB 烟弹/烟具销售额规模分别达 323/21 亿美元（2019-2023 年 CAGR 分别为 102%/66%），销量分别为 1603 亿支/4100 万套（CAGR 分别为 101%/73%）。根据欧睿预测，2028 年烟弹/烟具销售额将分别达到 610/40 亿元（2023-2028 年 CAGR 分别为 14%/13%），销量分别为 2504 亿支/6500 万套（CAGR 分别为 9%/10%），若考虑美国&中国市场开放，我们预计增长斜率或将更高。

图 49: HNB 烟具规模 (亿美元, 亿支, 美元/支)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
HNB销售额 (烟弹)	1.19	12.75	51.97	111.49	149.45	195.21	260.30	288.39	323.34	364.11	416.36	473.51	537.64	609.54
YOY		974.47%	307.50%	114.51%	34.06%	30.62%	33.34%	10.79%	12.12%	12.61%	14.35%	13.72%	13.55%	13.37%
HNB销量 (烟弹)	5.99	59.17	250.27	535.25	726.70	935.57	1204.43	1426.01	1603.09	1776.13	1938.06	2108.29	2298.77	2504.55
YOY		888.65%	322.96%	113.87%	35.77%	28.74%	28.74%	18.40%	12.42%	10.79%	9.12%	8.78%	9.03%	8.95%
烟弹均价	0.20	0.22	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22	0.23	0.24
YOY		8.68%	-3.66%	0.30%	-1.26%	1.46%	3.58%	-6.42%	-0.27%	1.64%	4.80%	4.54%	4.14%	4.06%
HNB销售额 (烟具)	0.37	1.04	4.68	9.57	12.37	16.81	17.99	18.72	21.30	24.42	27.78	31.39	35.26	39.82
YOY		179.09%	349.38%	104.53%	29.25%	35.95%	6.99%	4.07%	13.74%	14.69%	13.76%	12.97%	12.35%	12.91%
HNB销量 (烟具)	0.01	0.01	0.07	0.16	0.18	0.25	0.29	0.34	0.41	0.45	0.50	0.54	0.59	0.65
YOY		180.00%	392.86%	127.54%	12.10%	42.61%	14.34%	19.16%	18.42%	11.85%	9.49%	9.07%	9.06%	9.49%
烟具均价	74.60	74.36	67.80	60.94	70.27	66.98	62.68	54.74	52.58	53.91	56.01	58.02	59.77	61.63
YOY		-0.33%	-8.82%	-10.11%	15.30%	-4.67%	-6.43%	-12.66%	-3.95%	2.54%	3.90%	3.58%	3.02%	3.12%

资料来源:欧睿, 信达证券研发中心

核心供应商蓄势待发。在烟具代工制造、香精、滤嘴、薄片 (少部分获资质&具备核心专利民企)、包装、HNB 卷烟纸等环节, 我国供应商均有望参与。其中, **思摩尔国际**早在 2015 年就已开始对 HNB 技术研发大力投入, 2018 年推出第一代拥有自主知识产权的加热技术, 2019 年创立 Metex 技术平台为客户提供一体化解决方案, 2024 年与关键客户建立里程碑式战略合作关系; **仙鹤股份**在烟草用纸领域深耕多年, 可生产适用于 HNB 产品的配套缓释薄片材料、纸基滤棒材料以及非烟草类 HNB 纸管等; **盈趣科技**深度绑定菲莫国际, 早期供应塑胶件等配件产品, 近年来供应地位持续升级, 整机订单放量可期; **中烟香港**为中烟旗下唯一平台向全球市场出口新型烟草制品, 2024 收入为 1.35 亿元 (同比+4.0%), 当前聚焦品牌培育、深挖渠道增量空间, 未来有望实现高增。

图 50: 我国部分公司 HNB 领域布局

公司名称	具体布局
思摩尔国际	早在2015年就已开始对HNB技术研发大力投入, 2018年推出第一代拥有自主知识产权的加热技术, 2019年创立Metex技术平台为客户提供一体化解决方案, 有电阻加热、电磁加热两大技术平台。2024年与关键客户建立里程碑式战略合作关系。
仙鹤股份	2022年已通过现有渠道开展HNB新型烟草缓释材料端的开发, 利用纸纤维的优势特点, 为行业提供更完善的解决方案。其他烟草配套系列产品也已在稳定向国内外各大知名烟草公司供应, 如菲莫国际、英美烟草和日本烟草等。
盈趣科技	深度绑定菲莫国际, 早期供应塑胶件等配件产品, 于2022年争取到整机项目, 实现了从开发设计→精密塑胶部件→核心部件→整机组装的全产业链垂直整合
中烟香港	公司为中烟旗下唯一平台向全球市场出口新型烟草制品, 2024收入为1.35亿元 (同比+4.0%), 目前聚焦品牌培育、深挖渠道增量空间, 未来伴随全球渗透率提升, 有望实现高增。
华宝国际	国内烟用香精龙头, 烟草薄片方面已完成建设干法、稠浆法以及颗粒法三种工艺生产线、并已达量产。
中国波顿	国内烟用香精龙头, 早于1998年被中烟指定为烟草行业香精香料定点供应单位, 成功进入中烟供应链体系; 旗下吉瑞科技已在为四川中烟等供应HNB烟具。

资料来源:各公司公告, 公司官网, 信达证券研发中心

图 51: HNB 相关公司盈利预测 (亿元)

公司名称	总市值	归母净利润					PE		
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
思摩尔国际	769.78	25.10	16.45	14.08	17.77	23.73	54.65	43.33	32.43
仙鹤股份	160.26	7.10	6.64	10.77	13.46	16.36	14.89	11.90	9.80
盈趣科技	131.00	6.93	4.51	2.68	3.96	5.40	48.94	33.11	24.27
中烟香港	159.50	3.35	5.43	7.91	8.87	10.01	20.18	17.98	15.93
华宝国际	77.17	(10.55)	2.34	-	-	-	-	-	-
中国波顿	16.74	0.48	1.46	-	-	-	-	-	-

资料来源: , 信达证券研发中心 (均取自 一致盈利预测, 估值时间为 2025 年 3 月 17 日)

风险提示

监管趋严。若全球各国政府对 HNB 等新型烟草产品监管态度趋严，可能影响行业增长。

全球渗透率提升不及预期。若全球渗透率提升缓慢，则行业增速放缓，我国供应商可切入空间有限。

竞争加剧。目前 HNB 格局较为集中，若技术&研发高速发展，行业进入门槛降低，行业竞争可能加剧。

研究团队简介

姜文镭，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。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，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。

骆崢，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 年左右消费行业研究经验，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，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

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。

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。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

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。