

## 商贸零售行业深度报告

# 烟草行业专题报告：新型烟草继续增长，巨头加码无烟产品

增持（维持）

2025 年 05 月 18 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **全球烟草：传统卷烟规模稳定，新型烟草继续增长。**根据欧睿数据，预计 2024 年世界各类烟草制品市场规模为 9514 亿美元，同比+2.6%；其中卷烟/雪茄及其他可燃烟草/新型烟草规模分别为 7756/888/870 亿美元，同比+1.6%/+1.9%/+13.1%。预计新型烟草 2024 年行业规模为 870 亿美元，其中电子烟/加热烟草/无烟产品/口含烟分别为 230/389/138/112 亿美元，同比+9%/+13%/-0.1%/+51%。电子烟规模稳步扩张，一次性占比将下降，合规龙头市场份额有望提升。加热不燃烧行业规模快速增长，美国市场将贡献可观增量，前两大龙头市占率合计近 9 成。尼古丁袋驱动口含烟快速增长。

■ **菲莫国际：IQOS 稳健增长，尼古丁袋快速放量。**1) 菲莫国际以烟草业务为主，无烟产品占比持续提升。2024 年公司营收 379 亿美元，有机同比+9.8%，其中可燃烟草制品/无烟产品收入占比分别为 61%/38%，有机同比+5.9%/+16.7%。2) 加热烟草品牌 IQOS 持续增长。核心品牌 IQOS 发行时间早，实现技术和用户卡位，2024 年用户量达 3220 万人，烟支销量达 1397 亿支，同比+11.6%，市场份额为 5.2%，2025Q1 提升至 5.7%。公司预计 2025 年加热烟草收入销量增速 10%-12%。3) 尼古丁袋驱动口含烟高速增长。2024 年口含烟销量达 10.22 亿罐，同比增长+27.8%，其中尼古丁袋 6.4 亿罐，同比+52.9%，作为 FDA 唯一获批品牌，ZYN 在美迅速扩张，公司预计尼古丁袋 2025 年销量增速 38%-45%。4) 积极推进无烟计划。菲莫布局电子烟业务，核心品牌 VEEV，2024 年出货量达 17 亿单位，2025Q1 出货量实现翻倍增长。菲莫预计 2025 年无烟产品销量同增 12%-14%，2030 年无烟产品收入占比突破 2/3。

■ **英美烟草：多元化布局无烟业务，HNB 新品等有望驱动增长。**1) 燃烧烟草贡献主要收入，多元布局无烟产品。2024 年公司营收 258.67 亿英镑，有机同比+1.3%，其中可燃烟草/新型烟草/传统口含烟收入为 206.85/34.32/10.92 亿英镑，有机同比+0.1%/+8.9%/-3.4%。2024 年无烟产品（含传统口含烟）收入占比为 17.5%，同比+1.0pct。2) 雾化电子烟为主，市占率有望逐步恢复。新型烟草用户达 2910 万中，其中雾化电子烟/HNB/现代口含烟 2024 年收入为 17.21/9.21/7.90 亿英镑，有机同比-2.5%/+5.8%/+53.2%。电子烟量减价增，受到不合规产品冲击，欧美加强监管后份额有望修复。3) 新品有望助力 HNB 份额提升。加热不燃烧 2024 年销量 209 亿支，有机同比-0.3%，glo Hilo 将于 25 年 6 月在日本上市，后续拓展欧洲市场，预计 2026 年在美国上市，新品助力 HNB 快速增长。4) 多元化产品推动无烟化转型。现代口含烟以 Velo 作为核心品牌，2024 年收入 7.9 亿英镑，有机同比+53.2%，新品和美国新市场将支持增长。英美烟草推动无烟转型，HNB 新品将成为重要支撑，预计无烟产品（含传统口含烟）收入占比在 2026/2035 年突破 20%/50%。

■ **投资建议：**全球烟草行业规模接近万亿美元，在减害背景下新型烟草增速领先，并将占据更多市场份额。菲莫国际和英美烟草等国际烟草巨头加大对新型烟草的布局，聚焦加热不燃烧等品类，推进无烟化转型。建议关注与英美烟草 HNB 新品 glo Hilo 绑定的雾化电子代工龙头思摩尔国际，菲莫国际 IQOS 的代工商盈趣科技，以及有望整合境外资产的中烟唯一上市平台中烟香港。

■ **风险提示：**监管政策不确定，新产品推广不及预期，市场竞争加剧等。

### 行业走势



### 相关研究

《4 月我国出口额超预期，关注非美出口核心标的小商品城》

2025-05-12

《关注五一旅游出行高峰，景区公司天气全梳理》

2025-04-28

# 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

内容目录

1. 全球烟草：传统卷烟规模稳定，新型烟草增长势能延续 .....5

2. 菲莫国际：IQOS 稳健增长，尼古丁袋快速放量 .....8

3. 英美烟草：多元化布局无烟业务，HNB 新品等有望驱动增长 .....12

4. 投资建议 .....17

5. 风险提示 .....17

## 图表目录

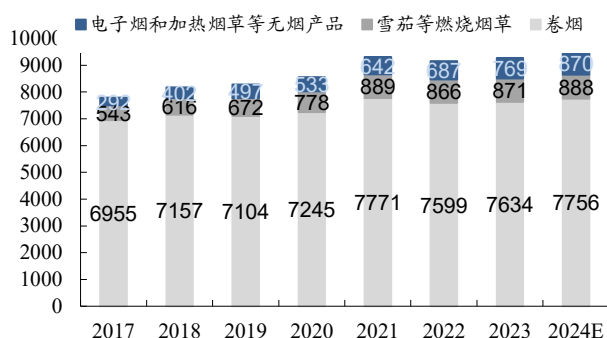
|       |                                       |    |
|-------|---------------------------------------|----|
| 图 1:  | 2017-2024 年全球烟草行业规模 (亿美元)             | 5  |
| 图 2:  | 2017-2024 年全球烟草销量 (亿支)                | 5  |
| 图 3:  | 2017-2024 年全球各地区烟草行业规模 (亿美元)          | 5  |
| 图 4:  | 2017-2024 年全球各烟草销量 (亿支)               | 5  |
| 图 5:  | 2017-2024 年全球新型烟草行业规模 (亿美元)           | 6  |
| 图 6:  | 2017-2024 年全球新型烟草销量 (亿支)              | 6  |
| 图 7:  | 2017-2028 年全球电子烟市场规模 (亿美元)            | 6  |
| 图 8:  | 2017-2024 年全球电子烟销量及 yoy               | 6  |
| 图 9:  | 2023 年电子烟行业分国家规模 (亿美元) 及占比            | 7  |
| 图 10: | 全球电子烟品牌竞争格局 (按市场规模)                   | 7  |
| 图 11: | 2017-2024 年 HNB 市场规模及 yoy             | 7  |
| 图 12: | 2017-2024 年 HNB 销量及 yoy               | 7  |
| 图 13: | 2023 年 HNB 分国家规模 (亿美元) 及占比            | 8  |
| 图 14: | HNB 全球分公司市占率 (按销售量)                   | 8  |
| 图 15: | 2017-2024 年口含烟市场规模及 yoy               | 8  |
| 图 16: | 2017-2024 年口含烟销量及 yoy                 | 8  |
| 图 17: | 2018-2024 年及 2025Q1 年菲莫国际分业务营业收入      | 9  |
| 图 18: | 菲莫国际整体毛利润和毛利率                         | 9  |
| 图 19: | 菲莫国际分业务毛利润                            | 9  |
| 图 20: | 2017-2024 及 2025Q1 年公司可燃烟草销量、销量份额     | 10 |
| 图 21: | 菲莫国际 HNB 销量和市场份额                      | 10 |
| 图 22: | 2017-2024 年 IQOS 使用者数量和转化率            | 11 |
| 图 23: | IQOS 对收入的指数贡献 (以 2020 年为 100)         | 11 |
| 图 24: | 2022-2024 及 2025Q1 年公司分地区 HNB 销量 (亿支) | 11 |
| 图 25: | 2023-2024 年及 2025Q1 口腔无烟产品销量 (亿罐)     | 12 |
| 图 26: | 2022-2024 年及 2025Q1 ZYN 在美国市场销量 (亿罐)  | 12 |
| 图 27: | 英美烟草分业务营业收入 (亿英镑)                     | 12 |
| 图 28: | 英美烟草营业利润及增速 (亿英镑)                     | 13 |
| 图 29: | 英美烟草分业务调整后营业利润                        | 13 |
| 图 30: | 英美烟草燃烧烟草收入及有机增速                       | 13 |
| 图 31: | 英美烟草卷烟销量及增速                           | 13 |
| 图 32: | 2018-2024 年公司新型烟草分产品营收 (亿英镑)          | 14 |
| 图 33: | 2021-2024 年非燃烧产品消费者数量                 | 14 |
| 图 34: | 英美烟草雾化电子烟收入及有机同比增速                    | 14 |
| 图 35: | 英美烟草雾化电子烟销量及同比增速                      | 14 |
| 图 36: | 2019-2024 年电子烟关键市场销量份额                | 15 |
| 图 37: | 美烟草加热不燃烧产品收入及有机同比增速                   | 15 |
| 图 38: | 英美烟草加热不燃烧产品销量及同比增速                    | 15 |
| 图 39: | 2018-2024 年现代口含烟收入及有机增速               | 16 |
| 图 40: | 2018-2024 年现代口含烟销量                    | 16 |

表 1: glo Hilo、glo Hilo plus 与 IQOS ILUMA i 产品对比 ..... 16

## 1. 全球烟草：传统卷烟规模稳定，新型烟草增长势能延续

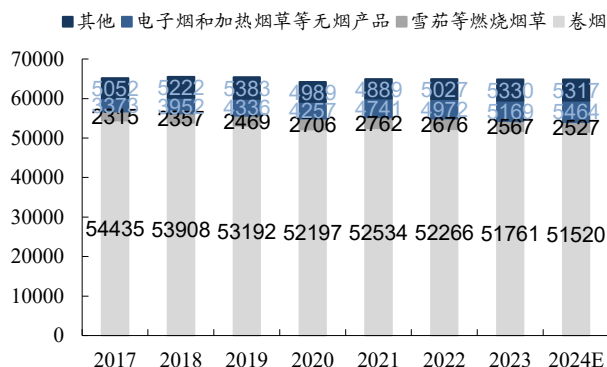
**传统烟草销量下滑，新型烟草市场规模快速增长。**根据欧睿数据，以终端零售额计，预计 2024 年世界各类烟草制品市场规模为 9514 亿美元，同比+2.6%；其中卷烟/雪茄及其他可燃燃烧烟草/雾化电子烟和加热烟草等新型烟草规模分别为 7756/888/870 亿美元，同比+1.6%/+1.9%/+13.1%，占比分别为 81.5%/9.3%/9.1%。从销售量来看，预计 2024 年卷烟/雪茄及其他可燃燃烧烟草/雾化电子烟和加热烟草等新型烟草分别为 51520/2527/5464 亿支，同比-0.5%/-1.6%/+5.7%，新型烟草保持增长趋势。

图1：2017-2024 年全球烟草行业规模（亿美元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

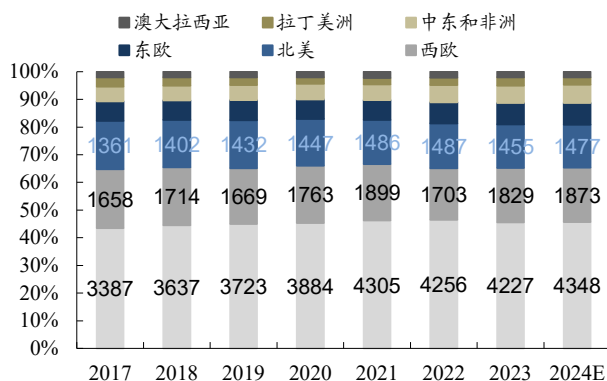
图2：2017-2024 年全球烟草销量（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

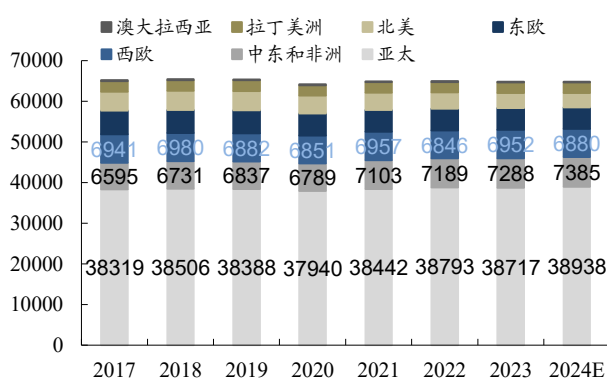
**中国、美国和印尼为前三大烟草消费国。**分地区看，亚太、西欧和北美为前三大市场，预计 2024 年烟草终端销售额分别为 4348/1829/1477 亿美元，占比为 46%/20%/16%。从销售量来看，亚太、中东及非洲和西欧为前三大销量市场，2024 年烟草销量占比分别为 60%/11%/11%。分国家看，中国、美国、印尼为前三大消费国，2024 年终端零售额分别为 2874/1319/363 亿美元，占比分别为 30%/14%/4%，销售量占比分别为 39%/5%/5%。

图3：2017-2024 年全球各地区烟草行业规模（亿美元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

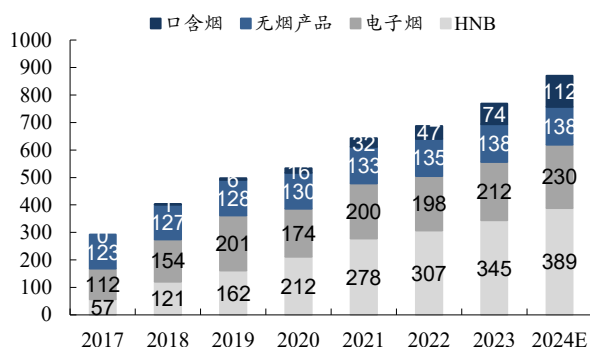
图4：2017-2024 年全球各烟草销量（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

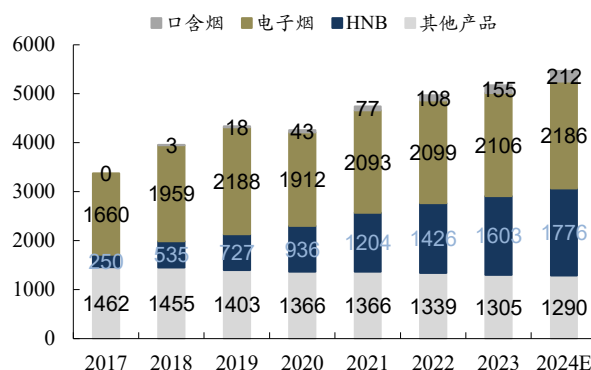
**新型烟草以雾化电子和加热不燃烧为主。**欧睿预计 2024 年全球新型烟草的行业规模为 870 亿美元，其中，雾化电子烟/加热烟草/无烟产品/口含烟分别为 230/389/138/112 亿美元，同比+9%/+13%/-0.1%/+51%，占比为 27%/45%/16%/13%。从销量来看，2024 年雾化电子烟/加热烟草/口含烟销量分别为 2186/1773/212 亿支，同比+4%/+11%/+37%，加热烟草仍维持双位数增长，口含烟快速放量。据英美烟草 2024 年资本市场日口径，美国非法调味产品约占雾化电子烟市场规模的 70%，实际消费市场规模较统计口径更大。

图5：2017-2024 年全球新型烟草行业规模（亿美元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

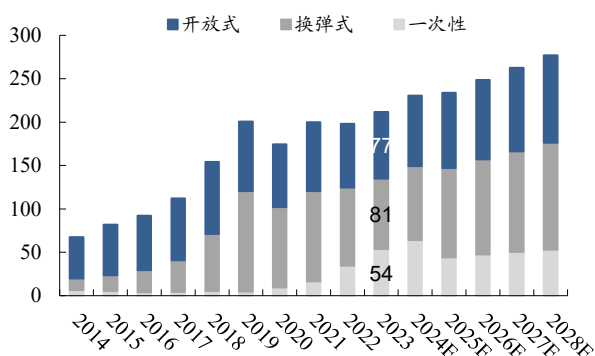
图6：2017-2024 年全球新型烟草销量（亿支）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

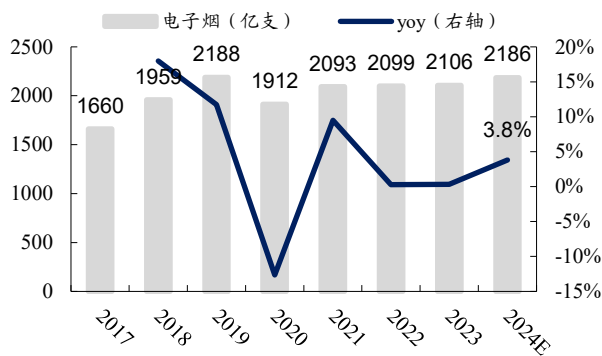
**电子烟规模稳步扩张，一次性占比将下降。**2023 年，全球电子烟的市场规模为 212 亿美元，同比+7%，较 2019 年同期+5%，其中封闭一次性、封闭换弹式和开放式电子烟市场规模分别为 54/81/77 亿美元，占比为 25%/38%/36%。欧睿预计，2024 年全球电子烟零售规模为 230 亿美元，同比+9%，2023-2028 年雾化电子烟行业规模 CAGR 为 6%，其中一次性/封闭式/开放式 CAGR 分别为-0.3%/+9%/+6%。

图7：2017-2028 年全球电子烟市场规模（亿美元）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图8：2017-2024 年全球电子烟销量及 yoy

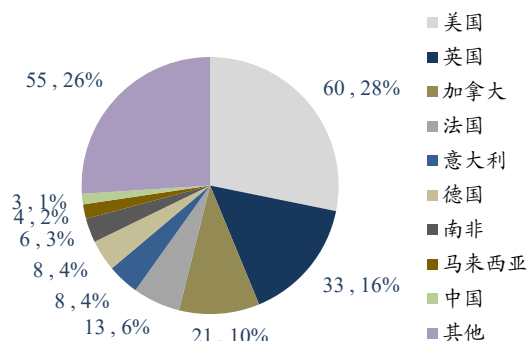


数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

**电子烟合规龙头市占率有望提升。**分国家来看，美国、英国、加拿大、法国和意大利为前五大市场，2023 年电子烟市场规模分别为 60/33/21/13/8 亿美元，占比为 28%/16%/10%/6%/4%。分品牌来看，2023 年英美烟草的 Vuse 和 JUUL Labs 的 JULL 为

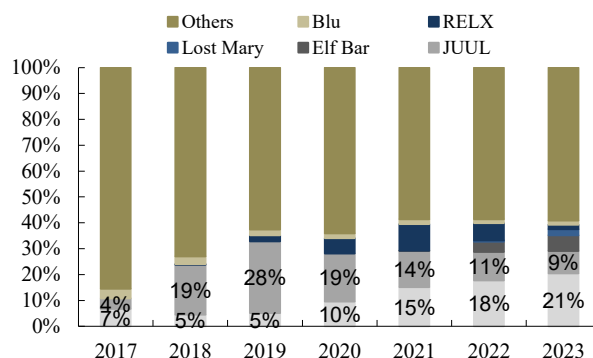
前两大品牌，分别为 21%/9%；一次性产品 Elf Bar 和 LostMary 市占率快速提升。我们预计不合规产品或将出清，格局优化趋势下未来合规龙头的市占率有望提升。

图9：2023 年电子烟行业分国家规模（亿美元）及占比



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

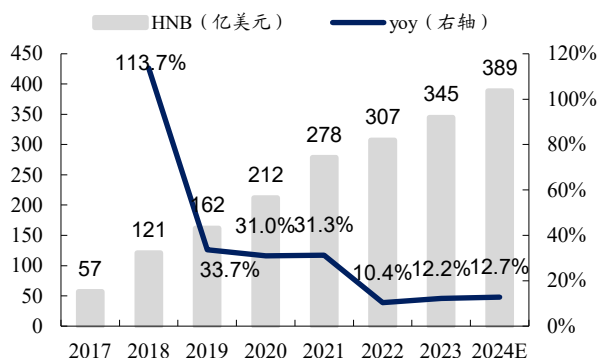
图10：全球电子烟品牌竞争格局（按市场规模）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

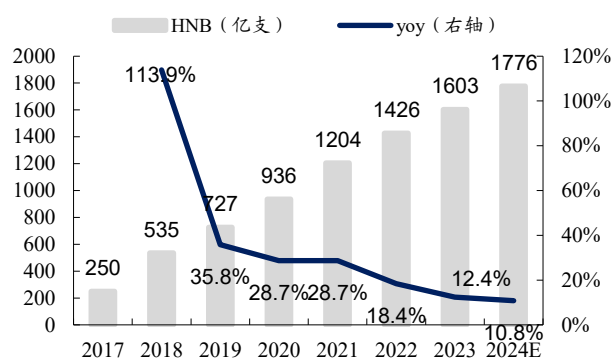
**加热不燃烧行业规模快速增长。**欧睿数据零售额口径下，2023 年加热不燃烧（HNB）全球规模为 345 亿美元，同比+12%，全球销量为 1603 亿，同比+12.4%；2018-2023 年全球销量/市场规模 CAGR 为 25%/23%。欧睿预计 2023-2028 年 HNB 行业市场规模 CAGR 为 14%，2024 年规模为 389 亿美元，销量 1776 亿支。HNB 较传统卷烟产生有害物质更少，其口感较电子烟更接近传统卷烟，有助于减害替代，HNB 渗透率有望提升。

图11：2017-2024 年 HNB 市场规模及 yoy



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

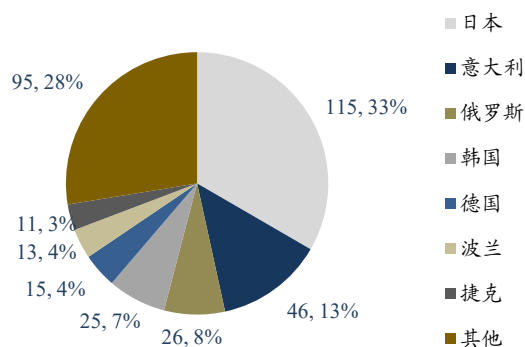
图12：2017-2024 年 HNB 销量及 yoy



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

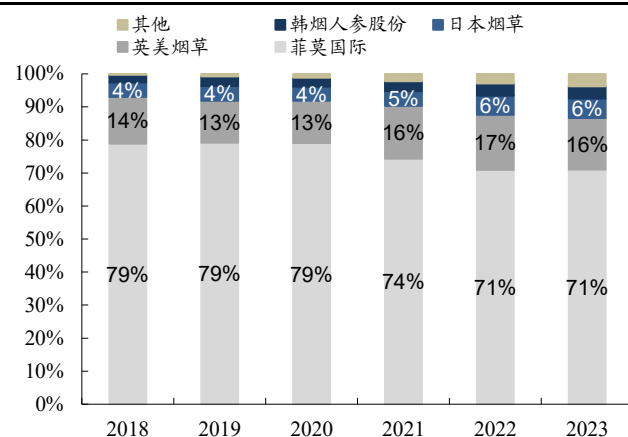
**美国市场将贡献可观增量，前两大龙头市占率分别为 71%/16%。**分国家来看，日本、意大利、俄罗斯、韩国、德国为前五大市场，2023 年 HNB 市场规模分别为 115/46/26/25/15 亿美元，占比为 33%/13%/8%/7%/4%。分公司来看，HNB 市场的主要参与者以传统烟草巨头为代表，2023 年按销售量计的前三大公司菲莫国际、英美烟草和日本烟草，市场份额分别为 71%/16%/6%，三大龙头占据 9 成以上市场。2024 年菲莫国际和英美烟草在美国达成专利和解，预计 2025 年起美国 HNB 市场规模快速增长。

图13: 2023 年 HNB 分国家规模 (亿美元) 及占比



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

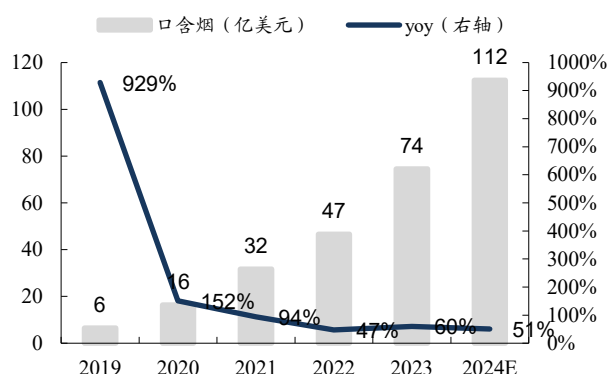
图14: HNB 全球分公司市占率 (按销售量)



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

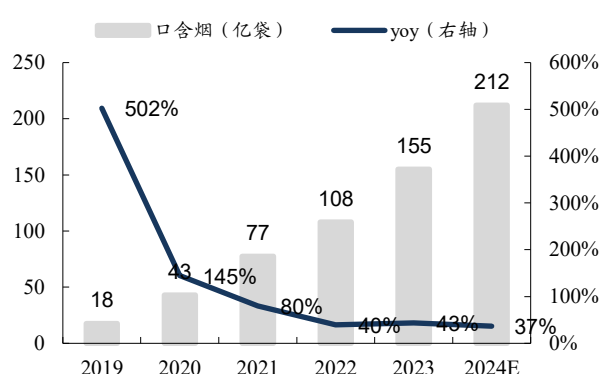
**尼古丁袋带动口含烟高速增长。**尼古丁袋市场份额快速扩容, 欧睿预计 2024 年市场规模达 112 亿美元, 同比+51%, 销量为 212 亿袋, 同比+37%。2025 年 1 月, 美国 FDA 审批通过第一款口含烟产品, 有望助力美国市场继续扩容。

图15: 2017-2024 年口含烟市场规模及 yoy



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

图16: 2017-2024 年口含烟销量及 yoy

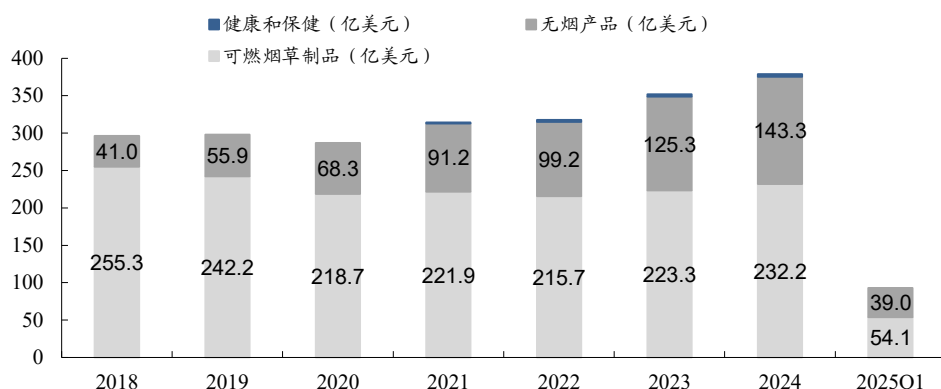


数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

## 2. 菲莫国际: IQOS 稳健增长, 尼古丁袋快速放量

**菲莫国际以烟草业务为主, 无烟产品占比持续提升。**公司业务分为烟草业务与健康保健业务, 烟草业务占比超过 99%。烟草业务分为: 1) 可燃烧烟草: 以卷烟为主, 核心产品是 Marlboro; 2) 无烟产品: 以加热不燃烧 (HNB) 为主, 核心产品 IQOS; 同时布局电子烟、口腔无烟产品, 核心产品有电子烟 VEEV、尼古丁袋 ZYN。2024 年, 公司实现营收 378.78 亿美元, 报表同比+7.69%, 有机增速为+9.8%。其中, 可燃烟草制品/无烟产品收入分别为 232.18/143.27 亿美元, 有机增速为+5.9%/+16.7%; 占比 61%/38%, 同比-2.2pct/+2.2pct。2025 年 Q1, 公司实现营收 93.01 亿美元, 报表同比+5.8%, 有机增速为+10.2%; 其中, 可燃烟草制品/无烟产品收入为 54/39 亿美元, 有机增速+3.8%/20.4%。

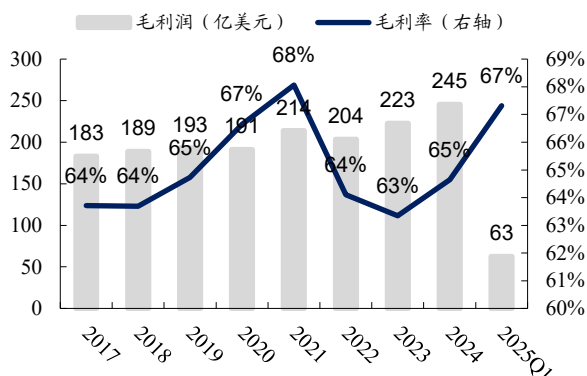
图17：2018-2024 年及 2025Q1 年菲莫国际分业务营业收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

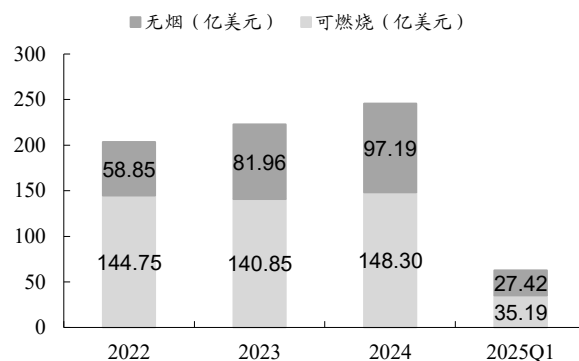
**毛利率结构性改善。**2024 年，公司整体毛利润 245.49 亿美元，报表同比+10.22%，有机增速+12.7%，无烟/可燃的毛利润分别为 97.2/148.3 亿美元，有机增速为+22.7%/+6.8%；占比为 39.6%/60.4%，同比+2.81pct/-2.81pct。2024 年无烟产品毛利率达到 66.6%，较传统烟草+2.7pct，由于高毛利的无烟产品收入比例增加和可燃烟草的高定价、节约成本策略，公司整体毛利率水平提升。2025 年 Q1，公司整体毛利润 62.61 亿美元，无烟/可燃分别 27/35 亿美元，有机同比增速+33.1%/5.3%，毛利率提升至 67.2%。

图18：菲莫国际整体毛利润和毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

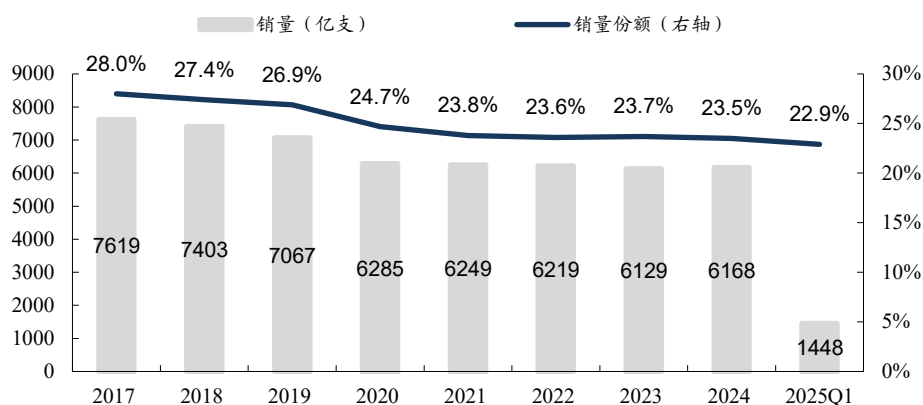
图19：菲莫国际分业务毛利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**传统可燃烟草销量稳定，通过提高定价和毛利率策略促进收入增加。**2024 年实现营收 232.18 亿美元，有机增速为+5.9%；卷烟实现销量 6168.27 亿，同比+0.6%。公司整体卷烟全球销量份额为 23.5%；其中，核心品牌 Marlboro(万路宝)的全球销量份额为 10.1%，较去年+0.3pct。2025 年 Q1，卷烟实现销量 1448 亿，公司整体卷烟全球销量份额为 22.9%。

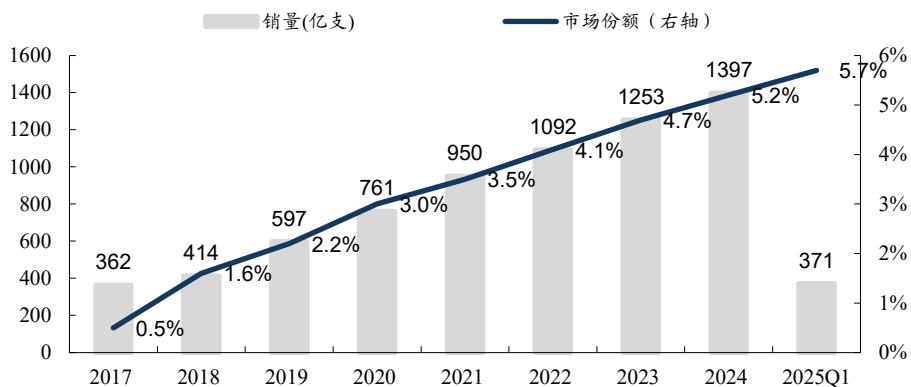
图20：2017-2024 及 2025Q1 年公司可燃烟草销量、销量份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**加热不燃烧规模扩大，份额持续提升。**2024 年菲莫国际 HNB 烟支销量达 1397 亿支，同比+11.6%，若剔除下游分销商/零售商库存扰动，全年销量同比+12.6%。市场份额继续扩大保持领先优势，占全球烟草市场份额 5.2%，较 2023 年增加 0.5pct。2025 年 Q1，HNB 烟支出货量达 371 亿支，市场份额提高至 5.7%。

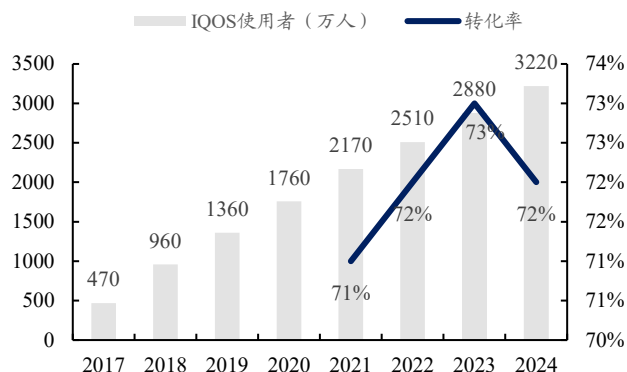
图21：菲莫国际 HNB 销量和市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

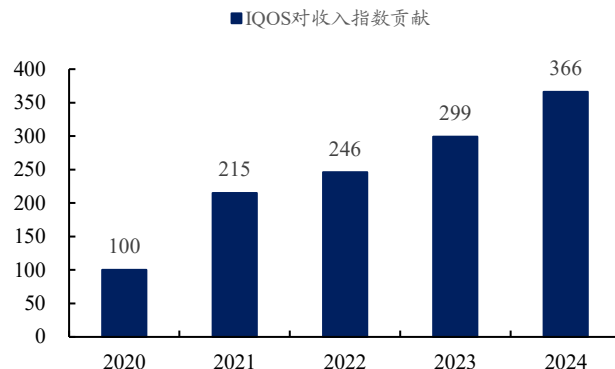
**核心品牌 IQOS 发行时间早，实现技术和用户卡位。**IQOS 系列作为最早上市的加热不燃烧品牌，产品技术专利构筑研发壁垒，高粘性的消费习惯助力打造用户和市场优势。2024 年 IQOS 使用者增长至 3220 万人次，同比+12%，转化率（从使用传统烟草产品转化为 IQOS）延续 72% 的高水平。随着 IQOS ILUMA 的推出，IQOS 业务规模不断扩大，2024 年产品指数化贡献度是 2020 年的 3.66 倍。

图22: 2017-2024 年 IQOS 使用者数量和转化率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

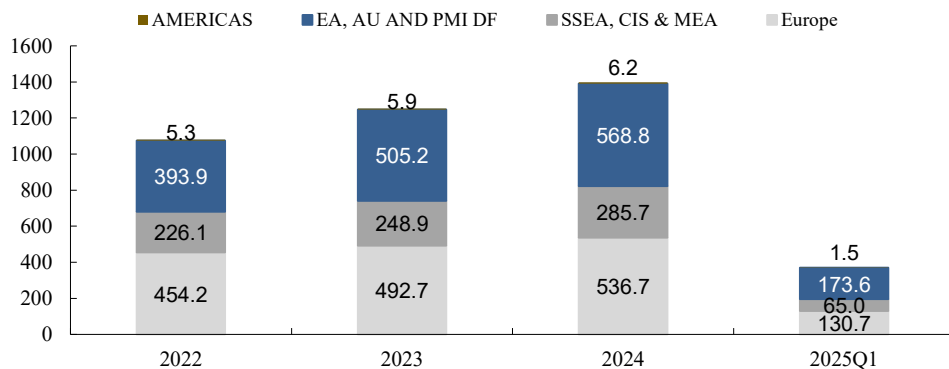
图23: IQOS 对收入的指数贡献 (以 2020 年为 100)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**IQOS 在主要市场稳步扩张。**分地区看, 欧洲地区及东亚、澳大利亚和 PMI 免税店是 HNB 的主要市场, 2024 年销量为 537/569 亿支, 同比+9%/15%。截至 2024 年 Q4, 在主要市场日本/欧洲的 IQOS 调整后市场份额达到 30.6%/10.6%, 较去年增加 +3.1pct/+1.1pct。2024 年 11 月, IQOS 3 在美国德州奥斯汀进行上市预热, 公司已经提交 IQOS ILUMA 的上市前烟草产品申请 (PMTA) 和改良风险烟草产品申请 (MRTP), 预计 2025H2 通过 PMTA, 申请通过后可进一步打开美国市场。

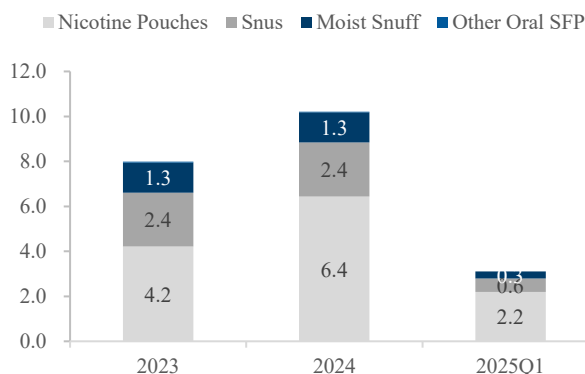
图24: 2022-2024 及 2025Q1 年公司分地区 HNB 销量 (亿支)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

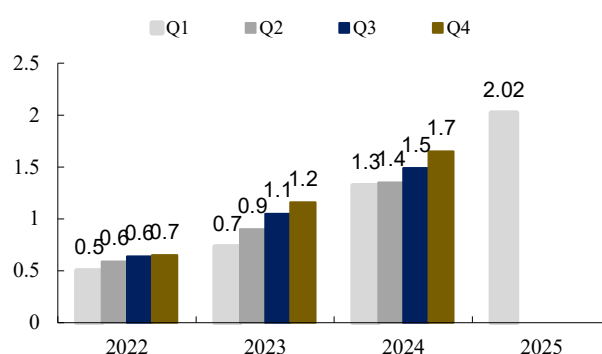
**尼古丁袋驱动口含烟产品快速增长。**2024 年口含烟销量达到 10.22 亿罐, 同比增长 +27.8%, 其中尼古丁袋/唇烟/鼻烟分别为 6.4/2.4/1.3 亿罐, 同比+52.9%/-0.3%/+0.6%。2024 年公司尼古丁袋产品覆盖全球 37 个市场, 新增 9 个市场; 其中美国为主要市场, 2024 年销量达到 5.81 亿罐, 同比增加+51.3%, 截至 2024Q4, 公司在美国尼古丁袋销量份额达到 65.9%。2025 年 1 月, 美国 FDA 批准 20 款 ZYN 产品, 是美国唯一通过 FDA 审核的尼古丁袋产品, 产能继续扩张将进一步助力美国市场份额提升。2025 年 Q1 口含烟销量达到 3.2 亿罐, 同比+31.0%, 其中尼古丁袋销量 2.2 亿罐, 在美国/非美国增速均为 53%, 在美国市占率达 70.5%。

图25: 2023-2024 年及 2025Q1 口腔无烟产品销量 (亿罐)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 2022-2024 年及 2025Q1 ZYN 在美国市场销量 (亿罐)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

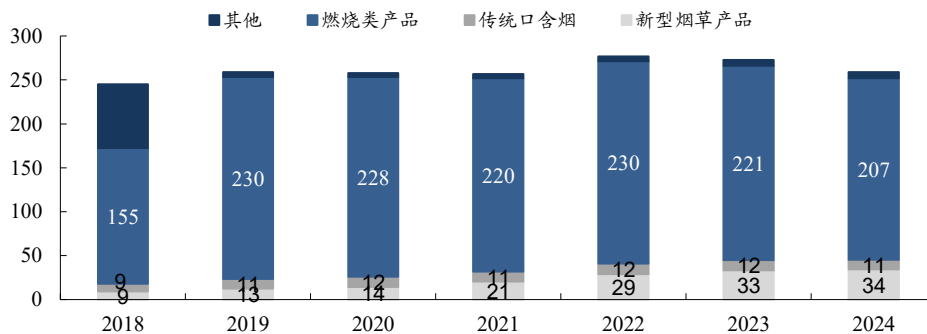
**电子烟高速增长。**核心电子烟品牌 VEEV 已在全球 40 个市场上市, VEEV 是欧洲 13 个市场中 top3 的品牌, 在包括意大利、罗马尼亚、捷克在内的 5 个国家排名第一, 2024 年出货量达 17 亿支。2025Q1 出货量 6 亿支, 实现翻倍增长。

**公司将继续扩大无烟产品市场规模。**菲莫计划 2030 年无烟产品收入占比突破三分之二。2025 年公司预计全年收入同增 6%-8%, 分品类看, 预计无烟产品销量同增 12%-14%, 其中加热烟草销量增长 10%-12%、美国尼古丁袋销量同增 38%-45%至 8-8.4 亿罐。

### 3. 英美烟草: 多元化布局无烟业务, HNB 新品等有望驱动增长

**燃烧烟草为主要营收来源, 同时布局新型烟草等产品。**1) 可燃烧烟草: 以卷烟为主; 2) 新型烟草: 以电子烟为主, 同时布局加热不燃烧、现代口含烟, 核心品牌有 Vuse 电子烟、glo 加热不燃烧和 Velo 口含烟; 3) 口含烟和其他。2024 年, 公司实现营业收入 258.67 亿英镑, 同比-5.2%, 有机口径同比+1.3%。分业务来看, 可燃烧烟草/新型烟草/传统口含烟/其他营业收入为 206.85/34.32/10.92/6.58 亿英镑, 同比-6.4%/+2.5%/-6.0%/-1.0%, 有机口径同比+0.1%/+8.9%/-3.4%/+10.1%。

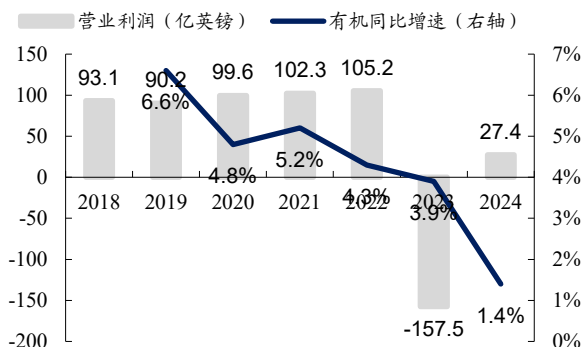
图27: 英美烟草分业务营业收入 (亿英镑)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

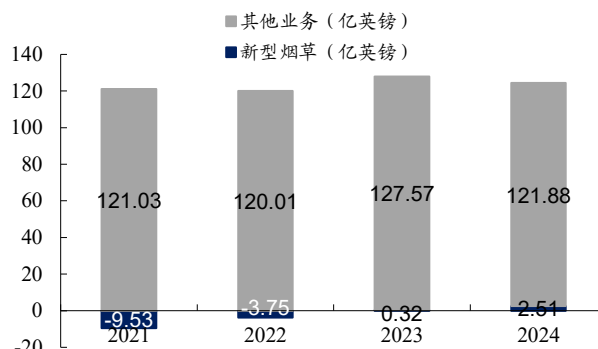
**新型烟草业务逐步贡献利润。**2024 年公司营业利润为 27.36 亿英镑，同比扭亏为盈，主要是由于摊销和减值费用减少；经调整有机营业利润为 124.39 亿英镑，有机同比+1.4%，其中，新型烟草业务/其他业务调整后的营业利润分别为 2.51/121.88 亿英镑，新型烟草业务盈利能力改善。

图28：英美烟草营业利润及增速（亿英镑）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

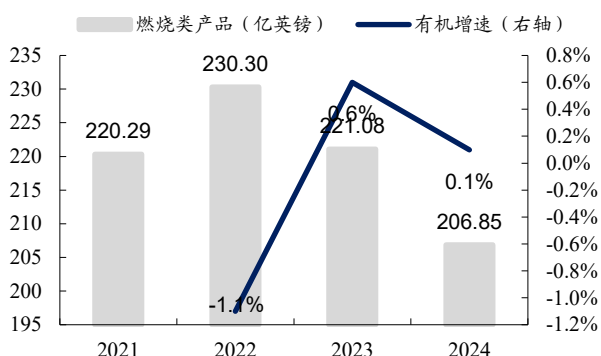
图29：英美烟草分业务调整后营业利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

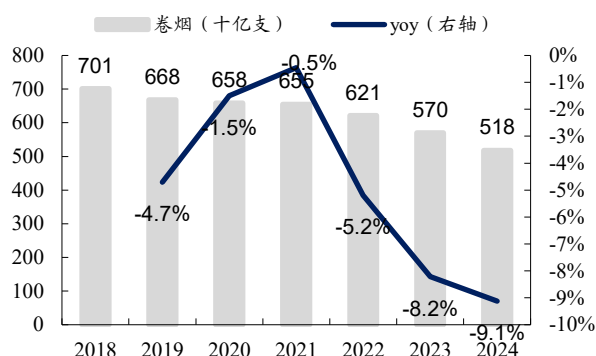
**传统可燃烟草量缩价涨。**卷烟业务上，公司有五大战略品牌 DUNHILL、PALL MALL、LUCKY STRIKE、KENT、Rathmans。2024 年可燃烟草收入为 206.85 亿英镑，同比-6.4%，主要是由于销量下降；有机同比-0.1%，主要由于定价稳健和市场份额提高。2024 年销量为 5180 亿，同比-9.0%，按照有机口径-5.2%；2024 年公司有机价格增速为+5.3%，在主要市场卷烟销量份额上升 20 个基点。

图30：英美烟草燃烧烟草收入及有机增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：英美烟草卷烟销量及增速

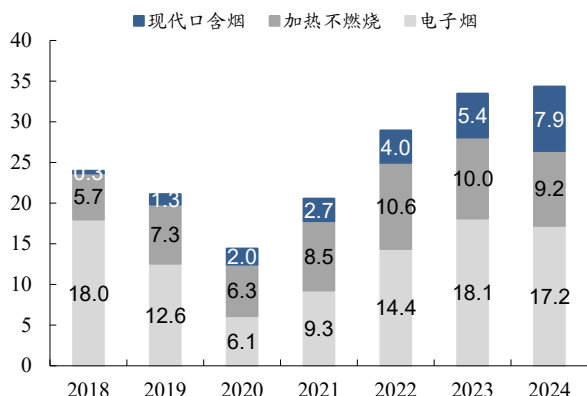


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新型烟草以雾化电子烟为主，加热不燃烧和口含烟快速发展。**2024 年，新型烟草业务营业收入 34.32 亿英镑，同比+2.5%，有机口径同比+8.9%，其中雾化电子烟/HNB/现代口含烟分别 17.21/9.21/7.90 亿英镑，有机同比-2.5%/+5.8%/+53.2%。2024 年无烟产品（含传统口含烟）收入占比为 17.5%，同比+1.0pct。2024 年新型烟草使用人数达到 2910 万人，新增 360 万人。受益于规模优势和费用优化，调整后有机口径下新型烟草毛利润

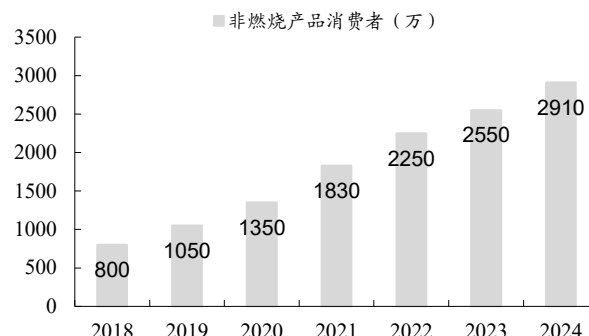
同比+19.8%。

图32：2018-2024 年公司新型烟草分产品营收（亿英镑）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

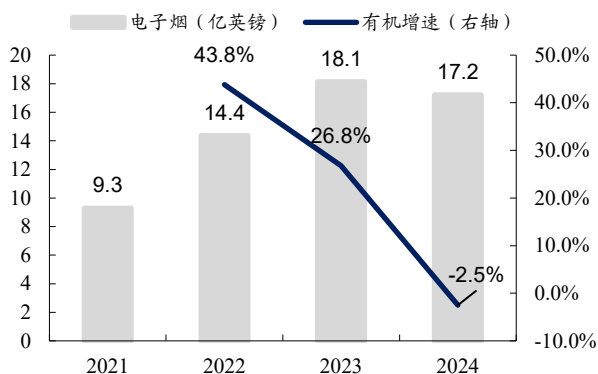
图33：2021-2024 年非燃烧产品消费者数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

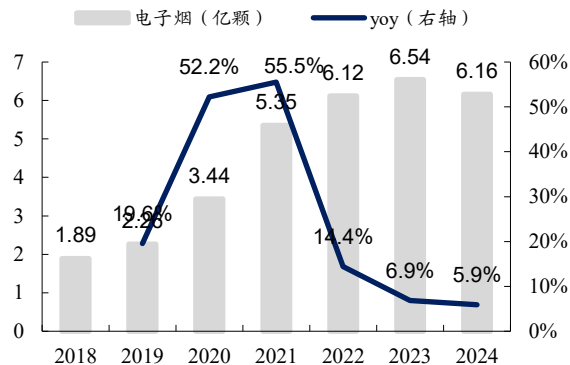
**雾化电子烟量减价增。**2024 年已有 1190 万电子烟消费者，新增 10 万消费者。雾化电子烟以 Vuse 为核心品牌，2024 年英美烟草电子烟业务实现收入 17.2 亿英镑，有机同比-2.5%，主要系销量受到不合规电子烟产品的冲击；2024 年电子烟销量为 6.16 亿颗，同比-5.9%，价格同比+3.3%。

图34：英美烟草雾化电子烟收入及有机同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

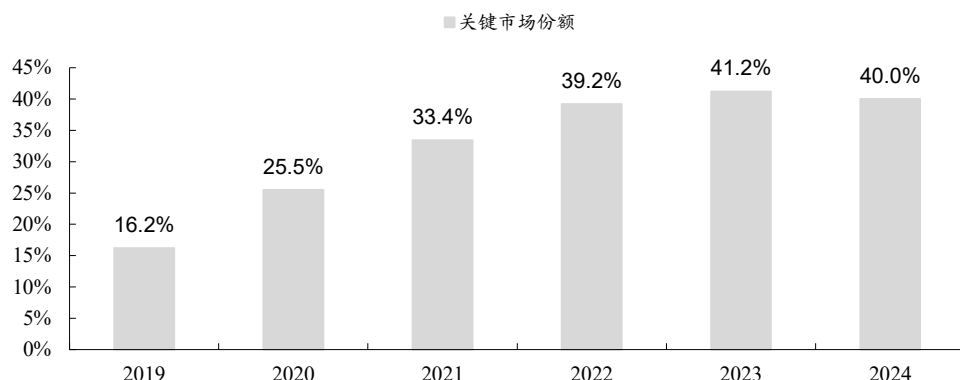
图35：英美烟草雾化电子烟销量及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**电子烟核心市场市占率有望逐步恢复。**2024 年英美烟草电子烟已经在 63 个市场销售，在美国、加拿大、法国、英国、西班牙、波兰和德国 7 大核心市场的市占率为 40.0%，同比-1.2pct，份额下滑主要系北美市场受到非法产品的冲击。FDA 已加强对不合规产品的执法力度，欧洲市场逐步禁止一次性烟，监管趋严有利于公司合规产品份额恢复。

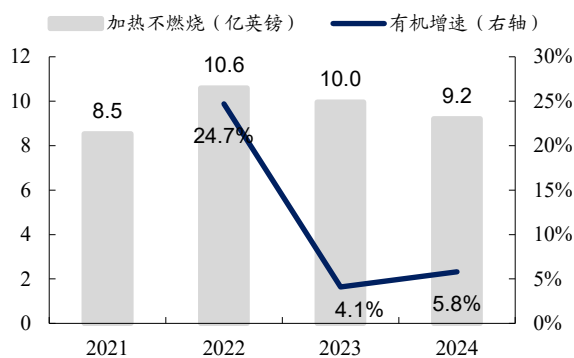
图36：2019-2024 年电子烟关键市场销量份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

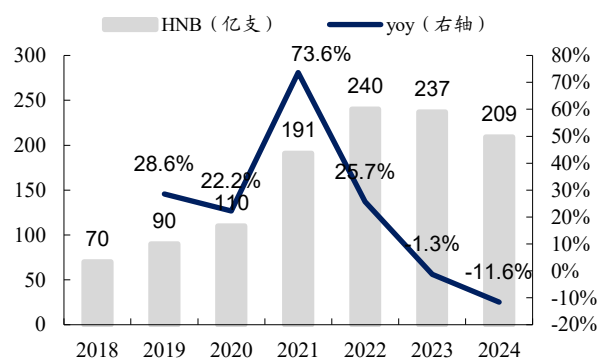
加热不燃烧年销量 209 亿支，市场规模 9.21 亿英镑。英美烟草加热不燃烧（THP）业务以 glo 作为核心品牌，已在 33 个国家销售。2024 年加热不燃烧业务实现营收 9.21 亿英镑，同比-7.6%，有机口径同比+5.8%；销量为 209 亿支，同比-11.6%，有机口径同比-0.3%，主要受到出售俄罗斯和白俄罗斯业务影响。glo 在加热不燃烧 8 个关键市场份额为 16.7%，同比-0.4pct，主要由于出售业务和日韩市场竞争激烈。

图37：美烟草加热不燃烧产品收入及有机同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：英美烟草加热不燃烧产品销量及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新品 glo Hilo 将在日本等地上市，助力 HNB 业务快速增长。2024 年 12 月，glo Hilo 和 glo Hilo plus 两款高端定位的加热烟草设备新品在塞尔维亚推出。2025 年 6 月 9 日 glo Hilo 将在日本上市，后续将拓展至欧洲主要消费国；同时，英美烟草已向美国 PMTA 提交申请，预计 2026 年在美国上市。Hilo 新品在外观设计、加热技术、使用时长等方面竞争力提升，有望驱动 HNB 业务市场份额提升。

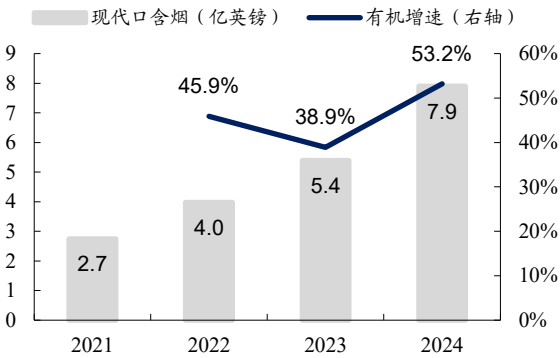
表1: glo Hilo、glo Hilo plus 与 IQOS ILUMA i 产品对比

|            | glo Hilo                          | glo Hilo plus          | IQOS ILUMA i (七代)       |
|------------|-----------------------------------|------------------------|-------------------------|
| 形状         | 一体式                               | 分离式                    | 分离式                     |
| 重量         | 76g                               | 92g                    | 146g                    |
| 尺寸         | 123mm × 16mm × 30mm               | 烟杆 109mm × 15mm × 18mm | 121.5mm × 47mm × 23.4mm |
| 加热技术       | 预加热时间更短，加热温度提升至 370℃              |                        | 电磁加热技术，加热温度 300℃        |
| 充电方式       | 线充                                | 线充和无线充                 | 线充                      |
| 充电时间       | 充满小于 90 分钟，40 分钟可充至 80%           |                        | 充满 135 分钟               |
| 吸烟时间       | 标准模式 5 分 10 秒，加速模式 3 分 40 秒，无限次抽吸 |                        | 最多 6 分钟或 18 口           |
| 充满电后连续使用次数 | 烟杆单独可使用 2 次，连接充电底座可使用 20 次        |                        | 使用标准模式时最多 3 次           |

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

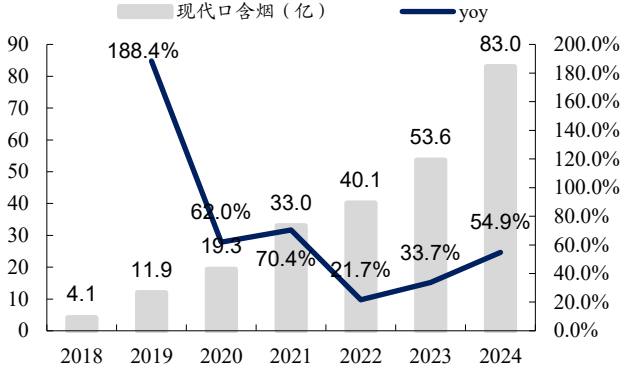
**现代口含烟业绩增速最快。**现代口含烟以 Velo 作为核心品牌，2024 年已经在 44 个市场销售，用户达到 740 万，同比+54.2%。2024 年现代口含烟收入 7.9 亿英镑，同比+46.6%，有机口径同比+53.2%；销量为 83 亿，同比+55.0%，有机增速+56.1%。2024 年 7 个核心市场市占率达到 28.4%，同比+1.3pct。现代口含烟领域，预计推出新品 Velo PLUS，口味更加丰富；进一步开拓美国市场，Velo 2.0 产品已提交 PMTA 申请。随着消费者转向包括现代口含烟在内的替代产品，传统口含烟 2024 年收入 10.9 亿英镑，同比-6.0%，有机口径同比-3.4%，拆分量价看，销量同比-8.2%，价格同比+4.8%。

图39: 2018-2024 年现代口含烟收入及有机增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图40: 2018-2024 年现代口含烟销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**多元化新型烟草业务推动无烟化转型。**英美烟草预计 2025 年收入增速约 1%，有机口同比增速为 1.5%-2.5%，2026 年收入同比增速为 3%-5%。公司将通过多元化产品推动无烟化转型，其中 HNB 新品将成为重要支撑，预计 2026 年无烟产品（含传统口含烟）收入占比突破 20%，较 2024 年提升 2.5pct；预计 2035 年无烟产品收入达到 50%

## 4. 投资建议

全球烟草行业规模接近万亿美元，在减害背景下新型烟草增速领先，并将占据更多市场份额。菲莫国际和英美烟草等国际烟草巨头加大对新型烟草的布局，聚焦加热不燃烧等品类，推进无烟化转型。建议关注与英美烟草 HNB 新品 glo Hilo 绑定的雾化电子代工龙头**思摩尔国际**，菲莫国际 IQOS 的代工商**盈趣科技**，以及有望整合境外资产的中烟唯一上市平台**中烟香港**。

## 5. 风险提示

**监管政策不确定：**欧美各国对新型烟草的政策监管力度有不确定性，可能会影响产品销售；同时执法力度较弱可能会导致非合规产品劣币驱逐良币。

**新产品推广不及预期：**HNB 产品仍处于进入空白市场和渗透率提升的阶段，可能会出现审批流程以及市场接受度不及预期的情况。

**市场竞争加剧：**传统雾化电子烟市场的一次性产品和非合规产品的挤占作用依然存在，新型烟草加热不燃烧的主要玩家加大研发投入，存在市场竞争加剧风险。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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>